



Research and
Development Center

做大而美的百年企业

—— 美的集团（000333.SZ）深度报告

2020年08月23日

罗岸阳 家电行业分析师

美的集团：做大而美的百年企业

2020年08月23日

本期内容提要：

- ◆ **五十载风雨锤炼，成就全球家电龙头。**美的不断跳脱出原有市场桎梏，向外衍生业务，成功在各细分赛道占据龙头地位。复盘历年财报，公司毛利率与净利率不断提升，体现出极强的品牌竞争力和经营效率。
- ◆ **核心效率优势如何炼成？**1) 供应链/仓储/营销全面数字化，驱动内部效率提升；2) 前瞻性布局线上，抢占先机同时较早掌握终端零售趋势，为“T+3”供应链改革提供前期数据基础，平稳度过改革阵痛期；3) “T+3”模式提升产业链整体效能，推动上下游加快市场反应速度：报表端的效能提升具备短时效性，长期而言平滑营运资金周转波动的同时，掌握终端动态，高效提升市场份额，并倒逼上游供应商加速反映公司原材料需求。
- ◆ **多品类成功之路：“平台型”孵化基因。**美的作为“平台型企业”的强大孵化能力来源于：1) 研发经费投入高，自主研发能力强，2019年投入研发经费约100亿元，费用率达3.45%；2) 企业执行力强，组织架构灵活，事业部制下分权而治的组织裂变成触类旁通的基石；3) 强激励植入企业根基，研发人员重视程度高，占比约40%；股权激励逐年推出，引领管理思维从长计议。
- ◆ **做大而美的百年企业：未来驶向何方？**1) 树立多品牌战略，抓住细分市场红利：COLMO、比弗利定位高端，美的小天鹅定位大众，华菱吸引年轻消费者，享受各层级购买力带来的营收增长；2) 全球化视野下，海外市场未来定将迎来收获期。3) 以机器人业务为支点，驶向更宽ToB赛道：先后牵手安川电机、库卡及高创进军机器人领域，海外企业的技术优势下，收购合康新能或将成为美的探索伺服自主供应的开端。参考飞利浦及西门子等家电起家的海外巨头，美的通过库卡机器人业务布局，有望向智慧家居/物流/制造及医疗器械等ToB业务迈进。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**预计公司20-22年营收为2843/3125/3404亿元，同比+2.2/9.9/8.9%；预计20-22年归母净利为249/276/303亿元，同比+2.7/11.0/9.9%，对应EPS为3.54/3.93/4.32元，PE为19.6/17.7/16.1，予以“买入”评级。
- ◆ **风险因素：**宏观经济波动风险；原材料价格波动风险；海外开拓不及预期；品类扩张不及预期。

证券研究报告

公司研究——深度研究

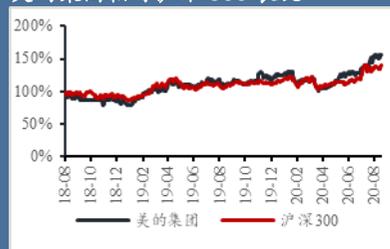
美的集团（000333.SZ）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

首次评级

罗岸阳 行业分析师
执业编号：S1500520070002
联系电话：13656717902
邮箱：luoanyang@cindasc.com

美的集团相对沪深300表现



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据（2020.08.21）

收盘价(元)	69.38
52周内股价波动区间(元)	47.11-72.04
最近一月涨跌幅(%)	-3.30%
总股本(亿股)	70.22
流通A股比例(%)	97.40%
总市值(亿元)	4871.72

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测 注：股价为2020年08月21日收盘价

重要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	279,381	284,339	312,480	340,439
增长率(%)	7.1%	2.2%	9.9%	8.9%
归母净利润(百万元)	24,211	24,859	27,598	30,321
增长率(%)	19.7%	2.7%	11.0%	9.9%
EPS(元/股)	3.60	3.54	3.93	4.32
市盈率(P/E)	20.1	19.6	17.7	16.1

一、投资聚焦

美的集团作为白电龙头企业，多年来精耕家电主业同时积极向新领域布局。我们认为：美的通过多年的数字化战略实施，逐步形成的核心效率优势，结合高自主研发能力、企业执行力、灵活的组织架构以及激励机制，支撑其成为一家具备强大新业务孵化能力的“平台型”的企业。

二、有别于市场的观点

1、近两年美的市场份额不断提升，其核心是集团上下整体的高效协同带来显著的效率优势：

- ① 集团自上而下的数字化管理体系，公司以美云智数为依托，全面链接消费端、营销端、产品端、制造端和供应链端。
- ② 前瞻性布局线上，掌握终端动销与消费趋势，从而为“T+3”供应链改革“以销定产”提供前期数据基础，平稳度过改革阵痛期；从长期看，T+3体系的推广大幅降低了公司的经营波动性。
- ③ 随着中国零售渠道越来越多元化，美的产业链整体效率优势进一步放大，在激烈的市场竞争和动荡的外部环境中仍能保持份额和盈利的稳步提升。

2、在美智光电拟分拆上市的背景下，公司越来越迈向拥有强大造血和孵化能力的“平台型”企业，即使未来在可能面对内外部新生事物挑战时，也能更加从容应对。我们认为其背后的根基在于：

- ① 公司研发经费持续投入以及双层结构研发体系的顶层设计，保证了公司强大的自主研发能力；且公司对研发人员较为重视，研发人员的股权激励比重高。
- ② 事业部制分权而治，给予内部员工更多权力激励创新，使得美的至始至终拥有源源不断地创新活力。

3. 从迈向百年企业的视角看，我们认为：

- ① 美的完整的品牌梯队有望同时享受空调保有量的上升与中高端化升级带来的各层级消费者的市场红利。
- ② 美的全球视野下的海外业务布局，长期看必将迎来收获期。
- ③ 参考飞利浦及西门子等家电起家的海外巨头，美的通过库卡机器人业务布局，有望向智慧家居/物流/制造及医疗器械等 ToB 业务迈进。

目 录

一、五十载风雨锤炼，成就全球家电龙头	1
二、美的核心效率优势如何炼成？	2
1、全面数字化战略驱动内生效率提升	2
2、前瞻性布局掌握终端趋势，抢占市场先机，提升效率	5
三、多品类成功之路：“平台型”孵化基因	13
1、自主研发：为品类扩张保驾护航	14
2、超强执行力的企业文化与灵活的组织架构	17
3、强激励植入企业根基，引领管理思维从长计议	22
四、做大而美的百年企业：未来驶向何方？	25
1、树立多品牌战略，抓住细分市场红利	25
2、全球化视野下，海外市场未来定将迎来收获期	29
3、以机器人业务为支点，驶向更宽 ToB 赛道	33
五、盈利预测及估值	40
盈利预测	40
可比公司估值	41
六、风险因素	41

表 目 录

表 1: 美的集团股权激励一览	23
表 2: 2019 年报高管持股名单	24
表 3: 公司业务数据拆分	40
表 4: 可比公司估值	41

图 目 录

图 1: 2010-2016 年营收占比	1
图 2: 2017-2019 年报表口径变化后营收占比	1
图 3: 美的集团营收及增速	2
图 4: 美的集团净利及增速	2
图 5: 美的数字化战略推进历程	2
图 6: 美的通过排成易 APS 系统有效科学排产	3
图 7: 美的工业云系统进行洗衣机声纹 AI 质检	3
图 8: 美的生产员工人均创收增速高于格力	4
图 9: 美的生产员工人均创利增速高于格力	4
图 10: 通过美云销 APP 实现购销协同	5
图 11: 通过美云销后台数字化分析进行效果评估	5
图 12: 美的、格力与奥克斯线上渠道建设时间线	6
图 13: 美的线上收入占比持续提升	6
图 14: 美的线上收入增速持续高于线上	6
图 15: “T+3” 变革后的供应链体系	7
图 16: T+3 实施后，小天鹅存货周转率提升显著，且波动率降低	9
图 17: T+3 实施后，小天鹅应收账款周转率提升显著，且波动率降低	9
图 18: T+3 实施后，美的存货周转率提升，且波动率降低	9
图 19: T+3 实施后，美的应收账款波动率降低	9
图 20: T+3 实施后，小天鹅应付账款周转率持续走高	10
图 21: T+3 实施后美的应付账款周转率波动减小	10
图 22: 2019 年美的白电业务整体市场份额提升显著	11
图 23: 美的原材料占库存比降低，同时倒逼产业链提升反应速度	12
图 24: 美的业务版图扩张历史	13
图 25: 美的 2019 年在三大白电领域的市场份额及排名	14
图 26: 美的 2019 年在家电领域的市场份额及排名	14
图 27: 美的保持较高的研发费用支出	15
图 28: 美的授权发明专利数 2019 年高于格力	15
图 29: 美的研发人员更为高效	16
图 30: 公司给予研发人员强激励	16
图 31: 美的在成熟白电领域通过不断技术创新提升产品价位	17
图 32: 1997 年事业部制改革后美的电器营收大幅增长	18
图 33: 1997 年事业部制改革前	19
图 34: 1997 年+2002 年事业部制改革后	19
图 35: 1997 年事业部制改革后一味追求营收增长，造成净利率下滑	19
图 36: 2015 年设置 789 新架构，2017 年形成三层架构	20
图 37: 美的人均创收在成立区域营销分公司后走高	21
图 38: 美的增设“商务中心”对渠道架构进行调整	22
图 39: 美的集团 2020Q1 股权结构图	23
图 40: 美的人均薪酬位于行业前列	24
图 41: 美的集团对于员工征召裁撤有度，保障在职高效员工利益，并吸引优秀人才	25

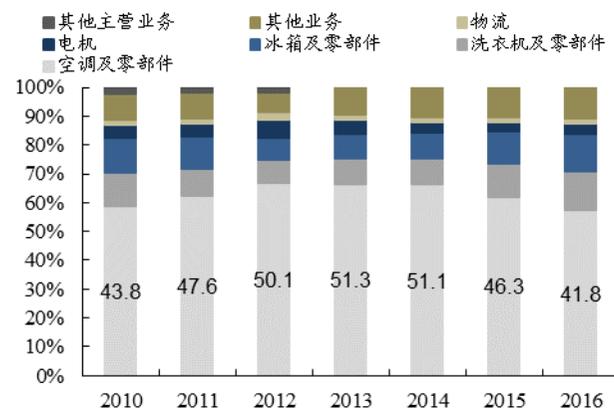
图 42: 冰箱消费升级趋势明显.....	26
图 43: 洗衣机行业消费升级趋势明显.....	26
图 44: 油烟机消费升级趋势明显.....	26
图 45: 燃气灶消费升级趋势较为明显.....	26
图 46: 格力美的海尔高端化布局.....	27
图 47: 美的集团旗下品牌覆盖各层级用户.....	28
图 48: 美的凭借多层次覆盖, 零售量市场份额逐年提升.....	28
图 49: 美的各品牌销量均保持较高水平.....	28
图 50: 美的外销收入占比呈稳定上升态势.....	29
图 51: 美的外销由于以 OEM 为主, 毛利率较内销有差距.....	29
图 52: 格力外销收入占比稳定性较差.....	30
图 53: 格力内外销毛利率差额逐渐扩大.....	30
图 54: 美的集团海外开拓路径.....	31
图 55: 美的账上资金充沛支撑海外开拓.....	32
图 56: 美的拥有 18 个海外生产基地.....	32
图 57: 空调保有量与人均可支配收入相关性较强.....	33
图 58: 印度人均可支配收入.....	33
图 59: 美的在机器人和工业互联网领域的布局时间线.....	33
图 60: 机器人及自动化业务收入.....	35
图 61: 中国工业机器人仍有增长空间.....	35
图 62: 合康新能在工业变频、伺服系统、新能源上的业务布局.....	36
图 63: 进口伺服与国产伺服电机性能对比.....	37
图 64: 国内领先企业伺服系统营收规模.....	37
图 65: 国产伺服电机专利数量迅速增长.....	37
图 66: 伺服电机市场份额呈现向国产供应商集中的趋势.....	37
图 67: GE、西门子和飞利浦近年来纷纷剥离家电业务, 转型 2B 业务.....	38
图 68: 飞利浦 B 端医疗服务业务收入占比逐渐提升.....	39
图 69: 飞利浦调整后 EBITA 结构以医疗服务为主.....	39

一、五十载风雨锤炼，成就全球家电龙头

美的集团最初以塑料及汽车零配件生产为主业，上世纪 70 年代末至 80 年代初，研发出第一台电风扇与分体式空调，正式进军现代化家电领域。90 年代与日本东芝，三洋、意大利梅罗尼等知名企业开展合资合作，快速切入商用空调、电机、微波炉、饮水机、电饭煲等领域。历经 52 个春秋，美的如今已形成家用电器、暖通空调、机器人与自动化系统全覆盖的科技型龙头企业。

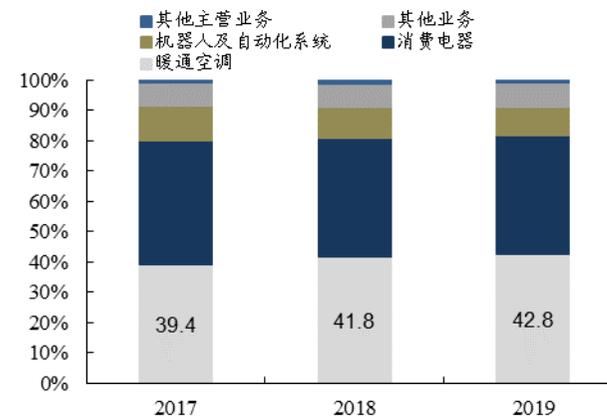
2019 年美的实现营收 2794 亿元（+6.71%），其中暖通空调占比 42.8%；海外市场贡献 41.80%，扩张势头迅猛。2019 年集团实现整体毛利率 28.9%（+1.3pct），整体净利率 9.1%（+0.8pct）。

图 1：2010-2016 年营收占比



资料来源：公司公告，信达证券研究所

图 2：2017-2019 年报表口径变化后营收占比



资料来源：公司公告，信达证券研究所

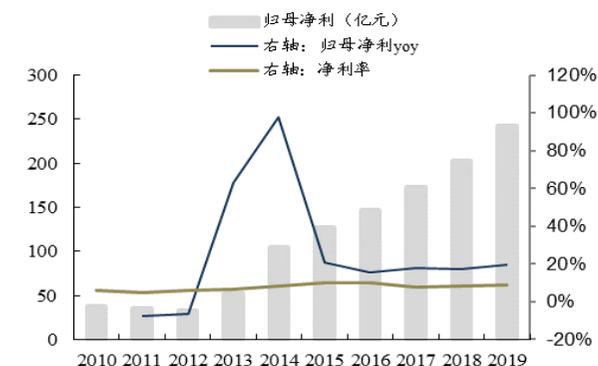
纵观美的历年财报，我们会有以下较为明显的感观：

- 1) 美的不断跳脱原市场的天花板桎梏，向外衍生品类与业务，成功在各细分市场上占据龙头地位。
- 2) 公司毛利率与净利率不断提升，体现出极强的品牌竞争力和经营效率。

下文，我们将从这两个维度出发，探寻美的今后的发展之路。

图 3: 美的集团营收及增速


资料来源: 公司公告, 信达证券研究所

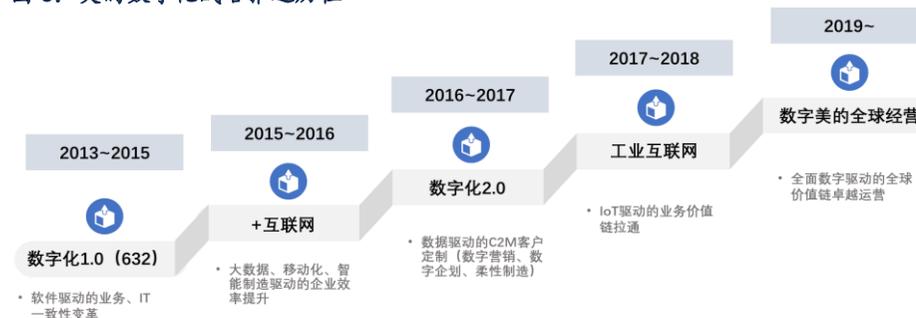
图 4: 美的集团净利及增速


资料来源: 公司公告, 信达证券研究所

二、美的核心效率优势如何炼成？

1、全面数字化战略驱动内生效率提升

多年来，美的围绕“提高效率”在供应链系统、营销渠道不断变革，从而在市场竞争中游刃有余。公司于2013年起加快数字化创新，推动企业从“软件驱动业务”到“智能化大数据驱动效率”再到“数据驱动 C2M 客户定制”的转型。公司以美云智数为依托，输出数字化产品、软件和解决方案，全面链接消费端、营销端、产品端、制造端和供应链端。2018年，美的正式对外发布Midea M.IoT，成立首家“知识、软件、硬件”三位一体的工业互联网平台，提升内部全价值链效率。

图 5: 美的数字化战略推进历程


资料来源: 美云智数微信公众号, 信达证券研发中心

供应链端数字化

科学排产+数字化品控管理实现效率提升，促进 C2M 模式创新，实现人工成本的降低、装备效率提升。

① 通过数字化系统进行科学排产

以旗下美云智数提供的排程易 APS 系统为例，该系统支撑营销订单和生产制造高效协同，通过内外销订单获取实现来单即可引入并排产，从而协同工厂内外及各车间的工序排程，提升制造效率。

图 6：美的通过排程易 APS 系统有效科学排产



资料来源：美云智数微信公众号，信达证券研发中心

图 7：美的工业云系统进行洗衣机声纹 AI 质检

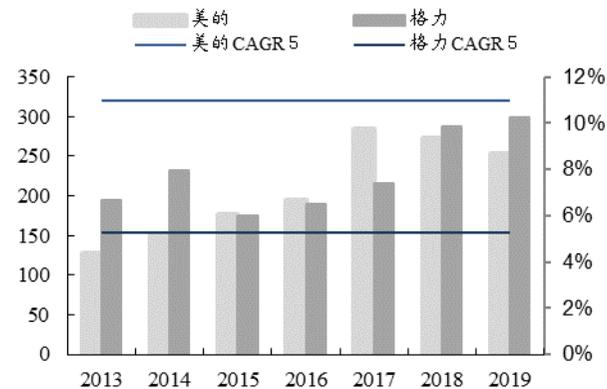


资料来源：美云智数微信公众号，信达证券研发中心

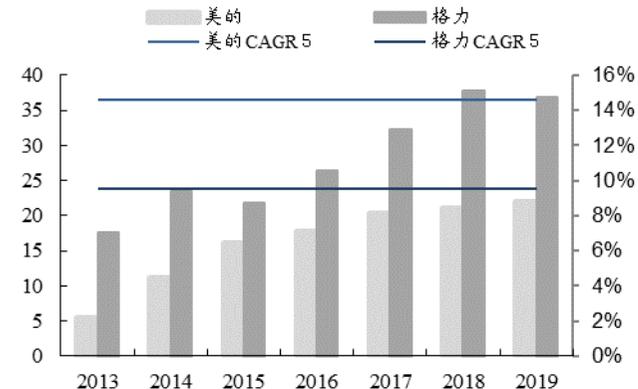
② 通过工业云系统保证品控管理

美的工业云系统利用大数据分析、机器学习、AI 算法等优化生产运营。例如，在洗衣机的品控管理中，美的工业云系统以声纹识别技术实现异音的自动检测，并与 MES 检测交互，通过 RFID 自动将异音洗衣机排出到返修线，检测员可以通过 MES 查询 AI 检测的异音效果，并根据效果做精准检查，不仅提高检测准确率，还使异音检测人工成本降低 50%。以电器制造中的“注塑”环节为例，根据美的安得物流官网数据，美的通过工业互联网平台及智能装备赋能制造业，实现原材料库存减少八成、生产效率提升 17%、故障响应时间缩减 80%、故障率减少 36%、停机时间缩短 57%、检验成本下降 55%、外观检测精度上升 80%的卓越成效。

报表端直接反映了供应链端的数字化成效，制造端人效改善明显。生产人员人均创收由 2014 年的 150 万元提升至 2019 年的 252 万元，CAGR5 约 11%，2019 年生产员工人均创利由 2014 年的 11 万元提升至约 22 万元，CAGR5 约 15%

图 8: 美的生产员工人均创收增速高于格力


资料来源：公司公告，信达证券研究所

图 9: 美的生产员工人均创利增速高于格力


资料来源：公司公告，信达证券研究所

仓储物流端数字化

以“云+数+智”为驱动，对接 ERP\MES 等多个系统，打通全场景全链路一体化智能物流平台。

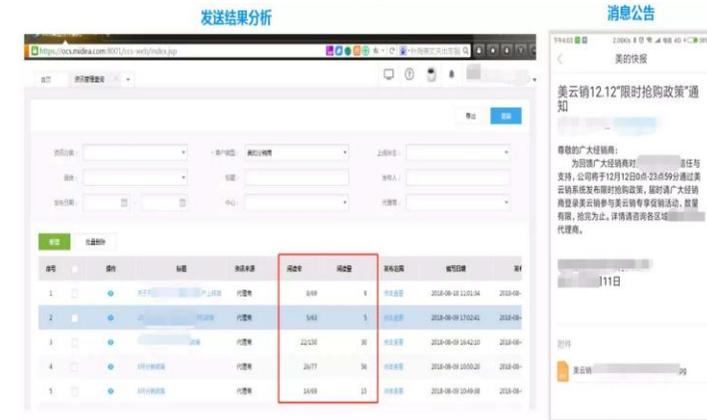
- ① **在仓储端，建立生产全流程跟单管理，按生产配送一票追溯到底，库存实现实时可视。**根据美的美云智数的数据，仓储物流体系数字化后，物料仓储占用面积降低 66%，储量增加 400%；工单平均库龄降低 16 小时，仓库人员减少 70%。
- ② **在物流端，通过智能化物流管理体系和畅通的物流信息链，实现内外部供应链拉通，加快流程响应时间。**

营销端数字化

- ① **借助美云销 APP 拉通品牌方与渠道代理商，实现购销协同。**进行销存业务的在线管理，帮助渠道商和终端门店在线快捷下单采购及在线融资，加强渠道的协同性。
- ② **通过渠道云系统实现从订单履行、用户购买安装的闭环协同，把握渠道成员质量。**通过渠道云、美云销等产品实现购销协同和业务闭环，为品牌商提供多维度数据分析和决策支持，保障渠道效率。

图 10: 通过美云销 APP 实现购销协同


资料来源: 美云智数微信公众号, 信达证券研发中心

图 11: 通过美云销后台数字化分析进行效果评估


资料来源: 美云智数微信公众号, 信达证券研发中心

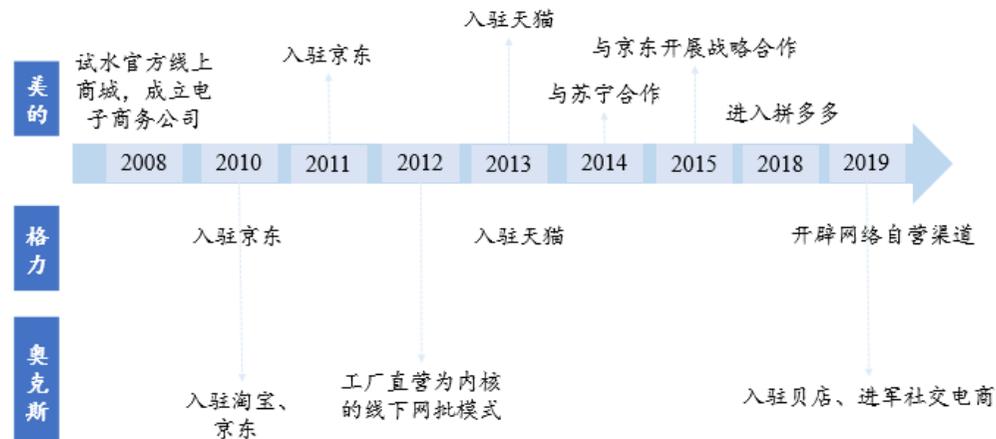
内部管理流程全面数字化

2012 年开始, 美的在内部实施“632”项目, 构建 6 个运营系统、3 大管理平台、2 大门户和集成技术平台。通过信息系统的建立, 实现订单数据的实时跟踪, 从而对订单周期、生产周期、配送周期进行管理, 保证小批量订单的合理分配及柔性化运输; 在下游渠道端持续优化拓展渠道协同系统 (CCS) 2.0、美云销系统和终端管理系统 (RMS) 应用, 聚焦县、镇零售商直供、KA/TOP 直供、家装店直供、电商平台直供等, 助力 T+3 业务模式变革。

2、前瞻性布局掌握终端趋势, 抢占市场先机, 提升效率

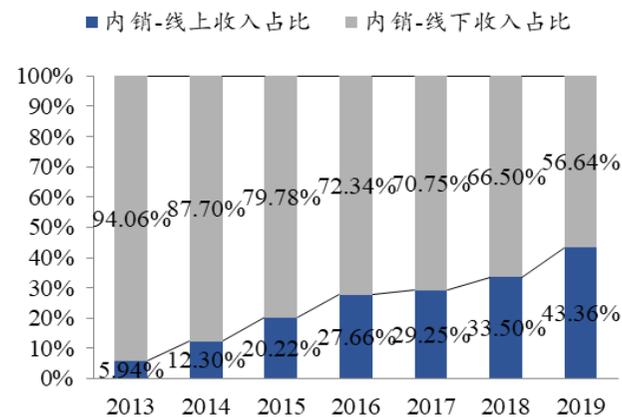
线上先发优势下较早掌握终端信息, 为“T+3”改革提供基础

美的前瞻性的线上布局, 实则跨越了与消费者直接沟通的鸿沟, 较早掌握终端零售趋势, 为其之后“T+3”供应链改革提供数据基础, 从而较为平稳地度过改革阵痛期。并且凭借先发优势, 线上渠道成为美的追赶格力的重要阵地。

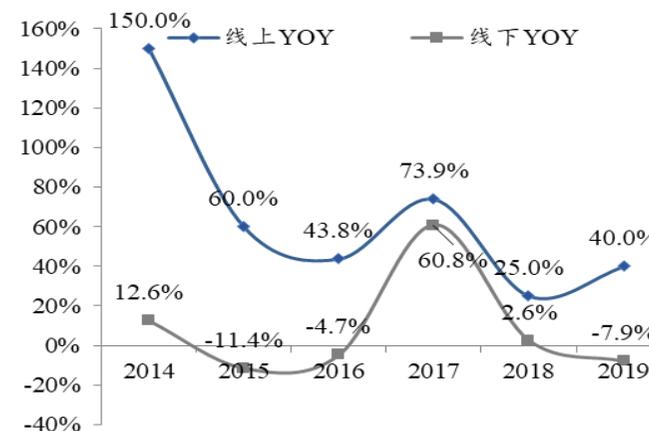
图 12: 美的、格力与奥克斯线上渠道建设时间线


资料来源: 公司公告, 信达证券研究所

从布局效果来看, 2019年美的线上渠道占比超30%, 居全网第一, 线上增速达40%。从布局时间点来看, 美的对于线上渠道的拓展在奥克斯之后, 但整体早于格力。先发优势下, 美的线上收入占比持续提升, 且线上收入增速显著高于线下。

图 13: 美的线上收入占比持续提升


资料来源: 公司公告, 信达证券研究所

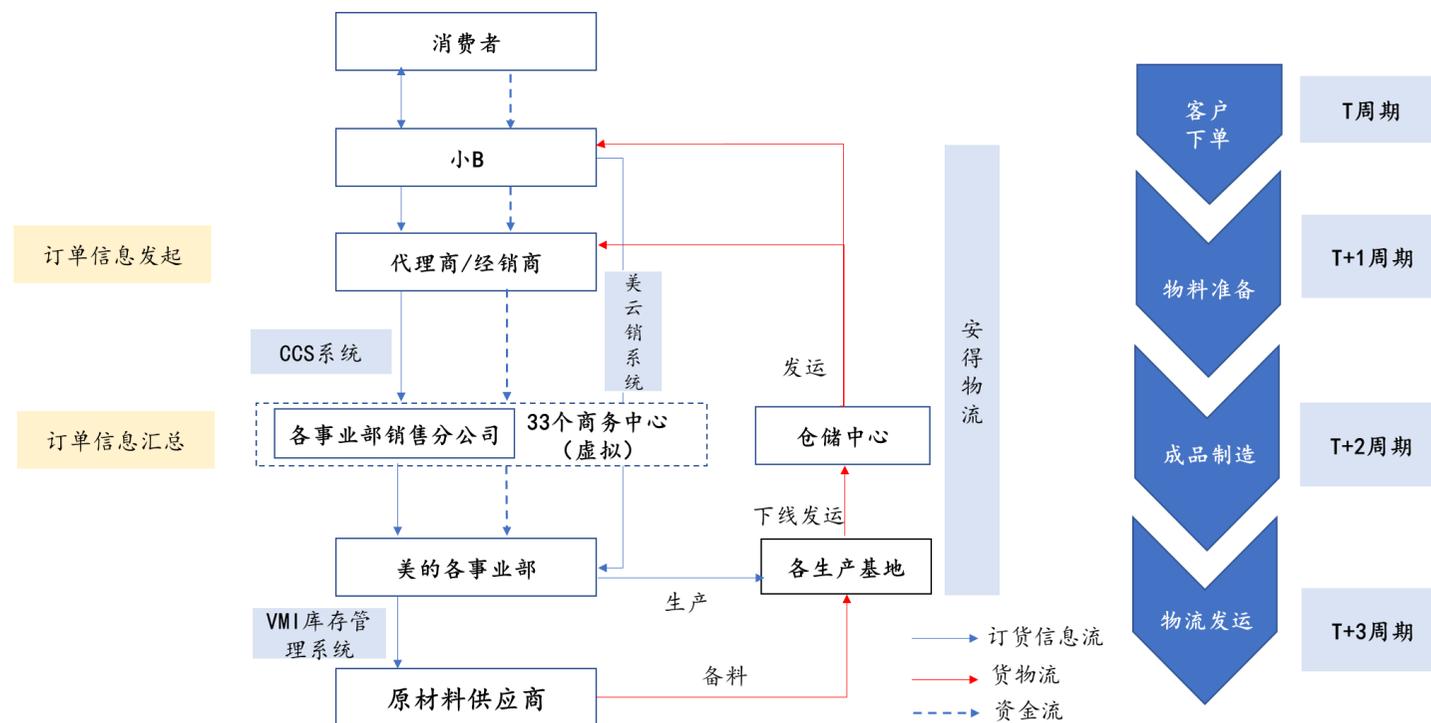
图 14: 美的线上收入增速持续高于线上


资料来源: 公司公告, 信达证券研究所

T+3 供应链改革提升产业链整体效能同时，加快市场反应速度，抢占先机

所谓“T+3”，即以客户订单为周期始点（T），进行原料备货、制造生产及销售发货（+3），从而最小化供应链库存，实现产能最优。

图 15：“T+3”变革后的供应链体系



资料来源：新闻汇总，信达证券研究所

注：所谓“T+3”，即以客户订单为周期始点（T），进行原料备货、制造生产及销售发货（+3），从而最小化供应链库存，实现产能最优。

“T+3”对报表端具备短时效性，长期实则加快美的对于市场终端的反应速度，从而抢占先机，提升能效。

（一）报表端反馈：短暂提升效率，长期平滑周转波动

短期视角：

库存: 2013年“T+3”模式率先在小天鹅（美的洗衣机事业部）推广，初衷是为了降低洗衣机库存，倒逼柔性化生产，以提高事业部整体运作效率。“T+3”模式实施后，渠道库存积压现象明显改善，从而带动美的存货周转率由2012年的6.06提升至2015年的14.28。

现金周转: T+3实施后，下游经销商因渠道库存良性循环，资金压力减弱，付款积极性提升，从而利好美的自身现金流循环。2012至2015年，小天鹅应收账款周转率由8.36提升至13.22。

但不论是库存还是现金周转的效率提升均在2015年见顶，究其原因或许在于“T+3”模式赋能全产业链，对于行业格局影响更甚，而报表端效能提升只具备短时效性。正如同在小天鹅报表端的反馈，2015年美的在全事业部推行“T+3”模式后，存货周转率短暂提升后下降，应收账款周转率甚至并未现明显变化。

究其原因主要在于：

- 1) 美的整体业务较为复杂，其中外销、KUKA等不受“T+3”变革影响；
- 2) 美的空调业务营收占比常年超40%。不同于洗衣机，虽然空调的淡旺季特征因为“人工造节”的节庆促销而有所平滑，但其仍具备较强的周期性，因而生产需求本身就便于预测；
- 3) 空调本身的功能性特征和技术特征导致产品迭代速度慢，产品可供选择性较为局限，对下游市场需求的反应较慢，这使得“T+3”变革对空调业务效率改善空间有限，从而制约美的整体效能提升。

长期视角: 虽然短期报表端的效能提升存在一定瓶颈，但是纵向拉长时间线，我们不难发现，“T+3”实施后，不论是库存还是针对上下游打款的周转波动率均显著降低。因而从报表端现金流的角度看，“T+3”能长期辅助公司及上下游合理进行营运资金规划，增强自身抗风险能力。

图 16: T+3 实施后, 小天鹅存货周转率提升显著, 且波动率降低



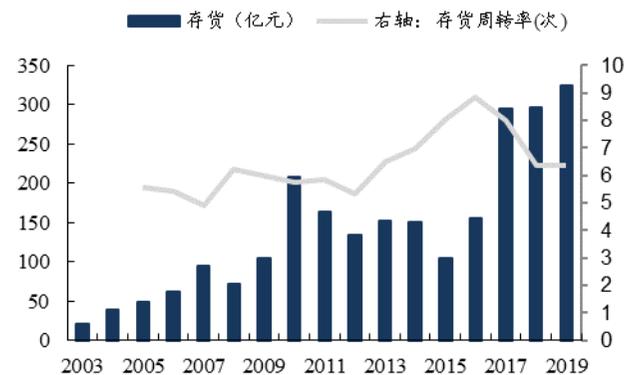
资料来源: 公司公告, 信达证券研究所

图 17: T+3 实施后, 小天鹅应收账款周转率提升显著, 且波动率降低



资料来源: 公司公告, 信达证券研究所

图 18: T+3 实施后, 美的存货周转率提升, 且波动率降低



资料来源: 公司公告, 信达证券研究所

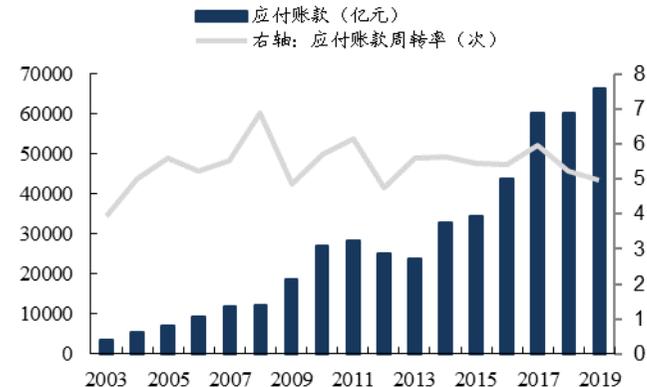
图 19: T+3 实施后, 美的应收账款波动率降低



资料来源: 公司公告, 信达证券研究所

图 20: T+3 实施后, 小天鹅应付账款周转率持续走高


资料来源: 公司公告, 信达证券研究所

图 21: T+3 实施后美的应付账款周转率波动减小


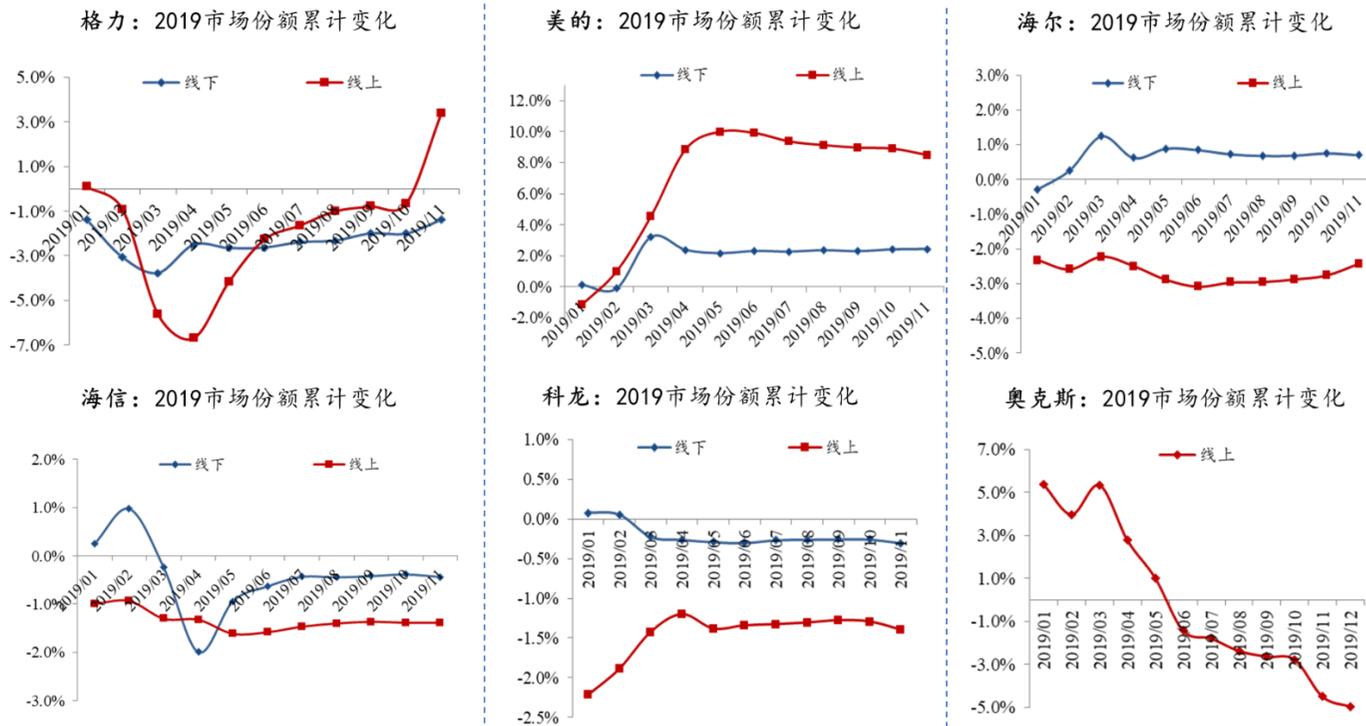
资料来源: 公司公告, 信达证券研究所

(二) 长期推动产业链变革, 把控终端情况, 抢占市场先机

相较于报表端的短期效能提升及长期平滑周转波动, “T+3” 模式对于产业链的变革影响更甚。从公司长期定位“全品类工业消费品龙头” 角度看, “T+3” 模式利于美的在各细分赛道对于终端市场需求做出快速反映, 从而抢占先机, 高效提升市场份额。

“T+3” 模式下, 经销商成为“信息集成运营商”, 企业可以通过订单量了解终端消费需求, 从而决定升降价。企业可以快速享受原材料价格下行带来的成本红利并传导至下游渠道, 较早让利消费者, 进而取得市场份额提升。2019 年的价格战很好体现了这一点: 2019 年初在空调去库存压力下, 各品牌发起“以价换量” 的价格策略。美的在此期间, 降价幅度虽不及其他厂商, 但线上线下市场份额却大幅攀升, 并全年保持良好, 其背后体现出“T+3” 模式下美的对于终端的把控能力。

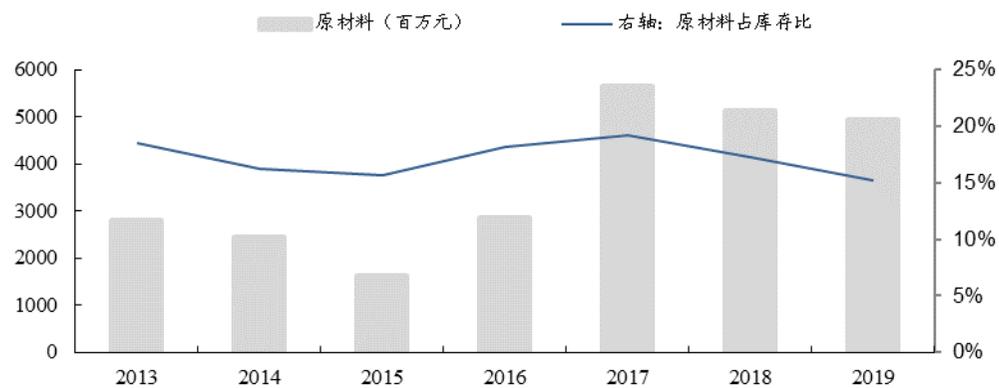
图 22: 2019 年美的白电业务整体市场份额提升显著



资料来源：中怡康，信达证券研究所

而对于美的上游供应商而言，实行初期上游虽承担一定库存风险，但从结果而言，可倒逼上游厂商提升预测能力和快速反应力，从而保障未来美的备货效率。从产业链角度看，“T+3”政策实施之初实则将渠道代理商的库存（成品）及公司的原材料库存向上游供应商（原材料）转移，因此需要考验上游快速备货能力、库存风险承受能力和预测能力。美的上游压缩机及电机供应商多为外协厂，与美的的合作粘性较强，“T+3”模式长期熏陶下有望倒逼上游供应商提升预测及快速反应力，从而保障美的后续推陈出新下的备货环节效率。

图 23: 美的原材料占库存比降低, 同时倒逼产业链提升反应速度



资料来源: 公司公告, 信达证券研究所

从结果上看，不论是传统三大白电业务，还是兴起的小家电赛道，美的均保持着强劲的增长势头与市场份额。

图 25: 美的 2019 年在三大白电领域的市场份额及排名

家电品类	线下份额	排名	线上全网份额	排名
空调	28.9%	2	30.0%	1
洗衣机（美的系）	27.4%	2	31.2%	1
冰箱	12.6%	2	17.7%	2

资料来源：公司公告，信达证券研究所

图 26: 美的 2019 年在小家电领域的市场份额及排名

家电品类	线下份额	排名	家电品类	线上全网市场份额	排名
电饭煲	43.9%	1	微波炉	53.0%	1
电压力锅	44.3%	1	压力锅	41.0%	1
电水壶	38.6%	1	电饭煲	29.6%	1
电磁炉	48.5%	1	电烤箱	22.7%	1
破壁机	37.7%	1	电磁炉	39.0%	1
电风扇	39.3%	1	电热水器	30.6%	1
电暖器	42.9%	1	燃气热水器	18.0%	1
饮水机	42.3%	1	电水壶	23.0%	1
净水器	22.2%	2	电风扇	19.2%	1

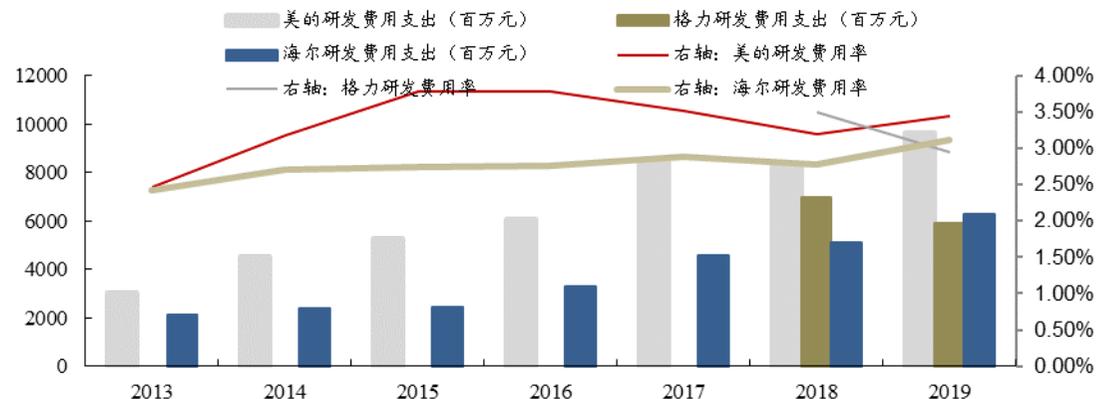
资料来源：公司公告，信达证券研究所

1、自主研发：为品类扩张保驾护航

内生：研发支出远超同业，高专利形成高壁垒

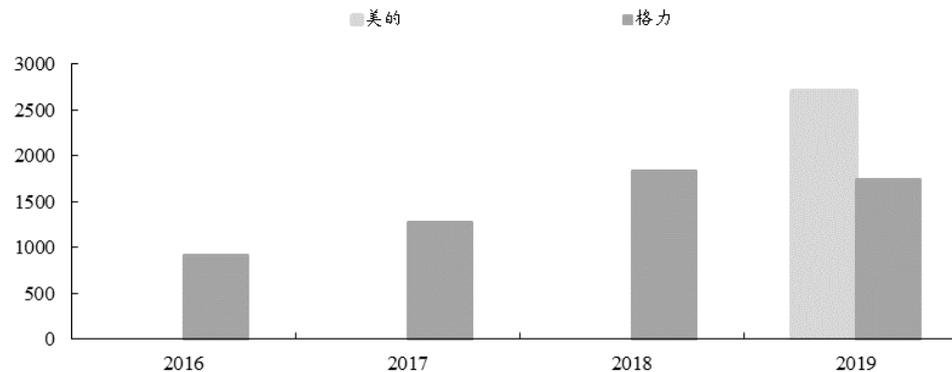
为研发创新量身打造的顶层设计：“中央研究院+事业部研发部”双层联动保证产品创新的可持续性，短期产品研发+长期技术储备支撑公司长期内生发展，专利技术多，拥有更高壁垒。公司以中央研究院为核心，专注于中长期技术储备和短期产品个性化研发，并在美国、日本等全球 9 个国家设立了 20 个研发中心。正因为国内外联合研发，纵向展开时间轴，美的研发费用支出常年大于另两家白电企业。2019 年美的研发投入接近 100 亿元，费用率达 3.45%。正是因为常年的研发投入，美的在发明授权专利数上厚积薄发，为公司多业务多品牌发展保驾护航。2019 年美的授权发明专利数 2704 项，居家电行业之首。

图 27: 美的保持较高的研发费用支出



资料来源: 公司公告, 信达证券研究所

图 28: 美的授权发明专利数 2019 年高于格力



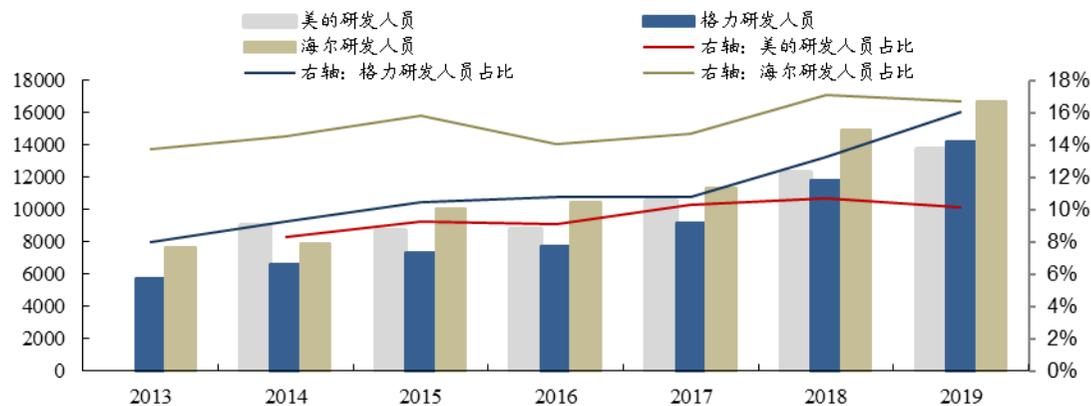
资料来源: 公司公告, 信达证券研究所

外生: 强激励机制激发创新力

研发投入的强激励机制使得美的的研发人员更具创新力与效率。美的研发投入虽高，但横向比较研究人员数量可以发现，其并非以“人多势众”为导向进行研发投入。相反，美的的科研人员数量占总员工数比明显低于其他两家企业，2019年美的拥有海

内外 13727 名研究人员，占总员工 10.18%。以人均授权专利数为衡量标准下，美的研发人员更为高效且具备创造力。这背后既有集团上下数据驱动的基础保障，但更多的是对于一线研究人员完备的激励机制。纵观几次股权激励制度，相较于其他企业对于管理层的激励，美的对于研发人员极为看重，股权激励期权占比均接近 40%。

图 29: 美的研发人员更为高效



资料来源：公司公告，信达证券研究所

图 30: 公司给予研发人员强激励

时间	获激励的研究人员数量	股份数 (万份)	占当时期 权总数	占公司 当时总 股本
2014.01	256	3645	44.81%	0.85%
2015.03	123	1389	16.48%	0.33%
2016.05	349	4608	36.13%	0.72%
2017.03	568	4000.2	40.41%	0.62%
2018.03	604	2438	39.27%	0.37%
2019.04	455	1926	40.77%	0.29%
2020.04	556	2616	40.09%	0.37%

资料来源：公司公告，信达证券研究所

研发成果：新产品不断落地拓宽产品价格带，借助品类协同优势加强产品家族化布局。

一方面，公司在成熟白电领域不断加快专利转化，基于微晶保鲜、无风感技术推出创新升级型产品，依靠功能的升级不断突破产品价格带。另一方面，公司借助多品类协同优势，开展产品家族化布局，开发美的 PRO 高端套系、青选套系以及房地产前装套系产品，形成套系化产品矩阵。

图 31：美的在成熟白电领域通过不断技术创新提升产品价位

品类	冰箱	空调	洗衣机
科技成果	微晶保鲜技术的研发和产品化	“无风感”技术应用	超微净泡技术研发和产品化
升级产品系列	美的微晶系列、果净系列、净味系列	东风、领鲜者系列	第五代小天鹅超微净泡一桶洗波轮洗衣机
功效	智能保鲜/果蔬除农残/净味	智净双水洗、双混动新风、S+无风感	源头上灭菌洗涤，节约50%洗涤剂
图片展示			
推出时间	2019.5	2019.7	2019.8
价格带	6999~14999	4000~20000	5999-8999

资料来源：公司官网，信达证券研究所

2、超强执行力的企业文化与灵活的组织架构

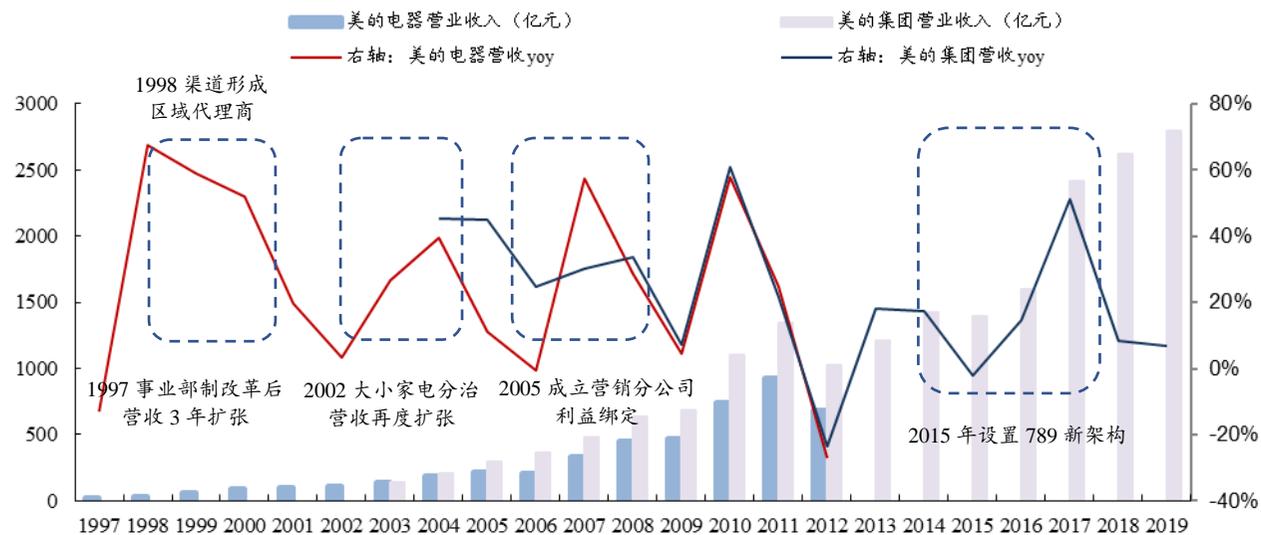
分权而治的组织裂变成为美的作为平台型企业不断触类旁通的基石

美的所具备的平台孵化能力与其分权而治的企业文化及灵活的组织变革密不可分。纵观每一次新产品的孵化都伴随着组织架构的变迁，后者的变动又激发出员工的创新思考能力，酝酿出新品类。

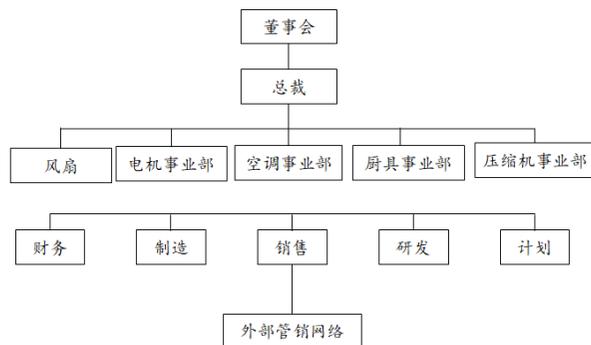
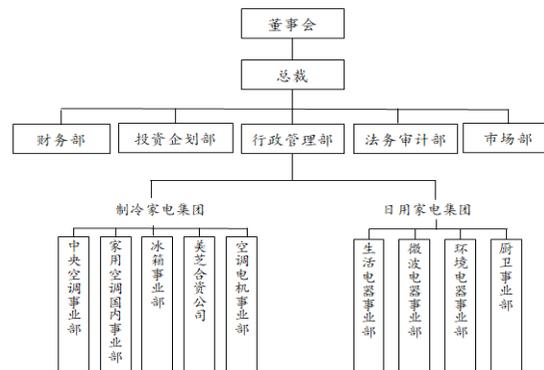
1997年事业部制改革成为分水岭，为日后“集权有道，分权有序”之基石。1997年美的遭遇经营滑铁卢，营收现负增长，销

量排名掉到空调行业第七位，管理低效、产销脱节，凭借原业务深耕广州已经很难获得业绩增长。时任董事长何享健先生研习日本松下事业部制，设立五大事业部（风扇、电机、空调、厨具、压缩机），正式建立以授权经营、利益共享的管理机制，而这一机制经过多年的完善与调整，成为美的日后发展的核心竞争力。97年事业部制改革后的三年，公司营收分别达36/58/88亿元，同比+67/59/52%。高速扩张背后虽有因收购东芝中央空调带来的业务增量，但更多的是权力下放后，各事业部更为扁平化及灵活，从而缩短从上层战略决策到中层部署到下层执行反馈的链条，使得战略部署更快执行，终端反馈更快向上传达。

图 32：1997 年事业部制改革后美的电器营收大幅增长



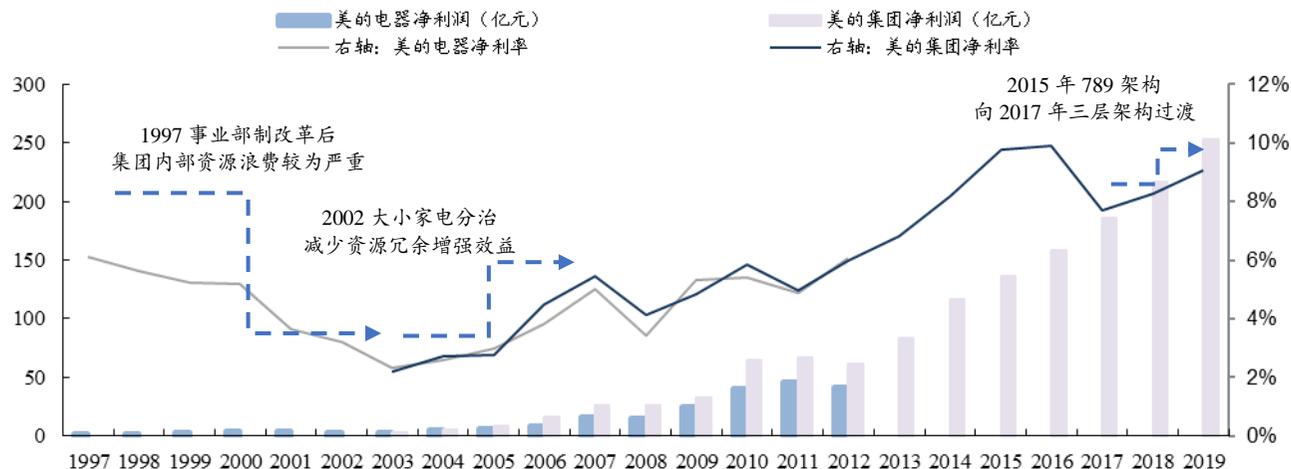
资料来源：公司公告，信达证券研究所

图 33: 1997 年事业部制改革前

图 34: 1997 年+2002 年事业部制改革后


资料来源: 公司公告, 信达证券研究所

资料来源: 公司公告, 信达证券研究所

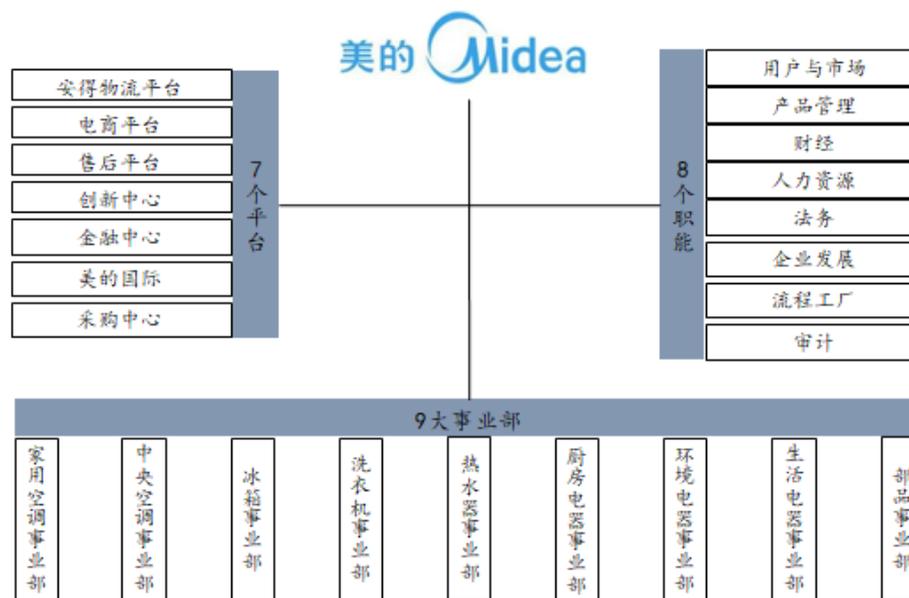
97 改革后, 事业部过多造成资源浪费, 2002 年大小家电分治以稳利润为目标。事业部制改革五年后, 美的营收及净利增长均出现停滞。究其原因, 或为改革后事业部成立过多, 至 2002 年美的集团下设 10 个事业部, 在 97 改革后的架构下, 易造成事业部各自为政, 从而降低资源利用能效。因而管理层决定将大小家电分治管理, 在事业部上层设立制冷集团和日用家电集团, 增强事业部整体效率。大小家电分治改革后, 美的营收及净利增幅重回正轨。

图 35: 1997 年事业部制改革后一味追求营收增长, 造成净利率下滑


资料来源: 公司公告, 信达证券研究所

2015年设置789新架构，为2017年三层架构过渡，管理体系更为清晰。2015年集团整体架构再一次改革，形成7个平台，8个职能机构及9大家电事业部。目的是为了使得前端平台人员拥有较大的自主权，加强后端对于前端的支持。在此基础上2017-2018年美的进一步明确经营主体、协同平台和职能部门的三层架构关系。第一层经营主体（原有八大事业部+库卡/东芝+美的国际/美云智数等）背负KPI考核指标，向集团上交利润。第二层的四大协同平台（安得智联、IOT、美的财务公司和中央研究院）不背负考核指标，为事业部专门服务。第三层的审计、IT等十大职能部门用于服务前两层架构，提供支持。新三层架构下各事业部、平台及职能机构职责更为明确，资源利用更为充沛，净利率显著提高。

图 36：2015 年设置 789 新架构，2017 年形成三层架构



资料来源：公司公告，信达证券研究所

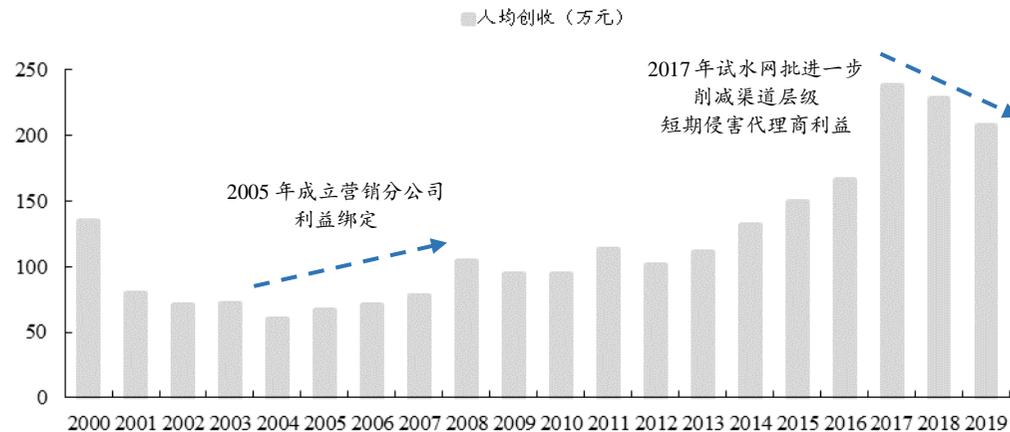
强执行力贯穿企业历史，营销体系改革成效佳

公司的强执行力在业界总为人称道，而事实也证明具备这样强执行力基因的企业总能披荆斩棘而厚积薄发。不论是从多品类发展的结果来看，还是每隔几年便根据市场进行战略调整，并辅以组织架构的变动来看。美的从原本只有三种终端产品（空

调、风扇、电饭煲)发展成为拥有十几个品类的行业龙头,其背后有赖于公司从顶层战略设计到落地执行的强执行力。

整合渠道网络,加强终端价格管理。美的最早的代理模式是地方大户→二级代理→三级代理→零售商,中间层级过多导致价格过高和窜货的问题。**1998年区域代理模式:**伴随事业部制改革,1998年美的进行渠道变革,提出“扁平化结构”和“市场精耕细作”的要求,将地方大户整合归并为区域代理商,将不能适应新变化的大户调整为二级客户,并向地市、县镇一级市场推进,提高终端控制力并降低窜货问题。该模式下1998年当年实现营收36.42亿元,同比+67%。**2005年与大代理深化利益绑定,设立区域营销分公司:**2005年美的与大代理共同持股形成区域营销分公司,形成命运共同体。股份持有机制下,代理商激励充分,2005-2008年公司营收CAGR达33%,人均创收显著走高。

图 37: 美的人均创收在成立区域营销分公司后走高



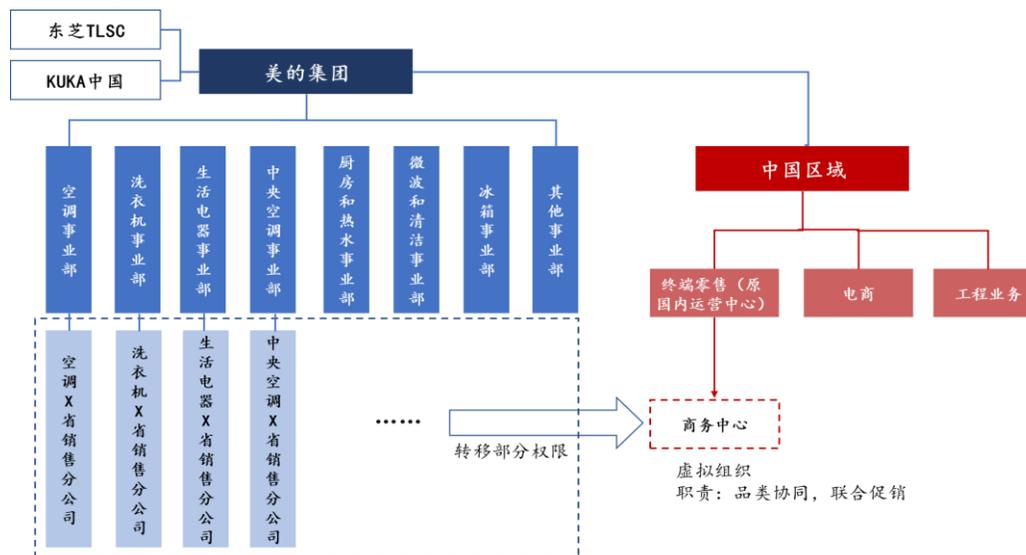
数据来源: 公司公告, 信达证券研究所

如今: 以事业部为基础, 组织变革不断调整以灵活应对市场变革, 基础渠道组织架构归属事业部保持效率活力, 设立商务中心强化品类协同。

- ① 基于事业部的基础销售体系: 公司立足于“研、产、销”一体, 各事业部拥有经营自主权, 设立销售公司;
- ② 事业部让渡部分权限, 加强品类协同管理。对自 2017 年开始, 为强化品类协同, 在各品类的各省销售公司保留的情况下, 美的在全国成立了 33 个商务中心, 以虚拟组织的形式, 扮演跨品类沟通、协调的角色。各省商务中心总经理对各品类的

终端促销、品牌形象一致性、客户沟通等方面进行协调。商务中心目前受美的中国区和事业部的矩阵管理，推动各类家电联合促销，未来部分销售网点转型为多品类店。

图 38: 美的增设“商务中心”对渠道架构进行调整



资料来源: 公司公告, 信达证券研究所

3、强激励植入企业根基，引领管理思维从长计议

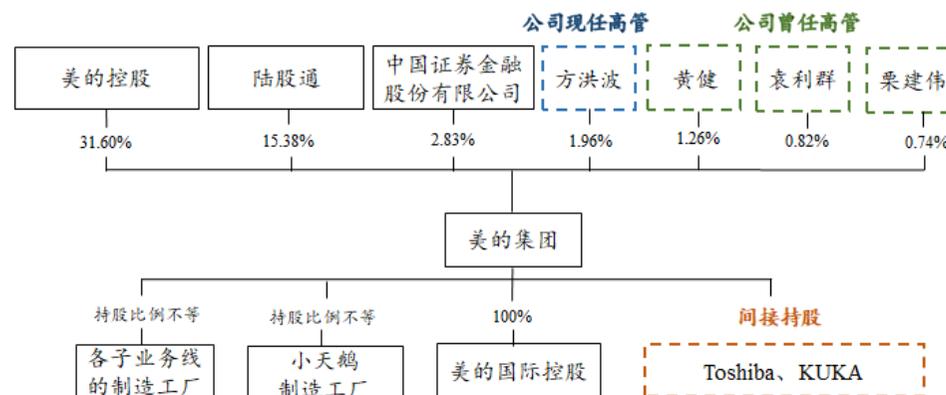
作为最早实行激励制度的制造业公司，从长计议的思维模式深入企业根基。美的早在 1995 年便推出“年薪制”与“模拟股份制”，引导高管与核心销售人员以企业整体利益为重；2000 年经理人与工会出资设立美托投资，并于次年控股美的电器，至此经理人利益与公司业绩挂钩；2014 年 1 月，美的于上市后颁布第一份股权激励计划，授予高管及业务骨干在内的 693 人超 4000 万份限制性股票，此后的几年里股权激励计划均如期而至，至 2020 年 7 月共已实行 7 期。相较于其他上市企业以扩营收为导向的一次性激励制度，美的以集团整体长期业绩为考量，循序渐进的股权激励机制利于培养核心业务人员为企业从长计议的思维模式，避免因一时之利的短视行为，从而从根本上保证集团净利率水平。

表 1: 美的集团股权激励一览

日期	授予对象(中高层管理人员及业务技术骨干)	授予股份数(万股)	解禁条件
2014.01	693 名	4,051.2	2014-2016 年净利润 CAGR 不低于 15%; 净资产收益率 CAGR 不低于 20%
2015.03	738 名	8430	2015-2017 年净利润 CAGR 不低于 15%; 净资产收益率 CAGR 不低于 20%
2016.05	931 名	12,753	2016-2018 年净利润均不低于前三个会计年度的平均水平
2017.03	1,476 名	9,898.2	2017-2019 年净利润均不低于前三个会计年度的平均水平
2018.03	1,341 名	6,208	2018-2022 年净利润不低于前三个会计年度的平均水平
2019.04	1,150 名	4,724	2018-2022 年净利润不低于前三个会计年度的平均水平
2020.04	1425 名	6,526	2020-2022 年净利润不低于前三个会计年度的平均水平

资料来源: 公司公告, 信达证券研究所

图 39: 美的集团 2020Q1 股权结构图



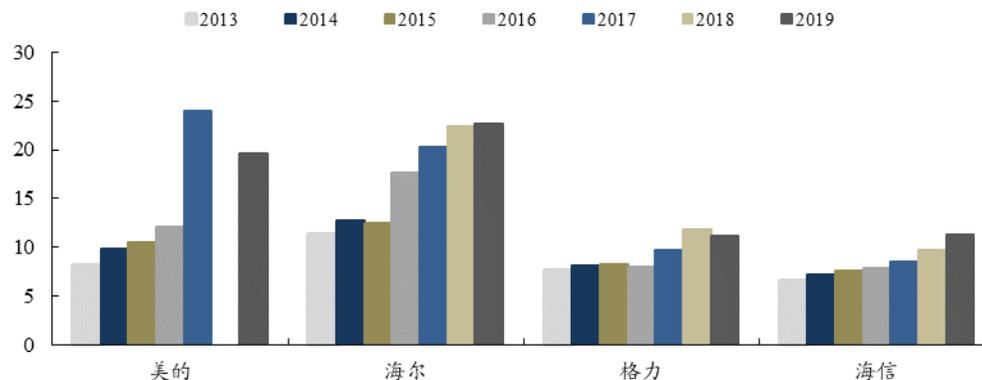
资料来源: 信达证券研究所

表 2: 2019 年报高管持股名单

姓名	职务	持股数 (万股)	占 2019 年底总股本
方洪波	董事长, 总裁	13699.05	1.96%
殷必彤	董事, 副总裁	210.97	0.03%
朱凤涛	原董事, 原副总裁	102.04	0.01%
张小懿	副总裁	58.66	0.01%
江鹏	董事会秘书	45.86	0.01%
肖明光	副总裁, 原财务总监	35.50	0.01%

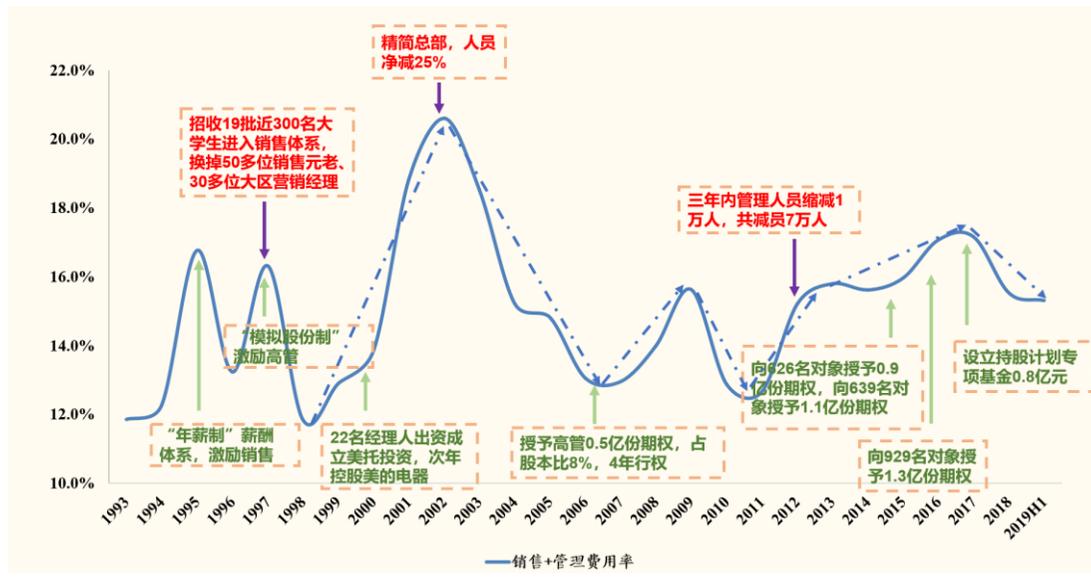
资料来源: 公司公告, 信达证券研究所

人均薪酬位于行业前列, 适时裁撤低效员工, 保障高效员工利益的同时降本增效。伴随美的业务版图的不断扩张, 员工薪酬也大幅提升。2019 年美的员工人均薪酬达 19.56 万元, 仅次于海尔。高员工薪酬的基石有赖于公司以业绩为导向的奖惩裁撤机制。美的人员管理具有一定的周期性特征, 业绩扩张前期通过薪酬、股权激励招兵买马; 业绩扩张阶段缩减录用规模; 人员冗杂、销售管理费用虚高时替换、裁撤效率低的员工, 提升运营效率, 从而保障高效员工的利益, 以足够高的薪酬体制吸引优质人才。

图 40: 美的人均薪酬位于行业前列


资料来源: 公司公告, 信达证券研究所

图 41: 美的集团对于员工征召裁撤有度, 保障在职高效员工利益, 并吸引优秀人才

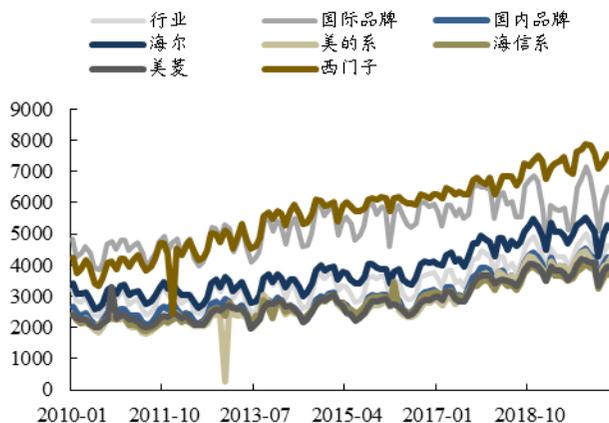


资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

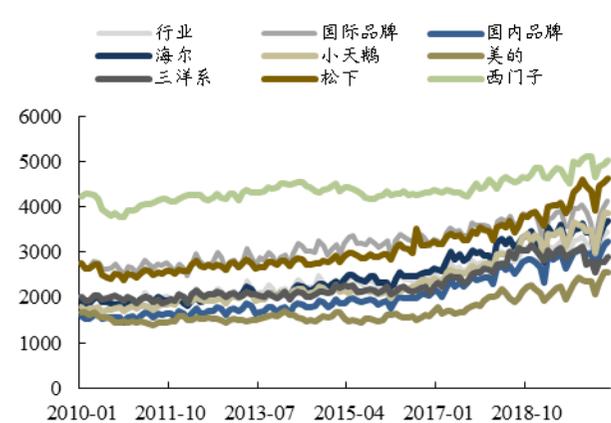
四、做大而美的百年企业：未来驶向何方？

1、树立多品牌战略，抓住细分市场红利

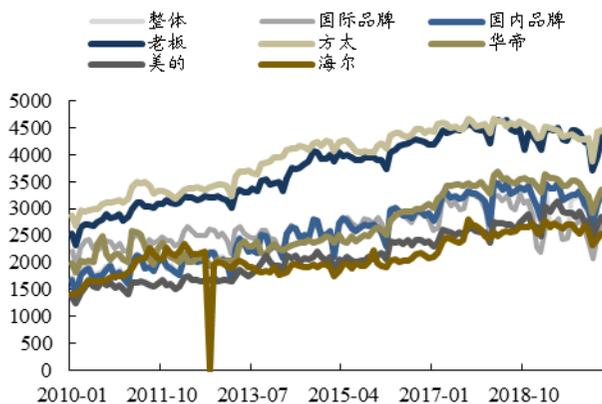
近年来家电行业消费升级趋势明显，年轻人更加个性化品牌，而家电中高端市场也在快速扩容。海尔 2006 年布局的高端品牌卡萨帝覆盖冰洗业务、空调、厨卫小家电等全品类，快速抢占国内高端细分市场龙头地位。而家电产品无论在价格段还是产品形态上，升级换代的趋势更加明显。

图 42: 冰箱消费升级趋势明显


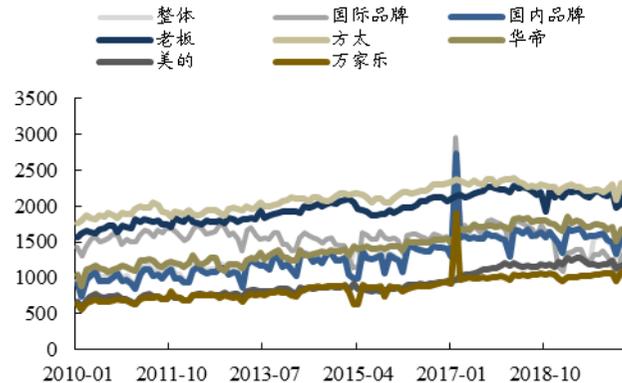
资料来源: 中怡康, 信达证券研究所

图 43: 洗衣机行业消费升级趋势明显


资料来源: 中怡康, 信达证券研究所

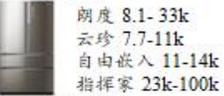
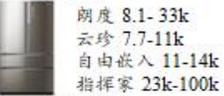
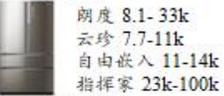
图 44: 油烟机消费升级趋势明显


资料来源: 中怡康, 信达证券研究所

图 45: 燃气灶消费升级趋势较为明显


资料来源: 中怡康, 信达证券研究所

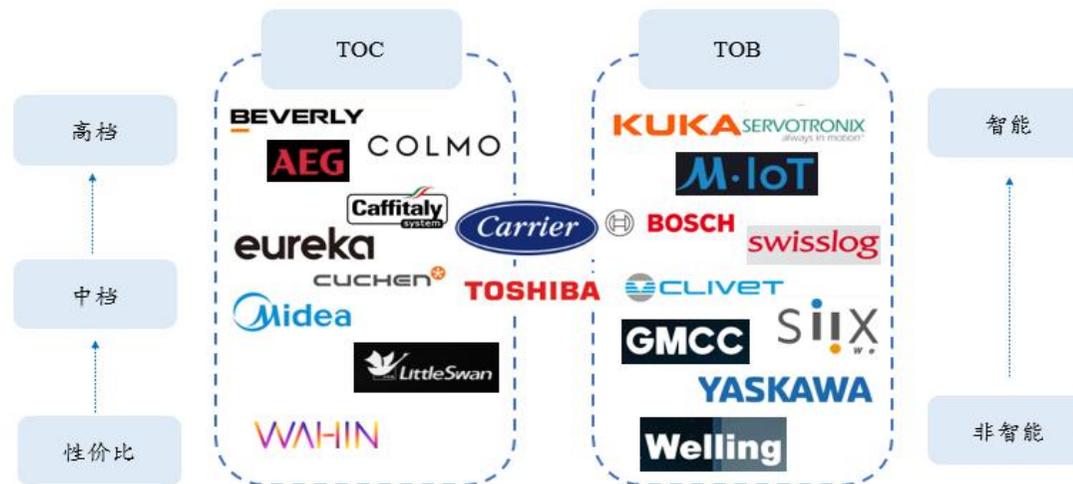
图 46: 格力美的海尔高端化布局

	格力	美的 COLMO	海尔卡萨帝				
冰箱	 晶弘变频冰箱 3-32k 格力变频冰箱 9.4-10.1k	 BALANCE冰箱 69999 熔幔岩对开门冰箱20999 熔幔岩法式冰箱20999 熔幔岩 十字冰箱 20999	<table border="0"> <tr> <td> 时尚典雅  朗度 8.1-33k 云珍 7.7-11k 自由嵌入 11-14k 指挥家 23k-100k </td> <td> 优雅不凡  朗度 13-27k 云珍 13k 天成 37k 指挥家 38k </td> </tr> <tr> <td> 简约现代  朗度 11-14k 云珍 4.6-12.7k 自由嵌入 14-40k HOMEY 23k </td> <td> 简约欧式  指挥家 21k </td> </tr> </table>	时尚典雅  朗度 8.1-33k 云珍 7.7-11k 自由嵌入 11-14k 指挥家 23k-100k	优雅不凡  朗度 13-27k 云珍 13k 天成 37k 指挥家 38k	简约现代  朗度 11-14k 云珍 4.6-12.7k 自由嵌入 14-40k HOMEY 23k	简约欧式  指挥家 21k
时尚典雅  朗度 8.1-33k 云珍 7.7-11k 自由嵌入 11-14k 指挥家 23k-100k	优雅不凡  朗度 13-27k 云珍 13k 天成 37k 指挥家 38k						
简约现代  朗度 11-14k 云珍 4.6-12.7k 自由嵌入 14-40k HOMEY 23k	简约欧式  指挥家 21k						
洗衣机	 热泵洗护机 13k 洗干一体 5.3-6k 滚筒洗衣 3.4-5k	 BLANC 洗衣机 45999 33999 全驱洗衣机 10999	 云裳 7-13k 纤见 27-40k 双子云裳 13-36k 紫精灵 3.9k				
空调	 挂机 3.6-20k 柜机 4.9-28k 移动空调 2.9k 厨房空调 8k 中央空调 5.9-67k	 TRUING 挂机10999 柜机39999 中央空调55999 AIR空间站33999	 铂雅 5.3-5.6 天玺 100				
其他家电	洗碗机 2-4.7k 油烟机 2.5-10.5k 蒸烤双能机 10k 消毒柜 6k 燃气灶 1-2.5k IH电饭煲 0.6-3k 原汁机 1.7k 净水器 1.7-12k 净水器、垃圾桶、 加湿器.....	 电煲煲 21k 烘干机 7-11k 油烟机 热水器 3.5-13k 水吧 3-9k 洗碗机 7-34k 炉灶	<table border="0"> <tr> <td> 酒柜 悠享 3.3-5.8k 至享 5.8-6.6k 馨享 5-7k 御享 4.3-5.3k 臻享 13-20k </td> <td> 热水器 水韵 5.6-7.8k 水韵 7.6k 天沐 5.7-7k 凤裳3.6-4.5k 空气能 14-22k </td> <td> 洗碗机 6.6-25k 电烤箱13-18k IH电饭煲4-8k 燃气灶 3.9-8.4k 油烟机 垃圾处理器 咖啡机 搅拌机... </td> </tr> </table>	酒柜 悠享 3.3-5.8k 至享 5.8-6.6k 馨享 5-7k 御享 4.3-5.3k 臻享 13-20k	热水器 水韵 5.6-7.8k 水韵 7.6k 天沐 5.7-7k 凤裳3.6-4.5k 空气能 14-22k	洗碗机 6.6-25k 电烤箱13-18k IH电饭煲4-8k 燃气灶 3.9-8.4k 油烟机 垃圾处理器 咖啡机 搅拌机...	
酒柜 悠享 3.3-5.8k 至享 5.8-6.6k 馨享 5-7k 御享 4.3-5.3k 臻享 13-20k	热水器 水韵 5.6-7.8k 水韵 7.6k 天沐 5.7-7k 凤裳3.6-4.5k 空气能 14-22k	洗碗机 6.6-25k 电烤箱13-18k IH电饭煲4-8k 燃气灶 3.9-8.4k 油烟机 垃圾处理器 咖啡机 搅拌机...					

资料来源: 公司官网, 信达证券研究所

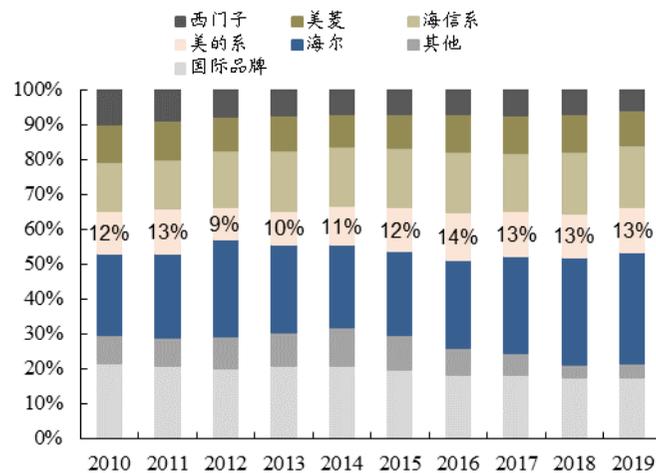
多品牌矩阵下, 更易定位消费人群, 从而享受各层级购买力带来的营收增长。目前美的旗下品牌 COLMO、比弗利覆盖高端市场, 主品牌美的、小天鹅定位大众市场, 华菱 WAHIN 吸引年轻消费人群, 品牌矩阵已较为完整, 覆盖各类消费人群, 多层次覆盖下可享受各层级购买力带来的营收增长。以冰箱市场为例, 美的凭借覆盖各类人群的品牌矩阵, 各子品牌销量均有所攀升, 2019年美的冰箱零售端销量市场份额达 12%。

图 47: 美的集团旗下品牌覆盖各层级用户



资料来源: 公司官网, 信达证券研究所

图 48: 美的凭借多层次覆盖, 零售量市场份额逐年提升



资料来源: 中怡康, 信达证券研究所

图 49: 美的各品牌销量均保持较高水平



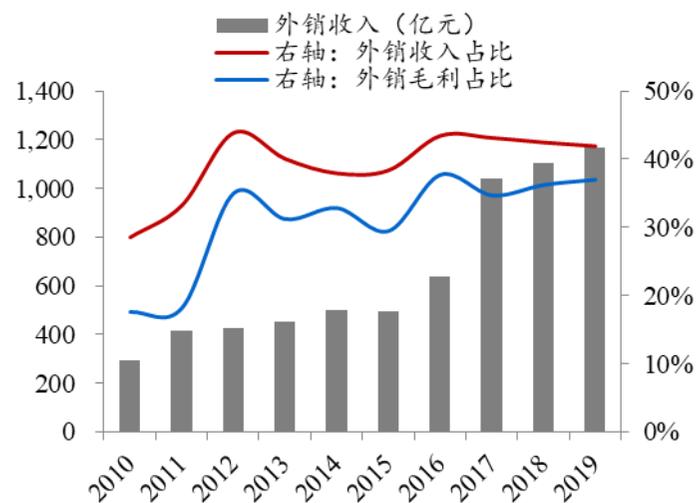
资料来源: 京东商城, 信达证券研究所

2、全球化视野下，海外市场未来定将迎来收获期

创始团队基因奠定并购基础，扩张策略彰显全球化战略雄心。美的自 1998 年并购芜湖丽光空调开始，便走上海内外并购规模扩张的进程，创始团队具有长远的眼光和做大规模的决心，让美的并购策略从最初的纵向产业链并购、横向品类并购、海外品牌与技术并购再到机器人等新业务的并购。截至 2019 年，美的海外员工已超过 35000 人，全球业务涉及 200 多个国家和地区。

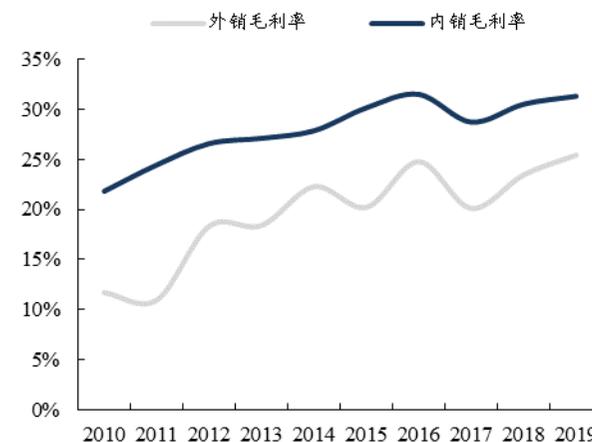
事实上，美的在过去十年外销收入占比稳步上升，毛利率提升趋势显著。2019 年外销收入 1167.84 亿元，占主营收入比例 41.98%。由于美的对海外以 OEM 为主，因此外销毛利率较内销毛利率有一定差距。相较于格力青睐于自主研发开拓市场，美的更倾向于并购海外较为知名品牌，利用当地品牌与渠道优势强化自身定价能力，从而实现集团整体产品结构升级，提升因海外人力生产成本较高所导致的低外销毛利率，缩小内外销毛利率差距。伴随美的近年来不断并购海外高端化品牌带来的品牌溢价红利，2019 年外销毛利率 25.46%，内销毛利率 31.32%，差额由 2010 年的 10.2pct 缩小至 5.86pct。

图 50：美的外销收入占比呈稳定上升趋势

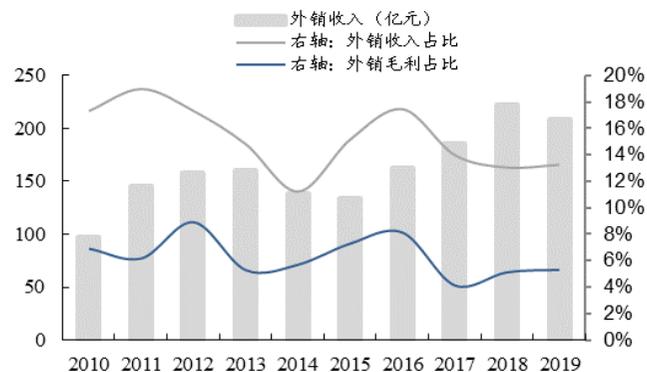


资料来源：公司公告，信达证券研究所

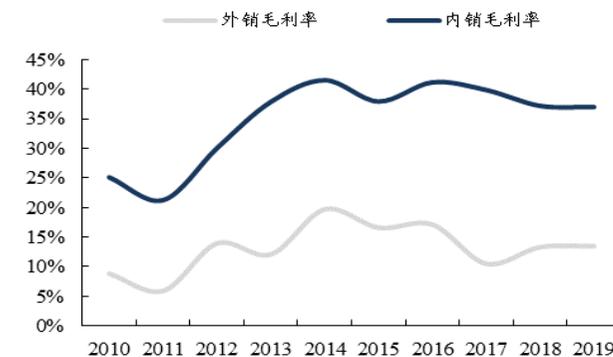
图 51：美的外销由于以 OEM 为主，毛利率较内销有差距



资料来源：公司公告，信达证券研究所

图 52: 格力外销收入占比稳定性较差


资料来源: 公司公告, 信达证券研究所

图 53: 格力内外销毛利率差额逐渐扩大


资料来源: 公司公告, 信达证券研究所

前期资本积累及扩张路线清晰为海外业务拓展奠定坚实基础

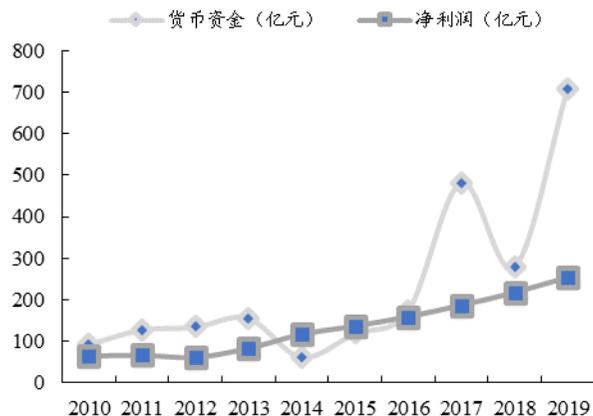
海外多地布局, 规避单一市场系统性风险。国内家电行业步入成熟期, 行业增速有所放缓。美的通过推动多元化、全球化并购, 帮助公司开拓新兴市场规避单一市场的系统性风险, 实现规模的进一步增厚, 从而由国内家电龙头成长为全球家电龙头; 另一方面通过收购 KUKA 机器人布局智能制造、工业互联网及智能物流等, 与原有业务进行协同, 开辟事业第二春。

图 54: 美的集团海外开拓路径

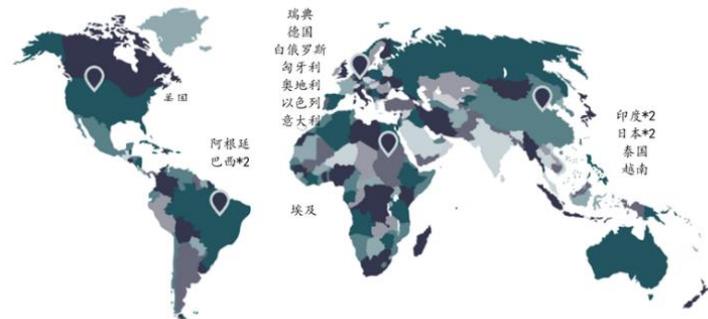


资料来源: 公司官网, 信达证券研究所

海外开拓路径清晰: OEM→合资公司→OBM 自主品牌。 初始人何享健曾描述为三步走: 第一步是通过与国外企业合作, 获得技术, 同时获得 OEM 订单; 第二步是参股国际二线品牌, 在海外设立制造基地和合资公司; 第三步是进行 OBM 推出自主品牌, 与国际化的大公司深度合作, 实现双轮运转。截至 2016 年, 美的建有 17 个国内生产基地, 12 个海外生产基地, 并且形成了 20 个来自全球各地的品牌矩阵。

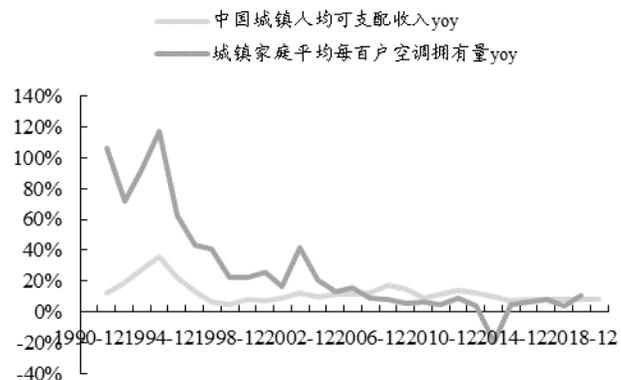
图 55: 美的账上资金充沛支撑海外开拓


资料来源: 公司公告, 信达证券研究所

图 56: 美的拥有 18 个海外生产基地


资料来源: 公司官网, 信达证券研究所

东南亚及南美市场人均可支配收入提升空间大, 白电可开拓性强。空调保有量与人均可支配收入相关性较高, 制造工厂由中国向东南亚迁移的国际环境下, 东南亚市场人均可支配收入提升空间大, 白电可开拓性强。以我国城镇为例, 从增速角度看, 我国每百户空调保有量与人均可支配收入相关性较强。以此为基础, 可推断在东南亚市场空调保有量极低的水平下, 若人均可支配收入有所提升, 加之气候环境日趋炎热, 空调及其他白电的市场空间巨大。以印度为例, 2016 年仅 6% 的家庭配有空调, 而此时中国 60% 的家庭早已安装, 同比例换算 2016 年印度每百户空调保有量大约在 18-20 台, 但以中国家庭保有量与人均可支配收入的线性关系来看, 2016 年印度人均可支配收入水平下, 空调保有量应在 30-40 台之间。这其中或许存在印度本身基础设施差及联邦制国家机制下外资空调厂商难以建厂的因素。但随着中国制造成本攀升, 越来越多外资厂商将制造业迁移至印度、越南、巴西等东南亚及拉丁美洲地区, 一定程度上可以带动当地经济活跃度与收入水平。2018 年中印间人均可支配收入大约差 4 倍左右, 倘若印度人均可支配收入翻倍, 辅以基础设施的日益完善, 则空调保有量具备 3-4 倍的成长空间。

图 57: 空调保有量与人均可支配收入相关性较强


数据来源: Wind, 信达证券研究所

图 58: 印度人均可支配收入


数据来源: Wind, 信达证券研究所

与开利公司成立合资公司，加速拓展印度空调市场。2012年，美的与开利成立新公司，初始投资产能约为100万台。2018年11月3日，美的投资135亿印度卢比(约合12.7亿人民币)的美的科技园，科技园投产后，可以实现冰箱、洗衣机、净水器、热水器各50万台，家用空调150万台，商用空调25万台，空调压缩机450万台的年产能。此次合作后，美的在制造、研发、高效率低成本的运营管理方面的优势与开利在世界领先的前沿技术、全球化的品牌及渠道将实现优势互补，美的在印度业务的开展有望提速，业绩兑现可期。

3、以机器人业务为支点，驶向更宽 ToB 赛道

第二航道悄然布局，具备极强行业潜力

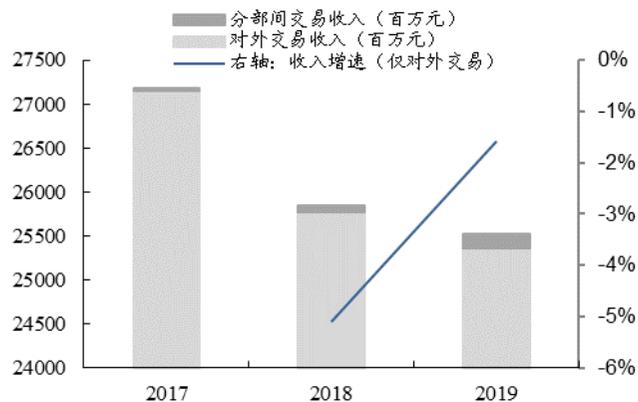
转型发展，先后牵手两家机器人四大家族，寻觅更优质跑道。早在2009年，公司便开始研发伺服电机，为进入机器人行业做准备。2015年公司与日本安川电机成立合资公司，同年集团内部成立机器人部门，标志美的正式开辟以机器人业务为核心的第二航道。2017年美的牵手德国库卡与以色列高创，向2B业务转型。库卡是全球领先的机器人及自动化生产设备和解决方案的供应商，客户分布于汽车、物流、医疗、能源等多个领域。而高创是机器人产业链中运动控制和伺服电机的领头羊。与库卡、高创的牵手推动集团向工业机器人业务转型发展的同时，提升集团智能制造水平。2019年美的机器人使用密度已超过220台/万人，极大增强了公司的生产效率。

图 59: 美的在机器人和工业互联网领域的布局时间线

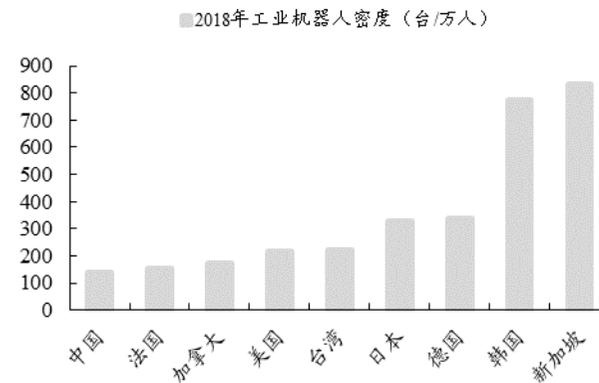
时间线	事件列表
2003年	美的从日本三洋集团引进微波炉生产线，机器人作为生产线的标配被引入，第一批进入美的集团的机器人
2009年	美的研发伺服电机，并形成产业基础。
2013年	美的进入扫地机器人行业。
2016年3月	美的参股安徽埃夫特智能装备有限公司17.8%股权。
2016年5月	美的宣布要约收购德国机器人巨头库卡（KUKA）集团30%以上股权的意向。
2017年1月	美的收购库卡完成交割，以292亿元持有库卡约95%的股份。
2017年2月	美的宣布收购以色列运动控制和伺服电机的厂商高创（SERVOTRONIX）50%股份，在机器人关键零部件制造领域进一步进行储备。
2017年3月	美的宣布转型科技集团，将全面打通包括机器人、自动化生产、自动化物流、工业服务等环节的全产业链，整合成智能制造解决方案，向B端输出。
2017年5月	安得智联融合KUKA和swisslog（瑞仕格，是KUKA2014年新增的智能物流业务板块，专注提供仓储和配送中心自动化解决方案）顶级技术支持，打造智慧物流体系。
2018年3月	安得智联首次将智慧物流带入AWE，展出了四大机器人：Air-pick、Air-carry、Optimus Prime及Bumblebee系统，分别代表不同的智慧仓储应用。
2018年3月	库卡和美的共同成立3家合资公司，进一步拓展工业机器人、医疗、仓储自动化三大领域的业务。
2018年10月	对内：整合智慧家居业务，成立IoT公司，对云平台、美居APP、智能连接模块、大数据和售后服务等方面持续优化，连通集团各事业部与经营单位。 对外：发布工业互联网平台M IoT，成为国内首家集自主工业知识、软件、硬件于一体的完整工业互联网平台供应商。

资料来源：公司官网，美的集团微信公众号，信达证券研究所

中国工业机器人发展快，密度仍存增长空间。2017/18/19年公司机器人与自动化部门实现对外交易收入271.50/257.67/253.57亿元，因全球汽车及电子工业需求下降，18/19年收入同比-5.09/-1.59%。2018年中国工业工业机器人密度达到140台/万人，考虑到中国人口结构的改变，对标世界其他发达地区的工业机器人密度，中国工业机器人仍具备50-60%提升空间。

图 60: 机器人及自动化业务收入


资料来源: 公司公告, 信达证券研究所

图 61: 中国工业机器人仍有增长空间


资料来源: IFR, 信达证券研究所

收购高创与合康新能, 加快 2B 业务步伐

2020 年 3 月美的拟收购合康新能, 从而加快其 2B 业务的转型步伐。合康新能的核心业务是工业变频器及伺服系统, 是工业互联网架构中与自动化紧密相关的核心部分。

图 62：合康新能在工业变频、伺服系统、新能源上的业务布局



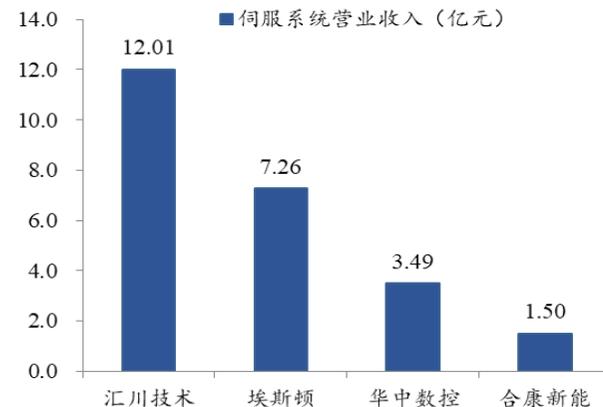
资料来源：公司官网，信达证券研究所

工业机器人对伺服要求较高，国产供应商在产品性能上尚存在技术差距，美的更为关注收购合康新能的长期逻辑。相对于伺服的其他下游行业，工业机器人要求伺服尺寸更小，灵敏度更高，能适应更苛刻的运行环境。但目前，国内伺服供应商主要定位于中低端，在技术储备和研发实力上较国外竞争对手有一定差距，而合康新能同国内龙头厂商又存在较大差距。因而，美的收购合康新能的意图必然不在于其技术优势，而在于合康新能与集团自身工业自动化业务供应链端的协同效应及高端制造及新能源汽车产业链下游的客户资源。

图 63: 进口伺服与国产伺服电机性能对比

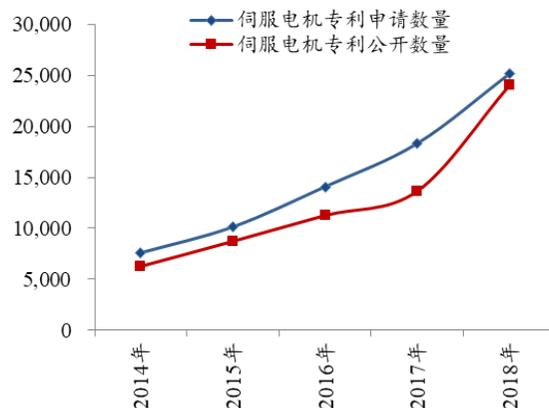
	进口伺服电机	国产伺服电机
响应宽带	1KHz 以上	300Hz 以下
过载能力	3.5 倍	3 倍以内
峰值转速	8000rpm	5000rpm
重复定位精度	0.001mm	0.05mm
速度波动率	0.01%	0.10%
转矩控制精度	1%	5%

资料来源: 信达证券研究所

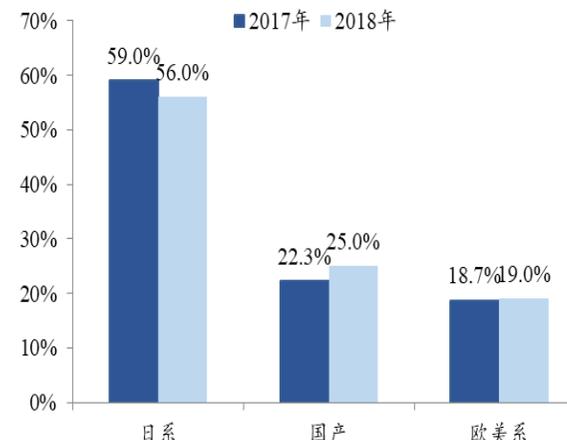
图 64: 国内领先企业伺服系统营收规模


资料来源: Wind, 信达证券研究所

高创技术优势下, 合康新能或将成为美的探索伺服自主供应的开端。长期来看, 美的对自动化行业上游核心资源的收购, 具有较为深远的战略性意义, 尽管当前国产伺服供应商相对欧系、日系竞争对手处于弱势, 但有望在海外技术资源的技术转移 (高创) 和自身研发能力的协同下, 加快机器人伺服电机的国产替代步伐。

图 65: 国产伺服电机专利数量迅速增长


资料来源: 国家知识产权局, 前瞻产业研究院, 信达证券研究所

图 66: 伺服电机市场份额呈现向国产供应商集中的趋势


资料来源: MIR DATEBANK, 信达证券研究所

参考国际巨头战略，向 2B 转型，成就大而美的百年基业

2C 向 2B 的转型是成就“大而美”的必经之路，国际巨头战略转型路线可作为参考经验。随着家电行业进入成熟期、工业 4.0 的到来，西门子、通用电气、飞利浦等家电巨头纷纷选择“瘦身”，剥离自身家电业务，聚焦门槛更高、利润率更高的新兴 2B 业务。GE 在 2016 年将旗下家电业务资产收卖给海尔，西门子于 2016 年将家电业务出售给博世集团，飞利浦先后剥离彩电、照明和小家电业务，三大巨头现已纷纷转型成为医疗器械巨头“GPS”。

图 67：GE、西门子和飞利浦近年来纷纷剥离家电业务，转型 2B 业务

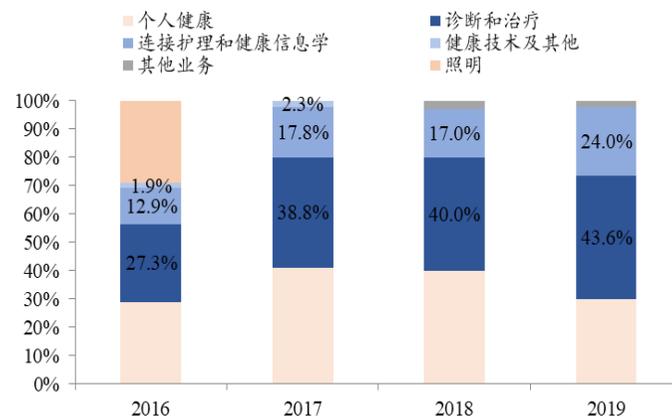
专注电力、航空和医疗三大业务	西门子“公司愿景2020+”战略 三大集团公司（油气与电力、智能基础设施、数字化工业） 三大战略公司（交通、可再生能源、医疗）	专注医疗器械、健康诊断业务
 <p>GE通用</p>	 <p>西门子</p>	 <p>飞利浦</p>
2016年，GE剥离家电业务给海尔，作价54亿美元	2016年，西门子剥离家电业务给博世集团，作价30亿欧元（50%股份）	2011年，剥离在华电视业务 2018年，剥离净水和热水业务给德尔玛 2016年，将照明业务独立IPO 2020年，宣布出售小家电业务

资料来源：公司官网，信达证券研究所

飞利浦为例：照明巨头→家电巨头→医疗服务巨头的成功转型之路。飞利浦于 1891 年成立，以照明业务起家，随后通过技术研发和并购进入消费电子、生活家用电器领域，在图像显示处理、声音数据处理、存储等方面积累了扎实而先进的技术，凭借自身优势和对外并购进入医疗器械领域。2008 年以来，公司开始精简组织架构，成立三大事业部：医疗保健、照明和优质生活，在后续的十年中，又先后把照明、部分家电业务剥离，专注医疗保健业务，2007 年以来通过收购的方式布局医疗器械、医疗信息化等领域。现在飞利浦已成为全球领先的医疗器械和信息系统服务商，在数字化影像系统、超声、病人治疗及监护解决方案、医疗信息系统解决方案领域做到世界一流，成功从一个产品型公司转型为“2B+2C”双轮驱动的平台型公司。2016

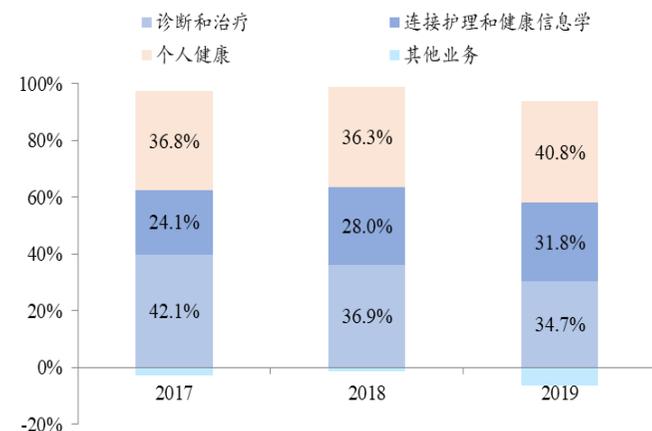
年以来，飞利浦医疗业务（诊断和治疗、连接护理、健康技术）占比由 42.1% 提升至 2019 年的 67.5%。

图 68：飞利浦 B 端医疗服务业务收入占比逐渐提升



资料来源：Wind，信达证券研究所

图 69：飞利浦调整后 EBITA 结构以医疗服务为主



资料来源：飞利浦年报，信达证券研究所

反观美的，其凭借在制造领域丰富的经验积累、信息系统管理能力和前瞻性的工业互联网布局，有望在长期转型成为“B 端智能制造方案解决商”。美的以 KUKA 为支点，不断深入布局机器人产业链，并且不断拓展机器人应用空间，让机器人及自动化面向智能制造、智慧物流、智慧家居、康复医疗等领域，从更高远的角度推动“人机新时代”在中国市场的演化。另一方面，美的长期制造业的经验与长期向先进制造布局的软件管理技术逐渐与硬件系统相结合，后续“B 端智能制造方案解决商”的角色有望加速演绎。2B 业务的竞争壁垒更高，且成长空间更为广阔，当前中国在这一领域仍处于起步阶段，美的具有基于效率的自我迭代组织系统、平台化的管理能力和在工业互联网产业链的布局，若能够在未来几年能够进一步利用自身优势，基于打通研发端、生产设备端、供应链端、业务端、物流端和用户端进行全价值链的构建和服务输出，有望长期成长为“大而美”的科技集团。

五、盈利预测及估值

盈利预测

我们按美的收入结构将业务拆分为空调、家用电器、工业化机器人及自动化、其他业务等。其中空调业务拆分为家用空调及中央空调，家用空调按照量价拆分，其中内销量以自上而下的逻辑拆分为（新增需求+替换需求）*市场份额，外销量考虑竞争格局以每年约 5-7%的速度增长，从而得出家用空调的出厂量，乘以出厂价后，得出家用空调收入。中央空调收入需考虑疫情影响造成的竣工期滞后，因而假设每年以 5-10%不等的速度增长。其他板块相应考虑市场环境及竞争格局因素，预计公司 20-22 年营收为 2843/3125/3404 亿元，同比+2.2/9.9/8.9%；预计 20-22 归母净利润为 249/276/303 亿元，同比+2.7/11.0/9.9%，对应 EPS 为 3.54/3.93 /4.32 元，PE 为 19.6/17.7/16.1，予以“买入”评级。

表 3: 公司业务数据拆分

	2018 A	2019 A	2020 E	2021 E	2022 E
营业总收入 (亿元)	2618.20	2793.81	2843.39	3124.80	3404.39
空调收入 (亿元)	1093.95	1196.07	1167.72	1288.70	1398.45
YOY(%)	14.73%	9.33%	-2.37%	10.36%	8.52%
家用电器收入 (亿元)	1,029.93	1,094.87	1154.35	1272.81	1397.89
YOY(%)	4.30%	6.31%	5.43%	10.26%	9.83%
冰箱及零部件收入 (亿元)	222.85	239.96	273.87	313.53	353.59
洗衣机及零部件收入 (亿元)	240.34	253.35	276.82	307.33	340.20
小家电及其他收入 (亿元)	547.53	574.91	603.65	651.94	704.10
工业机器人及自动化 (亿元)	256.78	251.92	256.96	277.52	299.72
YOY(%)	-5.03%	-1.89%	2.00%	8.00%	8.00%
其他业务	208.39	223.21	234.37	250.78	268.33
YOY(%)	13.08%	7.11%	5.00%	5.00%	5.00%
其他主营业务	29.15	27.74	30.00	35.00	40.00
YOY(%)	23.94%	-4.84%	8.15%	16.67%	14.29%

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

可比公司估值

横向比较，美的估值高于另两大白电企业，但考虑到未来公司中高端品牌线及海外市场步入收获期的 C 端放量，以及科技转型下机器人业务 TOB 端的放量，我们认为公司未来具备渐进式向上的潜力，加之科技赋能后的降本增效，公司估值仍具备提升空间，因而予以“买入”评级。

表 4: 可比公司估值

股票名称	市值 (亿元)	股价 (元)	PE			EPS (元/股)			营业总收入 (亿元)			归属母公司股东净利润 (亿元)		
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
美的集团	4,872	69	20	19	17	3.45	3.65	4.10	2782	2897	3211	242	257	288
格力电器	3,262	54	15	15	13	4.11	3.68	4.42	2005	1848	2085	247	221	266
海尔智家	1,513	23	17	20	18	1.25	1.25	1.25	2008	1992	2196	82	77	89
飞科电器	254	58	24	36	33	1.57	1.62	1.77	38	38	41	0	0	0
科沃斯	216	38	95	59	40	0.21	0.63	0.94	53	60	70	1	4	5

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

注: 估值时间为 2020/08/21, 海尔智家与格力电器采用万得一致预期

六、风险因素

宏观经济波动风险; 原材料价格波动风险; 海外开拓不及预期; 品类扩张不及预期。

利润表 (百万元)

资产负债表 (百万元)

	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	279,381	284,339	312,480	340,439	货币资金	70,917	79,372	81,170	88,669
%同比增速	6.71%	1.77%	9.90%	8.95%	交易性金融资产	1,087	1,000	1,000	1,000
营业成本	197,914	199,582	217,174	234,903	应收账款及应收票据	23,432	24,761	29,584	30,143
毛利	80,302	84,758	95,306	105,536	存货	32,443	34,084	38,307	36,265
%营业收入	28.86%	29.81%	30.50%	31.00%	预付账款	2,246	1,745	3,081	2,447
税金及附加	1,721	1,734	1,906	2,076	其他流动资产	65,011	62,777	68,087	65,292
%营业收入	0.62%	0.61%	0.61%	0.61%	流动资产合计	216,483	224,005	241,127	244,238
销售费用	34,611	35,685	40,622	45,278	可供出售金融资产	-	1,246	1,051	766
%营业收入	12.44%	12.55%	13.00%	13.30%	持有至到期投资	-	-	-	-
管理费用	9,531	9,668	10,937	11,234	长期股权投资	2,791	3,334	3,787	4,287
%营业收入	3.43%	3.40%	3.50%	3.30%	投资性房地产	399	404	398	401
研发费用	9,638	11,089	12,718	14,298	固定资产合计	21,665	22,665	23,665	24,665
%营业收入	3.45%	3.90%	4.07%	4.20%	无形资产	15,484	17,000	18,861	20,467
财务费用	-2,232	-1,080	-1,711	-1,674	商誉	28,207	28,737	28,682	28,542
%营业收入	-0.80%	-0.80%	-0.83%	-1.00%	递延所得税资产	5,769	4,738	4,976	5,161
资产减值损失	-872	-200	-600	-447	其他非流动资产	11,158	2,250	2,250	2,250
信用减值损失	-96	-	-	-	资产总计	301,955	311,013	332,741	340,202
其他收益	1,195	1,256	1,225	1,241	短期借款	5,702	1,000	2,500	1,000
投资收益	164	1240	1085	1045	应付票据及应付账款	66,427	62,335	82,447	64,367
净敞口套期收益	-	-	-	-	预收账款	16,232	27,513	14,111	28,444
公允价值变动收益	1361	145	158	166	应付职工薪酬	6,436	8,045	10,056	12,068
资产处置收益	-131	-83	-107	-95	应交税费	5,096	4,172	4,381	4,550
营业利润	29,683	30,427	33,829	37,147	其他流动负债	39,075	32,614	34,666	35,481
%营业收入	10.67%	10.70%	10.83%	10.91%	流动负债合计	144,318	146,091	158,920	156,971
营业外收支	246	227	237	232	长期借款	41,298	32,899	27,507	21,504
利润总额	29,929	30,655	34,065	37,379	应付债券	-	-	-	-
%营业收入	10.71%	10.78%	10.90%	10.98%	递延所得税负债	4,556	4,317	4,432	4,435
所得税费用	4,652	4,760	5,317	5,795	其他非流动负债	864	4,013	4,019	3,977

净利润	25,277	25,895	28,748	31,584	负债合计	194,459	188,423	195,951	187,940
%营业收入	16.75%	2.44%	11.02%	9.87%	归属于母公司的所有者权益	101,669	114,529	128,674	144,416
归属于母公司的净利润	24,211	24,859	27,598	30,321	少数股东权益	5,827	8,062	8,115	7,846
%同比增速	19.68%	2.67%	11.02%	9.87%	股东权益	107,496	122,591	136,789	152,263
少数股东损益	1,066	1,036	1,150	1,263	负债及股东权益	301,955	311,013	332,741	340,202
EPS (元/股)	3.60	3.54	3.93	4.32					

现金流量表 (百万元)

	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
					经营活动现金流净额	38,590	27,853	28,178	30,075
					投资支出	108,457	-34,900	18,808	13,354
基本指标					资本性支出	3,452	3,305	3,386	2,868
	2019A	2020E	2021E	2022E	其他投资性支出	88,802	6,609	6,773	5,735
EPS	3.60	3.54	3.93	4.32	投资活动现金流净额	-23,108	38,205	-15,421	-10,486
BVPS	14.58	16.31	18.33	20.57	债权融资	-	-	-	-
PE	20.12	19.60	17.65	16.07	股权融资	-	-	-	-
PEG	1.20	8.02	1.60	1.63	银行贷款增加(减少)	9,207	-8,400	-5,392	-6,003
PB	4.53	3.97	3.56	3.20	筹资成本	2,232	1,080	1,711	1,674
EV/EBITDA	14.31	14.33	12.42	10.64	其他	-10,249	-780	-3,855	-4,412
ROE	23.51%	21.12%	21.02%	20.74%	筹资活动现金流净额	-3,274	-10,260	-10,958	-12,090
ROIC	20.40%	21.27%	22.13%	23.70%	现金净流量	12,489	8,455	1,798	7,499

研究团队简介

罗岸阳，分析师 SAC 执业编号：S1500520070002，曾就职于天风证券，国金证券。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁 泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐 蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	魏 冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴 国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com
华南	陈 晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，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。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。