



公司研究 | 深度报告 | 美的集团 (000333.SZ)

解构龙头系列之十：

如何看待美的集团楼宇科技业务前景？

报告要点

经过近三十年发展，美的楼宇科技已由单一的中央空调供应商转型成为楼宇建筑智慧生态集成方案服务商。中央空调方面，美的系品牌在国内已具备较强技术、产品、份额领先优势，在老旧设备更新与全球化布局加速等多重因素催化下，经营趋势长期向好；同时，数据中心液冷当前处爆发期，美的有望凭借高契合度的技术方案快速打开局面。电梯方面，国内政策推动下行业规模有望进一步扩张，美的产品矩阵完善、项目经验丰富，有望凭借集团软硬件协同综合优势持续抢占外资份额。

分析师及联系人



陈亮

SAC: S0490517070017

SFC: BUW408



王圣杰

美的集团 (000333.SZ)

2026-06-05

解构龙头系列之十： 如何看待美的集团楼宇科技业务前景？

公司研究 | 深度报告

投资评级 买入 | 维持

美的楼宇科技：转型集成方案服务商，发力全球万亿智能建筑科技市场

纵使国内经济增速中枢放缓，叠加地产周期性波动对中央空调市场造成一定抑制，公司楼宇科技业务仍保持着不俗的增长，成为公司 B 端产业中规模最大的单一事业部。美的楼宇科技已由单一的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，以 iBUILDING 楼宇数字化平台为核心，业务主要包括暖通空调、电梯、楼宇建筑智能化和综合能源管理四大领域。

暖通空调：行业长期趋势向好，公司份额提升可期

2025 年国内中央空调销售额为 1082 亿元，对应 2020-2025 年 CAGR 约 5.0%，但自 2023 年高点以来，受房地产持续调整与传统工程项目疲软等影响，规模已连续两年出现负增。格局方面，虽美的系品牌份额已处国内第一梯队，但当前仍存在众多中小品牌，在整体景气承压的背景下，行业格局有望进一步优化。展望后续，美的中央空调增长驱动主要来自两方面：其一，国内中央空调存量规模超万亿，公司已经积累了较为丰富的项目改造经验，或推动公司在存量市场市占率稳步提升；其二，中央空调海外市场空间广阔，2025 年公司收购 ARBONIA climate，并在欧洲组建新联盟 MBT Climate；考虑到大金工业的成功之路已经说明并购当地品牌并获取其资源，是快速打开新市场的重要一环，而美的海外并购已经启动，且公司财务状况健康、在手现金充足，我们认为其有望效仿大金掘金海外优质资产，加速打开楼宇业务全球增量空间。

电梯：国内电梯需求平稳，公司有望凭借软硬件协同综合优势抢占外资份额

2021 年以来，国内电梯、自动扶梯及升降梯产量保持相对平稳，考虑单台电梯对应产值，国内电梯设备对应的年市场规模已接近 3000 亿元。格局方面，国内电梯行业仍由外资品牌主导。公司电梯业务产品矩阵完善、项目经验丰富，有望借助美的于中央空调领域的优势地位，同时受益于集团较好的软件基础，进行差异化协同竞争，稳步抢占外资企业市场份额。

液冷：数据中心液冷需求高增，美的培育全新增长曲线

2025 年国内数据中心规模为 2231 亿元，2030 年有望提升至 6454 亿元，同时 2025 年国内数据中心液冷解决方案渗透率为 31%，2030 年有望提升至 64%；二者结合来看，2030 年国内新建数据中心液冷市场规模有望达 478 亿元，对应 2025-2030 年 CAGR 高达 36%。公司目前已成功向行业头部客户供应液冷设备，并有望进一步凭借其在自研磁悬浮离心机等方面的优势，完善液冷产品矩阵，打开中央空调业务长期增量空间。

投资建议：把握 C 端&B 端共振，确定性增长的优质白电龙头

美的楼宇科技已由单一的中央空调供应商转型成为楼宇建筑方案服务商。中央空调方面，美的系品牌在国内具备较强技术、产品、份额领先优势，在老旧设备更新与全球布局加速等因素催化下，经营趋势长期向好；同时，数据中心液冷当前处爆发期，美的有望凭借高契合度的技术方案快速打开局面。电梯方面，国内政策推动下行业规模有望进一步扩张，美的有望凭借集团软硬件综合优势持续抢占外资份额。我们预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 466.92、489.06 和 519.00 亿元，对应 PE 分别为 13.44、12.83 和 12.09 倍，维持“买入”评级。

风险提示

1、宏观经济波动风险；2、原材料价格波动风险；3、行业竞争加剧风险；4、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。

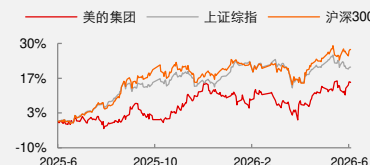
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	82.42
总股本(万股)	761,304
流通A股/B股(万股)	686,184/0
每股净资产(元)	30.55
近12月最高/最低价(元)	83.48/69.88

注：股价为 2026 年 6 月 4 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《营收韧性增长，经营性利润率提升》2026-05-10
- 《解构龙头系列之九：如何看待美的集团新能源业务前景？》2026-04-25
- 《营收实现较高增长，经营效率进一步优化》2026-04-01



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

美的楼宇科技：转型集成方案服务商，发力全球万亿智能建筑科技市场	6
暖通空调：长期趋势向好，公司份额提升可期	9
国内规模阶段调整，美的系份额保持领先	9
增长驱动之一：存量市场空间广阔，新型中央空调相对优势显著	13
增长驱动之二：中央空调出口高景气，美的并购强化全球布局	14
电梯：国内电梯需求平稳，公司有望凭借软硬件协同综合优势抢占外资份额	18
液冷：数据中心液冷需求高增，美的培育全新增长曲线	20
投资建议：把握 C 端&B 端共振，确定性增长的优质白电龙头	25
风险提示	26

图表目录

图 1：公司七大业务板块	6
图 2：2020-2025 年，楼宇科技业务收入 CAGR 达 23.0%（亿元）	6
图 3：公司楼宇科技业务毛利率水平较高	6
图 4：2025 年，公司楼宇科技分部利润率为 12.3%	6
图 5：公司楼宇科技业务发展历程梳理	7
图 6：公司楼宇科技业务品牌矩阵	8
图 7：2025 年中国中央空调内外销总规模有所回落	9
图 8：2025 年户式中央空调内销额约 853 亿元	10
图 9：单内销规模来看，户式中央空调占比小幅提升	10
图 10：2025 年国内多联机销售额为 695 亿元（亿元）	10
图 11：2020 年以来，国内中央空调工程项目规模占比有所扩容	11
图 12：2025 年中央空调内销细分应用市场销额结构	11
图 13：近年来，中央空调内销国产品牌市占率持续提升	11
图 14：2025 年中央空调品牌国内销售额区间	11
图 15：2005-2019 年中国中央空调行业平均增幅及规模分布	13
图 16：2005-2019 年国内中央空调工程及家装市场规模分布	13
图 17：2005-2019 年国内中央空调存量规模中，57.8%为氟系统	13
图 18：2009-2016 年国内中央空调存量市场主要品牌市占率	13
图 19：经公司改造，广东奥体中心整体能耗降低超 40%	14
图 20：复旦大学附属公共卫生临床中心采用磁悬浮变频离心冷水机组	14
图 21：预计 2025-2034 年全球中央空调系统市场规模 CAGR 约 3.8%	14
图 22：预计 2026-2033 年全球中央空调增量大部分来自于工商业领域	14
图 23：2020-2025 年中央空调出口额 CAGR 高达 21.15%	15
图 24：2021-2025 年国内中央空调出口各市场同比增速（额口径）	15
图 25：公司在欧洲市场组建新联盟——MBT Climate	15
图 26：2014 年财年起，大金美洲空调业务收入占比跃升至 23%	16
图 27：通过外延并购，大金空调主业收入实现较好增长	16

图 28: FY2000-FY2008 大金欧洲业务收入 CAGR 达 26.8%	17
图 29: 2006 年, 大金在欧洲市场市占率提升至 19%.....	17
图 30: 2024 年, 国内电梯保有量为 1163 万台 (万台)	18
图 31: 2025 年国内电梯、自动扶梯及升降梯产量约 140 万台	18
图 32: 电梯行业分类梳理	18
图 33: 2018 年国内电梯行业竞争格局	18
图 34: 领沃电梯配套软件服务	19
图 35: iBUILDING 平台对公司电梯产品形成赋能	19
图 36: 液冷系统通用架构原理图	20
图 37: 液冷与风冷散热能力对比 (2MW 机房)	20
图 38: 液冷与风冷每年收益对比 (2MW 机房)	20
图 39: 机柜功率密度与制冷方式	21
图 40: 典型数据中心中, 制冷系统能耗占比 24%	21
图 41: 数据中心制冷技术对应 PUE 范围	21
图 42: 2025 年国内数据中心市场规模为 2231 亿元	22
图 43: 预计 2025-2030 年国内数据中心温控系统规模 CAGR 为 24%	22
图 44: 2025-2030 年国内新建数据中心液冷温控解决方案市场规模 CAGR 预计达 36% (亿元)	22
图 45: 预计 2030 年国内数据中心液冷温控方案渗透率达 64%	22
图 46: 2032 年全球数据中心液冷规模预计为 170 亿美元 (亿美元)	23
图 47: 2024 年全球数据中心温控系统液冷方案渗透率为 17%	23
图 48: 数据中心冷板式液冷系统原理图	23
图 49: 预计 2032 年全球 CDU 规模将达 267.1 亿元 (单位: 亿元)	23
图 50: 大冷量美的鲲禹磁悬浮离心机图示	24
图 51: 2025 年国内数据中心温控散热解决方案主要系统服务商份额	24
表 1: 国内主要中央空调品牌产品矩阵	12
表 2: 2025 年各类型中央空调内销分品牌销售额市占率	12
表 3: 2006 年开始, 大金在空调主业相关领域频繁进行收购	16
表 4: 公司收入和利润敏感性分析 (单位: 亿元)	26

美的楼宇科技：转型集成方案服务商，发力全球万亿智能建筑科技市场

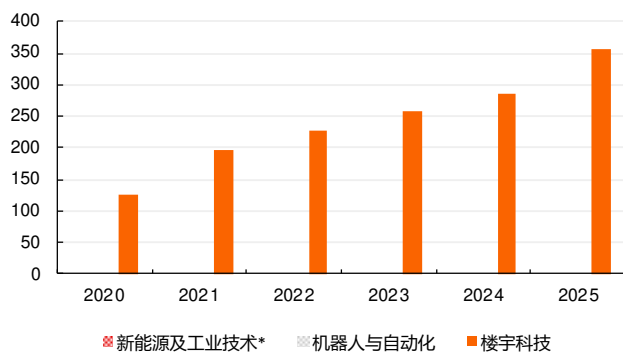
楼宇科技业务高增速与高盈利兼具，已发展成为美的集团 B 端矩阵的重要基石。纵使国内经济增速中枢放缓，叠加房地产周期性波动对中央空调市场造成一定抑制，公司楼宇科技业务仍保持着不俗的增长；2020 年至 2025 年，收入由 127 亿元增长至 358 亿元，CAGR 高达 23.0%，成为当前公司 B 端产业中规模最大的单一事业部。同时，楼宇科技亦具备高盈利特性，2023-2024 年分部利润率高居 16%-18% 区间，2025 年虽降至 12% 左右，但预计主要是收购并表所致；我们相信阶段调整后，楼宇科技仍将是集团盈利水平最高的业务之一。因此，作为美的集团的第二篇 B 端拆分报告，我们将聚焦于智能建筑科技这个全球万亿级别的赛道，并探讨公司于该领域的前景如何。

图 1：公司七大业务板块



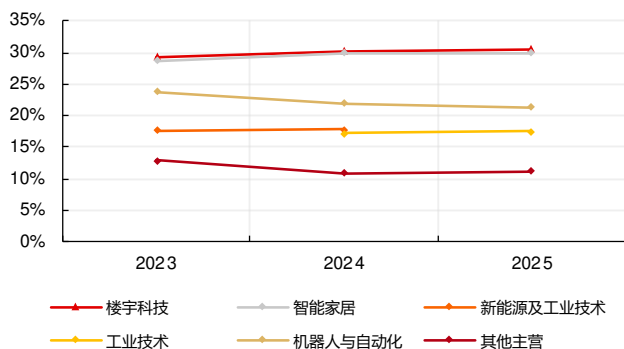
资料来源：公司官网，长江证券研究所

图 2：2020-2025 年，楼宇科技业务收入 CAGR 达 23.0% (亿元)



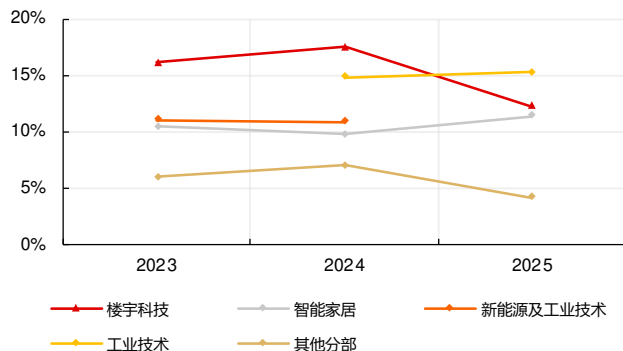
资料来源：公司公告，长江证券研究所（注：2025 年底，公司将新能源业务拆分为独立事业部，故 2025 年“新能源及工业技术”板块收入仅包含“工业技术”部分，而“新能源”收入不单独列示）

图 3：公司楼宇科技业务毛利率水平较高



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 4：2025 年，公司楼宇科技分部利润率为 12.3%



资料来源：公司公告，长江证券研究所

虽然 2021 年才成立楼宇科技事业部，但实际上公司最早于上世纪末便已进军中央空调行业。其发展历程大致可分为三个阶段：1999-2012 年初步拓展中央空调业务、完善相关产品线；打好基础后，公司 2013 年开始国际化及多元化尝试，通过设立合资公司与收购等方式引入外企龙头的先进技术，并在 2019 年实现自主研发的磁悬浮变频离心机成功

下线；2020 年以来，公司加快转型进程，于 2020 年收购菱王电梯，首次将楼宇科技的产品范畴延申至央空以外，于 2021 年发布美控智慧建筑（KONG），将版图进一步拓张至楼宇控制领域。

图 5：公司楼宇科技业务发展历程梳理



资料来源：公司公告，美的楼宇科技官网，长江证券研究所

经过近三十年的发展，美的楼宇科技已由单一的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。公司楼宇科技当前以 iBUILDING 美的楼宇数字化平台为核心，业务主要包括暖通空调、电梯、楼宇建筑智能化（楼控）和综合能源管理四大领域，场景覆盖工业、医院、基建、园区、商业、酒店、学校等。同时，公司形成了较为完善的品牌矩阵：暖通系统方面，美的主品牌拥有暖通行业齐全的产品线，MDV 主打氟机，鲲禹主打水机，CLIVET 定位高端，ARBONIA 专注于室内气候系统解决方案，有望为公司打开欧洲市场的新增长空间；电梯方面，领沃品牌以物联网为基础打造数智电梯，菱王聚焦货梯产品，而 2025 年收购的东芝电梯中国有望丰富公司于该领域的产品种类与技术积累；楼宇控制方面，美控智慧建筑（KONG）利用 IT 和 OT 自主研发核心硬件、软件与算法，打造智慧建筑的新设计、新建设与全新运维模式；能源管理方面，美通能源借助先进的能源优化算法，实现楼宇核心设备的能耗监测大数据分析 & 数字化全景展示，高效支撑能源数字化管理，挖掘楼宇节能潜力。

图 6：公司楼宇科技业务品牌矩阵



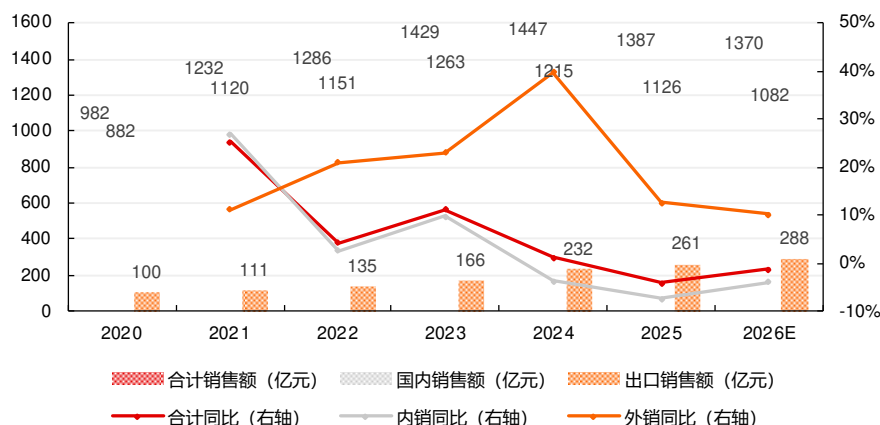
资料来源：各品牌官网，长江证券研究所

暖通空调：长期趋势向好，公司份额提升可期

国内规模阶段调整，美的系份额保持领先

近年来国内中央空调内外销表现分化显著，2025 年市场规模约 1387 亿元，同比下滑 4.2%。根据产业在线，2025 年中央空调内外销合计销售额为 1387 亿元，对应 2020-2025 年 CAGR 为 7.1%。其中，2025 年国内销售额为 1126 亿元，对应五年复合增速约 5.0%；但是，自 2023 年高点以来，中央空调内销受房地产持续调整与传统工程项目疲软等影响，规模已连续两年负增。与之相对，出口市场则保持较高景气，规模由 2020 年的 100 亿元大幅增长至 2025 年的 261 亿元，期间复合增速超 21%，主要受益于中国企业依托更优的供应链协同效率和性价比优势，在东南亚、中东等市场稳步推进，并通过营销渠道拓展和设备本地化改进不断提升品牌竞争力。展望 2026 年，预计中央空调国内销售额将继续小幅调整，出口有望延续较好增长，带动整体行业规模年度降幅实现收窄。

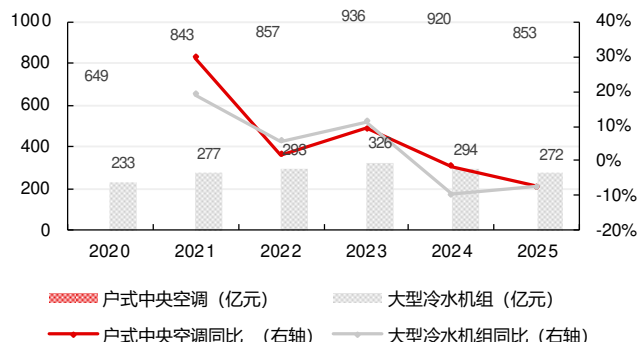
图 7：2025 年中国中央空调内外销总规模有所回落



资料来源：产业在线，长江证券研究所

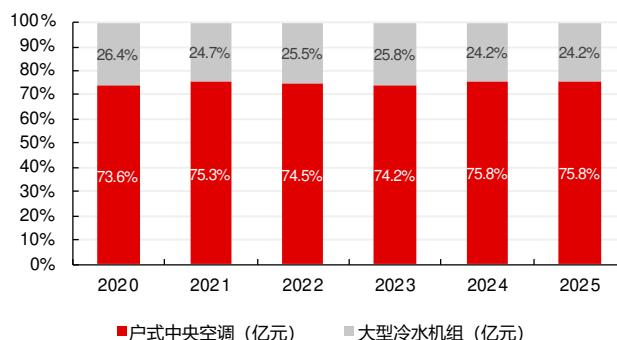
按制冷量划分，中央空调可分为户式中央空调（家用&小型商用）和大型冷水机组（大型商用/工业）；国内中央空调以户式为主，近几年销售占比小幅提升。2025 年，国内户式中央空调和大型冷水机组销售规模分别为 853 和 272 亿元，对应 2020-2025 年 CAGR 分别为 5.6%和 3.2%。结构方面，户式中央空调内销规模占比由 2020 年的 73.6%小幅提升 2.2pct 至 2025 年的 75.8%。

图 8：2025 年户式中央空调内销额约 853 亿元



资料来源：产业在线，长江证券研究所

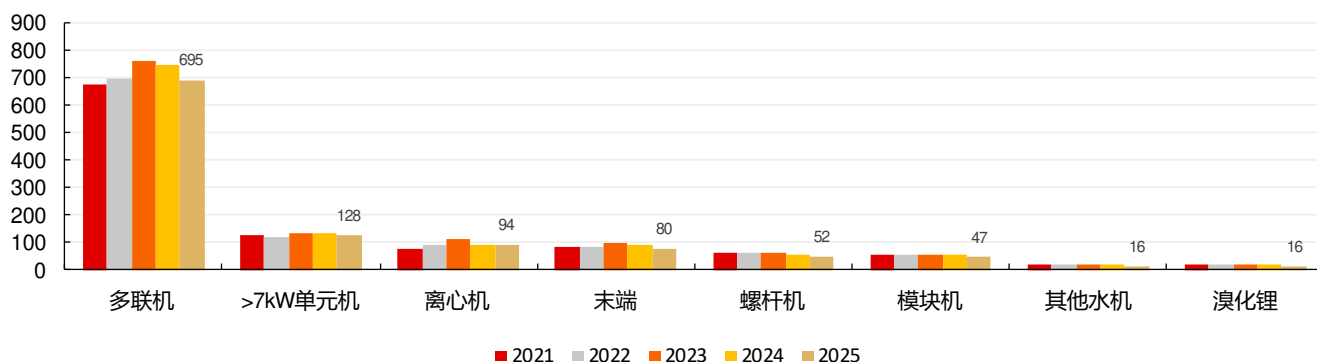
图 9：单内销规模来看，户式中央空调占比小幅提升



资料来源：产业在线，长江证券研究所

进一步看，2021-2025 年，国内户式中央空调中多联机&单元机规模中枢平稳增长，大型冷水机组中仅离心机实现正增。具体来看，户式中央空调包括单元机、多联机、模块机，其中多联机占主要地位，2025 年内销额达 695 亿元，对应四年复合增速约 0.5%，>7kW 单元机中枢同样保持微增（CAGR 为 0.6%），模块机则存在一定压力。大型冷水机组包括离心机、螺杆机、溴化锂等，2021-2025 年仅离心机中枢实现正增（CAGR 为 4.5%），或主要受益于其高效率与高稳定性的特征。此外，在 2021-2025 年大型冷水机组内销额小幅承压的背景下，与之配套安装的末端设备行业规模同样有所回落。

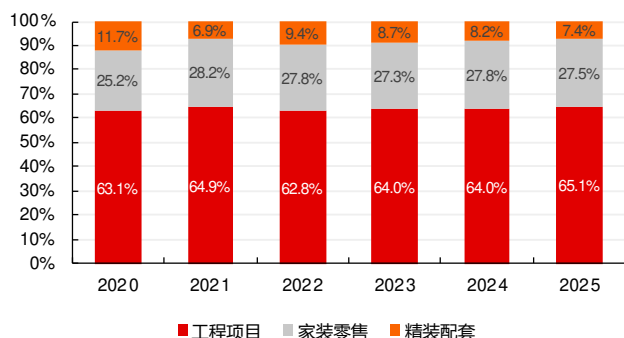
图 10：2025 年国内多联机销售额为 695 亿元（亿元）



资料来源：产业在线，长江证券研究所

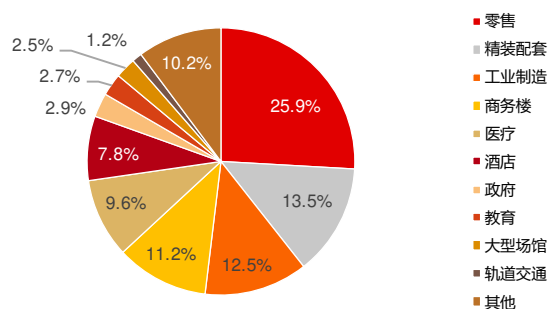
分应用场景方面，国内 B 端占据主导，其中工程项目占比超六成，精装配套份额明显回落，C 端近几年比例相对平稳。暖通口径来看，2025 年中国中央空调 B 端销售额占比自 2020 年下降 2.3pct 至 72.5%，其中工程项目增加 2.0pct 至 65.1%，精装修渠道受新开住宅数量减少影响，占比降低 4.3pct；家装零售占比自 2022 年以来则基本处 27%-28% 区间。单工程项目来看，根据产业在线，2025 年按内销额计，工业制造、商务楼、医疗场景占比最高，分别达 12.5%、11.2%和 9.6%。

图 11：2020 年以来，国内中央空调工程项目规模占比有所扩容



资料来源：暖通家，长江证券研究所

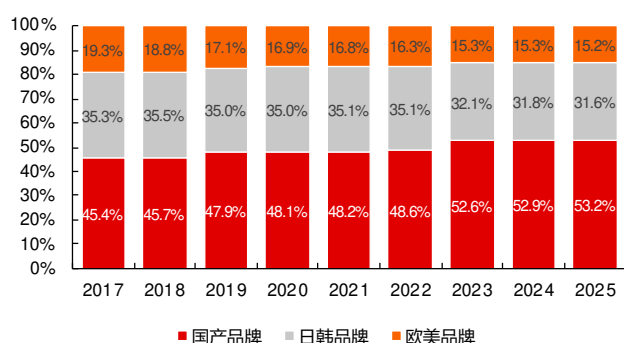
图 12：2025 年中央空调内销细分应用市场销额结构



资料来源：产业在线，长江证券研究所

中国央空市场国产品牌阵营市占率持续提升，美的销售额稳居行业第一梯队。根据 V 客暖通网发布的《中央空调市场》报告，技术自主突破、全产业链成本优势、本地化服务效率等多方面合力作用下，近年来内销市场国产品牌持续抢占外资份额，2025 年销售额市占率达 53.2%，日韩品牌与欧美品牌份额分别降低至 31.6%和 15.2%。品牌方面，2025 年美的和格力品牌中央空调销售额超 200 亿元，稳居行业第一梯队，大金、日立和海尔销售额则位于 80-160 亿元区间。值得关注的是，当前国内央空市场仍存在众多销售额低于十亿元的中小品牌，构成了可观的长尾市场。我们认为在行业整体景气承压，叠加原材料价格上涨的背景下，头部品牌有望凭借更强的研发与资源整合能力，推动产品迭代升级，并以规模优势和精细化运营能力持续拓宽客群，或将对中小品牌形成较大冲击，马太效应下行业格局有望进一步优化。

图 13：近年来，中央空调内销国产品牌市占率持续提升



资料来源：V 客暖通网，长江证券研究所

图 14：2025 年央空品牌国内销售额区间

销售额区间	品牌
200亿元以上	美的、格力
80-160亿元	大金、日立、海尔
40-80亿元	海信、东芝、天加
10-40亿元	江森自控约克、麦克维尔、开利、申菱、约克VRF、奥克斯、TCL、三菱重工、三星、荏原、盾安、三菱重工海尔、松下、国祥、欧博、雅顿、LG、克莱门特、顿汉布什、特灵、EK
10亿元以下	积微GCHV、科龙、iCongo、将军空调、双良、远大、同方、思科、环都拓普、璀璨、三菱电机、Smardt、中广欧特斯、西屋康达、博世、A.O.史密斯、英创、林内、SFP、镁刻阳光、广州日立空调、西屋空调、鑫磊等

资料来源：艾肯网，长江证券研究所

美的央空矩阵较为完善，同时有望凭借电梯等硬件产品与楼控系统等服务打造智慧楼宇完整生态体系，协同抢占市场份额。横向对比国内主要央空品牌产品矩阵，美的产品类型已十分完备，且其同时提供电梯、楼控系统等多种软硬件产品，可以为客户提供更加全面的智慧楼宇综合解决方案。

表 1：国内主要中央空调品牌产品矩阵

品牌		户式中央空调	大型冷水机组				中央空调配套产品	
			离心机	磁悬浮离心机	螺杆机	涡旋机	电梯	楼控系统
中资	美的	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	格力	✓	✓	✓	✓	✓		✓
	海尔	✓	✓	✓	✓	✓		✓
	天加	✓	✓	✓	✓	✓		
外资/合资	大金	✓	✓	✓	✓	✓		
	麦克维尔	✓	✓	✓	✓	✓		✓
	江森自控约克	✓	✓	✓	✓	✓		✓

资料来源：各品牌官网，长江证券研究所

细分市场来看，美的于离心机、螺杆机及模块机领域市场份额领先，于多联机与末端设备领域也已具备较高份额基础。艾肯网口径来看，受益于公司深厚的技术积累，美的品牌在大型冷水机组方面份额优势突出，2025 年离心机、螺杆机销售额国内市占率均处行业首位，分别超 15%和 8%，且大型冷水机组竞争格局相对分散，公司仍具较大份额提升潜力。在此基础上，公司在户式中央空调方面亦拥有较高行业地位，2025 年多联机、单元机市占率分别位于 10%-20%、10%-30%区间，模块机市占率超 20%。

表 2：2025 年各类型中央空调内销分品牌销售额市占率

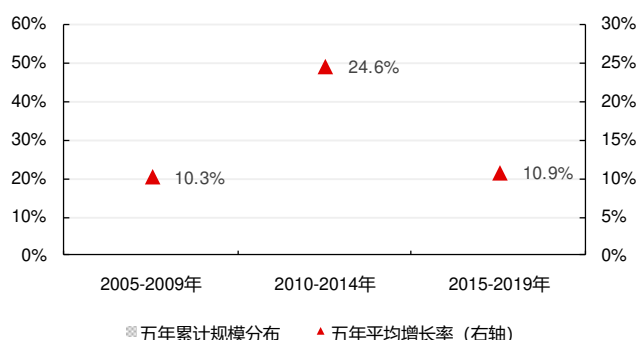
中央空调品类	市占率区间	品牌
多联机	20%以上	大金
	10%-20%	美的、日立、格力
	5%-10%	海尔、海信、东芝
	5%以下	江森自控约克、麦克维尔、天加、特灵、三菱重工海尔等
单元机	30%以上	格力
	10%-30%	美的
	10%以下	海尔、大金、海信、日立、奥克斯、科龙、iCongo、三星、璀璨、三菱重工、三菱重工海尔等
	15%以上	美的
离心机	5%-15%	格力、江森自控约克、开利、海尔、麦克维尔、特灵、顿汉布什、荏原
	5%以下	LG、海信、广州日立空调、远大、盾安、天加、三菱重工、克莱门特等
	8%以上	美的、麦克维尔、江森自控约克、顿汉布什
螺杆机	5%-8%	格力、开利、特灵、天加、克莱门特、国祥、EK
	5%以下	盾安、海尔、海信、LG、欧博、同方、TCL、环都拓普等
模块机	20%以上	美的
	10%-20%	格力、海尔
	5%-10%	海信、麦克维尔、天加
	5%以下	江森自控约克、开利、积微 GCHV、盾安、EK、奥克斯、TCL、国祥、同方、环都拓普等
溴化锂	25%以上	荏原、双良
	25%以下	远大、同方、LG、松下等
末端	15%以上	天加
	10%-15%	美的、欧博
	5%-10%	格力、麦克维尔、江森自控约克、盾安、国祥、EK、海尔、雅顿
	5%以下	环都拓普、开利、顿汉布什、西屋康达、特灵等

资料来源：艾肯网，长江证券研究所

增长驱动之一：存量市场空间广阔，新型中央空调相对优势显著

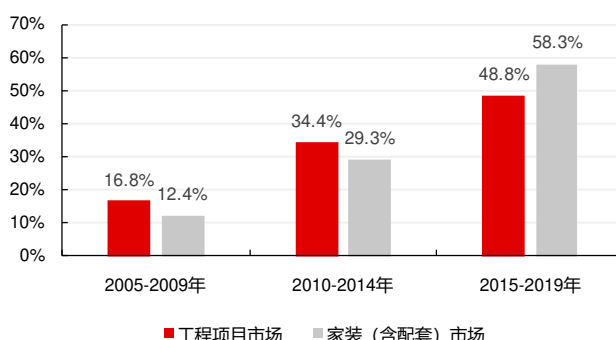
国内中央空调存量规模或超万亿，老旧设备更新市场前景可期。i 传媒《2024 年度中国中央空调行业发展报告》显示，2005-2019 年国内中央空调累计规模超 9000 亿元，若从更早的年份追溯，依然还有千亿左右的累计规模，因此国内中央空调行业累计设备规模超万亿，更新改造市场潜力巨大。结构方面，2005-2019 年，国内中央空调工程项目、家装（含配套）市场占比分别为 66.8%和 33.2%，两者销售高峰均在 2015-2019 年，占十五年间各自规模的比例为 48.8%和 58.3%。

图 15：2005-2019 年中国中央空调行业平均增幅及规模分布



资料来源：i 传媒《2024 年度中国中央空调行业发展报告》，长江证券研究所

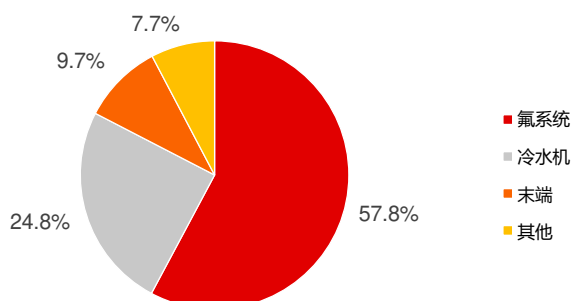
图 16：2005-2019 年国内中央空调工程及家装市场规模分布



资料来源：i 传媒《2024 年度中国中央空调行业发展报告》，长江证券研究所

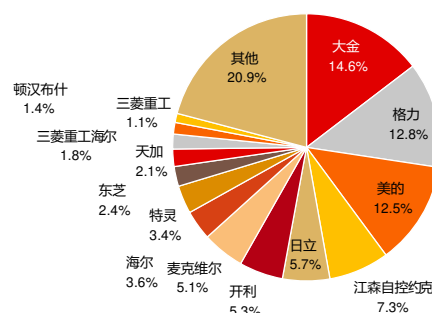
产品类型来看，2005-2019 年的存量市场中，以多联机与单元机为核心的氟系统占据 57.8%的份额，冷水机占 24.8%，末端占 9.7%。该格局的形成主要是氟系统在小型商业空间、家庭等场景具备灵活安装、能效适配性强等优势，长期积累下成为存量市场主流，冷水机因在中大型商业场景中存在刚性需求，故维持一定份额，末端等产品则作为系统配套补充。竞争格局方面，2009-2016 年，外资品牌大金以 14.6%的份额领跑，格力、美的、江森自控约克和日立位列第二至第五，份额分别为 12.8%、12.5%、7.3%和 5.7%。

图 17：2005-2019 年国内中央空调存量规模中，57.8%为氟系统



资料来源：i 传媒《2024 年度中国中央空调行业发展报告》，长江证券研究所

图 18：2009-2016 年国内中央空调存量市场主要品牌市占率



资料来源：艾肯网，长江证券研究所

暖通设备老化可能导致能耗高、故障多、能效低等问题，而更加节能省电的新型产品成为存量市场的理性选择。以广东奥林匹克体育中心为例，公司通过深入分析场馆结构与功能特点，精准配置了新一代磁悬浮冷水机组、变频风冷螺杆及高效空气处理机组等节能设备，构建全流程能源管理体系，改造后整体能耗降低超 40%，大幅节约运营成本，兼顾高效能与经济性。此外，公司为医院能源中心打造了一套高效机房解决方案，并增设高效机房楼宇控制系统。机房采用美的磁悬浮变频离心式冷水机组，改造后机房能效比从原来的 3 提升至 5.3，节能率超 43%，投资回收期仅为 3.5 年。我们认为公司在产品、技术等方面处于领先，且已经积累了较为丰富的项目改造经验，成为中央空调更新市场的主力品牌之一，或推动公司在存量市场市占率持续提升。

图 19：经公司改造，广东奥体中心整体能耗降低超 40%



资料来源：美的楼宇科技微信公众号，长江证券研究所

图 20：复旦大学附属公共卫生临床中心采用磁悬浮变频离心冷水机组

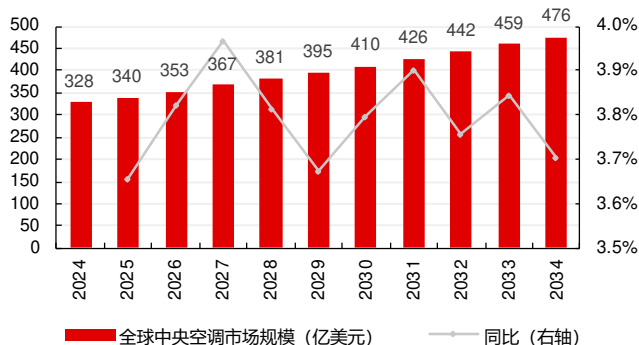


资料来源：美的楼宇科技微信公众号，长江证券研究所

增长驱动之二：中央空调出口高景气，美的并购强化全球布局

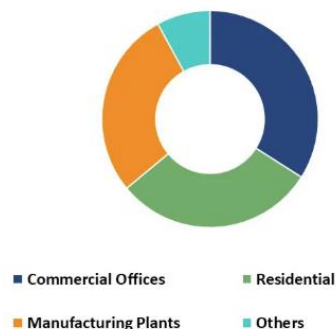
全球范围来看，中央空调市场中枢有望保持中低个位数增长，核心增量来源于工商业领域。根据 market.us，2025 年全球中央空调系统市场规模为 340 亿美元，2034 年有望提升至 476 亿美元，对应 2025-2034 年 CAGR 为 3.8%，其中亚太地区或实现更快的增长。同时，2024 年居民住宅占据全球中央空调市场 59.8% 的份额，但根据 Persistence Market Research，2026-2033 年，住宅、工业与商业三大领域所贡献的销售额增量预计差异不大，意味着未来工业与商业领域中央空调的增速或相对更高。

图 21：预计 2025-2034 年全球中央空调系统市场规模 CAGR 约 3.8%



资料来源：market.us，长江证券研究所

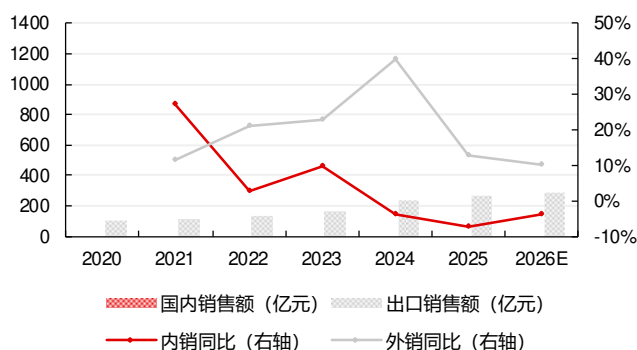
图 22：预计 2026-2033 年全球中央空调增量大部分来自于工商业领域



资料来源：Persistence Market Research，长江证券研究所

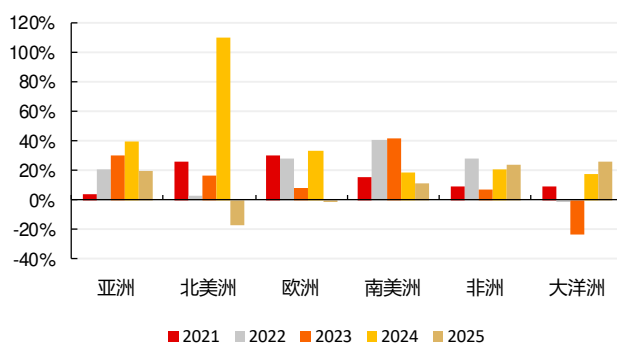
国内中央空调出口表现优于行业总体，南美地区贡献最高复合增速。2025 年，根据产业在线，国内中央空调出口额为 261.4 亿元，对应 2020-2025 年 CAGR 高达 21.1%，远超内销复合增速（5.0%）。分市场来看，2020-2025 年，南美地区出口中枢增速最为显著（25.0%），其次是亚洲（22.3%）、北美（21.2%）、欧洲（19.1%）、非洲（17.5%）和大洋洲（4.2%）。

图 23：2020-2025 年中央空调出口额 CAGR 高达 21.15%



资料来源：产业在线，长江证券研究所

图 24：2021-2025 年国内中央空调出口各市场同比增速（额口径）



资料来源：产业在线，长江证券研究所

公司成立 MBT Climate，促进渠道、产品、产能与品牌等层面的协同整合，中央空调出海业务进程有望加速。2025 年，公司成功完成了对瑞士 ARBONIA Climate 的收购，并与美的及 Clivet 在欧洲市场形成新联盟——MBT Climate。ARBONIA climate 专注于室内气候系统解决方案，业务范围涵盖供暖、制冷、通风设备以及能源存储系统，其旗下子品牌众多，包括 KERMI、PROLUX、VASCO 等系统品牌，以及 arbonia、Britec、Brugman、Cicsa 等产品品牌。此次举措将通过整合三方资源以提供更加完善的产品解决方案及服务，助力公司加快在央空领域的全球化进程。

图 25：公司在欧洲市场组建新联盟——MBT Climate



资料来源：公司官网，长江证券研究所

参考全球暖通龙头大金发展历程，并购本土品牌有助于快速获取技术与渠道资源，助推企业全球化进程加速。以 2006 年为起点，大金持续推进空调产业链上下游及产业龙头

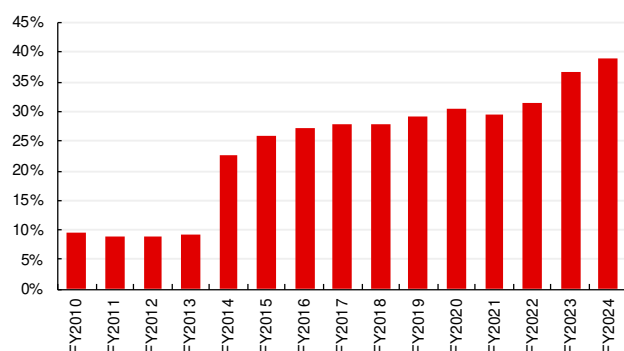
的并购。大金大范围收购旨在促进产品制造和渠道销售等多方面协同：产品方面，通过收购 AAF、Nippon Muki 与 Flanders 等深入空气过滤器领域，收购 McQuay 和 Rotex 拓展加热器品类，扩张产能的同时也增强了产品制造协调能力；渠道方面，公司通过收购 Goodman、TSP、BKF Klima 扩展当地销售网络，收购 Airmaster、Robert Heath Heating 保障售后维保。

表 3：2006 年开始，大金在空调主业相关领域频繁进行收购

被收购公司	收购年份	国家	主营业务	目的
OYL	2006 年	马来西亚	空调制造商	产能扩张
McQuay	2006 年	美国	空调/制冷/采暖/通风解决方案供应商	产能扩张
AAF	2006 年	美国	空气过滤器制造商	向上游品类扩张
J&E Hall	2007 年	英国	商用制冷和空调设备制造商	产能扩张
Rotex	2008 年	德国	加热器	向上游品类扩张
Nippon Muki	2009 年	日本	过滤器制造商	向上游品类扩张
Airfel	2011 年	土耳其	空调制造商	产能扩张
Goodman	2012 年	美国	空调制造/品牌综合厂商	产能/渠道扩张
TSP	2013 年	印度尼西亚	商用空调销售代理	渠道扩张
Solvay	2015 年	欧洲	化学品制造商	向上游品类扩张
Flanders	2016 年	美国	空气过滤器制造商	向上游品类扩张
Zanotti	2016 年	意大利	商用冷冻机和冰箱制造商	横向品类扩张
Nordair	2016 年	北欧	空气过滤器制造商	向上游品类扩张
Airmaster	2017 年	澳大利亚	空调设备服务和解决方案供应商	提升维保能力
Heroflon	2017 年	意大利	氟碳化合物制造商	化学业务扩张
AHT	2018 年	奥地利	冷冻和冷藏陈列柜制造商	横向品类扩张
Duplomatic	2022 年	意大利	综合液压设备制造商	石油液压业务扩张
Robert Heath Heating	2024 年	英国	安装服务公司	提升维保能力
BKF Klima	2024 年	丹麦	供暖、通风和空调经销商	渠道扩张

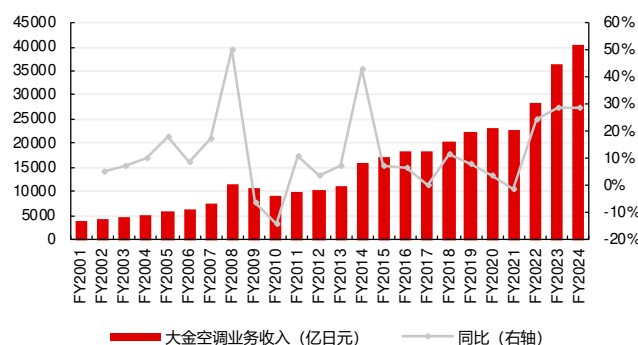
资料来源：大金工业公告，长江证券研究所

图 26：2014 年财年起，大金美洲空调业务收入占比跃升至 23%



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

图 27：通过外延并购，大金空调主业收入实现较好增长

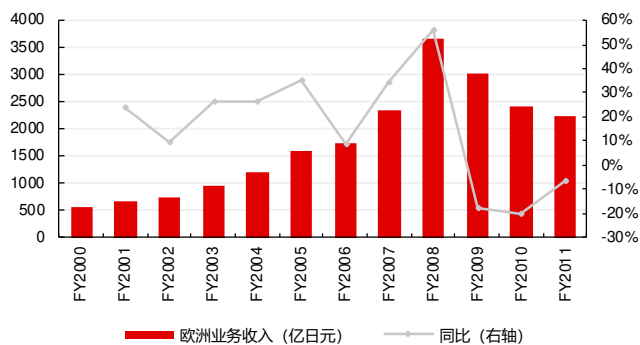


资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

进一步以欧洲市场为例，从 1990 年代初到 2000 年代初，大金工业欧洲公司陆续收购了法国（1993）、德国（1998）、西班牙（2000）等国的经销商，并在波兰（2001）、意大利（2002）、英国（2002）成立子公司。收购重整后的销售网络使大金在渠道销售方

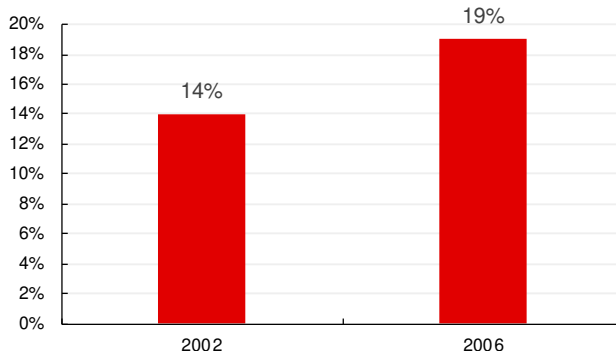
面具备更强的主动性及执行力。公司在欧洲采取“路线销售”策略，强调销售人员的专业化，注重安装、维护、服务和销售知识教育；为此，大金从日本派遣人员对当地技术人员进行培训，并为当地零售商提供后备支持。从结果上看，大金欧洲销售额由 2000 财年的 550 亿日元增长至 2004 财年的 1192 亿日元，复合增速达 21.4%。同时，大金品牌在欧洲地区的市场份额从 2002 年的 14% 提升至 2006 年的 19%，并于 2004 年超越美国开利，成为欧洲最大的空调制造商。

图 28：FY2000-FY2008 大金欧洲业务收入 CAGR 达 26.8%



资料来源：大金工业公告，长江证券研究所

图 29：2006 年，大金在欧洲市场市占率提升至 19%



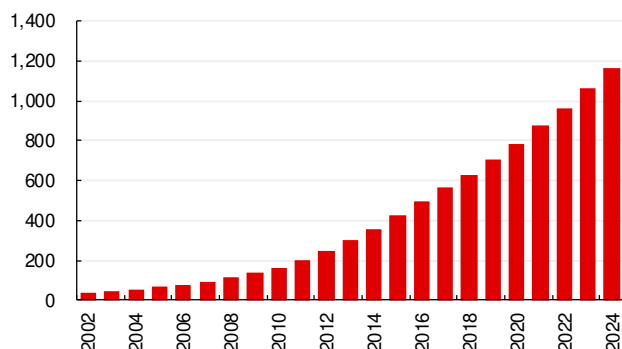
资料来源：《大金工业 90 年》，长江证券研究所

综上所述，大金工业的成功之路已经说明并购当地品牌并获取其资源，是快速打开新市场的重要一环。当前，美的楼宇科技的海外并购已初步启动，且集团财务状况健康、在手现金充足，我们认为其有望效仿大金掘金海外优质资产，加速打开楼宇业务全球增量空间。

电梯：国内电梯需求平稳，公司有望凭借软硬件协同综合优势抢占外资份额

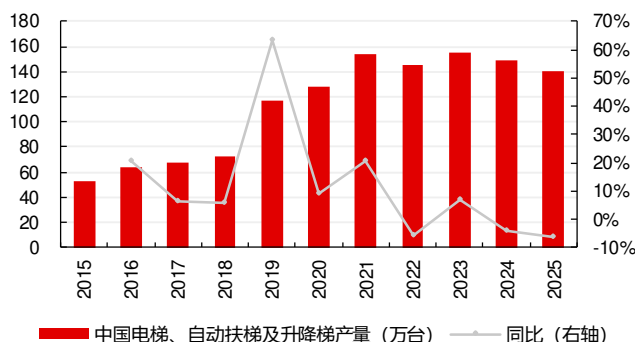
近年来国内电梯产量相对平稳，外资占据主导地位，国内厂商有待突破。保有量方面，根据国家市场监督管理总局，中国电梯保有量稳步提升，2024 年达 1163 万台。产量方面，2021 年以来，国内电梯、自动扶梯及升降梯产量保持相对平稳，2025 年为 140 万台。从主要厂商经营数据来看，如结合单台电梯设备出厂均价与维保业务综合考虑，单台电梯对应产值在 20 万元左右，因此国内电梯设备对应的年市场规模已接近 3000 亿元。此外，2025 年 5 月 1 日开始实施的《住宅项目规范》规定新建住宅建筑中 4 层及以上的每个住宅单元应至少设置 1 台电梯，有望推动行业规模进一步扩张。格局方面，国内电梯行业仍由奥的斯、迅达、蒂森克虏伯、三菱等少数外资品牌占据主导，国产替代进程较中央空调相对缓慢；但随着地产红利逐渐减弱、维保模式产生变化以及物联网技术应用，国产替代节奏有望提速。

图 30：2024 年，国内电梯保有量为 1163 万台（万台）



资料来源：国家市场监督管理总局，长江证券研究所

图 31：2025 年国内电梯、自动扶梯及升降梯产量约 140 万台



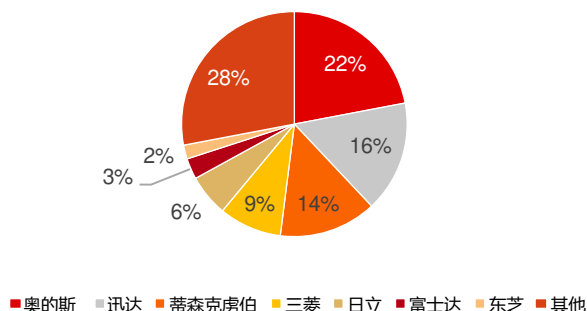
资料来源：国家统计局，长江证券研究所

图 32：电梯行业分类梳理

类型	分类方法	种类
垂直电梯	驱动方式	曳引驱动电梯、液压电梯、强制驱动电梯、齿轮齿条驱动电梯、螺杆式电梯、直线电机驱动电梯等
	用途	乘客电梯、载货电梯、医用电梯、杂物电梯、观光电梯、消防电梯、汽车电梯、船舶电梯和其他类型的特殊用途电梯等
	运行速度	低速电梯 ($V \leq 1.00\text{m/s}$)、中速电梯 ($1.00\text{m/s} < V \leq 2.50\text{m/s}$)、高速电梯 ($2.50\text{m/s} < V \leq 6.00\text{m/s}$)、超高速电梯 ($V > 6.00\text{m/s}$)
自动扶梯和自动人行道	驱动方式	端部驱动式（或链条式）和中间驱动式（或齿条式）
	用途	公共交通型和普通型
	提升高度	普通型扶梯 ($H \leq 6\text{m}$)、中等高度扶梯 ($6\text{m} < H \leq 10\text{m}$)、大高度扶梯 ($H > 10\text{m}$)

资料来源：华经产业研究院，长江证券研究所

图 33：2018 年国内电梯行业竞争格局



资料来源：前瞻产业研究院，长江证券研究所

公司电梯业务产品矩阵完善、项目经验丰富，有望凭借集团软硬件协同综合优势抢占更高市场份额。美的楼宇科技旗下电梯产品涵盖乘客电梯、商务电梯、医用电梯、家用电梯、载货电梯、汽车电梯、自动扶梯及人行道等，从研发、设计、制造，到销售、安装、维保，为用户提供电梯全生命周期服务。项目经验来看，菱王电梯在全国设有 33 个分

公司及办事处、500 多个服务网点，参与了广州地铁七号线、十三号线工程、川藏铁路工程，佛山地铁三号线工程等国家级重大项目建设；东芝电梯凭借深厚的技术底蕴与百年积淀，服务于全球众多地标建筑，如上海环球金融中心、台北 101、东京晴空塔等。在此基础上，领沃品牌电梯配备数智服务平台，集成物联网技术，可为用户提供全价值链赋能。综上，我们认为公司电梯业务有望借助美的于中央空调领域的优势地位，同时受益于集团较好的软件基础，进行差异化协同竞争，持续抢占外资企业市场份额。

图 34：领沃电梯配套软件服务



资料来源：领沃官网，长江证券研究所

图 35：iBUILDING 平台对公司电梯产品形成赋能

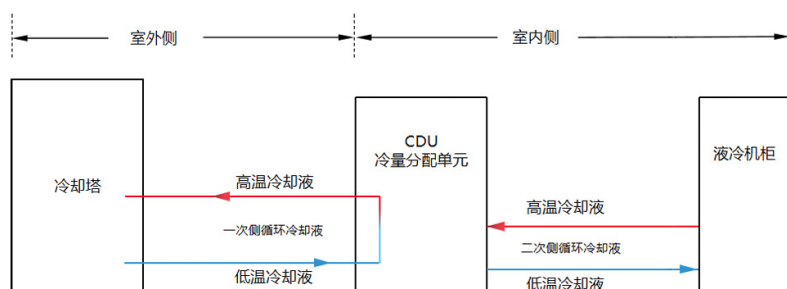


资料来源：领沃官网，长江证券研究所

液冷：数据中心液冷需求高增，美的培育全新增长曲线

液冷是一种采用液体带走发热器件热量的散热技术，利用了液体的高导热、高热容特性替代空气作为散热介质。同传统强迫风冷散热相比，液冷具有低能耗、高散热、低噪声、低 TCO 等优势，适用于需提高计算能力、能源效率、部署密度等应用场景，是解决数据中心散热压力和节能挑战的必由之路。通用架构下，液冷系统室外侧包含冷却塔、一次侧管网、一次侧冷却液；室内侧包含 CDU（冷量分配单元）、液冷机柜、ICT 设备、二次侧管网和二次侧冷却液。

图 36：液冷系统通用架构原理图

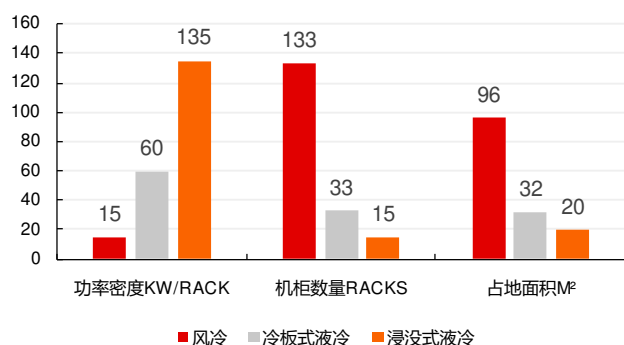


资料来源：《数据中心液冷技术白皮书》，长江证券研究所

液冷技术的核心优势包括：

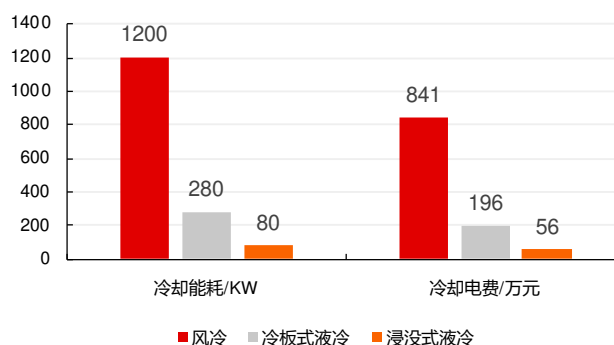
- 1) 低能耗：**液冷散热技术传热路径短、换热效率高、制冷能效高的特点促成液冷技术低能耗优势；除制冷系统自身的能耗降低外，采用液冷有利于进一步降低芯片温度，芯片温度降低则带来更高的可靠性和更低的能耗；
- 2) 高散热：**液冷常用介质有去离子水、醇基溶液、氟碳类工质、矿物油或硅油等，该类液体的载热能力、导热能力和强化对流换热系数均远大于空气；且液冷直接将设备大部分热源热量通过循环介质带走，单板、整柜与机房整体送风需求量大幅降低，允许高功率密度设备部署；
- 3) 低噪声：**液冷利用泵驱动冷却介质在系统内循环流动并进行散热，解决全部发热器件或关键高功率器件散热问题，能够降低冷却风机转速或者采用无风机设计，从而具备较好的降噪效果；
- 4) 低 TCO（全生命周期成本）：**液冷技术具有极佳的节能效果，液冷数据中心 PUE 可降至 1.2 以下，每年可节省大量电费，极大降低数据中心的运行成本。

图 37：液冷与风冷散热能力对比（2MW 机房）



资料来源：《数据中心液冷技术白皮书》，长江证券研究所

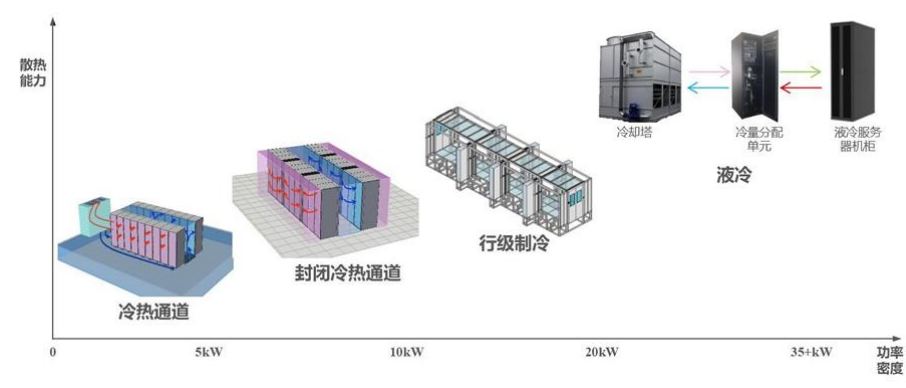
图 38：液冷与风冷每年收益对比（2MW 机房）



资料来源：《数据中心液冷技术白皮书》，长江证券研究所

为满足急剧增长的 AI 算力需求，服务器性能的跃升直接导致芯片功耗与机柜功率密度急剧攀升，使液冷方案逐步成为必要选择。算力需求的持续增加促使芯片功耗和热流密度持续攀升，产品每演进一代功率密度将攀升 30~50%；例如，新一代算力芯片 GB200 功耗最高可达 2700W。此外，芯片功率密度的持续提升将直接制约着芯片散热和可靠性，传统风冷散热能力愈加难以继芯片功率密度的攀升同时带来整柜功率密度的增长。风冷散热一般适用于 20kW/机柜左右的功率密度以下，20kW 以上时液冷散热优势明显；在此背景下，液冷技术成为应对高功率散热挑战、保障系统可靠性的关键基础设施，液冷方案替代传统风冷的趋势已经明确。

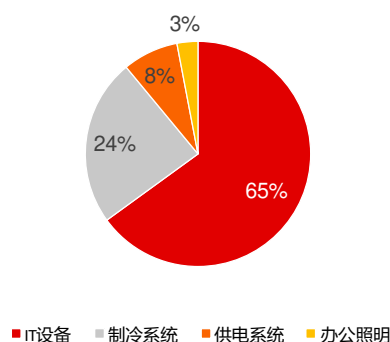
图 39：机柜功率密度与制冷方式



资料来源：《数据中心液冷技术白皮书》，长江证券研究所

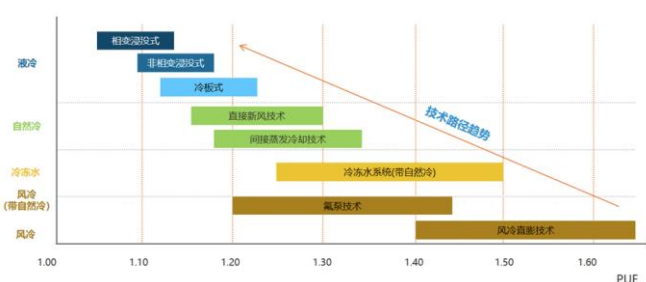
制冷系统是数据中心的主要能耗来源之一，国家持续收紧 PUE 要求的背景下，液冷方案成为优选。PUE（电源使用效率）是用于确定数据中心能源效率的指标，其计算方法为数据中心总设备能耗/IT 设备能耗，非 IT 设备能耗越低，PUE 值越接近 1，整体效率就越高。根据《数据中心液冷技术白皮书》，典型数据中心制冷系统能耗占比约 24%，仅次于 IT 设备；因此，要实现降低 PUE 的目标，需在保障算力运行的前提下降低数据中心制冷系统消耗。不同冷却方案的 PUE 差异较大，风冷与冷冻水技术路径通常在 1.2 至 1.6 以上，而液冷则显著更低，其中相变浸没式及非相变浸没式最低可至 1.1 以下。综上，在散热能力与能耗指标的双重要求下，液冷方案将会成为数据中心制冷的核心方向。

图 40：典型数据中心中，制冷系统能耗占比 24%



资料来源：《数据中心液冷技术白皮书》，长江证券研究所

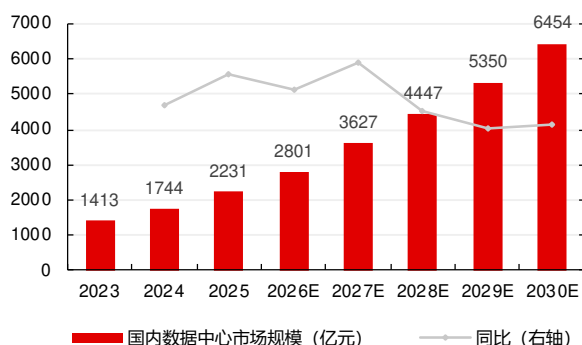
图 41：数据中心制冷技术对应 PUE 范围



资料来源：《数据中心液冷技术白皮书》，长江证券研究所

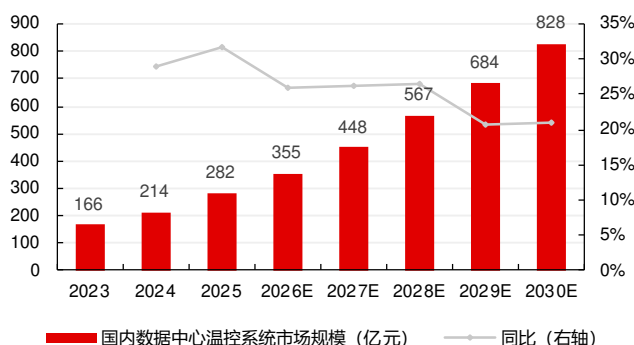
AI 浪潮下国内数据中心建设进入高景气阶段，同时液冷方案渗透率有望快速提升，带动行业规模加速增长。根据意毕泰咨询，2025 年国内数据中心市场规模为 2231 亿元，2030 年有望提升至 6454 亿元，期间 CAGR 约 24%；该时间段，中国数据中心温控系统规模预计同步增长。在此基础上，2025 年国内数据中心液冷温控解决方案渗透率为 31%，2030 年有望提升至 64%；数据中心建设与液冷渗透率提升的双重逻辑下，2030 年国内新建数据中心液冷市场规模有望达 478 亿元，对应 2025-2030 年 CAGR 高达 36%。

图 42：2025 年国内数据中心市场规模为 2231 亿元



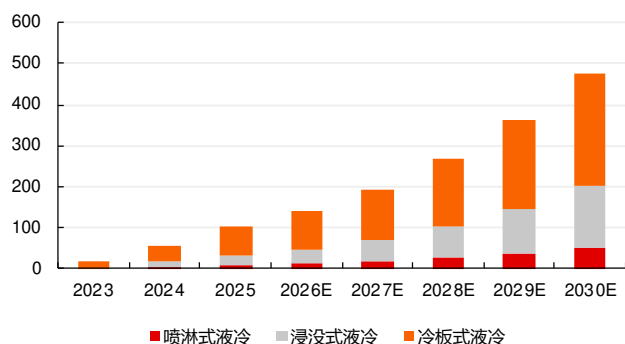
资料来源：意毕泰咨询，长江证券研究所

图 43：预计 2025-2030 年国内数据中心温控系统规模 CAGR 为 24%



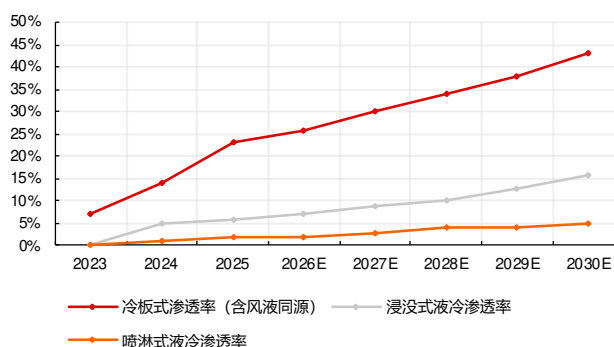
资料来源：意毕泰咨询，长江证券研究所

图 44：2025-2030 年国内新建数据中心液冷温控解决方案市场规模 CAGR 预计达 36% (亿元)



资料来源：意毕泰咨询，长江证券研究所

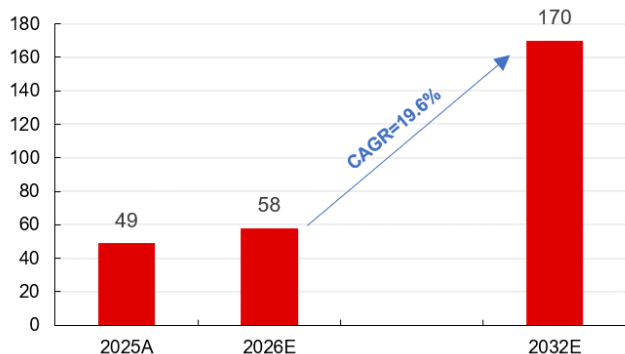
图 45：预计 2030 年国内数据中心液冷温控方案渗透率达 64%



资料来源：意毕泰咨询，长江证券研究所

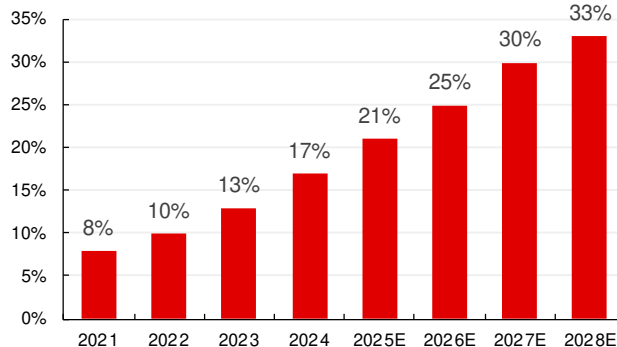
全球视角来看，数据中心液冷在当前具备较大市场规模的同时，亦具长期高增潜力。据 Omdia 的预测，至 2028 年，全球数据中心温控系统液冷解决方案的渗透率有望提升至 33%，较 2024 年增加 16pct。规模维度，2025 年数据中心液冷全球规模约 49 亿美元，预计 2026 年将同比增长 18.4%至 58 亿美元；长期来看，2032 年将达到 170 亿美元，对应 2026-2032 年复合增长率为 19.6%。

图 46：2032 年全球数据中心液冷规模预计为 170 亿美元（亿美元）



资料来源：P&S Intelligence，长江证券研究所

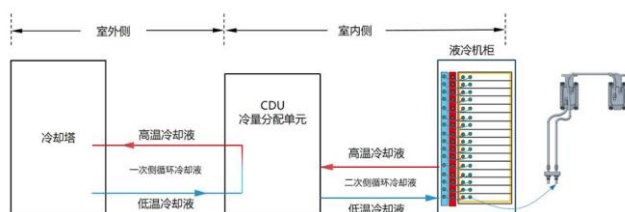
图 47：2024 年全球数据中心温控系统液冷方案渗透率为 17%



资料来源：Omdia，长江证券研究所

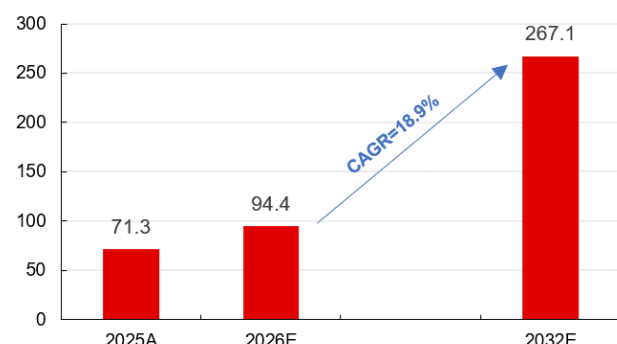
数据中心液冷系统的基本工作原理为二次侧冷却液在机柜内吸收设备热量，并通过 CDU 内的换热器将热量传递给一次侧冷却液，一次侧冷却液通过室外冷源最终将热量释放到大气环境中，完成散热。**美的集团目前主要布局 CDU 与磁悬浮冷水机等产品**；其中，CDU 调节和控制冷却液的流量，保持液冷系统制冷所需的温度和流速，其还可以通过去除冷却液中的杂质来帮助系统保持清洁，防止堵塞和损坏系统中的其他组件，磁悬浮冷水机则属于一次侧制冷主机。

图 48：数据中心冷板式液冷系统原理图



资料来源：中兴通讯《数据中心液冷技术白皮书（2022）》，长江证券研究所

图 49：预计 2032 年全球 CDU 规模将达 267.1 亿元（单位：亿元）



资料来源：恒州诚思，长江证券研究所

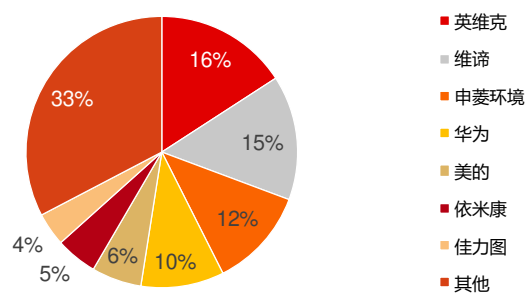
公司于数据中心制冷领域多方面同时推进，有望持续获取市场份额。产品技术端，2025 年，公司与头部客户合作研发新一代 CDU 产品，相比第一代产品制冷密度提升近 50%，在可靠性、可用性、在线维护、高效换热等方面均有较大提升。同时，公司开发了自然冷磁悬浮冷水机，适配新一代的风液同源场景，相较传统冷水机额定能效提升 12%，前端配电投入降低 10%，并加速布局面向国内外市场的风墙、干冷器等产品，并计划于 2026 年上市。市场拓展端，公司在国内已与多家互联网头部企业保持合作共研的生态关系，并持续开发适应海外市场的液冷产品，凭借庞大的海外销售、售后等体系，快速切入海外市场。生产制造端，2026 年，美的在佛山顺德正式启动液冷智造基地建设，旨在加快公司在数据中心液冷温控领域的战略布局。

图 50：大冷量美的鲲禹磁悬浮离心机图示



资料来源：冷暖商情网，长江证券研究所

图 51：2025 年国内数据中心温控散热解决方案主要系统服务商份额



资料来源：意毕泰咨询，长江证券研究所

综上所述，我们认为公司已成功向行业头部客户供应数据中心液冷温控设备，并有望进一步凭借其在自研磁悬浮离心机等方面的优势，完善液冷产品矩阵，持续获取数据中心制冷设备订单，打开中央空调业务长期增量空间。

投资建议：把握 C 端&B 端共振，确定性增长的优质白电龙头

美的楼宇科技已由单一的中央空调供应商转型成为楼宇建筑方案服务商。中央空调方面，美的系品牌在国内具备较强技术、产品、份额领先优势，在老旧设备更新与全球布局加速等因素催化下，经营趋势长期向好；同时，数据中心液冷当前处爆发期，美的有望凭借高契合度的技术方案快速打开局面。电梯方面，国内政策推动下行业规模有望进一步扩张，美的有望凭借集团软硬件综合优势持续抢占外资份额。我们预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 466.92、489.06 和 519.00 亿元，对应 PE 分别为 13.44、12.83 和 12.09 倍，维持“买入”评级。

风险提示

1、宏观经济波动风险。公司各类消费电器、汽车零部件等业务市场需求受经济形势和宏观调控的影响较大，如果全球经济出现重大波动，国内外宏观经济或消费需求增长出现放缓趋势，则公司所处的相关市场增长也将随之减速，进而对于产品销售造成影响。

2、原材料价格波动风险。公司原材料占营业成本比重较大，消费电器及核心部件产品的主要原材料为各种等级的铜材、钢材、塑料和铝材等，若原材料价格出现较大波动，将对公司成本以及盈利能力造成一定影响。

3、行业竞争加剧风险。一方面公司核心家电业务，所面临全球和中国市场仍存在较激烈竞争，在当前需求形势缺乏弹性情况下，行业竞争存在加剧风险，对企业盈利或带来扰动；另一方面公司所布局的光伏和储能领域，需求前景较好，但参与企业积极性均较高，存在竞争加剧带来盈利兑现度低的潜在可能。

4、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。在对公司进行盈利预测及投资价值分析时，我们基于行业情况及公司公开信息做了一系列假设。由于市场环境变化相对较快，比如原材料价格、汇率等因素可能存在变化，从而有可能带来对公司毛利率等指标的波动，进而带来整体盈利预测跟最终实际情况存在差异的可能。

若我们的假设不成立或者不及预期，盈利预测及估值结果可能出现偏差，具体影响包括但不限于公司业绩不及我们的预期、估值结果偏高等。极端悲观假设下，若终端需求有所走弱，或原材料价格持续处于高位，公司未来收入/业绩可能会有所下滑，假设极端悲观情况下，2026-2028 年营业总收入增速分别降至 5.91%、3.99%和 5.48%，且毛利率分别降至 26.37%、26.36%和 26.49%，则对应测算归母净利润同比增速将分别降至 5.77%、4.24%和 5.88%。

表 4：公司收入和利润敏感性分析（单位：亿元）

项目	基准情形				悲观情形			
	2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	4585.02	4870.87	5080.86	5370.63	4585.02	4855.87	5049.67	5326.48
yoy	12.08%	6.23%	4.31%	5.70%	12.08%	5.91%	3.99%	5.48%
毛利率	26.39%	26.39%	26.40%	26.52%	26.39%	26.37%	26.36%	26.49%
归母净利润	439.45	466.92	489.06	519.00	439.45	464.82	484.52	513.03
yoy	14.03%	6.25%	4.74%	6.12%	14.03%	5.77%	4.24%	5.88%

资料来源：Wind，长江证券研究所

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	458502	487087	508086	537063	货币资金	85247	229430	268026	314188
营业成本	335991	356850	372245	392852	交易性金融资产	711	1111	1111	1111
毛利	120462	127940	133544	141815	应收账款	40450	40148	38080	38629
%营业收入	26%	26%	26%	27%	存货	64629	45490	66150	40574
营业税金及附加	2217	2317	2428	2566	预付账款	2987	3568	3722	3928
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他流动资产	222638	111879	105609	111104
销售费用	42891	45546	47443	50044	流动资产合计	416662	431626	482699	509533
%营业收入	9%	9%	9%	9%	长期股权投资	4775	5075	5375	5675
管理费用	16092	16871	17652	18606	投资性房地产	1142	1142	1142	1142
%营业收入	4%	3%	3%	3%	固定资产合计	44983	44474	42971	41311
研发费用	17788	18713	19574	20585	无形资产	21619	21599	21519	21439
%营业收入	4%	4%	4%	4%	商誉	34257	34257	34257	34257
财务费用	-5904	-4873	-6444	-5759	递延所得税资产	15118	10000	11000	11000
%营业收入	-1%	-1%	-1%	-1%	其他非流动资产	70235	74024	74495	74472
加: 资产减值损失	-1156	-920	-1280	-1280	资产总计	608792	622197	673458	698829
信用减值损失	-356	-200	-250	-270	短期贷款	43905	43905	43905	43905
公允价值变动收益	782	600	500	500	应付款项	103680	78708	107413	99924
投资收益	1695	1988	1517	1871	预收账款	0	0	0	0
营业利润	52979	55888	58710	62306	应付职工薪酬	9645	12846	13028	11785
%营业收入	12%	12%	12%	12%	应交税费	7164	7272	7587	8020
营业外收支	107	270	110	115	其他流动负债	178989	185042	180250	186551
利润总额	53085	56158	58820	62421	流动负债合计	343384	327773	352184	350184
%营业收入	12%	12%	12%	12%	长期借款	12659	20659	20659	20659
所得税费用	8565	9041	9470	10050	应付债券	3195	3195	3195	3195
净利润	44520	47116	49350	52371	递延所得税负债	5892	4500	4500	4500
归属于母公司所有者的净利润	43945	46692	48906	51900	其他非流动负债	7238	6400	6400	6400
少数股东损益	575	424	444	471	负债合计	372368	362526	386937	384938
EPS (元)	5.80	6.13	6.42	6.82	归属于母公司所有者权益	223221	246044	272449	299349
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	13203	13627	14071	14542
	2025A	2026E	2027E	2028E	股东权益	236424	259671	286520	313891
经营活动现金流净额	53346	59027	66642	75851	负债及股东权益	608792	622197	673458	698829
取得投资收益收回现金	9201	1988	1517	1871	基本指标				
长期股权投资	448	-300	-300	-300		2025A	2026E	2027E	2028E
资本性支出	-10666	-6378	-5441	-4938	每股收益	5.80	6.13	6.42	6.82
其他	26357	112718	500	500	每股经营现金流	7.02	7.75	8.75	9.96
投资活动现金流净额	25340	108027	-3723	-2867	市盈率	13.47	13.44	12.83	12.09
债券融资	-72	0	0	0	市净率	2.66	2.55	2.30	2.10
股权融资	4726	-4939	0	0	EV/EBITDA	10.57	8.32	7.35	6.13
银行贷款增加 (减少)	15063	8000	0	0	总资产收益率	7.2%	7.5%	7.3%	7.4%
筹资成本	-33080	-22242	-24822	-27322	净资产收益率	19.7%	19.0%	18.0%	17.3%
其他	-51595	-3691	500	500	净利率	9.6%	9.6%	9.7%	9.7%
筹资活动现金流净额	-64958	-22872	-24322	-26822	资产负债率	61.2%	58.3%	57.5%	55.1%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	13728	144183	38596	46162	总资产周转率	0.75	0.79	0.78	0.78

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	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
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：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。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；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。本公司及作者在自身所知范围内，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。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。