

海外与 2B 保持快速增长，展现较强经营韧性

投资要点

- **事件:** 公司发布 2025 年年报, 2025 年公司实现营业总收入 4585 亿元, 同比增长 12.1%; 实现归母净利润 439.5 亿元, 同比增长 14.0%; 实现扣非净利润 412.7 亿元, 同比增长 15.5%。单季度来看, Q4 公司实现营业收入 937.9 亿元, 同比增长 5.7%; 实现归母净利润 60.6 亿元, 同比下降 11.4%; 实现扣非后归母净利润 41.3 亿元, 同比下降 23.1%。2025 年公司分红率继续提升, 拟派发现金分红金额达 323.6 亿元, 现金分红比例达到约 73.6%。
- **海外自营持续推进, DTC 变革稳步进行。** 分产品来看, 智能家居业务/商业及工业解决方案分别实现营收 2999.3 亿元/1227.5 亿元, 分别同比增长 11.3%/17.5%, 其中商业及工业解决方案下的楼宇科技业务高速增长, 同比增幅达 25.7%。分区域来看, 美的海外自营分公司所覆盖国家/地区的数量从 2024 年的 27 个增加至 50 个, 有效支撑 OBM 业务增长, 智能家居海外业务中 OBM 收入占比已达 45% 以上, 实现高速增长, 内外销分别实现营收 2605.0 亿元/1959.5 亿元, 分别同比增长 9.4%/15.9%。分销售模式来看, 线上线外分别实现营收 1010.4 亿元/3554.1 亿元, 分别同比增长 18.0%/10.5%, 公司持续推进 DTC 数字化模式创新, 美的美居 APP 注册用户规模突破 8800 万, 微信小程序用户数同比增长超 700%。
- **财务费用改善明显, 盈利能力韧性强。** 2025 年公司制造业务毛利率为 27.9%, 同比微降 0.3pp。其中智能家居业务/商业及工业解决方案毛利率分别为 29.9%/20.8%, 分别同比-0.1pp/-0.6pp。费用率来看, 2025 年公司销售/管理/财务/研发费用率分别为 9.4%/3.5%/-1.3%/3.9%, 分别同比-0.1pp/-0pp/-0.5pp/-0.1pp, 受益于利息收入及汇兑收益等影响, 财务费用得到显著改善; 净利率来看, 2025 年公司归母净利率提升至约 9.6%, 盈利能力进一步改善并表现出强劲的经营韧性。
- **全球布局完善, ToB 业务框架完善。** 2025 年公司海外业务面对复杂多变的宏观环境依然实现强劲增长, 外销规模逼近两千亿大关。公司持续扩展海外制造与研发网络, 在全球布局 41 个研发中心和 65 个主要制造基地, 其中 29 个研发中心和 43 个主要制造基地位于海外。公司聚焦核心技术领域, 持续加大前沿技术研发投入, 2025 年研发投入达 177.9 亿元, 同比增幅 9.6%, 新增全球授权专利超过 13000 件。此外, 公司顺利完成对 Arbonia 气候部门、东芝电梯中国业务及锐珂医疗国际业务的重磅收购, ToB 第二曲线产业框架基本搭建完成。
- **盈利预测与投资建议:** 预计公司 2026-2028 年 EPS 分别为 6.14 元、6.63 元、7.08 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格波动风险; 海外需求不及预期风险; 汇率波动风险。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	458502.41	485639.00	517967.92	550469.59
增长率	12.08%	5.92%	6.66%	6.27%
归属母公司净利润 (百万元)	43945.41	46679.12	50418.10	53800.87
增长率	14.03%	6.22%	8.01%	6.71%
每股收益 EPS (元)	5.78	6.14	6.63	7.08
净资产收益率 ROE	18.83%	19.20%	19.78%	20.16%
PE	13	13	12	11
PB	2.64	2.53	2.41	2.31

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 龚梦泓
执业证号: S1250518090001
电话: 023-63786049
邮箱: gmh@swsc.com.cn

分析师: 方建钊
执业证号: S1250525070008
电话: 18428374714
邮箱: fjj@swsc.com.cn

相对指数表现



基础数据

总股本(亿股)	76.04
流通 A 股(亿股)	68.53
52 周内股价区间(元)	69.92-82.23
总市值(亿元)	5,810.41
总资产(亿元)	0.00
每股净资产(元)	0.00

相关研究

1. 美的集团 (000333): 经营稳健, 首次中期分红 (2025-09-05)
2. 美的集团 (000333): 营收利润双高增, 拟分拆安得智联 H 股上市 (2025-05-07)

盈利预测

关键假设：

假设 1：预计公司 OBM 业务占比提升带动毛利率改善，但考虑到行业竞争加剧及原材料涨价因素，假设 2026-2028 年公司智能家居毛利率为 30%；

假设 2：机器人及自动化业务重回增长态势，效率提升，2026 年-2028 年的毛利率为 22%；

假设 3：公司三费率保持稳定，销售费用率维持在 9%，管理费用率维持在 7.3%。

基于以上假设，我们预测公司 2026-2028 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2025A	2026E	2027E	2028E
合计	营业收入	458502.4	485639.0	517967.9	550469.6
	增速	12.1%	5.9%	6.7%	6.3%
	营业成本	335989.5	356412.6	379338.0	401787.9
	毛利率	26.7%	26.6%	26.8%	27.0%
智能家居	营业收入	299927.24	311924.3	330639.8	350478.2
	增速	11.3%	4.0%	6.0%	6.0%
	营业成本	210259.54	218,347.03	231,447.85	245,334.72
	毛利率	29.90%	30.0%	30.0%	30.0%
楼宇及科技	营业收入	35790.82	41,159.4	45,275.4	49,802.9
	增速	25.7%	15.0%	10.0%	10.0%
	营业成本	24846.94	27,988.42	30,787.26	33,865.99
	毛利率	30.58%	32.0%	32.0%	32.0%
机器人及自动化	营业收入	31010.93	34112.0	36841.0	39051.4
	增速	8.0%	10.0%	8.0%	6.0%
	营业成本	24403.71	26,607.38	28,735.97	30,460.13
	毛利率	21.31%	22.0%	22.0%	22.0%
工业技术	营业收入	27232.43	29955.7	32352.1	34293.3
	增速	10.2%	10.0%	8.0%	6.0%
	营业成本	22468.06	24,623.56	26,528.74	28,120.47
	毛利率	17.50%	17.8%	18.0%	18.0%
其他业务	营业收入	28,718.77	31,590.6	34,117.9	36,165.0
	增速	26.9%	10.0%	8.0%	6.0%
	营业成本	25485.33	27,483.86	29,682.57	31,463.53
	毛利率	11.26%	13.00%	13.00%	13.00%
其他	营业收入	35,822.21	36,896.9	38,741.7	40,678.8
	增速	2.2%	3.0%	5.0%	5.0%
	营业成本	28525.95	31,362.34	32,155.63	32,543.04
	毛利率	20.37%	15.00%	17.00%	20.00%

数据来源：Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	现金流量表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	458502.41	485639.00	517967.92	550469.59	净利润	44520.20	47289.66	51077.55	54504.56
营业成本	335989.53	356412.61	379338.04	401787.89	折旧与摊销	9339.70	11195.00	11645.62	11832.59
营业税金及附加	2217.29	2348.52	2504.86	2662.04	财务费用	-5903.55	-6025.29	-7481.24	-7193.88
销售费用	42891.49	43707.51	46617.11	49542.26	资产减值损失	-1156.47	-1000.00	-1000.00	-1000.00
管理费用	33879.94	35451.65	38329.63	40734.75	经营营运资本变动	22657.01	-37969.65	12082.60	4168.60
财务费用	-5903.55	-6025.29	-7481.24	-7193.88	其他	-16110.95	-746.33	-1157.25	542.68
资产减值损失	-1156.47	-1000.00	-1000.00	-1000.00	经营活动现金流净额	53345.93	12743.39	65167.27	62854.56
投资收益	1694.66	1700.00	1300.00	1100.00	资本支出	-13273.88	-3520.00	-4200.00	0.00
公允价值变动损益	782.36	0.00	0.00	0.00	其他	38614.15	157318.20	1300.00	1100.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	25340.27	153798.20	-2900.00	1100.00
营业利润	52978.77	56444.01	60959.53	65036.54	短期借款	12896.00	1095.45	500.00	500.00
其他非经营损益	106.57	145.24	157.47	144.91	长期借款	2167.09	0.00	0.00	0.00
利润总额	53085.34	56589.24	61117.00	65181.45	股权融资	-4628.04	0.00	0.00	0.00
所得税	8565.15	9299.59	10039.46	10676.88	支付股利	-32360.63	-36902.00	-39197.56	-42337.27
净利润	44520.20	47289.66	51077.55	54504.56	其他	-43032.19	-290.10	7481.24	7193.88
少数股东损益	574.79	610.54	659.44	703.69	筹资活动现金流净额	-64957.78	-36096.65	-31216.31	-34643.39
归属母公司股东净利润	43945.41	46679.12	50418.10	53800.87	现金流量净额	13389.94	130444.94	31050.95	29311.16
资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	85247.15	215692.09	246743.05	276054.21	成长能力				
应收和预付款项	51874.74	55059.97	58631.65	62417.10	销售收入增长率	12.08%	5.92%	6.66%	6.27%
存货	64628.83	68749.40	74206.27	78091.12	营业利润增长率	14.19%	6.54%	8.00%	6.69%
其他流动资产	214911.61	57560.48	55902.02	58985.74	净利润增长率	14.87%	6.22%	8.01%	6.71%
长期股权投资	4775.04	4775.04	4775.04	4775.04	EBITDA 增长率	10.86%	9.22%	5.70%	6.99%
投资性房地产	1142.21	1142.21	1142.21	1142.21	获利能力				
固定资产和在建工程	48038.22	43191.30	38603.25	30028.23	毛利率	26.72%	26.61%	26.76%	27.01%
无形资产和开发支出	55875.72	53285.00	50664.77	47644.55	三费率	15.46%	15.06%	14.96%	15.09%
其他非流动资产	82298.23	82060.88	81823.53	81586.18	净利率	9.71%	9.74%	9.86%	9.90%
资产总计	608791.77	581516.37	612491.80	640724.39	ROE	18.83%	19.20%	19.78%	20.16%
短期借款	43904.55	45000.00	45500.00	46000.00	ROA	7.31%	8.13%	8.34%	8.51%
应付和预收款项	147611.91	154639.56	166061.33	175515.18	ROIC	-11337.74%	312.59%	212.44%	923.32%
长期借款	12658.84	12658.84	12658.84	12658.84	EBITDA/销售收入	12.30%	12.69%	12.57%	12.66%
其他负债	168192.24	122899.70	130073.37	136184.82	营运能力				
负债合计	372367.54	335198.10	354293.54	370358.84	总资产周转率	0.76	0.82	0.87	0.88
股本	7597.15	7604.25	7604.25	7604.25	固定资产周转率	11.68	11.12	12.90	16.36
资本公积	45350.72	45343.61	45343.61	45343.61	应收账款周转率	11.55	11.18	11.21	11.19
留存收益	177930.95	187708.06	198928.61	210392.21	存货周转率	5.17	5.26	5.27	5.26
归属母公司股东权益	223221.31	232504.81	243725.35	255188.95	销售商品提供劳务收到现金营业收入	92.96%	—	—	—
少数股东权益	13202.92	13813.46	14472.90	15176.59	资本结构				
股东权益合计	236424.22	246318.27	258198.26	270365.55	资产负债率	61.17%	57.64%	57.84%	57.80%
负债和股东权益合计	608791.77	581516.37	612491.80	640724.39	带息债务/总负债	16.05%	18.15%	17.32%	16.70%
					流动比率	1.21	1.30	1.34	1.39
					速动比率	1.03	1.07	1.11	1.16
					股利支付率	73.64%	79.05%	77.75%	78.69%
业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E	每股指标				
EBITDA	56414.92	61613.71	65123.90	69675.25	每股收益	5.78	6.14	6.63	7.08
PE	13.39	12.60	11.67	10.94	每股净资产	29.35	30.58	32.05	33.56
PB	2.64	2.53	2.41	2.31	每股经营现金	7.02	1.68	8.57	8.27
PS	1.28	1.21	1.14	1.07	每股股利	4.26	4.85	5.15	5.57
EV/EBITDA	8.58	5.67	4.90	4.16					
股息率	5.50%	6.27%	6.66%	7.20%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（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，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所
须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱
上海	崔露文	销售岗	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	wyjf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	张方毅	销售岗	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	ors@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn	
北京	李杨	北京销售主管兼销售岗	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	马冰竹	销售岗	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
	高欣	广深销售主管兼销售岗	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzs@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn