



## 高基数下的稳增长，加强股东回报

2026年04月29日

### 核心观点

- **公司发布 2026 年一季报：**2026Q1，公司实现营业收入 1311 亿元，同比+2.6%；毛利率 25.6%，同比+0.1pct；期间费用率 15.6%，同比+2.4pct；归母净利润 126.8 亿元，同比+2%；归母净利率 9.6%，同比-0.04pct；经营性现金流量净额 145 亿元，同比+1.5%。公司在前期高基数（25Q1 公司收入同比+20.5%，归母净利润同比+38%，归母净利率 9.7%，为阶段高峰，当时明显超市场预期），以及成本上涨、人民币升值等外部压力的共同影响下，仍然实现了收入利润双增长，在行业普遍承压的背景下展现出难能可贵的经营韧性。26Q1 公司扣非净利润为 109.6 亿元，同比-14%，非经常性损益是套保导致的投资收益、公允价值变动损益，是公司海外业务汇率中性原则下导致的，本质上属于海外业绩正常计划的利润部分。
- **加强股东回报：**1) 公司计划在 2026.3.30 起的一年内，回购 65-130 亿元 A 股股票，回购价格不超过 100 元/股；2026 年初至今，已回购 27 亿元，其中 12 亿元属于该回购计划，还有 53-118 亿元待回购。经股东大会明确，回购的部分将 100% 用于注销，相当于未来减少 0.9-1.7% 的股本。假设 2026 年公司分红率为 75%，且该回购计划在 2026 年内全部完成，那么考虑回购注销后的等效分红率测算约为 92-106%；按照当前 A 股市值，相当于分红收益率 7-8%，具备吸引力。2) 2025 年公司分红率为 73.6%，同比+4.3pct。同年进行了大规模的股票回购与注销，A+H 股共计回购 116 亿元，其中注销 76 亿元回购的股份；考虑注销的等效分红率 90.1%。
- **商业及工业解决方案延续增长态势：**公司已由中央空调供应商转型为楼宇建筑智慧生态集成方案服务商。2026Q1，楼宇科技/机器人与自动化/工业技术业务分别实现收入 108/82/68 亿元，分别同比+10.1%/+11.8%/-11.7%。26 年 3 月，美的楼宇科技在佛山顺德正式启动液冷智造基地建设，项目总投资额超过 10 亿元，布局自然冷磁悬浮冷水机、CDU 等产品适配 AIDC 建设，加快在数据中心液冷温控领域的战略布局。
- **投资建议：**我们预计公司 2026~2028 年营业收入分别为 4896/5234/5612 亿元，同比+6.8%/+6.9%/+7.2%，归母净利润 470/506/549 亿元，同比+6.9%/+7.7%/+8.4%，EPS 分别为 6.18/6.65/7.21 元每股，当前股价对应 13.2/12.2/11.3x P/E，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**需求不及预期的风险；市场竞争加剧的风险；原材料涨价的风险。

### 主要财务指标预测

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	458,502	489,642	523,387	561,188
YOY	12.1%	6.8%	6.9%	7.2%
归母净利润(百万元)	43,945	46,995	50,616	54,878
YOY	14.0%	6.9%	7.7%	8.4%
分红率	73.6%	75.0%	75.0%	75.0%
摊薄 EPS(元)	5.78	6.18	6.65	7.21
PE	14.07	13.16	12.22	11.27

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院（注：收盘价为 2026 年 4 月 29 日）

### 美的集团（股票代码：000333）

推荐 维持评级

### 分析师

何伟

✉: hewei\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130525010001

陆思源

✉: lusiyan\_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

2026年04月29日

股票代码	000333
A 股收盘价(元)	81.31
上证指数	4,107.51
总股本(万股)	760,644
实际流通 A 股(万股)	685,524
流通 A 股市值(亿元)	5,574

### 相对沪深 300 表现图

2026年04月29日



资料来源：中国银河证券研究院

### 相关研究

- 1.【银河家电】公司点评\_美的集团：基本盘稳固，商业及工业成长更快
- 2.【银河家电】公司点评\_家电行业\_美的集团：2B 业务再进一步，收购锐珂医疗国际业务
- 3.【银河家电】公司点评\_家电行业\_美的集团：均衡发展，稳中求进

## 一、公司经营情况

### (一) 公司主要财务

2026Q1, 公司实现营业总收入 1315.8 亿元, 同比+2.5%; 营业收入 1311 亿元, 同比+2.6%; 归母净利润 126.8 亿元, 同比+2%; 毛利率 25.6%, 同比+0.1pct; 归母净利率 9.6%, 同比持平; 扣非净利润为 109.6 亿元, 同比-14%, 非经常性损益是套保导致的投资收益、公允价值变动损益, 是公司海外业务汇率中性原则下导致的, 本质上属于海外业绩正常计划的利润部分。2026Q1, 公司期间费用率为 15.6%, 同比+2.4pct。销售/管理/研发/财务费用率分别为 8.6%/2.8%/3.2%/1%, 分别同比-0.6/+0.04/-0.2/+3.2pct。

2026Q1, 公司在前期高基数 (25Q1 公司收入同比+20.5%, 归母净利润同比+38%, 归母净利率 9.7%, 为阶段高峰, 当时明显超市场预期), 以及成本上涨、人民币升值等外部压力的共同影响下, 仍然实现了收入利润双增长, 在行业普遍承压的背景下展现出难能可贵的经营韧性。

此外, 公司发布 A 股回购计划, 加强股东回报。1) 公司计划在 2026.3.30 起的一年内, 回购 65-130 亿元 A 股股票, 回购价格不超过 100 元/股; 2026 年初至今, 已回购 27 亿元, 其中 12 亿元属于该回购计划, 还有 53-118 亿元待回购。经股东大会明确, 回购的部分将 100%用于注销, 相当于未来减少 0.9-1.7%的股本。假设 2026 年公司分红率为 75%, 且该回购计划在 2026 年内全部完成, 那么考虑回购注销后的等效分红率测算约为 92-106% (我们预计公司 26 年归母净利润为 470 亿元); 按照当前 A 股市值, 相当于分红收益率 7-8%, 具备吸引力。2) 2025 年公司分红率为 73.6%, 同比+4.3pct。同年进行了大规模的股票回购与注销, A+H 股共计回购 116 亿元, 其中注销 76 亿元; 考虑回购后的等效分红率略超 100%。

表1: 公司财务数据分析

百万元	2023 合并	2024 合并	2025 合并	2025Q1 合并	2025Q2 合并	2025Q3 合并	2025Q4 合并	2026Q1 合并
<b>营业总收入</b>	373,710	409,084	458,502	128,428	123,903	112,385	93,786	131,581
营业收入	372,037	407,150	456,452	127,839	123,285	111,933	93,395	131,099
YOY	8.2%	9.4%	12.1%	20.5%	10.9%	10.1%	5.9%	2.6%
其他业务收入 (金融类)	1,673	1,935	2,051	590	618	452	391	482
<b>营业总成本</b>	335,013	367,873	409,077	112,774	108,247	99,830	88,226	118,698
减: 营业成本	273,481	299,585	335,990	95,307	91,479	82,333	66,870	97,575
毛利率	26.5%	26.4%	26.4%	25.4%	25.8%	26.4%	28.4%	25.6%
减: 其他业务成本 (金融类)	35	5	2	1	0	0	0	1
减: 税金及附加	1,817	2,120	2,217	547	599	577	494	570
减: 销售费用	34,881	38,754	42,891	11,875	11,178	9,783	10,056	11,356
YOY	21.5%	21.3%	10.7%	20.7%	10.2%	9.8%	1.9%	-4.4%
销售费用率	9.3%	9.5%	9.4%	9.2%	9.0%	8.7%	10.7%	8.6%
减: 管理费用	13,477	14,506	16,092	3,537	3,720	3,720	5,116	3,681
YOY	16.4%	7.6%	10.9%	6.7%	10.1%	1.4%	23.4%	4.1%
管理费用率	3.6%	3.5%	3.5%	2.8%	3.0%	3.3%	5.5%	2.8%
减: 研发费用	14,583	16,233	17,788	4,348	4,419	4,178	4,843	4,166
YOY	15.6%	11.3%	9.6%	20.9%	8.6%	11.7%	0.2%	-4.2%
研发费用率	3.9%	4.0%	3.9%	3.4%	3.6%	3.7%	5.2%	3.2%
减: 财务费用	-3,262	-3,329	-5,904	-2,840	-3,148	-762	846	1,350
财务费用率	-0.9%	-0.8%	-1.3%	-2.2%	-2.5%	-0.7%	0.9%	1.0%

期间费用率	16.0%	16.2%	15.5%	13.2%	13.0%	15.1%	22.2%	15.6%
加：其他经营收益	1,620	5,182	3,553	-535	474	1,933	1,682	2,169
营业利润	40,317	46,394	52,979	15,119	16,130	14,487	7,242	15,051
YOY	16.0%	15.1%	14.2%	41.9%	10.0%	12.6%	-11.9%	-0.4%
营业利润率	10.8%	11.3%	11.6%	11.8%	13.0%	12.9%	7.7%	11.4%
加：营业外收支	-40	296	107	16	78	28	-15	93
利润总额	40,277	46,690	53,085	15,135	16,208	14,515	7,227	15,144
减：所得税	6,532	7,933	8,565	2,389	2,307	2,525	1,344	2,285
所得税率	16.2%	17.0%	16.1%	15.8%	14.2%	17.4%	18.6%	15.1%
净利润	33,745	38,757	44,520	12,746	13,901	11,990	5,882	12,860
YOY	13.2%	14.9%	14.9%	41.1%	14.8%	8.9%	-11.0%	0.9%
净利率	9.0%	9.5%	9.7%	9.9%	11.2%	10.7%	6.3%	9.8%
减：少数股东损益	25	220	575	324	310	121	-180	185
少数股东损益比例	0.1%	0.6%	1.3%	2.5%	2.2%	1.0%	-3.1%	1.4%
归母净利润	33,720	38,537	43,945	12,422	13,591	11,870	6,062	12,675
YOY	14.1%	14.3%	14.0%	38.0%	15.1%	8.9%	-11.3%	2.0%
归母净利率	9.0%	9.4%	9.6%	9.7%	11.0%	10.6%	6.5%	9.6%
总分红	20,780	26,722	32,361					
分红率	61.6%	69.3%	73.6%					

资料来源：公司公告, iFinD, 中国银河证券研究院

## (二) 公司业务拆分

**业务拆分：**2025 年，智能家居/商业及工业解决方案/其他业务分别实现收入 2999/1228/338 亿元，分别同比+11.3%/+17.5%/+2.0%。25H1/25H2，智能家居收入分别同比+13.3%/+8.9%，商业及工业解决方案收入分别同比+20.8%/+14.0%，其他业务分别同比+19.0%/-14.5%。2026Q1，楼宇科技/机器人与自动化/工业技术分别实现收入 108/82/68 亿元，分别同比+10.1%/+11.8%/-11.7%。26 年 3 月，美的楼宇科技在佛山顺德正式启动液冷智造基地建设，项目总投资额超过 10 亿元，布局自然冷磁悬浮冷水机、CDU 等产品适配 AIDC 建设，加快在数据中心液冷温控领域的战略布局。

**区域拆分：**2025 年，国内/海外分别实现收入 2605/1959 亿元，分别同比+9.4%/+15.9%。25H1/25H2，国内收入分别同比+14.1%/+4.2%，海外收入分别同比+17.7%/+13.8%。

表2：公司营业收入分品类拆分

	2023	2024	2025	2023H1	2023H2	2024H1	2024H2	2025H1	2025H2
营业收入 (亿元)	3,720	4,071	4,565	1,970	1,750	2,173	1,899	2,511	2,053
分产品									
智能家居	2,464	2,695	2,999	1,330	1,134	1,476	1,219	1,672	1,327
商业及工业解决方案	978	1,045	1,228	497	481	534	511	645	582
楼宇科技	259	285	358	148	111	157	128	195	163
机器人与自动化	311	287	310	152	159	139	148	151	159
工业技术		247	272						
其他		226	287						
其他业务	279	331	338	143	136	163	168	194	144
分地区									
国内	2,211	2,381	2,605	1,165	1,047	1,262	1,119	1,439	1,166
海外	1,509	1,690	1,959	805	704	911	780	1,072	888

营业收入 YOY	8.2%	9.4%	12.1%		10%	8%	15.6%	8.1%
<b>分产品</b>								
智能家居	5.8%	9.4%	11.3%		11%	8%	13.3%	8.9%
商业及工业解决方案	16.9%	6.9%	17.5%		7%	6%	20.8%	14.0%
楼宇科技	13.8%	9.9%	25.7%		6%	15%	24.2%	27.6%
机器人与自动化	12.1%	-7.6%	8.0%		-9%	-7%	8.3%	7.8%
工业技术			10.2%					
其他			26.9%					
其他业务	1.6%	18.7%	2.0%		14%	24%	19.0%	-14.5%
<b>分地区</b>								
国内	9.9%	7.7%	9.4%		8.4%	6.9%	14.1%	4.2%
海外	5.8%	12.0%	15.9%		13.1%	10.8%	17.7%	13.8%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院（注：2025 年报将“智能建筑科技”项目命名为“楼宇科技”；商业及工业解决方案中，新能源由此前的“新能源与工业技术”被划分至“其他”）

2025 年，智能家居业务/楼宇科技/工业技术/其他分部及未分配分别实现对外交易收入 3261/368/334/622 亿元，分别同比+10.5%/+27.5%/+7.0%/+15.7%，分部营业利润率分别为 11.4%/12.3%/15.2%/4.2%，分别同比+1.7/-5.3/+0.4/-1.2 pct。

表3：公司分部报告拆分表

	2023	2024	2025	2024H1	2024H2	2025H1	2025H2
<b>对外交易收入（百万元）</b>	<b>373,710</b>	<b>409,084</b>	<b>458,502</b>	<b>218,122</b>	<b>190,962</b>	<b>252,331</b>	<b>206,171</b>
<b>分产品</b>							
智能家居业务	266,977	295,231	326,085	160,215	135,016	183,335	142,750
楼宇科技	26,352	28,835	36,756	15,896	12,939	19,112	17,644
工业技术		31,229	33,420				
其他分部及未分配的金额		53,789	62,242				
<b>分地区</b>							
中国内地	222,804	240,050	262,555	127,046	113,004	145,139	117,416
其他国家或地区	150,906	169,034	195,948	91,076	77,958	107,193	88,755
<b>YOY</b>		<b>9.5%</b>	<b>12.1%</b>			<b>15.7%</b>	<b>8.0%</b>
<b>分产品</b>							
智能家居业务		10.6%	10.5%			14.4%	5.7%
楼宇科技		9.4%	27.5%			20.2%	36.4%
工业技术			7.0%				
其他分部及未分配的金额			15.7%				
<b>分地区</b>							
中国内地		7.7%	9.4%			14.2%	3.9%
其他国家或地区		12.0%	15.9%			17.7%	13.8%
<b>分部营业利润率</b>	<b>10.4%</b>	<b>10.1%</b>	<b>10.8%</b>	<b>10.7%</b>	<b>9.3%</b>	<b>12.4%</b>	<b>8.8%</b>
<b>分产品</b>							
智能家居业务	10.4%	9.7%	11.4%	10.7%	8.6%	12.5%	10.0%
楼宇科技	16.1%	17.5%	12.3%	19.8%	14.7%	14.9%	9.4%
工业技术		14.9%	15.2%				
其他分部及未分配的金额		5.4%	4.2%				

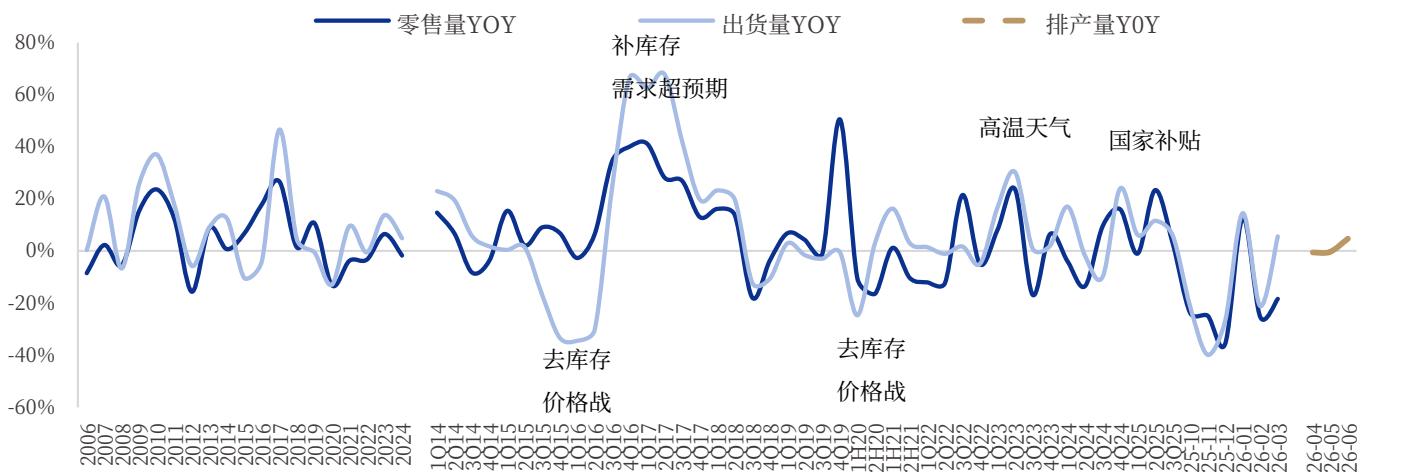
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院（注：2025 年报将“智能建筑科技”项目命名为“楼宇科技”；商业及工业解决方案中，新能源由此前的“新能源与工业技术”被划分至“其他”）

## 二、暖通空调行业情况

### (一) 受空调涨价预期影响，26年3月空调内销出货量+5.6%

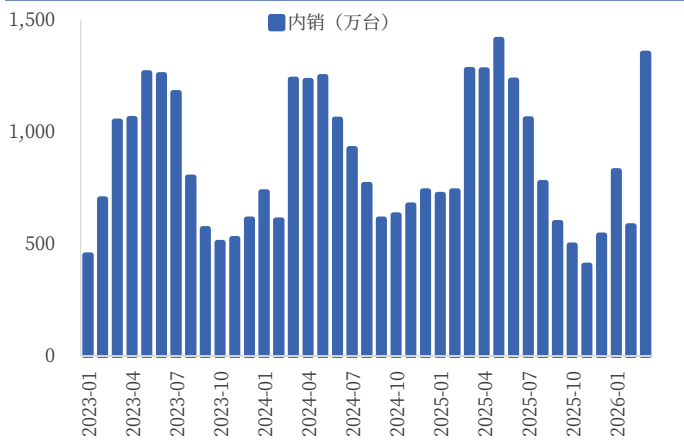
由于预期4月初空调出厂价将普遍上涨，空调渠道端积极铺货。产业在线数据，2026年3月，家用空调内销1350万台，同比+5.6%，好于之前排产预期。后续排产计划较为平稳，产业在线排产数据，4-7月排产较去年同期实绩-0.5%、-9.0%、-6.7%、-4.3%；隔年比+3.3%、+3.2%、+8.7%、+9.4%。

图1：中国家用空调市场零售量与出货量周期



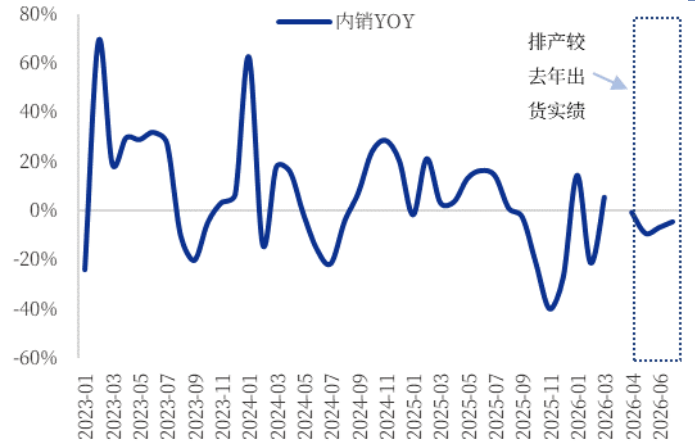
资料来源：产业在线，奥维云网AVC，中国银河证券研究院（注：排产量YOY指内销排产较去年同期内销出货实绩变化）

图2：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3：家用空调内销出货量及排产同比增速（月度）



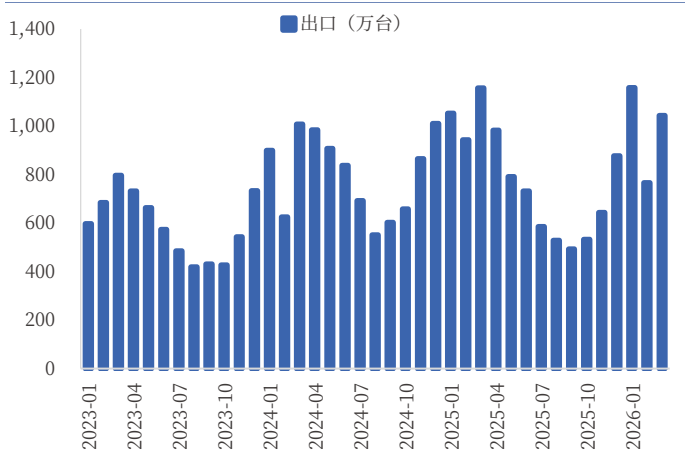
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

出口方面，产业在线数据，2026年3月，家用空调出口1044万台，同比-9.8%，较24年同期隔年比+3.6%，受美伊战争和海外需求平淡影响，出口增速较1-2月（YOY+26%）显著放缓。产业在线排产数据，4-7月排产较去年同期实绩-12.2%、-6.2%、-8.4%、-11.2%；隔年比-12.4%、-18.2%、-20.0%、-24.9%。

空调龙头全球生产基地分布广泛，关注企业全球化供应链建设。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。需求端来看，当前海外空调市场正处于一个复

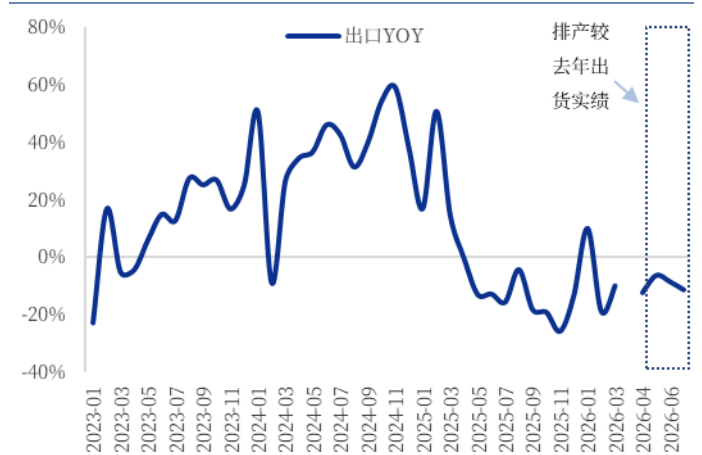
杂的过渡阶段。海外销售和我国空调出口数据疲弱表明终端消费需求平淡，高库存压力和经济不确定性仍在压制实际销售表现，不同区域间的分化格局预计将持续。

图4: 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5: 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

## (二) 空调提价, 但传导并不顺畅

**空调内销提价传导不畅。**2025年618以来, 空调行业低价竞争激烈。2024年以来, 铜价受供需不平衡影响(铜矿减产、应用需求扩大)持续走高。铜占空调成本的30%左右, 随着铜价上涨, 行业面临成本压力, 中小空调企业成本压力相对更大, 叠加芯片短缺、人工成本增加、环保要求提升等影响, 根据AVC数据监测, 2026年根据AVC数据监测, 2026年1月、2月家用空调线上零售均价分别环比+3%、+8.5%; 线下零售均价分别环比+2.6%、+3.8%。3月家用空调线上零售均价同环比分别+3.2%/-8.8%, 线下零售均价同环比分别-7.1%/-2.3%, 均价提升趋势暂缓, 渠道价格传导并不顺畅。

表4: 2026年多个空调品牌官宣涨价

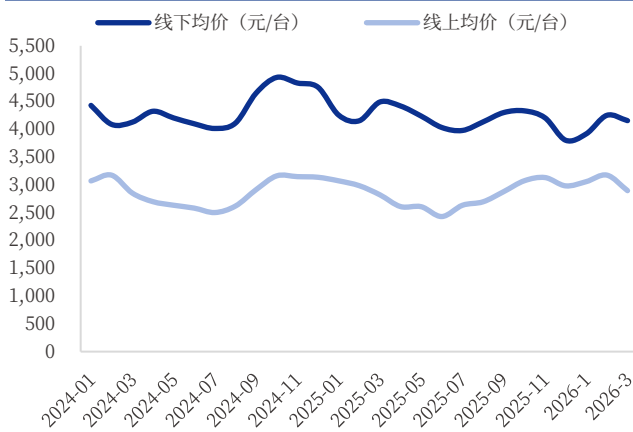
品牌/产品	价格调整
美的	4月美的酷省电1.5P空调市场成交价由2123元上涨至2199元, 上涨4%
格力	2026年4月8日, 格力电器CMO朱磊在中国制冷展上表示, 格力保护消费者利益, 坚决不涨价、不减配、不套路
海信	4月1日起切换新的价格体系, 家用空调涨价幅度在5%-30%之间
奥克斯	1月19日起, 家用空调及家用中央空调价格上调3~8%
TCL	4月1日起切换新的价格体系, 家用空调涨价幅度在5%-30%之间
美博	2025年12月16日起, 家用空调提货价上涨5%
镁刻阳光	空调全系上涨5%
夏宝电器	空调全系上调
富士通、将军	家用空调全系出厂价上涨5~12%
志高	全系上涨4~8%

资料来源: 产业在线, 艾肯家电网, 中国家电网等, 中国银河证券研究院

### (三) 小米空调线上份额下降

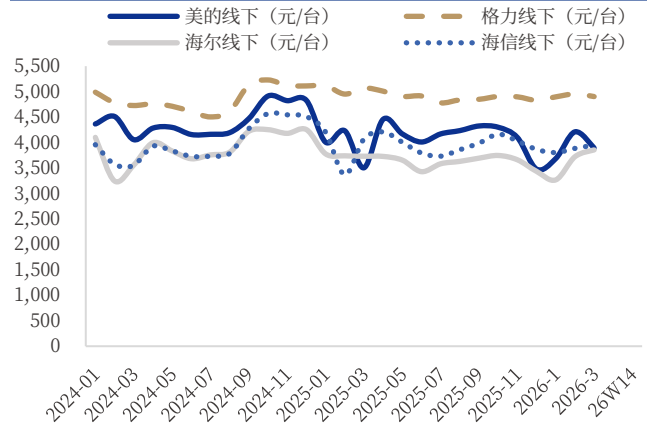
小米线上零售额份额被华凌抢占，格力系逆势提价。从竞争格局角度来看，小米线上零售额份额持续下滑，由 2025 年 11 月的 13.8% 持续下滑至 3 月的 8.2%，零售均价由 3131 元降至 2895 元；与此同时华凌线上零售额份额由 5.8% 升至 9.2%，均价由 2464 元降至 2124 元。2025 年 11 月至 2026 年 3 月，格力持续提价，线上均价由 3741 升至 3820 元，零售额份额由 34.1% 快速下滑至 26.3%，线下则由 4898 元升至 4903 元，零售额份额小幅提升。

图6：空调线下、线上零售均价



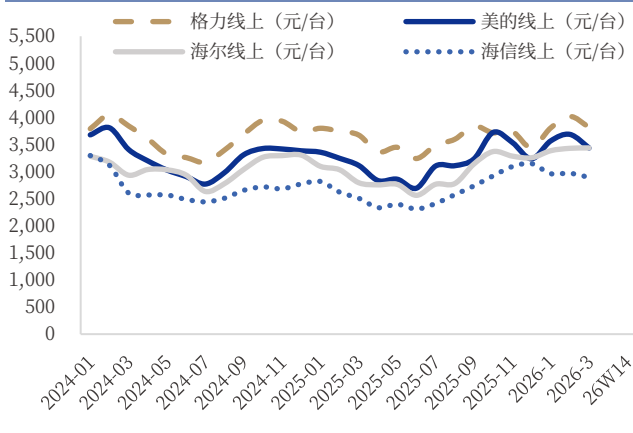
资料来源：AVC，中国银河证券研究院

图7：空调线下零售市场各品牌零售均价



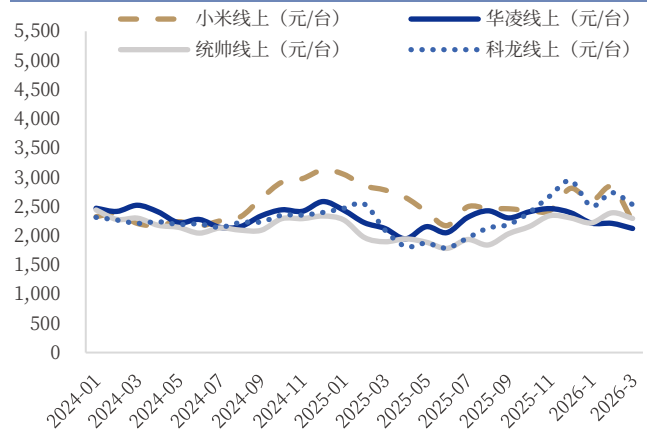
资料来源：AVC，中国银河证券研究院（注：26W14指03.30-04.05）

图8：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（注：26W14指03.30-04.05）

图9：空调线上零售市场各品牌零售均价（互联网品牌）

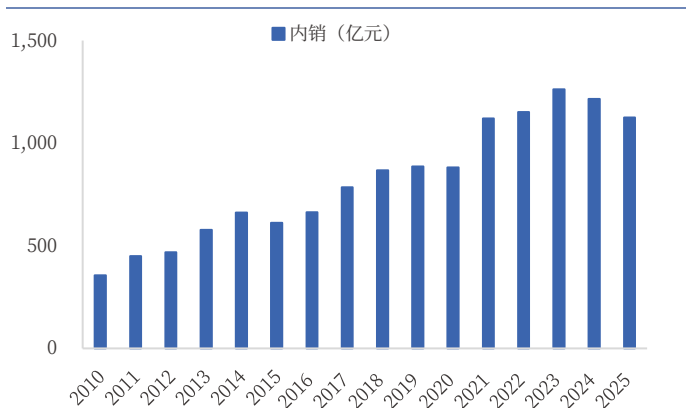


资料来源：AVC，中国银河证券研究院（注：26W14指03.30-04.05）

### (四) 中央空调内销有压力，但出口保持增长

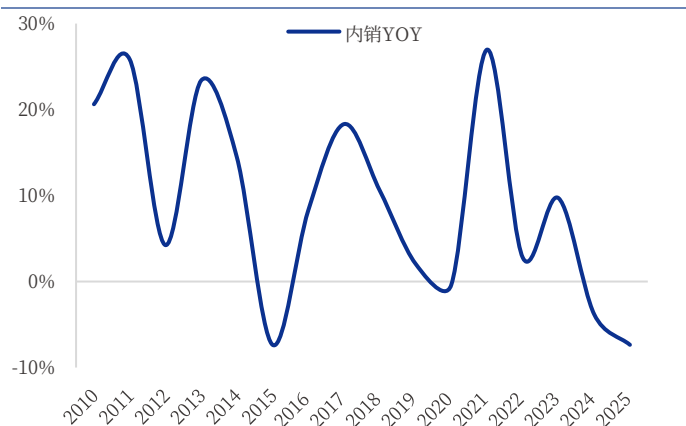
中央空调内销受房地产市场持续低迷，工业投资步伐放缓负面影响。产业在线数据，2025 年中央空调内销规模为 1125.5 亿元，同比下降 7.4%，延续下滑态势。一方面继续受房地产市场低迷、传统工程需求疲软的影响；另一方面受到家用空调政府补贴后高性价比的影响，家用中央空调市场竞争也在加剧。多联机作为中央空调市场中份额最高的品类，2025 年市场规模下滑 17.1%，其中在家装零售与精装配套市场分别下滑 19.7%、23.3%（暖通家数据）。产业在线数据，2026 年 1-2 月，中央空调内销规模为 197 亿元，同比+3.6%，主要系春节错位因素影响，但行业整体发展压力仍然明显，零售及配套市场的需求走低、渠道库存高企、原材料成本攀升等问题仍将加剧行业竞争态势。

图10: 中央空调内销、出口规模 (年度)



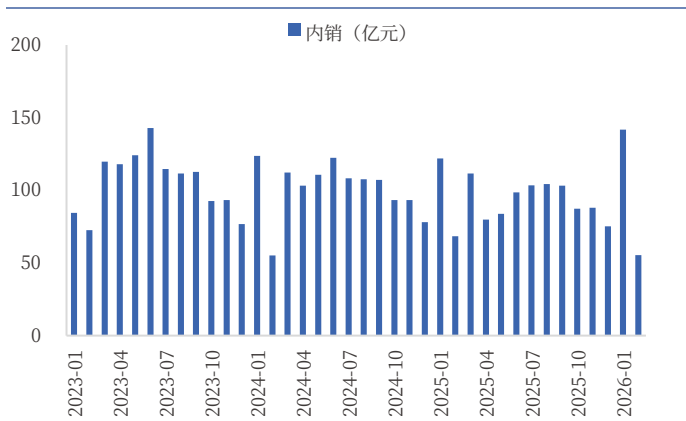
资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

图11: 中央空调内销、出口规模同比增速 (年度)



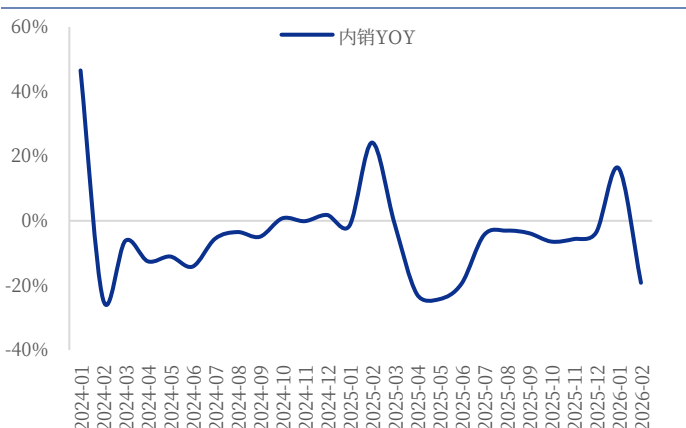
资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

图12: 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

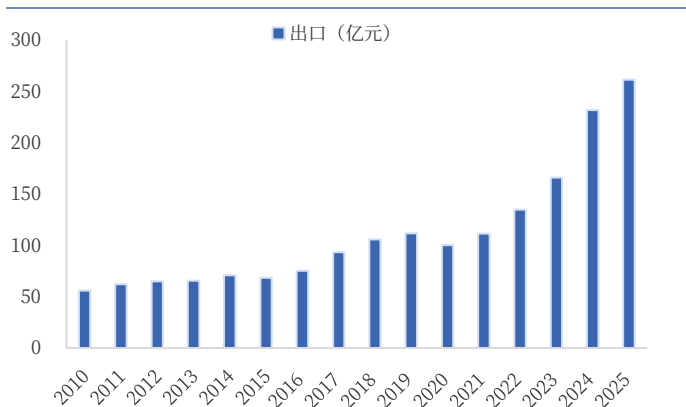
图13: 中央空调内销、出口规模同比增速 (月度)



资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

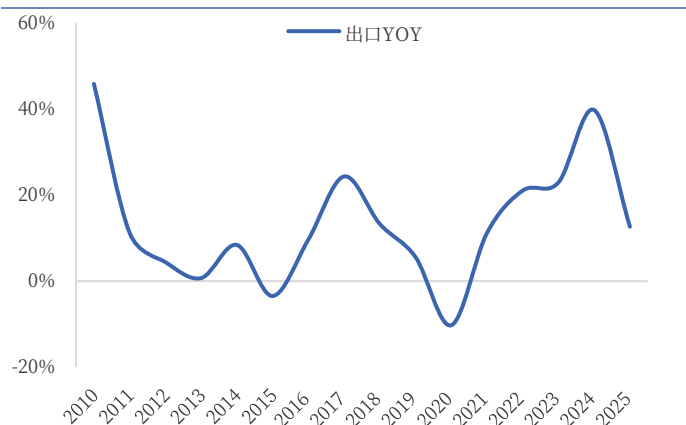
**中国企业全球竞争力提升, 份额提升带动出口近年较好增长。**产业在线数据, 2025 年中央空调出口销售额达 261 亿元, 同比增长 12.7%, 自 2021 年以来连续 5 年保持增长; 2026 年 1-2 月出口销售额为 46 亿元, 同比+27.3%, 延续高景气。

图14: 中央空调内销、出口规模 (年度)



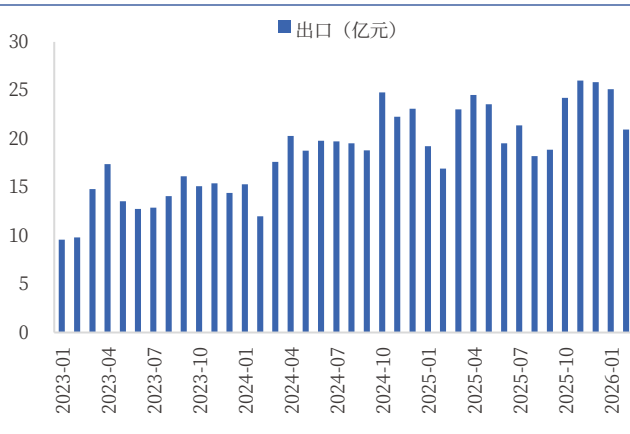
资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

图15: 中央空调内销、出口规模同比增速 (年度)



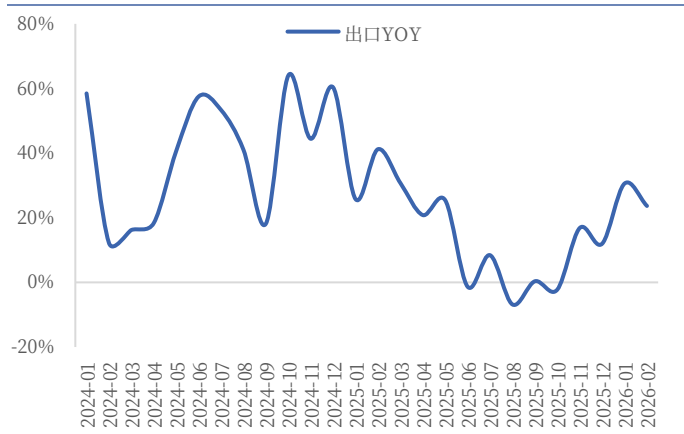
资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

图16: 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17: 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: 出口拐点已确立, 26 年延续高增

### 1、2025 年热泵出口恢复性增长, 2026 年将延续高增长

**2025 年热泵出口实现恢复性高增长。**欧洲是我国热泵出口最主要的目的地, 海关总署数据, 2025 年我国热泵相关产品及零部件对欧洲出口额约 68 亿元, 占总出口额的约 41%, 因此欧洲热泵补贴政策的变化是导致历年我国热泵出口波动的主要原因。

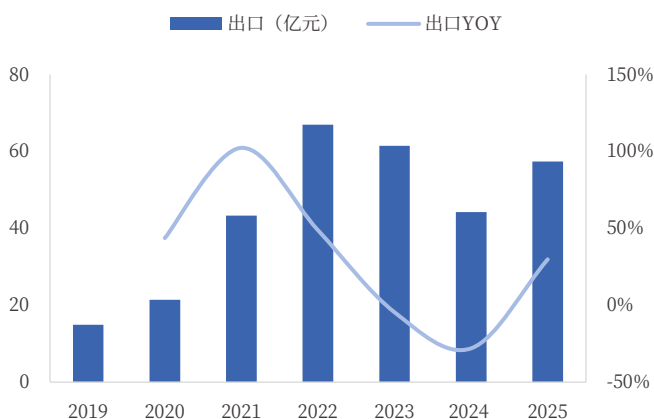
1) 2020 年起, 欧洲各国陆续补贴推广热泵, 带动 2021-2022 年我国热泵出口高增长。

2) 2023-2024 年欧洲热泵市场大力去库存, 补贴政策阶段性退坡, 使我国热泵出口大幅下滑。

3) 2024 年以来, 欧洲多国陆续恢复或加强热泵补贴政策。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 年起热泵出口逐月改善, 延续两位数同比增长。产业在线数据, 2025 年我国空气源热泵出口额累计同比增长 29.8%; 海关总署数据, 2025 年我国热泵相关产品及零部件出口额为 164.6 亿元, 同比+17.7%, 其中 12 月单月出口额 16.2 亿元, 同比+21.7%, 创下历史 12 月单月出口的新高峰。

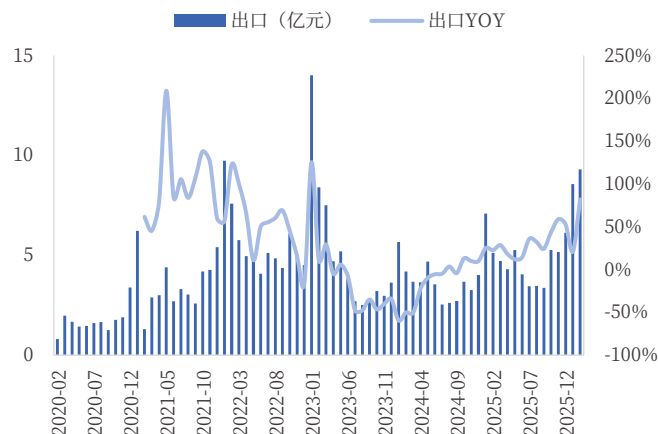
**2026Q1 热泵出口延续高增长。**产业在线数据, 2026 年 1-2 月空气源热泵出口额为 18 亿元, 同比增长 46.4%, 实现全品类上升, 尤其是采暖市场在 2 月表现较为突出。海关总署数据, 2026Q1 我国热泵相关产品及零部件出口额为 52.5 亿元, 同比+23.2%, 连续 23 个月 (2024.5-2026.3) 实现同比增长, 并已与历史同期出口高峰水平相当 (2023Q1 出口额为 53.2 亿元)。

图18: 热泵出口规模 (年度)



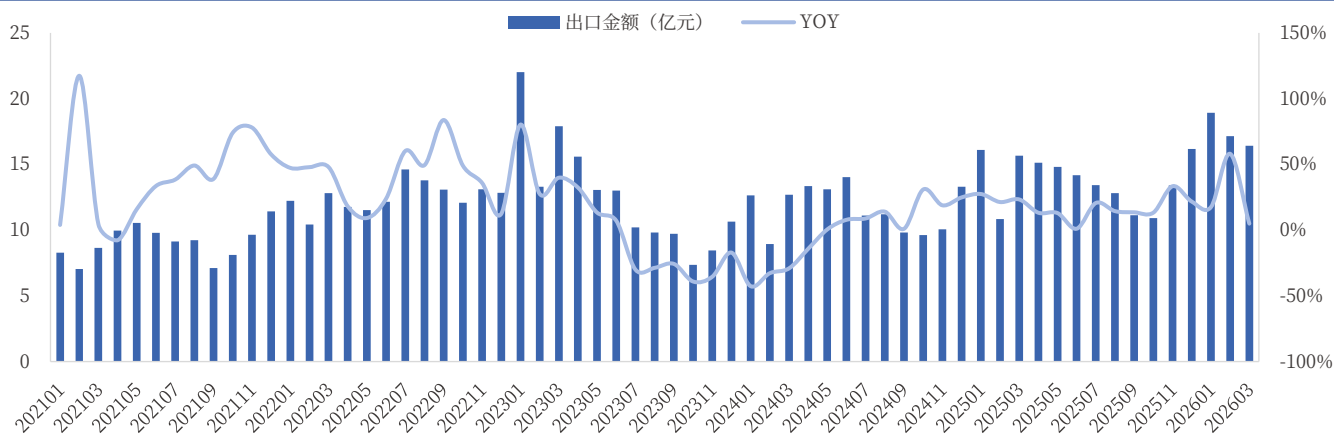
资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

图19: 热泵出口规模 (月度)



资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

图20: 热泵相关整机及零部件产品出口金额 (月度)



资料来源: 海关总署, 中国银河证券研究院 (注: 包含 HS 编码 841861、841581、84189910 在内的整机及零件)

## 2、欧洲推出“加速欧盟”能源计划，2030 年热泵年部署量目标提升至 400 万台

**推广热泵采暖是 2050 年碳中和目标的重要抓手，市场空间广阔。**2024 年，国际能源署发布《2024 年能源技术展望》，将热泵与光伏、风电、电动汽车等并列为 6 大清洁能源技术，强调热泵支撑未来能源转型和经济发展的作用。热泵产业从单一的采暖/热水设备，逐步升级为支撑多领域绿色转型的重要基础设施，应用场景不断拓宽。根据国际能源署，2023 年全球热泵装机容量为 111GW；预计至 2035 年将提高到 263-347GW，为 2023 年的 2.4-3.1 倍；至 2050 年有望提高到 363-475GW，达到 2023 年的 3.3-4.3 倍，2050 年热泵将满足全球超半数采暖需求，市场规模可达万亿级别。

近两年，在全球油气价格高企、能源安全呼声高涨、绿色转型加速推进的大背景下，抓住热泵发展的战略机遇，已成为各国政府的重要任务。2024 年以来，欧洲多国（如英国、德国、西班牙等）陆续恢复或加强热泵补贴，明显带动 2025 年热泵销量增长：

**1) 英国：2024 年起多次增加热泵补贴公共资金预算。**2023 年 10 月起，英国热泵安装补贴基准大幅提升，空气源和地源热泵安装补贴均提升至 7500 英镑，此前 2022 年 4 月起执行的补贴标准是空气源热泵补贴 5000 英镑、地源热泵补贴 6000 英镑。2024 年 11 月，英国政府宣布为 2024-2025 财政年度增加 3000 万英镑的资金；并承诺在 2025-2026 财年将预算增加近一倍。2026 年 1 月，英国发布《温暖家园计划》，将“锅炉升级计划”（BUS）延长至 2029-2030 财年，150 亿英镑的公

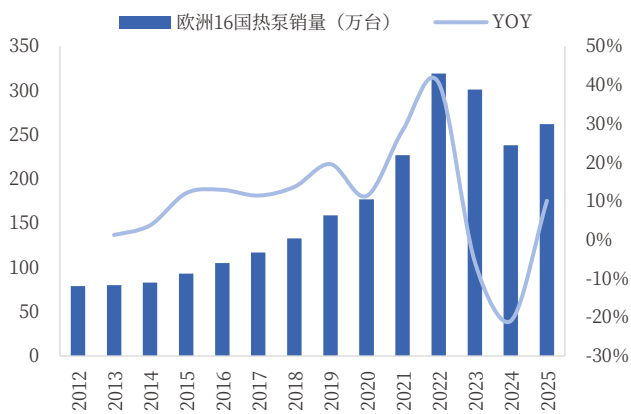
共资金预算中，27 亿英镑将用于 BUS 计划。根据欧洲热泵协会初步数据，2025 年英国热泵销量同比增长 27%，使得热泵保有量家庭渗透率同比+0.5pct 至 2.4%。

**2) 德国：2024 年起加强热泵补贴幅度。**目前德国供暖领域，天然气的占比约一半，油的占比约三分之一，热泵的占比仅 3.4%。2023 年 9 月，德国议会通过了德国《建筑能源法案（GEG）》，规定从 2024 年起，德国将逐步禁止使用传统的壁挂炉和锅炉作为供暖系统，力推可再生能源的使用，要求每个新安装的供暖系统必须达到至少 65%的可再生能源贡献比例；从 2025 年起，将全面禁止石油和天然气供暖。基础补贴为 30%，同时可叠加 30%的低收入补贴和 20%的提前更换奖励，补贴上限最高达到 70%。根据欧洲热泵协会初步数据，2025 年德国热泵销量约 34.5 万台，在所有热发生器销量中的占比接近 50%（创下记录），并较 2024 年销量同比增长 50%，拉动德国热泵保有量家庭渗透率同比+0.9pct 至 6.3%。

**3) 西班牙：2024 年强化家庭热泵补贴。**2024 年 1 月起，西班牙针对家庭部署空气源热泵，提供最高 40%的安装费用补贴（3000 欧元上限，低收入者可获 100%补贴）。根据欧洲热泵协会初步数据，2025 年西班牙热泵销量同比增长 15%，使得热泵保有量家庭渗透率同比+1.2pct 至 9.9%。

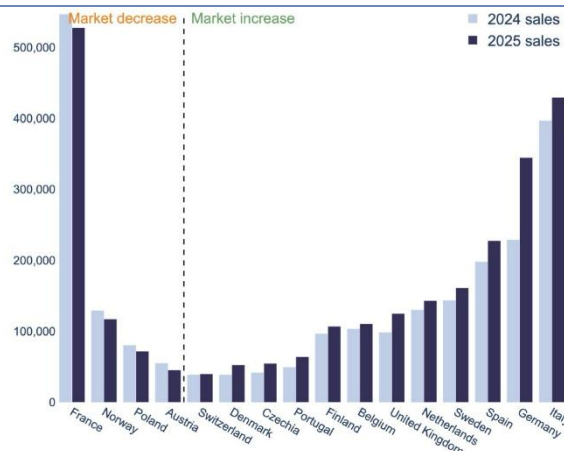
欧洲热泵渗透率提升空间大，欧盟设定 2030 年 6000 万台保有量目标。根据欧洲热泵协会初步数据，2025 年欧洲 16 国热泵销量约 262 万台，同比增长 11%，其中 12 国实现同比增长，增速较高的国家包括德国、丹麦、捷克、葡萄牙、英国等；在销量增长的带动下，2025 年欧洲热泵总保有量同比+8%至 2818 万台。根据 2022 年 5 月《欧洲可持续能源联合行动计划》，欧盟设定 2030 年达到 6000 万台热泵保有量的战略目标；2026 年 4 月 22 日，欧盟发布“加速欧盟”（AccelerateEU）能源计划，以应对伊朗局势引发的欧洲能源危机，目标至 2030 年，欧洲热泵年部署量提升至 400 万台水平，预计将对我国热泵出口的持续改善起到带动作用。

图21：欧洲 16 国热泵销量及 YOY



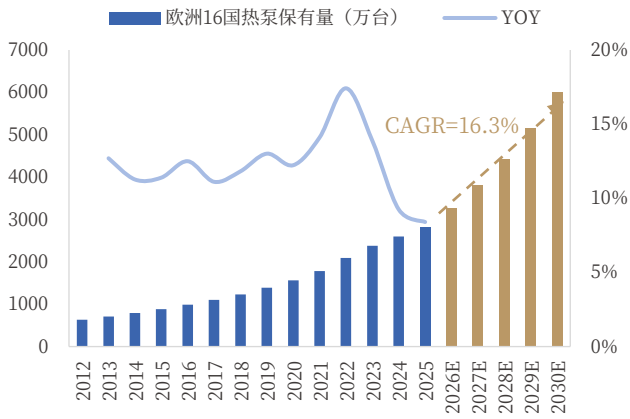
资料来源：EHPA，中国银河证券研究院

图22：2025 年欧洲 16 国中有 12 国热泵销量超过 2024 年



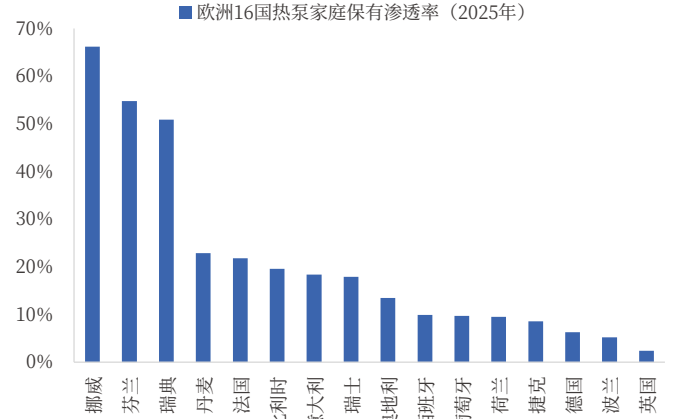
资料来源：EHPA，中国银河证券研究院

图23: 欧洲 16 国热泵保有量及 YOY



资料来源: EHPA, 中国银河证券研究院

图24: 欧洲 16 国热泵保有量家庭渗透率 (2025 年)



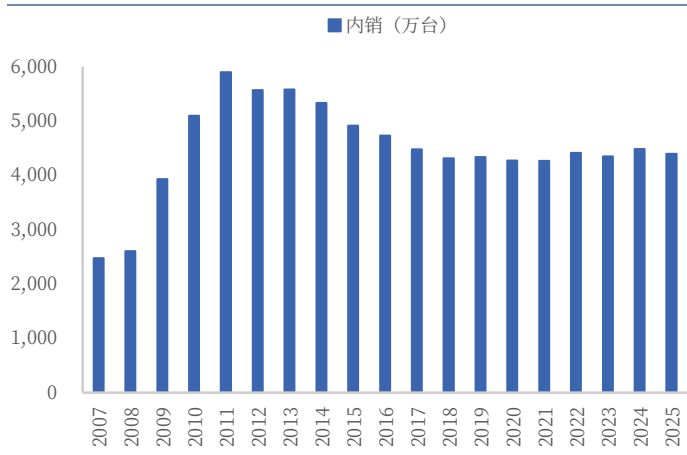
资料来源: EHPA, 中国银河证券研究院

### 三、冰洗行业情况

#### (一) 内销以更新需求为主，销量多年处于一平台

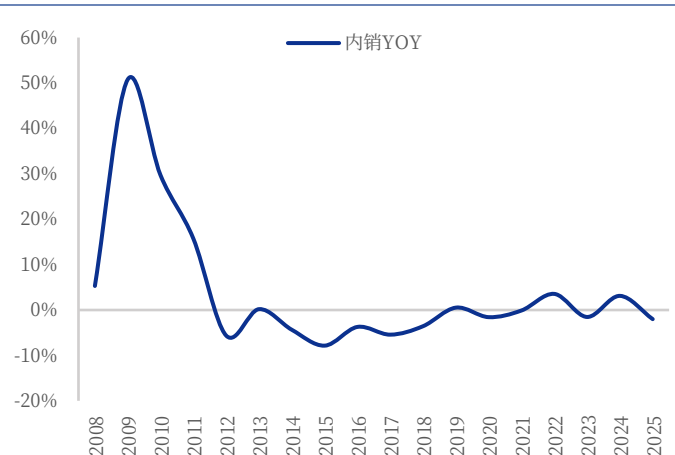
冰箱市场需求长期以更新为主，十多年前由于家电下乡出现过销售高峰。2019-2025 年期间冰箱内销量处于较为稳定的平台，时有小幅下滑或小幅增长。产业在线数据，2025 年，冰箱内销 4393 万台，同比下滑 2%，下半年受到国补退坡和同期高基数的影响。

图25：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

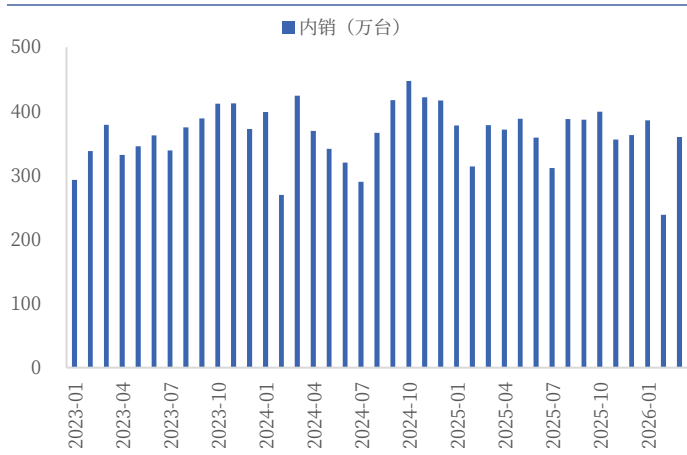
图26：冰箱内销出货量同比增速（年度）



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

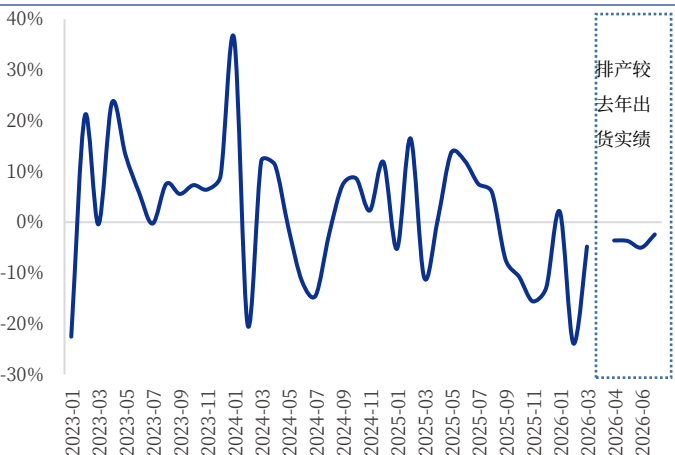
产业在线数据，2026 年 4-7 月，冰箱内销排产较去年出货实绩分别同比-3.6%、-3.7%、-5.0%、-2.4%；隔年比-3.2%、+9.5%、+6.5%、+4.9%。

图27：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

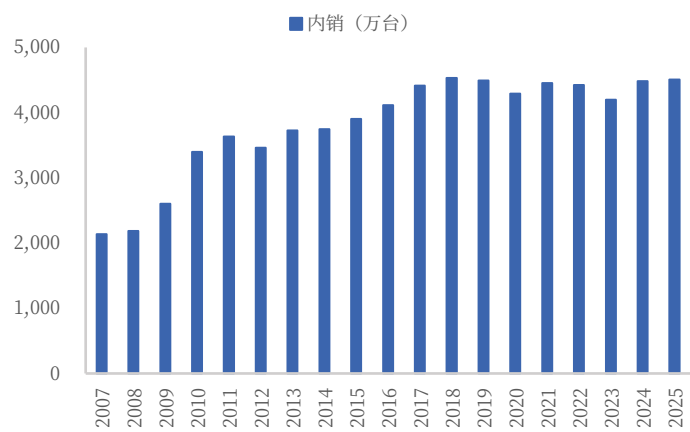
图28：冰箱内销出货量同比增速及排产情况（月度）



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

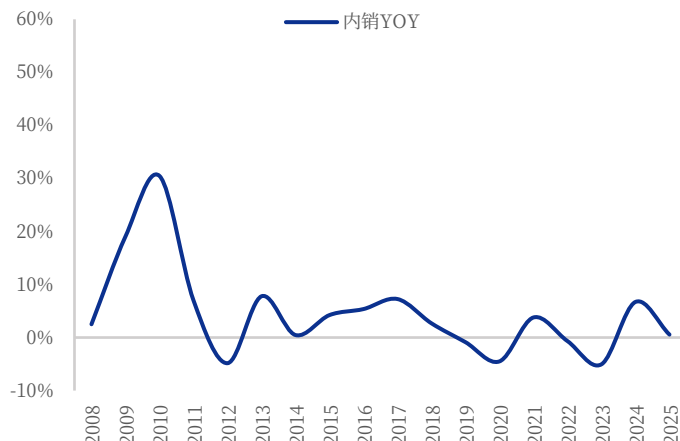
洗衣机销量情况与空调类似，得益于以旧换新政策有效激活了潜在需求，叠加消费者偏好高品质、高效产品推动产品结构升级，2025 年洗衣机内销 4606.3 万台，同比增长 0.6%。

图29：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

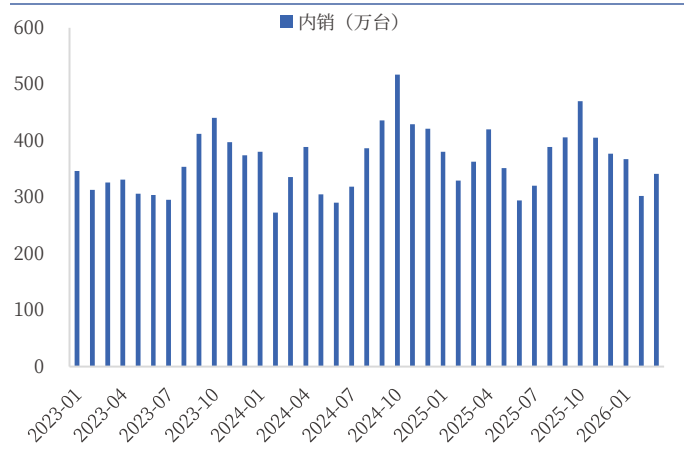
图30：洗衣机内销出货量同比增速（年度）



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

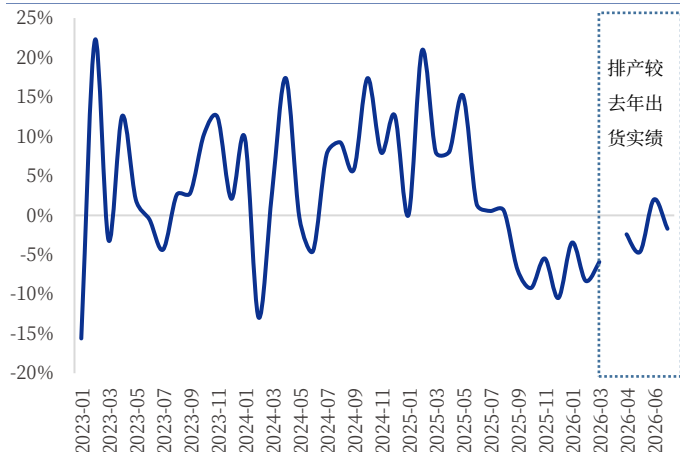
产业在线数据，2026年4-7月，洗衣机内销排产较去年出货实绩分别同比-2.4%、-4.6%、+2.0%、-1.7%；隔年比+5.5%、+9.9%、+3.5%、-1.2%。

图31：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32：洗衣机内销出货量同比增速及排产情况（月度）

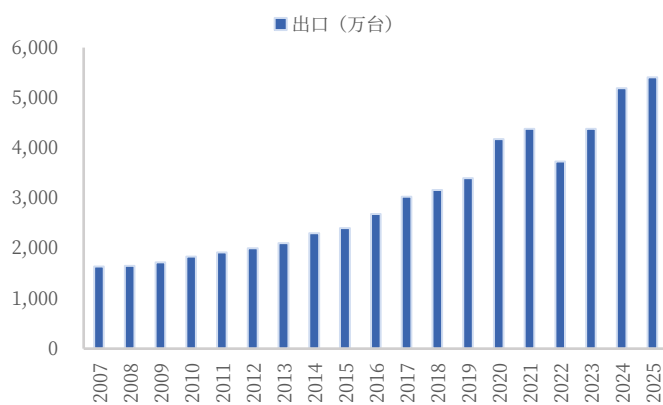


资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

## （二）新兴市场需求向好，拉动冰洗出口

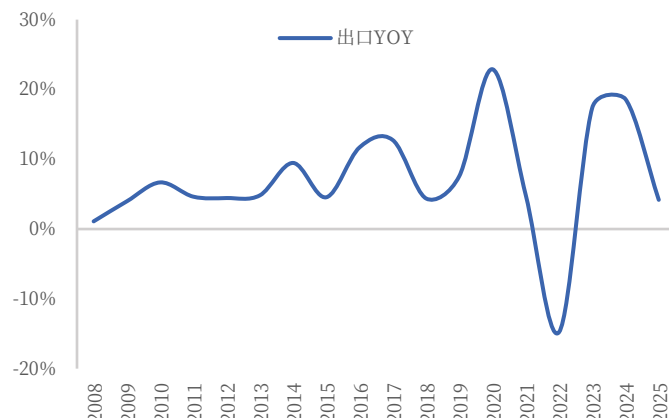
我家电企业积极实现全球化布局，叠加近年来新兴市场国家需求释放明显，2025年我国冰箱出口出货量 5405 万台，同比增长 4.2%，其中出口欧洲及北美传统市场需求回落，非洲表现亮眼。

图33: 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

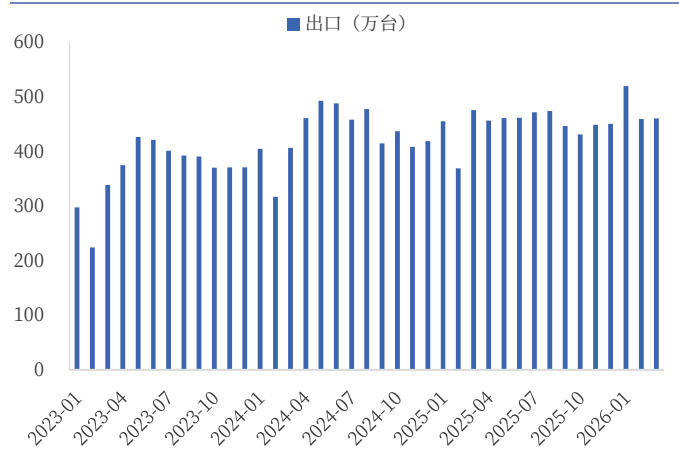
图34: 冰箱外销出货量同比增速 (年度)



资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

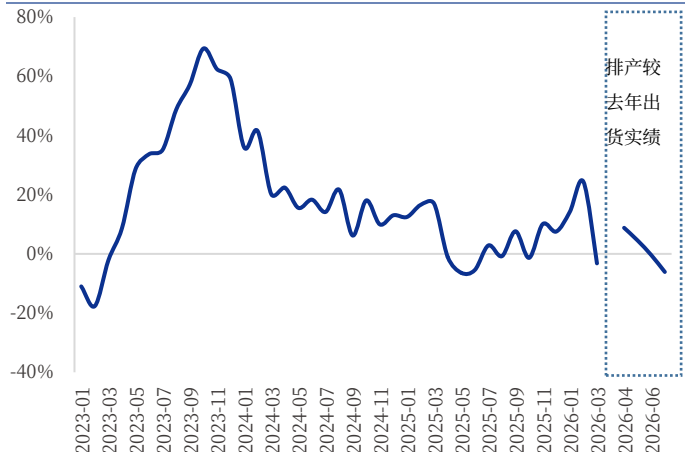
产业在线数据, 2026年4-7月, 冰箱出口排产较去年出货实绩分别同比+8.8%、+4.5%、-0.4%、-6.1%。

图35: 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

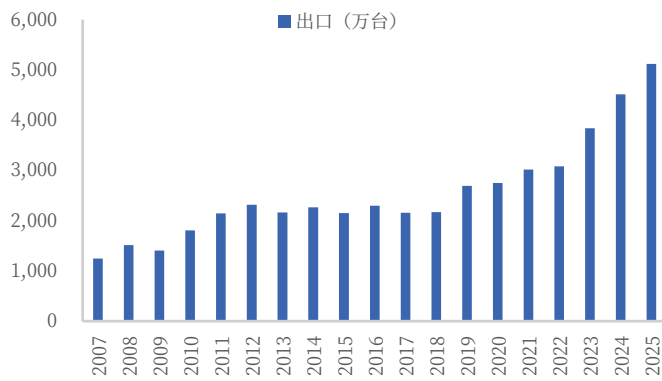
图36: 冰箱外销出货量同比增速及排产情况 (月度)



资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

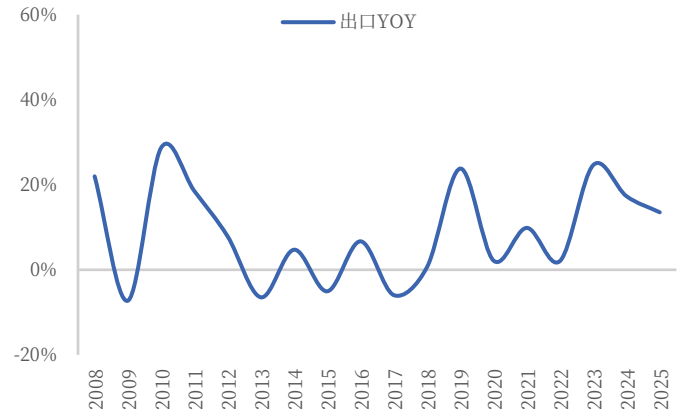
我国洗衣机在技术、成本和批量化生产等方面具备优势。2025年出口出货量达5121万台, 同比增长15.3%, 其中, 中东欧洲和拉美市场需求增加。

图37: 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

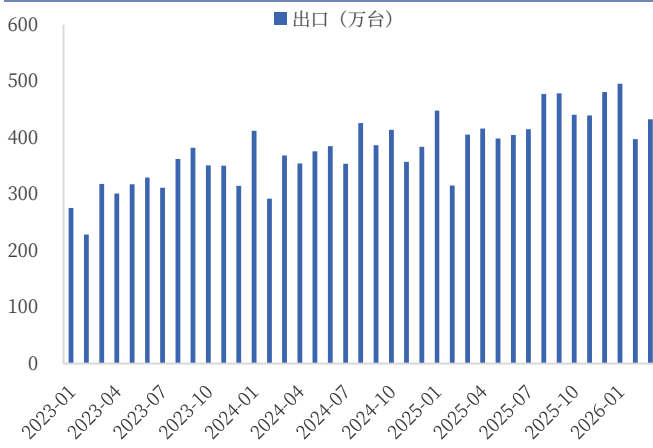
图38: 洗衣机外销出货量同比增速 (年度)



资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

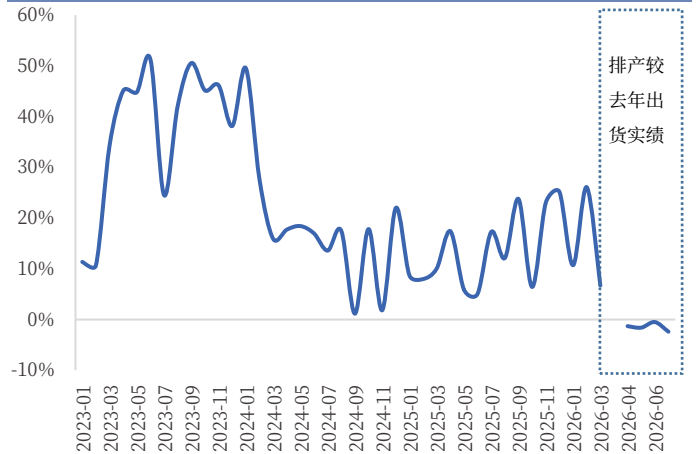
产业在线数据, 2026年4-7月, 洗衣机出口排产较去年出货实绩分别同比-1.3%、-1.6%、-0.5%、-2.4%。

图39: 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40: 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 2026~2028 年营业收入分别为 4896/5234/5612 亿元,同比+6.8%/+6.9%/+7.2%,归母净利润 470/506/549 亿元,同比+6.9%/+7.7%/+8.4%,EPS 分别为 6.18/6.65/7.21 元每股,当前股价对应 13.2/12.2/11.3x P/E,维持“推荐”评级。

表5: 主要财务指标预测

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	458,502	489,642	523,387	561,188
YOY	12.1%	6.8%	6.9%	7.2%
归母净利润 (百万元)	43,945	46,995	50,616	54,878
YOY	14.0%	6.9%	7.7%	8.4%
分红率	73.6%	75.0%	75.0%	75.0%
毛利率	26.4%	26.1%	26.2%	26.3%
摊薄 EPS (元)	5.78	6.18	6.65	7.21
PE	14.07	13.16	12.22	11.27

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院 (注: 收盘价为 2026 年 4 月 29 日)

## 五、风险提示

需求不及预期的风险; 市场竞争加剧的风险; 原材料涨价的风险

附录:

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	416,662	450,514	488,677	527,975
现金	85,247	106,049	132,010	160,137
应收账款	40,450	42,887	45,859	49,126
其它应收款	3,191	3,477	3,716	3,985
预付账款	2,987	3,244	3,464	3,707
存货	64,629	69,427	74,107	79,463
其他	220,158	225,430	229,520	231,557
非流动资产	192,129	194,730	196,353	197,223
长期投资	9,591	10,191	10,191	10,191
固定资产	44,983	46,808	48,376	49,246
无形资产	21,619	21,635	21,645	21,645
其他	115,936	116,096	116,141	116,141
资产总计	608,792	645,245	685,030	725,198
流动负债	343,384	363,067	385,439	406,975
短期借款	43,905	52,326	58,821	64,390
应付账款	103,680	111,150	118,674	127,005
其他	195,799	199,591	207,945	215,581
非流动负债	28,984	31,118	32,652	33,813
长期借款	12,659	14,866	16,399	17,560
其他	16,325	16,253	16,253	16,253
负债总计	372,368	394,186	418,091	440,788
少数股东权益	13,203	13,678	14,189	14,743
归属母公司股东权益	223,221	237,381	252,751	269,667
负债和股东权益	608,792	645,245	685,030	725,198

现金流量表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	53,346	50,057	58,717	64,606
净利润	44,520	47,470	51,127	55,432
折旧摊销	9,340	3,771	4,331	4,877
财务费用	-4,397	1,560	1,765	1,926
投资损失	-1,695	-1,950	-2,085	-2,236
营运资金变动	5,280	3,897	3,406	3,787
其他	298	-4,689	172	819
投资活动现金流	25,340	-5,416	-3,772	-3,322
资本支出	-10,666	-5,702	-5,809	-5,557
长期投资	26,837	-1,800	-160	0
其他	9,170	2,086	2,197	2,236
筹资活动现金流	-64,958	-23,840	-28,983	-33,158
短期借款	12,896	8,421	6,495	5,569
长期借款	2,167	2,207	1,533	1,161
其他	-80,021	-34,467	-37,012	-39,888
现金净增加额	13,390	20,802	25,961	28,126

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究院

利润表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	458,502	489,642	523,387	561,188
营业成本	335,990	360,488	384,888	411,907
税金及附加	2,217	2,381	2,545	2,729
销售费用	42,891	44,861	47,432	50,578
管理费用	16,092	16,823	17,461	18,443
研发费用	17,788	19,017	20,328	21,796
财务费用	-5,904	-6,497	-5,916	-5,834
资产减值损失	-1,156	-632	-702	-630
公允价值变动收益	782	136	112	0
投资收益及其他	3,925	4,453	4,777	5,076
营业利润	52,979	56,526	60,836	66,014
营业外收入	458	470	476	468
营业外支出	351	350	302	334
利润总额	53,085	56,647	61,011	66,148
所得税	8,565	9,177	9,884	10,716
净利润	44,520	47,470	51,127	55,432
少数股东损益	575	475	511	554
归属母公司净利润	43,945	46,995	50,616	54,878
EBITDA	56,521	53,920	59,426	65,191
EPS (元)	5.78	6.18	6.65	7.21

主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入增长率	12.1%	6.8%	6.9%	7.2%
营业利润增长率	14.2%	6.7%	7.6%	8.5%
归母净利润增长率	14.0%	6.9%	7.7%	8.4%
毛利率	26.4%	26.1%	26.2%	26.3%
净利率	9.8%	9.7%	9.8%	9.9%
ROE	19.7%	19.8%	20.0%	20.4%
ROIC	13.0%	12.8%	13.1%	13.4%
资产负债率	61.2%	61.1%	61.0%	60.8%
净资产负债率	157.5%	157.0%	156.6%	155.0%
流动比率	1.21	1.24	1.27	1.30
速动比率	0.44	0.49	0.54	0.60
总资产周转率	0.75	0.78	0.78	0.79
应收账款周转率	11.97	11.70	11.75	11.77
应付账款周转率	3.42	3.36	3.35	3.35
每股收益	5.78	6.18	6.65	7.21
每股经营现金流	7.01	6.58	7.72	8.49
每股净资产	29.35	31.21	33.23	35.45
P/E	14.07	13.16	12.22	11.27
P/B	2.77	2.61	2.45	2.29
EV/EBITDA	10.63	10.95	9.64	8.46
PS	1.35	1.27	1.19	1.11

### 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 IICChina 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，从事家电行业研究工作。

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

### 免责声明

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

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。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。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。特提醒客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

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	推荐：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：

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：

程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

林程 021-60387901 lincheng\_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