

多元业务突破，驱动高质量增长

华泰研究

2025 年 10 月 30 日 | 中国内地

季报点评

白色家电

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

90.72

樊俊豪

SAC No. S0570524050001
SFC No. BDO986

研究员

fanjunhao@htsc.com
+(852) 3658 6000

王森泉

SAC No. S0570518120001
SFC No. BPX070

研究员

wangsenquan@htsc.com
+(86) 755 2398 7489

周衍峰*

SAC No. S0570521100002

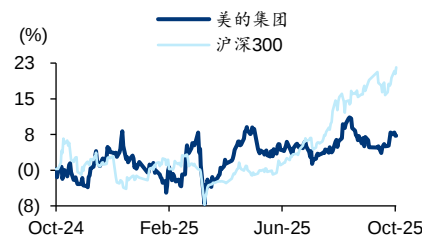
研究员

zhouyanfeng@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

收盘价 (人民币 截至 10 月 29 日)	74.40
市值 (人民币百万)	571,663
6 个月平均日成交额 (人民币百万)	2,541
52 周价格范围 (人民币)	67.18-79.36

股价走势图



资料来源: Wind

经营预测指标与估值

会计年度 (人民币)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万)	409,084	452,987	489,740	525,416
+/-%	9.47	10.73	8.11	7.28
归属母公司净利润 (百万)	38,537	44,873	49,803	55,072
+/-%	14.29	16.44	10.99	10.58
EPS (最新摊薄)	5.02	5.84	6.48	7.17
ROE (%)	17.02	18.33	18.80	19.12
PE (倍)	14.83	12.74	11.48	10.38
PB (倍)	2.64	2.43	2.24	2.06
EV EBITDA (倍)	10.53	7.53	6.46	5.67
股息率 (%)	4.70	5.21	5.63	6.04

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

公司披露 2025 年三季度, 9M25 公司实现营业总收入 3647.16 亿元, 同比+13.85%, 归母净利 378.83 亿元, 同比+19.51%, 其中, 25Q3 总营收同比+9.94%, 归母净利同比+8.95%。在复杂的全球需求环境下, 公司战略已经升级为“科技领先、用户直达、数智驱动、全球突破”四大主轴。一方面, 公司传统家电业务上扁平化渠道及数字化工具直达用户, 领导地位得到持续强化, 另一方面, 在新战略驱动下, 我们看好公司在全球继续深入布局, 并运用数字科技创新提升 ToB 产业竞争力。随着阶段性关税及国补扰动因素迎来改善, 公司作为中长期优质经营标的, 值得关注, 维持“买入”评级。

关税因素扰动直接出口, 实际海外表现或更优

关税仍为短期最大扰动因素, 公司 25Q3 营业总收入同比+9.94%, 而 25Q2/25Q1 分别同比+10.99%/+20.61%。根据产业在线数据, 7-9 月公司空调内外销量分别同比 -9.3%/-14.4%, 冰箱内外销量分别同比 +5.1%/-0.3%, 洗衣机内外销量分别同比+2.3%/+6.8%。我们认为公司在各个品类份额海外表现或明显优于产业在线数据, 由于关税扰动, 公司积极提升海外基地产能, 减少税收影响。以泰国为例, 根据泰国海关数据, 9M25 泰国向美国出口空调 (HS 代码 8415) 金额为 469.7 亿泰铢 (同比+38%), 而公司已建成泰国春武里外的多个海外产业基地, 具备充足的全球产能, 足以应对海外政策变化。

ToB 业务板块展现出较强的增长动能

公司作为多元业务的先行者, 已重新规划了业务板块构成, 随着 ToB 战略的不断推进, 新业务板块展现了强劲的增长动能。其中, 9M25 新能源及工业技术收入 306 亿元、同比+21% (25Q3 同比约+4.1%, 受家电相关零部件业务拖累), 智能建筑科技收入 281 亿元、同比+25% (25Q3 同比约+28.2%, 并表 ARBONIA climate、东芝电梯也有贡献), 机器人与自动化收入 226 亿元、同比+9% (25Q3 同比约+9.1%)。

25Q3 毛利率同比回升

公司 9M25 毛利率为 26.21%, 同比-0.15pct。其中, 25Q3 毛利率同比+1.11pct (主要来自产品结构优化及高毛利品类占比提升, 618 后阶段性恢复价格, 改善盈利水平)。9M25 公司整体期间费用率同比-1.17pct, 其中, 主要为管理费用率同比-0.22pct, 财务费用率同比-0.92pct。值得关注的是前三季度经营性现金流同比下降 5.3%, 主要因 DTC 变革减少经销商打款导致预收款减少。

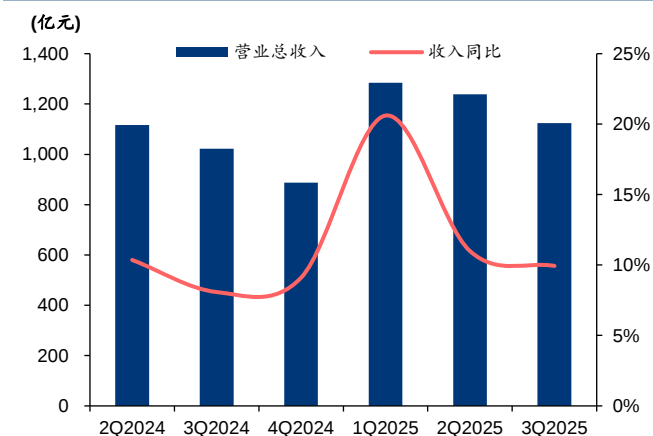
面对复杂经营环境, 看好公司巩固龙头地位并积极拓展增量业务

我们预测 25-27 年归母净利为 448.7/498.0/550.7 亿元, 对应 EPS 为 5.84/6.48/7.17 元。截至 2025/10/29, Wind 可比行业 26 年平均 PE 为 14x, 面临的需求环境虽有挑战, 但公司 ToC 强化领先优势, 同时家电产业能力外溢, 有望受益于多个增量 ToB 业务的发展, 我们看好公司的稳健表现, 给予公司 26 年 14xPE, 对应目标价 90.72 元。

风险提示: 宏观经济下行; 地产周期超预期下行; ToB 新兴业务推进迟缓。

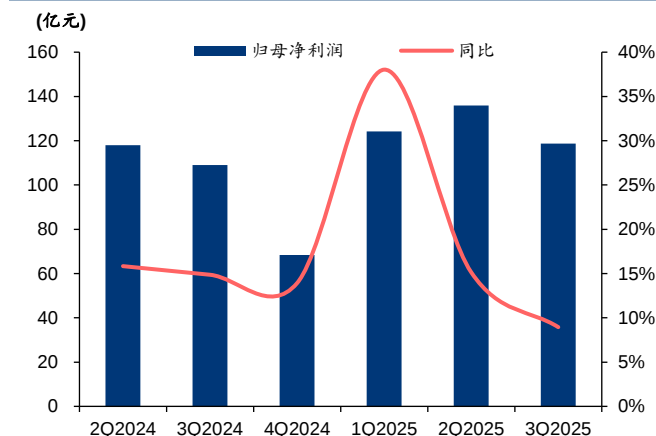
经营业绩指标概览

图表1：25Q3 公司营业总收入同比+9.94%



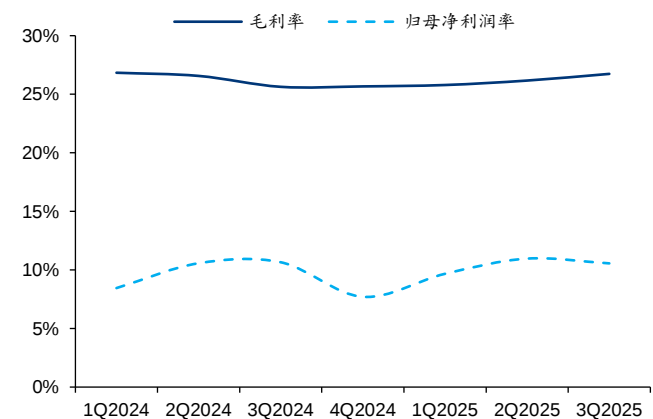
资料来源：Wind，华泰研究

图表2：25Q3 公司归母净利润同比+8.95%



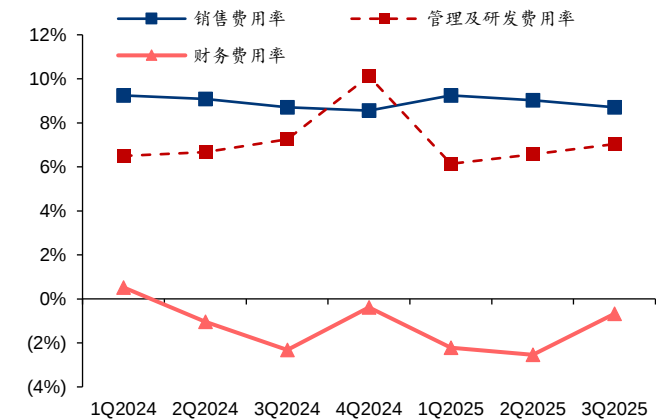
资料来源：Wind，华泰研究

图表3：25Q3 公司毛利率同比上行、净利润率略有下滑



资料来源：Wind，华泰研究

图表4：25Q3 公司期间费用率同比提升



资料来源：Wind，华泰研究

盈利预测和投资建议

美的集团是全产业链、全产品线的家电龙头企业，智能家居主营业务为空调、冰箱、洗衣机及其他小家电的研发、生产和营销，除此之外，还覆盖新能源及工业技术、智能建筑科技、机器人与自动化、健康医疗、智慧物流等业务，已建立 ToC 与 ToB 并重发展的业务矩阵，既可为消费者提供各类智能家居的产品与服务，也可为企业客户提供多元化的商业及工业解决方案。

我们对公司的收入预测有以下判断：

1、智能家居业务：

2024 年公司智能家居业务收入同比增长 9.4%，我们预计 2025 - 2027 年将分别增长 4.5%、4.3%、4.9%，对应收入 2817、2937、3080 亿元。我们认为增长驱动力主要来自：1) 国内家电需求在更新周期驱动下维持稳健，产品结构持续升级；2) 海外家电收入保持中个位数增长，得益于东南亚、拉美市场渗透率提升及高端化布局；3) 智能化家居场景扩展带来附加值增长，AI 算法与 IoT 平台（如美的美居）渗透率提升支撑产品均价。

我们预计 2025 - 2027 年毛利率分别为 29.7%、29.9%、30.0%，25 年受到价格灵活调整影响，毛利率同比或有所下降。但我们认为随着收入结构优化（变频、智控、高能效产品占比提升）与竞争压力缓解，毛利率或逐步回升。整体来看，智能家居业务仍为公司利润的核心贡献板块。

2、新能源与工业技术业务：

2024 年收入同比增长 20.6%，我们预计 2025 - 2027 年分别增长 20.0%、15.0%、12.0%，对应收入 403、464、519 亿元。增长驱动力在于：1) 新能源汽车热管理系统继续有望随着国内行业发展快速放量，带动压缩机、电机、电控类核心零部件业务增长；2) 工业技术板块持续受益于伺服电机、变频器国产替代加速；2) 储能业务拓展贡献新增量。

我们预计 2025 - 2027 年毛利率分别为 18.0%、18.2%、18.5%，较 2024 年略有提升，我们认为主要受益于高毛利自研零部件占比提升及产能利用率改善。

3、智能建筑科技业务：

2024 年收入同比增长 9.9%，我们预计 2025 - 2027 年分别增长 18.0%、12.0%、10.0%，对应收入 336、376、414 亿元。增长逻辑包括：1) 公司已由中央空调供应商转型为楼宇建筑智慧生态集成方案服务商，业务范畴拓展为包括暖通空调、电梯业务、楼宇智能化和能源管理，有望受益于业务范围的拓展；2) 海外节能取暖需求增长，推动热泵产品高增；3) 双碳战略下，公司在先进制造、数据中心、新能源等细分领域中深化服务合作，带动业务转型。

我们预计 2025 - 2027 年毛利率分别为 30.8%、30.9%、30.9%，保持稳健。盈利能力维持高位，我们认为主要得益于节能控制产品毛利较高。

4、机器人及自动化业务：

2024 年收入同比下滑 7.6%，我们预计 2025 - 2027 年恢复增长，增速分别为 10.0%、10.0%、10.0%，对应收入 316、347、382 亿元。复苏动力主要来自：1) 国内制造业投资回暖与 3C、新能源行业订单回升；2) 协作机器人、移动机器人产品线完善，推动平均售价提升；3) 公司加速推进库卡中国区业务发展，整合库卡技术能力与中国市场渠道。

我们预计 2025 - 2027 年毛利率分别为 22.5%、23.0%、23.5%，我们认为毛利率改善主要源于高附加值应用比例提升及产能利用率回升。

5、其他业务：

2024 年收入同比增长 14.7%，预计 2025 - 2027 年分别增长 34.9%、17.5%、11.1%，对应收入 658、773、859 亿元。增长主要来自：1) 数字化创新、数字物流等衍生业务扩张；2) 医疗影像业务；3) 公司积极并购，并表业务拓展。

我们预计 2025 - 2027 年毛利率分别为 16.2%、16.4%、16.6%，我们认为源于规模效应与高附加值服务业务增长。

总体来看，我们预计公司 2025 - 2027 年总收入分别为 4,530、4,897、5,254 亿元，对应同比+10.7%、+8.1%、+7.3%。我们看好公司盈利结构持续优化，智能家居提供稳定现金流，新业务板块（新能源、机器人、建筑科技）成为增长引擎，毛利率短期回落后有望逐步回升。

图表5：美的集团分业务预测

单位：亿元、%	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总收入	6,200.61	4,090.84	4,529.87	4,897.40	5,254.16
增长率 (YoY)	79.4%	-34.0%	10.7%	8.1%	7.3%
毛利率	26.8%	26.8%	26.3%	26.2%	26.3%
智能家居业务					
收入	2,463.51	2,695.32	2,816.97	2,937.20	3,079.87
增长率 (YoY)	5.8%	9.4%	4.5%	4.3%	4.9%
毛利率	29.8%	30.0%	29.7%	29.9%	30.0%
新能源与工业技术					
收入	278.74	336.10	403.33	463.82	519.48
增长率 (YoY)	29.0%	20.6%	20.0%	15.0%	12.0%
毛利率	18.0%	17.7%	18.0%	18.2%	18.5%
智能建筑科技					
收入	259.14	284.70	335.94	376.26	413.88
增长率 (YoY)	13.7%	9.9%	18.0%	12.0%	10.0%
毛利率	29.9%	30.2%	30.8%	30.9%	30.9%
机器人及自动化系统					
收入	310.53	287.01	315.71	347.28	382.00
增长率 (YoY)	12.0%	-7.6%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	23.7%	22.0%	22.5%	23.0%	23.5%
其他业务					
收入	425.16	487.71	657.93	772.84	858.92
增长率 (YoY)	4.2%	14.7%	34.9%	17.5%	11.1%
毛利率	15.8%	16.1%	16.2%	16.4%	16.6%

资料来源：公司公告、华泰研究预测

我们对公司的费用预测有以下判断：

1) 销售费用率：

2024 年销售费用率为 9.5%，预计 2025 - 2027 年分别为 9.3%、9.1%、9.0%。我们认为公司销售费用率优化主要源于：1) 海外市场结构优化，低费用率市场（如东南亚、中东）占比提升；2) 数字营销、线上渠道投入效率提升。2026 - 2027 年，随着公司渠道精简与自营零售平台运营效率提高，广告与物流费用增速放缓。

2) 管理及研发费用率

2024 年管理及研发费用率合计为 7.5%，预计 2025 - 2027 年分别为 7.4%、7.1%、7.0%。我们认为管理费用部分随集团数字化、共享化管理体系成熟，有望提升人均效率，预计管理费用率持续小幅下降。研发费用方面，2025 年公司持续加大在 AI 算法、热泵与工业控制等方向的投入，费用率短期维持高位。整体来看，公司维持“高质量创新+数字化转型驱动效率提升”并重，管理及研发费用率或逐步下降。

3) 财务费用率

2024 年财务费用率为-0.8%，预计 2025 - 2027 年分别为-1.7%、-1.5%、-1.4%。2025 年财务费用率大幅改善，主要受益于汇兑收益增加及利息收入提升，集团外汇风险管理能力增强，海外资金结构优化。

综合来看，我们预计 2025 - 2027 年公司整体期间费用率分别为 15.0%、14.7%、14.6%，费用结构持续优化，销售端精益投放、管理端效率提升、财务端收益强化，共同支撑公司利润率稳中改善。

图表6：费用率预测

单位：%	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
销售费用率	8.6%	9.5%	9.3%	9.1%	9.0%
管理及研发费用率	7.5%	7.5%	7.4%	7.1%	7.0%
财务费用率	-0.9%	-0.8%	-1.7%	-1.5%	-1.4%

资料来源：公司公告、华泰研究预测

图表7：营业收入及归母净利润预测

会计年度 (人民币)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万)	409,084	452,987	489,740	525,416
同比	9.47%	10.73%	8.11%	7.28%
归属母公司净利润 (百万)	38,537	44,873	49,803	55,072
同比	14.29%	16.44%	10.99%	10.58%

资料来源：公司公告、华泰研究预测

图表8：对比行业基准 Wind 一致预期

	PE		ROE (%)			净利润增速 (%)		
	2025E	2026E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
美的集团	12.7	11.5	18.3	18.8	19.1	16.4%	11.0%	10.6%
申万家电行业	15.6	14.2	15.9	17.7	17.6	12.5%	10.0%	10.0%

注：申万家电行业为 Wind 一致预测，美的集团数据为华泰家电团队预测，截止 2025/10/29

资料来源：Wind、华泰研究预测

风险提示

1) 宏观经济下行。

关税冲击影响下，如果全球宏观经济增速大幅低于预期，居民人均可支配收入将受到大幅冲击，行业可能出现供大求的局面，可能导致竞争环境恶化、产业链盈利能力下滑，影响家电企业收入及盈利增长。

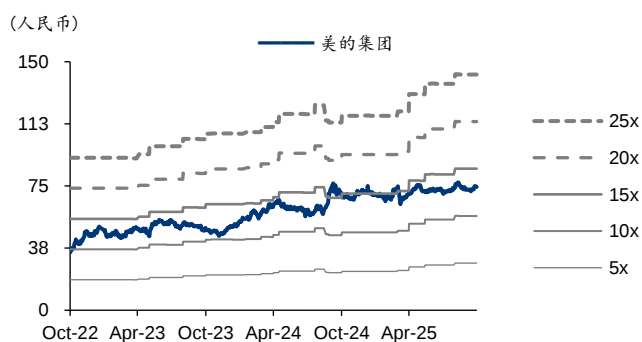
2) 地产周期超预期下行。

如果地产销售持续趋弱及价格出现不利波动，进而导致居民消费能力和消费意愿的下降，导致家电需求持续低于预期、行业增速低于预期。

3) ToB 新兴业务推进迟缓。

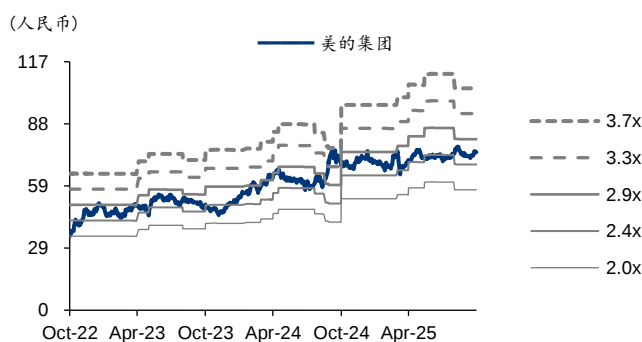
公司发力 ToB 新兴业务，为企业客户提供多元化的商业及工业解决方案。如果 ToB 新兴业务推进迟缓，或让公司处于竞争劣势，收入及净利润表现或弱于预期。

图表9：美的集团 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表10：美的集团 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	281,321	389,064	407,698	435,815	450,875
现金	81,674	140,410	155,479	168,094	180,339
应收账款	32,885	35,799	40,256	41,970	46,246
其他应收账款	2,182	2,077	2,639	2,460	3,010
预付账款	3,316	3,686	4,068	4,316	4,678
存货	47,339	63,339	60,031	73,447	69,651
其他流动资产	113,925	143,751	145,225	145,529	146,950
非流动资产	204,717	215,288	213,512	209,575	204,378
长期投资	4,976	5,223	6,053	6,805	7,334
固定投资	30,938	33,529	31,531	27,947	23,578
无形资产	18,458	17,009	16,448	15,942	15,156
其他非流动资产	150,345	159,527	159,480	158,881	158,310
资产总计	486,038	604,352	621,210	645,390	655,253
流动负债	251,246	351,820	353,016	359,740	349,322
短期借款	8,819	31,009	65,371	48,326	35,032
应付账款	72,530	92,800	91,490	107,899	105,860
其他流动负债	169,896	228,011	196,155	203,515	208,431
非流动负债	60,493	24,865	22,249	19,432	16,575
长期借款	46,139	10,492	7,876	5,059	2,202
其他非流动负债	14,354	14,373	14,373	14,373	14,373
负债合计	311,739	376,684	375,265	379,172	365,897
少数股东权益	11,421	10,917	11,117	11,367	11,627
股本	7,026	7,656	7,684	7,684	7,684
资本公积	21,243	49,920	49,920	49,920	49,920
留存公积	146,987	164,294	179,456	197,152	217,781
归属母公司股东权益	162,879	216,750	234,827	254,851	277,728
负债和股东权益	486,038	604,352	621,210	645,390	655,253

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金	57,903	60,512	44,298	57,820	55,181
净利润	33,745	38,757	45,073	50,053	55,332
折旧摊销	7,349	7,824	8,262	9,289	10,012
财务费用	(3,262)	(3,329)	(7,500)	(7,500)	(7,500)
投资损失	(463.56)	(1,443)	(1,200)	(1,200)	(1,200)
营运资金变动	20,150	20,202	711.61	8,319	191.65
其他经营现金	383.29	(1,499)	(1,049)	(1,141)	(1,655)
投资活动现金	(31,220)	(87,902)	(3,986)	(2,853)	(1,815)
资本支出	(6,314)	(7,840)	(5,181)	(4,031)	(3,667)
长期投资	(30,923)	(85,078)	(829.47)	(751.75)	(529.60)
其他投资现金	6,018	5,016	2,025	1,930	2,381
筹资活动现金	(17,910)	22,698	(25,243)	(42,353)	(41,121)
短期借款	3,650	22,189	34,362	(17,045)	(13,295)
长期借款	(4,547)	(35,647)	(2,616)	(2,817)	(2,856)
普通股增加	2.78	630.19	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	1,550	28,677	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(18,565)	6,849	(56,990)	(22,491)	(24,970)
现金净增加额	8,755	(4,769)	15,069	12,615	12,245

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	373,710	409,084	452,987	489,740	525,416
营业成本	273,481	299,585	333,939	361,299	387,338
营业税金及附加	1,817	2,120	2,250	2,400	2,530
营业费用	34,881	38,754	42,128	44,566	47,287
管理费用	13,477	14,506	16,632	17,815	18,935
财务费用	(3,262)	(3,329)	(7,500)	(7,500)	(7,500)
资产减值损失	(439.78)	(1,008)	(439.78)	(439.78)	(439.78)
公允价值变动收益	(226.49)	1,302	1,000	1,000	1,500
投资净收益	463.56	1,443	1,200	1,200	1,200
营业利润	40,317	46,394	53,458	59,104	64,897
营业外收入	453.40	500.30	400.00	400.00	400.00
营业外支出	493.68	204.30	200.00	200.00	200.00
利润总额	40,277	46,690	53,658	59,304	65,097
所得税	6,532	7,933	8,585	9,251	9,764
净利润	33,745	38,757	45,073	50,053	55,332
少数股东损益	25.42	219.98	200.00	250.00	260.00
归属母公司净利润	33,720	38,537	44,873	49,803	55,072
EBITDA	43,483	49,766	66,881	72,948	78,070
EPS (人民币, 基本)	4.93	5.44	5.84	6.48	7.17

主要财务比率

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	8.10	9.47	10.73	8.11	7.28
营业利润	15.98	15.07	15.23	10.56	9.80
归属母公司净利润	14.10	14.29	16.44	10.99	10.58
获利能力 (%)					
毛利率	26.82	26.77	26.28	26.23	26.28
净利率	9.03	9.47	9.95	10.22	10.53
ROE	19.36	17.02	18.33	18.80	19.12
ROIC	44.03	66.63	101.56	153.22	201.27
偿债能力					
资产负债率 (%)	64.14	62.33	60.41	58.75	55.84
净负债比率 (%)	(2.57)	(22.62)	(29.49)	(39.52)	(46.27)
流动比率	1.12	1.11	1.15	1.21	1.29
速动比率	0.57	0.61	0.67	0.70	0.77
营运能力					
总资产周转率	0.82	0.75	0.74	0.77	0.81
应收账款周转率	12.23	11.91	11.91	11.91	11.91
应付账款周转率	4.00	3.62	3.62	3.62	3.62
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	4.39	5.02	5.84	6.48	7.17
每股经营现金流(最新摊薄)	7.54	7.88	5.77	7.53	7.18
每股净资产(最新摊薄)	21.20	28.21	30.56	33.17	36.15
估值比率					
PE (倍)	16.95	14.83	12.74	11.48	10.38
PB (倍)	3.51	2.64	2.43	2.24	2.06
EV EBITDA (倍)	13.27	10.53	7.53	6.46	5.67

免责声明

分析师声明

本人，樊俊豪、王森泉、周衍峰，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意，标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”（华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格）。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券对本报所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 美的集团（000333 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本价值的 1%或以上。
- 美的集团（000333 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师樊俊豪、王森泉、周衍峰本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 美的集团（000333 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司预计在本报告发布日之后 3 个月内将向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 美的集团（000333 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 美的集团（000333 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J

香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡：华泰证券（新加坡）有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，并且是豁免财务顾问，经营许可证编号为：202233398E

华泰证券股份有限公司

北京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/
邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼

电话：+852-3658-6000/传真：+852-2567-6123

电子邮件：research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司

美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）

电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702

电子邮件：Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券（新加坡）有限公司

滨海湾金融中心 1 号大厦，#08-02，新加坡 018981

电话：+65 68603600

传真：+65 65091183

https://www.htsc.com.sg

©版权所有 2025 年华泰证券股份有限公司