

## 美的集团(000333)

# 美的集团：五十过往家电巨擘基业长青，静水深流科技集团扬帆远航

买入(维持)

2018年04月19日

证券分析师 马莉

执业证书编号：S0600517050002  
021-60199793

[mal@dwzq.com.cn](mailto:mal@dwzq.com.cn)

证券分析师 林骥川

执业证书编号：S0600517050003

[linjich@dwzq.com.cn](mailto:linjich@dwzq.com.cn)

研究助理 林瑶

[liny@dwzq.com.cn](mailto:liny@dwzq.com.cn)

### 投资要点

■ **家电行业的航母级巨擘，17年增长亮眼大象起舞。**美的集团1968年成立于广东，由创办初期的塑料加工组历经风雨50载，公司目前已经成为一家横跨消费电器、暖通空调、机器人与自动化系统、智能供应链业务的全球化科技集团，在世界范围内拥有约200家子公司、60多个海外分支机构及12个战略业务单位。2017年公司实现总营收2419亿元，同比大增51%，归母净利润173亿元，同比增长18%，ROE26%。

■ **50年基业长青，我们如何看美的的护城河？首先在于管理与团队，**公司治理层面创始人何享健高瞻远瞩率先在A股推行MBO，公司腾飞早期解决产权问题；**组织架构层面**实行矩阵式事业部制，纵向事业部结合横向四大平台兼顾分权下沉与集中协同；**员工激励方面**，实行现代化职业经理人制度，滚动式推出股权激励绑定核心管理层及员工，打造命运共同体，激励效果显著13-17年人均净利复合增速高达44%。**第二在于产品及服务**，研发方面13-17年累计研发投入超200亿行业内后来者难以企及；把握大家电消费的服务属性，售前+售后服务打造口碑。**第三在于渠道**，线下渠道早已下沉完毕，一二线布局苏宁国美，三四线旗舰店专卖店覆盖95%以上城市，海外60余分支机构，线上17年全网销量已经突破400亿，京东/天猫/苏宁均位列第一，强有力的渠道使优秀的产品不愁销路。**第四在于成本与供应链**，庞大销售体量下规模效应显著，比起后来者成本优势突出，向供应商赊购营运资本充足；T+3管理模式+前后端信息化使整个供应链条反应迅速。**第五在于品牌**，多年来“美的”品牌家喻户晓，2017年品牌价值859亿，旗下AEG/东芝/酷晨/Clivet向上布局高端，全价格带品牌矩阵已经形成。基于以上护城河，公司空冰洗2017年市占率位列2/3/2，小家电诸多品类位列第一，2017年暖通空调业务收入增速近40%，充分受益于地产+天气+渠道补库存对行业增长的驱动；冰洗小家电30%+均超过行业，消费升级趋势显著，冰洗均价提升15-20%，多品类龙头地位难以撼动。空调及消费电器两大家电主业在原料价格大幅上涨背景下毛利率基本维持稳定。

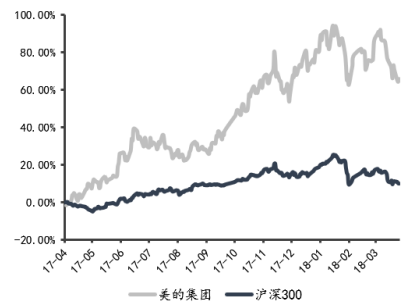
■ **机器人&智能供应链，静水深流打造科技集团。**工业机器人方面，中国市场是预计年化增速20%+优质沃土，公司305亿收购KUKA95%股权（17年44X），17年实现并表，KUKA作为工业机器人四大家族之一，2017年收入体量271亿，同比增长18%属于四大家族中增长最稳健的，其下属业务包括机器人，系统集成和瑞仕格（仓储物流+医疗自动化）三大板块，18年美的与KUKA在国内成立合资公司并新建生产基地产能预计2024年增至10万台，目前中国区收入占比KUKA不到15%，我们预计至2020年KUKA中国区收入实现翻番，中国也将成为KUKA收入增长的主要驱动地区。**服务机器人方面**，结合公司M-Smart智能家居战略与安川电机合资设立子公司推进服务机器人全产业链覆盖。**智能供应链方面**，同样作为年化增速20%+的5千亿+蓝海市场，公司依托子公司安得智联一方面提升美的本身供应链效率，另一方面为外部客户提供智能物流解决方案，17年安得实现约70亿收入，我们预计至2019年有望突破100亿规模，每年保持30%+增长。

■ **18年各品类成长性我们怎么看？空调：**当前行业渠道库存2885万台虽较高但旺季前无需担心，3月线上/线下零售量增速40%+/30%+高增长下游补库存逻辑持续，18年预计美的空调收入增速11%；**冰洗：**18年家电下乡10年换新需求迎高峰，延续17年趋势均价持续提升，预计美的18年冰洗收入增速25%左右；**小家电：**17年美的洗碗机、吸尘器、厨电等翻番以上增长，电饭煲等稳定增长，预计18年整体20%增速。

■ **盈利预测及估值：**我们预计公司2018-2020年营业总收入2837.9亿元/3289.0亿元/3795.7亿元，同比增长17.3%、15.9%、15.4%，归母净利润207.7亿元/247.5亿元/292.5亿元，同比增长20.2%、19.2%、18.2%，对应EPS3.15、3.76和4.44，对应PE为16/14/12X。基于当前盈利预测参照可比公司估值水平，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**家电品类出货低于预期，KUKA订单增速低于预期等

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	51.57
一年最低/最高价	31.41/62.69
市净率(倍)	4.6
流通A股市值(百万元)	328330

### 基础数据

每股净资产(元)	11.24
资本负债率(%)	66.86
总股本(百万股)	6,584.02
流通A股(百万股)	6,366.69

### 相关研究

1. KUKA半年报亮眼，家电业务增长可持续 -20170824
2. KUKA与华为全面合作，5G让制造更智慧 -20170612
3. 深度报告：从美到智，一加一大于二 -20170522

## 目录

<b>1 家电行业航母级巨擘，17 年大象起舞</b>	<b>7</b>
1.1 成军 50 余载的全球家电龙头	7
1.2 实际控制人股权稳定集中，管理风格保持前后一致	8
1.3 高学历核心管理层长期任职经验，精准掌舵公司未来发展	8
1.4 17 年增长亮眼大象起舞，KUKA 并表科技巨头扬帆起航	9
<b>2 管理团队+研发+品牌+渠道构筑坚固护城河</b>	<b>11</b>
2.1 公司治理结构高瞻远瞩，职业经理人+事业部制+股权绑定实现团队充分激励	11
2.1.1 我国上市公司 MBO 第一案，率先解决公司产权问题	11
2.1.2 管理层职业经理人制度奠定稳定持续发展基础	11
2.1.3 事业部制充分放权，搭起美的庞大坚硬骨架	11
2.1.4 多层次员工激励机制有效推动公司“经理人”向“合伙人”身份转变	12
2.2 一流研发实力+完善的服务体系构建深广护城河	14
2.2.1 起源于 1980 年代的多元产品扩展步伐	14
2.2.2 产品端：世界一流研发实力，创新产品驱动公司未来发展	15
2.2.3 服务端：“用户至上”的精细化服务提升消费者粘性	17
2.3 渠道力：线上线下均已建立庞大销售体系，全渠道融合成为未来发展方向	18
2.3.1 线下渠道：依靠庞大的经销体系渗透全国	18
2.3.2 线上渠道：14 年开始全面爆发，17 年全网线上零售超 400 亿元	19
2.3.3 线下向服务体验中心转型平衡线上线下发展矛盾	20
2.4 20 余年不断扩张规模+并购整合，构建供应链体系护城河	21
2.4.1 美的规模优势使其在原材料采购上享有较强话语权	21
2.4.2 20 余年持续并购整合使美的拥有全品类核心技术，推进“T+3”快速生产体系向精益化生产转型	22
2.5 品牌力：外延多品牌收购构建美的全球品牌力，高端布局彰显马太效应	24
2.5.1 多品牌经营战略提升美的品牌全球竞争力	24
2.5.2 全球产业并购，高端品牌格局日臻完善	24
2.6 白电小家电齐发，主品类市占率龙头地位根深蒂固	26
2.6.1 空调业务龙头地位坚如磐石	28
2.6.2 借力冰箱市场产品升级趋势，发力高端市场成长迅速	29
2.6.3 洗衣机产品创新发力，市占率突破可期	30
2.6.4 小家电领域持续挖掘用户痛点，多品类龙头地位难以撼动	30
<b>3 智能制造+工业机器人，智能家居+服务机器人，开辟第二跑道</b>	<b>33</b>
3.1 收购 KUKA 布局工业机器人，打开智能制造第二增长极	34

3.1.1 工业机器人东风起，中国市场增长迅速 .....	34
3.1.2 机器人四大家各有所长，瓜分中国 57%市场份额 .....	36
3.1.3 收购 KUKA 主业协同+外延增长，2024 年预计产能增至 10 万台，第二增长极确立 .....	38
<b>3.2 前瞻布局服务机器人领域，智能家居扬帆起航 .....</b>	<b>43</b>
3.2.1 人工智能新蓝海，服务机器人市场迎来爆发前夜 .....	43
3.2.2 服务机器人+智能家居推动美的智慧家居生态圈构建 .....	44
<b>4 安得智联：布局智能供应链，助力提效着眼未来 .....</b>	<b>45</b>
4.1 智能物流：现代物流大势所趋，行业空间增长迅速 .....	45
4.2 安得物流更名安得智联，清晰定位智能物流业务 .....	45
<b>5 18 年各品类成长驱动我们怎么看？ .....</b>	<b>48</b>
5.1 空调：旺季前渠道库存水平无须过于担心，18 年量价提升逻辑仍将持续 .....	48
5.2 洗衣机及冰箱：增量来自更新需求，消费升级提价逻辑更突出 .....	51
5.3 小家电：从 0 到 1，品类多元继续高成长 .....	53
<b>6 盈利预测及投资建议 .....</b>	<b>54</b>
6.1 盈利预测 .....	54
6.2 分部估值与投资建议 .....	55
<b>7 风险提示 .....</b>	<b>55</b>

## 图表目录

图表 1 : 公司大事记 .....	7
图表 2 : 公司 2017FY 股权结构 .....	8
图表 3 : 公司管理层简历 .....	8
图表 4 : 公司财务数据概况 (单位: 亿元) .....	10
图表 5 : 公司净资产收益率杜邦分析 .....	10
图表 6 : 公司 MBO 历程 .....	11
图表 7 : 公司内部治理结构 (示意图) .....	12
图表 8 : 公司股票期权激励计划 .....	12
图表 9 : 公司限制性股票激励计划 .....	13
图表 10 : 公司员工持股计划 .....	13
图表 11 : 2013-2017 人均净利润 (单位: 万元/人) .....	14
图表 12 : 公司品类扩展时间轴 .....	14
图表 13 : 公司全品类矩阵 .....	15
图表 15: 2013-2017 公司研发支出 (单位: 亿元) .....	16
图表 16: 公司四级研发体系 .....	16
图表 17 : 公司研发人员及累计授权专利 .....	16
图表 18 : 公司累计授权专利 (单位: 件) .....	16
图表 19 : 公司明星产品 .....	17
图表 20: 公司完善的售前售后服务体系 .....	18
图表 21: 公司综合服务平台 .....	18
图表 22 : 可比公司外销收入情况 (单位: 亿元) .....	19
图表 23 : 公司电商销售情况 (单位: 亿元) .....	20
图表 24 : 公司营业成本占比拆分 .....	21
图表 25 : 可比公司应付账款+应付票据情况 (单位: 百万元) .....	22
图表 26 : 公司历史上重要产能扩张 .....	22
图表 27 : 美的集团 T+3 生产模式 .....	23
图表 28 : 小天鹅实行 T+3 后业绩表现 (单位: 亿元) .....	23
图表 29 : 公司旗下品牌 .....	24
图表 30 : 公司品牌价值 .....	24
图表 31 : 公司品牌并购一览 .....	25
图表 32: 2013-2017 公司销售费用 (单位: 亿元) .....	26
图表 33: 公司全球多品牌战略 .....	26
图表 34 : 营业收入同行业对比情况 (单位: 亿元) .....	26
图表 35 : 美的各品类线下市占率及市占率排名 .....	26
图表 36 : 公司分部业务概况 (单位: 百万元) .....	27
图表 37 : 空调产品营收对比情况 (单位: 亿元) .....	29
图表 38 : 冰箱产品营收对比情况 (单位: 亿元) .....	29
图表 39 : 洗衣机产品营收情况对比 (单位: 亿元) .....	30
图表 40 : 小家电产品营收对比情况 (单位: 亿元) .....	30
图表 41 : 可比公司期间费用率情况 (单位: %) .....	31
图表 42 : 可比公司净利率及归母净利润情况 (单位: 亿元) .....	31
图表 43 : 可比公司存货周转率及应收款项 (应收账款+应收票据) 周转率情	



况.....	32
图表 44 : 可比公司经营性现金流情况 (单位: 亿元) .....	32
图表 45 : 可比公司净资产收益率杜邦分析 .....	32
图表 46 : 公司前期机器人布局 .....	33
图表 47 : 公司机器人战略布局 .....	33
图表 48 : 2009-2020 年全球工业机器人供应量预测 (单位: 千台) .....	34
图表 49 : 2016 年全球工业机器人前 15 大市场供给量 (千台) .....	34
图表 50 : 部分国家多用途工业机器人出货量 (单位: 台) .....	35
图表 51 : 2014-2016 年全球分行业工业机器人供应量 (单位: 千台) ...	36
图表 52 : 2016 年全球主要经济体汽车销售额增速 .....	36
图表 53 : 工业机器人结构示意图 .....	36
图表 54 : 机器人四大家族对比 .....	37
图表 55 : 2016 年中国工业机器人市场竞争格局 .....	38
图表 56 : KUKA 的收购与并表情况 (亿元) .....	38
图表 57 : 四大家族收入拆分对比 (亿元人民币) .....	39
图表 58 : KUKA 历年订单情况 (单位: 亿元人民币) .....	40
图表 59 : 机器人四大家族毛利率对比 .....	42
图表 60 : 机器人四大家族费用率对比 .....	42
图表 61 : 机器人四大家族净利率对比 .....	43
图表 62 : 2014-2019 全球服务机器人市场规模 (单位: 亿美元) .....	43
图表 63 : 2013-2017 国内扫地机器人市场规模 .....	44
图表 64 : 我国扫地机器人渗透率横纵向对比 .....	44
图表 65 : 2011-2017 中国社会物流总额 (单位: 万亿元) .....	45
图表 66 : 2011-2020E 中国智能物流市场规模 (单位: 亿元) .....	45
图表 67 : 公司物流收入规模 (单位: 亿元) .....	46
图表 68 : 2018AWE 安得智联 AGV 产品 (1) .....	46
图表 69 : 2018AWE 安得智联 AGV 产品 (2) .....	46
图表 70 : 安得物流下属业务板块 .....	47
图表 71 : 空调行业出货量情况 .....	48
图表 72 : 美的空调出货量情况 .....	49
图表 73 : 空调行业线下零售量及零售额同比 .....	49
图表 74 : 天猫淘宝全网空调零售量及零售额同比 .....	49
图表 75 : 空调行业库存情况 .....	50
图表 76 : 2000-2016 农村、城镇每百户空调拥有量 (单位: 台) .....	51
图表 77 : 2008-2018F 空调市场替换率 .....	51
图表 78 : 2009 年起美的空调均价与市场空调均价对比 (单位: 元) ...	51
图表 79 : 2008-2017E 家电行业市场规模增速及政策 .....	52
图表 80 : 洗衣机单月内销量及增速 (%) .....	52
图表 81 : 冰箱单月内销量及增速 (%) .....	52
图表 82 : 美的洗衣机均价与市场均价 (单位: 元) .....	53
图表 83 : 美的冰箱均价与市场均价 (单位: 元) .....	53
图表 84 : 2017 年小家电零售额同比增速 .....	53
图表 85 : 2017 年小家电零售额同比增速 .....	54
图表 86 : 盈利预测收入拆分 (单位: 百万元) .....	54

图表 87：可比公司估值表（单位：亿元，人民币） .....	55
图表 88：美的集团三大财务预测表（单位：百万元） .....	56

# 1 家电行业航母级巨擘，17 年大象起舞

## 1.1 成军 50 余载的全球家电龙头

13 年换股集团整体上市，开启家电产业全方位协同。美的集团 1968 年成立于中国广东，公司前身为董事长兼总经理何享健先生创办的乡镇集体所有制企业北滘公社塑料加工组。1993 年完成深市上市，为我国第一家由乡镇企业改制成的上市公司。2013 年，公司控股股东美的集团对美的电器（上市公司）以换股方式进行吸收合并，美的集团实现整体上市，上市之初公司业务涵盖大家电、小家电、电机及物流，实现家电产业纵向、前中后端及渠道全方位协同。

全品类家电行业龙头，海外市场持续扩张。目前，公司已成一家横跨消费电器、暖通空调、机器人与自动化系统、智能供应链业务的全球化科技集团。2016/2017 公司总营收 1,598.42/2,419.19 亿元，同比增长 14.71%/51.35%；归母净利润 146.84/172.84 亿元，同比增长 15.56%/17.70%。在世界范围内拥有约 200 家子公司、60 多个海外分支机构及 12 个战略业务单位，并持续进行海外市场扩张，2017 年公司海外销售额占比 43.19%。未来，公司将继续深化效率打造成本竞争优势，推进全球化业务布局并加强机器人及工业自动化领域的产业布局。

图表1：公司大事记

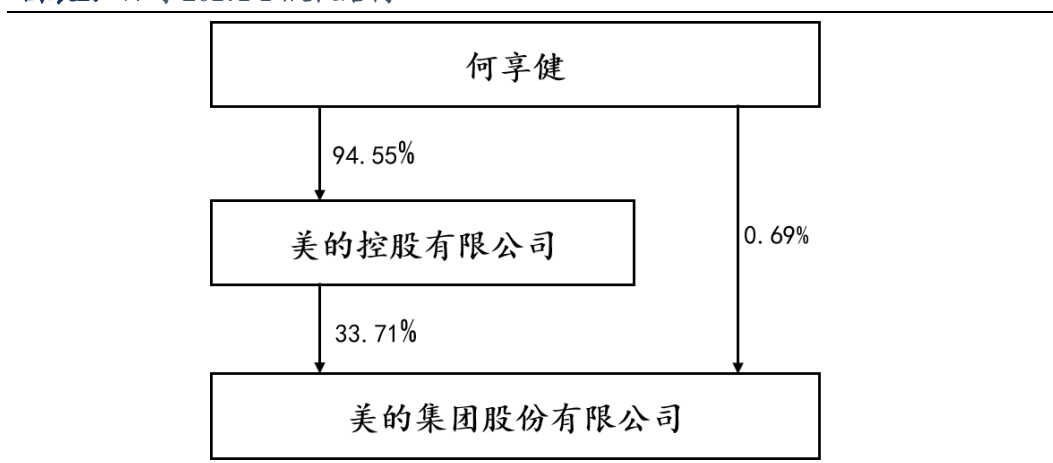
68-80 年	<p><b>艰苦创业——公司创始人何享健带领 23 位居民，筹集 5000 元创办塑料生产组，以生产自救的方式开始创业之路</b></p> <p>1968 年 何享健先生带领 23 人集资 5000 元在北滘创业 1980 年 生产电风扇，进入家电行业</p>
81-91 年	<p><b>初涉家电——改革开放给美的带来崭新的发展机遇</b></p> <p>1981 年 正式注册“美的”商标，“美的”从此诞生 1985 年 开始制造空调</p>
92-02 年	<p><b>规模发展——股份制改造逐步建立起现代企业制度；发展大小家电产业群，产品不断多元化；推行事业部制，优化管理经营结构</b></p> <p>1993 年 成立美的集团并进行内部股份制改造，成立电机公司和电饭煲公司 1997 年 进行事业部制改造 1998 年 收购东芝万宝乐进入空调压缩机领域</p>
03-10 年	<p><b>跨越发展——进一步推进产品多元化，完善事业部制改造</b></p> <p>2000 年 事业部制公司化改造，管理层融资购法人股和中高层骨干持流通 2002 年 冰箱公司成立，全面推行战略性结构调整 2004 年 与东芝开利签署合作协议，先后收购荣事达、华凌 2008 年 控股小天鹅，为做强做大冰洗产业搭建新的平台</p>
11 年至今	<p><b>转型再发展——着重推动战略转型，追求内涵式增长；聚焦核心产业，提升增长质量，并且努力推动再发展</b></p> <p>2011 年 收购开利拉美空调业务，成立美的-开利拉美空调合资公司，加快推进国际化进程 2012 年 美的集团创始人何享健卸任美的集团董事长，方洪波接任 2013 年 美的集团换股吸收合并美的电器，于 2013 年 9 月 18 日在深交所挂牌整体上市 2015 年 正式进入机器人产业 2016 年 收购东芝家电业务主体“东芝生活电器株式会社” 80.1%的股权 2017 年 收购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德国库卡集团 94.55%股权</p>

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

## 1.2 实际控制人股权稳定集中，管理风格保持前后一致

美的创始人何享健为公司实际控制人，股权结构集中。公司美的电器原控股股东美托投资公司 2004 年更名美的集团有限公司，公司董事局主席何享健持股该公司 55% 股份，为该公司第一大股东。2013 年换股后，美的集团作为存续公司，美的控股有限公司持股美的集团 34.75% 股份，为公司控股股东。截至 2017FY，何享健先生直接及间接持股比例合计 32.56%，为公司实际控制人。公司股权结构稳定集中，自 2013 年换股上市后未发生重大变化。公司前一代核心管理层作为公司的实际控制人在股权结构层面为公司发展提供稳健平台和一直连贯的管理风格。

图表2：公司 2017FY 股权结构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 1.3 高学历核心管理层长期任职经验，精准掌舵公司未来发展

目前公司核心管理团队均为在美的经营实践中培养的职业经理人，大部分拥有硕士及以上学历，在美的内部任职时间平均达 15 年以上，行业经验及管理经验丰富，对全球及中国家电产业有深刻理解，对产业运营环境及企业运营管理有精准把握，公司机制优势奠定了未来稳定发展的坚实基础。

图表3：公司管理层简历

姓名	职务	性别	学历	出生年份	个人简历
方洪波	董事长、总裁	男	硕士	1967	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。在公司下属上市公司无锡小天鹅股份有限公司任董事长职务。
何剑锋	董事	男	本科	1967	曾任顺德现代实业有限公司总裁，现任盈峰投资控股集团有限公司董事长兼总裁、浙江上风实业股份有限公司董事长。
顾炎民	董事、副总裁	男	博士	1963	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职务，现任公司副总裁。



朱凤涛	副总裁	男	博士	1968	曾任微波炉事业部总经理等职务,现任公司副总裁兼厨房电器事业部总经理。
胡自强	副总裁	男	博士	1957	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,兼任美的集团创新中心负责人。
刘敏	监事会主席,监事	女	硕士	1978	曾任美的家用空调事业部海外营销公司总经理,现任公司企业运营总监。
赵军	监事	男	硕士	1975	曾任广东美的电器股份有限公司董事,财务总监,现任美的控股有限公司总裁助理兼财务负责人。

数据来源:公司公告, Wind, 东吴证券研究所

#### 1.4 17 年增长亮眼大象起舞, KUKA 并表科技巨头扬帆起航

**收入端: 2017FY 内生增速亮眼, 空冰洗小家电各品类均实现快速增长。**2013-2017 公司营业总收入保持增长态势, 复合年均增长率 18.85%; 2017 年营收 2419.19 亿同比增长 51.4%, 其中 KUKA、东芝家电分别并表 267 亿、151 亿收入, 剔除东芝及 KUKA 并表影响公司原主业收入增速 31.43%, 内生增速亮眼。其中暖通空调营收 953.52 亿同增 38.74%; 17FY 公司将冰洗小家电收入合并为家用电器披露, 该分部实现 987.48 亿收入同增 29.02%。单品类来看, 洗衣机收入同增 31%, 冰箱及小家电增速超 30%, 各主要品类 2017 年均实现较快内生增长。

**毛利率: 公司整体上市以来毛利率逐步提升, 17 受 KUKA 并表影响小幅下滑。**2013-2016 公司毛利率稳步提升, 16 年毛利率达 27.31%, 成本控制能力显现。公司 17 年整体毛利率 25.03%同比下降 2.3pct: 1) 原有主业方面, 在 17 年大宗原材料价格大幅上涨背景下, 暖通空调毛利率 29.04%, yoy-1.11pct, 家用电器毛利率 27.37%, yoy-0.46pct, 公司 17 年通过产品结构优化提高产品均价方式对原材料价格上涨进行传导, 毛利率微降盈利能力仍维持较好水平。2) 公司报表端将收购 KUKA 及东芝的摊销费用 24.14 亿计入成本, 拉低毛利水平。3) KUKA 由于系统集成业务出现产能瓶颈 17 年成本投入较大, 本身报表毛利率从 16 年的 26%下滑至 17 年的 21.7%。

**费用端: 销售费用规模效应显现, 管理费用率稳定, 外汇远期对冲汇兑亏损影响。**公司已处于成熟发展阶段, 强大的控费能力使得 2013 年集团整体上市以来公司期间费用率保持稳定。17 年公司销售费用率 11.05%同比下降 0.01pct, 规模效应显现。受 KUKA 并表影响 17 年管理费用率 6.11%同比提升 0.09pct, 17 年 147.80 亿管理费用中股份支付费用 8.42 亿元, 此部分 18 年预计达十亿水平, 对管理费用总量影响有限; 未来公司仍将持续投入研发支出推动公司新产品研发制造, 管理费用预期趋于稳定。公司 17 年财务费用 8.16 亿其中汇兑亏损 8.63 亿, 与 16 年同期汇兑收益 5.58 亿相比净影响 14.21 亿, 公司当期外汇远期合约录得 10.71 亿收益大大对冲汇兑亏损对净利润的影响。

**盈利端: 2017 归母净利润 172.84 亿同增 17.70%, ROE 25.63%盈利能力突出。**2017 年公司归母净利润 172.84 亿同增 17.70%, 净利率 7.14%同比下滑 2.05pct 系 KUKA 并表

影响，未来随 KUKA 投入扩张步入成熟期公司净利率提升弹性可期。公司盈利能力突出，2017 净资产收益率 25.63% 维持较高水平。2013 年公司整体上市以来净利率逐年提升，2014 年销售净利率大幅提升带动 ROE 提升至 29.04%。15、16 年公司货币资金充沛，总资产周转率和权益乘数降低，ROE 随之小幅下降。17 年 KUKA 并表低净利率影响整体销售净利率，借款融资支付并购费用提升权益乘数，ROE 25.63% 仍稳定在较高水平，公司盈利能力突出。

图表4：公司财务数据概况（单位：亿元）

	2013	2014	2015	2016	2017
营业总收入	1,212.65	1,423.11	1,393.47	1,598.42	2,419.19
yoy	17.91%	17.36%	-2.08%	14.71%	51.35%
毛利率	23.28%	25.41%	25.84%	27.31%	25.03%
销售费用	124.32	147.34	148.00	176.78	267.39
销售费用率	10.25%	10.35%	10.62%	11.06%	11.05%
管理费用	67.33	74.98	74.42	96.21	147.80
管理费用率	5.55%	5.27%	5.34%	6.02%	6.11%
财务费用	5.64	2.51	1.39	-10.06	8.16
财务费用率	0.47%	0.18%	0.10%	-0.63%	0.34%
期间费用率	16.27%	15.80%	16.06%	16.45%	17.50%
归母净利润	53.17	105.02	127.07	146.84	172.84
yoy	63.15%	97.50%	20.99%	15.56%	17.70%
净利率	4.38%	7.38%	9.12%	9.19%	7.14%
ROE	22.55%	29.04%	28.66%	26.62%	25.63%
当年最高市值	873.18	1,195.18	1,710.78	2,030.06	3,789.63
对应 PE	16	11	13	14	22
当年最低市值	712.30	643.50	1,013.53	1,102.98	1,811.83
对应 PE	13	6	8	8	10

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图表5：公司净资产收益率杜邦分析

	2013	2014	2015	2016	2017
净利润率(%)	4.38	7.38	9.12	9.19	7.14
资产周转率	1.31	1.31	1.12	1.07	1.16
权益乘数	3.92	3.00	2.81	2.71	3.10
ROE(%)	22.55	29.04	28.66	26.62	25.63

数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 2 管理团队+研发+品牌+渠道构筑坚固护城河

### 2.1 公司治理结构高瞻远瞩，职业经理人+事业部制+股权绑定实现团队充分激励

#### 2.1.1 我国上市公司 MBO 第一案，率先解决公司产权问题

2001 年实施 MBO，管理层成为公司第一大股东。公司上市之初为集体所有制企业，公司第一代领导人何享健前瞻性推行 MBO 解决公司产权问题，解决公司管理中的委托代理风险。美的的管理层收购被认为是我国上市公司 MBO 第一案，作为一项长期激励制度，将员工切身利益与企业发展挂钩，有利于公司明晰产权、完善治理，显示出公司卓越的长远规划能力，为公司稳定高速发展提供体制保证。

图表6：公司 MBO 历程

时间	发展历程
1998 年 9 月	美的电器第一大股东将所持 28.07% 法人股转让给顺德市北滘投资发展有限公司。
1999 年 6 月	以何享健之子何剑峰为法定代表人的顺德市开联实业发展有限公司从顺德市北滘经济发展总公司手中收购了美的电器 3432 万股法人股，占总股本 7.79%，成为其第二大股东。
2000 年 5 月	顺德市美托投资有限公司协议收购顺德市美的控股有限公司所持美的电器 3518 万股法人股，所占比例为 7.26%。
2001 年 1 月	美托投资再次协议收购顺德市美的控股有限公司所持美的电器 7243 万股法人股，所占比例为 14.94%，成为公司第一大法人股东。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

#### 2.1.2 管理层职业经理人制度奠定稳定持续发展基础

成熟职业经理人管理体制，契约经营利益共享。2012 年公司管理层进行调整，职业经理人方洪波接替何享健担任美的集团董事长，完成职业经理人和企业创始人交接。公司一改传统家族式企业亲力亲为的管理模式，避免因业务不断扩张和管理半径延伸引发业务运营效率降低，引入职业经理人与公司共享企业发展成果。

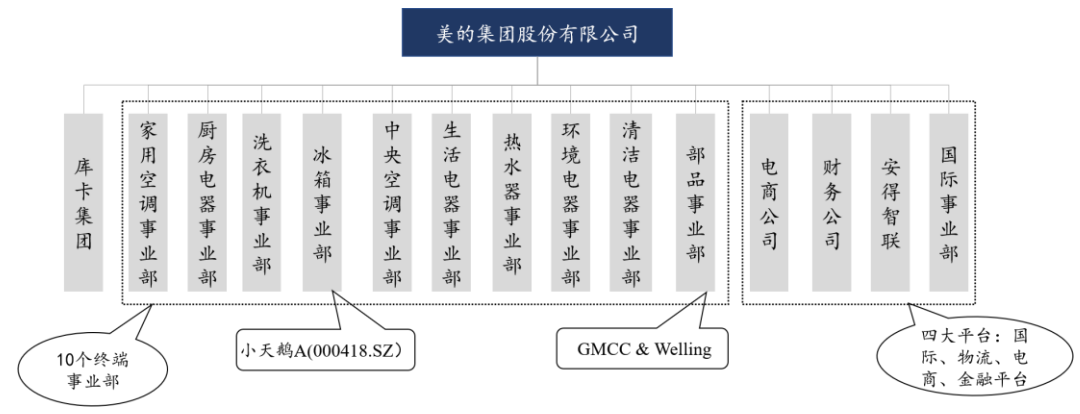
#### 2.1.3 事业部制充分放权，搭起美的庞大坚硬骨架

“集权有道、分权有序、授权有章、用权有度”的分权经营模式。公司 1996 年起对经营管理体制进行较大力度改革，形成以产品为中心的事业部制。2000 年，公司在原有改革基础上全面实施事业部公司化改造，转换“生产型企业”为“市场型企业”。目前，公司已建立“集权有道、分权有序、授权有章、用权有度”的分权经营模式，为公司长期稳健发展奠定基础。

事业部充分自主权提高公司决策效率和执行力。公司采用“事业部制”为基本管理控制模式，事业部承担全价值链完全经营责任，向公司董事会和总裁负责。公司下设家

用空调事业部、冰箱事业部、洗衣机事业部、厨房电器事业部、部品事业部等 10 个终端事业部，采取逐级授权、分权、权责利相结合的管理控制方法，制订《经营管理分权手册》实现公司总部与各事业部集权与分权相制衡的格局。**公司财务部门是控制各事业部的核心部门**，通过预算控制、融资控制、资金控制、利润分配控制对事业部的分权进行适当制约，以减少分权带来的弊端。结合纵向各个事业部，公司横向打造 4 大平台增强整个组织协调性和集中度，矩阵式管理避免大企业发展的管理僵化，上下灵活保证组织活力。

图表7：公司内部治理结构（示意图）



数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

2.1.4 多层次员工激励机制有效推动公司“经理人”向“合伙人”身份转变

**基于事业部+职业经理人制度，多年来用股权对上下利益实现绑定，充分发挥“人”这一核心生产要素的价值。**基于公司分权的管理制度，对人的激励和绑定显得尤为重要。公司股权激励计划的历史最早可溯至 2000 年的管理层持股计划，MBO 实现第一波管理层利益绑定。2014 年 2 月公司首期股票期权激励计划启动，目前已推出五期股票期权激励计划、两期限制性股票激励计划、五期合伙人持股计划形成多层次员工激励格局，激励对象覆盖公司高管至业务骨干数千人，业绩导向将公司发展 KPI 层层分解落实到个人，确保公司总体规划的达成。

图表8：公司股票期权激励计划

激励形式	时间	标的来源	激励对象	激励总数 (万股)	期权行 权价格	业绩考核指标
第二期股票期权 激励计划	2015/5	向激励对象定 向发行新股	中高层管理人员及业务 技术骨干人员，共 583 人	6,619.5	18.56	2015/2016/2017 年净利润 增长率均不低于 15%；净 资产收益率均不低于 20%
第三期股票期权 激励计划	2016/6	向激励对象定 向发行新股	公司高管、中层管理人 员及业务技术骨干，共 891 人	12,148.5	20.35	2016/2017/2018 年净利润 均不低于前三年度平均水 平
第四期股票期权 激励计划	2017/5	向激励对象定 向发行新股	研发人员、制造人员、 品质人员及其他业务骨 干，共 1463 人	9,827.4	32.72	2017/2018/2019 年净利润 均不低于前三年度平均水 平

第五期股票期权 激励计划	2018/3	向激励对象定 向发行新股	研发、制造、品质等科 技人员及其他业务骨 干，共 1341 人	6,208	57.54	2018/2019/2020/2021/2022 年净利润均不低于前三年 度平均水平
-----------------	--------	-----------------	---------------------------------------	-------	-------	--

数据来源：公司公告，东吴证券研究所（注：以上激励对象人数、股数及行权价格均来自最新相关激励计划公告而非实际授予公告，实际授予情况或因激励对象离职或考核指标不达标等因素与计划公告存在出入）

图表9：公司限制性股票激励计划

激励形式	时间	标的	激励对象	授予价格	业绩考核指标	锁定期
2017 年限 制性股票 激励计划	2017/03	向激励对象定 向发行新股，首 次授予 2313 万 股，预留授予 547.5 万股	高层管理人员 及其他管理人 员，首次授予 133 人，预留授 予 55 人	首次授予价格 15.86 元/股； 预留授予价格 27.99 元/股	2017/2018/2019 年净利润均不 低于前三年度 平均水平	自首次/预留授予日起 12/24/36 个月后的首个交 易日起至首次授予日起 24/36/48 个月内的最后 一个交易日止，分别解锁 1/3
2018 年限 制性股票 激励计划	2018/03	向激励对象定 向发行新股 2501 万股	高层管理人员 及其他管理人 员，共 344 人	28.77 元/股	2018/2019/2020 /2021/2022 年 净利润均不低 于前三年度平 均水平	自首次/预留授予日起 24/36/48/60 个月后的首个 交易日起至首次授予日起 36/48/60/72 个月内的最后 一个交易日止，分别解锁 1/4

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图表10：公司员工持股计划

激励形式	时间	资金来源	激励对象	业绩考核指标	归属计划及锁定期
核心管理团队持股 计划暨“美的集团合 伙人计划”之第三 期持股计划	2017/03	持股计划专项基 金 9,900 万元	总裁、副总裁、 事业部及经营单 位总经理及其他 高管，共 15 人	2017 年度加权平 均净资产收益率 不低于 20%	标的股票购买后设立不少于 12 个月 的锁定期。业绩达标后分三期分别归 属 40%、30%、30%的标的股票权益。 第一期及第二期归属股票锁定期为 自该期股票归属之日起至第三期股 票归属之日止，第三期归属股票权益 无锁定期。
核心管理团队持股 计划暨“美的集团全 球合伙人计划”之第 四期持股计划	2018/03	持股计划专项基 金 18,250 万元	总裁、副总裁、 事业部及经营单 位总经理及其他 高管，共 20 人	2018 年度加权平 均净资产收益率 不低于 20%	标的股票购买后设立不少于 12 个月 的锁定期。业绩达标后一次性归属标 的股票。
核心管理团队持股 计划暨“美的集团事 业合伙人计划”之第 一期持股计划	2018/03	持股计划专项基 金和高层部分绩 效奖金共 9,785 万元	副总裁 2 人、经 营单位总经理和 其他高管 48 人， 共 50 人	2018 年度加权平 均净资产收益率 不低于 20%	标的股票购买后设立不少于 12 个月 的锁定期。业绩达标后一次性归属标 的股票。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所



**激励效果显著，人均净利润增长迅速。**2013-2017 年度公司人均净利润涨幅明显，复合年均增长率 43.87%。目前公司仍处于各品类全面开花发展阶段，随着新产品迈向成熟及自动化生产落地，公司未来研发生产效率有望提升，人均净利润有望进一步提升。

**图表11：2013-2017 人均净利润（单位：万元/人）**

	2013	2014	2015	2016	2017
美的集团	3.58	8.77	11.70	13.99	15.33
格力电器	12.35	19.81	17.45	21.79	-
青岛海尔	6.74	7.97	5.76	5.81	-

数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 2.2 一流研发实力+完善的服务体系构建深广护城河

### 2.2.1 起源于 1980 年代的多元产品扩展步伐

**横向品类扩展从未止步，打造美的全品类家电帝国。**公司目前的全品类白电+小家电布局由来已久，1980 年，第一台金属台扇“明珠”诞生标志公司正式进入家电领域，2013 年美的集团整体上市整合大家电、小家电、电机、物流业务；2015 年正式进军机器人产业。目前，公司一方面持续进行传统家用电器产品结构优化，另一方面聚焦研发创新深入“智慧家居+智能制造”双智战略。

**图表12：公司品类扩展时间轴**

1980 年 第一台**金属台扇**“明珠”诞生，标志着公司正式进入家电领域



1985 年 启动**窗式空调机**组装生产



1993 年 美的电器上市，引进日本三洋**电饭锅**技术设备



1998 年 与意大利梅洛尼公司合资经营洗衣机电机项目并收购东芝万家乐进入**空调压缩机**领域



2000 年 进军**厨具**领域，煤气灶、油烟机、吸尘器等新品类面世



2002 年 成立**冰箱**公司



2008 年 控股小天鹅、主推高端滚筒和波轮洗衣机；与日本东芝开展合作，切入冰箱压缩机行业

2015 年 正式进军机器人产业



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图表13：公司全品类矩阵

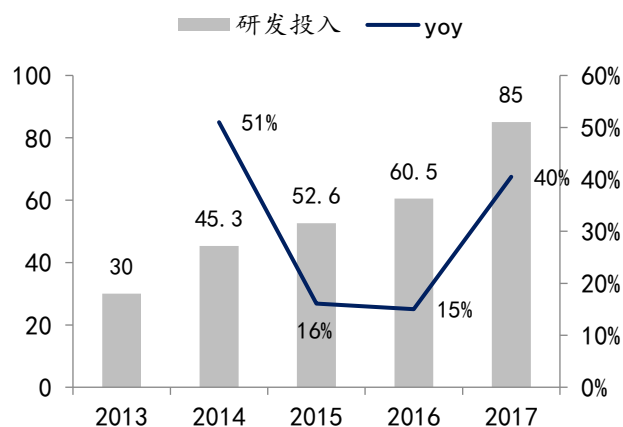


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

2.2.2 产品端：世界一流研发实力，创新产品驱动公司未来发展

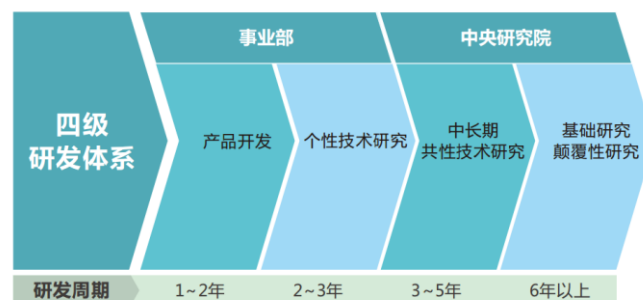
全球技术领军人才+多层次研发体系实现从超越到引领的科技战略。公司持续网罗全球技术领军人员，建立浮动工资、绩效奖金、股票期权等方式结合的薪酬体系吸引全球高端科研人才。近年来公司持续加大研发投入，2013-2017 五年内累计研发资金超 200 亿元，2014 年筹建以中央研究院为核心的四级研发体系。截至 2017FY 公司研发人员超万人，20 家研究中心遍布全球 9 个国家，累计授权专利 35,000 余件，在家电领域的发明专利数量连续三年稳居全球第一。公司同时注重研发成果转化，首创行业领先的智能王空调、6D 活水热水器、真空 IH 智能煲等创新产品，研发技术投入及实力均处世界一流水平。

图表15: 2013-2017 公司研发支出 (单位: 亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 16: 公司四级研发体系



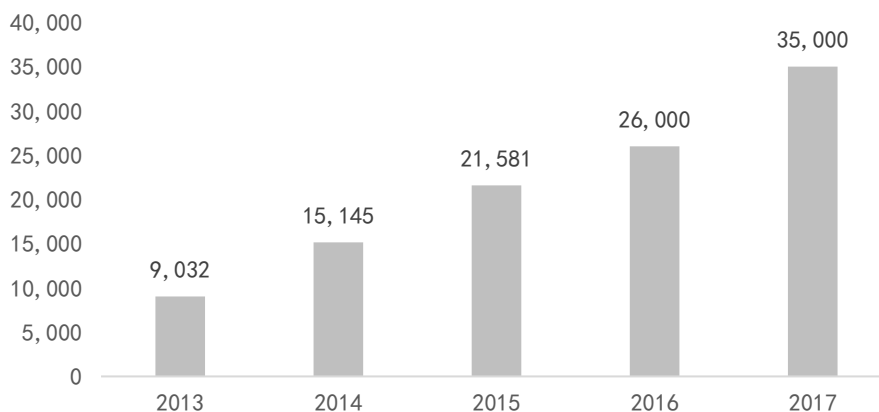
数据来源: 公司社会责任报告, 东吴证券研究所

图表17: 公司研发人员及累计授权专利

	2013	2014	2015	2016	2017
研发人员 (人)	-	6000 人	近 7000 人	超 10,000 人	超 10,000 人
累计授权专利 (件)	9,032	15,145	21,581	26,000	35,000

数据来源: 公司社会责任报告, 东吴证券研究所

图表18: 公司累计授权专利 (单位: 件)



数据来源: 公司社会责任报告, 东吴证券研究所

**图表19：公司明星产品**

[illegible]

数据来源：公司社会责任报告，东吴证券研究所

### 2.2.3 服务端：“用户至上”的精细化服务提升消费者粘性

公司投入大量资源提升服务水平，完善售前-售后服务体系提升用户满意度。我们认为对于类似空调等大家电消费者的消费场景不仅包含购买行为本身，也包括对消费者的售后服务，精细化的服务及口碑是龙头家电公司的核心竞争优势之一。美的官网设服务咨询入口提供售前便捷化服务申请；售后重视客户诉求，接到投诉 48 小时内必解决问题让消费者安心，为产品销售保驾护航。

**家电售后服务市场空间广阔，美的前瞻布局前景可期。**目前的家电售后服务行业空间广阔，中怡康数据统计 2015 年家电售后服务产值为 3000 亿元，年化增速 20%至 2020 年空间可达万亿级别，广阔的市场空间下竞争者鱼龙混杂，具备专业化服务能力的家电制造厂商和苏宁、国美等家电零售巨头具备前期明显的流量优势。美的集团 2015 年推出针对家电清洗保养的“洗悦家”O2O 平台，将线下家电清洗服务机会与互联网结合，让互联网成为线下交易的平台。2016 年，公司打造第三方专业服务公司“美美家园”，借力美的无可比拟的优势客户资源打造家电、家居、家政的互联网+服务平台。两者布局一方面会夯实美的的售后服务口碑，另一方面也为公司从制造商向服务商方向发展奠定基础。

图表 20: 公司完善的售前售后服务体系



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图表 21: 公司综合服务平台



数据来源: 公司社会责任报告, 东吴证券研究所

## 2.3 渠道力: 线上线下均已建立庞大销售体系, 全渠道融合成为未来发展方向

### 2.3.1 线下渠道: 依靠庞大的经销体系渗透全国

公司线下销售模式的两大特点是: 1、以事业部为单位, 各大事业部独立负责产销; 2、依靠代理制在全国范围多渠道扩张。靠着庞大的经销体系, 公司目前覆盖了中国绝大部分市场, 2017 年线下销售占据公司内销比例 70%左右。首先, 公司各个产品事业部均有一套独立的营销体系。公司历史上经历了将销售职能从各个事业部分离出来, 后又将这一权利重新纳入各个事业部的过程。我们认为, 目前这种将营销业务直接归入对应产品事业部的做法真正做到了“研、产、销”一体化, 有利于产品的精细化生产、销售管理。另外, 公司通过区域代理制, 多渠道推进下已基本完成对全国各级城市的覆盖。公司将产品以买断形式销售给一级代理商(区域代理商), 通过一级代理商及其分销商覆盖旗舰店、KA(苏宁、国美)、区域性连锁(TOP100)、小区域连锁(VIP200)、乡镇专卖店等六大渠道。

美的集团仅与一级代理商存在经销关系, 并为一级代理商提供必要的广告推广上的支持, 而其他销售环节均由一级代理商全权负责。公司与一级代理商采用先款后货的模式, 同时与其他家电巨头相似也会给予完成提货额的经销商返利。

2017 年公司持续推动渠道下沉, 缩减线下渠道层级, 取消二级经销商。(1)在一二线市场, 公司通过与苏宁、国美的合作已对一、二级成熟市场完成全面覆盖; (2)在苏宁国美较为薄弱的三四线市场, 公司以旗舰店、专卖店、传统渠道和新兴渠道为有效补



充，三、四级市场覆盖率达 95%以上。首先，截止 2016 年公司已拥有具备“线下零售、售后送装服务、服务电商最后一公里、与用户进行交互”四大功能的旗舰店超过 2200 家，这些主要开设在县级市场的旗舰店一方面成为美的在三四线城市延伸的动力，也成为美的电商的有利服务保障；同时，公司在区域性连锁（TOP100）、小区域连锁（VIP200）等优质的中小线下渠道迅速增长，16 年 TOP100 销售额超过 100 亿，2017H1 VIP200 销售额同增 27%。在这些渠道的迅速增长下，公司已完成了对三四线城市超过 95% 的覆盖，对于区域性市场的覆盖也为电商迅速发展打下了良好的售后服务基础。

**2017FY 海外销售额占比 43.19%，外销毛利率行业领先。**截至 2017FY 公司已在世界范围内拥有约 200 家子公司、60 多个海外分支机构及 12 个战略业务单位，并持续进行海外市场扩张。**2017 年公司海外销售额占比 43.19%，其中 OBM 自有品牌业务占比达 30%。**毛利率方面，公司外销毛利率具有明显优势，16 年外销毛利率达 24.81%，17 年受原材料成本大幅提升影响外销毛利率出现小幅下滑。18 年公司将继续推进 OBM 业务提升外销商品议价能力从而提升公司外销抗风险能力。

图表22：可比公司外销收入情况（单位：亿元）

		2013	2014	2015	2016	2017
美的集团	外销收入	450.83	497.85	494.17	640.12	1039.56
	yoy	-	10.43	-0.74	29.53	62.4
	外销收入占比	40.11	37.99	38.44	43.49	43.19
	毛利率	18.42%	22.3%	20.24%	24.81%	20.13%
格力电器	外销收入	160.01	138.10	133.35	162.50	-
	yoy	-	-13.69	-3.44	21.86	-
	外销收入占比	13.49	10.03	13.64	15.00	-
	毛利率	12.11%	19.72%	16.62%	17.15%	-
青岛海尔	外销收入	94.06	107.02	186.50	-	-
	yoy	-	13.78	74.27	-	-
	外销收入占比	10.88	12.06	20.78	-	-
	毛利率	6.79%	5.99%	17.29%	-	-

数据来源：Wind，东吴证券研究所

### 2.3.2 线上渠道：14 年开始全面爆发，17 年全网线上零售超 400 亿元

公司线上销售自 2014 年开始迅速发展，17 年线上销售占内销比达 30%。公司从 08 年开始在线上销售产品，在 14 年之前美的仍处于试水阶段。在 14 年之后随着美的电子商务公司的设立以及天猫美的的全品类官方综合旗舰店的开设，公司的线上销售开始迎来全新发展阶段。2017 年美的全网销售突破 400 亿元，同比增长超 80%，占内销比例达 30%，继续保持整体全网（天猫、京东、苏宁）第一，线上销售优势明显。

图表23: 公司电商销售情况 (单位: 亿元)

	2013	2014	2015	2016	2017
美的电商零售额	40	100	160	230	400
yoy		150%	60%	44%	80%
京东销售	10	30	75	92	215
yoy		200%	150%	23%	134%
占比		30%	47%	40%	48%
天猫销售			62	100	165
yoy				61%	65%
占比			39%	44%	37%

数据来源: 公司公告, 云观咨询, 东吴证券研究所

在公司的线上销售中, 京东与天猫两大平台的销售占比超过 80%, 公司在两大平台的销售均位列家电行业第一。

(1) 在与京东的合作方面, 在 13 年进入京东之后, 2014 年底公司和京东签署第一份战略合作协议, 双方开始战略合作伙伴关系。2015 年京东美的系统直连项目上线, 实现了基础订单数据及销量库存数据共享, 每天有数千个商品的数据共享。2015 年 7 月 30 日, 京东美的“协同计划、预测及补货”项目上线。2017 年初, 公司再次和京东签署年度规模高达 200 亿的全面战略协议, 双方进一步加强了在协同仓、EDI 对接等项目上的合作, 经营效率得到全面提升。双方 2018 年的销售目标将达到 300 亿。

(2) 在与天猫合作方面, 2016 年公司在天猫销售突破 100 亿, 成为天猫首个破百亿的家电品牌。公司在 2015 年、2017 年与天猫签署战略合作协议, 在 17 年的深度战略合作协议中, 公司不仅将在天猫完成 200 亿销售, 同时双方将在大数据、全渠道、供应链、消费者运营等新零售业务上深化合作。

举例来说, 在物流上, 公司改变传统代理商备货模式, 与天猫、菜鸟合作实现货物全国统一部署。天猫线上 130 多个经销商在库容、分销平台上实现统一, 供销一盘货、一个价; 在供应链上, 借助于天猫、菜鸟大数据, 公司可以通过算法分析产品历史数据、活动规划、季节因素等综合指标, 在系统的帮助下计算销售规划, 对企业的生产计划及供应链管理提供数据支撑。

### 2.3.3 线下向服务体验中心转型平衡线上线下发展矛盾

虽然公司在线上的高歌猛进对线下的冲击显而易见, 但是在线上渠道逐渐被消费者认可的大背景下, 公司依旧坚定地积极拥抱互联网。对于线下庞大的经销体系, 一方面公司也在通过各种方式尽量保证其利益, 另一方面公司希望线下经销商能够逐渐从渠道商的职责转换至公司在当地的服务和体验中心。

首先从产品类别上, 目前公司电商和线下的产品, 在型号、卖点功能上大部分依旧做了区隔, 这种相对差异化的产品销售模式使得消费者难以直接对线上线下的产品进行比价。另一方面来说, 公司也在积极进行推进经销商的改革, 希望经销商通过综合能力

的提升逐渐成为公司在线下的体验服务中心。在目前新零售概念下全渠道运营模式的推进下，公司也在尝试逐步开始线上线下的同款同价。经销商过去作为资金融资平台向公司提货的作用在公司生产、物流效率提升情况下将逐渐淡化，但是公司希望经销商通过自身门店展示、服务、售后等各方面能力的提升，逐渐转型成为美的在当地的展示、体验、售后中心。

## 2.4 20 余年不断扩张规模+并购整合，构建供应链体系护城河

美的依靠其独特的规模优势以及超过 25 年的并购整合历史，在采购、生产产能及技术、以及物流上均建立起了独有的护城河。

### 2.4.1 美的规模优势使其在原材料采购上享有较强话语权

美的集团的供应商为其供应原材料和零配件，公司的原材料和零配件大致可分为：包括铁、铜、铝、塑料等大宗原材料，各种零部件，以及其他消耗品。其中，大宗原材料等主要原材料在公司营业成本的占比在 50% 以上，总体原材料的占比约 70%，因此大宗原材料的采购对于公司的成本控制较为重要。

图表24：公司营业成本占比拆分

	2013	2014	2015	2016	2017
原材料	77.13%	78.12%	76.67%	76.00%	66.09%
人工工资	4.99%	5.08%	5.46%	5.42%	4.71%
折旧	2.03%	1.97%	2.08%	2.02%	1.38%
能源	1.34%	1.37%	1.38%	1.36%	1.16%
其他	14.51%	13.45%	14.41%	15.20%	26.66%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司凭借独特的规模优势通过搭建大宗原材料采购平台对大宗原材料进行集中采购，为业务部门提供主要原材料的供应服务。公司与宝钢等大型企业结成战略联盟，与鞍钢、武钢等大型原材料供应商建立长期采购业务关系，建立了稳定的供货渠道。在部分定制的零配件、非大宗的原材料或非主要原材料上，公司采取授权采购方式由各个事业部自行采购。同时，公司在与这些原材料提供商的合作过程中与供应商签订远期供货合同，以锁定供货价格的方式避免后期材料市价涨高的风险。此外，在与供应商的合作中，公司原材料主要采用赊购的采购方式。由于原材料供应市场的激烈竞争，公司在采购规模、采购连续性以及付款信誉方面拥有很强的优势，使得公司在货款支付条件和支付期限上优于行业内其他公司。这使得公司与国内其他家电巨头类似，均有着较长的应付账款还款周期。

图表25: 可比公司应付账款+应付票据情况 (单位: 百万元)

	2013	2014	2015	2016
美的集团	224.91	327.85	345.28	438.42
应付款项周转天数	-	94	118	122
格力电器	356.64	336.67	322.22	386.68
应付款项周转天数	148	142	180	175
青岛海尔	258.55	276.15	263.11	329.99
应付款项周转天数	131	150	150	130

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

#### 2.4.2 20 余年持续并购整合使美的拥有全品类核心技术, 推进“T+3”快速生产体系向精益化生产转型

首先, 在产品生产能力和研发技术上, 公司 20 多年来与外资企业的合作及产业链并购之路, 让美的成为了中国唯一一家拥有全品类、全产业链生产能力的公司, 构建起了极深的护城河。在技术能力上, (1) 在空调品类, 公司在 93 年开始就与东芝签订了窗式、分体式空调器技术合作合同, 东芝每年派遣技术专家向美的传授产品设计和制造技术; 同时公司在 99 年收购了东芝在国内的合资空调压缩机厂, 从此掌握了空调的核心技术; 04 年公司通过收购重庆通用, 获得了大型离心式冷水机组技术, 开始进军中央空调。(2) 在冰洗品类, 公司通过 04 年对合肥荣事达、广州华凌、无锡小天鹅的收购, 获得了在冰箱洗衣机生产上丰富的制造经验及技术, 同时公司于 08 年与东芝合资成立“东芝开利”获得了冰箱压缩机制造的核心技术。(3) 在小家电品类, 公司于 93 年便与日本三洋合作研发电饭煲, 99 年与三洋、东芝等企业合作研发微波炉、饮水机、IH 电饭煲, 00 年与意大利梅洛尼合作生产洗碗机, 这一系列的技术合作让公司拥有了在小家电品类的丰富制造技术和经验。同时公司在 01 年收购日本三洋的磁控管工厂, 获得了微波炉核心部件磁控管技术。公司还在 05 年收购中国第一家吸尘器厂江苏春花, 将产品品类扩张至吸尘器。

其次, 在自有产能的扩张上, 公司自 98 年开始走出广东开始异地扩张, 多年来在全球设立多个生产基地, 保证各个品类上的产能扩张。

图表26: 公司历史上重要产能扩张

年份	地点	工厂类别
1998	芜湖	空调
2004	武汉	空调
2004	重庆	中央空调及家用空调
2007	越南	小家电
2008	荆州	冰箱、冰柜、洗衣机
2008	白俄罗斯	微波炉、烤箱、吸尘器
2010	邯郸	家用空调
2010	埃及	家用空调、商业空调、中央空调
2011	巴西	空调
2012	印度	空调

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所



然而相对于已经拥有的全面技术及生产能力，我们认为美的 15 年开始的 T+3 模式转型，更能够体现美的在当前零售环境下对自身生产能力的精益求精。

图表27: 美的集团 T+3 生产模式



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

美的集团的“T+3”模式始于 13 年的小天鹅，在洗衣机整体行业增速下滑电商冲击加剧的背景下，小天鹅将原本大规模提前生产后批发的模式缩减为根据终端客户需求生产的模式，在消费者下单后用尽可能短的时间完成备货、生产，并砍去中间环节直接发货。这样的模式在提升整体周转效率的同时，精简了 SKU 提升了整体的销售准确性。

图表28: 小天鹅实行 T+3 后业绩表现（单位：亿元）

	2013	2014	2015	2016	2017
收入	87.3	108.0	131.3	163.3	213.8
yoy	26.5%	23.8%	21.5%	24.4%	30.9%
毛利率	24.96%	25.89%	26.54%	25.86%	25.26%
净利率	4.74%	6.46%	7.00%	7.19%	7.04%
存货周转天数	48	32	25	37	42

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

在小天鹅成功的带动下，2015 年该模式在美的整个集团全面推行：（1）销售端，公司希望引导客户转变意识，加强订单及库存管理；（2）供应端，加大独家供货清理，改善供应布局；（3）研发端，持续精简产品型号，加强通用化、模块化设计，降低产品物料数量并提升标准化程度；（4）制造端，加大柔性化、自动化和精益化制造升级，在产品的设计阶段积极参与以提高可制造性。

公司全集团多品类的 T+3 转型目前虽然仍在进行中，但是我们认为公司相较竞争对手，在这一全新的生存模式上拥有着独特的护城河。（1）作为京东、阿里两大平台的家电销售冠军，公司拥有着得天独厚的数据优势，公司可以根据产品历史数据、活动规划、季节因素、购买因素等综合指标，帮助 T+3 生产的整体原材料和产能安排；（2）公司强大的产能，保证其在旺季时供货的充足。除去前文提到的公司庞大的总产能外，公司同样拥有较强的单月生产能力，以空调为例公司单月内销生产能力达到 250 万台，在淡旺季差别较大的空调品类上同样能满足不同时段的生产需求；（3）公司多年来在自动化、智能制造领域的投入，包括德国库卡、以色列创高等一系列大型收购，让公司在机器人与自动化领域有着竞争对手难以企及的优势。



## 2.5 品牌力：外延多品牌收购构建美的全球品牌力，高端布局彰显马太效应

### 2.5.1 多品牌经营战略提升美的品牌全球竞争力

品牌价值升级，2017“美的”品牌价值 858.72 亿元，优秀的品牌力为消费者降低家电挑选信息不对称，提高消费者粘性。“美的”品牌于 1981 年诞生，2016 年起公司提出多品牌战略布局，现旗下拥有美的、小天鹅、威灵、安得、GMCC、Eureka、KUKA、Swisslog、Servotronic、Toshiba 等十余个国内外知名品牌。2017 年“美的”品牌价值达 858.72 亿元，位列中国最有价值品牌排行榜第 4 位；于 2017《财富》世界 500 强榜单排名第 450 位，较上一年上升 31 位；排名“2018 年 BrandZ 最具价值中国品牌 100 强”第 26 位并连续入选“2017”国家品牌计划 TOP10。2017 年公司旗下小天鹅洗衣机获评中国家电“艾普兰”创新奖，比佛利复式洗衣机获评家用电器“产品创新奖”。美的空调获评“2017-2018 年行业健康舒适领导品牌”、“中国房地产中央空调首选实力品牌”。

图表29：公司旗下品牌



数据来源：公司社会责任报告，东吴证券研究所

图表30：公司品牌价值

	2013	2014	2015	2016	2017
品牌价值（亿元）	653.36	683.15	716.11	768.98	858.72
品牌价值排名	5	5	6	4	4

数据来源：公司社会责任报告，东吴证券研究所

### 2.5.2 全球产业并购，高端品牌格局日臻完善

外延收购节奏加快，积极提升产品整体定位同时深入机器人产业链。近年来公司产品收购节奏加快，2015 年与全球机器人巨头日本安川合资，战略性进军机器人产业；16 年与韩国酷晨合作拓展全球高端生活家电市场；同年与日本东芝完成股权交割，买下欧洲老牌家电巨头伊莱克斯吸尘器品牌 EUREKA，启动对东芝白电、意大利中央空调企业 Clivet 的收购；2017 年初完成对德国 KUKA 集团要约收购及以色列运动控制和自动化解决方案公司 Servotronic 的收购；同年 5 月宣布与伊莱克斯共同出资成立合资公司引入 AEG 品牌进军高端厨电领域。

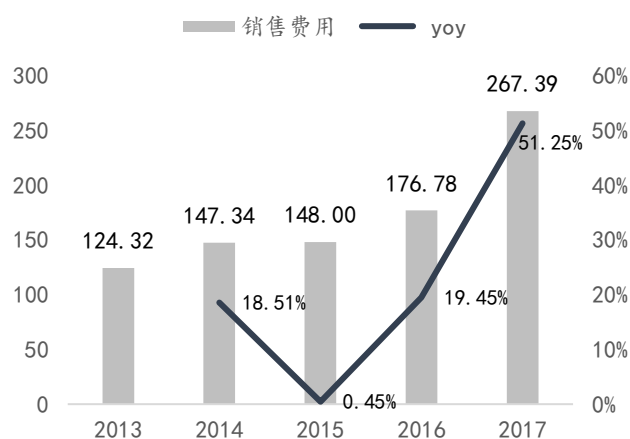
图表31: 公司品牌并购一览

时间	项目	产品定位	交易详细情况	意义
2015/08		工业机器人与服务机器人	与日本安川电机成立两家合资机器人公司,美的分别以现金出资两家合资公司注册资本的 49%及 60.1%	布局机器人产业上游,加速推动美的制造升级与提升工业自动化水平
2016/05		高端生活家电	与 CUCHEN CO.,LTD 共同设立广东美的酷晨生活电器制造有限公司,美的认缴出资 48,414,000 元,持股合资公司 60%股权	技术嫁接制造。借力酷晨在产品创新、工艺技术上的优势,快速打开中国高端小家电市场,共同拓展全球市场。
2016/06		高端市场白电	美的支付约 514 亿日元(约 5 亿美元)收购东芝家电 80.1%的股权	落实全球经营战略。通过与东芝的优势互补与协同,在品牌、技术、渠道及生产制造等方面提升美的的全球影响力与综合竞争实力。
2016/10		高端中央空调	美的以现金支付 98,211 万元取得 Clivet80%股权	提升美的在欧洲及全球市场的中央空调市占率。依托 Clivet 在欧洲中央空调市场的影响力,延展销售渠道,并获得完整的大型中央空调的生产线与技术协同,提升整体价值。
2017/01		工业及服务型机器人、机器人控制系统等	美的以 292 亿元人民币收购库卡集团 94.55%股权	布局机器人下游集成应用。标志着美的成为中国及全球机器人及自动化领域的领军科技企业。
2017/01		编码器、伺服驱动器、多轴运动控制器等	收购以色列知名运动控制厂商 Servotronics	进一步打通机器人产业上下游。充实美的在运动控制和自动化解决方案领域的技术与产品储备,是美的落实“双智战略”(智慧家居、智能制造)协同发展的重要部分。
2017/05		高端厨电	与伊莱克斯共同成立合资公司,引入德国 AEG 高端厨电品牌	结合伊莱克斯的全球品牌优势和美的本土市场能力,开拓中国高端零售市场和以地产项目为代表的商用市场。

数据来源:公司公告, Wind, 东吴证券研究所

销售费用投入不遗余力,品牌地位夯实稳固。13 年整体上市以来公司销售费用连年增长,2013-2017 年复合增速 21.10%,2017 年销售费用率 11.05%,显示出公司在广告费用、营销渠道方面的投入非常重视,这也是在激烈竞争的消费品公司立于不败之地的核心竞争因素之一。

图表 32: 2013-2017 公司销售费用 (单位: 亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 33: 公司全球多品牌战略



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

## 2.6 白电小家电齐发, 主品类市占率龙头地位根深蒂固

营收体量位列家电行业第一, 2017 增速领先。公司收入规模持续扩张, 与可比公司间差距不断扩大。公司 2013-2017 年营业收入在体量巨大的基础上仍保持增长态势, 17 年实现销售收入 2419.19 亿, 同比增长 51.35% 增速领先。

图表 34: 营业收入同行业对比情况 (单位: 亿元)

公司名称	2013		2014		2015		2016		2017	
	营收	yoy	营收	yoy	营收	yoy	营收	yoy	营收	yoy
美的集团	1209.75	17.91%	1416.68	17.11%	1384.41	-2.28%	1590.44	14.88%	2419.19	51.35%
格力电器	1186.28	19.44%	1377.50	16.12%	977.45	-29.04%	1083.03	10.80%	-	-
青岛海尔	864.88	8.30%	887.75	2.65%	897.48	1.10%	1190.66	32.67%	1592.54	33.68%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

家电主品类市占率行业领先。公司 50 年积累下的竞争优势使得公司家电主品类市占率排名均处于行业领先地位。其中空调、洗衣机市占率排名第二地位稳固, 冰箱市占率排名逐年提升至第三水平, 小家电中电饭煲、电磁炉、电压力锅市占率排名稳居行业第一。

图表 35: 美的各品类线下市占率及市占率排名

		2013	2014	2015	2016	2017
空调	市占率 (%)	21.6	24.7	25.2	23.9	24.6
	市占率排名	2	2	2	2	2
冰箱	市占率 (%)	7.3	8.2	9.6	10.5	10.7
	市占率排名	6	4	4	3	3
洗衣机	市占率 (%)	16.8	18.4	21.3	23.0	24.6
	市占率排名	2	2	2	2	2

小家电市占率	电饭煲	42.90%	42.20%	42.30%	42.20%	44.80%
	市占率排名	1	1	1	1	1
	电磁炉	47.40%	47.50%	48.60%	50.0%	52.50%
	市占率排名	1	1	1	1	1
	电压力锅	41.30%	42.10%	42.70%	45.50%	47.70%
	市占率排名	1	1	1	1	1
	电水壶	28.60%	31.70%	32.20%	36.90%	
	市占率排名	1	1	1	1	1
	微波炉	40.80%	45.10%	44.60%	45.70%	45.30%
	市占率排名	2	2	2	2	2
	水设备	36.70%	33.60%	27.90%	-	23.10%
	市占率排名	1	1	1	-	2
	灶具	6.00%	6.70%	7.20%	-	7.00%
	市占率排名	5	4	4	-	4
	油烟机	6.60%	7.80%	8.80%	9.50%	8.50%
	市占率排名	4	4	3	3	4
	吸尘器	10.60%	12.50%	11.30%	-	-
	市占率排名	3	3	3	-	-
	热水器	8.50%	10.80%	12.20%	12.70%	电热水器 9.6% 燃气热水器 11.4%
	市占率排名	3	3	3	3	3

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司空调收入占比逐年下降但相对规模仍最大，冰箱洗衣机小家电收入占比提升，白电收入与格力海尔差距不断缩小。2017 年公司各主品类收入占比：暖通空调 39.61%、消费电器 41.02%、机器人及自动化系统 11.23%，多品类经营战略发展稳健。其中暖通空调收入占比下降，消费电器（冰箱、洗衣机、小家电业务）收入占比有所提升。

图表36：公司分部业务概况（单位：百万元）

	2013	2014	2015	2016	2017
空调					
营业收入	62,177.70	72,704.84	64,491.95	66,780.88	95,352.45
yoy		16.93%	-11.30%	3.55%	38.74%
毛利率	24.50%	26.95%	28.25%	30.56%	29.04%
销售量（万台）	2684	2906	2712	2417	3469
yoy		8.25%	-6.66%	-10.88%	43.53%
行业销量（万台）	11,116.82	11,606.47	10,654.81	10,841.30	14,152.25
yoy	6.67%	4.40%	-8.20%	1.75%	30.54%
产品均价（元/台）	2317	2502	2378	2763	2749
冰箱					
营业收入	8,131.08	9,723.78	11,422.68	14,955.68	19,442.38
yoy		19.59%	17.47%	30.93%	30.00%

毛利率	19.06%	24.08%	23.18%	23.06%	-
销售量 (万台)	661	688	757	892	1006
yoy		4.10%	10.01%	17.85%	12.78%
行业销量 (万台)	7,677.50	7,600.46	7,319.21	7,447.81	7,497.87
yoy	1.41%	-1.00%	-3.70%	1.76%	0.67%
产品均价 (元/台)	1231	1414	1510	1677	2034
洗衣机					
营业收入	8,053.45	9,973.82	12,017.52	16,119.23	21,116.19
yoy		23.85%	20.49%	34.13%	31.00%
毛利率	26.61%	28.52%	28.10%	28.58%	-
销售量 (万台)	889	1022	1236	1472	1681
yoy		14.92%	20.96%	19.13%	14.16%
行业销量 (万台)	5,593.50	5,648.22	5,613.69	5,963.42	6,407.39
yoy	0.47%	0.98%	-0.61%	6.23%	7.44%
产品均价 (元/台)	906	976	972	1095	1256
小家电					
营业收入	27,843.79	32,709.72	35,445.86	43,282.93	58,189.44
yoy		17.48%	8.36%	22.11%	34.44%
毛利率	24.19%	24.74%	25.03%	29.69%	-

数据来源: Wind, 产业在线, 东吴证券研究所

### 2.6.1 空调业务龙头地位坚如磐石

空调产品市占率稳固，毛利率增长稳定。2013 年集团整体上市之初，公司空调业务市占率 21.6%，市占率排名第二。2014 年公司通过推进“精品工程”打造效率驱动下的新成本竞争优势，在家电行业增速整体下滑、空调行业销量增速仅 4.40% 的背景下持续突破，空调销量同增 8.25%，销售额同增 16.93%，呈现量价齐升。2015 年受国内地产景气下行滞后拉动+空调去库存周期影响，公司空调销售量及产品均价出现回落造成营收下滑。通过有效控制生产成本，公司空调业务毛利率仍保持增长态势，且市占率水平进一步提升。2016 年下半年起空调行业强劲反弹，消费升级推动国内家电及暖通空调行业持续增长。公司精准把握行业发展拐点，推动智能化制造，创新产品“智能王”系列空调问世带动空调均价大幅提升，空调业务毛利率突破 30%。2017 年旺季高温+空调渠道补库存持续推进，行业销量强势增长 30.54%，美的空调营收 953.52 亿元同增 38.74% 表现不俗，其中中央空调收入规模 140 亿左右水平，增速近 50%。2013 年至今，公司空调业务市占率稳固，行业龙头地位坚如磐石。



图表37: 空调产品营收对比情况 (单位: 亿元)

美的集团	2013	2014	2015	2016	2017
空调收入	621.78	727.05	644.92	667.81	953.52
yoy	-	16.93%	-11.30%	3.55%	38.74%
空调收入占比	51.40%	51.32%	46.58%	41.99%	39.61%
毛利率	24.50%	26.95%	28.25%	30.56%	29.04%
格力电器	2013	2014	2015	2016	2017
空调收入	1054.88	1187.19	837.18	880.85	-
yoy	18.68%	12.54%	-29.48%	5.22%	-
空调收入占比	88.92%	86.18%	85.65%	81.33%	-
毛利率	34.51%	39.80%	36.00%	38.54%	-
青岛海尔	2013	2014	2015	2016	2017
空调收入	179.25	200.12	162.51	186.76	-
yoy	21.37%	11.64%	-18.79%	14.92%	-
空调收入占比	20.73%	22.54%	18.11%	15.69%	-
毛利率	28.48%	30.36%	28.24%	32.29%	-

数据来源: 公司公告, Wind, 东吴证券研究所

## 2.6.2 借力冰箱市场产品升级趋势, 发力高端市场成长迅速

冰箱业务实现量价齐升, 市占率排名跃升行业第三。近年来冰箱市场消费升级拉动产品结构向高端化升级, 对 8090 后的新兴消费群体来说, 冰箱早已不是一个简单的制冷设备, 消费者对冰箱的外观和健康功能提出了更高要求, 近年来三门、多门及对开门冰箱合计零售量比重不断提高, 冰箱更新换代需求超过新增需求。公司专注消费升级趋势下的用户研究, 产品率先发力高端市场, 相继推出一系列满足不同消费者需求的明星产品, 2017 年公司冰箱销量突破千台, 线下市占率由 13 年的 7.3% 提升至 17 年的 10.7%, 市占率排名由行业第六位跃升至第三位, 未来市占率进一步提升值得期待。

图表38: 冰箱产品营收对比情况 (单位: 亿元)

美的集团	2013	2014	2015	2016	2017
冰箱收入	81.31	97.24	114.23	149.56	194.42
yoy	-	19.59%	17.47%	30.93%	30.00%
冰箱收入占比	6.72%	6.86%	8.25%	9.40%	8.08%
毛利率	19.06%	24.08%	23.18%	23.06%	-
青岛海尔	2013	2014	2015	2016	2017
冰箱收入	253.30	246.68	275.89	362.55	-
yoy	0.64%	-2.61%	11.84%	31.41%	-
冰箱收入占比	29.29%	27.79%	30.74%	30.45%	-
毛利率	29.95%	32.09%	32.54%	33.08%	-

数据来源: 公司公告, Wind, 东吴证券研究所

### 2.6.3 洗衣机产品创新发力，市占率突破可期

洗衣机业务增速远超行业整体水平。2014、2015 年洗衣机行业整体增长乏力，在行业景气下行的不利背景下，公司锲而不舍进行创新研发，15 年与迪士尼公司合作推出定制版儿童洗衣机，洗衣机销量同比增长突破 20%。16、17 年洗衣机销量增速超行业销量增速 12.9、6.7pct，远超行业平均水平。2013 年以来公司洗衣机产品市占率持续提升，市占率排名稳居行业第二。

图表39：洗衣机产品营收情况对比（单位：亿元）

美的集团	2013	2014	2015	2016	2017
洗衣机收入	80.53	99.74	120.18	161.19	211.16
yoy	-	23.85%	20.49%	34.13%	31.00%
洗衣机收入占比	6.66%	7.04%	8.68%	10.14%	8.77%
毛利率	26.61%	28.52%	28.10%	28.58%	-
销量（万台）	889	1022	1236	1472	1681
yoy		14.92%	20.96%	19.13%	14.18%
行业销量（万台）	5594	5648	5614	5963	6407
yoy		0.98%	-0.61%	6.23%	7.44%
青岛海尔	2013	2014	2015	2016	2017
洗衣机收入	141.78	152.73	174.70	234.80	-
yoy	6.82%	7.72%	14.38%	34.40%	-
洗衣机收入占比	16.39%	17.20%	19.47%	19.72%	-
毛利率	29.14%	33.16%	34.33%	34.64%	-

数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

### 2.6.4 小家电领域持续挖掘用户痛点，多品类龙头地位难以撼动

公司小家电业务营收实现较快增长，毛利率持续攀升。2016 年公司小家电业务营收同增 22.11%，毛利率提高至 29.69%；根据我们的测算，公司 2017 年小家电业务营收同增超 30%。公司近年大力发展智能小家电业务，深挖用户痛点，2014 年起推出美的智能整体厨房，将传统油烟机、微波炉、安全灶等小家电赋予智能力量，布局新业务成长空间。公司电饭煲、电磁炉、电压力锅自 2013 年起市占率第一位置稳固，其中电磁炉产品市占率 2017 年突破 50%，灶具内销实现翻倍增长，洗碗机销售额同比增长超 300%，细分行业龙头地位难以撼动。

图表40：小家电产品营收对比情况（单位：亿元）

美的集团	2013	2014	2015	2016	2017
小家电收入	278.44	327.10	354.46	432.83	581.89
yoy	-	17.48%	8.36%	22.11%	34.44%
小家电收入占比	23.02%	23.09%	25.60%	27.21%	24.17%
毛利率	24.19%	24.74%	25.03%	29.69%	
青岛海尔	2013	2014	2015	2016	2017

小家电收入	60.26	64.39	66.21	190.14	-
yoy	-2.37%	6.85%	2.83%	187.18%	-
小家电收入占比	6.97%	7.25%	7.38%	15.97%	-
毛利率	34.23%	42.28%	43.65%	41.16%	-

数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

公司控费能力强大，渠道扁平化助力销售费用率保持低位。2013 年以来公司期间费用率稳定且优势明显，其中销售费用率持续保持可比公司中最低位，主要原因为公司线下庞大经销商体系已渗透全国，线上电销售近年发展迅猛，线上线下融合的 O2O 模式有效降低了公司的销售费用。

图表41：可比公司期间费用率情况（单位：%）

公司名称	2013	2014	2015	2016	2017
<b>美的集团</b>					
销售费用率	10.25	10.35	10.62	11.06	11.05
管理费用率	5.55	5.27	5.34	6.02	6.11
财务费用率	0.47	0.18	0.10	-0.63	0.34
期间费用率	16.27	15.80	16.06	16.45	17.50
<b>格力电器</b>					
销售费用率	18.75	20.63	15.42	14.96	-
管理费用率	4.24	3.44	5.02	4.98	-
财务费用率	-0.11	-0.67	-1.92	-4.40	-
期间费用率	23.15	23.79	19.06	15.81	-
<b>青岛海尔</b>					
销售费用率	18.16	19.53	21.34	25.50	-
管理费用率	11.92	13.04	14.60	17.85	-
财务费用率	6.29	6.75	7.30	7.04	-
期间费用率	-0.05	-0.26	-0.55	0.61	-
期间费用率	18.16	19.53	21.34	25.50	-

数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

归母净利润增速明显，净利率水平温和增长。公司归母净利润 2013-2017 复合增长率 34.27% 增长明显，盈利能力持续提升。2013-2016 公司净利率持续提高，16 年净利率水平达 9.19%，17 年受 KUKA 并表影响净利率出现小幅下降。

图表42：可比公司净利率及归母净利润情况（单位：亿元）

公司名称	2013		2014		2015		2016		2017	
	归母净 利润	净利率	归母净 利润	净利率	归母净 利润	净利率	归母净 利润	净利率	归母净 利润	净利率
美的集团	53.17	4.38%	105.02	7.38%	127.07	9.12%	146.84	9.19%	172.84	7.14%
格力电器	108.71	9.06%	141.55	10.11%	125.32	12.46%	154.21	14.00%	-	-
青岛海尔	41.68	4.82%	49.92	5.62%	43.01	4.79%	50.37	4.23%	69.26	4.35%

数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

可比公司最高水平存货周转率及应收账款周转率，高质量经营性现金流。公司采用“T+3”产销模式以销定产、快速分销，有效降低库存水平，2013-2016 公司存货周转率持续提高，17 年受并表公司影响存货周转率略有下滑。此外，公司应收款项周转率近年来持续提升且为可比公司最高水平，资产流动性强；经营性现金流稳定充足，经营性现金流与净利润的比例大于 1 显示出公司高效的营运能力。

图表43: 可比公司存货周转率及应收款项（应收账款+应收票据）周转率情况

公司名称		2013	2014	2015	2016	2017
美的集团	存货周转率	6.50	6.99	8.06	8.87	8.01
	应收款项周转率	5.47	5.86	5.61	7.24	9.82
格力电器	存货周转率	5.30	8.10	7.31	7.88	-
	应收款项周转率	2.86	2.76	2.84	4.35	-
青岛海尔	存货周转率	9.25	8.92	8.02	6.90	-
	应收款项周转率	4.91	4.25	4.43	5.31	-

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图表44: 可比公司经营性现金流情况（单位: 亿元）

公司名称		2013	2014	2015	2016	2017
美的集团		100.54	247.89	267.64	266.95	244.43
	yoy		146.56%	7.97%	-0.26%	-8.44%
	/净利润	1.21	2.13	1.96	1.68	1.31
格力电器		129.7	189.39	443.78	148.6	-
	yoy		46.02%	134.32%	-66.51%	
	/净利润	1.19	1.33	3.52	0.96	-
青岛海尔		65.1	70.07	55.8	80.55	-
	yoy		7.63%	-20.37%	44.35%	
	/净利润	1.17	1.05	0.94	1.2	-

数据来源: 公司公告, Wind, 东吴证券研究所

公司净资产收益率 2014 年起稳定在 25%以上高水平。受毛利率牵制，公司净利润率低于可比公司格力，17 年受低毛利率 KUKA 并表影响净利率下滑 2.05pct。公司货币资金 2015 年同增 91.23%，2016 年同增 44.97%，大量货币资金闲置引发公司总资产周转率下降，低于可比公司海尔，2017 年有所回升。同时，2014 年起公司去杠杆进程加快，权益乘数低于可比公司格力与海尔，17 年借款融资收购 KUKA 原因权益乘数提升。公司净资产收益率自 2014 年起稳定在 25%以上高水平，盈利能力突出。

图表45: 可比公司净资产收益率杜邦分析

美的集团	2013	2014	2015	2016	2017
净利润率	4.38%	7.38%	9.12%	9.19%	7.14%
资产周转率	1.31	1.31	1.12	1.07	1.16
权益乘数	3.92	3.00	2.81	2.71	3.10
ROE(%)	22.55	29.04	28.66	26.62	25.63
格力电器	2013	2014	2015	2016	2017

净利率	9.06%	10.11%	12.46%	14.01%	-
资产周转率	1.00	0.97	0.63	0.64	-
权益乘数	3.93	3.68	3.47	3.39	-
ROE(%)	35.45	35.96	27.34	30.42	-
<b>青岛海尔</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
净利率	4.82%	5.62%	4.79%	4.23%	-
资产周转率	1.56	1.31	1.19	1.15	-
权益乘数	4.33	3.75	3.39	4.22	-
ROE(%)	32.57	27.50	19.31	20.53	-

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

### 3 智能制造+工业机器人, 智能家居+服务机器人, 开辟第二跑道

美的在机器人领域早有布局。美的在机器人领域的布局由来已久, 生产机器人领域, 公司在 2003 年首次在生产线上引入机器人, 2014 年底公司生产线投入运行的机器人已经超过 800 台; 服务机器人领域 2013 年进入扫地机器人行业。

图表46: 公司前期机器人布局



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

美的于 2015 年发布其机器人产业布局战略, 即首先, 以“智能制造+工业机器人”全面提升美的智能制造水平, 第二, 以“智能家居+服务机器人”推动美的智能家居快速发展及生态构建。随后的无论是和安川电机的合作还是收购 KUKA, 我们均看到美的在机器人领域内的迅速成长。

图表47: 公司机器人战略布局

•全面提升美的智能制造水平, 布局千亿市场, 并以工业机器人带动伺服电机等核心部件、系统集成业务的快速发展, 进一步拓展美的 B2B 的产业空间

智能制造+工业机器人



•推动美的智慧家居的快速发展与生态构建, 并以服务机器人带动传感器、人工智能、智慧家居业务的延伸, 打造美的智慧家居集成系统化、生态链能力。

智能家居+服务机器人



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

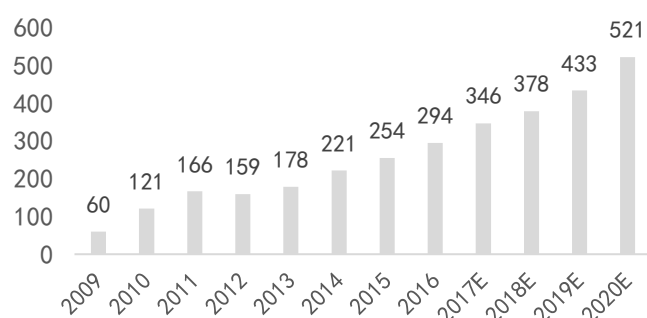


### 3.1 收购 KUKA 布局工业机器人，打开智能制造第二增长极

#### 3.1.1 工业机器人东风起，中国市场增长迅速

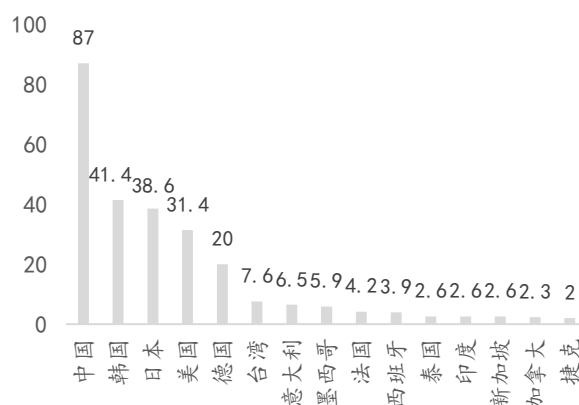
工业机器人全球范围复合增速 22%，中国是全球最大市场。在老龄化、人均工资高增长背景下制造过程机器人自动化已经成为全球发展趋势，根据 IFR 统计全球工业机器人供应量从 2009 年的 6 万台增至 2016 年 29.4 万台，此数字到 2020 年预计达到 52.1 万台，2009-2020 年复合增速高达 22%。全球市场中中国系供应量最大国家，2016 年供应量达到 8.7 万台，占全球市场份额高达 29.59%。

图表48: 2009-2020 年全球工业机器人供应量预测(单位: 千台)



数据来源: IFR World Robotics 2017, 东吴证券研究所

图表49: 2016 年全球工业机器人前 15 大市场供给量 (千台)



数据来源: IFR World Robotics 2017, 东吴证券研究所

老牌工业强国增长稳健，新兴国家增长迅速空间巨大，KUKA 切入全球高增长区域。2016 年全球前五大工业机器人市场为中国、韩国、日本、美国和德国，前五大占比全球 74% 份额。2016 年全球工业机器人使用密度 74 台/万人，其中中国仅为 68 台/万人，老牌工业化国家德国、韩国分别为 309 台/万人，631 台/万人，不同的普及率为各国市场带来不同的发展空间。根据 IFR 数据，传统工业强国日、法、德、韩预计 2018-2020 年出货量保持中个位数增长，美国、英国为 15%、10% 增长。作为体量最大的中国市场，预计 18-20 年出货量复合增速 22%，是全球市场中绝对的增长引擎。美的此番收购 KUKA 后也将加大力度提升 KUKA 在中国的市占率水平。

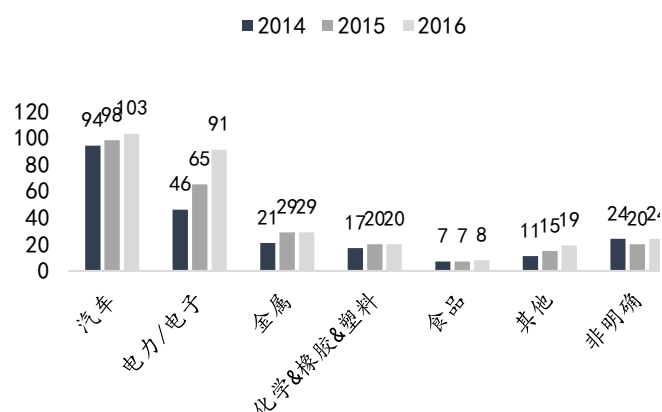
图表50: 部分国家多用途工业机器人出货量 (单位: 台)

国家	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2017/ 2016	CAGR2018-2020
<b>美洲</b>	<b>38,134</b>	<b>41,295</b>	<b>48,000</b>	<b>50,900</b>	<b>58,200</b>	<b>73,300</b>	<b>16%</b>	<b>15%</b>
北美	36,444	39,671	46,000	48,500	55,000	69,000	16%	14%
—美国	27,504	31,404	36,000	38,000	45,000	55,000	15%	15%
—加拿大	3,473	2,334	3,500	4,500	3,000	5,000	50%	13%
—墨西哥	5,466	5,933	6,500	6,000	7,000	9,000	10%	11%
巴西	1,407	1,207	1,500	1,800	2,500	3,500	24%	33%
其他南美国家	283	417	500	600	700	800	20%	17%
<b>亚洲/澳洲</b>	<b>160,558</b>	<b>190,542</b>	<b>230,300</b>	<b>256,550</b>	<b>296,000</b>	<b>35,4400</b>	<b>21%</b>	<b>15%</b>
<b>中国</b>	<b>68,556</b>	<b>87,000</b>	<b>115,000</b>	<b>140,000</b>	<b>170,000</b>	<b>210,000</b>	<b>32%</b>	<b>22%</b>
印度	2,065	2,627	3,000	3,500	5,000	6,000	14%	26%
日本	35,023	38,586	42,000	44,000	45,000	48,000	9%	5%
韩国	38,285	41,373	43,500	42,000	44,000	50,000	5%	5%
台湾地区	7,200	7,679	9,000	9,500	12,000	14,000	17%	16%
泰国	2,556	2,646	3,000	3,500	4,000	5,000	13%	19%
其他亚洲/澳洲国家	6,873	10,741	14,800	14,050	16,000	21,400	38%	13%
<b>欧洲</b>	<b>50,073</b>	<b>56,043</b>	<b>61,200</b>	<b>63,950</b>	<b>70,750</b>	<b>82,600</b>	<b>9%</b>	<b>11%</b>
中东欧	6,136	7,758	9,900	11,750	13,900	17,500	28%	21%
法国	3,045	4,232	4,700	4,500	5,000	6,000	11%	8%
德国	19,945	20,039	21,000	21,500	23,500	25,000	5%	6%
意大利	6,657	6,465	7,100	7,000	7,500	8,500	10%	6%
西班牙	3,766	3,919	4,300	4,600	5,100	2,500	10%	15%
英国	1,645	1,787	1,900	2,000	2,300	16,600	6%	10%
其他欧洲国家	8,879	11,843	12,300	12,600	13,450	1,200	4%	11%
<b>非洲</b>	<b>348</b>	<b>879</b>	<b>800</b>	<b>850</b>	<b>950</b>	<b>9,400</b>	<b>-9%</b>	<b>14%</b>
非特定国家	4,635	5,553	6,500	7,000	8,000		17%	13%
<b>总计</b>	<b>253,748</b>	<b>294,312</b>	<b>346,800</b>	<b>379,250</b>	<b>433,900</b>	<b>520,900</b>	<b>18%</b>	<b>15%</b>

数据来源: IFR World Robotics 2017, 东吴证券研究所

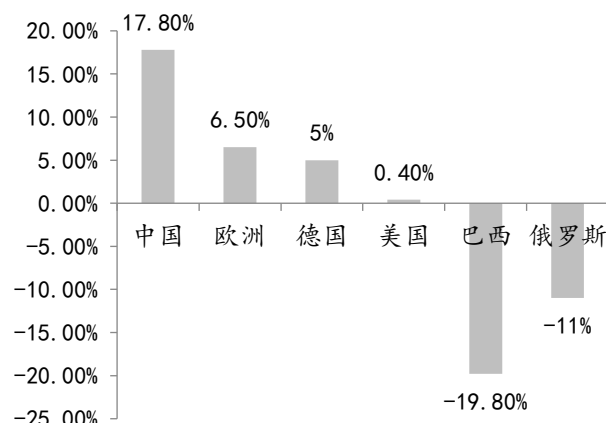
汽车、电子行业工业机器人普及率高,与中国目前的产业结构高度匹配。从行业分布来看,汽车、电子、金属、化工&橡胶&塑料行业是工业机器人应用量最高的行业,而此类行业与中国在全的制造业分布高度匹配(2016年我国汽车行业销售额增速17.8%领先全球),我们认为产业配套度将大大加速中国工业机器人产业渗透。

图表51: 2014-2016 年全球分行业工业机器人供应量  
(单位: 千台)



数据来源: IFR World Robotics 2017, 东吴证券研究所

图表52: 2016 年全球主要经济体汽车销售额增速

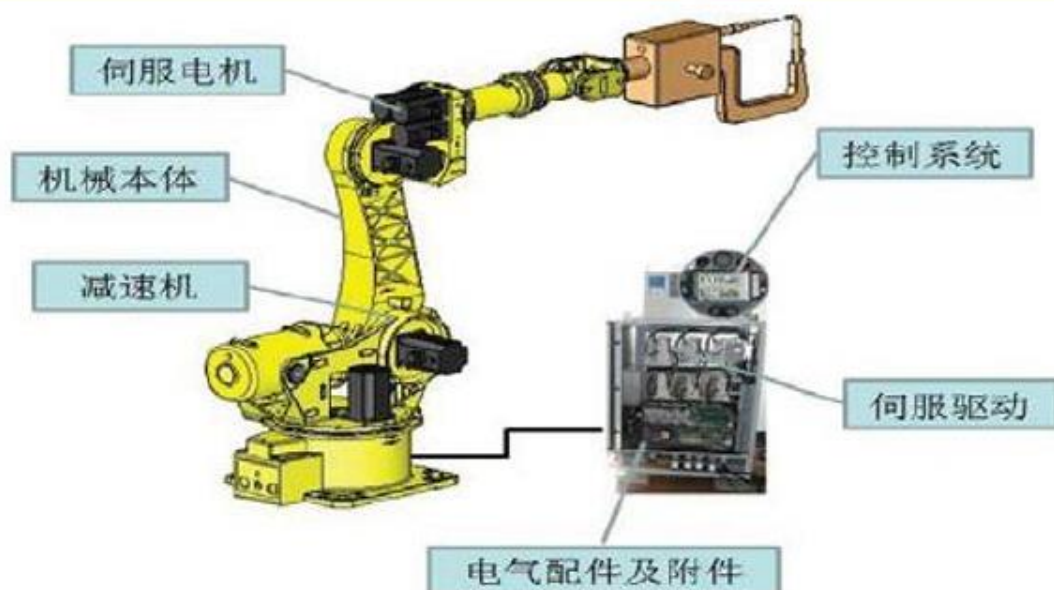


数据来源: KUKA 年报, 东吴证券研究所

### 3.1.2 机器人四大家各有所长, 瓜分中国 57%市场份额

核心零部件、本体生产商和系统集成商构成机器人产业链上、中下游。核心零部件包括减速器、伺服电机和控制器; 本体生产商负责机器人底座、手臂、关节、支柱等部件与核心零部件的加工组装; 系统集成商承担机器人安装中的软件开发。核心零部件是工业机器人产业的核心壁垒, 根据中为咨询数据, 工业机器人的总体成本中, 减速器占比 36%, 伺服系统占比 24%, 本体占比 22%, 控制器占比 12%, 其他占比 6%, 三大核心零部件占比成本超 70%, 机器人四大家族在上述三大核心零部件上均有其竞争优势。





图表53: 工业机器人结构示意图



数据来源: 中为咨询, 东吴证券研究所

**机器人四大家族各有所长。**全球工业机器人市场的竞争格局来看，瑞士的 ABB、德国的 KUKA、日本的发那科（FANUC）、安川电机（Yaskawa）四大家族为全球主要的工业机器人供应商。四大家族在各个技术领域内各有所长，ABB 的核心领域在于控制系统，KUKA 在于系统集成+本体，发那科在于数控系统，安川在于伺服+运动控制器。

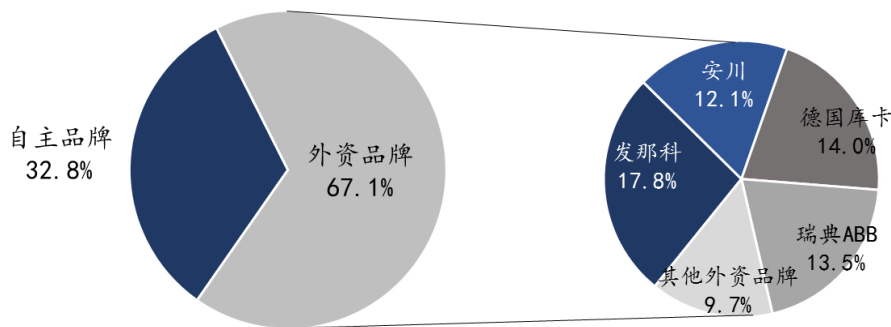
图表54：机器人四大家族对比

公司	产品示例	核心技术及特点
<b>ABB</b> 成立于 1988 年		<ul style="list-style-type: none"> <li>● <b>核心技术是运动控制系统</b>（机器人行业的最大难点，掌握了运动控制技术的 ABB 可以轻易实现循径精度、运动速度、周期时间、可程序设计等机器人的性能，大幅度提高生产的质量、效率以及可靠性。）</li> <li>● 1974 年开发出第一台全电力驱动的工业机器人 IRB 6</li> <li>● 定价偏高</li> </ul>
<b>KUKA</b> 成立于 1898 年		<ul style="list-style-type: none"> <li>● 主要客户为汽车大厂，可用于物料搬运、加工、点焊和弧焊，涉及到自动化、金属加工、食品和塑料等产业。</li> <li>● 1973 年研发了世界首个电机驱动的六轴机器人</li> <li>● 二次开发优秀，上手操作简单</li> <li>● 负重机器人领域卓越，400kg-600kg 中销量最高</li> </ul>
<b>发那科</b> <b>(FANUC)</b> 成立于 1956 年		<ul style="list-style-type: none"> <li>● 全球市占率第一的数控系统生产商（发那科关于数控系统的研究可以追溯到 1956 年）</li> <li>● 1974 年首台工业机器人问世，是第一个由机器人来做机器人的公司</li> </ul>
<b>安川电机</b> <b>(YASKAWA)</b> 成立于 1915 年		<ul style="list-style-type: none"> <li>● 主要生产伺服和运动控制器，安川的 AC 伺服和变频器市场份额稳居世界第一</li> <li>● 负载大，稳定性高</li> <li>● 1977 年开发出日本首台全电气式产业用机器人 MOTOMAN</li> <li>● 批量化路线，价格优势明显性价比突出</li> </ul>

数据来源：工业机器人之家，公司官网，东吴证券研究所

**四大家族瓜分中国 57% 市场份额，高端应用领域寡头竞争格局基本确立。**从中国市场的竞争格局来看，四大家族市场竞争优势突出，2016 年我国工业机器人市场 67.1% 份额为外资品牌，其中四大家族占比超过 57%，自主品牌目前市场份额有待提升。在高端工业机器人领域，六轴以上多关节机器人四大家族份额 95%，下游高端应用集中的汽车行业四大家族份额在 90%，焊接领域在 84%，高端领域寡头竞争格局基本确立。

图表55： 2016 年中国工业机器人市场竞争格局



数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

3.1.3 收购 KUKA 主业协同+外延增长，2024 年预计产能增至 10 万台，第二增长极确立

**KUKA：历史悠久的工业机器人领域巨头。**KUKA 创立于 1889 年，创立之初专注于室内及城市照明，1966 年成为欧洲市政车辆的市场领导者，1973 年开发了第一台电动机驱动的 6 轴工业机器人 FAMULUS，公司 1980 年于法兰克福证券交易所上市。目前库卡集团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。库卡集团的客户主要分布于汽车工业领域，并覆盖物流、医疗、能源等多个领域。2017 年公司实现营业收入 272.1 亿人民币，同比增长 18%，净利润 6.9 亿，同比增长 1.8%。

公司于 2017 年 1 月 6 日以 270 亿现金收购对价完成对 KUKA 约 81.04% 股权收购(以 KUKA 股权作为抵押借款 289.2 亿，长期借款年利率区间为 0.4%-6%)，此次收购前持有 KUKA 13.51% 的股权(该 13.51% 股权于购买日公允价值为 35.41 亿，参照购买日 KUKA 股票市价厘定)，美的合计持有 KUKA 约 94.55% 股权，2017 年开始 KUKA 纳入合并报表，本次收购对应 KUKA 17 年净利润 44X。

图表56： KUKA 的收购与并表情况（亿元）

KUKA 集团	
合并成本：	
现金对价	270.02
原持 13.51%股权于购买日的公允价值	35.41
未来支付对价	不适用
合并成本合计	305.43
KUKA2017FY 净利润	6.9
收购对应 PE	44X
取得的可辨认净资产公允价值份额	98.44
商誉	206.98

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**公告与 KUKA 集团设立合资公司，2024 年总产能将达到 10 万台。**公司近期公告 KUKA 将其在中国一般工业业务与瑞仕格（属于库卡下属子公司，该公司为医院、仓库



和配送中心实施先进的自动化解决方案)中国区业务合并,并与美的集团设立合资公司承接上述业务,合资公司双方股东将各自持有 50% 的股份,合资公司的设立,将进一步推动库卡业务在中国市场的渗透与扩大。同时,中国顺德科技园将新建生产基地,进行新产品开发,直到 2024 年机器人产能达到每年 75,000 台,加上现有产能,中国每年的机器人产能总数将达到 100,000 台。

四大家族中 KUKA 收入体量位于中游,近年来增速稳健。从收入体量看,ABB 作为行业老大 17FY 机器人业务收入 527.7 亿,同比增长 6.3%,KUKA2017 年收入位列行业第三,其中机器人、系统集成和瑞仕格三块业务分别增长 21%、13%、29%,机器人业务增速明显高于行业可比公司。且 2013-2017 年 KUKA 收入复合增速为 18%,而体量相当的安川、发那科为 6%、2%,KUKA 整体表现出优于行业的稳健增长。

图表57: 四大家族收入拆分对比 (亿元人民币)

	2013FY	2014FY	2015FY	2016FY	2017FY	2018Q3	备注
<b>安川</b>							
营业总收入	184.8	216.5	238.3	244.9	235.1	202.3	
yoy		17.1%	10.1%	2.8%	-4.0%	19.4%	
其中: 运动控制	85.9	96.7	112.0	111.7	102.4	97.7	包括: 交流伺服和控制
yoy		12.5%	15.9%	-0.3%	-8.3%	21.8%	器, 交流驱动器
机器人	65.6	73.0	80.9	91.7	83.4	71.8	包括: 工业机器人, 生
yoy		11.2%	10.9%	13.3%	-9.1%	18.1%	物医学应用机器人
系统工程	22.2	21.0	24.4	25.6	35.3	24.3	包括: 工厂电气设备、
yoy		-5.2%	16.0%	5.1%	37.9%	31.0%	中压交流驱动器等
其他	-	-	-	-	-	8.6	
yoy						-13.9%	
<b>发那科</b>							
营业总收入	296.7	268.5	434.5	371.2	319.7	319.1	
yoy	-7.4%	-9.5%	61.8%	-14.6%	-13.9%	37.3%	
其中: 工业自动化	119.2	132.6	123.0	101.3	104.2	-	包括: 数控机床, 伺服
yoy	-25.2%	11.3%	-7.2%	-17.6%	2.8%	-	电动机, 激光器等
机器人	70.9	87.4	93.2	112.1	113.2	-	包括: 协作机器人(辅助人工
yoy						-	作)、超重型附在机器人, 踏
拳道机器人(医疗、食品等	3.8%	23.3%	6.6%	20.3%	0.9%	-	行业)
机器人机床	106.7	48.5	173.6	109.0	55.9	-	包括: 小型立式加工中心、
yoy	14.7%	-54.5%	257.8%	-37.2%	-48.7%	-	注塑机、线切割加工机, 高
服务	-	-	44.8	48.8	46.4	-	精度精密加工机。
yoy				9.0%	-4.8%	-	
<b>KUKA</b>							
营业总收入	138.5	163.5	231.4	230.1	271.4	-	
yoy	2.0%	18.1%	41.5%	-0.6%	18.0%		
其中: 机器人	58.8	65.1	71.0	77.5	93.7	-	包括: Robocaster 机器
yoy	1.5%	10.7%	9.0%	9.2%	20.8%	-	人, 运动控制和医疗用
系统集成	81.6	100.3	114.8	108.9	123.2	-	机器人重型机器人等。
						-	包括: 设计和建立涵盖



瑞仕格				48.4	46.3	59.6
	yoy				-4.4%	28.7%
新增订单金额	147.4	146.8	173.9	221.5	267.0	282.0
	yoy				20.6%	5.6%
订单出货比	108.6%	106.1%	106.4%	95.7%	116.1%	103.9%
其中：机器人	62.7	61.9	62.8	69.5	85.0	95.4
	yoy				22.2%	12.4%
其中：汽车行业	28.9	24.8	25.6	26.5	34.5	33.3
	yoy				30.3%	-3.6%
其他行业	23.0	25.8	24.6	29.2	34.7	44.6
	yoy				18.8%	28.6%
服务订单	10.7	11.3	12.7	13.8	15.7	17.5
	yoy				13.8%	11.4%
系统集成	86.7	86.7	113.6	111.4	128.3	119.4
					15.2%	-7.0%
瑞仕格				43.05	57.94	72.26
	yoy				34.6%	24.7%
未交付订单	71.0	77.4	132.8	127.9	159.9	169.5
	yoy				25.0%	6.1%
其中：机器人	19.4	21.9	18.8	18.2	24.7	25.8
	yoy				35.4%	4.8%
系统集成	52.0	55.7	74.5	72.0	88.9	83.7
	yoy				23.4%	-5.8%
瑞仕格				38.3	48.7	59.9
	yoy				27.2%	23.0%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**KUKA 毛利率位列行业底部，2017FY 受多重因素影响有所下滑，FY18 有望得到恢复性提升。**2017FY 四大家族中发那科毛利率仍位于行业领先地位但近年来下降趋势较为明显。一直以来 KUKA 毛利率水平位于行业底部，主要原因在于：第一，系统集成业务占比收入高于可比公司，此部分由于人工成本更重，2016FY 之前毛利率均为 17%，拖累整体毛利率水平（KUKA 2017FY 机器人业务毛利率 35%）；第二，从客户结构来看，汽车行业订单占其订单金额总体比重较大，这部分客户由于体量较大毛利率偏低。

从美的合并报表看，机器人业务 17 年毛利率仅为 14.5% 较低水平，主要原因在于：第一美的报表端将收购 KUKA 摊销费用 24 亿计入该分部成本，影响毛利水平；第二 KUKA 本身报表毛利率从 26% 下滑至 21.7%，主要原因在于其系统集成业务出现产能瓶颈，延期交货当期确认成本较多；同时公司选择 17 年对其德国基地产能进行优化投入 4000 万欧元成本拖累短期毛利水平。18 年我们认为 KUKA18 年摊销费用预计 5 亿+同比下降较大，系统集成业务产能瓶颈突破成本预计计提减少，叠加 KUKA 机器人业务客户行业结构优化，毛利率有望得到恢复提升。

图表59: 机器人四大家族毛利率对比

	2012FY	2013FY	2014FY	2015FY	2016FY	2017FY	2018FYQ3
KUKA	-	24.7%	25.1%	23.2%	26.0%	21.7%	-
其中: 机器人			36%	38%	37%	35%	
系统集成			17%	17%	17%	10%	
瑞仕格				26%	27%	24%	
安川	-	26.5%	29.7%	31.7%	32.6%	31.4%	34.2%
发那科	51.3%	48.1%	49.6%	51.9%	47.6%	43.5%	44.8%
ABB	-	-	-	28.6%	28.8%	29.9%	-

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

发那科控费能力最强, KUKA 规模效应开始显现。从期间费用率来看, 发那科 2017FY 仅为 15%, 为行业最优(此处由于收入结构不同不把 ABB 加入对比)。KUKA 2017 财年销售费用率、管理费用率分别下滑 0.3pct、1.6pct, 规模效应开始显现, 2017 年 KUKA **销售费用总量增长**主要源于公司增加各领域销售人员, 17 年总计 1690 名销售人员增长 9.8%, 同时加大 CRM 系统投入; **管理费用下滑**, 主要系 16 年由于美的收购所产生的一次性费用 2800 万欧元本期不产生所致(咨询费、管理人员激励计划费用), 排除掉此类费用影响管理费用率 6.7%, 主要系公司在 Augsburg 基地建立内部标准化 IT 系统降低管理开支。**公司研发费用总量 10 亿元与 16 年基本持平, 主要的研发投入均在引领性行业:** 第一, 工业 4.0 方面, 工业 4.0IT 系统搭建, 人机交互项目持续推进, 云技术和物联网技术投资; 第二, 对现有机器人系列的持续优化, 新产品 KR AGILUS 小型机器人系列面世; 第三, 瑞仕格主要在医疗服务领域持续投入, 升级现有的企业端软件系统, 仓储物流领域加大投入自动打包技术和自导航运输工具, 集团 17 年拥有 1027 名研发人员(16 年 885 名)。

图表60: 机器人四大家族费用率对比

	2012FY	2013FY	2014FY	2015FY	2016FY	2017FY	2018Q3
安川							
销售及管理费用	-	41.1	49.1	56.8	58.0	55.7	44.4
销售及管理费用率		22.2%	22.7%	23.8%	23.7%	23.7%	22.0%
发那科							
销售及管理费用	32.5	32.7	35.5	48.3	48.2	47.8	42.3
销售及管理费用率	10.1%	11.0%	13.2%	11.1%	13.0%	15.0%	13.3%
KUKA							
销售费用	-	10.2	12.6	19.6	21.0	24.0	-
销售费用率		7.3%	7.7%	8.5%	9.1%	8.8%	-
管理费用	-	8.6	10.4	16.7	17.8	16.5	-
管理费用率		6.2%	6.4%	7.2%	7.7%	6.1%	-
研发费用		4.7	6.1	8.2	9.9	10.1	-
研发费用率		3.4%	3.7%	3.6%	4.3%	3.7%	-
销售+管理+研发费用率		16.9%	17.8%	19.2%	21.1%	18.6%	-

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

净利率位列行业底部, 未来弹性可期。受毛利率较低+费用投入较大影响, KUKA 目前的净利率水平 2.5%位于可比公司底部, 未来伴随毛利企稳回升+费用规模效应显现,

中国合资公司建立后国内高新企业所得税明显低于其母公司 30%左右水平，净利率弹性空间可期。

图表61：机器人四大家族净利率对比

	2012FY	2013FY	2014FY	2015FY	2016FY	2017FY	2018FYQ3
安川	归母净利润	4.0	10.1	14.8	13.3	12.1	17.7
	yoy		1.5	46.3%	-9.9%	-8.8%	101.4%
	净利率	2.2%	4.7%	6.2%	5.4%	5.2%	8.7%
发那科	归母净利润	82.7	71.7	66.0	123.6	95.1	76.0
	yoy	15.5%	-13.2%	-7.9%	87.1%	-23.1%	-20.0%
	净利率	25.8%	24.2%	24.6%	28.4%	25.6%	23.8%
KUKA	归母净利润	4.6	5.3	6.8	6.8	6.9	-
	yoy		16.8%	27.5%	-0.2%	1.8%	-
	净利率	3.3%	3.2%	2.9%	2.9%	2.5%	-
ABB	归母净利润			121.4	119.3	139.0	-
	yoy			-25.5%	-1.8%	16.5%	-
	净利率			5.4%	5.6%	6.4%	-

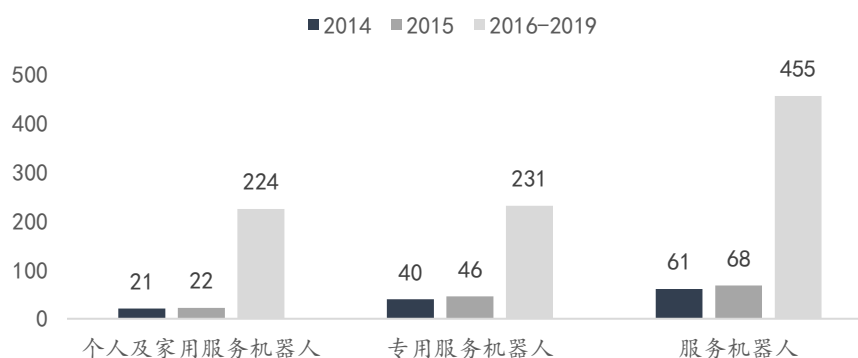
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 3.2 前瞻布局服务机器人领域，智能家居扬帆起航

### 3.2.1 人工智能新蓝海，服务机器人市场迎来爆发前夜

智能家电市场需求旺盛，渗透率提升空间可期。近年来随人工智能、移动互联等技术的飞速发展，家用服务机器人已悄然进入千家万户。据中国产业信息网统计，全球个人及家用服务机器人 2015 年销售额约 22 亿美元，2016 年-2019 年全球服务机器人销售总额将达 455 亿美元，其中个人及家用服务机器人销售总额预计可达 224 亿美元。据中怡康预测，2020 年智能家电产品的渗透率将进一步提升，白电、厨电、生活电器等智能家电的占比将分别达到 45%、25%和 28%，未来五年市场需求额将达 1.5 万亿元。据奥维咨询的数据预测，2020 年智能家电整体产值将破万亿，2015 年至 2020 年智能洗衣机、空调和冰箱将出现爆发式增长，市场渗透率分别从 15%增至 45%、10%增至 55%、6%增至 38%。其中智能硬件的产值将超过 6,000 亿元。

图表62：2014-2019 全球服务机器人市场规模(单位：亿美元)

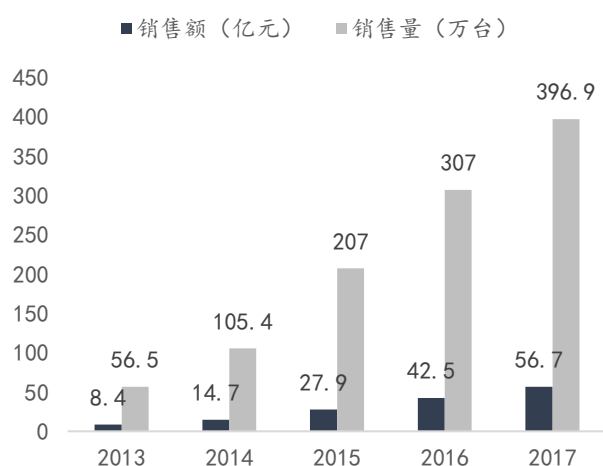


数据来源：中国产业信息网，东吴证券研究所



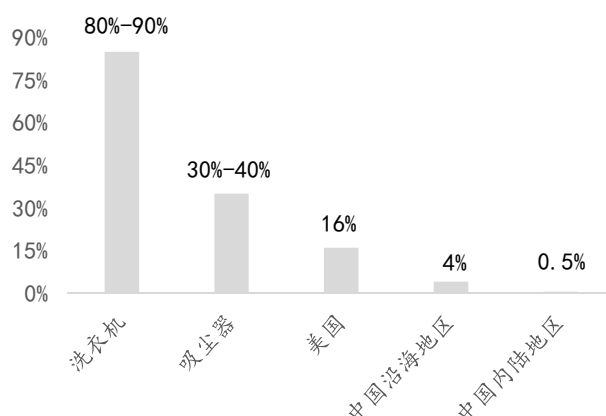
**国内扫地机器人市场崛起，消费升级拉动服务机器人刚性需求。**近年国内扫地机器人销量在家用服务机器人销量中占主要份额，成为目前家务机器人中的主导品类。据中国产业信息网统计，2013 年我国扫地机器人销售量 56.53 万台，2016 年增长至 306.96 万台，销售量复合年度增速 75.77%，2017 年销量预计可达 400 万台。2013 年我国扫地机器人销售额 8.38 亿元，2016 年达 42.50 亿元，销售额复合年度增速 71.81%，2017 年销售额预计可达 56.71 亿元。与我国目前家用吸尘器 30%-40% 的渗透率及美国扫地机器人 16% 的渗透率相比，我国扫地机器人渗透率提升空间广阔。我们认为受消费升级和我国人口老龄化问题影响，未来消费者对家务机器人的刚性需求会愈加明显。

图表63：2013-2017 国内扫地机器人市场规模



数据来源：中国产业信息网，东吴证券研究所

图表64：我国扫地机器人渗透率横纵向对比



数据来源：中国产业信息网，东吴证券研究所

### 3.2.2 服务机器人+智能家居推动美的智慧家居生态圈构建

**服务机器人加速布局，机器人产业版图浮出水面。**公司 2013 年起进入扫地机器人行业；2014 年发布 M-Smart 智慧家居战略，完成了近 30 个品类智能产品原型机的开发及 30 个智能单品的互联互通；2015 年与日本安川电机共同设立广东美的安川服务机器人有限公司，借力安川长达 10 余年的服务机器人研发优势，为正式进入服务机器人行业做好产业准备，目前公司服务机器人的产业布局几乎已涵盖整个产业链。

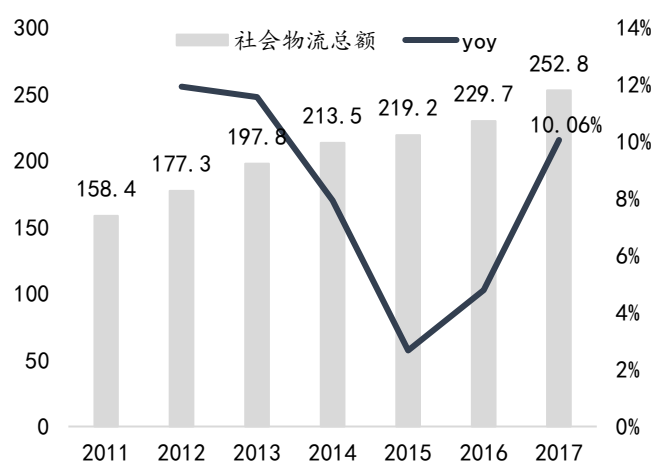
**定增小米科技引入战略投资者，推动智能家居产业链协同发展。**2014 年 12 月，公司启动与小米科技的战略合作，以每股 22.01 元向小米科技发行 A 股 5500 万股，占公司发行后总股本的 1.288%。公司引入小米科技作为战略投资者，以股权合作为纽带，为进一步建立强强联合、优势互补的智能家居全生态链布局打下坚实基础。

## 4 安得智联：布局智能供应链，助力提效着眼未来

### 4.1 智能物流：现代物流大势所趋，行业空间增长迅速

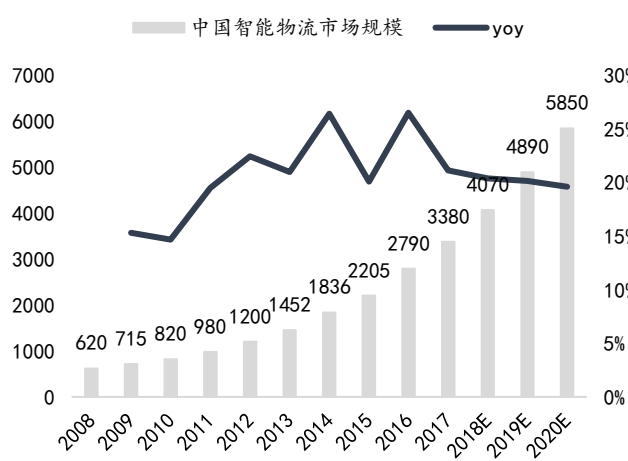
**智能物流行业快速发展，2008-2017 CAGR 21%。**广义上智慧物流是指通过智能硬件、物联网、大数据等智慧化技术与手段，提高物流系统分析决策和智能执行的能力，提升整个物流系统的智能化、自动化水平。当前物流企业对智慧物流的需求主要包括物流数据、物流云、物流设备三大领域。我国物流行业已由早期竞争格局相对分散的状态逐步走向专业化和规模化的格局，社会物流总额逐年提升至 17 年 253 万亿元水平。在经济全球化和电子商务的双重推动下，传统物流业正在向现代物流迅速转型并成为未来发展的必然趋势，智能物流业务成为推动现代物流体系转型升级的关键因素。我国智能物流行业 08 年起进入快速发展时期，市场规模由 620 亿元提升至 17 年的 3380 亿元复合年增长率 21%，并有望于 2020 年达到 5850 亿持续保持高速增长。

图表65：2011-2017 中国社会物流总额（单位：万亿元）



数据来源：前瞻产业研究院，Wind，东吴证券研究所

图表66：2011-2020E 中国智能物流市场规模（单位：亿元）



数据来源：前瞻产业研究院，iiMedia Research，东吴证券研究所

### 4.2 安得物流更名安得智联，清晰定位智能物流业务

根据公司对自己定位，美的集团是“全球领先的消费电器、暖通空调、机器人及工业自动化系统、智能供应链（物流）的科技集团”。智能物流作为公司的四大板块之一，得到了集团的充分重视。公司物流业务主要由其旗下的安得智联提供，安得成立于 2000 年，美的于 2006 年收购其 90% 股权。安得的主要服务消费电子、食品饮料等八大行业超过 1000 家客户，在家电领域奥马、TCL、创维等企业都是安得智联的客户。安得物流在 17 年 5 月改名安得智联，希望通过智能物流系统的开发与应用，积极把握“新零售”发展趋势，整合线上线下资源，2017 年安得智联收整体规模接近 70 亿，我们预计未来安得将保持每年 30% 的增长，2019 年收入规模有望突破 100 亿水平。

图表67: 公司物流收入规模 (单位: 亿元)

	2013	2014	2015	2016	2017
安得收入	26.3	35.6	40.1	50.2	接近 70 亿
yoy		35.5%	12.6%	25.2%	-

数据来源: 公司公告, 安得智联微报, 东吴证券研究所

在美的 T+3 落地过程中, 安得的“全国一盘货”是重要一环。美的正在把散落全国各地的大小货仓集中到安得手中, 统一库存、统一物流, “一个美的”对接所有代理商和经销商, 提升运营效率。在构建高效的仓配一体服务方面, 2017 年已完成贴近客户、快速反应的全国直配网络布局, 依托全国 118 个城市物流中心的全网覆盖, 可实现 100 公里内 24 小时、200 公里内 48 小时的快捷送达, 2017 年, 端到端仓配一体型业务占安得智联收入比重达到 20%。安得智联已经能够通过大数据整合和系统模型分析, 将 110 个区域中心仓在信息系统上和不同层级、不同类别的经销主体直接对接, 将原先需要周转 7-8 次的“成品仓-省代理商-市代理商-实体店-消费者”模式, 减少至只需搬运 2-4 次的中心仓发货模式。这样的改变在提升物流效率的同时, 也节约了公司的成本, 17H1 美的库存面积同比下降 27%, 订单交付及时率稳步提升达 98%。

图表68: 2018AWE 安得智联 AGV 产品 (1)



数据来源: 中国家电网, 东吴证券研究所

图表69: 2018AWE 安得智联 AGV 产品 (2)



数据来源: 中国家电网, 东吴证券研究所

安得智联下属分为物流、咨询两大核心业务。物流服务分为全网直配、专业物流和增值服务三个模块, 咨询服务分为流程再造、解决方案两大模块。从客户结构来看, 目前安得收入中 50%以上来自美的以外的客户如宝洁、中粮集团等。2017 年, 安得智联携手外部合作伙伴, 与京东物流共同打造的四地五仓 30 万平米云仓项目, 整合区域物流资源, 拉通数据平台, 有效降低产业链仓配运营成本, 为电商平台、品牌商提供专业化、标准化、高效率的电商物流服务。

图表70：安得物流下属业务板块



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

安得智联在软硬件角度均进行了全面提升：（1）在智能设备方面，安得拥有自己的自动化设备研发中心，同时目前已拥有包括箱式技术、针对快消品的托盘技术、物流领域的机器人在内的等等技术；（2）在软件和系统方面，安得拥有 200 多个 IT 人员，在大件集成仓储、小件高效分拣、自动装柜、移动 AGV、模拟仿真等方面已深入展开研究，公司自主研发的鲲鹏系统已基本实现了物流供应链的全链接和移动化，为客户在仓储布局、产品调配、库存预警等方面提供支持。

2018 年 3 月 KUKA 集团将其在中国的一般工业业务与瑞仕格中国业务合并，公司将与 KUKA 集团共同出资各 50%设立合资公司承接上述业务，进一步推动 KUKA 物流业务在中国市场的渗透与扩大。在硬件上，安得与库卡旗下的瑞士格深度合作，提供包括机器人、AGV、箱式技术、托盘技术在内的全套智能装备。



## 5 18 年各品类成长驱动我们怎么看？

**我们认为 18 年公司主要家电品类仍将保持量价齐升。**

**空调：**量的角度，旺季前渠道库存无需过于担心，一季度行业出货及终端零售数据良好，对标海外我国空调保有量仍有较大提升空间；价的角度，变频化、节能化和高端化产品结构升级拉动均价提升。

**洗衣机、冰箱：**量的角度，08 年家电下乡十年后 18 年有望迎来换新需求增加；价的角度，17 年行业内高端品牌放量迅速，成本驱动下产业整体提价幅度较大但终端消费增长良好反映出消费升级趋势愈发明显，我们预计 18 年行业消费升级趋势不变。

**小家电：**电饭煲等传统成熟品类 17 年高速增长，破壁机、煎烤盘、养生壶等导入期产品呈现爆发式增长，18 年依托美的优秀的产品力、渠道力和品牌力保持较高增速。

**机器人：**中国区将成为 KUKA 重要的成长驱动，我们预计到 2020 年中国收入在目前水平翻番带动集团下属机器人、系统集成及瑞仕格收入高速增长。

### 5.1 空调：旺季前渠道库存水平无须过于担心，18 年量价提升逻辑仍将持续

**出厂端：1-2 月渠道补库存行业出货靓丽，汇率因素短暂影响美的的外销出货无须过于担心。**2018 年 1-2 月空调行业累计出货 2267.3 万台，同比增长 12.35%，其中内销 1199.0 万台，同比增长 24.8%，外销 1068.3 万台，同比增长 1.01%，行业整体出货延续 17 年趋势增长靓丽，我们认为主要驱动力在于春节旺季下经销商备货积极性较高。单从美的来看，1-2 月累计增长 11.88%，其中内销增长 33.5%，出口下滑 4.5%，内销增长靓丽下外销二月份单月下滑 26%，我们认为外销下滑较大主要由于一季度人民币升值幅度较大，为缓解汇率压力公司对空调订单延期发货所致，预计一季度实际接单情况稳健。

图表71：空调行业出货量情况

日期	2017/1	2017/2	2017/3	2017/4	2017/5	2017/6	2017/7	2017/8	2017/9	2017/10	2017/11	2017/12	2018/1	2018/2
累计内销量	456	960	1715	2500	3379	4334	5365	6269	6992	7645	8226	8857	697	1199
yoy	61.5%	86.0%	62.3%	64.6%	65.2%	65.5%	66.7%	61.7%	55.7%	53.0%	48.8%	46.4%	52.8%	24.8%
累计外销量	536	1058	1789	2467	3138	3596	3961	4257	4516	4735	4969	5295	618	1068
yoy	-5.5%	13.6%	13.2%	11.0%	14.1%	13.2%	13.4%	13.3%	12.8%	12.3%	11.4%	10.5%	15.4%	1.0%
累计内外销	992	2018	3503	4966	6517	7930	9327	10526	11508	12380	13196	14152	1315	2267
yoy	16.8%	39.5%	32.9%	32.7%	35.9%	36.8%	39.0%	37.8%	35.5%	34.4%	32.1%	30.5%	32.6%	12.3%

数据来源：产业在线，东吴证券研究所



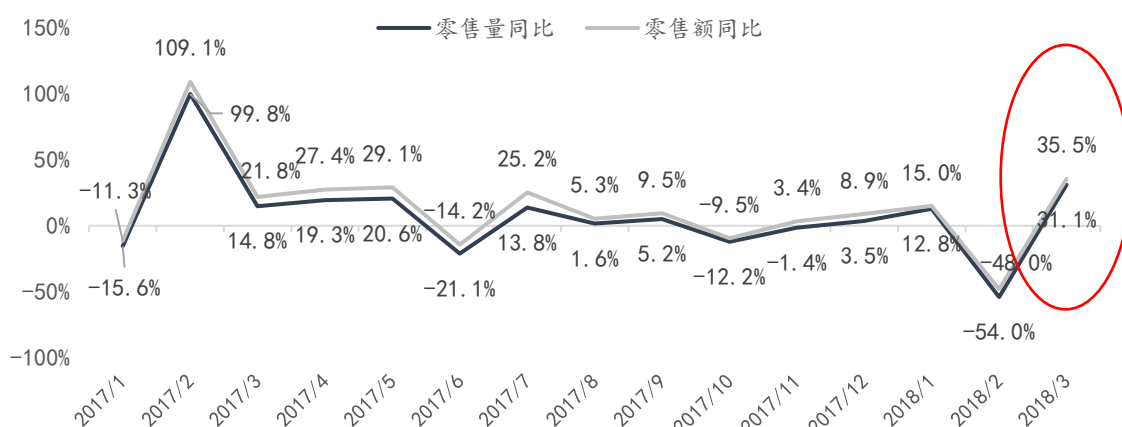
图表72: 美的空调出货量情况

日期	2017/1	2017/2	2017/3	2017/4	2017/5	2017/6	2017/7	2017/8	2017/9	2017/10	2017/11	2017/12	2018/1	2018/2
累计内销量	110	230	382	517	687	892	1132	1367	1525	1701	1818	1990	177	307
yoy	57.1%	84.0%	46.9%	61.1%	69.6%	87.8%	103%	108%	97.8%	96.4%	87.2%	83.2%	60.9%	33.5%
累计外销量	135	303	530	721	899	1035	1141	1216	1282	1344	1409	1479	165	289
yoy	-25.0%	14.3%	14.5%	12.1%	14.1%	14.0%	15.8%	15.8%	15.0%	14.4%	12.6%	11.1%	22.2%	-4.5%
累计内外销	245	533	912	1238	1586	1927	2273	2583	2807	3045	3227	3469	342	596
yoy	-2.0%	36.7%	26.1%	28.4%	32.9%	39.3%	47.4%	51.3%	48.8%	49.2%	45.2%	43.5%	39.6%	11.9%

数据来源: 产业在线, 东吴证券研究所

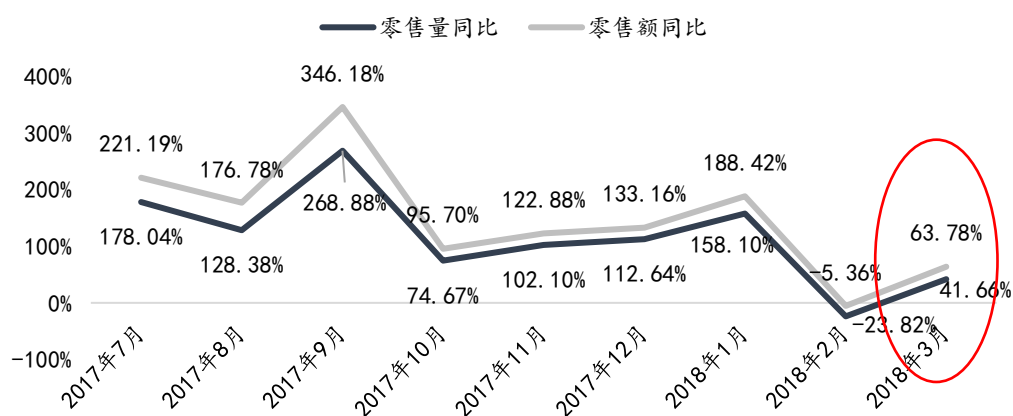
**零售端:** 线上线下数据 2 月份均受春节因素影响较大, 3 月份恢复高增长。中怡康线下数据空调行业 1-3 月零售量增速分别为 13%、-54%、31%, 二月份受春节因素影响较大, 三月恢复至 31% 线下零售增长强劲, 三月份美的线下零售量增长 44% 表现优于行业 (格力+17%, 海尔+36%)。线上平台以天猫淘宝全网为例, 空调行业 2018 年 1-3 月零售量同比增速 158%、-24%、42%, 线上增长情况优于线下渠道。三月份高增速显示出良好的实际需求情况。

图表73: 空调行业线下零售量及零售额同比



数据来源: 中怡康, 东吴证券研究所

图表74: 天猫淘宝全网空调零售量及零售额同比



数据来源: 淘数据, 东吴证券研究所

**库存端：旺季前渠道持续补库存，终端零售高增长下当前库存水平无需过于担心。**2018年2月渠道库存水平为2,885万台，虽然是2017年以来的最高水平，我们认为17年行业高景气下游经销商当前时点普遍现金流较好，空调销售旺季来临前普遍补库存动力较强，目前的渠道库存水平仍然较2016年平均3,000万台+水平有较大差距，看好18年旺季到来前出货情况持续高增长，同时3月份终端零售情况高增长，当前渠道库存水平消化压力较小。

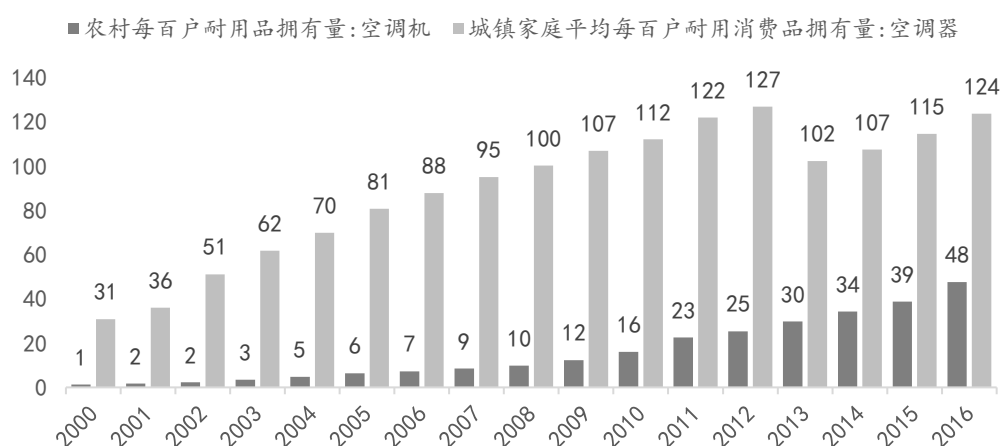
图表75：空调行业库存情况

时间	工业库存（万台）	商业库存（万台）	库存合计（万台）
2017年1月	919	2455	3374
2017年2月	907	2329	3236
2017年3月	849	2419	3268
2017年4月	826	2333	3159
2017年5月	769	2266	3035
2017年6月	747	2309	3055
2017年7月	720	2192	2911
2017年8月	695	2251	2946
2017年9月	729	2324	3053
2017年10月	828	2420	3248
2017年11月	931	2402	3333
2017年12月	1096	2446	3543
2018年1月	1024	2698	3722
2018年2月	1002	2885	3887

数据来源：产业在线，东吴证券研究所

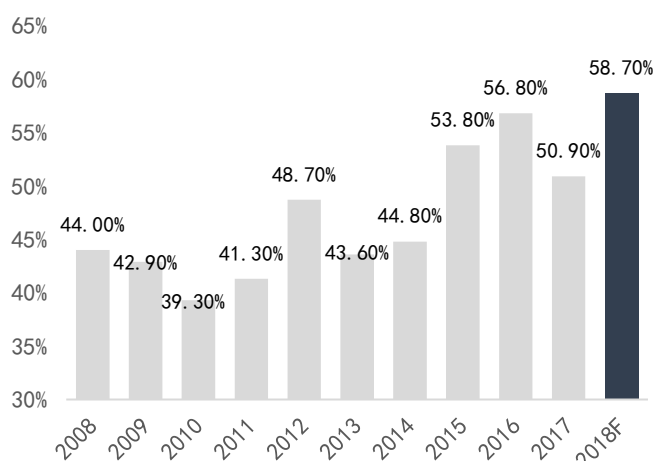
**18年空调终端消费量：保有量持续提升，更新需求冲刺。**我们认为空调是典型的“从1-2”的品类，即每户1台保有量突破至2-3台的品类。2016年我国农村地区空调保有量仅为48台/百户、城镇地区124台/百户，对标中国北方发达城市北京166台/百户、南方发达城市上海205台/百户及同纬度国家日本284台/百户，以10年更新周期来看，2008年家电下乡时销售的空调更新需求也将于近几年集中释放，根据中怡康预测18年空调市场替换率有望达到58.7%为2008年以来最高水平。**18年空调均价：产品结构持续优化，消费升级促进价格提升。**从价格的角度，近年来随着变频空调的普及度逐步加深，智能化、节能化等高端空调产品逐步问世，行业功能新颖、高附加值产品出现叠加消费升级的趋势也持续带动产品价格带逐步上移，从2009年至2018年美的空调均价从3353元/台增至4260元/台，年复合增速为3%。

图表76: 2000-2016 农村、城镇每百户空调拥有量 (单位: 台)



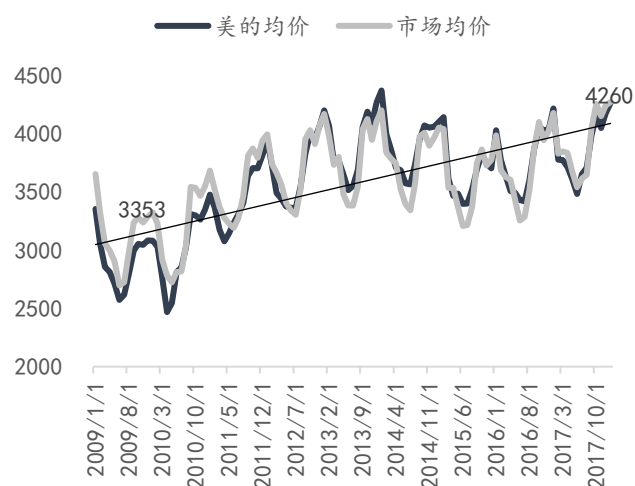
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图表77: 2008-2018F 空调市场替换率



数据来源: 中怡康, 东吴证券研究所

图表78: 2009 年起美的空调均价与市场空调均价对比 (单位: 元)

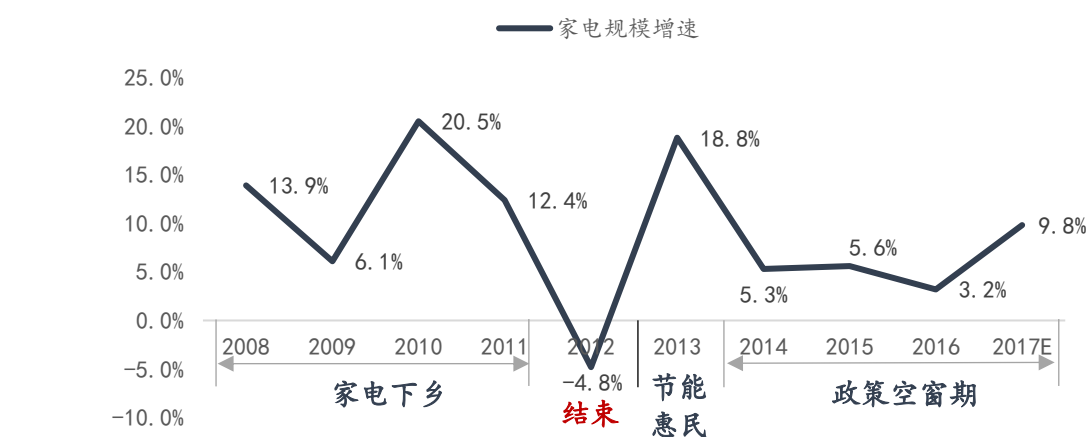


数据来源: 中怡康, 东吴证券研究所

## 5.2 洗衣机及冰箱: 增量来自更新需求, 消费升级提价逻辑更突出

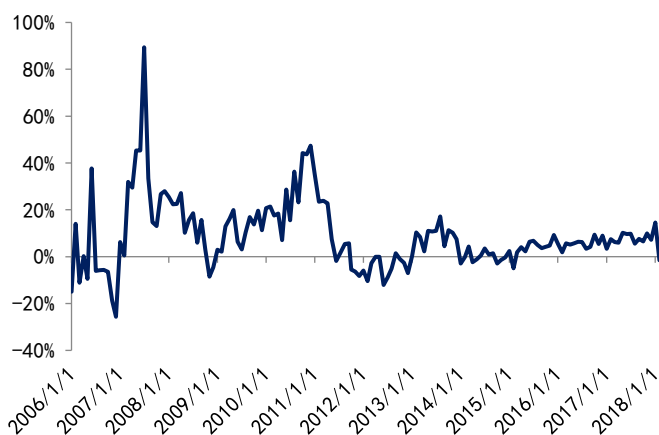
冰箱和洗衣机是明显的政策驱动品类, 且受影响时间较早。从我国的家电行业刺激政策来看, 2008-2011 年家电下乡政策推进农村家电保有量迅速提升, 行业高速增长; 2012 年处于政策真空, 行业负增长; 2013 年节能惠民政策带动行业高增长; 2014 年之后无明显的刺激政策。由于冰箱、洗衣机是家电下乡等政策最先影响的品类, 尤其是冰箱受政策更加前置, 所以冰箱行业整体出货量增速从 2013 年开始就陷入 0% 及以下波动区域, 洗衣机行业从 2014 年开始进入平稳增长区间。

图表79: 2008-2017E 家电行业市场规模增速及政策



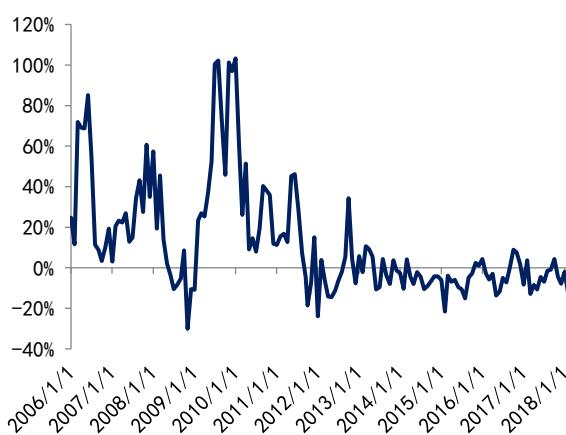
数据来源: 中怡康, 东吴证券研究所

图表80: 洗衣机单月内销量及增速 (%)



数据来源: 产业在线, 东吴证券研究所

图表81: 冰箱单月内销量及增速 (%)

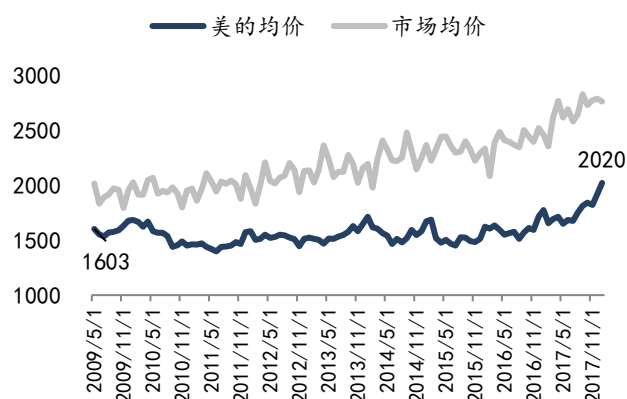


数据来源: 产业在线, 东吴证券研究所

冰箱及洗衣机是典型的“1-1”品类(即每户保有量提升不明显,主要是更新需求), 2018 年更新需求或推动行业出货量超预期。我们认为从技术迭代的时间周期来看, 洗衣机高于冰箱, 所以从 2015 年开始洗衣机的月度增长进入中单位数时期; 冰箱由于其耐用品消费属性更加突出, 更换的时间周期也更长。我们假设白色家电普遍的使用周期为 10 年, 2008、09 年开始推进家电下乡时量最大的冰箱和洗衣机品类更换需求有望在 18 年集中显现, 推动行业出货超预期。

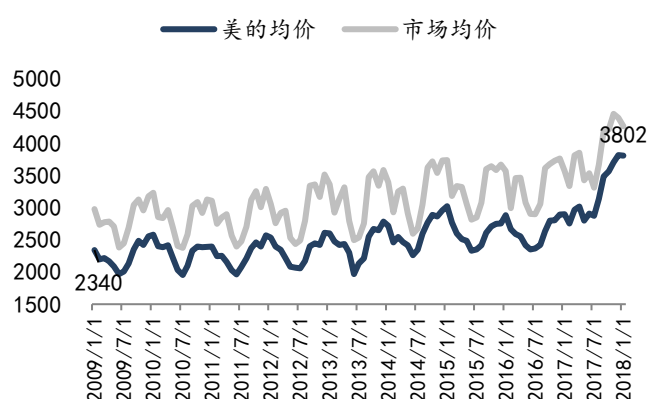
从价的角度, 冰箱及洗衣机产品结构持续优化, 价格提升弹性可期。冰箱从单门到双门、三门乃至多门的趋势显著, 变频冰箱渗透率逐步提升至 18 年 1 月的 50%; 洗衣机从单缸到双缸、波轮乃至滚筒的品类升级, 变频洗衣机渗透率提升至 18 年 1 月的 56%, 行业高端化趋势仍然明确, 美的冰箱、洗衣机售价分别从 09 年的 1603 元、2340 元增至 2020 元、3802 元, 复合增速分别为 3%、6%, 我们判断 18 年价格趋势未变, 持续提价空间可期。根据我们模型测算, 美的洗衣机、冰箱 2017 年报表端产品均价分别提升 21%、15%, 一方面对冲原材料成本, 一方面也显示出消费升级的强劲趋势, 我们预计 18 年冰洗的驱动力提价逻辑更加突出。

图表82: 美的洗衣机均价与市场均价 (单位: 元)



数据来源: 中怡康, 东吴证券研究所

图表83: 美的冰箱均价与市场均价 (单位: 元)



数据来源: 中怡康, 东吴证券研究所

### 5.3 小家电: 从 0 到 1, 品类多元继续高成长

不同生命周期产品表现不同, 处于导入期的品类有望爆发增长。小家电品类众多, 处在不同生命周期的产品其销售表现也不尽相同, 大多数小家电新产品属于典型的普及型“0-1”的产品, 市场空间巨大, 且消费者对价格不敏感。美的之所以在小家电领域的诸多成熟品类可以达到市占率接近 50%, 其排名第一的地位与其优秀的产品研发能力和新产品市场推广能力密不可分。以破壁机、煎烤盘、养生壶、机器人吸尘器、洗碗机为例, 此类产品均处于快速增长的阶段, 且美的小家电产品均价有巨大价格优势, 18 年公司小家电业务“推高卖贵”主题有望驱动小家电品类保持快速增长。我们预计美的小家电 18 年将保持 20% 以上增长 (VS 在东芝并表的带动下估计 2017 年 35% 左右增长), 其中驱动增长的核心品类预计为电饭煲、吸尘器、洗碗机、厨电等。

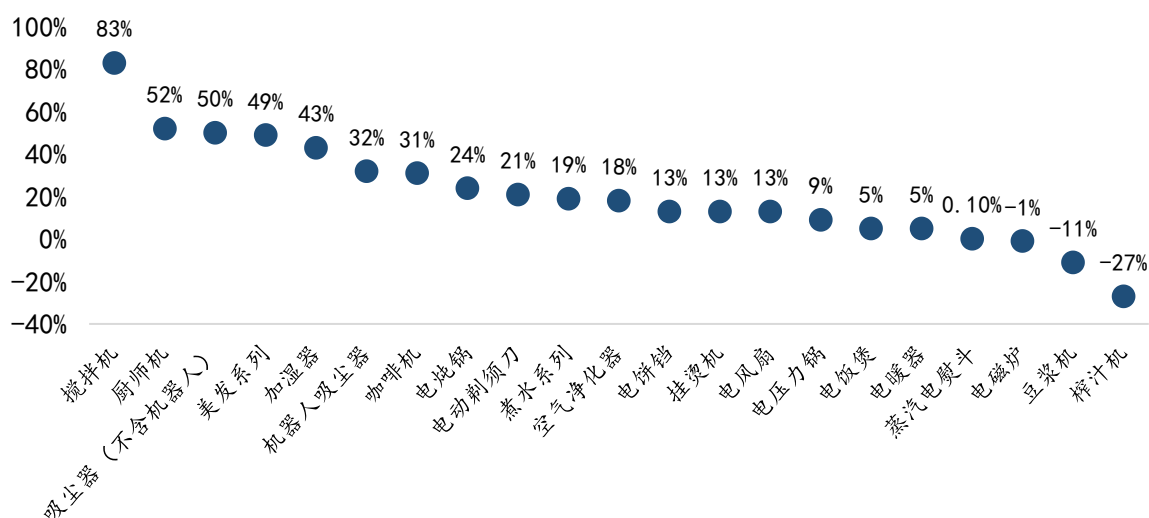
图表84: 2017 年小家电零售额同比增速

时间	破壁机		煎烤盘		养生壶		机器人吸尘器		洗碗机	
	整体	美的	整体	美的	整体	美的	整体	美的	整体	美的
2017 年 1 月	275%	374%	28%	101%	415%	-	26%	49%	91%	99%
2017 年 2 月	288%	411%	-33%	-18%	253%	-	-2%	13%	417%	297%
2017 年 3 月	221%	265%	22%	57%	226%	-	13%	185%	115%	166%
2017 年 4 月	212%	443%	24%	14%	197%	-	26%	182%	124%	487%
2017 年 5 月	206%	380%	28%	26%	270%	-	39%	139%	81%	296%
2017 年 6 月	131%	230%	18%	19%	213%	355%	46%	196%	100%	434%
2017 年 7 月	130%	173%	20%	17%	101%	81%	32%	118%	61%	219%
2017 年 8 月	202%	250%	57%	51%	113%	93%	20%	151%	172%	744%
2017 年 9 月	164%	245%	19%	50%	107%	140%	21%	72%	64%	259%
2017 年 10 月	174%	288%	29%	48%	111%	125%	15%	76%	51%	145%
2017 年 11 月	167%	276%	3%	88%	89%	75%	32%	80%	75%	201%
2017 年 12 月	126%	218%	15%	73%	88%	50%	16%	31%	64%	203%

数据来源: 中怡康, 东吴证券研究所



图表85: 2017年小家电零售额同比增速



数据来源: 中怡康, 东吴证券研究所

## 6 盈利预测及投资建议

### 6.1 盈利预测

**暖通空调:** 我们预计在均价提升+需求量稳增长 (行业增长稳健+美的市占率提升) 拉动下 2018-2020 年公司暖通空调收入增速 10.9%、8.2%、6.1%。

**消费电器:** 2018 年我们预计冰箱、洗衣机和小家电收入分别增长 25.4%、24.5%、20%，整体消费电器部分收入增速 22%。

**机器人及自动化:** 中国区收入预计成为 KUKA 收入增长重要驱动力，我们预计 2018-2020 年此部分收入增速 20%、18%、18%。

我们预计以上三部分收入共同带动 2018-2020 年公司营业总收入增长 17.3%、15.9%、15.4%。

图表86: 盈利预测收入拆分 (单位: 百万元)

	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>营业总收入</b>	<b>241,919</b>	<b>283,791</b>	<b>328,896</b>	<b>379,566</b>
yoy	51.35%	17.31%	15.89%	15.41%
<b>暖通空调</b>				
营业收入	95,352.45	105,722.49	114,404.21	121,348.32
yoy	38.74%	10.88%	8.21%	6.07%
<b>消费电器</b>				
营业收入	98,748.02	120,511.28	146,042.79	176,817.84
yoy	29.02%	22.04%	21.19%	21.07%
<b>机器人及自动化系统</b>				
营业收入	27,037.06	32,444.47	38,284.48	45,175.69
yoy		20.00%	18.00%	18.00%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 6.2 分部估值与投资建议

我们预计公司 2018-2020 年营业总收入 2837.9 亿元/3289.0 亿元/3795.7 亿元，同比增长 17.3%、15.9%、15.4%，归母净利润 207.7 亿元/247.5 亿元/292.5 亿元，同比增长 20.2%、19.2%、18.2%，对应 EPS 3.15、3.76 和 4.44，对应 PE 为 16/14/12X。

分部来看，我们估计在中国区订单+其他区域非汽车行业订单迅速增长驱动下，公司机器人及自动化系统分部收入 2018-2020 年规模达到 324 亿、383 亿、452 亿，对应同比增速 20%、18%、18%，参考 KUKA 2017FY 净利率 2.5%，考虑到其系统集成业务成本摊销减少+客户结构优化，2018 年净利率有望回升至 3%，对应利润规模 9.7 亿。根据大金工业、联合技术、赛博、德龙四家海外公司 PE 及大于 1 的 PEG 水平，结合美的超过 40%的分红率（高于大部分海外公司）及历史估值，我们认为 2018 年家电部分 198 亿净利润对应合理估值 18X，对应市值 3564 亿元；结合发那科、安川估值水平，我们认为 18 年美的工业机器人分部利润 9.7 亿对应合理估值 50X，对应市值 485 亿元，基于当前盈利预测，维持“买入”评级。

图表87：可比公司估值表（单位：亿元，人民币）

总市值		2016 2017 (E) 2018E 2019E 2020E					2016 2017 (E) 2018E 2019E 2020E					2015 2016 2017					
青岛海尔	1,073	归母净利润	50	69	82	96	112	PE	21	15	13	11	10	股息率	2%	3%	-
		yoy		38	18	17	16	PEG		0.41	0.74	0.64	0.59	分红率	30%	30%	-
格力电器	2,854	归母净利润	154	214	251	286		PE	19	13	11	10		股息率	8%	8%	-
		yoy		39	17	14		PEG		0.34	0.65	0.71		分红率	72%	70%	-
海信科龙	131	归母净利润	11	20	15	18	19	PE	12	7	9	7	7	股息率	2%	3%	-
		g		84	-26	21	8	PEG		0.08	(0.34)	0.35	0.82	分红率	70%	19%	-
大金工业	2,148	归母净利润	73	90	106	114	124	PE	29	24	20	19	17	股息率	1%	1%	1%
		g		23	18	8	9	PEG		1.05	1.12	2.42	1.94	分红率	24%	25%	25%
联合技术	6,167	归母净利润	331	334	356	399	448	PE	19	18	17	15	14	股息率	3%	2%	2%
		g		1	6	12	12	PEG		20.57	2.71	1.28	1.13	分红率	39%	39%	39%
赛博	622	归母净利润	22	31	34	38	42	PE	28	20	19	17	15	股息率	2%	1%	1%
		g		41	7	12	12	PEG		0.49	2.55	1.36	1.21	分红率	34%	30%	25%
德龙	275	归母净利润	12	13	15	16	17	PE	22	20	19	17	16	股息率	2%	4%	4%
		g		10	8	9	7	PEG		2.14	2.38	1.97	2.37	分红率	44%	75%	86%
发那科	3,152	归母净利润	84	74	106	117	124	PE	38	42	30	27	26	股息率	3%	3%	2%
		g		-11	42	10	6	PEG		(3.73)	0.70	2.67	4.38	分红率	60%	60%	60%
安川	731	归母净利润	12	13	24	30	32	PE	61	58	30	25	23	股息率	1%	2%	1%
		g		6	90	24	8	PEG		9.20	0.34	1.02	2.79	分红率	2%	3%	3%

数据来源：Wind，东吴证券研究所（备注：利润预测数据均来自 wind 或 Bloomberg 一致预期，股息率用当年每股红利除以当年最后一个交易日股价得来）

## 7 风险提示

- 1) 家电品类出货低于预期风险。公司家电品类出货受天气、人民币汇率波动、原材料价格波动影响较大，可能对家电出货量产生不利影响。
- 2) KUKA 订单增速低于预期。公司新收购子公司 KUKA 集团仍处整合期，发展具有不确定性，订单增速或低于预期。

图表88: 美的集团三大财务预测表 (单位: 百万元)

资产负债表	2017	2018E	2019E	2020E	利润表	2017	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	169,810.68	180,685.26	212,406.69	241,619.65	<b>营业收入</b>	241,918.90	283,791.40	328,896.12	379,565.95
现金	48,274.20	66,285.45	79,473.74	98,736.95	营业成本	180,460.55	209,583.31	241,585.08	277,092.33
应收账款	17,528.72	19,157.83	23,347.12	25,690.89	营业税金及附加	1,416.43	1,794.28	2,093.11	2,398.88
存货	29,444.17	21,673.71	26,643.30	28,775.17	销售费用	26,738.67	31,358.95	36,178.57	42,131.82
其他	74,563.59	73,568.27	82,942.53	88,416.64	管理费用	14,780.24	17,311.28	20,391.56	23,912.65
<b>非流动资产</b>	<b>78,296.18</b>	<b>80,275.01</b>	<b>82,608.95</b>	<b>83,507.98</b>	财务费用	815.95	(62.43)	(381.01)	(858.13)
长期股权投资	2633.70	2577.90	2474.44	2562.01	投资净收益	1,830.22	1,791.45	1,719.55	1,780.41
固定资产	22,600.72	23,339.34	24,205.41	24,765.58	<b>营业利润</b>	21,627.85	25,318.42	30,411.00	36,297.85
无形资产	15,167.04	15,480.59	15,757.02	16,009.57	营业外净收支	226.92	946.68	884.07	685.89
其他	37,894.72	38,877.18	40,172.08	40,170.82	<b>利润总额</b>	21,854.77	26,265.10	31,295.07	36,983.74
<b>资产总计</b>	<b>248,106.86</b>	<b>260,960.28</b>	<b>295,015.64</b>	<b>325,127.63</b>	所得税费用	3,243.58	3,898.14	4,644.67	5,488.96
<b>流动负债</b>	<b>119,091.86</b>	<b>118,584.48</b>	<b>139,917.72</b>	<b>146,939.53</b>	少数股东损益	1,327.50	1,595.39	1,900.92	2,246.46
短期借款	2,584.10	2,325.69	1,860.55	1,488.44	<b>归属母公司净利润</b>	17,283.69	20,771.56	24,749.48	29,248.32
应付账款	35,144.78	36,646.69	48,614.47	52,234.07	EBIT	19,123.49	25,600.29	31,121.92	37,287.27
其他	81,362.98	79,612.09	89,442.70	93,217.01	EBITDA	25,819.36	29,928.89	35,803.24	42,305.30
<b>非流动负债</b>	<b>46,089.83</b>	<b>42,501.35</b>	<b>35,060.81</b>	<b>35,073.30</b>	<b>重要财务与估值指标</b>				
长期借款	32,986.33	32,986.33	32,986.33	32,986.33	每股收益(元)	2.63	3.15	3.76	4.44
其他	13,103.51	9,515.02	2,074.49	2,086.98	每股净资产(元)	11.24	13.62	16.49	19.77
<b>负债总计</b>	<b>165,181.69</b>	<b>161,085.82</b>	<b>174,978.53</b>	<b>182,012.83</b>	发行在外股份(百万股)	6561.05	6584.02	6584.02	6584.02
少数股东权益	9,187.73	10,224.74	11,460.34	12,920.54	ROIC	62.23%	66.32%	70.10%	73.31%
归属母公司股东权益	73,737.44	89,649.71	108,576.78	130,194.26	ROE	25.63%	25.43%	24.97%	24.50%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>248,106.86</b>	<b>260,960.28</b>	<b>295,015.64</b>	<b>325,127.63</b>	毛利率	25.03%	25.72%	26.10%	26.53%
<b>现金流量表</b>					EBIT Margin	7.90%	9.02%	9.46%	9.82%
经营活动现金流	24,442.62	27,097.65	34,551.19	31,174.37	销售净利率	7.14%	7.32%	7.52%	7.71%
投资活动现金流	(34,739.61)	(2,552.55)	(2,731.88)	(2,610.61)	资产负债率	66.58%	61.73%	59.31%	55.98%
筹资活动现金流	19,651.65	(6,533.85)	(18,631.01)	(9,300.56)	收入增长率	51.35%	17.31%	15.89%	15.41%
现金净增加额	9,317.92	18,011.25	13,188.29	19,263.21	净利润增长率	17.70%	20.18%	19.15%	18.18%
折旧与摊销	6,695.88	4,328.60	4,681.32	5,018.02	P/E	20.12	16.35	13.72	11.61
资本开支	3,218.40	5,222.37	5,294.55	5,263.97	P/B	4.6	3.8	3.1	2.6
营运资本变动	1,124.46	2,030.71	5,141.81	(2,748.27)	EV/EBITDA	17.68	14.51	12.15	9.99
企业自由现金流	27,324.01	33,382.50	41,620.64	39,286.20					

数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

### 行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码: 215021  
传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

