

拟发行境外 H 股，助力深化全球化业务布局

2023 年 8 月 10 日

➤ **事件：**8 月 9 日晚，美的集团发布公告：基于公司深化全球战略布局的需要，美的集团正在对境外发行证券(H 股)并上市事项进行前期论证。在符合境外监管机构相关要求的前提下，本次拟发行规模预计不超过发行完成后公司总股本的 10%。

➤ **利好海外业务融资，深化推动海外发展布局：**美的集团作为全球化的科技集团，此次启动对境外发行证券事项我们认为可以参照海尔智家此前发行 H 股和 D 股，有利于帮助公司海外业务更加便捷地进行融资，有利于推动美的海外业务的长期发展。

目前，海尔在海外拥有 14 个工业园，53 个智能工厂，拥有完整的全球供应链布局，同时也在全球搭建了海尔、卡萨帝、斐雪派克、GEA 等七大品牌族群，22 年底海尔的国外收入占比已经达到 51.8%。

和海尔相比，美的集团目前的国外业务收入占比略低，22 年约为 41.3%。截至 22 年底，美的集团目前全球拥有 18 个海外生产基地和 24 个销售运营机构，海外员工约 3 万人。在品牌方面，美的已经在海外的各业务领域拥有丰富的品牌矩阵，如东芝、Eureka、Comfee 等智能家居品牌、Clivet 高端中央空调品牌、高创传动、Motinova 等工业技术品牌、KUKA、Swisslog 等机器人品牌。因此我们认为，美的集团需要更加灵活融资方式从而更好地深化海外市场布局，培育机器人、工业技术等新事业。

➤ **发行 H 股提供持股平台，有利于丰富估值体系：**最新（8 月 8 日）外资持股占美的流通股本比例达到 29.99%，过去一年中平均值为 28.58%，接近规定上限。若此次发行成功，预计发行规模将不超过 780.33 万股（10%），总股本和自由流通股本规模预计将相应扩大，按照目前外资持股规模则占比（降至 26%以下）也将相应降低。因此我们认为发行 H 股不仅为外资持股提供了额外的渠道，也为外资持有公司 A 股创造了更多空间。公司的投资者结构也有望发生变化，进一步丰富公司估值体系，充分体现公司的投资价值。

➤ **高分红股息率下投资价值凸显：**22 年公司现金分红规模达 172 亿元，分红率为 58.16%，创 2013 年之后的新高。截至 23Q1，公司在手现金（货币+交易性金融资产）约 669 亿，H 股增发后现金储备进一步夯实。若未来维持 60%以上现金分红率估算，则对应 23 年股息率水平约 4.9%（不考虑增发摊薄 EPS），考虑历年现金分红+回购比例较高，投资价值进一步凸显。

➤ **盈利预测和投资评级：**我们看好公司 C 端+B 端双轮驱动的业务布局，看好公司海外业务的发展潜力。我们预计公司 23-25 年收入为 3775.61/4088.35/4343.98 亿元，同比+9.2/8.3/6.3%；归母净利润 332.47/366.91/400.20 亿元，分别同比+12.5/+10.4/+9.1%，暂不考虑

增发摊薄 EPS，对应 PE 为 12.16/11.02/10.10 倍，维持“买入”评级。

- **风险提示：**境外发行股票事项进展不顺利、原材料成本上升、宏观经济波动、人民币汇率波动等

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	343,361	345,709	377,561	408,835	434,398
增长率 YoY %	20.2%	0.7%	9.2%	8.3%	6.3%
归属母公司净利润 (百万元)	28,574	29,554	33,247	36,691	40,020
增长率 YoY%	5.0%	3.4%	12.5%	10.4%	9.1%
毛利率%	22.9%	24.6%	24.7%	24.8%	25.0%
净资产收益率ROE%	22.9%	20.7%	21.1%	21.2%	21.0%
EPS(摊薄)(元)	4.07	4.21	4.73	5.22	5.70
市盈率 P/E(倍)	18.14	12.31	12.16	11.02	10.10
市净率 P/B(倍)	4.15	2.55	2.56	2.33	2.12

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 08 月 09 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	248,865	261,099	274,465	299,000	320,304	
货币资金	71,876	55,270	54,370	70,661	81,658	
应收票据	4,785	4,758	5,379	5,737	6,107	
应收账款	24,636	28,238	36,204	35,622	38,723	
预付账款	4,353	4,367	5,117	5,327	5,687	
存货	45,924	46,045	48,352	53,144	56,222	
其他	97,290	122,421	125,042	128,508	131,906	
非流动资产	139,082	161,456	168,469	174,452	180,021	
长期股权投资	3,797	5,189	5,489	5,489	5,489	
固定资产(合)	22,853	26,083	29,460	33,388	37,185	
无形资产	17,173	16,909	18,282	19,235	19,922	
其他	95,259	113,275	115,239	116,340	117,425	
资产总计	387,946	422,555	442,934	473,451	500,325	
流动负债	222,851	206,342	218,614	233,241	242,549	
短期借款	5,382	5,169	5,000	4,500	4,800	
应付票据	32,752	25,572	31,850	33,620	35,308	
应付账款	65,984	64,233	70,102	75,941	80,399	
其他	118,734	111,367	111,662	119,181	122,041	
非流动负债	30,270	64,290	57,290	57,290	57,290	
长期借款	19,734	50,686	43,686	43,686	43,686	
其他	10,536	13,604	13,604	13,604	13,604	
负债合计	253,121	270,631	275,904	290,531	299,838	
少数股东权益	9,957	8,989	9,362	9,768	10,198	
归属母公司股东权益	124,868	142,935	157,669	173,152	190,289	
负债和股东权益	387,946	422,555	442,934	473,451	500,325	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	343,361	345,709	377,561	408,835	434,398	
同比(%)	20.2%	0.7%	9.2%	8.3%	6.3%	
归属母公司净利润	28,574	29,554	33,247	36,691	40,020	
同比(%)	5.0%	3.4%	12.5%	10.4%	9.1%	
毛利率(%)	22.9%	24.6%	24.7%	24.8%	25.0%	
ROE%	22.9%	20.7%	21.1%	21.2%	21.0%	
EPS(摊薄)(元)	4.07	4.21	4.73	5.22	5.70	
P/E	18.14	12.31	12.16	11.02	10.10	
P/B	4.15	2.55	2.56	2.33	2.12	
EV/EBITDA	19.06	12.24	10.59	9.82	8.78	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	343,36	345,709	377,561	408,835	434,398	
营业成本	264,62	260,596	284,303	307,444	325,798	
营业税金及附加	1,609	1,566	1,888	2,044	2,172	
销售费用	28,647	28,716	31,338	34,751	36,924	
管理费用	10,266	11,583	10,949	13,083	13,901	
研发费用	12,015	12,619	12,837	14,514	15,638	
财务费用	-4,386	-3,387	-2,050	-3,186	-4,546	
减值损失合计	-483	-533	-220	-30	-50	
投资净收益	2,366	208	1,133	2,044	2,172	
其他	816	1,071	-17	979	592	
营业利润	33,281	34,763	39,191	43,179	47,225	
营业外收支	436	193	130	200	100	
利润总额	33,718	34,956	39,321	43,379	47,325	
所得税	4,702	5,146	5,702	6,282	6,875	
净利润	29,015	29,810	33,620	37,098	40,450	
少数股东损益	442	257	373	406	429	
归属母公司净利润	28,574	29,554	33,247	36,691	40,020	
EBITDA	26,197	30,630	38,248	39,568	43,002	
EPS(当年)(元)	4.07	4.21	4.73	5.22	5.70	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	35,092	34,658	44,409	48,221	43,680	
净利润	29,015	29,810	33,620	37,098	40,450	
折旧摊销	0	0	2,002	2,568	3,037	
财务费用	-3,120	-3,227	1,714	1,595	1,591	
投资损失	-2,366	-208	-1,133	-2,044	-2,172	
营运资金变动	12,014	9,245	7,217	8,833	590	
其它	-452	-963	990	171	184	
投资活动现金流	13,600	-13,510	-11,211	-6,735	-6,352	
资本支出	-6,489	-7,113	-5,258	-6,629	-6,474	
长期投资	14,440	-10,532	-6,086	-1,900	-1,900	
其他	5,648	4,135	133	1,794	2,022	
筹资活动现金流	-31,205	-10,855	-34,098	-25,195	-26,331	
吸收投资	1,551	1,348	26	0	0	
借款	-2,192	8,401	-7,169	-500	300	
支付利息或股息	-12,894	-13,740	-21,714	-24,595	-26,591	
现金流净增加额	17,002	10,582	-900	16,291	10,997	

研究团队简介

罗岸阳，家电行业首席分析师。浙江大学电子信息工程学士，法国北方高等商学院金融学&管理学双学位硕士。曾任职于 TP-LINK 硬件研发部门从事商用通信设备开发设计。曾先后任职天风证券家电行业研究员、国金证券家电行业负责人，所在团队 2015、2017 年新财富入围。2020 年 7 月加盟信达证券研究开发中心，从事家电行业研究。

尹圣迪，家电行业研究助理。伦敦大学学院区域经济学硕士，布达佩斯考文纽斯大学经济学双硕士，对外经济贸易大学金融学学士，西班牙语双学位。2022 年加入信达证券，从事家用电器行业研究，主要覆盖白电、小家电、零部件板块。

尤子吟，团队成员。伦敦大学学院金融学硕士，经济学与商业学学士。于 2022 年加入信达证券，从事家用电器行业研究，主要覆盖清洁电器、厨电板块。

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。