

# 高端化提速，B端业务亮眼

## ——美的集团 (000333.SZ) 首次覆盖报告

家用电器

报告原因:

**买入** (首次评级)

市场数据:	2026年03月30日
收盘价(元)	72.10
一年内最高/最低(元)	82.23/66.02
市净率	2.6
股息率(分红/股价)	5.87
流通A股市值(百万元)	494,033
上证指数/深证成指	3,923/13,726
注:“股息率”以最近一年已公布分红计算	

基础数据:	2025年09月30日
每股净资产(元)	28.7
资产负债率%	60.54
总股本/流通A股(百万)	7,603/6,852
流通B股/H股(百万)	-/650.8485

一年内股价与沪深300指数对比走势:



资料来源:聚源数据

相关研究

证券分析师

范林泉  
S0820525020001  
021-32229888-25516  
fanlinquan@ajzq.com

联系人

朱振浩  
S0820125020001  
021-32229888-25515  
zhuzhenhao@ajzq.com

投资要点:

- 投资评级与估值:** 预计公司 2025-2027 年营业收入 4547.0/4885.0/5232.5 亿元, 同比增长 11.6%/7.4%/7.1%, 归母净利润 442.9/480.5/527.1 亿元, 同比增长 14.9%/8.5%/9.7%, 对应 PE 为 12.9X/11.9X/10.9X。公司 ToC 端空冰洗龙头地位稳固, 高端化驱动毛利率上行; ToB 端智能建筑科技与新能源业务增速领先, KUKA 机器人业务打开海外市场增长空间; DTC 渠道改革与规模效应推动费用率持续优化。首次覆盖, 给予“**买入**”评级。
- 行业与公司分析:** 2025 年前三季度, 中国家电市场零售额达 7510 亿元, 同比增长 10.2%, 主要受益于以旧换新补贴政策对终端需求的有效拉动。美的集团主营智能家居 (ToC) 和商业及工业解决方案 (ToB) 两大板块, 2025 年前三季度收入 3630.6 亿元, 同比增长 13.8%, 归母净利润 378.8 亿元, 同比增长 19.5%。智能家居业务为主要收入来源, 商业及工业解决方案业务为第二增长极, 其中新能源及工业技术和智能建筑科技增速领先, 25H1 同比增速分别达 28.6%和 24.2%。2024 年公司中央空调在中国市场的市占率约 19%, 稳居第一; 磁悬浮离心机市占率达 19.7%, 与海尔同处第一梯队; 旗下 KUKA 为全球第三大工业机器人企业, 在重载机器人领域位列全球第二。公司已形成横跨 ToC 白电与 ToB 工业自动化、暖通节能的多赛道竞争优势, 业务纵深突出。
- 关键假设:** 1) 智能家居业务: 以旧换新补贴延续叠加高端化提速, COLMO 与东芝双品牌驱动均价上移, 海外 OBM 占比持续提升, 预计 2025-2027 年营收同比增长 9.8%/6.0%/6.0%, 毛利率 29.3%/29.5%/29.9%。2) 商业及工业解决方案业务: 智能建筑科技受益于数据中心液冷需求放量, 预计 2025-2027 年营收同比增长 22.5%/14.0%/12.0%, 毛利率 30.7%/31.0%/31.3%; 新能源及工业技术延续增长态势, 预计 2025-2027 年营收同比增长 19.0%/14.0%/11.0%, 毛利率 18.0%/18.2%/18.3%; 机器人与自动化恢复正增长, 预计 2025-2027 年营收同比增长 9.5%/6.0%/7.5%, 毛利率 22.3%/22.6%/22.7%。
- 有别于市场的认识:** 市场认为美的 ToB 产品线仍处于家电能力延伸的早期阶段、竞争力有限, 海外业务以代工为主、相对低端, 智能家居以空冰洗大单品为主、品类天花板已现, 但我们认为: 1) **智能建筑科技产品组合已形成差异化竞争壁垒, ToB 产品矩阵的盈利贡献正在加速释放。**美的智能建筑科技的产品组合已从传统中央空调向“磁悬浮离心机+数据中心液冷+热泵”三位一体升级。磁悬浮离心机在公司离心机销售中已占据主导地位, 据产业在线数据, 2024 年美的磁悬浮离心机销售额同比增长 44.8%, 市占率达 19.7%, 公司已居中国离心机市场份额前列。公司数据中心液冷业务已初具规模, 受益于行业液冷渗透率快速提升, 提供了独立于地产周期的增量需求。Clivet 自 2016 年收购以来实现了显著的收入增长和利润率改善, 若 Arbonia 整合顺利, 将进一步打开欧洲供暖市场增量空间。三类产品共同推动智能建筑科技毛利率从 2021 年的 27.2%持续提升至 25H1 的 29.3%, 是公司 ToB 业务中盈利能力最强的板块。25H1 智能建筑科技收入同比增长 24.2%, 显著提速, 产品升级的盈利贡献正在加速兑现。2) **海外业务从代工主导转向自主品牌, 外销结构显著改善。**海外业务中 OBM 业务保持高速增长, 快于整体外销增速, 25H1 OBM 业务收入占 C 端外销收入比例已提升至 45%以上, 意味着海外收入增长的驱动力正从接单量扩张切换为品牌溢价与渠道掌控力提升。从地区维度看, 公司海外智能建筑科技业务已在多个区域形成布局, 新兴市场的布局为海外收入提供了多元增长来源。从渠道维度看, 公司在海外核心市场正从大客户代工模式转向自主 DTC 渠道和品牌专卖体系建设, 渠道掌控力的提升进一步支撑品牌溢价。同时公司已在东南亚、拉美等地推进制造本地化产能布局, 有效缓解关税壁垒对外销盈利能力的冲击。3) **智**

**能家居产品组合正从单一家电向全屋智能套系化、品牌高端化升级。**公司 25H1 智能家居收入同比增长 13.3%，增速显著高于同行，产品结构升级效果显现。COLMO 已构建全屋智控、空气、用水、食趣、洗护五大系统，套系化销售将带动单个客户购买品类增加，客单价随之提升。同时产品结构从中端向高端迁移，COLMO 与东芝形成双高端品牌矩阵，零售额从 2022 年超 100 亿元增长至 2024 年超 170 亿元，25H1 增长势头延续。智能家居毛利率从 2021 年的 25.1% 提升至 25H1 的 28.5%，套系化与高端化驱动的产品结构持续优化。此外，公司具备对冲成本压力的定价能力，2026 年 1 月空调率先提价约 6%，行业多家品牌陆续跟随提价，套系化与高端化共同支撑智能家居业务在成熟市场中持续创造增量价值。

- **股价的催化剂：1) 数据中心液冷行业渗透率加速提升，美的 CDU 项目订单持续放量。**当前数据中心液冷渗透率偏低，AI 算力基础设施大规模建设正推动液冷需求快速增长，美的 CDU 业务已初具规模，液冷产品毛利率高于传统暖通。渗透率提升过程中，CDU 订单放量将为智能建筑科技分部贡献收入增量，推动盈利中枢上移。**2) 海外制造本地化产能投产，缓解关税对出口盈利的影响。**公司在越南、泰国、印尼、巴西、墨西哥等地推进制造本地化产能布局，部分基地处于在建或产能爬坡阶段。本地化生产替代中国直接出口将规避关税成本，外销盈利能力改善。**3) 国补延续，力度加大。**以旧换新补贴政策延续，单台补贴上限提高、扩大农村市场覆盖范围，作为头部企业，公司将显著受益。
- **风险提示：**原材料成本大幅上涨；补贴政策退坡；贸易摩擦加剧及汇率波动；ToB 业务拓展及并购整合不及预期。

#### 财务数据及盈利预测

报告期	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	372,037	407,150	454,702	488,499	523,254
同比增长率 (%)	8.1%	9.5%	11.6%	7.4%	7.1%
归母净利润 (百万元)	33,720	38,537	44,286	48,049	52,707
同比增长 (%)	14.1%	14.3%	14.9%	8.5%	9.7%
每股收益 (元/股)	4.43	5.07	5.78	6.28	6.88
毛利率 (%)	26.5%	26.4%	26.0%	26.2%	26.4%
ROE (%)	20.7%	17.8%	17.0%	15.5%	14.6%
市盈率	15.6	14.9	12.9	11.9	10.9

图表 1：公司营业收入及同比



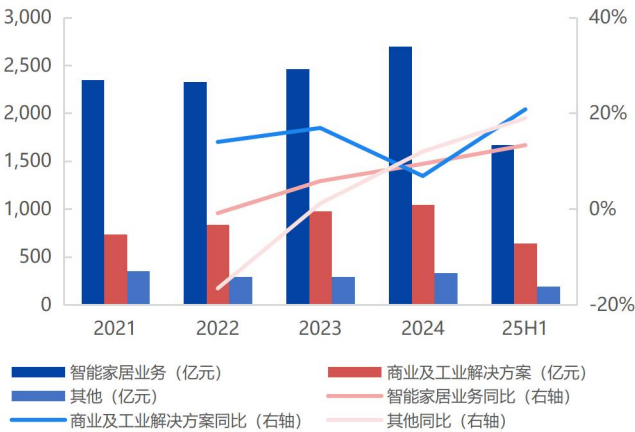
资料来源：公司公告，Wind，爱建证券研究所

图表 2：公司归母净利润及同比



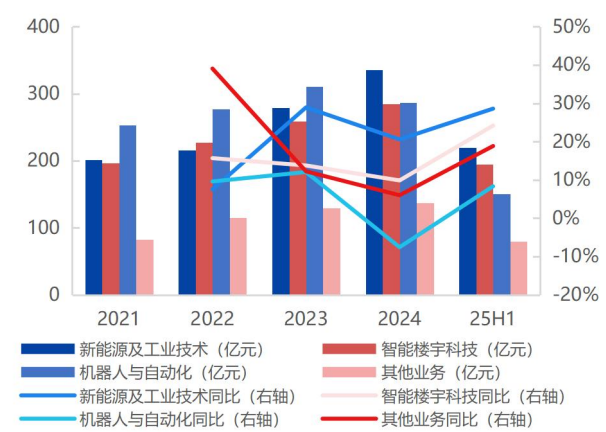
资料来源：公司公告，Wind，爱建证券研究所

图表 3：ToC/ToB 业务收入及同比



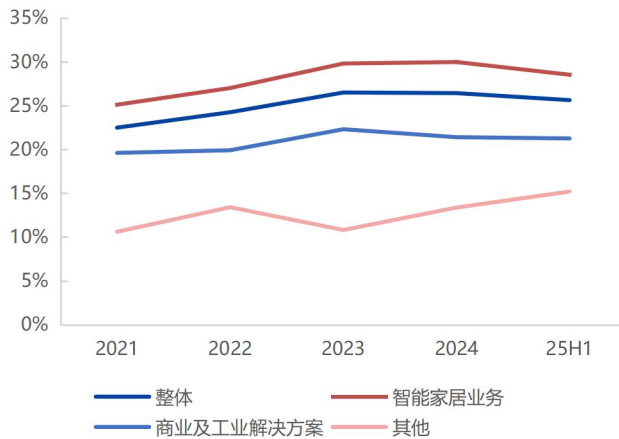
资料来源：公司公告，爱建证券研究所

图表 4：ToB 业务细分类别收入及同比



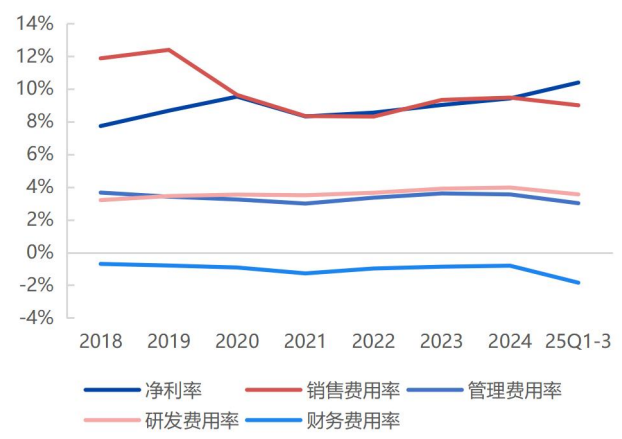
资料来源：公司公告，爱建证券研究所

图表 5：智能家居业务/商业及工业解决方案/其他毛利率



资料来源：公司公告，爱建证券研究所

图表 6：公司净利率及各项费用率



资料来源：Wind，爱建证券研究所

## 风险提示

- 1) 原材料成本大幅上涨：**若铜等大宗原材料价格涨幅持续超出公司提价幅度，将压缩智能家居及整体毛利率水平，盈利能力承压。
- 2) 补贴政策退坡：**若以旧换新补贴力度减弱或到期后需求透支效应显现，将拖累智能家居内销增速，公司收入增长承压。
- 3) 贸易摩擦加剧及汇率波动：**若加征关税幅度超出预期或汇率大幅波动，将侵蚀外销毛利率，海外业务盈利改善节奏放缓。
- 4) ToB 业务拓展及并购整合不及预期：**若数据中心液冷渗透率提升慢于预期，或 KUKA 整合产生超预期成本、盈利修复不及预期，将拖累 ToB 板块收入增速和利润率改善。

**财务预测摘要:**

资产负债表						现金流量表					
单位:百万元						单位:百万元					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	81,674	140,410	190,093	229,602	299,059	净利润	33,745	38,757	44,553	48,339	53,025
应收款项	51,737	60,164	58,857	71,466	68,613	折旧摊销	7,349	7,824	4,952	5,821	6,651
存货	47,339	63,339	55,930	72,018	66,350	营运资本变动	35,072	127,391	-67,322	66,740	9,233
<b>流动资产</b>	<b>281,321</b>	<b>389,064</b>	<b>398,106</b>	<b>472,840</b>	<b>535,985</b>	<b>经营活动现金流</b>	<b>57,903</b>	<b>60,512</b>	<b>57,691</b>	<b>45,578</b>	<b>76,209</b>
长期股权投资	4,976	5,223	5,699	5,869	6,167	资本开支	6,314	7,840	12,980	13,686	14,290
固定资产	30,938	33,529	42,272	50,853	59,197	投资变动	-30,897	-85,000	-1,116	-3,947	-2,520
在建工程	4,681	5,364	5,630	6,143	6,819	<b>投资活动现金流</b>	<b>-31,220</b>	<b>-87,902</b>	<b>-12,700</b>	<b>-10,543</b>	<b>-12,433</b>
无形资产	18,458	17,009	17,212	17,099	16,788	银行借款	54,958	41,500	38,492	35,492	32,492
<b>非流动资产</b>	<b>204,717</b>	<b>215,288</b>	<b>222,198</b>	<b>224,715</b>	<b>227,653</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>-17,910</b>	<b>22,698</b>	<b>5,375</b>	<b>6,184</b>	<b>8,559</b>
<b>资产合计</b>	<b>486,038</b>	<b>604,352</b>	<b>620,304</b>	<b>697,556</b>	<b>763,638</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>8,755</b>	<b>-4,769</b>	<b>49,683</b>	<b>39,509</b>	<b>69,457</b>
短期借款	8,819	31,009	28,000	25,000	22,000	期初现金	55,270	81,674	140,410	190,093	229,602
应付款项	94,238	118,774	117,525	133,150	137,381	期末现金	81,674	140,410	190,093	229,602	299,059
流动负债	94,238	118,774	117,525	133,150	137,381						
长期借款	46,139	10,492	10,492	10,492	10,492						
应付债券	3,218	3,267	4,356	4,753	5,265						
<b>非流动负债</b>	<b>60,493</b>	<b>24,865</b>	<b>25,954</b>	<b>26,351</b>	<b>26,863</b>						
<b>负债合计</b>	<b>311,739</b>	<b>376,684</b>	<b>348,084</b>	<b>376,996</b>	<b>390,053</b>						
股本	7,026	7,656	7,656	7,656	7,656						
资本公积	21,243	49,920	49,920	49,920	49,920						
留存收益	146,987	164,294	208,580	256,629	309,336						
归母股东权益	162,879	216,750	261,036	309,085	361,791						
少数股东权益	11,421	10,917	11,185	11,475	11,793						
<b>负债和权益总计</b>	<b>486,038</b>	<b>604,352</b>	<b>620,304</b>	<b>697,556</b>	<b>763,638</b>						

利润表					
单位:百万元					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	373,710	409,084	456,502	490,301	525,100
营业成本	273,481	299,585	336,667	360,732	385,075
税金及附加	1,817	2,120	2,274	2,687	3,140
销售费用	34,881	38,754	41,833	44,453	47,093
管理费用	13,477	14,506	15,915	17,586	18,837
研发费用	14,583	16,233	17,733	19,051	20,407
财务费用	-3,262	-3,329	-4,896	-5,748	-6,857
资产减值损失	-440	-1,008	-1,137	-1,074	-1,033
公允价值变动	-226	1,302	400	350	300
投资净收益	464	1,443	1,425	1,467	1,418
营业利润	40,317	46,394	52,670	57,279	63,182
营业外收支	-40	296	370	267	321
利润总额	40,277	46,690	53,039	57,546	63,503
所得税	6,532	7,933	8,486	9,207	10,478
净利润	33,745	38,757	44,553	48,339	53,025
少数股东损益	25	220	267	290	318
归母净利润	33,720	38,537	44,286	48,049	52,707
EBITDA	50,434	56,967	65,660	72,766	81,680

财务比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力指标</b>					
营业收入增速	8.2%	9.4%	11.7%	7.4%	7.1%
营业利润增速	16.0%	15.1%	13.5%	8.8%	10.3%
归母净利润增速	14.1%	14.3%	14.9%	8.5%	9.7%
<b>盈利能力指标</b>					
毛利率	26.5%	26.4%	26.0%	26.2%	26.4%
净利率	9.0%	9.5%	9.8%	9.9%	10.1%
ROE	19.4%	17.0%	16.4%	15.1%	14.2%
ROIC	13.6%	12.3%	12.5%	12.0%	11.7%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	64.1%	62.3%	56.1%	54.0%	51.1%
净负债比率	1.79	1.65	1.28	1.18	1.04
流动比率	1.12	1.11	1.24	1.35	1.48
速动比率	0.62	0.64	0.86	0.94	1.10
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.77	0.68	0.74	0.70	0.69
应收账款周转率	7.22	6.80	7.76	6.86	7.65
存货周转率	7.89	6.46	8.16	6.81	7.91
<b>每股指标</b>					
每股收益	4.80	5.03	5.78	6.28	6.88
每股经营性现金流	8.24	7.90	7.54	5.95	9.95
每股净资产	24.81	29.74	35.56	41.87	48.80
<b>估值比率</b>					
市盈率	15.58	14.86	12.93	11.92	10.86
市销率	1.41	1.40	1.25	1.17	1.09
市净率	3.01	2.51	2.10	1.79	1.53
EV/EBIT	17.53	16.46	12.03	10.75	8.84
EV/EBITDA	14.98	14.20	11.13	9.89	8.12

资料来源:公司公告,聚源数据,爱建证券研究所



## 爱建证券有限责任公司

上海市浦东新区前滩大道 199 弄 5 号

电话: 021-32229888

传真: 021-68728700

服务热线: 956021

邮政编码: 200124

邮箱: ajzq@ajzq.com

网址: <http://www.ajzq.com>

## 评级说明

### 投资建议的评级标准

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即以报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场：沪深 300 指数（000300.SH）；新三板市场：三板成指（899001.CSI）（针对协议转让标的）或三板做市指数（899002.CSI）（针对做市转让标的）；北交所市场：北证 50 指数（899050.BJ）；香港市场：恒生指数（HIS.HI）；美国市场：标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）。

### 股票评级

买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%

### 行业评级

强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告采用信息和数据来自公开、合规渠道，所表述的观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的独立看法。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法可能存在局限性，请谨慎参考。

## 法律主体声明

本报告由爱建证券有限责任公司（以下统称为“爱建证券”）证券研究所制作，爱建证券具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管。

本报告是机密的，仅供我们的签约客户使用，爱建证券不因收件人收到本报告而视其为爱建证券的签约客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但爱建证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供签约客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，爱建证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测后续可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，爱建证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

## 版权声明

本报告版权归爱建证券所有，未经爱建证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。版权所有，违者必究。