

美的集团 (000333.SZ)

2026 年 01 月 16 日

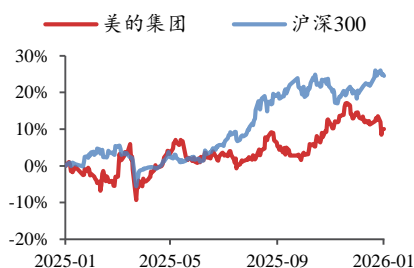
美的集团 ToB 业务拆分报告 (1): 智能建筑科技——内销抢外资份额+液冷需求旺盛, 外销空间广阔

投资评级：买入（维持）

——公司深度报告

日期	2026/1/16
当前股价(元)	77.31
一年最高最低(元)	83.17/66.02
总市值(亿元)	5,874.63
流通市值(亿元)	5,293.85
总股本(亿股)	75.99
流通股本(亿股)	68.48
近 3 个月换手率(%)	31.18

股价走势图



数据来源：聚源

吕明（分析师）

lvming@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

马宇轩 (联系人)

mavuxuan@kysec.cn

证书编号: S0790125050029

蒋奕峰（联系人）

jiangvifeng@kysec.cn

证书编号: S0790124070039

●美的智能建筑科技业务有望持续带动公司利润持续增长，维持“买入”评级

美的集团整体经营业绩稳健，ToB 业务深度布局多个高潜力赛道，培育新增长曲线，盈利能力持续向好。由于 2025Q4 美的落实对收购公司的并表与整合，推进库卡欧洲人员优化，预计将给公司带来一次性计提的费用，我们下调全年盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 440.5/477.1/531.0 亿元（前值为 447.4/485.3/539.1 亿元），对应 EPS 为 5.8/6.3/7.0 元，当前股价对应 PE 为 13.3/12.3/11.0 倍。考虑到公司 ToB 业务尚处高增阶段，且预计未来仍有可观的成长潜力，利润提升空间大，当前估值低于可比公司平均值，维持“买入”评级。

● 中央空调内销：液冷制冷设备需求旺盛，美的具备磁悬浮技术优势

美的有望凭以磁悬浮离心机为代表的产品矩阵，在千亿级中央空调市场中持续提升市占率，把握液冷等新兴产业趋势带来的可观增量空间。(1) 政策端：节能降碳政策密集出台，美的磁悬浮离心机组等高效节能产品渗透率快速提升，有望逐步替代螺杆机等常规冷水机组；(2) 供给端：国产中央空调品牌的产品矩阵不输外资。美的可提供数智建筑全栈方案，并凭借电梯与楼控软件等形成差异化优势；(3) 需求端：增量市场，数据中心液冷建设催生制冷设备需求有望快速释放，美的具备完善产品矩阵，与多个头部客户合作；存量市场，老旧更新市场空间有望接力扩容，美的凭借全栈解决方案有望推动市占率攀升。

● **中央空调外销：海外需求向好且存结构性机会，美的整合收购加速全球化**

美的通过“自有+并购”模式持续构建品牌矩阵，外销市场份额加速提升。外销方面国内品牌在户式产品占据优势，大型冷水机组则由外资企业主导。分地区看，亚洲疫后旅游业、基建投资增长拉动成长，中东地区数据中心制冷设备市场空间可观；欧洲能源危机后经济温和复苏，供暖市场中热泵景气度高；北美数据中心需求带动大型冷水机组中空调需求激增。美的收购并整合 Arbnioa 与 Clivet 等品牌，渠道、产品技术与产能，品牌矩阵进一步完善，欧洲、北美、东南亚区域渠道进一步拓展，全球化步伐持续加速。

● **热泵：高温工业热泵市场供需两旺，美的前瞻性布局抢占行业先机**

美的精准把握热泵向工业领域拓展的发展趋势，前瞻性布局高温工业热泵产品，有望凭借自研磁悬浮压缩机优势占据先发地位。高温工业热泵较工业锅炉更加清洁节能，2025 年 3 月多部门联合发布政策明确推动工业领域热泵应用，重点拓展石油化工、纺织、食品加工等行业应用场景。美的依托深厚的磁悬浮技术储备，自研自产超高温工业热泵产品，以技术壁垒构建差异化竞争优势。

● **风险提示：**需求下滑风险；原材料价格波动风险；海外业务开拓不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	372,037	407,150	455,553	492,442	531,840
YOY(%)	8.2	9.4	11.9	8.1	8.0
归母净利润(百万元)	33,720	38,537	44,051	47,713	53,097
YOY(%)	14.1	14.3	14.3	8.3	11.3
毛利率(%)	25.7	26.4	26.0	26.3	26.4
净利率(%)	9.1	9.5	9.7	9.7	10.1
ROE(%)	19.4	17.0	18.0	17.9	18.1
EPS(摊薄/元)	4.44	5.07	5.80	6.28	6.99
P/E(倍)	17.4	15.2	13.3	12.3	11.0
P/B(倍)	3.6	2.7	2.5	2.3	2.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

1 / 55

目 录

1、美的智能建筑科技：多元化产品矩阵覆盖多场景需求，驰骋万亿级全球智能建筑科技市场	6
1.1、ToB 业务成为重要增长引擎，楼宇科技盈利能力突出	6
1.2、以中央空调为抓手打造全场景产品矩阵，转型智慧楼宇综合解决方案供应商	7
2、中央空调内销：节能高效产品站上风口，利好美的等中央空调龙头提升份额	10
2.1、市场现状：中央空调内销千亿级市场长期趋势向好，阶段性承压	10
2.2、竞争格局：国产品牌跃居第一梯队，长尾市场依然可观	13
2.3、行业趋势：政策引导中央空调向节能高效方向发展，行业供需两端均存在结构性新兴机遇	14
2.3.1、政策端看点：绿色降碳政策频出，催生节能高效中央空调增量市场	14
2.3.2、供给端看点：头部国产品牌产品矩阵不输进口，美的以电梯与智能化系统等产品服务协同形成差异化优势	19
2.3.3、需求端看点之一：液冷数据中心对制冷系统的需求高增，美的具备以磁悬浮离心机组为核心的高效节能产品方案	21
2.3.4、需求端看点之二：四千亿老旧中央空调更新市场蓄势待发，更换节能省电的新型中央空调成为主动选择	26
3、中央空调外销：海外需求持续向好，美的整合收购欧洲本土品牌补充品类+拓展渠道	29
3.1、亚洲：东南亚市场基建投资复苏增长，中东市场数据中心建设有望进一步扩容制冷设备市场空间	30
3.2、欧洲：能源危机后温和复苏，美的通过并购切入欧洲供暖广阔市场	34
3.3、北美洲：数据中心需求带动大型冷水机组中央空调需求激增	39
4、热泵：高温工业热泵市场供需两旺，美的前瞻性布局抢占行业先机	42
4.1、热泵概况：热泵是一种清洁供热装置，目前以户用空气源热泵为主	42
4.2、热泵市场现状：欧洲区域外销短期承压，内销集中度稳中有升	43
4.3、热泵行业看点：高温工业热泵市场方兴未艾，政策+市场双驱动下有望演绎工业锅炉替代逻辑	45
4.4、公司看点：把握行业发展趋势，美的磁悬浮高温工业热泵走在行业前列	49
5、盈利预测	51
6、风险提示	52
附：财务预测摘要	53

图表目录

图 1：美的集团 ToC 与 ToB 业务共同全面发展	6
图 2：2021 年至 2025H1 公司 ToB 业务持续增长，智能建筑科技业务增速明显（亿元）	7
图 3：2021 年至 2025H1 公司 ToB 业务收入占比整体稳步提升	7
图 4：近年来公司智能建筑科技业务持续稳健增长	7
图 5：公司智能建筑科技业务毛利率领先其他业务	7
图 6：2017-2027E 全球智能建筑科技市场规模及增速	8
图 7：美的智能建筑科技业务的多品牌业务矩阵	9
图 8：公司智能建筑科技业务定位为楼宇建筑智慧生态集成方案服务商	9
图 9：美的拥有齐全的暖通产品线，有望及时把握科技迅速发展的时代趋势下涌现的新兴机遇	9
图 10：2024 年中国中央空调市场规模达 1447 亿元，2020 年至 2024 年 CAGR 达 10.2%	10
图 11：2024 年中国户式/大型冷水机组中央空调内销市场规模分别为 921/294 亿元	11
图 12：2020 至 2024 年中国内销市场大型冷水机组中央空调的占比约 25%	11
图 13：2020 年至 2024 年，多联机、离心式冷水机组等细分品类的增长相对较快（含外销，亿元）	11
图 14：2022 年至 2024 年精装修配套在中央空调的占比有所下滑	12

图 15: 2024 年中央空调各细分应用内销额的市场份额对比.....	12
图 16: 2023 年至 2024 年中央空调市场分区域的销售占比情况.....	12
图 17: 2024 年户式/大型冷水机组分区域的内销额占比情况.....	12
图 18: 近年来国产中央空调品牌的市占率逐步提升.....	13
图 19: 美的、海信日立、格力占据央空内销份额前三.....	13
图 20: 大型冷水机组市场竞争格局比较分散, 国产份额仅 39.3% (2024 年内销口径)	14
图 21: 户式市场竞争格局相对集中且由国产厂商占据主导.....	14
图 22: 城镇居住与公共建筑是建筑运行碳排放的主要来源.....	16
图 23: 空调用电占建筑整体用电量的比例达 30~40%.....	16
图 24: 磁悬浮轴承利用磁力使转子悬浮, 避免机械接触摩擦, 减少能量损耗, 提升效率, 降低运行噪音, 延长设备寿命	17
图 25: 相比普通离心机组, 磁悬浮离心机组在多方面有明显优势.....	17
图 26: 新版《热泵和冷水机组能效限定值及能效等级》规定的热泵和冷水机组的能效等级	17
图 27: 2020-2024 年中国磁悬浮离心机组中央空调市场规模稳步增长.....	18
图 28: 磁悬浮离心机组的份额提升, 常规冷水机组的份额相应的明显降低.....	18
图 29: 海尔、美的同处磁悬浮离心机组第一梯队, 合计份额超过 50%, 美的增速领先.....	18
图 30: 美的磁悬浮平台全栈家族阵列	19
图 31: 数据中心基础设施所需的制冷系统包括机房空调和中央空调等多种制冷设备	21
图 32: 2024 年中国数据中心市场规模达 2773 亿元.....	22
图 33: 2020 至 2028E 中国数据中心精密空调市场规模 CAGR 预计达 17.7%.....	22
图 34: 数据中心机架密度超过 20 kW 时需要采用液冷方案.....	22
图 35: 制冷系统的能耗占比仅次于 IT 设备, 是数据中心降低 PUE 值的重要突破口	23
图 36: 不同冷却方式的 PUE 略有不同, 液冷、冷冻水等多种类型的 PUE 值较低.....	23
图 37: 2030 年全球数据中心液冷市场规模有望增长至 178 亿美元.....	23
图 38: 2026 年全球数据中心液冷渗透率有望增长至 40%	23
图 39: 液冷系统中 CDU 与室外冷源起到关键的热量传递作用	24
图 40: 2030 年全球 CDU 市场空间有望高速增长到 30.8 亿美元	24
图 41: 室外冷源中的冷水机组为液冷系统提供低温冷冻水.....	24
图 42: 风液混合系统制冷架构示意图	24
图 43: 开利的数据中心热管理系统解决方案示意图.....	25
图 44: 开利数据中心业务收入预计将快速增长.....	25
图 45: 2005-2014 年央空存量市场累计规模占比接近半数, 2010-2014 年间增速较快	27
图 46: 十年前及以上央空存量市场中的工程类项目占比相对家装类更高.....	27
图 47: 央空存量市场以氟系统和冷水机类型为主.....	27
图 48: 央空存量市场中外资品牌占据领先地位.....	27
图 49: 2025H1 中国空调出口 59.1 亿美元 (+6.5%)	29
图 50: 2020-2024 年大型冷水机组中央空调出口同比增速整体优于户式.....	29
图 51: 2024 年大型冷水中央空调出口占比 31.9% (+2.5pct)	29
图 52: 2024 年中央空调亚洲出口规模 138.0 亿元 (+39.7%)	30
图 53: 中东人工智能市场规模有望增长至 1682 亿美元.....	33
图 54: 中东数据中心制冷市场空间有望大幅扩容.....	33
图 55: 2033 年中东地区暖通空调市场规模有望稳步增长至 190 亿美元.....	33
图 56: 美的楼宇科技在 2025 年沙特阿拉伯五大行业展览会(BIG5)中展出的暖通空调.....	34
图 57: 2024 年欧洲户式中央空调出口金额 30.6 亿元 (+51.0%)	35
图 58: 欧洲 CDD 大致自北向南递增, 大部分低于 165	36

图 59: 欧洲 HDD 大致自北向南递减, 大部分高于 1000	36
图 60: 欧盟以及部分欧洲主要国家的 HDD 均远大于 CDD	36
图 61: 当前欧洲主要国家的供暖方式中以采暖锅炉为主	37
图 62: 2012 至 2024 年欧洲主要 19 国热泵销量持续增长	37
图 63: 2010 至 2024 年欧洲热泵的供暖渗透率整体呈现稳步提高趋势	37
图 64: 欧洲热泵年销量较高的法、意、德、西等国的家庭热泵保有量仍然处于较低水平	38
图 65: 展望 2035 年, 欧洲热泵渗透率有望持续提升, 抢占其他供暖系统的份额	38
图 66: 美的欧洲品牌矩阵进一步完善	39
图 67: 2024 年北美大型冷水机组中央空调出口金额 9.5 亿元 (+456.5%)	40
图 68: 热泵的工作原理示意图	42
图 69: 2020 至 2024 年中国热泵市场规模 (亿元)	43
图 70: 2020 至 2024 年中国空气源热泵市场规模 (亿元)	43
图 71: 2020-2024 年中国空气源热泵内销市场规模 (亿元)	44
图 72: 2020-2024 年中国空气源热泵出口市场规模 (亿元)	44
图 73: 2024 年中国空气源热泵的出口区域以欧洲为主	44
图 74: 2022 年来欧洲空气源热泵销售量下滑是全球热泵销量承压的重要因素	44
图 75: 中国空气源热泵行业主流品牌国内销售规模区间	45
图 76: 中国空气源热泵整体集中度较高	45
图 77: 工业热泵根据供热温度的分类示意图	45
图 78: 工业热泵制备热水 (热风) 流程图	46
图 79: 工业热泵制备蒸汽流程图	46
图 80: 工业热泵的 COP 与温度提升 (ΔT) 负相关, 即随着热泵输出温度的提升 COP 将急剧下降	46
图 81: 高温工业热泵市场规模近年来逆势高增	47
图 82: 工业热泵整体渗透率仍然极低	47
图 83: 《推动热泵行业高质量发展行动方案》发布支持工业热泵发展	48
图 84: 美的超高温单机双级变频离心工业热泵	50
图 85: 美的超高温双级磁悬浮水蒸气压缩机	50
表 1: 中央空调市场头部效应明显, 存在大量市占率低个位数的中小品牌长尾市场	13
表 2: 近两年, 有关节能降碳、“两新”政策和能效标准密集出台, 推动中央空调行业向更高能效、更绿色低碳的方向发展	15
表 3: 建筑用电的能耗和碳排放占比较高, 建筑运行用电碳排放占整体能源相关的比例达 14%	16
表 4: 各主流中央空调品牌的产品品类矩阵一览	20
表 5: 央空不同细分品类的竞争格局	20
表 6: 美的楼宇科技在数据中心制冷系统方面拥有完善的产品矩阵	26
表 7: 美的对多座建筑中的老旧中央空调系统进行了更新, 大幅提升了能效	28
表 8: 亚洲户式中央空调市场美的占据明显优势	31
表 9: 亚洲户式中央空调多联机产品应用加速	31
表 10: 北美科技巨头在中东各国积极投资建设数据中心	32
表 11: 欧洲户式中央空调海尔份额加速提升	35
表 12: 欧洲户式中央空调多联机产品占比持续增长	35
表 13: 北美户式中央空调市场美的占据明显优势	40
表 14: 北美大型冷水机组中央空调离心式产品应用加速	40
表 15: 热泵的分类和内销规模及占比增速 (2024 年)	43
表 16: 化工、食品、纺织和石油煤炭等工业部门中 80℃ 以上高温热泵供热潜力十分可观	47

表 17: 高温工业热泵改造燃气锅炉的案例显示, 高温热泵凭借节能高效属性具备有吸引力的投资回收期	49
表 18: 预计 2025-2027 年公司营业收入同比分别+12%/+8%/+8%	51
表 19: 美的集团当前股价对应 PE 为 13.3/12.3/11.0 倍, 估值低于可比公司均值	52

1、美的智能建筑科技：多元化产品矩阵覆盖多场景需求，驰骋万亿级全球智能建筑科技市场

1.1、ToB 业务成为重要增长引擎，楼宇科技盈利能力突出

美的集团近年 ToB 转型发展迅速，多业务板块并驾齐驱。美的集团创立于 1968 年，过去长期以 ToC 的家电业务为最核心的收入利润来源，随着 2017 年收购德国机器人公司库卡，2016 年至 2021 年逐步确立智能家居事业群、工业技术事业群、楼宇科技事业部、机器人与自动化事业部、数字化创新业务等五大业务板块，逐步加快 ToB 端业务的发展速度。通过多年来积极的横向收并购与延伸优势空冰洗产业链上游，当前公司已成长为一覆盖智能家居、新能源及工业技术、智能建筑科技、机器人与自动化、健康医疗、智慧物流等业务的全球领先的科技集团，已建立起 ToC 与 ToB 齐头并进、协同发展的全面业务矩阵。

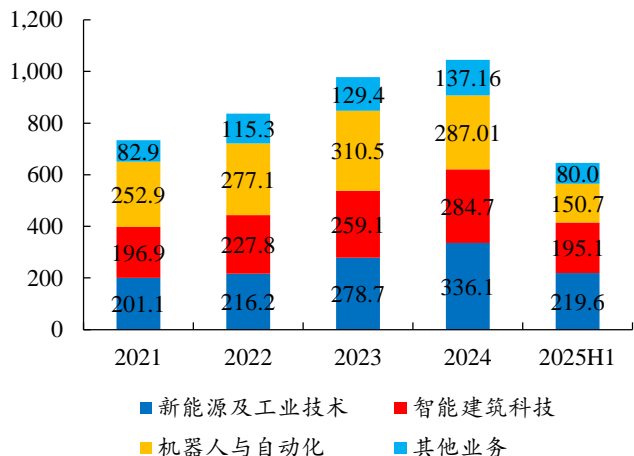
图1：美的集团 ToC 与 ToB 业务共同全面发展



资料来源：美的集团官网

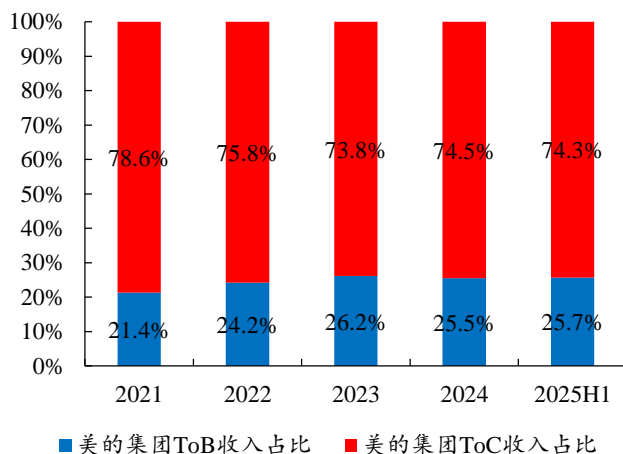
财务指标方面，公司 ToB 业务收入持续增长，占比稳步提升至约 26%。2021 年至 2024 年公司 ToB 业务收入从 733.8 亿元增长到 1045.0 亿元，2021 年至 2024 年 CAGR 达 12.5%，同期公司整体收入 CAGR 为 6.0%，B 端收入增速显著快于 C 端。占比方面，公司 ToB 业务收入占比从 2021 年的 21.4% 增长至 2025H1 的 25.7%，B 端收入的发展成果斐然。细分业务来看，2021 年至 2024 年，ToB 业务中新能源及工业技术/智能建筑科技/机器人与自动化/其他业务（医疗、物流等）分别从 201.1/196.9/252.9/82.9 亿元增长至 336.1/284.7/287.0/137.2 亿元，CAGR 分别为 18.7%/13.1%/4.3%/18.3%。

图2：2021 年至 2025H1 公司 ToB 业务持续增长，智能建筑科技业务增速明显（亿元）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

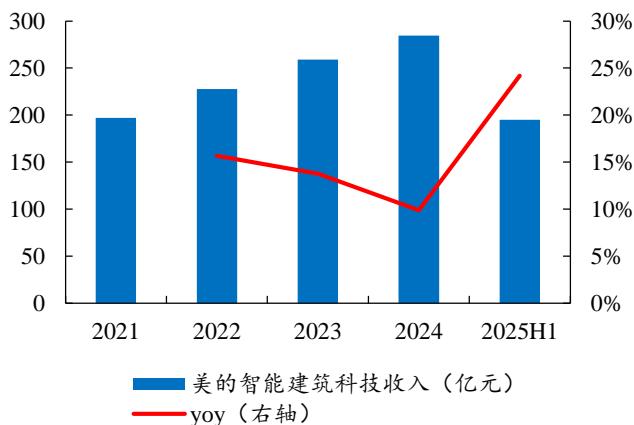
图3：2021 年至 2025H1 公司 ToB 业务收入占比整体稳步提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

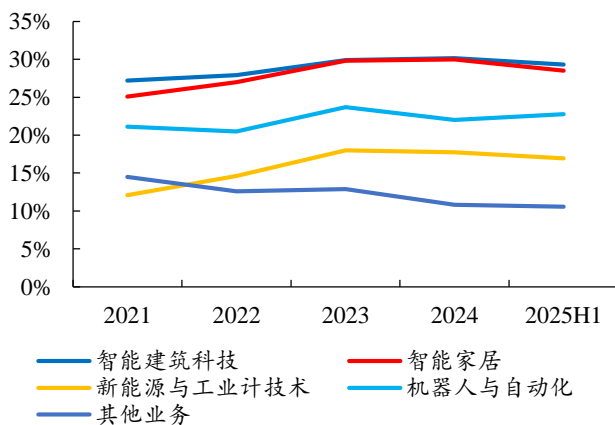
智慧楼宇业务具备高盈利能力+高增速，是公司 ToB 业务的重要基石。当前，公司智慧楼宇业务主要以中央空调产品为主，电梯和楼控软件系统等为辅，整体增速十分可观。2021 年至 2024 年，公司智能建筑科技业务收入从 196.9 亿元增长到 284.7 亿元，CAGR 为 13.1%，高于公司整体和 ToB 端业务的复合增速。具备较高收入增速的同时，智能建筑科技业务的盈利能力也非常优秀。毛利率方面，2021 年至 2025H1 智能建筑科技业务的毛利率分别为 27.2%/27.9%/29.9%/30.2%/28.5%，显著高于新能源与工业技术、机器人与自动化等其他 ToB 业务 5-10pct 以上，略高于 ToC 的智能家居业务。考虑到 ToC 业务通常需要更高的销售费用用作营销推广，综合来看，智能建筑科技业务预计是公司净利率水平最高的业务，拥有最强的盈利能力。

图4：近年来公司智能建筑科技业务持续稳健增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图5：公司智能建筑科技业务毛利率领先其他业务



数据来源：公司公告、开源证券研究所

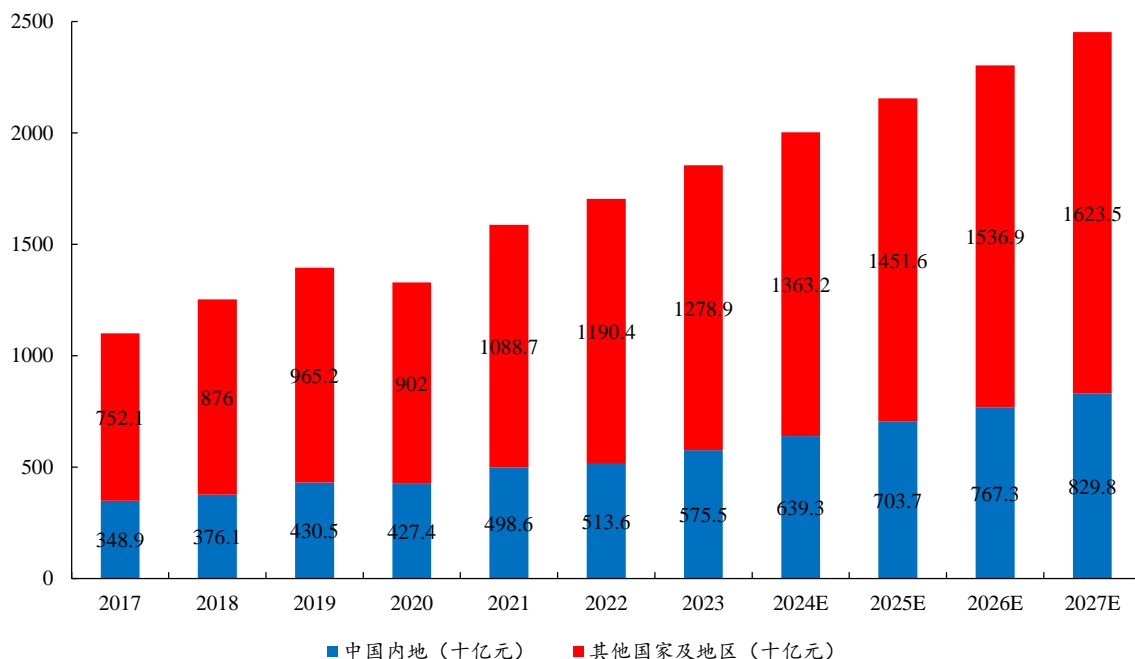
1.2、以中央空调为抓手打造全场景产品矩阵，转型智慧楼宇综合解决方案供应商

智能建筑科技市场是万亿级的大市场，公司市占率提升空间十分广阔。市场空间：根据弗若斯特沙利文数据，2023 年全球智能建筑科技市场规模达 18544 亿元，其中中国内地/其他国家及地区分别为 5755/12789 亿元。增速方面，中国内地/其他国家及地区预计在 2023-2027E 间 CAGR 分别为 9.6%/9.0%。整体来看，随着全球降碳

环保节能的大趋势延续，同时在城市化建设与存量节能更新需求的共同驱动下，智能建筑科技行业有望在万亿级别的充足容量下依然维持持续稳健的增长。

竞争格局：根据弗若斯特沙利文数据，中国内地的智能建筑科技市场相对分散，前五大公司市占率合计约 17.8%，市场参与者总数超过 50000 家。2023 年公司智能建筑科技收入在中国内地排名第五，市场份额为 2.7%。商用空调方面，美的 2023 年在中国内地的市场份额为 14.3%，排名第一；在全球的市场份额为 6.6%，排名第五。综合来看，公司智能建筑科技业务的市占率仍然处于较低水平，未来提升的空间仍然非常广阔。

图6：2017-2027E 全球智能建筑科技市场规模及增速



数据来源：美的集团港股招股书，弗若斯特沙利文、开源证券研究所

公司智能建筑科技业务已形成多品牌、多品类的丰富产品矩阵，成功转型成为智慧楼宇综合解决方案供应商。公司的智能建筑科技业务主要包括暖通空调、电梯、楼宇建筑智能化（楼控）和综合能源管理等多种产品和服务，覆盖工业、医院、基建、园区、商业、酒店、学校等场景，综合定位为楼宇建筑智慧生态集成方案服务商。（1）品牌方面，公司形成了美的 Midea（主品牌）、MDV（氟机中央空调品牌）、鲲禹（冷水机组品牌）、CLIVET（高端中央空调品牌）、LINVOL 领沃（电梯品牌）、菱王（货梯品牌）、TOSHIBA 东芝（电梯品牌）、iBUILDING（楼宇数字化平台）和美控智慧建筑（楼控软件）等多品牌矩阵，提供丰富完善的多品类产品和服务。（2）产品方面，美的拥有暖通行业全产品线，覆盖小型建筑空调、中大型建筑空调、特殊建筑及设备用空调、室内机及空气处理等全场景中央空调产品，从中央空调供应商成功转型成为智慧楼宇综合解决方案供应商，有望及时把握科技迅速发展的时代趋势下涌现的新兴机遇。

图7: 美的智能建筑科技业务的多品牌业务矩阵



资料来源：美的集团官网

图8：公司智能建筑科技业务定位为楼宇建筑智慧生态集成方案服务商



资料来源：美的集团官网

图9: 美的拥有齐全的暖通产品线, 有望及时把握科技迅速发展的时代趋势下涌现的新兴机遇

中央空调
产品类型

示意图（部分）

中央空调
产品类型

示意图（部分）

小型建筑
空调



小型建筑空调示意图

中大型建
筑空调



中大型建筑空调示意图

特殊建筑
及设备用
空调



特殊建筑及设备用空调示意图

室内机及
空气处理



室内机及空气处理示意图

资料来源：美的集团楼宇科技官网、开源证券研究所

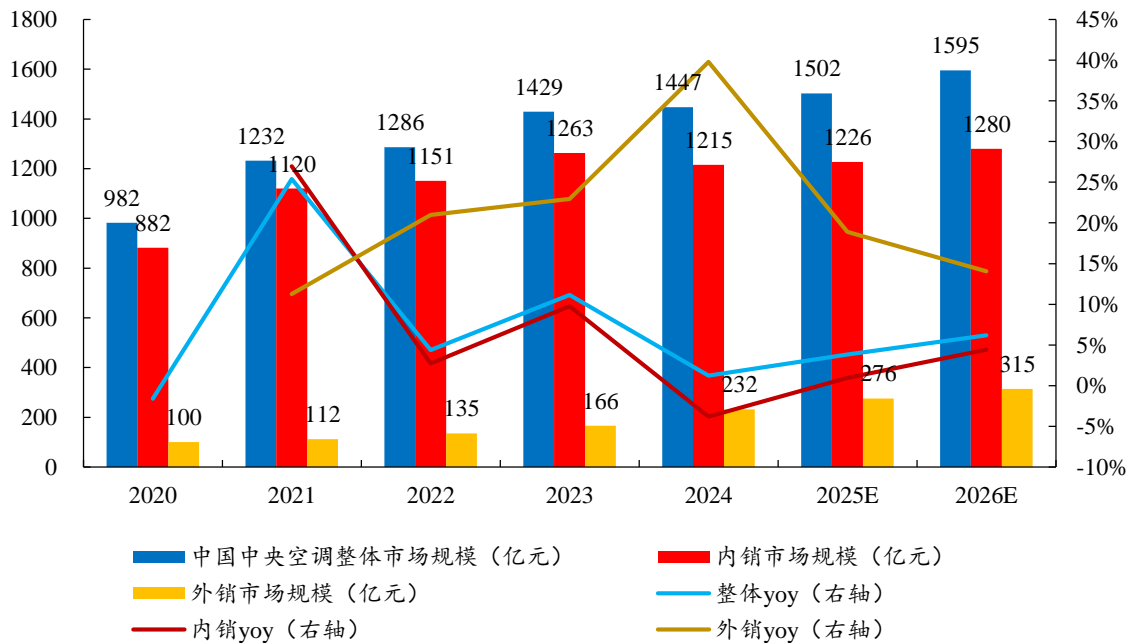
美的集团具备提供高效节能、品类完整、覆盖暖通与电梯楼控等硬软件的综合实力，有望依托在空调领域的技术积淀，以中央空调为抓手，切入智能建筑科技市场。本文将围绕智能建筑科技业务中的核心产品中央空调和热泵，展开论述美的集团智慧楼宇业务板块的业绩成长潜力，并持续看好其为美的集团 ToB 业务的贡献长期稳健的利润增量。同时，美的有望在中央空调等优势品类基础上不断迭代升级，成长为全球首屈一指的智能建筑综合解决方案供应商。

2、中央空调内销：节能高效产品站上风口，利好美的等中央空调龙头提升份额

2.1、市场现状：中央空调内销千亿级市场长期趋势向好，阶段性承压

中国中央空调市场近年来呈现稳步发展态势，2024 年市场规模达 1447 亿元，同比+1.2%。根据产业在线数据，2020-2024 年中国中央空调整体市场（含外销）规模从 982 亿元增长至 1447 亿元，年复合增长率达 10.2%。其中，2024 年中央空调内销市场规模达 1215 亿元，同比下降 3.8%，市场规模扩张速度小幅承压，主要系房地产市场深度调整持续、工程市场投资规模收缩等不利因素影响，整体市场需求依然疲软。而外销市场景气度相对较高，2022 年至 2024 年市场规模从 100 亿元逐步增长到 232 亿元，CAGR 达 23.4%，国产中央空调厂商加快了布局海外市场的节奏，凭借营销体系的完善和产品需求的深度挖掘，中央空调外销增长潜力有望不断释放。预计 2025-2026 年中央空调整体市场规模将在外部环境的压力中继续增长，内外销协同驱动行业前行，稳步发展。

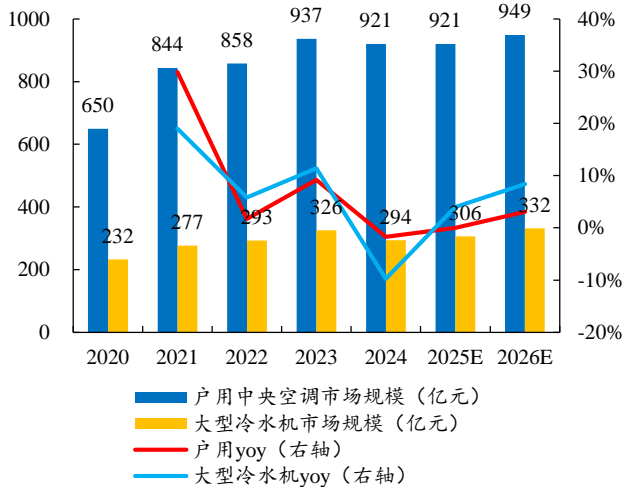
图10：2024 年中国中央空调市场规模达 1447 亿元，2020 年至 2024 年 CAGR 达 10.2%



数据来源：产业在线、开源证券研究所

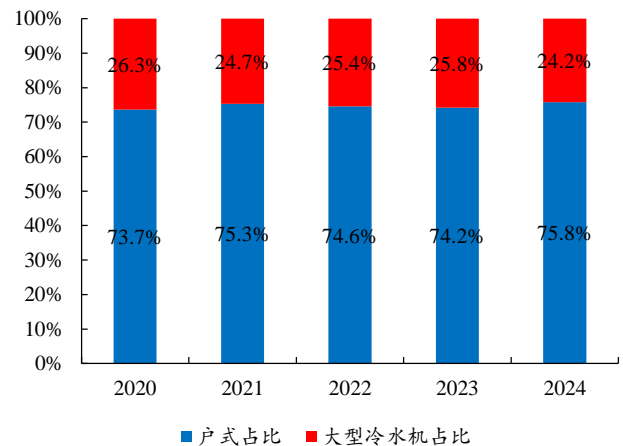
分大类来看：户用/大型冷水机组的市场规模整体呈现振荡上升趋势，二者的占比虽有波动但保持稳定水平。根据产业在线数据，2024 年中国内销市场中户式中央空调/大型冷水机组市场规模分别为 921/294 亿元，2020-2024 年户式中央空调市场规模从 650 亿元增长至 921 亿元，CAGR 达 9.1%，大型冷水机组从 232 亿元增长至 294 亿元，CAGR 达 6.1%。2020 年至 2024 年，大型冷水机组市场规模占比在 25% 上下波动，2024 年户式中央空调/大型冷水机组中央空调占比分别为 75.8%/24.2%，大型冷水机组占比虽有波动，但市场规模随行业发展逐步扩大，其 2024 年占比小幅下降。此外，部分工程商规避高垫资、长回款项目，致单体投资额相对较高的大型冷水机组市场相对承压。

图11：2024 年中国户式/大型冷水机组中央空调内销市场规模分别为 921/294 亿元



数据来源：产业在线、开源证券研究所

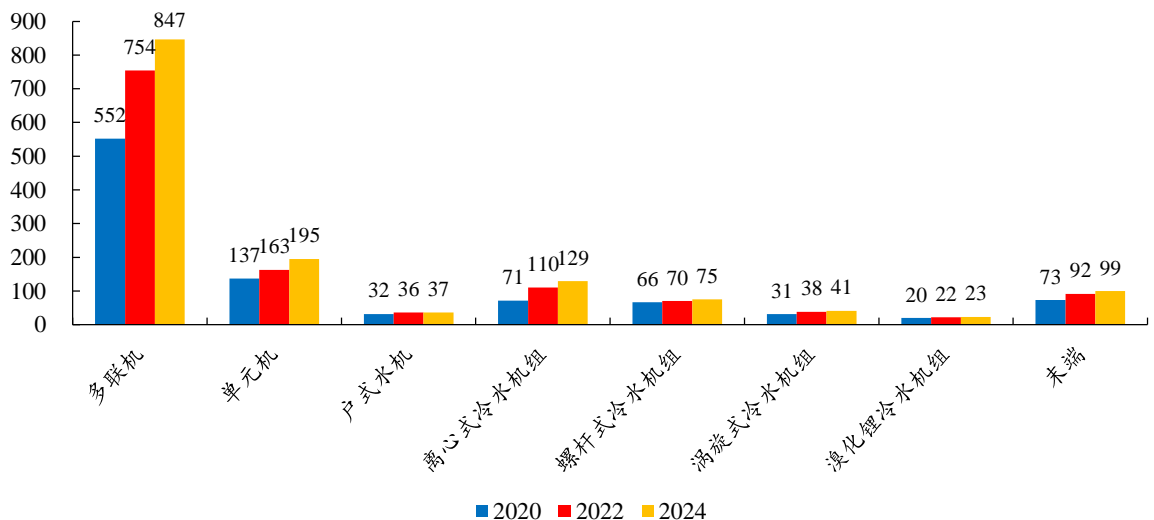
图12：2020 至 2024 年中国内销市场大型冷水机组中央空调的占比约 25%



数据来源：产业在线、开源证券研究所

分细分品类来看：多联机、离心式冷水机组的复合增速相对较快，分别驱动户式中央空调与大型冷水机组中央空调市场的增长。中央空调各细分品类中，多联机、离心式冷水机组等增长表现突出。根据产业在线数据，2020-2024 年，多联机整体市场规模从 552 亿元攀升至 847 亿元（含外销，下同），离心式冷水机组从 71 亿元增长到 129 亿元，二者均呈现稳步上扬态势。同期，单元机从 137 亿元增至 195 亿元，末端从 73 亿元提升至 99 亿元。多联机凭借较大基数与持续增长，在户式中央空调品类中占主导；离心式冷水机组虽基数相对小，但增长动能足，成为拉动大型冷水机组中央空调市场的重要力量。

图13：2020 年至 2024 年，多联机、离心式冷水机组等细分品类的增长相对较快（含外销，亿元）

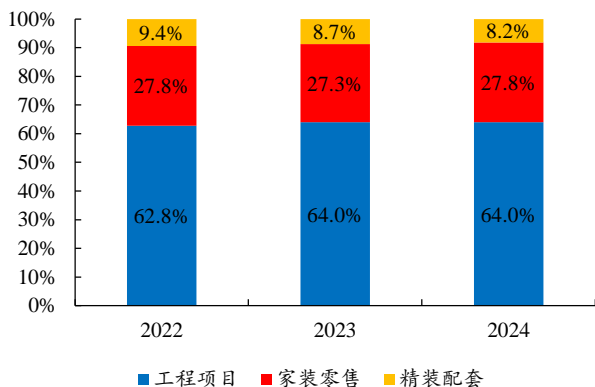


数据来源：产业在线、开源证券研究所

分应用场景来看：ToB 占据主导，其中工程项目占比超六成，精装修配套的市场份额承压。目前，B 端需求尤其是工程项目（如商务楼、酒店、工厂、政府场所、轨交等）是我国中央空调市场最核心的应用场景，近年来工厂项目占比稳定超六成。根据暖通家数据，2022 年至 2024 年，工程项目中央空调占比从 62.8% 增长至 64.0%。而受地产不景气冲击，房地产开发商资金周转紧张，精装修率下滑，进而使精装修配套央空的占比近年来持续下降，从 2022 年的 9.4% 下降至 2024 年的 8.2%。**同比变**

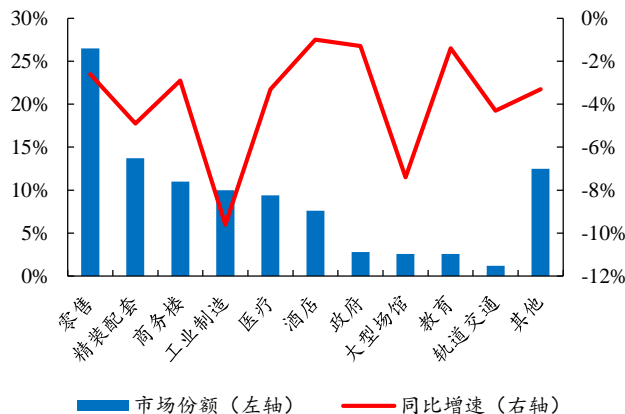
化方面，不同细分场景同比增速各有差异。根据产业在线数据，2024 年，按内销额计，零售场景同比增速为-2.6%，精装配套场景增速-4.9%，商务楼场景增速-2.9%，工业制造场景增速-9.6%，医疗场景增速-3.3%，酒店场景增速-1.0%，政府场景增速-1.3%，大型场馆场景增速-7.4%，教育场景增速-1.4%，轨道交通场景增速-4.3%，其他场景增速-3.3%，各细分应用场景增速均为负增长，不同场景下中央空调市场的需求呈现阶段性变化。

图14：2022 年至 2024 年精装修配套在中央空调的占比有所下滑



数据来源：暖通家、开源证券研究所

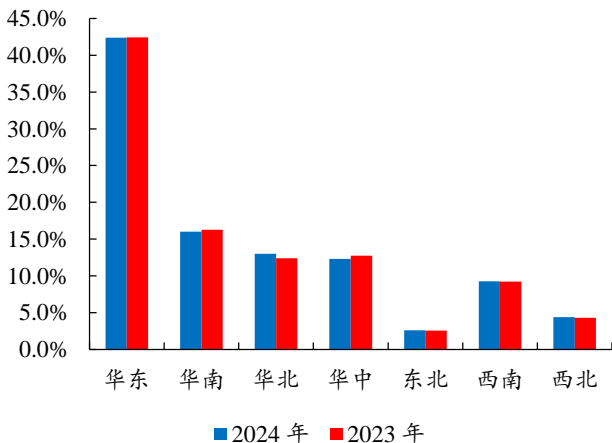
图15：2024 年中央空调各细分应用内销额的市场份额对比



数据来源：产业在线、开源证券研究所

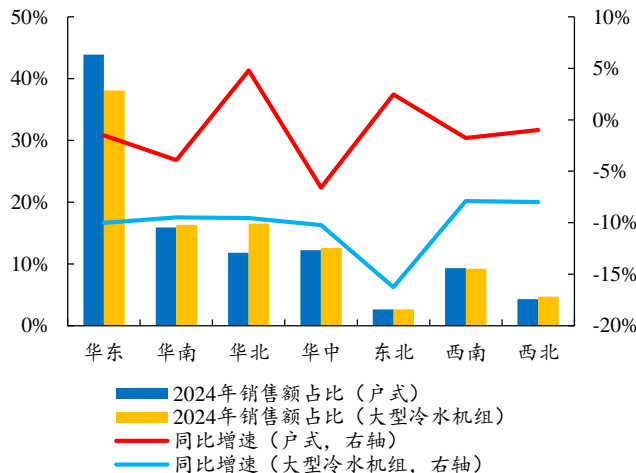
分区域来看：华东市场占据四成，华北市场表现相对较好。根据产业在线数据，中央空调内销额整体呈现以华东区域销售为主的区域分布格局，2024 年华东市场中央空调内销额占比达 42.4%。其中，户式与大型冷水机组中央空调在不同区域呈现各异表现。根据产业在线数据，（1）占比方面，2024 年，户式中央空调销售额华东区域占比为 43.9%、华南占比为 15.9%；大型冷水机组中央空调销售额华东区域占比为 38.1%、华南占比为 16.3%。（2）增长方面，2024 年户式中央空调华东市场内销额同比增速为-1.5%（下同）、华南市场为-3.9%，华北市场为+4.8%；大型冷水机组华东市场为-10.0%、华南市场为-9.5%，华北市场为-9.5%。

图16：2023 年至 2024 年中央空调市场分区域的销售占比情况



数据来源：产业在线、开源证券研究所

图17：2024 年户式/大型冷水机组分区域的内销额占比情况

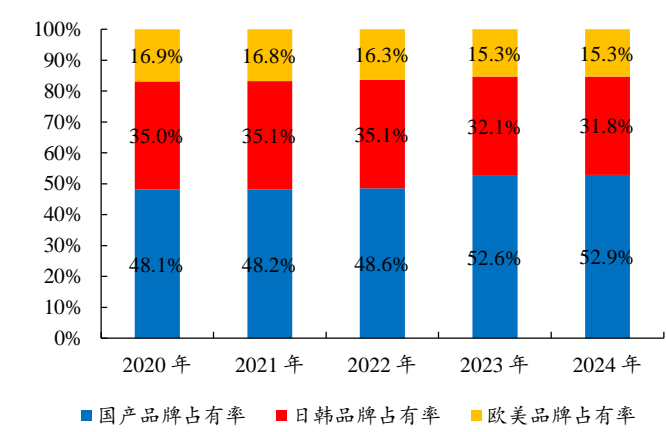


数据来源：产业在线、开源证券研究所

2.2、竞争格局：国产品牌跃居第一梯队，长尾市场依然可观

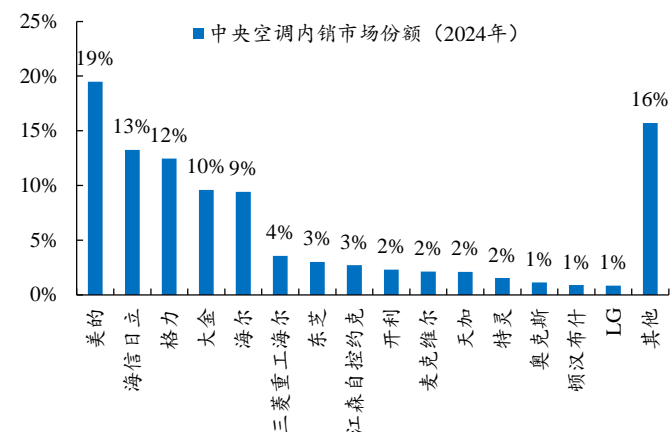
整体格局：国产份额持续提升至 52.9%，头部国产品牌跃居行业第一梯队。根据《中央空调市场》统计，在我国中央空调市场中，国产品牌/日韩品牌/欧美品牌的市场份额从 2020 年的 48.1%/35.0%/16.9%变化至 2024 年的 52.9%/31.8%/15.3%，分别+4.8pct/-3.2pct/-1.6pct，国产品牌的份额持续提升。国产份额的持续提升，背后是核心技术突破（如高端压缩机、热交换器等精密零部件）、政策红利（本土政府、企事业单位优先采购国产品牌）、市场策略创新（线上线下针对性积极营销）等多重因素的驱动结果。以美的、格力、海尔、海信日立等为代表的头部中央空调品牌已占据我国中央空调市场的主要市场份额。根据产业在线数据，2024 年我国中央空调内销市场中，美的、海信日立、格力位居前三，市占率分别为 19%、13%、12%。大金、海尔的市占率分别为 10%、9%，CR5 约 63%，并且 CR5 中仅一家非国产品牌，国产龙头公司的份额有较大领先优势。

图18：近年来国产中央空调品牌的市占率逐步提升



数据来源：V 客暖通网《中央空调市场》、开源证券研究所

图19：美的、海信日立、格力占据央空内销份额前三



数据来源：产业在线、开源证券研究所

当前，我国央空市场中仍然存在许多市占率极低的中小品牌，构成了可观的长尾市场，行业短期内承压有望促进竞争格局的新一轮洗牌。根据艾肯网《2024 年度中国中央空调市场报告》、V 客暖通网《中央空调市场》等资料显示，除几家头部品牌占据央空市场半壁江山之外，市场上仍然存在大量年销售额低于 30 亿元甚至低于 10 亿元的中小央空品牌，市占率不超过 2%，构成了可观的央空长尾市场。近年来央空景气度整体有所承压，头部品牌有望凭借更强的研发实力和资源整合能力，推动产品升级迭代，构建贴合市场的产品矩阵，并以规模优势和精细化运营能力下探并拓宽客群，综合来看或将对中小品牌形成强力冲击，马太效应下头部品牌的市占率有望进一步提升，行业格局有望继续优化。

表1：中央空调市场头部效应明显，存在大量市占率低个位数的中小品牌长尾市场

销售金额 (含外销，2024 年)	市场份额区间 (含外销，2024 年)	公司名称
200 亿元以上	>14%	美的、格力
100-200 亿元	7%~14%	大金、海信日立、海尔
30-100 亿元	2%~7%	东芝、麦克维尔、江森自控约克、天加、三菱重工海尔等
10-30 亿元	1%~2%	开利、申菱、约克 VRF、三菱重工、荏原、特灵、国祥、欧博、顿汉布什、TCL、奥克斯、EK、盾安、松下、LG、三星、同方、克莱门特、双良、三菱电机等

10 亿元以下

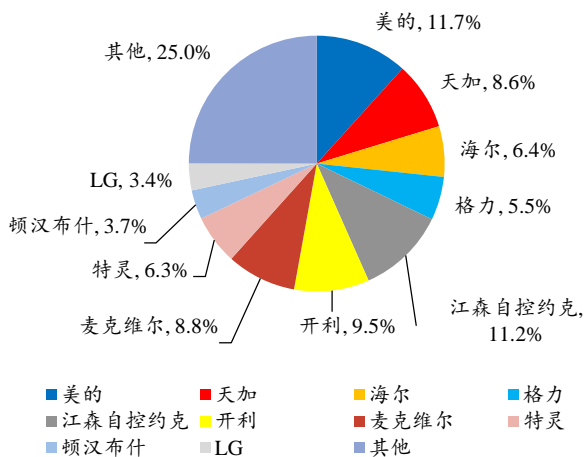
<1%

科龙、积微 GCHV、中广欧特斯、西屋康达、iCongo、富士通将军、远大、环都拓普、江森自控日立万宝、思科、Smardt、西屋空调、SFP、林内、A.O.史密斯等

资料来源：艾肯网《2024 年度中国中央空调市场报告》、V 客暖通网《中央空调市场》、开源证券研究所

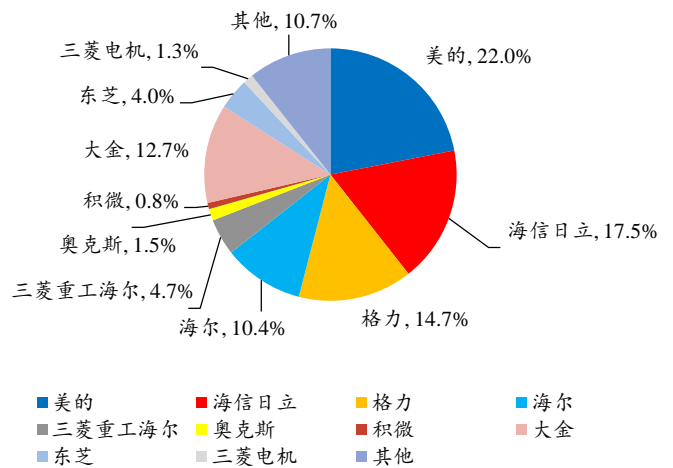
分户式/大型冷水机组大类来看：美的市场份额双双问鼎并加速赶超外资，大型冷水机组国产替代空间仍然广阔。(1) 大型冷水机组方面，呈现“外资主导、国货追进”格局，美的市场份额为 11.7%（2024 年内销口径），公司凭借技术投入与渠道深耕，在多领域推场景方案、树样板以提升份额；海尔借智慧楼宇布局升级渠道，在酒店、旧改等市场表现突出且增速居前，市场份额约 6.4%；江森自控约克、开利等外资品牌，凭技术与产品可靠性，在新能源、数据中心等高精行业稳健发展，维持规模领先，外资市占率合计超过 50%，国产替代空间较大。(2) 户式中央空调方面，市场需求分化、同质化竞争加剧，主流品牌以技术与服务升级求差异化。美的、海信日立、格力、海尔四家头部国产（含合资）品牌市占率达 66.8%（2024 年内销口径），其具备技术与渠道优势，品牌集中度持续提升。

图20：大型冷水机组市场竞争格局比较分散，国产份额仅 39.3%（2024 年内销口径）



数据来源：产业在线、开源证券研究所

图21：户式市场竞争格局相对集中且由国产厂商占据主导



数据来源：产业在线、开源证券研究所

2.3、行业趋势：政策引导央空向节能高效方向发展，行业供需两端均存在结构性新兴机遇

2.3.1、政策端看点：绿色降碳政策频出，催生节能高效央空增量市场

在节能降碳的时代背景下，有关“两新”政策及设备能效标准的政策文件密集出台，强力推动了中央空调行业迈向更高能效、更绿色的方向发展。2024 年 2 月，工信部发布工业碳达峰碳中和标准体系框架，国家发展改革委等六部门对单元机、多联机及低环温空气源热泵产品的能效管理指标优化，促进中央空调产品能效提升。同年 3 月起，多项政策落地：《节能降碳中央预算内投资专项管理办法》对节能降碳项目进行补贴；《关于进一步加强节能标准更新升级和应用实施的通知》提升电机、风机等重点用能产品设备强制性能效标准，其中涉及中央空调关键部件；《2024-2025 年节能降碳行动方案》等对建筑领域的中央空调设备更新升级、节能改造提出要求，

明确到 2025 年底完成既有建筑节能改造面积较 2023 年增长 2 亿平方米以上等目标。2025 年，政策持续加码，设备更新政策拓展至中央空调推广，能效标识新规范冷水机组等产品；国务院强化节能降碳方案倒逼高耗能行业升级空调系统。近年来的政策标准全方位、多角度促使中央空调行业加速向更高能效、更绿色低碳方向发展。

表2：近两年，有关节能降碳、“两新”政策和能效标准密集出台，推动中央空调行业向更高能效、更绿色低碳的方向发展

主要部门	政策文件	发布日期	重点内容
工信部	《工业领域碳达峰碳中和标准体系建设指南》	2024 年 2 月	提出工业领域 碳达峰碳中和 标准体系框架，规划重点标准研制方向。明确到 2025 年初步建立体系，制定 200 项以上急需标准；到 2030 年形成完善体系，加快制定协同降碳、低碳评价类标准
国家发展改革委等六部门	《重点用能产品设备能效先进水平、节能水平和准入水平（2024 年版）》	2024 年 2 月	对单元机、多联机及低环温空气源热泵产品的 能效管理指标 均有不同程度的优化，产品分类更加细化，先进水平量化标准进一步提升
生态环境部	《国家重点推广的低碳技术目录（第五批）》	2024 年 2 月	纳入数据中心、制冷空调等领域 低碳 技术，如数据中心精密空调节能控制柜等，推动相关节能技术应用
国家发展改革委	《节能降碳中央预算内投资专项管理办法》	2024 年 3 月	对 节能降碳 项目进行补贴，支持资金最高不超过项目总投资的 30%，单个项目支持资金原则上不超过 1 亿元。支持电力、数据中心等重点行业重点领域 节能降碳改造 ，重点用能单位和园区能源梯级利用、能量系统优化等综合 能效提升 ，供热基础设施节能升级改造与综合能效提升，中央和国家机关节能改造等
国家发展改革委和市场监管总局	《关于进一步加强节能标准更新升级和应用实施的通知》	2024 年 3 月	提升电机、风机、泵、压缩机等重点用能产品设备强制 性能效标准 ，努力实现标准指标国际先进
国务院办公厅	关于转发国家发展改革委、住房城乡建设部《加快推动建筑领域节能降碳工作方案》的通知	2024 年 3 月	到 2025 年，建筑领域 节能降碳 制度体系更加健全，城镇新建建筑全面执行 绿色建筑 标准，新建超低能耗、近零能耗建筑面积比 2023 年增长 0.2 亿平方米以上，建筑用能中电力消费占比超过 55%，城镇建筑可再生能源替代率达到 8%。
国务院	《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	2024 年 3 月	对工业、建筑等领域重点用能设备能效升级等进行总体部署，涉及锅炉、电机、变压器、制冷供热等设备更新，促进 节能设备 推广应用
工业和信息化部	《推动工业领域设备更新实施方案》	2024 年 3 月	推动工业领域重点用能设备 能效升级 ，对照相关能效标准，推进锅炉、电机、变压器、制冷供热空压机、换热器、泵等设备更新换代，推广能效二级及以上节能设备
国家标准化管理委员会等	《热泵和冷水机组能效限定值及能效等级》（GB19577-2024）	2024 年 4 月	规定热泵和冷水机组 能效 限定值、等级等技术要求，2025 年 02 月 01 日实施，助力行业 能效提升
国务院	《2024~2025 年节能降碳行动方案》	2024 年 5 月	在推进存量建筑改造过程中，推进热泵机组、冷水机组老旧供热管网等更新升级，加快建筑 节能改造 。到 2025 年底，完成既有建筑 节能改造 面积较 2023 年增长 2 亿平方米以上，城市供热管网热损失较 2020 年降低 2 个百分点左右，改造后的居住建筑、公共建筑 节能率 分别提高 30%、20%
住房城乡建设部	《推进建筑和市政基础设施设备更新工作实施方案》	2024 年 5 月	明确推进热泵机组、散热器、冷水机组等更新升级，加快建筑 节能改造 ，到 2025 年底，完成既有建筑 节能改造 面积较 2023 年增长 2 亿平方米以上，改造后的居住建筑、公共建筑节能率分别提高 30%、20%。在运工商业制冷设备、家用制冷设备、通用照明设备中的高效 节能产品 占比分别达到 40%、60%、50%。
国务院	《中共中央国务院关于加快经济社会发展全面绿色转型的意见》	2024 年 8 月	明确 33 条意见。其中包括优化政府 绿色采购 政策，拓展绿色产品采购范围和规模，适时将碳足迹要求纳入政府采购。引导企业执行 绿色采购指南 ，鼓励有条件的企业建立绿色供应链，带动上下游企业协同转型。对消费市场层面，《意见》明确提出，鼓励企业采取“以旧换新”等方式引导消费者购买 绿色产品 。
国家发展改革委、财政部	《2025 年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新》	2025 年 1 月	拓展设备更新领域，支持电子信息等行业高端化、绿色化设备，鼓励地方以园区为载体推进，促进 节能设备推广
国家发展改革委、市场监管总局	《中华人民共和国实行能源效率标识的产品目录（第十七批）》及相关实施规则	2025 年 1 月	印发实行 能源效率 标识的产品目录（第十七批）及相关实施规则，其中冷水（热泵）机组等部分规则自 2025 年 2 月 1 日起实施，有效期 5 年；2025 年 2 月 1 日前出厂或进口产品，可延迟至 2027 年 2 月 1 日按修订后规则加施能效标识
国务院	2025 年“两会”政府工作报告相关内容	2025 年 3 月	强化《2024-2025 年节能降碳行动方案》执行力度，针对钢铁、水泥等高耗能行业定“超低排放改造”时间表，扩大碳市场覆盖范围；建筑 节能降碳 领域通过加快建造方式转型等举措加速各行业低碳化发展

资料来源：中国政府网、产业在线、暖通家、开源证券研究所

建筑用电是全社会能耗和碳排放的重要来源，中央空调又是建筑用电的重要组成部分，是推进节能降碳的重要抓手。根据中国建筑节能协会和重庆大学联合发布的《中国城乡建设领域碳排放研究报告（2024 年版）》显示，2022 年建筑运行环节的碳排放占全国能源相关碳排放比重约为 22%，其中电力环节碳排放占比约 14%。

从建筑类型来看，城镇居住建筑（碳排放占比 38%）与公共建筑（碳排放占比

41%) 是主要来源，是节能降碳的重点突破口。随着新开工建筑与存量建筑的此消彼长，建筑运行环节的碳排放占比将进一步提升，逐步成为全社会主要碳排放源之一。

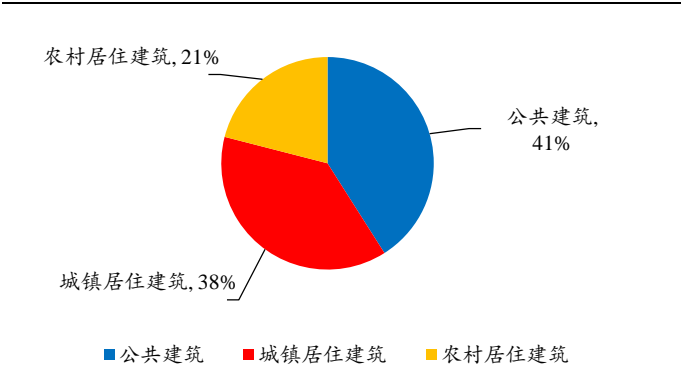
从用电量结构看，根据上海市住房和城乡建设管理委员会、上海市发展和改革委员会发布的《2023 年上海市国家机关办公建筑和大型公共建筑能耗及碳排放监测分析报告》，空调用电占不同类型建筑整体用电量均在 30~40%之间，意味着中央空调系统在建筑运行能耗和碳排放中占据相当显著的份额。提升中央空调能效，推进老旧机组替换，能有效削减建筑用电中的高耗能部分，成为建筑节能降碳的重要抓手，对推动建筑领域绿色转型、助力“双碳”目标达成，有着不可替代的关键作用。

表3：建筑用电的能耗和碳排放占比较高，建筑运行用电碳排放占整体能源相关的比例达 14%

分类	能耗		碳排放	
	亿 tce（发电煤耗）	占全国比例	亿 tCO ₂	占全国能源相关碳排放比例
建筑与建筑业建造	24.2	44.7%	51.3	48.3%
建筑业建造	12.3	22.7%	28.2	26.6%
其中：分类别				
房屋建筑建造	7.9		18.4	
基础设施建造	4.4		9.8	
其中：分过程				
建材生产运输	11.5		27.2	
施工	0.8		1	
建筑运行	11.9	22.0%	23.1	21.7%
分类型				
公共建筑	4.9		9.4	
城镇居住建筑	4.5		8.9	
农村居住建筑	2.5		4.8	
分来源				
化石能源	2.3		4.5	
电力	7.9	14.6%	14.4	13.6%
集中供热	1.7		4.2	

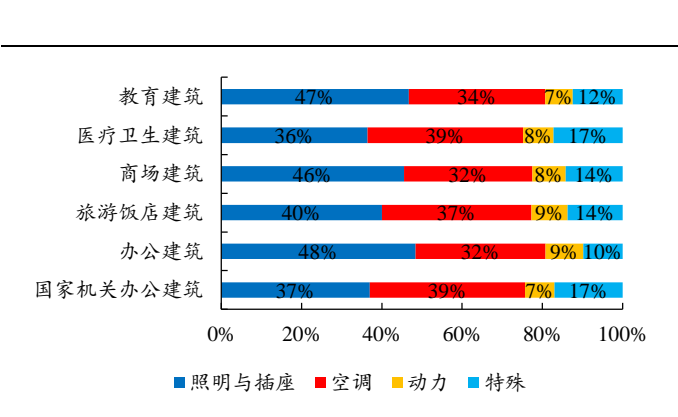
数据来源：《中国城乡建设领域碳排放研究报告（2024 年版）》、开源证券研究所

图22：城镇居住与公共建筑是建筑运行碳排放的主要来源



数据来源：《中国城乡建设领域碳排放研究报告（2024 年版）》、开源证券研究所

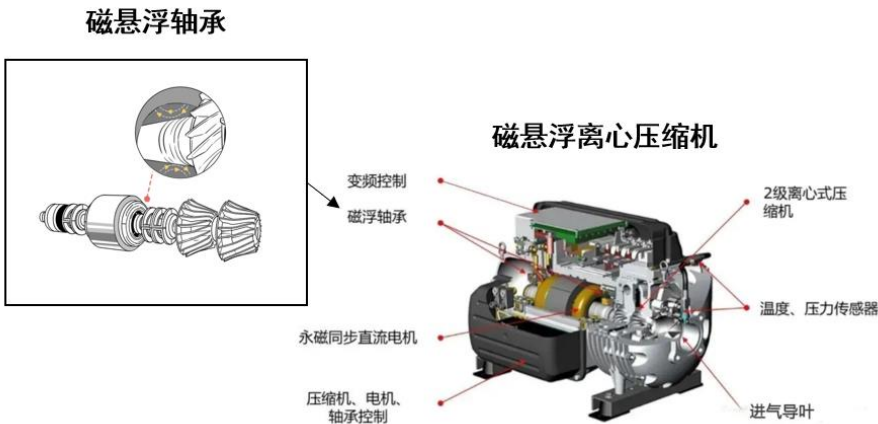
图23：空调用电占建筑整体用电量的比例达 30~40%



数据来源：上海市住房和城乡建设管理委员会、上海市发展和改革委员会《2023 年上海市国家机关办公建筑和大型公共建筑能耗

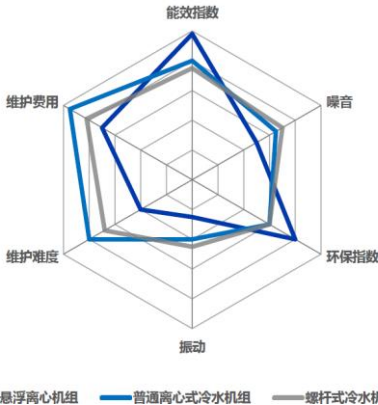
在此趋势下，更加节能环保的磁悬浮离心机组迅速普及，有望逐步取代螺杆机组等传统常规冷水机。磁悬浮离心机组相比其他常规离心机组：**(1) 更节能**：核心因采用磁悬浮轴承和磁悬浮压缩机技术，无机械摩擦，配合高效永磁同步电机与智能控制，可精准适配负荷，减少能耗，尤其低负荷时优势显著。磁悬浮离心机组的COP（通常>6）和 IPLV 值（通常>11）都远超最新版的国家一级能效标准，对比常规冷水机组节能效果显著；**(2) 更耐久**：由于磁悬浮中央空调无油运转，完全无摩擦，比常规轴承更持久耐用，机组的设计运行寿命长达 30 年以上，常规冷水机组设计寿命通常在 15-20 年左右；**(3) 更可靠、维护成本更低**：由于机组完全无油，减少了油路系统、油泵等零件的故障，可靠性也大大提升，带来运营维护费用明显低于螺杆机组等传统冷水机组；**(4) 更安静**：磁悬浮安全无摩擦，实际运行噪音低，结构振动接近 0，无需昂贵的减振配件；**(5) 更环保**：磁悬浮空调可选用环保 R134a 冷媒。

图24：磁悬浮轴承利用磁力使转子悬浮，避免机械接触摩擦，减少能量损耗，提升效率，降低运行噪音，延长设备寿命



资料来源：压缩机网公众号、海尔集团微信公众号、开源证券研究所

图25：相比普通离心机组，磁悬浮离心机组在多方面有明显优势



资料来源：产业在线

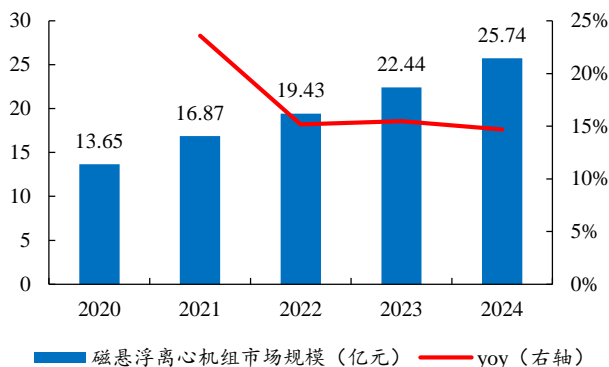
图26：新版《热泵和冷水机组能效限定值及能效等级》规定的热泵和冷水机组的能效等级

机组类型	产品标准	型式	名义制冷量 (CC) kW	能效等级			
				1级	2级	3级	COP _a
				CSPF/IPLV/ ACCOP ^a	CSPF/IPLV/ ACCOP ^a	CSPF/IPLV/ ACCOP ^a	
GB/T 18430.1, GB/T 18430.2	舒适型	水冷式	CC≤300	6.00	5.60	5.20	4.20
			300<CC≤528	7.80	7.20	5.70	5.00
			528<CC≤1163	8.10	7.50	6.20	5.40
		风冷式	CC>1163	8.50	8.10	6.30	5.60
			CC≤50	4.50	4.0	3.50	2.70
			CC>50	4.30	3.85	3.30	2.80
	数据中心专用型	蒸发冷却式	CC≤300	5.40	5.00	4.40	4.00
			CC>300	5.80	5.40	5.10	4.60
			CC≤528	8.20	7.50	6.80	6.00
		水冷式	528<CC≤1163	10.00	8.00	7.40	6.50
			CC>1163	12.00	10.00	8.00	7.00
		风冷式	—	6.80	5.80	4.80	3.00

资料来源：《热泵和冷水机组能效限定值及能效等级》（GB 19577-2024）

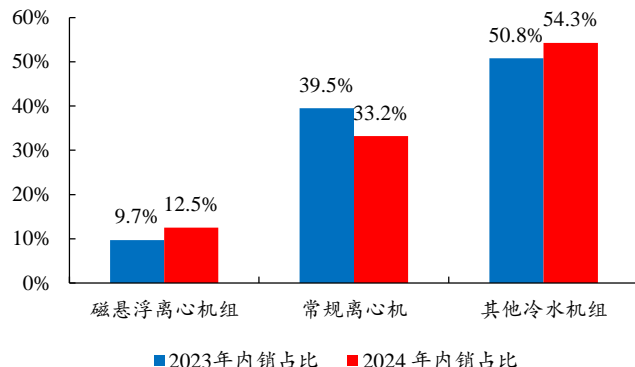
磁悬浮离心机组细分市场已经迈入高增轨道，渗透率正处在迅速提升阶段。伴随节能降碳政策持续细化落地，工业、商业等各应用场景对高效设备的需求加速释放，磁悬浮离心机组蓬勃发展。根据产业在线数据，2024 年中国磁悬浮离心机组中央空调的内销市场规模达 25.74 亿元，同比+14.7%（同期中央空调内销市场规模下滑）；同时，磁悬浮离心机组的内销市场份额也从 2023 年的 9.7%提升至 2024 年的 12.5%，同比+2.8pct；常规冷水机组的份额则从 39.5%降低至 33.2%。

图27：2020-2024 年中国磁悬浮离心机组中央空调市场规模稳步增长



数据来源：产业在线、开源证券研究所

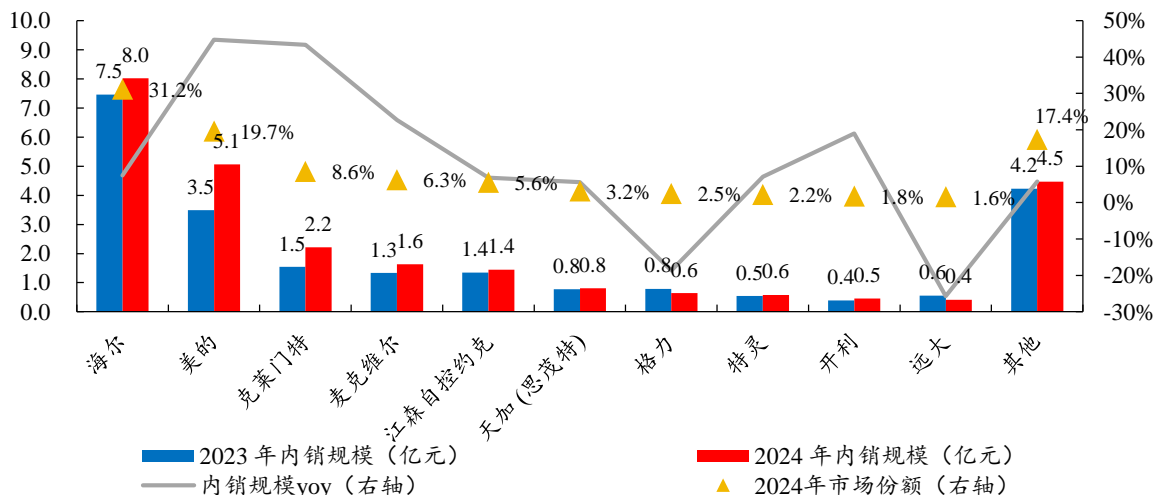
图28：磁悬浮离心机组的份额提升，常规冷水机组的份额相应的明显降低



数据来源：产业在线、开源证券研究所

竞争格局方面，磁悬浮离心机组国产品牌份额提升态势强劲，美的增速遥遥领先。根据产业在线数据，磁悬浮内销市场中目前处在第一梯队的品牌是海尔和美的，其中美的在 2024 年实现磁悬浮离心机销售额 5.1 亿元，同比 44.8%，增速遥遥领先，其市场份额高 19.7%。中资品牌聚焦自主创新，在关键技术领域加速突破。中资品牌同时深耕销售渠道，缩小了与欧美品牌的竞争差距，市占率稳步提升，增速亮眼。而欧美品牌如麦克维尔、约克等凭借长期积累的技术成熟度、产品稳定性及市场口碑，在工业应用等部分细分领域巩固份额优势，市场规模稳中有增。

图29：海尔、美的同处磁悬浮离心机组第一梯队，合计份额超过 50%，美的增速领先



数据来源：产业在线、开源证券研究所

美的自研自供技术壁垒最高的零部件磁悬浮压缩机，并依托磁悬浮压缩机构建

磁悬浮平台全栈家族阵列。2003 年美国市场最早出现商用磁悬浮压缩机，2006 年，外资品牌丹佛斯磁悬浮离心压缩机进入中国，由于价格昂贵且缺乏节能意识，彼时尚未形成规模。敏锐嗅出磁悬浮技术的应用潜力后，2011 年美的前瞻性地启动了磁悬浮技术的研究工作，2016 年决定进行技术攻关，挑战磁悬浮轴承和行业压缩机技术珠峰——小型化和无油化，再到 2019 年最终自主开发出司南系列磁悬浮变频离心式冷水机组，打破了磁悬浮压缩机核心技术长期被外资垄断的历史，实现整机的完全自主研发。同时，美的磁悬浮离心机组再性能方面对比外资磁悬浮变频离心机组，整机 COP 提升 4%，IPLV 提升 7%，噪音更低，运行更高效，更稳定。

目前，美的依托磁悬浮压缩机技术优势，成功搭建了一个完整的、涵盖中温制冷、中高温热泵、低温制冷和通用领域等不同领域，包括磁悬浮离心式冷水机组、磁悬浮冰蓄冷双工况机组、磁悬浮水蒸气压缩机、磁悬浮空气压缩机等多元化产品的全栈家族矩阵，成为行业的领导者。

图30：美的磁悬浮平台全栈家族阵列



资料来源：美的楼宇科技官方微信公众号

2.3.2、供给端看点：头部国产品牌产品矩阵不输进口，美的以电梯与智能化系统等产品服务协同形成差异化优势

我国中央空调市场的国产替代先后经历“单元机→多联机→大型水机组”三个过程。根据产业在线数据，2024 年我国户式/大型冷水机组的国产品牌整体份额分别约为 61.1%/39.3%（内销+外销），壁垒相对较高的大型水机的份额持续取得突破。中央空调作为 B 端需求主导、投资金额较大的固定资产，品牌自身的产品力、产品矩阵与配套服务等“硬实力”是其能否获得更高市场份额的关键。当前阶段，我国中央空调将全面进入国产替代阶段，头部国产品牌未来的上升空间非常可观。

头部国产品牌的产品矩阵的宽度、深度不输外资，同时有望凭借电梯等硬件与建筑智能化系统等软件服务协同，形成差异化优势。横向比较我国央空头部品牌可以发现，以美的、海尔为代表的国产头部央空品牌的产品矩阵已然十分完备，兼顾不同类型的央空型号与配套协同的电梯和建筑智能化产品等。相比之下，许多外资品牌仍处于以销售某一些优势品类的空调设备为主的模式中，难以为客户提供更加

综合全面的产品和服务解决方案。

表4：各主流中央空调品牌的产品品类矩阵一览

品牌	户式中央空调	大型冷水机组				中央空调配套的产品/服务	
		离心式冷水机组	其中：磁悬浮冷水机组	螺杆式冷水机组	涡旋式冷水机组	电梯	建筑智能化系统
中资品牌	美的	√	√	√	√	√	√
	格力	√	√	√	√		√
	海尔	√	√	√	√	√	√
	天加	√	√	√	√		
外资（含合资）品牌	大金	√					
	麦克维尔	√	√	√	√		√
	江森自控约克		√	√	√		√

资料来源：各公司官网、开源证券研究所

细分中央空调品类来看：美的为国产龙一，并加速赶超外资品牌

（1）大型冷水机组领域：国产品牌后发制人，在各个细分市场中的份额均持续提升，美的为其中龙头。根据产业在线数据，2024 年涡旋式冷水机组市场规模 41.3 亿元/yoy+4.9%，其中美的（市占率 12.6%，yoy+1.6pct，下同）、麦克维尔（10.5%，+0.7pct）、海尔（9.9%，+1.9pct）居前三，国产品牌份额提升；离心式冷水机组规模 129.0 亿元/yoy-4.9%，其中江森自控约克（16.6%，-4.3pct）、开利（14.2%，+0.2pct）、美的（13.2%，+1.8pct）；螺杆式冷水机组规模 75.4 亿元/yoy+0.5%，美的（12.8%，+2.3pct）、麦克维尔（12.1%，-0.3pct）、开利（11.5%，+1.0pct）。美的在大型冷水机组中的份额明显提升，主要系其大力推进离心式冷水机组的迭代升级，并通过高质量的售后服务政策，在节能改造、产业园区、高效机房等工商业场景迅速扩张份额。

（2）户式中央空调领域：美的在多联机、单元机等核心市场中大幅领跑，且份额仍然在提升。单元机 195.3 亿元/yoy+5.8%，其中美的（36.5%，+2.2pct）、格力（19.8%，-0.4pct）、海尔（13.5%，+0.8pct）；多联机 846.9 亿元/yoy+1.9%，其中美的（21.5%，+1.2pct）、海信日立（19.8%，-0.5pct）、格力（14.5%，+0.5pct）；户式水机规模 36.6 亿元/yoy-4.9%，江森自控约克（24.2%，-0.9pct）、麦克维尔（14.1%，持平）、特灵（9.7%，-1.1pct）。美的在户式中央空调市场中尽管份额已经较高，但仍然呈现扩张趋势，主要系其推出了创新性的节能产品、拓宽了战略合作覆盖面等因素。

表5：中央空调不同细分品类的竞争格局

大类	细分品类	2024 年市场规模 (含外销, 亿元)	前三大品牌及其市场份额 (2024 年)		
大型冷水机组	涡旋式冷水机组	41.3	美的 12.6%	麦克维尔 10.5%	海尔 9.9%
	yoy	4.9%	+1.6pct	+0.7pct	+1.9pct
	离心式冷水机组	129.0	江森自控约克 16.6%	开利 14.2%	美的 13.2%
	yoy	-4.9%	-4.3pct	+0.2pct	+1.8pct
	螺杆式冷水机组	75.4	美的 12.8%	麦克维尔 12.1%	开利 11.5%
	yoy	0.5%	+2.3pct	-0.3pct	+1.0pct
	溴化锂冷水机组	22.9	荏原 33.1%	双良 22.2%	远大 17.9%
	yoy	0.5%	+2.6pct	-0.6pct	-0.7pct
	末端	99.5	天加 20.9%	江森自控约克 12.1%	美的 11.5%

	yoy	-2.4%	-1.4pct	-0.8pct	+2.4pct
	单元机	195.3	美的 36.5%	格力 19.8%	海尔 13.5%
	yoy	5.8%	+2.2pct	-0.4pct	+0.8pct
户式中	多联机	846.9	美的 21.5%	海信日立 19.8%	格力 14.5%
央空调	yoy	1.9%	+1.2pct	-0.5pct	+0.5pct
	户式水机	36.6	江森自控约克 24.2%	麦克维尔 14.1%	特灵 9.7%
	yoy	-4.9%	-0.9pct	0	-1.1pct

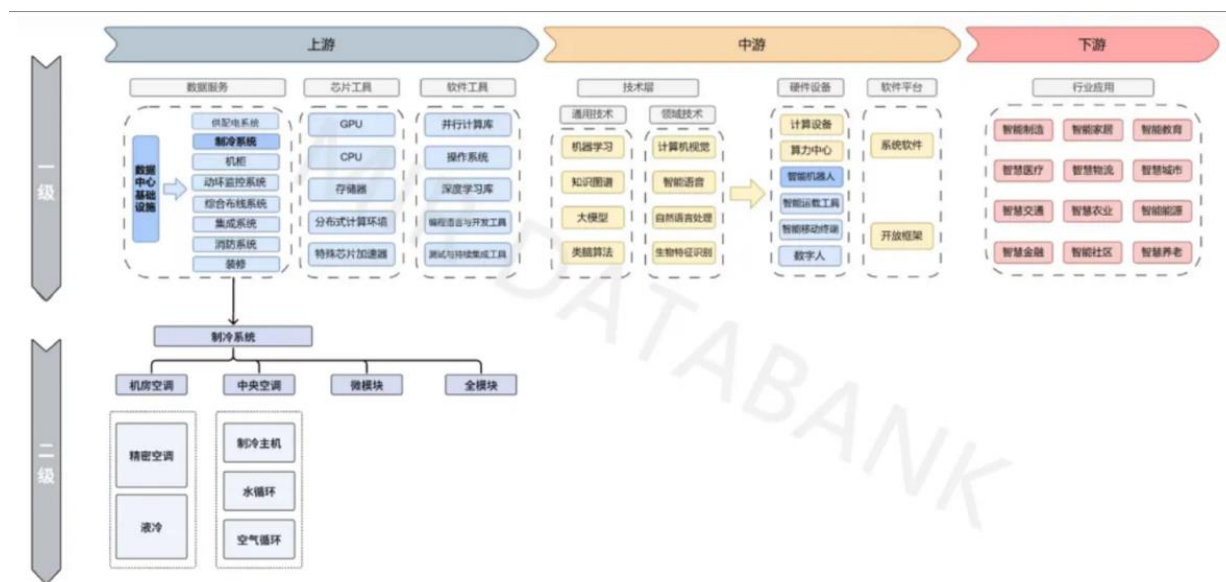
数据来源：产业在线、开源证券研究所；注：国产品牌标红

美的集团旗下设立楼宇科技事业部，负责楼宇产品、服务及相关产业的业务板块，借助 iBUILDING 数字化能力，基于不同的行业和场景，为用户提供包括顶层设计、建筑实施及后期运维、升级服务在内的数智建筑全栈解决方案。综合来看，我们看好美的集团凭借电梯与建筑智能化系统等产品与服务矩阵，形成差异化优势，在智慧建筑科技市场增长的阶段中进一步汲取成长动能，扩大市场份额。

2.3.3、需求端看点之一：液冷数据中心对制冷系统的需求高增，美的具备以磁悬浮离心机组为核心的高效节能产品方案

制冷系统是数据中心基础设施建设的重要一环，其包括中央空调与机房空调（含液冷等）等多种制冷设备。数据中心产业链上游包含数据服务、芯片工具、软件工具等，其中制冷系统是数据服务板块的关键设备，进一步可细分为机房空调（如精密空调、液冷/风冷）、中央空调（含制冷主机、水循环、空气循环）、微模块、全模块。由于高功率的 AI 服务器发热严重，数据中心对温控具备极高的要求，驱动制冷设备技术迭代，为中央空调厂商带来新的发展空间。

图31：数据中心基础设施所需的制冷系统包括机房空调和中央空调等多种制冷设备

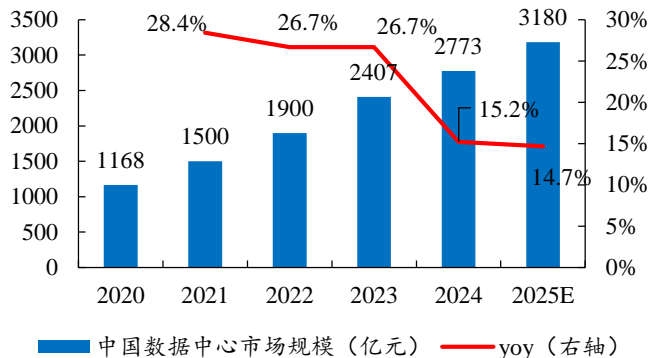


资料来源：MIR DATABANK

AI 浪潮下数据中心的建设进入高景气阶段，驱动精密空调（不含液冷，以风冷为主）的市场高速增长。可持续发展要求趋严、AI 算力功耗攀升，推动数据中心制冷系统迅猛发展，展现广阔前景。根据中商产业研究院，2024 年中国数据中心市场

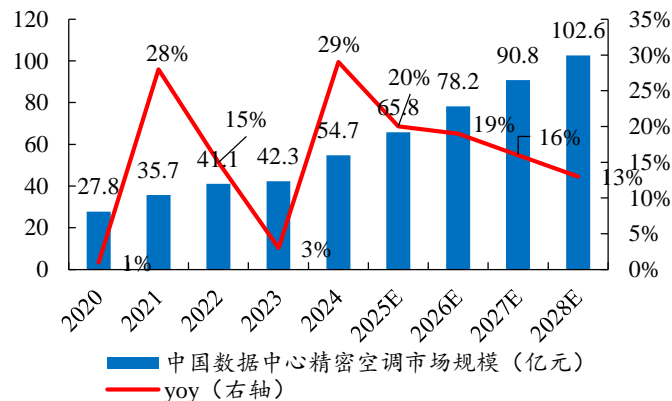
规模达 2773 亿元，规模逐年攀升。在数据中心建设热潮带动下，风冷精密空调市场同样向好，根据 MIR DATABANK 数据，2020-2028E 年中国数据中心精密空调市场规模 CAGR 预计达 17.7%，2024 年市场规模达 54.7 亿元，反映出数据中心建设带动设备冷却需求释放，推动精密空调市场发展。

图32：2024 年中国数据中心市场规模达 2773 亿元



数据来源：中商产业研究院、开源证券研究所

图33：2020 至 2028E 中国数据中心精密空调市场规模 CAGR 预计达 17.7%

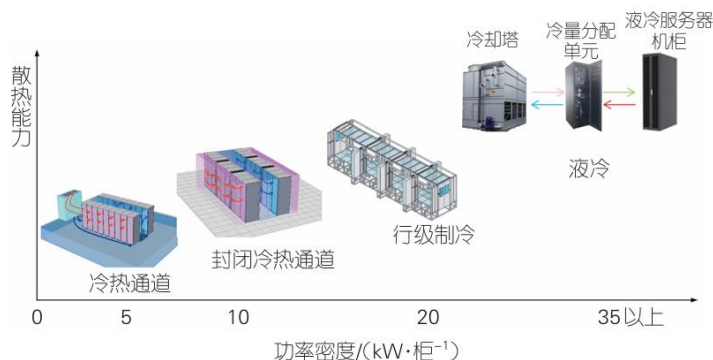


数据来源：MIR DATABANK、开源证券研究所

AI 服务器机架功率密度大幅攀升至 100kw 以上，高功耗产生的高散热需求让液冷方案成为未来趋势。为满足日益增长的 AI 智算业务需求，数据中心需建立高度集中化 GPU /NPU 集群。算力需求的持续增加促进芯片产品性能与功耗不断提升，产品每演进一代功率密度攀升 30~50%。当前，算力芯片算力的提升与服务器芯片集成密度的提高，单服务器功耗也在迅速攀升，AI 服务器采用的 GPU 和 ASIC 芯片功耗大幅提升。例如 NVIDIA GB200 NVL72 系统机柜功耗高达 120kw，新一代 Rubin NVL144 系统机柜功耗预计将激增至超过 300kw。

数据中心单机柜热密度大幅快速增长，对机柜的散热提出了更高的要求。风冷通常适用于功率较低的普通服务器，当单机架功率密度超过 20 kW 时，风冷系统会失去有效散热能力。液体的体积比热容是空气的 1000-3500 倍，导热系数是空气的 20-30 倍，相同体积下液冷的冷却能力远高于风冷。随着单机架功率密度越来越高，当前最新的机柜功率甚至超过 100kw，液冷将成为更有效的制冷系统方案。

图34：数据中心机架密度超过 20 kW 时需要采用液冷方案

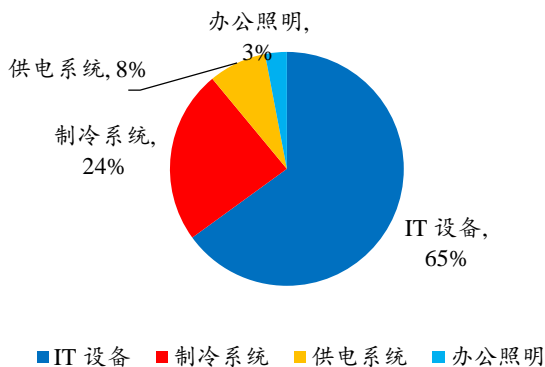


资料来源：严劲、景焕强、张子鹭、刘帆等《数据中心液冷散热技术及应用》

由于制冷系统是数据中心的主要能耗来源之一，在低 PUE 值要求下，液冷方案成为优选。近年来各地纷纷出台各种降低数据中心 PUE 值（即数据中心总能耗/IT

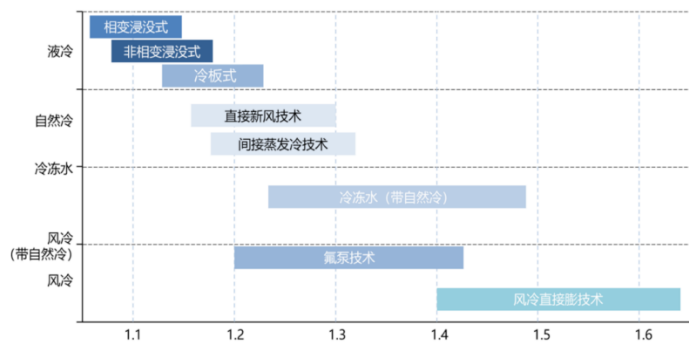
设备能耗)的政策,这对数据中心的能耗管理提出了更高的要求。数据中心的能耗拆分方面,制冷系统的能耗占比约为24%,是仅次于IT设备的数据中心第二大能耗来源。要实现节能PUE目标,需在保障算力运行的前提下降低数据中心制冷系统消耗。不同冷却方式的PUE有差异,液冷技术的PUE值普遍较低,风冷、冷冻水中多种类型的PUE多处于1.2-1.4区间,不同冷却方案的能效表现差异较大。综合来看,在散热能力与能耗指标的双重要求下,数据中心服务器使用液冷方案将会是现在和未来的核心发展方向。

图35: 制冷系统的能耗占比仅次于IT设备,是数据中心降低PUE值的重要突破口



数据来源:《中兴通讯液冷技术白皮书》、开源证券研究所

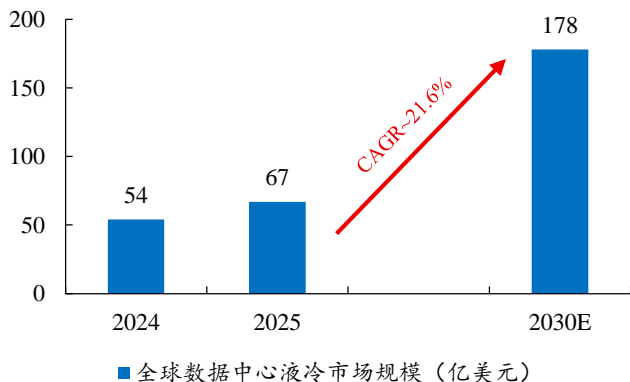
图36: 不同冷却方式的PUE略有不同,液冷、冷冻水等多种类型的PUE值较低



资料来源: MIR DATABANK

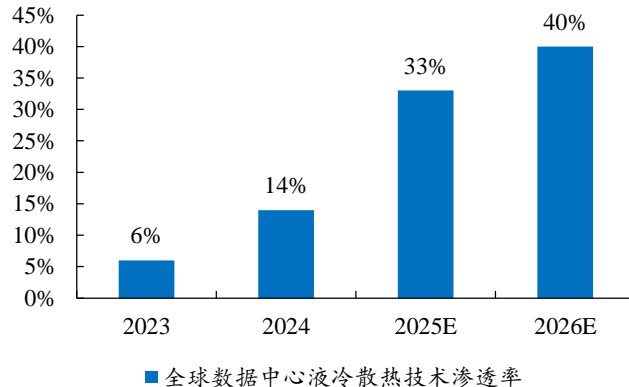
全球液冷渗透率有望快速提升,带动市场规模持续增长。据 GRAND VIEW RESEARCH 数据,2024 年全球数据中心液冷市场规模约 53.8 亿美元,预计到 2030 年将达到 177.7 亿美元,2025 年至 2030 年复合年增长率为 21.6%,其中北美市场占比最高,亚太市场增速较快。渗透率方面,全球数据中心液冷技术渗透率预计将从 2024 年的 14% 攀升至 2026 年的 40%,预计随着 2025 年后广范采用液冷散热的新型智算中心的批量建成投入运营,液冷渗透率将持续提升。

图37: 2030 年全球数据中心液冷市场规模有望增长至 178 亿美元



数据来源: GRAND VIEW RESEARCH、开源证券研究所

图38: 2026 年全球数据中心液冷渗透率有望增长至 40%



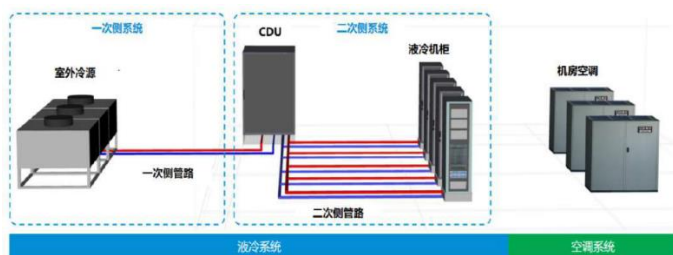
数据来源: TrendForce、开源证券研究所

将液冷系统拆分来看,CDU 与室外冷源是其中的关键组成。液冷系统的散热原

理：二次侧冷却液在机柜内吸收设备热量，并通过 CDU 内的换热器将热量传递给一次侧冷却液，一次侧冷却液通过室外冷源最终将热量释放，完成散热。

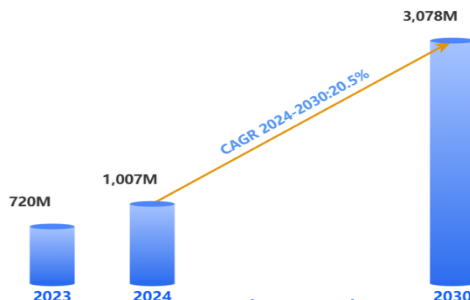
(1) CDU：即冷却液分配单元，核心作用为调节和控制冷却液的流量，从而维持液冷系统制冷所需的温度和流速。CDU 可过滤冷却液杂质，避免管路堵塞和设备损坏，维持系统清洁，其与水泵、热交换器及控制单元等协同工作，保障冷却系统平稳高效运行。CDU 市场未来有望延续高速增长态势。根据 QYResearch 数据，2024 年全球 CDU 市场规模为 10.1 亿美元，预计 2030 年将达到 30.8 亿美元，CAGR 为 20.5%，全球数据中心建设热潮下，CDU 市场有望维持高速增长态势。

图39：液冷系统中 CDU 与室外冷源起到关键的热量传递作用



资料来源：《中兴通讯液冷技术白皮书》

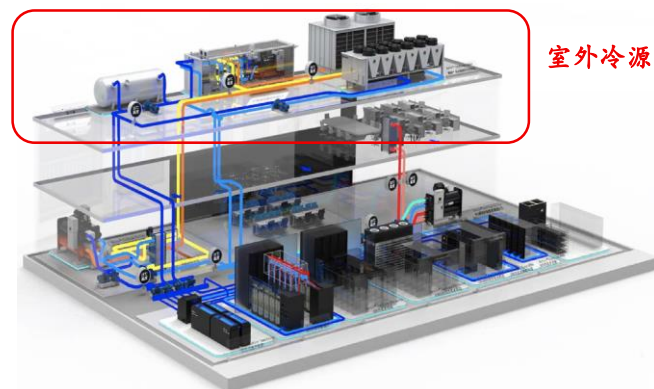
图40：2030 年全球 CDU 市场空间有望高速增长到 30.8 亿美元



资料来源：QYResearch

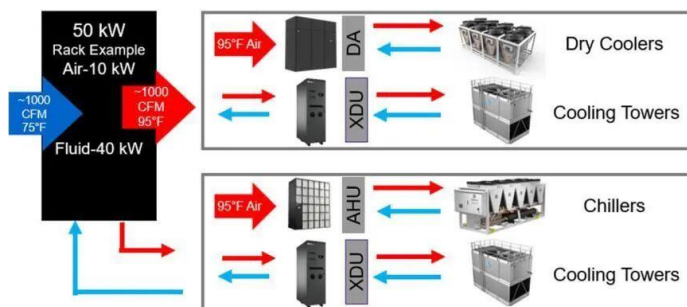
(2) 室外冷源：根据水温与液冷冷板的不同，室外冷源通常有不同的制冷系统架构设计方案。如果机柜功率达到较高水平，一次侧供水水温需要较低才能获得较好的散热水平，此时一次侧冷源不能完全依靠冷却塔（室外温度较高时难以自然冷却），尤其室外气温较高时效果更甚，需要补充额外的机械制冷即冷冻水冷源机组。常见可用的冷冻水冷源机组有水冷冷水机组、风冷冷水机组等。

图41：室外冷源中的冷水机组为液冷系统提供低温冷冻水



资料来源：维谛技术、开源证券研究所

图42：风液混合系统制冷架构示意图



资料来源：CDCC 微信公众号

海外数据中心冷水机组市场呈现快速增长趋势，磁悬浮离心机组逐步成为数据中心冷源的主流选择。以海外暖通巨头公司 2025 年的最新业绩与订单为例：

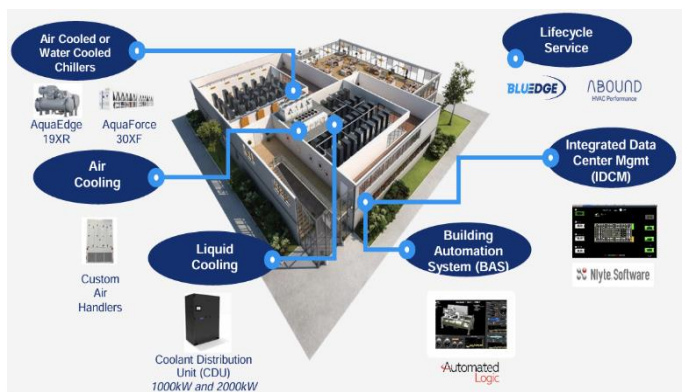
(1) 开利：据公司公开业绩说明会资料（下同），公司 2025 年全年数据中心制

冷设备业务收入将达到 10 亿美元，同比 2024 年实现翻倍增长，同时预计 2026 年初的未交付订单将同比增长约 20%。此外，公司数据中心业务订单已排期至 2028 年，公司预计其数据中心业务中长期可维持 CAGR 约 25% 的高速增长。此外，2025Q3 开利公司表示有望借助新推出的磁悬浮冷水机组产品来持续取得市场份额的增长。

(2) 江森自控约克：截至 2025 财年末，公司积压订单达到创纪录的 150 亿美元，其中核心驱动力来自数据中心业务。此外，公司在数据中心业务的强劲支撑下，2025Q4 单季度公司美洲地区订单增长 9% 表现突出(相比之下公司整体订单增长 6%)。同时，公司认为其 YVAM 磁悬浮冷水机组将成为覆盖从芯片到环境温度的热管理全频谱产品矩阵的重要一环。

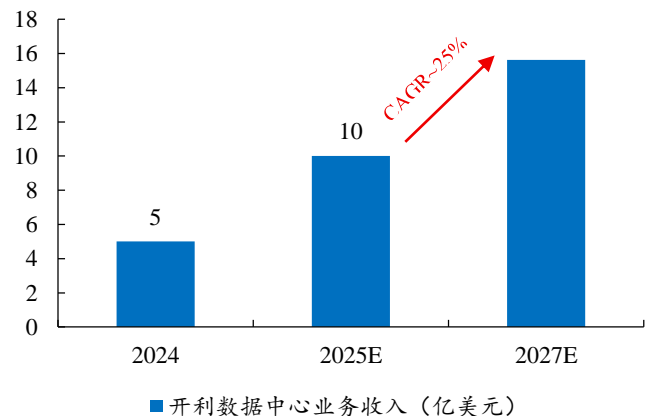
(3) 特灵：2025Q3 公司 HVAC 应用解决方案业务 (applied booking，即包括数据中心业务在内的定制化 HVAC 解决方案) 订单超翻倍增长，带动美洲 HVAC 订单量同比增长 30%，达到历史新高。公司认为数据中心冷水机组业务是其商用业务中增长最快、技术最前沿、且能彰显其综合服务优势的核心垂直市场，且有价值可观的大订单在手。此外，特灵公司自 2023 年以来已将冷水机组产能扩大 4 倍，以应对景气度不断提高的数据中心冷水机组市场需求。

图43：开利的数据中心热管理系统解决方案示意图



资料来源：开利 2025 Investor Day

图44：开利数据中心业务收入预计将快速增长



数据来源：开利公司公告、开源证券研究所

上述海外暖通公司数据中心冷水机业务蓬勃发展的背后，是芯片密度与机柜功耗较高的北美数据中心市场需求驱动的冷水机组需求高景气。如前文所述，拥有更加节能高效、稳定可靠等众多优点的磁悬浮冷水机组也将成为海外数据中心的主流选择。可以预见的是，随着国内数据中心逐步采用更加先进的算力芯片，机架功耗越来越高，海外数据中心冷水机组市场的高景气有望映射至国内，国内数据中心冷水机组市场空间同样有望进入蓬勃发展阶段。

美的集团在数据中心制冷系统领域构建了完善的产品矩阵，采用磁悬浮离心机的全栈产品矩阵有望成为份额增长的重要驱动力。根据公司官网资料，美的楼宇科技目前已有 RCH 列间冷冻水机房空调、MCU/D 冷冻水单盘管机组、RAH 列间风冷机房空调、风冷模块化精密空调、MAV 中小机房空调、MAV-M 系列精密空调等多种适用于数据中心的机房空调与精密空调。此外，公司与国内互联网头部企业合作，共同研发智算中心的液冷系统和关键组件，并向其供应 CDU 等制冷设备产品。此外如前文所述，美的已成功搭建了涵盖不同领域，包括磁悬浮离心式冷水机组、磁悬浮冰蓄冷双工况机组、磁悬浮水蒸汽压缩机、磁悬浮空气压缩机等多元化产品的全

栈磁悬浮家族矩阵。预计美的将进一步发扬磁悬浮离心机更加节能、更加可靠、维护成本更低的诸多比较优势，以磁悬浮离心机组行业领导者身份紧握数据中心市场蓬勃发展带来的机遇。

表6：美的楼宇科技在数据中心制冷系统方面拥有完善的产品矩阵

产品名称	RCH 列间冷冻水机房空调	MCU/D 冷冻水单盘管机组	RAH 列间风冷机房空调
实物示意图			
产品名称	风冷模块化精密空调	MAV 中小机房空调	MAV - M 系列精密空调
实物示意图			

资料来源：美的楼宇科技官网、开源证券研究所

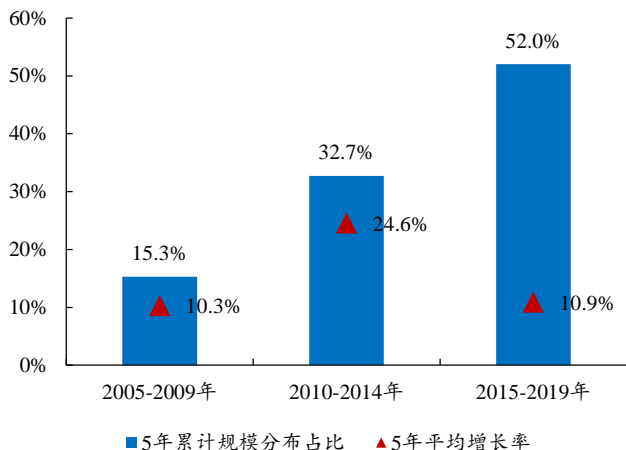
近年美的已成功打造了一批数据中心节能低碳冷源的样板工程。中国电信粤港澳大湾区全液冷能算力数据中心是粤港澳大湾区首个大规模全液冷智能算力数据中心，占地面积约 98 亩，一期总投资 48 亿元，总建筑面积 12.4 万平方米，建设包含 4 栋数据中心、4 栋动力中心及 1 栋网管楼共 9 栋单体建筑，规划部署 4.8 万个标准机柜，总电量 120MW，可支撑千卡级 AI 算力集群部署，将提供约 1.5 万 P 的算力服务。

综上所述我们认为，美的集团已成功向行业头部客户供应数据中心制冷设备，有望进一步凭借其自研磁悬浮离心机的优势，完善制冷设备产品矩阵，持续获取数据中心制冷设备订单，乘全球 AI 产业趋势东风，打开中央空调增量市场空间。

2.3.4、需求端看点之二：四千亿老旧中央空调更新市场蓄势待发，更换节能省电的新型央空成为主动选择

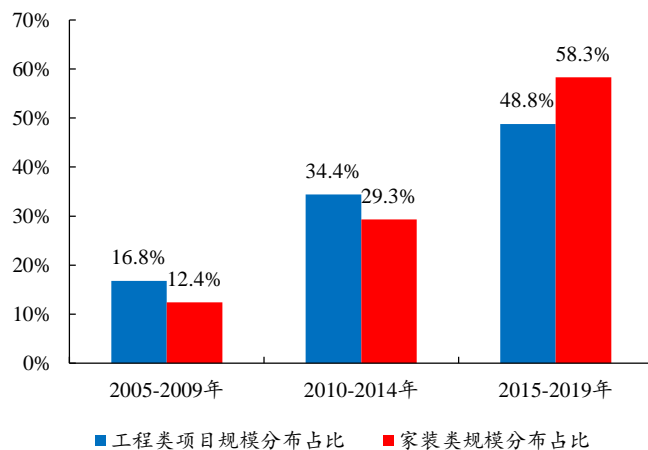
当前我国运行 10 年以上的中央空调存量市场规模或将超过四千亿。根据艾肯网数据，在 2006 年至 2015 年的十年间，中国中央空调存量市场的总规模累计达到了 4915 亿元人民币，期间的年平均增长率达到 10.4%。根据暖通家《2024 年度中国中央空调行业发展报告》，在 2005 年至 2019 年的十五年间，中国中央空调存量市场的总规模累计超过 9000 亿元人民币，其中 2005-2009 年、2010-2014 年、2015-2019 年三个时间段内的市场体量分别占比 15.3%、32.7%、52.0%。综合二者的数据估算，距离当下（2025 年）10 年之前，即 2015 年之前的央空存量市场规模约 4000-5000 亿元。常规中央空调的设计寿命普遍在 15-25 年之间，随着 10 年乃至更久之前建成运行的中央空调逐步老化，存量更新的市场也在同步扩容。

图45：2005-2014 年中央空调存量市场累计规模占比接近半数，2010-2014 年间增速较快



数据来源：《2024 年度中国中央空调行业发展报告》、开源证券研究所

图46：十年前及以上中央空调存量市场中的工程类项目占比相对家装类更高

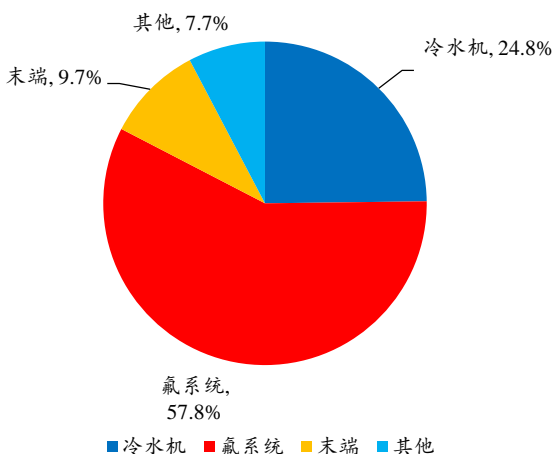


数据来源：《2024 年度中国中央空调行业发展报告》、开源证券研究所

存量市场的产品类型方面，中央空调存量市场呈现出氟系统主导、多元类型并存的特征，氟系统以 57.8%的份额占据绝对主导，冷水机占 24.8%、末端占 9.7%、其他类型占 7.7%。这一格局的形成，源于氟系统产品在小型商业空间、家庭场景等具备安装灵活、能效适配性好等优势，长期积累下成为存量市场主流；冷水机因在中大型商业制冷场景存在刚性需求，故维持一定份额；末端等产品则作为系统配套补充存在。

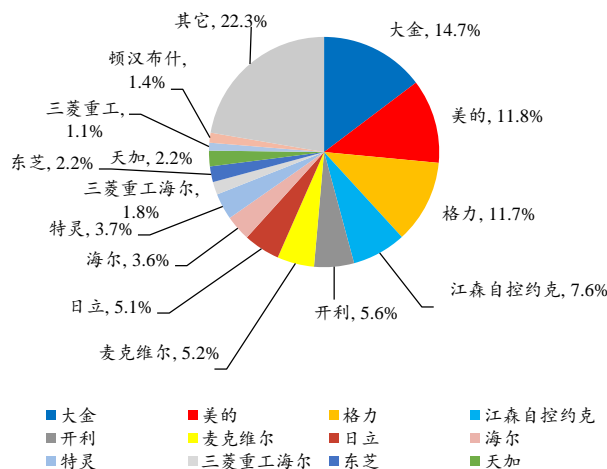
存量市场的竞争格局方面，存量市场中外资品牌具优势。2006 年至 2015 年之间的存量市场中，外资品牌大金以 14.7%的份额领跑，江森自控约克/开利/麦克维尔分别占比 7.6%/5.6%/5.2%，头部外资品牌占据领先，主要系早期我国央空市场由技术、品牌能力均更有实力的外资主导。国产品牌如美的（占比 11.8%）、格力（占比 11.7%）在存量竞争中跻身第一梯队，未来有望重塑市场竞争格局。

图47：央空存量市场以氟系统和冷水机类型为主



数据来源：《2024 年度中国中央空调行业发展报告》、开源证券研究所

图48：央空存量市场中外资品牌占据领先地位



数据来源：i 传媒《中国中央空调存量市场报告(2024 版)》、开源证券研究所；注：数据时间跨度为 2006 年至 2015 年之间

服役超十年的中央空调通常会出现老化导致的效率低下、安全性折扣和污染等问题，更加节能省电新型央空使对存量央空的更新成为一种主动的、理性的逐利选择。以上海花旗集团大厦为例，原配置了3台1200RT溴化锂机组和2台离心机组，运行18年后能效仅1.0W/W，更新后配置了3台美的鲲禹1200RT变频直驱离心机组+1台600RT磁悬浮离心机组，能效提升至6W/W，年节省电费300万元；宁波市第六医院3台550RT定频螺杆机组经过15年的运行，冷量衰减超20%，换为3台美的600RT“司南”系列磁悬浮离心机组，COP从3.0-3.5提升至6.85，年省电80万度，能耗节省超50%；上海第一百货商店2台400RT传统螺杆机组运行17年，更新为1台美的600RT鲲禹模块化磁悬浮离心机组+1台变频螺杆机组，COP达6.9，不仅制冷效果大幅提升，而且在满载工况下较原有冷机运行节能35%。

表7：美的对多座建筑中的老旧中央空调系统进行了更新，大幅提升了能效

案例建筑	原中央空调	新中央空调	原能效	新能效	节约率	节省电量/费
上海花旗集团大厦	3台1200RT溴化锂和2台离心机组，共计4600冷吨(运行18年)	3台美的鲲禹1200RT变频直驱离心机组+1台美的600RT磁悬浮离心机组	1.0W/W	6W/W	62.8%	300万元/年
宁波市第六医院	3台550RT定频螺杆机组(运行15年，冷量衰减超20%)	3台美的600RT“司南”系列磁悬浮离心机组	COP=3.0~3.5	COP=6.85	50%	80万度/年
上海第一百货商店	2台400RT传统螺杆机组(运行17年)	1台美的600RT鲲禹模块化磁悬浮离心机组+1台变频螺杆机组		COP=6.9	35%	

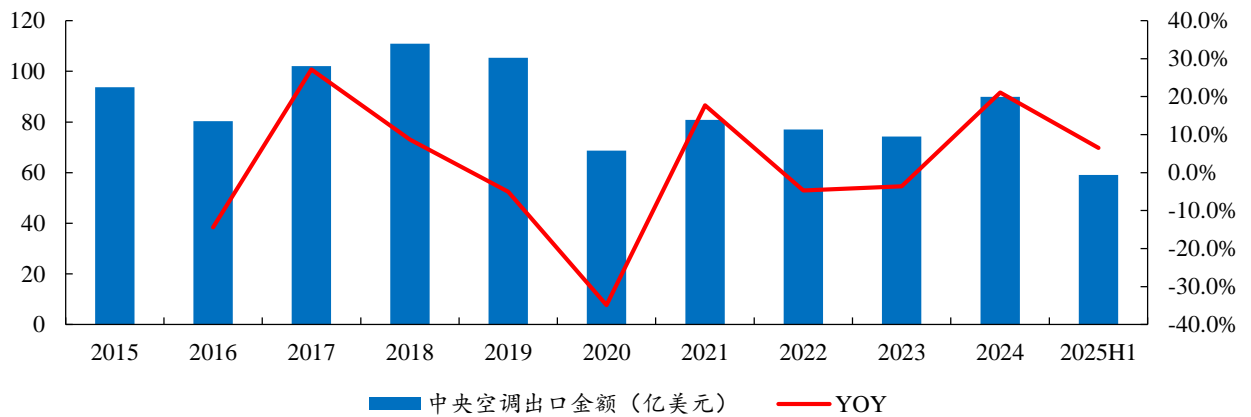
资料来源：暖通家、新华网、美的楼宇科技知乎官方账号、美的楼宇科技微信公众号、V客暖通网、开源证券研究所

综上所述我们认为，美的集团具备行业领先的、以高效节能的新型央空产品加快建筑节能升级的能力，有望凭借智慧建筑解决方案和改造标杆项目，成为央空更新市场的主力，推动公司在广阔的央空存量市场的市占率持续提升。

3、中央空调外销：海外需求持续向好，美的整合收购欧洲本土品牌补充品类+拓展渠道

中央空调海外增长优于行业总体，外销市场份额加速提升。根据中国海关总署数据，中国中央空调出口金额由2020年的68.7亿美元增长至2024年的89.9亿美元，2020-2024年CAGR为7.0%，2025上半年维持良好增长态势，出口金额为59.1亿美元（同比+6.5%）；拆分中央空调来看，根据产业在线数据，受益于各企业海外市场布局加快、营销体系的完善和产品需求的挖掘，2020-2024年户式及大型冷水机组中央空调CAGR分别为21.9%/26.6%，优于中国空调行业出口总体增长，2024年中国中央空调外销规模占比16.0%（+4.4pct），空调行业外销市场份额加速提升。

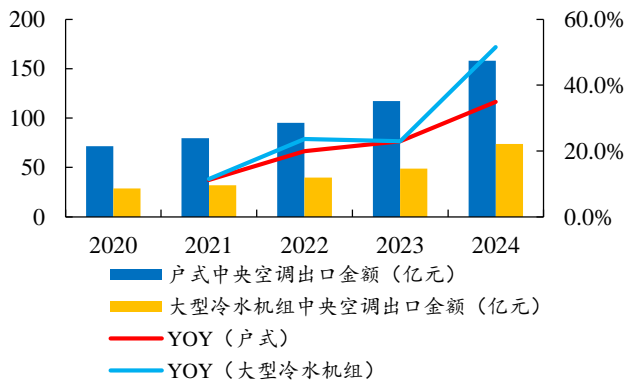
图49：2025H1中国空调出口59.1亿美元（+6.5%）



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：括号内为同比，全文同）

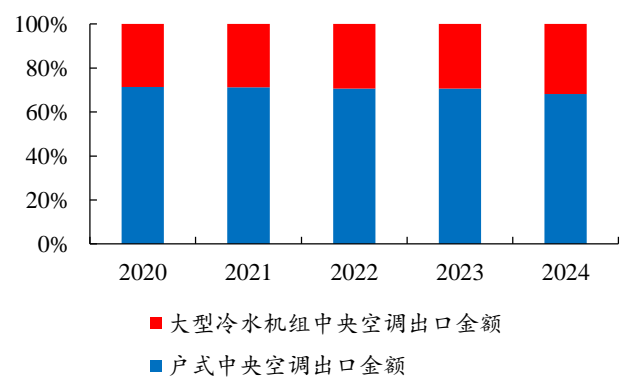
拆分品类来看，近几年大型冷水机组中央空调出口增长优于户式中央空调（含单元机、大多联、小多联等，下同）。一方面，由于全球数据中心建设加速，对高效冷却系统的需求大幅增长，大型冷水机组因其高能效、稳定性和大冷量输出成为首选；另一方面，欧洲及中东地区加大绿色建筑投资，要求暖通设备符合更高能效标准，大型冷水机组在节能方面优势更明显。综上使得近年大型冷水机组中央空调出口增长优于户式，占比由2020年的28.7%提升至2024年的31.9%。

图50：2020-2024年大型冷水机组中央空调出口同比增速整体优于户式



数据来源：产业在线、开源证券研究所

图51：2024年大型冷水中央空调出口占比31.9%（+2.5pct）

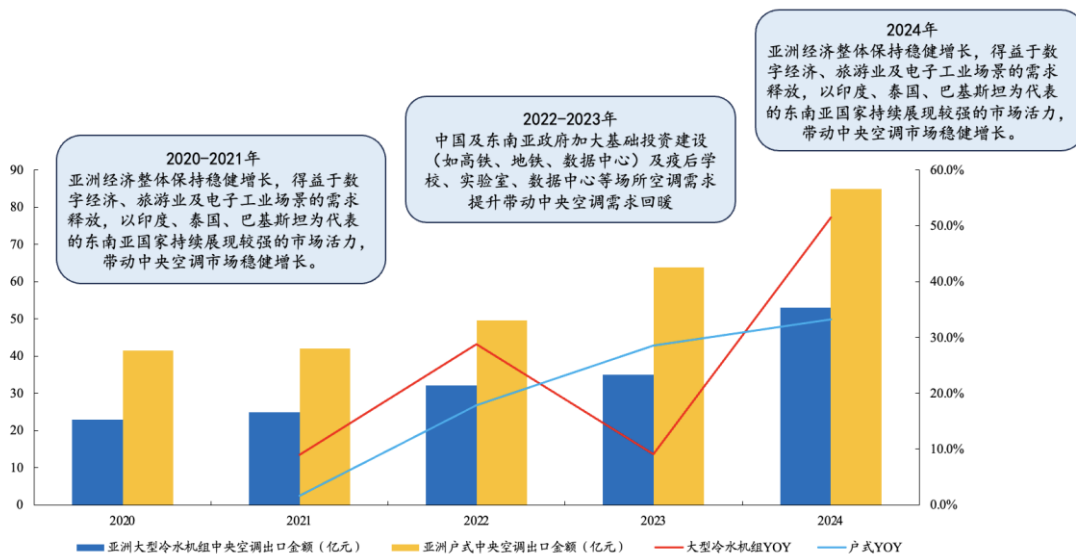


数据来源：产业在线、开源证券研究所

3.1、亚洲：东南亚市场基建投资复苏增长，中东市场数据中心建设有望进一步扩容制冷设备市场空间

中央空调亚洲出口稳健向上，疫后旅游业、基建投资增长拉动成长。2020-2024年中国对亚洲出口中央空调呈现稳健增长态势，出口规模由 64.2 亿元上升至 138.0 亿元，2020-2024 年 CAGR 为 21.1%。**户式中央空调方面：**得益于数字经济、旅游业及电子工业场景的需求释放，户式中央空调出口规模在配套应用的快速发展下实现较高增长，2024 年亚洲中央空调出口规模 138.0 亿元（+33.2%）。从地区来看，以印度、泰国、巴基斯坦为代表的东南亚国家持续展现较强的市场活力；中东国家依托产业多元化的持续转型与零售服务业的规模发展加快经济增长，为户式中央空调提供了广阔的应用空间。**大型冷水机组方面：**受益于东南亚基础设施建设加速，例如菲律宾政府投入 170 亿美元升级公路，机场，带动商业建筑暖通需求，2024 年大型冷水机组中央空调出口规模 53.0 亿元（+51.5%）。

图52：2024 年中央空调亚洲出口规模 138.0 亿元（+39.7%）



数据来源：产业在线、开源证券研究所 注：图中及后文提及的亚欧北美出口金额均为中国对该地区出口金额

从竞争格局来看，户式中央空调国内企业保持市占率领先，美的占据明显优势；大型冷水机组中央空调外资品牌份额领先，整体格局基本稳定。从产品拆分来看，户式中央空调产品结构变化较小，多联机产品应用加速；大型冷水机组中央空调产品格局稳定，节能性设备发展快速。

表8：亚洲户式中央空调市场美的占据明显优势

户式中央空调				大型冷水机组			
	2024	2023	yoy		2024	2023	yoy
美的	35.15%	37.25%	-2.10%	江森自控约克	20.03%	21.28%	-1.25%
格力	19.21%	18.18%	1.03%	开利	18.45%	18.62%	-0.17%
海尔	13.94%	12.71%	1.23%	麦克维尔	12.14%	16.81%	-4.67%
海信日立	8.64%	7.89%	0.75%	特灵	11.55%	10.68%	0.87%
奥克斯	5.35%	5.17%	0.18%	克莱门特	5.96%	1.21%	4.75%
富士通	2.86%	4.35%	-1.49%	江森自控日立	4.71%	4.76%	-0.05%
积微	3.04%	3.02%	0.02%	美的	4.63%	4.07%	0.56%
大金	3.34%	1.75%	1.59%	海尔	3.06%	2.37%	0.69%
其他	8.47%	9.68%	-1.21%	其他	19.46%	20.19%	-0.73%

数据来源：产业在线、开源证券研究所

表9：亚洲户式中央空调多联机产品应用加速

户式中央空调				大型冷水机组			
	2024	2023	yoy		2024	2023	yoy
多联机	61.52%	58.69%	2.83%	涡旋式	6.75%	6.31%	0.44%
单元机	37.59%	40.55%	-2.96%	溴化锂	7.12%	8.60%	-1.48%
户式水机	0.89%	0.76%	0.13%	离心式	48.02%	46.44%	1.58%
				螺杆式	25.04%	26.28%	-1.24%
				末端	13.07%	12.38%	0.69%

数据来源：产业在线、开源证券研究所

中东各国将发展 AI 视作国家转型的战略核心，北美科技巨头积极投资中东数据中心建设，可以预计中东地区数据中心制冷设备市场将随之大幅扩容。分国家来看：

（1）沙特：沙特“2030 愿景”将 AI 作为经济转型核心，2019 年成立数据与 AI 管理局（SDAIA）并于 2020 年发布国家 AI 战略，目标 2030 年跻身全球 AI 强国前 15 名，届时 AI 预计为 GDP 贡献 12.4%。投资层面，2024 年 2 月沙特公共投资基金（PIF）推出 Alat 技术投资公司，计划到 2030 年投资 1000 亿美元布局 AI、半导体等领域；2024 年 11 月沙特推出千亿美元级“超越计划”（Project Transcendence）建设 AI 数据中心、扶持创业企业并培养人才；2025 年 5 月，沙特公共投资基金（PIF）旗下公司 Humain 正式成立，Humain 将提供全面的人工智能服务、产品和工具，包括下一代数据中心、人工智能基础设施和云功能，以及先进的人工智能模型和解决方案。

（2）阿联酋：2019 年阿联酋颁布《2031 年国家人工智能战略》，将 AI 作为经济转型核心，目标 2031 年 AI 产业占非石油 GDP 的 20%。2019 年，阿联酋设立全球首家专注 AI 研究的研究生院穆罕默德·本·扎耶德人工智能大学（MBZUAI），可为 AI 领域人才培养提供支持。投资层面，2018 年阿联酋主权财富基金穆巴达拉投资公司（Mubadala）等企业出资成立阿联酋人工智能公司（G42），G42 是阿联酋推进人工智能战略的核心。2024 年 5 月，穆巴达拉投资公司和 G42 合作成立 MGX 公司，其参与了总投资潜力 1000 亿美元的全球 AI 基础设施合作计划，同时作为初始

投资方加入“星际之门”AI 基础设施项目。

(3) 卡塔尔：卡塔尔 2019 年发布《国家人工智能战略》，后将其整合入《卡塔尔国家数字议程 2030》。**投资层面**，卡塔尔 2024 年推出 25 亿美元 AI 投资计划，目标 2030 年成为全球十大数字经济体。2025 年 12 月，卡塔尔宣布成立国家 AI 公司 Qai，旨在构建具有韧性的数字生态系统，以促进卡塔尔的创新并加速可持续发展，推动经济多元化，实现卡塔尔“2030 国家愿景”。作为卡塔尔投资局子公司，Qai 将在卡塔尔及全球范围内开发、运营和投资 AI 基础设施和系统。

2025 年以来，北美科技巨头在中东各国积极投资建设数据中心。阿联酋方面，2025 年 5 月，OpenAI 宣布与阿联酋本土 G42 公司在阿布扎比共建一个总容量高达 5GW 的数据中心集群。同年 11 月，微软宣布其投资阿联酋人工智能（AI）等项目金额高达 152 亿美元，其中包括对 G42 的 15 亿美元股权投资、对阿联酋 AI 和云数据中心超过 46 亿美元的资本支出等。**沙特方面**，2025 年 10 月，黑石旗下数据中心平台 AirTrunk 宣布与沙特 Humain 合作，投资约 30 亿美元建设数据中心。同年 11 月，思科和 AMD 与 Humain 合作成立合资公司，计划到 2030 年前开发容量高达 1GW 的 AI 数据中心。马斯克旗下 xAI 公司与沙特 Humain 合作建设一座耗电量高达 500 兆瓦的数据中心，建成后将成为 xAI 在美国以外最大的数据中心。**卡塔尔方面**，2025 年 12 月，资管巨头 Brookfield 与卡塔尔 Qai 成立一家价值 200 亿美元的合资企业，专注于卡塔尔及部分国际市场的人工智能基础设施。

表10：北美科技巨头在中东各国积极投资建设数据中心

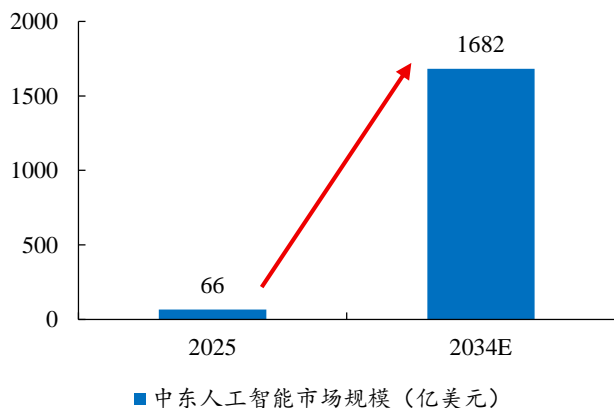
所属国家	建设主体	外部投资方	投资金额/体量（含合资）
阿联酋	G42	OpenAI	5GW
	G42 等	微软	152 亿美元
沙特阿拉伯	Humain	AirTrunk	30 亿美元
		AMD、思科	1GW
		xAI	500MW
	沙特数字云及 AI 基础设施	甲骨文公司	140 亿美元
卡塔尔	卡塔尔 AI 基础设施	Brookfield	200 亿美元

资料来源：新华网、中国能源新闻网等、开源证券研究所

中东人工智能市场的火热发展态势有望带动中东地区数据中心制冷系统市场空间大幅扩容。根据 IMARC 数据，中东人工智能市场规模预计将从 2025 年的 66 亿美元高速增长到 2034 年的 1682 亿美元，在中东各国对 AI 产业趋势的高度重视下，依靠广阔的土地资源、丰富且开采成本低廉的能源禀赋，据 SemiAnalysis，中东数据中心容量预计 2030 年将超过 6GW。中东数据中心的迅速发展也将驱动制冷系统市场

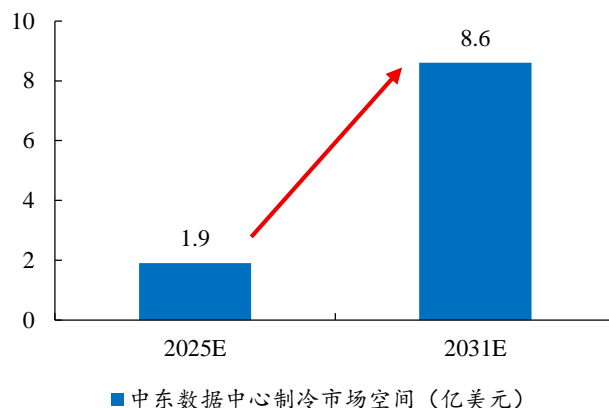
的大幅扩容。根据 Mordor Intelligence 数据，中东数据中心制冷市场空间有望在 2031 年达到 8.6 亿美元，较 2025 年大幅增长 352.6%。

图53：中东人工智能市场规模有望增长至 1682 亿美元



数据来源：IMARC、开源证券研究所

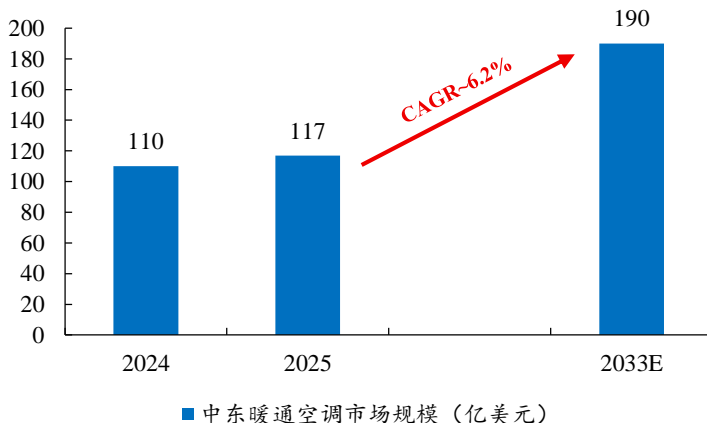
图54：中东数据中心制冷市场空间有望大幅扩容



数据来源：Mordor Intelligence、开源证券研究所

中东地区中央空调市场需求基本盘稳固。中东地区常年高温干燥，同时人口数量多、人均收入高，在中东各国寻求能源转型而大力开展基础设施建设的背景下，中东中央空调市场需求基本盘有望维持高景气。据 GRAND VIEW RESEARCH 数据，2024 年中东暖通空调系统市场规模达 110 亿美元，预计 2033 年达 190 亿美元，2025 至 2033 年复合增速有望达 6.2%，持续的增长动力主要源于：海湾国家城市化与基础设施扩张、绿色建筑标准推动新型可持续中央空调的普及、酒店和旅游业发展带来的商业建筑暖通空调安装需求等因素。

图55：2033 年中东地区暖通空调市场规模有望稳步增长至 190 亿美元



数据来源：GRAND VIEW RESEARCH，开源证券研究所

美的高度重视中东市场，通过定制化产品解决当地需求痛点。2025 年 1 月，美的沙特阿拉伯正式成立，标志美的全球化布局再进一步，目前美的在中东非地区已经拥有 7 家子公司。举例来看，针对中东极端的炎热干燥气候条件，美的 V8 多联机搭载行业首创的 ShieldBox IP55 全密闭电控盒技术，避免风沙侵入电控器件，依靠微通道冷媒冷却技术实现在 60℃ 高温环境下仍能稳定运行。此外，Hyper-link 通讯技术简化安装调试，META 2.0 内外机协同控制技术在昼夜温差较大的季节可实现高达 30% 的节能效果，有效解决中东地区需求痛点。

图56：美的楼宇科技在 2025 年沙特阿拉伯五大行业展览会(BIG5)中展出的暖通空调



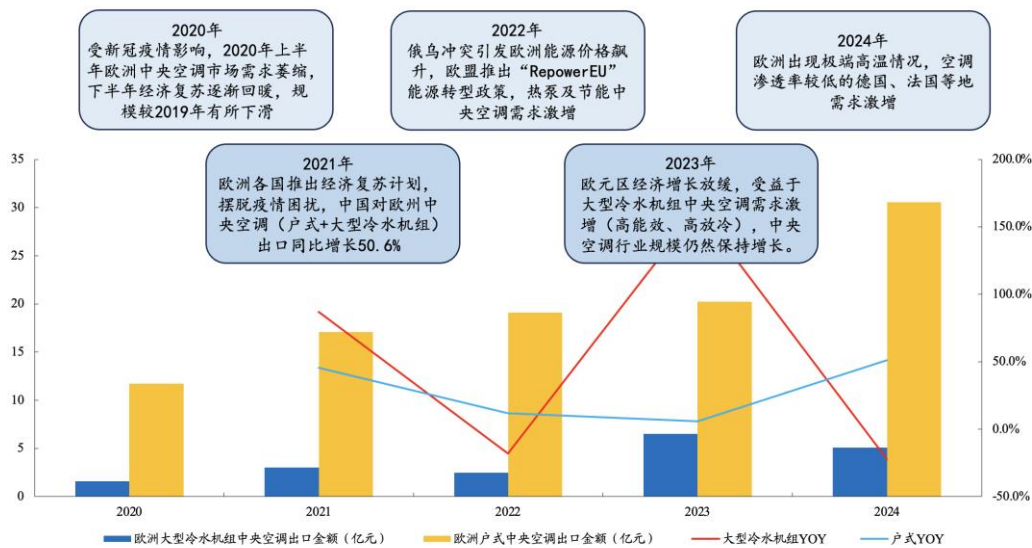
资料来源：艾肯家电网

此外，美的在东南亚市场也加速投资布局，产能与终端门店快速扩张。美的计划在罗勇府东部经济走廊（EEC）投资 22.6 亿泰铢，建设新工厂，以生产商用空调产品，商用中央空调业务东南亚产能进一步扩张；另外，2025 年美的计划在东盟新开设 700 家专卖店，使专卖店总数突破 1000 家，覆盖马来西亚、泰国、印尼、越南、菲律宾等主要国家。

3.2、欧洲：能源危机后温和复苏，美的通过并购切入欧洲供暖广阔市场

中央空调欧洲出口稳健增长，工业制造活跃度下行致大型冷水机组出口短期波动。2020-2024 年中国对欧洲中央空调出口呈现较高增长态势，出口规模由 13.3 亿元上升至 35.6 亿元，2020-2024 年 CAGR 为 27.8%。**户式中央空调方面：**得益于经济形势的持续改善，欧洲地区的商业活动和居民消费逐步回暖，2024 年户式中央空调出口规模增长 51%，法国、意大利、西班牙等权重市场均有稳健增长，随着欧洲各国能效法规的逐步严格，对高能效产品用户的补贴和税收减免将加速环保节能空调的推广进程，依托领先的创新能力和深厚的技术积累，中国企业的市场份额有望进一步提升。**大型冷水机组方面：**尽管欧洲经济呈现出温和复苏态势，但在通胀压力、能源成本高企以及地缘政治风险等制约因素下，工业整体工业制造活跃度出现下滑，2024 年中国向欧洲大型冷水机组中央空调出口规模下滑 22%，未来随着欧洲经济增长逐渐恢复，高端制造业、绿色能源、旅游产业、数据中心、汽车制造、医疗领域等建设需求将有序释放，节能型大型冷水机组在应用场景的加速拓宽下或将迎来发展机遇。

图57：2024 年欧洲户式中央空调出口金额 30.6 亿元（+51.0%）



数据来源：产业在线、开源证券研究所

从竞争格局来看，户式中央空调国内企业出海布局加速，海尔份额加速提升；大型冷水机组中央空调美资品牌权重较高，集中度略有提升。从产品拆分来看，户式中央空调高能效产品推广提速，多联机产品占比持续增长；大型冷水机组中央空调产品格局稳定，末端设备份额有所提升。

表11：欧洲户式中央空调海尔份额加速提升

户式中央空调				大型冷水机组			
	2024	2023	yoy		2024	2023	yoy
海尔	40.30%	27.81%	12.49%	江森自控约克	26.06%	27.81%	-1.75%
美的	24.48%	29.99%	-5.51%	开利	12.38%	9.76%	2.62%
海信日立	13.24%	13.94%	-0.70%	美的	8.45%	6.27%	2.18%
格力	11.26%	12.81%	-1.55%	特灵	8.03%	8.50%	-0.47%
奥克斯	2.52%	4.10%	-1.58%	海尔	6.51%	4.18%	2.33%
积微	2.12%	4.51%	-2.39%	天加	4.84%	5.78%	-0.94%
TCL	1.13%	1.73%	-0.60%	格力	3.55%	4.18%	-0.63%
松下	1.13%	1.28%	-0.15%	麦克维尔	2.82%	5.29%	-2.47%
其他	3.82%	3.81%	0.01%	其他	27.36%	28.24%	-0.88%

数据来源：产业在线、开源证券研究所

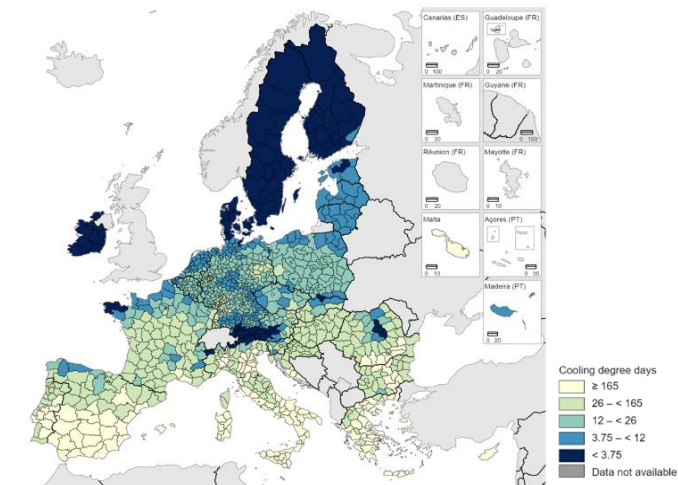
表12：欧洲户式中央空调多联机产品占比持续增长

户式中央空调				大型冷水机组			
	2024	2023	yoy		2024	2023	yoy
多联机	62.76%	59.93%	2.83%	涡旋式	9.87%	7.65%	2.22%
单元机	36.90%	39.43%	-2.53%	溴化锂	6.36%	10.02%	-3.66%
户式水机	0.34%	0.63%	-0.29%	离心式	45.10%	46.39%	-1.29%
				螺杆式	20.59%	22.89%	-2.30%
				末端	18.08%	13.05%	5.03%

数据来源：产业在线、开源证券研究所

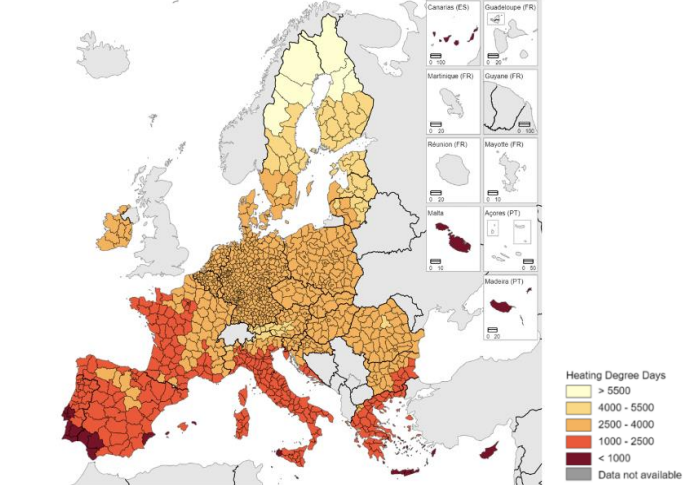
欧洲供热市场空间远高于制冷市场。由于欧洲尤其是中北欧地区大部分地处高纬度地区（高于 45° N），气候包括温带大陆性气候、亚寒带针叶林气候甚至极地气候，年平均气温较低（低于 10℃），导致欧洲大部分地区的采暖度日数（Heating Degree Days，即 HDD）远大于制冷度日数（Cooling Degree Days，即 CDD）。据 Eurostat 数据，对比 1979 至 2022 年跨度范围内的年平均值，欧洲 HDD 大部分地区高于 1000，甚至高于 2500，而 CDD 大部分低于 165，HDD 是 CDD 的数倍。此外，就各国或地区来看，欧盟、德国、法国、意大利、西班牙等欧洲主要国家的 HDD 均远远高于 CDD，体现出欧洲中央空调中供热市场空间实际上远高于制冷市场。

图58：欧洲 CDD 大致自北向南递增，大部分低于 165



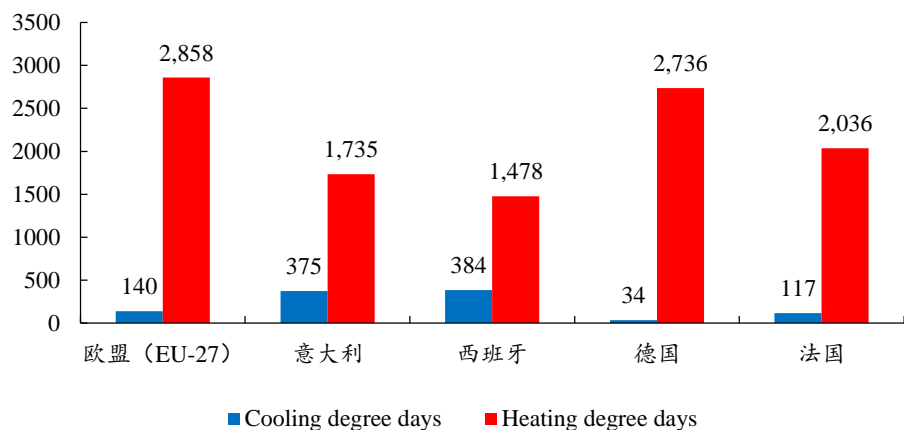
资料来源：Eurostat

图59：欧洲 HDD 大致自北向南递减，大部分高于 1000



资料来源：Eurostat

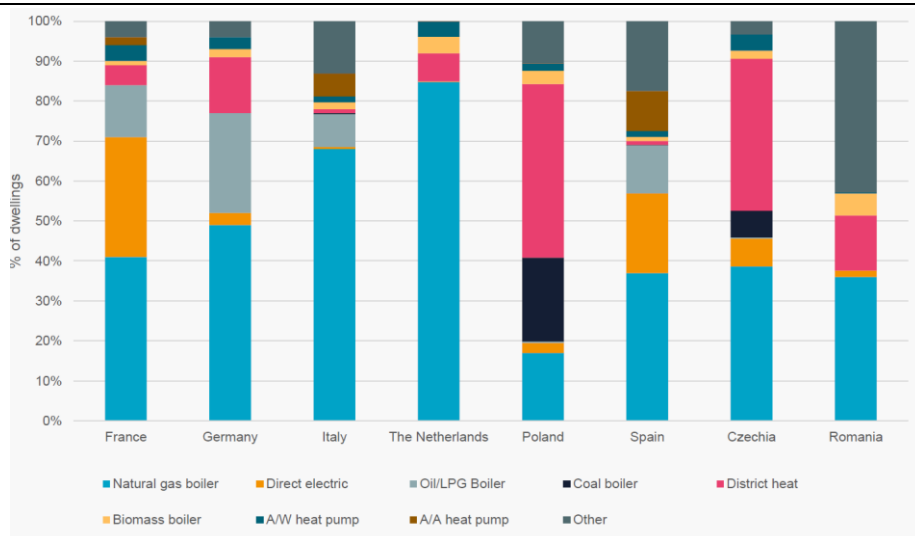
图60：欧盟以及部分欧洲主要国家的 HDD 均远大于 CDD



数据来源：Eurostat、开源证券研究所

当前欧洲主要国家的供暖方式中以采暖锅炉为主。当前欧洲市场使用的供暖设备种类丰富，涵盖采暖锅炉（天然气锅炉、燃油/液化石油气锅炉、燃煤锅炉、生物质锅炉等）、电直热供暖、集中供暖和热泵系统等，当前欧洲地区普遍使用锅炉类设备用作采暖，尤其是天然气锅炉，例如荷兰、意大利、法国分别有 85%、68%、41% 的家庭使用天然气锅炉供暖。在东欧市场，燃煤锅炉和区域集中供暖在供暖设备中占比较高。例如波兰有近 65% 的家庭使用区域集中供暖或燃煤供暖。而热泵的使用在很多欧洲国家仍然处于起步阶段，占比普遍不超过 20%。

图61：当前欧洲主要国家的供暖方式中以采暖锅炉为主



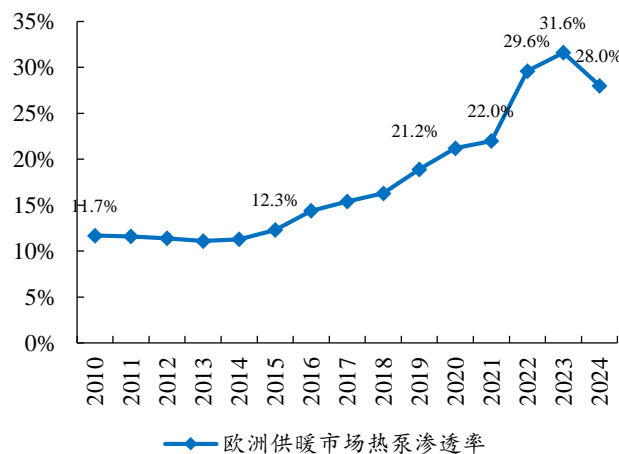
资料来源：LCP Delta

欧洲供暖市场中的热泵市场景气度有望持续回暖，渗透率提升驱动成长。根据 EHPA 对欧洲主要的 19 个国家的数据显示，热泵销量从 2012 年的约 80 万台增长至 2024 年的约 230 万台，除 2022 至 2023 年欧洲能源危机导致天然气价格大涨带来的热泵需求阶段性高点外，整体销量趋势呈现持续增长态势，年复合增速约 9.2%。从渗透率方面来看，据 EHPA 数据，热泵在欧洲整体空间采暖的设备选择占比从 2010 年的 11.7% 增长至 2024 年的 28.0%，渗透率持续提高。

图62：2012 至 2024 年欧洲主要 19 国热泵销量持续增长



图63：2010 至 2024 年欧洲热泵的供暖渗透率整体呈现稳步提高趋势



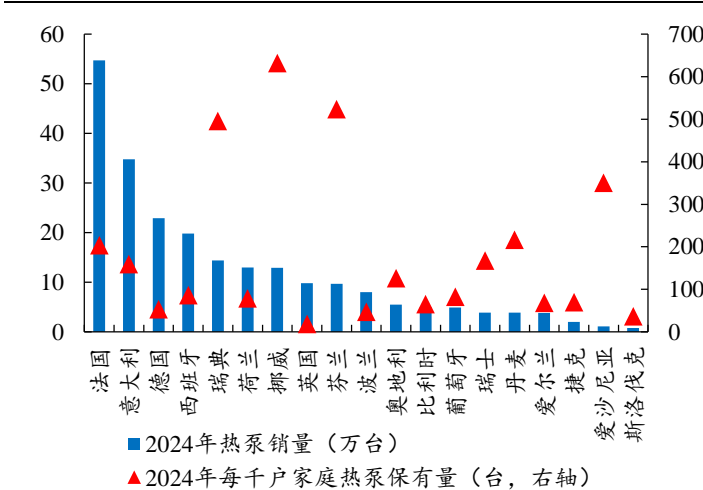
数据来源：EHPA、开源证券研究所；注：19 国分别为奥地利、比利时、捷克、丹麦、爱沙尼亚、芬兰、法国、德国、爱尔兰、意大利、荷兰、挪威、波兰、葡萄牙、斯洛伐克、西班牙、瑞典、瑞士和英国等

数据来源：EHPA、开源证券研究所

在节能降碳、减少对化石燃料依赖的大背景下，欧洲供暖市场中热泵在家庭中的潜在空间仍然可观。根据 EHPA 数据，2024 年欧洲热泵销量前四高的国家依次为法国、意大利、德国、西班牙，其销量分别为 54.7、34.8、22.9、19.8 万台，而这四

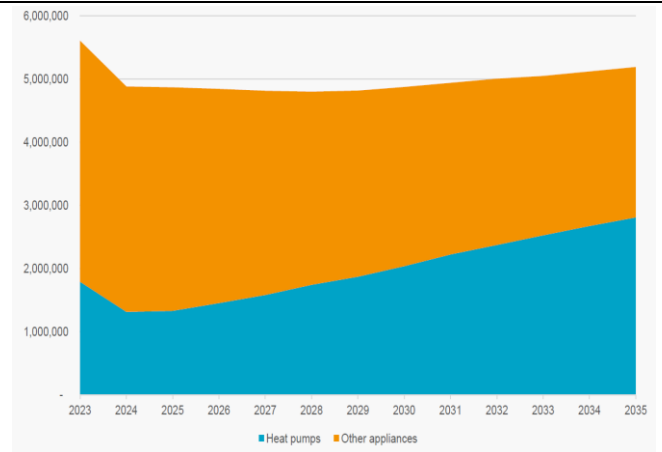
个国家的每千户家庭的热泵保有量分别仅为 204、160、54、87 台，相较保有量较高的北欧各国，渗透率依旧处于较低水平，这些大市场的后续增长空间仍然可观。展望未来，据 LCP Delta 对德国、法国、意大利等 8 个欧洲主要热泵市场的数据分析，预计其热泵渗透率有望持续提升，抢占其他供暖系统的份额。

图64：欧洲热泵年销量较高的法、意、德、西等国的家庭热泵保有量仍然处于较低水平



数据来源：EHPA、开源证券研究所

图65：展望 2035 年，欧洲热泵渗透率有望持续提升，抢占其他供暖系统的份额



数据来源：LCP Delta；注：上图中采取捷克、德国、西班牙、法国、意大利、荷兰、波兰、罗马尼亚等 8 个欧洲国家数据

美的收购瑞士 Arbonia Climate 与意大利 Clivet 形成新联盟 MBT Climate，促进渠道、产品、产能、品牌等层面的整合协同，楼宇业务出海进程加速。2025 年 2 月，美的完成对瑞士 Arbonia Climate 的收购，形成新联盟 MBT Climate，公司此次举措整合三方资源以提供更完善的产品解决方案及服务，在欧洲的布局进一步完善。从以下方面拆分来看：

渠道布局：借助成熟且广泛的欧洲散热器销售渠道切入供热市场。Arbonia 在欧洲拥有成熟的销售网络，旗下 Kermi 品牌欧洲散热器份额领先，覆盖德国、瑞士、意大利、法国、北欧等核心市场（上述市场为欧洲热泵核心市场），与众多专业暖通经销商、工程承包商及建材零售商达成长期合作关系，有助于美的在建筑领域合作伙伴的进一步拓展。

产品布局：Arbonia Climate 的产品线包括高性能散热器、风机盘管、热泵及空气处理设备，其专注于高效、环保的气候控制系统解决方案的研发与推广，这些解决方案广泛应用于商业楼宇、工业厂房及各类公共设施。

产能布局：Arbonia Climate 在德国/捷克/意大利/比利时等地拥有 5 个研发基地、8 处产能，结合意大利 Clivet 原有产能，产能布局进一步完善，其中捷克热泵工厂年规划产能约为 3 万台，拥有暖通设备制造基地，主要生产散热器、风机盘管等产品。

品牌矩阵：Arbonia 旗下拥有 Kermi、Prolux 等系统品牌，Sabiana、Vasco 等产品品牌，在美的收购 Arbonia 后，品牌矩阵进一步完善，有望形成全方面品牌矩阵，进一步抢占市场份额。

图66：美的欧洲品牌矩阵进一步完善



资料来源：各公司官网、开源证券研究所

综上，我们认为美的在对瑞士 Arbonia 与意大利 Clivet 进行整合后，公司在欧洲区域的产品、渠道、产能、品牌矩阵等多方面都将进一步完善，伴随欧洲工业需求有序释放，供暖市场热泵景气度回升，美的在欧洲的市场份额有望进一步提升。

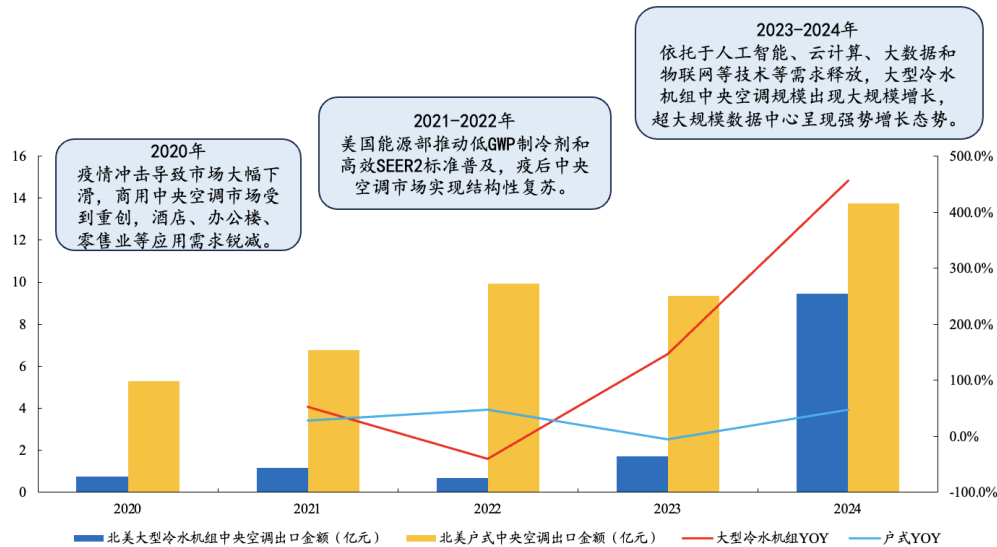
3.3、北美洲：数据中心需求带动大型冷水机组中央空调需求激增

中央空调北美出口快速增长，超大规模数据中心表现强势。2020-2024 年中国对北美中央空调出口呈现较高增长态势，出口规模由 6.1 亿元上升至 23.2 亿元，2020-2024 年 CAGR 为 39.9%。

户式中央空调方面：得益于通胀水平的持续下降与居民可支配收入的增长，美国市场户式中央空调需求加速提升，叠加办公楼、购物中心、酒店等商建配套需求同步加速释放；墨西哥依托城市化进程加快、经济稳步增长共同带动 2024 年中国户式中央空调北美出口规模实现稳定增长，2024 年规模 13.8 亿元（+47.0%）。

大型冷水机组方面：依托云计算、人工智能、大数据和物联网等技术的算力需求释放，北美地区数据中心建设规模快速提升，显著拉动了离心机、螺杆机等大型冷水机组的需求提速；美国作为全球最大的数据中心市场，超大规模数据中心于 2024 年呈现出强劲增长势头，并成为谷歌、微软、Meta 等大型科技巨头深度投资的热点市场，共同带动中国大型冷水机组中央空调北美规模快速成长，2024 年规模 9.5 亿元（+456.5%）。

图67：2024 年北美大型冷水机组中央空调出口金额 9.5 亿元（+456.5%）



资料来源：产业在线、开源证券研究所

从竞争格局来看，户式中央空调国内企业出海布局加速，美的格力保持份额领先；大型冷水机组中央空调头部品牌格局略有调整，美资企业份额扩张明显。从产品拆分来看，户式中央空调单元机渗透率提升，占比需求扩大；大型冷水机组中央空调离心机份额快速提升，占比接近 50%。

表13：北美户式中央空调市场美的占据明显优势

户式中央空调				大型冷水机组			
	2024	2023	yoy		2024	2023	yoy
美的	35.78%	35.70%	0.08%	开利	21.69%	14.91%	6.78%
格力	20.33%	19.94%	0.39%	江森自控约克	20.73%	18.44%	2.29%
海尔	16.15%	16.94%	-0.79%	克莱门特	9.06%	0.12%	8.94%
积微	7.66%	9.16%	-1.50%	美的	7.99%	7.42%	0.57%
海信日立	4.09%	5.15%	-1.06%	麦克维尔	5.10%	22.10%	-17.00%
奥克斯	4.71%	3.36%	1.35%	天加	4.85%	6.31%	-1.46%
TCL	4.68%	3.01%	1.67%	格力	3.78%	4.07%	-0.29%
麦克维尔	1.16%	1.84%	-0.68%	特灵	2.69%	5.83%	-3.14%
其他	5.43%	4.90%	0.53%	其他	24.11%	20.80%	3.31%

数据来源：产业在线、开源证券研究所

表14：北美大型冷水机组中央空调离心式产品应用加速

户式中央空调				大型冷水机组			
	2024	2023	yoy		2024	2023	yoy
多联机	54.58%	55.29%	-0.71%	涡旋式	7.82%	22.27%	-14.45%
单元机	44.34%	43.65%	0.69%	溴化锂	5.16%	4.18%	0.98%
户式水机	1.08%	1.06%	0.02%	离心式	48.91%	23.92%	24.99%
				螺杆式	22.31%	10.78%	11.53%
				末端	15.80%	38.83%	-23.03%

数据来源：产业在线、开源证券研究所

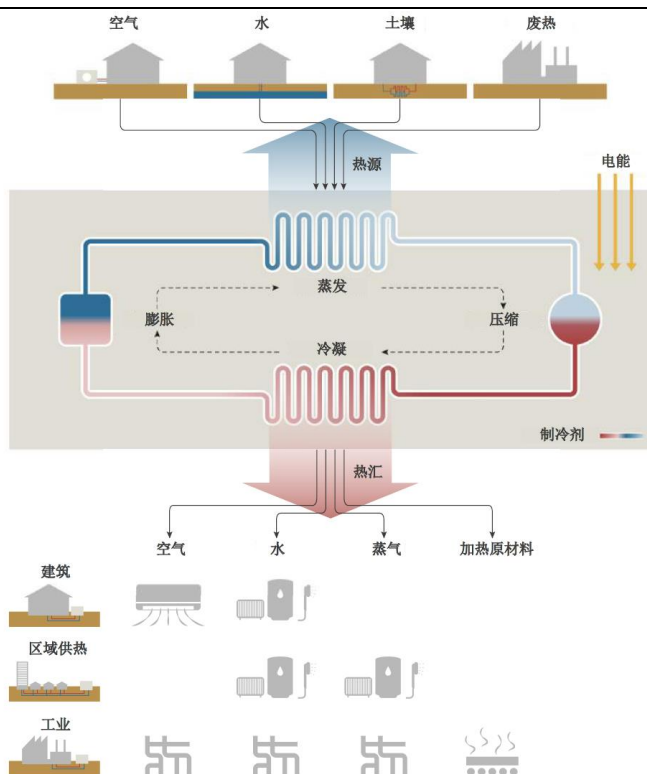
美的自有品牌在北美地区的产品、研发、渠道等多重布局持续，OEM/ODM 与北美头部中央空调公司保持良好合作，双轮驱动北美中央空调市场加速拓展。美的在 2025 年 AHR 展会上推出 V6 三管制热回收多联机，凭借行业领先的制冷制热效率和低噪音设计，成为众多商业项目的理想选择。**渠道方面**，已在纽约、加拿大安大略、佛罗里达开设旗舰店，展示全系列产品，渠道布局进一步加深。**OEM/ODM 方面**，美的与北美头部中央空调公司（如开利）常年保持良好合作关系，通过设立合资公司（如与开利合资的开利美的北美公司）等方式绑定共同利益，有望以自有品牌+代工双轮驱动公司在北美中央空调市场加速拓展。

4、热泵：高温工业热泵市场供需两旺，美的前瞻性布局抢占行业先机

4.1、热泵概况：热泵是一种清洁供热装置，目前以户用空气源热泵为主

热泵是一种清洁高效的供热装置，其通过压缩机及其他设备将低位热源（通常是空气、水或土壤）的热能转移到高位热源的，为住宅、商业和工农业供暖、供冷及提供热水等供热服务。热泵供热的基本原理是逆卡诺循环，即压缩机排出的高温高压蒸汽，进入冷凝器，制冷剂蒸汽向高温热源放热后被冷凝成液态制冷剂，经节流装置降压膨胀后进入蒸发器，气液混合制冷剂在蒸发器中吸收低温热源的热量而蒸发形成蒸气，蒸气制冷剂重新被压缩机吸入完成一个循环。上述循环往复可以持续制备热能，将外界低温空气、水或土壤中的热量“泵”送给温度较高的应用场景。

图68：热泵的工作原理示意图



资料来源：IEA

分类来看，根据低位热源的不同分为空气源热泵、水地源热泵和废热源热泵，空气源热泵是目前主流的热泵类型，主要用作户用供暖和供给热水等功能。（1）空气源热泵：以室外空气为热源的热泵机组。特点是热源普适易安装，但冬季换热器易结霜需配套除霜措施，且运行存在一定噪声；（2）水地源热泵：以岩土体、地层土壤、地下水或地表水为低温热源的热泵机组，特点是依托地表浅层可再生能源运行稳定，地埋管型易因地温波动影响效果；（3）废热源热泵：以能源活动后排放的、不再利用的废热能为热源的热泵机组。特点是利用废热能实现二次提效，不过度（污水）换热器易堵腐需维护，其烟气换热器需具备耐腐耐高温性能。根据《全球热泵产业发展报告（2025）》，2024年我国空气源热泵的内销收入占比最高，高达92.5%，水地源、废热源分别占比4.2%/3.3%。

表15：热泵的分类和内销规模及占比增速（2024 年）

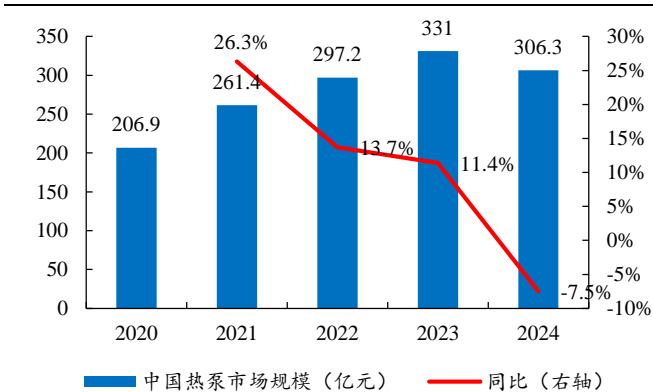
类型	作用过程示意图	应用	产品细分	2024 年内销规模 (亿元)	占比	增速
空气源		热水	热水	52.9	20.4%	-8.3%
		供暖	户式水机	78.4	30.2%	2.9%
			天氟地水	33.7	13.0%	10.0%
			户式风机	13	5.0%	-27.5%
		工程采暖	工程采暖	42.7	16.5%	0.7%
		烘干	烘干	19.4	7.5%	-11.0%
水地源		/	水地源热泵机组	10.9	4.2%	-9.4%
废热源		/	吸收式热泵机组	8.5	3.3%	-3.6%

数据来源：CHPA《全球热泵产业发展报告（2025）》、CHPA《中国热泵产业发展报告（2025）》、开源证券研究所

4.2、热泵市场现状：欧洲区域外销短期承压，内销集中度稳中有升

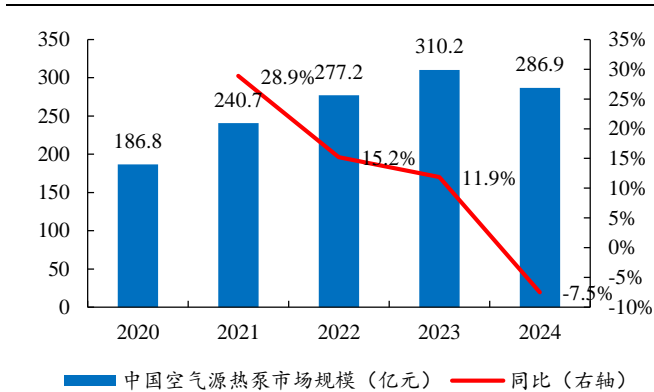
我国热泵市场规模近年来呈现稳健增长态势，空气源热泵占比超过九成引领产业发展。据中国节能协会热泵专业委员会和产业在线数据，2024 年，中国总体热泵行业规模达 306.3 亿元，同比下滑 7.5%，其中空气源热泵市场规模为 286.9 亿元，同比下滑 7.5%，占比 93.7%。2023 年之前，热泵市场经历了一轮稳健增长，从 2020 年的 206.9 亿元增长至 2023 年的 331.0 亿元，CAGR 达 17%，主要系户水煤改电和户风煤改电等政策主导下供暖需求驱动热泵市场持续增长。进入 2024 年，经济增速下行、外销需求疲软等因素导致市场规模出现下滑。

图69：2020 至 2024 年中国热泵市场规模（亿元）



数据来源：中国节能协会热泵专业委员会、产业在线、开源证券

图70：2020 至 2024 年中国空气源热泵市场规模（亿元）



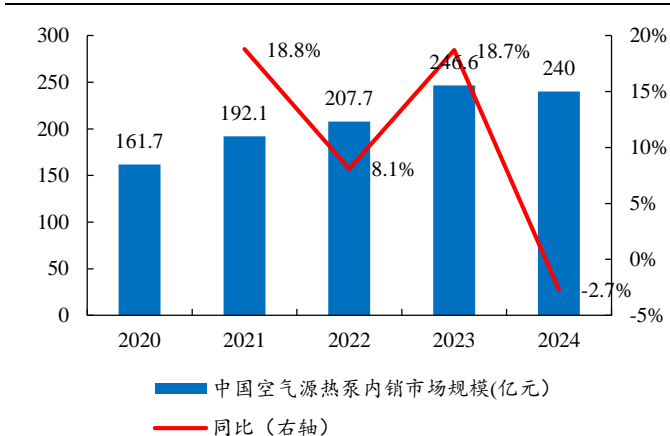
数据来源：中国节能协会热泵专业委员会、产业在线、开源证券

研究所

研究所

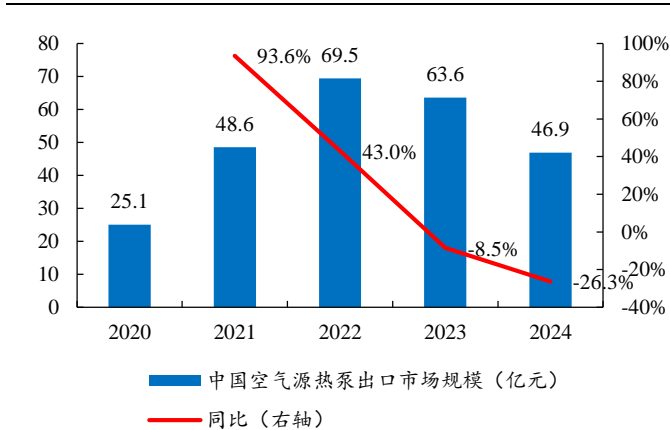
内外销方面，外销尤其是欧洲区域短期内有所下滑，内销整体韧性较为充足。以占比超过 90% 的空气源热泵市场来看，内销方面，尽管 2024 年中国空气源热泵内销市场规模为 240 亿元，同比下降 2.7%，但是自 2020 年来的复合增速仍达 10.4%，体现出较强的发展韧性。外销方面，2022 年俄乌冲突导致欧洲能源危机、天然气价格大幅上涨，驱动欧洲对更加节能高效的热泵的需求大幅跃升，欧洲作为中国热泵出口的核心目的地（2024 年欧洲区域热泵出口量占比 56.6%），其高景气也带动中国热泵外销在 2022 年迅速增长。但随着欧洲能源危机趋缓、天然气价格回落，欧洲热泵市场需求出现疲态，行业库存高企、宏观制造业不景气等因素导致欧洲热泵销量自 2023 年来持续明显下滑，导致全球热泵销量和中国热泵外销同样面临负增长压力。2024 年中国空气源热泵出口市场规模为 46.9 亿元，同比下降 26.3%，已降低至 2021 年水平。

图71：2020-2024 年中国空气源热泵内销市场规模（亿元）



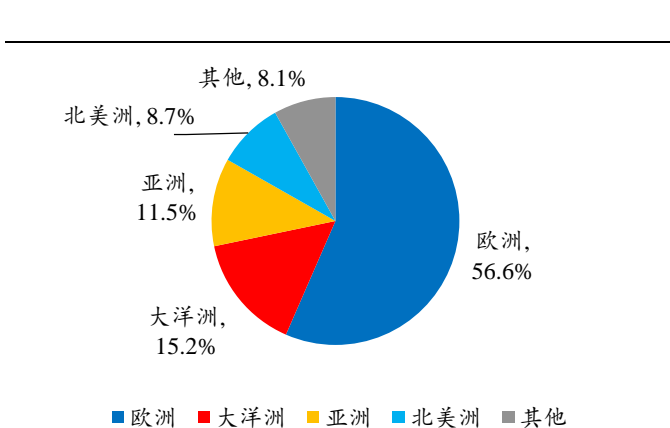
数据来源：中国节能协会热泵专业委员会、产业在线、开源证券研究所

图72：2020-2024 年中国空气源热泵出口市场规模（亿元）



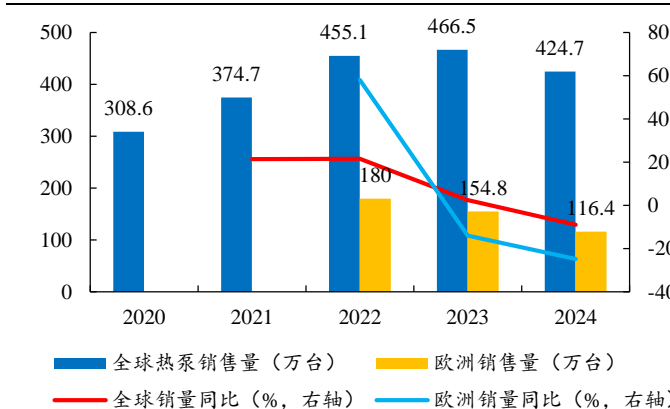
数据来源：中国节能协会热泵专业委员会、产业在线、开源证券研究所

图73：2024 年中国空气源热泵的出口区域以欧洲为主



数据来源：中国节能协会热泵专业委员会、产业在线、开源证券研究所

图74：2022 年来欧洲空气源热泵销售量下滑是全球热泵销量承压的重要因素



数据来源：中国节能协会热泵专业委员会、产业在线、开源证券研究所

竞争格局方面，热泵行业头部集中度较高，且呈现小幅上升趋势。根据中国节能协会热泵专业委员会与产业在线数据，2024 年中国空气源热泵行业

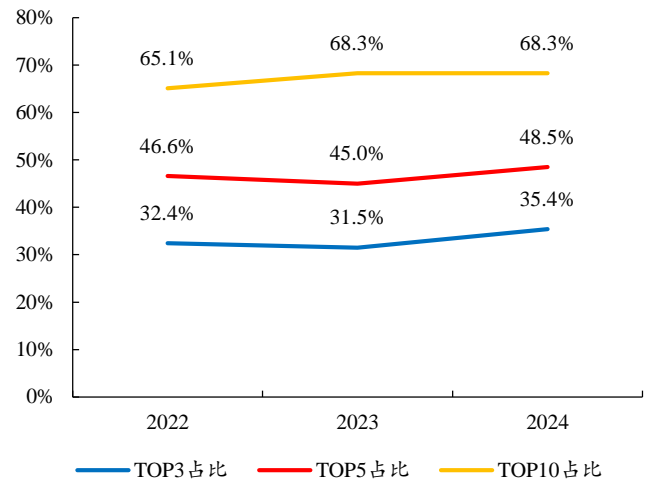
TOP3/TOP5/TOP10 的份额合计分别达 35.4%/48.5%/68.3%，较 2022 年分别上升 3.0/1.9/3.2pct。随着行业承压带来的竞争洗牌加剧，产品竞争力、渠道渗透力、品牌传播力愈发集中于行业头部公司，2024 年行业集中度持续维持高位。龙头公司中，据《2024 年中国空气源热泵行业发展报告》，2024 年中国空气源热泵销售规模超过 20 亿元的公司有美的、海尔、中广欧特斯、格力等公司，可见传统暖通巨头凭借产业链协同，以技术和渠道优势仍占据热泵市场鳌头地位。

图75：中国空气源热泵行业主流品牌国内销售规模区间

销售规模区间	对应品牌
20 亿以上	美的、海尔、中广欧特斯、格力
10-20 亿	海信、天加、纽恩泰、生能
5-10 亿	万居隆、四季沐歌、太阳雨、TCL 智能暖通、芬尼科技
2-5 亿以下	哈思、长虹中央空调、EK 空调、天舒、热立方、派沃、鑫磊、瑞星、荣事达
2 亿以下	艾珂圣、领致、阳帆、科龙、森加、博浪、意信达、固德热、欧思丹、中际自然能、沃德通、天池花雨、力诺瑞特、镁刻阳光、美博、英泊索尔、奥克斯、美肯、邦顿、曼茨、雅凯、欧井、曼派、德富

数据来源：i 传媒《2024 年中国空气源热泵行业发展报告》、开源证券研究所

图76：中国空气源热泵整体集中度较高

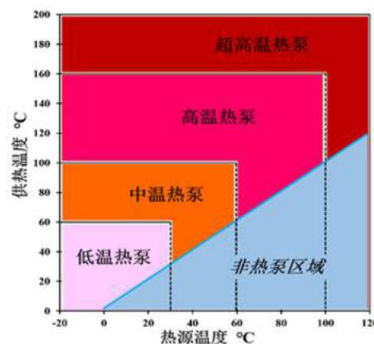


数据来源：中国节能协会热泵专业委员会、产业在线、开源证券研究所

4.3、热泵行业看点：高温工业热泵市场方兴未艾，政策+市场双驱动下有望演绎工业锅炉替代逻辑

定义：工业热泵是热泵的一个细分品类，指应用于工业生产过程中的中高功率热泵。工业热泵作为一种主动热回收装置，可将工业过程中的废热温度提高到更高的温度，以用于同一过程或其他相邻过程的热需求。通常根据输出温度，工业热泵可分为低温、中温、高温、超高温工业热泵，分别适配不同工业工艺的热能要求。工业热泵通过提供能源或利用余热作为能源，覆盖工业包括造食品饮料、化学、汽车、金属、塑料、机械工程、纺织品、木材等，应用范围十分广泛。

图77：工业热泵根据供热温度的分类示意图



低温工业热泵：Tout<60℃；

中温工业热泵：60 ≤ Tout < 100℃；

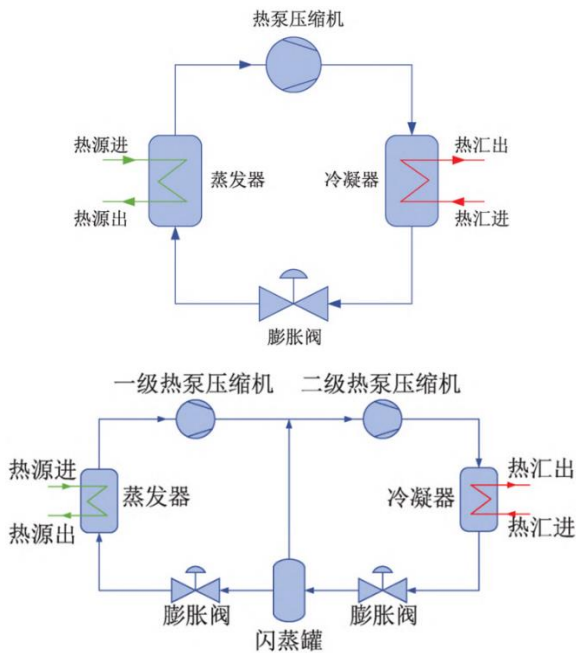
高温工业热泵：100 ≤ Tout < 160℃；

超高温工业热泵：Tout ≥ 160℃。

资料来源：CHPA《工业热泵发展白皮书（2023）》、开源证券研究所

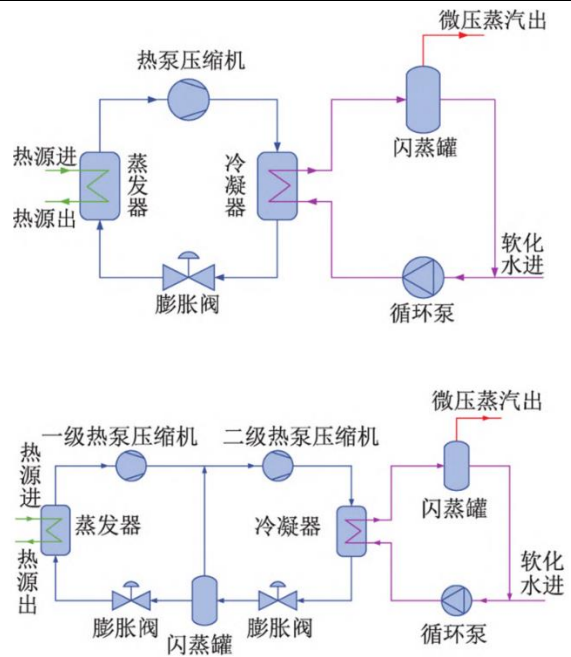
工业热泵的工作机制特点：相比普通热泵，工业热泵的输出温度更高，而为了高效的实现较高的温升（ ΔT ），高温工业热泵通常使用更加复杂的两级或复叠压缩机制。普通户用、工商用热泵的主要功能是制备热水、供暖和烘干，其输出的热水或热风的温度通常在 50°C 至 80°C 之间。而工业热泵需要为工业生产过程提供高温反应、干燥、浓缩等所需的热风或蒸汽，其输出温度通常高达 100°C ~ 200°C 以上，考虑到热源温度通常低于 60°C ，意味着热泵整体的温升（ ΔT ）将达到 40°C ~ 140°C 。考虑到单个热泵压缩机的能效（COP）会随输出温度升高而急剧下降，工业热泵制备高温热风或蒸汽时通常采用两级（复叠）或多级压缩机制。复杂的压缩机制为高温工业热泵行业筑造了较高的技术门槛。

图78：工业热泵制备热水（热风）流程图



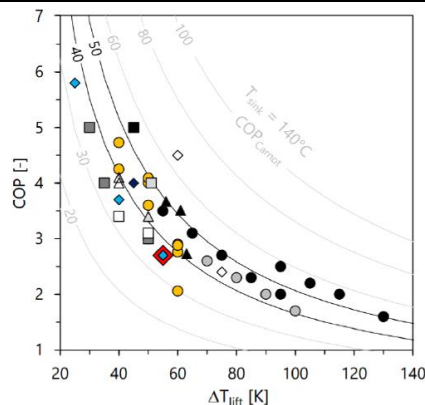
资料来源：《工业热泵发展白皮书（2023）》、开源证券研究所

图79：工业热泵制备蒸汽流程图



资料来源：《工业热泵发展白皮书（2023）》、开源证券研究所

图80：工业热泵的 COP 与温度提升（ ΔT ）负相关，即随着热泵输出温度的提升 COP 将急剧下降



资料来源：德国能源署《德国与欧洲高温热泵发展经验——潜力、应用场景及政策支持》

工业热泵的市场现状：2024 年市场规模逆势高增，目前整体渗透率仍然极低，处于高速发展的起步阶段。根据中国节能协会热泵专业委员会、产业在线数据，2024 年我国高温热泵产品(出水温度 $>80^{\circ}\text{C}$)市场规模为 12.3 亿元，同比增长 18.0%，相对热泵整体规模同比下降 7.5%而言实现逆势高增。**渗透率方面**，2023 年我国四大优先

发展领域（食品制造加工业、纺织造纸业、设备制造业和石油化工业）200℃以下的用热需求中工业热泵应用占比仅 0.13%，2024 年工业热泵占热泵整体市场的比例仅 4.02%，并呈现逐年提升趋势。综合来看，我国工业热泵市场仍处于高速发展的起步阶段。

图81：高温工业热泵市场规模近年来逆势高增

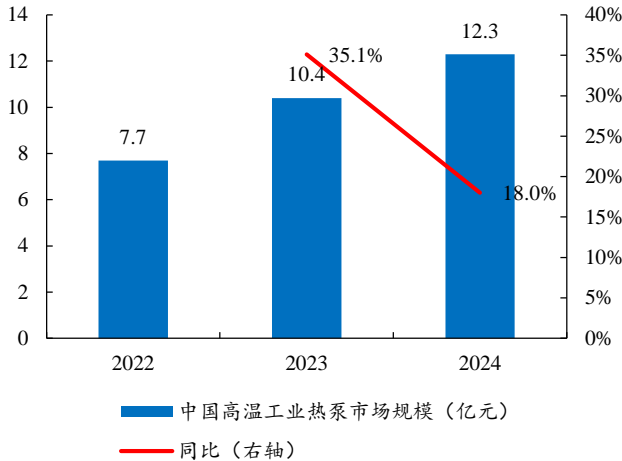
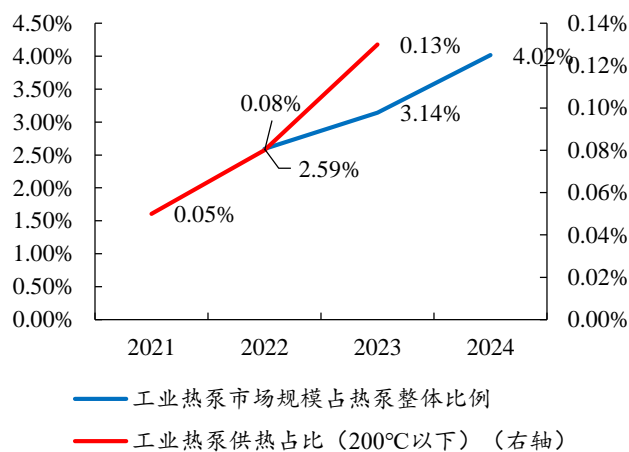


图82：工业热泵整体渗透率仍然极低



数据来源：CHPA《中国热泵产业发展报告（2025）》、开源证券研究所

数据来源：CHPA、产业在线、开源证券研究所

行业发展趋势：工业热泵供热潜力巨大，大量 80℃ 以上的高温工业用热需求为热泵提供充足供热潜力。根据《中国热泵产业发展报告（2025）》，我国 80℃ 以上的高温工业用热需求合计达 395 亿 GJ，占总用热需求的比例达 80.1%。其中，80℃~200℃ 之间的具备工业热泵供热潜力达 28.3 亿 GJ，随着工业热泵技术持续突破，更多商业化产品落地，预计 80℃ 以上乃至 200℃ 以上的工业热泵需求有望进一步提高。

化工、食品、纺织和石油煤炭等行业是高温工业热泵有望率先重点突破的关键场景。根据《中国热泵产业发展报告（2025）》，80℃~200℃ 之间的工业热泵供热潜力工业部门由大到小分别是食品（农副食品加工、食品制造与酒、饮料和精制茶合计）、造纸、化工、纺织和石油与煤炭，其占比分别为 21.4%、15.1%、11.2%、9.3% 和 7.1%，同时考虑到这些行业普遍是高污染、高能耗行业，更加节能降碳的高温工业热泵有望在化工、食品、纺织和石油煤炭等行业率先实现重点突破。

表16：化工、食品、纺织和石油煤炭等工业部门中 80℃ 以上高温热泵供热潜力十分可观

序号	工业部门	用热需求 (亿 GJ)					工业热泵供热潜力 (亿 GJ)			
		<80℃	80~100℃	100~150℃	150~200℃	>200℃	<80℃	80~100℃	100~150℃	150~200℃
1	农副食品加工	2.7	1.0	2.5	0.3	0.6	2.1	0.8	2.0	0.3
2	食品制造	1.7	0.7	1.6	0.2	0.4	1.4	0.5	1.3	0.2
3	酒、饮料和精制茶	0.8	0.3	0.8	0.1	0.2	0.7	0.3	0.6	0.1
4	纺织	4.6	1.3	1.9	0.0	0.0	3.7	1.1	1.6	0.0
5	木材加工	0.5	1.3	0.1	0.1	0.0	0.4	1.0	0.1	0.1
6	造纸	1.3	1.7	0.8	2.9	1.0	1.0	1.3	0.6	2.3
7	石油与煤炭	8.9	2.9	3.9	3.2	52.6	1.8	0.6	0.8	0.6
8	化工	14.1	4.5	6.2	5.1	83.1	2.8	0.9	1.2	1.0
9	医药制造	0.6	0.2	0.2	0.2	3.3	0.1	0.0	0.0	0.0

10	化学纤维制造	0.6	0.2	0.2	0.2	3.3	0.1	0.0	0.0	0.0
11	橡胶和塑料制造	1.1	0.4	0.5	0.4	6.7	0.2	0.1	0.1	0.1
12	非金属矿物制品	3.9	0.0	8.1	0.0	48.3	0.4	0.0	0.8	0.0
13	黑色金属冶炼	8.7	1.5	3.4	1.5	81.9	0.0	0.0	0.0	0.0
14	有色金属冶炼	3.7	0.6	1.4	0.6	34.3	0.0	0.0	0.0	0.0
15	金属制品	5.8	0.0	0.6	0.3	1.3	4.7	0.0	0.5	0.2
16	通用设备制造	3.8	0.0	0.4	0.2	0.9	3.0	0.0	0.3	0.1
17	专用设备制造	1.7	0.0	0.2	0.1	0.4	1.4	0.0	0.2	0.1
18	汽车制造	5.1	0.1	0.3	0.1	0.8	4.1	0.1	0.2	0.1
19	其它	28.7	1.4	4.9	1.0	3.3	23.0	1.1	3.9	0.8
合计		98.4	18.0	38.3	16.5	322.5	50.9	7.9	14.4	6.1

数据来源：《中国热泵产业发展报告（2025）》、开源证券研究所

政策支持：国家级政策发布支持热泵高质量发展，尤其强调工业热泵的推广与应用。2025 年 3 月，国家发展改革委会同工业和信息化部、生态环境部、住房城乡建设部、交通运输部、国家能源局等部门联合印发《推动热泵行业高质量发展行动方案》，明确提出：（1）到 2030 年重点热泵产品能效水平提升 20%以上的目标；（2）因地制宜加大热泵推广应用，其中重点突出强调将推动工业领域的应用，鼓励有条件的企业、工业园区等使用热泵装置回收工业废水、废气等余热资源制备高温蒸汽；（3）强调了在石油化工、纺织、食品加工、造纸、医药、建材等行业中拓展工业热泵的应用；（4）加强先进适用技术研发应用，例如对冷热同源热泵、跨临界二氧化碳热泵、大功率高温热泵等的研发、鼓励热泵与太阳能、蓄热多能互补应用等。

图83：《推动热泵行业高质量发展行动方案》发布支持工业热泵发展



资料来源：中国政府网

展望未来，在政策加持下，预计更加节能高效的高温工业热泵有望逐步替代工业锅炉，高温工业热泵迈入高景气发展阶段。根据《工业热泵案例研究》，屠宰、石化、食品、机械、纺织等行业中利用高温工业热泵改造原有的燃气锅炉的数个案例显示，高温工业热泵凭借较高的能效比节省可观的供热电费成本，同时可对工业生产中释放出的余热进行有效回收再利用，综合收益十分明显。使用高温工业热泵对锅炉进行改造的投资回收期普遍在 2 年以内，体现出有吸引力的投资价值。减碳方面，高温工业热泵通过使用低碳电力减少供暖碳排放的能力，大幅降低碳排放量。

综上，高温工业热泵在能效、成本及环保层面的优势，使其有望逐步成为工业锅炉的核心替代方案，迈入高景气发展阶段。

表17：高温工业热泵改造燃气锅炉的案例显示，高温热泵凭借节能高效属性具备有吸引力的投资回收期

项目名称	所属行业	采用的工业热泵类型	COP 值	输出功率（制热量）	输出温度	初始投资金额	每年节约成本	投资回收期
山东某生态食品有限公司余热回收项目	屠宰行业	氨中温热泵机组	3.8	380kW	80℃	100 万元	44.7 万元	2.3 年
山西某化工厂热泵回收循环水余热示范项目	石化行业	超级热泵	1.7	4066kW	65.1℃	280 万元	135.6 万元	2.1 年
浙江某磷化工厂空气源热泵取热项目	石化行业	空气源热泵蒸汽机	1.8	120kW	120℃	180 万元	90 万元	2.0 年
空气源高温热泵耦合水蒸气压缩机在酿酒行业的应用项目	食品行业	复叠式空气源高温热泵耦合水蒸气压缩机	1.9	240kW	120℃	111.6 万元	19.5 万元	5.73 年
高温热泵增湿除湿处理高盐废水项目	机械制造行业	135℃超高温水源群控热泵	5.5	880kW	冷凝器额定 85/96℃、最高 135℃	200 万元	128 万元	1.6 年
140℃余热源高温热泵在金属热处理行业的应用	机械制造行业	高温余热源热泵蒸汽机组	2.5	117kW	135~150℃	48.万元	25.2 万元	1.9 年
余热中高温热泵在印染行业应用项目	纺织行业	中温热泵机组		旺季 3828.8kW； 淡季 1914.4kW	70℃、50℃	750 万元	963 万元	0.78 年

数据来源：《工业热泵案例研究》CHPA、自然资源保护协会、开源证券研究所

4.4、公司看点：把握行业发展趋势，美的磁悬浮高温工业热泵走在行业前列

2025 年 2 月，美的推出两款重磅工业热泵新品，标志着公司热泵产品从民用场景大举切入工业应用。2025 年 2 月，美的楼宇科技重磅发布了两款工业级热泵新品：美的超高温单机双级变频离心工业热泵和美的超高温双级磁悬浮水蒸气压缩机，打造了兼顾民用领域（户式空气源热泵、商用热水机组）与工业领域的热泵产品矩阵。

产品亮点：

美的超高温单机双级变频离心工业热泵：（1）高输出温度：110~130℃；（2）高制热 COP：>4.2；（3）大温升：最高可达 70K；（4）多适用场景：工业余热和废热回收，适配纺织、食品、制药等行业高温热水与微压蒸汽需求；（5）高可靠性：润滑要求更低的滚动轴承等。

美的超高温双级磁悬浮水蒸气压缩机：（1）高输出温度：供汽温度≥150℃，最高蒸汽温度 200℃；（2）高压比：单机组水蒸气压缩压比 2.4~3.3；（3）大温升：单机组饱和温升 30~50K；（4）高精度可靠磁悬浮轴承技术：蒸汽密封、清洁、无腐蚀、

无油免维护；(5) 多适用场景：可单独配置，或与高温热泵多级复叠使用，适配化工、纺织、造纸等行业蒸汽需求。

图84：美的超高温单机双级变频离心工业热泵



资料来源：美的楼宇科技微信公众号

图85：美的超高温双级磁悬浮水蒸汽压缩机



资料来源：美的楼宇科技微信公众号

美的高温工业热泵充分发挥自研磁悬浮技术优势，抢占高温工业热泵先发卡位优势，看好后续产品持续迭代升级。美的在磁悬浮压缩机方面有深厚的技术储备，此前在冷水机组产品中得到充分应用，这为公司在工业热泵领域的磁悬浮应用打下坚实基础。此外，公司对从磁悬浮压缩机到核心零部件磁悬浮轴承，再到相关传感器与控制系统等部件，全部实现自研，我们认为这为后续公司持续迭代升级，拓展新的应用场景，提升市占率奠定了技术基础。

当前，美的楼宇科技的高温热泵产品已开启应用于纺织、食品加工、化工等行业，用于替代传统工业锅炉。例如，美的楼宇科技为某纺织厂配置超高温热泵系统，该厂年产生约328万吨污水，其污水余热冬季约50℃、夏季可达60℃。美的超高温热泵系统通过两级热泵耦合与水蒸汽压缩机升压回收余热，成功产出165℃蒸汽。美的提供的工业热泵方案预计年降577万元用热成本，投资回收期小于1.5年，兼具高可行性与投资回报率。此外，公司也在积极投入研发，探索将高温热泵与其他可再生能源耦合使用，构建更加清洁高效的能源系统。

综合来看，我们认为美的智慧楼宇有望在超高温工业热泵新品的基础上，不断持续迭代，推出更大功率、适用场景更丰富的新型高温热泵，完善高温工业热泵产品矩阵及解决方案，助力各行业的清洁能源转型，把握新一轮工业热泵蓬勃发展的高景气机遇，拉动公司智慧楼宇业务的业绩长足跃升。

5、盈利预测

收入端看，我们认为公司有望凭借暖通技术与渠道的龙头优势拉动市占率稳中有升，同时把握中央空调和热泵行业中结构性的新兴机遇，带动 ToB 业务实现持续的较快增长。其中，公司新能源及工业技术、智能建筑科技业务表现有望更为优异，拉动公司营业收入持续增长。预计公司整体继续推进降本控费，高净利率的中央空调收入占比持续提升，整体盈利能力有望稳步提升。由于 2025Q4 美的落实对收购公司的并表与整合，推进库卡欧洲人员优化，预计将给公司带来一次性计提的费用，我们下调全年盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 440.5/477.1/531.0 亿元（前值为 447.4/485.3/539.1 亿元），对应 EPS 为 5.8/6.3/7.0 元，当前股价对应 PE 为 13.3/12.3/11.0 倍。公司 ToB 智能建筑科技业务处在利润快速释放阶段，且预计仍然有可观的增长潜力，整体利润率提升空间较大，当前估值低于可比公司均值，维持“买入”评级。

表18：预计 2025-2027 年公司营业收入同比分别+12%/+8%/+8%

(单位：亿元，CNY)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	3720	4071	4556	4924	5318
yoy	8%	9%	12%	8%	8%
毛利率	26%	26%	26%	26%	26%
收入拆分：					
ToC 业务					
(一) 智能家居	2464	2696	2969	3151	3341
yoy	6%	9%	10%	6%	6%
毛利率	30%	30%	29%	29%	30%
ToC 业务占比	66%	66%	65%	64%	63%
ToB 业务					
(二) 商业及工业解决方案	978	1045	1233	1402	1587
yoy	17%	7%	18%	14%	13%
毛利率	22%	21%	21%	22%	22%
ToB 业务占比	26%	26%	27%	28%	30%
1) 新能源及工业技术	279	336	397	456	520
yoy	29%	21%	18%	15%	14%
毛利率	18%	18%	17%	17%	17%
2) 智能建筑科技	259	285	364	430	495
yoy	14%	10%	28%	18%	15%
毛利率	30%	30%	30%	30%	31%
3) 机器人与自动化	311	287	312	340	381
yoy	12%	-8%	9%	9%	12%
毛利率	24%	22%	22%	22%	22%
4) 其他	129	137	160	176	192
yoy	12%	6%	17%	10%	9%
毛利率	13%	11%	11%	11%	11%
(三) 其他业务	279	328	354	372	390
yoy	1%	18%	8%	5%	5%

毛利率 17% 18% 18% 18% 18%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表19：美的集团当前股价对应 PE 为 13.3/12.3/11.0 倍，估值低于可比公司均值

公司名称	收盘价(元)	归母净利润（亿元）				归母净利润增速			PE		
	2026/1/16	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	
长虹美菱	6.6	7.6	8.7	9.6	9.0%	14.1%	10.1%	8.4	7.4	6.7	
海信家电	24.5	36.1	41.5	46.9	7.8%	14.9%	13.0%	9.0	7.9	7.0	
海尔智家	25.7	213.5	238.3	261.2	13.9%	11.6%	9.6%	10.7	9.6	8.8	
拓普集团	74.7	29.9	37.0	45.7	-0.5%	24.0%	23.3%	43.5	35.0	28.4	
汇川技术	80.9	55.8	66.5	79.0	30.2%	19.2%	18.7%	39.2	32.9	27.7	
平均					12.1%	16.8%	14.9%	22.2	18.5	15.7	
美的集团	77.3	440.5	477.1	530.9	14.3%	8.3%	11.3%	13.3	12.3	11.1	

数据来源：Wind、开源证券研究所（汇川技术、拓普集团归母净利润源于 Wind 一致预测）

6、风险提示

需求下滑风险。公司主营智能家居产品（空调、冰箱、洗衣机等）、新能源解决方案及暖通家电、新能源车核心部件、工业机器人等业务，其终端需求与国内外经济形势高度相关。若全球经济波动、消费需求增长放缓，将可能致相关市场增长减速，对公司的产品销量、订单产生较大冲击。

原材料价格大幅波动风险。公司产品的核心原材料为铜材、钢材、塑料、铝材等，若原材料价格大涨，或生产要素成本因宏观、政策等因素大幅波动，公司生产端降本与终端涨价可能难以完全消化，或对经营业绩产生不利影响。

海外业务开拓不及预期。公司外销收入和利润占比较大，若部分核心海外市场不断设立贸易壁垒，挑动关税摩擦，或将影响公司短期出口业务情况和中长期市场规划和投入。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	281321	389064	410742	437499	456825
现金	81674	140410	157103	169824	183411
应收票据及应收账款	38407	42518	46434	50571	53733
其他应收款	2182	2077	2688	2463	3100
预付账款	3316	3686	4863	3976	5783
存货	47339	63339	61177	72948	71590
其他流动资产	108403	137033	138476	137716	139206
非流动资产	204717	215288	217585	217469	217625
长期投资	4976	5223	6350	7340	8399
固定资产	30938	33529	35199	34367	33496
无形资产	18458	17009	16535	15720	14979
其他非流动资产	150345	159527	159500	160041	160752
资产总计	486038	604352	628326	654968	674450
流动负债	251246	351820	361132	367450	361885
短期借款	8819	31009	80822	61032	63221
应付票据及应付账款	94238	118774	112658	140885	130008
其他流动负债	148188	202037	167652	165532	168656
非流动负债	60493	24865	22285	19348	16413
长期借款	49357	13759	11179	8242	5306
其他非流动负债	11136	11106	11106	11106	11106
负债合计	311739	376684	383417	386798	378297
少数股东权益	11421	10917	10961	11201	11737
股本	7026	7656	7599	7599	7599
资本公积	21243	49920	49920	49920	49920
留存收益	146987	164294	179279	194730	212481
归属母公司股东权益	162879	216750	233948	256969	284415
负债和股东权益	486038	604352	628326	654968	674450

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	57903	60512	39546	65874	45992
净利润	33745	38757	44097	47951	53622
折旧摊销	7349	7824	7620	8966	10327
财务费用	-3262	-3329	-1811	-1036	-2540
投资损失	-464	-1443	-1204	-1158	-1196
营运资金变动	20150	20202	-8494	12141	-13382
其他经营现金流	383	-1499	-662	-990	-839
投资活动现金流	-31220	-87902	-8176	-6771	-8559
资本支出	6314	7840	8791	7859	9426
长期投资	-30923	-85078	-1126	-990	-1058
其他投资现金流	6018	5016	1742	2078	1925
筹资活动现金流	-17910	22698	-64492	-26591	-26035
短期借款	3650	22189	49814	-19790	2189
长期借款	-4493	-35598	-2580	-2937	-2935
普通股增加	28	630	-57	0	0
资本公积增加	1550	28677	0	0	0
其他筹资现金流	-18646	6800	-111666	-3864	-25289
现金净增加额	8755	-4769	-33121	32511	11398

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	372037	407150	455553	492442	531840
营业成本	276409	299585	337040	363050	391238
营业税金及附加	1817	2120	2273	2462	2659
营业费用	31953	38754	39041	41995	45206
管理费用	13477	14506	13667	14773	15955
研发费用	14583	16233	16172	17432	18614
财务费用	-3262	-3329	-1809	-1038	-2554
资产减值损失	-440	-1008	-833	-1060	-1059
其他收益	2082	3235	1989	2102	2261
公允价值变动收益	-226	1302	538	920	729
投资净收益	464	1443	1204	1158	1196
资产处置收益	-61	215	0	0	0
营业利润	40317	46394	51943	56817	63737
营业外收入	453	500	493	461	528
营业外支出	494	204	272	293	316
利润总额	40277	46690	52164	56984	63950
所得税	6532	7933	8069	9031	10316
净利润	33745	38757	44095	47953	53634
少数股东损益	25	220	44	240	536
归属母公司净利润	33720	38537	44051	47713	53097
EBITDA	48968	53088	66494	73037	80339
EPS(元)	4.44	5.07	5.80	6.28	6.99

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	8.2	9.4	11.9	8.1	8.0
营业利润(%)	16.0	15.1	12.0	9.4	12.2
归属于母公司净利润(%)	14.1	14.3	14.3	8.3	11.3
获利能力					
毛利率(%)	25.7	26.4	26.0	26.3	26.4
净利率(%)	9.1	9.5	9.7	9.7	10.1
ROE(%)	19.4	17.0	18.0	17.9	18.1
ROIC(%)	51.7	73.1	81.3	112.9	98.1
偿债能力					
资产负债率(%)	64.1	62.3	61.0	59.1	56.1
净负债比率(%)	-3.3	-23.0	-24.0	-35.1	-36.6
流动比率	1.1	1.1	1.1	1.2	1.3
速动比率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	12.2	11.9	12.0	11.9	12.0
应付账款周转率	4.0	3.6	3.8	3.7	3.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	4.44	5.07	5.80	6.28	6.99
每股经营现金流(最新摊薄)	7.62	7.96	5.20	8.67	6.05
每股净资产(最新摊薄)	21.43	28.52	30.80	33.82	37.44
估值比率					
P/E	17.4	15.2	13.3	12.3	11.0
P/B	3.6	2.7	2.5	2.3	2.1
EV/EBITDA	12.0	10.1	8.0	6.8	6.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn