

美的集团（000333.SZ）

公司报告 | 首次评级报告



2025年9月8日

基本信息

所属行业	消费品
当前股价	77.03
总市值	5910.13亿
PE-TTM	13.51
PB-MRQ	2.73

估值结果

	价值	10014亿
DDM估值	上行空间	69%
	状态	低估
	价值	9684亿
动态估值	上行空间	64%
	状态	低估

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★☆

核心评级结论

美的集团是全球规模最大的家电企业，主要业务有大家电和小家电等C端产品；以及机器人与自动化、新能源及工业技术等面向B端的工商业解决方案。

公司成长空间一般，C端大家电业务较为成熟，主要靠更新需求拉动；B端业务与房地产等其他行业相关，公司市占率有一定的不确定性。盈利趋势星级中等，主要系大家电业务面临小米的强势竞争，未来可能加大投放；叠加利润率较低的B端业务占比逐步提升。产业格局星级较高，主要系中国大家电市场集中度较高；B端业务中公司在家电压缩机中的市占率较高。公司具备深厚的护城河，美的深耕家电行业多年，品牌实力雄厚，线下渠道覆盖广泛，规模效应显著，企业护城河深厚。

美的集团的市值具备较高的上行空间，主要是由于国内市占率能够保持稳定，以及海外市场有较大的增长空间。

我们区别于市场的观点

我们认为美的集团当前被低估，原因在于：（1）市场担忧今年的以旧换新国家补贴透支明年的内销需求，以及小米的强势进入会对家电领域的竞争格局产生影响。（2）市场担忧出口具有不确定性。我们认为，今年的以旧换新补贴确实可能透支明年的家电需求，但我们做了敏感性测算，认为如果行业发生下滑对于美的的业绩的影响程度较小，当前股价已经price in 以上信息。美的集团的海外空间，尤其是新兴市场仍然巨大，对于美的未来的增长空间无需过度悲观。

风险提示

面对小米的强势竞争，收入端增速可能受到冲击，以及公司可能加大费用投放，对于盈利能力造成不利影响；原材料价格大幅上涨可能影响公司的盈利能力。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	4
3.2 营销强度	5
3.3 客户集中度	5
3.4 供应商集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	8
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	9
6.2 动态估值	10
6.3 DDM估值	11
6.4 估值确定性	11

图表目录

图1：预测2025年收入占比	4
图2：预测2025年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	5
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	6
表1：护城河详解表	8
表2：公司整体业绩预测	10
表3：公司分业务业绩预测	10
表4：公司整体及分业务动态估值	10
表5：公司整体及分业务DDM估值	11

1. 基本信息

公司业务主要分为智能家居和商业及工业解决方案两大板块，其中智能家居涵盖空调、冰箱、洗衣机、厨电及小家电等C端家电产品；商业及工业解决方案分为新能源及工业技术、智能建筑科技、机器人与自动化、其他创新业务。

2. 业务介绍

对于美的集团公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

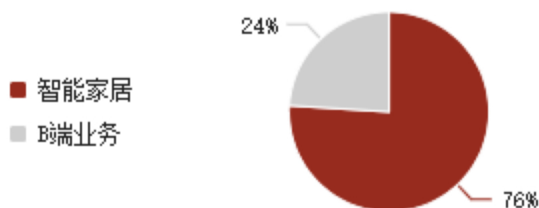
智能家居：

主要包括空调、冰箱、洗衣机、厨电和小家电。智能家居业务包含国内和国外收入。

B端业务：

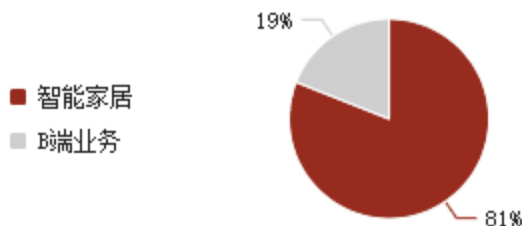
主要包括新能源及工业技术、智能建筑科技、机器人及自动化和创新业务。B端业务包含国内和国外收入。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

美的集团主要经营的是家电的制造与销售。部分家电业务进行外包生产，资产强度较低。家电产品的销售主要针对C端，客户集中度较低；工业解决方案主要为新能源及工业技术、机器人及自动化、智能建筑科技业务，针对B端客户。智能家居业务具备极强的消费属性，需要维持一定的营销投入维持品牌力。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

公司虽然为家电制造企业，但是美的集团的资产较轻。公司会把小家电业务进行外包，单位收入需要的固定资产仅为0.1倍左右，资产较轻。

3.2 营销强度

低 较低 **中等** 较高 高

作为消费品公司，美的需要不断进行营销投放维持品牌力。2024年销售费用达387.5亿元，同比增长11%，销售费用率提至 9.5%，高于格力电器。

3.3 客户集中度

低 **较低** 中等 较高 高

公司80%的收入来自于智能家居业务，智能家居业务主要面向C端。前五大客户的集中度约为14%，客户集中度较低。

3.4 供应商集中度

低 较低 中等 较高 高

美的集团前5大供应商占比为5.97%，供应商集中度低。供应商集中度低主要是由于分散采购原材料，以及自研核心部件，压缩机等关键零部件实现部分资产，降低对外采购依赖。

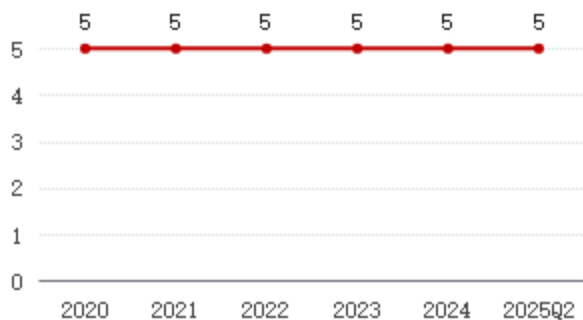
4. 历史经营绩效

公司的业务控制能力星级高，主要是由于上下游议价能力强，规模效应突出；历史上公司经营稳健，盈利能力和成长能力星级较为稳定。

4.1 历史盈利能力

★★★★★

图3：近年公司盈利能力趋势图



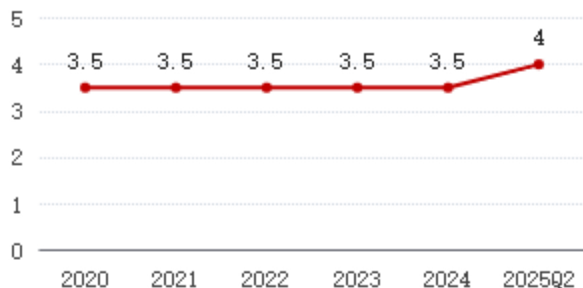
数据来源：公司财报，壹评级

公司的盈利能力较好，毛利率向下波动的幅度较小，拉长时间维度看毛利率呈现上升的趋势。公司毛利率受原材料成本等影响有所波动，2022年以来毛利率稳步回升，处于行业中游水平。公司的扣非归母净利润率在可比公司中位于中上水平，且自2022年以来稳步提升。公司ROE维持在22%以上的较好水平，位于行业上游。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



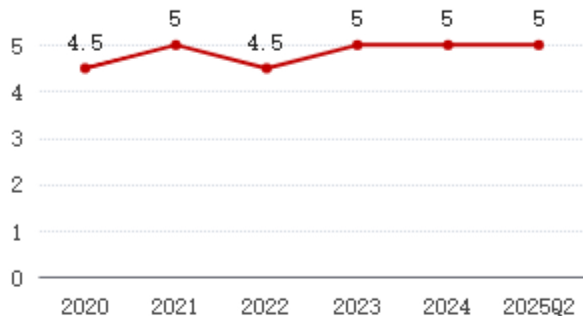
数据来源：公司财报，壹评级

公司的历史成长能力星级较高。历史上营业收入稳健增长，外销增长速度高于内销。2015-2024年收入CAGR为12.7%，归母净利润CAGR为13.1%，归母净利润复合增速略高于收入增速。2025年一季度由于国内以旧换新+外销高景气，公司收入和利润实现大幅增长，成长星级提升。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★★

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



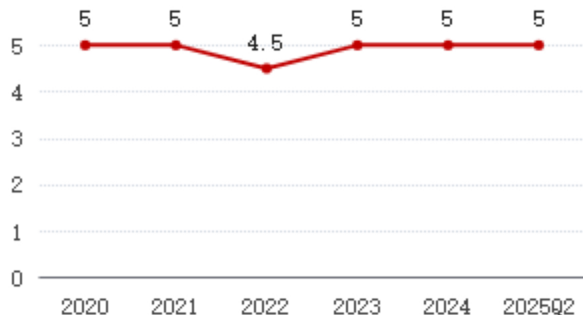
数据来源：公司财报，壹评级

公司在产业链上下游具备极强的议价能力，凭借无偿占用上下游资金构建起显著竞争优势。上游端，公司通过核心部件自主研发（其中美芝压缩机全球市占率位居第一），搭配多家分散化供应商布局，再以规模化采购进一步强化对上游的议价权；下游端则通过“先款后货”的合作模式，实现了对下游客户的强势议价。

4.4 股东回报评级

★★★★★

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

分红比例超过60%，财务结构健康，有息负债较低，现金储备充足，公司有能力且愿意高分红，股东回报星级高。

5. 四维评级

美的为全球家电龙头，在家电领域深耕多年，具备深厚的品牌+渠道+规模效应护城河；国内大家电行业市场集中度较高，公司为家电行业的龙头，产业格局星级较高。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司的主营业务是大家电和小家电。大家电行业非常成熟，未来主要依靠更新需求增长，天花板较低；小家电更偏可选消费属性，成长确定性较弱。综上公司成长星级一般。

智能家居(2.5星)：

智能家居业务主要包括空调、冰箱、洗衣机、厨电和小家电。大家电行业非常成熟，未来主要依靠更新需求增长；小家电更偏可选消费属性，成长确定性较弱。智能家居业务的成长星级较低。

B端业务(3.5星)：

B端业务核心驱动力来自新能源、智能建筑科技等领域的突破，新能源及工业技术板块增速较快；B端各板块业务的市占率均有提升的空间，综合来看B端业务成长空间较高。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

今年以旧换新政策可能会透支明年甚至后年的家电行业的需求，未来三至5年下游需求的边际变化可能为小幅下降；B端业务的产品较为同质化，对于盈利趋势星级有所拖累。

智能家居(3星)：

明年家电内销增速可能放缓；空调业务面对小米的竞争，行业内存在价格战；以及公司外销增速较快，外销毛利率低于内销毛利率，短期内毛利率有一定的压力。

B端业务(2星)：

B端业务的产品较为同质化，毛利率低于C端业务。产品较为同质化，叠加下游需求的可预测性较差，美的B端盈利趋势星级较低。

5.3 产业格局

★★★★☆

大家电和小家电行业具备极强的消费品属性，品牌与渠道壁垒比较高；美的在产业链中具备很强的话语权，上下游议价能力高；公司产业格局星级较高。

智能家居(3.5星)：

空调行业：美的与格力形成双寡头竞争格局。美的内销份额持续提升。洗衣机行业：中国洗衣机龙头企业，全品类布局把握高端化的消费趋势。美的洗衣机内销量份额维持在30%左右。冰箱行业：内销量份额不断攀升，位列行业第二。

B端业务(3星):

美的在家电压缩机的市占率相对较高，为全球龙头；B端业务的其他板块市占率均较低。

5.4 护城河

★★★★☆

美的在家电行业深耕多年，具有深厚的品牌、渠道以及规模经济护城河。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
智能家居	(5星)美的集团上下游占款能力极强，业务控制力星级高；超额ROIC高于15%。公司为全球家电龙头企业。国内市场，在空调行业市占率第一，冰箱和洗衣机市场市占率第二。	(4.5星)智能家居业务的护城河来源于品牌、渠道、以及规模优势。美的品牌在国内知名度高，消费者心智强，公司自有品牌出海增速较快，不断提升全球品牌知名度，预计未来品牌护城河比较稳定；公司下沉渠道广，很难被竞争对手超越；公司具备产业链一体化优势，预计未来规模经济护城河保持稳定。
B端业务	(4星)美的集团B端业务的超额ROIC低于智能家居业务，超额ROIC在10%左右。公司在家电压缩机领域为全球龙头，但是在B端其他业务的市占率较低；公司上下游占款能力极强，业务控制星级高。	(4星)B端业务的护城河来源于品牌以及规模经济。在空调压缩机领域，美的旗下的品牌知名度高，具有非常深厚的品牌护城河，预计未来品牌护城河稳定；公司具备产业链一体化优势，预计未来规模经济护城河保持稳定。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于美的在国内的市占率能够保持稳定，以及海外市场有较大的增长空间的假设，公司当前为低估水平。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务包括智能家居业务和B端业务，我们分业务进行盈利预测并估值，各业务的预测核心假设及逻辑如下：

1. 智能家居业务：（注：市占率为研究员测算口径）

收入假设：

- 1) 国内白色家电业务：市占率预计从2024年的18.5%提升至2035年的23%；市场规模方面，预计今年的以旧换新政策会透支明年的白色家电需求，预计明年大家电行业市场规模下滑5%，之后保持3%-5%的增速。
- 2) 海外白色家电业务：市占率预计从2024年的2.5%提升至2035年的3.5%；市场规模方面，预计2025-2029年全球（除中国）白色家电市场规模CAGR为5%。
- 3) 厨电业务：预计美的国内市占率从2024年的12%提升至2035年的13.5%。市场规模方面，预计今年的以旧换新政策会透支明年的厨电需求，预计明年厨电行业市场规模下滑7%。
- 4) 小家电业务：预计美的小家电国内市占率从2024年的6%提升至2035年的8%。市场规模方面，预计今年的以旧换新政策会透支明年的小家电需求，预计明年小家电行业市场规模小幅下滑。2028-2028年国内小家电市场CAGR约为6%。

盈利能力假设：

- 1) 短期内受到行业价格战的影响，公司毛利率有所下滑；长期看随着产品结构不断优化，以及海外毛利率提升，智能家居毛利率仍然有小幅提升空间。
- 2) 公司历史上盈利能力十分稳健，结合公司产业链优势地位稳固，以及可以将成本压力的一部分转嫁至下游，预计智能家居业务未来盈利能力保持稳定。

2. B端业务：

收入假设：

拆分为新能源及工业技术、机器人自动化、智能建筑科技。分业务展望行业远期的规模，以及美的远期市占率，计算出年均复合增速。

盈利能力假设：

- 1) 公司逐步加大游核心零部件的研产和强化在国内的布局，预计毛利率有望保持稳定或者小幅提升。
- 2) 结合公司产业链优势地位稳固，预计B端业务净利率能够保持稳定。

表2：公司整体业绩预测

美的集团	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	3457.1	3737.1	4090.8	4693.2	4834.7	5206.7	5604.3	6055.8
归母净利润(亿)	295.5	337.0	385.2	442.0	478.5	512.6	548.9	590.1
归母净利润增速(%)	3.4	14.0	14.3	14.7	8.3	7.1	7.1	7.5
经营性净利润(亿)	255.9	288.6	325.9	381.3	417.9	452.0	488.3	529.6
经营性净利润增速(%)	6.8	12.8	12.9	17.0	9.6	8.2	8.0	8.5
经营性归母净利润(亿)	253.7	288.3	324.0	379.1	415.5	449.4	485.5	526.6
经营性归母净利润增速(%)	7.5	13.6	12.4	17.0	9.6	8.2	8.0	8.5

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

智能家居	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	2736.0	2888.7	3183.0	3565.2	3599.3	3838.1	4119.2	4440.8
收入增速(%)	-1.7	5.6	10.2	12.0	1.0	6.6	7.3	7.8
经营性净利润(亿)	221.8	254.7	285.1	329.6	349.2	374.5	403.5	436.5
经营性净利率(%)	8.1	8.8	9.0	9.2	9.7	9.8	9.8	9.8
经营性净利润增速(%)	15.2	14.8	11.9	15.6	5.9	7.3	7.7	8.2
B端业务	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	721.1	848.4	907.8	1128.1	1235.4	1368.5	1485.1	1615.0
收入增速(%)	10.8	17.7	7.0	24.3	9.5	10.8	8.5	8.8
经营性净利润(亿)	34.1	33.9	40.8	51.7	68.7	77.5	84.9	93.2
经营性净利率(%)	4.7	4.0	4.5	4.6	5.6	5.7	5.7	5.8
经营性净利润增速(%)	-27.6	-0.8	20.6	26.7	32.9	12.7	9.5	9.8

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
智能家居	4.9%	中等-	较好	强	7.5%	18	425.5
B端业务	4.2%	中等-	较好	较强	7.8%	15.65	90.4
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
智能家居(亿)	1118.9	5734.5	6853.4	1360.3	39.1	6.4	8181.0
B端业务(亿)	129.9	1049.4	1179.4	293.3	7.4	38.0	1503.2
公司整体测算(亿)	1248.9	6783.9	8032.7	1653.6	46.5	44.4	9684.2

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
智能家居(亿)	3315.7	3776.1	7091.8	1360.3	39.1	6.4	8419.4
B端业务(亿)	567.6	702.8	1270.3	293.3	7.4	38.0	1594.2
公司整体测算(亿)	3883.3	4478.8	8362.1	1653.6	46.5	44.4	10013.6

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

美的集团历史经营根基扎实，多年来收入与利润始终保持稳健增长，展现出强经营韧性。虽然公司B端收入占比持续提升，且B端下游覆盖行业广泛，导致其业务增速、市占率的短期确定性相对偏弱，但B端多元布局实则分散了单一行业风险，叠加公司成熟的运营体系与风险把控能力，整体经营稳定性未受显著影响，公司估值确定性较高。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测-作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任作有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。