



# 继多元化霸业 开双赛道宏图

## ——美的集团（000333）深度报告

2018年06月28日

强烈推荐/维持

美的集团 深度报告

### 报告摘要：

美的精进五十载，形成了以管理经营为内在优势，以现有内销市场为后盾，以区域多元化为中期拓展，以工业机器人为长期赛道的立体产业格局。

**一、管理经营战略成就内在优势。**事业部矩阵管理、“T+3”模式及物流平台、高度研发投入分别保证组织、运营及创新活力，形成企业内核竞争力。

**二、内销市场为强大后盾，成为产业布局的不败前提。**以处于高成长的空调为主力，以全品类的产品多元格局保证稳健，抢占具有相对增速优势的中高端产品、下沉城乡区域、电商渠道等市场，多级占据行业增速制高点。

**三、区域多元化保证中期增长，精准定位海外上升市场。**

- 借鉴惠而浦历程明确区域多元化的必然性。随内销市场成熟，美的海外战略推进，营收占比达43%，其中亚太占比过半，对标印度、东南亚。
- 印度、东南亚市场将成全球家电下一需求爆发区。区域保有量居全球低位，气候、人口刚需推动，测算冰洗空区域潜在市场高达3.8亿、5.1亿、7.1亿台。随各国经济发展，需求加速释放近在眼前。

**四、工业机器人市场做长期赛道，由KUKA入主中国蓝海市场。**

- 中国市场拉动全球工业机器人爆发增长，人口老龄化、劳动力缺口、人工成本上涨等形成刚需，政策推动，本土工业机器人发展迫在眉睫。
- 上游核心技术外资垄断严重，本土企业发展受限。库卡具有全产业链产品覆盖、顶尖控制技术、系统集成经验等优势，在中国市场如鱼得水。
- 3C家电领域将成机器人突破口，需求、销量增速引领中国市场。下游自动化诉求强烈，随库卡加速布局，产能快速转化为营收前景可期。

**盈利预测及投资评级：**空调、小家电市场短期提速明显，中长期布局确定性高。预计公司18-20年EPS为3.26/3.75/4.35，PE为16.2/14.1/12.2X。给予公司六个月目标价为64元。维持公司“强烈推荐”评级。

**风险提示：**内销需求不及预期，海外拓展进程不及预期。

### 财务指标预测

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	159,842	241,919	286,747	336,925	387,463
增长率（%）	14.7%	51.3%	18.5%	17.5%	15.0%
净利润（百万元）	15,862	18,611	22,747	25,950	29,976
增长率（%）	16.4%	17.3%	22.2%	14.1%	15.5%
净资产收益率（%）	24.0%	23.4%	24.5%	24.2%	24.3%
每股收益(元)	2.29	2.66	3.26	3.75	4.35
PE	23.1	19.9	16.2	14.1	12.2
PB	5.59	4.71	3.97	3.42	2.95

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

### 郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

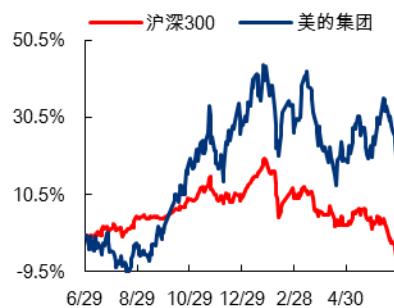
执业证书编号:

S1480510120012

### 交易数据

52周股价区间（元）	50.48-44
总市值（亿元）	3343.89
流通市值（亿元）	3227.37
总股本/流通A股（万股）	662419/647586
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	0.51

### 52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

### 相关研究报告

- 《公司财报点评（美的集团 000333.SZ）- 传统业务量价齐升，科技集团转型伊始》  
2018-04-02
- 《美的(000333.SZ)公司事件点评：KUKA新建产能发力中国市场，与美的的融合加深》  
2018-03-26
- 《美的集团（000333）调研简报：多元化布局的“智”造龙头》 2018-01-15
- 《美的集团（000333）2017半年报点评：营收实现稳健增长，积极推进全球化战略》  
2017-08-31

## 目 录

<b>1. 家电帝国五十年厚积薄发 .....</b>	<b>6</b>
1.1 龙头地位 业绩斐然 .....	6
1.2 管理战略优势成帝国基石 .....	7
1.2.1 事业部矩阵结构提升管理效率 .....	7
1.2.2 经营模式优化推动运营效率 .....	8
1.2.3 研发积累确保长期动力 .....	10
<b>2. 现有基石：产品多元化铸就内销霸业 .....</b>	<b>11</b>
2.1 以空调为主力切合内销需求 .....	11
2.2 品类多元化确保稳健增长 .....	13
2.3 构建渠道 制霸线上平台 .....	15
<b>3. 中期拓展：向区域多元化进军 .....</b>	<b>16</b>
3.1 百年惠而浦的多元化战略启示 .....	16
3.1.1 区域多元化战略是本土市场趋于饱和后的必由之路 .....	16
3.1.2 品牌多样化快速立足海外市场 .....	19
3.2 美的集团区域多元化已启程 .....	21
3.2.1 国内家电市场现状促使龙头战略扩张 .....	21
3.2.2 海外扩张伴随多品牌架构形成 .....	23
3.2.3 海外业务区域重心明确 .....	24
3.3 印度+东南亚：区域多元化的中期战略洼地 .....	25
3.3.1 东南亚及印度家电市场蓄势待发 .....	25
3.3.2 区域刚性需求与经济发展促进市场需求爆发 .....	28
<b>4. 长期赛道：工业机器人的蓝海主力 .....</b>	<b>31</b>
4.1 中国人自己的工业机器人迫在眉睫 .....	31
4.1.1 中国市场领跑全球机器人行业 .....	31
4.1.2 刚需迫使中国工业机器人市场发展 .....	33
4.1.3 国家意志：机器人普及从来不只是产业内的事 .....	38
4.2 美的机器人战略造就双赢格局 .....	39
4.2.1 本土工业机器人产业亟待突破 .....	39
4.2.2 KUKA 运营及盈利的现状 .....	41
4.2.3 库卡拥抱美的 技术优势大展身手 .....	43
4.2.4 美的拥抱库卡 于 3C 家电获突破 .....	45
<b>5. 盈利预测及投资建议 .....</b>	<b>47</b>

## 表格目录

<b>表 1：“T+3”模式下各环节改进方向 .....</b>	<b>9</b>
<b>表 2：印度及东南亚各国家电潜在空间估算 .....</b>	<b>30</b>
<b>表 3：美的集团的机器人探索历程 .....</b>	<b>31</b>

表 4: 政府出台机器人相关政策 .....	38
表 5: 国内外生产成本对比 .....	40
表 6: 可比公司估值表 (亿元) .....	48
表 7: 公司盈利预测表 .....	49

## 插图目录

图 1: 美的营收、营收增速及行业平均营收增速变化 .....	6
图 2: 美的归母净利润、净利率及行业平均净利率变化 .....	6
图 3: 美的冰洗空市占率变化 .....	7
图 4: 美的厨电小家电零售额占有率变化 .....	7
图 5: 美的集团部门矩阵式管理 .....	8
图 6: “T+3”客户订单驱动的产销模式 .....	8
图 7: 小天鹅营收自改革后持续高速增长 .....	9
图 8: 小天鹅盈利能力在改革后持续改善 .....	9
图 9: 安得物流供应链解决方案 .....	10
图 10: 安得物流运输网络 .....	10
图 11: 美的研发投入逐年增长 .....	10
图 12: 美的 2017 年发明数为全球家电第一 .....	11
图 13: 美的集团四级研发体系 .....	11
图 14: 空调生产规模引领大家电产业 (万台) .....	12
图 15: 城乡大家电保有量中空调持续高速增长 (台/百户) .....	12
图 16: 三线、农村市场的空调零售额增长迅速 .....	12
图 17: 变频挂机品类销量占比逐年扩大 .....	12
图 18: 公司空调在增速优势市场高于其整体市占率 .....	13
图 19: 美的 2013-2016 年空调外产品比重增加 .....	13
图 20: 美的 2017 年产品结构拆分 .....	13
图 21: 美的线下三年间主要产品市占率变化及 2017 年排名 .....	14
图 22: 洗衣机更新潮带动销量增长示意图 .....	14
图 23: 美的线上营收额及占内销比重 .....	15
图 24: 美的各产品线上家电份额及排名 .....	16
图 25: 1994 年美国内销市场 CR5 高达 91% .....	17
图 26: 惠而浦 1960 年里发展战略与同期营收增速变化情况 .....	18

图 27: 惠而浦 1960 年来盈利能力变化.....	19
图 28: 惠而浦多品牌战略伴随着海外市场的开拓进程.....	20
图 29: 惠而浦全球多品牌架构.....	20
图 30: 我国冰洗空总销量(万台)及增速变化.....	21
图 31: 2016 年大家电需求结构.....	22
图 32: 冰洗空 CR5 内销市占率均高于 80%.....	22
图 33: 由美的合资收购大事件看企业战略调整.....	23
图 34: 美的海外生产基地布局.....	23
图 35: 美的品牌多样化结构.....	24
图 36: 国外业务营收规模(亿元)与占比逐年提升.....	25
图 37: 全球空调需求量占比变化.....	26
图 38: 各国空调产品普及度对比.....	26
图 39: 各国洗衣机产品普及度对比.....	27
图 40: 各国冰箱产品普及度对比.....	27
图 41: 印度空调需求变化及同比增速.....	28
图 42: 中国、印度、东南亚各国首都年平均最高气温对比.....	28
图 43: 各国人口规模变化.....	29
图 44: 印度人均 GDP 相当于中国 2005 左右水平.....	29
图 45: 印度人均财富仍与中国差距较大.....	29
图 46: 全球工业机器人保有量及增速.....	32
图 47: 全球工业机器人销量及增速.....	32
图 48: 各大洲工业机器人保有量(千台).....	32
图 49: 各大洲工业机器人销量(千台).....	32
图 50: 世界各国 2016 年工业机器人出货比例.....	33
图 51: 中国工业机器人销量变化及增速(千台).....	33
图 52: 2016 年各国机器人密度(台/万人).....	34
图 53: 世界各行业 2014-2016 年间工业机器人销量(千台).....	34
图 54: 中国汽车产量变化及增速.....	35
图 55: 2016 年各国汽车行业机器人密度(台/万人).....	35
图 56: 全国普查人口年龄结构变化.....	35
图 57: 2003 年与 2016 年人口年龄结构对比.....	36
图 58: 全国职业需求与求职人数(万人).....	36
图 59: 制造业 GDP 增长带动平均工资上涨.....	37
图 60: 第二产业 GDP 加速增长的同时就业人员减少.....	37
图 61: 工业机器人与人工单位时间成本(欧元/小时).....	37
图 62: 工业机器人产业链现状简介.....	39
图 63: 机器人结构示意图.....	40
图 64: 国内工业机器人成本结构.....	40
图 65: 国内控制系统份额占比.....	41
图 66: 国内伺服系统份额占比.....	41

图 67: 国内减速器份额占比.....	41
图 68: 国内工业机器人本体份额占比.....	41
图 69: 2017 年 KUKA 不同业务营收比例 .....	42
图 70: 2017 年 KUKA 不同地区营收比例 .....	42
图 71: KUKA 营收情况及预期 (亿元) .....	42
图 72: KUKA 各费用额 (亿元) 及费用率 .....	42
图 73: KUKA 归母净利润 (亿元) 及利润率 .....	43
图 74: 四大家族在华各高端市场份额占比高 .....	44
图 75: KUKA 多关节机器人技术储备丰富 .....	44
图 76: 中国工业机器人中不同产业链毛利率 .....	44
图 77: 非家电行业与汽车行业机器人密度对比 .....	45
图 78: 中国集中了全球 70% 的 3C 制造产能.....	45
图 79: 中国工业机器人需求量五大行业占比变化 .....	46
图 80: 中国工业机器人密度在 3C 家电增长高于市场整体.....	46
图 81: 3C 家电厂商对不同生产环节设备自动化的需求.....	46

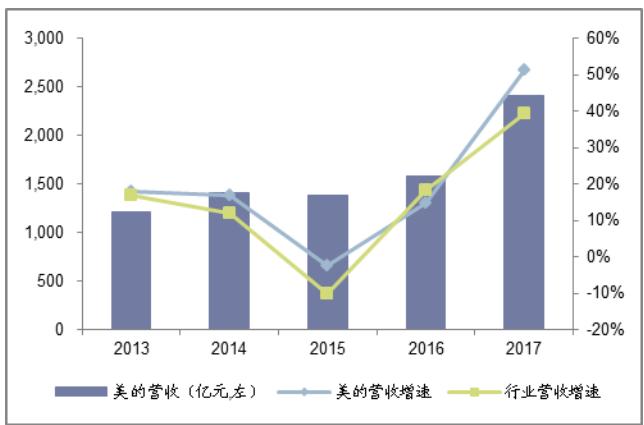
## 1. 家电帝国五十年厚积薄发

美的集团自1968年由何享健先生带领23名员工自主创业，砥砺前行五十载，至2018年成为总市值高达3400亿、员工超13万、覆盖家电全品类全产业链的产业巨擘。其自身经营管理优势使美的在中国早期家电产业夯实基础，进而得以在产业战略上厚积薄发。至今，形成了以现有全品类内销市场为稳健保障，以海外区域多元化拓展为中期增长点，以机器人产业投资为长期新赛道的产业布局。而美的集团下个五十年辉煌，也由此三点开始。

### 1.1 龙头地位 业绩斐然

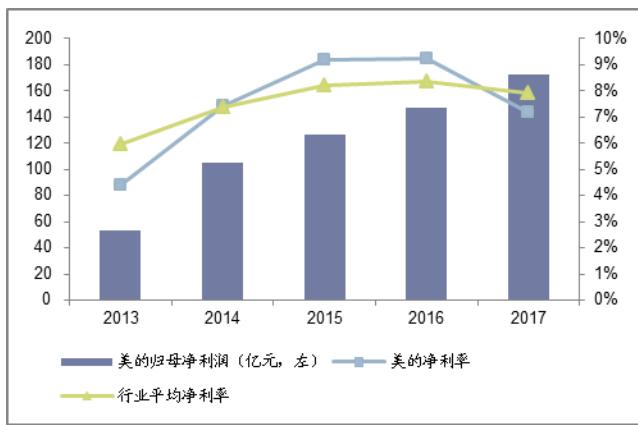
美的营收稳健增长，领军中国家电。自2013年美的集团整体上市后，营业收入稳健，2013-2017年营收年复合增长率为18.8%，且增速明显高于大家电行业平均营收增速。2017年美的更是以2419亿元的营业总收入及172.8亿元的净收入蝉联中国家电行业榜首，营收增速高达51.35%，相较行业平均的39.5%，公司领跑家电行业。

图 1：美的营收、营收增速及行业平均营收增速变化



资料来源：公司公告，wind，东兴证券研究所

图 2：美的归母净利润、净利率及行业平均净利率变化



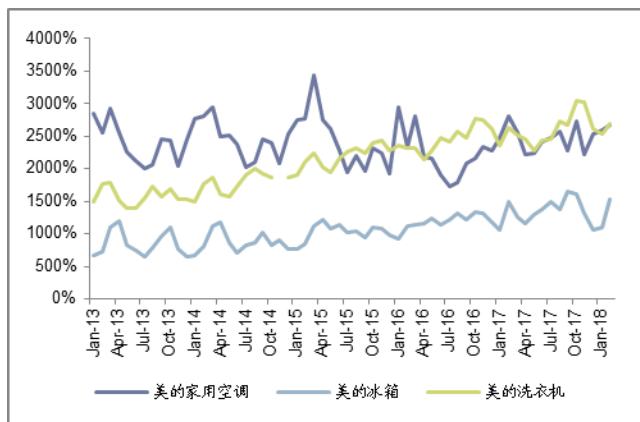
资料来源：公司公告，wind，东兴证券研究所

**盈利能力持续增强，运营能力卓越。**美的集团集体上市后盈利规模持续高速增长，净利率均逐年提高，2014-2016年净利率均高于行业平均，盈利水平持续改善。2017年因与KUKA并表拖累导致利润率均有所下降。

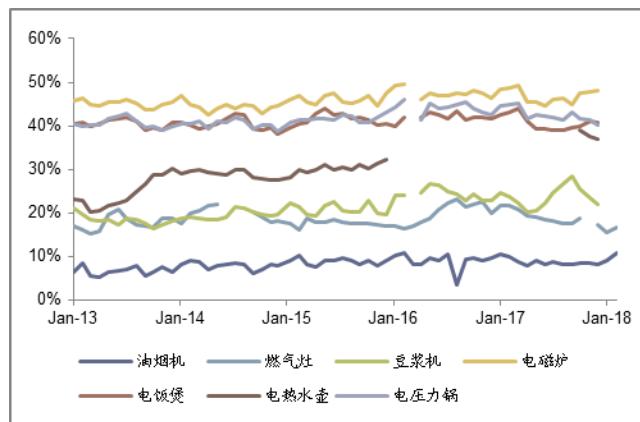
**美的品牌价值深入人心。**2018年美的品牌价值高达38.96亿美元，蝉联BrandZ<sup>TM</sup>最具价值中国品牌家电组榜首，总品牌排名26位，品牌力较上一年大涨36%。在家电强者恒强的集中化大背景下，美的在中国家电市场获得越来越深刻的认可。

**美的各品类市占率稳居龙头前列，且逐年上升。**自2013年来美的白电、厨电、小家电品类均逐步占据龙头地位。空调作为美的主力市占率稳定在25%上下；冰箱、洗

衣机市占率由 2013 年初的 7.3% 和 14%，迅速扩张一度高达 16.5% 和 30.4%；而根据中怡康零售额数据，厨电、小家电品类近年同样保持高速增长，部分品类占有率已稳居 40% 甚至更高。美的龙头效应及其产品多元化导致品类通吃、强者恒强趋势。

**图 3: 美的冰洗空市占率变化**


资料来源: wind, 东兴证券研究所

**图 4: 美的厨电小家电零售额占有率变化**


资料来源: 中怡康, 东兴证券研究所

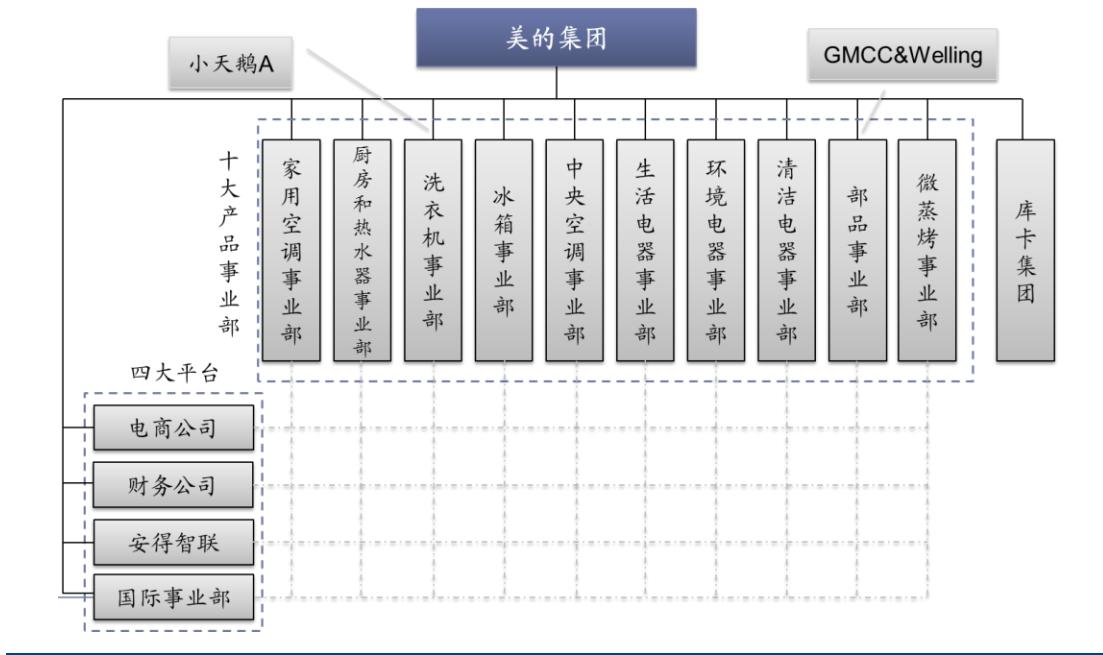
## 1.2 管理战略优势成帝国基石

### 1.2.1 事业部矩阵结构提升管理效率

美的之所以能在中国家电浮沉五十年间脱颖而出，其先进的集团管理运营模式是核心竞争力。公司经 1996 年及 2000 年对组织架构的大力改革，形成了以产品为中心的事业部制度，并建立“集权有道、分权有序、授权有章、用权有度”的分权经营模式。

**在组织架构上实施事业部制度，矩阵管理。**随着公司产品的拓展，目前公司已形成十大产品事业部与四大平台，通过纵横协调与权力集中，分管研发生产与推广营销，形成矩阵式管理，充分发挥自主性与协作能力，提高各级决策效率和执行力，进而保证了组织活力。

图 5: 美的集团部门矩阵式管理



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

### 1.2.2 经营模式优化推动运营效率

美的在生产运营上全面推行“T+3”模式，以销定产大幅提高经营效率。

- 由于 2011 年中国家电产业与市场出现严重脱节，家电企业传统模式问题暴露，全行业面临改革转型。美的率先在旗下小天鹅尝试取缔传统“大规模、低成本”的经营战略，改为由客户订单驱动的产销模式，以销定产，即“T+3”模式。

图 6: “T+3”客户订单驱动的产销模式



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

- 所谓“T+3”模式，是指接收到客户订单后 (T) 进行原料备货 (T+1)、工厂生产 (T+2) 及发货销售 (T+3)，并通过优化流程、升级设备及工艺等途径持续压缩供货周期，

其在于精简SKU、提高仓储周转效率。相较于传统的生产排产计划驱动，T+3客户订单制有助于公司生产更加精细化、信息化且供应链效率将大幅提升。

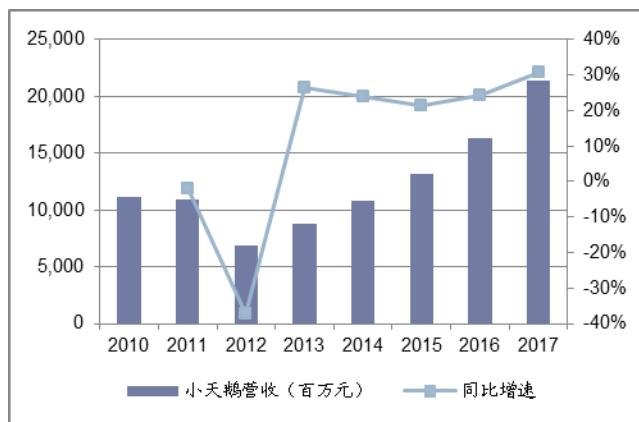
**表 1：“T+3”模式下各环节改进方向**

环节	措施
供应商	强化勤进快销，加强订单及库存管理，引入优质资源改善供应布局，以保证及时供应
研发端	持续精简产品型号，模块化设计，降低产品物料数量
制造端	加大柔性化、自动化和精益化制造升级
品质端	大力推动精品工程战略

资料来源：东兴证券研究所

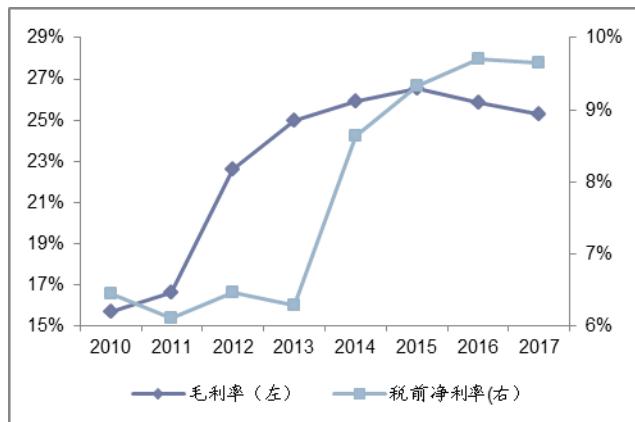
- ◆ 小天鹅在T+3推动下，自2012年业绩持续改善。营业收入保持在20%以上的高速增长，2017年营收达213.8亿元，相较于2012年时翻了3.1倍。同时毛利率与税前净利率持续增长，分别稳定在25%以上和9.7%，盈利能力大幅提高。

**图 7：小天鹅营收自改革后持续高速增长**



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

**图 8：小天鹅盈利能力在改革后持续改善**



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

- ◆ 随着在洗衣机方面的成功，2015年美的公司在空调等事业部进一步推广“T+3”新模式，目前空调事业部已经有约80%订单实现“T+3”，效果显著。在当前互联网推动平台、物流系统推动运输、生产自动化推动产能的大背景，T+3模式的柔性定制将进一步改善内部经营效率。

**在运输平台上安得智联协调上下游及各事业部，统一调度，最大化集团规模效益。**

- ◆ 美的集团具有家电行业最优势的规模效应，通过汇总采购量实现规模集成，提高对上游议价能力，降低成本。
- ◆ 内部则通过安得智联（原安得物流）平台进行调度原料和产品
- ◆ 由集团仓储统一做中心仓，通过将所有产品统一存储进一步节约运营成本

- ◆ 最后通过平台关联性销售推动各品类销量，形成协同效应。并由物流缩短运营周期，提升服务品质。

图 9: 安得物流供应链解决方案



资料来源：网络公开资料，东兴证券研究所

图 10: 安得物流运输网络



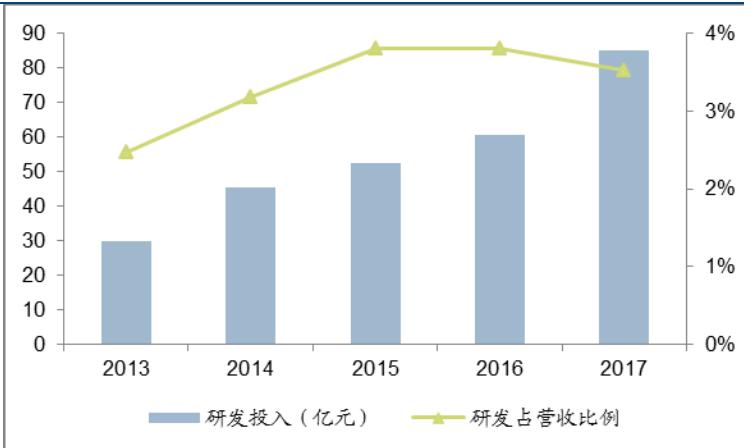
资料来源：网络公开资料，东兴证券研究所

- ◆ 随着 KUKA 的收购，原 KUKA 旗下瑞仕格 (Swisslog) 与安得在硬件上深度合作，提供包括机器人、AGV、箱式技术、托盘技术在内的全套智能设备，促使安得物流极大地提升自动化物流仓储运输效率，并拓展了第三方物流市场。

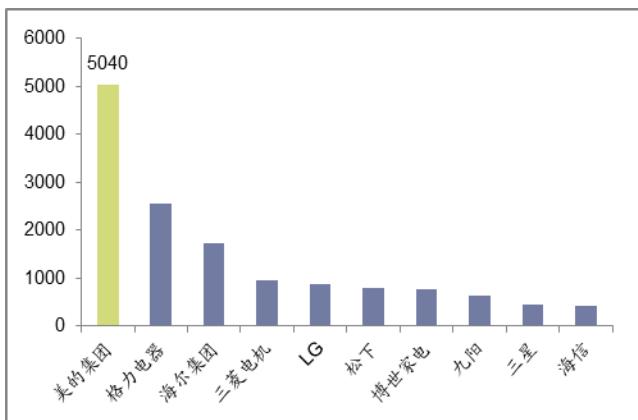
### 1.2.3 研发积累确保长期动力

**高度重视技术研究，规模与质量共同进步。**美的在 21 世纪第一个十年就敏锐地提出了以“产品领先”为首的专业化战略。近年美的研发投入规模持续增长，且研发投入比例保持上升，至 2017 年底，美的已在全球 9 个国家设立 20 个研究中心，五年间研发投入超过 200 亿元。2017 年研发投入更高达 85 亿元，受 KUKA 并表拖累研发占比降低，除去 KUKA 影响美的研发占比已达 4.38%，可见创新力度。

图 11: 美的研发投入逐年增长



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

**图 12: 美的 2017 年发明数为全球家电第一**


资料来源：《2017 全球创新报告》东兴证券研究所

**图 13: 美的集团四级研发体系**


资料来源：美的社会责任报告，东兴证券研究所

**技术积累厚积薄发，科技创新引领家电行业。**在重视技术与质量的战略推动下，美的在技术积累上长足发展。美的独特的四级研发体系为集团内技术转化带来了雄厚的积累，持续引领行业发展方向。截至 2017 年底，美的累计国内专利申请量突破 7 万件。在科睿唯安（前汤森路透）发布的《2017 全球创新报告》中，美的集团在家电领域连续三年稳居全球第一，其发明数接近第 2-4 位的总和。

## 2. 现有基石：产品多元化铸就内销霸业

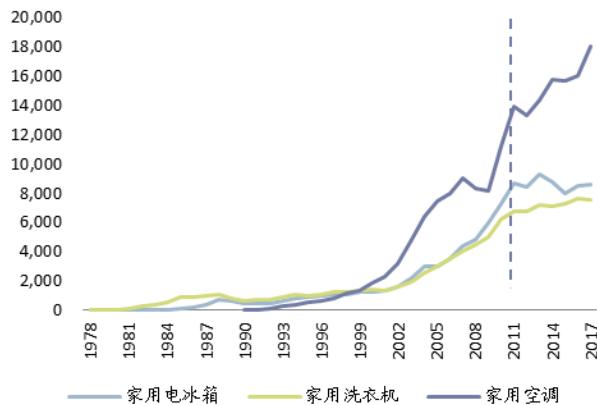
50 年来，美的历经早期在产品的专业化提升和新品类尝试，最终成功实现稳健的产品多元化架构，迄今已成为中国唯一拥有全产业链、全产品线的家电巨擘。产品覆盖了空调、冰箱、洗衣、烟机、灶具及各类小电，同时以内部供应为主覆盖核心组件电机及物流等。并在家电这一强者恒强的行业，深入布局抢占增速制高点。

### 2.1 以空调为主力切合内销需求

空调市场在当下内销市场增速确定性极高，拉动家电行业增长。

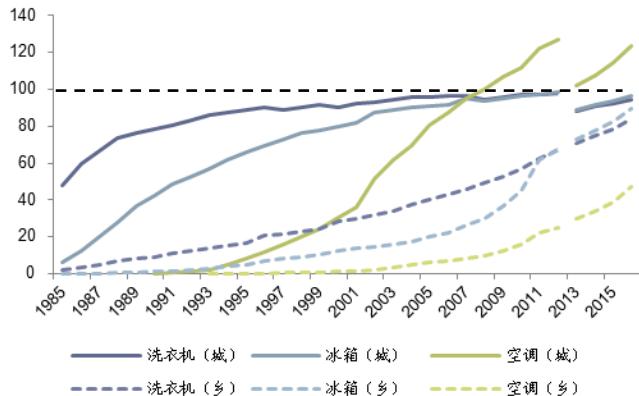
- ◆ 对比中国冰洗空等大家电产品，冰洗在 2011 年后产销量增速明显放缓，这与冰洗保有量趋于高位密切相关，近两年冰洗销量复合增长率仅为 1.37% 和 6.83%。
- ◆ 大家电中唯有空调保有量因打破“一户一机”的局限而保持高速增长，带动空调产销量逐年扩大，2017 年空调市场销量增速高达 30.5%。
- ◆ 我们在之前的报告中通过日本发展，测算认为空调产品在城镇市场至少拥有 3.78 亿台的潜在空间，增长确定性极高。
- ◆ 而在家电市场相对滞后的农村市场空间，空调保有量仅 47.6，而增速迅猛，具有巨大需求的推动力。

图 14: 空调生产规模引领大家电产业(万台)



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

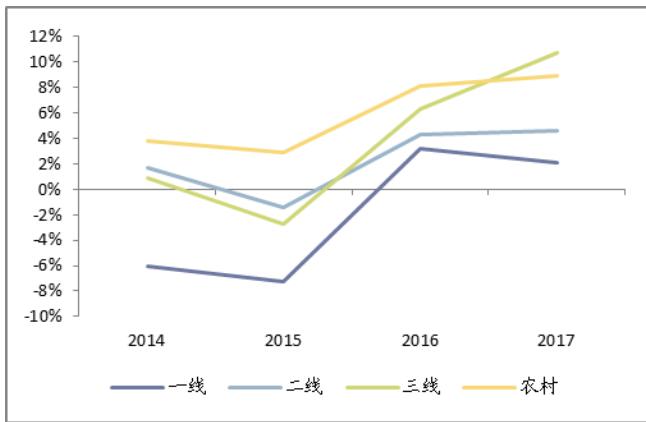
图 15: 城乡大家电保有量中空调持续高速增长(台/百户)



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所 2012-2013 年间数据统计有调整，造成前后数据差异。

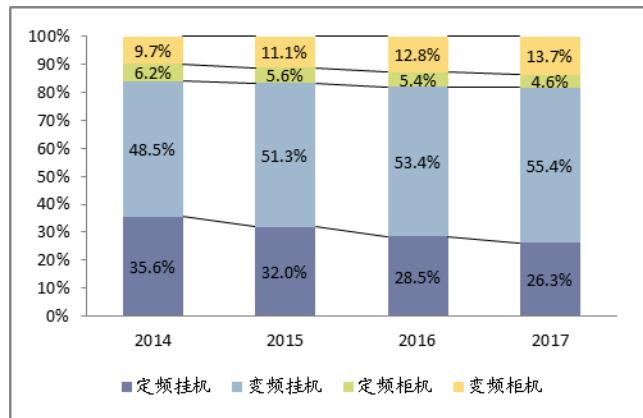
美的集团以空调作为产业结构的主力，即把握住家电内销的高增长市场。美的早期就以空调发家，至今公司空调业务占主营收入比重高达 43%。公司市占率稳居空调市场的 Top2，且加速扩张。

图 16: 三线、农村市场的空调零售额增长迅速



资料来源：奥维云网，东兴证券研究所

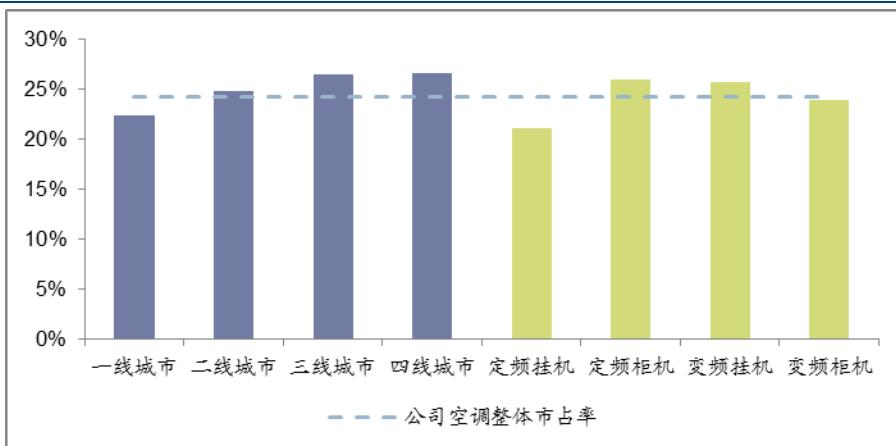
图 17: 变频挂机品类销量占比逐年扩大



资料来源：奥维云网，东兴证券研究所

在此基础上，公司深耕空调产业，布局抢占具有相对优势增速的细分领域。

- 在空调细分区域市场中，三四线及农村市场是增速拉动区域。随着一二线空调普及度增大，近年零售额增速均低于 5%，而三线及农村普及潜在空间广，拉动整体市场需求，2017 年增速分别达 10.7% 和 8.9%。
- 在空调细分品类市场中，变频挂机为主要品类并保持高增长。变频挂机 2017 年销量占比已高达整个空调市场 55.4%，并随着消费升级的深入，该品类占比逐年以 2% 的比例稳步增加。

**图 18: 公司空调在增速优势市场高于其整体市占率**


资料来源：中怡康，东兴证券研究所

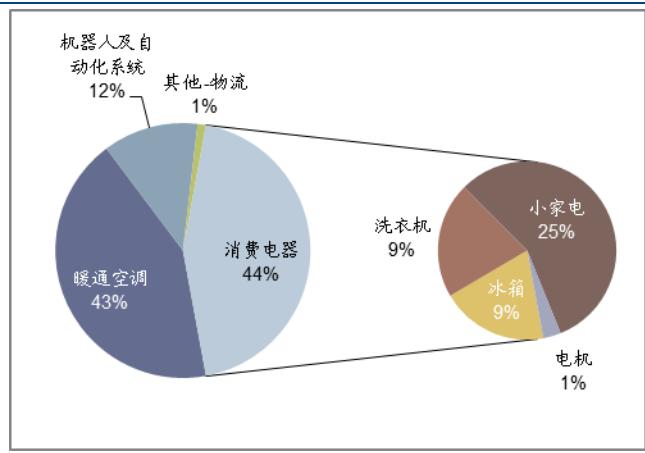
- 美的布局高增长细分市场，抢占空调市场增速制高点。对比公司整体及相关细分市场的市占率，公司在三四线区域及变频挂机品类等具有增速优势的细分市场具有明显高于平均的市占率，这正是公司产品升级和渠道下沉战略的成果。
- 多层加速确保公司空调业务涨幅引领市场，集中度持续扩大。据 wind 整理数据，2017 年美的空调销量高达 3469 万台，同比增长 43.53%，显著高于同年空调市场平均增速的 30.5%。

## 2.2 品类多元化确保稳健增长

**品类多元化覆盖，稳健与增长点双保险。**自美的集团 2013 年整合以来，公司空调业务规模扩大的同时，保持在家电领域的全品类覆盖。随着冰箱、洗衣机及厨电小电业务占比逐步增加，合理的产品结构使公司业务抗风险能力显著提高。并确保公司在各产品整体市场出现需求刺激时能享受红利，保持营收稳健。

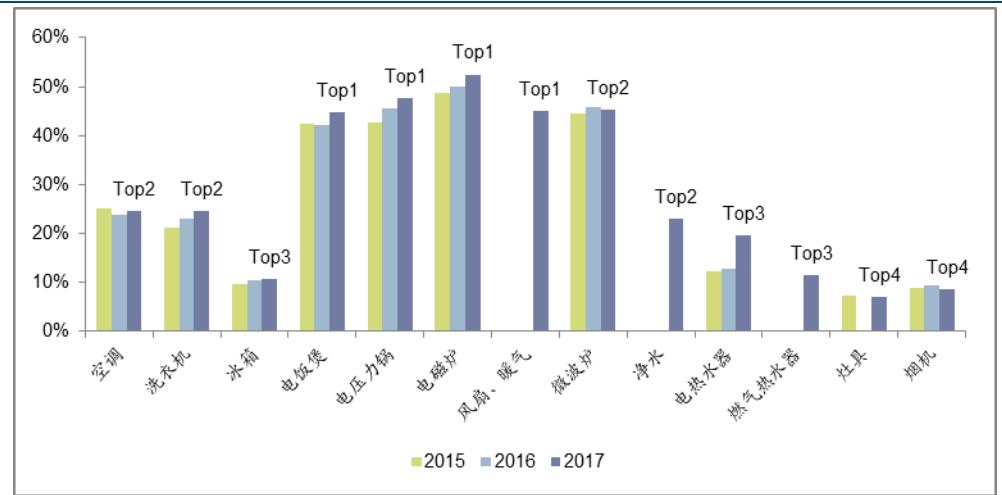
**图 19: 美的 2013-2016 年空调外产品比重增加**


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

**图 20: 美的 2017 年产品结构拆分**


资料来源：公司公告，wind，东兴证券研究所

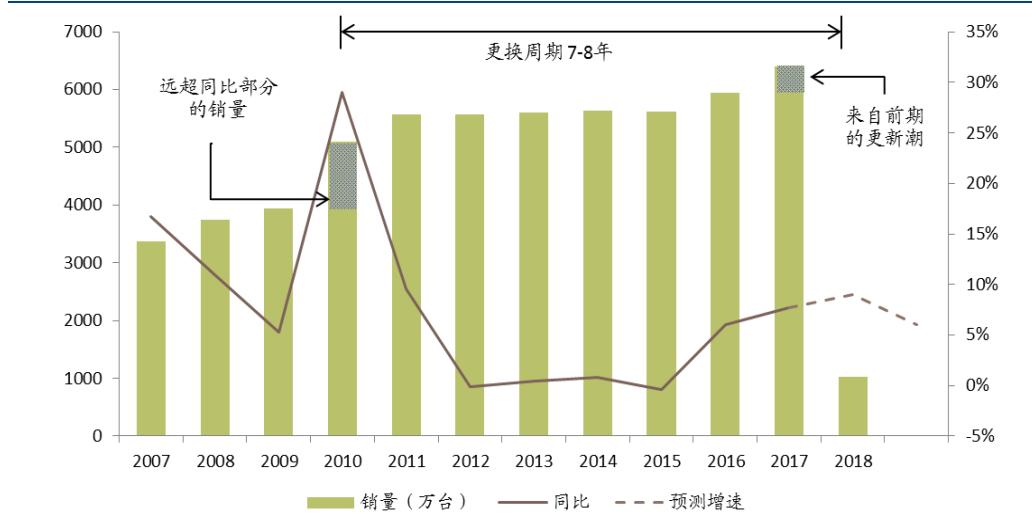
图 21: 美的线下三年间主要产品市占率变化及 2017 年排名



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

各品类市占率稳居前三，龙头集中度持续提高。美的在白电、厨电及小电上霸主地位稳固，三大白电中均已成龙头，而多种小家电占有率稳居市场第一，部分产品市占率甚至已超过 50%，且各产品近三年市场集中度仍在稳步提高。其规模效应带来的高效迭代与积极竞争，造成市场碾压式的成就。

图 22: 洗衣机更新潮带动销量增长示意图



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

此外，产品多元化架构，使公司能充分享受大家电更新潮带来的市场红利。

- ◆ 近年更新潮引领销量增速，不同产品市场需求有迹可循。来自 2009-2011 年家电下乡期的大家电更新潮引领内销市场更新需求加速释放，目前已观测到 2016、2017 年洗衣机更新潮拉动的销量增长及空调需求放量，我们由此预测 2018 年底冰箱将

出现更新潮，进一步拉动对应市场销量。

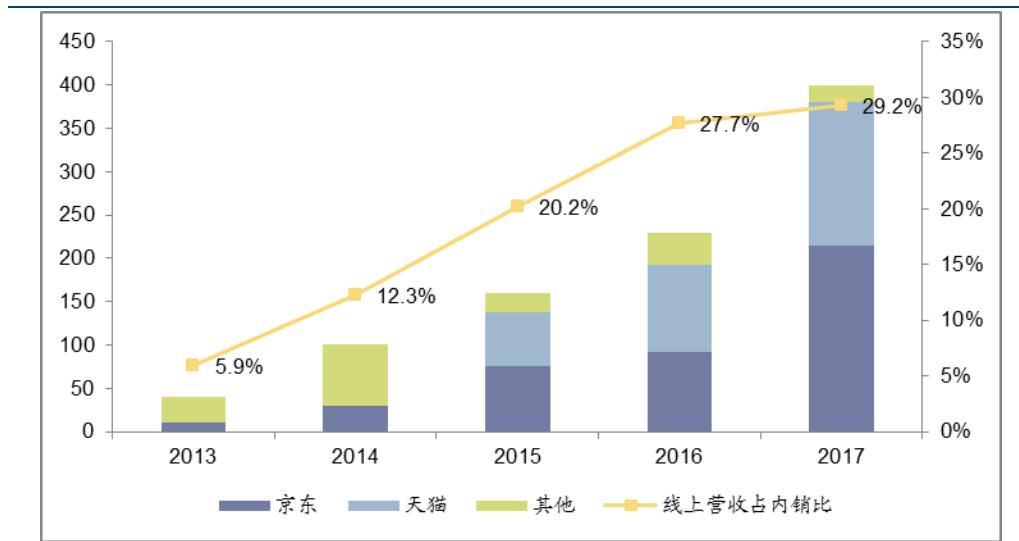
- ◆ **公司的产品多元化优势，促使整体业绩保持长久活力。**不同产品的基本面增长均推动美的业务上升。2016年美的借洗衣机市场红利，对应业务销售额大涨34.1%，次年又保持29%的高增速。而2017年空调大涨期，美的同样享受红利营收大涨38.7%，且两者增幅均高于业内平均。随后的冰箱更新潮乃至洗碗机、净化器的兴起，公司凭借产品多元化优势也有望享受业务增速。

### 2.3 构建渠道 制霸线上平台

美的积极构建多平台渠道，线上发展成效显著。自2014年美的正式成立电子商务公司，开设了天猫美的全品类官方综合旗舰店，全面推动电商全渠道战略部署，其全品类优势、品牌效应和品类间的协同效应帮助美的线上长足布局。2017年公司全网线上营收超过400亿元，相较2016年的200多亿近乎翻倍，是中国家电全网销售规模最大的公司，线上收入占比接近内销总额的30%。

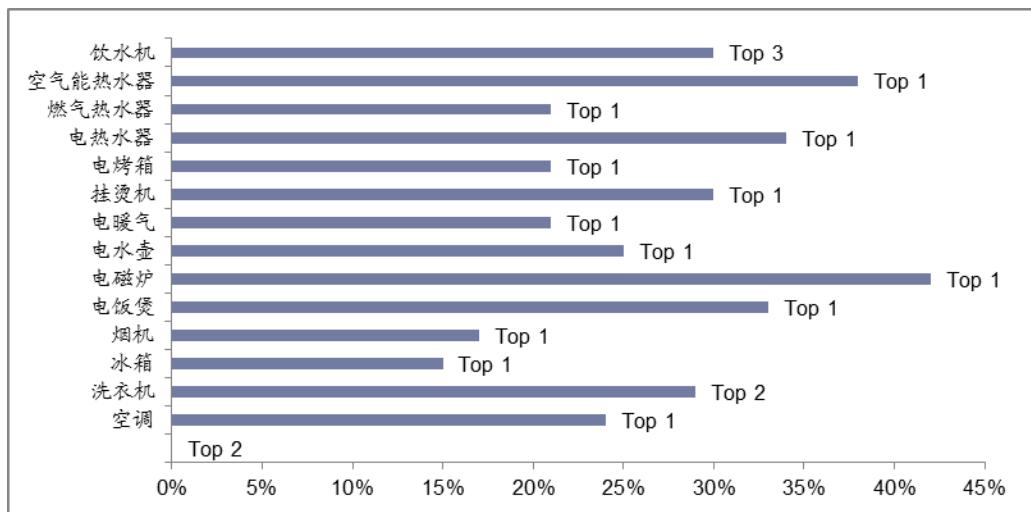
与京东、天猫两大平台深度合作，平台销售均列家电行业第一。2017年美的借助两大平台实现营收占线上比例高达95%。美的分别与京东、美的签署全面战略协议，深化大数据、全渠道、供应链及其他运营业务的合作。借电商平台美的可深度利用互联网红利，如与京东确定的2018年销售目标将进一步达300亿元。

图 23: 美的线上营收额及占内销比重



资料来源：公司公告，云观咨询，东兴证券研究所

图 24: 美的各产品线上家电份额及排名



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

协同销售，线上各产品市占率称霸全网。美的凭借自身先知先觉的电商战略，发挥“线上用户和订单+线下旗舰店+物流仓储”的全渠道布局优势，通过大数据组合产品方案，全品类协同销售效应明显。深化线上渠道，使公司在线上部分产品的地位甚至优于多年线下市场多年的积累。目前线上产品已全面占据各子市场龙头地位，部分产品如冰箱、洗衣机等市场占有率显著高于相应线下份额。

总体而言，美的集团五十年来凭借高需求的空调品类做基石，多元化产品保证整体稳定性，并抢占新兴的电商平台，最终形成在家电内销市场难以撼动的立体产业布局。而内销市场的强大把控和稳健发展，同样成为其对外扩张的不败前提，使美的帝国可步步为先地布局海外市场和其他产业。

### 3. 中期拓展：向区域多元化进军

诚然美的集团在规模与业务上已毫无疑问地成为全球家电龙头之一，但其突出业绩更多是源于中国内销市场的强力推动。中国家电龙头问鼎全球也仅是近数年间的改变，在中长期战略布局上，美的集团仍大有可为。

#### 3.1 百年惠而浦的多元化战略启示

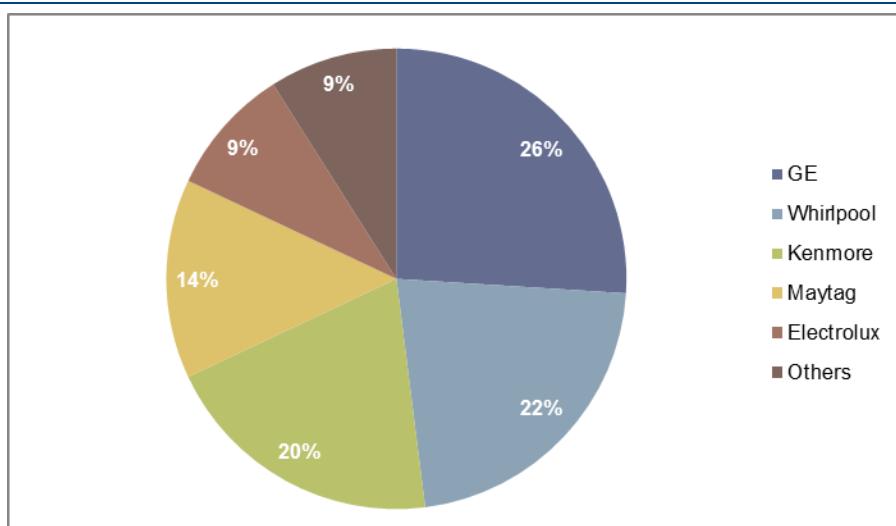
国际龙头惠而浦自 1911 年至今已有 107 年的历史，其植根于内销需求同样庞大的美国市场，先后历经单一洗衣机产品发家的专业化，产品多元化，区域多元化进而全球化，起承转合各阶段值得美的集团来借鉴。

##### 3.1.1 区域多元化战略是本土市场趋于饱和后的必由之路

惠而浦在二战结束之前专注于洗衣机行业，50年代后由专业化向产品多元化战略迅速推进，至八十年代已形成覆盖白电、厨电、各类小家电的产业结构。与美的集团中前期发展相似。

随后，本土市场饱和，家电企业进入快速扩张期。随着80年代末美国本土市场趋于饱和，继续提升国内市占率的边际成本过高，且由于激烈竞争导致利润摊薄。美国本土家电市场1994年CR5高达91%，家电企业为谋求进一步的发展空间，开始加速进入区域多元化的扩张期。

图 25: 1994 年美国内销市场 CR5 高达 91%



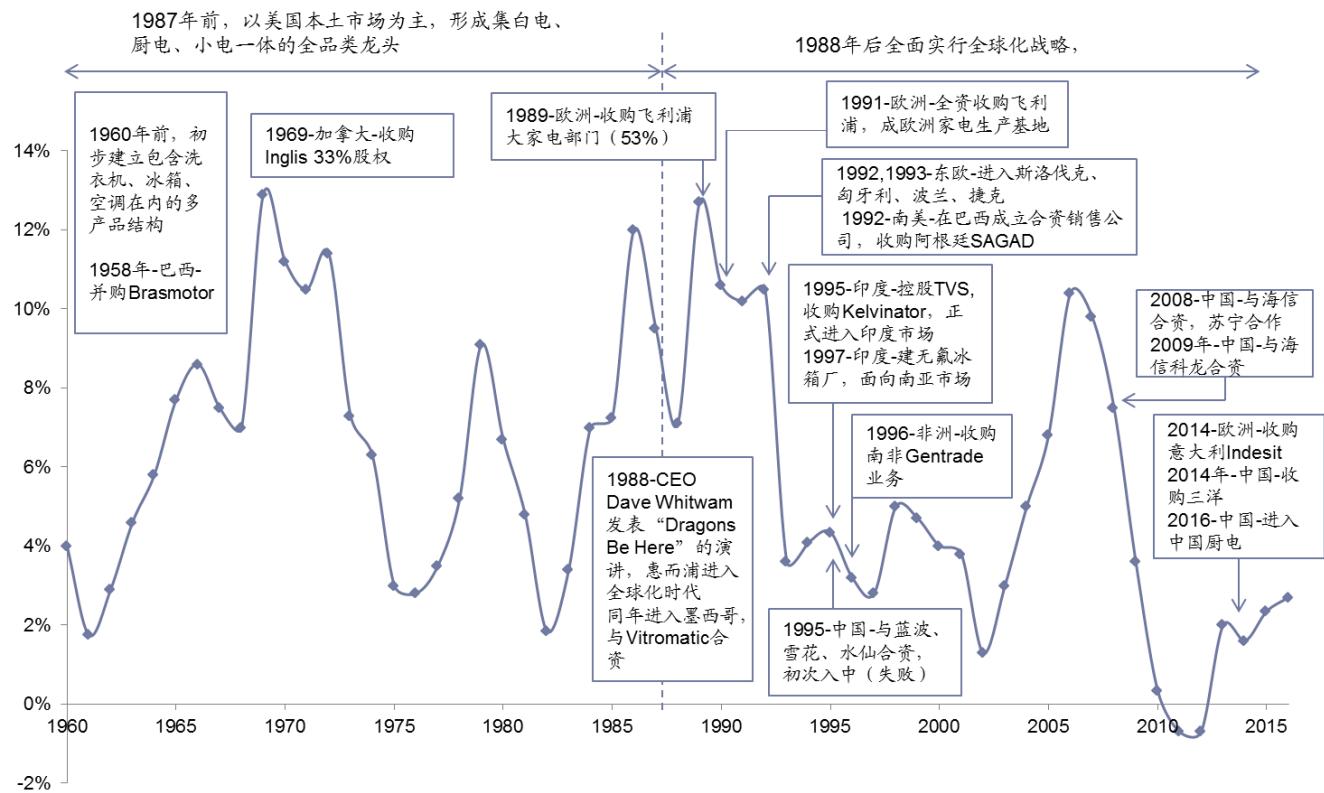
资料来源：《Change at Whirlpool Corporation》，东兴证券研究所

**1988-1996 年间区域高速扩张，合资并购推动市场进入效率。**随着1988年时任CEO的Dave Whitwam的推动，惠而浦全面进入全球化时代。

- ◆ 惠而浦区域化具有较明显的距离顺序，大致先后进入北美-拉美-欧洲-亚洲-非洲等市场，由近及远，由发达国家到不发达国家，实现了集团控制力和区域经济购买力的阶梯性推动，这一战略在中前期有效避免了新入市场带来的挫折。
- ◆ 1988-1996年间通过一系列快节奏的合资并购战略，先后有序地进行财务周转、品牌建立、渠道拓展、市场全面占领，通过吸收当地企业资源，植根于当地市场状态及文化政策，快速继承并拓展区域业务，大幅刺激了营收增长。
- ◆ 成功进入的市场后，后续多次深化投资收购以扩大区域多元化成果。如欧洲（飞利浦初购-飞利浦全资-东欧-意大利强化）、巴西（Brasmotor初购-Brasmotor合资销售-控股两次提升）、印度（洗衣机合资-收购冰箱-建冰箱工厂）等区域，以资本换时间，以吸收替代初创，从而实现在海外导入市场的快速扩张。
- ◆ 随着以快打快的区域扩张，惠而浦成功占据了北美、巴西、印度等家电市场第一的地位，在欧洲市场份额也稳居2-3名。1996年惠而浦成为全球洗衣机市场老大，且大型家电全球市场占有率达14%。至1998年惠而浦全球营收10.3亿美元，其

中 46% 来自海外。

图 26: 惠而浦 1960 年里发展战略与同期营收增速变化情况



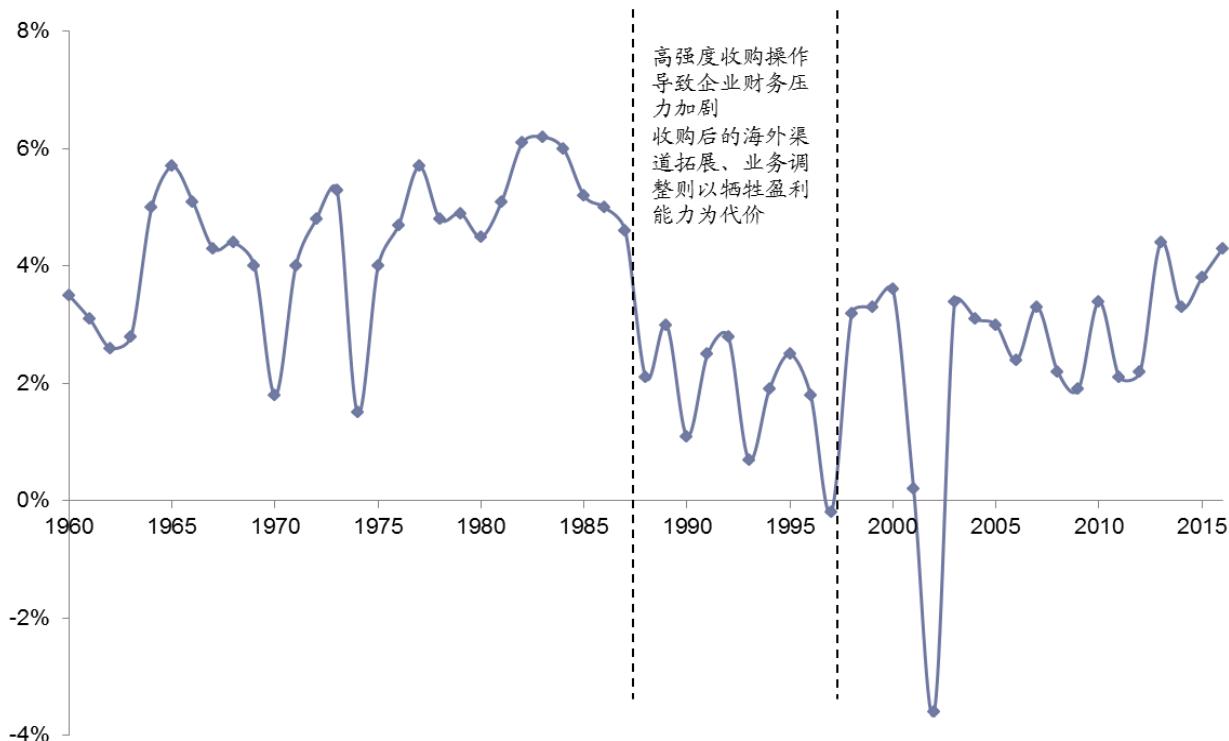
资料来源: Bloomberg, Fortune, HBR, 《Whirlpool Corporation: 100 Years at a Glance》, 东兴证券研究所

惠而浦区域多元化中，尤其是中后期也有失败的教训。其滑铁卢案例主要在开拓中国市场及非洲市场上。1996 年惠而浦在亚洲亏损 7000 万美元，终至 1997 年在中国黯然离场。

- ◆ **区域需求未成熟，经济发展不足。**由于中前期全球化的成功经验使惠而浦高度信心膨胀，过快照搬地投资中国与非洲，但对应家庭收入尚未能与企业战略接轨，导致对区域预估性错误，实际市场放量偏低。事实上，中国直到 2000-2011 年间才进入家电飞速发展期。
- ◆ **同期过于庞大的扩张方向，导致对区域现状探究不足，决策失误。**以中国市场为例分析失败原因：1) 对中国市场不熟悉，定位有氟冰箱出现偏差，造成产品落后；2) 管理层混乱，舍弃中国公司原有销售渠道而盲目自建销售网络，导致成本过高，扩张受阻；3) 国内竞争者的快速模仿和强大竞争能力，这也造就了今日的中国家电三巨头。
- ◆ **同时，惠而浦的快速收购战略对自身盈利能力也造成了负面影响。**其过快的、过高的收购操作对惠而浦财务造成极大压力，而收购之后同时对多区域企业的产线扩张、产品调整及渠道拓展等，导致成本的大幅上涨，盈利能力下滑甚至亏损。盈

利问题间接造成后力不足，随后在发展中国家市场推进放缓。

图 27: 惠而浦 1960 年来盈利能力变化



资料来源: Bloomberg, Fortune, HBR, 惠而浦官网, 东兴证券研究所

这之后的故事是，随着中国白电史诗级崛起，自 2008 年金融危机导火索后，惠而浦在全球的白电老大地位逐渐被取代。2009 年冰箱被海尔超越，2012 年更是整个大家电行业均被中国龙头超越。昔日以快速扩张著称的国际龙头，最终也失势于扩张速度上。

但惠而浦全球化中前期的成功经验，尤其是快速进入市场的合资并购战略，值得我们深入学习。

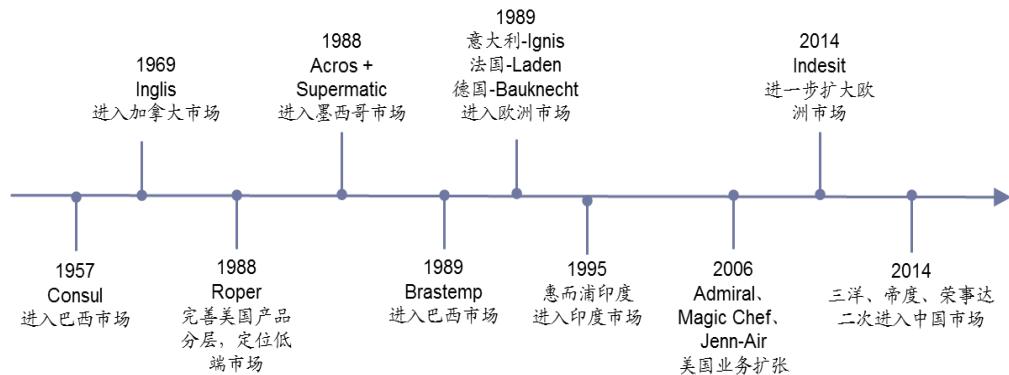
### 3.1.2 品牌多样化快速立足海外市场

惠而浦在合资并购期间，通过建立品牌多样化快速开发市场。早在 1957 年进入巴西时，惠而浦就开始持有当地品牌。随着全球化推进，惠而浦通过持有各地品牌，短时间内集成海外资源，从而大幅减少开拓成本和风险，实现快速扩张。

**多品牌差异化价格定位，协同促进市场覆盖。**惠而浦通过多品牌定位覆盖各价格区间的消费者人群，避免消费者对主品牌的冲击损失。如在北美，KitchenAid 定位高端市场，Whirlpool 为中端主力市场，Roper 则覆盖低端市场，从而实现市场占有率最大

化。

图 28: 惠而浦多品牌战略伴随着海外市场的开拓进程



资料来源: 《Whirlpool Corporation: 100 Years at a Glance》, 东兴证券研究所

至今惠而浦已形成了 **Whirlpool**、**Maytag** 和 **KitchenAid** 三大全球化品牌构建下, 多区域性品牌局部发展的品牌架构。通过全球化品牌构建企业价值并确保客户忠诚度, 而区域性品牌则维护原有客户、渠道并快速开拓市场。惠而浦极强的品牌驾驭能力, 促使其在北美、欧洲、巴西、印度市场获得成功, 除欧洲外是以上区域市占率均达第一, 欧洲份额也稳居第 2-3 名。

图 29: 惠而浦全球多品牌架构



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

综上惠而浦百年发展的经验教训, 对中国龙头美的集团战略的借鉴意义是非常深远的。

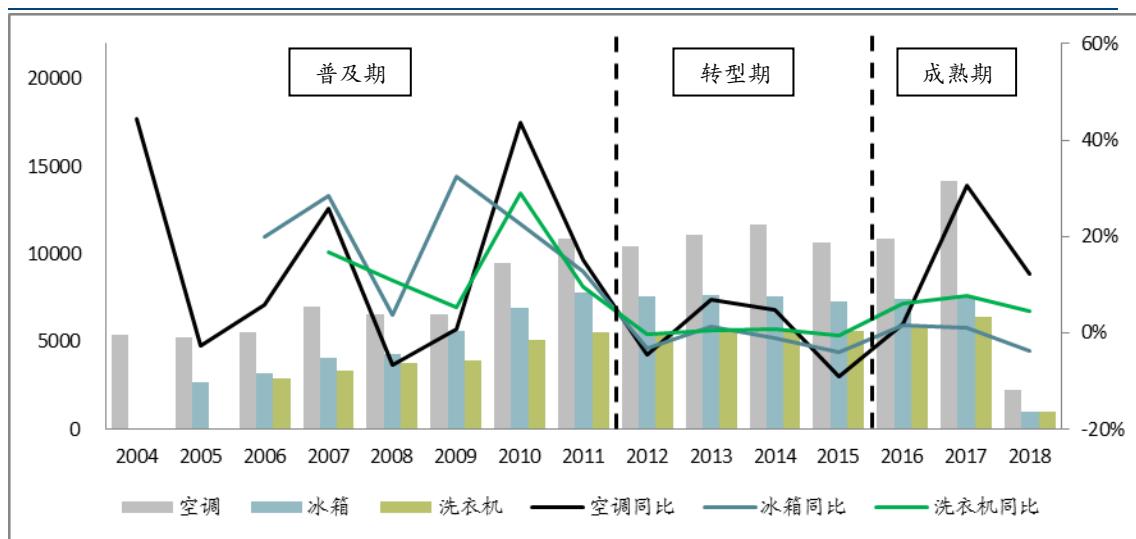
- 本土内销市场趋于饱和后，区域多元化将成为企业进一步发展的核心战略。
- 合资收购策略的成功应用将直接导致海外市场的快速扩张。
- 所开拓区域的国民经济实力、市场需求、本土消费理念、竞争环境，均与企业区域化战略息息相关。
- 品牌多样化架构有助于打开区域局面，并在多层次渗透当地市场。

### 3.2 美的集团区域多元化已启程

#### 3.2.1 国内家电市场现状促使龙头战略扩张

随着我国大家电的发展成熟，我国内需由更新需求驱动，销量增长平稳。而随着美的产品多元化逐步完成，其在各子市场占有率已达高位，为进一步开拓市场，其进一步的区域多元化战略布局势在必行。

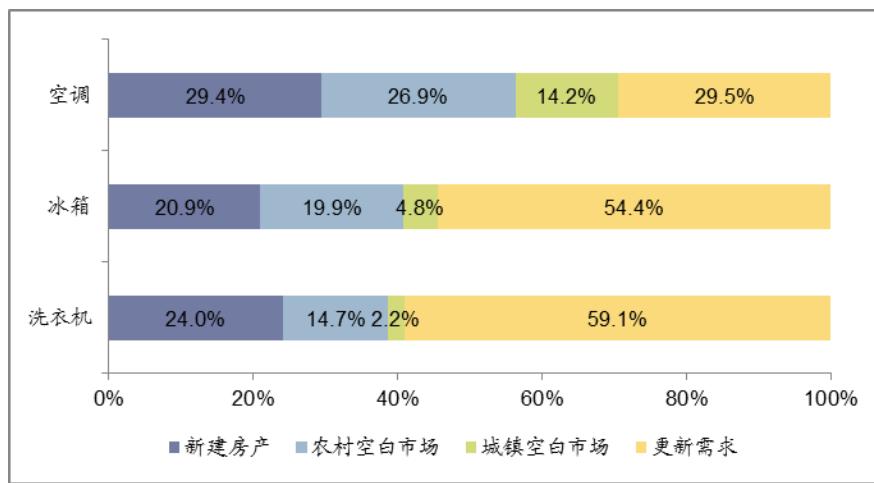
**图 30: 我国冰洗空总销量（万台）及增速变化**



资料来源：产业在线，东兴证券研究所

中国市场大家电进入成熟期，更新需求为主导，增速放缓。我们在另一篇行业深度报告《站在成熟期起点 拥抱更新潮到来》中已明确发现白电市场的成熟期现象，至 2016 年冰箱与洗衣机的更新需求已全面超过新增需求，冰箱更新需求已达 55.4%，洗衣机则高达 59.1%。中国白电正式进入以产品升级、迭代更新为主的阶段。市场增速相较于成长期市场已大幅放缓。

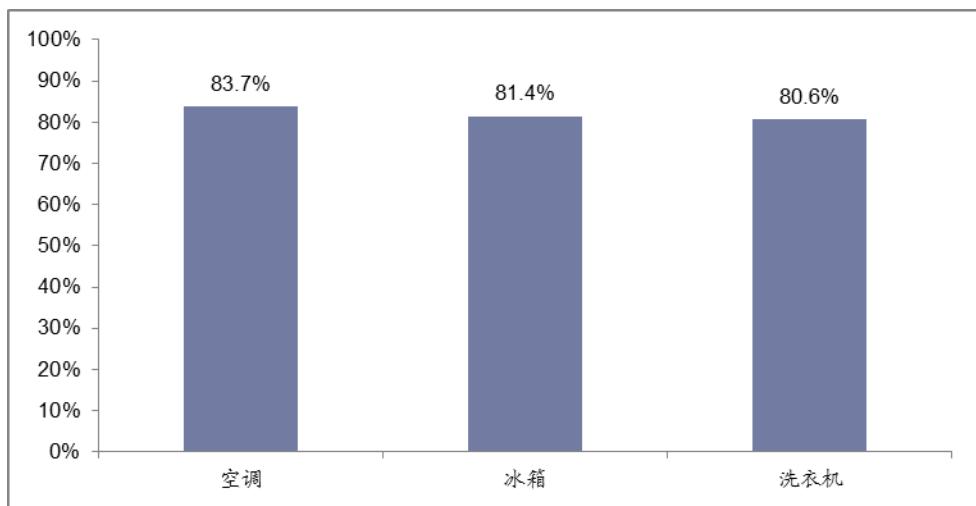
图 31: 2016 年大家电需求结构



资料来源：国家统计局，产业在线，东兴证券研究所

**大家电内销市场集中度已高，进一步扩张难度加大。**根据中怡康零售检测数据，目前空调、冰箱、洗衣机内销市场 CR5 市占率均超过 80%，相较于前文美国本土市场 CR5 差距已较小。进一步提升集中度的成本及难度将逐步增大，促使国内龙头向其他市场战略扩张。

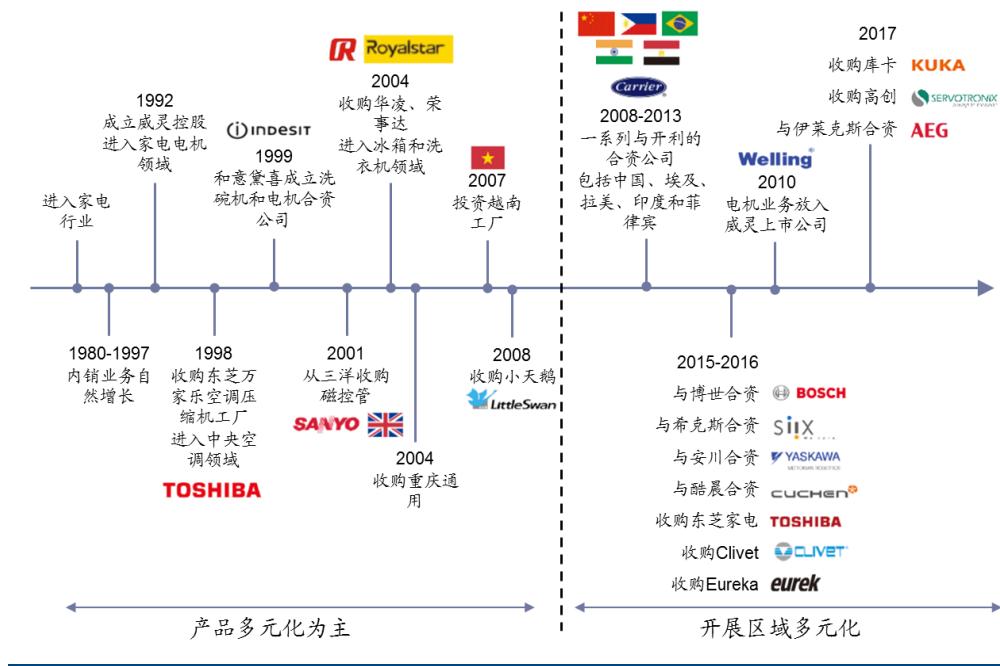
图 32: 冰洗空 CR5 内销市占率均高于 80%



资料来源：中怡康，东兴证券研究所 冰箱 CR5 含国外企业西门子(BSH)，洗衣机含西门子(BSH)、松下

### 3.2.2 海外扩张伴随多品牌架构形成

图 33: 由美的合资收购大事件看企业战略调整



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

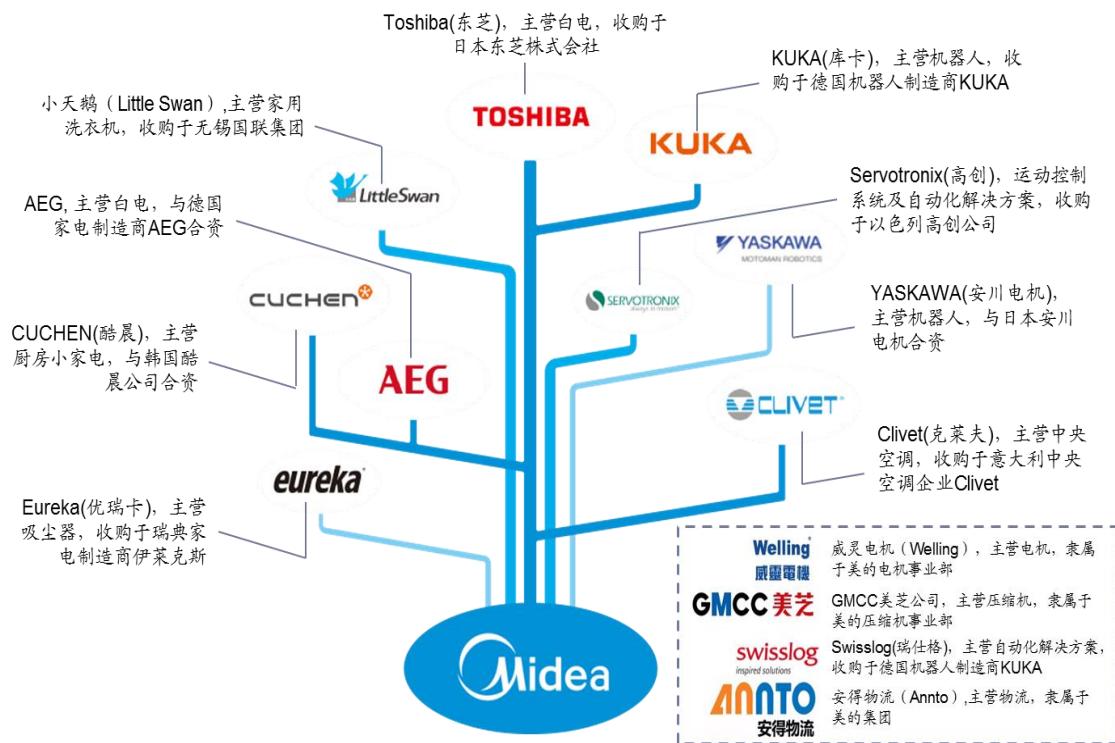
国内市场的增速放缓，推动公司区域多元化中期战略。美的 2008 年之前主要以开拓自身产业结构为主，建立了空调、洗衣机、冰箱、厨电、小电、家电上游于一身的产品多元化架构。随着 2008 年后对国内市场的危机意识，加速合资收购各区域公司，美的跑步进入区域多元化战略。

图 34: 美的海外生产基地布局



资料来源：社会责任报告，东兴证券研究所

图 35: 美的品牌多样化结构

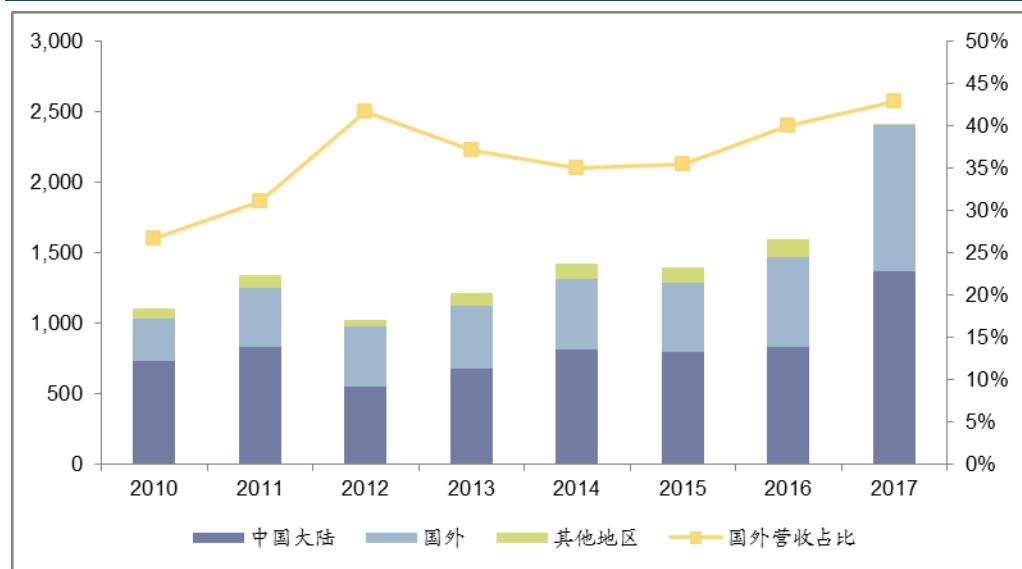


**多元化品牌架构初成，进一步向高端品牌、区域品牌发力。**随着美的的深层布局，已初步构建覆盖家电全产业链的品牌体系。

- ◆ 其中美的自身品牌形成了以科技、年轻、时尚为主的亲民的国民形象，辅以差异化白电、厨电、小电、机器人等品牌协同构建品牌价值。
- ◆ 同时为进一步契合家电市场消费升级并开拓区域市场，美的于 2018 年 3 月发布《关于高端品牌公司组织架构设置及人事任命的决定》，正式布局高端品牌，预计 2018 年下半年将正式推出，以全力打造家电领域全品类各层级品牌战略。
- ◆ 海外与开利公司多点合作，并先后获得埃及 Miraco 品牌、东芝 Toshiba 品牌、意大利 Clivet 品牌等区域资源。并在相关 6 个国家建立海外生产基地，使用“全球生产，全球销售”模式，提供区域市场的完善服务。

### 3.2.3 海外业务区域重心明确

**海外营收近年来快速增长，占比逐年扩大。**美的集团至 2017 年海外业务高达 1039 亿元，占营业总收入比重已高达 43%，受益于海外并购，海外收入同比提升 72%。对比 2010 年区域多元化初期的国外营收占比仅 26.7%，美的多年来在区域多元化战略上成果显著。

**图 36: 国外业务营收规模 (亿元) 与占比逐年提升**


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

**亚太地区占比过半，重点布局印度、东南亚。**美的下阶段战略明确放于海外市场，据披露在未来3-5年内，新建产能将全部投入到海外市场。在海外业务架构中，相对于家电成熟的欧美市场，公司对亚太地区扩张战略重心明确，这其中尤以印度市场深化投资及东南亚整合发展为主。

- ◆ 美的拥有的18个海外生产基地、20个全球研发中心和24个销售运营机构，均涉及印度和东南亚，并有重点资金投入。
- ◆ 2017年启动印度“绿地”项目，加大投资规模，深化空调、冰洗及其他家电在印度的本地化布局。
- ◆ 推进东芝家电业务整合，在东盟区域化试点，向OBM转型增强区域产业链控制力，致力于打造集权有度、分权有序地海外运营模式。

### 3.3 印度+东南亚：区域多元化的中期战略洼地

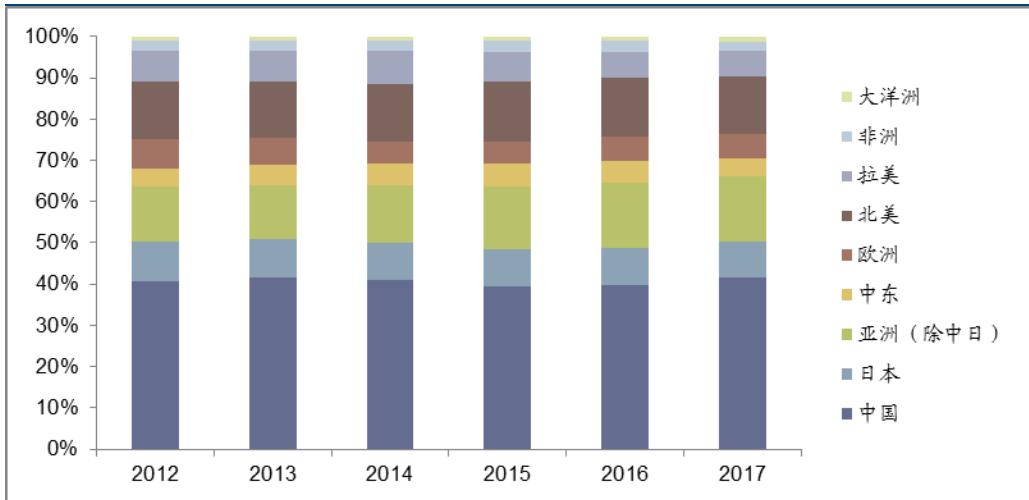
在对比全球家电区域市场，尤其是探究印度及东南亚家电市场现状、气候需求、人口规模及经济状况后，我们预测，美的集团倾力发展的印度和东南亚市场，将成为全球家电下阶段最大的需求增量区。

#### 3.3.1 东南亚及印度家电市场蓄势待发

从全球角度看，东南亚及印度目前家电市场仅初见规模。就目前格局看，欧洲与北美家电市场则已长期处于成熟期，销量稳定，而中国是目前各大家电最大的需求市场，下一阶段最大潜在市场则在印度和东南亚。以美的占比最大的空调为例，根据JRAIA数据，除中日及中东外的亚洲空调市场需求量逐年提高，至2017年需求为1730万

台，占全球 15.6%。

图 37: 全球空调需求量占比变化

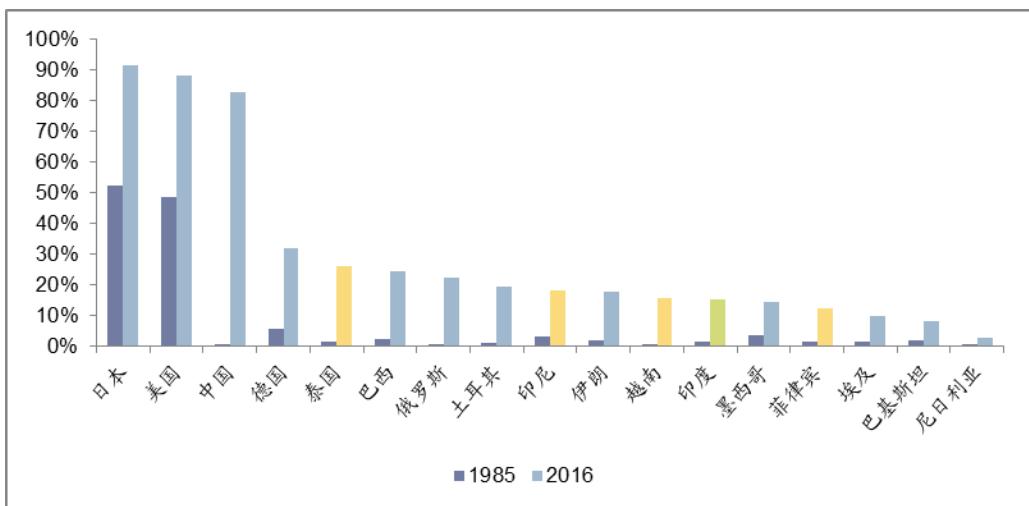


资料来源：JRAIA, 东興证券研究所

从市场现有量看，印度及东南亚各家电产品普及度均处于区域低位，潜在空间巨大。

- ◆ 各国空调普及度多年保持低位。根据欧睿数据，除了日本、美国、中国实现了空调高普及率外，所调查的其余各国普及度均不高。而其中东南亚各国及印度绝大多数普及甚至未超过 20%，但诸国处于热带、亚热带中空调实际需求强烈。

图 38: 各国空调产品普及度对比

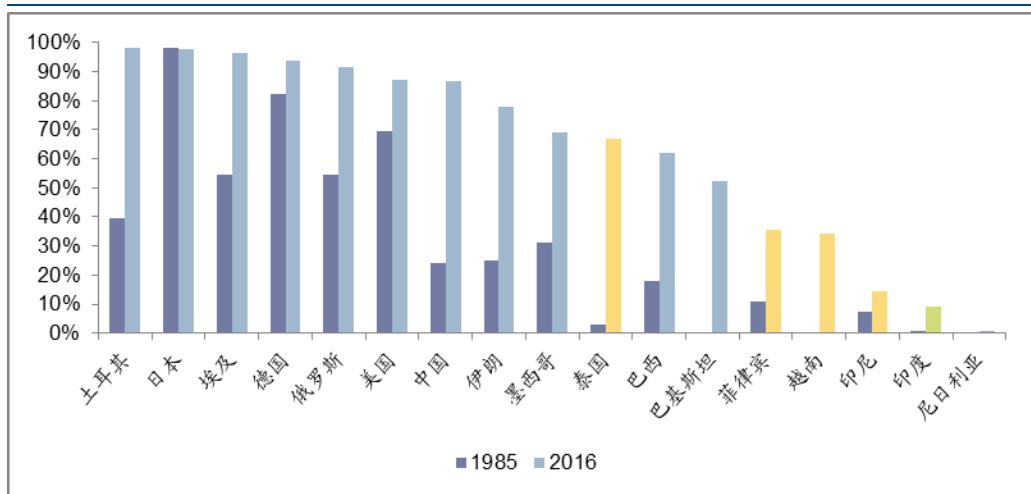


资料来源：Euromonitor, 东興证券研究所

- ◆ 洗衣机市场普及度排行近末位。除了泰国洗衣机普及度实现 67.1% 这一相对高值，其余东南亚各国普及度均不足 35%，而印度更是仅有 9.3%，可以说是除了非洲之

外的洗衣机市场的最低洼地，市场导入期特征明显。

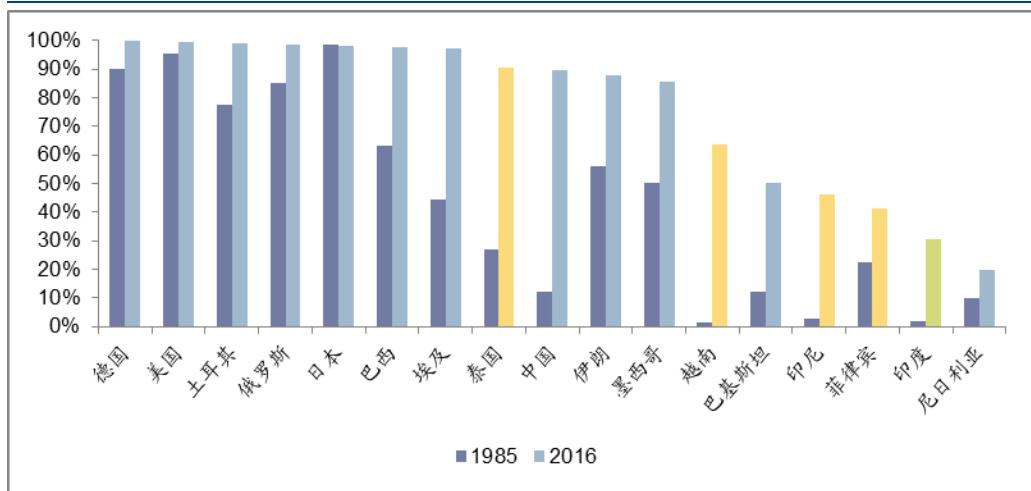
**图 39: 各国洗衣机产品普及度对比**



资料来源：Euromonitor, 东兴证券研究所

- 冰箱普及度同样较低，市场空间庞大。除泰国普及度相对较高外，冰箱普及度约为50%，。而印度冰箱普及度更是仅为30.4%，同样证明了市场的庞大潜力。

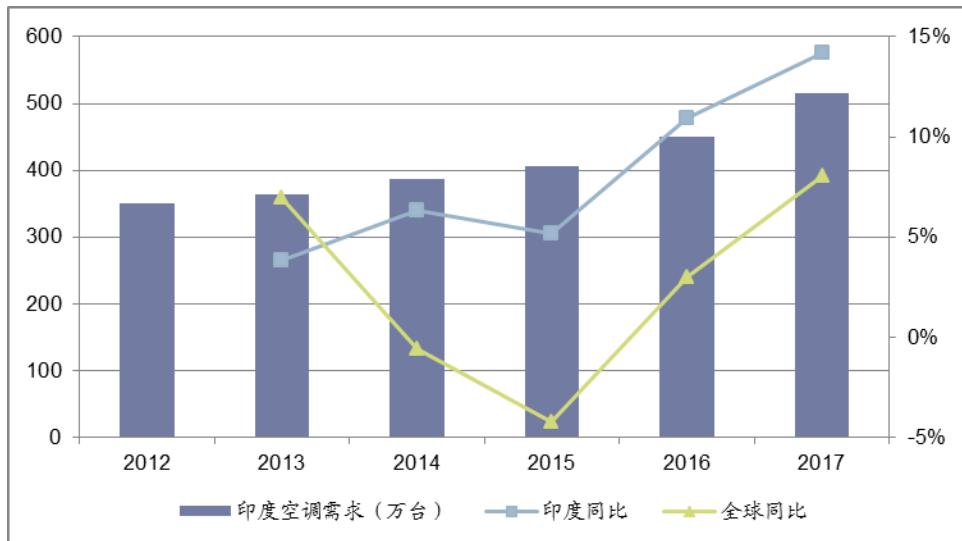
**图 40: 各国冰箱产品普及度对比**



资料来源：Euromonitor, 东兴证券研究所

由规模及增速看，印度及东南亚目前大家电市场仍在导入期或刚刚进入高速发展期。以印度的空调市场为例，据 JRAIA 数据，印度需求量逐年加速增长，至 2017 年印度空调市场需求已至 515 万台，且同比增速达 14.2%，远高于全球需求的 8.1%。随着印度经济发展与消费理念普及，其家电市场需求正在被加速释放，巨幅增量值得期待。

图 41: 印度空调需求变化及同比增速

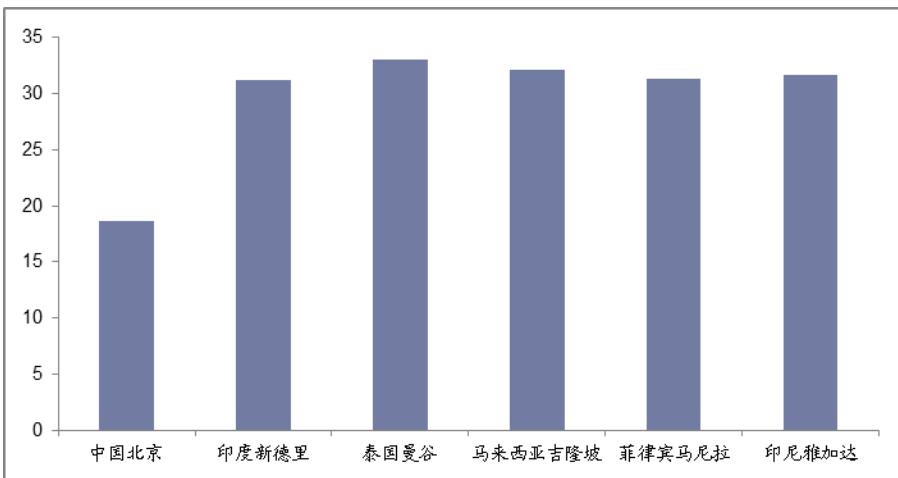


资料来源: JRAIA, 东兴证券研究所

### 3.3.2 区域刚性需求与经济发展促进市场需求爆发

我们进一步以美的占比最高的空调产品为例进行分析。由于气候变化、人口规模增长的客观需求，及国家经济实力提升的必然趋势，判断印度及东南亚近年家电需求加速释放的确定性极高。

图 42: 中国、印度、东南亚各国首都年平均最高气温对比

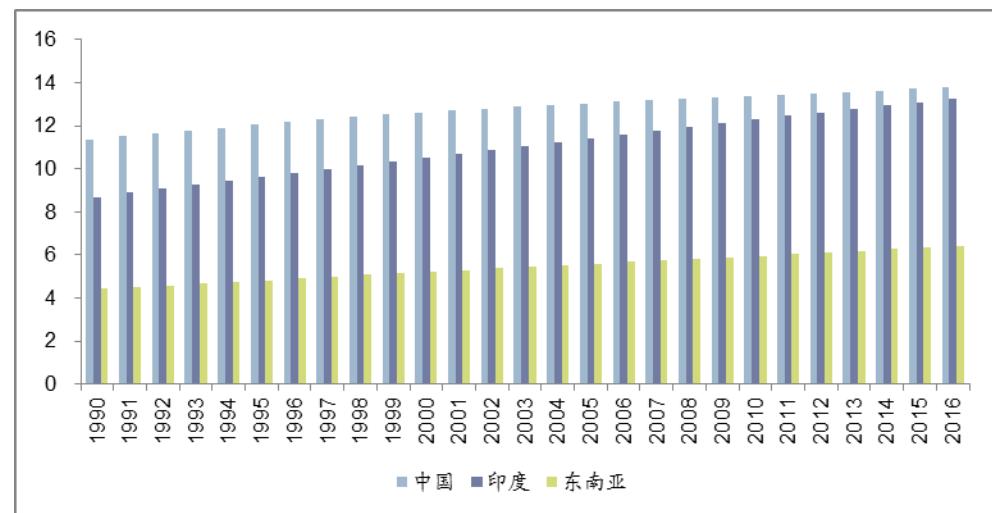


资料来源: wind, 东兴证券研究所

- 在气候上，印度与东南亚气温远高于中国，对空调刚需强烈。各国首都每年平均的日最高气温中，印度及东南亚各国均高于 30 摄氏度，而北京仅为 18.6 摄氏度。这说明印度及东南亚常年处于空调需求状态，而随着全球变暖，气候恶劣化，印度及

东南亚各国的气温将进一步升高，居民生理要求决定了区域市场巨大的刚需。

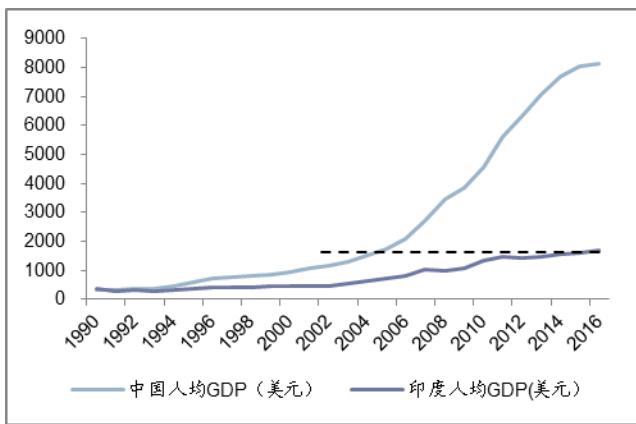
**图 43: 各国人口规模变化**



资料来源：世界银行，东兴证券研究所

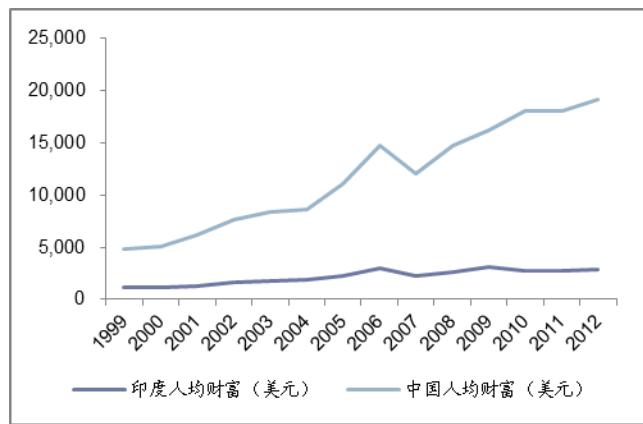
- 印度、东南亚人口高速增长，潜在消费规模扩大。而随着中国人口控制及印度、东南亚人口高速增长，尤其是印度在人口规模上已逐渐接近中国，至 2016 年印度已达 13.24 亿人，东南亚则达到 6.42 亿人。庞大的人口基数，为家电必需品带来更大潜在市场。

**图 44: 印度人均 GDP 相当于中国 2005 左右水平**



资料来源：世界银行，东兴证券研究所

**图 45: 印度人均财富仍与中国差距较大**



资料来源：wind, 东兴证券研究所

- 国家经济实力增长促使居民需求得以释放。目前印度居民的财务能力仍较低，但增长趋势较确定。从 GDP 看印度人均 GDP 约为中国的 20%，大致相当于中国 2005 年左右水平。而根据 wind 数据，至 2012 年印度人均财富尚未能达到中国 1999 年的平均水平，消费能力与印度家电处于导入期相呼应。GDP 与人均财富的差异主

要来自于印度巨大的贫富差距。随着国家生产力的提升联动人均收入增长，印度家庭消费能力将随之提高，家电确定将加速释放。

- ◆ 此外，限制印度家电市场的另一因素是其基础建设，印度境内普遍缺电，虽然印度人口已占全球 20%以上，但印度的一次能源消费仅为 5%左右，同期具有类似人口体量的中国的一次能源消费则接近 23%。随着印度国家实力提升及政策推进，这一情况预期将得到大幅改进。

经测算，印度、东南亚家电市场潜在量庞大，空间宽阔。根据中国、印度、东南亚各人口及部分国家现有保有量，推测大家电在印度及东南亚的潜在市场，其中冰箱潜在市场共达 **3.76** 亿台，洗衣机高达 **5.09** 亿台，空调则达 **7.07** 亿台。值得一提的是，该估算以中国现有保有量为标准，但中国家电尤其空调成长空间仍较大，加之印度东南亚人口的持续扩张，因此印度及东南亚的实际潜在市场空间将更高。

表 2：印度及东南亚各国家电潜在空间估算

国家/区域	人口(万人)	家庭(万户)	冰箱现有值	洗衣机现有值	空调现有值	冰箱潜在量(万台)	洗衣机潜在量(万台)	空调潜在量(万台)
中国	137,867	45,956	0.96	0.94	1.24	以中国现有值为理论目标		
印度	<b>132,417</b>	<b>44,139</b>	<b>0.30</b>	<b>0.09</b>	<b>0.15</b>	<b>28,955</b>	<b>37,386</b>	<b>47,979</b>
东南亚	<b>64,176</b>	<b>21,392</b>	<b>0.55</b>	<b>0.31</b>	<b>0.18</b>	<b>8,672</b>	<b>13,559</b>	<b>22,705</b>
印度尼西亚	26,112	8,704	0.46	0.15	0.18	4,317	6,920	9,200
菲律宾	10,332	3,444	0.41	0.36	0.12	1,887	2,008	3,837
越南	9,457	3,152	0.64	0.34	0.16	1,015	1,888	3,411
泰国	6,886	2,295	0.91	0.67	0.26	124	617	2,245
柬埔寨	1,576	525	0.61	0.38	0.18	184	294	555
缅甸	5,289	1,763	0.61	0.38	0.18	617	987	1,863
文莱	42	14	0.61	0.38	0.18	5	8	15
老挝	676	225	0.61	0.38	0.18	79	126	238
东帝汶	127	42	0.61	0.38	0.18	15	24	45
马来西亚	3,119	1,040	0.61	0.38	0.18	364	582	1,099
新加坡	561	187	0.61	0.38	0.18	65	105	198

资料来源：世界银行，Euromonitor，国家统计局，东兴证券研究所

由区域市场中期发展的确定性，证明了美的集团在区域多元化战略上具有极强前瞻性和准确性。同时美的集团在低端产品市场上的绝对优势，也帮助其与印度、东南亚的导入期/增长期市场接轨。随着国内市场的消费升级，高端产品将主要定位于国内消费者，而低端产品则更易打入经济发展期的区域，美的借规模效应及优秀的运营管理能力控制成本，在与各国际家电企业的竞争中取得优势。

## 4. 长期赛道：工业机器人的蓝海主力

早在国内家电市场初现瓶颈时，美的作为新晋龙头就已居安思危，展开多方布局。除了产品升级和区域多元化，美的很早就寻求大潜力市场。最终抓住了机器人的机遇，借工业 4.0 战略升级，调整了整体产业布局战略，由全球龙头的家电制造集团升级为以“智能家居+机器人”为核心的全球化科技集团。

表 3: 美的集团的机器人探索历程

时间	重要内容
2009 年	研发伺服电机，现已形成产业基础
2014 年	成立机器人研究所，机器人应用超过 800 台
2015 年	成立机器人业务部门，即全资子公司“美的机器人产业发展有限公司”
2015 年	参股安徽埃夫特 17.8% 股权
2015 年	与安川战略合作，设立合资公司
2016 年	要约收购 KUKA 公司 94.55% 股权，并于 2017 年 1 月完成股权交割
2017 年	收购以色列 Servotronix 公司超 50% 股份

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

伴随着 2017 年收购国际工业机器人四大家族中的 KUKA 这一标志性事件，美的正式迈入了机器人市场。而伴随着中国市场对工业机器人如潮般迅猛的需求，下一个五十年美的开辟长期赛道独具慧眼，前景广阔。

### 4.1 中国人自己的工业机器人迫在眉睫

#### 4.1.1 中国市场领跑全球机器人行业

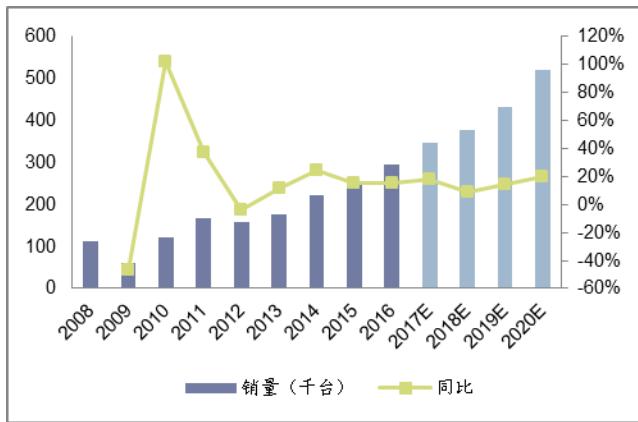
全球工业机器人行业规模创新高。2016 年全球销量创 294000 台新高，同比上涨 15.7%。事实上自 2009 年金融危机导致工业机器人销量骤降后，全球处于复苏和快发发展期，销量纪录逐年打破。据 IFR 测算，预计 2018 年全球工业机器人将实现保有量 232 万台，相较于 2011 年的 115 万台，实现 7 年内翻倍，行业活跃度极高。

图 46: 全球工业机器人保有量及增速



资料来源: IFR, 东兴证券研究所

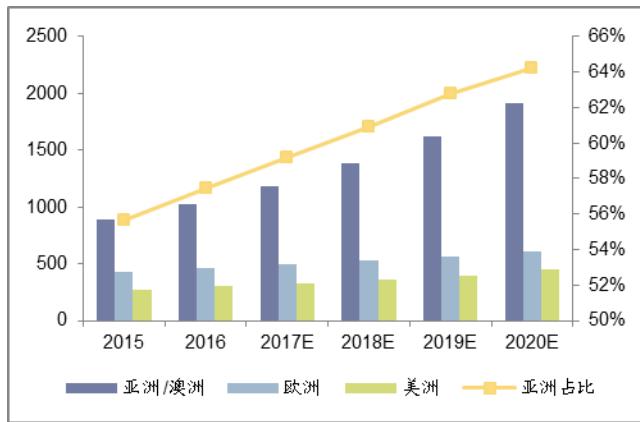
图 47: 全球工业机器人销量及增速



资料来源: IFR, 东兴证券研究所

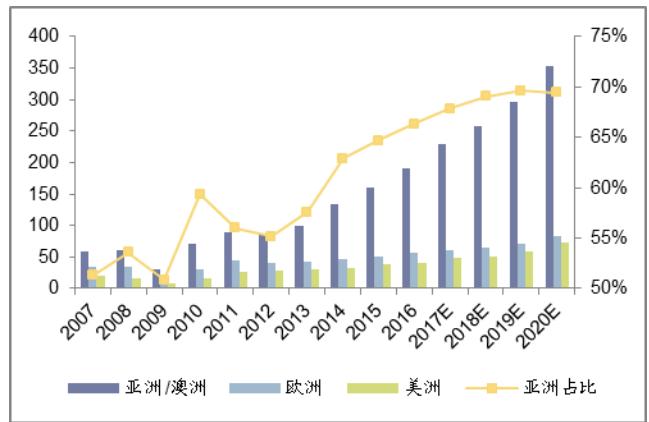
在全球大趋势下，亚太地区成为工业机器人的增长引擎。亚洲市场2016年共销售了191000台工业机器人，同比增长了约18.6%。相较于欧洲区的12%增速和美洲区7.8%增速，亚洲市场无论规模及增速均保持强劲拉动。随着市场进一步发展，2018年亚洲销量占比预计可达69.1%，进一步引领全球市场。

图 48: 各大洲工业机器人保有量（千台）



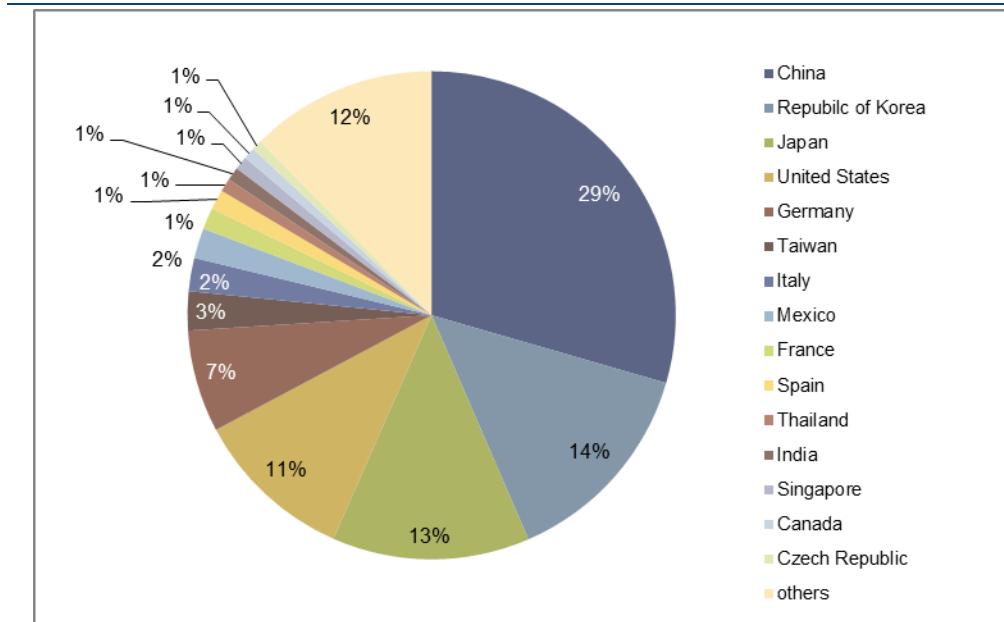
资料来源: IFR, 东兴证券研究所

图 49: 各大洲工业机器人销量（千台）

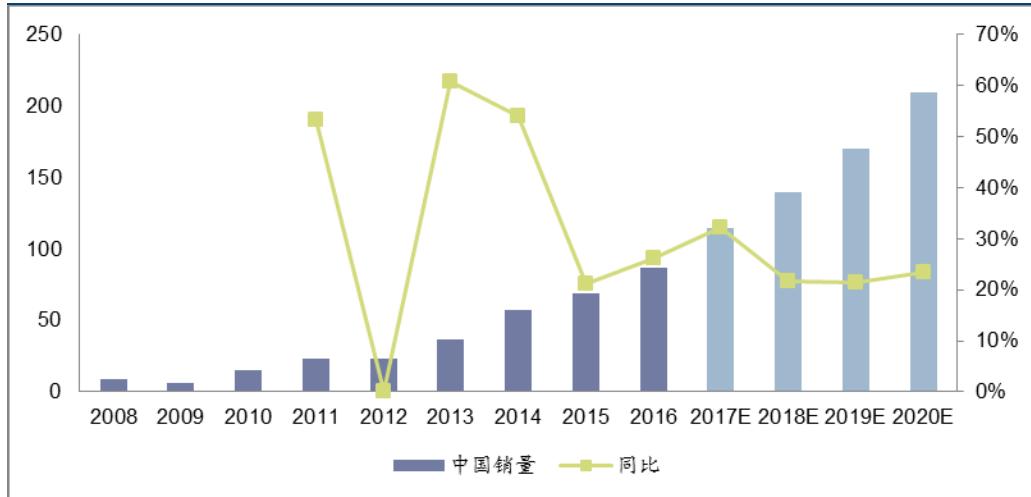


资料来源: IFR, 东兴证券研究所

而在不同国家中，中国市场以29%的销量占比稳居全球首位。2016年中国的出货量达到87000台，其出货量直接反映了对工业机器人的投资程度，随着大量国内外资金的投入，直接带动中国工业机器人销量的高速增长。中国预计将在2018年销售140000台，产出量达全球37%，并预计以超过20%的增速持续扩大。

**图 50: 世界各国 2016 年工业机器人出货比例**


资料来源: IFR, 东兴证券研究所

**图 51: 中国工业机器人销量变化及增速(千台)**


资料来源: IFR, 东兴证券研究所

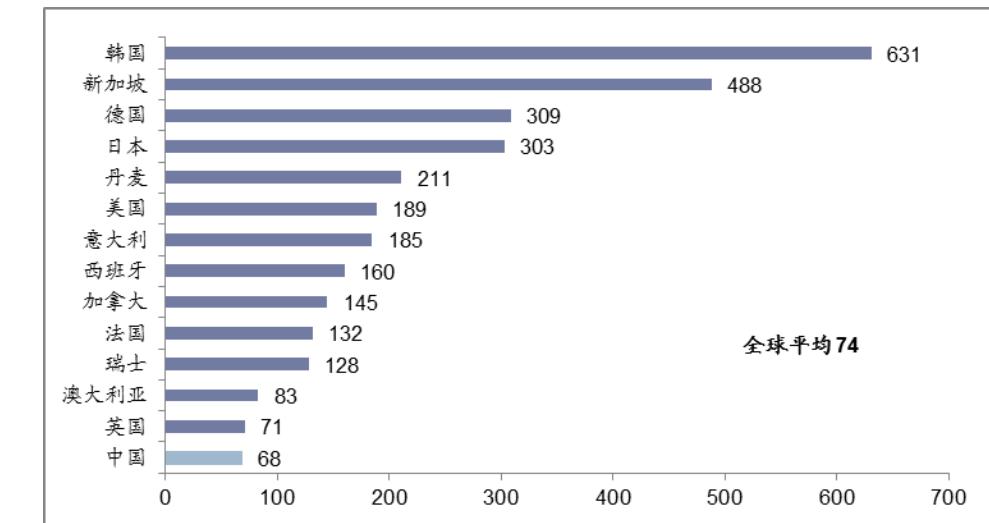
#### 4.1.2 刚需迫使中国工业机器人市场发展

尽管我国近年工业机器人销量及保有量迅速增长，但工业机器人市场现状仍远低于国际水平，且刚性需求迫在眉睫。

中国工业机器人密度相比于其他制造业强国较低。机器人密度指每万人在制造业中使用工业机器人数量，被 IFR 认为是在不同国家制造业自动化程度差异下的较准确的比较标准。中国作为制造业大国，但工业机器人密度仅 68 台，甚至低于全球平均密度

的 74 台。而相较于自动化制造强国韩国、德国、日本等差距更明显，需求空间巨大。

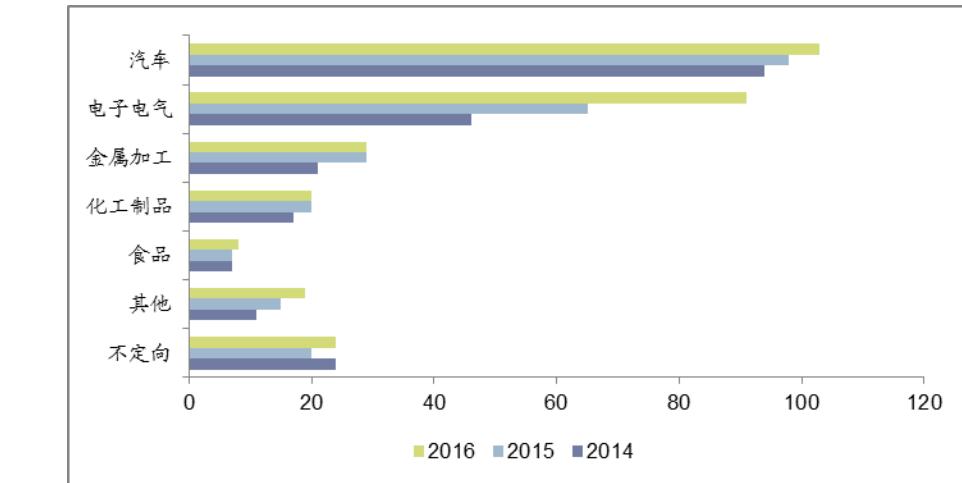
图 52: 2016 年各国机器人密度 (台/万人)



资料来源：IFR, 东兴证券研究所

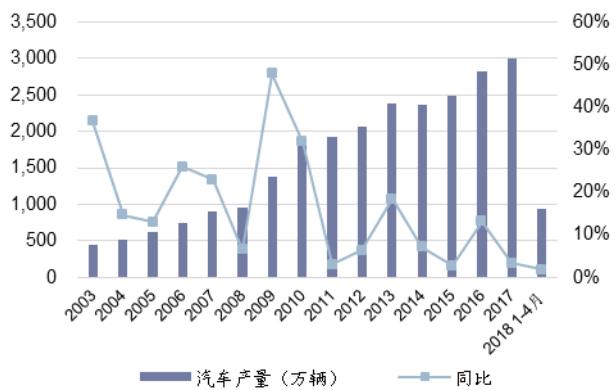
从应用市场看，工业机器人多用于先进制造，其中应用最广泛的是汽车行业。2014-2016 年间应用于汽车行业的工业机器人销量始终位居首位，且逐年稳定增加。

图 53: 世界各行业 2014-2016 年间工业机器人销量 (千台)

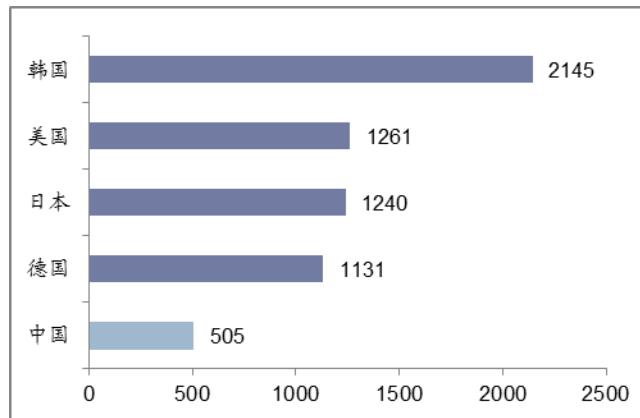


资料来源：IFR, 东兴证券研究所

中国汽车领域工业机器人密度同样远低于国际水平。中国汽车产销量自 2009 年起保持世界第一，近年来规模持续保持着稳定增长，至 2017 年全国汽车产量已接近 3000 万辆，占世界总产量比重近 40%。但直到 2016 年中国汽车行业中工业机器人密度却仅 505 台，而其他汽车制造国的机器人密度均超过 1100 台，韩国更是达到 2145 台，中国人口高基数导致大量的汽车生产工人在岗，延缓自动化进程。

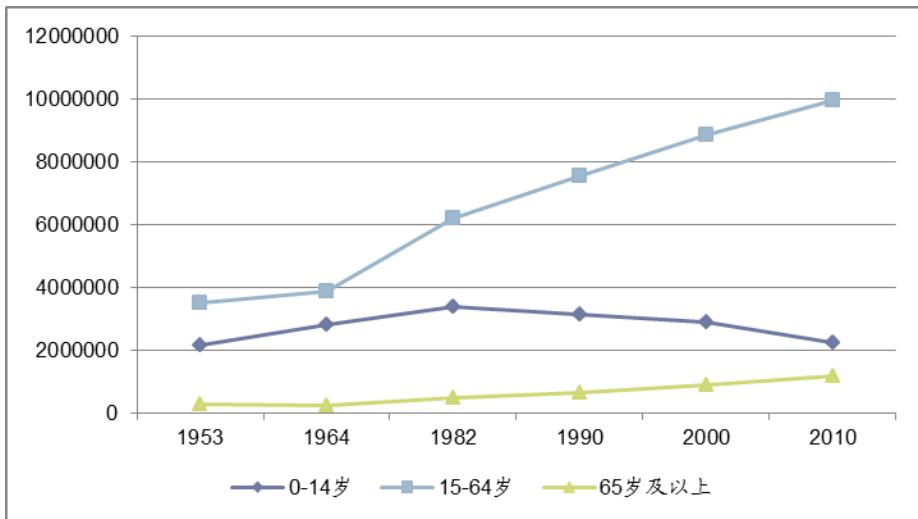
**图 54: 中国汽车产量变化及增速**


资料来源：中汽协，东兴证券研究所

**图 55: 2016 年各国汽车行业机器人密度（台/万人）**


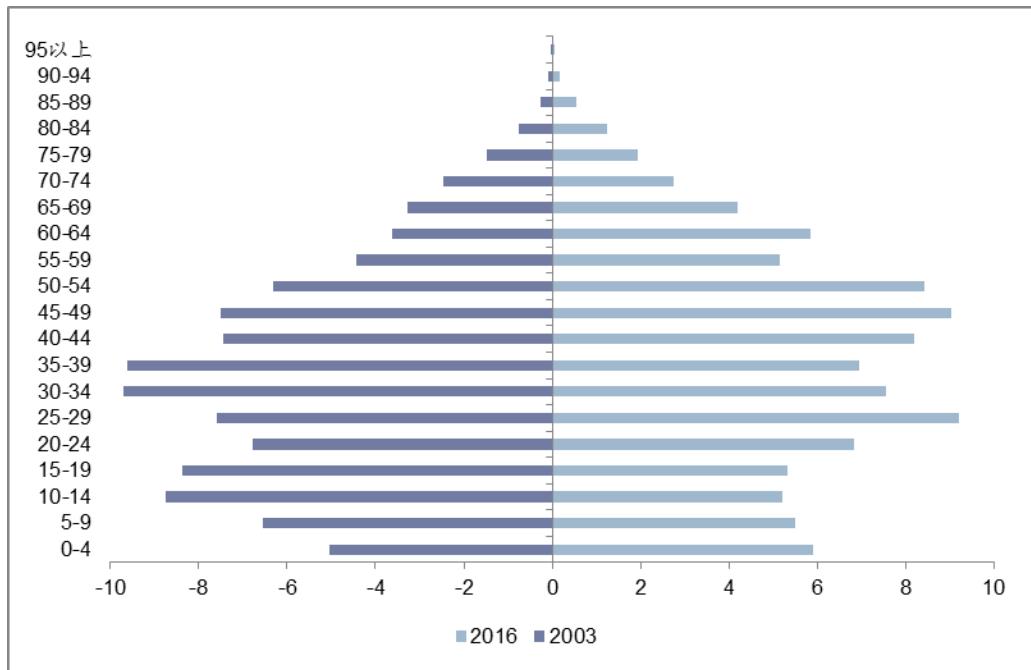
资料来源：IFR, 东兴证券研究所

老龄化和劳动力不足逐渐成为工业发展的重大问题。由普查数据可知，中国近年来0-14岁人口持续降低，老龄化现象严重。细分对比2003年与2016年的人口年龄结构，可看到我国由2003年以10-39岁年轻人群为主体，演变成2016年以25-54岁中年人群为主，现有工人主体已开始退休，而新生人口占比持续降低，老龄化问题日渐严峻。

**图 56: 全国普查人口年龄结构变化**


资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

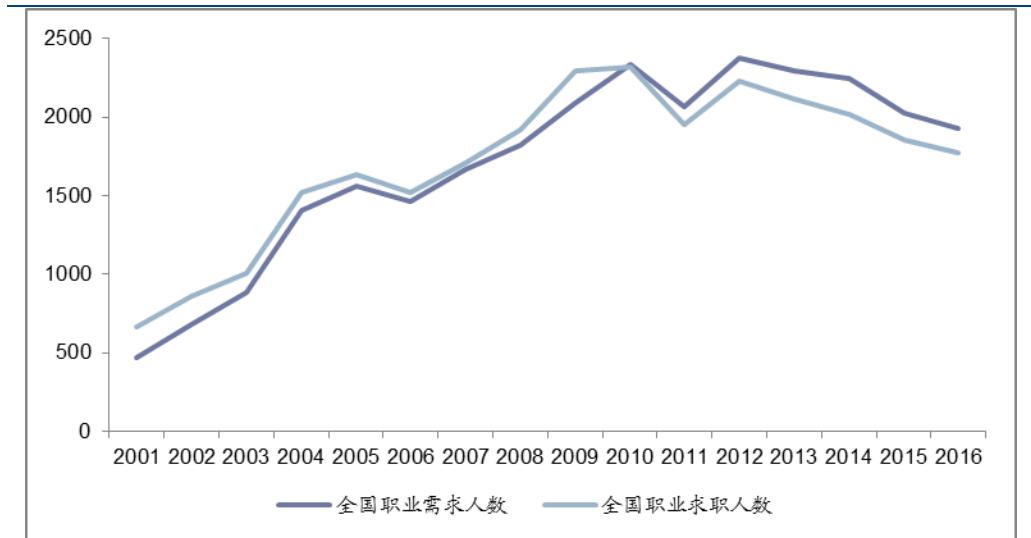
图 57: 2003 年与 2016 年人口年龄结构对比



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

中国就业人员多年存在缺口，并持续扩大。自 2010 年起全国整体职位供求关系发生逆转，需求人数首次高于求职人数。随后缺口持续扩大，至 2016 年职业人员缺口为 150 万人，其中又以技术工人短缺为主。中国人口红利已消退，劳动力供应出现疲软。

图 58: 全国职业需求与求职人数 (万人)

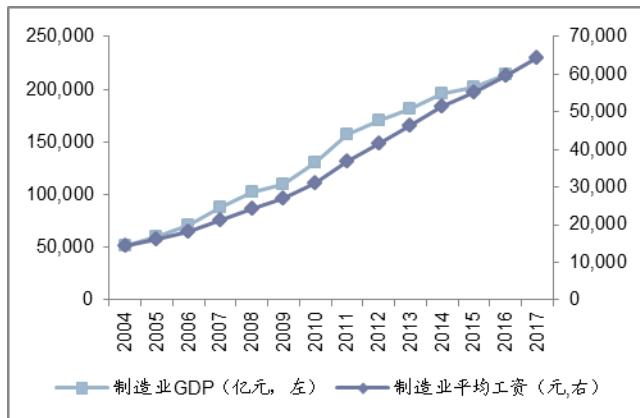


资料来源：中国人力资源市场信息监测中心，东兴证券研究所

制造业就业人员减少，人工成本大幅增加。伴随着我国第二产业 GDP 的高速发展，

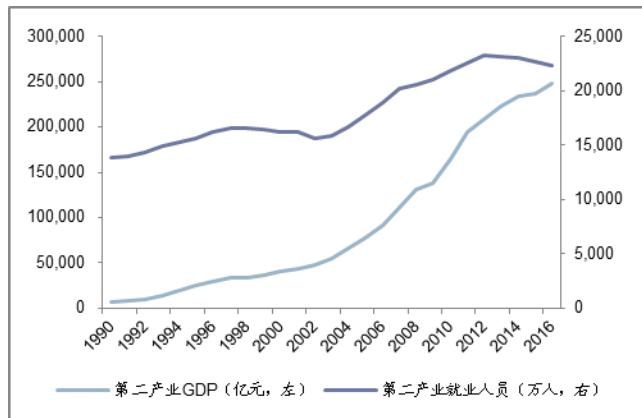
同期就业人员规模却开始出现下滑。两者共同推动制造业人员的平均工资加速上涨，2017 年最新数据制造业人员平均年薪为 64452 元，相较 2004 年已上涨 4.5 倍，劳动力成本加速上升。

**图 59: 制造业 GDP 增长带动平均工资上涨**



资料来源：wind, 东兴证券研究所

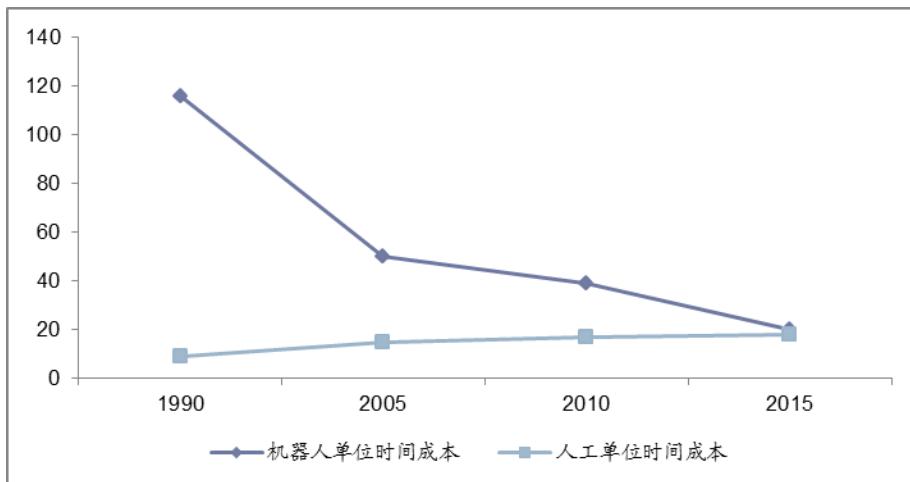
**图 60: 第二产业 GDP 加速增长的同时就业人员减少**



资料来源：wind, 东兴证券研究所

另一方面，机器人的工作成本持续下降，已逐步成为替代人工的优势。根据罗兰贝格研究所的数据，世界工业机器人单位时间成本由 1990 年需 116 欧元/小时，随着技术更新、模块化生产和规模扩张，至 2015 年已降至 20 欧元/小时；而人工成本由 1990 年仅需 9 欧元/小时，随着经济发展、生活改进、供需改变，至 2015 年达到 18 欧元/小时。按此趋势，我们确定地判断人工成本将迅速超过机器人成本。机器换人将更有利于成熟制造业的成本控制。

**图 61: 工业机器人与人工单位时间成本（欧元/小时）**



资料来源：罗兰贝格研究，东兴证券研究所

综上中国制造业面临着老龄化程度加剧、劳动力缺口扩大、人工成本上涨等严峻问题，

其长期影响甚至可能动摇国家根本，而机器换人的成本优势已初现，中国工业机器人进一步高速发展具有极高确定性。

#### 4.1.3 国家意志：机器人普及从来不只是产业内的事

工业机器人的普及关乎到我国制造业尤其是先进制造的发展，影响到整个中国自动化进程，同时辐射传统制造业的柔性生产。宏观上看，受限于中国老龄化加剧、劳动力缺口扩大、人工成本大幅上涨，各地区制造业尤其是三四线城市中小型企业的发展无以为继，长期能否解决生产线柔性自动化要求将可能影响到国家根本。

因此我国政府对工业机器人高度重视，并出台多项政策促进其发展。核心文件《中国制造 2025》指出 2025 年要求国产工业机器人市占率达 70%，核心零部件国产化率实现 80%。明确了规模化生产和核心元件国产化比例作为工业机器人普及发展的指标，为工业机器任发展指明道路。随后的多项政策，也明确了我国将机器人产业作为未来战略重点。

表 4：政府出台机器人相关政策

政策名称	时间	相关内容
《中国制造 2025》	2015/5/19	2020 年自主品牌工业机器人市场占有率达到 50%，关键零部件国产化率 50%；2025 年国内市场占有率达到 70%，关键零部件国产化率 80%。
《机器人产业发展规划（2016-2020 年）》	2016/4/27	关键零部件实现重大突破；自主品牌年产量达到 10 万台；机器人密度到达 150 左右。
《关于推进工业机器人产业发展的指导意见》	2016/12/16	加强零部件等关键短板突破；开拓工业机器人应用市场；推进服务机器人试点示范
《新一代人工智能发展规划》	2017/7/8	攻克智能机器人核心零部件、专用传感器，完善智能机器人硬件接口标准、软件接口协议标准以及安全使用标准。
《国务院关于深化“互联网+先进制造业”发展工业互联网的指导意见》	2017/11/27	围绕数控机床、工业机器人、大型动力装备等关键领域，实现智能控制、智能传感、工业级芯片与网络通信模块的集成创新，形成一系列具备联网、计算、优化功能的新型智能装备。
制造业减税	2018/3/28	将制造业的增值税税率从 17% 降至 16%；对先进制造业为抵扣完的进项额予以一次性退还

资料来源：网络公开信息，东兴证券研究所

在中央政策基础上，各地政府积极扶持产业，国家提供多种融资支持。辽宁、浙江、广东、江苏、上海等地，先后提出打造机器人产业的指标与项目，并予以高度政策导向。同时为鼓励制造业优化升级，国家层提供多渠道融资手段，其中仅国开行、工行、进出口银行就将为制造业升级提供不低于 1.6 万亿元的融资额度，国家意志势在必行。

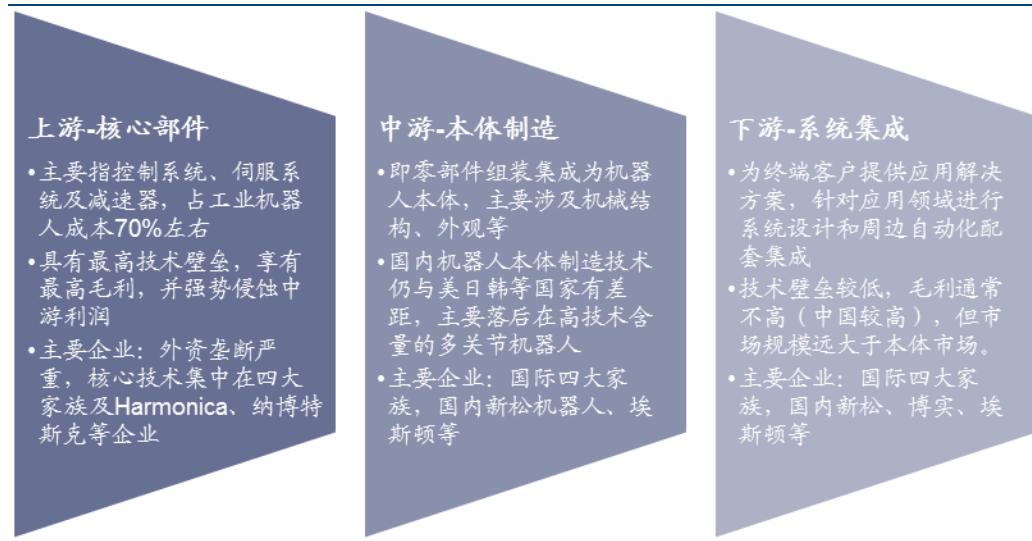
## 4.2 美的机器人战略造就双赢格局

尽管中国工业机器人市场正在蓬勃发展，但现实却是中国本土机器人企业技术落后，外资垄断严重。目前本土机器人本体产品市场占有率不足 10%，诸多技术仍停留在仿制层面，创新能力严重不足，且产品只能定位在中低端市场，市场上本体及关键部件严重依赖进口。且各方面技术性能与国际工业机器人四大家族 ABB、KUKA、FANUC（发那科）、YASKAWA（安川）等存在着很高差距，核心技术被高度垄断。面临中国本土机器人发展困境，美的集团要约收购 KUKA 不仅是美的集团的发展优势，亦是中国工业机器人产业之幸。

### 4.2.1 本土工业机器人产业亟待突破

工业机器人产业大致可分为上中下游三方面。其中上游核心部件是产业链关键，占据最高利润部分，长期以来外资垄断严重，技术壁垒极高，占机器人制造成本的 70% 左右。国际龙头通过垄断上游核心技术，强势侵蚀中下游利润。

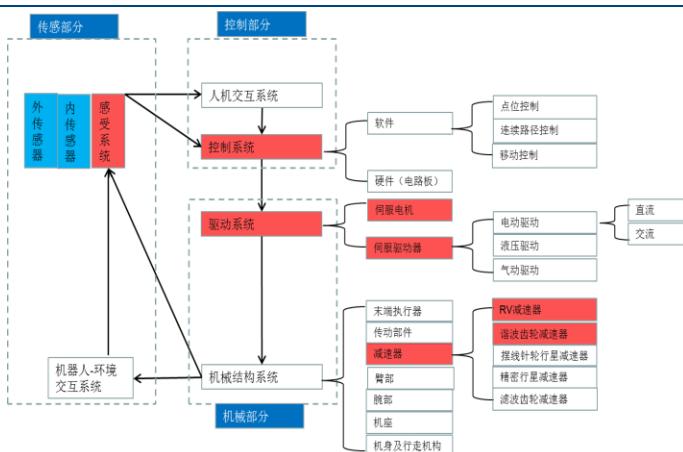
图 62: 工业机器人产业链现状简介



资料来源：东兴证券研究所

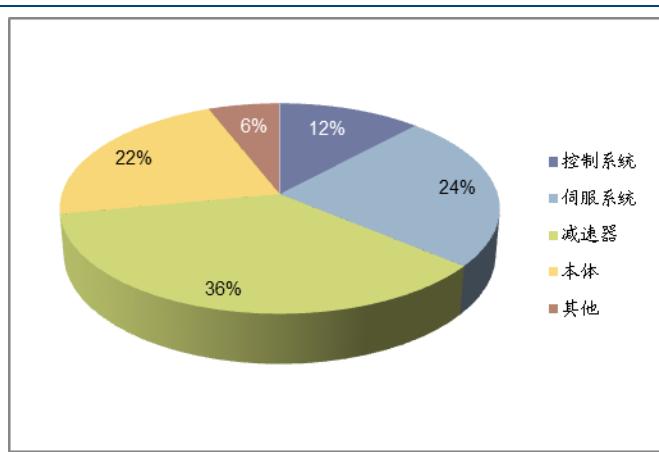
上游核心零部件中最主要的控制系统、伺服系统及减速器等。三大核心零部件的性能、稳定性在很大程度上直接决定了工业机器人的性能与稳定性。控制系统、伺服系统及减速器分别占机器人总成本的 12%、24% 和 36% 左右。据大比特咨询数据，2017 年我国精密减速器约 75% 依赖日本进口，伺服电机和控制系统则均有 80% 左右依赖国外进口。

图 63: 机器人结构示意图



资料来源：网络公开资料，东兴证券研究所

图 64: 国内工业机器人成本结构



资料来源：一点资讯，东兴证券研究所

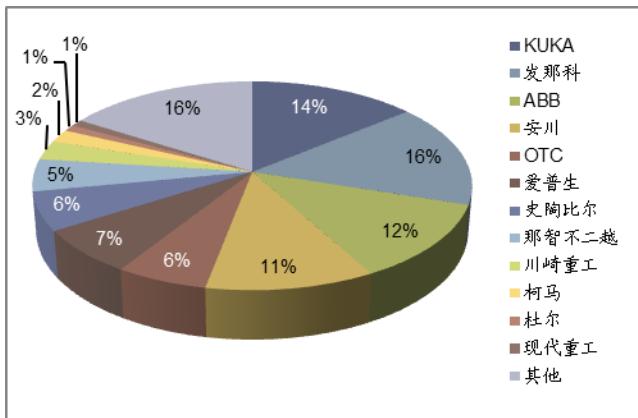
核心零部件的技术缺失，导致我国对上游的议价能力疲弱，外企严重剥削本土企业。由此导致的高昂成本，极大限制了国内工业机器人的发展。以 165 公斤点焊机器人为例，国内企业要以国外厂商的 4.4 倍价格购买减速器，以 2 倍左右的价格购买伺服电机、控制系统等。核心部件的缺失导致外资企业肆意剥削，导致国内工业机器人总成本是国外的 1.8 倍。

表 5: 国内外生产成本对比

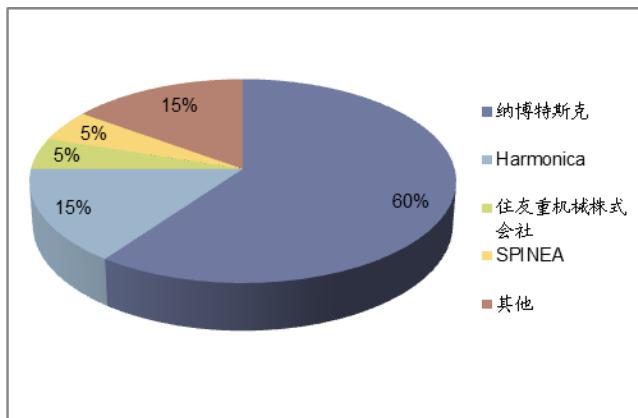
	国外机器人	国内机器人	成本倍数
总成本	16.8	29.9	1.8
机械本体	4.7	6.5	1.4
减速器	2.1	9.2	4.4
伺服电机	2.5	4.3	1.7
伺服驱动	1.9	3.7	2
运动控制器	0.5	1.3	2.6
其他	5.1	4.9	1

资料来源：中国机器人网，东兴证券研究所

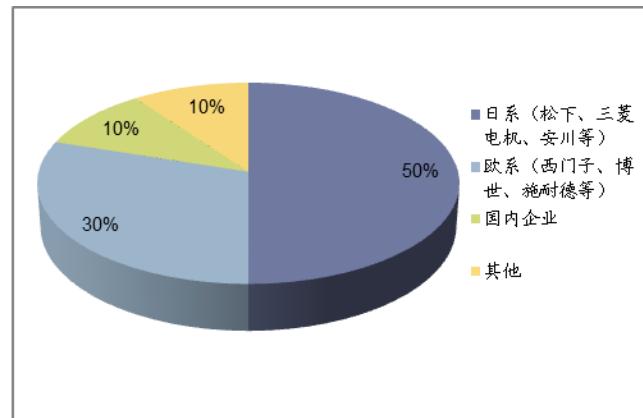
对比核心零部件及机器人本体市场占有率，国内市场几乎由机器人四大家族和其他日本、欧系企业所控制。而不同龙头侧重重点也有所不同，如 KUKA 因为是从汽车焊接机器人的下游切入整个产业链，因此其主要优势在机器人本体和系统集成领域，上游核心部件则是在控制器上进行自主生产；而安川电机则是由机器人上游部件切入工业机器人产业，因此除了技术垄断最严重的减速器外，其他各环节均有布局。

**图 65: 国内控制系统份额占比**


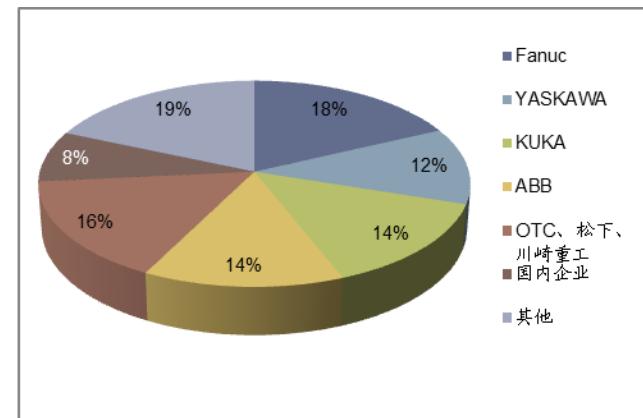
资料来源：一点资讯，东兴证券研究所

**图 67: 国内减速器份额占比**


资料来源：一点资讯，东兴证券研究所

**图 66: 国内伺服系统份额占比**


资料来源：一点资讯，东兴证券研究所

**图 68: 国内工业机器人本体份额占比**


资料来源：埃斯顿公告，东兴证券研究所

随着国际形势的变化，尤其近期中美贸易战的爆发，国际企业在核心技术上的垄断问题被更深刻地重视起来，开拓本土自有的工业机器人产业链刻不容缓。因此收购库卡不仅为美的集团打开新的大门，也在目前恶劣的外资垄断下为中国工业机器人产业打开了一扇窗。

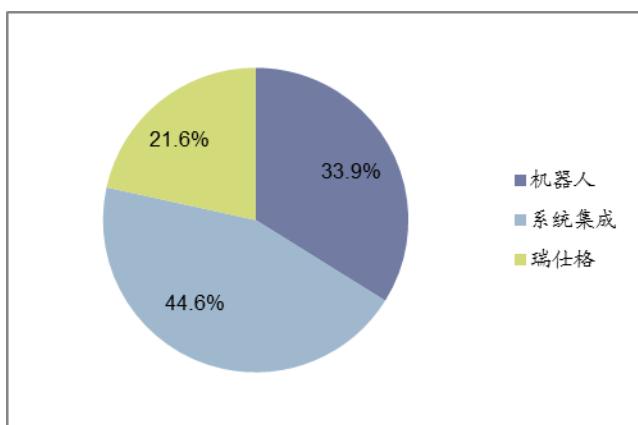
#### 4.2.2 KUKA 运营及盈利的现状

收购库卡让美的集团在家电市场之外，开拓了一条全新的机器人发展之路。基于高涨的市场需求、强力的政策扶持、巨大的技术优势，美的的机器人战略有望给集团带来超预期的增长。同时也为库卡本身的盈利困局找到了新的解决思路，其协同效应有望为库卡开拓新市场。

从业务结构看，KUKA 集团主要分为机器人、系统集成和瑞仕格三大业务。2017 年三者营收比例分占 33.9%、44.6% 和 21.6%。

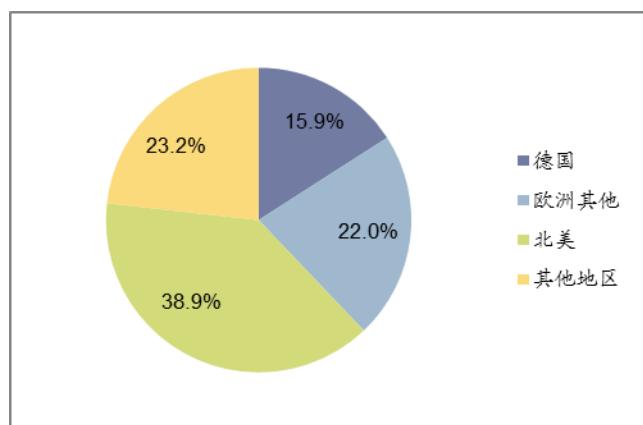
- ◆ 库卡机器人，主要从事开发、制造和销售自动化相关的核心机器人设备，及其相关服务和上游控制器组件。目前处于市场领先地位，在汽车领域位列全球前三，欧洲第一。
- ◆ 库卡系统，主要从事设计和建立覆盖工厂的自动化制造系统及多层细分单元。为欧洲和北美的两大汽车自动化解决方案领导者。
- ◆ 瑞仕格，2014年被库卡收购，提供多领域创新的自动化解决方案的一站式服务，先后包含咨询、设计、实施和终身客户服务。

图 69: 2017 年 KUKA 不同业务营收比例



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 70: 2017 年 KUKA 不同地区营收比例



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

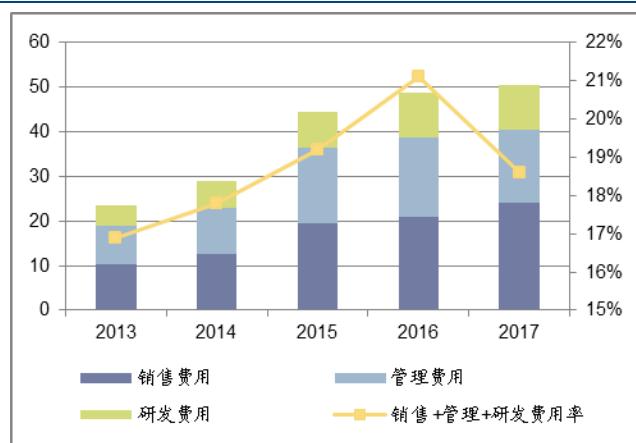
**KUKA 营收增长稳健，费用率有所调整。**KUKA 在 2017 年实现营收 34.79 亿欧元，折算人民币 271.4 亿元，同比增长 18%，2013-2017 年间收入复合增长为 18%，其中机器人业务逐年增速平稳，复合增长率为 18.3%。KUKA 集团自身预测将于 2020 年实现 40-45 亿欧元的营收，复合增长率高达 8.7%。2017 年费用率增长主要来自销售费用，销售人员同比增长 9.8%。

图 71: KUKA 营收情况及预期（亿元）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所 汇率使用 €1=¥7.8023

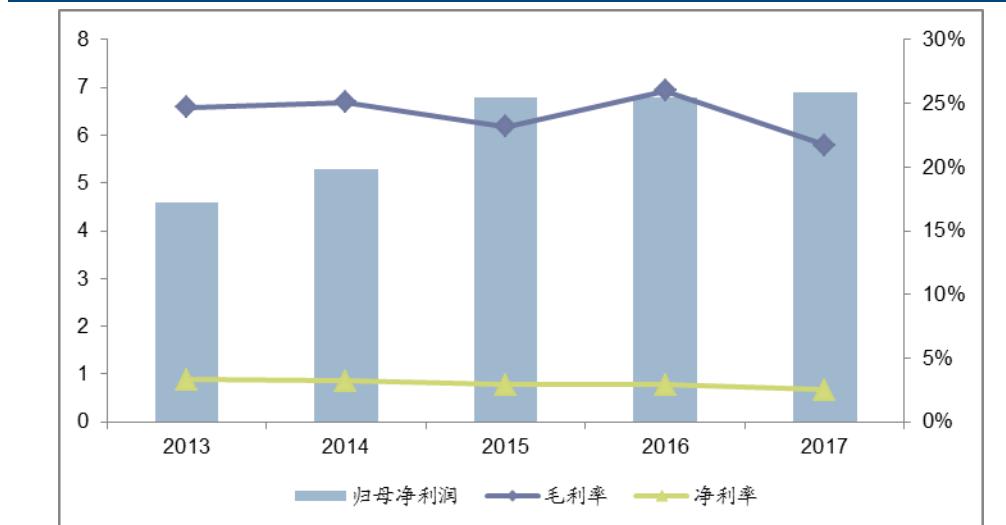
图 72: KUKA 各费用额（亿元）及费用率



资料来源：公司公告，东兴证券研究所 汇率使用 €1=¥7.8023

**KUKA** 目前盈利能力较弱，受业务结构、客户结构影响显著。相较于四大家族中其他三家毛利率稳定在 30%-45%，KUKA 毛利率位于底部。这一方面由于其业务中系统集成所占比重大，但因系统集成人工成本高，利润较低，2017 年该业务毛利仅 10%，拖累整体毛利率。同时 KUKA 面向客户主要为汽车行业，该行业由于体量较大议价能力强，导致 KUKA 毛利偏低。进而影响净利润和净利率走低。

图 73: KUKA 归母净利润（亿元）及利润率



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

库卡在业务盈利方面所面临的问题在预期之内，事实上美的之所以得以顺利收购掌握核心技术的国际四大家族成员，应与其面临的产业问题密切相关。

#### 4.2.3 库卡拥抱美的技术优势大展身手

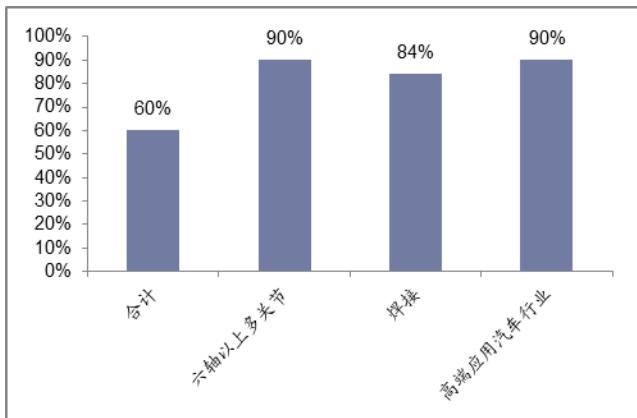
库卡具有非常卓越的综合优势，而其优势恰好为中国市场所需，依托美的有利于其在新的平台施展拳脚，大幅改善业务。

库卡机器人产品线覆盖十分全面，弥补我国中高端市场缺陷。

- ◆ 库卡几乎覆盖所有规格和负载范围的六轴、卸码垛、净室、耐高温防尘、焊接、冲压连线、架装式及高精度机器人。
- ◆ 而我国本土企业目前高端产能严重不足，大多企业以组装和代加工为主，处于产业链低端，产业集中度低，总体规模小。
- ◆ 根据 2017 年中国机器人产业发展报告，库卡所在的四大家族在中国各高端市场垄断优势尤其显著：在机器人结构上的高端产品-六轴以上多关节机器人份额超 90%；下游应用领域中，作业难度大、国际应用最广泛的焊接领域份额占 84%；高端应用集中的汽车行业占比 90%。
- ◆ 库卡完备的全覆盖产品线，可为我国本土工业机器人技术水平带来实际地借鉴、推

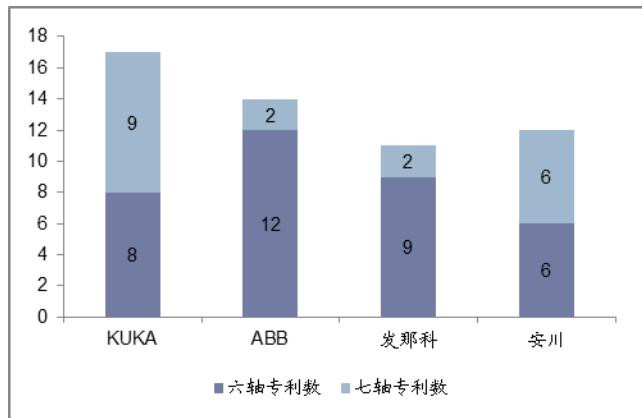
动作用，也自此保障了中高端机器人的稳定供应。

图 74: 四大家族在华各高端市场份额占比高



资料来源：《中国机器人产业发展报告(2017年)》，东兴证券研究所

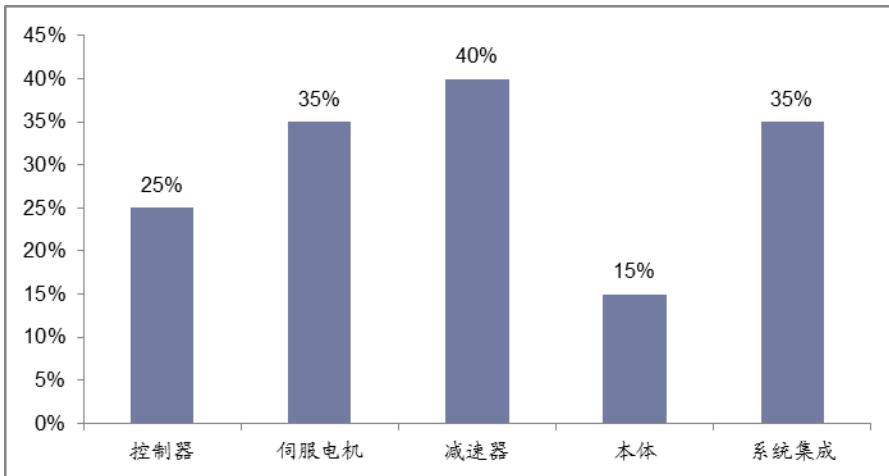
图 75: KUKA 多关节机器人技术储备丰富



资料来源：专利分析运用智库，东兴证券研究所

库卡拥有顶尖的控制器和控制算法，技术积累雄厚。控制器被称为机器人的“大脑”，其控制算法决定了机器人的性能，库卡率先实现了控制器的自产。而在相应软件算法上优势明显，专注于过关节类高端产品，远超国内仍以坐标机器人为主的落后水平。即使在四大家族中 KUKA 与 ABB 的运动控制也优于发那科和安川。专利储备上证明 KUKA 在六、七轴等高端机器人上的技术优势。加入美的集团后的成本下降将更有利 于其扩张中国市场。

图 76: 中国工业机器人中不同产业链毛利率



资料来源：IFR，东兴证券研究所

库卡系统集成优势有望在中国市场发展。在库卡营收中系统集成业务占比近半，具有欧美市场业务领袖地位，技术及经验积累雄厚。该业务由于国际市场高昂的人工成本，毛利率长期无法提升，2014-2016 年库卡系统集成毛利率 17%，2017 更是下滑至

10%。但中国市场与众不同的国情，目前正享有工程师红利，专业人才成本较低，毛利率平均可达35%，或可适合集成端的差异化发展。且系统集成市场规模庞大，2018年中国工业机器人系统集成规模有望达到440亿元，为库卡提供广阔的空间。

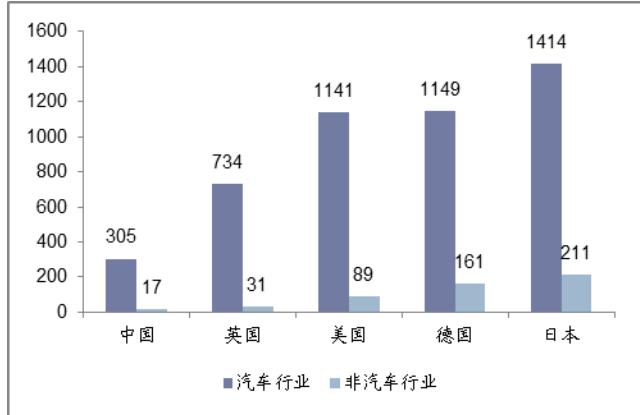
#### 4.2.4 美的拥抱库卡于3C家电获突破

工业机器人的经典应用领域集中在汽车行业，通常对机器人精度、稳定性要求高，且产业链规模化、模块化程度大，目前国际汽车市场对工业机器人的需求已趋于稳定。而非汽车领域，如3C家电、金属、塑料化工、食品等行业仍在高速发展，其中中国市场相较发达国家机器人密度更低，需求空间更广阔。尤其美的集团自身所在的3C家电领域，正是库卡在中国的新的突破口。

近年中国各应用领域中，3C家电引领工业机器人产业的需求增长。

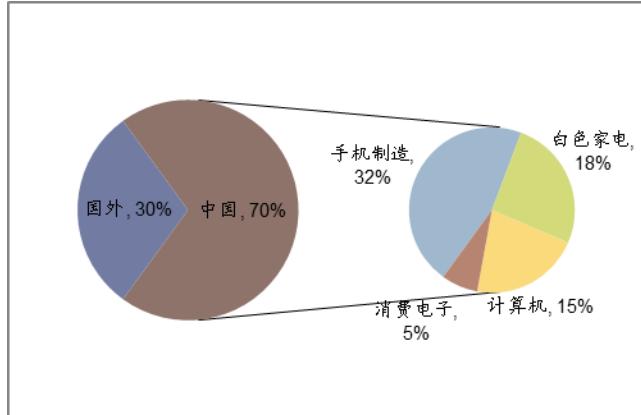
- ◆ **中国3C家电自身市场规模庞大，市场空间宽广。**中国作为集中了全球70%的3C产能的制造国，对应工业机器人的潜在空间宽广。按照2015年的测算数据，我国汽车行业全年产值约6.6万亿，而同期3C制造业产值高达11.3万亿，规模近翻倍。

**图 77：非家电行业与汽车行业机器人密度对比**



资料来源：IFR, 东兴证券研究所

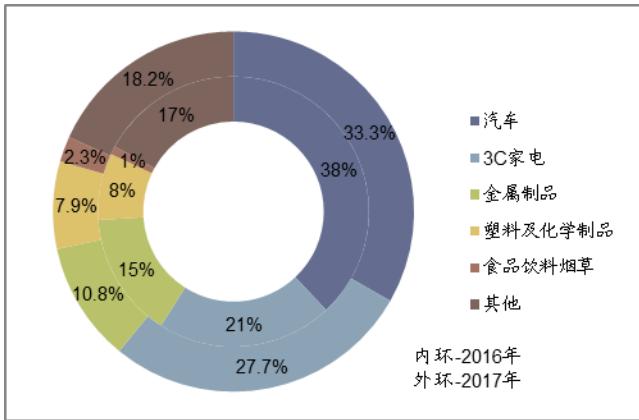
**图 78：中国集中了全球70%的3C制造产能**



资料来源：新战略机器人报告，东兴证券研究所

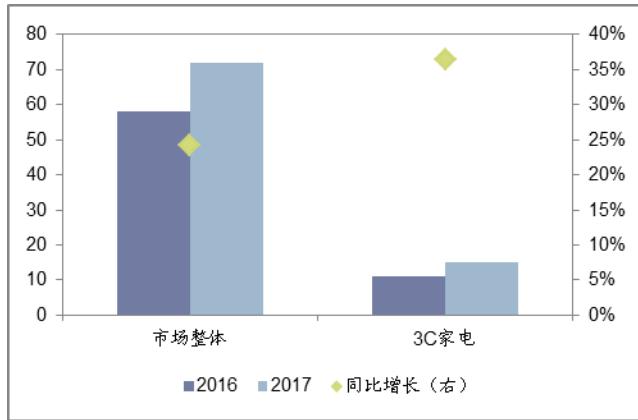
- ◆ **对工业机器人需求比重大幅上涨。**据GGII的需求量数据，2017年中国工业机器人需求量最大的两个行业分别为汽车和3C电子，占比分别为33.3%、27.7%，而其中独有3C家电占比相较2016年的21%大幅上涨，在未来甚至有望超越汽车行业。
- ◆ **销量增速引领全机器人行业。**2016年中国3C家电行业工业机器人销量高达2.07万台，同比增速高达47.9%，远超中国市场平均增速26.1%，更不必说全球市场增速的15.7%。
- ◆ **保有量增速首屈一指。**据GGII统计，2016年3C家电行业工业机器人保有量约6.8万台，而2013-2016年间该高优良年均复合增长率高达31.8%。按保有量复合增长率30%计，至2020年3C家电的工业机器人保有量有望突破20万台。

图 79: 中国工业机器人需求量五大行业占比变化



资料来源: GGII, 东兴证券研究所

图 80: 中国工业机器人密度在 3C 家电增长高于市场整体

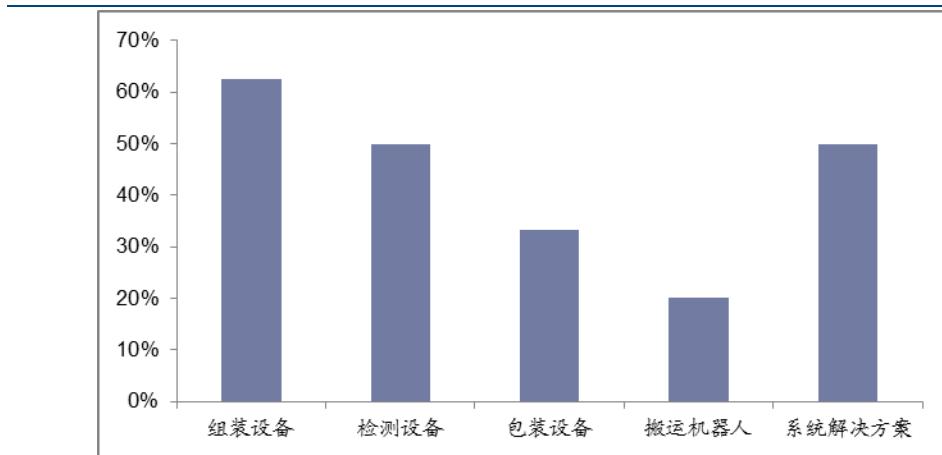


资料来源: GGII, 东兴证券研究所

而 3C 家电对工业机器人应用的高需求，与家电领域严峻的现状密切相关。

- **全产业自动化率低。**3C 家电企业生产线大部分环节依靠人工操作，小部分以独立工作站形势实现自动化。据 GGII 数据，2017 年中国 3C 家电行业机器人密度仅为 15 台/万人，明显低于同年中国整体市场工业机器人密度的 72 台/万人，而对比发达国家同行业更是仅为 1/100 左右。
- **企业对设备投资意愿强。**中小微企业如天龙世纪、中振通、壹加等，急切希望通过引入自动化设备降低运营成本；中大型企业如格力、TCL、长虹等，希望通过提高自动化使用程度，拥抱工业 4.0，提高产品精度、降低管理难度、提升品牌形象，进而提高市场竞争力。

图 81: 3C 家电厂商对不同生产环节设备自动化的需求



资料来源: GGII, 东兴证券研究所

- **不同厂商对设备需求侧重各有不同。**整机厂商对检测、包装设备需求大；设备及家电厂商则对系统解决方案需求迫切。根据 GGII 在 3C 巡回调研的不完全统计，不

同企业对生产环节自动化需求的侧重点各有不同，有 62.5%企业需要提升组装设备产线；过半企业需要提升检测设备；1/3 企业需要提升包装设备；20%企业在搬运机器人有需求；另有 50%企业对系统解决方案需求强烈。

**产能突破，美的库卡加大机器人在华扩张。**植根于中国市场，尤其是 3C 家电市场的迫切需求，美的注资后库卡中国产能加速释放。库卡在 2018 年 1 月在上海投产第二家工厂，年产能提高至 2.5 万台。同时据库卡最新公开透露，顺德美的库卡制造基地将于 2018 年四季度投产，预计 2024 年产能达 7.5 万，实现总产能 10 万台，抢占届时 1/3 的中国工业机器人市场份额。相应库卡在华目标到 2020 年实现 10 亿欧元销售额，相较于 2016 年的 5 亿欧元实现翻倍。

美的“人机新世代”战略将直接拉动库卡业务。

- ◆ 美的将与库卡中国成立三家合资公司以拓展工业机器人、医疗、仓储自动化三大领域的业务，对标中国市场在智能制造、智能医疗和智能物流/新零售等方面的高度需求。
- ◆ 机器人产能可用以实现美的自动化内需。据美的机器人总经理 Olaf Gehrels 透露，美的将在未来五年内打造出新的 5 亿套设备，到 2022 年美的自身就将在旗下工厂安装 7000 个机器人。并将通过将高创的自动化控制技术与库卡机器人结合，实现集装箱搬运全自动化。
- ◆ 同时依托于美的家电帝国自身的大规模优势，库卡在成本端、运输端、销售端的成本控制均将有大幅提高，盈利能力有望大幅改善。

综合库卡的顶尖技术积累、强大的创新能力，中国市场迫切、庞大的多领域需求，以及美的集团强大的资本后盾、3C 家电资源、规模优势，我们判断，在工业机器人的长期新赛道上，美的库卡已抢占先机，必将引领新十年的人机时代。

## 5. 盈利预测及投资建议

分部来看，美的集团 2017 年将主营业务划分为暖通空调，消费电器和机器人及自动化系统三大部分。

- ◆ 美的空调产品的龙头地位稳固，主品牌对标中端主体市场与基本面趋势强相关。基于 2018 年 1-4 月中国空调市场销量平均同比增速 15%的现状，且美的业务上重心放在内销的核心升级产品、下沉城乡区域市场、线上平台渠道，以及海外的亚太高增长区域，把控各产业增长点。预测暖通空调 2018-2020 年规模达 1140、1340、1518 亿元，增速为 19.6%、17.5%、13.3%。
- ◆ 消费电器为原冰洗、厨电小电等各家电事业部的业务整合。基于小家电龙头优势集成效应及冰箱 2018 年底预期开始出现的更新潮，预测消费电器业务 2018-2020 年规模达 1149、1327、1490 亿元，增速为 16.3%、15.5%、12.3%。
- ◆ 机器人及自动化业务市场空间宽阔，市场红利显著，按 IFR 预测中国工业机器人销

量近三年增速均在 21%以上。随着库卡的优势技术积累和美的的产业资源逐步转化成实际产销量，该业务增速将逐步释放。预测 2018-2020 年规模为 330、412、536 亿元，增速分为 22%、25%、30%。

相对估值：取市场同类的格力电器、青岛海尔等七家上市公司进行比较，2018 年七家公司平均市盈率为 18.4，按 2018 年 19 倍市盈率计算，美的集团 EPS 为 3.27，得到公司相对估值为 62.1 元/股。

绝对估值：假设 2023-2030 年公司增长率为 6%，长期增长率为 2%，无风险利率为 2.8%，应付债券利率 2.38%，Beta 为 1.11，WACC 为 11.78%，得出公司的 DCF 估值为 66.2 元/股。

综合公司其他业务，我们预计公司 2018-2020 年营业总收入分别为 2867.5 亿元、3369.3 亿元和 3874.6 亿元，同比增长 18.5%、17.5%、15%，归母净利润 227.5 亿元、259.5 亿元和 299.8 亿元，同比增长 22.2%、14.1%、15.5%，对应 EPS 为 3.26、3.75 和 4.35，对应 PE 为 16.2/14.1/12.2X。给予公司六个月目标价为 64 元。维持公司“强烈推荐”评级。

表 6：可比公司估值表（亿元）

代码	证券简称	总市值	总收入			净利润			市盈率 PE			市净率 PB(MRQ)
			17A	18E	19E	17A	18E	19E	17A	18E	19E	
000651.SZ	格力电器	2880	1485	1810	2039	224	273	312	12.9	10.5	9.2	4.1
	YoY		37%	21%	13%	45%	22%	14%				
600690.SH	青岛海尔	1232	1584	1847	2115	69	82	97	17.8	15.0	12.6	3.6
	YoY		34%	16%	15%	38%	19%	19%				
002032.SZ	苏泊尔	433	141	169	197	13	16	19	33.1	27.2	22.6	7.7
	YoY		19%	19%	17%	21%	22%	20%				
000100.SZ	TCL 集团	392	1111	1235	1361	17	38	45	23.5	10.3	8.6	1.3
	YoY		5%	11%	10%	4%	43%	19%				
002050.SZ	三花智控	377	95	114	135	12	15	19	30.5	24.7	20.1	4.7
	YoY		26%	19%	18%	44%	24%	23%				
002508.SZ	老板电器	331	70	86	104	15	18	22	22.6	18.4	15.0	5.9
	YoY		21%	22%	21%	21%	23%	23%				
603868.SH	飞科电器	217	38	45	51	8	10	11	26.0	22.6	19.2	8.4
	YoY		14%	16%	15%	36%	15%	18%				
000333.SZ	美的集团	3499	2419	2867	3369	186	227	259	23.8	18.4	15.3	3.96
	YoY		51.3%	18.5%	17.5%	17.3%	22.2%	14.1%				

资料来源：wind, 东兴证券研究所 利润预测数据均来自 wind 一致预期

**表 7：公司盈利预测表**

资产负债表					利润表						
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产合计</b>	120621	169811	210138	267181	328099	<b>营业收入</b>	159842	241919	286747	336925	387463
货币资金	27169	48274	65633	97141	135007	<b>营业成本</b>	115615	180461	212236	248873	285827
应收账款	13455	17529	22085	26241	29365	营业税金及附加	1077	1416	1829	2131	2397
其他应收款	1140	2658	3150	3701	4256	营业费用	17678	26739	31287	37089	42585
预付款项	1587	1672	2753	3644	4515	管理费用	9621	14780	16697	20161	23140
存货	15627	29444	28305	35812	41962	财务费用	-1006	816	316	263	267
其他流动资产	43530	46847	58153	70965	80196	资产减值损失	380.81	269.11	218.23	289.38	258.91
<b>非流动资产合</b>	<b>49979</b>	<b>78296</b>	<b>76758</b>	<b>76110</b>	<b>75018</b>	公允价值变动收	117.38	-25.05	57.98	50.10	27.68
长期股权投资	2212	2634	2634	2634	2634	投资净收益	1285.96	1830.22	1709.15	1608.44	1715.94
固定资产	21057	22601	20339	17246	14176	营业利润	17436	21628	25931	29777	34732
无形资产	6869	15167	13650	12134	10617	营业外收入	1819.01	467.20	1331.08	1205.77	1001.35
其他非流动资	4159	615	0	0	0	营业外支出	340.38	240.28	384.41	321.69	315.46
<b>资产总计</b>	<b>170601</b>	<b>248107</b>	<b>286896</b>	<b>343291</b>	<b>403117</b>	<b>利润总额</b>	<b>18915</b>	<b>21855</b>	<b>26877</b>	<b>30661</b>	<b>35418</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>89184</b>	<b>119092</b>	<b>137242</b>	<b>162096</b>	<b>184954</b>	所得税	3053	3244	4130	4712	5442
短期借款	3024	2584	0	0	0	<b>净利润</b>	15862	18611	22747	25950	29976
应付账款	25357	35145	40752	49809	55663	少数股东损益	1178	1328	1141	1141	1141
预收款项	10252	17409	26861	37143	49163	归属母公司净利	14684	17284	21606	24809	28835
一年内到期的	159	137	148	148	144	EBITDA	38434	55142	30505	34251	39186
<b>非流动负债合</b>	<b>12440</b>	<b>46090</b>	<b>50974</b>	<b>67179</b>	<b>86752</b>	<b>EPS (元)</b>	<b>2.29</b>	<b>2.66</b>	<b>3.26</b>	<b>3.75</b>	<b>4.35</b>
长期借款	2254	32986	43982	58612	77398	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	4819	4553	0	0	0	<b>率</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
<b>负债合计</b>	<b>101624</b>	<b>165182</b>	<b>188217</b>	<b>229275</b>	<b>271705</b>	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	7850	9188	10329	11470	12611	营业收入增长	14.71%	51.35%	18.53%	17.50%	15.00%
实收资本(或股	6459	6561	6624	6624	6624	营业利润增长	16.89%	24.04%	19.90%	14.83%	16.64%
资本公积	13597	15912	17503	17503	17503	归属于母公司净	25.01%	14.82%	25.01%	14.82%	16.23%
未分配利润	38105	47627	56151	65327	75729	盈利能力					
归属母公司股	61127	73737	88351	102546	118801	毛利率(%)	27.67%	25.40%	25.99%	26.13%	26.23%
<b>负债和所有者</b>	<b>170601</b>	<b>248107</b>	<b>286896</b>	<b>343291</b>	<b>403117</b>	净利率(%)	9.92%	7.69%	7.93%	7.70%	7.74%
<b>现金流量表</b>						<b>总资产净利润</b>	<b>8.61%</b>	<b>6.97%</b>	<b>7.53%</b>	<b>7.23%</b>	
	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>总资产</b>					
<b>经营活动现金</b>	26695	24443	22527	28764	32858	<b>ROE (%)</b>	24.02%	23.44%	24.46%	24.19%	24.27%
净利润	15862	18611	22747	25950	29976	<b>偿债能力</b>					
折旧摊销	22004.	32698.37	0.00	4210.09	4186.09	<b>资产负债率(%)</b>	60%	67%	66%	67%	67%
财务费用	-1006	816	316	263	267	<b>流动比率</b>	1.35	1.43	1.53	1.65	1.77
应收账款减少	0	0	-4557	-4156	-3124	<b>速动比率</b>	1.18	1.18	1.32	1.43	1.55
预收帐款增加	0	0	9452	10282	12020	<b>总资产周转率</b>	1.07	1.16	1.07	1.07	1.04
<b>投资活动现金</b>	<b>-19781</b>	<b>-34740</b>	<b>-2102</b>	<b>-1903</b>	<b>-1492</b>	<b>应收账款周转率</b>	<b>13</b>	<b>16</b>	<b>14</b>	<b>14</b>	<b>14</b>
公允价值变动	117	-25	58	50	28	<b>应付账款周转率</b>	7.47	8.00	7.56	7.44	7.35
长期股权投资	0	0	-1375	-93	520	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	1286	1830	1709	1608	1716	<b>每股收益(最新)</b>	2.29	2.66	3.26	3.75	4.35
<b>筹资活动现金</b>	<b>160</b>	<b>19652</b>	<b>-3067</b>	<b>4647</b>	<b>6500</b>	<b>每股净现金流</b>	<b>1.10</b>	<b>1.43</b>	<b>2.62</b>	<b>4.76</b>	<b>5.72</b>
应付债券增加	0	0	-4553	0	0	<b>每股净资产(最</b>	<b>9.46</b>	<b>11.24</b>	<b>13.34</b>	<b>15.48</b>	<b>17.93</b>
长期借款增加	0	0	10995	14631	18786	<b>估值比率</b>					
普通股增加	2192	102	63	0	0	<b>P/E</b>	23.10	19.89	16.22	14.12	12.15
资本公积增加	-915	2315	1591	0	0	<b>P/B</b>	5.59	4.71	3.97	3.42	2.95
<b>现金净增加额</b>	<b>7074</b>	<b>9355</b>	<b>17359</b>	<b>31508</b>	<b>37865</b>	<b>EV/EBITDA</b>	<b>8.45</b>	<b>6.15</b>	<b>10.78</b>	<b>9.11</b>	<b>7.48</b>

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 郑闵钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经金嘉宾。2007年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续2012年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续2012年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

## 研究助理简介

### 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好评好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。