

# 经营稳健回报充裕 白电龙头配置价值凸显

## 核心观点

我们预计美的集团 Q2 经营继续维持强势。公司在国内市场竞争加剧的背景下，借助国补红利与供应链多品牌优势实现份额扩张，彰显龙头深厚底蕴。海外端 OBM 业务加速成长，有效对冲北美关税冲击。另一方面，公司当前估值仅反应消费品属性，持续成长的 B 端业务并未给予充分定价。综合考虑公司持续的高分红和回购注销带来的资金回报，建议关注白电龙头当前时点的优质配置价值。

## 简评

### 一、内外销稳健增长，Q2 业绩预期无虞

**内销端-市场景气+份额提升。**白电市场在以旧换新补贴政策催化下整体实现较好增长，但同时市场竞争也逐步加剧，对企业经营能力形成较强考验。美的凭借领先的产业链一体化能力，叠加东芝/comlo-美的-华凌高中低全覆盖品牌矩阵整体实现良好增长。

奥维云网数据显示，美的集团 Q2 线上空冰洗零售额分别增长 52%/4%/32%，份额分别提升 2.7/2.2/0.8pct，线下空冰洗零售额分别增长 40%/15%/10%，份额分别提升 1.6/1.1/0.7pct。

### 重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	372,037.28	407,149.60	442,368.04	479,792.38	517,648.00
YoY(%)	8.18	9.44	8.65	8.46	7.89
净利润(百万元)	33,719.94	38,537.24	43,476.28	48,449.30	53,775.73
YoY(%)	14.10	14.29	12.82	11.44	10.99
毛利率(%)	26.49	26.42	27.10	27.40	27.80
销售净利率(%)	9.06	9.47	9.83	10.10	10.39
ROE(%)	20.70	17.78	18.61	19.19	19.66
EPS(摊薄/元)	4.39	5.02	5.67	6.31	7.01
P/E(倍)	15.97	13.98	12.39	11.12	10.02
P/B(倍)	3.31	2.49	2.31	2.13	1.97

资料来源: iFinD, 中信建投证券

## 美的集团 (000333.SZ)

维持

买入

马王杰

mawangjie@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521070002

翟延杰

zhaiyanjie@csc.com.cn

010-56135260

SAC 编号:S1440521080002

发布日期: 2025 年 08 月 01 日

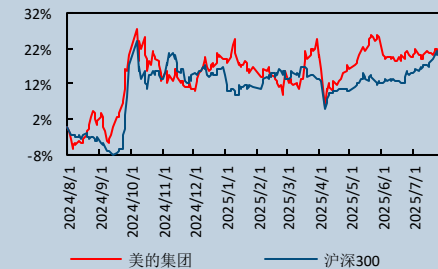
当前股价: 70.19 元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	-2.89/-7.24	-5.40/-14.12	14.95/-9.15
12 月最高/最低价 (元)			80.19/59.92
总股本 (万股)			767,449.41
流通 A 股 (万股)			692,417.46
总市值 (亿元)			5,381.30
流通市值 (亿元)			4,860.08
近 3 月日均成交量 (万)			2824.95
主要股东			
美的控股有限公司			28.27%

### 股价表现



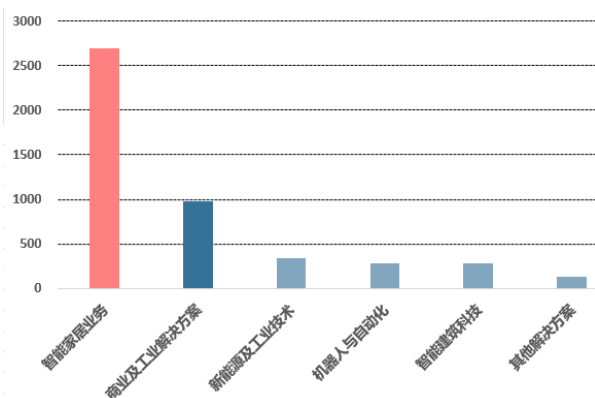
另一方面，公司主业空调业务受益于炎夏，收入端得到有力提振。受到西风带暖脊与副热带高压带北移影响，6月以来华北、东北迎来历史性的高温，尤其是东北地区空调订单量激增，库存清空需要从其他区域发货，北方地区空调渗透率整体提升。受高温带动，Q2 空调行业零售额整体增长 31.29%，美的作为行业龙头预计将充分受益。

**外销端-OBM发力+ODM出货优于预期。** 尽管4月以来美国关税政策变动对行业出口造成较大扰动，但公司依托与下游客户的深度合作关系，已提前备货满足北美市场季度需求。OBM 业务在新兴市场加速拓展，带动整体外销维持强势增长。近年美的系自有品牌在多个国家和多个家电品类均取得市场突破，如美的系冰箱产品在马来西亚、沙特、智利等国家取得市场份额第一，在越南、泰国等国家提升至市场份额第二；洗衣机产品在马来西亚和沙特的市场份额分别达到第一和第二；家用空调产品在巴西、埃及的市场份额连续多年位居第一。

## 二、美的估值体系主要反映消费业务，B 端业务存在低估

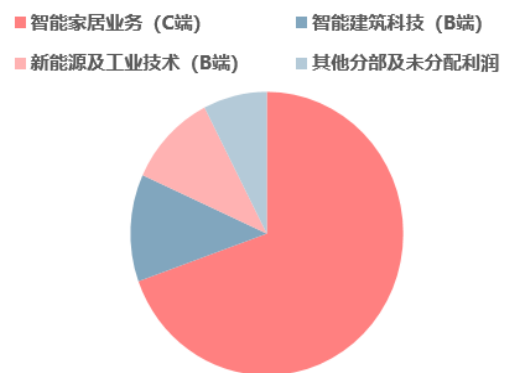
公司 B 端业务近年维持高速增长态势，25Q1 整体收入同比增长 25.3%，显著高于智能家居业务的 17.4%，系公司增长主要引擎。1) 能源解决方案与工业技术：营收达到 111 亿元（增长 45%），威灵汽车部件墨西哥生产基地投产。2) 智能建筑技术：99 亿元人民币（增长 20%），完成对 Arbonia 气候控制业务部门和东芝电梯中国公司的收购。3) 机器人与自动化：73 亿元人民币（增长 9%），库卡中国订单增长超过 35%，并拿下超 5000 万欧元的欧洲项目。

图 1：2024 年美的集团 C 端、B 端业务收入拆分



资料来源：公司公告 中信建投

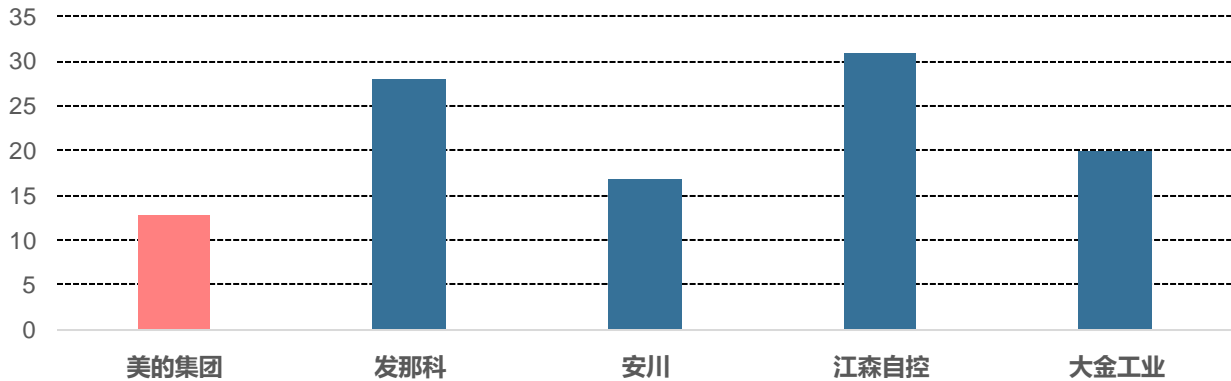
图 2：2024 年美的集团 C 端、B 端业务利润拆分



资料来源：公司公告 中信建投

目前美的整体估值为 12 倍左右，仅仅反应其消费品板块的估值。由于美的 B 端业务中机器人业务净利率较低，并没有在 PE 估值中得到充分体现。作为全球机器人四大家之一的库卡，在机器人领域深耕多年，未来美的也将在工业和服务机器人不断发力，后续随着利润率提升，该部分业务估值将被体现（公司也在港股招股书明确提过拆分计划）。发那科、安川估值都在 25 倍 PE 左右，智能楼宇业务参考海外的江森自控、大金等公司，估值均在 20-30 倍左右。

图 3：美的与 B 端业务可比公司静态 PE 对比（2025 年 7 月 31 日）

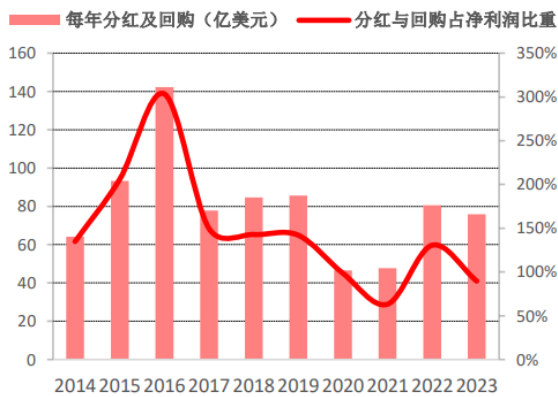


资料来源：WIND 中信建投

### 三、分红和回购能力构筑优良资金回报

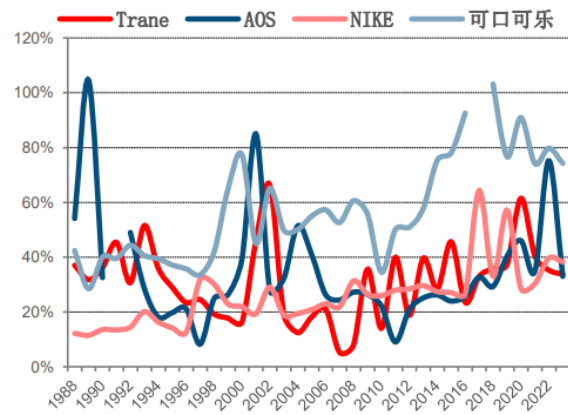
回顾海外的消费品公司发展,诸多公司进入到业绩增长放缓阶段,通过不断地回购股票并且注销,提升 EPS,使得股东层面获得良好的回报。例如麦当劳自 2010 年起持续大规模回购股票,2010-2019 年累计回购超 500 亿美元,截至 2024 年底,其总股本从 2013 年的约 11.5 亿股缩减至 7.15 亿股,十年间减少 38%。

图 4：2014-2023 年麦当劳分红回购占净利润比例较高



资料来源：公司公告 中信建投

图 5：2010 年来海外消费品公司分红率整体上行



资料来源：公司公告 中信建投

美的一方面仍有良好的增长预期,另一方面,即使按照悲观的假设后续增速放缓,我们认为美的账面丰厚的资金有充分的能力去保障股东 EPS 提升。2025 年美的推出了其回购计划,明确超 70%以上的回购部分将注销。截止 7 月 31 日,今年已经累计回购超 36 亿,美的 24 年分红比例接近 70%。

**表 1：2025 年美的集团回购计划与执行情况**

公告	15-30 亿 A 股回购方案	50-100 亿 A 股回购方案
回购资金来源	公司自有资金或自筹资金	公司自有资金及/或股票回购专项贷款
回购价格	不超过 100 元/股	不超过 100 元/股
回购用途	实施股权激励计划及/或员工持股计划	注销并减少注册资本（70%以上）及实施股权激励计划及/或员工持股计划
回购期限	12 个月内	12 个月内
回购进度 (截至 7 月 31 日)	20,564,598 股 (91.40%)	29,543,941 股 (39.39%)
支付金额 (亿元)	15.1	21.27
成交价区间 (元/股)	69.50-80.44	69.91-73.59

资料来源：公司年报 中信建投

**投资建议：**美的依托长期的耕耘积累，在国内各品类家电市场份额领先，凭借持续的全球资源配置与产业投入，叠加领先的制造水平加持，全球份额持续突破。我们预计 2025-2027 年公司营业收入分别为 4424/4798/5176 亿，增速分别为 8.7%、8.5%、7.9%；归母净利润分别为 434.8/484.5/537.8 亿元，增速分别为 12.8%、11.4%、11.0%，对应 PE 为 12.4X、11.1X、10.0X，维持“买入”评级。

## 风险分析

- 1) 宏观经济波动风险：全球经济发展持续受地缘政治冲突及通胀压力等不确定性因素影响。若宏观经济持续承压导致居民可支配收入增速放缓，将抑制大众对家电的消费需求。
- 2) 市场竞争加剧：弱市场环境下，行业竞争更为激烈，公司存在份额丢失及低价竞争拖累盈利的风险。
- 3) 原材料价格波动风险：上游资源品供需格局发生异动，将直接传导至产品制造成本。同时，全球供应链重构背景下，国际海运运价波动、区域性劳动力成本刚性上升，可能形成多环节成本叠加效应，导致公司盈利空间持续承压。
- 4) 汇率波动风险：当汇率出现单边大幅波动时，可能引发销售价格与原料采购、本地化运营成本的倒挂风险。尤其在新兴市场本币贬值情境下，将削弱出口产品价格竞争力，挤压海外业务毛利率。
- 5) 全球贸易环境复杂风险：部分国家为强化本土产业保护，通过加征特别关税、强制本地化采购要求等手段构筑贸易壁垒。此类政策直接推高公司产品合规认证成本与关税负担，并可能导致公司区域性市场份额的阶段性流失。

## 分析师介绍

### 马王杰

中信建投证券家电和农业行业首席分析师，上海交通大学管理学硕士。研究扎实，观点鲜明。家电领域重点覆盖白电、黑电、小家电、清洁电器、两轮车、摩托车、电动园林工具。曾获上证报最佳分析师，Wind 金牌金牌分析师，新浪金麒麟菁英分析师等

### 翟延杰

家用电器行业研究员，北京大学金融硕士，专注于白色家电、厨电及小家电新消费等产业链研究。

**评级说明**

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6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指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

**分析师声明**

本报告署名分析师在此声明: (i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

**法律主体说明**

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

**一般性声明**

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

**中信建投证券研究发展部**

北京  
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层  
 电话: (8610) 56135088  
 联系人: 李祉瑶  
 邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室  
 电话: (8621) 6882-1600  
 联系人: 翁起帆  
 邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼  
 电话: (86755) 8252-1369  
 联系人: 曹莹  
 邮箱: caoying@csc.com.cn

**中信建投(国际)**

香港  
 中环交易广场2期18楼  
 电话: (852) 3465-5600  
 联系人: 刘泓麟  
 邮箱: charleneliu@csci.hk