仅供内部参考，请勿外传

从家电龙头到全球化科技集团

公司评级：买入（首次覆盖）

近十二个月公司表现



%	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	0.9	20.4	21.3
绝对收益	-4.9	9.6	16.7

注：相对收益与沪深 300 相比

分析师： 张弛
证书编号： S0500525110001
Tel： 17621838100
Email： zc08241@xcsc.com

地址： 上海市浦东新区银城路88号中国人寿金融中心10楼

核心要点：

❑ **本轮股价上涨主要由业绩驱动，估值尚未明显扩张**

复盘上市以来的五轮牛熊周期，美的股价既受经营增长推动，也曾经历显著的估值抬升与压缩。2022 年四季度以来，公司股价再次持续上行，但截至报告日，PE 仍不足 15 倍，处于上市以来历史中枢偏低位置。与 2019—2021 年的“核心资产”行情相比，本轮市场给予的估值溢价较为克制。我们认为，后续收益更依赖海外业务、To B 业务和经营效率的持续兑现；如果这些变化得到验证，公司有望逐步摆脱市场对其单一家电周期的定价。

❑ **智能家居决定经营底盘，To B 业务打开新的增长空间**

智能家居仍是美的最主要的收入和利润来源。空调、冰箱、洗衣机及小家电构成完整的产品矩阵，国内渠道和海外本地化经营共同支撑需求，成熟业务产生的现金流为研发、并购和新业务培育提供资金。与此同时，楼宇科技已延伸至工商业暖通、数据中心制冷和楼宇能源管理；工业技术将压缩机、电机、控制器等内部配套能力向外部客户输出；机器人与自动化业务则面向制造业投资需求。我们预计 2026 年楼宇科技保持双位数收入增长，机器人与自动化业务接近双位数增长；工业技术短期承压，2027 年起逐步修复。

❑ **美的的护城河是一套能够反复使用的制造与经营体系**

前端，品牌、完整品类和全球渠道帮助公司获取需求；中端，T+3 供应链、数字化制造与渠道扁平化提高需求响应速度和库存周转效率；后端，压缩机、电机、控制器等核心零部件的研发制造能力加强成本、供应和产品协同。单项能力并不难理解，难点在于将研发、采购、制造和销售长期组织成高效运转的整体。这套体系先在家电业务中形成规模优势，再向楼宇科技、工业技术、机器人及新能源等领域延伸，是我们看好美的长期竞争力的主要依据。

❑ **投资建议**

我们预测公司 2026-2028 年营业总收入分别为 4779/5153/5501 亿元，同比+4.2%/+7.8%/+6.8%；同期归母净利润分别为 659/502/571 亿元，同比+50.1%/-23.8%/+13.7%；同期 PE 分别为 9.5X/12.5X/11.0X（截至 2026 年 9 月 28 日）。

我们看好美的将成熟家电业务的规模、现金流和组织能力，持续复制到海外市场与 To B 业务。智能家居提供稳定的经营底盘，楼宇科技、工业技术及机器人业务扩大公司可触达的市场；核心零部件自制、数字化供应链和渠道效率支撑长期竞争力。本轮股价上涨主要由业绩驱动，估值未出现明显扩张。鉴于 2026 年表观利润受非经常性收益扰动，投资判断更应关注海外自主品牌、To B 订单、主营毛利率和费用率的持续兑现。首次覆盖，给予“买入”评级。

仅供内部参考，请勿外传

风险提示

国内家电需求及竞争加剧风险；海外经营不及预期风险；To B 业务增长与整合不及预期风险；原材料成本上涨及费用率回升风险；公允价值变动收益低于预测风险。

财务预测	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入（亿元）	4,585.02	4,779.13	5,153.16	5,501.09
同比	12.08%	4.23%	7.83%	6.75%
归母净利润	439.45	659.41	502.24	571.12
同比	14.03%	50.05%	-23.83%	13.72%
毛利率	26.72%	26.05%	26.43%	26.98%
ROE	19.69%	26.99%	19.36%	20.74%
每股收益（元）	5.76	8.64	6.58	7.49
PE	14.35	9.49	12.46	10.95
EV/EBITDA	11.01	5.97	7.38	6.48

资料来源：iFinD、湘财证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

正文目录

1 美的：从 5000 元起家，到全球化科技集团.....4
1.1 第一阶段：上市-2018 年初，公司股价持续上涨，业绩上涨+拔估值共同驱动.....7
1.2 第二阶段：2018 年初-2019 年初，市场估值回调，但公司基本面整体稳定.....8
1.3 第三阶段：2019 年初-2021 年 2 月，价值修复+核心资产牛市.....10
1.4 第四阶段：2021 年 2 月-2022 年 11 月，估值消化+熊市.....14
1.5 第五阶段：2022 年 11 月至今，第二轮上行周期.....16
1.6 对比上一轮，当前估值合理偏低，“健康上涨”的空间仍充足.....19
2 业务结构拆分：智能家居贡献基本盘，To B 业务打开第二增长曲线.....21
3 核心竞争力：全球化规模、产业链纵深与组织效率共同构筑长期壁垒.....26
3.1 品牌、产品与全球渠道构成智能家居基本盘，规模优势仍是美的最重要的经营底座.....27
3.2 产业链高度垂直一体化，核心零部件自主可控形成成本、供应和技术三重优势.....28
3.3 T+3、数字化制造与渠道扁平化持续提升周转效率，组织效率是美的长期竞争力的重要来源.....29
3.4 核心能力能够跨业务复制，To B 业务打开第二增长曲线.....31
3.5 现金流与资本配置能力构成长期增长的安全垫.....32
4 盈利预测与估值.....34
4.1 收入拆分与毛利率预测.....34
4.2 费用、损益类科目预测.....36
4.3 盈利预测与估值.....37
5 投资建议与风险提示.....37
5.1 投资建议.....37
5.2 风险提示.....38

仅供内部参考，请勿外传

图表目录

图 1 美的集团：从 5000 元创业到全球科技集团.....4
图 2 美的集团股价复盘.....5
图 3 公司营收利润均持续增长.....6
图 4 公司关键时点收入利润指标对比.....6
图 5 公司收入利润增速对比.....6
图 6 上市后-2018 年初，公司股价持续攀升.....7
图 7 公司上市后，营收利润均持续增长.....8
图 8 2018 年初-2019 年初，公司股价随市场回落.....9
图 9 2018 年调整期，公司收入增速换挡是股价下跌的重要原因.....9
图 10 2020 年美联储货币宽松，创造历史低位的国债收益率.....10
图 11 2019 年初-2021 年初，公司股价显著上涨.....11
图 12 2019 年“核心资产”牛市，茅台格力美的等代表性公司的股价均跑赢大盘.....12
图 13 2020 年公司业绩增速逐季回升，Q3、Q4 表现尤其亮眼.....13
图 14 2020 年 4 月-2021 年 2 月，公司显著跑赢大盘和家电行业，验证超额收益.....14
图 15 2021 年 2 月-2022 年 10 月，估值消化叠加市场走熊，美的跑输大盘.....15
图 16 2021Q1-2022Q3，公司业绩增速明显回落.....16
图 17 2022 年 11 月-至今，美的持续上涨.....16
图 17 2022 年 11 月-至今，美的各阶段的收入利润增速对比.....17
图 18 2022 年 11 月-2023 年底，美的领跑白电.....17
图 19 2024 年全年，美的、格力、海尔均有较强表现.....18
图 20 2025 年全年，美的、格力、海尔均有较强表现.....19
图 21 2026 年年初至 9 月 14 日，美的稳健跑赢行业和白电竞对.....19
图 22 2019-2021/2 公司、大盘增长与公司估值对比.....20
图 23 2022/12- 2026/9，公司、大盘增长与公司估值对比.....20
图 24 2025 年美的海内外收入构成对比（单位：亿元）.....21
图 25 2025 年美的 To C/ To B 双轮驱动的营收构成（单位：亿元）.....22
图 26 2025 年美的商业及工业解决方案中的构成明细（单位：亿元）.....22
图 27 公司智能家居业务收入及毛利率变化（单位：亿元）.....23
图 28 公司智能家居业务强大的品牌矩阵与完备的产品品类.....23
图 29 公司楼宇科技业务收入及毛利率变化（单位：亿元）.....24
图 30 公司机器人及自动化业务收入及毛利率变化（单位：亿元）.....24
图 31 公司工业技术业务的四大核心板块.....25
图 32 公司通过不同定位的品牌覆盖多个家电品类，卡位不同价格带.....27
图 33 核心部件自主可控的价值链路——以空调为例.....28
图 34 美的工业技术两大部件平台的规模、技术与全球地位.....29
图 35 美的现金循环周期呈稳健下降趋势（单位：天）.....31
图 36 美的现金分红总额稳步提升.....32
图 37 美的股利支付率在 2021 年后持续提升.....33
图 38 美的股息率 2021 年后保持较高水平.....33

仅供内部参考，请勿外传

表 1 公司智能家居业务预测（亿元）.....34
表 2 公司楼宇科技业务预测（亿元）.....34
表 3 公司机器人与自动化业务预测（亿元）.....35
表 4 公司工业技术业务预测（亿元）.....35
表 5 公司 B 端其他业务预测（亿元）.....35
表 6 公司其他主营业务预测（亿元）.....36
表 7 公司税金及部分费用预测（亿元）.....36
表 8 公司部分损益类科目预测（亿元）.....37

仅供内部参考，请勿外传

1 美的：从 5000 元起家，到全球化科技集团

美的：从 5000 元起家，到全球化科技集团。据公司官网，美的集团创立于 1968 年，由何享健先生带领 23 位顺德北滘居民筹资 5000 元起步。1980 年，公司通过制造风扇进入家电行业，随后注册“美的”商标并进入空调行业，1988 年销售额突破 1 亿元。1992 年公司实施股份制改革，次年在深交所上市；1997 年实行事业部制，为现代化组织管理奠定基础。此后公司加快规模扩张，销售额于 2000 年、2010 年先后突破 100 亿元和 1000 亿元。2012 年方洪波先生接任董事长，2013 年美的集团实现整体上市。2016—2017 年，公司先后收购东芝家电、Clivet、库卡及高创，加快全球化和科技转型；2020 年进一步升级业务架构及战略主轴。2024 年，公司在港股上市，并连续 9 年位列《财富》世界 500 强，逐步完成从家电企业向全球化科技集团的转变。

图 1 美的集团：从 5000 元创业到全球科技集团



资料来源：公司官网、湘财证券研究所

美的上市 13 年复盘：五轮牛熊大周期，本轮是唯一不“拔估值”的上涨，值得高度关注。公司自 2013 年上市至今约 13 年，股价在波动中持续上涨，至统计日前复权股价累计涨幅超过十倍，远远跑赢大盘（以沪深 300 指数为基准，下同）。复盘公司 13 年来的股价走势及估值，可以将其分为五个阶段。

2013 年三季度上市至 2018 年初（农历春节前后）为第一阶段。此阶段公司股价持续上涨，持续跑赢大盘，PE 市盈率（以 PE-ttm 为基准，下同）有所波动，在 2015 年股灾探底后，随着基本面修复持续抬升，PE 高点达到 24X 左右。

仅供内部参考，请勿外传

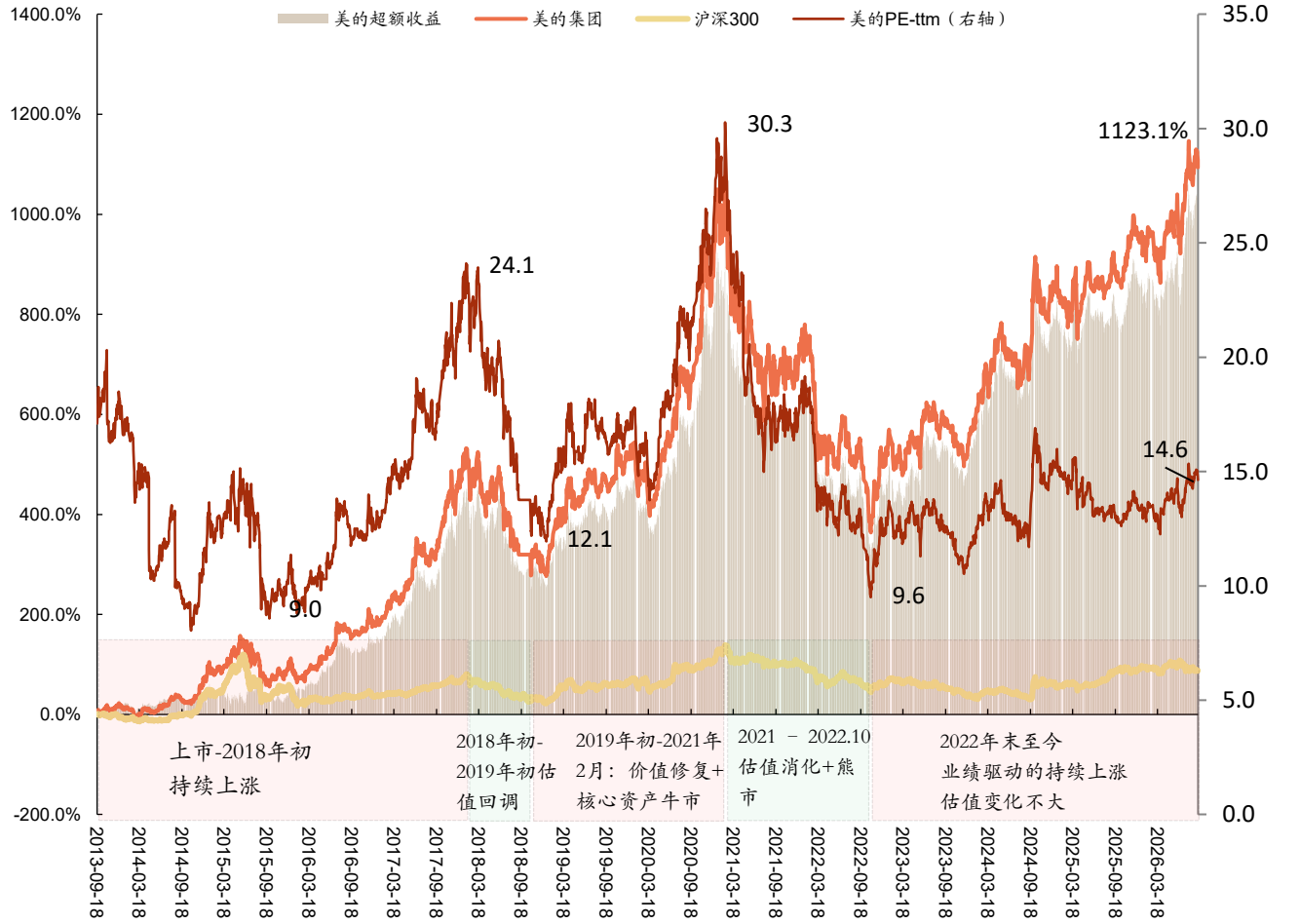
2018 年初-2019 年初为第二阶段。此阶段较短，公司股价回调，主要为市场估值回调，在 2019 年初的 PE 低点达到 12X 左右。

2019 年初-2021 年 2 月，“核心资产”牛市来临，大盘上涨，公司作为白马股代表，估值被大幅拔高，在 2021 年 2 月高点 PE 一度达到 30X 左右。

2021 年 2 月-2022 年 10 月，大盘整体下跌，公司估值也在熊市中持续消化，2022 年 10 月 PE 底部不足 10X。

2022 年四季度至统计日，业绩驱动股价上涨，估值整体波动不大。截至 2026 年 9 月 8 日，公司 PE 不足 15X，基本处在上市以来的历史中枢偏低位置。

图 2 美的集团股价复盘

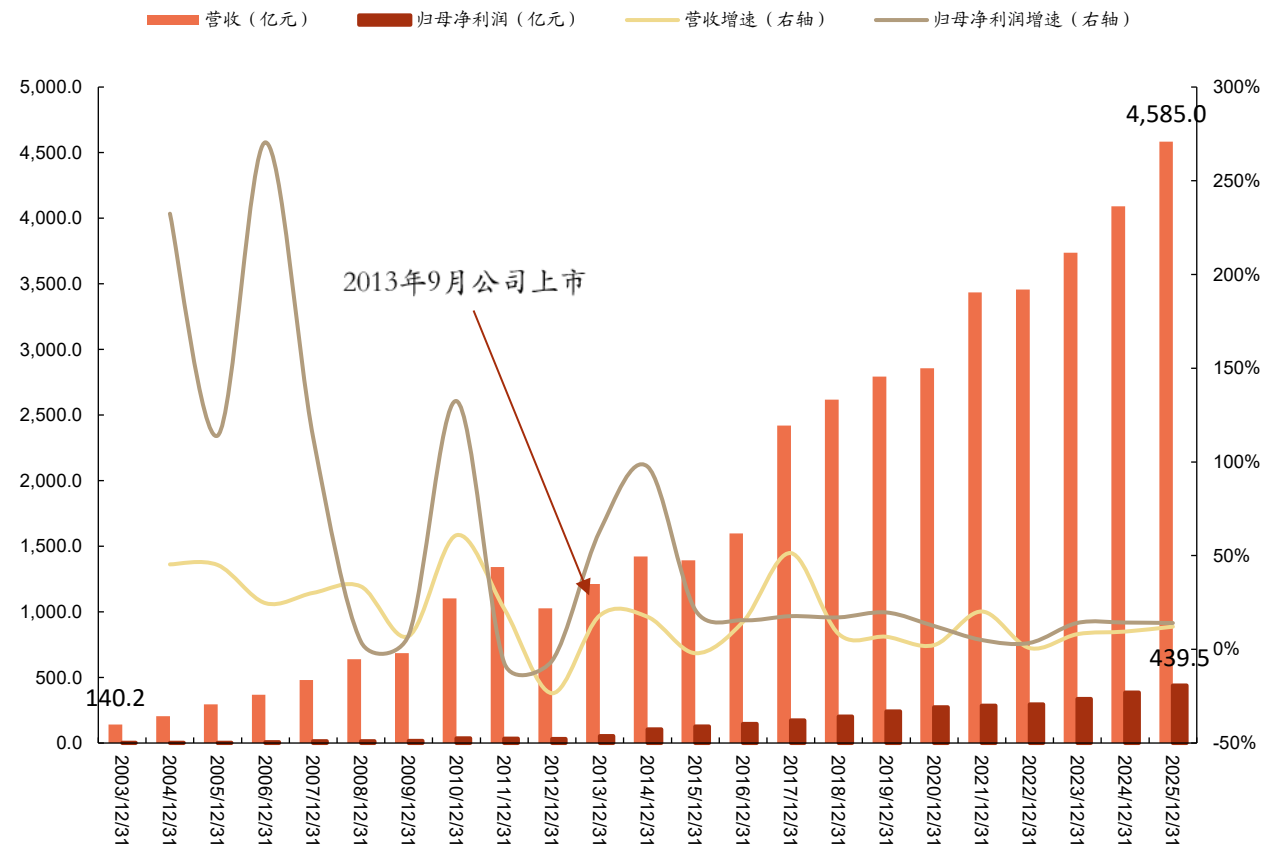


资料来源：Wind、湘财证券研究所

公司收入、利润持续上涨。营业总收入由 2003 年的 140 亿元增长至 2013 年上市当年的 1213 亿元，并在 2025 年进一步增至 4585 亿元。2003-2013 年公司利润 CAGR 高达 70.5%，在 2013-2025 年，公司利润 CAGR 有所回落，但仍然达到 19.2%。

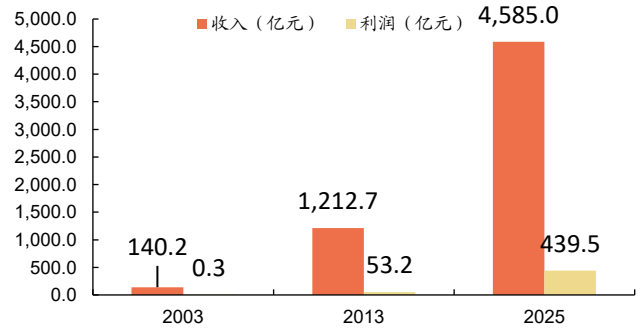
仅供内部参考，请勿外传

图 3 公司营收利润均持续增长



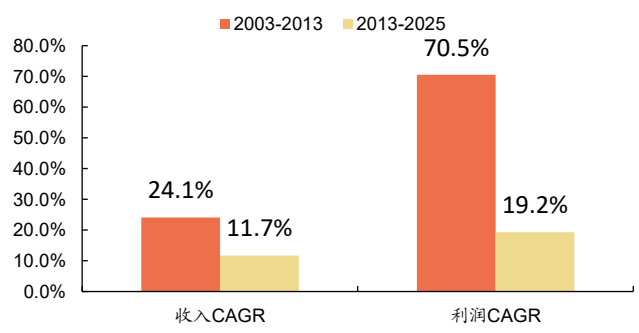
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 4 公司关键时点收入利润指标对比



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 5 公司收入利润增速对比



资料来源：Wind、湘财证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

1.1 第一阶段：上市-2018 年初，公司股价持续上涨，业绩上涨+拔估值共同驱动

公司自 2013 年上市以来至 2018 年初，期间股价累计涨幅一度超 530%，而同期大盘上涨 80%。公司显著跑赢大盘。

估值方面：估值抬升是本轮股价上涨的重要因素。2016 年 1 月至 2018 年 1 月是本轮上涨的主要收益来源，公司相较大盘的超额收益从约 26%大幅抬升至 530%，在此期间，公司 PE 从约 9X 拉升至 24X 左右，成为重要驱动。

图 6 上市后-2018 年初，公司股价持续攀升



资料来源：Wind、湘财证券研究所

业绩方面：公司治理优化带来的业绩持续增长，是股价上涨的核心驱动：

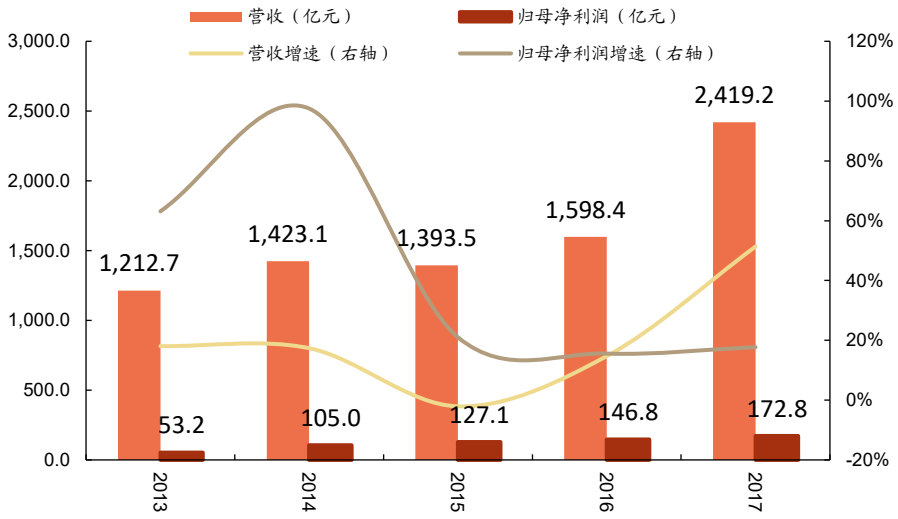
1. 业绩持续高增长：自上市以来，美的营收从 2013 年的 1213 亿元快速增长至 2017 年的 2419 亿元，期间 CAGR 达到 19%；同期归母净利润从 53.2 亿元攀升至 172.8 亿元，期间 CAGR 更是高达 34%。

2. 整体上市与治理优化：2013 年美的集团吸收合并美的电器实现整体上

仅供内部参考，请勿外传

市，解决了历史遗留的治理结构问题，资本市场给予积极定价。

图 7 公司上市后，营收利润均持续增长



资料来源：Wind、湘财证券研究所

1.2 第二阶段：2018 年初-2019 年初，市场估值回调，但公司基本面整体稳定

2018H1 公司股价较大盘的超额收益不明显，仅在 4 月下旬-6 月上旬期间呈现超额收益，主要受益于一季报业绩良好、MSCI 纳入 A 股预期带动北上资金回流、4 月下旬格力年报宣布不分红导致的偏好红利资金转投美的等短期事件。

2018 年 6 月中旬后-2019 年初，公司整体下跌。核心原因包括：

1. **系统性风险：消费低迷**（2018 年 5 月社零增速创新低）；**流动性紧缩、去杠杆**，家电行业面临去库存压力；美国向中国发动贸易战等。

2. 地产后周期拖累+空调高基数。2018 年房企资金紧张、竣工交付延迟，直接压制家电需求。此外，空调 2017 年高基数致 2018 年表观业绩承压，下半年更明显。

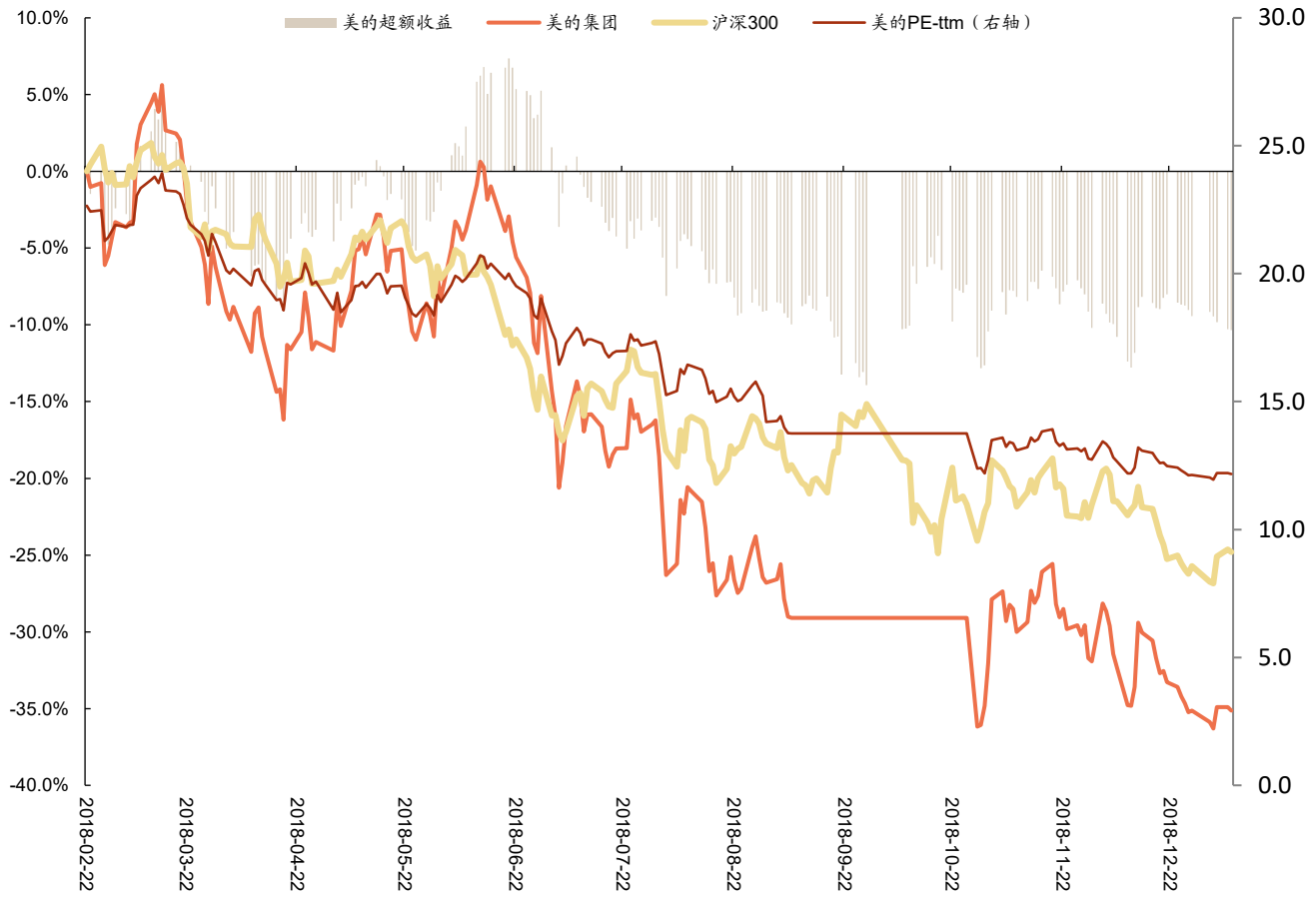
3. 公司自身战略转型，短期扰动收入端。公司全面推行 T+3 战略造成短期冲击：从洗衣机推广到厨电、小家电、冰箱、空调，以销定产，渠道库存减少，公司短期出货量下降。**高端化转型**：提升均价，但短期对销量、份额有扰动。

从财务结果来看，公司 2018 年收入增速逐季度下调，尽管业绩增速相对

仅供内部参考，请勿外传

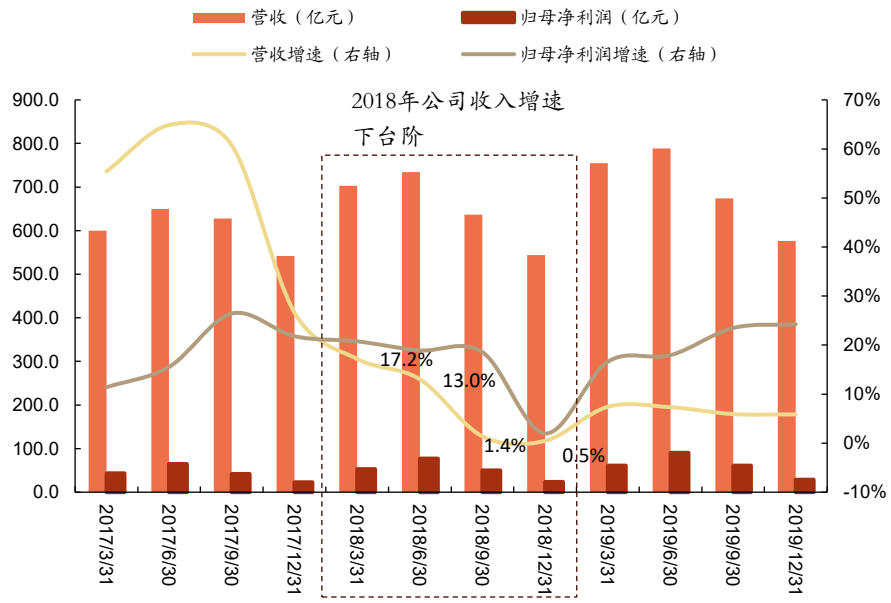
较为稳定，但市场估值回调，PE 从高位的 24X 左右持续回落至 12X 左右。

图 8 2018 年初-2019 年初，公司股价随市场回落



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 9 2018 年调整期，公司收入增速换挡是股价下跌的重要原因



资料来源：Wind、湘财证券研究所

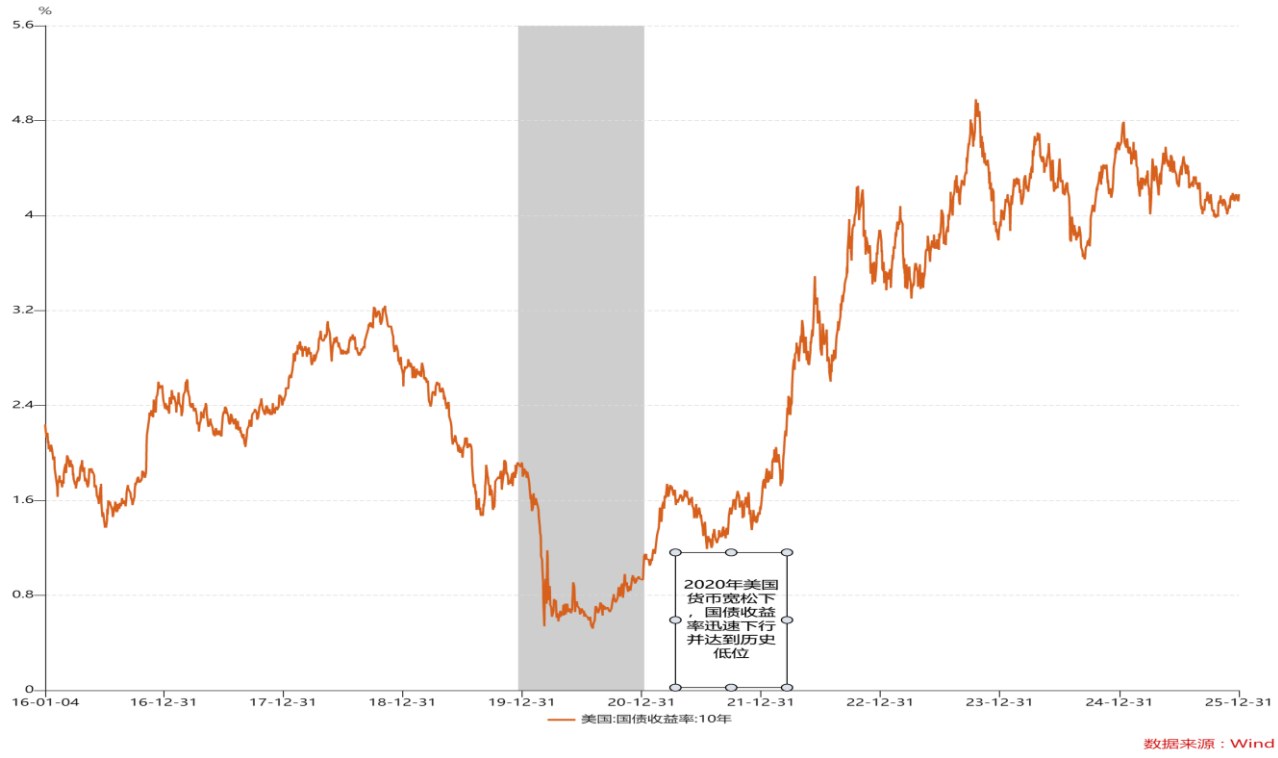
仅供内部参考，请勿外传

1.3 第三阶段：2019 年初-2021 年 2 月，价值修复+核心资产牛市

2019 年 外资（北向）持续流入"核心资产"，美的与茅台、格力等同为核心资产标杆；分红回购提升吸引力。

2020 年 疫情下的"宅经济"+出口爆发，家电、小家电需求激增，Q2-Q4 连续 3 个季度公司业绩增速持续提升；美联储等央行货币宽松，推高权益资产估值，白马股受益。

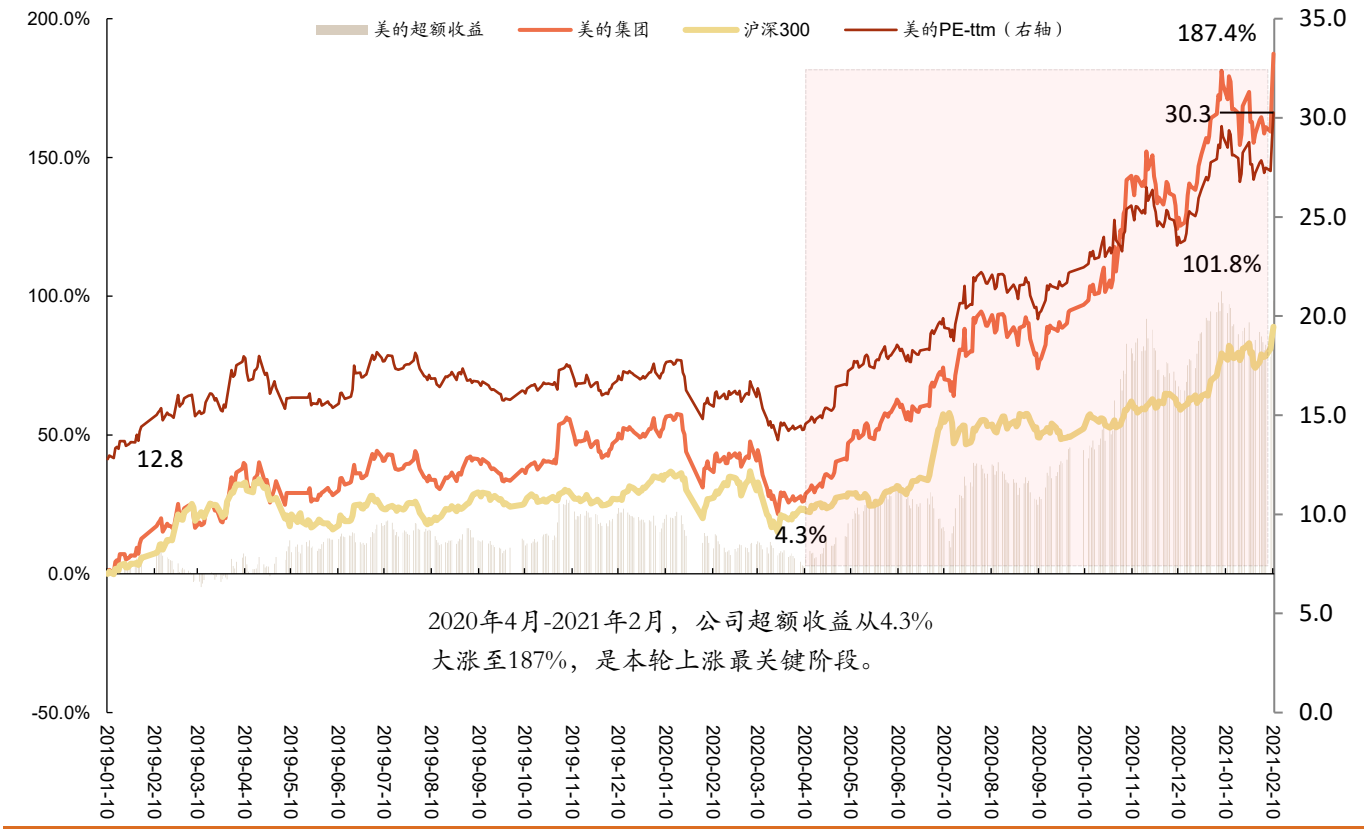
图 10 2020 年美联储货币宽松，创造历史低位的国债收益率



资料来源：Wind、湘财证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

图 11 2019 年初-2021 年初，公司股价显著上涨



资料来源：Wind、湘财证券研究所

2019 年核心资产牛市，美的跑赢大盘，但相较其他“核心资产”标的缺乏超额收益。

2019 年在贸易摩擦、经济下行压力下，资金从"不确定性"向"确定性"集中，大市值、高 ROE、现金流稳定的龙头被外资与公募系统性重估。美的、格力、茅台等公司同属这一类别。当年度大盘上涨 36%，美的上涨 62%，茅台上涨 103%，格力上涨 92%。尽管美的跑赢大盘约 26pct，但相较茅台、格力等仍跑输，印证了当年度的差异主要来自市场风格或估值切换，公司自身基本面超额收益不明显。

2019 年公司基本面：稳健但不够突出。2019 年美的营收 2793.81 亿元（+6.71%），归母净利润 242.11 亿元（+19.68%），ROE 26.4%；毛利率 30.2%（+1.4pct），经营现金流 386 亿元(+38.5%)，账面自有资金 1002 亿元(+27.9%)。整体看，公司空调份额提升、毛利率改善、现金流充沛，但相较格力、茅台等“核心资产”缺乏突出表现。

图 12 2019 年“核心资产”牛市，茅台格力美的等代表性公司的股价均跑赢大盘



资料来源：Wind、湘财证券研究所

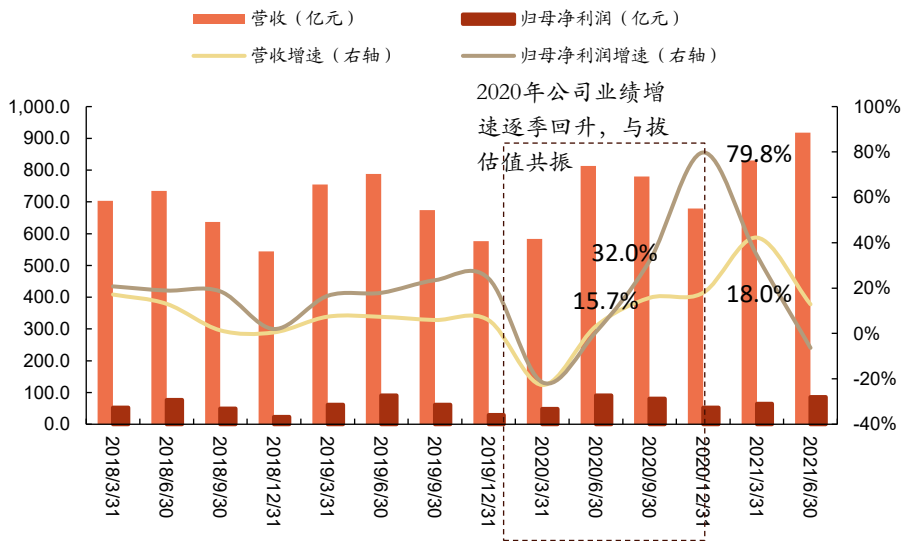
2020 年 4 月-2021 年 2 月美的具有显著超额收益主要来自份额提升、业务结构改善、股东回报突出及资金偏好等原因。

业绩超越同业，份额逆势增长。2020 年家电行业国内零售规模 7297 亿元，同比下降 9.2%，但美的实现营收 2857.10 亿元（+2.27%）、归母净利润 272.23 亿元（+12.44%），是唯一实现全年营收、利润双增长的大白电集团。2020 年美的主要家电品类中国市场份额普遍提升，家用空调全渠道份额线上接近 36%、线下超 33%（2019 年分别为 30%、29%），空调业务在行业疲软下实现高增长。

边际变化显著，变革成效得到验证，市场重估值。2020Q3 是公司相较家电行业开始跑出显著超额收益的关键时点，相较 2020Q1 公司营收/归母净利润分别-23%/-22%的表现，2020Q3 公司营收/归母净利润分别+16%/+32%，呈现显著的边际改善，并在 Q4 进一步提升至 18%/80%。对于快速修复的业绩，一方面是因为公司面对市场环境变化积极调整，另一方面得益于过去几年变革和调整所塑造的组织敏捷性和经营韧性。市场期待这是公司内部变革带来的厚积薄发的业绩释放，因此愿意给予更高的估值。

仅供内部参考，请勿外传

图 13 2020 年公司业绩增速逐季回升，Q3、Q4 表现尤其亮眼



资料来源：Wind、湘财证券研究所

业务结构调整与业务全球化带来的更高溢价。相比国内主要竞对空调龙头厂商，市场不再简单把美的视为地产后周期的空调或冰箱厂商，而是对美的赋予了更高的科技、全球化概念。这主要因为：

- **业务结构重估：**美的重新划分了五大业务板块（智能家居、暖通与楼宇、机电、机器人与自动化、数字化创新），并确立"科技领先、数智驱动、用户直达、全球突破"四大战略主轴。
- **全球化溢价：**当年美的实现海外收入 1210.81 亿元（占比 42.6%，+3.68%），新增海外自有品牌销售网点超 1.7 万个，34 个全球生产基地；其海外与小家电业务在疫情中成为对冲国内地产下行的第二增长曲线。
- **To B 故事打开估值上限：**公司的楼宇科技、工业技术、机器人与自动化等 ToB 业务逐步被市场单独定价，打破市场对公司白电业务的估值桎梏。
- **数字化效率兑现：**全网销售超 860 亿元（同比+25%），线上家电全品类第一；渠道扁平化带来的毛利率改善被确认。

美的+海尔 VS 格力，验证估值调整逻辑。在 2020 年 4 月-2021 年 2 月，美的和海尔显著跑赢家电指数，而格力反而跑输家电指数。海尔的全球化（海外收入占比更高）与高端品牌（卡萨帝）逻辑与美的一脉相承，二者同步上涨验证了全球化+高端化+治理改善是这一轮白电重估的共同估值锚。

仅供内部参考，请勿外传

图 14 2020 年 4 月-2021 年 2 月，公司显著跑赢大盘和家电行业，验证超额收益



资料来源：Wind、湘财证券研究所

股东回报体系——回购、分红与激励的组合拳。

- **大规模回购常态化**：公司在 2019 年完成约 32 亿元回购，2020 年 2 月推出上限不超 80 亿元的回购方案，2021 年 2 月更是抛出上限 140 亿元的回购方案，创下当时 A 股史上最大回购纪录；公司自整体上市以来累计回购已超百亿（据公司公告及 Wind 统计）。
- **高分红+回购，支撑估值底**：2019 年现金分红 111.31 亿元、2020 年现金分红 110.66 亿元（每 10 股派 16 元）。公司“分红+回购”在归母净利润的占比常年维持在 50%以上，在利率下行环境中构成显著的类债券+看涨期权属性（据 Wind 数据测算）。
- **股权激励深度绑定**：第八期股票期权激励计划覆盖 1901 名激励对象，授予 8248 万份期权；公司自 2013 年整体上市以来已形成常态化的激励体系。

外资流入与确定性溢价：2020 年 4 月后，全球流动性宽松叠加中国率先复工复产，外资回流 A 股核心资产；美的作为家电板块外资持股高占比核心标的，持续受益于外资配置需求。在资产荒+低利率环境下，高 ROE（25%）+高分红+稳定现金流的组合被赋予更高的确定性溢价，这与 2019 年的核心资产逻辑一脉相承，但在第二阶段叠加了经营兑现，形成了更强的正反馈。

1.4 第四阶段：2021 年 2 月-2022 年 11 月，估值消化+熊市

2021.2 – 2022.10，市场熊市下公司持续消化估值，公司显著跑输大盘。房地产下行、原材料（铜、铝）涨价、消费疲软、社会经济环境扰动等因素

仅供内部参考，请勿外传

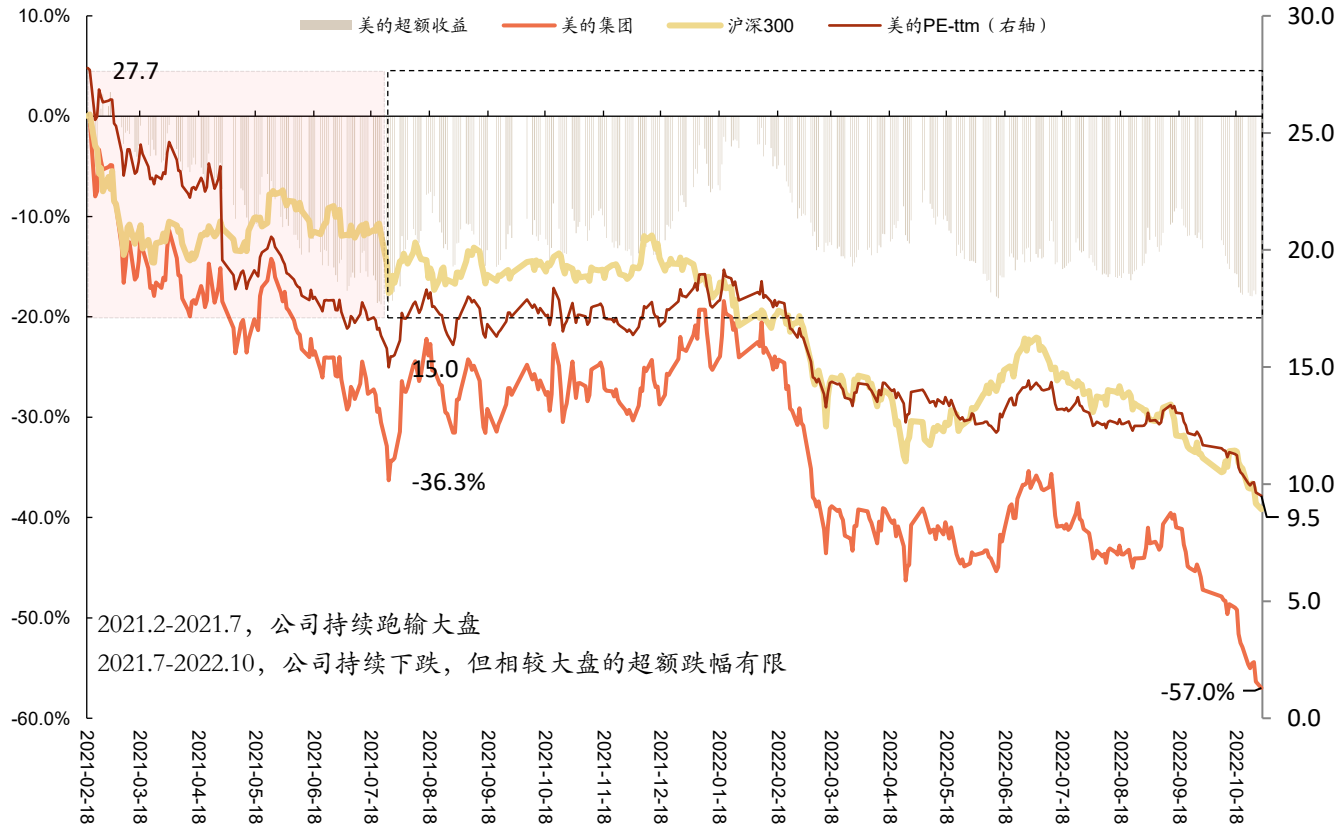
叠加，市场的核心资产抱团瓦解，前期上涨的估值被持续消化，PE 从 28X 左右持续回落至 10X 左右。

具体来看，2021.2-2021.7 估值回调明显。公司股价最大下跌 36%，同期 PE 从约 28X 下跌至 15X，PE 下跌了约 46%，为股价下跌的核心原因，而公司业绩增速的中枢尽管有所回落,但在最差的单季度(2021Q2)也仅下滑 6%，而在 2021Q1 甚至仍有约 35%的增长。

估值回调的原因：1. 家电板块 2021 年上半年受原材料价格上行(铜、铝、钢材大幅涨价）冲击，毛利率承压，而美的“以价换量”的份额策略在成本上行期放大了利润压力；**2.** 2020 年“科技/全球化溢价”带来的估值提升，在市场风格转向周期、新能源、顺周期板块后快速回落；**3.** 此前累积的超额收益较高，本身构成获利了结压力，回调剧烈。

2021.7-2022.10，业绩低增长+估值再压缩。公司股价跌幅由 36%进一步扩大至 57%，但相较沪深 300 的负超额收益并没有显著扩大，主要因同期沪深 300 指数也有较大幅度下跌。市场全面走熊，公司 PE 跌至不足 10X 的低位。

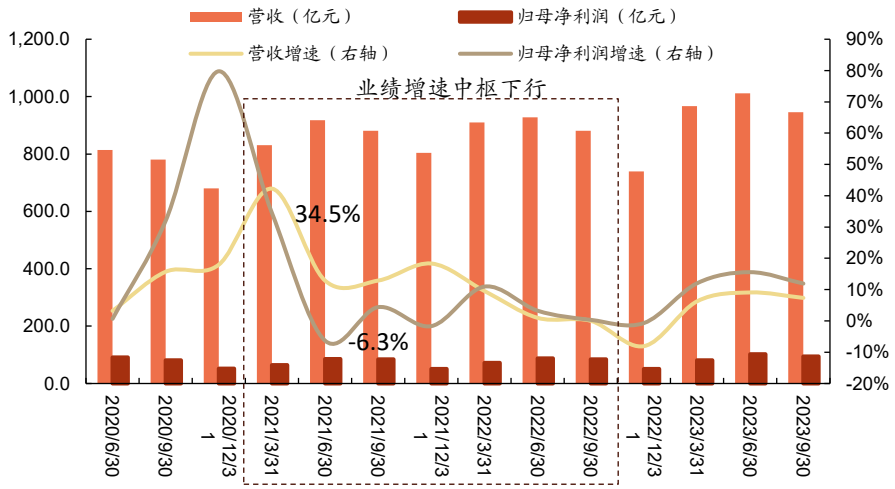
图 15 2021 年 2 月-2022 年 10 月，估值消化叠加市场走熊，美的跑输大盘



资料来源：Wind、湘财证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

图 16 2021Q1-2022Q3，公司业绩增速明显回落

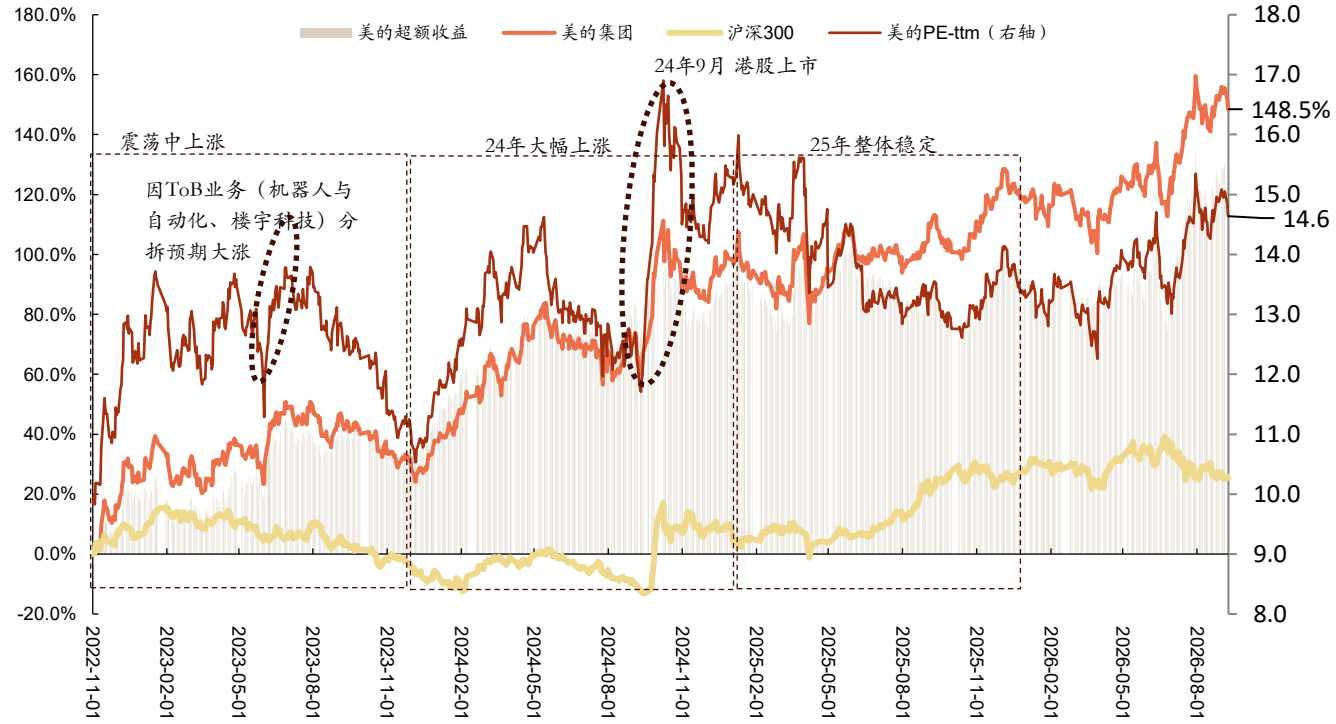


资料来源：Wind、湘财证券研究所

1.5 第五阶段：2022 年 11 月至今，第二轮上行周期

2022 年 11 月至今，公司股价整体上持续上涨，从 2022 年 11 月初至统计日大幅上涨，较大盘具备显著的超额收益，堪比 2019 年初-2021 年 2 月的那一轮大周期。复盘本轮周期，我们又可以将其进一步拆分成四个阶段。

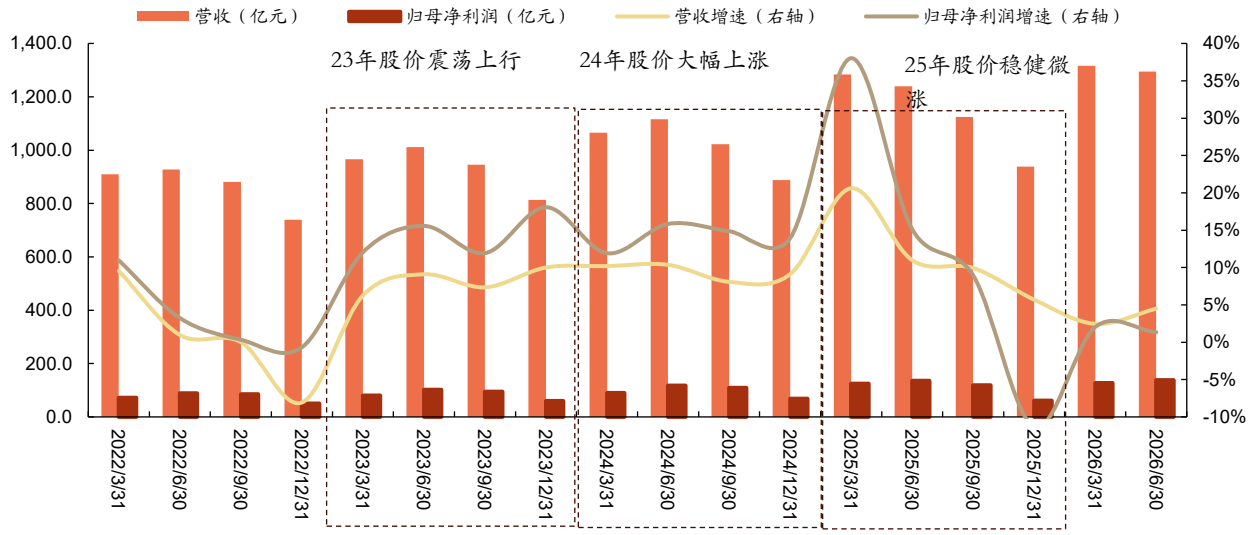
图 17 2022 年 11 月-至今，美的持续上涨



资料来源：Wind、湘财证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

图 18 2022 年 11 月-至今，美的各阶段的收入利润增速对比



资料来源：Wind、湘财证券研究所

2022/11—2023 年美的在震荡中上涨并跑出超额收益，为估值修复+基本面兑现的双击。该阶段美的上涨约 43%，同期沪深 300 下跌 3%，格力仅上涨 18%、海尔仅+2%——美的领涨格力、海尔的分化格局再次出现，与第三阶段（2019 年初—2021 年 2 月）相似，背后的原因高度一致：美的的经营韧性、全球化与多元化结构再次被市场定价。海尔近乎零涨幅（+2%），说明此阶段并非白电普涨，而是龙头之间的再定价。

2023 年的震荡上涨，由业绩增长和估值提升共同驱动，其中业绩增长是主因。公司 PE 从 2022 年 11 月初的接近 10X，小幅抬升至 2023 年底的 12X 左右，涨幅略超 20%，而同期股价上涨 43%，说明更多的增长贡献来自 EPS 的提升。

图 19 2022 年 11 月-2023 年底，美的领跑白电



资料来源：Wind、湘财证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

2024 年白电整体走强，风格切换明显。2024 年白电龙头整体表现强劲，全年美的/格力/海尔分别+44%/+50%/+40%，而同期大盘+15%。2024 年白电板块整体爆发，家电补贴（以旧换新）、地产政策转向、高股息防御属性共同驱动板块β，白电龙头同步上涨。同时，茅台 2024 年仍在下跌，消费龙头整体走弱，资金从白酒等"旧核心资产"流向高股息+政策受益的家电，风格切换是本阶段的重要背景。

2024 年估值提升是主因，业绩增长也有重要贡献。2024 年初至年末，公司 PE 由接近 12X 提升至 15X 左右，有约 25%的提升，而股价上涨约 44%，除估值提升外，剩余的股价增长来自 EPS 提升。

图 20 2024 年全年，美的、格力、海尔均有较强表现



资料来源：Wind、湘财证券研究所

2025 年美的跑输大盘，但在白电龙头中表现领先。2025 年美的/格力/海尔分别+10%/-6%/-4%，美的成为白电三龙头中唯一正增长的企业。同期沪深 300+18%。2025 年家电板块整体回调，美的凭借韧性跑出相对收益。这一阶段更接近业绩慢牛而非估值扩张，可持续性显著强于 2020 年的脉冲式上涨。

2025 年公司业绩拉动股价上涨，估值小幅拖累了股价。公司 PE 由 2025 年初的 15X 回调至年底的 13X，估值有所回调，但股价仍上涨 10%，业绩拉动作用显著。

仅供内部参考，请勿外传

图 21 2025 年全年，美的、格力、海尔均有较强表现



资料来源：Wind、湘财证券研究所

2026 年，美的再次跑赢行业和大盘。截至 2026 年 9 月 14 日收盘，美的/格力/海尔相较年初分别+17%/+4%/-16%，美的再次成为白电三龙头中表现领先的一家。同期大盘-3%，美的仍跑出了超额收益。

图 22 2026 年年初至 9 月 14 日，美的稳健跑赢行业和白电竞对



资料来源：Wind、湘财证券研究所

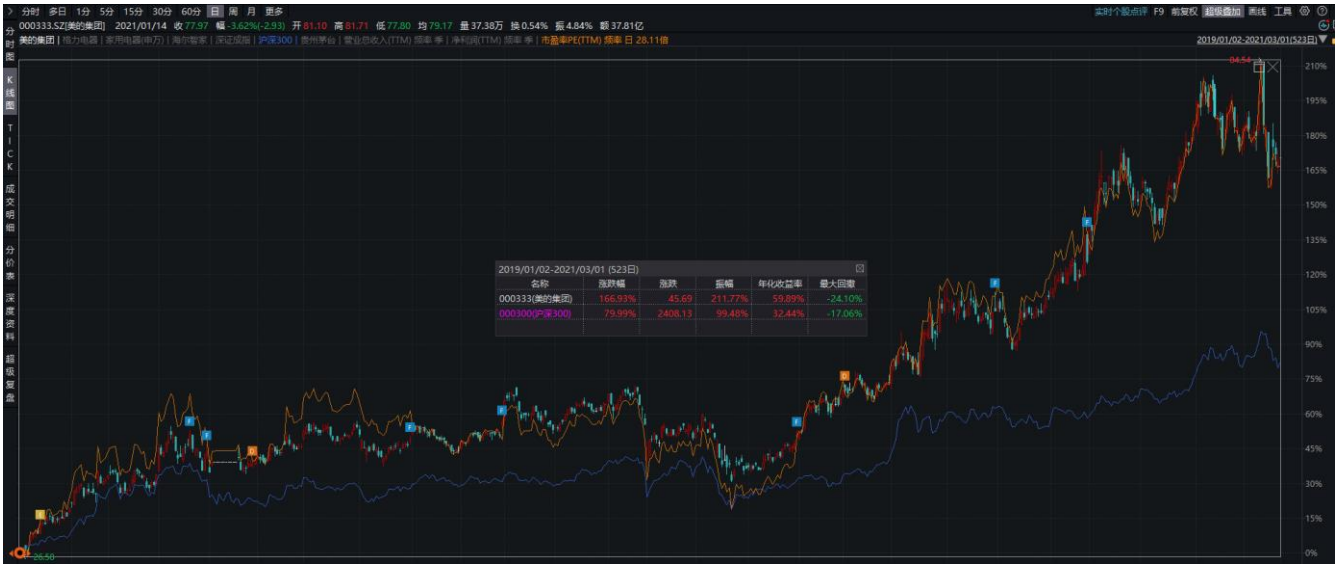
1.6 对比上一轮，当前估值合理偏低，“健康上涨”的空间仍充足

在公司 2013 年上市至 2018 年初，公司股价上涨的过程经历了中国经济高速发展、资本市场逐步建设成熟、投资人渐趋理性化与研究深化的过程，与当前社会经济发展与资本市场环境渐入成熟期的环境有所差异，因此我们将反思总结的重点放在 2018 年初至 2026 年 9 月。

仅供内部参考，请勿外传

上一轮上涨大周期（2019—2021/2）上涨拔估值迅猛，随后回调明显。公司股价上涨 167%，同期大盘上涨 80%，公司超额收益显著。但 PE 从 12X 提升至 27X，增长超过 120%，股价增长主要来自拔估值，盈利对股价上涨的贡献有限；结果 2021 年 2 月—2022 年 11 月股价大幅下跌 57%。

图 23 2019-2021/2 公司、大盘增长与公司估值对比



资料来源：Wind、湘财证券研究所

本轮上涨大周期（2022/11—2026/9/14）上涨由业绩驱动，估值提升很少。公司股价上涨 120%，远超同期大盘（+16%），同期公司 PE 由 11X 提升至接近 15X，仅提升 30%+，说明股价上涨主要由基本面的业绩增长拉动，15X PE 绝对值仍不高。

图 24 2022/12- 2026/9，公司、大盘增长与公司估值对比



资料来源：Wind、湘财证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

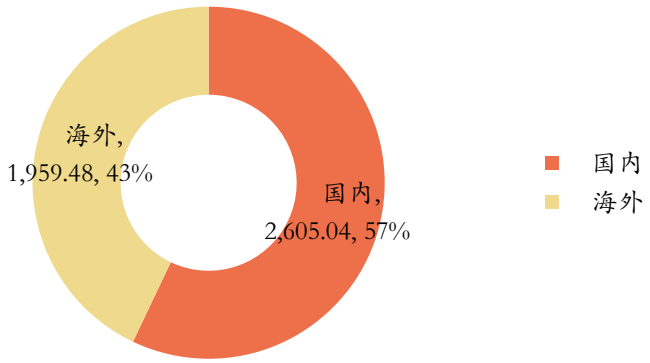
对比而言，上一轮股价上涨 167%时公司 PE 由 12X 拉高至 27X，本轮上涨 120%但终值 PE 仅从 11X 拉升至不足 15X。更低的起点+持续增长的业绩，后续增长空间仍充足。

2 业务结构拆分：智能家居贡献基本盘，To B 业务打开第二增长曲线

美的已形成“智能家居为基本盘、工业及商业解决方案持续扩张”的多元业务结构，收入来源较传统家电企业明显更加分散。2025 年公司营收超过 4500 亿元，其中海外市场收入占比已超 40%，国内市场仍贡献近 60%的收入（2025 年年报口径）。

从业务结构看，公司当前已形成智能家居、楼宇科技、机器人与自动化、工业技术及其他创新业务五大核心板块。其中，智能家居仍是绝对主体，但楼宇科技、机器人、工业技术及新能源等 To B 业务的规模持续扩大，美的业务边界已由传统消费家电逐步延伸至工业自动化、核心零部件、能源管理、医疗设备及供应链服务等领域。

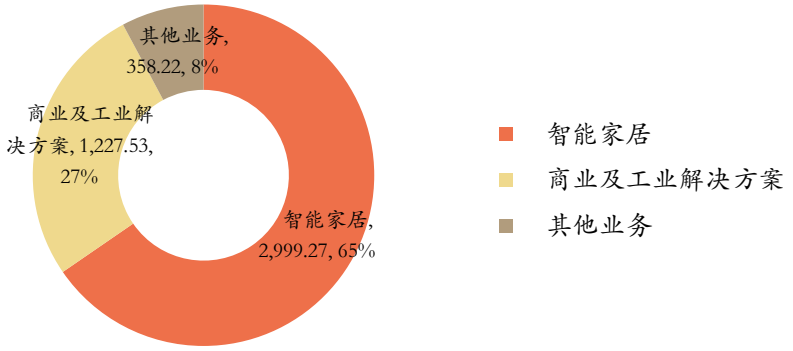
图 25 2025 年美的海内外收入构成对比（单位：亿元）



资料来源：Wind、湘财证券研究所

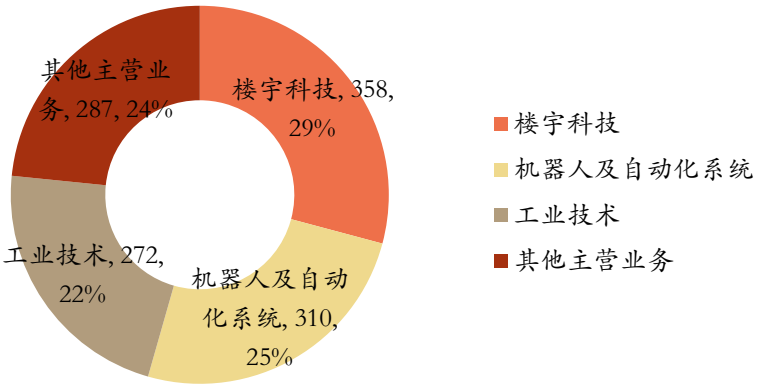
仅供内部参考，请勿外传

图 26 2025 年美的 To C/ To B 双轮驱动的营收构成（单位：亿元）



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 27 2025 年美的商业及工业解决方案中的构成明细（单位：亿元）

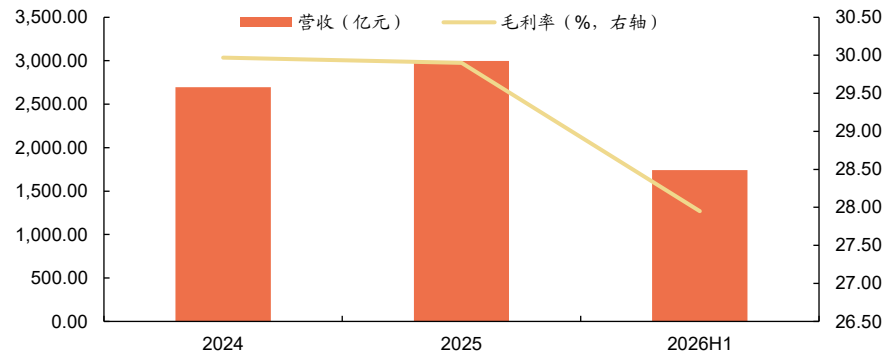


资料来源：Wind、湘财证券研究所

智能家居业务规模接近 3,000 亿元，是公司最核心的收入及利润来源。该板块覆盖空调、冰箱、洗衣机、厨房电器及各类小家电等消费级电器业务，构成美的长期经营的基本盘。凭借完整的产品矩阵、成熟的渠道体系、全球化制造布局及较强的供应链能力，美的在多个大家电品类均已形成领先优势。智能家居业务较大的收入体量和稳定的现金流，也为公司持续向 To B 业务、海外市场及新产业领域投入提供了基础。

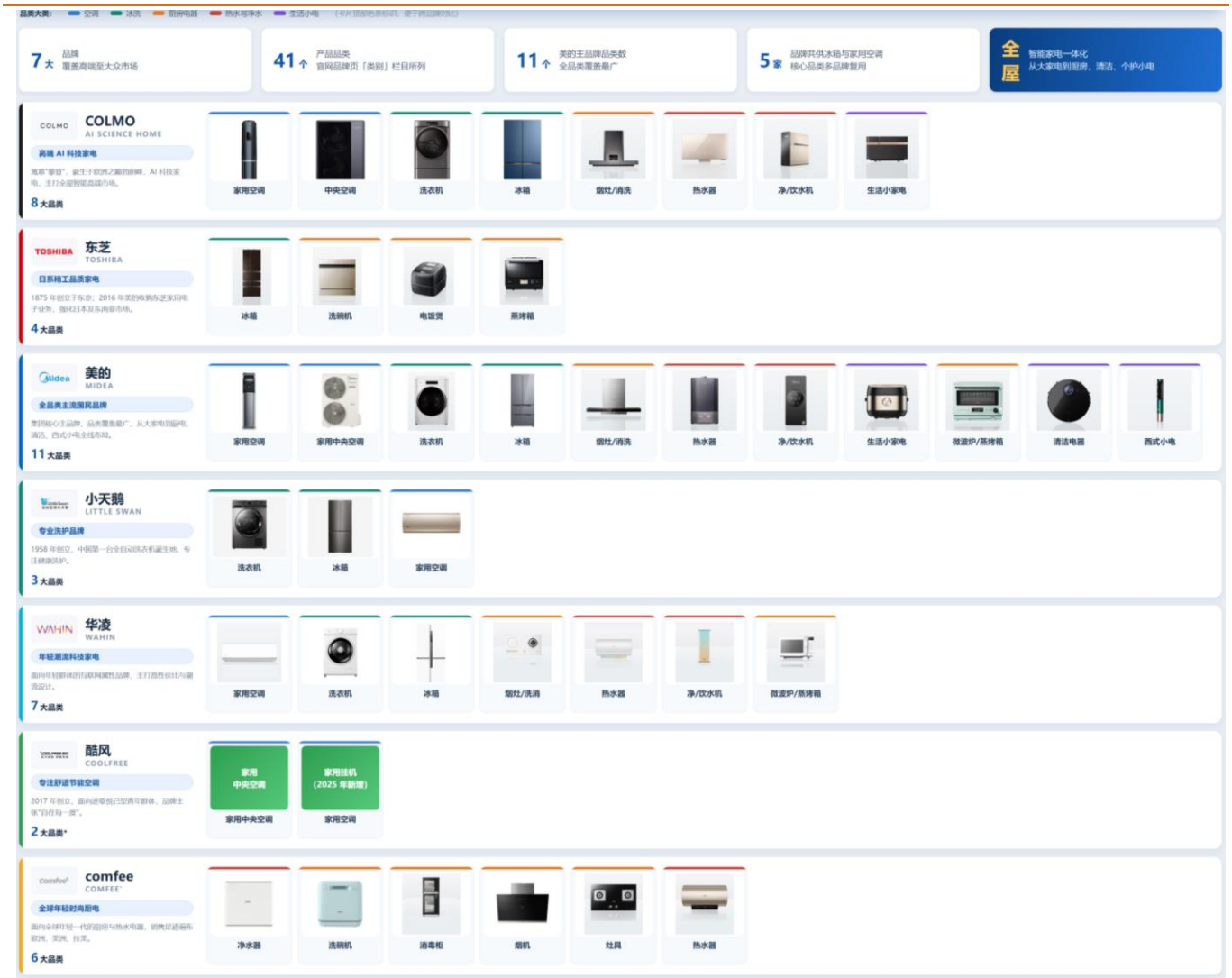
仅供内部参考，请勿外传

图 28 公司智能家居业务收入及毛利率变化（单位：亿元）



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 29 公司智能家居业务强大的品牌矩阵与完备的产品品类

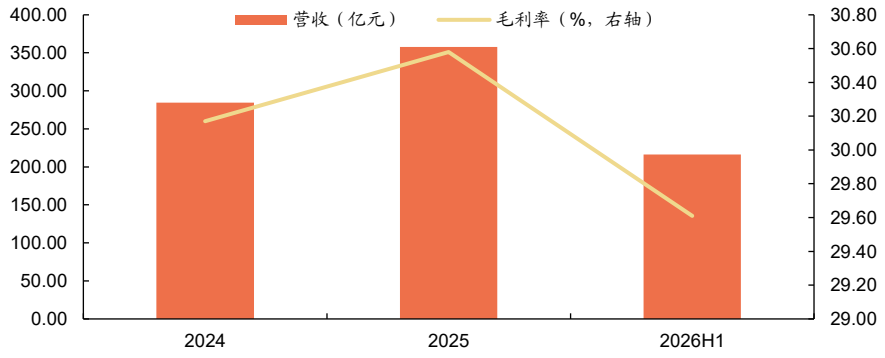


资料来源：公司官网、湘财证券研究所制作

仅供内部参考，请勿外传

楼宇科技已成长为公司规模最大的 To B 业务之一，2025 年收入约 358 亿元，核心增长来源为工商业中央空调。其中绝大部分收入来自大型中央空调及楼宇能源解决方案，应用场景覆盖商业建筑、工业厂房、轨道交通、医院以及数据中心等领域。伴随 AI 算力基础设施建设提速，数据中心高效制冷需求快速增长，公司液冷冷水机组等产品亦进入新的需求扩张阶段。除暖通空调业务外，楼宇科技还包含部分电梯业务，主要来自公司对菱王电梯及东芝电梯相关业务的整合。整体来看，楼宇科技正在由单一设备供应向“暖通+电梯+楼宇控制+能源管理”的综合解决方案模式延伸，业务天花板明显高于传统家电单品。

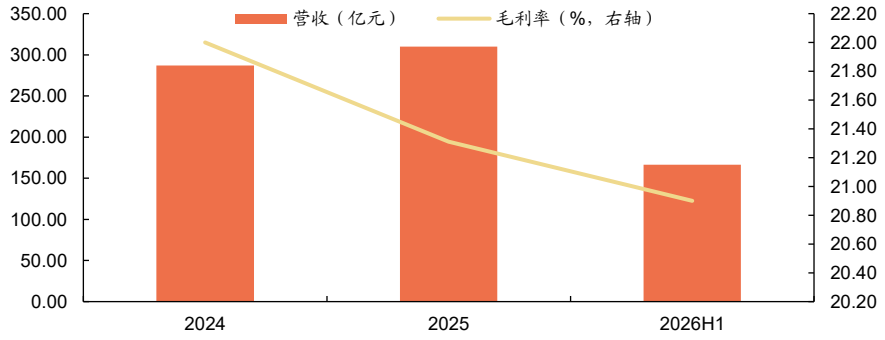
图 30 公司楼宇科技业务收入及毛利率变化（单位：亿元）



资料来源：Wind、湘财证券研究所

机器人与自动化业务规模约 310 亿元，库卡是该板块最核心的经营主体。美的通过收购德国库卡切入工业机器人及自动化领域，并在此基础上逐步建立工业机器人、自动化产线及智能制造解决方案能力，同时与安川等全球自动化企业保持业务合作。机器人业务与美的自身制造体系具有较强协同效应，一方面能够提升集团内部自动化水平，另一方面亦可向汽车、电子、新能源等外部行业输出产品及整体解决方案。随着全球制造业自动化程度持续提升，该板块有望成为公司中长期重要的产业级增长平台。

图 31 公司机器人及自动化业务收入及毛利率变化（单位：亿元）

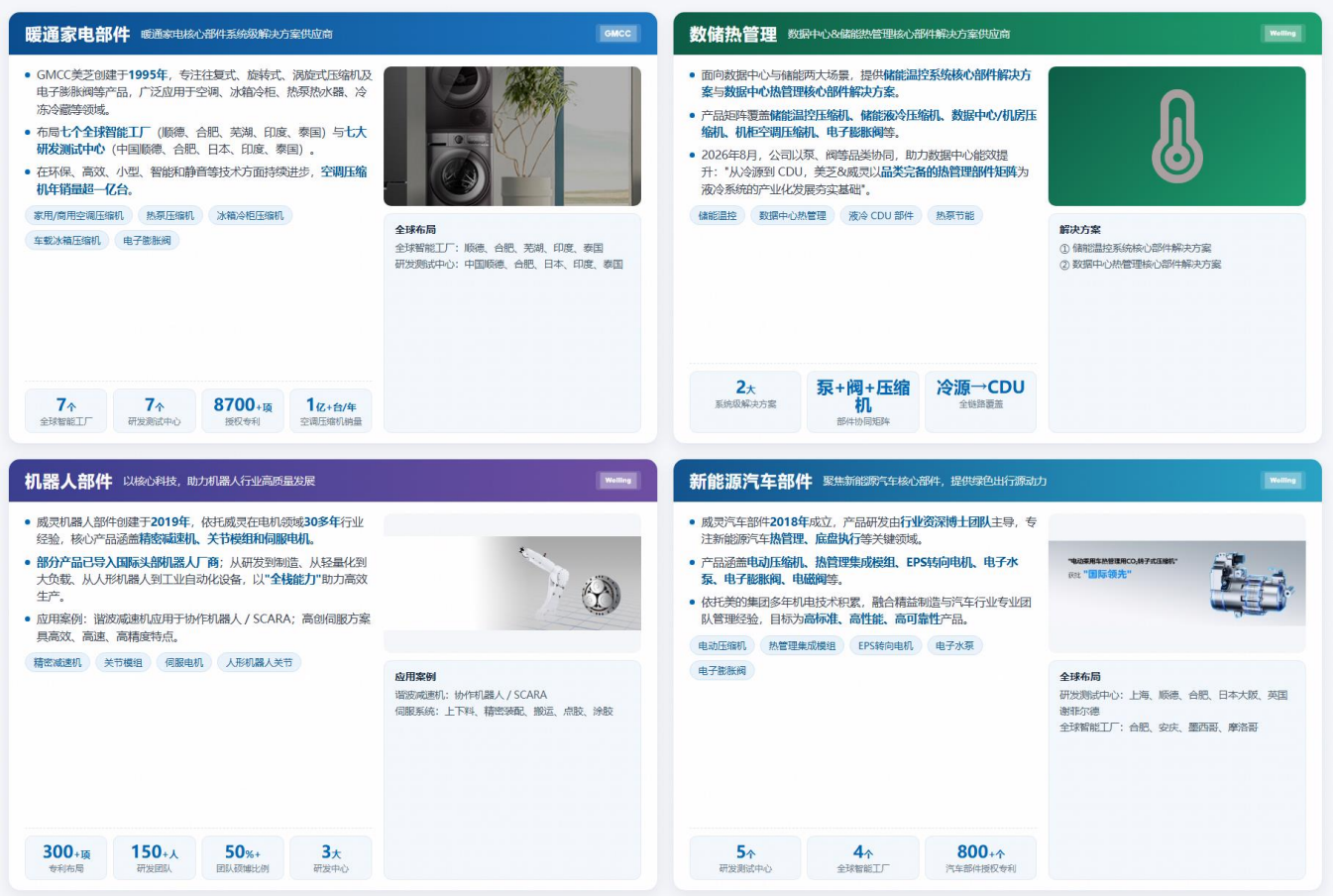


资料来源：Wind、湘财证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

工业技术业务收入约 270 亿元，是美的纵向产业链整合能力最直接的体现。该业务最初主要服务集团内部家电产品配套需求，随着核心技术能力和制造规模不断提升，已逐步从内部供应体系发展为面向全行业的核心零部件平台。目前公司在压缩机、电机、控制器、换热器等关键部件领域具备较高的自主研发和自产能力，并已向第三方客户乃至部分竞争对手供货。旗下威灵等品牌在家用空调压缩机、冰箱压缩机等领域已处于全球领先位置。工业技术业务一方面强化了美的在成本、供应链安全及产品迭代方面的竞争优势，另一方面也将集团内部能力转化为独立对外收入来源，推动美的由整机制造商进一步向核心工业部件供应商延伸。

图 32 公司工业技术业务的四大核心板块



资料来源：公司官网、湘财证券研究所制作

其他创新业务已形成较为可观的产业规模，是公司未来业务孵化的重要载体。该板块内部包含新能源、医疗、数字化及物流等多个业务方向，部分子业务体量已经具备较强的独立经营基础。

- **新能源业务是其中规模最大的组成部分。**科陆电子主要布局工商业储能等业务，合康新能重点覆盖光伏 EPC、高压变频器、户用储能

仅供内部参考，请勿外传

等。随着新能源发电比例提升以及储能渗透率持续提高，美的正在依托既有电力电子、变频控制及制造能力向能源管理领域延伸。

- **医疗业务方面，公司控股 A 股上市公司万东医疗，主要覆盖医学影像设备等领域。**除此之外，美的还布局美云智数、美智光电等业务，并持续推进数字化解决方案及产业技术能力的外部输出。
- **物流业务方面，安得智联已成为集团供应链体系的重要组成部分，并拟推进港股上市。**公司早期主要承担美的内部仓储、干线运输及末端配送职能，目前已逐步向第三方客户开放，业务范围覆盖渠道综合服务、仓储管理及一体化物流配送。其发展路径与工业技术业务具有一定相似性，即依托美的庞大的内部需求形成规模优势和运营能力，再将成熟能力向外部客户复制。

总体来看，美的当前最大的结构性变化在于，家电业务仍提供稳定现金流和规模基础，但新增收入来源正在越来越多地来自楼宇科技、工业技术、机器人、新能源及供应链服务。这些业务普遍依托美的已有的制造、研发、供应链和全球化能力进行横向复制，业务之间具有较强的技术与运营协同。随着 To B 业务占比持续提升，美的的成长逻辑也逐步从传统家电行业的品类扩张和份额提升，延伸至工业自动化、能源管理、核心部件及企业级解决方案等更广阔的市场。

3 核心竞争力：全球化规模、产业链纵深与组织效率共同构筑长期壁垒

我们认为，美的真正的竞争优势并不局限于某一款产品或某一个业务板块，而在于其已经形成了一套可以持续复制的工业能力体系：前端拥有品牌、产品与全球渠道，中端拥有高效供应链和柔性制造，后端掌握压缩机、电机、控制器等核心零部件，同时通过数字化和组织变革持续压缩经营链条。这一体系既支撑智能家居业务长期保持规模和成本优势，也能够向楼宇科技、工业技术、机器人、新能源等 To B 领域持续复制，是公司从家电龙头向全球化科技制造集团延伸的基础。

仅供内部参考，请勿外传

3.1 品牌、产品与全球渠道构成智能家居基本盘，规模优势仍是美的最重要的经营底座

智能家居业务拥有庞大的用户基础、完善的品牌矩阵与全球销售网络，是美的长期稳定经营的基本盘。公司已经形成覆盖空调、冰箱、洗衣机、厨房电器及各类小家电的完整产品体系，并通过美的、COLMO、华凌、小天鹅等品牌覆盖大众、高端及年轻消费群体，能够承接单品消费、套系化购买和家庭整体换新等不同需求。

图 33 公司通过不同定位的品牌覆盖多个家电品类，卡位不同价格带



资料来源：公司官网、湘财证券研究所制作

注：1.品类为官网品牌页“类别”栏目所列，合计 41 项，并做一定归类整理；2.酷风官网未设品类

渠道端，公司长期深耕国内市场，形成覆盖大型家电卖场、商超、专卖店及县域乡镇市场的线下网络，同时持续强化主流电商及内容电商渠道布局，并通过美云销等数字化系统提升渠道管理效率。海外市场则由早期 OEM/ODM 出口逐步向 OBM 自主品牌经营转型，在全球主要区域持续建立本地化产品、渠道及制造体系。

家电行业产品本身较难形成长期封闭的技术壁垒，规模、供应链和渠道效率因此更加重要。美的庞大的收入体量能够进一步摊薄研发、采购、生产和物流成本，并支撑更高频率的产品迭代与渠道投入，形成“规模扩大—成本下降—竞争力增强—份额提升”的正向循环。对于成熟家电行业而言，这种体系化规模优势往往比单一产品领先更难复制。

仅供内部参考，请勿外传

3.2 产业链高度垂直一体化，核心零部件自主可控形成成本、供应和技术三重优势

美的产业链纵向整合程度较高，是公司区别于多数单纯整机制造企业的重要竞争力。经过长期布局，公司已经将能力从终端整机制造向上游压缩机、电机、控制器、换热器、阀件及部分芯片（主控/触控/变频、MCU 及功率芯片三合一、IPM）等核心零部件延伸，形成较完整的产业链能力。

图 34 核心部件自主可控的价值链路——以空调为例



资料来源：公司官网、湘财证券研究所

以空调为例，压缩机和电机是决定产品性能、能效、可靠性及使用体验的核心部件。公司旗下美芝、威灵等产业平台已经形成较强的压缩机和电机研发制造能力，其中家用空调压缩机、冰箱压缩机等产品处于全球领先水平。此外，公司在两器、控制器、阀件及部分 MCU 等环节亦持续提升自主研发和制造能力。

仅供内部参考，请勿外传

图 35 美的工业技术两大部件平台的规模、技术与全球地位



资料来源：公司官网、湘财证券研究所

较高的核心零部件自制率带来三方面价值：第一，降低供应链风险。当原材料或关键部件出现短缺时，内部供应体系能够提升生产稳定性；**第二，强化成本控制能力。**集团内部庞大的采购和生产规模有利于摊薄固定成本，并减少产业链中间环节加价；**第三，提高产品协同研发效率。**整机与核心部件能够同步开发，在能效、噪音、可靠性及产品迭代速度方面形成协同。

这种能力在产业周期波动中价值尤其明显。部分耐用消费品行业由于关键上游缺乏自主供应能力，企业利润容易受到核心原材料和零部件价格波动影响。美的通过持续向产业链上游延伸，将更多关键环节掌握在集团内部，使供应、成本和产品研发的主动权进一步增强。

3.3 T+3、数字化制造与渠道扁平化持续提升周转效率，组织效率是美的长期竞争力的重要来源

美的持续通过供应链、制造和渠道改革降低经营体系中的冗余成本。公司推动数字化、自动化和智能化制造改造，将生产环节逐步实现数据化和透明化，使企业能够更加及时地识别产线瓶颈、库存积压和低效环节，并持续提升设备利用率、人员效率和生产节拍。

仅供内部参考，请勿外传

首先开展的是复杂度做减法。2013 年起，美的将产品标准化升格为集团级战略，精简整机机型、减少产品平台运营，零部件 SKU 显著减少，并沉淀出“物料整合化、接口标准化、功能模块化、产品系列化”的四化方法。相关举措显著缩短了空调换线时间并降低呆滞库存。这一动作至今仍在推进：2024 年国内市场家电机型数量仍削减了 23%（据 36Kr）。复杂度下降是后续所有数字化的前提——没有标准化的零部件与产品平台，研发、采购、生产、销售之间就没有可流通的数据。

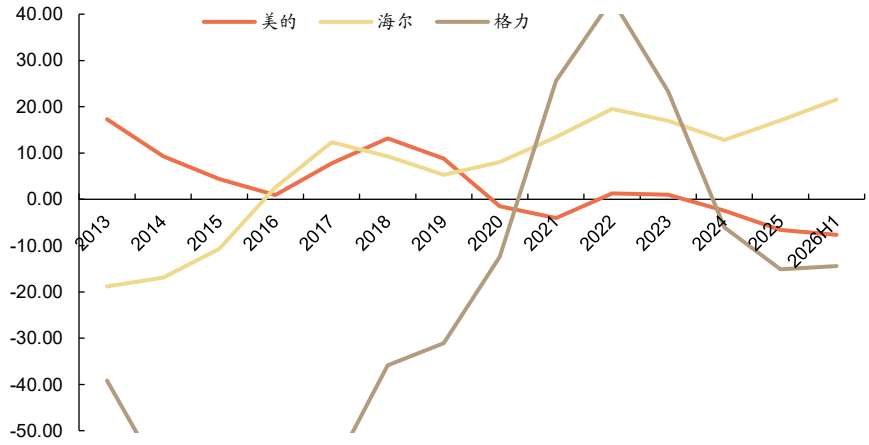
T+3 供应链改革是美的效率提升的重要抓手。随着家电销售由传统线下渠道逐步向线上和全渠道经营迁移，消费者信息更加透明，产品销售进一步向核心 SKU 集中，过去依靠大量区域差异化 SKU 管理渠道的模式逐步弱化。公司由此持续精简整机 SKU，并推动零部件模块化和通用化，减少零部件种类，提高采购和生产标准化程度。T+3 模式把从下单到交付拆解为下单、备料、生产、发运四个 3 天周期，端到端交付周期大幅压缩，以终端需求驱动排产，降低传统“生产—压货—销售”模式下的库存压力。2025 年公司年报披露，国内全渠道客户库存周转效率改善 10%以上。

渠道扁平化与 DTC 改革则进一步压缩了商品从工厂到消费者之间的流通链条。传统家电渠道往往经历省级代理、市级代理、县级代理及终端经销商等多个环节，货物流转次数多、库存层级深，同时需要在各渠道层级之间分配利润。随着物流体系和数字化基础设施成熟，公司逐步推动产品由工厂进入中心仓，并进一步配送至终端门店或消费者，提高库存共享程度和配送效率。

在改革过程中，美的并未简单削减原有代理体系，而是推动部分代理商由贸易商向运营服务商转型，减少资金和库存占用，更多承担区域营销、门店运营及活动落地等职能。其本质是将渠道价值从“资金和库存承担”逐步转向“用户运营和本地服务”，使公司能够更加直接地掌握终端需求。

仅供内部参考，请勿外传

图 36 美的现金循环周期呈稳健下降趋势（单位：天）



资料来源：iFinD、湘财证券研究所

我们认为，美的制造效率的优势最终体现为库存更低、周转更快、成本更低和需求响应更敏捷。这些指标单独来看并不构成显著技术壁垒，但经过长期数字化建设、组织调整和供应链改造形成完整体系后，复制难度较高。

3.4 核心能力能够跨业务复制，To B 业务打开第二增长曲线

美的将家电业务长期积累的研发、制造、供应链及全球经营能力持续复制到新的产业。工业技术、楼宇科技和机器人业务的发展，本质上均建立在公司既有能力基础之上。

工业技术最初主要承担集团内部零部件配套职能，随着产品竞争力提升，逐步向外部客户甚至同行企业销售压缩机、电机、控制器及其他工业部件，实现从内部成本中心向外部产业平台转变。楼宇科技则进一步将美的在暖通设备、变频控制、热管理和能源效率方面积累的技术能力延伸至大型商业建筑、工业设施及数据中心。机器人业务通过库卡切入工业自动化，在智能制造、汽车、电子及新能源等行业持续拓展应用。

新能源、汽车零部件、储能等新业务同样能够复用公司在电机、电控、压缩机、热管理和规模制造方面的长期积累。相较完全跨界进入陌生行业，美的新业务多数围绕已有技术栈和制造能力进行延伸，因此能够降低新业务孵化成本，并提升产业协同效率。

这一能力决定了美的 To B 业务的战略意义高于其当前收入占比。成熟家

仅供内部参考，请勿外传

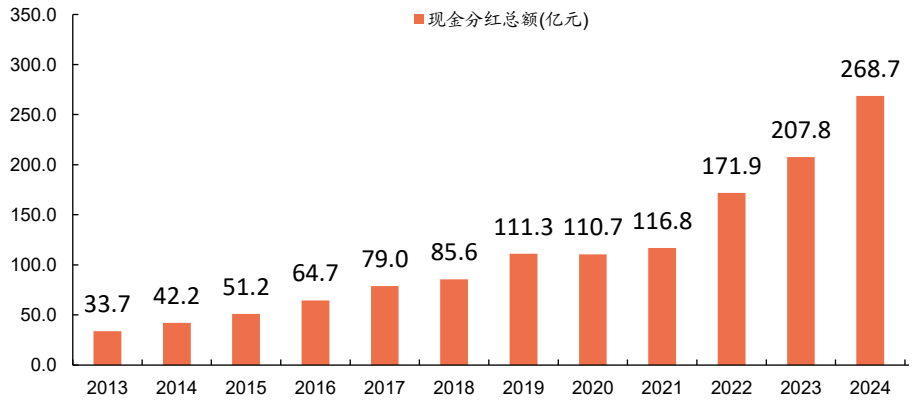
电业务提供现金流、研发投入和制造规模，新业务则将集团能力向更高成长、更广阔的工业市场输出，两者共同构成“消费+工业”的双轮驱动结构。随着 To B 业务收入和利润贡献持续提高，公司经营对单一家电周期及地产周期的敏感度也有望逐步下降。

3.5 现金流与资本配置能力构成长期增长的安全垫

成熟家电业务稳定的盈利和现金创造能力，为美的持续进行产业投资、技术研发和全球扩张提供了重要保障。公司可以利用家电业务产生的现金流支持楼宇科技、机器人、工业技术、新能源等业务的早期投入，同时通过产业并购快速补充技术、产品和渠道能力。

与此同时，公司长期保持较高水平的现金分红，并结合股份回购回馈股东，使成熟业务创造的现金能够在再投资与股东回报之间形成相对均衡的资本配置。对于大型制造企业而言，稳定的现金流和资本纪律能够降低新业务扩张带来的财务风险，也使公司具备更长的战略投资周期。

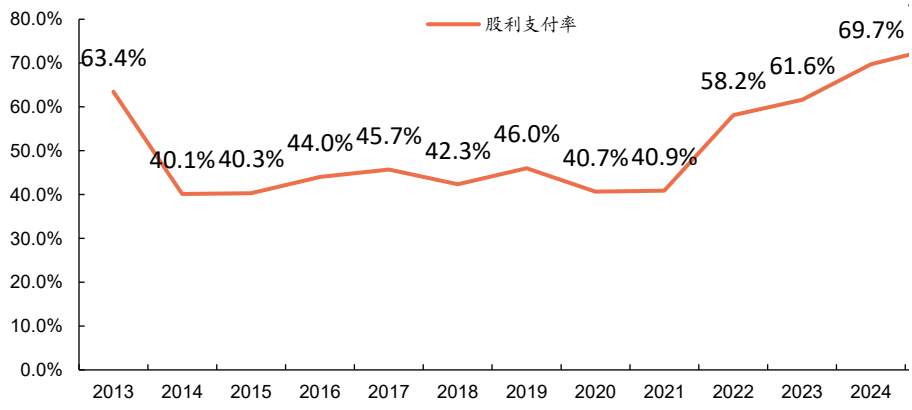
图 37 美的现金分红总额稳步提升



资料来源：iFinD、湘财证券研究所

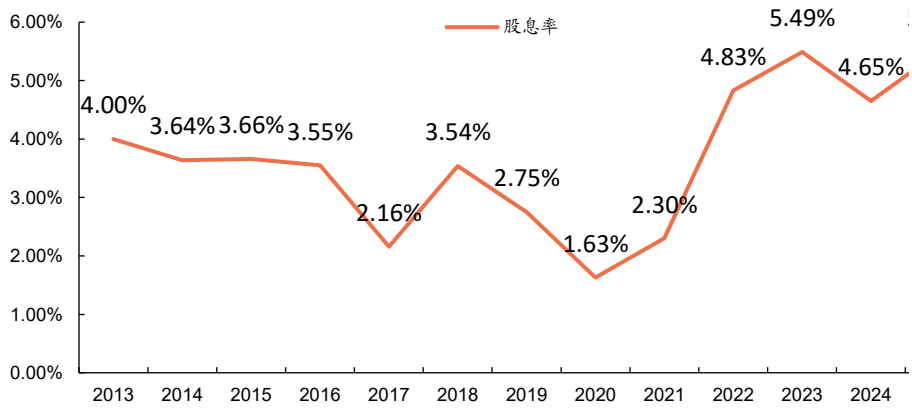
仅供内部参考，请勿外传

图 38 美的股利支付率在 2021 年后持续提升



资料来源：iFinD、湘财证券研究所

图 39 美的股息率 2021 年后保持较高水平



资料来源：iFinD、湘财证券研究所

我们认为美的具备一套长期积累形成的制造业经营体系。前端以品牌、产品和全球渠道获取需求，中端依托数字化供应链和柔性制造提高周转效率，后端通过核心零部件垂直一体化控制成本和供应，再将这些能力持续向楼宇科技、工业技术、机器人及新能源等领域复制。智能家居决定公司的经营底盘，To B 业务决定长期成长空间，全球化进一步放大两者的市场边界。由此，**美的正在从一家以家电为核心的制造企业，逐步成长为覆盖消费与工业场景的全球化科技制造集团。**

仅供内部参考，请勿外传

4 盈利预测与估值

4.1 收入拆分与毛利率预测

分产品拆分预测

智能家居业务是公司的基本盘，我们预计该业务收入维持稳健正增长，毛利率在 2026 年触底后微增。其中，收入的增长主要来自销量的增长，预计在未来保持中低单位数的销量增长，单价基本稳定或微增。从量价拆分来看，量增主要来自内需更新与海外 OBM 拉动，产品结构升级带来单价的稳定或提升，并同步带动毛利率的小幅优化。

表 1 公司智能家居业务预测（亿元）

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
收入	2,695.32	2,999.27	3,119.24	3,339.46	3,541.50
收入同比		11.3%	4.0%	7.1%	6.1%
营业成本	1,887.41	2,102.60	2,215.36	2,359.34	2,478.66
毛利	807.91	896.68	903.88	980.12	1,062.84
毛利率	30.0%	29.9%	29.0%	29.3%	30.0%

资料来源：Wind、湘财证券研究所

楼宇科技业务收入增速假设较 2025 年回落，但仍保持双位数增长。2026H1 该业务实现营收双位数增长，全年预计增长 12%，主要受到海外暖通、数据中心以及新并购业务的支撑，体现在量价拆分中的销量双位数增长，单价基本稳定。毛利率预计变化不大。

表 2 公司楼宇科技业务预测（亿元）

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
收入	284.70	357.91	400.86	451.20	498.81
收入同比		25.7%	12.0%	12.6%	10.6%
营业成本	198.80	248.47	280.20	313.59	345.17
毛利	85.90	109.44	120.66	137.62	153.63
毛利率	30.2%	30.6%	30.1%	30.5%	30.8%

资料来源：Wind、湘财证券研究所

机器人与自动化业务预计实现接近双位数的增长。该业务在 2026H1 实现双位数增长，主要受益于中国业务和自动化需求拉动的销量提升，但海外汽车投资偏弱压低了短期单价。我们预计该需求拉动下，公司机器人及自动化业务的销量有望保持接近双位数的增长；而价格端尽管短期略有承压，但技术升级、新能源汽车在海外市场渗透率提升、公司领先的产品力等因素作用

仅供内部参考，请勿外传

下，有望保持单价基本持平。

表 3 公司机器人与自动化业务预测（亿元）

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
收入	287.01	310.11	339.41	369.96	399.56
收入同比		8.0%	9.5%	9.0%	8.0%
营业成本	223.88	244.04	268.82	290.42	311.66
毛利	63.13	66.07	70.60	79.54	87.90
毛利率	22.0%	21.3%	20.8%	21.5%	22.0%

资料来源：Wind、湘财证券研究所

工业技术业务预计 2026 年同比小幅回落，2027 年起修复。该业务在 2026 年上半年有所下滑，我们预计在下半年将回升，全年看预计销量下滑中单位数，单价微降，在 2027 年起预计销量逐步修复，主要依据是机器人需求景气度提升带来的零部件增长，以及空调保有量更新周期＋海外暖通需求自然增长带来的暖通家电零部件市场修复。预计该业务的毛利率将随着景气度抬升同步修复。该部分 2024 年旧口径含新能源，与 2025 年口径有差异，因此同比数据不可比。

表 4 公司工业技术业务预测（亿元）

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
收入	336.10	272.32	253.43	273.70	294.32
收入同比			(6.9%)	8.0%	7.5%
营业成本	276.49	224.68	212.88	227.99	243.70
毛利	59.62	47.64	40.55	45.71	50.62
毛利率	17.7%	17.5%	16.0%	16.7%	17.2%

资料来源：Wind、湘财证券研究所

注：2024 年含新能源

B 端其他业务预计实现双位数左右的收入增长，毛利率较为稳定。该业务涵盖了美的集团的能源、医疗、物流等板块。我们预计在预测期间内该业务的量增将成为主要驱动项，价格变化不大，毛利率也相对稳定。2025 年分类调整使得同比数据不可比。

表 5 公司 B 端其他业务预测（亿元）

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
收入	137.16	287.19	310.16	349.12	385.95
收入同比			8.0%	12.6%	10.6%
营业成本	122.30	254.85	272.01	303.73	333.08
毛利	14.85	32.33	38.15	45.39	52.88
毛利率	10.8%	11.3%	12.3%	13.0%	13.7%

仅供内部参考，请勿外传

资料来源：Wind、湘财证券研究所

其他业务收入在历史上整体相对稳定，预计变化不大。

表 6 公司其他主营业务预测（亿元）

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
收入	331.21	337.72	337.72	351.22	361.76
收入同比		2.0%	0.0%	4.0%	3.0%
营业成本	286.98	285.26	285.03	296.08	304.60
毛利	44.23	52.46	52.68	55.14	57.16
毛利率	13.4%	15.5%	15.6%	15.7%	15.8%

资料来源：Wind、湘财证券研究所

注：各版块收入加总略小于公司营业总收入，因公司营业总收入中除一般企业的营业收入外，另有部分金融业务利息、手续费及佣金收入等。

4.2 费用、损益类科目预测

我们预计公司税金在营收的占比与历史趋势保持基本一致。

预计公司 2026 年的销售费用率将有显著下降。2026H1 公司销售费用率仅为 8.3%，显著低于历史水平，我们预计 2026H2 销售费用率环比 H1 小幅回升至 8.9%，预计全年销售费用率显著回落。

其他管理、研发等费用率的预测较历史波动不大，不再赘述详细拆分过程。

表 7 公司税金及部分费用预测（亿元）

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
税金及附加	21.20	22.17	22.62	25.67	27.41
销售费用	387.54	428.91	407.73	451.85	478.02
销售费用率	9.5%	9.4%	8.6%	8.8%	8.7%
管理费用	145.06	160.92	162.57	174.58	183.64
管理费用率	3.6%	3.5%	3.4%	3.4%	3.4%
研发费用	162.33	177.88	177.57	197.68	213.79
研发费用率	4.0%	3.9%	3.7%	3.9%	3.9%

资料来源：Wind、湘财证券研究所

注：公司营业总收入≠营业收入，以上费用率分母均采用公司营业收入口径。

公允价值变动损益是对公司 2026 年业绩影响最大的损益类科目。我们对公司 2026 年的业绩预测显著高于 Wind 一致预期的表观值，主因我们预计公司 2026 年将取得超过 250 亿元的公允价值变动损益，对利润有显著影响（尽管不影响扣非利润）。我们给予显著高的预测，主因公司持有的长鑫科技股权，

仅供内部参考，请勿外传

在上市后大幅增值。

长鑫科技投资款账面浮盈，可能为公司带来超过 200 亿元公允价值变动收益。据长鑫科技招股书披露，美的投资在长鑫科技上市前持有长鑫科技 0.84%的股份，我们测算在上市稀释后，该持股比例约被稀释至 0.74%。截至 2026 年 9 月 25 日，长鑫科技最新收盘市值已超过 3.8 万亿元，出于谨慎性考虑，我们假设至 2026 年 12 月 31 日，长鑫科技市值为 3.5 万亿元，则该笔投资将为美的集团 2026H2 带来超过 200 亿元的账面浮盈，并依据会计准则将被记入公允价值变动损益科目。此外，据公司半年报披露，公司在 2026H1 有约 50 亿元的公允价值变动收益。

除公允价值变动损益外，其他损益类科目的预测值较历史数据整体波动不大。

表 8 公司部分损益类科目预测（亿元）

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
其他收益	32.35	26.64	26.71	28.24	30.15
投资收益	14.43	16.95	36.88	15.40	16.45
公允价值变动损益	13.02	7.82	**252.97**	5.13	5.48
信用减值损益	(0.05)	(3.56)	(8.66)	(6.16)	(6.58)

资料来源：Wind、长鑫科技上市招股书、湘财证券研究所测算

4.3 盈利预测与估值

我们预测公司 2026-2028 年营业总收入分别为 4779/5153/5501 亿元，同比+4.2%/+7.8%/+6.8%；同期归母净利润分别为 659/502/571 亿元，同比+50.1%/-23.8%/+13.7%；同期 PE 分别为 9.5X/12.5X/11.0X（截至 2026 年 9 月 28 日）。

5 投资建议与风险提示

5.1 投资建议

我们预测公司 2026-2028 年归母净利润分别为 659/502/571 亿元，同比+50.1%/-23.8%/+13.7%。我们看好美的将成熟家电业务的规模、现金流和组织能力，持续复制到海外市场与 To B 业务。智能家居提供稳定的经营底盘，楼宇科技、工业技术及机器人业务扩大公司可触达的市场；核心零部件自制、

仅供内部参考，请勿外传

数字化供应链和渠道效率支撑长期竞争力。本轮股价上涨主要由业绩驱动，估值未出现明显扩张。鉴于 2026 年表观利润受非经常性收益扰动，投资判断更应关注海外自主品牌、To B 订单、主营毛利率和费用率的持续兑现。首次覆盖，给予“买入”评级。

5.2 风险提示

1、国内家电需求及竞争加剧风险。 智能家居仍是公司最主要的收入和利润来源。若居民家电更新需求低于预期、房地产相关需求持续疲弱，或同行加大促销力度，公司可能需要以价格和费用投入维持市场份额。届时，智能家居业务的销量、均价及毛利率可能同时承压，并削弱成熟业务对新业务投入的支持能力。

我们假设受到外部环境影响，国内家电需求恶化，导致 2026-2028 年间，公司智能家居业务销量增速每年均较假设下降 1pct，则公司收入较原预测值分别变动-0.6%/-1.2%/-1.8%，同期净利润-0.5%/-1.6%/-2.3%。

2、海外经营不及预期风险。 公司持续推进海外自主品牌、本地渠道及制造布局，海外业务是收入增长的重要来源。若主要市场消费需求放缓、贸易政策或关税发生不利变化，或本地化生产和渠道建设进度慢于预期，海外收入增速可能低于预测。汇率波动及区域间产品结构变化，也可能使海外业务的收入增长未能转化为相应的利润增长。

3、To B 业务增长与整合不及预期风险。 楼宇科技、工业技术及机器人业务分别受到商业建筑和数据中心项目、下游零部件需求及制造业资本开支的影响。若客户投资推迟、订单交付放缓，或新产品拓展与并购业务整合不及预期，相关业务的收入增长和盈利改善可能低于预测。To B 业务投入具有一定前置性，规模扩张放缓还可能拖累阶段性利润率。

4、原材料成本上涨及费用率回升风险。 铜、铝等原材料是家电及工业零部件的重要成本项目。若价格持续上涨，而公司无法通过采购、产品结构调整或终端提价充分消化，主营业务毛利率可能下降。此外，报告预计 2026 年销售费用率较历史水平回落；若海外品牌建设、渠道投入或国内促销费用高于预测，收入增长对经营利润的拉动可能弱于预期。

5、公允价值变动收益低于预测风险。 报告预计 2026 年公允价值变动收益约 253 亿元，其中对长鑫科技股权的测算依赖年末市值、持股比例及会计确认等假设。若年末市场价格低于假设，或最终会计处理、确认时点与预测不同，该项收益及 2026 年归母净利润可能明显低于预测。该收益不产生当期

仅供内部参考，请勿外传

经营现金流，公允价值变动属于非经常性损益，不反映公司主营业务经营趋势。

仅供内部参考，请勿外传

附表 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表（单位：亿元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	852.47	1653.61	1784.48	1939.46
应收票据及账款	649.01	714.46	770.38	822.39
预付账款	29.87	39.05	42.11	44.95
其他应收款	31.91	28.61	30.85	32.93
存货	646.29	679.62	729.01	772.41
其他流动资产	1957.08	1495.47	1610.21	1716.95
流动资产总计	4166.62	4610.81	4967.03	5329.09
长期股权投资	47.75	47.75	47.75	47.75
固定资产	481.54	395.31	321.55	258.01
在建工程	30.55	97.46	144.77	174.47
无形资产	216.19	165.65	115.53	62.75
长期待摊费用	23.73	11.87	0.00	0.00
其他非流动资产	1121.54	1124.34	1122.84	1121.84
非流动资产合计	1921.29	1842.38	1752.43	1664.82
资产总计	6087.92	6453.19	6719.47	6993.91
短期借款	439.05	307.33	215.13	150.59
应付票据及账款	1308.02	1331.67	1428.45	1513.49
其他流动负债	1686.77	1992.08	2144.80	2276.73
流动负债合计	3433.84	3631.09	3788.38	3940.82
长期借款	177.55	130.01	83.24	39.57
其他非流动负债	112.29	112.29	112.29	112.29
非流动负债合计	289.84	242.30	195.54	151.86
负债合计	3723.68	3873.39	3983.92	4092.68
股本	75.97	75.97	75.97	75.97
资本公积	453.51	453.51	453.51	453.51
留存收益	1702.73	1913.75	2064.42	2224.33
归属母公司权益	2232.21	2443.22	2593.90	2753.81
少数股东权益	132.03	136.58	141.66	147.42
股东权益合计	2364.24	2579.81	2735.55	2901.24
负债和股东权益合计	6087.92	6453.19	6719.47	6993.91

现金流量表（单位：亿元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	445.20	400.23	465.55	532.30
折旧与摊销	93.40	174.22	179.94	175.61
财务费用	-59.04	-35.83	-65.12	-77.51
投资损失	-16.95	-36.88	-15.40	-16.45
营运资金变动	52.80	685.91	24.14	9.90
其他经营现金流	18.05	65.54	45.19	48.24
经营性现金净流量	533.46	1253.19	634.30	672.10
资本支出	91.94	95.00	90.00	88.00
长期投资	264.72	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	80.62	234.78	11.98	12.79
投资性现金净流量	253.40	139.78	-78.02	-75.21
短期借款	128.96	-131.71	-92.20	-64.54
长期借款	21.71	-47.54	-46.76	-43.68
普通股增加	-0.59	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	-45.69	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-753.97	-412.57	-286.45	-333.70
筹资性现金净流量	-649.58	-591.83	-425.41	-441.91
现金流量净额	133.90	801.14	130.87	154.98

利润表（单位：亿元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	4585.02	4779.13	5153.16	5501.09
营业成本	3359.90	3534.30	3791.16	4016.86
税金及附加	22.17	22.62	25.67	27.41
销售费用	428.91	407.73	451.85	478.02
管理费用	160.92	162.57	174.58	183.64
研发费用	177.88	177.57	197.68	213.79
财务费用	-59.04	-35.83	-65.12	-77.51
资产减值损失	-11.56	-20.42	-10.27	-10.96
信用减值损失	-3.56	-8.66	-6.16	-6.58
其他经营损益	20.49	0.00	0.00	0.00
投资收益	16.95	36.88	15.40	16.45
公允价值变动损益	7.82	252.97	5.13	5.48
资产处置收益	-0.76	-1.78	0.00	0.00
其他收益	26.64	26.71	28.24	30.15
营业利润	529.79	795.88	609.68	693.41
营业外收入	4.58	4.26	4.11	4.39
营业外支出	3.51	2.01	2.57	2.74
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	530.86	798.13	611.22	695.05
所得税	85.65	134.16	103.91	118.16
净利润	445.21	663.96	507.31	576.89
少数股东损益	5.75	4.55	5.07	5.77
归属母公司股东净利润	439.46	659.41	502.24	571.12
EBITDA	565.21	936.51	726.05	793.15
NOPLAT	373.23	423.32	447.72	506.64
EPS(元)	5.76	8.64	6.58	7.49

主要财务比率

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营收增长率	12.08%	4.23%	7.83%	6.75%
营业利润增长率	14.19%	50.22%	-23.40%	13.73%
EBIT 增长率	8.81%	61.57%	-28.36%	13.08%
EBITDA 增长率	10.43%	65.69%	-22.47%	9.24%
归母净利润增长率	14.03%	50.05%	-23.83%	13.72%
经营现金流增长率	-11.84%	134.92%	-49.39%	5.96%
盈利能力				
毛利率	26.72%	26.05%	26.43%	26.98%
净利率	9.58%	13.80%	9.75%	10.38%
营业利润率	11.55%	16.65%	11.83%	12.60%
ROE	19.69%	26.99%	19.36%	20.74%
ROA	7.22%	10.22%	7.47%	8.17%
ROIC	22.81%	16.81%	25.25%	29.86%
估值倍数				
P/E	14.24	9.49	12.46	10.95
P/S	1.36	1.31	1.21	1.14
P/B	2.80	2.56	2.41	2.27
股息率	4.69%	7.17%	5.62%	6.57%
EV/EBIT	13.19	7.33	9.81	8.32
EV/EBITDA	11.01	5.97	7.38	6.48
EV/NOPLAT	16.68	13.20	11.97	10.14

数据来源：iFinD、湘财证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

分析师声明

本人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，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

买入： 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持： 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性： 未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持： 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出： 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不作任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价，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书面或口头承诺均为无效。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。