

# 空调稳健冰洗回温，盈利靓丽现金丰沛

## ——美的集团 (000333.SZ) 2019 年三季度报点评

公司简报

### 买入 (维持)

当前价：53.47 元

#### 分析师

金星 (执业证书编号：S0930518030003)

021-52523878

[jinxing@ebsecn.com](mailto:jinxing@ebsecn.com)

甘骏 (执业证书编号：S0930518030002)

021-52523877

[ganjun@ebsecn.com](mailto:ganjun@ebsecn.com)

王奇琪 (执业证书编号：S0930519050001)

021-52523880

[wangqq@ebsecn.com](mailto:wangqq@ebsecn.com)

王彦玮 (执业证书编号：S0930519100001)

021-52523879

[wangyw@ebsecn.com](mailto:wangyw@ebsecn.com)

#### 市场数据

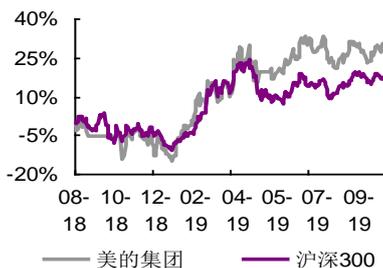
总股本(亿股)：69.39

总市值(亿元)：3710.23

一年最低/最高(元)：34.64/55.66

近3月换手率：19.80%

#### 股价表现(一年)



#### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	3.19	-3.68	25.97
绝对	4.19	-3.13	51.08

资料来源：Wind

#### 相关研报

业绩靓丽，余粮充沛——美的集团 (000333.SZ) 2019 年中报点评  
 ..... 2019-09-01

#### 事件：

公司发布三季度报，收入/利润增速维持 19H1 基调，并表小天鹅少数权益增厚归母净利，整体表现符合预期。美的集团 10 月 30 日晚间公布 2019 年三季度报，公司 19 年前三季度实现营收 2209 亿元，同比+7.4%；净利润 224 亿元，同比+17.1%，归母净利润 213 亿元，同比+19.1%。

公司 19Q3 实现营业收入 671 亿元，同比+6.4%；单季净利同比+19%，单季归母净利同比+23%，由于 19Q3 起小天鹅少数股东权益正式并表，增厚单季归母净利润增速约 4pct。

在外部成本红利继续及公司运营提效的支撑下，公司收入利润增速基本维持 19H1 基调，利润端增速领先收入端，业绩表现符合预期。

#### ◆收入解读：弱行业环境下空调收入维持个位数增长，洗衣机/小家电增速回暖支撑单季表现

公司家电主业收入约 607 亿元，同比+7.5%，增速环比小幅放缓；库卡单季营收约 63 亿人民币，欧元口径收入同比-2.1%，具体来看：

原主业：空调单季增速回落至个位数，小家电/洗衣机恢复双位数增长。

#### 空调：

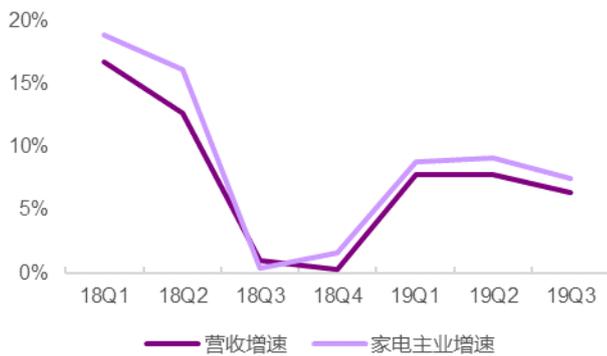
单季行业需求个位数下滑，品牌均价进一步下探。19Q3 空调零售量和内销出货量分别同比-4%/-3%，小幅下滑，增速有一定温和回落。同时主要品牌均价下降幅度进一步扩大（线下降价普遍达 5% 以上，线上为两位数水平）。

美的零售份额保持强势，估算单季内外销个位数增长。整体需求虽然有一定压力，但美的的份额依旧维持强势，线上销量份额同比+7~8pct，线下份额同比+3~4pct（奥维采样数据）增长势头不减，估计单季安装卡和内销出货保持同比两位数增长，但考虑出厂均价的下行，估计单季内销收入为中低个位数增长，外销为中个位数增长。

#### 家用电器：洗衣机/小家电单季收入增速环比提升

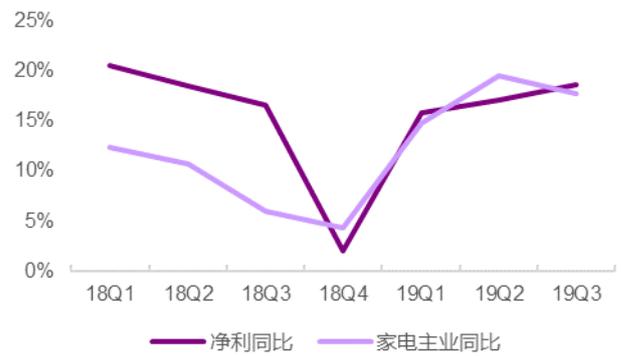
1) 洗衣机 19H1 增速在 5% 左右，主要因内销增长放缓所致，伴随着前期双品牌战略的逐步成熟，份额同比增长，内销出货回暖，估计单季整体收入回归 10% 以上增速；2) 冰箱内外销估计维持 19H1 增长趋势，同比 10% 左右增长；3) 小家电单季表现随着厨电调整见效（维持高两位增长）以及出口订单的回暖，整体收入估计从 19H1 小个位数提升至 10% 左右。

图 1：公司整体/家电主业（含东芝）收入及同比增速



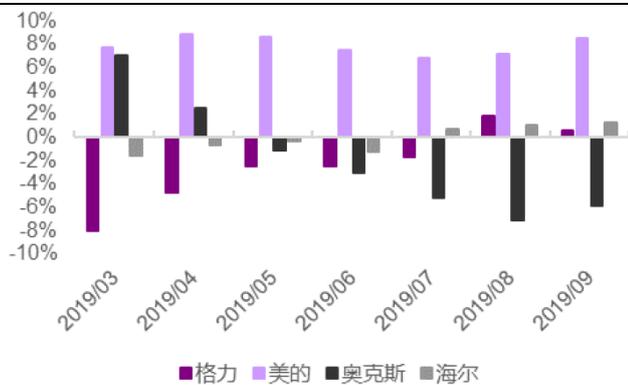
资料来源：Wind，光大证券研究所推算

图 2：公司整体/原主业利润同比增速



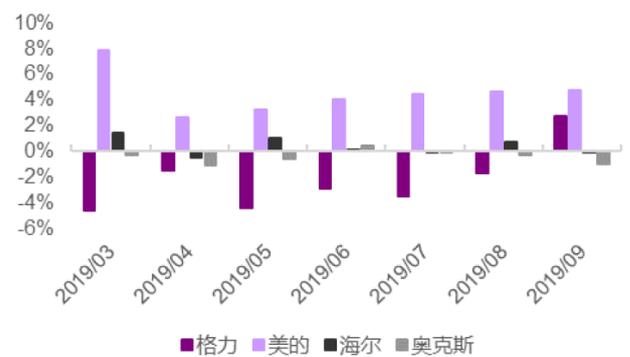
资料来源：Wind，光大证券研究所推算

图 3：空调线上零售份额同比变动



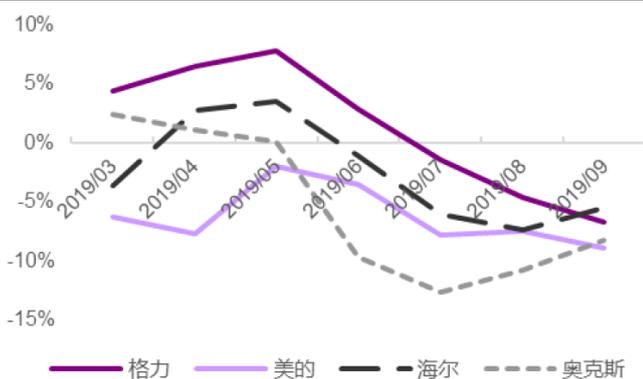
资料来源：产业在线，光大证券研究所

图 4：空调线下零售份额同比变动



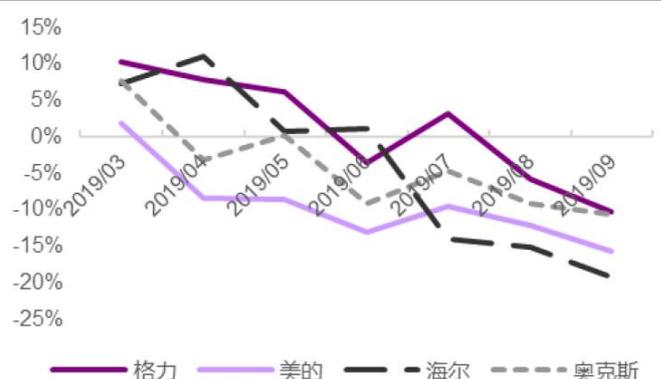
资料来源：奥维云网，光大证券研究所

图 5：空调线下 ASP 同比增速



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

图 6：空调线上 ASP 同比增速



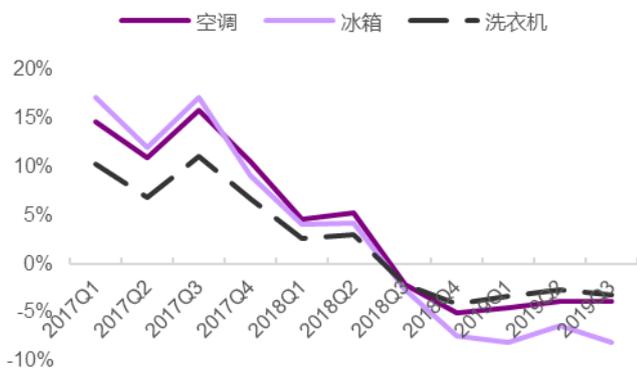
资料来源：奥维云网，光大证券研究所

并表业务：库卡收入小幅下滑，剔除同期一次性收益后利润率基本维稳

库卡 19Q3 实现营收 8.3 亿欧元，同比-2.1%，单季归母净利润 0.27 亿欧元，同比+19.1%。累计来看，Q1~Q3 收入端同比-3.1%，利润端同比-15.0%

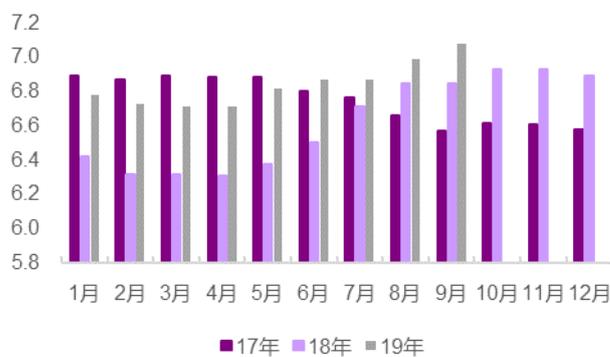
(18Q2 有一次性损益因素影响)。在全球经济增速回落，投资放缓的大环境中，库卡主要业务线都有一定同比下滑，但物流业务订单数有 40% 以上同比增长。中国区业务订单和收入均有一定同比下滑，主要受中美贸易争端和全球贸易环境趋紧的影响。考虑整体需求压力，公司调整全年收入指引为 32 亿欧元（18 年为 32.4 亿欧元，原指引为 33 亿欧元）。

图 7：原材料成本同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所测算

图 8：人民币兑美元汇率



资料来源：Wind，光大证券研究所

#### ◆盈利解读：单季毛利率同比+0.7pct，少数权益并表增厚归母净利润

##### 毛利：毛利继续同比提升，竞争和出口订单调价挤占部分红利

公司单季毛利率为 28.2%，同比+0.7pct，前三季度累计毛利率同比+1.8pct。单季毛利率保持同比提升，但提升幅度环比收窄。一方面由于内销方面空调品牌整体降价幅度较大，冲淡了一部分原材料成本红利；另一方面出口订单进行了一定的调价，外销毛利率提升幅度收窄。

##### 净利：单季营业利润同比+13%，税率+少数权益因素提升归母增速

19Q3 公司销售/管理/研发费用率分别同比+0.3/-0.5/-0.2pct，单季费用率有小幅收缩，但 Q1~Q3 累计来看，基本保持稳定。单季营业率 10.8%，同比+0.7pct，营业利润同比+13%，主要受毛利率增幅收窄影响，增速较 19H1 小幅放缓。

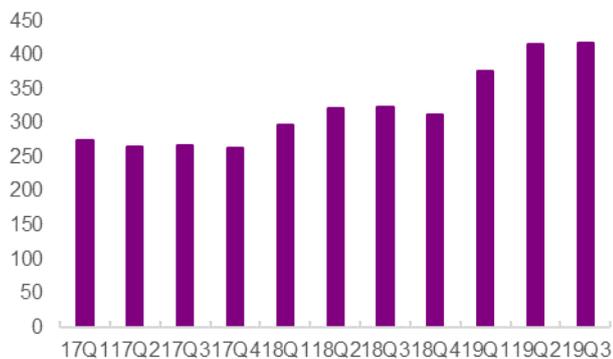
单季所得税率有一定同比下降（推测因为高新企业认证等事项导致的季度间税率波动），净利润同比+19%，叠加小天鹅少数股东权益并表，归母净利润同比+23%。

#### ◆运营解读：业绩余量充足，现金状况良好

18 年以来其他流动负债规模趋势提升，业绩余量充足。公司期末其他流动负债达 418.6 亿元，环比微增 3.4 亿元，创历史新高。美的其他流动负债科目从 18 年以来持续趋势上行，预提了大量销售返利与安装费，经营谨慎，业绩余量充足，已经基本锁定后续 1~2 年的稳定增长。

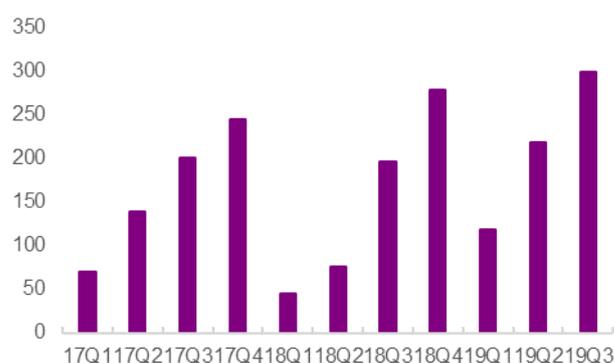
经营净现金流继续改善，账面现金资产有望更好回报股东。19Q1~Q3 经营活动净现金流为 298 亿元，同比+52%，且显著高于当期净利规模。现金流状况的持续提升使得截止报告期末公司账面净现金资产（货币现金+理财-有息负债）规模达到 772.5 亿元，同比+13%。在账面现金高企的背景下公司吸并优质资产小天鹅的少数权益，分红回购规模持续扩大（2018 年分红+回购规模 125 亿），更好保障股东权益。

图 9：美的其他流动负债规模（亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 10：公司经营净现金流走势（累计值，亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所

#### ◆空调靓丽表现是基本面核心支撑，弱周期中更显龙头强大增长韧性

快速拥抱新周期，空调业务是靓丽基本面的核心支撑。为何美的能在行业整体弱周期维持较为良好的基本面增长？核心因素拉动因素便在于空调。美的空调份额走强的最核心支撑来源于产品价格竞争力的迅速提升。而价格竞争力提升的背后是新一轮战略变革红利，实现了全产业链提效和对电商、网批等新渠道的积极拥抱，充分享受到增长红利。

弱周期中凸显龙头增长韧性。除空调业务带来的稳定增长动力外，19H1 增速表现不佳的洗衣机和小家电业务在 19Q3 增速环比提升，体现出公司强大快速的经营调整能力，保障了弱周期中的增长韧性。

#### ◆投资建议：

行业增长承压背景下，公司交出了一份靓丽的三季报。收入/利润增速依旧维持 19H1 基调。在行业景气度底部周期表现出了强大的增长确定性。经营优质，现金流继续同比改善，其他流动负债历史新高，基本锁定未来 1~2 年的增长基调。靓丽业绩的背后是公司领先的战略思维和强大的执行能力带来的变革红利。作为多领域布局的龙头，公司未来看点仍是在产品升级、效率驱动战略下，各项业务份额的稳定提升，增长空间充足。

考虑公司充足业绩余量以及小天鹅并表带来的归母净利增厚，我们上调公司 2019~21 年 EPS 预测为 3.48/4.05/4.59 元（原为 3.35/3.76/4.18 元），对应 PE 为 15/13/12 倍，维持“买入”评级。

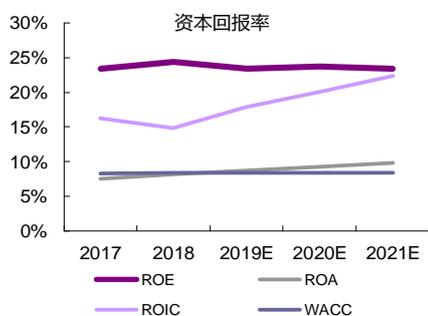
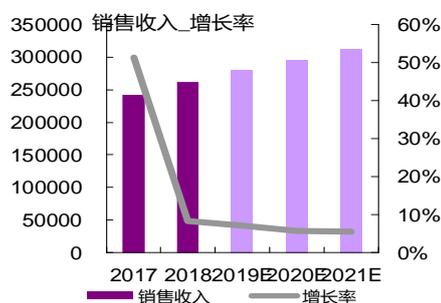
◆风险提示:

KUKA 经营低于预期、空调竞争趋于激烈、地产销售/竣工低于预期。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	241,919	261,820	280,144	295,937	312,274
营业收入增长率	51.35%	8.23%	7.00%	5.64%	5.52%
净利润 (百万元)	17,284	20,231	24,114	28,078	31,854
净利润增长率	17.70%	17.05%	19.20%	16.44%	13.45%
EPS (元)	2.49	2.92	3.48	4.05	4.59
ROE (归属母公司) (摊薄)	23.44%	24.35%	23.42%	23.71%	23.44%
P/E	21	18	15	13	12
P/B	5.0	4.5	3.6	3.1	2.7

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 10 月 30 日



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>241,919</b>	<b>261,820</b>	<b>280,144</b>	<b>295,937</b>	<b>312,274</b>
营业成本	180,461	188,165	196,456	206,155	216,122
折旧和摊销	6,696	4,817	2,229	2,349	2,456
营业税费	1,416	1,618	1,681	1,776	1,874
销售费用	26,739	31,086	35,858	36,992	38,097
管理费用	14,780	17,949	20,170	21,307	22,484
财务费用	816	-1,823	-1,712	-2,263	-2,743
公允价值变动损益	-25	-810	0	0	0
投资收益	1,830	907	1,800	1,900	2,000
<b>营业利润</b>	<b>21,628</b>	<b>25,564</b>	<b>29,615</b>	<b>33,808</b>	<b>38,376</b>
<b>利润总额</b>	<b>21,855</b>	<b>25,773</b>	<b>29,815</b>	<b>34,008</b>	<b>38,576</b>
少数股东损益	1,328	1,420	1,050	600	650
<b>归属母公司净利润</b>	<b>17,284</b>	<b>20,231</b>	<b>24,114</b>	<b>28,078</b>	<b>31,854</b>

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>总资产</b>	<b>248,107</b>	<b>263,701</b>	<b>287,695</b>	<b>308,002</b>	<b>330,504</b>
流动资产	169,811	182,689	206,798	226,455	248,412
货币资金	48,274	27,888	50,467	66,499	84,719
交易型金融资产	353	220	300	300	300
应收帐款	17,529	19,390	19,960	21,086	22,250
应收票据	10,854	12,556	12,326	13,021	13,740
其他应收款	2,658	2,971	2,745	2,900	3,060
存货	29,444	29,645	31,233	32,785	34,380
可供出售投资	1,831	1,907	2,000	2,000	2,000
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	2,634	2,713	2,713	2,713	2,713
固定资产	22,601	22,437	24,196	25,357	26,178
无形资产	15,167	16,187	16,151	16,104	16,059
<b>总负债</b>	<b>165,182</b>	<b>171,247</b>	<b>174,288</b>	<b>178,565</b>	<b>182,902</b>
无息负债	124,922	131,162	138,057	142,334	146,670
有息负债	40,260	40,085	36,231	36,231	36,231
<b>股东权益</b>	<b>82,925</b>	<b>92,455</b>	<b>113,407</b>	<b>129,437</b>	<b>147,602</b>
股本	6,561	6,663	6,939	6,939	6,939
公积金	19,549	22,198	21,922	21,922	21,922
未分配利润	47,627	58,762	74,215	89,711	107,226
少数股东权益	9,188	9,382	10,432	11,032	11,682

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>24,443</b>	<b>27,861</b>	<b>30,565</b>	<b>27,517</b>	<b>30,816</b>
净利润	17,284	20,231	24,114	28,078	31,854
折旧摊销	6,696	4,817	2,229	2,349	2,456
净营运资金增加	-3,991	30,187	-4,986	926	1,035
其他	4,454	-27,374	9,208	-3,836	-4,528
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-34,740</b>	<b>-18,642</b>	<b>-1,847</b>	<b>-1,100</b>	<b>-1,000</b>
净资本支出	-1,777	-5,448	-2,800	-3,000	-3,000
长期投资变化	2,634	2,713	0	0	0
其他资产变化	-35,596	-15,908	953	1,900	2,000
<b>融资活动现金流</b>	<b>19,652</b>	<b>13,387</b>	<b>-6,140</b>	<b>-10,384</b>	<b>-11,596</b>
股本变化	102	102	276	0	0
债务净变化	30,004	-176	-3,853	0	0
无息负债变化	33,554	6,240	6,895	4,277	4,337
<b>净现金流</b>	<b>9,318</b>	<b>-3,879</b>	<b>22,578</b>	<b>16,033</b>	<b>18,220</b>

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	51.35%	8.23%	7.00%	5.64%	5.52%
净利润增长率	17.70%	17.05%	19.20%	16.44%	13.45%
EBITDA 增长率	30.99%	9.71%	3.51%	12.92%	12.80%
EBIT 增长率	18.00%	23.56%	15.73%	13.57%	13.45%
<b>估值指标</b>					
PE	21	18	15	13	12
PB	5	4	4	3	3
EV/EBITDA	15	15	14	12	10
EV/EBIT	21	18	15	13	11
EV/NOPLAT	25	22	18	16	13
EV/Sales	2	2	1	1	1
EV/IC	4	3	3	3	3
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	25.40%	28.13%	29.87%	30.34%	30.79%
EBITDA 率	10.31%	10.45%	10.11%	10.81%	11.56%
EBIT 率	7.55%	8.61%	9.32%	10.02%	10.77%
税前净利润率	9.03%	9.84%	10.64%	11.49%	12.35%
税后净利润率 (归属母公司)	7.14%	7.73%	8.61%	9.49%	10.20%
ROA	7.50%	8.21%	8.75%	9.31%	9.83%
ROE (归属母公司) (摊薄)	23.44%	24.35%	23.42%	23.71%	23.44%
经营性 ROIC	16.28%	14.89%	17.86%	20.03%	22.44%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	1.43	1.40	1.59	1.69	1.79
速动比率	1.18	1.18	1.35	1.44	1.54
归属母公司权益/有息债务	1.83	2.07	2.84	3.27	3.75
有形资产/有息债务	4.95	5.31	6.56	7.13	7.75
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	2.49	2.92	3.48	4.05	4.59
每股红利	1.13	1.25	1.81	2.07	2.58
每股经营现金流	3.52	4.02	4.40	3.97	4.44
每股自由现金流(FCFF)	3.53	-1.67	3.76	3.34	3.82
每股净资产	10.63	11.97	14.84	17.06	19.59
每股销售收入	34.86	37.73	40.37	42.65	45.00

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

## 行业及公司评级体系

评级	说明
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% 至 15%；
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；
无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议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，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼