

美的集团 (000333.SZ)

白电龙头系列：详拆 C 端海内外及 B 端未来展望

优于大市

核心观点

美的集团：持续变革成就全球家电龙头。公司是全球规模最大的家电企业，业务涵盖空调、冰箱、洗衣机、厨电及小家电等 C 端产品和机器人与自动化、新能源及工业技术等 B 端工商业解决方案。公司 2010-2023 年营收复合增长 10%至 3737 亿，其中外销占比 40%；归母净利润复合增长 18%至 337 亿。

C 端家电内销：张弛有序，稳步扩张。2019 年以来我国家电规模进入 9000 亿的平台期，但对比海外来看，我国家电规模至少存在 30%-100%的增长潜力。同时，家电龙头的内销收入屡创新高，近 5 年集中度呈现出加速提升的趋势。分品类看，家用空调 2023 年销售额已接近 2500 亿，规模在波动中不断增长。但目前我国尚有 31%的城市房间、73%的农村房间未安装空调，保有量存在进一步提升空间。冰洗虽然进入存量更新时代，但结构拉动下，价格上涨稳健。小家电由于需求可选属性，近年来规模有所回落，但政策加力下弹性可期。家电内销仍有空间。美的集团切入家电行业 40 余年，通过多轮的扩张和变革调整，规模持续壮大，构建起领先的竞争优势，内部治理架构和激励机制完善，形成覆盖全国的渠道网络和高效大规模的生产制造及研发体系。我们将公司内销业务拆分测算，预计未来 10 年美的家电内销收入有望保持复合 5%的稳健增长，C 端内销仍是一个长久期、稳增长、长坡厚雪的现金牛业务。

C 端家电外销：加速海外布局，品牌出海空间大。2023 年全球家电市场规模达到 37557 亿元，2017-2023 年复合增速达到 3.5%，其中北美/欧洲/中国/其他国家及地区复合增速分别为 4.1%/4.7%/1.6%/3.7%，海外家电市场的量价增长动能普遍较好。目前全球白电渗透率尚未达到饱和，东南亚、南亚、拉美、中东非等新兴市场存在较大提升空间，家用空调及冰箱在过去 6 年的复合增速也快于其他品类。全球家电市场格局分散，以营收/全球家电规模计算，美的份额位居全球第一，达到 6.6%，其中内销为 16.5%，外销为 3.6%，海外自有品牌份额预计为 1.5%。当前公司正强化海外自有品牌发展，海外已建成研发中心 17 个、生产制造基地 22 个、渠道网点数量超 10 万个，数量均超国内，有望为海外 OBM 业务发展提供强大支撑。我们将公司的海外收入分地区和代工及 OBM 拆分测算，预计公司中期外销/外销 OBM 收入展望存在 45%/90%的增长空间，远期外销/外销 OBM 展望存在 132%/284%的增长空间。

2B 业务：行业空间广阔，进而有为。公司 B 端各板块均具备广阔的行业空间，2023 年新能源及工业技术/智能建筑科技/机器人与自动化全球行业空间为 8113/18544/1421 亿元，且未来具备较大的成长潜力。2023 年公司 B 端收入 978 亿，营收占比达到 26%，但在行业中市占率普遍处于中低个位数。我们将公司 B 端各业务拆分测算，在假设行业稳步成长、公司市占率小幅提升下，预计公司 B 端收入中期存在 81%的增长空间，远期展望存在 174%的增长潜力。

美的发展展望：海外 OBM+2B 业务引领增长。美的在多元化发展中，形成全球领先的经验和能力：内部构建起先进的治理和激励机制，管理层具备前瞻的战略布局和对外部环境的快速应变，各事业部的执行力和经营活力充足，并搭建起多级研发体系、集成供应链管理体系和覆盖全球的渠道网络，智能生产工厂遍布全球。相信公司在家电内外销及 2B 业务上均有望实现持续发展，综合文中测算，我们预计公司中远期收入展望存在 50%-115%的潜力空间，其中海外 OBM 和 2B 业务均存在翻倍增长的可能，是公司未来增长的主引擎。

盈利预测与估值：公司内外竞争优势领先，海外 OBM 和 2B 业务有望为公司

公司研究 · 深度报告

家用电器 · 白色家电

证券分析师：陈伟奇 0755-81982606
chenweiqi@guosen.com.cn
S0980520110004

证券分析师：王兆康 0755-81983063
wangzk@guosen.com.cn
S0980520120004

证券分析师：邹会阳 0755-81981518
zouhuiyang@guosen.com.cn
S0980523020001

联系人：李晶 0755-81981518
lijing29@guosen.com.cn
S0980523020001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	81.82 - 93.25 元
收盘价	73.28 元
总市值/流通市值	561200/561200 百万元
52 周最高价/最低价	83.67/58.90 元
近 3 个月日均成交额	2291.83 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《美的集团 (000333.SZ) -2024 年三季报点评：收入韧性强劲，盈利稳步提升》——2024-11-04
- 《美的集团 (000333.SZ) -2024 年中报点评：海外发展加速，经营质量稳步提升》——2024-08-21
- 《美的集团 (000333.SZ) -2023 年年报点评：合同负债明显增加，经营质量稳步提升》——2024-03-28
- 《美的集团 (000333.SZ) -2023 年中报点评：业绩加速增长，经营表现稳健》——2023-09-01
- 《美的集团 (000333.SZ) -2022 年报&2023 年一季报点评：一季度经营快速回暖，B 端业务持续强劲》——2023-05-05

增长提供持续的动能。预计公司 2024–2026 年归母净利润为 385.6/424.1/466.4 亿元（+14.3%/+10.0%/+10.0%）。通过多角度估值，预计合理估值 81.82–93.25 元，较目前股价有 11%–26%溢价，维持“优于大市”评级。

风险提示：行业竞争加剧、原材料价格大幅上涨、海外业务运营风险、家电市场需求不及预期、商誉减值风险。

盈利预测和财务指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	345,709	373,710	409,196	439,503	468,641
(+/-%)	0.7%	8.1%	9.5%	7.4%	6.6%
归母净利润(百万元)	29554	33720	38557	42415	46635
(+/-%)	3.4%	14.1%	14.3%	10.0%	10.0%
每股收益(元)	4.22	4.80	5.03	5.54	6.09
EBIT Margin	8.9%	9.5%	9.8%	10.0%	10.3%
净资产收益率(ROE)	20.7%	20.7%	18.3%	18.6%	18.9%
市盈率(PE)	17.4	15.3	14.6	13.2	12.0
EV/EBITDA	21.1	19.3	19.0	17.6	16.5
市净率(PB)	3.59	3.16	2.66	2.46	2.28

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

内容目录

美的集团：持续变革成就全球家电龙头	9
发展历程：持续变革锐意向前，成就全球家电龙头	9
股权结构：大股东持股稳定，管理层持股激励充足	10
财务表现：内外销持续增长，经营质量稳步提升	12
C 端家电内销：张弛有序，稳步扩张	15
国内家电行业：增长潜力尚存，集中度加速提升	15
小家电：可选品类近年有所承压，美的持续调整、份额领先	17
空调：规模波动中成长，美的逐步迈向首位	19
冰洗：存量更新为主，结构升级带动均价上涨	20
美的家电内销：张弛有序，砥砺前行	22
C 端家电外销：加速海外布局，品牌出海空间大	29
海外家电市场增长好于国内，新兴市场渗透率存在提升空间	29
美的自有品牌销量占全球的 8%，但海外销量份额仅为 2%	31
全球突破，美的海外 OBM 大有可为	34
2B 业务：行业空间广阔，进而有为	36
新能源及工业技术：强势家电部件赋能，新能源业务快速发展	36
智能建筑科技：电梯及楼控领域空间巨大，美的在中央空调已初具领先优势	39
机器人与自动化：库卡全球领先，强化中国布局	43
创新业务：以安得智联为主，成长活力充足	45
2B 业务总结：中远期存在 80%以上成长空间，增长潜力大	47
美的发展展望：海外 OBM+2B 业务引领增长	48
财务分析	51
成长性分析：营收利润规模领先，增速位于行业较好水平	51
盈利能力分析：盈利能力稳中有升，稳居行业头部水平	51
现金流量分析：净利润的现金含量超 100%，现金流表现优异	52
经营效率分析：应收账款周转表现良好，存货周转天数小幅提升	53
盈利预测	53
假设前提	53
未来 3 年业绩预测	55
盈利预测的敏感性分析	55
盈利预测情景分析	56
估值与投资建议	57
绝对估值：81.82-108.87 元	57
相对估值：73.28-93.25 元	58
投资建议	58

风险提示	60
附表：财务预测与估值	62

图表目录

图 1: 公司业务分为智能家居和商用及工业解决方案两大板块	9
图 2: 美的集团发展历程	10
图 3: 美的集团股权结构图 (截至 2024Q3)	11
图 4: 2010-2023 年公司收入实现持续较快增长	12
图 5: 2010-2023 年公司内外销实现平稳较快增长	12
图 6: 美的以暖通空调及消费电器业务为主, 各业务板块收入占比较为稳定	13
图 7: 公司内销、暖通空调毛利率有待恢复, 外销表现较好	14
图 8: 2019-2023 年公司销售率有所优化、研发投入加大	14
图 9: 2010-2023 年公司归母净利润稳步增长	14
图 10: 2020 年以来公司归母净利率明显提升	14
图 11: 我国家电零售规模进入 8000-9000 亿的平台期	15
图 12: 我国人均家电消费额与日美欧等存在显著差距	16
图 13: 我国人均家电消费量与日美欧等存在较大差距	16
图 14: 家电龙头的内销家电营收并未出现明显的平台期 (亿元)	16
图 15: 我国家电龙头的家电内销市占率持续提升	17
图 16: 小家电行业规模近年来有所承压	18
图 17: 美的在线上小家电市场保持领先的零售额份额	18
图 18: 美的小家电在线下份额相对更高 (零售额市占率)	18
图 19: 我国家用空调行业规模在波动中不断增长	19
图 20: 我国空调保有量持续提升	20
图 21: 我国城市及农村房间尚有较大比例未安装空调	20
图 22: 空调行业形成双寡头格局, 美的市占率迈向第一	20
图 23: 2017 年以来我国冰洗内销量规模稳定	21
图 24: 我国冰洗保有率已接近饱和	21
图 25: 我国冰洗零售均价稳步上涨	21
图 26: 我国冰箱的体积及门数持续增加	21
图 27: 冰箱行业格局: 海尔位居首位, 美的持续提升位列第二	22
图 28: 洗衣机行业格局: 海尔、美的市占率领先优势明显	22
图 29: 公司历经多次战略调整, 营收增速与盈利能力交替式改善	24
图 30: 公司压缩机及电机等核心零部件历经多年发展, 产销量位居全球第一	24
图 31: 上游零部件企业会占据部分产业链利润	25
图 32: 产业链一体化程度更高的空调企业利润率明显更高	25
图 33: T+3 模式由订单驱动生产、销售全环节	25
图 34: 小天鹅 2013 年实施 T+3 后营业及存货周转天数减少	26
图 35: 小天鹅 2014 年以来净利率提升明显	26
图 36: 公司国内销售渠道涵盖线上线下等全业态	26
图 37: 公司国内分渠道销售占比: 线上销售比例已超过 50%	27

图 38: 公司进入数字化 3.0 时代, 全面推动 DTC 变革	27
图 39: 全球家电行业规模稳健增长 (单位: 10 亿元)	29
图 40: 其他地区有望成为未来几年全球家电市场增长的动力	29
图 41: 2023 年全球家电市场销售规模分布	29
图 42: 2017-2023 年全球家空及冰箱复合增速更高 (10 亿元)	30
图 43: 全球家空主要分布在我国 (10 亿元)	30
图 44: 海外地区冰洗复合增速快于我国 (10 亿元)	31
图 45: 海外厨电及小家电销售额稳步增长 (10 亿元)	31
图 46: 海外地区冰洗及厨电、小家电等品类销售额占比更高	31
图 47: 2023 年美的家电收入位居全球第一 (亿元)	32
图 48: 美的集团海外市占率相对更低	32
图 49: 全球家电销量格局非常分散 (亿元)	32
图 50: 美的集团 2023 年海外自有品牌销量市占率仅 2.2%	32
图 51: 美的集团大家电零售额市占率在海外相对较高	33
图 52: 全球大家电零售量格局相对集中	33
图 53: 全球小家电零售量格局较为分散	33
图 54: 公司持续强化海外 OBM 业务发展	34
图 55: 2020 年以来公司海外渠道网点快速增长, 已超 10 万个	34
图 56: 公司在海外拥有 17 个研发中心	34
图 57: 公司在海外已建立 20 多个生产制造基地	34
图 58: 美的集团 2B 业务分为新能源及工业技术、智能建筑科技、机器人与自动化等四大板块	36
图 59: 全球家电压缩机及电机行业规模稳健增长	37
图 60: 全球工业控制系统销售规模稳步增长	37
图 61: 全球储能市场规模快速成长	37
图 62: 全球新能源车热管理行业规模快速增长	37
图 63: 美的在白电核心零部件上市占率较高, 工控系统、储能等业务市占率提升空间较大	38
图 64: 公司新能源及工业技术板块持续扩张, 规模不断壮大	38
图 65: 公司新能源及工业技术板块涵盖家电零部件、储能等多个业务	39
图 66: 2023 年全球智能建筑科技行业规模达到 18544 亿元, 未来有望保持稳健增长	40
图 67: 2023 年我国智能建筑科技行业分布以电梯和中央空调为主	40
图 68: 我国中央空调内销规模已突破上千亿	40
图 69: 以收入计, 公司智能建筑科技的全球份额为 1.4%	41
图 70: 美的集团在商用空调上市占率较高	41
图 71: 公司智能建筑科技业务持续发展壮大	41
图 72: 美的智能建筑科技涵盖暖通系统、楼宇智能化、电梯业务和能源管理四大板块	42
图 73: 全球工业机器人行业规模有望保持稳健增长	43
图 74: 2023 年全球工业机器人行业格局较为集中, 美的位居第三	44
图 75: 2023 年公司机器人与自动化收入突破 300 亿元	44
图 76: 库卡净利率迎来明显提升	44
图 77: 公司创新业务收入实现较快增长	45
图 78: 安得智联为企业提提供端到端的物流解决方案	46

图 79: 美云智数提供的智能制造解决方案	46
图 80: 美智光电 2022 年营收体量在 9 亿+	46
图 81: 2023 年万东医疗营收体量在 12 亿左右	46
图 82: 公司连续多年进行分红, 2023 年分红率超过 60%	49
图 83: 2013-2024 年美的累计回购总额位居 A 股前列	49
图 84: 公司构建起四级研发体系	50
图 85: 公司搭建起智能的生产制造体系	50
图 86: 公司营收规模位居行业第一 (单位: 亿元)	51
图 87: 公司营收增速位居可比公司中游水平	51
图 88: 公司利润体量位居行业首位 (单位: 亿元)	51
图 89: 公司归母净利润增速位居行业中游水平	51
图 90: 公司毛利率位居可比公司中游	52
图 91: 公司扣非归母净利率位于行业靠前水平	52
图 92: 公司销售费用率较低、但研发管理费用率较高	52
图 93: 公司平均 ROE 水平处于行业中上水平	52
图 94: 公司销售商品提供劳务收到的现金/营业收入稳步上升	53
图 95: 公司经营性现金净流量/净利润平均超过 130%	53
图 96: 公司存货周转天数小幅提升 (单位: 天)	53
图 97: 公司应收账款周转天数较低 (单位: 天)	53

表1: 自2014年以来,公司已连续实施10余期股权激励计划	11
表2: 公司连续推出合伙人等持股计划,对核心管理人员激励充分	11
表3: 预计美的集团家电内销收入未来10年存在60%的增长空间	28
表4: 2017-2023年以来南亚、东南亚等地区白电渗透率明显提升	30
表5: 我们预计公司外销家电收入中期存在40%以上增长空间、远期存在130%以上增长空间	35
表6: 预计公司新能源及工业技术板块中远期收入存在翻倍增长空间	39
表7: 中远期展望来看,公司智能建筑科技收入存在翻倍成长空间	43
表8: 中远期展望来看,公司机器人与自动化收入存在40%-60%的提升空间	45
表9: 预计公司创新业务中远期存在30%-70%增长空间	47
表10: 预计公司2B业务板块存在80%以上的增长空间	47
表11: 公司构建起多层次、常态化的股权激励机制	48
表12: 美的集团进行过多轮大金额的股份回购	49
表13: 美的集团中远期收入展望存在50%-115%的增长空间	50
表14: 美的集团业务拆分	54
表15: 未来3年盈利预测表	55
表16: EPS随市场份额和三项费用率变化的敏感性分析(元)	55
表17: 情景分析(乐观、中性、悲观)	56
表18: 公司盈利预测假设条件(%)	57
表19: 资本成本假设	57
表20: 美的集团FCFF估值表	57
表21: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析(元)	58
表22: 美的集团与可比公司估值	58

美的集团：持续变革成就全球家电龙头

公司前身成立于 1968 年，相继进入过塑料五金制品、汽车配件、发电机等行业；1980 年公司敏锐发现家电行业的巨大商机后，从风扇着手，相继进入空调、电饭煲、电机、洗碗机、冰箱、洗衣机等家电产业，成为覆盖家电全品类、涵盖家电上下游的制造业巨头。目前公司业务主要分为智能家居和商业及工业解决方案两大板块，其中智能家居涵盖空调、冰箱、洗衣机、厨电及小家电等 C 端家电产品，商业及工业解决方案分为新能源及工业技术、智能建筑科技、机器人与自动化、其他创新业务。按照收入及销量计算，公司是全球最大的家电企业，2023 年全球销量份额为 7.9%，在空冰洗、厨电及其他家电品类量额市占率均位居全球前三。

图1：公司业务分为智能家居和商用及工业解决方案两大板块



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

发展历程：持续变革锐意向前，成就全球家电龙头

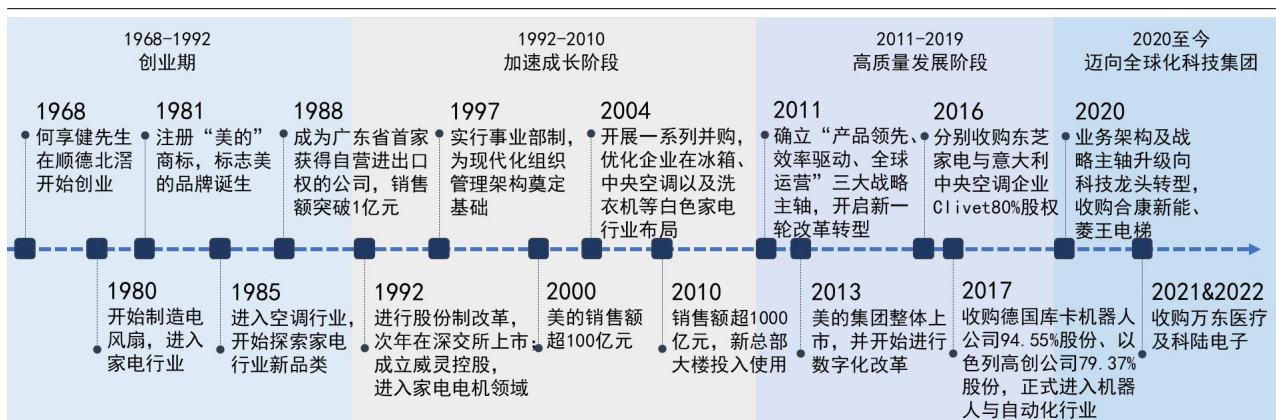
公司从塑料五金制品出发，通过不断的多元化发展和经营战略、组织架构调整，成为一个横跨 B 端和 C 端的千亿级全球化科技企业。我们将公司的发展划分为以下四个阶段：

- 创业期（1968-1992）：切入家电领域，营收破亿。**1968 年，公司前身成立于佛山顺德，从事塑料及金属制品的生产。1980 年，公司为广州第二电器厂生产电风扇配件，并开始自行研发生产自主品牌电风扇，切入家电行业。1981 年，公司注册“美的”商标，标志美的品牌诞生。1985 年，公司进入空调行业，开始探索家电新品类。1988 年，公司内外销并行，营收破亿元。
- 加速成长阶段（1992-2010）：横向扩张与纵向整合，营收破千亿。**1992 年，公司进行股份制改革，并于次年在深交所上市，从此公司进入加速扩张。1992 年，公司成立威灵控股，进入家电电机领域；1993 年进入电饭煲行业，并随后开拓微波炉、饮水机、洗碗机、燃气具等品类。为应对逐步新增的家电品类，公司于 1997 年实行业务部制，为公司走向现代化组织管理架构奠定基础。2002 年，公司进军冰箱及洗衣机市场，随后陆续并购整合荣事达、华凌、小天鹅等公司，优化公司在冰洗等业务上的布局。2007 年，公司在越南建成投产第一个海外基地；并在 2008-2013 年与开利在海外成立多个合资公司，逐

步加快海外发展步伐。2010年，公司销售额超千亿元。

- **高质量发展阶段（2011-2019）：提质增效，发力B端。**公司通过前期的内生发展及收并购，各事业部实现快速发展，收入跃升千亿，但也出现组织臃肿、效率低下、盈利较差等问题。因此，2011年，公司确立“产品领先、效率驱动、全球运营”三大战略主轴，经营从注重增长数量到注重增长质量转型，并推动组织架构扁平化、高效化。2012年，美的创始人何享健退出董事会，方洪波接任，公司加快提效转型步伐。2012年公司营收下降23.4%，但净利率同比提升1.0pct至6.0%。通过“T+3”、数字化提效，公司2016年净利率达到10.0%的历史最佳水平。随后，公司收购意大利中央空调企业Clivet、德国库卡机器人、以色列高创等，布局机器人与自动化等B端业务。2011-2019年，公司营收复合增长9.6%，但归母净利润复合增长27.5%，归母净利率从2.6%提升至8.7%。
- **迈向全球化科技集团（2020年至今）：战略再升级，强化B端业务发展。**2020年底，公司重新规划整体业务架构为：智能家居事业群、机电事业群、暖通与楼宇事业部、机器人与自动化事业部和数字化创新业务，将C端和B端业务分类整合，实现资源、渠道和客户的融合共享；同时升级战略主轴为：“科技领先、用户直达、数智驱动、全球突破”，凸显科技的战略意义，强化B端业务和外销OBM业务的发力。

图2：美的集团发展历程

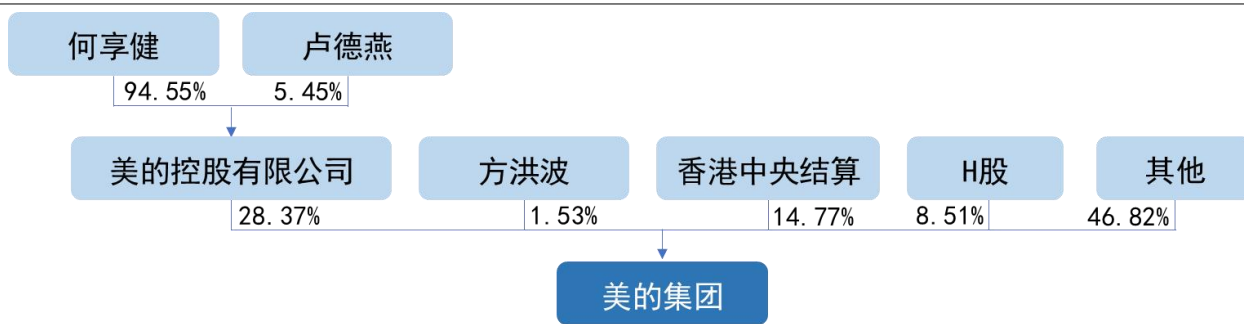


资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

股权结构：大股东持股稳定，管理层持股激励充足

公司上市以来，股权结构稳定，连续多年的股权激励和合伙人计划充分绑定核心员工利益。截止2024Q3，公司创始人何享健通过美的控股间接控制公司28.4%的股权，持续比例稳定且集中，保障了公司稳定的管理体系和经营战略。2013年公司整体上市以来，公司便开始着手实施股权激励计划及合伙人计划等，2014-2024年公司共实施股权激励计划16次，持股计划等15次，充分绑定管理层及核心员工利益，激发员工的经营活力。

图3: 美的集团股权结构图 (截至 2024Q3)



资料来源: wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表1: 自 2014 年以来, 公司已连续实施 10 余期股权激励计划

期数	公告日	股票总数 (万股)	占当时总股本比例	激励对象	行权条件
第一期股权激励计划	2014. 1. 13	4051	2. 4%	中高层管理人员及业务技术骨干人员共 693 人	2014-2016 年净利润增长率不低于 15%, 净资产收益率不低于 20%
第二期股权激励计划	2015. 3. 31	8379	2. 0%	中高层管理人员及业务技术骨干人员共 738 人	2015-2017 年净利润增长率不低于 15%, 净资产收益率不低于 20%
第三期股权激励计划	2016. 5. 26	12729	2. 0%	中高层管理人员及业务技术骨干人员共 931 人	2016-2018 年净利润不低于前三年均值
第四期股权激励计划	2017. 3. 31	9898	1. 5%	中高层管理人员及业务技术骨干人员共 1476 人	2017-2019 年净利润不低于前三年均值
2017 年限制性股票激励计划	2017. 3. 31	2979	0. 4%	高层管理人员共 140 人	2017-2019 年净利润不低于前三年均值
第五期股权激励计划	2018. 3. 31	6208	0. 9%	中基层管理人员及业务技术骨干人员共 1341 人	2018-2022 年净利润不低于前三年均值
2018 年限制性股票激励计划	2018. 3. 31	2501	0. 3%	高层管理人员共 344 人	2018-2022 年净利润不低于前三年均值
第六期股权激励计划	2019. 4. 20	4724	0. 7%	中基层管理人员及业务技术骨干人员共 1150 人	2019-2023 年净利润不低于前三年均值
2019 年限制性股票激励计划	2019. 4. 20	3035	0. 5%	中高层管理人员共 451 人	2019-2023 年净利润不低于前三年均值
第七期股权激励计划	2020. 4. 30	6526	0. 9%	研发、制造、品质人员及其他骨干 1425 人	2020-2022 年净利润不低于前二年年均值
2020 年限制性股票激励计划	2020. 4. 30	3418	0. 5%	中高层管理人员及业务骨干 520 人	2020-2022 年净利润不低于前二年年均值
第八期股权激励计划	2021. 4. 30	8248	1. 2%	研发、制造、品质人员及其他骨干 1901 人	2021-2024 年净利润不低于前二年年均值的 110%
2021 年限制性股票激励计划	2021. 4. 30	1057	0. 2%	高级管理人员等 147 人	2021-2024 年净利润不低于前二年年均值的 110%
第九期股权激励计划	2022. 4. 30	10907	1. 6%	研发、制造、品质等科技人员及中层管理人员、海外派驻人才、年轻骨干技术人才等 2849 人	2022 及 2023 年度的加权平均净资产收益率不低于 20%; 2024-2025 年加权平均净资产收益率不低于 18%
2022 年限制性股票激励计划	2022. 4. 30	1263	0. 2%	高级管理人员及其他核心人员 199 人	2022 及 2023 年度的加权平均净资产收益率不低于 20%; 2024-2025 年加权平均净资产收益率不低于 18%
2023 年限制性股票激励计划	2023. 4. 29	1838	0. 3%	核心研发人员及业绩承担核心人员等 416 人	2023-2025 年的加权平均净资产收益率不低于 20%/18%/18%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表2: 公司连续推出合伙人等持股计划, 对核心管理人员激励充分

期数	公告日	计划专项基金 (万股)	占上年净利润比例	参与人员	考核指标
第一期全球合伙人计划	2015. 3. 31	11500	1. 0%	核心管理人员 31 人	2015 年净利润增长率不低于 15%, 加权净资产收益率不低于 20%
第二期全球合伙人计划	2016. 3. 26	8050	0. 6%	核心管理人员 15 人	2016 年加权净资产收益率不低于 20%

第三期全球合伙人计划	2017. 3. 31	9900	0. 6%	核心管理人员 15 人	2017 年加权净资产收益率不低于 20%
第四期全球合伙人计划	2018. 3. 31	18250	1. 0%	核心管理人员 20 人	2018 年加权净资产收益率不低于 20%
第一期事业合伙人计划	2018. 3. 31	9785	0. 5%	2 名副总裁及经营单位高层管理人员共 50 人	2018 年加权净资产收益率不低于 20%
第二期事业合伙人计划	2019. 4. 20	9300	0. 5%	2 名副总裁及公司下属单位高层管理人员共 45 人	2019 年加权净资产收益率不低于 20%
第五期全球合伙人计划	2019. 4. 20	18582	0. 9%	核心管理人员 16 人	2019 年加权净资产收益率不低于 20%
第六期全球合伙人计划	2020. 4. 30	18410	0. 8%	总裁、副总裁及其他高管合计 17 人	2020-2022 年净利润不低于前两年均值
第三期事业合伙人计划	2020. 4. 30	9750	0. 4%	核心管理人员 46 人	2020-2022 年净利润不低于前两年均值
第七期全球合伙人计划	2021. 4. 30	20150	0. 7%	总裁、副总裁及其他高管合计 15 人	2021-2023 年净利润不低于前两年均值的 110%
第四期事业合伙人计划	2021. 4. 30	16421	0. 6%	核心管理人员 44 人	2021-2023 年净利润不低于前两年均值的 110%
第八期全球合伙人计划	2022. 4. 30	21220	0. 7%	总裁、副总裁及其他高管合计 15 人	2022-2024 年加权平均净资产收益率不低于 20%/20%/28%
第五期事业合伙人计划	2022. 4. 30	15909	0. 6%	核心管理人员 55 人	2022-2024 年加权平均净资产收益率不低于 20%/20%/28%
2023 年持股计划	2023. 4. 29	56485	1. 9%	核心管理人员 147 人	2023-2025 年加权平均净资产收益率不低于 20%/18%/18%
2024 年持股计划	2024. 3. 28	128562	3. 8%	核心管理人员 604 人	2024-2027 年加权平均净资产收益率不低于 18%/18%/17%/16. 5%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

财务表现：内外销持续增长，经营质量稳步提升

公司营收稳健增长，2010-2023 年复合增长 10%。2010-2023 年公司营收由 1103 亿元增长至 3737 亿元，年均复合增长 9.8%，保持较快的平稳增长。2012 年家电下乡等刺激政策逐步退出，叠加公司主动的战略收缩调整，公司营收出现缩水。但随后的 2013-2014 年快速反弹，2015 年受到地产影响，行业规模有所承压，公司营收小幅下降。2017 年公司收购库卡机器人，叠加行业需求向好，营收规模增长超 50%。此后，除 2021 年由于原材料成本而导致价格上涨、外销增长强劲，从而营收增长较快外，公司营收基本保持个位数稳健增长。

分内外销，公司外销增长更快，2023 年占比达到 40%。2010-2023 年公司外销收入由 259 亿元增长至 1509 亿元，复合增速达到 13.4%；内销收入由 735 亿元增长至 2211 亿元，复合增速为 8.8%。公司外销代工与 OBM 并行，叠加业务收并购，海外营收规模快速壮大，2023 年占营收的比重已达到 40.4%。

图4：2010-2023 年公司收入实现持续较快增长

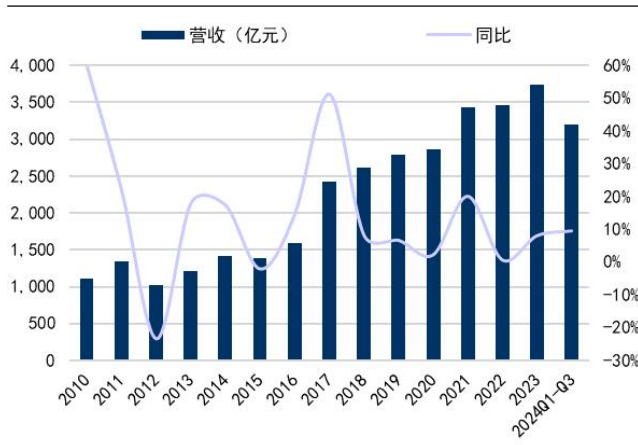
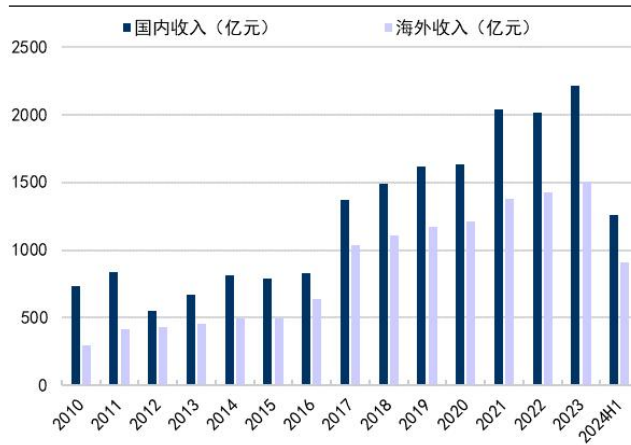


图5：2010-2023 年公司内外销实现平稳较快增长

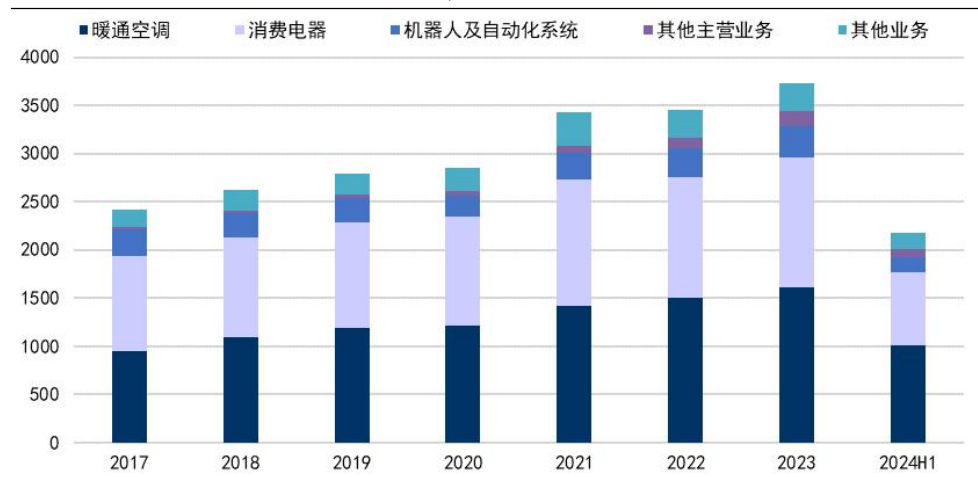


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

公司以暖通空调及消费电器业务为主, 占比均在 4 成左右。暖通空调是公司的第一大业务, 2023 年收入占比达到 43.1%。消费电器业务涵盖冰箱、洗衣机、厨电、小家电产品, 2023 年收入占比达到 36.0%。机器人与自动化 2023 年收入占比 8.8%; 其他主营收入 (预计为电梯、高低压变频器、医学影像产品等) 占比 4.1%。公司其他业务包括智能供应链、家电原材料销售、批发及加工业务, 以及吸收存款、同业拆借、消费信贷、买方信贷及融资租赁等金融业务, 2023 年收入占比达到 7.9%。公司以暖通空调及消费电器业务为主, 各业务板块收入占比较为稳定。

图6: 美的以暖通空调及消费电器业务为主, 各业务板块收入占比较为稳定

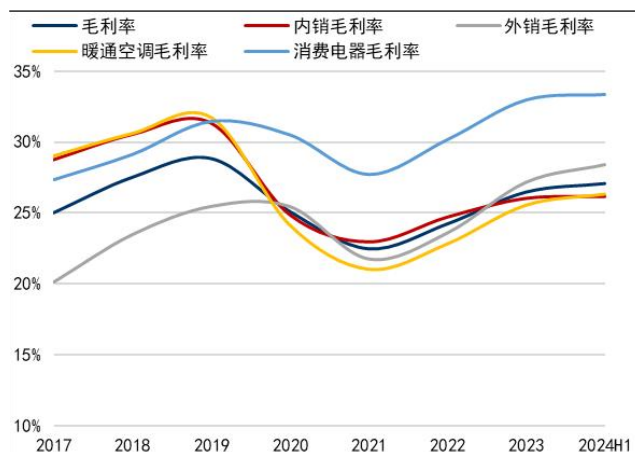


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

公司毛利率受空调业务影响, 在 2020 年及 2021 年处于底部, 后逐步回升。公司毛利率在 2020 年达到 28.9% 的高峰, 2020 年受疫情及价格战影响、2021 年受原材料成本较高影响, 毛利率出现明显下降。但后续随着产品结构调整、原材料价格有所回落等, 毛利率快速恢复, 2024 年前三季度公司毛利率已恢复至 26.8% 的较高水平。分内外销看, 公司 2023 年以来外销毛利率已突破历史最高水平, 但内销毛利率恢复进度偏慢, 预计主要系外销价格及产品调整相对较快。公司暖通空调业务受原材料影响较大, 毛利率从 2019 年最高 31.8% 降至 2021 年 21.1%, 2024H1 恢复至 26.4% 的水平, 后续依然存在提升空间; 消费电器毛利率受影响相对小一些, 2023 年以来也创下毛利率新高。

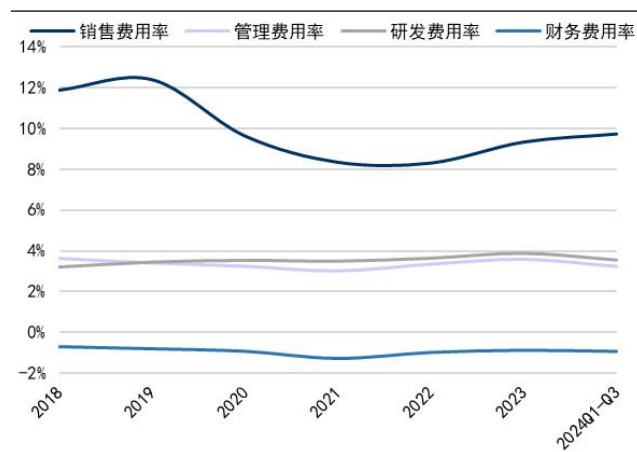
公司销售费用率明显压缩, 研发投入加大, 管理及财务费用率相对稳定。2018-2023 年公司销售费用率从 12% 左右下降至 2021 年最低 8.3%, 2023 年小幅提升至 9.3%。公司研发费用率从 2018 年的 3.2% 稳步提升至 2023 年的 3.9%, 管理费用率稳定在 3.0%-3.7% 的水平, 财务费用率则在 -1% 左右波动。

图7：公司内销、暖通空调毛利率有待恢复，外销表现较好



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图8：2019-2023 年公司销售率有所优化、研发投入加大



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

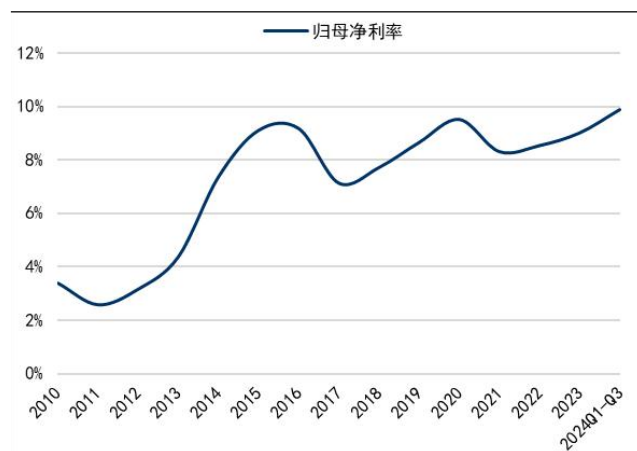
2011 年变革后盈利快速提升，近年来净利率稳中向好。2010-2023 年公司归母净利润由 37 亿增长至 337 亿，复合增速达到 18.4%，远高于同期收入增速。公司自 2011 年变革后，归母净利率在 2012-2015 年实现快速提升，从 3%左右提升至超过 9%。后续归母净利率虽因为原材料成本、价格竞争等因素而有所波动，但均能稳步修复。2023 年公司归母净利率达到 9.0%，2024 年前三季度达到 9.9%，接近历史最好水平。

图9：2010-2023 年公司归母净利润稳步增长



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图10：2020 年以来公司归母净利率明显提升



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

C 端家电内销：张弛有序，稳步扩张

在公司 40 多年的家电发展史中，美的通过业务的多轮扩张和变革调整，规模持续增长，能力持续进化，一步步成为家电王者。2019 年以来我国家电行业呈现出新常态，家电内销规模增速放缓，但美的通过年度经营方针的快速调整，推动规模稳步扩张，经营质量不断优化。展望公司家电内销业务，虽然面临的是一个偏存量的市场，但公司具备全球领先的零售能力和品牌布局，同时考虑到我国家电内销市场中空调仍有渗透率提升空间，冰洗品类通过产品结构升级带来均价提升规模也在继续提高，家电内销市场仍然是一个长久期、稳增长、长坡厚雪的赛道，相信美的集团通过灵活的经营战略和强大的组织活力，家电内销规模仍然能够实现长期稳健的增长。

国内家电行业：增长潜力尚存，集中度加速提升

我国家电行业规模呈阶梯式增长，2019 年以来我国家电零售规模进入 9000 亿的平台期。根据奥维云网的推总数据，我国家电零售规模在 2011 年前实现快速增长，规模从 2004 年的 3311 亿增长至 2011 年的 6265 亿元，年复合增长 9.5%。随后，家电零售规模在 6000 亿+盘桓 5 年之久，在 2016 年在地产市场回暖之际，规模突破 7000 亿元，随后稳步增长至 2019 年的 8910 亿。进入 2020 年后，在地产、消费等因素的影响下，我国家电零售规模再一次进入平台期，2020-2023 年规模均在 8000-9000 亿之间。

图11：我国家电零售规模进入 8000-9000 亿的平台期



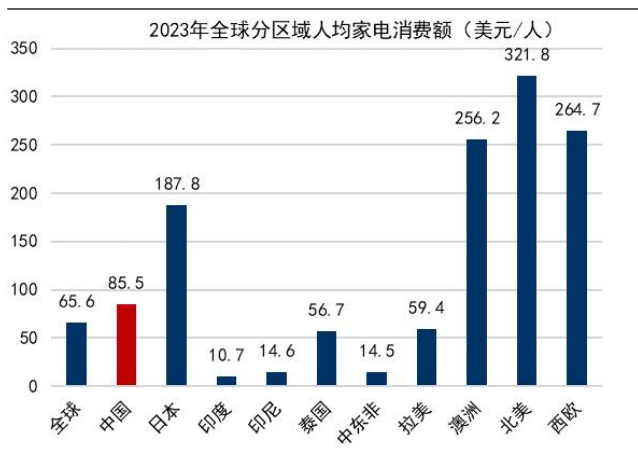
资料来源：奥维云网推总数据，国家统计局，国信证券经济研究所整理

注：包含品类彩电、冰箱、冷柜、洗衣机、干衣机、空调、厨电(烟灶消)、集成灶、电热水器、燃气热水器、小家电(煲磁压豆料水榨、电蒸炖锅、煎烤机、养生壶、咖啡机)、洗碗机、微波炉、电烤箱、吸尘器、净化器、净水器、电风扇、电暖器

但对比海外来看，我国家电销售量/额存在 30%/100%以上的增长潜力。以欧睿各区域家电零售额/量作为参考，除于当地的人口规模来看，2023 年我国家电人均销量为 0.58 件/人，高于全球 0.38 件/人的平均水平，也高于拉美、中东非、印度等发展中地区。不过对标发达国家来看，差距依然明显，北美、西欧、澳洲人均销量均在 1 件/人以上。以与我国居住、饮食习惯较为接近的日本来看，2023 年日本人均家电销量为 0.77 件/人，我国尚有 33.3%的提升空间。从零售额看，我国与发达国家的差距更为显著。2023 年我国人均家电消费额为 85.5 美元/人，

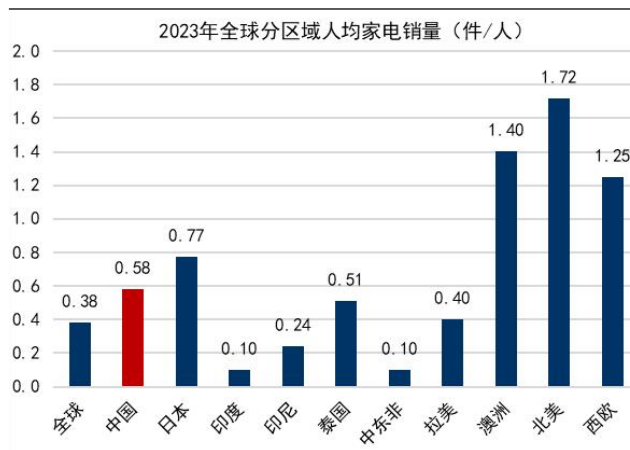
与日本存在 119.8% 的差距，与美欧等发达区域存在 200% 以上的差距。从不同区域的人均家电消费量/额可以看出，家电与经济发展水平存在显著关系，未来随着我国经济和消费水平的进一步提升、家电更新周期进入规定区间，我国家电规模有望走出平台期，获得新突破。从人均消费量的角度看，对标日本等发达经济体，我国家电销量规模至少存在 30% 以上的增长空间；从额的角度对比，则至少存在翻倍以上空间。

图12: 我国人均家电消费额与日美欧等存在显著差距



资料来源: 欧睿, 世界银行, 国信证券经济研究所整理

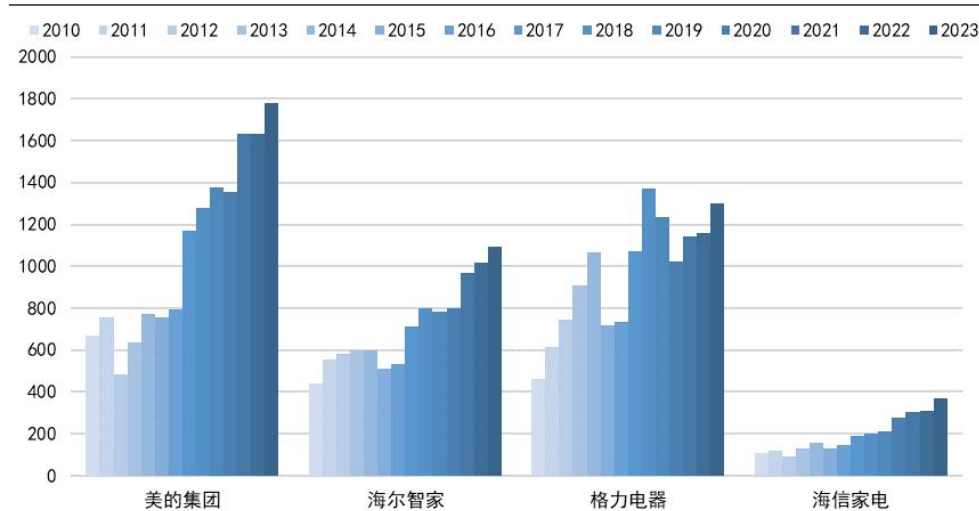
图13: 我国人均家电消费量与日美欧等存在较大差距



资料来源: 欧睿, 世界银行, 国信证券经济研究所整理

虽然我国家电零售规模进入平台期，但 2019 年以来家电龙头美的、海尔等内销家电收入却屡创新高，规模持续增长。我们以白电龙头的内销收入减去物流、其他主营业务等作为家电内销收入来看（考虑到美的机器人与自动化业务以外销为主，且规模变动不大，以内销收入减去其他主营及其他业务作为家电内销收入），2019-2020 年美的集团内销家电收入在达到 1300 多亿的规模后，在 2023 年突破 1700 亿营收；海尔 2018-2020 年家电内销规模处于 800 亿左右，2023 年也成功接近 1100 亿规模；海信则在 2019 年后内销家电收入持续突破，2023 年收入达到 368 亿的新高峰。格力则相对承压，2018 年在达到 1372 亿的内销家电收入高峰后，有所回落，在 2023 年再次突破 1300 亿。

图14: 家电龙头的内销家电营收并未出现明显的平台期 (亿元)



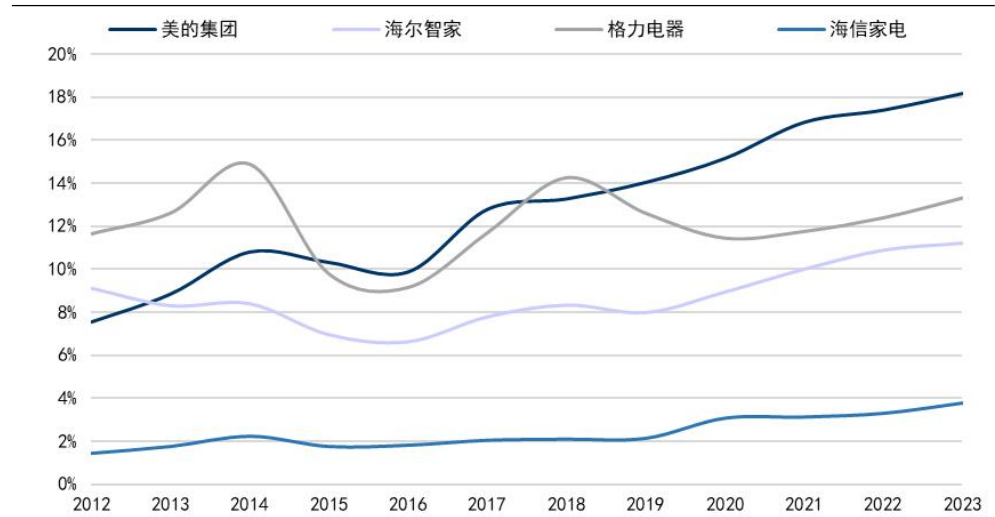
资料来源: 公司公告, wind, 国信证券经济研究所整理

注: 以各公司的内销收入减去物流、其他主营业务等作为家电内销收入, 如美的集团为内销收入减去其他

主营收入、其他业务收入，但含机器人与自动化内销收入；海尔智家为内销收入减去渠道综合服务及其他收入

结合家电行业零售规模来看，**家电龙头的市占率持续提升，且近5年集中度抬升趋势有所加速**。结合奥维云网的家电零售规模和产业在线的中央空调数据，我们得到家电龙头的市占率情况。美的、海尔、海信等企业的家电市占率仍在持续提升，而且自2018年以来，整个提升的趋势并未放缓，CR4甚至在加速。2012-2017年美的家电内销市占率从7.5%提升至12.8%，5年间提升5.3pct；2018-2023年从13.3%提升至18.2%，提升4.9pct。海尔智家2012-2017年市占率下降1.3pct，2018-2023年提升2.9pct；海信家电2012-2017年市占率提升0.6pct，2018-2023年提升1.7pct。以美的、海尔、格力、海信家电内销收入作为CR4来看，2012-2017年CR4提升4.6pct至34.3%，2018-2023年提升8.5pct至46.5%，国内家电集中度呈现加速提升趋势。预计主要系2018年后，我国家电增量减少，中小企业竞争压力增大，行业出现明显出清。目前我国家电龙头正强化各细分渠道的领先优势，留给中小品牌的空间相对更小，预计后续集中度提升趋势有望延续。

图15: 我国家电龙头的家电内销市占率持续提升



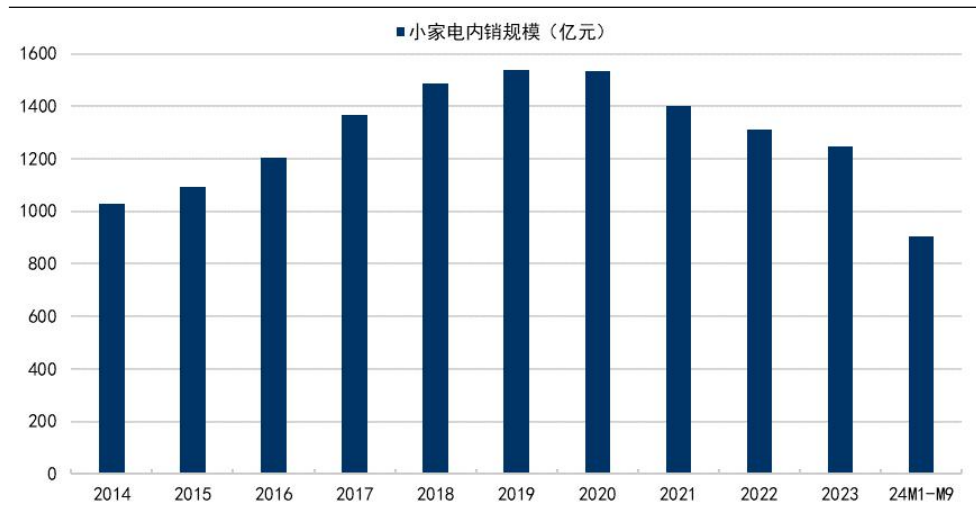
资料来源：公司公告，wind，奥维云网，产业在线，国信证券经济研究所整理

注：家电内销规模为前文的奥维云网推总家电零售规模+产业在线的中央空调规模；各公司家电内销收入为公司内销收入减去物流、其他主营业务等与家电无关收入；美的集团内销收入含机器人与自动化内销收入，但预计规模较小，对市占率计算影响不大

小家电：可选品类近年有所承压，美的持续调整、份额领先

与空冰洗相比，小家电需求相对可选，且与白电操作简单相比，部分小家电存在需要事后清洁等痛点。因而小家电需求受消费环境的影响更大。2020年以来，受到消费趋势的影响，小家电行业规模出现承压迹象，尤其是可选属性较强的长尾厨房小家电产品。综合奥维云网及全国家用电器工业信息中心的数据，2019-2020年我国小家电行业规模一度超过1500亿，此后持续回落，2023年小家电行业规模仅有1246亿元。展望后续，随着政策逐步加力，推动消费稳步回暖，小家电需求弹性值得期待。

图16: 小家电行业规模近年来有所承压

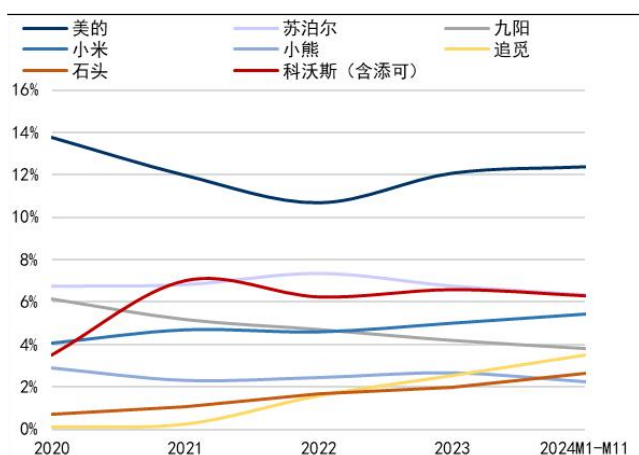


资料来源: 全国家用电器工业信息中心, 奥维云网推总数据, 国信证券经济研究所整理

注: 2022-2023 年规模参考全国家用电器工业信息中心的生活电器数据, 包括厨电、清洁电器、个护等小家电, 2015-2021 年规模增速参考奥维云网推总数据

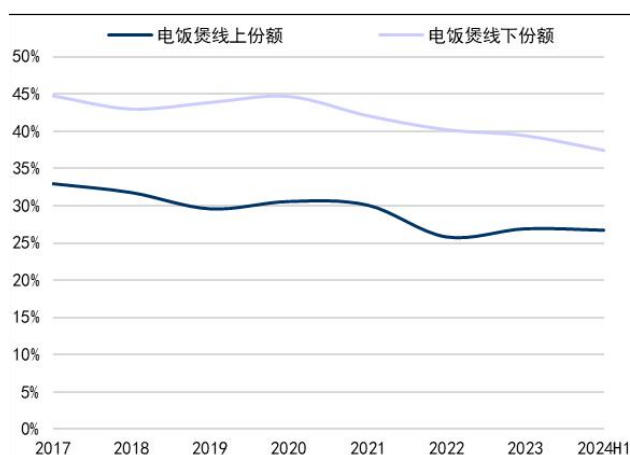
美的在小家电领域份额领先。美的从电风扇品类入手, 陆续切入电饭煲、微波炉、吸尘器等小家电品类, 通过几轮品类扩充与品类提效 (如 2022 年压缩部分非核心品类), 公司逐步建立起在小家电领域的领先地位, 其中在规模较大的偏刚需品类, 如电饭煲、电热水壶、电风扇、电磁炉等, 美的规模化制造优势更为显著, 市占率也相对更高。根据公司公告, 公司 2023 年在电饭煲/电风扇/电热水壶/电磁炉的线下零售额市占率为 39.4%/43.7%/41.9%/46.9%, 均位居第一; 在线上市场的零售额市占率分别为 26.9%/22.8%/26.4%/55.2%, 同样位居头部地位。整体而言, 根据久谦平台统计的线上天猫、京东、抖音数据, 2023 年美的在线上小家电行业的零售额份额为 12.1%; 考虑到小家电线下渠道壁垒及集中度较高, 且美的在线下渠道市占率更高, 预计公司在整体小家电市场的份额更高一些。线上小家电份额第二为苏泊尔, 2023 年零售额份额为 6.8%, 与美的存在不小的差距。

图17: 美的在线上小家电市场保持领先的零售额份额



资料来源: 久谦, 京东, 天猫, 抖音, 国信证券经济研究所整理

图18: 美的小家电在线下份额相对更高 (零售额市占率)



资料来源: 公司公告, 奥维云网, 国信证券经济研究所整理

空调：规模波动中成长，美的逐步迈向首位

2023 年我国空调内销量已接近亿台，创下历史新高，销额达到 2488 亿元。上世纪 80 年代以来，我国空调需求开始爆发，众多家电企业纷纷入局，共同推动行业的繁荣与发展。到 2023 年，我国家用空调内销量已达到 9960 万台，销额达到 2488 亿元，是家电当中销售体量最大的品类（产业在线数据）。2024 年 1-11 月，受益于国家以旧换新政策，空调销量同比增长 3.9% 至 9679 万台，预计 2024 年规模突破上亿台。2001-2023 年，家用空调内销量复合增长 9.1%，2017 年以来，空调增速有所放缓，但 2017-2023 年仍有 1.3% 的复合增长。空调行业规模在波动中增长，预计受天气、地产、政策等因素影响。

图19：我国家用空调行业规模在波动中不断增长

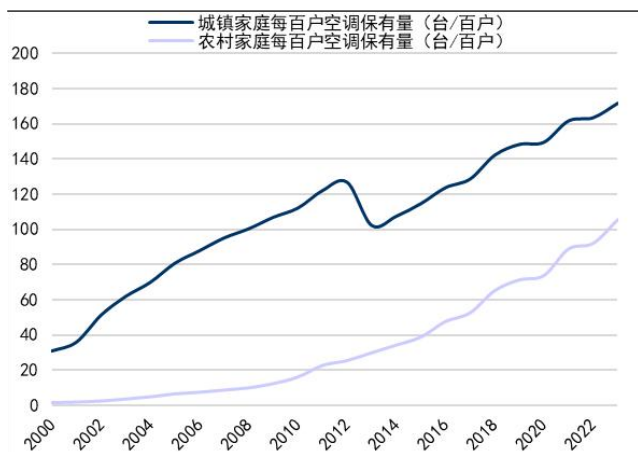


资料来源：产业在线，国信证券经济研究所整理

当前我国城市家庭尚有 30% 以上的空调安装空间、农村家庭存在 70% 以上的空间安装空间。根据我国统计局的数据，2023 年我国城镇/农村居民空调每百户保有量分别为 171.7 台和 105.7 台。而我国 2020 年平均每户住房间数达到 3.14 间/户，其中城市为 2.49 间/户，镇为 3.23 间/户，乡村为 3.86 间/户（人口普查数据）。也就是说，我国无论是城市家庭，还是农村家庭，并非所有的房间都安装有空调。按上述数据计算，城市每百户家庭拥有的房间数量为 249 间（假设城市每户住房间数保持 2020 年 2.49 间/户），但空调保有量为 172 台，**尚有 31% 的城市房间未安装空调**（此处保有量按 2023 年城镇家庭计算，户均家庭间数以 2020 年城市家庭计算，若考虑到镇家庭户均住房间数更多，则未安装空调的比例会更高）。农村家庭未安装空调的房间比例则更高，按每百户拥有房间数量 386 间计算（假设保持 2020 年普查数据时的 3.86 间/户），其保有的空调量为 106 台，**尚有 73% 的农村房间未安装空调**。

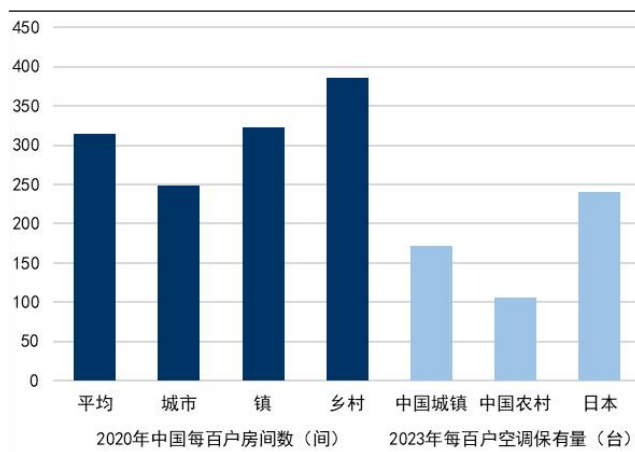
此外，以日本作为对比来看，其 2023 年空调百户保有量为 240.6 台，我国城镇家庭及农村家庭的空调保有量尚有较大的提升空间。不过日本的住房结构、天气等与国内存在一定差异，并非能完全对标，但考虑到我国经济水平及消费能力的持续增长，我国空调保有量预计依然能进一步提升。

图20: 我国空调保有量持续提升



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理
注: 2013 年统计口径存在调整, 故数据出现波动

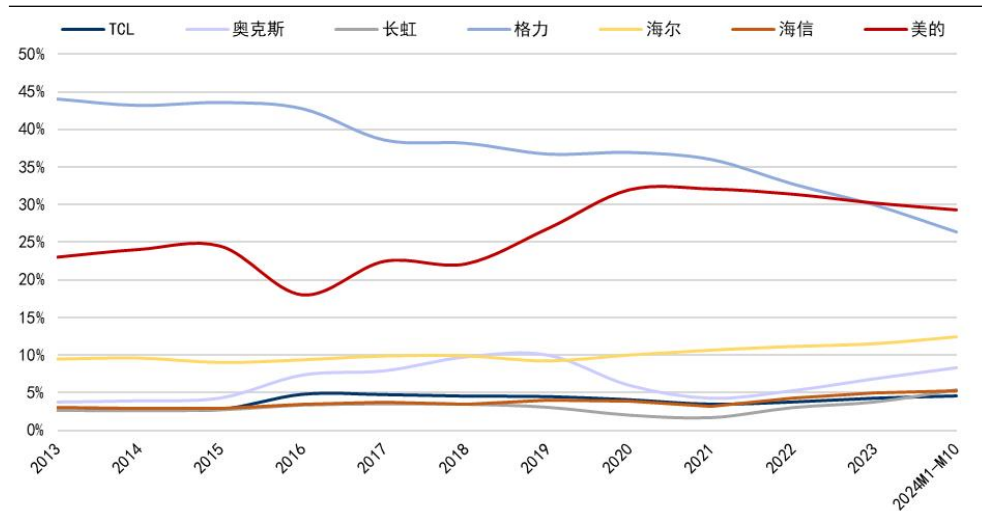
图21: 我国城市及农村房间尚有较大比例未安装空调



资料来源: 国家统计局, 日本统计局, 国信证券经济研究所整理

空调行业双寡头格局已基本稳定, 美的有望凭借多品牌、多渠道布局巩固出货量龙头地位。空调行业历经几轮的价格战洗礼, 形成了以美的和格力为双龙头的格局, 产业在线数据显示, 2023 年两者的出货量份额均在 30%左右。进入 2024 年以来, 由于整体消费趋势的变化, 定位性价比的中小品牌份额有所上升。但头部品牌已有相对成熟的应对策略, 美的通过子品牌华凌、小天鹅卡位空调性价比市场, 在保持主品牌中高端定位的同时, 抢占性价比市场, 今年以来整体出货量份额保持稳定。进入国补周期后, 美的凭借线上线下广泛的渠道布局 and 多元的产品线, 更多受益于政策红利, 份额提升明显。从长周期的竞争维度看, 头部品牌具备产业链一体化的成本优势、线上线下更多的渠道布局 and 多年的品牌影响力, 竞争策略相对灵活, 牢牢掌握竞争的主动权, 预计空调龙头有望维持领先的市场份额。

图22: 空调行业形成双寡头格局, 美的市占率迈向第一



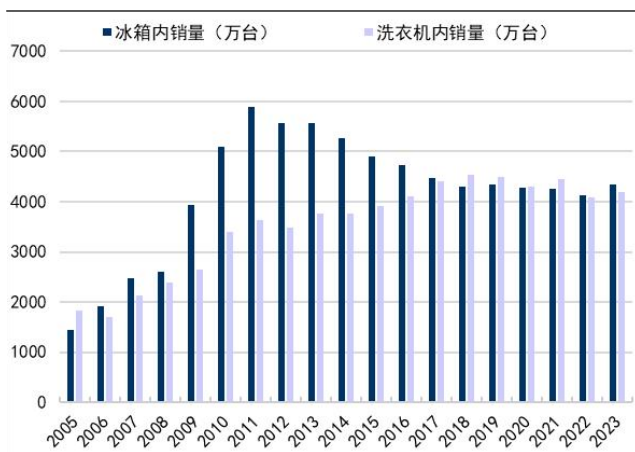
资料来源: 产业在线, 国信证券经济研究所整理

冰洗: 存量更新为主, 结构升级带动均价上涨

我国冰洗均已进入饱和渗透率阶段, 更新需求为主导, 近几年销量规模相对稳定。产业在线数据显示, 2017 年以来, 我国冰洗销量规模维持在 4000-4500 万台之间。

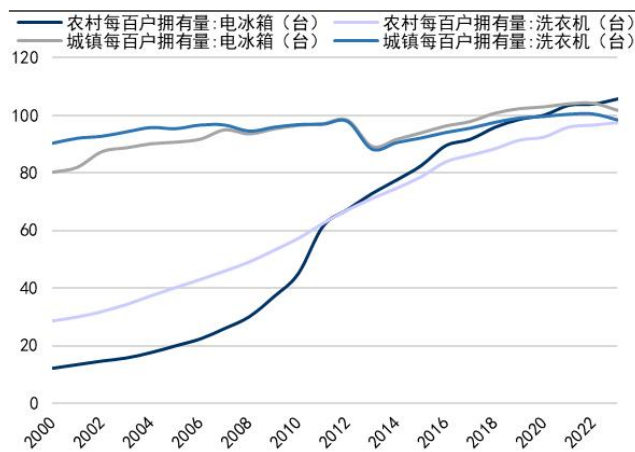
中间虽然有地产、疫情、消费疲软等因素影响，但整体增速波动较小，行业规模稳定。这或许与我国冰洗已进入以存量更新需求为主的时期相关，国家统计局数据显示，2017年我国城镇家庭冰洗保有率均已超过95%，农村家庭冰洗渗透率在90%左右；2023年冰箱在城镇及农村家庭的保有率均超过100%，洗衣机在城镇及农村家庭的保有率在98%左右，均已到饱和渗透率阶段。考虑到冰洗一户一台的属性，预计未来冰洗销量规模保持稳定。

图23: 2017年以来我国冰洗内销量规模稳定



资料来源: 产业在线, 国信证券经济研究所整理

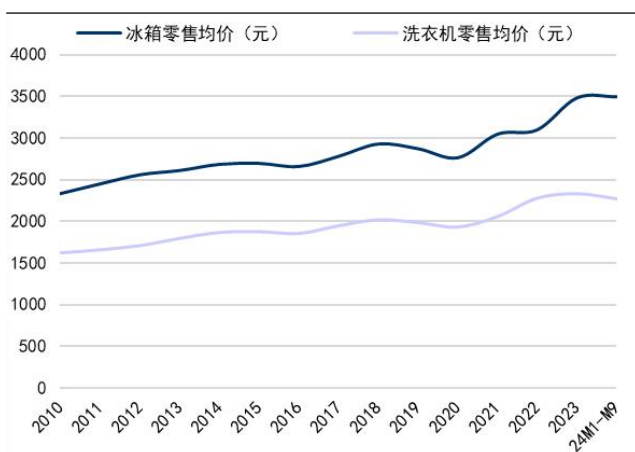
图24: 我国冰洗保有率已接近饱和



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

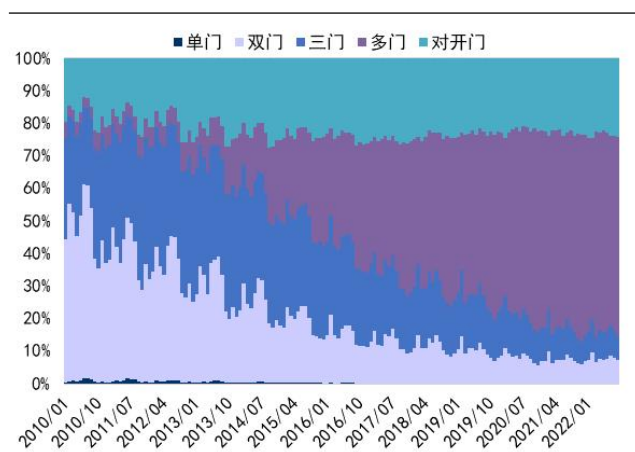
虽然冰洗销量进入平稳期，但品质升级所带动的价格上涨，持续拉动行业规模稳步前行。根据奥维云网推总数据，冰洗零售均价基本实现稳定上涨，冰箱零售均价从2010年2336元上涨至2023年3480元，年复合上涨3.1%；洗衣机零售均价从2010年1627元上涨至2332元，年复合上涨2.8%。这背后反应出来的，是我国冰洗产品在不断升级，从之前追求冰箱的大容量、双开门到十字门，到目前的追求平嵌、与家居融合；洗衣机则同样在向滚筒、大容量等方向升级。未来平嵌、高效能等方向有望持续拉动冰洗的升级，推动行业规模的稳步增长。

图25: 我国冰洗零售均价稳步上涨



资料来源: 奥维云网推总数据, 国信证券经济研究所整理

图26: 我国冰箱的体积及门数持续增加

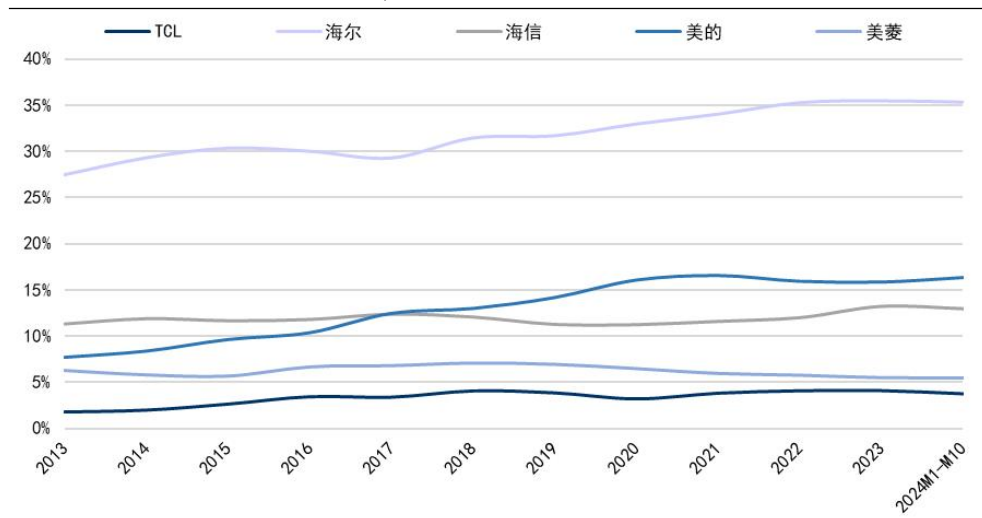


资料来源: 中怡康, 国信证券经济研究所整理

冰洗行业海尔一家独大，美的份额持续提升，位居次席。根据产业在线数据，在冰洗行业，海尔销量份额位居首位，2023年冰箱销量市占率达到35.5%，洗衣机销量市占率达到39.8%，市占率均呈现出稳中有升的趋势。美的在冰洗行业的市

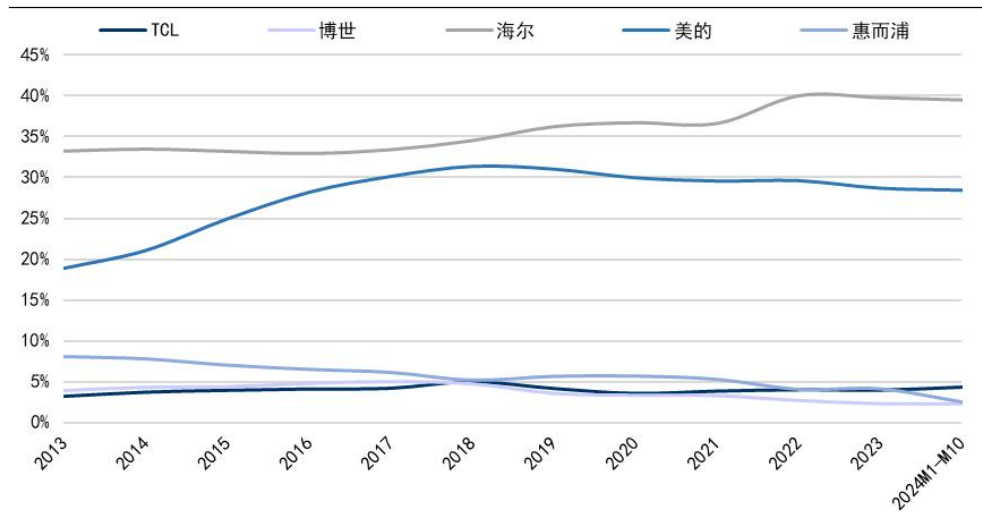
占率也逐步提升，冰箱行业市占率从 2013 年不足 8% 提升至 2023 年的 15.8%，洗衣机（含小天鹅等子品牌）市占率从 2013 年不足 20% 提升至 2023 年的 28.8%。目前美的正通过多品牌布局，以 Colmo、东芝、小天鹅、美的等多品牌形成不同的产品定位，加大对冰洗多产品类型的覆盖，有望强化冰洗的份额优势。

图27：冰箱行业格局：海尔位居首位，美的持续提升位列第二



资料来源：产业在线，国信证券经济研究所整理

图28：洗衣机行业格局：海尔、美的市占率领先优势明显



资料来源：产业在线，国信证券经济研究所整理

美的家电内销：张弛有序，砥砺前行

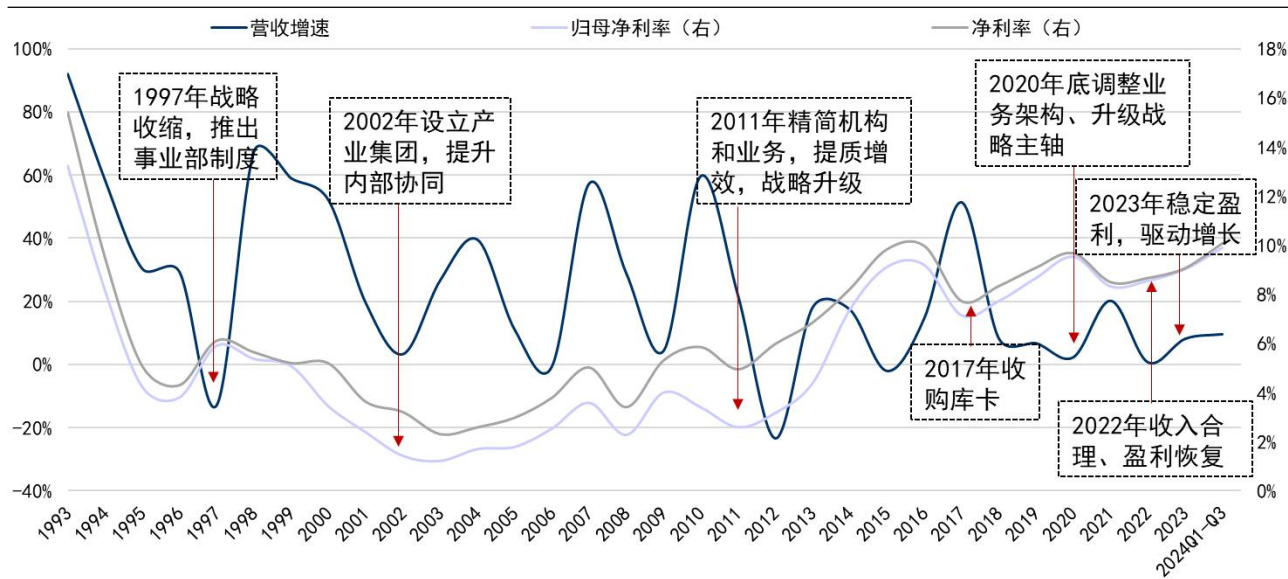
◆ 强激励下事业部自主性强，管理层快速的战略应变

美的集团能在国内白电、小家电等多个品类上后发先至，实现销量登顶的背后，是公司各事业部在强激励下强大的经营主动性和执行力、及管理层在战略上快速及时的切换调整。在行业红利期，公司能实现快速切入并布局；在行业承压时，又能做到及时调整，提升业务盈利能力。在扩张和收缩之间，公司的营收规模和

营收质量实现阶梯式上升，最终在营收规模不断壮大的同时，盈利能力依然能维持在较高水平甚至有所提升。

- **1997 年战略收缩，推出事业部制度：**公司自 1992 年股改后，品类快速扩充，营收规模从 1992 年不到 5 亿快速增长至 1996 年的 25 亿，但净利率却从 20%+ 快速下降至 4.3%，1996 年的净利润规模甚至低于 1993 年。于是在 1997 年公司开始了首次战略收缩、提质增效，并推出事业部制度，给予各事业部充分的放权和激励。公司总部负责战略规划、投资决策、资金财务等职能，事业部在采购、生产、销售、人事任免等方面具有充分自主权，并背负集团的考核目标和“模拟股份”激励。1997 年公司营收出现 13% 的下降，但净利率提升 1.8pct，净利润实现逆势增长。随后，各事业部的活力充分体现出来，1998-2000 年公司营收连续三年保持 50% 以上增长，净利率维持在 5% 以上。
- **2002 年设立产业集团，提升内部协同：**随着各事业部高速发展，效率低下，资源缺乏有效整合的问题日益凸显，2002 年公司净利率下降至 3.2%，归母净利润率仅有 1.4%。于是公司设立制冷集团与日用家电集团，分别管理旗下的空调、中央空调、冰箱和生活电器、机电等业务，以实现各业务之间更好的协同和统一管理。2004-2005 年，整合效果初步体现，公司盈利能力稳步提升。2006 年，公司将零部件业务单独成立机电装备集团，与之前管理白电业务的制冷集团与管理小家电业务的日用家电集团组成三大产业集团，实现研发、营销上更好的协同。之后，公司净利率进一步修复，2010 年净利率达到 5.9%，达到近 10 年最高值。
- **2011 年精简机构和业务，提质增效：**2011 年底，公司敏锐察觉到后期家电政策退坡带来的影响，同时内部利润率再次出现回落，公司管理层果断再度开启“产品领先、效率驱动、全球运营”的变革，取消产业集团，回归事业部架构，缩短决策链条，砍掉非核心业务和产品。2015 年进一步明确以事业部为主的经营单位和审计等总部职能、及研发等协同平台。在此过程中，公司盈利稳步提升，净利率从 2011 年的 5.0% 提升至 2016 年的 10.0%。
- **2020 年调整业务架构，凸显 B 端发展方向：**2020 年底，公司重新规划整体业务架构，将 C 端家电业务划分为智能家居事业群，以实现渠道和资源更好的协同，并将四大 B 端业务板块凸显出来，为公司进一步发展指明方向；并确立“科技领先、用户直达、数智驱动、全球突破”的战略主轴。此后，随着国内外形势的不断变化，公司也多次确立年度的经营原则，如 2022 年“收入合理、盈利恢复”，2023 年“稳定盈利，驱动增长”，均带动公司取得良好经营成果。

图29: 公司历经多次战略调整, 营收增速与盈利能力交替式改善



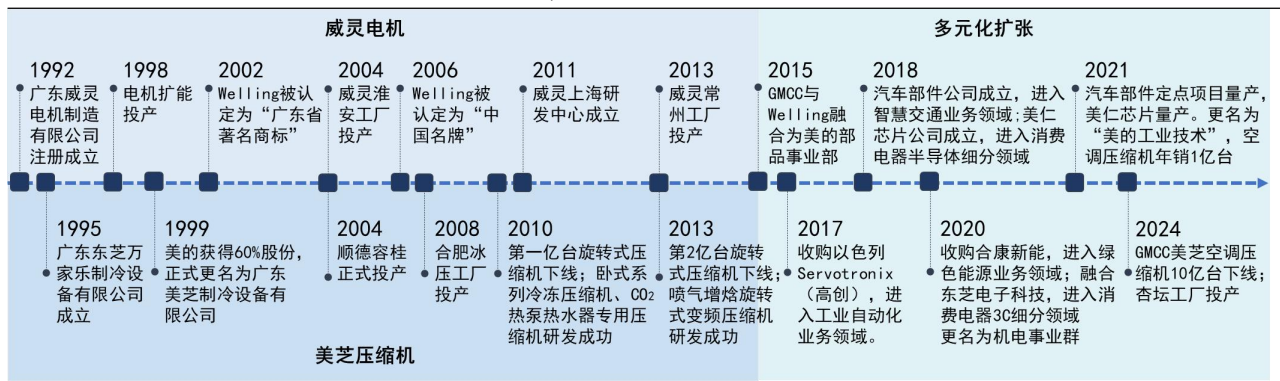
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

注: 2009年及之前的数据来自于美的电器, 2010年及以后来自于美的集团

◆ 产业链一体化与 T+3 高效运营, 成本优势领先

公司持续建设上游核心零部件产业链一体化, 已成为全球最大的白电压缩机、电机供应商。公司上游核心零部件业务起步于 1992 年威灵电机注册成立; 1999 年公司收购美芝 60% 股权, 成功进入空调压缩机行业。此后威灵和美芝在淮安、合肥、芜湖、常州等地建设工厂和研发试验中心, 目前已具备年产空调压缩机及电机上亿台的能力。2024 年 9 月, 美芝第十亿台空调压缩机下线。按产量计算, 公司家用空调压缩机占全球份额超过 45%, 家用空调电机占全球的 40%, 洗衣机电机占全球的 22%, 均位居全球第一。

图30: 公司压缩机及电机等核心零部件历经多年发展, 产销量位居全球第一



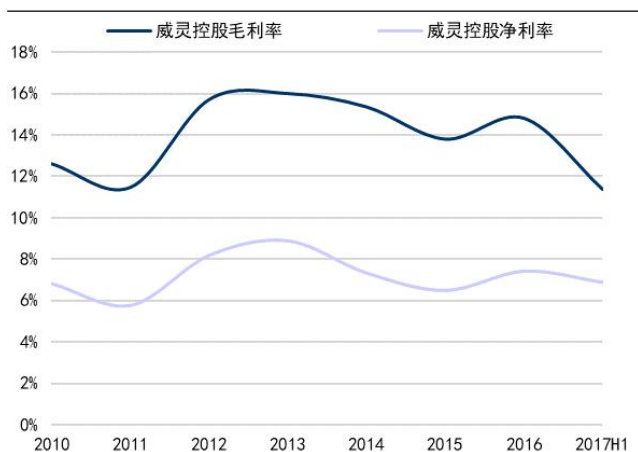
资料来源: 公司公告, 美的工业技术官网及微信公众号, 国信证券经济研究所整理

核心零部件一体化的布局, 既保障了公司的产品供应和质量, 让公司掌握核心科技; 也节约了零部件环节的利润, 强化了公司在产业链上的话语权, 让公司在面对原材料成本波动及价格竞争时更具优势。具体来看, 以威灵控股为例, 其 2012-2016 年毛利率在 14%-16% 之间, 净利率在 7%-8% 左右。假设空调的成本当中, 压缩机和电机占总成本的 35%, 以压缩机和电机产品净利率为 8% 计算, 压缩机及电机的净利润占空调总成本的 2.8%, 以空调出厂价毛利率为 30% 计算, 约占空调

出厂价的 2.0%。可见，对于核心零部件成本占比较高的空调业务而言，强化产业链一体化能明显提升业务盈利能力，从而在价格竞争中处于优势地位。我们也看到，空调产业链一体化较强的美的集团和格力电器在空调业务的盈利能力上好于其他公司。

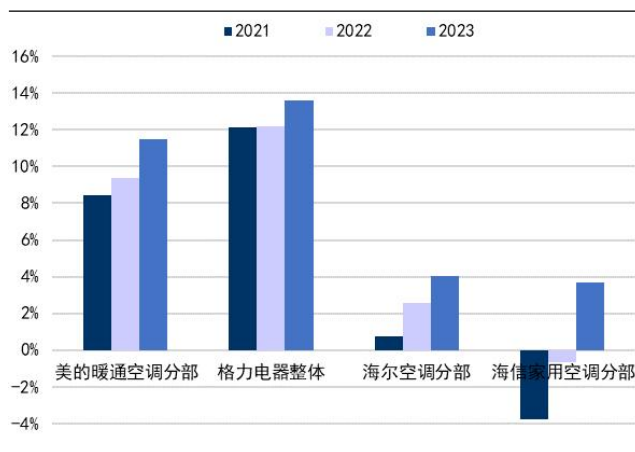
此外，核心零部件的布局在提升公司家电业务竞争力的同时，家电业务规模的扩张也有助于核心零部件业务规模化优势的提升，两者互相强化，共同保障家电主业的持续发展。

图31：上游零部件企业会占据部分产业链利润



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图32：产业链一体化程度更高的空调企业利润率明显更高

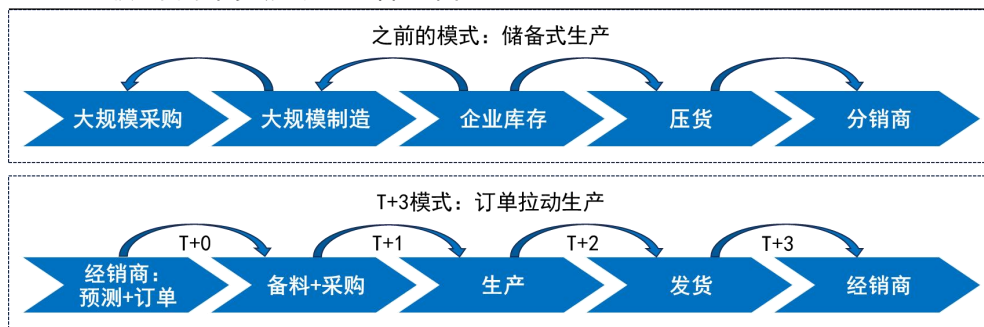


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

注：海尔空调分部 2021-2022 年为国内情况，2023 年为全球空调业务利润率；海信家用空调分部采用公司空调分部数据减去海信日立营收利润计算得到

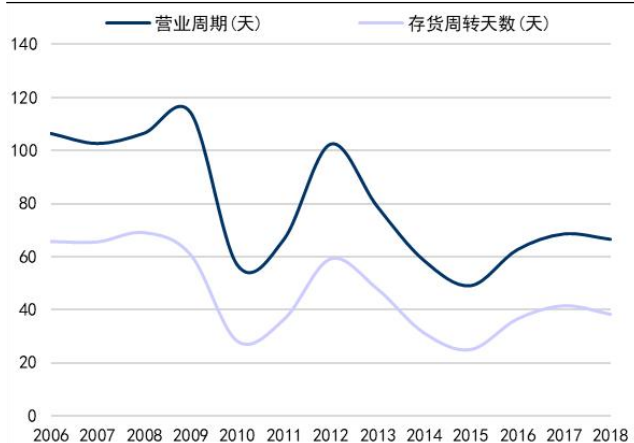
公司还推行“T+3”生产模式，提升全链条生产运营效率。2011 年公司确立“效率驱动”主轴后，通过多种方式提升运营效率。2013 年公司在小天鹅开始推行“T+3”产销模式，取得明显成效。2016 年，公司开始在集团全面推广 T+3 客户订单制新型产销模式。T+3 模式是把产销环节分为四个阶段，分别为渠道客户下单、物料准备、成品制造、物流发运，把整体交货周期压缩至 12 天以内。换言之，T+3 是按客户订单进行生产的交付策略，所有生产都是以客户订单做支撑的。以往美的采取的“按库存生产”策略，即依据库存目标进行生产，销售计划往往也会根据库存情况来制定，可能会脱离市场实际需求。“T+3”产销让生产环节完全由需求拉动，提升产销对需求的反应速度，通过产销双向考核倒逼制造力提升，加快周转并提升市场竞争力。以小天鹅为例，公司在 2014 年以来，净利率明显提升，营业周期、存货周转天数较之前明显下降。

图33：T+3 模式由订单驱动生产、销售全环节



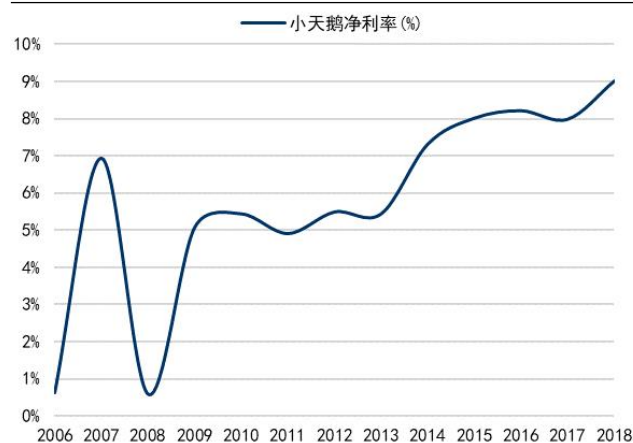
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图34: 小天鹅 2013 年实施 T+3 后营业及存货周转天数减少



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图35: 小天鹅 2014 年以来净利率提升明显

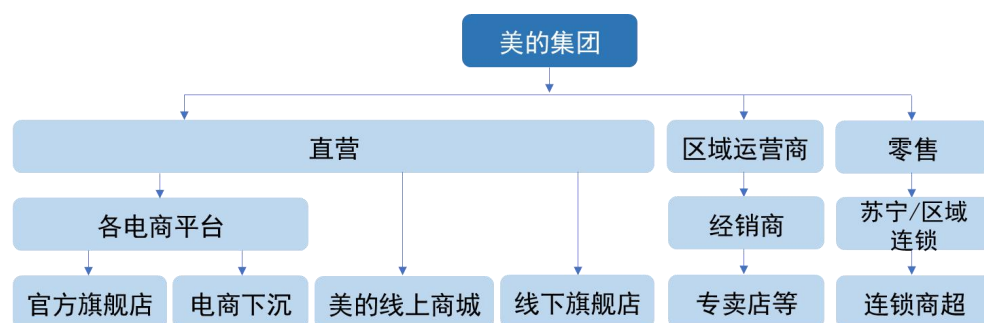


资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

◆ 持续推动渠道变革, 渠道布局广泛深入

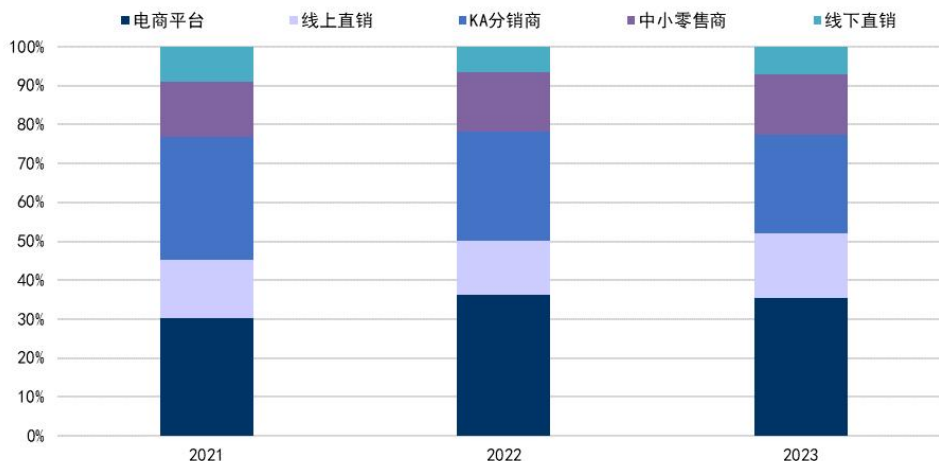
在多年的发展历程中, 公司的渠道体系也几经变革, 目前公司已形成业态布局完整、地域覆盖广阔的渠道网络, 可快速满足线上线下的购物需求。公司 2005 年之前渠道以代理商为主, 2005 年公司开始探索地方合资销售公司, 弱化一级代理商, 加强渠道管控。2009 年起, 依托空调的强大销售体系, 公司将空冰洗的营销业务整合为中国营销总部, 各区域市场由地方合资销售公司负责, 实现内销统一管理。但进入家电补贴后期, 销售公司人员冗余的矛盾日益凸显, 2011 年公司将冰洗销售模式重回代理制, 空调仍由地方合资公司负责。2012 年以来, 公司建立电商独立团队, 开始大力发展线上渠道, 并在 2017 年全面推动电商平台直营, 提升运营效率。目前公司线下已形成综合家电卖场、自有专卖体系、传统零售商以及电商下沉加盟店的全业态网络布局, 覆盖从一线城市到乡镇的各级市场; 专卖体系拥有近 2 万家网点, 涵盖前装店、旗舰店、专业店、多品店等不同类型, 可满足用户从新装到更新的不同需求。线上涵盖主流电商渠道, 并面向兴趣电商平台深化布局, 2023 年公司国内市场电商销售占比超过 50% (含电商下沉)。

图36: 公司国内销售渠道涵盖线上线下等全业态



资料来源:公司公告, 公司官网, 京东, 天猫, 国信证券经济研究所整理

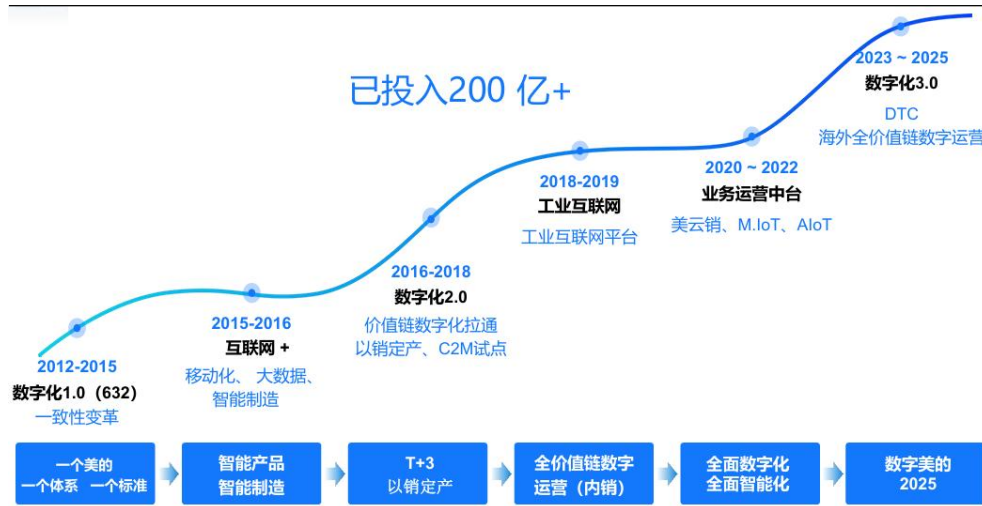
图37: 公司国内分渠道销售占比: 线上销售比例已超过 50%



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

在渠道已实现较为扁平化之后, 公司正通过全流程的数字化加速 DTC (Direct To Customer), 实现以最低的成本和最快的速度将产品与服务送达用户。公司持续推动渠道变革, 正深入推动渠道 DTC, 围绕客户与用户, 聚焦零售能力发育和用户运营提升, 精准并高效的改善服务、产品、供应链等端到端全链路体验。在专卖店等渠道, 通过提供交期可视、超期赔付、政策简单在线化、云仓赋能体系等机制, 提升交付效率, 提高客户资金流动性, 通过推动库存共享、线上线下产品池互通, 实现一盘货共享业务模式创新, 提高门店现货率与周转效率; 在线上渠道, 以用户为中心, 做好数字化零售赋能, 优化零售资源与政策, 推动一商多店经营模式, 提高用户体验。

图38: 公司进入数字化 3.0 时代, 全面推动 DTC 变革



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

◆ 持续向前, 美的内销仍有空间

在美的过去多年的发展中, 我们看到公司凭借管理层高瞻远瞩的战略布局和快速调整, 通过强激励下事业部强大的经营活力, 业务规模和经营质量一步步上升, 也形成了覆盖全国的众多渠道网络和高效大规模的生产制造体系。展望未来, 我们认为上述能力及资源仍处于全球家电行业领先的水平, 有望带动公司内销业务实现进一步发展, 在未来套系化、品牌化、渠道细分化的背景下, 公司有望再次

抢占先机，获得更大的增长空间。我们将公司的内销家电业务拆分为C端空调、冰箱、洗衣机、小家电及厨电等，**预计未来10年公司家电内销营收有60%的增长空间，对应年复合增长5%左右。**（详细测算过程见下表）

表3: 预计美的集团家电内销收入未来10年存在60%的增长空间

	2023年行业销 额(亿元)	美的销量市 占率	预计2033年行 业规模	预计美的市 占率展望	2023年美的 营收(亿元)	美的营收展 望(亿元)	备注
2C 空调内销	2488	30.2%	3234	30.5%	660	1058	据前文测算，我国城市家庭尚有30%以上的空调安装空间、农村家庭存在70%以上的空间安装空间，假设空调远期规模存在30%增长。同时，在结构升级和通胀的带动下，假设空调均价保持2%的复合上涨
冰箱内销	1333	15.8%	1809	20.0%	190	326	假设公司通过发力高端冰箱、套系化销售等带动冰箱市占率达到20%，同时在结构升级和通胀的带动下，冰箱均价保持3.1%的复合上涨
洗衣机内销	934	28.8%	1231	30.0%	230	316	假设公司通过多品牌、套系化带动洗衣机市占率达到30%，同时在结构升级和通胀的带动下，洗衣机均价保持2.8%的复合上涨
小家电、厨电及其他内销	3118	预计10%+	3726	15.0%	330	559	小家电渗透率不高，部分新兴品类，如扫地机等增长活力充足，在居民消费水平提升下，假设远期存在50%增长空间；厨电及其他品类假设规模平稳。市占率上，假设公司通过渠道布局优势、品类调整与扩充，在小家电及厨电等领域市占率提升至15%
合计	7873		10000	22.8%	1410	2259	

资料来源：产业在线，奥维云网，公司公告，全国家用电器工业信息中心，国信证券经济研究所整理和预测

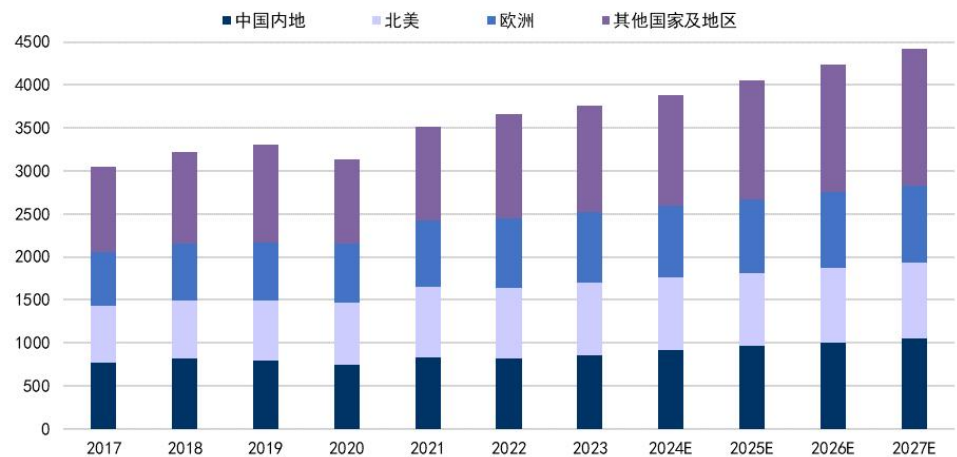
注：美的集团2023年内销分品类营收为根据行业规模、公司市占率测算得到的预估值，远期营收展望根据公司市占率增长空间*2023年营收计算得到

C 端家电外销：加速海外布局，品牌出海空间大

海外家电市场增长好于国内，新兴市场渗透率存在提升空间

全球家电市场规模稳健增长，增速好于国内。综合欧睿和弗若斯特沙利文数据，全球家电市场呈现出稳健增长的态势，2017-2023 年复合增速达到 3.5%，其中中国复合增长 1.6%，北美复合增长 4.1%，欧洲复合增长 4.7%，其他国家及地区复合增长 3.7%，海外家电市场的增长动能普遍好于国内。全球家电市场规模呈现出中美欧及其他四分天下的局面，2023 年全球家电市场规模达到 37557 亿元，其中中国占比 22.7%，北美占比 22.5%，欧洲占比 21.9%，其他国家及地区占比 32.9%。弗若斯特沙利文报告预测，2023-2027 年全球家电市场有望保持 4.2% 的复合增长，其中北美、欧洲、其他国家及地区预计复合增速分别为 1.4%/2.1%/6.6%，其他国家及地区随着经济的发展，有望成为未来几年家电行业规模增长的主要动力。

图39：全球家电行业规模稳健增长（单位：10 亿元）



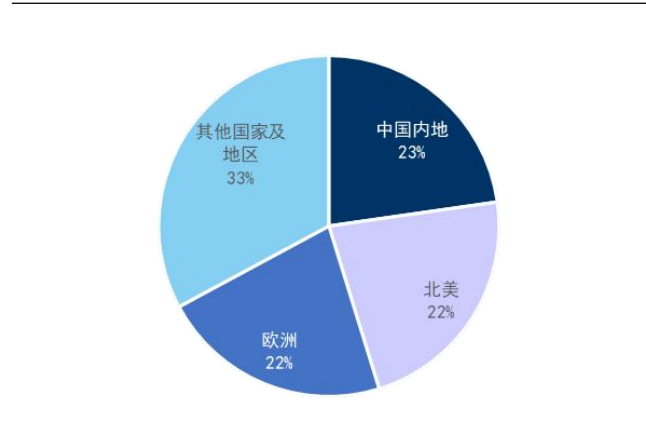
资料来源：美国家用电器制造商协会，欧洲家用电器协会，中国家用电器协会，弗若斯特沙利文报告，国信证券经济研究所整理

图40：其他地区有望成为未来几年全球家电市场增长的动力



资料来源：弗若斯特沙利文报告，国信证券经济研究所整理

图41：2023 年全球家电市场销售规模分布



资料来源：弗若斯特沙利文报告，国信证券经济研究所整理

从渗透率角度看，全球白电渗透率尚未达到饱和，其中东南亚、南亚、拉美、中东非等新兴市场存在较大提升空间。欧睿数据显示，2023 年全球空调渗透率为 52.2%，冰箱渗透率为 80.3%，洗衣机渗透率为 70.8%，均未达到饱和状态。分区域看，中国、北美、欧洲、澳洲由于人均收入水平较高，白电渗透率基本处于饱和状态（欧洲等地空调渗透率不高，预计主要和当地气候相关）；东南亚、南亚、拉美及中东非等发展中地区，白电渗透率普遍较低，空调渗透率基本在 30%附近或以下，冰洗渗透率相对更高，但也未达到饱和状态。当前东南亚及南亚等地区，人均 GDP 增长较快，白电渗透率也处于快速提升阶段，家电行业有望延续较快增长趋势，为全球家电市场增长提供持续增长动能。

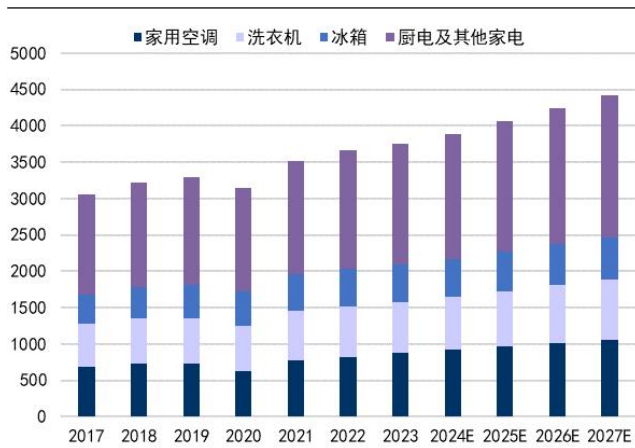
表4: 2017-2023 年以来南亚、东南亚等地区白电渗透率明显提升

2023 年渗透率	全球	中国	南亚			东南亚				北美	拉美	西欧	东欧	澳洲	中东非	
			印度	巴基斯坦	菲律宾	印尼	泰国	马来西亚	新加坡							越南
空调渗透率	52.2%	97.2%	37.0%	15.0%	21.7%	12.5%	39.0%	62.6%	84.2%	43.0%	88.6%	29.1%	31.5%	34.0%	80.6%	19.2%
冰箱渗透率	80.3%	98.5%	41.7%	59.8%	53.5%	66.6%	93.7%	99.1%	98.7%	88.5%	99.5%	90.0%	99.1%	99.2%	98.6%	54.2%
洗衣机渗透率	70.8%	98.9%	21.7%	70.8%	51.8%	38.7%	75.7%	96.7%	96.6%	63.1%	86.8%	68.8%	97.4%	94.2%	98.7%	43.1%
2017-2023 年渗透率提升幅度 (pct)																
空调渗透率	6.2%	1.1%	13.9%	4.4%	7.3%	4.3%	11.2%	11.8%	5.3%	20.8%	1.3%	8.1%	9.0%	12.5%	7.0%	4.3%
冰箱渗透率	3.2%	3.2%	8.8%	4.4%	10.8%	9.7%	2.5%	0.5%	0.2%	15.4%	-0.1%	1.2%	0.0%	0.6%	0.4%	2.7%
洗衣机渗透率	4.7%	7.2%	6.7%	11.7%	12.5%	7.4%	5.6%	1.2%	0.6%	23.9%	2.0%	4.7%	0.7%	2.7%	0.6%	3.8%

资料来源：欧睿，国信证券经济研究所整理

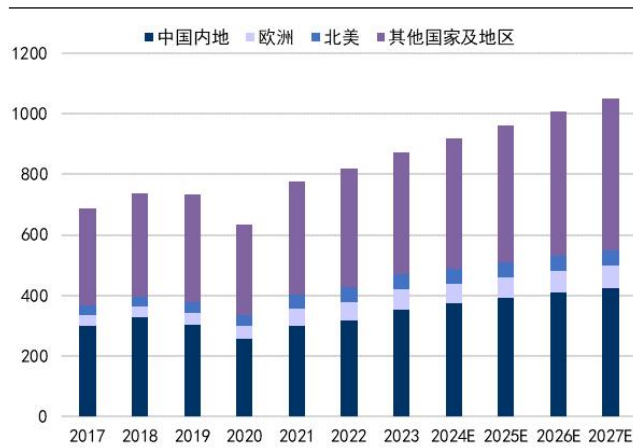
分品类看，2017-2023 年家用空调及冰箱增速相对更快。弗若斯特沙利文报告显示，2017-2023 年全球家用空调增速复合增速为 4.1%，冰箱和洗衣机复合增速分别为 4.6%和 3.0%，厨电及小家电复合增速为 3.1%，家空和冰箱的增长情况相对更好。分区域看，家用空调的增长贡献主要来自于欧洲（2017-2023 年复合增长 10.9%）和北美（2017-2023 年复合增长 8.1%），其他地区复合增速为 3.9%，中国区复合增速为 2.9%。冰洗、厨电及小家电在中国区 2017-2023 年复合增长为 1.8%和 0.3%，北美、欧洲及其他地区的复合增速均在 4%左右，北美增速略高。

图42: 2017-2023 年全球家空及冰箱复合增速更高（10 亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文报告，国信证券经济研究所整理

图43: 全球家空主要分布在我国（10 亿元）



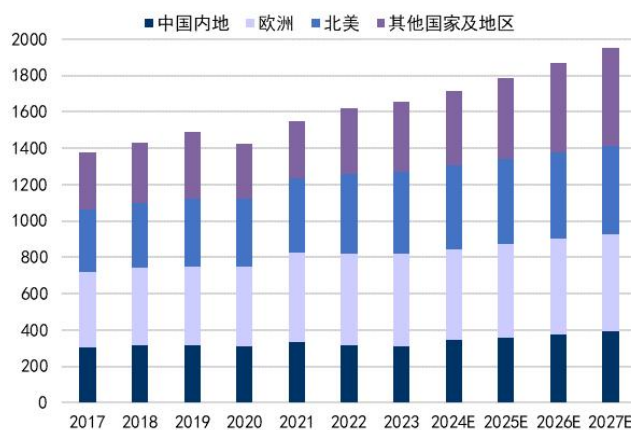
资料来源：弗若斯特沙利文报告，国信证券经济研究所整理

图44: 海外地区冰洗复合增速快于我国 (10 亿元)



资料来源: 弗若斯特沙利文报告, 国信证券经济研究所整理

图45: 海外厨电及小家电销售额稳步增长 (10 亿元)

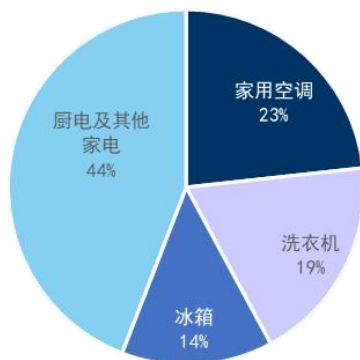


资料来源: 弗若斯特沙利文报告, 国信证券经济研究所整理

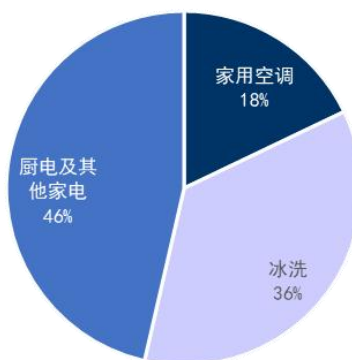
从品类分布看, 家用空调主要以中国为主, 海外地区的冰洗、厨电及小家电销售额占比更高。根据弗若斯特沙利文报告, 2023 年全球家电中厨电及小家电合计规模最大, 占比达到 44%, 其次为家用空调, 占比 23%, 冰箱和洗衣机占比分别为 14%和 19%。但其中家用空调主要以中国为主, 2023 年中国占据全球 41%的销售额份额, 欧洲占比仅为 8%, 北美占比不足 6%, 其他地区占比 46%。单以海外地区来看, 2023 年家电销售额中, 空调占比 18%, 冰洗占比 36%, 厨电及小家电占比 46%, 冰洗占比相对高一些。

图46: 海外地区冰洗及厨电、小家电等品类销售额占比更高

2023年全球家电分品类情况



2023年海外地区家电分品类情况



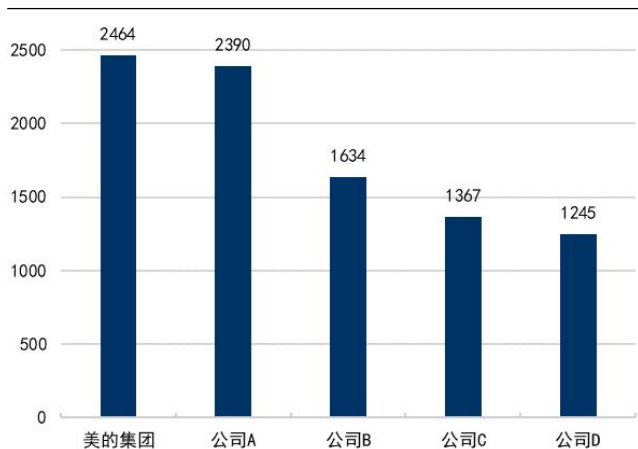
资料来源: 美国家用电器制造商协会, 欧洲家用电器协会, 中国家用电器协会, 弗若斯特沙利文报告, 国信证券经济研究所整理

美的自有品牌销量占全球的 8%, 但海外销量份额仅为 2%

全球家电市场格局较为分散, 美的稳居全球家电龙头, 2023 年自有品牌销量市占率为 8%。家电行业在全球各地竞争均较为激烈, 弗若斯特沙利文报告显示, 2023 年全球约有 6 万家家电企业, 其中美的集团以 2464 亿家电营收位居全球家电收入第一, 若以全球家电销售额 37557 亿为基数, 对应市占率为 6.6%, 其中内销额市占率为 16.5%, 外销为 3.6%, 假设自有品牌营收占外销的 40%, 则美的自有品牌

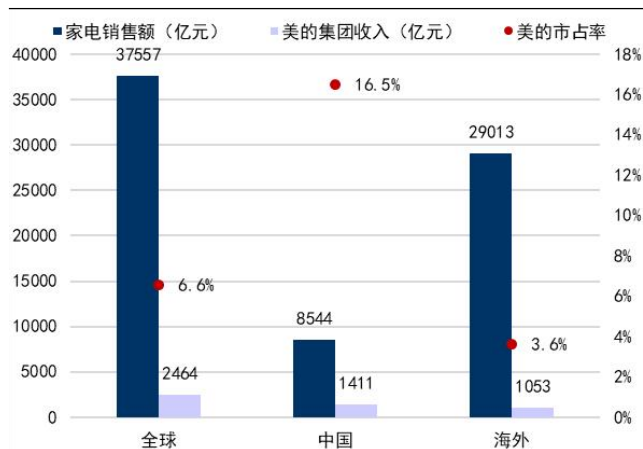
在海外的市占率为 1.5%。（注：此处市占率是以营收/家电销售额，考虑到终端价格高于出厂价，实际市占率会更高一些。）

图47: 2023 年美的家电收入位居全球第一（亿元）



资料来源: 弗若斯特沙利文报告, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图48: 美的集团海外市占率相对更低

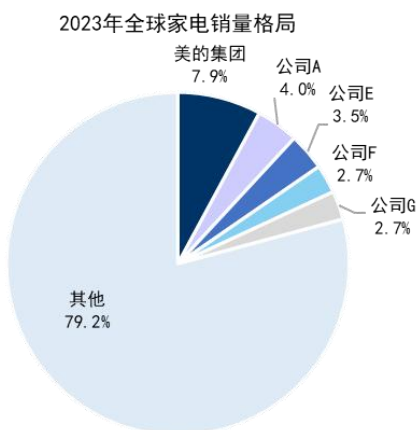


资料来源: 弗若斯特沙利文报告, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

注: 此处市占率是以营收/家电销售额, 考虑到终端价格高于出厂价, 实际市占率会更高一些

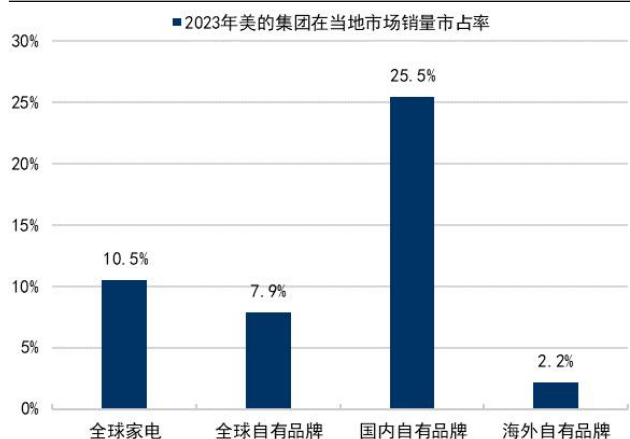
以销量计算, 美的家电销量市占率相对更高一些, 但海外销量市占率同样明显低于国内。2023 年美的家电销量 3.2 亿台, 约占全球家电销量的 10.5%, 其中自有品牌销量 2.4 亿台, 占全球销量的 7.9%; 预计代工销量 8155 万台, 占全球销量的 2.7%。自有品牌内销量为 1.9 亿台, 占中国家电销量的 25.5%; 外销自有品牌销量 5040 万台, 占海外家电销量的 2.2%。美的家电海外的市占率相对偏低, 出海的空间较为广阔。除美的外, 其他家电企业的销量市占率相对较低, 行业第二的销量市占率仅有 4.0%, 行业前五合计为 20.8%, 格局较为分散。

图49: 全球家电销量格局非常分散（亿元）



资料来源: 弗若斯特沙利文报告, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图50: 美的集团 2023 年海外自有品牌销量市占率仅 2.2%



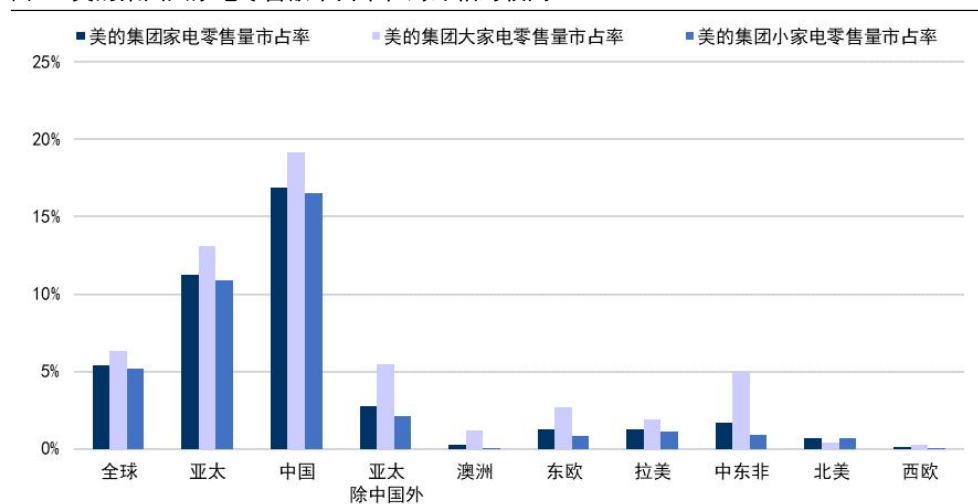
资料来源: 弗若斯特沙利文报告, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

从欧睿统计的零售口径看, 美的自有品牌在全球大家电领域的市占率较高, 在中东非、亚太、东欧、拉美等均有一定份额, 但在小家电领域的市占率较低。根据欧睿在零售口径的统计数据, 2023 年美的自有品牌全球零售量份额为 5.4%, 位居全球家电销量第一, 其中大家电零售量份额为 6.3%, 小家电为 5.2%。分区域看,

公司在亚太区域的零售量份额相对高一些，其次为中东非、拉美及东欧地区。2023 年公司在亚太区域的零售量市占率为 11.3%，其中除中国区以外的亚太区市占率为 2.7%；在中东非/拉美/东欧/北美/澳洲/西欧的零售量市占率为 1.7%/1.3%/1.2%/0.7%/0.2%/0.1%。分大小家电看，公司大家电在亚太区/除中国外亚太区/中东非/拉美/东欧/北美/澳洲/西欧的零售量市占率分别为 13.1%/5.4%/5.0%/1.9%/2.7%/0.4%/1.2%/0.3%，小家电在亚太区/除中国外亚太区/中东非/拉美/东欧/北美/澳洲/西欧的零售量市占率分别为 10.9%/2.1%/0.9%/1.1%/0.8%/0.7%/0.03%/0.06%，公司在海外大家电的零售量份额明显高于小家电。预计这主要系：小家电的技术门槛较低，且具有当地特色和差异化，其他国家小家电企业较难进入当地市场。因而我们看到，全球小家电格局较大家电格局更为分散，2023 年全球大家电零售量 CR5 为 45.2%，而小家电零售量 CR5 仅为 18.9%。

（欧睿口径下大家电包含冰箱、洗衣机、洗碗机、大厨电、微波炉，小家电品类包含空气处理产品（含家用空调）、厨房小家电、个护小家电、清洁电器等。）

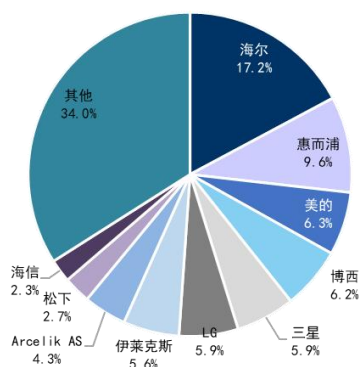
图51: 美的集团大家电零售额市占率在海外相对较高



资料来源：欧睿，国信证券经济研究所整理

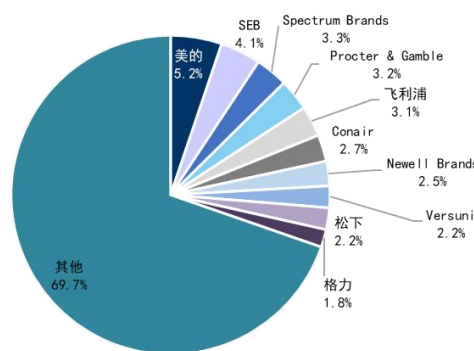
注：此处大小家电的区分口径以欧睿为准，大家电包含冰箱、洗衣机、洗碗机、大厨电、微波炉，小家电品类包含空气处理产品（含家用空调）、厨房小家电、个护小家电、清洁电器等，下同

图52: 全球大家电零售量格局相对集中



资料来源：欧睿，国信证券经济研究所整理

图53: 全球小家电零售量格局较为分散



资料来源：欧睿，国信证券经济研究所整理

全球突破，美的海外 OBM 大有可为

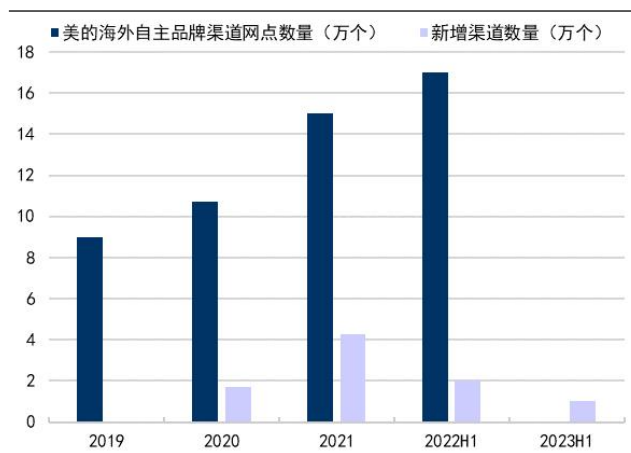
公司从上世纪 80 年代便开始从事外销业务，起初以代工为主。2015 年，公司设立美的国际总部，其负责统筹规划海外自有品牌业务，推动外销业务模式以“OEM 为主”向以“OBM 为主”转变，组织形态由支持“中国出口”向支持“本地运营”转变，强化海外本土化运营和自有品牌发展。2016 年，公司陆续收购东芝、意大利中央空调公司 Clivet、库卡等，推动公司在海外的渠道及品牌布局，加速发展海外 OBM 业务。2020 年底，公司将“全球突破”确立为战略主轴之一，并将海外 OBM 业务作为公司未来增长的重要动力源。通过多年的布局，截至 2024 年 9 月，公司已在海外设立研发中心 17 个，生产制造基地 22 个，成立欧洲、中东非、美洲等区域总部，拥有 5000 个售后服务网点，预计海外自主品牌销售网点数量超 10 万个。公司在海外的制造基地、渠道网点及售后服务等已形成较大规模，为公司 OBM 业务在海外的进一步突破形成强大支撑。

图54：公司持续强化海外 OBM 业务发展



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图55：2020 年以来公司海外渠道网点快速增长，已超 10 万个



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图56：公司在海外拥有 17 个研发中心



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

注：时间截至 2023 年底

图57：公司在海外已建立 20 多个生产制造基地



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

注：时间截至 2023 年底

随着公司产品的进一步完善和品牌影响力的逐步建立，借助公司遍布全球的渠道网络及生产制造体系，公司海外 OBM 业务增长空间广阔。按照我们的测算及假设，将公司的外销收入分为北美、南美、西欧、东欧等全球区域，并按发达国家代工占比较高，发展中地区 OBM 占主导，拆分为代工和 OBM 收入；考虑到公司在当地的市占率情况较难统计，我们以公司在当地营收的预计值/当地家电行业规模作为

市占率参考。假设公司在海外代工市占率基本不变，自有品牌市占率随着公司产品、品牌影响力、渠道的进一步扩张而持续提升，其中在发展中地区市占率提升幅度较大（远期展望 OBM 市占率假设做到 10%），而在发达国家提升难度较大（远期展望 OBM 市占率假设做到小个位数左右）。（详细测算见下表。）

中期展望来看，我们预计公司外销收入有望达到 1524 亿元，较 2023 年海外家电营收存在 45% 的增长空间，已高于 2023 年公司家电内销 1411 亿的体量，其中 OBM 业务收入占 56%，是主要的增长来源。远期展望来看，我们预计公司外销收入有望达到 2442 亿元，较 2023 年海外家电营收存在 132% 的增长空间，其中 OBM 业务收入占比 71%。

表5: 我们预计公司外销家电收入中期存在 40% 以上增长空间、远期存在 130% 以上增长空间

	2023 年行业规模 (亿元)	类型	美的集团海外家电业务					
			预计 2023 年美的收入 (亿元)	以营收/当地家电规模计算公司的市占率	中期市占率展望	中期收入展望 (亿元)	远期市占率展望	远期收入展望 (亿元)
北美	8440	代工	147	1.7%	2.0%	169	2.0%	169
		OBM	63	0.7%	2.0%	169	3.0%	253
南美	2777	代工	95	3.4%	3.5%	97	3.5%	97
		OBM	63	2.3%	4.0%	111	10.0%	278
西欧	6576	代工	210	3.2%	3.5%	230	4.0%	263
		OBM	11	0.2%	1.0%	66	2.0%	132
东欧	1676	代工	32	1.9%	2.0%	34	2.0%	34
		OBM	21	1.3%	3.0%	50	10.0%	168
亚太除中国外	6749	代工	51	0.7%	1.0%	67	1.0%	67
		OBM	202	3.0%	5.0%	337	10.0%	675
中东非	1827	代工	35	1.9%	2.0%	37	2.0%	37
		OBM	81	4.4%	6.0%	110	10.0%	183
澳洲	580	代工	29	5.1%	5.1%	30	5.1%	30
		OBM	13	2.2%	3.0%	17	10.0%	58
合计	28624	代工	598	2.1%	2.3%	663	2.4%	696
		OBM	454	1.6%	3.0%	860	6.1%	1746

资料来源：公司公告，欧睿，弗若斯特沙利文报告，国信证券经济研究所整理和预测

注：公司 2023 年海外分地区、代工及 OBM 收入为预估值，不代表真实情况；中期市占率、远期市占率假设按代工市占率基本不变，OBM 在发展中地区市占率提升较快，而发达地区提升较慢的基本原则来预估；此处未考虑海外家电市场规模未来的持续增长，根据弗若斯特沙利文报告的预测，2023-2027 年北美、欧洲、其他国家及地区家电规模预计复合增速分别为 1.4%/2.1%/6.6%，若考虑未来海外地区家电规模的增长，美的海外业务增速会相应更快。

2B 业务：行业空间广阔，进而有为

公司 2B 业务主要包含**新能源及工业技术、智能建筑科技、机器人与自动化、数字化创新业务**四大板块。公司在过去多年的产业链上下游延伸和生产制造中，逐步切入了一些 B 端业务。2020 年底，公司将业务架构更迭为智能家居事业群、机电事业群（后升级为新能源及工业技术）、暖通与楼宇事业部（后升级为智能建筑科技）、机器人与自动化事业部和数字化创新业务五大业务板块，B 端业务的重要性进一步凸显。2023 年，公司 B 端业务收入规模已达到 978 亿元，占公司总营收的比重达到 26.2%，其中机器人与自动化、智能建筑科技、新能源及工业技术、创新业务及其他营收占比分别为 32%/27%/29%/13%。

图58: 美的集团 2B 业务分为新能源及工业技术、智能建筑科技、机器人与自动化等四大板块



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

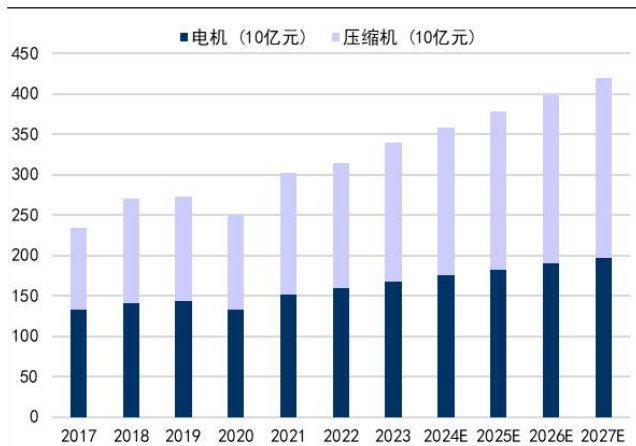
新能源及工业技术：强势家电部件赋能，新能源业务快速发展

公司新能源及工业技术主要是用于各种工业用途和能源管理的产品和解决方案，包括家用电器压缩机、家用电器电机、工业控制系统及能源解决方案，能源解决方案包括储能和新能源汽车热管理系统。根据弗若斯特沙利文报告，**2023 年新能源及工业技术全球行业规模达到 8113 亿元**，2017-2023 年复合增速达到 15.5%，其中：

- **家电压缩机及电机**：2023 年全球家电压缩机和电机合计销售额达到 **3395 亿元**，其中家电压缩机规模 1717 亿元，家电电机规模 1678 亿元，2017-2023 年复合增速分别为 6.4%/9.1%/4.0%，整体增长较为稳健。根据弗若斯特沙利文的预测，预计 2023-2027 年家电压缩机和电机行业保持 5.4% 的复合增长，其中压缩机/电机分别为 6.8%/4.1%。
- **工业控制系统**：2023 年全球工业控制系统市场销售额达到 **1312 亿元**，其中国内销售额 452 亿元，海外销售额 860 亿元，2017-2023 年复合增速分别为 6.7%/7.5%/6.2%，同样增长稳健。根据弗若斯特沙利文的预测，预计 2023-2027 年全球工业控制系统市场销额保持 3.8% 的复合增长，其中国内/海外分别为 5.2%/3.1%。

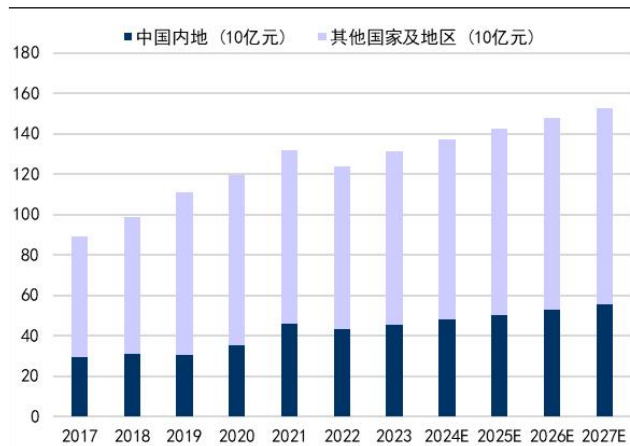
- **储能**：2023 年全球储能市场规模达到 **2386 亿元**，2017-2023 年复合增速为 72.2%，其中国内/欧洲/北美/其他地区规模分别为 606/291/602/887 亿元，2017-2023 年复合增速分别为 130.9%/47.7%/63.9%/79.0%。预计 2023-2027 年全球规模有望保持 37.7%的复合增长，行业增速较快。
- **新能源汽车热管理**：2023 年新能源汽车热管理销售规模达到 **1020 亿元**，其中国内销售额 688 亿元，海外销售额 332 亿元，2017-2023 年复合增速分别为 49.6%/65.1%/34.1%。根据弗若斯特沙利文的预测，行业未来仍将保持快速增长，2023-2027 年全球/国内/海外新能源汽车热管理复合增速分别达到 32.0%/21.2%/48.4%。

图59：全球家电压缩机及电机行业规模稳健增长



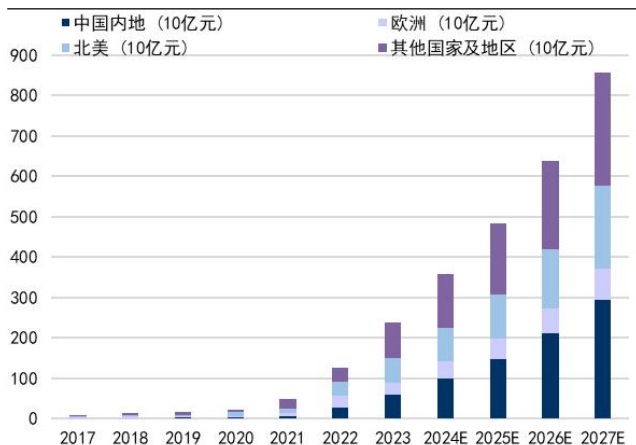
资料来源：弗若斯特沙利文报告，公司公告，国信证券经济研究所整理

图60：全球工业控制系统销售规模稳步增长



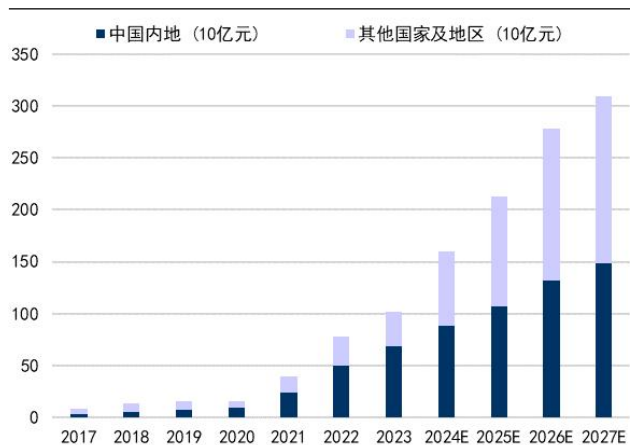
资料来源：弗若斯特沙利文报告，公司公告，国信证券经济研究所整理

图61：全球储能市场规模快速成长



资料来源：弗若斯特沙利文报告，公司公告，国信证券经济研究所整理

图62：全球新能源车热管理行业规模快速增长

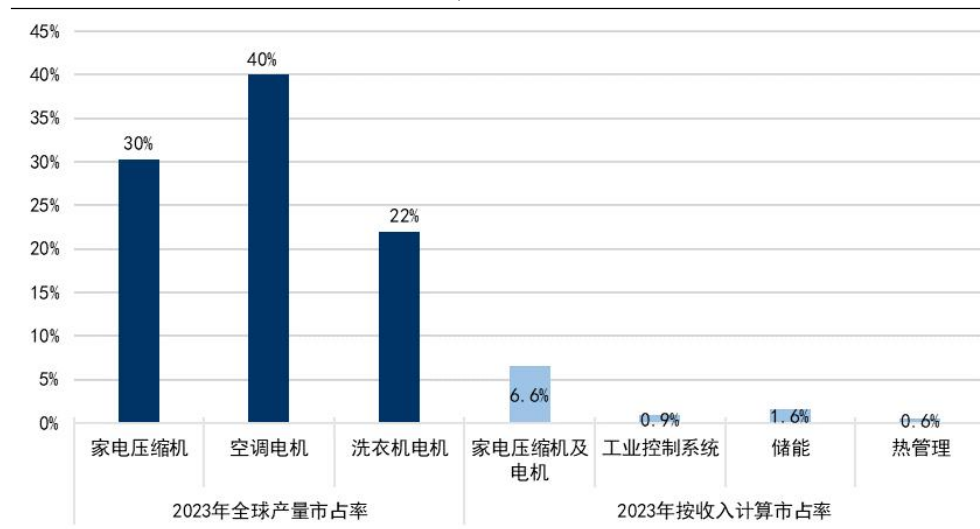


资料来源：弗若斯特沙利文报告，公司公告，国信证券经济研究所整理

美的在家电部件的市占率较高，在其他行业的市占率仅 1%左右。凭借公司在全球家用空调及冰洗行业的较高市占率，公司白电核心部件逐步做大做强，份额实现领先。以产量计算，2023 年公司家电压缩机业务全球市占率 30.3%，位居全球第一；空调电机和洗衣机电机也位居全球第一，产量市占率分别为 40.0%和 22.0%。从营收来看，我们将公司新能源及工业技术业务收入减去合康新能、科陆电子的

收入后、再减去汽车零部件预估收入来计算，预计公司家电部件营收在 223 亿元左右，约占全球电压缩机及电机销售额的 6.6%。其他板块市场份额相对较低，根据公司公告，按照收入计，公司 2023 年约占全球工业控制系统市场份额的 0.9%，约占全球储能市场的 1.6%，约占全球新能源车热管理市场的 0.6%。

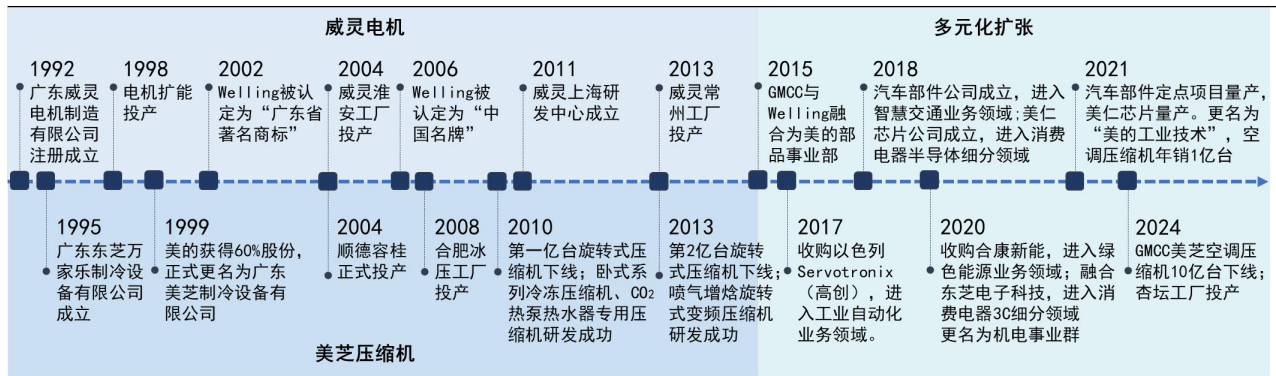
图 63: 美的在白电核心零部件上市占率较高，工控系统、储能等业务市占率提升空间较大



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

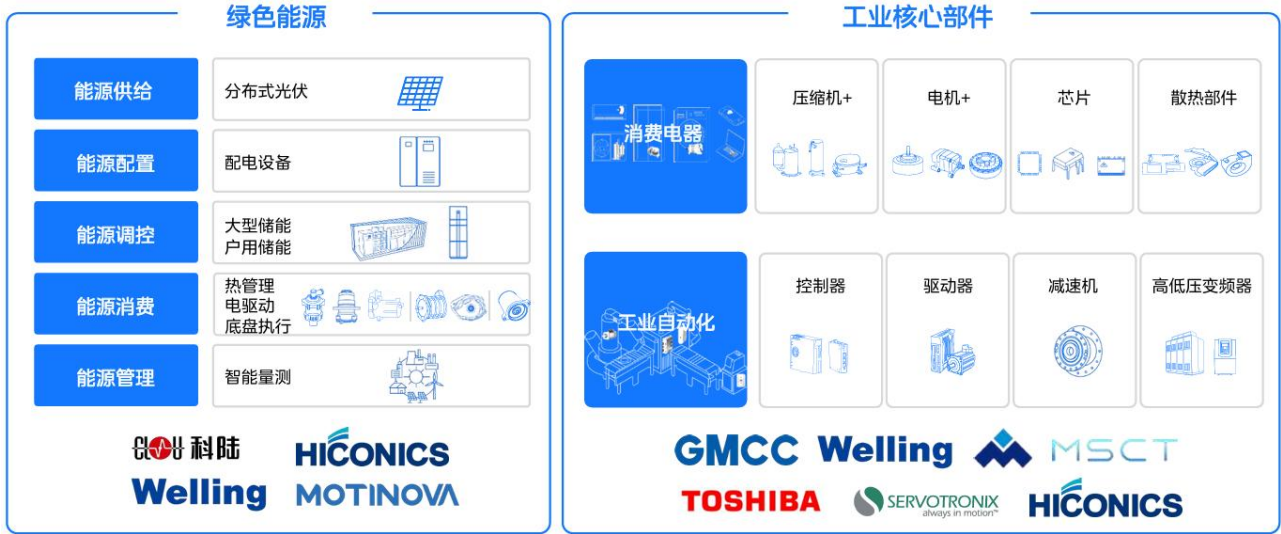
美的集团在新能源及工业技术布局日益深入，持续开拓版图。美的机电业务起步于 1992 年威灵电机注册成立，1999 年公司收购了美芝，成功进入空调压缩机行业。此后威灵和美芝在淮安、合肥、芜湖、常州等地建设工厂和研发试验中心，到 2021 年已具备年产空调压缩机 1 亿台、冰箱压缩机 4500 万台、电机 2.3 亿台的能力。2015 年美芝与威灵整合为美的“部品事业部”，此后业务版图不断扩张，2017 年公司收购以色列 Servotronics（高创），进入工业自动化业务领域。2018 年公司成立威灵汽车部件有限公司和美仁半导体有限公司，进入智慧交通和消费电子半导体细分领域。2020 年收购合康新能控股股权，进入绿色能源业务领域。2021 年公司汽车部件定点项目量产，美仁芯片实现量产。2022 年公司收购科陆电子控股股权，强化在新能源领域的布局。至此，公司通过内生发展和对外收购的方式，逐步形成新能源和工业技术两大板块的布局。

图 64: 公司新能源及工业技术板块持续扩张，规模不断壮大



资料来源：公司公告，美的工业技术官网及微信公众号，国信证券经济研究所整理

图65: 公司新能源及工业技术板块涵盖家电零部件、储能等多个业务



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

公司新能源及工业技术板块正强化技术研发, 背靠集团的客户资源, 有望实现**一笔突破**。美的集团 2020 年底树立“科技领先”的战略主轴, 以技术和创新作为立身之本, 不断加大研发投入。公司新能源及工业技术板块正是从小做起, 不断攻克电机、压缩机、汽车热管理、阀件、家电控制芯片等技术, 逐步做大做强。背靠集团大体量的研发投入和丰富的客户、渠道资源, 公司新能源及工业技术板块有望实现持续发展。我们将公司新能源及工业技术板块分为四大块, 分别展望未来中远期的市占率和收入情况, 假设家电压缩机及电机等零部件中期市占率稳步提升至 7.0%、远期市占率达到目前公司全球家电销量市占率的水平即 10.5%, 工业控制系统和储能业务中期市占率稳步提升、远期市占率达到目前家电零部件市占率一半多的水平, 汽车热管理中期市占率达到目前家电零部件一半的水平、远期市占率水平略超当前家电零部件的市占率, 中期和远期收入均以 2027 年预测的全球行业规模作为基数。则推导出, **预计公司新能源及工业技术板块中期收入有望达到 590 亿规模, 较 2023 年收入存在 112% 的增长空间; 远期收入规模有望达到 1011 亿元, 较 2023 年收入存在 263% 的增长空间。**

表6: 预计公司新能源及工业技术板块中远期收入存在翻倍增长空间

	2023 年行业规模 (亿元)	2027 年行业规模 (亿元)	2023 年美的收入份额	预计 2023 年美的的新能源及工业技术收入分布 (亿元)	中期美的市占率展望	预计中期美的收入规模 (亿元)	远期美的市占率展望	预计远期美的收入规模 (亿元)
家电压缩机及电机等零部件业务	3395	4197	6.6%	223	7.0%	294	10.5%	441
工业控制系统	1312	1524	0.9%	12	1.5%	23	3.5%	53
储能	2386	8570	1.6%	38	2.0%	171	3.5%	300
热管理	1020	3095	0.6%	6	3.3%	102	7.0%	217
合计	8113	17386	3.4%	279	3.4%	590	5.8%	1011

资料来源: 弗若斯特沙利文报告, 公司公告, 国信证券经济研究所整理和测算

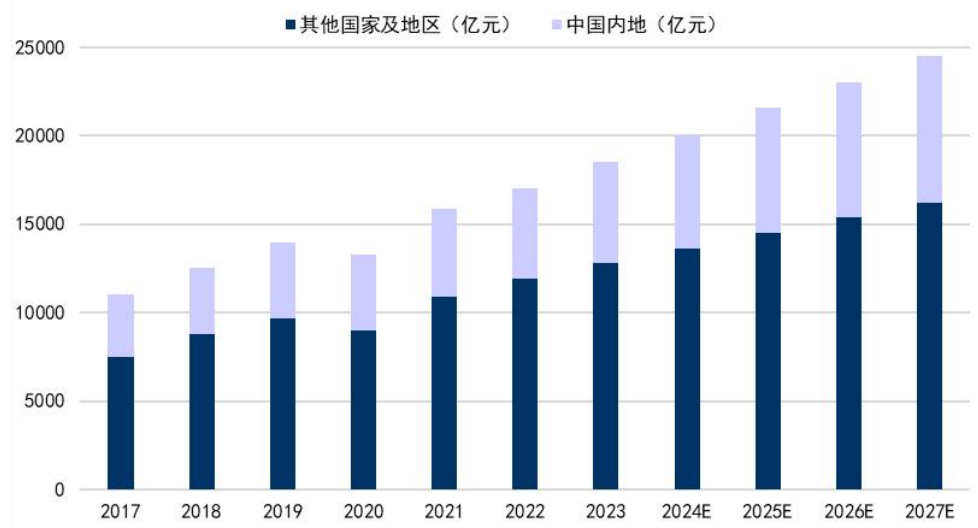
注: 此处假设中期、及远期行业规模维持 2027 年的水平

智能建筑科技: 电梯及楼控领域空间巨大, 美的在中央空调已初具领先优势

公司智能建筑科技业务主要提供商用空调、电梯、建筑控制软件及智能消防安全和安保系统等硬件和软件产品。根据弗若斯特沙利文报告, 2023 年全球智能建筑

科技行业规模达到 18544 亿元，2017-2023 年复合增长 9.1%；其中中国行业规模达到 5755 亿元，近 6 年复合增长 8.7%，海外行业规模达到 12789 亿元，近 6 年复合增长 9.3%。随着全球减碳趋势、数字城市发展及老旧楼宇的更新改造，弗若斯特沙利文报告预计未来行业规模仍有望保持稳健增长，2023-2027 年复合增速达到 7.2%，其中中国/海外复合增速分别为 9.6%/6.1%。

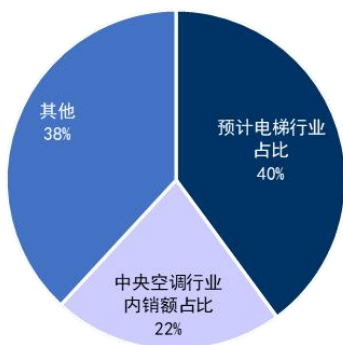
图66: 2023 年全球智能建筑科技行业规模达到 18544 亿元，未来有望保持稳健增长



资料来源：弗若斯特沙利文报告，公司公告，国信证券经济研究所整理

预计智能建筑科技行业规模以电梯及中央空调规模为主。国家统计局数据显示，2023 年我国电梯、自动扶梯及升降机产量达到 155.7 万台；海关总署数据显示，我国 2023 年电梯及扶梯出口均价为 2.2 万美元/台，折合 15.7 万元/台，以该价格作为行业均价，则预计 2023 年我国电梯、自动扶梯及升降机产值约为 2451 亿元，减去出口金额后，预计电梯内销规模约为 2297 亿元。产业在线数据显示，2023 年我国中央空调内销规模达到 1263 亿元。综合上述数据，2023 年我国智能建筑科技行业规模中，预计电梯行业规模占比 40%，中央空调行业占比 22%，楼控软件等其他软硬件占比 38%。

图67: 2023 年我国智能建筑科技行业分布以电梯和中央空调为主



资料来源：弗若斯特沙利文报告，国家统计局，产业在线，海关总署，国信证券经济研究所整理

图68: 我国中央空调内销规模已突破上千亿

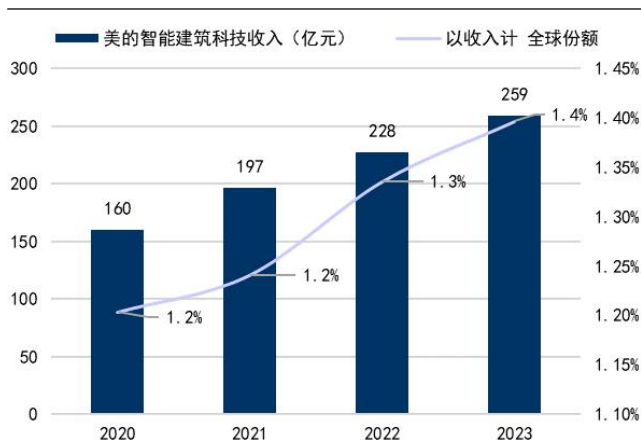


资料来源：产业在线，国信证券经济研究所整理

美的在商用空调领域具备领先的市场份额，电梯、楼控软件等预计市占率较低。

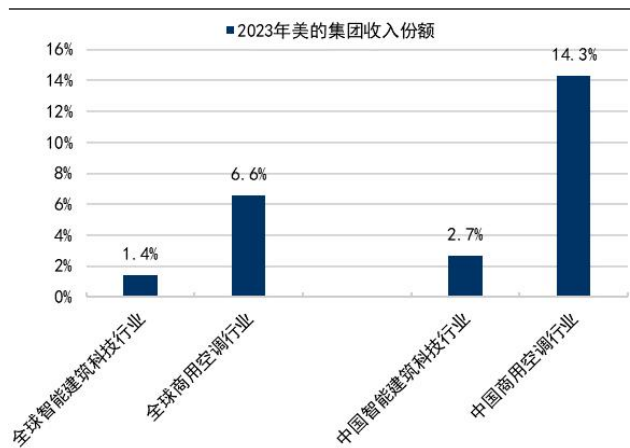
我国智能建筑科技市场相对分散，电梯与商用空调的供应商重合度不高，以收入计算，2023年美的智能建筑科技的收入在中国市场排名第五，市场份额为2.7%，行业CR5份额约为17.8%。公司的份额预计主要由商用空调贡献，2023年公司商用空调在国内的市场份额为14.3%，位居第一；预计电梯的份额为0.9%，占比较低。从全球范围看，以收入计，公司智能建筑科技全球份额为1.4%；公司在全球商用空调领域的市占率为6.6%，位居第五。

图69：以收入计，公司智能建筑科技的全球份额为1.4%



资料来源：弗若斯特沙利文报告，公司公告，国信证券经济研究所整理

图70：美的集团在商用空调上市占率较高

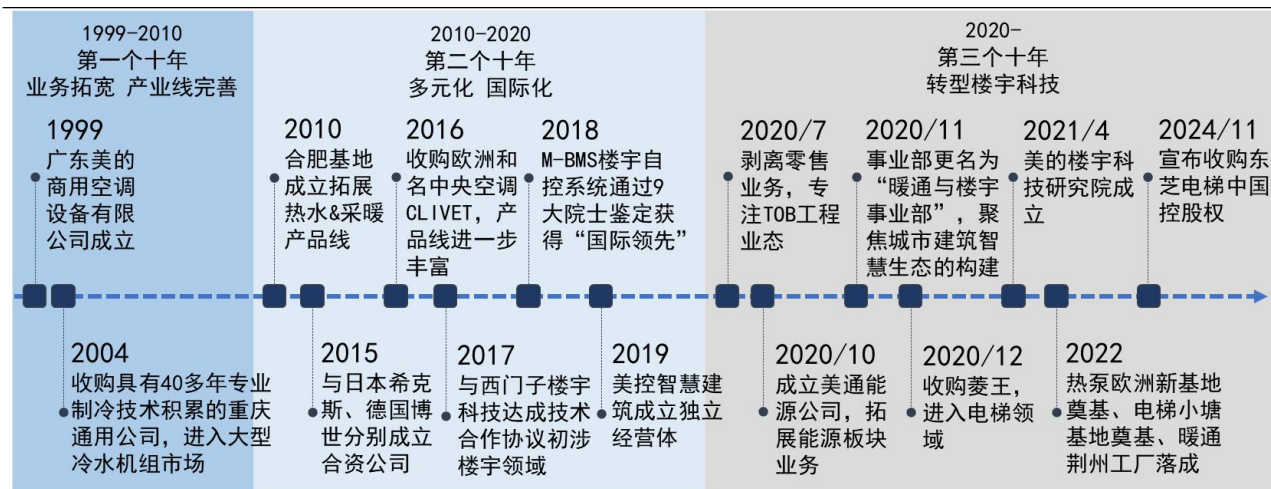


资料来源：弗若斯特沙利文报告，公司公告，国信证券经济研究所整理

公司智能建筑科技持续发展壮大，目前正强化在电梯及楼控软件等方面的地位。

美的智能建筑科技业务起源于1999年美的成立商用设备有限公司，2004年公司收购具有40多年专业制冷技术积累的重庆通用公司，从而全面进入大型中央空调领域。此后公司不断丰富中央空调产品线，成功跻身国内中央空调第一阵营。2016年公司收购欧洲知名中央空调企业Clivet，加速国际化进程。2017年公司与西门子楼宇科技达成技术合作，初涉楼宇领域，之后发布楼宇自控系统。2020年12月，公司收购菱王电梯，并在2024年11月宣布收购东芝电梯中国控股权，强化在电梯领域的地位。

图71：公司智能建筑科技业务持续发展壮大



资料来源：公司公告，美的楼宇科技官网及微信公众号，国信证券经济研究所整理

目前美的智能建筑科技已形成暖通系统、楼宇智能化、电梯业务和能源管理四大板块，以暖通系统带动其他板块的共同发展。美的智能建筑科技定位于楼宇建筑综合解决方案服务商，聚焦楼宇产品、服务及相关产业，以楼宇数字化服务平台为核心，打通楼宇交通流、信息流、体验流、能源流，产品覆盖多联机组、大型冷水机组、单元机、机房空调、扶梯、直梯、货梯等以及楼宇自控软件和建筑弱电集成解决方案。楼宇科技利用 IT（通讯、信息技术、人工智能）和 OT（楼宇自动化、物联网、建筑运维等），并结合中国建筑运营的真实情况，自主研发核心硬件、软件、算法，深耕商业、医疗、交通、数据中心等行业，打造“智慧建筑”新的设计、建设与运维模式，实现全生命周期内的最佳效率，为用户提供智能化、数字化、低碳化的楼宇建筑整体解决方案。2023 年公司智能建筑科技实现营收 259 亿元，2020-2023 年复合增速达到 17.4%，在全球的市占率从 1.2% 稳步提升至 1.4%。

图 72：美的智能建筑科技涵盖暖通系统、楼宇智能化、电梯业务和能源管理四大板块



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

通过商用空调的带动和美的集团的资源赋能，公司电梯及楼控软件等业务增长空间广阔。我们将公司智能建筑科技拆分为商用空调、电梯、楼控软件等三大块业务，预计美的 2023 年智能建筑科技收入中，商用空调收入约为 207 亿，电梯业务约为 20 亿，楼控软件等其他收入 30 多亿。假设全球智能建筑科技行业中商用空调、电梯及其他与我国的比例相同，则计算得到，2023 年美的智能科技各板块收入的全球市占率。我们以此为基数，展望公司智能建筑科技中长期的市占率情况：

- 1) 中期展望，假设公司商用空调全球市占率稳步提升至 6.5%，电梯业务市占率目前较低，假设通过整合东芝电梯做到 1%，楼控软件等其他业务市占率亦做到 1%；
- 2) 远期展望，假设公司通过出海发展，商用空调的全球市占率提升至 8%，电梯及楼控软件全球市占率做到 2023 年商用空调一半的市占率水平即 2.5%。以弗若斯特沙利文预测的 2027 年行业规模作为中远期行业规模的假设，则预计公司智能建筑科技中期营收规模有望达到 532 亿，较 2023 年增长 105%；远期营收规模有望达到 909 亿，较 2023 年增长 251%。

表7: 中远期展望来看, 公司智能建筑科技收入存在翻倍成长空间

亿元	2023年预计行业规模	2027年预计行业规模	2023年预计美的智能建筑科技收入	2023年以收入计, 预计美的份额	中期市占率展望	预计中期收入规模	远期市占率展望	预计远期收入规模
商用空调	4070	5384	207	5.1%	6.5%	350	8.0%	431
电梯业务	7401	9792	20	0.3%	0.9%	88	2.5%	245
楼控软件等其他	7072	9357	32	0.5%	1.0%	94	2.5%	234
合计	18544	24533	259	1.4%	2.2%	532	3.7%	909

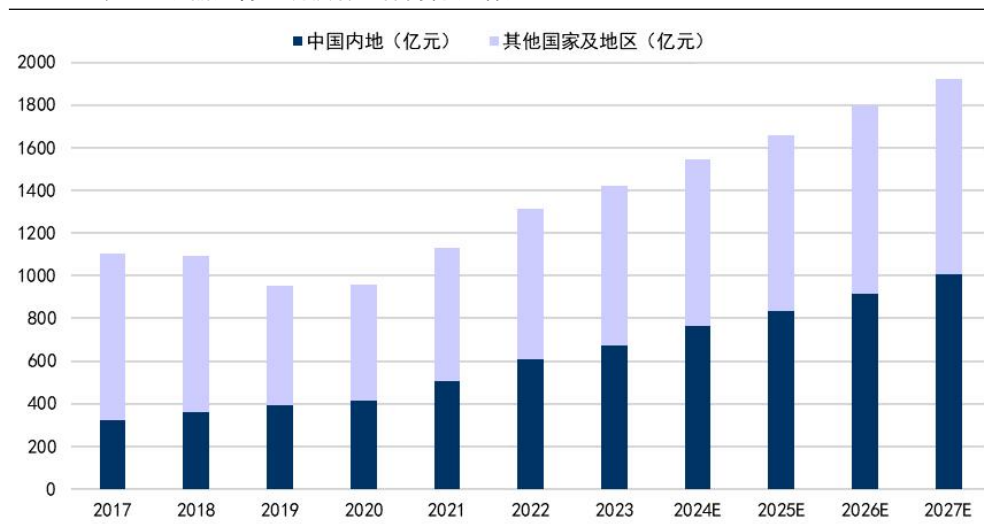
资料来源: 弗若斯特沙利文报告, 公司公告, 国信证券经济研究所整理和测算

注: 此处假设中期、及远期行业规模维持 2027 年的水平

机器人与自动化: 库卡全球领先, 强化中国布局

机器人与自动化主要为在生产制造过程中所使用的机器人及工业自动化解决方案。2023 年全球机器人与自动化市场规模达到 1421 亿元, 2017-2023 年复合增长 4.3%; 其中中国市场规模 675 亿元, 海外市场规模 746 亿元, 2017-2023 年复合增速分别为+13.0%/-0.7%。工业机器人一般应用于电气/电子、汽车、金属和机械、塑料和化学产品等行业, 其中电气/电子、汽车、金属和机械前三大应用领域合计占总市场的 62.6%。未来随着劳动力成本上升、机器人技术进步及应用范围的增加、国内外制造业的发展, 预计工业机器人行业有望保持稳健的增长。根据弗若斯特沙利文的预测, 预计 2023-2027 年中国机器人与自动化有望保持 10.5% 的复合增长, 海外有望保持 5.4% 的复合增长, 合计复合增速为 7.9%。

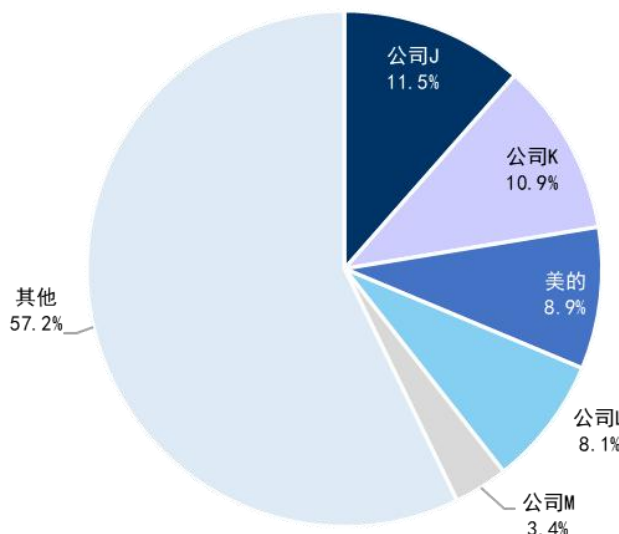
图73: 全球工业机器人行业规模有望保持稳健增长



资料来源: 弗若斯特沙利文报告, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

工业机器人行业壁垒与集中度较高, 美的工业机器人业务位居全球第三。弗若斯特沙利文数据显示, 按照收入计, 美的工业机器人收入全球市场份额为 8.9%, 位居第三, 行业 CR5 达到 42.8%。公司在重载工业机器人 (有效载荷超过 100 公斤的工业机器人) 市场份额达到 17.9%, 位居全球第二, 是公司的优势领域。

图74：2023年全球工业机器人行业格局较为集中，美的位居第三



资料来源：弗若斯特沙利文报告，公司公告，国信证券经济研究所整理

美的集团机器人与自动化业务起源于智能制造的需要，2012年开始，公司对工厂进行自动化改造，截止2015年底已累计投入近千台机器人。2015年公司与全球机器人巨头安川电机合资设立工业机器人及服务机器人公司，全面提升公司的智能制造水平。2017年初公司收购库卡机器人公司94.55%的股权，成为中国及全球机器人及自动化领域的领军企业。此后，公司与库卡协同发展，2018年公司将库卡在中国的一般工业业务与瑞士格（库卡子公司）中国业务合并，由双方设立各持股50%的合资公司承接公司业务，推动库卡在国内业务的发展；同时将新建生产基地，预计到2024年机器人产能将达到7.5万台，国内合计产能将达到10万台。2021年11月公司公告拟全面收购库卡股权并私有化。目前公司的机器人与自动化业务以库卡及库卡子公司瑞士格为主，主要围绕未来工厂相关领域，提供包括工业机器人、自动化系统及传输系统解决方案及医疗、娱乐、新消费领域解决方案等。2023年公司机器人与自动化业务实现营收311亿元，2020-2023年复合增长14.7%；从收入构成看，2022年库卡的营收构成中，机器人、系统、瑞士格和中国区收入约各占1/4。盈利能力方面，自2021年以来，公司机器人与自动化板块净利率持续提升，2022年净利率已到达2.6%，随着公司强化上游零部件布局，预计后续盈利能力有望持续提升。

图75：2023年公司机器人与自动化收入突破300亿元

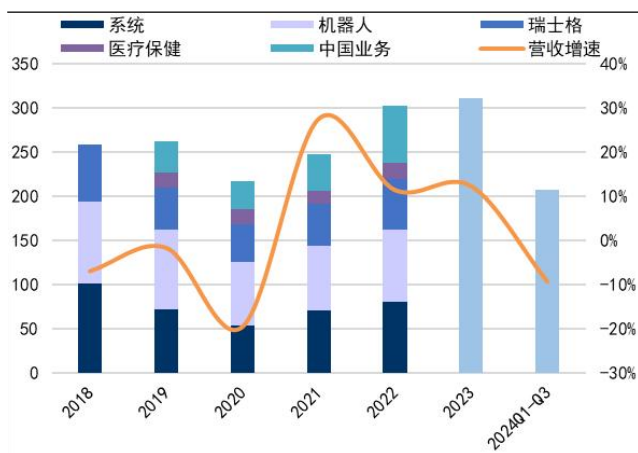
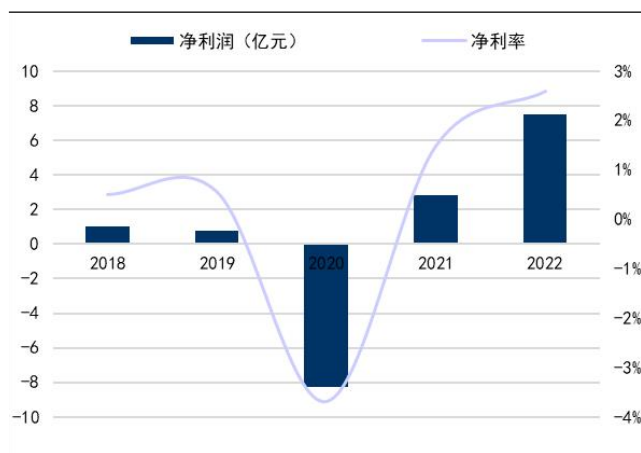


图76：库卡净利率迎来明显提升



资料来源:公司公告, wind, 国信证券经济研究所整理

资料来源:公司公告, wind, 国信证券经济研究所整理

随着公司机器人业务逐步强化在国内和上游产业链的布局, 预计未来中国区收入有望持续贡献增长动能。我们将公司机器人与自动化收入拆分为中国区 and 海外来看, 假设 2023 年中国区收入保持跟整体同步的增长, 即预计 2023 年公司机器人与自动化国内营收 73 亿, 海外营收 237 亿。以国内营收/2023 年中国工业机器人行业规模, 即可测算得到公司国内工业机器人市占率为 10.9%; 考虑到公司海外系统等收入占比较高, 假设公司海外工业机器人市占率与公司全球工业机器人市占率相同, 均为 8.9%。据此, 我们对公司机器人与自动化业务在国内外的中远期市占率进行展望, 假设公司在国内市占率提升相对较快, 中期提升至全球龙头的市占率水平即 11.5%, 远期再度提升至 13%; 海外市占率则变动较缓, 假设中期由 8.9% 提升至 9.5%, 远期来看假设达到 2023 年国内市占率的水平即 10.9%。以市占率提升幅度作为收入提升幅度进行测算, 同时以弗若斯特沙利文预测的 2027 年国内外工业机器人规模作为中远期行业规模展望, 预计公司机器人与自动化中期收入展望存在 38% 的增长空间, 远期来看, 存在 57% 的增长空间, 有望接近 500 亿收入规模。

表8: 中远期展望来看, 公司机器人与自动化收入存在 40%-60% 的提升空间

亿元	2023 年全球行业规模	2027 年全球行业规模预计	2023 年预计美的机器人与自动化营收	2023 年假设美的工业机器人市占率	中期市占率展望	预计中期收入规模	远期市占率展望	预计远期收入规模
中国区	675	1005	73	10.9%	11.5%	116	13.0%	131
海外	746	920	237	8.9%	9.5%	312	10.9%	358
合计	1421	1925	311			428		489

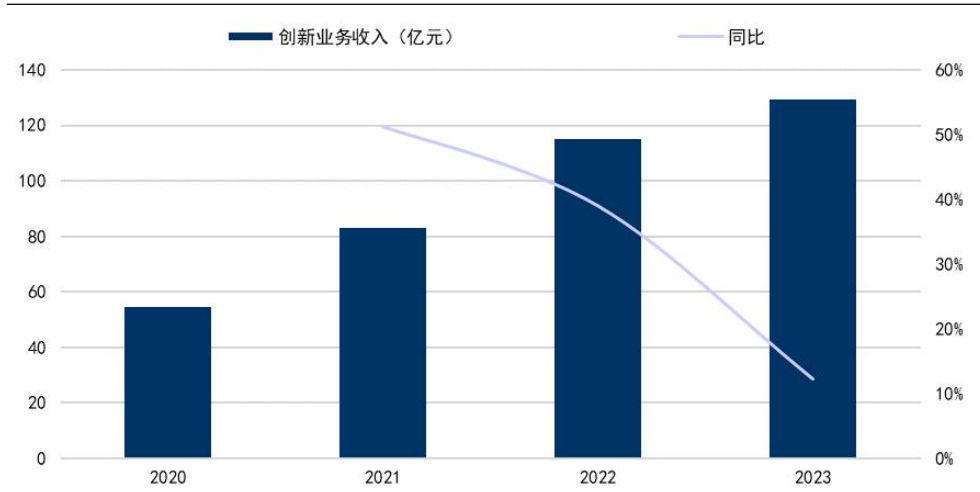
资料来源: 弗若斯特沙利文报告, 公司公告, 国信证券经济研究所整理和测算

*注: 公司 2023 年国内和海外营收拆分为假设值, 2023 年中国区工业机器人市占率为中国区预计收入/2023 年中国区行业规模, 海外市占率假设与全球市占率相同

创新业务: 以安得智联为主, 成长活力充足

创新业务是美的集团在商业模式变革中孵化的新型业务, 旗下包含安得智联、美云智数、美智光电、万东医疗等。2023 年该板块实现收入 129 亿元, 2020-2023 年复合增长 33.2%, 排除公司 2021 年 2 月收购万东医疗的影响后, 复合增速达到 25.1%。其中预计安得智联收入贡献占大头, 2023 年万东医疗收入 12.4 亿元, 占比 9.6%; 2022 年美智光电收入 9.1 亿, 预计美云智数等其他业务收入体量更低。

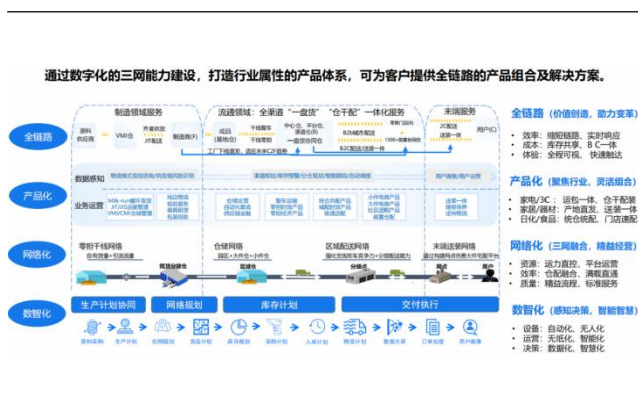
图77: 公司创新业务收入实现较快增长



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

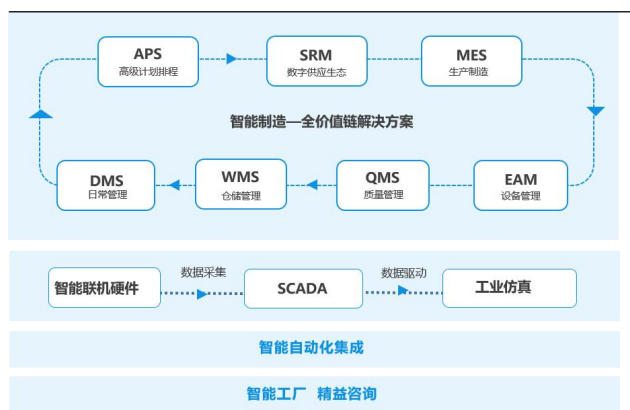
- 1) **安得智联**是一家提供端到端数智化供应链解决方案的物流科技企业，为客户提供全域订单的优质解决方案。根据安得智联微信公众号，预计安得智联营收在百亿元左右。
- 2) **美云智数**基于美的在工业互联网及数字化转型方面的经验，对外输出工业互联网服务，助力企业数字化转型，主要提供研发数字化、智能制造、供应链数字化、运营数字化的四大类数字化解决方案，所面向的行业包括汽车、电子产品及食品等，还为客户提供售后服务及维修服务。
- 3) **美智光电**专注于照明及智能前装电气产品的研发、生产、销售，主要产品包括商业及家居照明、浴霸、智能门锁、智能面板、智能晾衣架等。2021-2022年，美智光电收入均在9亿+左右，利润体量在0.8亿左右。
- 4) **万东医疗**主营业务主要涵盖医学影像设备制造与销售及医学影像诊断服务，主要产品包括医用X射线机、磁共振成像系统、计算机断层成像系统等三大医学影像产品系列，是我国医用X射线机产品种类最为齐全的企业。2021年2月美的集团收购万东医疗控股权。2023年万东医疗实现收入12.4亿元，归母利润1.9亿元。

图78：安得智联为企业提供的端到端的物流解决方案



资料来源：安得智联微信公众号，国信证券经济研究所整理

图79：美云智数提供的智能制造解决方案



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图80：美智光电 2022 年营收体量在 9 亿+

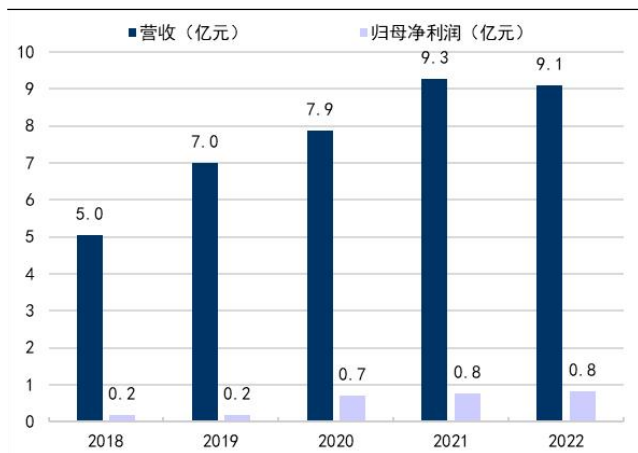
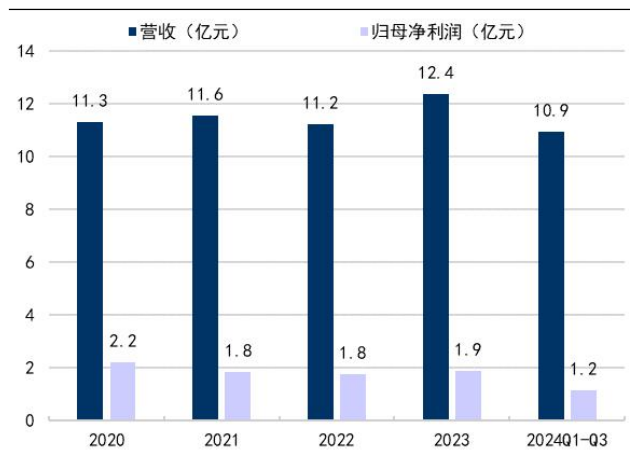


图81：2023 年万东医疗营收体量在 12 亿左右



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司创新业务旗下各板块均有充足的成长活力。安得智联所处的大件快递行业, 2023 年市场规模达到 1327.8 亿元; 美智光电所处的照明行业, 行业规模同样在千亿以上, 预计公司创新业务仍有较大的增长潜力。我们将创新业务拆分为安得智联和其他业务来展望, 考虑到安得智联主要为美的家电内销及外部客户提供物流服务, 以美的内销家电业务的空间即 60%作为远期收入空间展望, 中期收入空间假设按 60%的一半即 30%计算; 其他业务方面, 参考公司新能源及工业技术、智能建筑科技等业务的成长空间, 假设中期业务存在 50%的增长空间, 远期存在翻倍的增长空间。合计来看, 预计公司创新业务中期展望存在 35%的增长空间, 远期存在 69%的增长空间。

表9: 预计公司创新业务中远期存在 30%-70%增长空间

亿元	预计 2023 年收入拆分	假设中期成长空间	中期收入展望	假设远期成长空间	远期收入展望
安得智联	100	30%	130	60%	160
其他业务	29	50%	44	100%	59
合计	129	35%	174	69%	219

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理和测算

2B 业务总结: 中远期存在 80%以上成长空间, 增长潜力大

根据我们上述的假设和测算, 公司 2B 板块各业务均有充足的成长空间, 中期展望合计有望达到约 1769 亿收入规模, 较 2023 年存在 81%的增长空间, 有望成为公司的三大支柱之一; 远期展望则有望达到 2682 亿收入规模, 较 2023 年存在 174%的增长空间。公司 B 端各业务所处的行业规模超过 3 万亿, 凭借公司在多元化业务扩展中所积累的经验, 和强激励下各业务团队强大的经营能力, 背靠美的集团领先的研发生产制造体系, 公司在 B 端板块存在长足的发展动能。

表10: 预计公司 2B 业务板块存在 80%以上的增长空间

亿元		2023 年行业规模	2027 年行业规模预计	2023 年预计美的收入份额	预计 2023 年收入拆分	中期市占率展望	预计中期收入规模	远期市占率展望	预计远期收入规模
新能源及工业技术	家电压缩机及电机等零部件业务	3395	4197	6.6%	223	7.0%	294	10.5%	441
	工业控制系统	1312	1524	0.9%	12	1.5%	23	3.5%	53
	储能	2386	8570	1.6%	38	2.0%	171	3.5%	300
	热管理	1020	3095	0.6%	6	3.3%	102	7.0%	217
	合计	8113	17386	3.4%	279	3.4%	590	5.8%	1011
智能建筑科技	商用空调	4070	5384	5.1%	207	6.5%	350	8.0%	431
	电梯业务	7401	9792	0.3%	20	0.9%	88	2.5%	245
	楼控软件等其他	7072	9357	0.5%	32	1.0%	94	2.5%	234
	合计	18544	24533	1.4%	259	2.2%	532	3.7%	909
机器人与自动化	工业机器人	1421	1925	8.9%	126	10.0%	193	11.5%	221
	系统等非工业机器人板块				184		280		322
	合计				311		473		544
创新业务	安得智联				100		130		160
	其他业务				29		44		59
	合计				129		174		219
2B 业务合计					978		1769		2682

资料来源: 弗若斯特沙利文报告, 公司公告, 国信证券经济研究所整理和测算

美的发展展望：海外 OBM+2B 业务引领增长

公司在家电多元化的发展历程中，逐步建立起以现代企业制度为基础的职业经理人管理体制，搭建起先进的治理机制和“责、权、利”高度一致的激励体系，强激励下，管理层的战略布局前瞻长远、对外部环境的应变快速果断，各事业部的执行力强、经营活力充足，共同保障公司稳步向前发展。2013 年公司整体上市后，公司建立起常态化、多层次的激励和考核制度，包括全球合伙人计划、事业合伙人计划、股权激励计划及下属子公司的激励计划等，形成公司、部门及个人的三重考核。截至 2024 年底，公司共实施股权激励计划 16 次，合伙人计划等 15 次，绑定管理层及核心员工利益，充分激发员工的经营能动性。

表11：公司构建起多层次、常态化的股权激励机制

期数	公告日	股票总数 (万股)	占当时 总股本 比例	激励对象	期数	公告日	计划专 项基金 (万股)	占上年净 利润比例	参与人员	
股权激励计划	第一期股权激励计划	2014.1.13	4051	2.4%	中高层管理人员及业务技术骨干人员共 693 人	全球合伙人计划	第一期全球合伙人计划	2015.3.31	11500	1.0%核心管理人员 31 人
	第二期股权激励计划	2015.3.31	8379	2.0%	中高层管理人员及业务技术骨干人员共 738 人		第二期全球合伙人计划	2016.3.26	8050	0.6%核心管理人员 15 人
	第三期股权激励计划	2016.5.26	12729	2.0%	中高层管理人员及业务技术骨干人员共 931 人		第三期全球合伙人计划	2017.3.31	9900	0.6%核心管理人员 15 人
	第四期股权激励计划	2017.3.31	9898	1.5%	中高层管理人员及业务技术骨干人员共 1476 人		第四期全球合伙人计划	2018.3.31	18250	1.0%核心管理人员 20 人
	第五期股权激励计划	2018.3.31	6208	0.9%	中基层管理人员及业务技术骨干人员共 1341 人		第五期全球合伙人计划	2019.4.20	18582	0.9%核心管理人员 16 人
	第六期股权激励计划	2019.4.20	4724	0.7%	中基层管理人员及业务技术骨干人员共 1150 人		第六期全球合伙人计划	2020.4.30	18410	0.8% 总裁、副总裁及其他高管合计 17 人
	第七期股权激励计划	2020.4.30	6526	0.9%	研发、制造、品质人员及其他骨干 1425 人		第七期全球合伙人计划	2021.4.30	20150	0.7% 总裁、副总裁及其他高管合计 15 人
	第八期股权激励计划	2021.4.30	8248	1.2%	研发、制造、品质人员及其他骨干 1901 人		第八期全球合伙人计划	2022.4.30	21220	0.7% 总裁、副总裁及其他高管合计 15 人
	第九期股权激励计划	2022.4.30	10907	1.6%	研发、制造、品质等科技人员及中层管理人员、海外派驻人才、年轻骨干技术人才等 2849 人		第一期事业合伙人计划	2018.3.31	9785	0.5% 单位高层管理人员共 50 人
限制性股票激励计划	2017 年限制性股票激励计划	2017.3.31	2979	0.4%	高层管理人员共 140 人	事业合伙人计划	第二期事业合伙人计划	2019.4.20	9300	0.5% 下属单位高层管理人员共 45 人
	2018 年限制性股票激励计划	2018.3.31	2501	0.3%	高层管理人员共 344 人		第三期事业合伙人计划	2020.4.30	9750	0.4% 核心管理人员 46 人
	2019 年限制性股票激励计划	2019.4.20	3035	0.5%	中高层管理人员共 451 人		第四期事业合伙人计划	2021.4.30	16421	0.6% 核心管理人员 44 人
	2020 年限制性股票激励计划	2020.4.30	3418	0.5%	中高层管理人员及业务骨干 520 人		第五期事业合伙人计划	2022.4.30	15909	0.6% 核心管理人员 55 人
	2021 年限制性股票激励计划	2021.4.30	1057	0.2%	高级管理人员等 147 人		2023 年持股计划	2023.4.29	56485	1.9% 核心管理人员 147 人
	2022 年限制性股票激励计划	2022.4.30	1263	0.2%	高级管理人员及其他核心人员 199 人		2024 年持股计划	2024.3.28	128562	3.8% 核心管理人员 604 人
	2023 年限制性股票激励计划	2023.4.29	1838	0.3%	核心研发人员及业绩承担核心人员等 416 人					

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

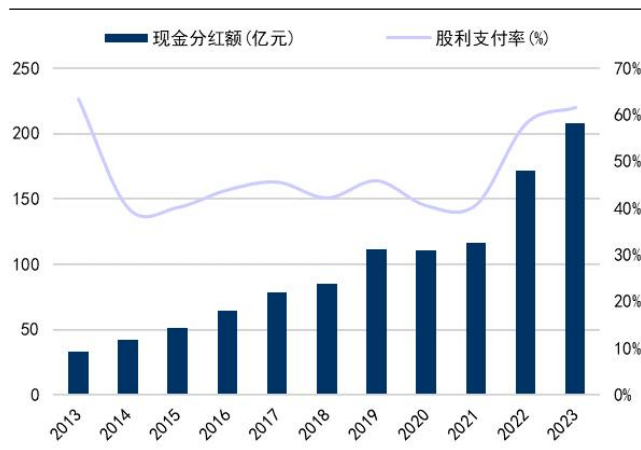
在常态化的股权激励下，公司管理层利益与股东利益一致，使得公司在股东回报和分红上表现优异。2013 年整体上市至今，公司每年均保持 40% 以上的分红比例，累计分红总额高达 1075 亿元，累计现金分红率达到 48.0%。2023 年公司现金分红率超过 60%，对应 2025 年 2 月 11 日收盘价的股息率达到 4.1%。在回购方面，截至 2024 年底，公司累计回购额达到 272 亿。以 2013-2024 年累计回购总额来看，公司在 A 股回购总额中排名第二。

表12: 美的集团进行过多轮大金额的股份回购

预案公布日期	计划回购价格 (元/股)	计划回购股份 数量	回购资金上限额度 (亿元)	实际回购均价 (元/股)	实际回购数量 (亿股)	实际回购数量占当 时总股本比例	实际回购金额 (亿元)	用途
2015/6/27	上限 48.54	无	10	33.79	0.30	0.69%	10.0	注销
2018/7/5	上限 50	下限 0.8 亿股	40	42.06	0.95	1.43%	40.0	注销
2019/2/23	上限 55	下限 0.6 亿股 上限 1.2 亿股	66	51.47	0.62	0.89%	32.0	股权激励计划和 员工持股计划
2020/2/22	上限 75	下限 0.4 亿股 上限 0.8 亿股	52	64.49	0.42	0.60%	27.0	股权激励计划和 员工持股计划
2021/2/24	上限 140	下限 0.5 亿股 上限 1 亿股	140	86.64	1.00	1.42%	86.6	股权激励计划和 员工持股计划
2021/5/1	上限 100	无	50	69.47	0.72	1.02%	50.0	注销
2022/3/11	上限 70	无	25-50	54.30	0.49	0.69%	26.4	实施公司股权激 励计划及/或员 工持股计划

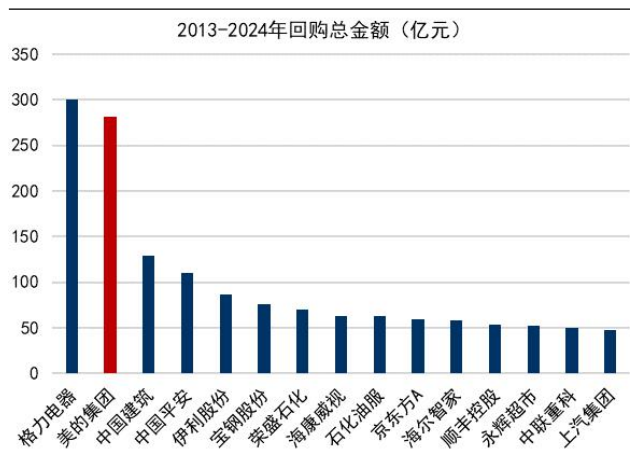
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图82: 公司连续多年进行分红, 2023 年分红率超过 60%



资料来源: 公司公告, wind, 国信证券经济研究所整理

图83: 2013-2024 年美的累计回购总额位居 A 股前列

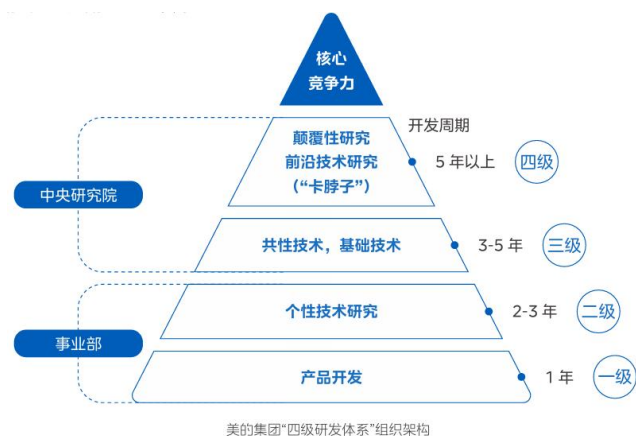


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

注: 该金额为 wind 统计值, 也包含股权激励回购注销部分

此外, 在基础能力建设上, 公司持续强化研发投入, 以科技驱动发展, 构建“四级研发体系”、“三个一代”、“全球科研人才体系”和“全球研发布局”的行业领先研发体系; 通过渠道的持续扩容和优化, 建设覆盖全球的渠道网络体系, 在全球拥有数十万家网点, 并不断强化 DTC 能力; 搭建大规模高效的采购及制造体系, 建立集成供应链管理体系, 智能生产工厂遍布海内外。

图84: 公司构建起四级研发体系



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图85: 公司搭建起智能的生产制造体系



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

相信在上述能力的带动下, 公司在家电内外销及 2B 业务上均有望保持持续的发展, 带动公司收入稳步向前。综合上述的假设和测算, 我们预计公司中期收入展望有望超 5000 亿元, 较 2023 年存在 49% 的增长空间, 其中 OBM 和 2B 业务贡献明显; 远期收入空间有望达到 7383 亿元, 较 2023 年存在翻倍增长空间, 预计依然主要由 OBM 和 2B 业务贡献。

表13: 美的集团中远期收入展望存在 50%-115% 的增长空间

亿元	2023 年营收	中期收入展望	中期增长空间展望	远期收入展望	远期增长空间展望
2C 内销	1410	1834	30%	2259	60%
2C 外销					
代工	598	663	11%	696	16%
OBM	454	860	90%	1746	284%
2B 业务	978	1769	81%	2682	174%
合计	3440	5127	49%	7383	115%

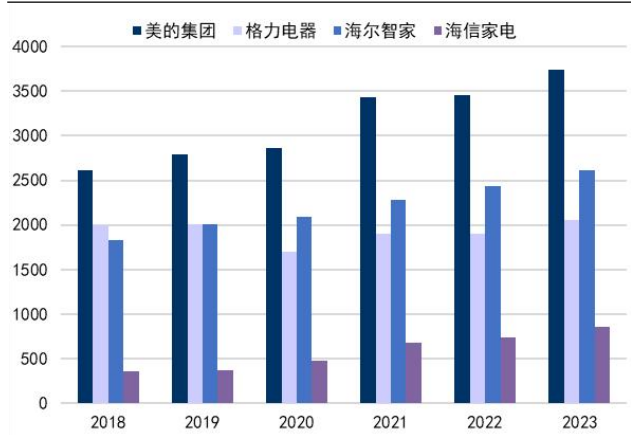
资料来源: 弗若斯特沙利文报告, 公司公告, 国信证券经济研究所整理和测算

财务分析

成长性分析：营收利润规模领先，增速位于行业较好水平

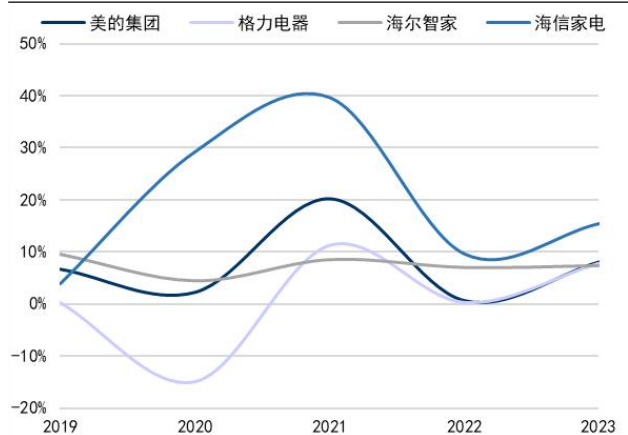
选取同为白电行业头部企业的海尔智家、格力电器、海信家电作为可比公司。2023 年公司营收 3737 亿元，位居可比公司最高的水平；2018-2023 年收入复合增速为 7.4%，收入增速位于可比公司中等水平。公司利润规模同样位居行业第一，2018-2023 年归母净利润复合增速达到 10.8%，处于较快水平。

图86：公司营收规模位居行业第一（单位：亿元）



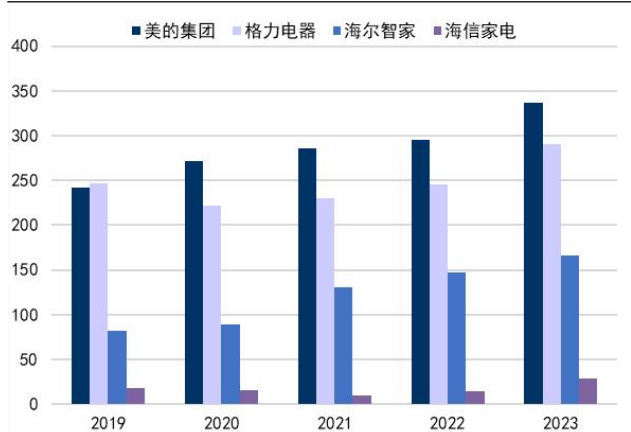
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图87：公司营收增速位居可比公司中游水平



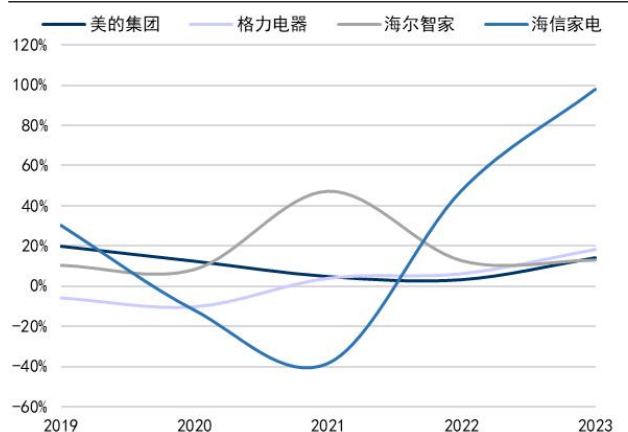
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图88：公司利润体量位居行业首位（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图89：公司归母净利润增速位居行业中游水平

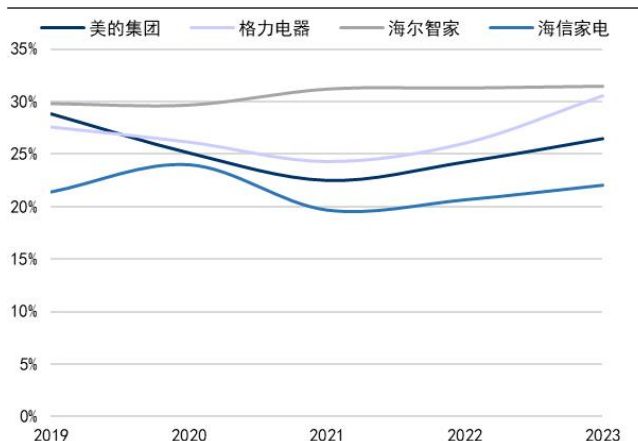


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

盈利能力分析：盈利能力稳中有升，稳居行业头部水平

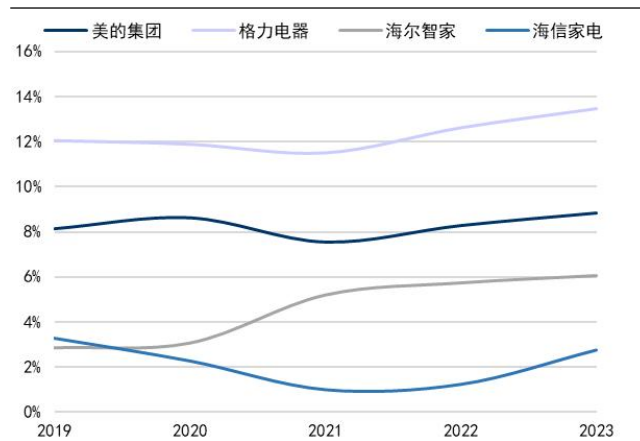
公司毛利率受原材料成本等影响有所波动，2022 年以来毛利率稳步回升，处于行业中游水平。公司的扣非归母净利率在可比公司中位于中上水平，且自 2022 年以来稳步提升。费用率上，公司销售费用率位居行业较低水平，而研发及管理费用率处于行业偏上水平；由于公司正持续加大海外及 B 端业务等投入，整体费用率有所上升。公司 ROE 维持在 22% 以上的较好水平，位于行业中上游。

图90: 公司毛利率位居可比公司中游



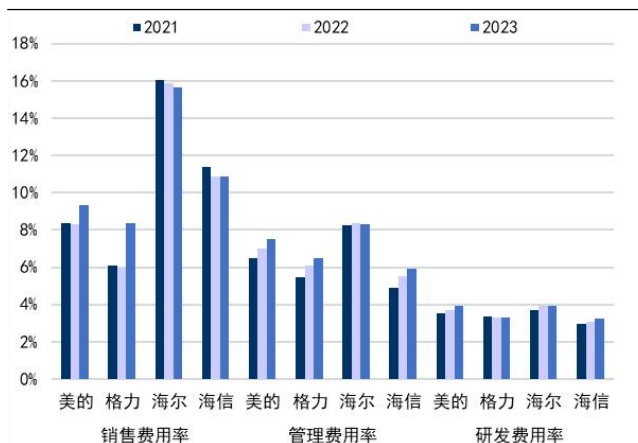
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图91: 公司扣非归母净利润率位于行业靠前水平



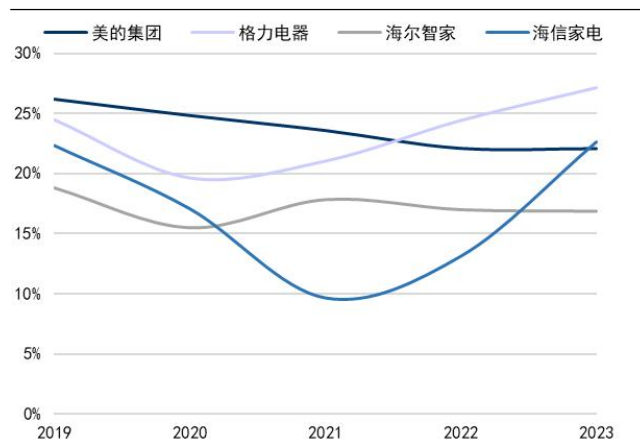
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图92: 公司销售费用率较低、但研发管理费用率较高



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图93: 公司平均 ROE 水平处于行业中上水平

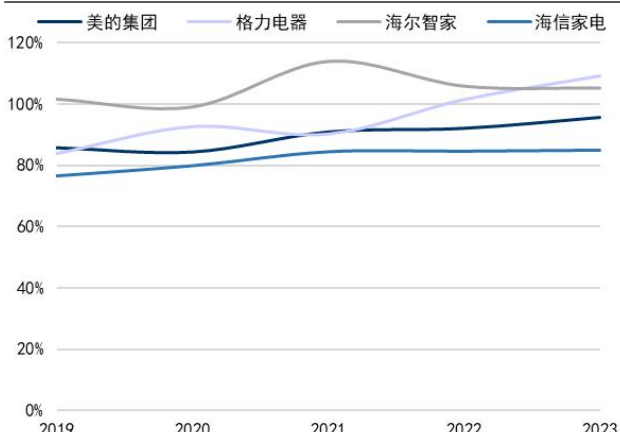


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

现金流量分析：净利润的现金含量超 100%，现金流表现优异

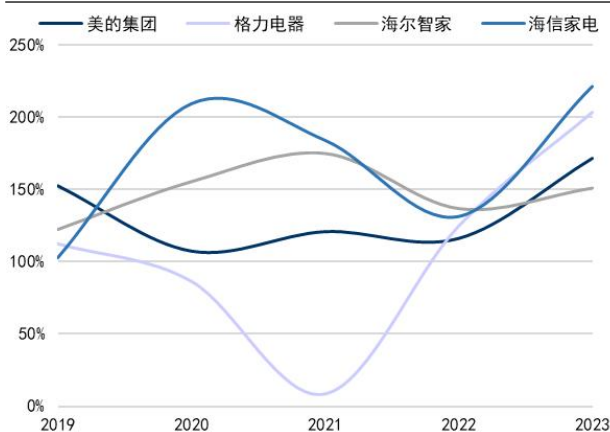
由于大部分业务直接面向终端消费者或经销商，家电企业的经营性现金流普遍较好。但公司外销收入中，代工占比较高，2019-2023 年公司销售商品提供劳务收到的现金/营业收入在 90%左右，近年来随着自有品牌业务占比提升，现金流表现有所提升。公司 2019-2023 年经营性现金净流量 / 净利润平均达到 134%，公司的经营现金流表现优异。

图94: 公司销售商品提供劳务收到的现金/营业收入稳步上升



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图95: 公司经营性现金净流量/净利润平均超过 130%

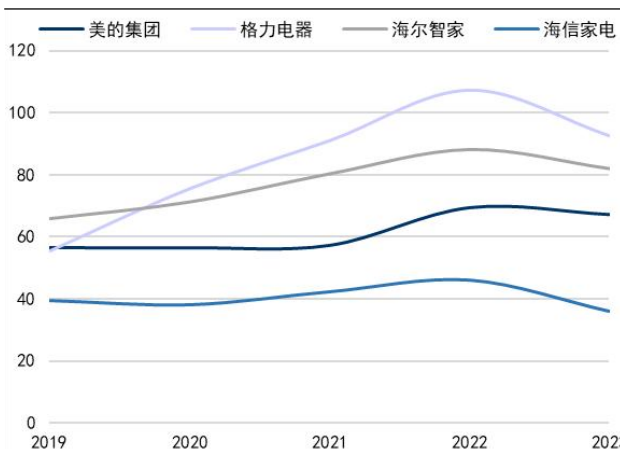


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

经营效率分析：应收账款周转表现良好，存货周转天数小幅提升

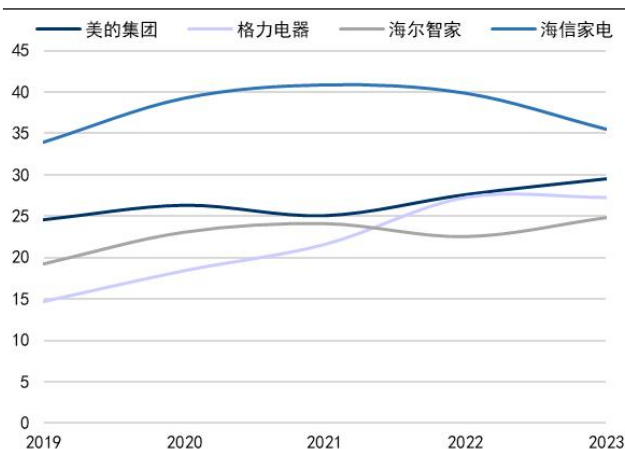
在可比公司中，公司存货周转天数相对较低，2021 年以来，随着外销 OBM 业务占比增加、海运时间延长及内销统仓统配，存货周转天数小幅增加。公司应收账款周转表现优异，2019-2023 年应收账款周转天数均不超过 30 天。

图96: 公司存货周转天数小幅提升（单位：天）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图97: 公司应收账款周转天数较低（单位：天）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

暖通空调：公司暖通空调业务包含家用空调及中央空调。2024 年我国空调出口高景气，内销在下半年以旧换新政策的带动下明显回暖，预计 2024 年该业务增长较快。2025 年我国以旧换新政策延续，预计内销增长稳健，外销在新兴市场带动下延续增势，增速有所放缓。预计公司暖通空调业务 2024-2026 年收入增速分别为 11.5%/7.0%/6.0%。毛利率方面，2024 年内销受到以旧换新的结构性拉动和外销

自有品牌业务占比提升，预计毛利率有所提升，之后保持稳定，预计 2024-2026 年毛利率分别为 27.0%/27.0%/27.0%。

消费电器：公司消费电器业务包含冰箱、洗衣机、厨房电器及其它小家电。消费电器内销在国补政策的带动下，预计有望保持个位数增长；外销在 2024 年景气度较高，预计随后增速逐步放缓。预计 2024-2026 年公司消费电器收入分别增长 10%/9%/8%。毛利率方面，2024 年内销受到以旧换新的结构性拉动和汇率利好，预计毛利率有所提升，后续保持稳定，预计 2024-2026 年毛利率分别为 33.9%/33.9%/33.9%。

机器人、自动化系统及其他制造业：该业务主要为库卡机器人与自动化板块。2024 年受到汽车上游开支减少影响，预计该业务增速明显放缓，但随着公司逐步加大上游核心零部件的研产和强化在国内的布局，预计后续增速有望回升。预计 2024-2026 年收入增速分别为 5%/8%/8%。毛利率方面，假设该业务毛利率保持 2023 年水平，2024-2026 年均为 23.7%。

其他业务：该业务主要为智能供应链、家电原材料销售、批发及加工业务，以及吸收存款、同业拆借、消费信贷、买方信贷及融资租赁等金融业务。预计整体保持稳健增长，规模小幅扩张，预计 2024-2026 年收入增速分别为 4%/3%/3%。毛利率方面，预计 2024 年该业务毛利率相对稳定，2025 年受原材料价格下降影响，毛利率小幅提升，此后稳定。预计 2024-2026 年毛利率分别为 14.2%/14.5%/14.5%。

表14: 美的集团业务拆分

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
暖通空调业务						
收入 (亿元)	1,418.8	1,506.3	1,611.1	1,796.4	1,922.1	2,037.5
增速	17.0%	6.2%	7.0%	11.5%	7.0%	6.0%
毛利 (亿元)	298.7	344.0	412.0	484.5	518.4	549.5
毛利率	21.1%	22.8%	25.6%	27.0%	27.0%	27.0%
消费电器业务						
收入 (亿元)	1,318.7	1,252.8	1,346.9	1,481.6	1,615.0	1,744.1
增速	15.8%	-5.0%	7.5%	10.0%	9.0%	8.0%
毛利 (亿元)	365.9	378.4	444.5	502.3	547.5	591.3
毛利率	27.7%	30.2%	33.0%	33.9%	33.9%	33.9%
机器人、自动化系统及其他制造业						
收入 (亿元)	272.8	299.3	372.6	391.2	422.5	456.3
增速	26.4%	9.7%	24.5%	5.0%	8.0%	8.0%
毛利 (亿元)	59.3	62.6	88.3	92.8	100.2	108.2
毛利率	21.7%	20.9%	23.7%	23.7%	23.7%	23.7%
其他业务						
收入 (亿元)	423.3	398.6	406.5	422.8	435.4	448.5
增速	45.9%	-5.8%	2.0%	4.0%	3.0%	3.0%
毛利 (亿元)	64.5	66.7	57.4	60.0	63.1	65.0
毛利率	15.2%	16.7%	14.1%	14.2%	14.5%	14.5%
合计						
总营收 (亿元)	3,433.6	3,457.1	3,737.1	4,092.0	4,395.0	4,686.4
增速	20.2%	0.7%	8.1%	9.5%	7.4%	6.6%
毛利 (亿元)	788.3	851.7	1,002.3	1,139.6	1,229.3	1,314.1
毛利率	23.0%	24.6%	26.8%	27.9%	28.0%	28.0%

资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理和预测

综上所述，预计美的集团 2024-2026 年营收 4092.0/4395.0/4686.4 亿元，同比 +9.5%/+7.4%/+6.6%，毛利率为 27.9%/28.0%/28.0%。

费用及其他收益假设：

销售费用：近年来公司加大海外 OBM 业务发展，2023 年销售费用率明显提升，预计 2024 年销售费用率延续提升趋势，2025 年后小幅回落。假设 2024-2026 年销售费用率分别为 9.9%/9.8%/9.7%。

管理费用：公司管理费用率近三年小幅上升，预计未来三年保持稳定并小幅回落。假设 2024-2026 年管理费用率分别为 3.6%/3.6%/3.5%。

研发费用：公司近几年研发费用率小幅上升，预计后续维持在较高水平，假设 2024-2026 年研发费用率保持在 3.9%的水平。

财务费用：公司每年利息收入等较多，随着公司 2024 年港股上市，预计利息收入有所增加，2024-2026 年假设财务费用率分别为-0.96%/-1.01%/-1.03%。

未来 3 年业绩预测

表15：未来 3 年盈利预测表

亿元	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	3737	4092	4395	4686
营业成本	2735	2952	3166	3372
销售费用	349	405	431	455
管理费用	135	155	166	171
研发费用	146	160	171	183
财务费用	-33	-39	-45	-48
营业利润	403	454	500	552
利润总额	403	456	502	553
归属于母公司净利润	337	386	424	466
EPS	4.80	5.03	5.54	6.09
ROE	21%	18%	19%	19%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件，我们得到公司 2024-2026 年营收为 4092.0/4395.0/4686.4 亿元，归属母公司净利润 385.6/424.1/466.4 亿元，利润年增速分别为 14.3%/10.0%/10.0%；每股收益分别为 5.03/5.54/6.09 元。

盈利预测的敏感性分析

盈利随市场份额及三项费用率变化的敏感性分析（双因素敏感性分析）

以营收/全球家电规模计算，2023 年美的集团份额为 6.6%，位列首位。全球家电份额的变化和三项费用率对公司未来盈利影响较大，故假设在不同市占率及三费情况下，对公司 2024 年 EPS 的变化做敏感性分析，结果如下：

表16：EPS 随市场份额和三项费用率变化的敏感性分析（元）

EPS (2024E)		全球家电收入份额				
		6.4%	6.5%	6.6%	6.7%	6.8%
三项费用率变化	15.5%	5.29	5.36	5.44	5.52	5.60
	15.8%	5.16	5.23	5.31	5.38	5.46
	16.1%	5.02	5.10	5.17	5.24	5.32
	16.4%	4.89	4.96	5.03	5.11	5.18
	16.7%	4.76	4.83	4.90	4.97	5.04
	17.0%	4.63	4.70	4.76	4.83	4.90

	17.3%	4.50	4.56	4.63	4.69	4.76
--	-------	------	------	------	------	------

资料来源：国信证券经济研究所分析

盈利预测情景分析

我们采用中性、谨慎和乐观情境下公司的利润水平，其中主要变量为收入增速、毛利率和费用率。在收入增速和盈利能力调整的情况下，公司业绩的敏感性主要体现在 2023 年的利润增速上，若收入、毛利率整体处于乐观/谨慎情况下（收入增速提升/下降 5pct、毛利率提升/下降 0.5pct、费用率下降/提升 0.5pct），2023-2026 年净利润复合增速分别为 19.5%和 3.5%（中性情况下复合增速 11.4%），利润增速波动幅度约为 16.1pct。

表17：情景分析（乐观、中性、悲观）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
乐观预测					
营业收入(百万元)	345,709	373,710	427,881	480,966	536,902
(+/-%)	0.7%	8.1%	14.5%	12.4%	11.6%
净利润(百万元)	29554	33720	43806	50254	57599
(+/-%)	3.4%	14.1%	29.9%	14.7%	14.6%
摊薄 EPS	4.22	4.80	5.72	6.56	7.52
中性预测					
营业收入(百万元)	345,709	373,710	409,196	439,503	468,641
(+/-%)	0.7%	8.1%	9.5%	7.4%	6.6%
净利润(百万元)	29554	33720	38557	42415	46635
(+/-%)	3.4%	14.1%	14.3%	10.0%	10.0%
摊薄 EPS(元)	4.22	4.80	5.03	5.54	6.09
悲观的预测					
营业收入(百万元)	345,709	373,710	390,510	399,908	406,426
(+/-%)	0.7%	8.1%	4.5%	2.4%	1.6%
净利润(百万元)	29554	33720	33622	35427	37332
(+/-%)	3.4%	14.1%	-0.3%	5.4%	5.4%
摊薄 EPS	4.22	4.80	4.39	4.63	4.88
总股本(百万股)	6,997	7,026	7,658	7,658	7,658

资料来源：国信证券经济研究所整理和预测

估值与投资建议

公司股票合理估值区间在 81.82-93.25 元, 维持优于大市评级。

考虑公司的业务特点, 我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值: 81.82-108.87 元

未来 10 年估值假设条件见下表:

表18: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
营业收入增长率	0.68%	8.10%	9.50%	7.41%	6.63%	6.00%	5.00%	4.00%	4.00%	3.00%	3.00%	3.00%
营业成本/营业收入	75.36%	73.18%	72.15%	72.03%	71.96%	71.96%	71.89%	71.82%	71.74%	71.67%	71.60%	71.53%
管理费用/营业收入	3.35%	3.61%	3.60%	3.60%	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%
研发费用/营业收入	3.65%	3.90%	3.90%	3.90%	3.90%	3.90%	3.90%	3.90%	3.90%	3.90%	3.90%	3.90%
销售费用/销售收入	8.31%	9.33%	9.90%	9.80%	9.70%	9.70%	9.70%	9.70%	9.70%	9.70%	9.70%	9.70%
营业税及附加/营业收入	0.45%	0.49%	0.47%	0.47%	0.47%	0.47%	0.47%	0.47%	0.47%	0.47%	0.47%	0.47%
所得税税率	14.72%	16.22%	15.30%	15.41%	15.64%	16.00%	17.00%	19.00%	21.00%	23.00%	25.00%	25.00%
股利分配比率	46.49%	58.26%	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%	70.00%	70.00%	70.00%	70.00%	70.00%	70.00%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

表19: 资本成本假设

无杠杆 Beta	0.82	T	15.30%
无风险利率	2.50%	Ka	7.83%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	0.87
公司股价 (元)	73.28	Ke	8.14%
发行在外股数 (百万)	7658	E/(D+E)	93.55%
股票市值 (E, 百万元)	561161	D/(D+E)	6.45%
债务总额 (D, 百万元)	38695	WACC	7.91%
Kd	5.30%	永续增长率 (10年后)	2.0%

资料来源: wind, 国信证券经济研究所假设

注: 无杠杆 Beta 选取申万家电分类下前 10 大市值公司近 100 周的平均 Beta

根据以上主要假设条件, 采用 FCFF 估值方法, 得出公司价值区间为 81.82-108.87 元。从估值方法特征来看, 以 DCF、FCFF 为代表的绝对估值适用于连续盈利、商业模式较为稳定的公司。

表20: 美的集团 FCFF 估值表

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	TV
EBIT	40,103	44,091	48,332	51,277	54,252	56,842	59,551	61,776	64,080	66,466	
所得税税率	15.3%	15.4%	15.6%	16.0%	17.0%	19.0%	21.0%	23.0%	25.0%	25.0%	
EBIT*(1-所得税税率)	33,967	37,295	40,772	43,072	45,030	46,042	47,045	47,568	48,060	49,850	
折旧与摊销	4,210	4,757	5,190	5,635	6,086	6,537	6,988	7,438	7,888	8,337	
营运资金的净变动	(5,390)	4,672	4,157	107	2,848	1,785	1,106	1,377	1,153	1,092	
资本性投资	(6,831)	(6,832)	(6,659)	(6,774)	(6,755)	(6,729)	(6,753)	(6,746)	(6,743)	(6,747)	
FCFF	25,957	39,892	43,459	42,041	47,208	47,635	48,386	49,637	50,359	52,532	907,297
PV (FCFF)	24,055	34,261	34,590	31,010	32,270	30,176	28,406	27,006	25,391	24,546	423,941
核心企业价值	715,650										
减: 净债务	2,570										
股票价值	713,080										
每股价值	93.12										

资料来源：国信证券经济研究所预测

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表21：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		6.9%	7.4%	7.91%	8.4%	8.9%
永续 增长 率变 化	3.0%	132.48	117.21	105.06	95.15	86.92
	2.5%	121.55	108.87	98.54	89.95	82.72
	2.0%	112.85	102.07	93.12	85.57	79.12
	1.5%	105.76	96.42	88.55	81.82	76.01
	1.0%	99.87	91.66	84.64	78.58	73.29

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：73.28-93.25 元

主业为空调、冰箱、洗衣机且规模较大的头部家电企业有海尔智家、格力电器、海信家电，选择作为美的集团的可比公司；考虑到公司空调业务在海外的规模较大，且公司在港股上市、外资持续比例较高，额外选择全球空调龙头大金工业作为可比公司。2024 年行业平均 PE 为 12.8 倍，公司当前估值略高于行业。

但考虑到公司海外 OBM 业务增长动能强劲，2B 业务未来增长空间广阔、对应估值相对更高，同样全球布局充分的龙头企业如海尔智家、大金工业等估值也存在一定的溢价。考虑到公司作为全球家电龙头，业绩增长稳健，盈利质量优异，参考大金工业的 PEG 水平，按 PEG=1.3-1.6 估值较为合理，对应 2024 年 14.6-18.5 倍，对应股价区间为 73.28-93.25 元。

表22：美的集团与可比公司估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				2023-2026 年复合增速	PE				PEG (2024E)
					2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E	
600690.SH	海尔智家	优于大市	26.74	2,509	166	191	216	241	13.2%	15.1	13.1	11.6	10.4	1.0
000651.SZ	格力电器	优于大市	43.76	2,451	290	317	343	369	8.4%	8.4	7.7	7.2	6.6	0.9
000921.SZ	海信家电	优于大市	29.89	414	28	33	38	43	14.8%	14.6	12.4	10.9	9.7	0.8
6367.T	大金工业	无评级	16,195.00	47,470	2603	2681	3024	3552	10.9%	18.2	17.7	15.7	13.4	1.6
	平均值									14.1	12.8	11.3	10.0	1.1
000333.SZ	美的集团	优于大市	73.28	5,612	337	386	424	466	11.4%	16.6	14.6	13.2	12.0	1.3

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理和预测

注：海尔智家、格力电器、海信家电、大金工业盈利预测取自 wind 一致预测，大金工业的货币单位为日元，其他为人民币；股价截至日期为 2025 年 2 月 12 日

投资建议

综合上述几个方面的估值，我们认为公司股票合理估值区间在 81.82-93.25 元之间，对应 2024 年估值为 16.3-18.5 倍，相较于公司 2 月 12 日收盘价存在 11%-26% 的溢价空间。公司在家电多元化的发展过程中，形成了内外强大的竞争优势，内

部治理机制和激励体系完善，管理层灵活应变、团队经营活力强，在技术研发、生产制造、渠道体系、品牌影响力等诸多方面构建起领先优势，成为全球家电龙头。未来公司在家电内外销、2B 业务等方面仍有较大的增长潜力，经过对各板块拆分和测算，我们预计家电内外销、2B 业务有望为公司带来 50%-100%的中远期潜在成长空间，助力公司的持续发展，维持“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 81.82-93.25 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.5%、风险溢价 6.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取了与公司业务相同或相近的国内白电龙头如海尔智家、格力电器、海信家电、大金工业等的相对估值指标进行比较，同时考虑公司的龙头地位和成长性，选择海外空调龙头大金工业的 PEG 水平作为上限，最终给予公司 2024 年 16-19 倍 PE 估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入增长 9.5%/7.4%/6.6%，可能存在对全球家电需求表现预测偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利率分别为 27.9%/28.0%/28.0%，保持小幅稳健提升，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年销售费用率及管理费用率维持小幅下降趋势，可能存在对公司费用率估计偏低，从而高估未来 3 年业绩的风险。

经营风险

宏观经济增速放缓导致市场需求下降的风险：公司销售的家用电器、暖通空调及工业机器人等产品，其市场需求受经济形势和宏观调控的影响较大，如果全球经济出现重大波动，国内外宏观经济或消费需求增长出现放缓趋势，则公司所处的相关市场增长也将随之减速，从而对于美的产品销售造成影响。

行业竞争加剧导致的价格战风险：白电行业充分竞争、产品同质化较高，近年来行业集中呈现提升态势，但个别子行业因供需失衡形成的行业库存规模增加可能会导致价格战等风险。此外，由于技术飞速发展、行业人才匮乏、产品寿命周期缩短及易于模仿，越来越难以获益。新的产品、服务和技术通常伴随着较高的售价，同时公司不得不在研发上投入更多。

原材料价格波动的风险：公司家用电器及核心部件产品的主要原材料为各种

等级的铜材、钢材、塑料和铝材等，且家电制造属于劳动密集型行业，若原材料价格出现较大增长，或因宏观经济环境变化和政策调整使得劳动力、水、电、土地等生产要素成本出现较大波动，而精益生产与效率提升带来的成本下降及终端产品的整体销售价格不能够完全消化成本波动影响，将会对公司的经营业绩产生一定影响。

海外业务运营风险：国际化与全球运营是公司的长期战略目标，公司已在全球多个国家建立合资生产制造基地，公司的海外布局与新产业拓展日益深入，但全球资产配置可能面临着资源整合与协同效应不达预期的风险，海外市场拓展可能面临当地政治经济局势是否稳定、法律体系和监管制度是否发生重大变化、生产成本是否大幅上升等无法预期的风险。

汇率波动风险：随着公司海外布局的深入，公司外销收入已占公司整体收入的40%以上，若汇率大幅波动，不仅可能对公司产品的海外业务带来不利影响，同时可能造成公司汇兑损失，增加财务成本。

关税及贸易壁垒风险：由于“逆全球化”思潮再次兴起和贸易保护主义日趋严重，在2023年中国的出口面临着更多不确定及不稳定的因素。部分核心市场的贸易壁垒和摩擦，影响短期出口业务和中长期市场规划和投入。贸易中的政治和合规风险加剧，主要表现为各种强制的安全认证、国际标准要求、产品质量及其管理体系的认证要求、节能要求及日趋严格的环保要求与废旧家电的回收等要求，及某些国家、地区实施的反倾销措施引起的贸易摩擦，加重了家电企业的经营成本，对企业的市场规划和业务拓展带来新的挑战。

财务风险

应收账款风险：公司2024Q3末应收账款账面价值为434亿元，占总资产的比例为7.7%。如果宏观经济形势及行业发展前景发生重大不利变化或个别客户经营状况发生困难，则公司存在因应收账款难以收回而产生坏账的风险。

存货跌价风险：公司2024Q3末存货账面价值为428亿元，占当期总资产的比例为7.5%。若未来市场环境发生变化或竞争加剧导致产品滞销、存货积压等情况，将造成公司存货跌价损失增加，对公司的盈利能力产生不利影响。

商誉减值风险：公司此前收购库卡等产生一定的商誉，2024Q3末商誉总额为307亿元、占总资产的5.4%，若被收购业务表现不及预期，存在商誉减值风险。

政策风险

家电行业与消费品市场、房地产市场密切相关，宏观经济政策、消费投资政策、房地产政策以及相关的法律法规的变动，都将对产品需求造成影响，进而影响公司产品销售。若后续家电以旧换新政策力度等不及预期，或拖累公司的业绩表现。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	55270	81674	86799	103906	127907	营业收入	345709	373710	409196	439503	468641
应收款项	35207	40589	43058	46247	49842	营业成本	260539	273481	295235	316576	337234
存货净额	46045	47339	52225	56070	59483	营业税金及附加	1566	1817	1920	2063	2199
其他流动资产	83739	99168	98157	109504	117847	销售费用	28716	34881	40510	43071	45458
流动资产合计	261099	281321	294045	328843	368195	管理费用	11583	13477	15469	16560	17141
固定资产	29927	35619	38294	40479	42338	研发费用	12619	14583	15959	17141	18277
无形资产及其他	16909	18458	17719	16981	16243	财务费用	(3387)	(3262)	(3944)	(4456)	(4849)
投资性房地产	109431	145664	145664	145664	145664	投资收益	208	464	586	525	555
长期股权投资	5189	4976	5126	5226	5326	资产减值及公允价值变动	(785)	(666)	(600)	(604)	(323)
资产总计	422555	486038	500849	537194	577765	其他收入	1265	1788	1327	1557	1757
短期借款及交易性金融负债	12410	23277	23339	19675	22097	营业利润	34763	40317	45359	50024	55171
应付款项	89806	94238	103795	110797	118057	营业外净收支	193	(40)	196	156	154
其他流动负债	104126	133731	125044	141071	153293	利润总额	34956	40277	45555	50181	55325
流动负债合计	206342	251246	252178	271544	293447	所得税费用	5146	6532	6970	7734	8655
长期借款及应付债券	53850	49357	15357	15357	15357	少数股东损益	257	25	29	32	35
其他长期负债	10440	11136	11136	11136	11136	归属于母公司净利润	29554	33720	38557	42415	46635
长期负债合计	64290	60493	26493	26493	26493	现金流量表（百万元）					
负债合计	270631	311739	278671	298037	319940	净利润	29554	33720	38557	42415	46635
少数股东权益	8989	11421	11432	11445	11459	资产减值准备	50	(94)	83	25	26
股东权益	142935	162879	210746	227712	246366	折旧摊销	6508	7349	4210	4757	5190
负债和股东权益总计	422555	486038	500849	537194	577765	公允价值变动损失	785	666	600	604	323
关键财务与估值指标						财务费用	(3387)	(3262)	(3944)	(4456)	(4849)
每股收益	4.22	4.80	5.03	5.54	6.09	营运资本变动	(25233)	(23698)	(5390)	4672	4157
每股红利	1.96	2.80	3.02	3.32	3.65	其它	87	104	(72)	(12)	(12)
每股净资产	20.43	23.18	27.52	29.74	32.17	经营活动现金流	11750	18048	37989	52461	56319
ROIC	18%	16%	17%	19%	21%	资本开支	0	(12281)	(6831)	(6832)	(6659)
ROE	21%	21%	18%	19%	19%	其它投资现金流	(15107)	28287	(1255)	690	0
毛利率	25%	27%	28%	28%	28%	投资活动现金流	(16499)	16218	(8236)	(6242)	(6759)
EBIT Margin	9%	9%	10%	10%	10%	权益性融资	288	2358	32445	0	0
EBITDA Margin	11%	11%	11%	11%	11%	负债净变化	30952	(4547)	(34000)	0	0
收入增长	1%	8%	9%	7%	7%	支付股利、利息	(13740)	(19644)	(23134)	(25449)	(27981)
净利润增长率	3%	14%	14%	10%	10%	其它融资现金流	(46569)	38162	62	(3663)	2422
资产负债率	66%	66%	58%	58%	57%	融资活动现金流	(11857)	(7862)	(24627)	(29112)	(25559)
股息率	2.7%	3.8%	4.5%	4.9%	5.4%	现金净变动	(16605)	26404	5126	17106	24001
P/E	17.4	15.3	14.6	13.2	12.0	货币资金的期初余额	71876	55270	81674	86799	103906
P/B	3.6	3.2	2.7	2.5	2.3	货币资金的期末余额	55270	81674	86799	103906	127907
EV/EBITDA	21.1	19.3	19.0	17.6	16.5	企业自由现金流		1088	25957	39892	43459
						权益自由现金流		34703	(4641)	39998	49972

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032