

## 均衡发展，稳中求进

2025 年 10 月 30 日

## 核心观点

- **公司发布 2025 年三季度报告：**2025Q1-3，公司营业总收入 3647 亿元，同比+13.8%；归母净利润 378.8 亿元，同比+19.5%；归母净利率为 10.4%，同比+0.5pct。其中，Q1/Q2/Q3 营业总收入分别为 1284/1239/1124 亿元，同比+20.6%/+11%/+9.9%；归母净利润分别为 124.2/135.9/118.7 亿元，分别同比+38%/+15.1%/+8.9%；归母净利率分别为 9.7%/11%/10.6%，分别同比+1.2/+0.4/-0.1pct。公司楼宇科技并购的 2 个公司在整合，25Q3 有小幅亏损。2025Q3，毛利率同比+1.2pct 至 26.4%；销售/管理费用率同比持平/-0.3pct；当期财务费用较多，导致净利率维持稳定。
- **ToC 业务海外改善，内销空调价格触底回升：**1) 2025Q1-3，公司智能家居业务收入同比+13%。2) 内销：上半年 ToC 内销增长快于外销，25Q2 公司主动发起空调价格竞争，借助华凌品牌提升市场份额，但对毛利率有负面影响；618 之后公司恢复空调价格，AVC 数据，9 月美的、华凌品牌空调线上零售均价分别较 6 月上升 20.1%、12.3%，带动内销毛利率提升。但 25Q3 公司内销空调收入增长较慢。“COLMO+东芝”双高端品牌前三季度内销零售实现快速增长。分区洗洗衣机热销。公司渠道 DTC 变革行业领先，向零售转型的推动下，将有望在国内市场继续保持优势。3) 外销：受美国关税变动导致产业链重新分配，公司外销 25Q2 受到一定负面影响，但 25Q3 已经明显恢复。海外市场，OBM 优先，持续完善基础能力、服务体系。25Q1-3，OBM 收入在 ToC 海外收入中的占比超过 45%。4) 当期市场担心国补退坡对内销的负面影响。随着海外市场的恢复，有较好的对冲。
- **ToB 业务较快增长，楼宇科技与新能源表现强：**1) 2025Q1-3，公司 ToB 业务收入同比+18%，扭转了之前增速慢于 ToC 的格局。我们预计 ToB 业务增速快于 ToC 的形势将持续。2) 前三季度智能建筑科技业务收入 281 亿元，同比+25%。其中并购的瑞士 ARBONIA Climate、东芝电梯（中国）增厚了公司收入，但还未贡献盈利，处于整合中。受地产后周期影响，中国中央空调市场下滑较大，但美的通过在各细分市场份提升，实现良好增长。暖通家数据，上半年美的楼宇科技在国内多联机市场的份额超过 20%。美的在市场关注的数据中心液冷产业链也是重要的配件供应商。3) 新能源及工业技术业务快速发展，前三季度实现收入 306 亿元，同比+21%。子公司科陆电子收入、利润实现反转，25Q1-3 营业收入/归母净利润增速分别达 23.4%/251%，其印尼制造基地项目也取得显著进展。4) 公司继续推进“AI+工业机器人、家电机器人化、人形机器人价值化”的机器人战略，前三季度机器人与自动化业务实现收入 226 亿元，同比+9%。其中国内业务发展势头良好。
- **投资建议：**我们预计公司 2025-2027 年营业总收入分别为 4594/4915/5259 亿元，同比+12.3%/+7%/+7%，归母净利润 457/507/559 亿元，同比+18.5%/+11.1%/+10.3%，EPS 分别为 5.94/6.6/7.28 元，当前股价对应 P/E 为 12.5/11.3/10.2 倍，维持“推荐”评级。公司持续重视股东回报，今年以来已回购超 93 亿元，未来计划注销，考虑到公司预期分红率将达到 70%，分红收益率具备吸引力。
- **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

陆思源

✉：lusiyuan\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130525060001

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

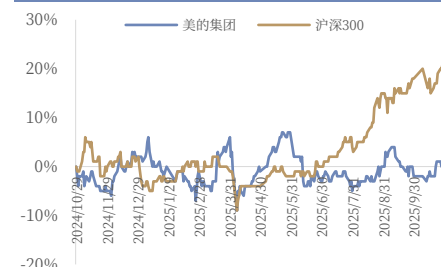
## 市场数据

2025 年 10 月 29 日

|              |          |
|--------------|----------|
| 股票代码         | 000333   |
| A 股收盘价(元)    | 74.40    |
| 上证指数         | 4,016.33 |
| 总股本(万股)      | 768,364  |
| 实际流通 A 股(万股) | 693,104  |
| 流通 A 股市值(亿元) | 5,157    |

## 相对沪深 300 表现图

2025 年 10 月 29 日



资料来源：中国银河证券研究院

主要财务指标预测

|            | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业总收入(百万元) | 409,084 | 459,403 | 491,460 | 525,908 |
| 收入增速       | 9.5%    | 12.3%   | 7.0%    | 7.0%    |
| 归母净利润(百万元) | 38,537  | 45,653  | 50,700  | 55,936  |
| 利润增速       | 14.3%   | 18.5%   | 11.1%   | 10.3%   |
| 分红率        | 69.3%   | 70.0%   | 70.0%   | 70.0%   |
| 毛利率        | 26.4%   | 26.9%   | 27.1%   | 27.5%   |
| 摊薄 EPS(元)  | 5.02    | 5.94    | 6.60    | 7.28    |
| PE         | 14.83   | 12.52   | 11.28   | 10.22   |

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院（注：收盘价为 2025 年 10 月 29 日）

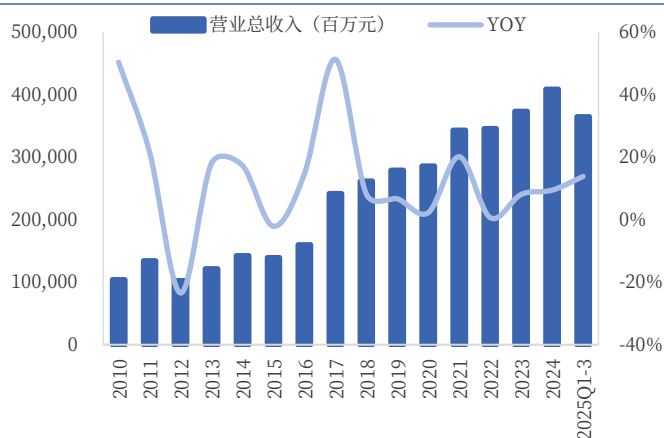
## 一、公司经营情况

### （一）公司业务拆分

2025Q1-3，公司实现营业总收入 3647 亿元，同比+13.8%。其中，Q1/Q2/Q3 分别实现营业总收入 1284/1239/1124 亿元，分别同比+20.6%/+11%/+9.9%。

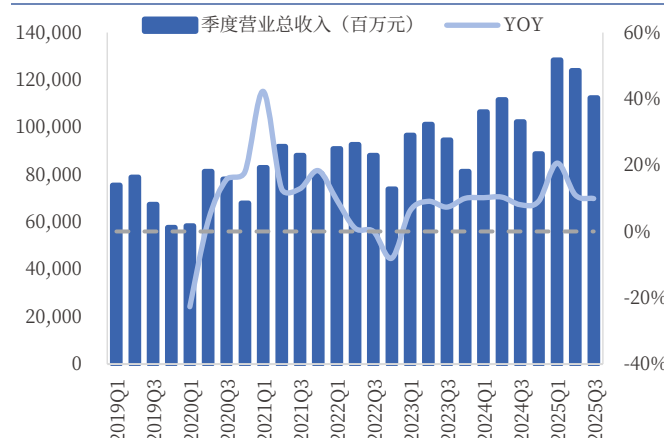
分业务来看，2025Q1-3，公司 ToC 业务（智能家居业务，包括空调、冰洗、厨电及其他家电）收入同比+13%，OBM 收入在 ToC 海外收入中的占比超过 45%；ToB 业务收入同比+18%，其中新能源及工业技术/智能建筑科技/机器人与自动化业务分别实现收入 306/281/226 亿元，同比+21%/+25%/+9%。

图1：公司营业总收入及 YOY



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图2：公司营业总收入及 YOY（季度）



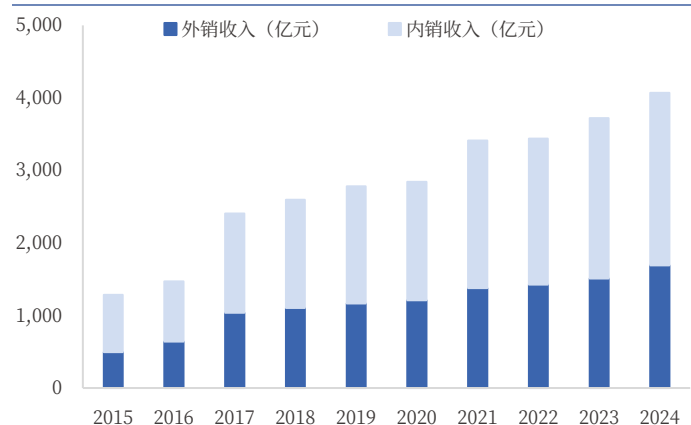
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

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%  |

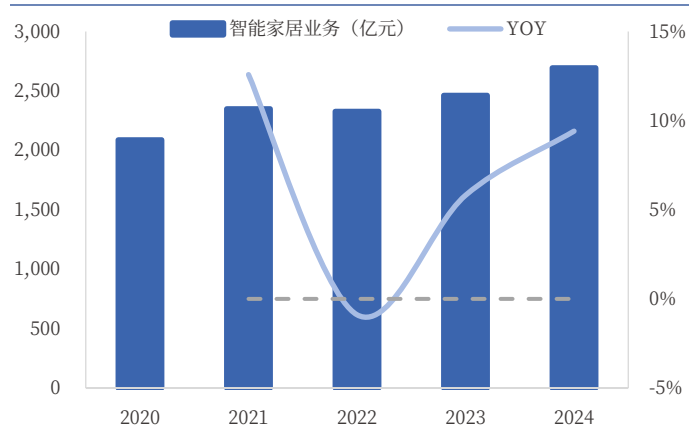
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图3：公司年度营业收入（按内外销）



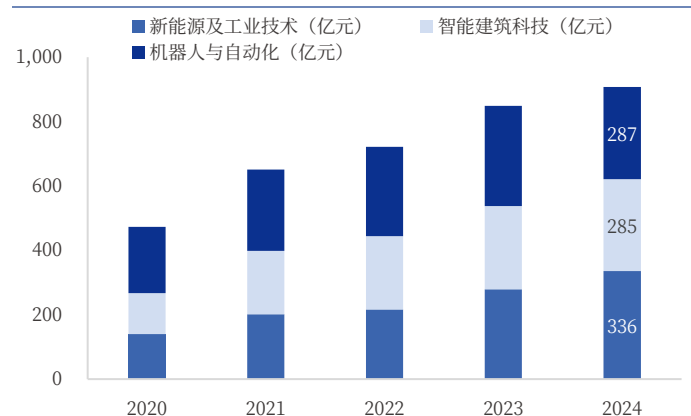
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图4：公司智能家居业务收入



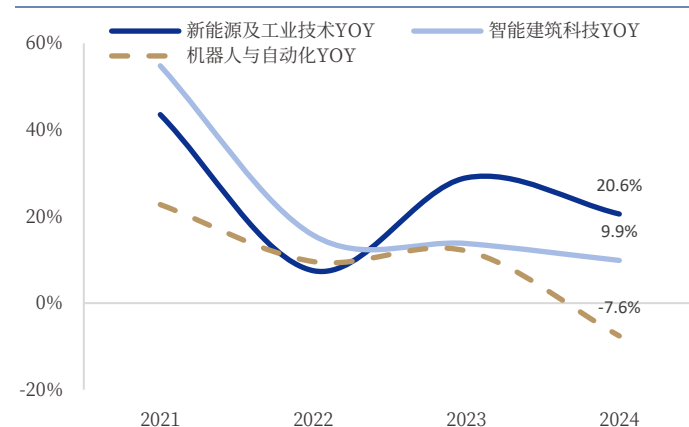
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图5：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6：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

表2：公司分部报告拆分表（分品类）

|                    | 2023           | 2024           | 2024H1         | 2024H2         | 2025H1         |
|--------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>对外交易收入（百万元）</b> | <b>373,710</b> | <b>409,084</b> | <b>218,122</b> | <b>190,962</b> | <b>252,331</b> |
| 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         |
| <b>YOY</b>         |                | <b>9.5%</b>    |                |                | <b>15.7%</b>   |
| 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%          |
| <b>分部营业利润率</b>     | <b>10.4%</b>   | <b>10.1%</b>   | <b>10.7%</b>   | <b>9.3%</b>    | <b>12.4%</b>   |
| 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  |

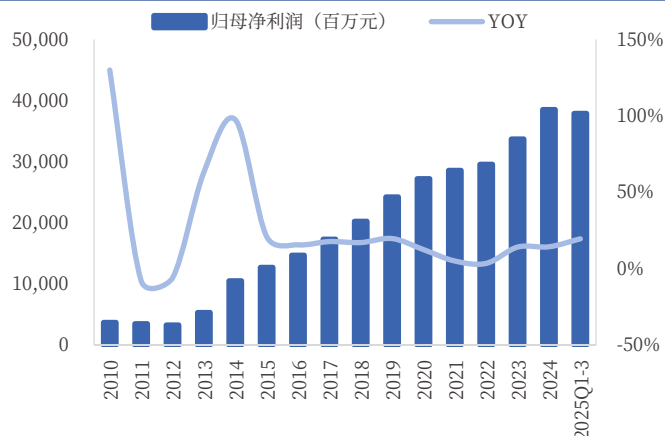
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（二）公司主要财务

2025Q1-3, 公司实现归母净利润 378.8 亿元, 同比+19.5%；归母净利率为 10.4%, 同比+0.5pct。其中，Q1/Q2/Q3 分别实现归母净利润 124.2/135.9/118.7 亿元，分别同比+38%/+15.1%/+8.9%；归母净利率分别为 9.7%/11%/10.6%，分别同比+1.2/+0.4/-0.1pct。

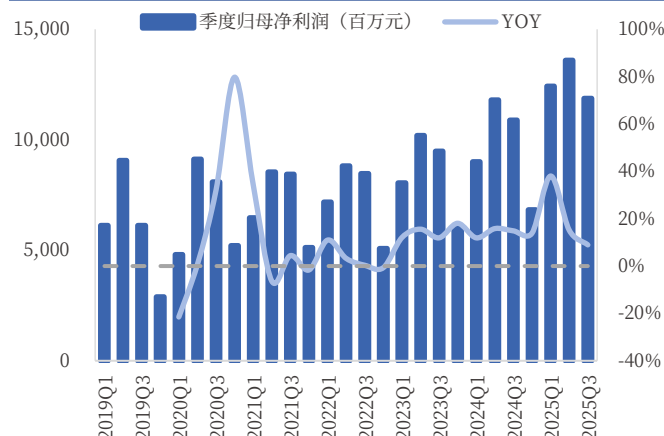
从毛利端和费用端来看，2025Q1-3 公司毛利率为 25.9%，同比-0.2pct；Q3 单季度毛利率为 26.4%，同比+1.2pct。2025Q1-3 公司期间费用率为 13.8%，同比-1.2pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 9%/3%/3.6%/-1.9%，分别同比持平/-0.2%/持平/-0.9%；Q3 单季度公司期间费用率为 15.1%，同比+1.4pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 8.7%/3.3%/3.7%/-0.7%，分别同比持平/-0.3/+0.1/+1.7pct。

图7：公司归母净利润及 YOY



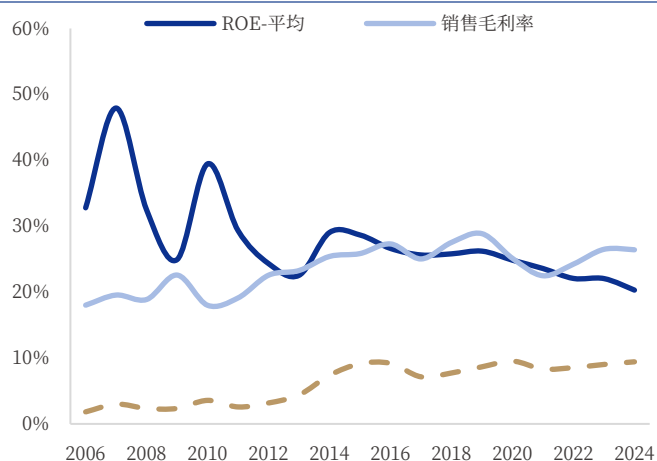
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图8：公司归母净利润及 YOY（季度）



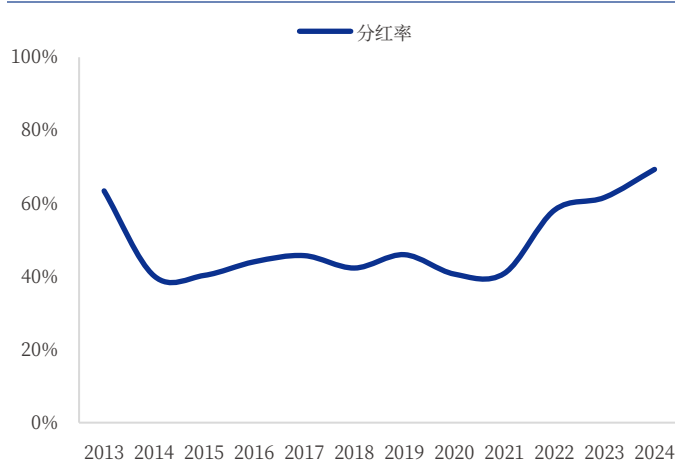
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图9：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10：公司年度分红率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## 二、暖通空调内销受国补退坡和地产后周期影响

### （一）国补退坡下，9月家用空调内销出货下滑2.5%

9月空调内销短期承压，后续预计压力将持续。

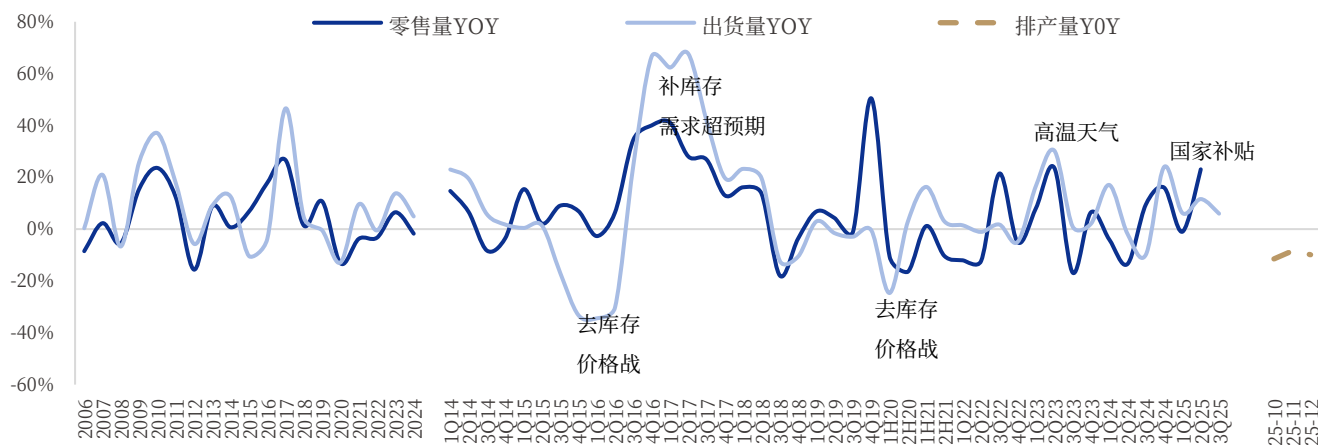
1) 产业在线数据，2025年9月空调内销出货量594.9万台，同比-2.5%。一方面受到国补退坡影响，各省份出现控制补贴额度支出速度的现象，主要体现为每日补贴限流、减少享受补贴的品类、暂停等各种方式；另一方面受到天气扰动影响，9月全国多地连续降雨导致安装受阻。

2) 进入10月，空调线上零售表现明显优于线下。AVC周度数据，25W40-42（9.29-10.19）空调线上零售量/零售额分别同比+0.9%/-1.3%，部分渠道企业自补一定程度上缓解国补退坡压力；线下渠道25W40-42零售量/零售额分别同比-49.6%/-55%，降幅更为明显。

3) 后续Q4排产来看，行业已对去年国补导致的高同比基数，以及当下的国补退坡影响有所预期。产业在线数据，10/11/12月空调内销排产较去年同期内销实绩分别-11.5%/-8.4%/-9.9%，反映了行业的谨慎态度。

4) 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%。

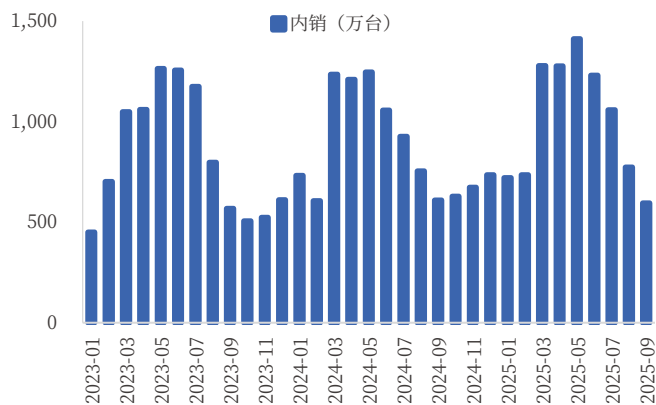
图11：中国家用空调市场零售量与出货量周期



资料来源：产业在线，奥维云网AVC，中国银河证券研究院

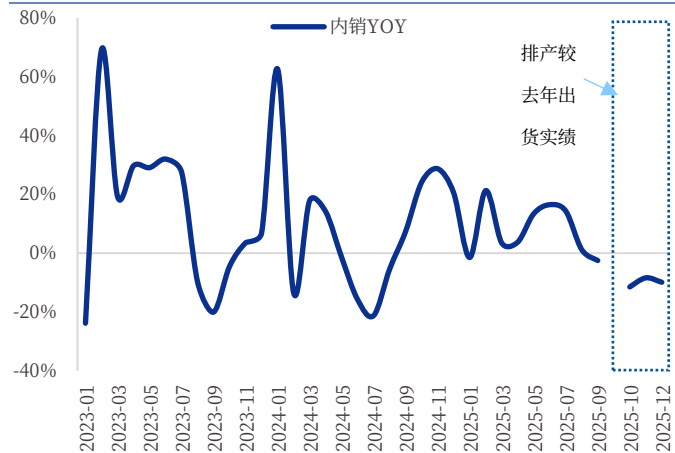
（注：排产量YOY指内销排产较去年同期内销出货实绩变化）

图12: 家用空调内销出货量 (月度)



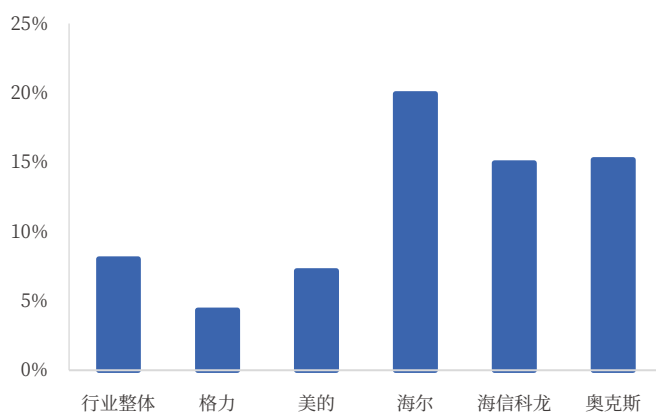
资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

图13: 家用空调内销出货量及排产同比增速 (月度)



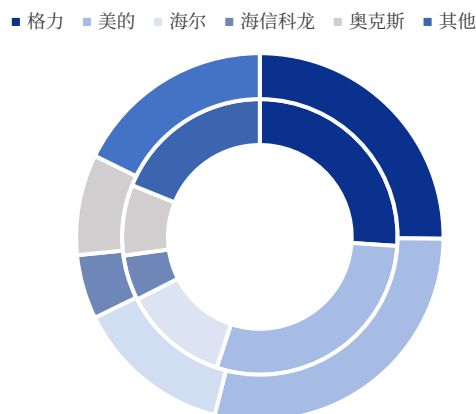
资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

图14: 家用空调主要公司内销出货量增速 (25Q1-3)



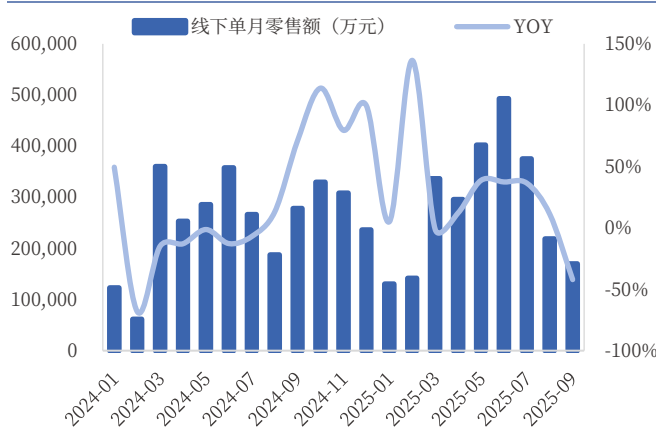
资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

图15: 家用空调主要公司内销出货量份额 (外/内, 25/24Q1-3)



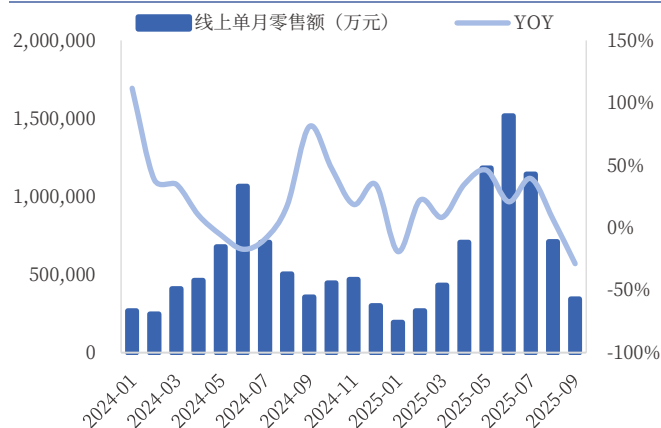
资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

图16: 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

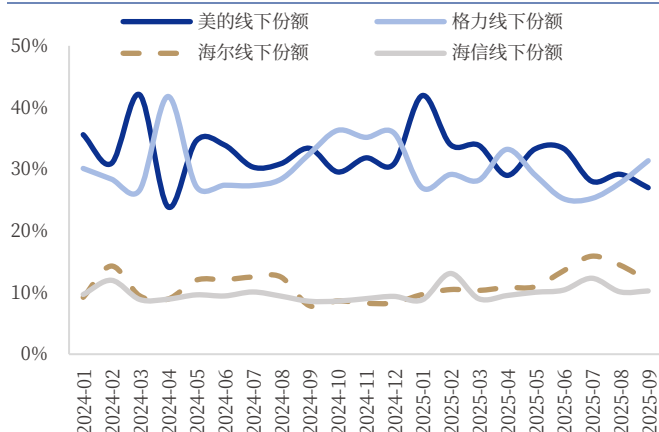
图17: 空调线上零售市场零售额监测 (月度)



资料来源: AVC, 中国银河证券研究院

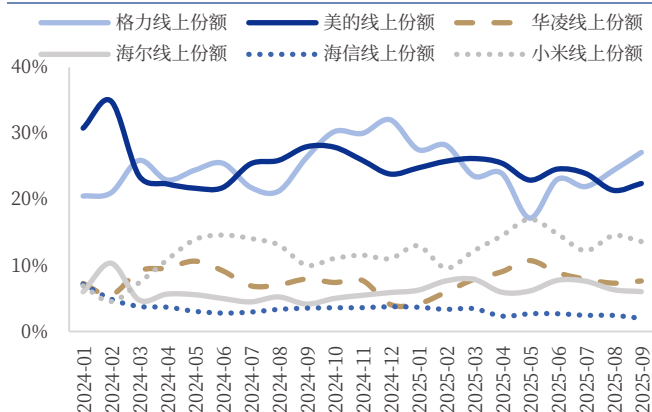


图18: 空调线下零售市场主要品牌零售额份额 (月度)



资料来源: AVC, 中国银河证券研究院

图19: 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

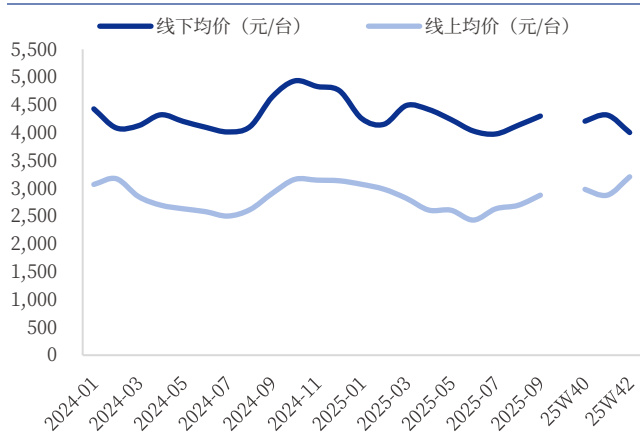
## (二) 618 价格战结束后, 家用空调线上均价改善

1) 空调线下市场零售均价 4-7 月持续下行, 7 月为 3978 元/台, 较 4 月下滑 10%; 8 月均价开始回暖, 8/9 月均价为 4132/4300 元; 10 月均价先涨后跌, 第三周为 4003 元/台。线上市场零售均价年初以来逐月下降, 自 618 后开始改善, 7/8/9 月均价分别环比+8.3%/+2.4%/+6.8%, 10 月价格继续上涨至第三周均价达 3207 元/台。

2) 小米品牌自 2024Q3 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 后线上零售均价回升, 25W42 (10.13-10.19) 达到 2457 元/台, 较 6 月均价+13.1%。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。

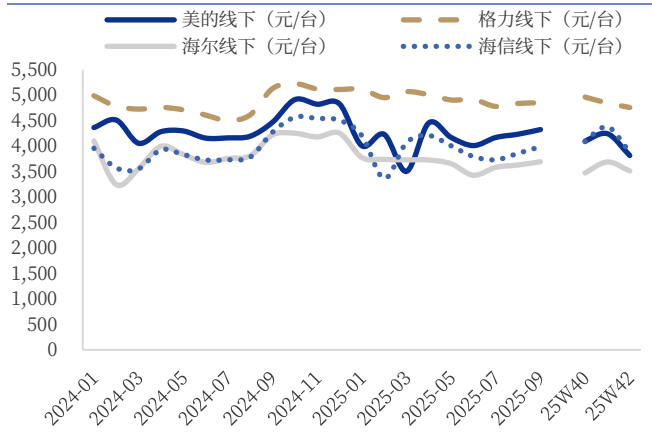
3) 2019-2021 年空调零售市场竞争激烈。2022-2024 年美的、格力注重提升盈利能力, 空调行业竞争格局转好, 在此期间空调二三线公司普遍利润率提升, 市场份额提升。本轮价格下降, 是美的借助华凌品牌提升市场份额导致。但 618 之后竞争压力明显缓和, 25W42 (10.13-10.19) 华凌线上零售均价已达到 2359 元/台, 较 6 月均价+14.9%, 其余品牌线上零售均价均有不同程度的改善。

图20: 空调线下、线上零售均价



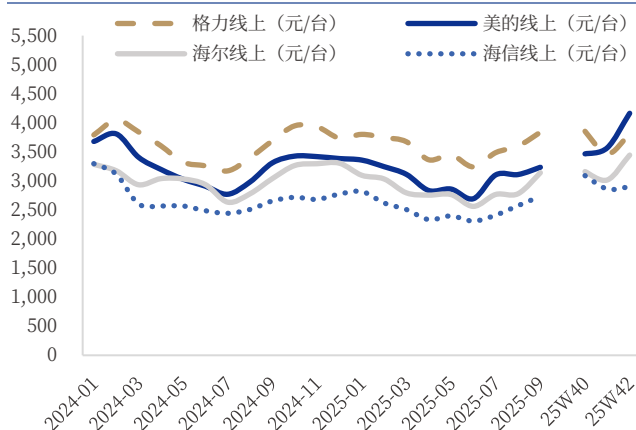
资料来源: AVC, 中国银河证券研究院 (25W42 指 25.10.13-10.19, 依次类推)

图21: 空调线下零售市场各品牌零售均价



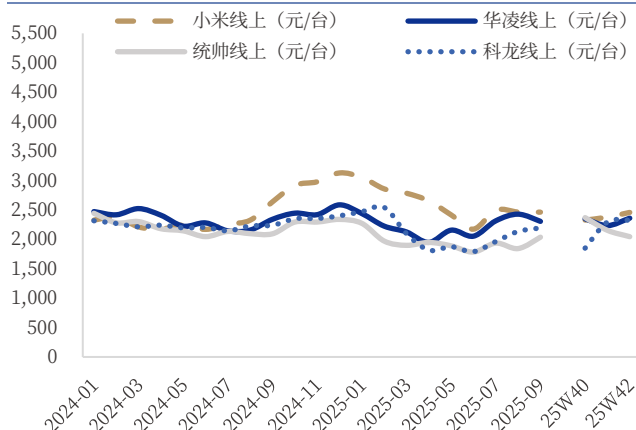
资料来源: AVC, 中国银河证券研究院 (25W42 指 25.10.13-10.19, 依次类推)

图22: 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 (25W42 指 25.10.13-10.19, 依次类推)

图23: 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 (25W42 指 25.10.13-10.19, 依次类推)

### (三) 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

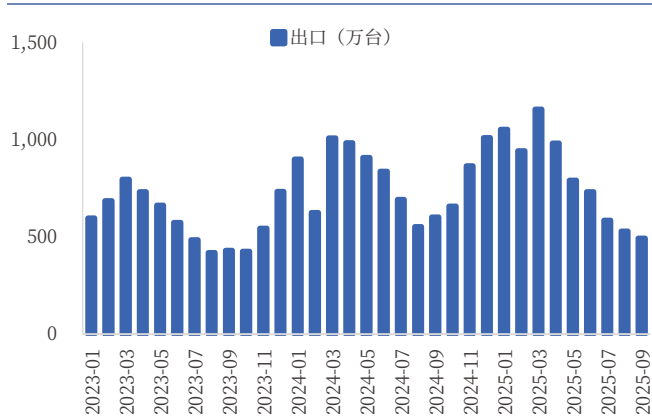
1) 产业在线数据, 2025年9月空调出口出货量493.5万台, 同比-18.1%; 10/11/12月家用空调出口排产较去年同期出口实绩-9.4%/-6.6%/-1.2%, 继续反映了美国订单转移到海外, 出口同比基数偏高的预期。

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。

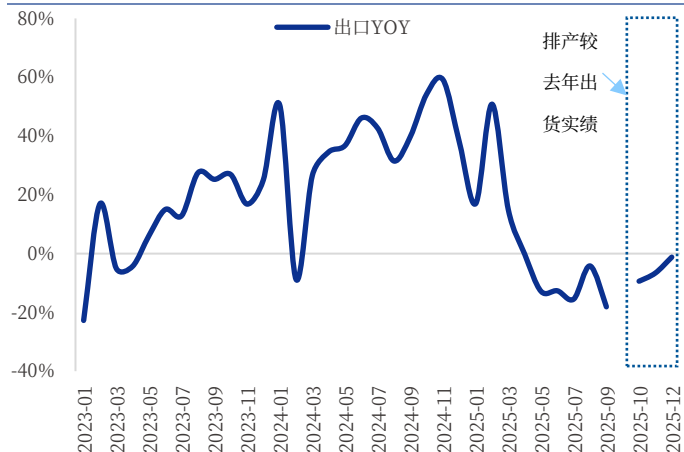
4) 新兴市场国家以及欧洲地区空调渗透率低, 由于全球多年出现高温, 空调出口多年来高增长, 特别是2024年, 目前有一定的渠道库存存在去化中。但渗透率提升的趋势, 以及全球气候变暖的趋势未变。

图24: 家用空调出口出货量 (月度)



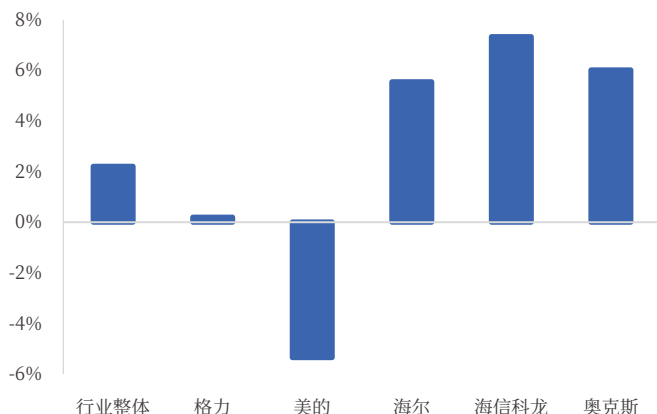
资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

图25: 家用空调出口出货量及排产同比增速 (月度)



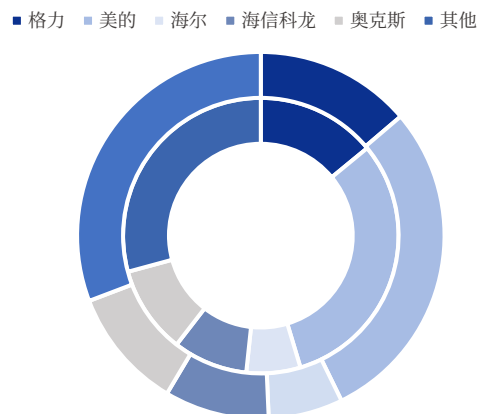
资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

图26: 家用空调主要公司出口出货量增速 (25Q1-3)



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, 25/24Q1-3)



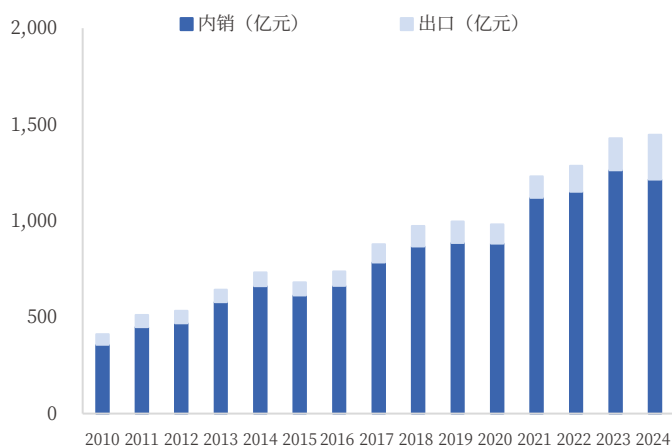
资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

#### (四) 中央空调内销有压力，但出口保持增长

**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 1-8 月中央空调内销规模为 774 亿元，同比下降 8.2%，其中 8 月同比-0.9%，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。

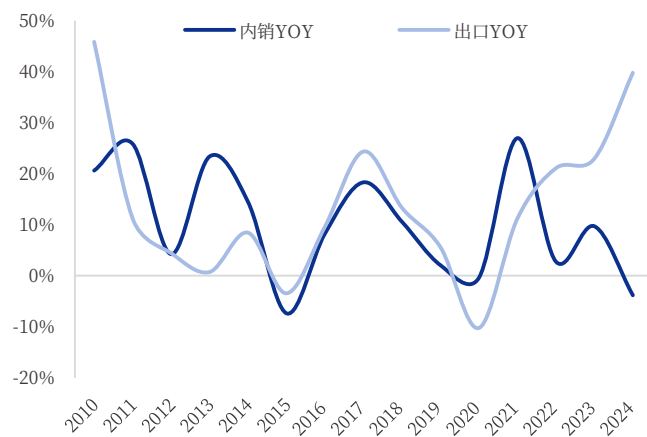
**中国企业全球竞争力提升，份额提升带动出口近年较好增长。**产业在线数据，2024 年中央空调出口额达 232 亿元，同比增长 39.8%；2025 年 1-8 月，出口销售额达 168 亿元，同比增长 16.7%，其中 8 月同比-4.8%。

图28: 中央空调内销、出口规模 (年度)



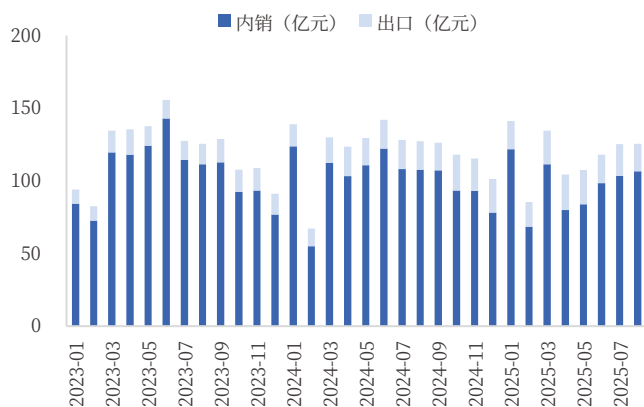
资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

图29: 中央空调内销、出口规模同比增速 (年度)



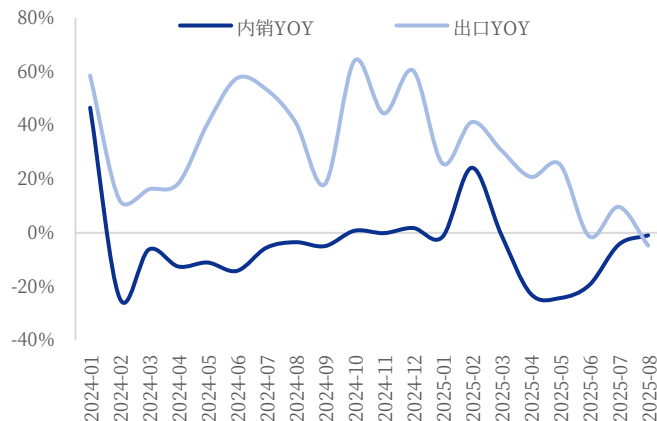
资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

图30: 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31: 中央空调内销、出口规模同比增速 (月度)



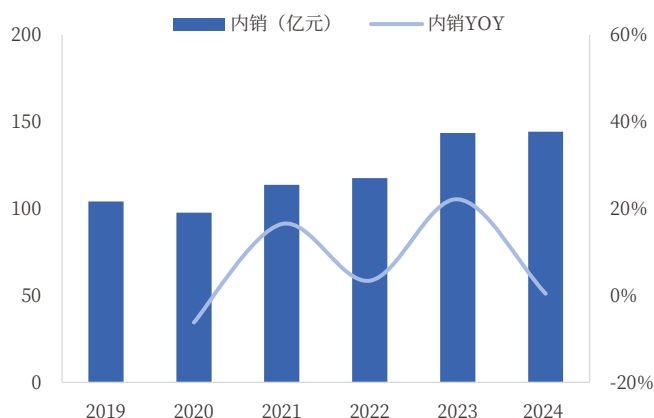
资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

### (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 1-8 月内销额达 92 亿元, 同比-8.6%, 其中 8 月同比-9.6%。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。

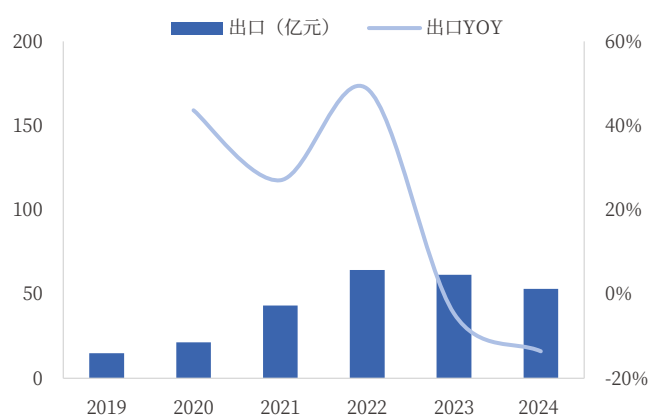
**出口方面**, 欧洲热泵补贴政策的剧烈波动, 导致热泵出口过去两年面临大力度去库存周期。2024 年下半年起, 欧美热泵逐步走出去库周期, 单月增速逐步改善。由于同比基数偏低, 2025 年 1-8 月热泵出口同比增长 22.5%。展望未来, 预计随着欧洲部分国家补贴重启, 热泵出口有望延续改善。

图32: 热泵内销规模及同比增速 (年度)



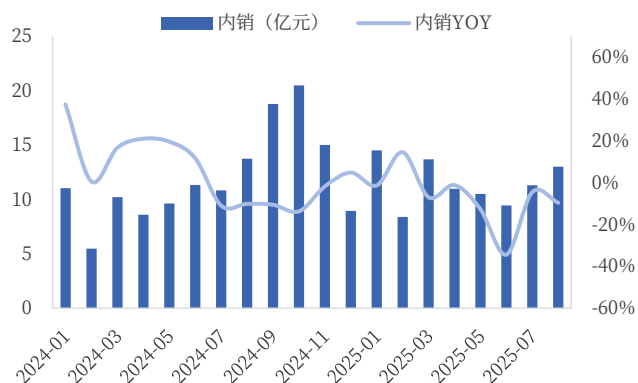
资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

图33: 热泵出口规模同比增速 (年度)



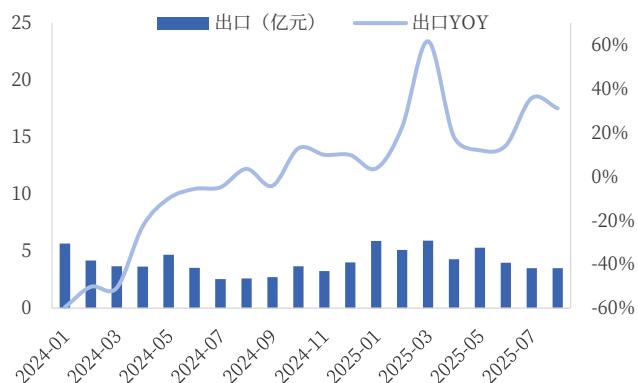
资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

图34：热泵内销规模及同比增速（月度）



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图35：热泵出口规模及同比增速（月度）



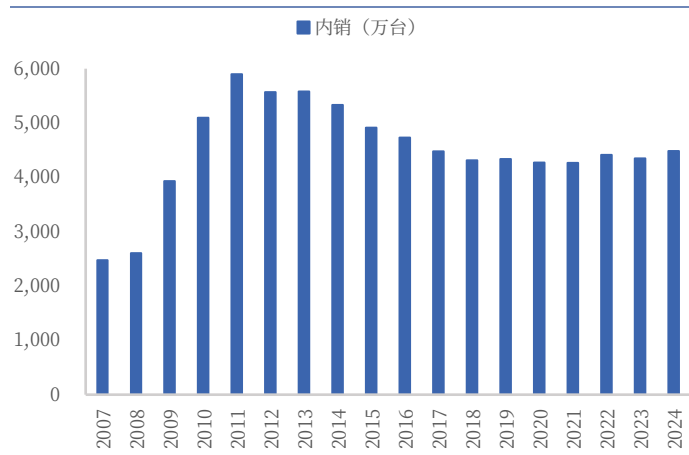
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

### 三、冰洗：内销以更新需求为主

#### （一）内销以更新需求为主，销量多年处于一平台

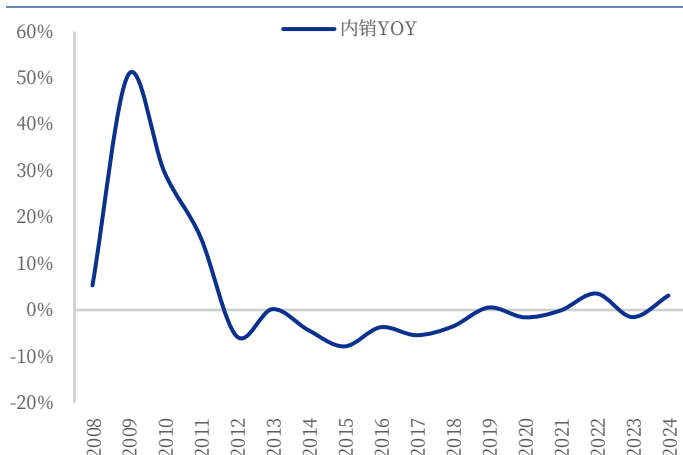
冰箱市场需求长期以更新为主，十多年前由于家电下乡出现过销售高峰。2019-2024 年期间冰箱内销量处于较为稳定的平台，时有小幅下滑或小幅增长。2024 年，受家电国补政策和以旧换新政策的推动，下半年起冰箱内销市场复苏，全年国内销量实现 3.1% 正增长（产业在线）。

图36：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

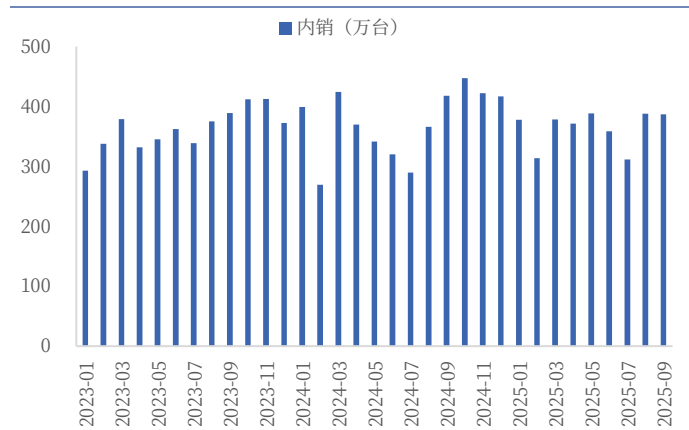
图37：冰箱内销出货量同比增速（年度）



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

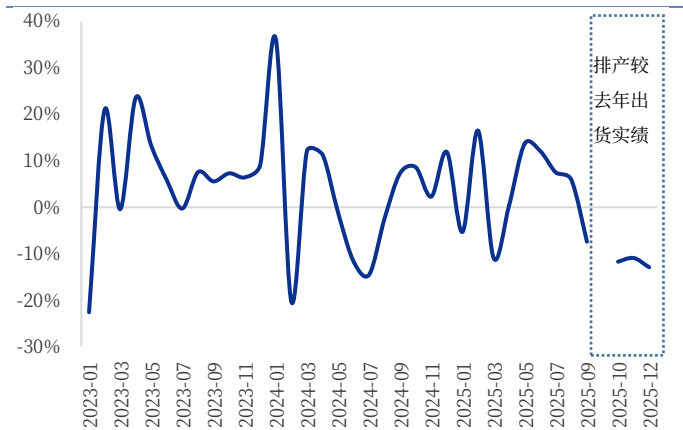
产业在线数据，2025 年 10~12 月冰箱内销排产较去年出货实绩分别同比-11.7%、-10.9%、-12.9%，较 23 年出货实绩分别同比-10.5%、-3.4%、-1.3%。

图38：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

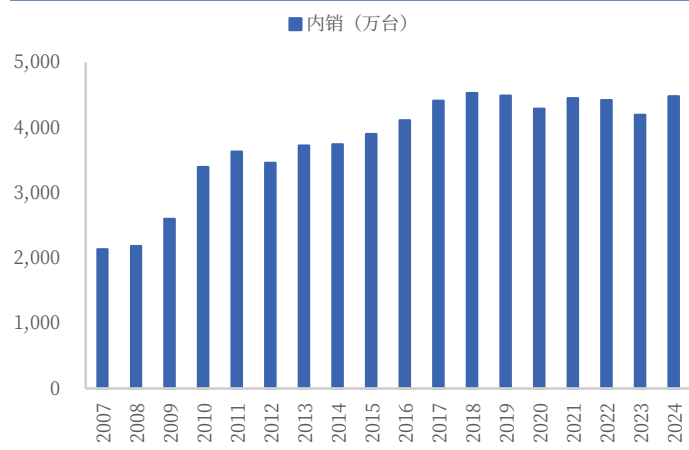
图39：冰箱内销出货量同比增速及排产情况（月度）



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

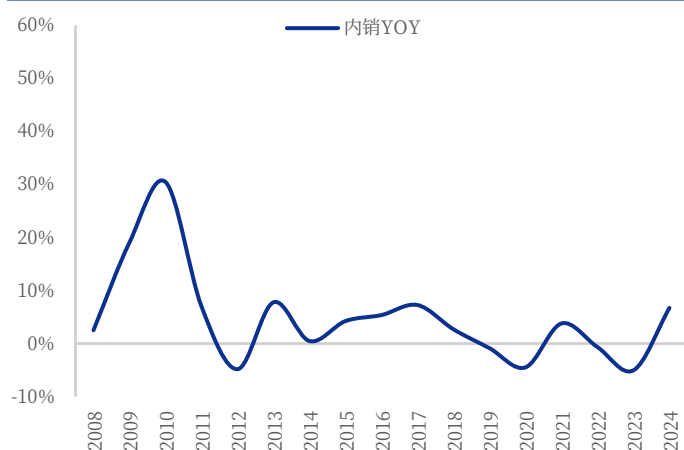
洗衣机销量情况与空调类似，得益于以旧换新政策有效激活了潜在需求，叠加消费者偏好高品质、高效产品推动产品结构升级，2024 年洗衣机内销累计达 4482 万台，同比增长 6.7%，创近年来最好增速。

图40: 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

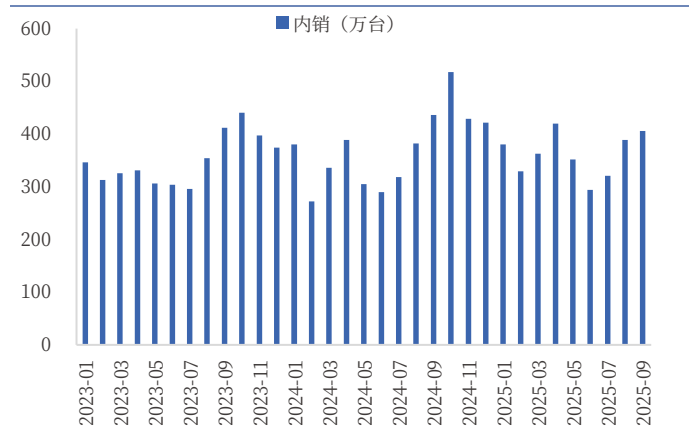
图41: 洗衣机内销出货量同比增速 (年度)



资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

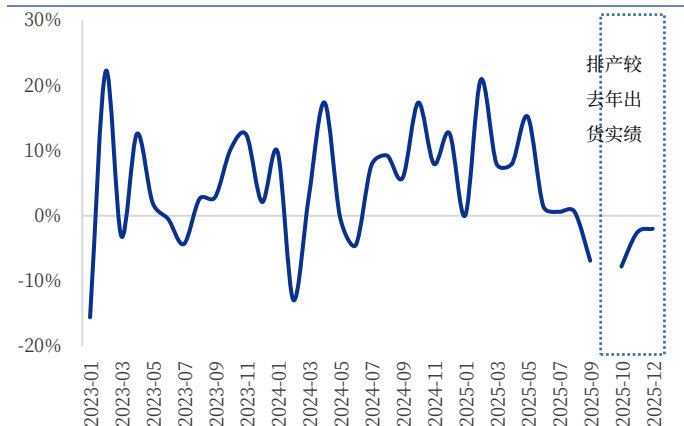
产业在线数据, 2025 年 10~12 月洗衣机内销排产较去年出货实绩分别同比-7.8%、-2.6%、-2%，较 23 年出货实绩分别同比-8.8%、+26.8%、+12.4%。2025H2 预计洗衣机内销出货量约 2428 万台，同比-3%；2025 全年内销出货量预计 4566 万台，同比+2%。

图42: 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43: 洗衣机内销出货量同比增速及排产情况 (月度)

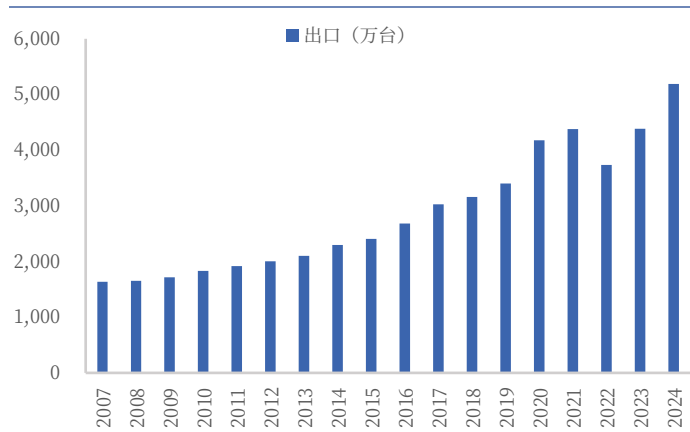


资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

## (二) 冰洗出口后续存在压力

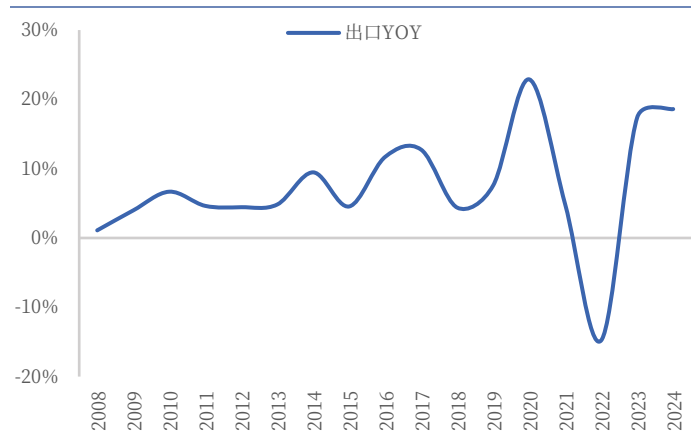
我国家电企业积极实现全球化布局，叠加近年来新兴市场国家需求释放明显，2024 年我国冰箱出口出货量增长 18.6%，表现较为亮眼。

图44：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

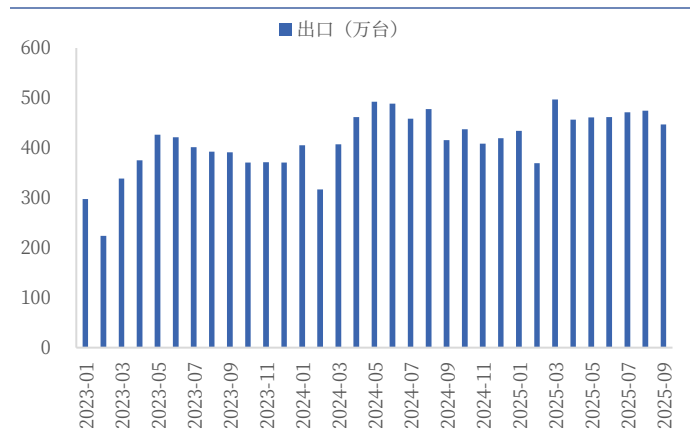
图45：冰箱外销出货量同比增速（年度）



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

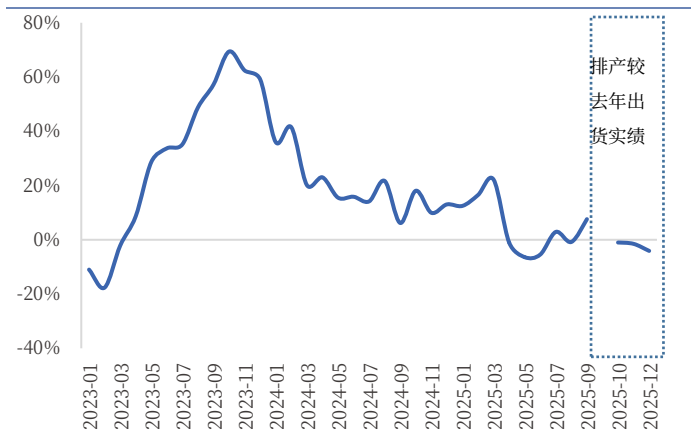
产业在线数据，2025年10~12月冰箱出口排产较去年出货实绩分别同比-1%、-1.5%、-4.1%。

图46：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

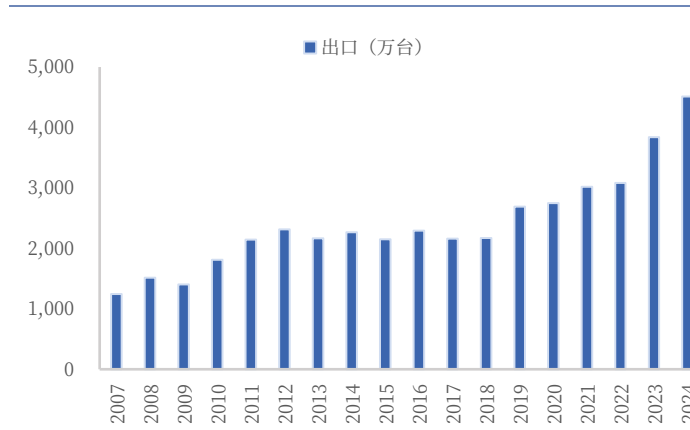
图47：冰箱外销出货量同比增速及排产情况（月度）



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

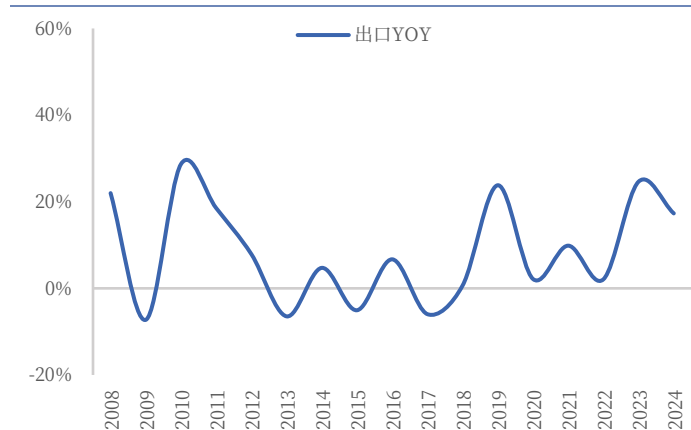
我国洗衣机在技术、成本和批量化生产等方面具备优势，叠加海外市场的关税担忧促使商家提前备货，2024年出口出货量达4511万台，同比增长17.3%。

图48：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49：洗衣机外销出货量同比增速（年度）

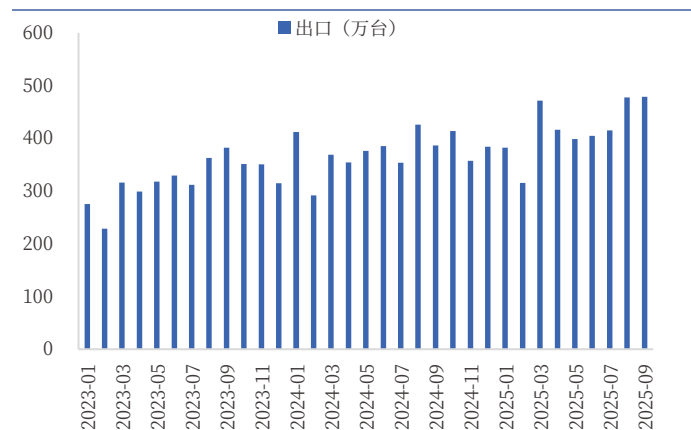


资料来源：产业在线，中国银河证券研究院



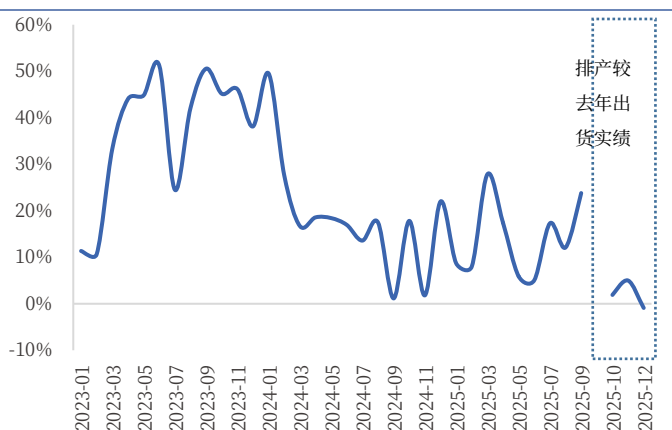
产业在线数据, 2025 年 10~12 月洗衣机出口排产较去年出货实绩分别同比+1.9%、+5%、-0.9%。  
2025H2 预计洗衣机出口出货量约 2336.9 万台, 同比+1%; 2025 全年出口出货量预计 4725.7 万台, 同比+5%。

图50: 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51: 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

## 四、投资建议

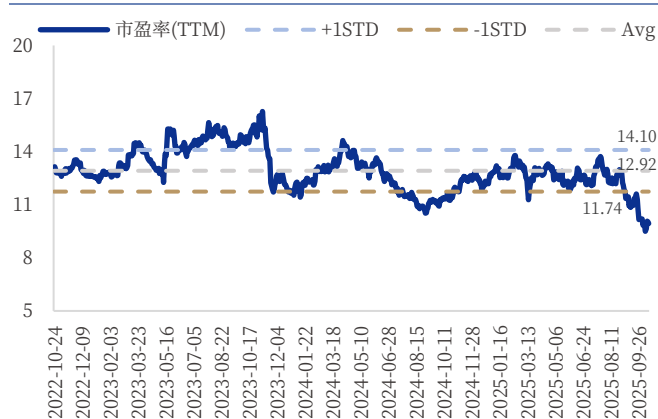
我们预计公司 2025-2027 年营业总收入分别为 4594/4915/5259 亿元，分别同比 +12.3%/+7%/+7%，归母净利润 457/507/559 亿元，分别同比 +18.5%/+11.1%/+10.3%，EPS 分别为 5.94/6.6/7.28 元每股，当前股价对应 P/E 为 12.5/11.3/10.2 倍，维持“推荐”评级。

表4：主要财务指标预测

|            | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业总收入(百万元) | 409,084 | 459,403 | 491,460 | 525,908 |
| 收入增速       | 9.5%    | 12.3%   | 7.0%    | 7.0%    |
| 归母净利润(百万元) | 38,537  | 45,653  | 50,700  | 55,936  |
| 利润增速       | 14.3%   | 18.5%   | 11.1%   | 10.3%   |
| 分红率        | 69.3%   | 70.0%   | 70.0%   | 70.0%   |
| 毛利率        | 26.4%   | 26.9%   | 27.1%   | 27.5%   |
| 摊薄 EPS(元)  | 5.02    | 5.94    | 6.60    | 7.28    |
| PE         | 14.83   | 12.52   | 11.28   | 10.22   |

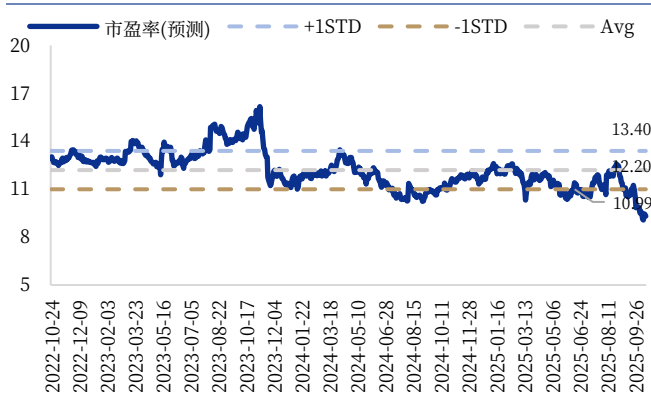
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图52：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53：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 | 404,238 | 443,665 | 479,349 |
| 现金         | 140,410 | 156,472 | 186,635 | 212,835 |
| 应收账款       | 35,799  | 37,002  | 39,584  | 42,358  |
| 其它应收款      | 2,077   | 3,261   | 3,489   | 3,733   |
| 预付账款       | 3,686   | 5,051   | 5,389   | 5,737   |
| 存货         | 63,339  | 58,309  | 62,206  | 66,229  |
| 其他         | 143,751 | 144,143 | 146,363 | 148,457 |
| 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 | 619,071 | 656,971 | 690,300 |
| 流动负债       | 351,820 | 350,467 | 370,683 | 383,439 |
| 短期借款       | 31,009  | 39,430  | 45,925  | 45,925  |
| 应付账款       | 92,800  | 84,794  | 90,461  | 96,311  |
| 其他         | 228,011 | 226,243 | 234,298 | 241,204 |
| 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 | 372,608 | 391,662 | 404,434 |
| 少数股东权益     | 10,917  | 11,009  | 11,110  | 11,223  |
| 归属母公司股东权益  | 216,750 | 235,455 | 254,198 | 274,643 |
| 负债和股东权益    | 604,352 | 619,071 | 656,971 | 690,300 |

| 现金流量表(百万元) | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|------------|---------|---------|---------|---------|
| 经营活动现金流    | 60,512  | 42,059  | 60,602  | 67,080  |
| 净利润        | 38,757  | 45,745  | 50,802  | 56,048  |
| 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  | -915    | -1,468  | -1,571  |
| 营运资金变动     | 20,202  | -5,643  | 3,092   | 3,139   |
| 其他         | -802    | -5,112  | -555    | 63      |
| 投资活动现金流    | -87,902 | -3,588  | -2,565  | -4,107  |
| 资本支出       | -6,879  | -5,838  | -5,985  | -5,678  |
| 长期投资       | -85,000 | 1,200   | 1,840   | 0       |
| 其他         | 3,977   | 1,051   | 1,580   | 1,571   |
| 筹资活动现金流    | 22,698  | -22,410 | -27,873 | -36,773 |
| 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  | -27,831 | -33,368 | -36,773 |
| 现金净增加额     | -4,769  | 16,061  | 30,164  | 26,199  |

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 | 459,403 | 491,460 | 525,908 |
| 营业成本     | 299,585 | 334,187 | 356,522 | 379,579 |
| 税金及附加    | 2,120   | 2,233   | 2,389   | 2,557   |
| 销售费用     | 38,754  | 42,079  | 44,526  | 47,647  |
| 管理费用     | 14,506  | 15,551  | 16,147  | 17,279  |
| 研发费用     | 16,233  | 17,838  | 19,083  | 20,420  |
| 财务费用     | -3,329  | -3,351  | -3,522  | -4,145  |
| 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   | 3,434   | 4,164   | 4,456   |
| 营业利润     | 46,394  | 54,471  | 60,621  | 67,026  |
| 营业外收入    | 500     | 481     | 495     | 510     |
| 营业外支出    | 204     | 494     | 494     | 494     |
| 利润总额     | 46,690  | 54,458  | 60,623  | 67,043  |
| 所得税      | 7,933   | 8,713   | 9,821   | 10,995  |
| 净利润      | 38,757  | 45,745  | 50,802  | 56,048  |
| 少数股东损益   | 220     | 91      | 102     | 112     |
| 归属母公司净利润 | 38,537  | 45,653  | 50,700  | 55,936  |
| EBITDA   | 51,184  | 57,933  | 64,583  | 70,999  |
| EPS（元）   | 5.02    | 5.94    | 6.60    | 7.28    |

| 主要财务比率    | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入增长率  | 9.5%   | 12.3%  | 7.0%   | 7.0%   |
| 营业利润增长率   | 15.1%  | 17.4%  | 11.3%  | 10.6%  |
| 归母净利润增长率  | 14.3%  | 18.5%  | 11.1%  | 10.3%  |
| 毛利率       | 26.4%  | 26.9%  | 27.1%  | 27.5%  |
| 净利率       | 9.5%   | 10.0%  | 10.4%  | 10.7%  |
| ROE       | 17.8%  | 19.4%  | 19.9%  | 20.4%  |
| ROIC      | 11.5%  | 12.7%  | 13.2%  | 13.7%  |
| 资产负债率     | 62.3%  | 60.2%  | 59.6%  | 58.6%  |
| 净资产负债率    | 165.5% | 151.2% | 147.6% | 141.5% |
| 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   | 0.75   | 0.77   | 0.78   |
| 应收账款周转率   | 11.86  | 12.57  | 12.78  | 12.78  |
| 应付账款周转率   | 3.62   | 3.76   | 4.07   | 4.06   |
| 每股收益      | 5.02   | 5.94   | 6.60   | 7.28   |
| 每股经营现金流   | 7.88   | 5.47   | 7.89   | 8.73   |
| 每股净资产     | 28.21  | 30.64  | 33.08  | 35.74  |
| P/E       | 14.83  | 12.52  | 11.28  | 10.22  |
| P/B       | 2.64   | 2.43   | 2.25   | 2.08   |
| EV/EBITDA | 10.11  | 8.75   | 7.47   | 6.42   |
| PS        | 1.40   | 1.25   | 1.17   | 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，并不构成对客户的投资咨询建议，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