



智慧家居全面发展，ToB 业务多方突破

2025 年 08 月 30 日

核心观点

- 公司发布 2025 年中期报告:** 1) 2025H1 营业收入 2511.2 亿元, 同比+15.6%; 归母净利润 260.1 亿元, 同比+25.0%; 扣非后净利润 262.4 亿元, 同比+30.0%。2025Q1/Q2 营业收入分别同比+20.5%、+10.9%; 归母净利润分别同比+38.0%、+15.1%。超市场预期。2025 收入增速放缓, 主要是智能家居海外业务受美国关税影响, 增速放缓。2) 中期分红 0.5 元/股; 上半年公司推出两项 A 股股份回购计划, “50-100 亿回购方案” 回购股份将超过 70% 股份用于注销; “15-30 亿 A 股回购方案” 用于实施股权激励计划及/或员工持股计划。3) 公司副总裁王建国先生升任公司执行总裁。
- 智能家居业务:** 1) 智能家居业务 1672 亿元, 同比+13.3%; 毛利率 28.5%, 同比下降 0.8pct。主要原因是 25Q2 空调内销市场阶段性价格竞争激烈, 性价比空调占比提升; 此外, 美国关税导致订单外迁过程中有效率损失。但公司通过运营效率提升, 智能家居业务营业利润率同比提升。2) 国内市场, 需求呈现 M 型增长。25H1 “COLMO+东芝” 双高端品牌整体零售额同比增长超过 60%; 华凌线上渠道销售额同比增长超过 25%。公司推动 DTC 变革, 聚焦零售能力, 公司高管转型企业家 IP, 展现出很强的应变能力。3) 海外市场, OBM 优先, 持续完善基础能力、服务体系。25H1, OBM 业务占智能家居业务海外收入 45% 以上。公司加速推进海外制造布局与全球供应链优化, 在泰国、印尼、越南、马来西亚、埃及、沙特等国家增加产能。
- ToB 业务突破:** 1) 商业及工业解决方案 645.4 亿元, 同比+20.8%; 其中新能源与工业技术、智能建筑科技、机器人与自动化收入 219.6 亿元、195.1 亿元、150.7 亿元, 分别同比+28.6%、+24.2%、+8.3%。ToB 业务, 海外增长快于国内。2) 智能建筑科技业务范畴包括暖通空调、电梯业务、楼宇智能化和能源管理。在中国中央空调下滑的市场背景下实现良好增长, 公司也是数据中心液冷产业链龙头。公司并购的瑞士 ARBONIA Climate 与意大利 Clivet 整合优势资源, 并购的东芝电梯 (中国) 着力打造城市标杆项目。3) 新能源与工业技术, 新能源业务快速发展, 其中子公司科陆电子 (002121.SZ) 收入、利润实现反转, 其印尼制造基地项目也取得显著进展。汽零业务保持发展势头, 2025 年正式启动汽车部件墨西哥制造基地项目, 近地化服务北美大客户。
- 如何看待当前市场担忧:** 1) 市场担忧下半年国补退坡, 海外美国关税负面影响。2) 虽然公司下半年增速会受上述因素影响, 增长放缓, 但依然能保持稳健增长。此外, 随着海外工厂的建设, 下半年海外业务增长将相比 25Q2 改善。3) 考虑公司的高分红率, 以及大规模回购股份注销计划, 公司分红收益率具备吸引力。此外, 公司 ToB 业务的不断壮大, 我们预计公司估值有提升空间。
- 投资建议:** 我们小幅上调盈利预测, 预计公司 2025-2027 年营业总收入分别为 4556/4882/5237 亿元, 分别同比+11.4%/+7.2%/+7.3%, 归母净利润 457/509/560 亿元, 分别同比+18.5%/+11.4%/+10%, EPS 分别为 5.95/6.63/7.29 元每股, 当前股价对应 12.4x/11.1x/10.1x P/E, 维持“推荐”评级。
- 风险提示:** 市场需求不及预期的风险、市场竞争加剧的风险。

美的集团 (股票代码: 000333)

推荐 维持评级

分析师

何伟

☎: 021-2025-7811

✉: hewei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130525010001

刘立思

✉: liulisi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130524070002

杨策

✉: yangce_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520050005

陆思源

✉: lusiyan_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130525060001

市场数据

2025 年 08 月 29 日

股票代码	000333
A 股收盘价(元)	73.71
上证指数	3,857.93
总股本(万股)	767,559
实际流通 A 股(万股)	692,527
流通 A 股市值(亿元)	5,105

相对沪深 300 表现图

2025 年 08 月 29 日



主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	409,084	455,615	488,208	523,709
收入增长率%	9.5	11.4	7.2	7.3
归母净利润(百万元)	38,537	45,669	50,866	55,969
利润增长率%	14.3	18.5	11.4	10.0
分红率%	69.3	70.0	70.0	70.0
毛利率%	26.4	27.0	27.3	27.6
摊薄 EPS(元)	5.02	5.95	6.63	7.29
PE	14.68	12.39	11.12	10.11

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

一、公司经营情况

(一) 公司业务拆分

25H1，公司实现营业收入 2511 亿元，同比+15.6%。其中，智能家居/新能源及工业技术/智能建筑科技/机器人与自动化分别实现 1672 / 220 / 195 / 151 亿元，分别同比+13.3% / +28.6% / +24.2% / +8.3%。

表1：公司营业收入分品类拆分

	2021	2022	2023	2024	2024H1	2024H2	2025H1
营业收入 (亿元)	3,412	3,439	3,720	4,071	2,173	1,899	2,511
智能家居	2,349	2,328	2,464	2,695	1,476	1,219	1,672
商业及工业解决方案	734	836	978	1,045	534	511	645
新能源及工业技术	201	216	279	336	171	165	220
智能建筑科技	197	228	259	285	157	128	195
机器人与自动化	253	277	311	287	139	148	151
其他	83	115	129	137	67	70	80
其他业务	329	275	279	331	163	168	194
营业收入 YOY	20.1%	0.8%	8.2%	9.4%	10%	8%	15.6%
智能家居	12.6%	-0.9%	5.8%	9.4%	11%	8%	13.3%
商业及工业解决方案	39.0%	14.0%	16.9%	6.9%			20.8%
新能源及工业技术	43.5%	7.5%	28.9%	20.6%	26%	16%	28.6%
智能建筑科技	54.8%	15.7%	13.8%	9.9%	6%	15%	24.2%
机器人与自动化	22.8%	9.6%	12.1%	-7.6%	-9%	-7%	8.3%
其他	51.4%	39.1%	12.2%	6.0%			18.8%
其他业务	44.8%	-16.6%	1.6%	18.7%	14%	24%	19.0%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

分部报告分品类拆分来看，25H1，智能家居业务/智能建筑科技/新能源及工业技术/其他分部及未分配金额的对外交易收入分别为 1833 / 191 / 256 / 243 亿元，分别同比+14.4% / +20.2% / +25.2% / +12.6%；分部营业利润率分别为 12.5% / 14.9% / 9.8% / 12.7%，分别同比+1.8 / -4.9 / -2.9 / +10 pct。

表2：公司分部报告拆分表（分品类）

	2023	2024	2024H1	2024H2	2025H1
对外交易收入 (百万元)	373,710	409,084	218,122	190,962	252,331
智能家居业务	266,977	295,231	160,215	135,016	183,335
智能建筑科技	26,352	28,835	15,896	12,939	19,112
新能源及工业技术	33,841	40,274	20,411	19,863	25,555
其他分部及未分配的金额	46,540	44,744	21,600	23,144	24,329
YOY		9.5%			15.7%
智能家居业务		10.6%			14.4%
智能建筑科技		9.4%			20.2%
新能源及工业技术		19.0%			25.2%
其他分部及未分配的金额		-3.9%			12.6%

分部营业利润率	10.4%	10.1%	10.7%	9.3%	12.4%
智能家居业务	10.4%	9.7%	10.7%	8.6%	12.5%
智能建筑科技	16.1%	17.5%	19.8%	14.7%	14.9%
新能源及工业技术	11.1%	11.0%	12.7%	9.1%	9.8%
其他分部及未分配的金额	5.9%	7.0%	2.7%	11.0%	12.7%

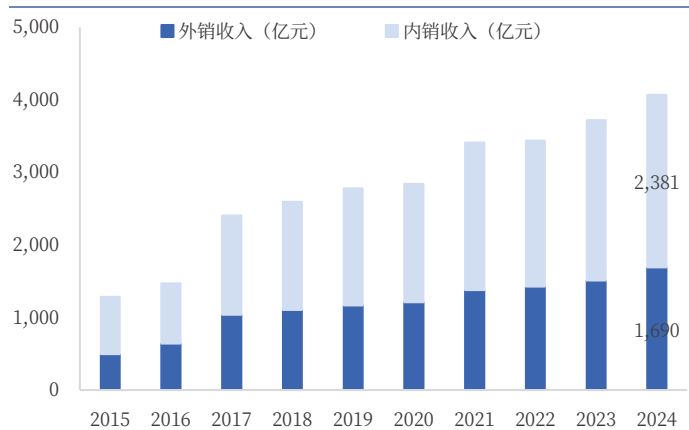
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

表3：公司主要品类在中国市场的份额及排名（按零售额）

	2024				2023			
	线下份额	排名	线上份额	排名	线下份额	排名	线上份额	排名
大家电								
家用空调	36%	1	33%	1	35%	1	35%	1
洗衣机	28%	2	39%	1	27%	2	38%	2
干衣机	31%	1	46%	1	24%	2	41%	1
冰箱	17%	2	22%	2	15%	2	19%	2
电热水器	22%	3	27%	2	22%	3	30%	2
洗碗机	12%	4	23%	1	14%	4	23%	1
油烟机	5%	4	10%	4	8%	3	12%	3
小家电								
微波炉	63%	1	51%	1	62%	1	52%	1
电烤箱	45%	1	27%	1	49%	1	26%	1
电磁炉	44%	1	55%	1	47%	1	55%	1
电暖器	43%	1	23%	1	44%	1	23%	1
电风扇	41%	1	29%	1	44%	1	23%	1
电水壶	36%	1	30%	1	42%	1	26%	1
空气炸锅	35%	1	25%	1	32%	1	21%	1
饮水机	25%	1	14%	3	26%	1	14%	3
电压力锅	38%	2	36%	2	41%	2	39%	2
电饭煲	37%	2	27%	2	39%	1	27%	2
净水器	18%	2	23%	1	18%	2	18%	1

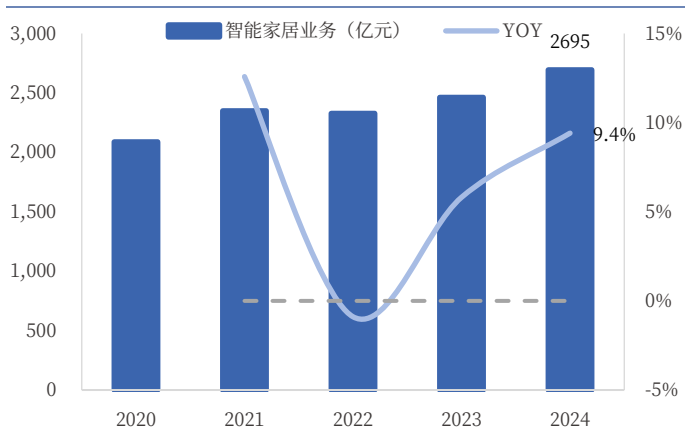
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图1: 公司年度营业收入 (按内外销)



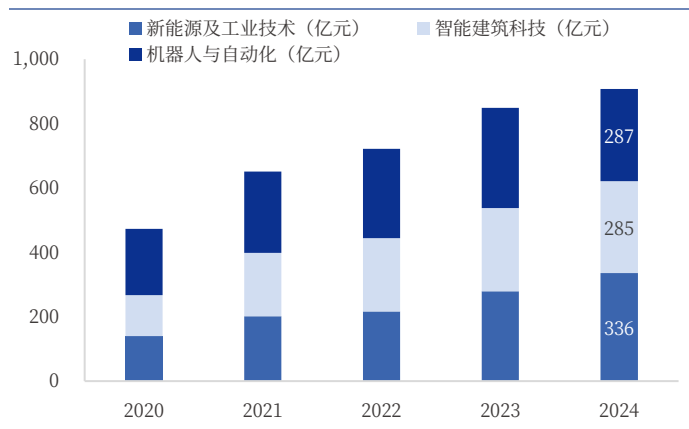
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图2: 公司智能家居业务收入



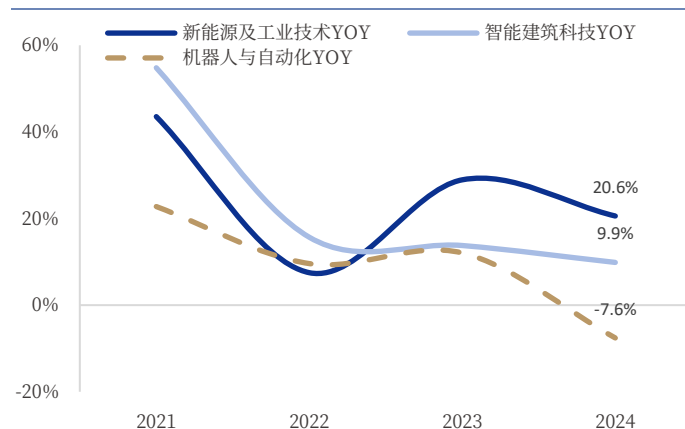
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图3: 公司商业及工业解决方案拆分



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图4: 公司商业及工业解决方案拆分 YOY

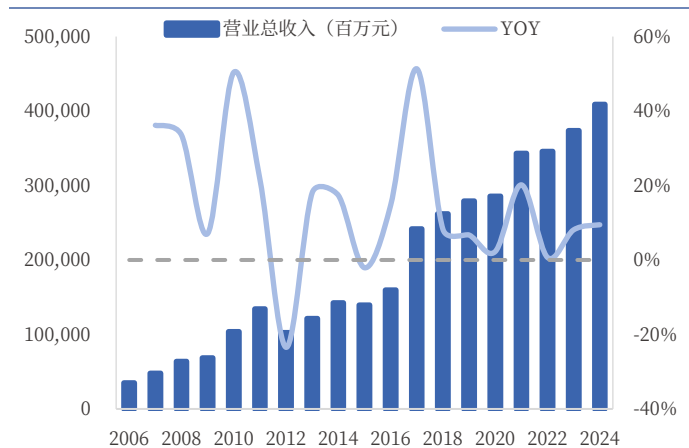


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

(二) 公司主要财务

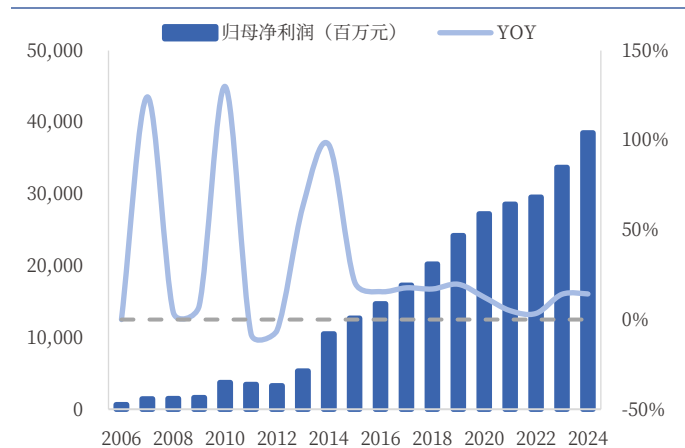
2024 年, 公司实现营业总收入 4091 亿元, 同比+9.5%; 归母净利润 385 亿元, 同比+14.3%。

图5: 公司年度营业总收入及 YOY



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

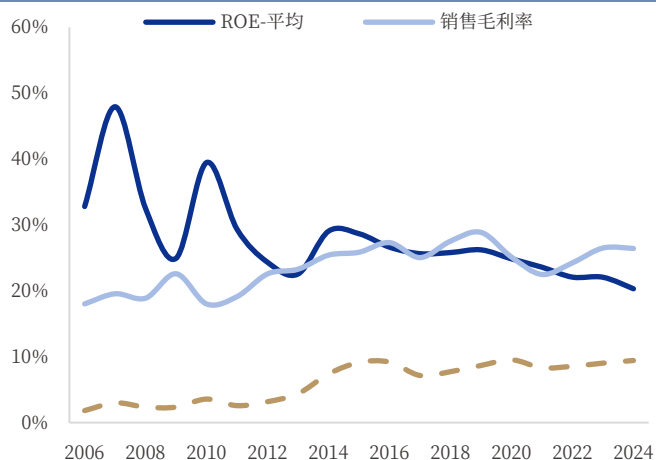
图6: 公司年度归属于母公司净利润及 YOY



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

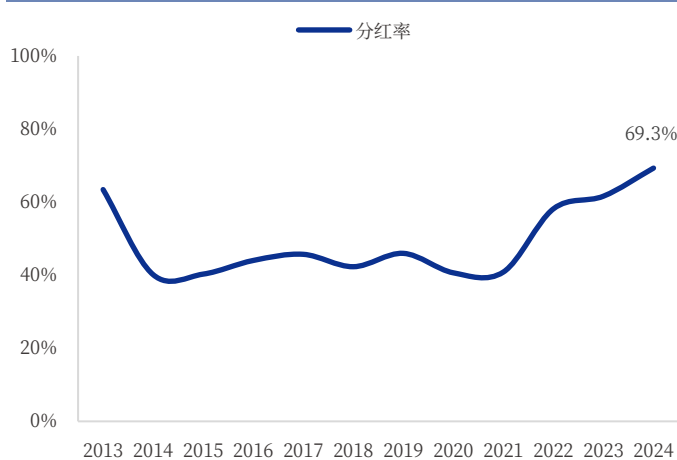
2024 年, 公司 ROE 平均为 20.3%, 毛利率为 26.4%, 归母净利率为 9.4%, 分红率为 69.3%。

图7: 公司年度 ROE-平均、销售毛利率、归母净利率



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

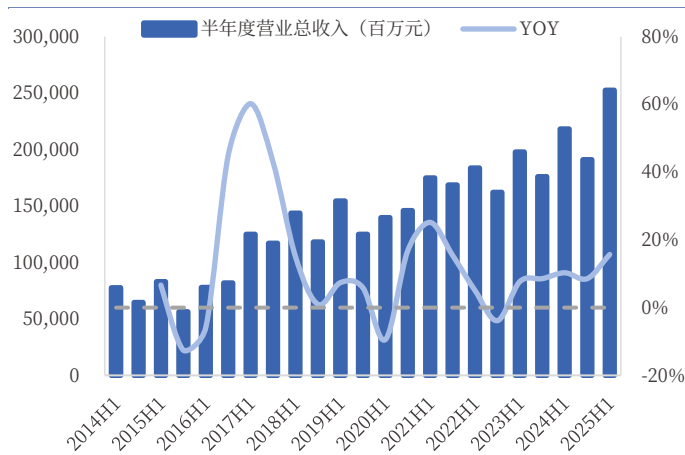
图8: 公司年度分红率



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

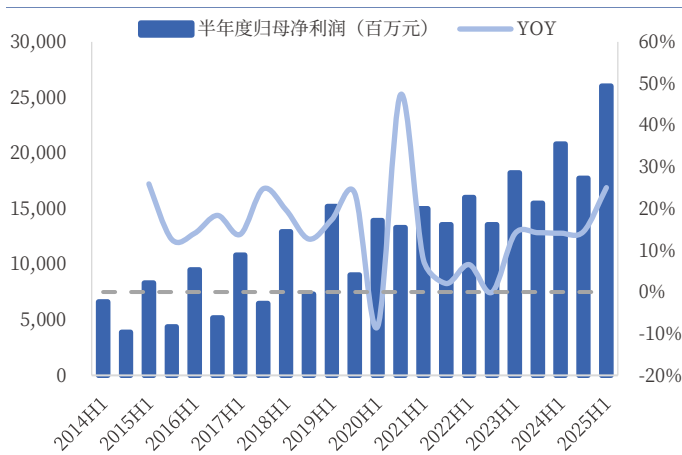
25H1, 公司实现营业总收入 2523 亿元, 同比+15.7%; 归母净利润 260 亿元, 同比+25%。

图9: 公司半年度营业总收入及 YOY



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

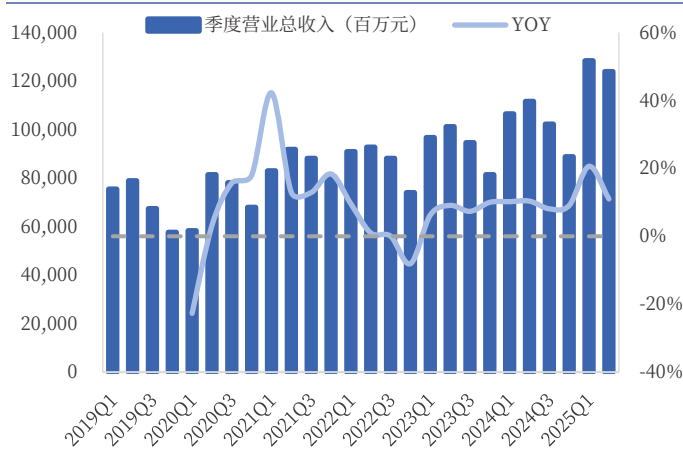
图10: 公司半年度归母净利润及 YOY



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

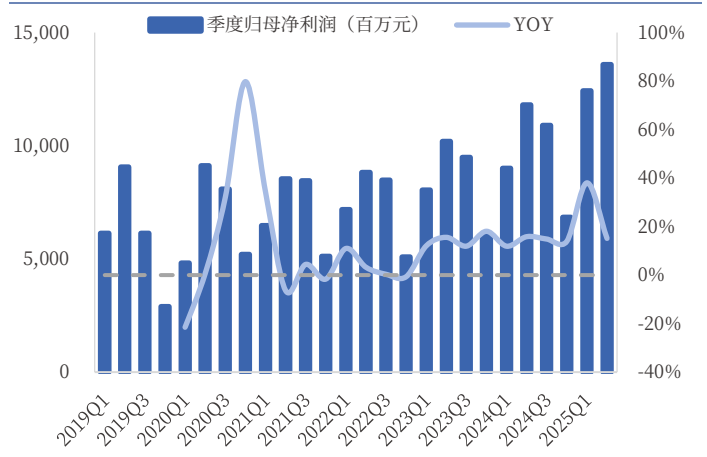
公司于 25Q1/25Q2 分别实现营业总收入 1284/1239 亿元, 分别同比+20.6%/+11%; 归母净利润 124/136 亿元, 分别同比+38%/+15.1%。

图11: 公司季度营业总收入及 YOY



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图12: 公司季度归母净利润及 YOY



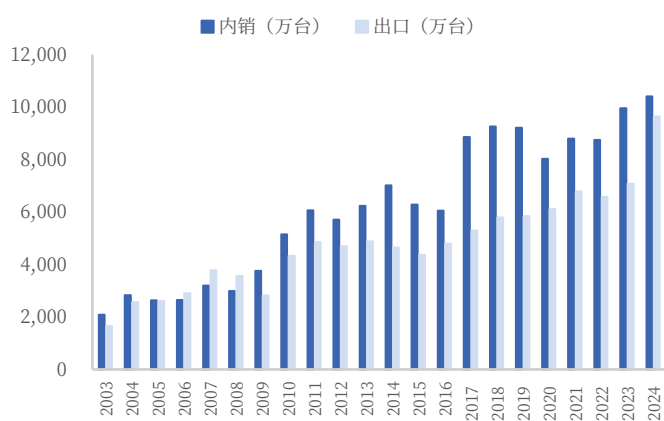
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

二、暖通空调产业短期有压力，长期向好

(一) 家用空调：7 月内销出货量表现亮眼

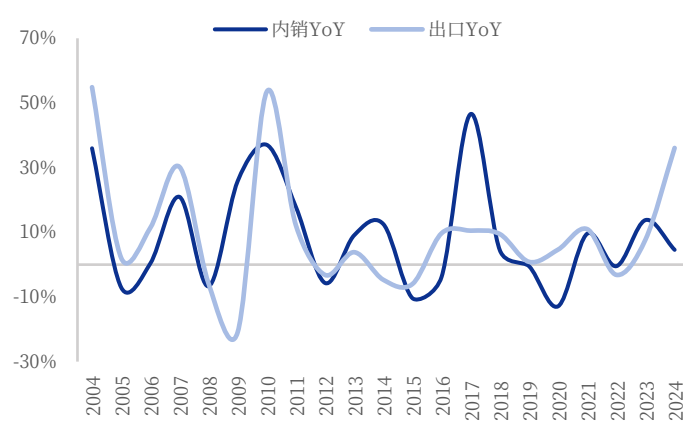
2024 年家用空调是景气的一年。内销在 2024 年第四季度受益于国家补贴政策刺激，全年实现增长。产业在线数据，2024 年家用空调累计内销规模达 10415 万台，同比增长 4.57%，其中 4Q2024 内销量同比+24%，政策补贴刺激效果显著。出口方面，2024 年出口 9641 万台，同比增长 36.08%，表现超预期。

图13：空调年度内销和出口规模



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图14：空调年度内销、出口出货量同比增速



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

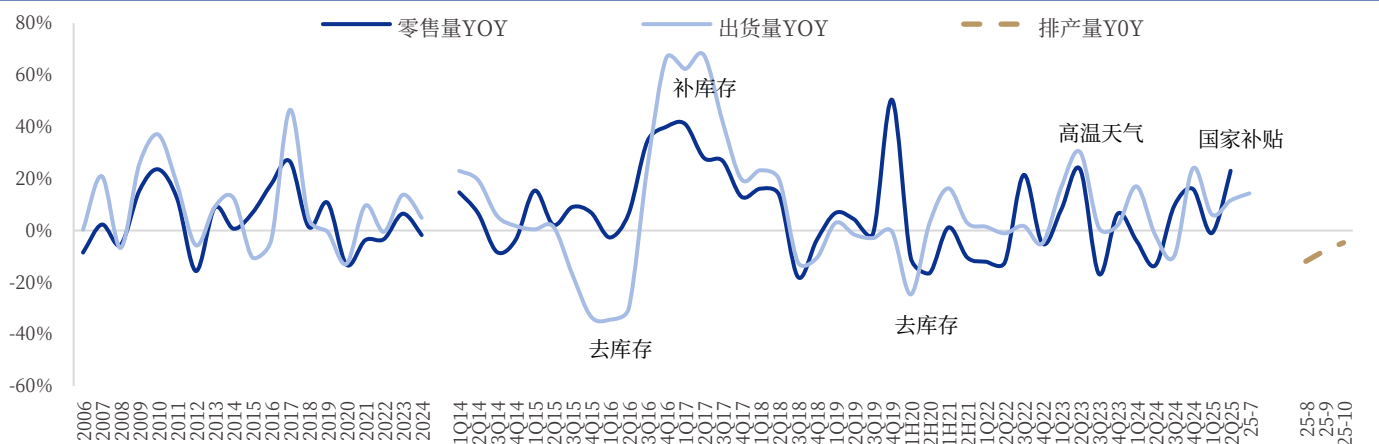
7 月空调内销出货量表现亮眼，后续预计将有压力。

1) 产业在线数据，2025 年 7 月空调内销出货量 1058 万台，同比+14.3%，主要受全国多地持续性高温驱动。

2) 后续几个月空调内销预计将有压力。一方面，8 月进入雨季，频繁的降雨天气将对空调的需求以及安装造成影响；另一方面，以旧换新政策力度支撑力度减弱，且未来还将面临去年同期的高基数影响。产业在线数据，8、9、10 月空调内销排产量较去年出货实绩分别-11.9%、-7.7%、-4.7%。

3) 全年来看，产业在线预测 2025H2 家用空调内销出货量约 4071 万台，同比-6%；2025 全年内销出货量约 10725 万台，同比+3%。

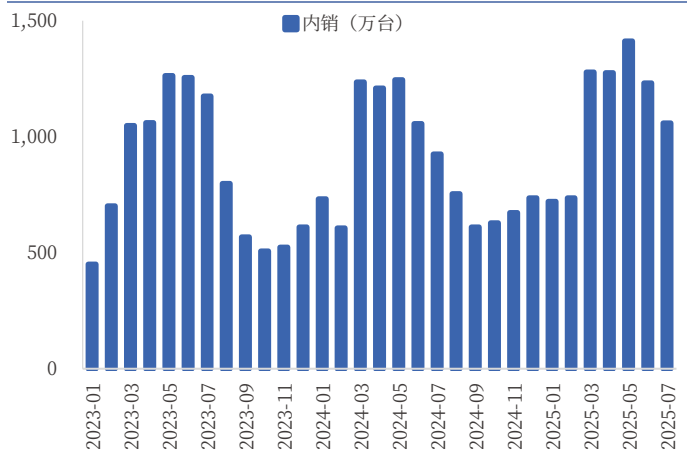
图15：中国家用空调市场零售量与出货量周期



资料来源：产业在线，奥维云网 AVC，中国银河证券研究院

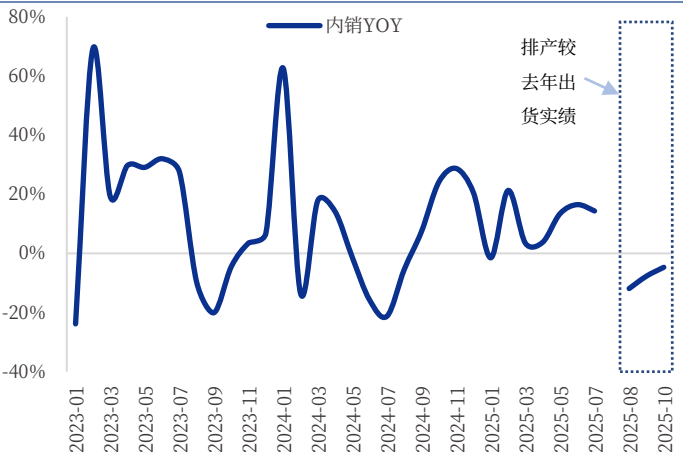
备注：排产量 YOY 指内销排产较去年同期内销出货实绩变化

图16: 家用空调内销出货量 (月度)



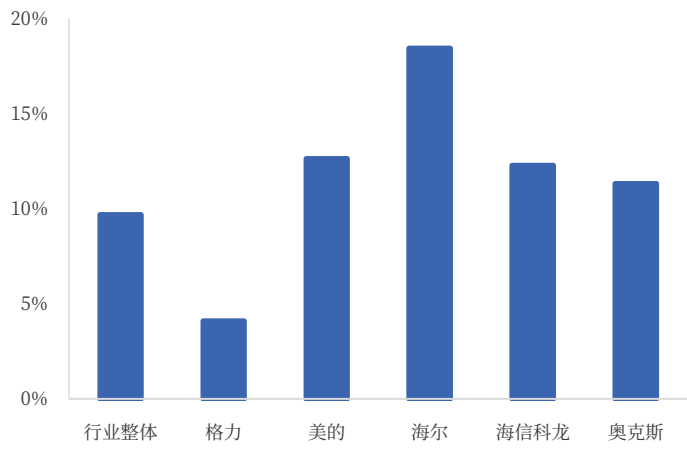
资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

图17: 家用空调内销出货量及排产同比增速 (月度)



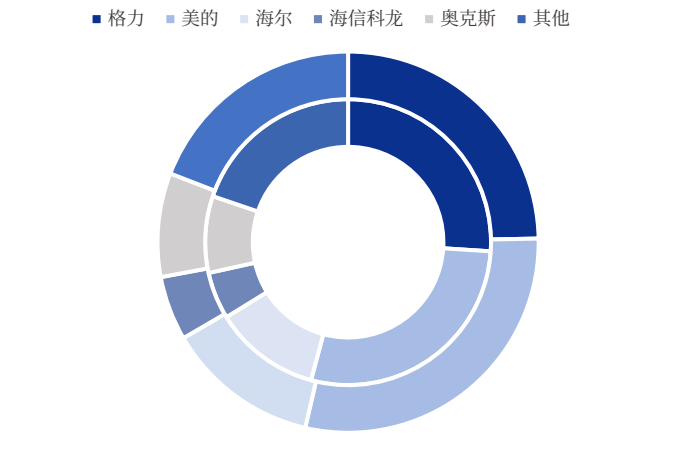
资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

图18: 家用空调主要公司内销出货量增速 (25.1-7)



资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

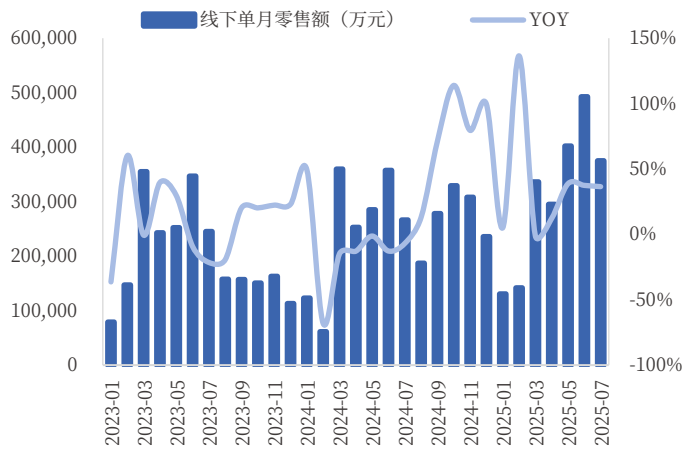
图19: 家用空调主要公司内销出货量份额 (外/内, 25/24 M1~7)



资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

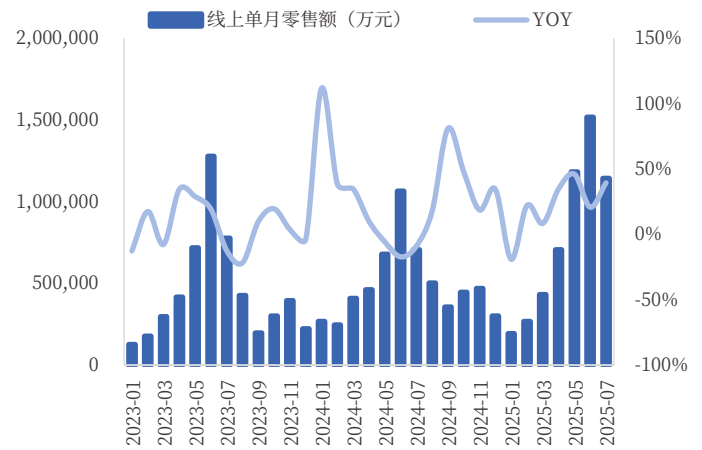
国补政策拉动下, 空调终端需求持续向好。从零售端来看, 2024 年上半年我国空调零售市场规模呈现下滑; 2024 年 8 月以来, 各地国补政策逐步落实, 空调零售市场重新焕发活力, 8-12 月空调线上、线下零售额始终保持两位数以上的同比增速, 终端需求持续向好。进入 2025 年, 随着政策宣传力度加强, 零售端整体延续增长态势, 2025 年 6 月空调线上、线下零售额规模分别同比+20.8%、+37.4% (奥维云网数据)。

图20: 空调线下零售市场零售额监测 (月度)



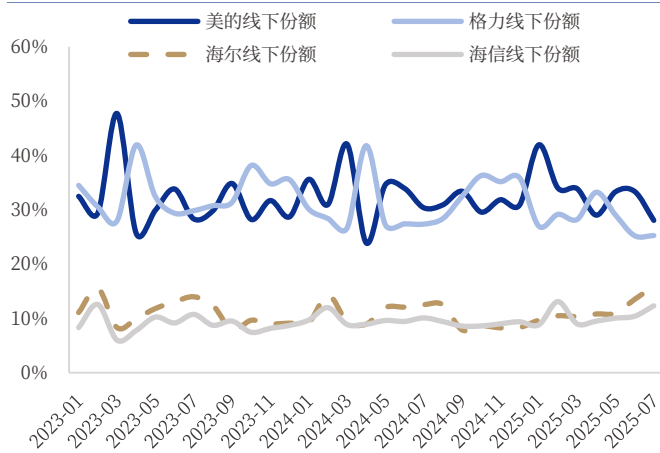
资料来源: AVC, 中国银河证券研究院

图21: 空调线上零售市场零售额监测 (月度)



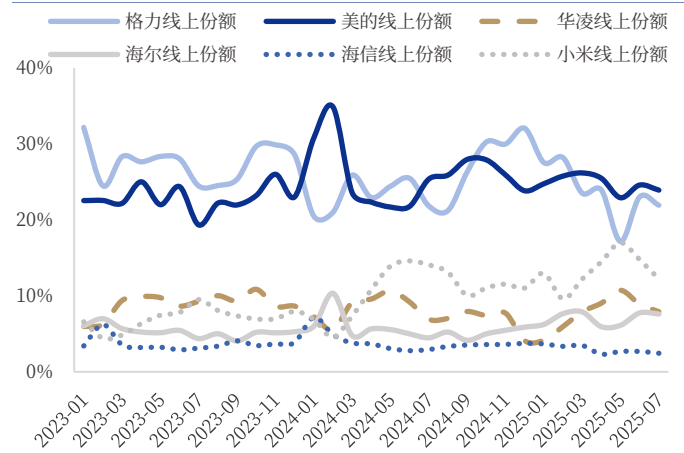
资料来源: AVC, 中国银河证券研究院

图22: 空调线下零售市场主要品牌零售额份额 (月度)



资料来源: AVC, 中国银河证券研究院

图23: 空调线上零售市场主要品牌零售额份额 (月度)



资料来源: AVC, 中国银河证券研究院

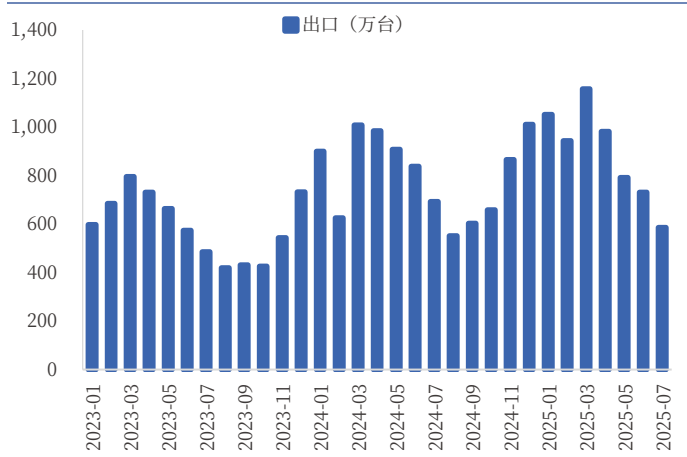
(二) 5月以来空调出口出货量持续下滑，关注企业海外生产基地。

1) 产业在线数据，2025年7月空调出口出货量585万台，同比-15.5%；8、9、10月家用空调出口排产较去年同期出口实绩-14.7%、-16.6%、-3.3%，继续反映了美国订单转移到海外，出口同比基数偏高的预期。

2) 全年来看，产业在线预测2025H2家用空调出口出货量约3925万台，同比-10%；2025全年出口出货量约9581万台，同比-1%。

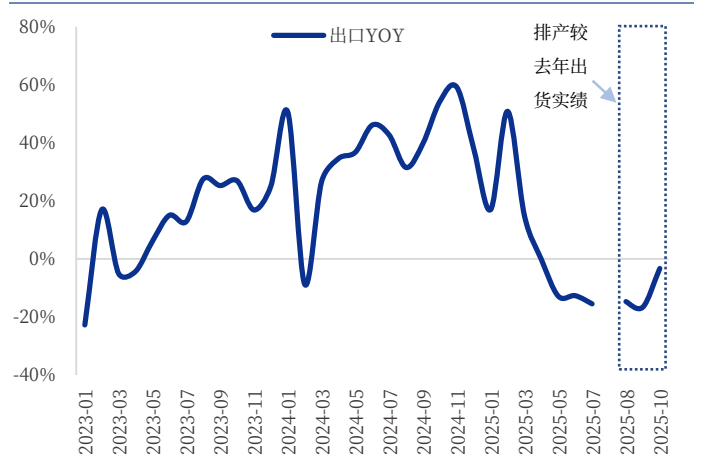
3) 空调龙头全球生产基地分布广泛，其中泰国是除中国外主要的空调生产基地，2024年美国空调类产品(SITC 7415)进口中从泰国进口占8.8%。美国关税风险有一定影响，但对于优质上市公司，海外供应链建设能够对冲风险。

图24: 家用空调出口出货量 (月度)



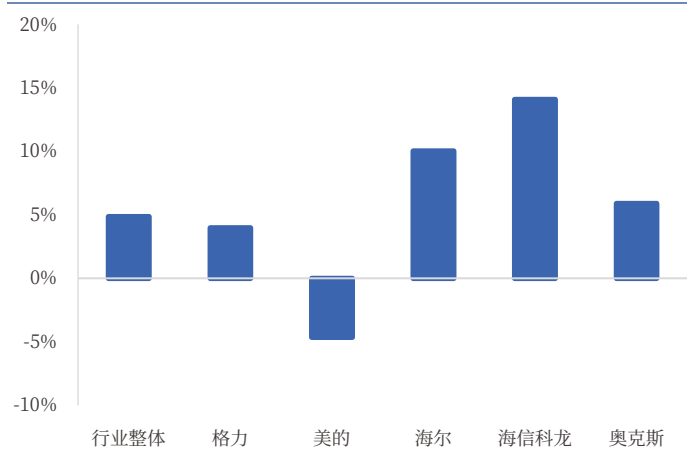
资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

图25: 家用空调出口出货量及排产同比增速 (月度)



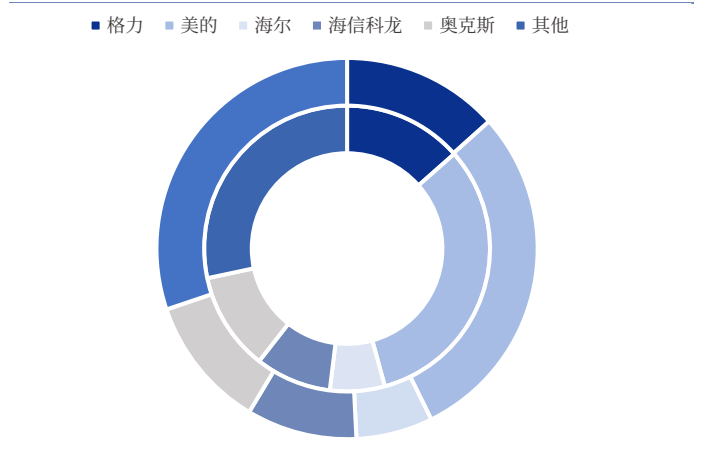
资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

图26: 家用空调主要公司出口出货量增速 (25.1-7)



资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

图27: 家用空调主要公司出口出货量份额 (外/内, 25/24 M1~7)



资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

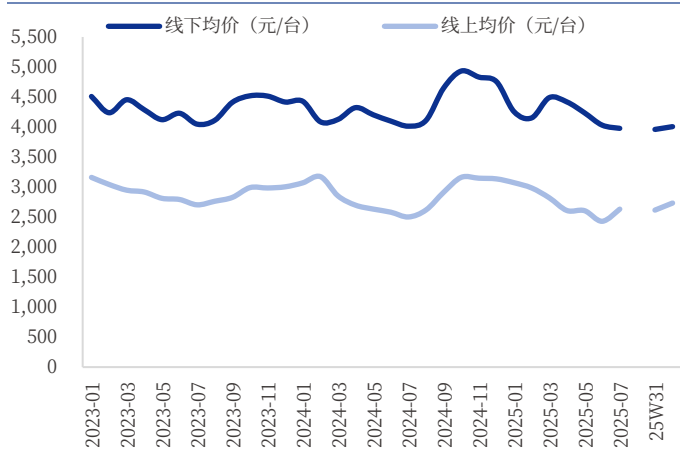
(三) 家用空调线上均价明显改善

1) 线下市场零售均价自4月以来持续下行, 7月达到3978元/台, 较4月-10.0%。线上市场零售均价年初以来逐月下降, 自618后开始改善, 7月达到2632元/台, 环比6月+8.3%, 25W32(8.4-8.10)继续上涨至2733元/台。

2) 小米品牌自2024年第三季度以来致力于提高盈利能力, 零售均价略偏高, 性价比不明显。618后线上零售均价快速回升, 25W32达到2685元/台, 较6月均价+23.6%。小米空调线上零售额份额已有接近一年维持在14%左右波动, 不再连续环比提升。

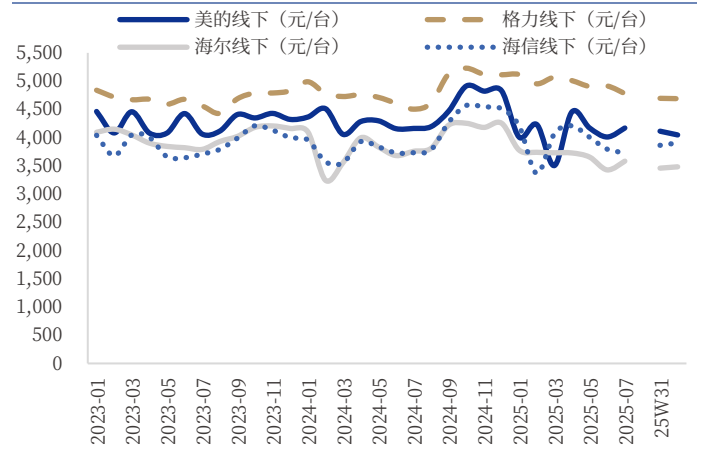
3) 2019-2021年空调零售市场竞争激烈。2022-2024年美的、格力注重提升盈利能力, 空调行业竞争格局转好, 在此期间空调二三线公司普遍利润率提升, 市场份额提升。本轮价格下降, 是美的借助华凌品牌提升市场份额导致。但618之后竞争压力明显缓和, 25W32(8.4~8.10)华凌线上零售均价已达到2560元/台, 较6月均价+24.7%, 其余品牌线上零售均价均有不同程度的改善。

图28: 空调线下、线上零售均价



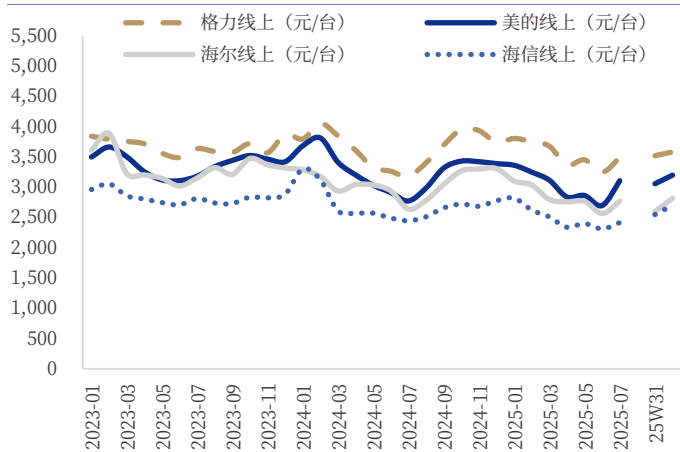
资料来源: AVC, 中国银河证券研究院 (25W32 指 25.8.4-8.10, 依次类推)

图29: 空调线下零售市场各品牌零售均价



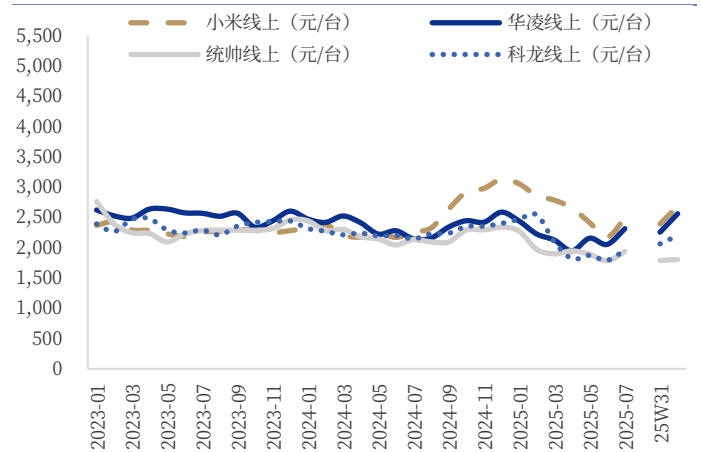
资料来源: AVC, 中国银河证券研究院 (25W32 指 25.8.4-8.10, 依次类推)

图30: 空调线上零售市场各品牌零售均价 (主品牌)



资料来源: AVC, 中国银河证券研究院 (25W32 指 25.8.4-8.10, 依次类推)

图31: 空调线上零售市场各品牌零售均价 (互联网品牌)



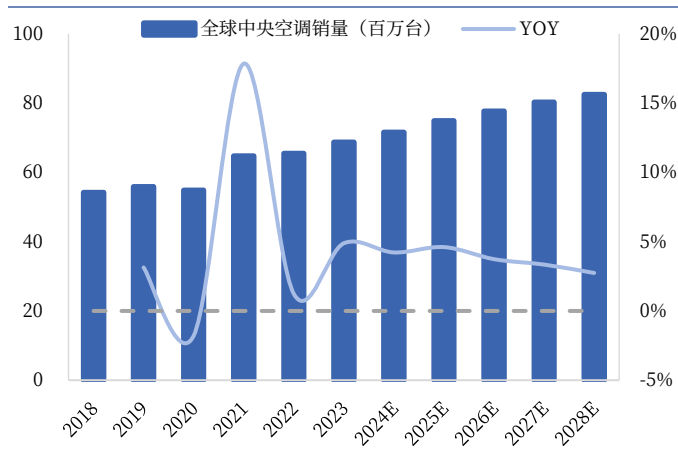
资料来源: AVC, 中国银河证券研究院 (25W32 指 25.8.4-8.10, 依次类推)

(四) 中央空调内销有压力, 但出口保持增长

中央空调形式多样, 产品丰富, 主要有家用(多联机、单元机等)和商用(离心机、螺杆机等)两类场景。据 Frost & Sullivan, 2023 年全球中央空调销售额达到 5217 亿元, 呈现稳步增长趋势。

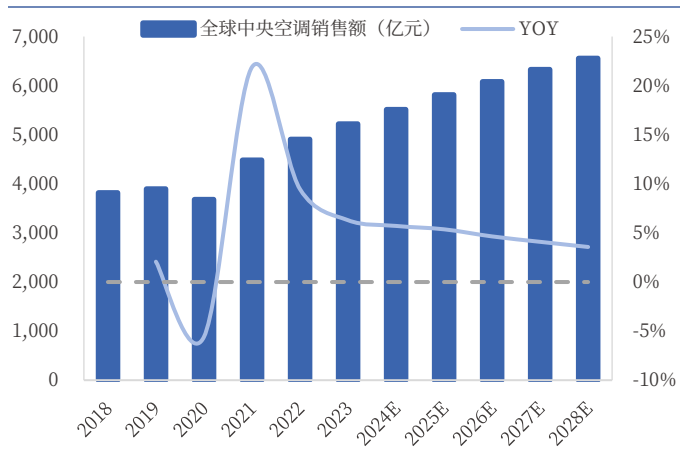
2000-2010 年代, 中国的城镇化进程中家用空调的渗透率快速提升, 工业化发展带动中央空调需求增长, 为全球市场贡献了长期且巨大的增量。2020 年后, 美国制造业回流刺激中央空调需求, 以及全球数据中心大规模建设带动的冷水机组需求增长。

图32: 全球中央空调销量 (年度)



资料来源: Frost & Sullivan, 中国银河证券研究院

图33: 全球中央空调销售额 (年度)

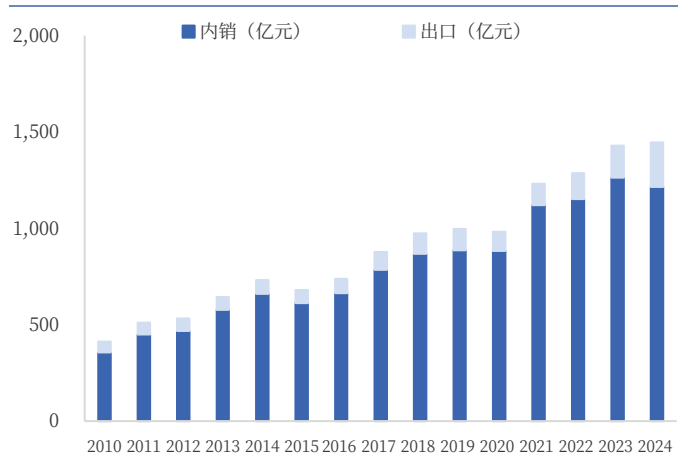


资料来源: Frost & Sullivan, 中国银河证券研究院

中央空调内销受房地产市场持续低迷, 工业投资步伐放缓负面影响。产业在线数据, 2024年中央空调内销额 1215 亿元, 同比下滑 3.8%, 主要系房地产市场持续低迷, 工业投资步伐放缓, 中央空调终端需求疲弱; 2025年 1-6 月中央空调内销规模为 564 亿元, 同比下降 10.1%, 其中 6 月同比-57.8%, 预计 25H2 同比-17.3%。受到家用空调政府补贴后高性价比的影响, 家用中央空调市场竞争也在加剧。

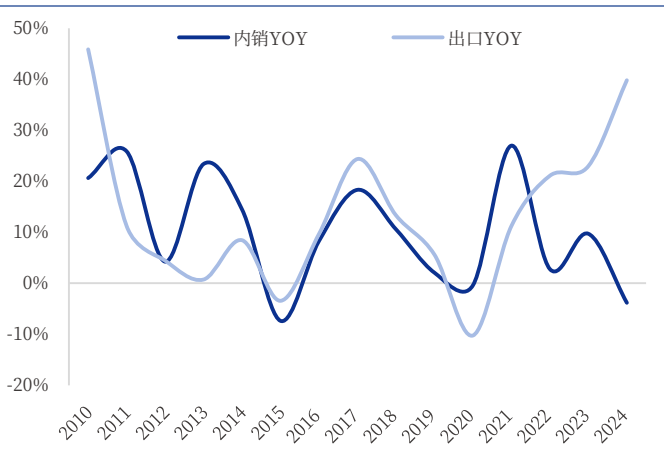
中国企业全球竞争力提升, 份额提升带动出口近年较好增长。产业在线数据, 2024年中央空调出口额达 232 亿元, 同比增长 39.8%; 2025年 1-6 月, 出口销售额达 127 亿元, 同比增长 22.2%, 其中 6 月同比-9.9%。

图34: 中央空调内销、出口规模 (年度)



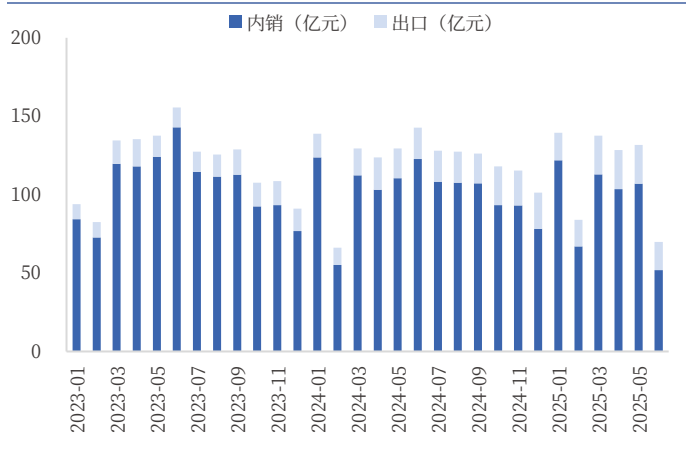
资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

图35: 中央空调内销、出口规模同比增速 (年度)



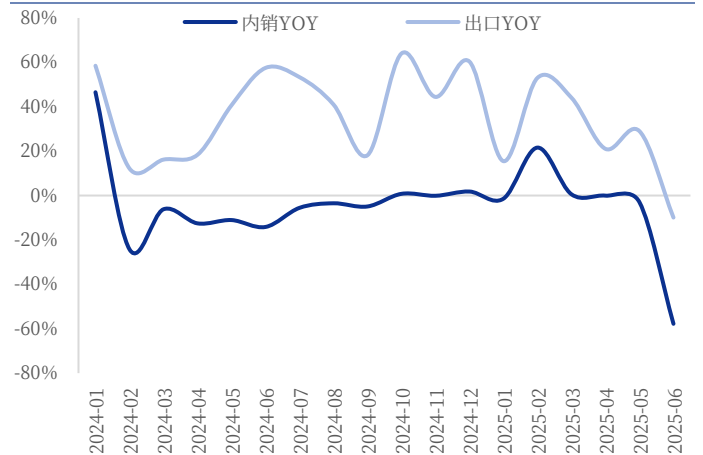
资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

图36：中央空调内销、出口规模（月度）



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图37：中央空调内销、出口规模同比增速（月度）



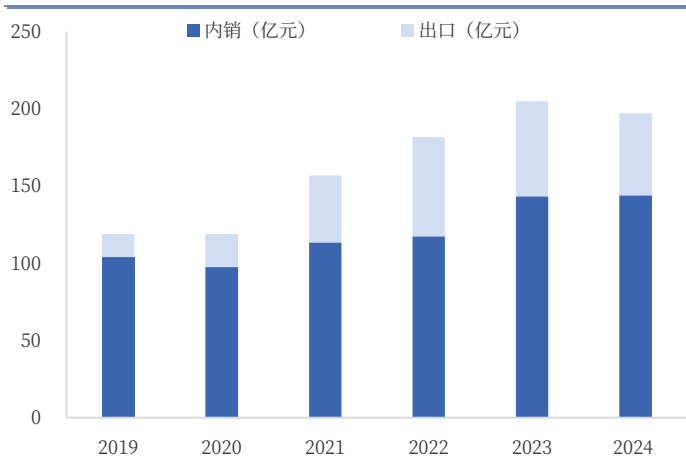
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

（五）热泵：国内推动热泵行业高质量发展，出口见底反弹

内销方面，热泵内销 2024 年表现一般，2025 年有望受益于利好政策发布。2025 年 4 月 2 日，国家发展改革委等部门联合印发了《推动热泵行业高质量发展行动方案》，政策重视热泵在国内建筑、工业、农业、交通等重点领域应用，提出到 2030 年重点热泵产品能效提升 20% 以上，大功率高温热泵、高效压缩机、新型制冷剂核心技术将取得突破。根据产业在线数据，2024 年热泵内销额达 144 亿元，同比微增 0.4%；2025 年 1-6 月内销额达 68 亿元，同比-9.4%，其中 6 月同比-34.4%；2025H2 内销额预计 95.4 亿元，同比+1%；2025 全年内销额预计 162.9 亿元，同比-3%。随着政策发力，国内热泵销售有望得到支撑，对应 1000 亿级市场空间。

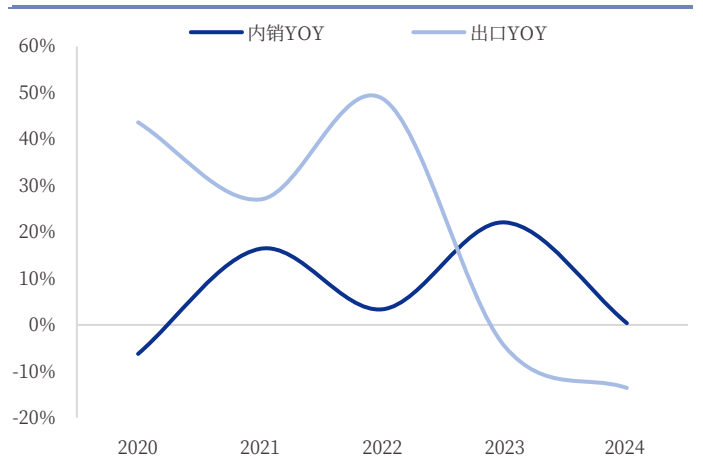
出口方面，欧洲热泵补贴政策的剧烈波动，导致热泵出口过去两年面临大力度去库存周期。2024 年下半年起，欧美热泵逐步走出去库存周期，单月增速逐步改善。由于同比基数偏低，2025 年 1-6 月热泵出口同比增长 20.2%。展望未来，预计随着欧洲部分国家补贴重启，热泵出口有望延续改善。产业在线预测 2025H2 热泵出口额预计达 20 亿元，同比+6%；2025 全年出口额预计 50.5 亿元，同比+14%。

图38：热泵内销、出口规模（年度）



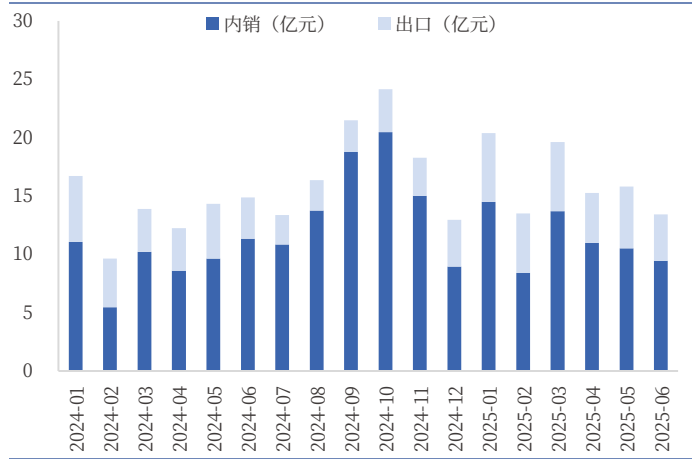
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图39：热泵内销、出口规模同比增速（年度）



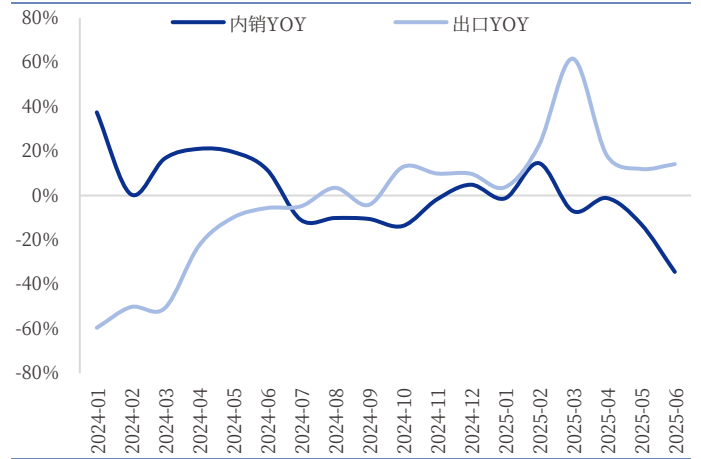
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图40: 热泵内销、出口规模 (月度)



资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

图41: 热泵内销、出口规模同比增速 (月度)



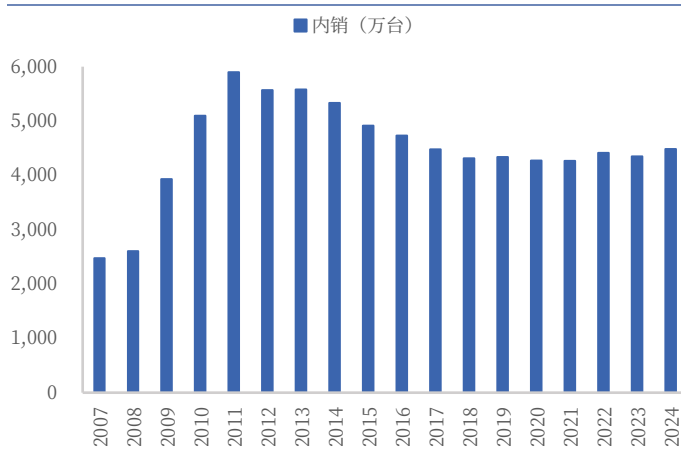
资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

三、冰洗：内销以更新需求为主，后续出货有待观察

(一) 内销以更新需求为主，销量多年处于一平台

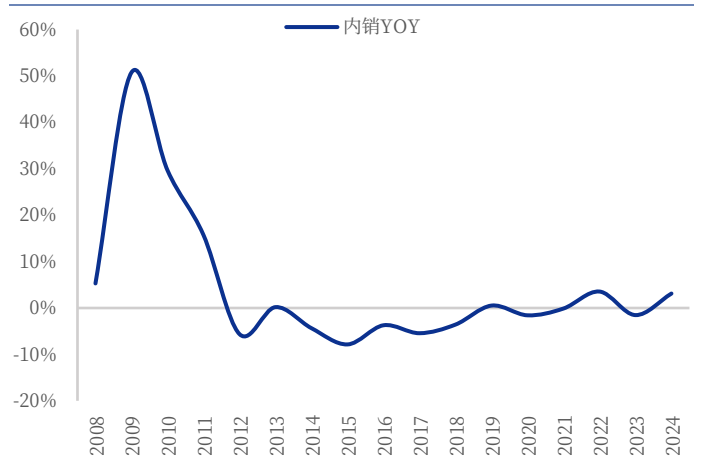
冰箱市场需求长期以更新为主，十多年前由于家电下乡出现过销售高峰。2019-2024 年期间冰箱内销量处于较为稳定的平台，时有小幅下滑或小幅增长。2024 年，受家电国补政策和以旧换新政策的推动，下半年起冰箱内销市场复苏，全年国内销量实现 3.1% 正增长（产业在线）。

图42：冰箱内销出货量（年度）



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

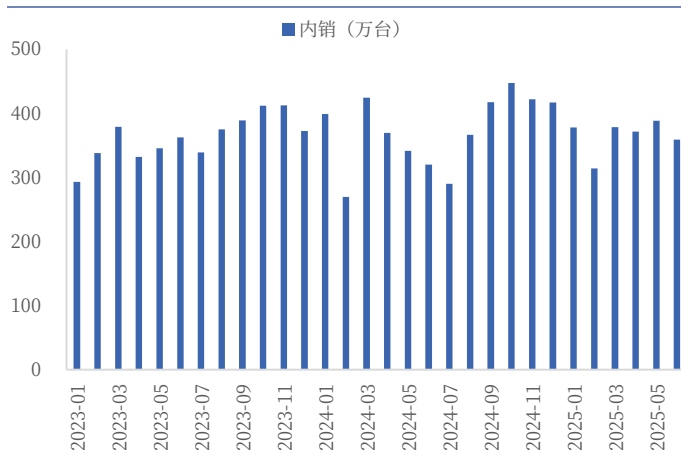
图43：冰箱内销出货量同比增速（年度）



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

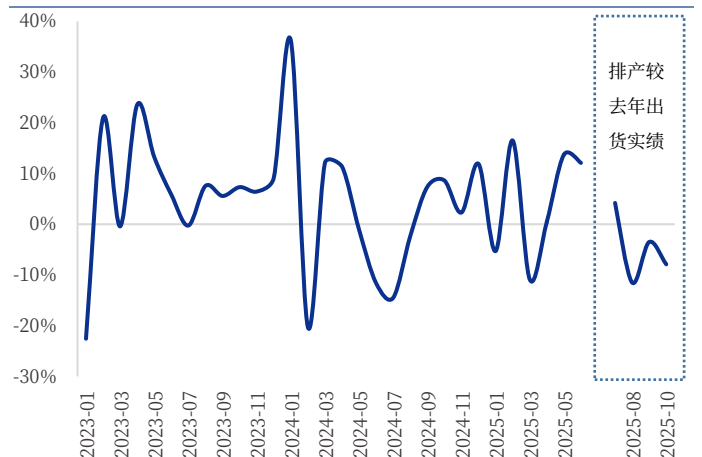
产业在线数据，2025 年 7~10 月冰箱内销排产较去年出货实绩分别同比+4.2%、-11.5%、-3.5%、-7.9%。

图44：冰箱内销出货量（月度）



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

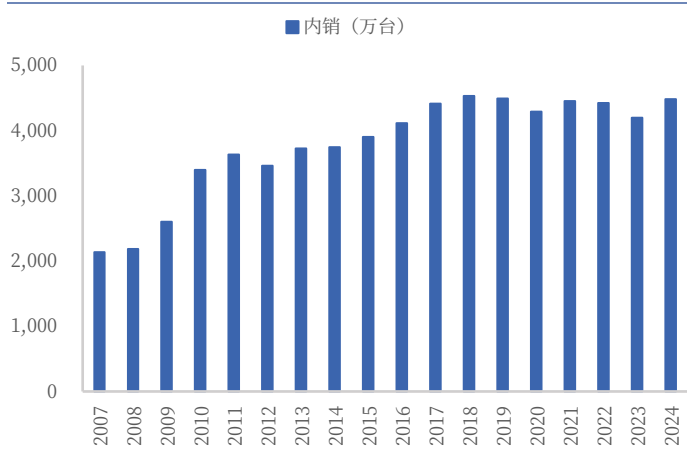
图45：冰箱内销出货量同比增速及排产情况（月度）



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

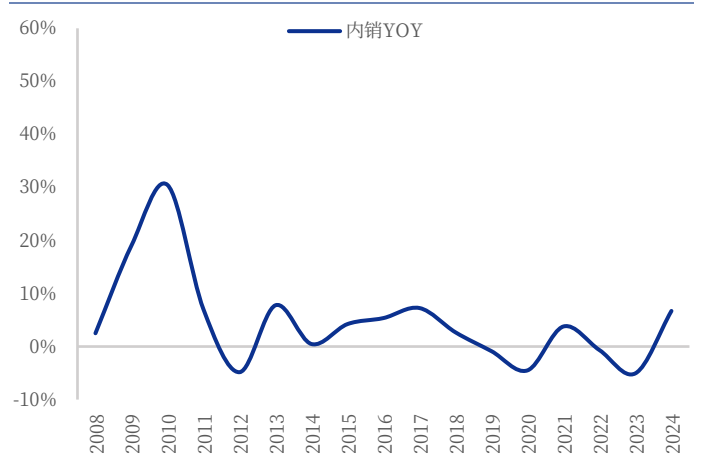
洗衣机销量情况与空调类似，得益于以旧换新政策有效激活了潜在需求，叠加消费者偏好高品质、高效产品推动产品结构升级，2024 年洗衣机内销累计达 4482 万台，同比增长 6.7%，创近年来最好增速。

图46: 洗衣机内销出货量 (年度)



资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

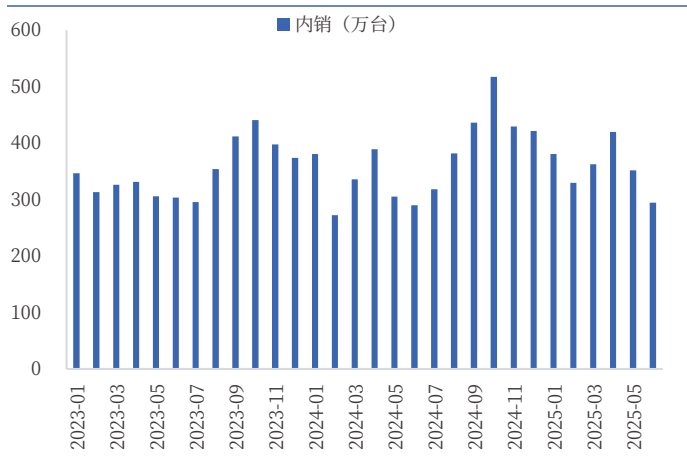
图47: 洗衣机内销出货量同比增速 (年度)



资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

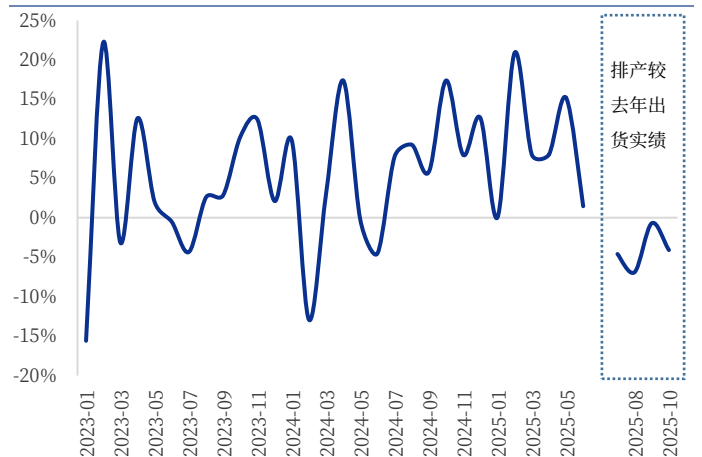
产业在线数据, 2025年7~10月洗衣机内销排产较去年出货实绩分别同比-4.6%、-6.9%、-0.7%、-4.1%。2025H2 预计洗衣机内销出货量约 2428 万台, 同比-3%; 2025 全年内销出货量预计 4566 万台, 同比+2%。

图48: 洗衣机内销出货量 (月度)



资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

图49: 洗衣机内销出货量同比增速及排产情况 (月度)



资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

冰箱、洗衣机零售受益消费升级, 以及针对年轻人的产品转型。2023-2024 年冰箱、洗衣机消费升级, 零售均价稳步提升, 带动冰箱、洗衣机零售额市场稳步增长。当下年轻人单身率明显上升, 带动不同的需求。小米洗衣机首先迎合了当下年轻人的需求。2024 年小米推出子母洗衣机后, 带一个 1KG 小滚筒, 满足年轻人单独洗内衣/袜子的需求。家电企业 2025 年上半年跟进, 陆续推出细致分区洗产品, 开辟增长新赛道。2025 年 3 月海尔统帅发布三筒洗衣机, 两个 1kg 小筒赋予不同面料、不同大小、不同家庭成员衣物分区洗涤的可能性, 同时产品“加量不加价”, 具备性价比, 成功打造爆款。

图50: 多品牌推出三筒洗衣机



资料来源: 海尔、美的、海信京东官方旗舰店, 中国银河证券研究院

图51: 三筒洗衣机满足不同场景需求

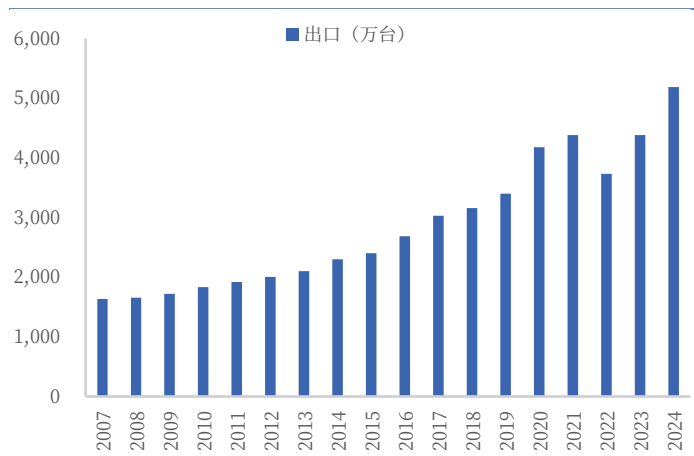


资料来源: 海尔京东官方旗舰店, 中国银河证券研究院

(二) 冰洗出口后续存在压力

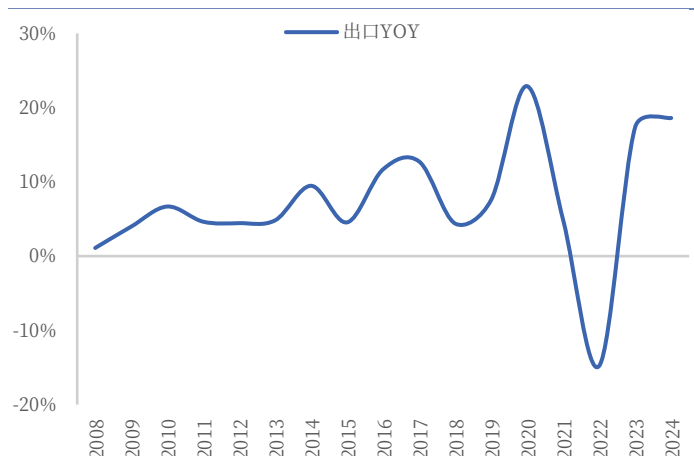
我家电企业积极实现全球化布局, 叠加近年来新兴市场国家需求释放明显, 2024 年我国冰箱出口出货量增长 18.6%, 表现较为亮眼。

图52: 冰箱外销出货量 (年度)



资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

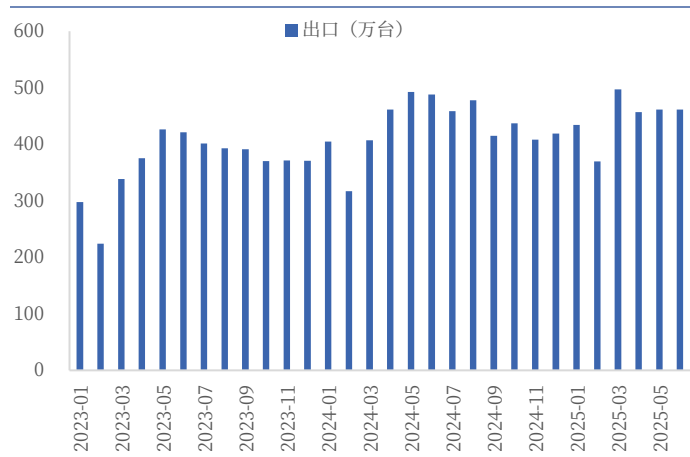
图53: 冰箱外销出货量同比增速 (年度)



资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

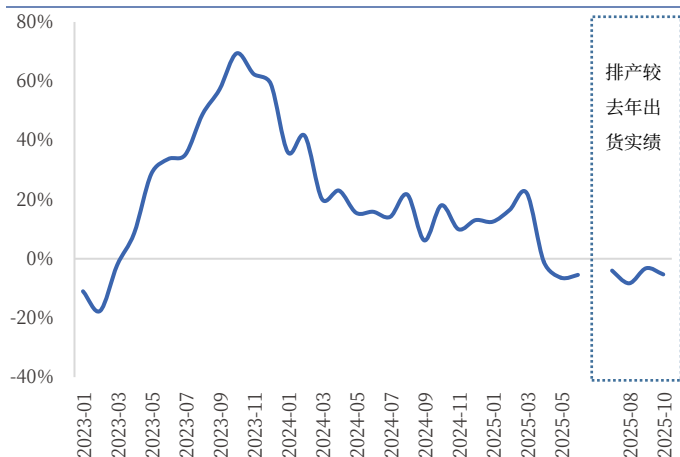
产业在线数据, 2025 年 7~10 月冰箱出口排产较去年出货实绩分别同比-4.0%、-8.3%、-3.2%、-5.3%。

图54: 冰箱外销出货量 (月度)



资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

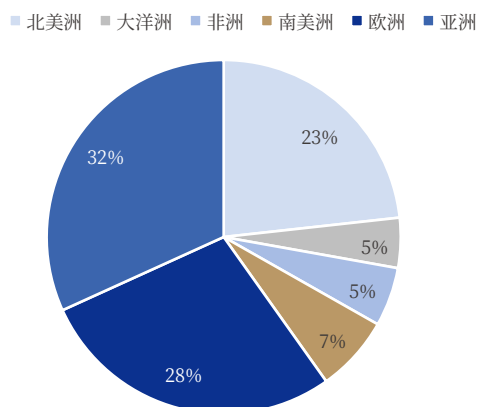
图55: 冰箱外销出货量同比增速及排产情况 (月度)



资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

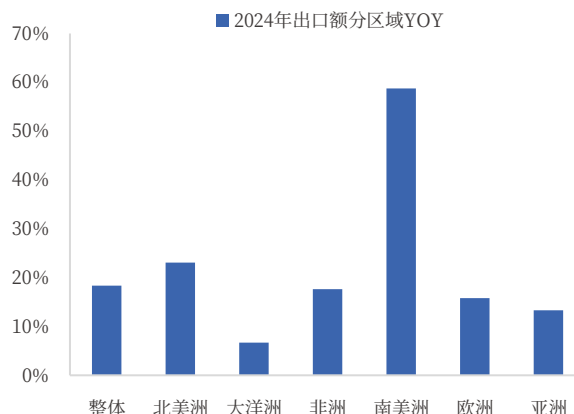
分区域来看, 亚洲、欧洲、北美洲为主要出口市场, 2024 年出口额合计占比达 83%。各出口区域 2024 年均实现较好增长, 其中南美洲出口额为 11 亿美元, 同比+58.7%, 2019-2024 年 CAGR 高达 26%, 出口额占比较 2019 年提升 3.1pct 至 6.9% (海关总署数据)。

图56: 2024 年中国冰箱 (除零件) 出口额分区域占比



资料来源: 海关总署, 中国银河证券研究院

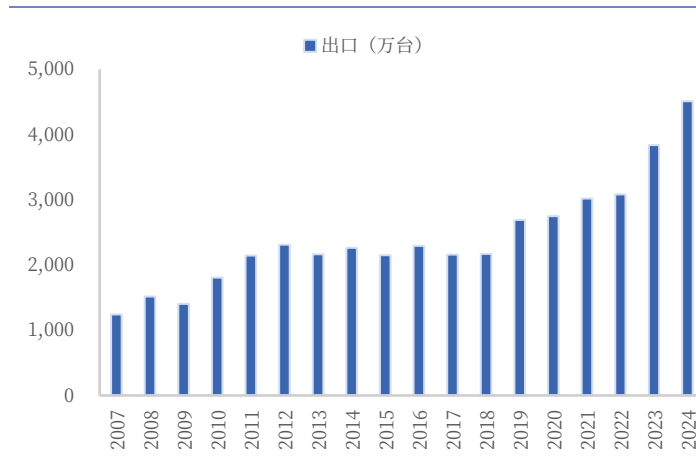
图57: 2024 年中国冰箱 (除零件) 出口额分区域同比增速



资料来源: 海关总署, 中国银河证券研究院

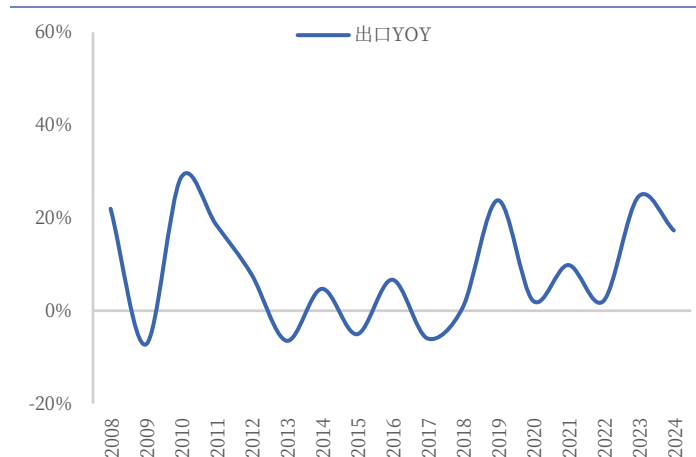
我国洗衣机在技术、成本和批量化生产等方面具备优势, 叠加海外市场的关税担忧促使商家提前备货, 2024 年出口出货量达 4511 万台, 同比增长 17.3%。

图58: 洗衣机外销出货量 (年度)



资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

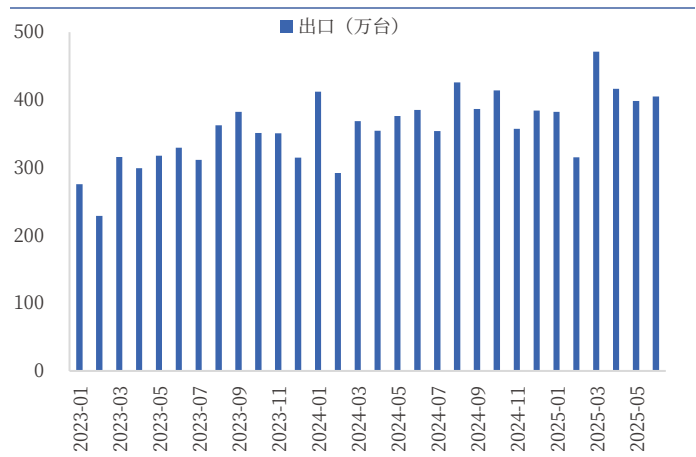
图59: 洗衣机外销出货量同比增速 (年度)



资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

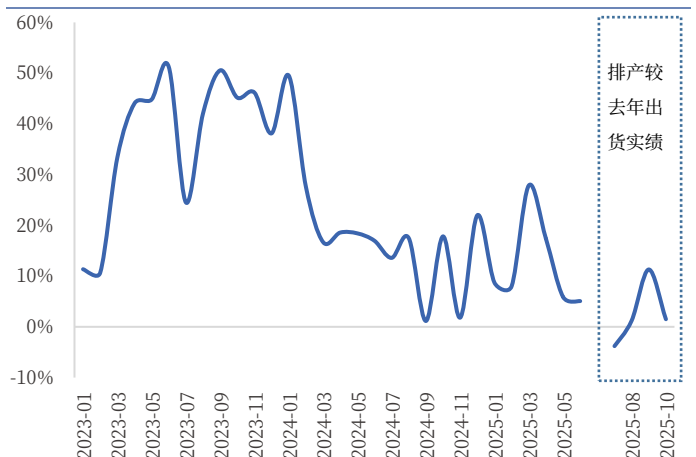
产业在线数据, 2025年7~10月洗衣机出口排产较去年出货实绩分别同比-3.8%、+1.2%、+11.3%、+1.5%。2025H2预计洗衣机出口出货量约2336.9万台, 同比+1%; 2025全年出口出货量预计4725.7万台, 同比+5%。

图60: 洗衣机外销出货量 (月度)



资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

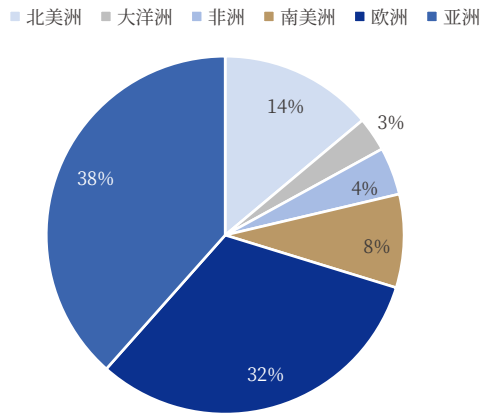
图61: 洗衣机外销出货量同比增速及排产情况 (月度)



资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

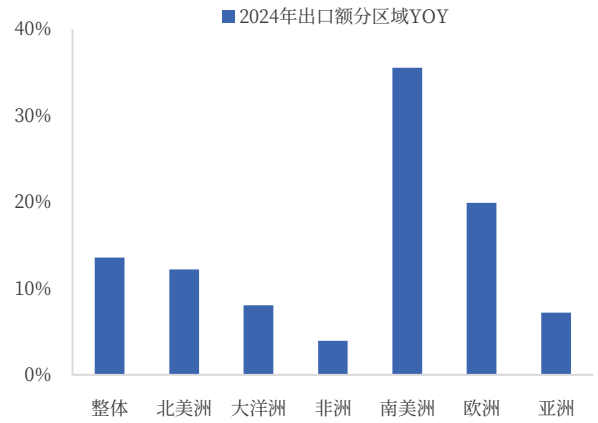
分区域来看, 新兴市场需求增长是洗衣机出口快速增长的动力。海关总署数据, 2024年南美洲为增速最快的区域市场, 出口额同比+35.6%至5亿美元, 出口额占比较2019年提升1.8pct至8.4%。

图62: 2024 年中国洗衣机（除零件）出口额分区域占比



资料来源: 海关总署, 中国银河证券研究院

图63: 2024 年中国洗衣机（除零件）出口额分区域同比增速



资料来源: 海关总署, 中国银河证券研究院

四、投资建议

我们小幅上调盈利预测，预计公司 2025-2027 年营业总收入分别为 4556/4882/5237 亿元，分别同比+11.4%/+7.2%/+7.3%，归母净利润 457/509/560 亿元，分别同比+18.5%/+11.4%/+10%，EPS 分别为 5.95/6.63/7.29 元每股，当前股价对应 12.4x/11.1x/10.1x P/E，维持“推荐”评级。

表4：主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	409,084	455,615	488,208	523,709
收入增长率%	9.5	11.4	7.2	7.3
归母净利润(百万元)	38,537	45,669	50,866	55,969
利润增长率%	14.3	18.5	11.4	10.0
分红率%	69.3%	70.0%	70.0%	70.0%
毛利率%	26.4%	27.0%	27.3%	27.6%
摊薄 EPS(元)	5.02	5.95	6.63	7.29
PE	14.68	12.39	11.12	10.11

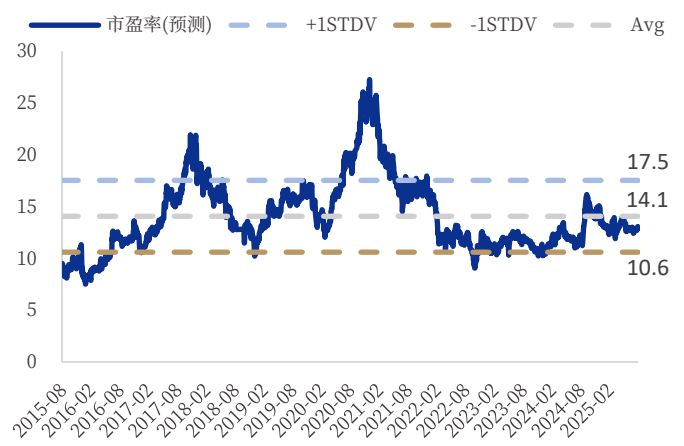
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图64：公司历史估值区间（市盈率 TTM）



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图65：公司历史估值区间（市盈率 预测）



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

五、风险提示

市场需求不及预期的风险、市场竞争加剧的风险。

附录:

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	389,064	402,578	442,315	478,444
现金	140,410	155,982	186,328	212,617
应收账款	35,799	36,695	39,321	42,180
其它应收款	2,077	3,234	3,466	3,718
预付账款	3,686	5,003	5,344	5,708
存货	63,339	57,752	61,692	65,898
其他	143,751	143,912	146,165	148,323
非流动资产	215,288	214,834	213,305	210,951
长期投资	10,140	10,740	10,740	10,740
固定资产	33,529	33,812	33,411	31,986
无形资产	17,009	17,025	17,035	17,035
其他	154,611	153,257	152,119	151,190
资产总计	604,352	617,412	655,620	689,395
流动负债	351,820	348,799	369,170	382,454
短期借款	31,009	39,430	45,925	45,925
应付账款	92,800	83,984	89,714	95,830
其他	228,011	225,386	233,532	240,700
非流动负债	24,865	22,141	20,979	20,995
长期借款	10,492	7,492	6,492	6,492
其他	14,373	14,649	14,487	14,503
负债总计	376,684	370,941	390,150	403,449
少数股东权益	10,917	11,009	11,111	11,223
归属母公司股东权益	216,750	235,463	254,360	274,723
负债和股东权益	604,352	617,412	655,620	689,395

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	60,512	41,586	60,805	67,291
净利润	38,757	45,761	50,968	56,081
折旧摊销	7,824	6,826	7,483	8,101
财务费用	-4,026	1,160	1,249	1,299
投资损失	-1,443	-907	-1,458	-1,564
营运资金变动	20,202	-6,116	3,119	3,302
其他	-802	-5,137	-555	73
投资活动现金流	-87,902	-3,596	-2,575	-4,114
资本支出	-6,879	-5,839	-5,985	-5,678
长期投资	-85,000	1,200	1,840	0
其他	3,977	1,043	1,570	1,564
筹资活动现金流	22,698	-22,418	-27,884	-36,889
短期借款	22,189	8,421	6,495	0
长期借款	-35,647	-3,000	-1,000	0
其他	36,156	-27,839	-33,379	-36,889
现金净增加额	-4,769	15,572	30,346	26,288

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究院

利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	409,084	455,615	488,208	523,709
营业成本	299,585	330,995	353,578	377,684
税金及附加	2,120	2,215	2,373	2,546
销售费用	38,754	41,731	44,230	47,447
管理费用	14,506	15,422	16,040	17,206
研发费用	16,233	17,690	18,956	20,335
财务费用	-3,329	-3,351	-3,510	-4,138
资产减值损失	-1,008	36	30	0
公允价值变动收益	1,302	136	112	0
投资收益及其他	4,883	3,406	4,136	4,437
营业利润	46,394	54,490	60,819	67,066
营业外收入	500	481	495	510
营业外支出	204	494	494	494
利润总额	46,690	54,477	60,821	67,082
所得税	7,933	8,716	9,853	11,001
净利润	38,757	45,761	50,968	56,081
少数股东损益	220	92	102	112
归属母公司净利润	38,537	45,669	50,866	55,969
EBITDA	51,184	57,952	64,793	71,046
EPS (元)	5.02	5.95	6.63	7.29

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入增长率	9.5%	11.4%	7.2%	7.3%
营业利润增长率	15.1%	17.5%	11.6%	10.3%
归母净利润增长率	14.3%	18.5%	11.4%	10.0%
毛利率	26.4%	27.0%	27.3%	27.6%
净利率	9.5%	10.1%	10.5%	10.8%
ROE	17.8%	19.4%	20.0%	20.4%
ROIC	11.5%	12.7%	13.2%	13.7%
资产负债率	62.3%	60.1%	59.5%	58.5%
净资产负债率	165.5%	150.5%	147.0%	141.1%
流动比率	1.11	1.15	1.20	1.25
速动比率	0.60	0.65	0.70	0.76
总资产周转率	0.75	0.74	0.76	0.78
应收账款周转率	11.86	12.51	12.79	12.79
应付账款周转率	3.62	3.74	4.07	4.07
每股收益	5.02	5.95	6.63	7.29
每股经营现金流	7.88	5.42	7.92	8.77
每股净资产	28.24	30.68	33.14	35.79
P/E	14.68	12.39	11.12	10.11
P/B	2.61	2.40	2.22	2.06
EV/EBITDA	10.00	8.65	7.36	6.34
PS	1.39	1.25	1.16	1.09

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

何伟，研究所副所长、大消费组组长。上海交通大学理学硕士。2009-2011 入职光大证券研究所担任家电分析师；2012-2024 入职中国国际金融股份有限公司担任家电首席分析师，董事总经理；2025 年加入中国银河证券股份有限公司研究院。2022 年、2023 年荣获 II China 机构投资者-财新资本市场分析师成就奖，可选消费行业最佳分析师（大陆&海外综合）第一。《Extel》（原《机构投资者》）2025 年度“亚洲最佳本土券商评选，中国最佳分析师非必需消费品第一；中国香港最佳分析师非必需消费品第一。

杨策，家电行业分析师。伦敦国王大学理学硕士，2018 年加入中国银河证券股份有限公司研究院，从事家电行业研究工作。

刘立思，家电行业分析师。中央财经大学本硕，2022 年加入中国银河证券研究院，主要从事家电行业研究工作。

陆思源，家电行业分析师。加州大学圣地亚哥分校金融硕士，2023 年加入中国银河证券研究院，从事家电行业研究工作。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	超配：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅 5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

机构请致电：

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

深广地区：

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

上海地区：

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

北京地区：

田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn