

美的集团(000333)

报告日期: 2023年04月23日

## 善弈者谋势，布未来之局

### ——美的集团系列报告序篇

#### 投资要点

##### □ 善弈者谋势，在逆境中进化，在机遇里腾飞

1) **1980-2000: 从艰苦创业到事业部制打开规模瓶颈。**美的在初创阶段就已经展现出了现代企业所必备的商业逻辑和优质基因: 积极拓展、高效执行、制度创新、反思纠偏、重视人才等。1992年公司股改上市后, 进入第一个高速发展期, 1992-96年收入CAGR为50.51%。1997年美的集团在经历了快速扩张后引入了事业部制度, 以各个事业部利润为核心, 缓解了快速扩张带来的经营管理压力。

2) **2001-2012: 从高歌猛进到战略转型增长质量驱动。**事业部激发组织活力, 美的新一轮的扩张开启。MBO改制统一权利、放开手脚, 美的实行“三分开”的管理架构, 并建立配套的激励机制。大规模制造、低成本分销模式带来第二个高速发展期, 2005-10年收入增长3.73倍, 净利润增长7.89倍。繁荣过后美的适时提出“产品领先、效率驱动、全球经营”三大战略主轴, 由规模转向增长质量导向。

3) **2012-2020: 从高效执行到战略升级迈向科技集团。**2013年在集团“一个美的、一个体系、一个标准”的战略管理思路下, 通过换股吸收合并上市实现整体上市。三大战略主轴的落地执行带来了第三个高速发展期, 2012-21年收入翻了三倍, 净利润翻了4.75倍, 利润率从12年的5.98%提升至9.5%以上, 这一阶段, 美的通过多元化不断探索自身边界, 为接下来十年的发展打下基础。

##### □ 践行长期主义，助力基业长青

1) **美的集团实控人为何享健，股权结构保持清晰稳定。**自2013年美的集团挂牌上市以来, 美的控股合计控制股权维持在30%-35%之间, 其他股东持股比例也保持稳定。

2) **美的管理团队稳定，职业经理人体系运行有序。**美的集团推行职业经理人制度, 公司现任高管大多在美的集团任职10年以上, 迭代有序。

3) **公司将追求股东价值最大化作为基本准则。**2016-2021年美的集团年度股息分红率维持在40%左右, 2015年以来, 美的集团累计回购了合计8.21%的股权。

##### □ 盈利预测与估值

我们预计22-24年公司收入分别为3429/3747/4078亿元, 对应增速分别为0.5%/9.3%/8.8%;归母净利润分别为294/324/356亿元, 对应增速分别为2.9%/10.2%/9.9%, 对应EPS分别为4.20/4.63/5.09元, 对应PE分别为14x/12x/11x, 维持“买入”评级。

□ **风险提示:** 原材料价格波动; 行业竞争加剧; 人民币汇率波动。

#### 财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	341233	342870	374733	407788
(+/-) (%)	20.06%	0.48%	9.29%	8.82%
归母净利润	28574	29394	32395	35599
(+/-) (%)	4.96%	2.87%	10.21%	9.89%
每股收益(元)	4.09	4.20	4.63	5.09
P/E	13.92	13.53	12.27	11.17

资料来源: 浙商证券研究所

#### 投资评级: 买入(维持)

分析师: 闵繁皓

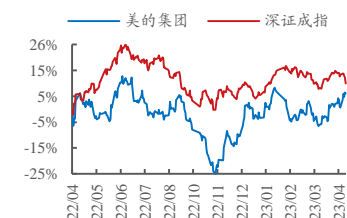
执业证书号: S1230522040001

minfanhao@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥56.85
总市值(百万元)	399,183.57
总股本(百万股)	7,021.70

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《入股科陆电子，拓疆储能赛道——美的集团B端专题系列报告(一)》2022.12.10
- 《C端海外承压，Q3业绩符合预期——美的集团2022年三季度报点评报告》2022.10.29
- 《C端稳健成长，迈向B端龙头——美的集团22H1业绩点评报告》2022.09.01

## 投资案件

### ● 盈利预测、估值与目标价、评级

1) 盈利预测: 预计 22-24 年公司收入分别为 3429/3747/4078 亿元, 对应增速分别为 0.5%/9%/9%; 归母净利润分别为 294/324/356 亿元, 对应增速分别为 3%/10%/10%, 对应 EPS 分别为 4.20/4.63/5.09 元。

2) 投资评级: 买入

### ● 与市场不同的认识

**市场认为:** 美的集团的战略自 2013 年以来多次调整, 不少投资人质疑美的集团的战略定力和执行力。

**我们认为:** 公司创始人何享健为美的注入了“不变的就是变”的文化基因, 美的集团的多次战略调整反映了公司顺势而为、执行力高效。我们复盘了美的自上市以来的多次战略调整, 认为美的集团具有“积极拓展、高效执行、制度创新、反思纠偏、重视人才等”的特点。

### ● 股价上涨的催化因素

公司业绩超预期; 家电出货及终端零售超预期; B 端优质标的并购等。

### ● 风险提示

**原材料价格波动:** 原材料在白电的营业成本占比大, 若原材料价格回弹, 将会影响到公司整体的盈利能力。

**行业竞争加剧:** 白电行业竞争相对激烈, 过去有空调行业价格战的案例, 若行业竞争格局恶化, 将会对公司的盈利能力和收入成长性造成影响。

**人民币汇率波动:** 考虑到公司海外收入占比较大, 人民币兑美元汇率持续上行将影响人民币口径下的收入水平。

## 正文目录

<b>1 善弈者谋势，在逆境中进化，在机遇里腾飞</b>	<b>6</b>
1.1 从艰苦创业到事业部制打开规模瓶颈（1980-2000）	6
1.1.1 善于把握机遇，家电行业开局	6
1.1.2 机制纠偏，事业部制激活管理效率	6
1.2 从高歌猛进到战略转型增长质量驱动（2001-2012）	7
1.2.1 善于组织革新，管理架构持续演进	7
1.2.2 战略纠偏，从规模导向到增长质量导向	9
1.3 从高效执行到战略升级迈向科技集团（2012-2020）	10
1.3.1 集团整体上市，践行一体化管控与深度协同	10
1.3.2 产品领先，“2+4+N”研发体系与多元品牌建设	11
1.3.3 效率驱动，数字化建设与价值链全环节提效	13
1.3.4 全球经营，兼并收购与自有品牌出海	15
<b>2 践行长期主义，助力基业长青</b>	<b>17</b>
2.1 公司实控人何为享健，股权结构清晰稳定	17
2.2 盈利能力稳定，利润分配回报股东	19
<b>3 投资建议</b>	<b>21</b>
<b>4 风险提示</b>	<b>21</b>

## 图表目录

图 1: 美的集团于 1968 年成立, 1997 年公司实行业务部制 .....	6
图 2: 1996 年收入失速, 1998 年事业部改革见效 (亿元) .....	7
图 3: 净利润在 1998 年实现有效增长 (亿元) .....	7
图 4: 事业部制改革后权力下放事业部 .....	7
图 5: 美的集团于 2001 年成立, 1997 年公司实行业务部制 .....	8
图 6: 2001MBO 及“三分开”后集团架构 .....	8
图 7: 美的在家电领域持续多元化 .....	8
图 8: 2002 年收入停滞, 净利润 2000-2003 年连续下跌 (亿元) .....	9
图 9: 新一轮高速发展直至 2011 年 (亿元) .....	9
图 10: 美的电器研发支出和研发费用率持续增长 .....	10
图 11: 2011 年美的电器员工总人数锐减 .....	10
图 12: 美的集团通过换股吸收合并上市子公司 .....	11
图 13: 美的集团架构调整实现集团内深度协同 .....	11
图 14: 研发支出及研发人员占比持续增长 (亿元) .....	12
图 15: 四级研发体系 .....	12
图 16: 2+4+N 全球研发体系 .....	12
图 17: 美的国内和海外品牌全方位、多定位布局 .....	13
图 18: 美的工业互联网覆盖面从硬件到软件, 从产品到解决方案 .....	14
图 19: 美的 T+3 模式前“以产定销”的模式 .....	14
图 20: 美的 T+3 模式后“以销定产”的模式 .....	14
图 21: 美云销打通工厂方与终端零售的信息流 .....	15
图 22: 美的通过美云销线上下单, 品牌方与终端零售的信息流 .....	15
图 23: 从产销计划、采购计划协同到制造体系的协同 .....	15
图 24: 一盘货期间渠道效率显著提升 .....	15
图 25: 美的制造基地遍布全球 .....	15
图 26: 2010-2020 年美的海外收入 CAGR 为 15.2% (含 KUKA) .....	16
图 27: 2010-2020 年美的海外收入占比逐年提升 (含 KUKA) .....	16
图 28: 美的集团实控人为何享健, 公司股权结构清晰 .....	17
图 29: 2012 年起, 经验丰富的职业经理人团队接棒 .....	17
图 30: 公司治理架构 (截至 2022 年 12 月 31 日) .....	17
图 31: 美的集团毛利率及各项费用率变化 .....	19
图 32: 美的集团净利率水平位于格力电器、海尔智家中间 .....	19
图 33: 美的经营性活动现金流 (亿元) 表现好于海尔、格力 .....	19
图 34: 美的销售商品所得现金与营业收入的比值在 0.8 左右 .....	19
图 35: 美的分红率相对高且稳定 .....	20
图 36: 美的分红率与 EPS 波动 .....	20
图 37: 2015 年以来美的集团回购股本比重明显高于家电板块其他公司 (单位: %) .....	20
表 1: 美的研发中心覆盖多种研发方向和多个区位布局 .....	12
表 2: 美的的数字化历程经历了“组织架构→渠道库存→柔性生产→数字化外溢”的阶段 .....	13
表 3: 2016 年以来美的的并购标的概况 .....	16
表 4: 美的高级管理人员多由内部培养, 在公司多年磨合 .....	18

---

表 5: 美的集团激励措施全面, 自 2014 年以来多次推出股权激励、专项基金激发员工积极性.....	18
表附录: 三大报表预测值.....	22

## 1 善弈者谋势，在逆境中进化，在机遇里腾飞

### 1.1 从艰苦创业到事业部制打开规模瓶颈（1980-2000）

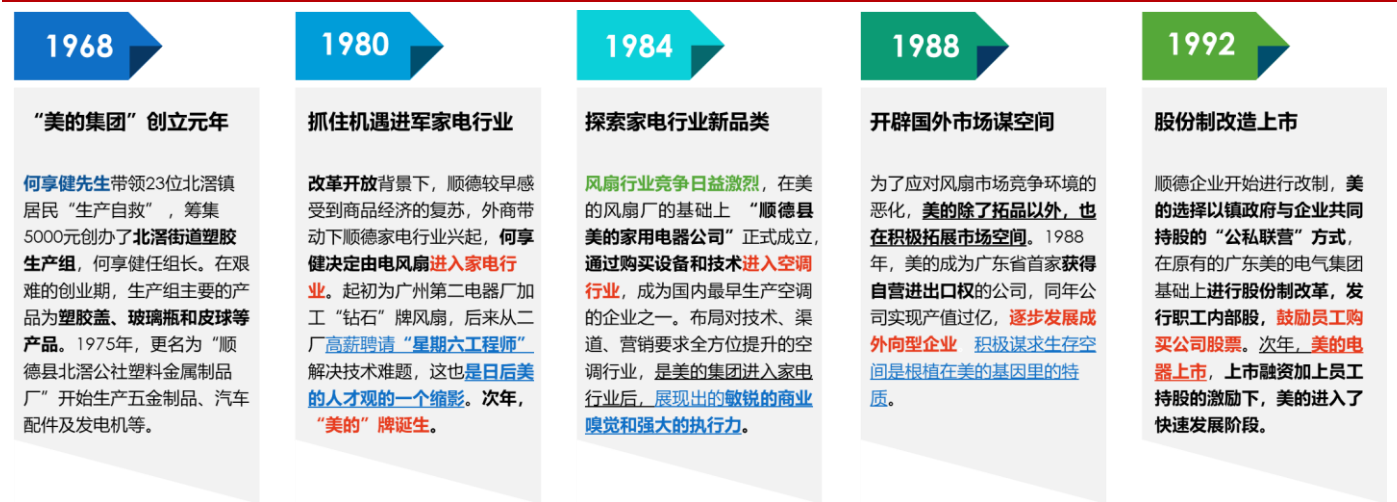
#### 1.1.1 善于把握机遇，家电行业开局

**敢为人先，进军家电。**在美的集团的初创阶段，改革开放刚刚拉开序幕，何享健先生凭借极具魄力的创业精神和敏锐的战略眼光，在资源、组织、人才、技术以及市场都缺乏优势的艰苦环境下，毅然决定进军家电行业。在初始的十数年经营里，美的集团就已经展现出了现代企业所必备的商业逻辑和优质基因：

积极拓展、高效执行、制度创新、反思纠偏、重视人才等

在市场经济发展的头10年，家电行业尚处于萌芽的年代，这些优秀且稀缺的品质使得美的脱颖而出，到1988年，美的电器公司已经实现产值1.24亿元，成为亿元企业。

图1：美的集团于1968年成立，1997年公司实行事业部制



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

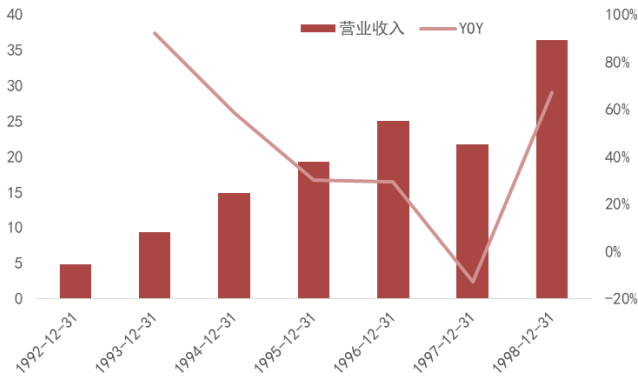
**高速发展带来制度挑战。**1992年股改上市后，职工持定向发行的股票，得益于员工持股带动积极性，以及融资后资金充沛扩张产线。美的集团进入快速发展期营业收入从4.87亿元增长到了1996年的24.99亿元，CAGR为50.51%。此时的美的已经拥有了空调、风扇等5大品类。快速扩张的规模给集中式的管理模式增加了管理压力，经营效率低下，对市场反应迟钝。与高增速相失配的，是净利润规模的停滞不前，净利率持续走低。

#### 1.1.2 机制纠偏，事业部制激活管理效率

**事业部制度解决了集中式管理的容量问题。**1997年，美的引入事业部制度，制定“集权有道，分权有序，授权有章，用权有度”方针，印发《分权手册》，总公司将利润下放，成为投资、监控和服务中心，各事业部以利润为中心，事业部下属工厂以成本为中心，核心是：收支两条线，现金不见面。完成事业部体制改造后，美的迅速整合价值链上下游，正式提出了“数一数二战略”，即每进入一个产业，必须进入前两强，这也成为美的多元化经营的原则。次年，美的营收恢复增长，而净利率的提升问题一直到2011年才得以解决。

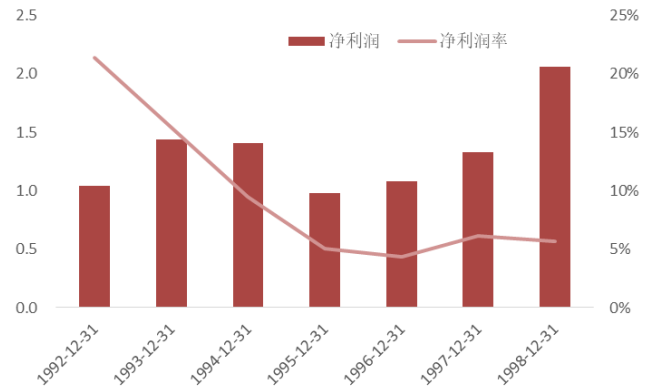
第一次危机的解除，解决了美的在管理机制上对企业规模的限制，释放了美的增长潜能，为进入高歌猛进的全国多元化扩张时代做好了组织架构准备。

图2: 1996年收入失速, 1998年事业部改革见效(亿元)



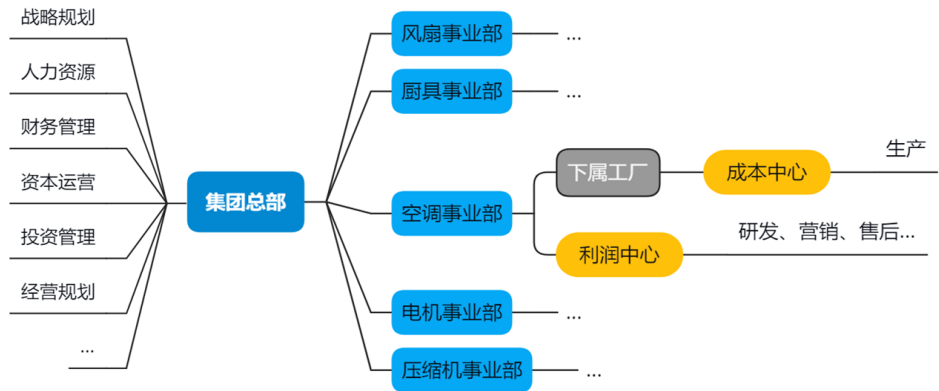
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图3: 净利润在1998年实现有效增长(亿元)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图4: 事业部制改革后权力下放事业部



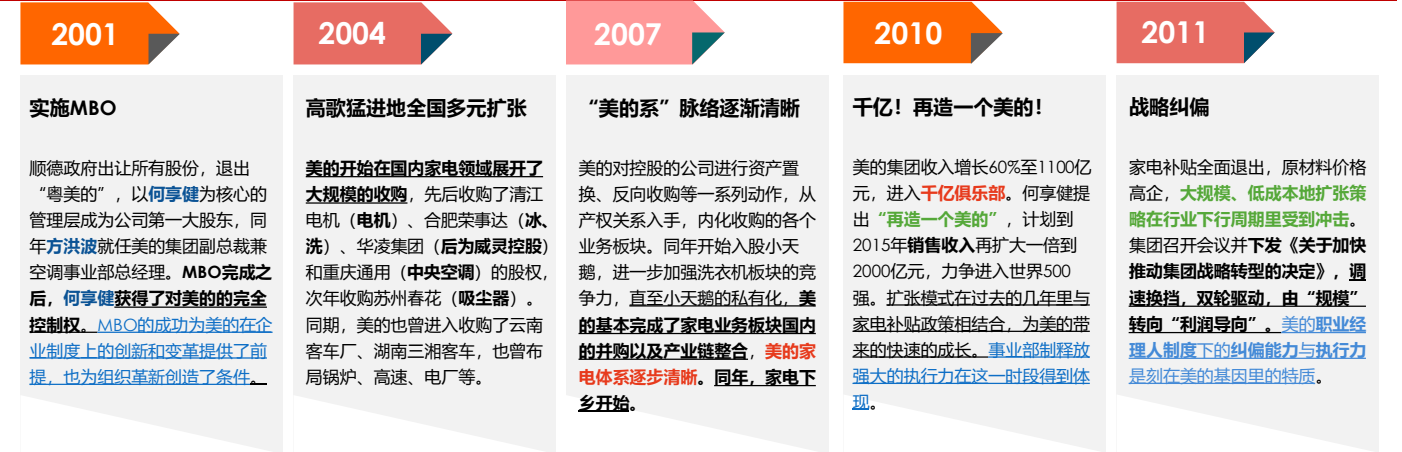
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

## 1.2 从高歌猛进到战略转型增长质量驱动 (2001-2012)

### 1.2.1 善于组织革新, 管理架构持续演进

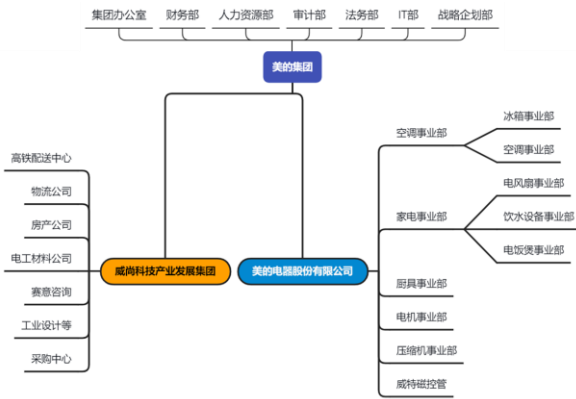
MBO解放了管理者权限问题, 美的新一轮的扩张开启。2001年MBO之后, 美的实行“三分开”方案, 即实现集团和上市公司架构重组, 在人、财、物三方面独立核算、权责一致、运作明晰。从MBO的成功开始, 美的开启了家电品类多元化国内收购历程。如果说事业部改革是解决了权力下放的问题, MBO改制解决了管理层和公司利益相统一的问题, 在管理架构的基础之上, 建立了配套的激励机制。

图5: 美的集团于2001年成立, 1997年公司实行事业部制



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图6: 2001MBO及“三分开”后集团架构



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图7: 美的在家电领域持续多元化

年份	并购事项	意义
2001年	日本三洋磁控管厂	进入微波炉核心部件领域
	合肥荣事达	进入冰洗行业
2004年	华凌集团	进入冰箱行业
	威灵电机	布局电机业务
	重庆通用	进入商用中央空调行业
2005年	江苏春花吸尘器厂	进入清洁电器行业
2008年	无锡小天鹅	加强洗衣机业务竞争力

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

“三分开”后上市主体架构更加灵活, 为后续调整优化创造条件。事业部制解决了美的规模的瓶颈问题, 事业部获得部分自主权。1997-2001年是事业部制成功的五年, 规模有效释放, 同时, 低效的问题也逐渐暴露, 企业内部资源尚未有效整合, 获得自主权的事业部各自为营, 追求短期规模使得经营质量下降, 净利润连续三年持续下滑。在分权与收权之间, 美的开启了组织架构新一轮的调整, 在保持事业部机能和自主权的同时, 实现权力和责任统一, 利益与权责统一, 整合集团两大主体的资源与权力:

2002年在事业部上级设立集团, 划分为日电集团和制冷集团

2006年总部向二级集团下放经营和人事权力, 设立平台集中事业部研发经营等职能。

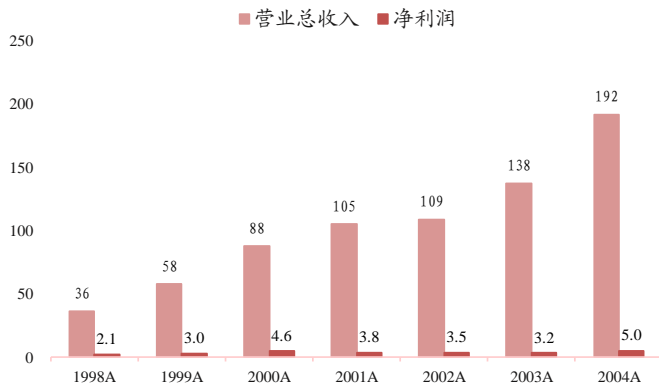
2009年制冷集团成立中国营销总部; 次年成立日电集团中国营销总部。

2011年成立国际营销事业部, 海外市场销售与事业部分离。

恰逢家电下乡, 组织架构的调整与行业的景气相匹配, 在强大的执行力下, 美的集团在2005年到2010年收入增长3.73倍, 净利润增长7.89倍, 发展迅猛。

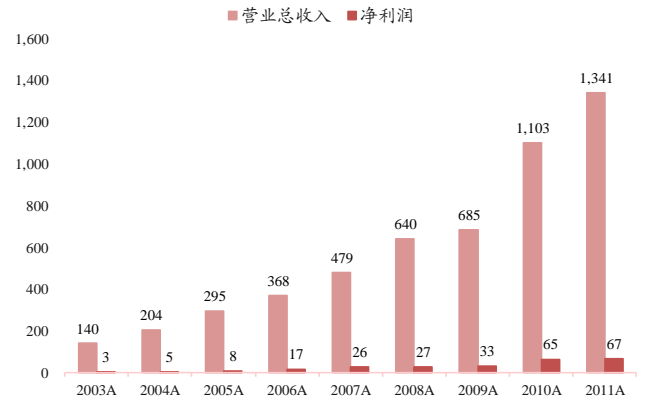


图8： 2002年收入停滞，净利润2000-2003年连续下跌（亿元）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图9： 新一轮高速发展直至2011年（亿元）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

**大规模制造、低成本分销模式受到冲击，“再造一个美的”现危机。**繁荣之下美的提出“再造一个美的”，更加强化了规模导向的战略方向，规模更大、成本更低的理念下，2010年美的集团收入增长60%至1100亿元，进入千亿俱乐部，并计划到2015年销售收入再扩大一倍到2000亿元，力争进入世界500强。好景不长，2011年，**家电补贴全面退坡，同时原材料价格高企，原有的规模导向模式受到成本提升和需求下降的双重打击**，2012年美的收入下降23.42%，净利润下降7.68%。

### 1.2.2 战略纠偏，从规模导向到增长质量导向

**转变发展方式，推动战略转型。**2011年集团召开会议并下发《关于加快推动集团战略转型的决定》，**调速换挡，双轮驱动，“聚焦产业、做好产品、确保规模、改善盈利”四大核心工作，由“规模导向”转向“增长质量导向”：**

**精简业务：**砍掉了7000余个SKU，停止30余个产品平台的运行，聚焦于白电板块，非家电业务几乎全部关闭。放弃低端无利的产品。关闭了十多个工业园区和制造基地，变卖7,000亩厂房用地及工厂设备。

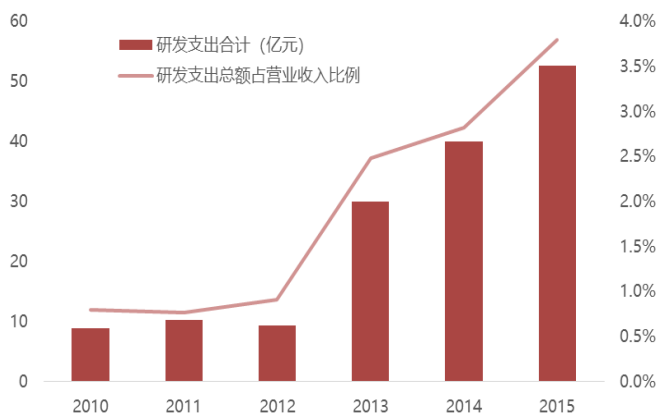
**整合渠道：**利润率首次作为重要的考核指标出现，利润增长要高于收入增长。

**精简人员：**美的电器股份有限公司从2010年9.9万员工压缩到2011年6.6万。

**投入研发：**从2010年到2014年，美的电器研发投入翻了近5倍，研发费用率从0.8%提升到2.82%。

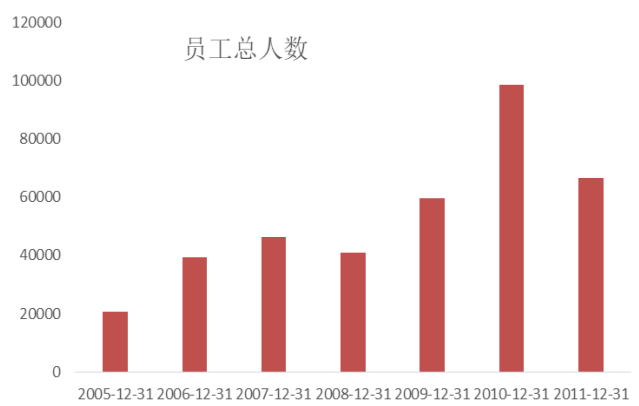
**组织再造：**构建扁平化管理体系，切掉总部与一线业务之间的冗杂层级。

图10: 美的电器研发支出和研发费用率持续增长



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图11: 2011年美的电器员工总人数锐减



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

“产品领先、效率驱动、全球经营”三大战略主轴确立, 美的集团进入到由“做大”到“做强”的时代。面对经营危机, 美的提出“一个美的、一个体系、一个标准”的集团整体管控思路, 从组织架构、团队建设、流程体系、IT系统、企业文化等多方面进行改造:

**梳理战略目标:** 制定2012-2014年战略发展规划要求至2014年, 制冷集团税前利润率达到8%, 日电集团税前利润率达到10%。

**完善考核体系:** 要求各单位根据产业不同的发展阶段划分成熟产业、战略性产业和培育产业, 制定不同的管理目标和发展战略。

**建立长效激励:** 完善职业经理人综合评价体系, 建立战略绩效评价、组织评价和个人评价相结合的职业经理人综合评价体系, 解决单一以考核代管理问题。建立长期股权激励机制及建立职业经理人选拔与培养、退出机制。

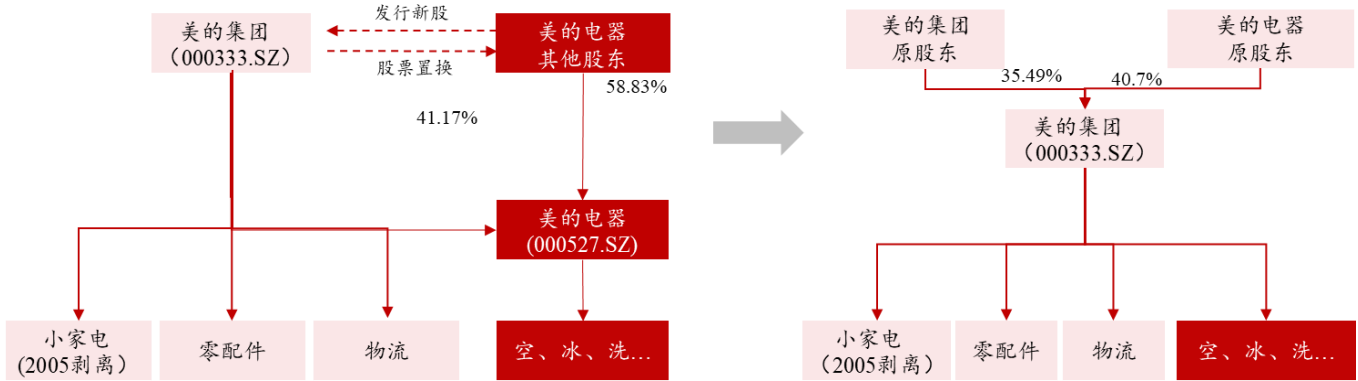
**加强协同整合:** 加强各职能部门能力建设, 积极发挥资源整合与协同职能, 不断完善矩阵式组织体制下前端营销和后台供应链衔接的运行模式。

### 1.3 从高效执行到战略升级迈向科技集团 (2012-2020)

#### 1.3.1 集团整体上市, 践行一体化管控与深度协同

**吸收合并, 美的完成一体化。**2013年在集团“一个美的、一个体系、一个标准”的战略管理思路下, 美的集团通过换股吸收合并上市公司美的电器, 将小家电、机电以及物流等资产注入上市公司, 成功实现整体上市。并逐步对控股的威灵控股和小天鹅进行私有化。自2005年6月美的小家电从上市主体中剥离后, 经过8年多的发展, 2014年美的小电规模已经达到327亿元, 这次合并将美的集团主营业务统一到上市主体之内。

图12: 美的集团通过换股吸收合并上市公司



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

架构调整, 实现集团内深度协同。整体上市后美的集团完成上市主体业务一体化, 集团层面取消制冷家电集团和日用家电集团的设置, 改为集团总部直接管理事业部的两层架构。组织上裁撤中国营销总部, 营销职能回归事业部, 释放事业部活力。将事业部统一由集团管理, 形成“9+2+1”的组织架构, 实现集团的统一与协同。

图13: 美的集团架构调整实现集团内深度协同



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

### 1.3.2 产品领先, “2+4+N”研发体系与多元品牌建设

产品领先是三大战略主轴首位, 美的集团创建四级研发体系。美的集团将产品领先放在首要位置, 凸显美的在产品质量、品牌口碑力建设的重视, 逐步建立起“2+4+N”的全球研发网络。其中, “2”是位于顺德和上海的全球性全品类创新园区, “4”是分布于美、日、德、意的全品类研发中心, “N”是29个遍布世界的单品类研发中心, 18个在海外, 实现对外合作, 整合全球优势技术资源, 实现全球融智的开放式创新。

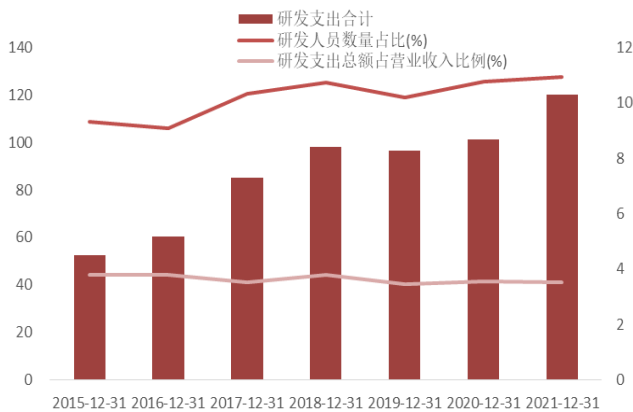
表1: 美的研发中心覆盖多种研发方向和多个区位布局

成立时间	机构	坐标	职责
2014	美的中央研究院	佛山	聚焦中长期 <b>共性技术、前瞻技术研究及颠覆性产品</b> 平台创新
2015	深圳人工智能研究中心	深圳	专注于应用 AI 技术为 <b>智能家居产品、智能制造和机器人技术</b> 等提供支持。
2015	上海设计中心	上海	主要为用户体验创新 (UXI) 和先行产品创新, <b>提供用户体验和交互水平支持。</b>
2015	美的美国研究中心 (MARC)	肯塔基州路易斯维尔市	聚焦产品技术研发和创新, 制定自有品牌产品开发战略及现有品类拓展, <b>专利布局及申请, 对集团北美所有业务进行技术支持。</b>
2016	上海电机与驱动控制研究所	上海	聚焦于创新性的电机与驱动控制技术的研发, 开拓 <b>先进电机与驱动控制技术。</b>
2017	米兰设计中心 (MDC)	米兰	专注趋势研究与前沿设计, 为美的集团全球化 <b>工业设计</b> 提供战略指引与设计原型。
2017	美的德国研发中心	美的	专注于前沿研究成果及创新资讯, 为美的集团突破性产品技术研发提供支持。

资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

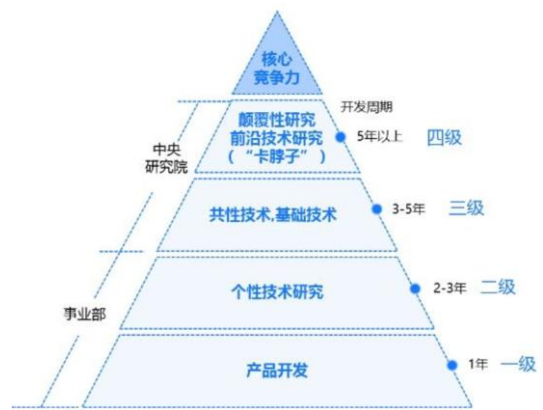
**研发投入持续增加, 研发费用率进入 3.5% 时代。**1) 美的集团研发费用在 2020 年突破百亿, 相较于 2015 年翻了一倍, 研发人员数量占比持续提升至近 11%, 研发人员数量提升一倍。2) 自 2015 年以来, 美的集团研发费用率常年保持在 3.5% 左右。

图 14: 研发支出及研发人员占比持续增长 (亿元)



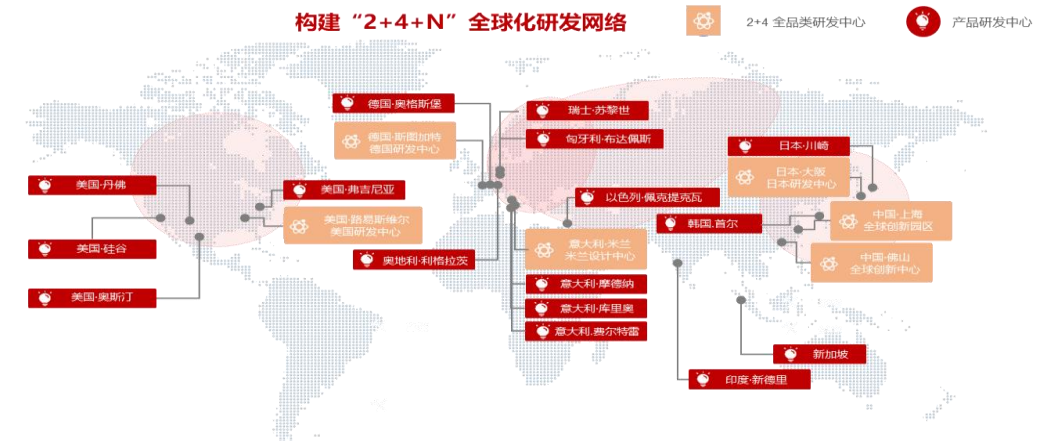
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 15: 四级研发体系



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 16: 2+4+N 全球研发体系



资料来源: 美的官网, 浙商证券研究所

美的通过并购获得国内外优质品牌资源，同时也积极尝试创设自主品牌。美的自 2011 年开始通过并购海外公司的方式获得其当地的渠道和品牌（收购开利在拉美的业务），并购的同时，美的也在积极尝试创设属于自己的不同定位的品牌，一度出现过凡帝罗、比弗利、bugu 等事业部层级的高端和互联网品牌，而 COLMO 的推出也标志着美的从集团层面正式通过高端品牌拉通各个事业部资源的开始。

图17: 美的国内和海外品牌全方位、多定位布局



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

### 1.3.3 效率驱动，数字化建设与价值链全环节提效

效率驱动和“一个系统”相互结合，拉通价值链上下游推动以销定产。2013-2015 年期间美的集团通过“632 战略”和自主开发内部系统软件实现业财一体化。渠道数字化方面，美的上线美云销和工业互联网平台，建设柔性生产线、打造智能家居体系。2020 年美的集团 M.IoT 工业互联网美擎 2.0 上线，融合旗下库卡、美云智数、安得智联、美的金融等八大矩阵，打造美的工业云生态，赋能全产业链数字化转型。

表2: 美的的数字化历程经历了“组织架构→渠道库存→柔性生产→数字化外溢”的阶段

年份	标志	效果	具体举措
2013	一个美的，一个体系，一个标准	财务驱动转型，打造集成平台，实现业财一体化	“632”战略启动了——在集团层面重新打造 6 大运营系统、3 大管理平台、2 大门户网站和集成技术平台。
2015	转型背后的架构升级	完成内部信息系统升级与转型，使用自主研发的软件	美的的 IT 系统主要使用自主研发的软件，只有 ERP 和 PLM 采购自 Oracle 和 PTC。
2017	美云销&工业互联网平台	辅助 T+3 模式，整合公司渠道资源，减少工厂与渠道之间的信息差，网批模式加快决策效率和科学性。	渠道通过美云销履行营销和订单平台职能，用户通过美云销下订单、跟踪订单、提货。
2017	智能制造，智能产品	打造智能家居体系，生产线柔性生产，根据客户需求安装产品。	1) 柔性生产模式，装配时，货架会通过闪光灯来提示工人挑选正确的装配零件，如果出现错误，在装配完成后的扫码检测中，工人会得到报错。 2) 通过数字化技术的应用，可以在同一时间段检测出上万个异常值。
2019	共享开放阶段	成立美云智数，发布工业互联网平台，提供行业解决方案	美云智数跨行业提供包括智能制造套件、数字营销套件、供应平台套件、移动化套件、PaaS 平台等在内的全价值链数字化解决方案，至今已经为汽车、房地产、消费品公司等近 200 多家企业提供服务。
2020	整合公司资源，对公司各个业务板块共同开放、管理	打造智能家居体系，生产线柔性生产，根据客户需求安装产品。	1. M.IoT 美擎”融合旗下库卡、美云智数、安得智联、美的金融等八大矩阵，“集大成”打造美的工业云生态，赋能全产业链数字化转型。 2. “能力层”通过库卡机器人、美的云提供云基础设施等，将这些“能力”向美的的合作伙伴进行开放;“应用层”是美的工业互联网的传统优势层，内容包括营销领域、研发领域、智能制造领域、管理领域。“商业层”引入八大矩阵，在模具、智慧物流、智慧楼宇等方面实现商业赋能;而最后一层是“产业层”。

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

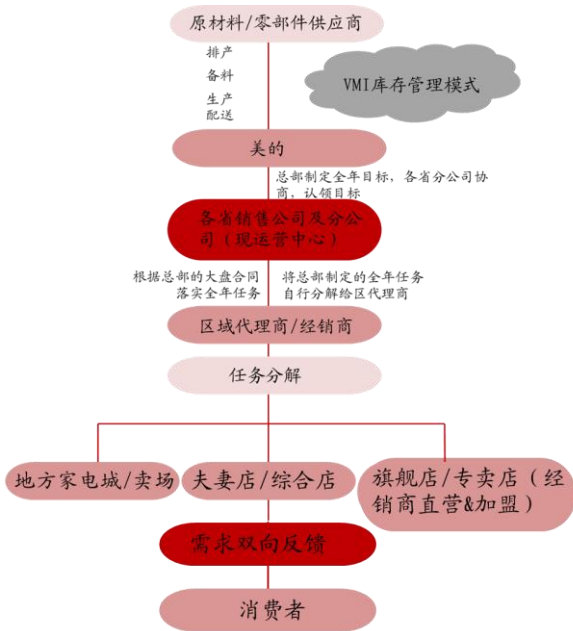
图18: 美的工业互联网覆盖面从硬件到软件, 从产品到解决方案



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

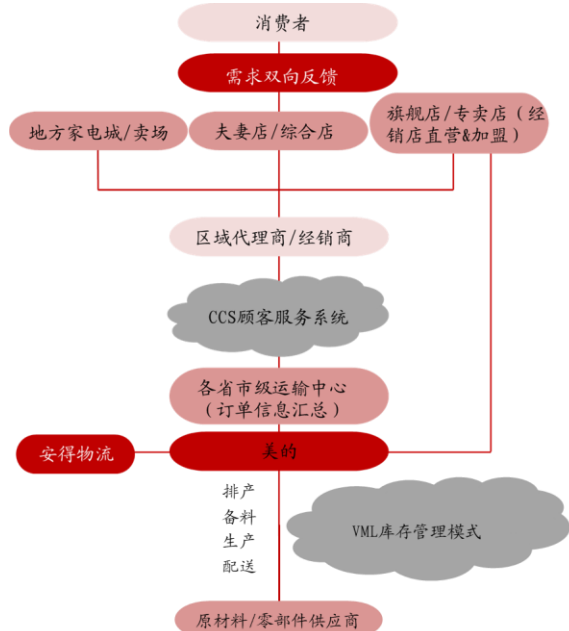
由生产推动需求转为需求拉动生产, 美的通过 T+3 模式“以销定产”提高渠道供销效率, 改变以往的渠道压库模式。以往“以产定销”的模式受需求和原材料成本的双端波动影响, 对经销环节库存和资金周转都有较大的压力, 产销均衡难以维持。T+3 的运行机制是消费者下单, 渠道申报订单 (T), 工厂采购备料 (T+1), 成品制造 (T+2), 最后物流配送送至消费者终端 (T+3), 实现“以销定产”。美云销和安得物流的配套使得 T+3 模式在资金流、信息流、物流等环节实现协同统一。

图19: 美的 T+3 模式前“以产定销”的模式



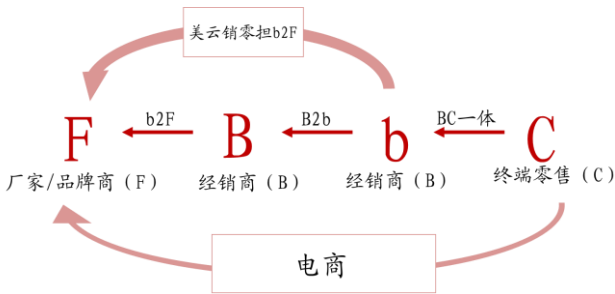
资料来源: 浙商证券研究所

图20: 美的 T+3 模式后“以销定产”的模式



资料来源: 浙商证券研究所

图21: 美云销打通工厂方与终端零售的信息流



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图22: 美的通过美云销线上下单, 品牌方与终端零售的信息流



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

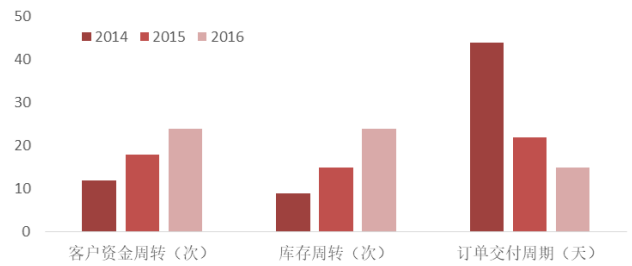
安得智联是“一盘货”推行的必要条件, 效果显著。2014-2016美的深入实施“一盘货”统仓统配业务变革, 推动美的经销渠道经营转型, 库存周转次数均提升到24次每年, 交付周期缩短到15天。

图23: 从产销计划、采购计划协同到制造体系的协同



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图24: 一盘货期间渠道效率显著提升



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

### 1.3.4 全球经营, 兼并收购与自有品牌出海

美的海外布局从OEM开始, 规模效应筑底。美的的代工历史可以追溯到1988年获得自营进出口权, 多年的出口经营为美的积累了丰富的海外代工经验, 2007年美的的第一个海外制造基地在越南建成投产, 开始海外建厂。截至2020年底, 美的在全球拥有约200家子公司、28个研发中心和34个主要生产基地, 员工约15万人, 业务覆盖200多个国家和地区。其中, 在海外设有18个研发中心和17个主要生产基地。

图25: 美的制造基地遍布全球



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

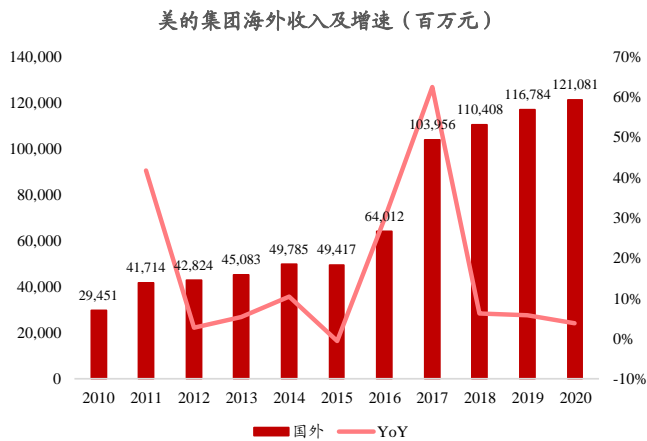
由 OEM、ODM 过渡到向 OBM 转变，打开第二增长曲线。美的自 2011 年开始通过并购海外公司的方式获得其当地的渠道和品牌，其中 2016-2017 年期间美的进行了 5 次大型并购。2017 年，东芝、Clivet、KUKA、高创的并表使得美的海外收入突破千亿，2010-2020 年期间，美的海外收入 CAGR 为 15.2%，2020 年美的海外收入占比为 42.6%，相比 2010 年提升了 13.99 pct。

表3: 2016 年以来美的并购标的概况

被并购标的公司	获得股权	取得时点	并购主要业务	并购对价(元)
日本东芝家电	80.10%	2016/7/1	白电	33 亿
德国库卡	94.55%	2017/1/16	智能自动化	305 亿
意大利克莱沃	80%	2016/10/31	商用中央空调	9.8 亿
尤里卡	100%	2016/12/1	吸尘器	3.8 亿
以色列高创	79.37%	2017/2/9	运动控制	9.02 亿

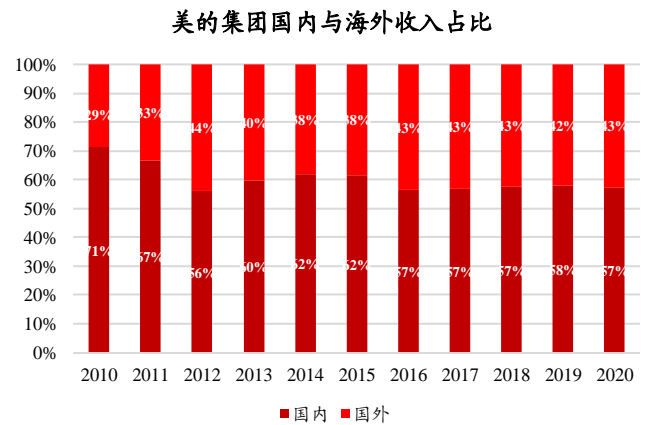
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图26: 2010-2020 年美的海外收入 CAGR 为 15.2% (含 KUKA)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图27: 2010-2020 年美的海外收入占比逐年提升 (含 KUKA)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

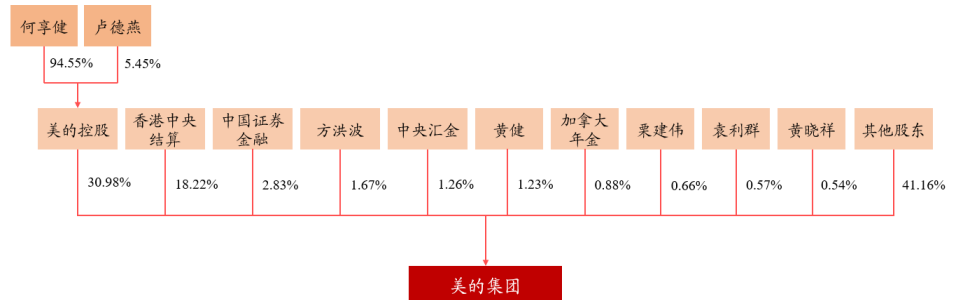


## 2 践行长期主义，助力基业长青

### 2.1 公司实控人为何享健，股权结构清晰稳定

美的集团实控人为何享健，股权结构保持清晰稳定。根据公司公告，截至 2022Q3，何氏家族通过美的控股间接持有公司股份 31%，公司实际控制人何享健通过美的控股间接持有公司股份 29.31%。自 2013 年美的集团挂牌上市以来，美的控股（何氏家族持股 100%）合计控制股权维持在 30%-35%之间，其他股东持股比例也保持稳定。我们认为稳定的股权结构有助于公司控制权的稳定，从而带来高效的治理结构和稳定可持续的公司战略。

图28：美的集团实控人为何享健，公司股权结构清晰



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

**管理团队稳定，职业经理人体系运行有序。**美的集团推行职业经理人制度，公司现任高管大多在美的集团任职 10 年以上，对企业有较高的忠诚度，从新员工入职开始制定详细的培养计划和职业发展规划，并构建完善的分权授信制度和约束机制。2022 年 2 月钟铮出任首席财务官、赵文心出任首席人才官，5 月柏林任副总裁。公司董事会由 4 名执行董事、2 名非执行董事、和 3 名独董共 9 人。

图29：2012 年起，经验丰富的职业经理人团队接棒



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图30：公司治理架构（截至 2022 年 12 月 31 日）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

**表4: 美的高级管理人员多由内部培养, 在公司多年磨合**

姓名	简历
方洪波	曾任美的空调事业部总经理、美的制冷家电集团总裁、广东美的电器股份有限公司董事长兼总裁等职务,现任公司董事长兼总裁。
管金伟	曾任美的中央空调事业部副总经理兼海外营销公司总经理、美的国际总裁助理兼东盟区域总经理等职,现任美的楼宇科技事业部总裁。
王建国	曾任家用空调事业部供应链管理总部总监、行政与人力资源部总监、冰箱事业部总经理等职务,现任公司董事、副总裁、智能家居事业群联席总裁、美的国际总裁。
李国林	曾任美的集团家用空调事业部副总裁、生活电器事业部总裁,现任公司副总裁、制造技术研究院院长。
伏拥军	曾任美的环境电器事业部总经理,美的部品事业部总经理,美的机电事业部总裁,现任美的机电事业群总裁。
胡自强	曾任职于 GE、三星,并曾任无锡小天鹅股份有限公司副总经理,现任公司副总裁,兼任美的集团 CTO,并在下属上市公司北京万东医疗股份有限公司担任董事长。
张小懿	曾任美的集团流程 IT 海外系统部长、供应链系统部长、总监等职务,现任美的集团副总裁兼 CIO、IoT 事业部总裁。
殷必彤	曾任美的空调国内营销公司总经理助理和市场总监、无锡小天鹅股份有限公司董事兼总经理,现任公司董事、副总裁兼智能家居事业群联席总裁、家用空调事业部总裁、中国区区域总裁。
王金亮	曾任美的中国营销总部副总裁美的电器副总裁兼市场部总监等职务,现任公司副总裁。
顾炎民	曾任美的企划投资部总监、美的制冷家电集团海外战略发展部总监、美的制冷家电集团副总裁兼市场部海外业务拓展总监、美的集团海外战略部总监等,现任公司董事、副总裁、机器人与自动化事业部总裁兼库卡集团监事会主席等职务。
柏林	曾任制冷集团亚太大区总经理,冰箱海外销司总经理,冰箱事业部国内营销公司总经理,冰箱事业部总裁,现任公司副总裁。
江鹏	曾任广东美的电器股份有限公司证券事务代表董事会秘书,现任公司董事会秘书,已取得深圳证券交易所颁发的董事会秘书资格证书。
钟铮	曾任家用空调事业部广州工厂、国内营销公司和海外营销公司财务经理,金融中心、部品事业部财经总监,美的集团审计总监等职务,现任公司首席财务官。
赵文心	曾任家用空调事业部海外营销国家经理、海外营销总经理、美的国际副总裁、美的集团人力资源总监等职务。

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

**构建长效激励机制, 激励常规化调动积极性。**美的集团的股权激励传统由来已久, 从第一次股权激励、员工自购股票到第一个 MBO 成功的公司, 公司重视对员工的长期绩效考核。美的集团激励政策保持惯性和持续性, 并设立专项基金用于内部激励。建立完善的激励机制和绩效考核体系, 有利于充分调动企业管理层和核心员工的积极性、与企业共进退。

**表5: 美的集团激励措施全面, 自 2014 年以来多次推出股权激励、专项基金激发员工积极性**

年份	激励方式	占比	考核目标
2014	股票期权 4,060.20 万份, 行权价格为 48.79 元	占股本 2.41%	三年内, 每年净利润增长率较上一年不低于 15%; 每年净资产收益率不低于 20%
	股票期权 8430 万份, 行权价格为 31.54 元	占股本 2%	
2015	专项基金 11500 万元	占上一年净利润 1.00%	2015 年归母净利润增长率较 2014 年不低于 15%, 2015 年加权平均净资产收益率不低于 20%
	股票期权 12,753 万份, 行权价格为 21.35 元	占股本 1.98%	
2016	专项基金 8050 万元	占上一年净利润 0.60%	2016 年度加权平均净资产收益率不低于 20%
	股票期权 9,898.20 万份, 行权价格为 33.72 元	占股本 1.53%	
2017	股票期权 2979 万份, 行权价格为 16.86 元	占股本 0.46%	三年内, 每年净利润不低于前三个会计年度的平均水平
	专项基金 9900 万元	占上一年净利润 0.60%	
	股票期权 6,208 万份, 行权价格为 57.54 元	占股本 0.94%	
2018	股票期权 2501 万份, 行权价格为 28.77 元	占股本 0.38%	三年内, 每年净利润不低于前三个会计年度的平均水平
	专项基金 18250 万元	占上一年净利润 0.98%	
	专项基金 9785 万元	占上一年净利润 0.53%	
2019	股票期权 4724 万份, 行权价格为 54.17 元	占股本 0.72%	三年内, 每年净利润不低于前三个会计年度的平均水平
	股票期权 3035 万份, 行权价格为 27.09 元	占股本 0.46%	
	专项基金 18582 万元	占上一年净利润 0.92%	
2020	专项基金 9300 万元	占上一年净利润 0.46%	三年内, 每年净利润不低于前三个会计年度的平均水平
	股票期权 6526 万份, 行权价格为 52.02 元	占股本 0.93%	
	股票期权 3418 万份, 行权价格为 26.01 元	占股本 0.49%	
	专项基金 18410 万元	占上一年净利润 0.76%	
	专项基金 9750 万元	占上一年净利润 0.40%	考核期内各期归母净利不低于前两个会计年度的平均水平

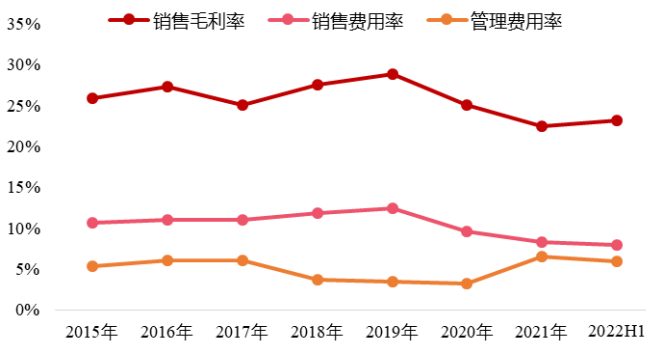
2021	股票期权 8248 万份, 行权价格为 82.98 元	占股本 1.17%	三年内, 每年净利润不低于前三个会计年度的平均水平
	股票期权 1057 万份, 行权价格为 41.49 元	占股本 0.15%	三年内, 每年净利润不低于前三个会计年度的平均水平
	专项基金 20150 万元	占上一年净利润 0.74%	考核期内各期归母净利润不低于前两个会计年度平均水平的 110%
	专项基金 9752 万元	占上一年净利润 0.42%	考核期内各期归母净利润不低于前两个会计年度平均水平的 110%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

## 2.2 盈利能力稳定, 利润分配回报股东

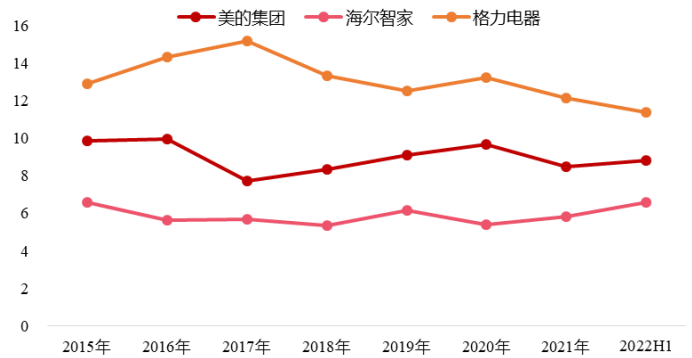
美的盈利能力介于海尔与格力之间, 2017 年以来盈利水平不断改善。2017 年受到并表 KUKA 的影响, 公司毛利率、净利率下滑, 随后公司通过数字化提效、渠道改革的方式提升运营效率收窄毛销差, 同时公司也更加重视盈利质量, 净利率自 2017 年开始保持稳定增长, 2022 上半年公司净利率达到 8.83%, 相比 2017 年提升 1.09 pct。2) 美的集团整体的费用率整体保持稳定, 2016-2019 年公司费用率提升, 主要原因系并表 KUKA、高创、东芝等增加并购整合的费用, 2020 年公司费用率有所改善。

图31: 美的集团毛利率及各项费用率变化



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

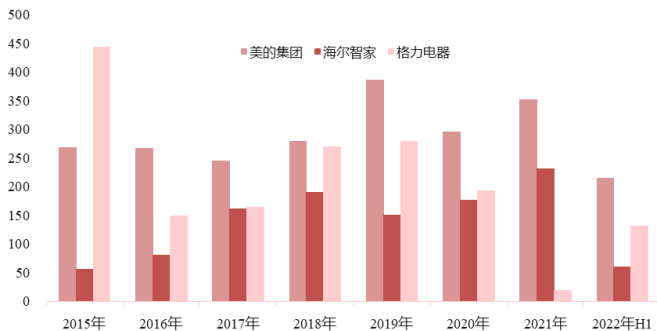
图32: 美的集团净利率水平位于格力电器、海尔智家中间



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

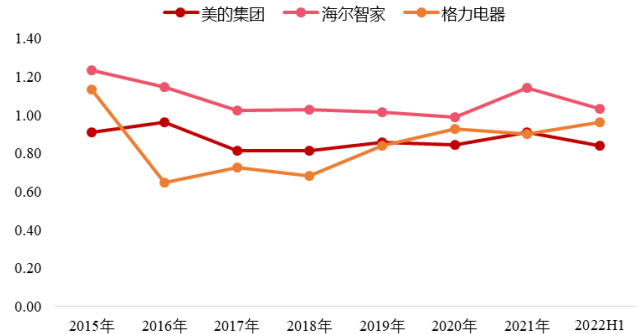
自由现金流表现优异, 股东回报稳定。1) 相比海尔和格力, 美的的经营性活动现金流总量最大, 2018-2020 年美的经营性活动现金流超过 250 亿元, 显著高于海尔和格力。2018-2021 美的销售商品所得现金与营业收入的比值维持在 0.8 左右, 经营回款能力较强。

图33: 美的经营性活动现金流 (亿元) 表现好于海尔、格力



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

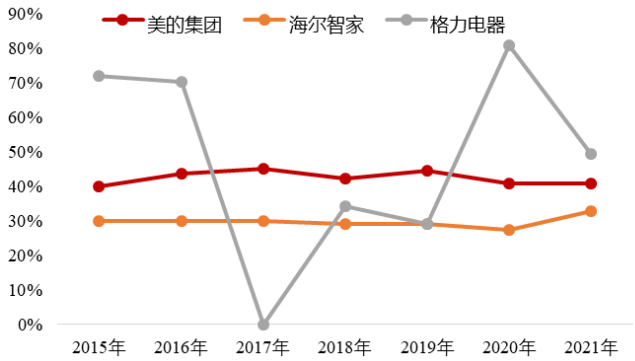
图34: 美的销售商品所得现金与营业收入的比值在 0.8 左右



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

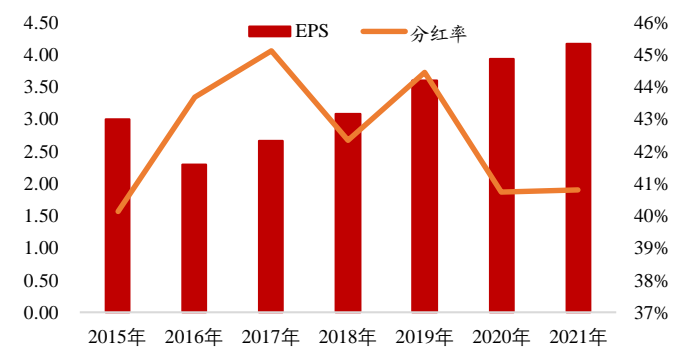
公司将追求股东价值最大化作为基本准则。2016-2021年美的集团年度股息发放率维持在40%左右，分红比例高且稳定，平稳和连续的分红方案有助于稳定市场情绪和提升投资信心。股息是一个既能长期持有股权资产，又能同时享受现金流收益，而持续稳定的现金派息是公司稳定经营最好的证据之一。

图35: 美的分红率相对高且稳定



资料来源: Wind, 浙商证券研究所  
注: 分红率=当年每股分红/当年 EPS

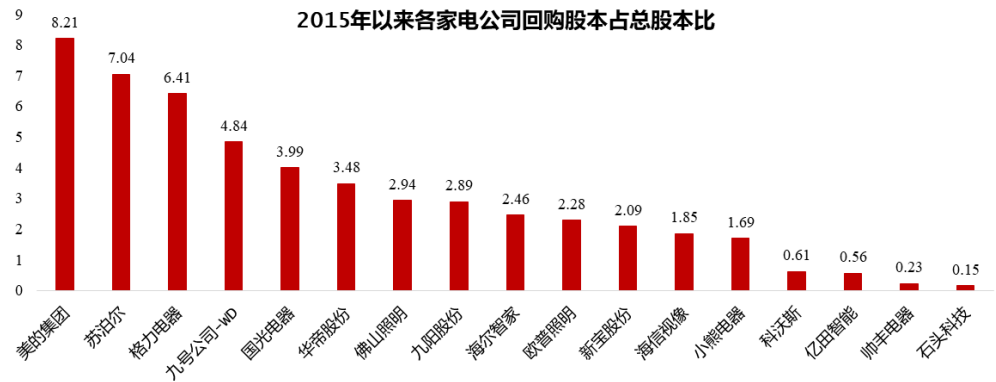
图36: 美的分红率与 EPS 波动



资料来源: Wind, 浙商证券研究所  
注: 分红率=当年每股分红/当年 EPS

保持回购传统，提高股东收益。美的集团自2018年以来保持回购传统，回购主要用于市值管理和股权激励。公司多次回购体现了公司的现金流充裕和保证股东的投资回报。自2015年以来，美的集团回购了合计8.21%的股权，用于回购的金额为278亿元，从回购股本占总股本比来看，美的集团的股票回购力度较大且具有持续性。

图37: 2015年以来美的集团回购股本比重明显高于家电板块其他公司 (单位: %)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

### 3 投资建议

美的集团作为全球白电巨头，正在向综合科技型公司转型。美的集团多年的发展具有“善弈者谋势，逆境中腾飞”的特点，文化基因也在不断地变革中升华，因此公司业务的可延展性较强。从股东回报上看，美的注重利润分配，分红率每年在 40%以上，并且保持回购的传统以提高股东收益。我们认为美的集团是优质的底层逻辑坚挺、回报率稳定的白马龙头标的。

我们预计 22-24 年公司收入分别为 3429/3747/4078 亿元，对应增速分别为 0.5%/9.3%/8.8%;归母净利润分别为 294/324/356 亿元，对应增速分别为 2.9%/10.2%/9.9%，对应 EPS 分别为 4.20/4.63/5.09 元，对应 PE 分别为 14x/12x/11x，维持“买入”评级。

### 4 风险提示

**原材料价格波动：**原材料在白电的营业成本占比大，若原材料价格回弹，将会影响到公司整体的盈利能力。

**行业竞争加剧：**白电行业竞争相对激烈，过去有空调行业价格战的案例，若行业竞争格局恶化，将会对公司的盈利能力和收入成长性造成影响。

**人民币汇率波动：**考虑到公司海外收入占比较大，人民币兑美元汇率持续上行将影响人民币口径下的收入水平。

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	248865	291809	334967	381187
现金	71876	119984	153951	193225
交易性金融资产	5879	11735	15285	10966
应收账款	29421	31177	33736	35110
其它应收款	3104	3350	3664	3894
预付账款	4353	3569	4105	4598
存货	45924	42307	45860	51274
其他	88307	79686	78367	82120
<b>非流动资产</b>	139082	116379	125756	127583
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	3797	3163	3287	3416
固定资产	22853	22120	21636	21065
无形资产	17173	17502	18174	19092
在建工程	2691	2316	2307	2375
其他	92568	71279	80353	81636
<b>资产总计</b>	387946	408188	460723	508771
<b>流动负债</b>	222851	200221	219636	231343
短期借款	5382	7009	7445	6612
应付款项	98736	95806	107245	115280
预收账款	0	6668	2429	3525
其他	118734	90738	102517	105927
<b>非流动负债</b>	30270	29249	29474	29664
长期借款	19734	19734	19734	19734
其他	10536	9515	9739	9930
<b>负债合计</b>	253121	229470	249109	261007
少数股东权益	9957	10411	10912	11462
归属母公司股东权益	124868	168307	200702	236301
<b>负债和股东权益</b>	387946	408188	460723	508771

### 现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	35092	42187	37273	36411
净利润	29015	29848	32896	36149
折旧摊销	0	1451	1503	1562
财务费用	(4386)	1542	1074	558
投资损失	(2366)	(1526)	(1465)	(1577)
营运资金变动	16658	(13240)	14517	5859
其它	(3829)	24112	(11253)	(6142)
<b>投资活动现金流</b>	13600	8499	(6261)	1081
资本支出	(1827)	(343)	(1009)	(1060)
长期投资	(1349)	938	(176)	(196)
其他	16776	7904	(5076)	2336
<b>筹资活动现金流</b>	(31205)	(2578)	2955	1783
短期借款	(4562)	1628	436	(833)
长期借款	(23093)	0	0	0
其他	(3549)	(4205)	2519	2616
<b>现金净增加额</b>	17487	48108	33967	39274

### 利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	341233	342870	374733	407788
营业成本	264526	262480	286147	310714
营业税金及附加	1609	1617	1852	2016
营业费用	28647	26058	28105	31807
管理费用	10266	9600	10118	11010
研发费用	12015	10972	11991	13049
财务费用	(4386)	1542	1074	558
资产减值损失	867	(491)	862	463
公允价值变动损益	(166)	(166)	(166)	(166)
投资净收益	2366	1526	1465	1577
其他经营收益	1366	1267	1303	1299
<b>营业利润</b>	33281	33718	37186	40879
营业外收支	436	317	324	340
<b>利润总额</b>	33718	34035	37510	41219
所得税	4702	4186	4614	5070
<b>净利润</b>	29015	29848	32896	36149
少数股东损益	442	454	501	550
<b>归属母公司净利润</b>	28574	29394	32395	35599
EBITDA	34093	37277	40240	43450
EPS (最新摊薄)	4.09	4.20	4.63	5.09

### 主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>				
营业收入	20.06%	0.48%	9.29%	8.82%
营业利润	5.68%	1.31%	10.28%	9.93%
归属母公司净利润	4.96%	2.87%	10.21%	9.89%
<b>获利能力</b>				
毛利率	22.48%	23.45%	23.64%	23.81%
净利率	8.50%	8.71%	8.78%	8.86%
ROE	22.06%	18.75%	16.60%	15.50%
ROIC	16.03%	14.91%	13.75%	12.88%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	65.25%	56.22%	54.07%	51.30%
净负债比率	21.36%	16.99%	17.27%	17.38%
流动比率	1.12	1.46	1.53	1.65
速动比率	0.91	1.25	1.32	1.43
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.91	0.86	0.86	0.84
应收账款周转率	14.33	13.77	14.02	13.98
应付账款周转率	4.41	4.08	4.28	4.23
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	4.09	4.20	4.63	5.09
每股经营现金	5.02	6.04	5.33	5.21
每股净资产	17.87	24.09	28.73	33.82
<b>估值比率</b>				
P/E	13.92	13.53	12.27	11.17
P/B	3.18	2.36	1.98	1.68
EV/EBITDA	14.84	8.54	7.09	5.83

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>