

多元发展的家电行业航母

核心观点：

- **产品种类丰富**

美的集团产品覆盖空调、冰箱、洗衣机、厨电、小家电和上游零部件类，其中多种产品近年来市占率稳居行业前列。2017年美的收购库卡，产品种类进一步扩充。

- **多品牌战略提升竞争力**

美的自1981年注册商标获得品牌价值以来，通过收购、自建等方式逐步完成了品牌扩张。在睿富全球2018中国品牌价值100强中，“美的”品牌以895.55亿位列中国最有价值品牌排行榜第7位。美的18年发布的高端品牌COLMO和互联网品牌布谷进一步提升了美的品牌覆盖度，美的品牌矩阵基本形成。

- **科技研发助推公司转型科技集团**

2018年3月，美的在上海发布了“人机新时代”战略，新战略的发布表明了美的在转型科技集团的路上又进了一步。美的集团着力构建的具有全球竞争力的研发布局和多层次研发体系及持续高投入的研发经费为公司转型科技集团提供强有力支撑。

- **加大国际化布局，深耕印度市场**

2018年，投资135亿卢比的美的科技园在印度马哈拉施特拉邦举行奠基仪式，美的计划在五年内将其打造为家用电器、暖通空调和空调压缩机等产品的生产基地。美的印度科技园项目彰显美的集团深耕印度市场的决心，印度未来有望成为美的的重要生产基地，印度市场也会成为美的的一个主要海外市场。

- **投资建议**

我们预测公司2019-2021年实现归母净利润分别为227.48/255.64/283.32亿元，对应增速12.44%/12.38%/10.83%，EPS3.45/3.88/4.30元，分别对应14.49/12.89/11.63倍市盈率。维持“推荐”评级。

主要财务指标

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	259665	284879	311133	341182
收入增长率 (%)	7.87%	9.71%	9.22%	9.66%
净利润 (百万元)	19359	22748	25564	28332
净利润增长率 (%)	24.01%	17.51%	12.38%	10.83%
摊薄 EPS(元)	3.04	3.45	3.88	4.30
PE	17.02	14.49	12.89	11.63
PB	3.97	3.40	2.93	2.54

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

美的集团(000333.SZ)

推荐 (维持评级)

分析师

李昂

☎: 8610-83574538

✉: liang_zb@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130517040001

特此鸣谢

李冠华

☎: 8610-66568238

✉: liguanhua_yj@chinastock.com.cn

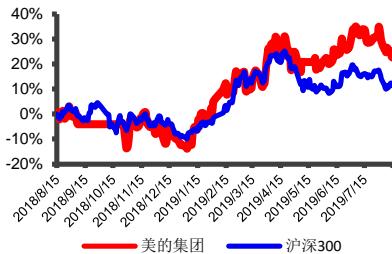
对本报告的编制提供信息。

市场数据

2019-08-15

A股收盘价(元)	49.96
A股一年内最高价(元)	55.27
A股一年内最低价(元)	35.27
上证指数	2815.80
市盈率	17.14
总股本(万股)	693890.30
实际流通A股(万股)	677325.29
流通A股市值(亿元)	3383.92

相对沪深300表现图



资料来源：中国银河证券研究院

投资摘要：

驱动因素、关键假设及主要预测：

白、黑电市场饱和度高，更新换代需求强烈。国家统计局数据表明我国黑、白电的市场饱和度较高，新增空间有限。2008 年开始推出的家电促消费政策较好地带动了家电的销售和普及，按照白电 10 年左右寿命推算，白电更新潮已经开启，家电更新换代需求较强。与发达国家相比，我国厨房电器的市场普及率较低，仍处于起步成长阶段，特别是一些新兴厨电差别更大。根据国家统计局数据，至 2017 年底，排油烟机和微波炉的全国居民年末拥有量为 51 和 40，从排油烟机户均一台的属性来看，未来发展依然具有较大提升空间。与排油烟机相比，我国新兴厨电普及率更低，可提升空间更大。我国小家电市场仍处在发展的初期阶段，普及水平与西方发达国家有着较大差距。我国家庭平均拥有小家电数量不到 10 件，远低于欧美国家每户 20-30 件的水平。

从家电产品的普及率以及使用寿命推断，我国白电市场未来需求主要以更新需求为主，销售量方面会保持相对稳定。由于我国白电市场格局稳定，美的白电产品销量会与趋向于与行业保持一致，但消费升级带来的价格提升会推动公司业绩改善。公司厨电与小家电产品竞争力较强，会随着普及率的提高带来业绩的提升。

我们与市场不同的观点：

受中美贸易摩擦冲击：美的集团的海外收入占比为 42%，受贸易摩擦影响较大。我们认为虽然美的集团海外收入占比较高，但主要收入来自于东南亚及南亚，美国市场占比较少，另一方面美的目前具有 15 个海外生产基地，可以一定程度上规避贸易战带来的不利影响。

家电行业整体承压拖累公司业绩：美的作为行业龙头企业，在行业整体受压的情况下，抗压能力较强，能够凭借自身优势提升市占率，营收压力较小。

KUKA 发展不及预期：KUKA2018 年营收下滑 6.8%，发展不及预期。我们认为未来随着我国人口老龄化、劳动力缺口等多种因素推动，工业机器人长远发展空间较大。

估值与投资建议：

公司品类齐全，多数产品市占率位于行业第一梯队、整体业绩确定性较高，抗风险能力强。机器人业务有望享受我国智能制造快速发展的红利，为美的带来新的盈利点。我们预测公司 2019-2021 年实现归母净利润分别为 227.48/255.64/283.32 亿元，对应增速 12.44%/12.38%/10.83%，EPS3.45/3.88/4.30 元，分别对应 14.49/12.89/11.63 倍市盈率。维持“推荐”评级。

股价表现的催化剂：

家电促消费政策、电商销售渠道快速增长、公司促销战略提升销量。

主要风险因素：

原材料价格波动的风险、房地产调控的风险、家电促消费政策不及预期的风险。

目 录

一、深受内外资青睐的行业龙头:	3
(一) 行业巨龙, 厚积薄发.....	3
(二) 管理制度为腾飞保驾护航.....	3
(三) 营收稳健, 赢内外资青睐.....	6
二、多元发展的家电行业航母	9
(一) 产品种类丰富.....	9
(二) 多品牌战略提升竞争力	15
(三) 科技研发助推公司转型科技集团	19
(四) 持续推进“T+3” 提升效率.....	21
(五) 提前布局南亚、东南亚市场	22
三、公司财务分析:	25
(一) 公司成长性较好	25
(二) 美的 ROE 低于格力、高于海尔	26
(三) “T+3” 推动美的营运能力提升.....	27
四、公司估值和投资建议:	28
(一) 公司收入增速分析.....	28
(二) 公司估值	29
(三) 投资建议	30
五、风险提示	31
六、附录:	32
(一) 公司财务预测表	32

一、深受内外资青睐的行业龙头：

(一) 行业巨龙，厚积薄发

美的集团是一家集消费电器、暖通空调、机器人与自动化系统、智能供应链（物流）于一体的科技集团。自 1968 年在何享健的带领下成立以来，经过五十一年的风雨洗礼，从一个只有 23 名成员组成的街办塑料生产组逐步成长为拥有超十万名员工的上市公司。公司以“科技尽善，生活尽美”为企业愿景，将“联动人与万物，启迪美的世界”作为使命，恪守“敢知未来、志存高远、务实奋进、包容共协、变革创新”的价值观，整合全球资源，推动技术创新。2018 年公司实现营业总收入 2618.20 亿元，在《财富》世界 500 强榜单中排名由第 450 位上升了 127 位达到第 323 位。

表 1：美的集团五十一年风雨历程

时间	事件
1968 年	何享健先生带领 23 人集资 5000 元在顺德北滘创业
1980 年	生产电风扇，进入家电行业
1981 年	注册使用“美的”商标
1985 年	开始制造空调
1993 年	内部股份制改造
1997 年	事业部改造
1998 年	收购东芝万家乐进入空调压缩机领域
2000 年	事业部制公司化改造、MBO 和中高层骨干持股流通
2003 年	相继收购云南、湖南客车企业，正式进军汽车业，进入多元化发展
2004 年	与东芝开利签署合作协议，收购荣事达、华凌
2006 年	股改，引入战略投资者，实行期权激励
2007 年	第一个海外基地在越南建成投产
2008 年	收购江苏小天鹅
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
2012 年	创始人何享健卸任美的集团董事长，方洪波接任
2013 年	在深交所上市，旗下拥有小天鹅、威灵控股两家子上市公司
2014 年	与小米科技签署战略合作协议
2016 年	与 Clivet 达成战略合作协议、完成对德国库卡集团的要约收购
2017 年	与 Servotronics 战略合作交易完成
2018 年	斥资约 40 亿元回购股票
2019 年	换股合并小天鹅

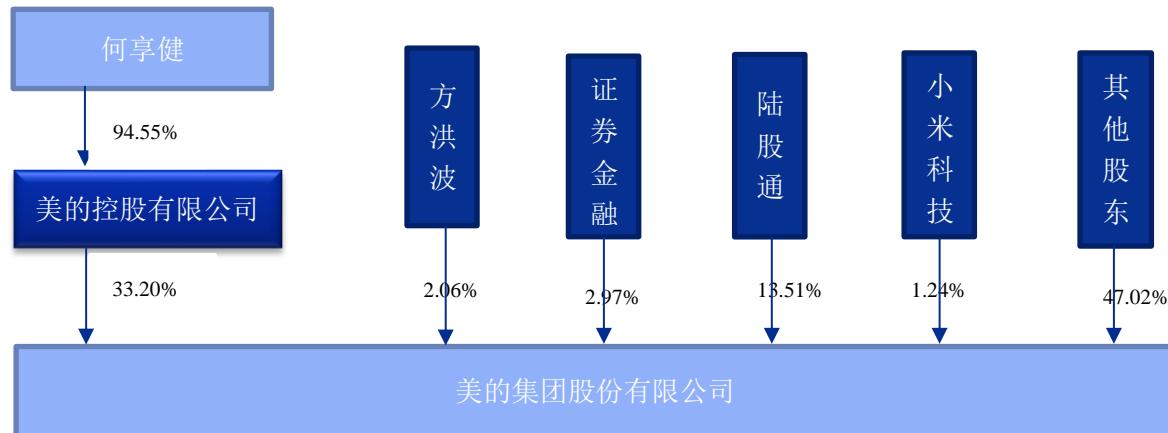
数据来源：wind、美的官网、中国银河证券研究院整理

(二) 管理制度为腾飞保驾护航

何享健作为美的实际控制人，股权结构集中。何享健先生对美的集团有绝对控制权，通过美的控股有限公司持股 33.20%，直接持股 0.68%。香港中央结算有限公司持股 13.51%，中国

证券金融股份有限公司、高瓴资本和小米科技分别持股 2.97%、1.07% 和 1.24%。公司股权结构稳定集中，有利于公司保持一致连贯的管理风格，为公司持续健康发展提供稳健平台。

图 1：美的集团股权结构（2018 年报）



数据来源：美的半年报、中国银河证券研究院整理

美的实行职业经理人管理体制，有利于提高公司管理水平，维护企业长期稳定发展。方洪波先生及其他高管对美的集团持股比例超过 4%，在公司战略发展过程中有重要的话语权，主要管理层中，博士学历占比 50%，60% 以上高管从业年限超过 20 年，经验丰富，对公司及行业有深刻理解，对产业运营环境及企业运营管理有精准把握，公司使用业绩为导向的考评与激励制度，为公司职业经理人的锻炼与成长提供平台。

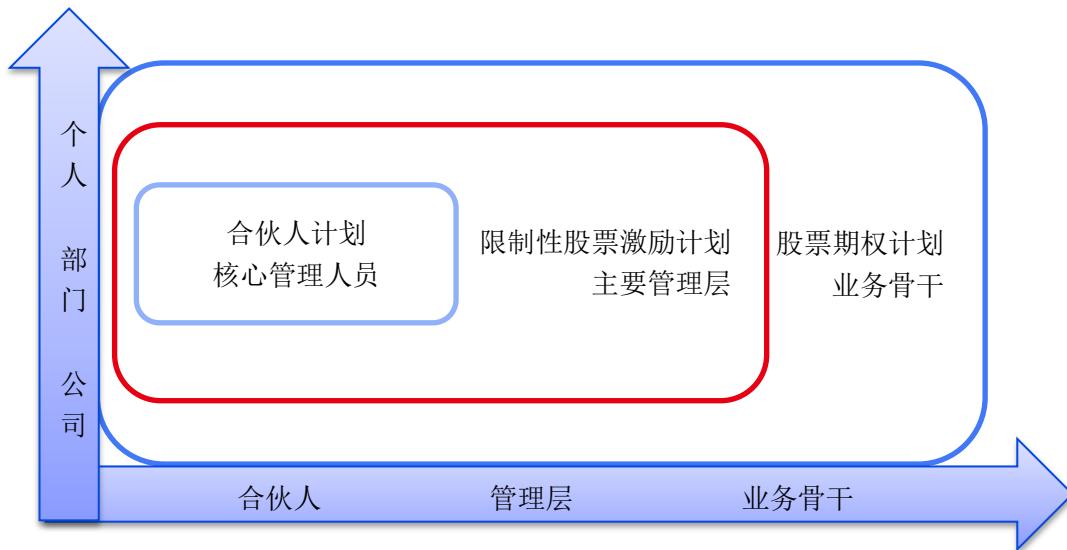
表 2：美的集团管理层情况（2018 年报）

姓名	职务	性别	年龄	学历	任职日期
方洪波	董事长、董事	男	52	硕士	2012-8-25
何剑锋	董事	男	52	本科	2012-8-25
殷必彤	董事	男	51	硕士	2017-4-21
顾炎民	董事	男	56	博士	2016-9-19
于刚	董事	男	60	博士	2018-09-26
薛云奎	独立董事	男	55	博士	2018-09-26
管清友	独立董事	男	42	博士	2018-09-26
韩践	独立董事	女	46	博士	2018-09-26
刘敏	监事会主席	女	42	硕士	2016-2-1
赵军	监事	男	44	硕士	2014-4-21

数据来源：wind、美的年报、中国银河证券研究院整理

美的集团特有的三层激励制度覆盖了公司的业务骨干和管理层人员，通过对公司的净利润、利润增长率等业绩指标和个人绩效相结合的方式进行考核，确定不同奖励内容，使员工利益与公司及股东利益相统一，员工表现与员工所得深度绑定。

图 2：美的集团激励制度概括



数据来源: wind、美的年报、中国银河证券研究院整理

当前美的共推出了六期合伙人持股计划（包含两期事业合伙人）、三期期限制性股票激励计划和六期股票期权激励计划。其中，合伙人持股计划针对核心管理人员，通过考核公司净资产收益率、归母净利润增长率和个人业绩确定权益分配。限制性股票激励计划针对中高层管理人员及业务骨干，通过考核个人及经营单位层面业绩确定可解除限售的股票份额。股票期权激励计划针对科技人员及相关中基层管理人员，通过考核归母净利润、加权平均净资产收益率和个人业绩确定行权资格。通过这三层激励方式，员工、管理层利益与公司效益相联系，促进公司长期稳定发展。

表 3：美的集团三层激励制度汇总

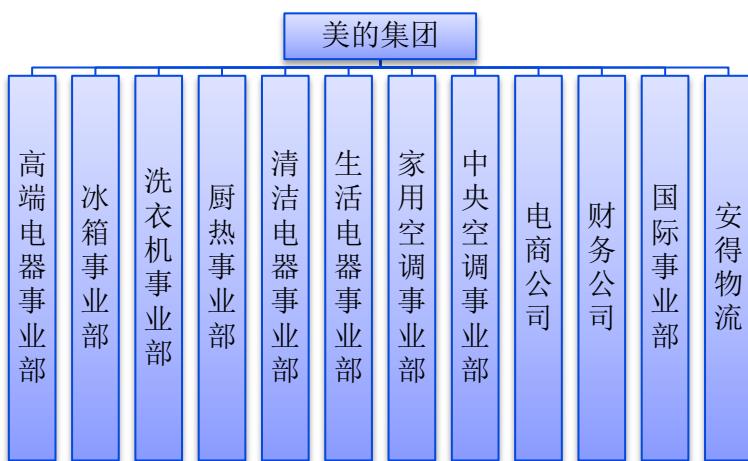
激励方式	激励对象	激励次数	起始时间	激励人数	激励金额
合伙人持 股计划	核心管 理人员	第一期	2015年3月	31	1.15亿元
		第二期	2016年3月	15	1.15亿元
		第三期	2017年3月	15	0.99亿元
		第四期	2018年5月	—	1.825亿元
		事业合伙人	2018年3月	50	9785万元
	事业合伙 人	第一期			
		第二期	2019年4月	45	9300万元
	中高层 管理人 员及业 务骨干	第一期	2017年3月	140	股票数量2979万份，16.86元/股
		第二期	2018年3月	343	股票数量2501万份，28.77元/股
		第三期	2019年4月	451	股票数量3035万份，27.09元/股
		第一期	2014年1月	693	共19.81亿元，期权数量4060.20

股票期权激励计划	科技人员及相关中基层管理人员	第二期	2015年3月	738	万份，行权价格48.79元
		第三期	2016年5月	931	共2659亿元，期权数量8430万份，行权价格31.54元
		第四期	2017年3月	1476	共27.23亿元，期权数量12753万份，行权价格21.35元
		第五期	2018年3月	1341	共33.35亿元，期权数量9890.20万份，行权价格33.72元
		第六期	2019年4月	1150	共35.72亿元，期权数量6208万份，行权价格57.54元
					共25.59亿元，期权数量4724万份，行权价格54.17元

数据来源：美的公告、中国银河证券研究院整理

放权经营、灵活管理的事业部制，成为美的迅速成长的“利器”。1997年美的集团产品类型达1000多种，不同产品生产、定价、销售方式不同，很难进行统一调配，不利于产品专业化发展。同年公司进行事业部改造，由各产品事业部承担全部价值链完全经营责任，向公司董事会和总裁负责。2018年12月，公司再次调整事业部模式，首次让高端品牌业务独立运营，希望借此补上高端品牌缺失的“短板”，把小事业部合并成大事业部，裁掉部门冗员。事业部选拔互联网基因等非传统渠道的领导，彻底改变美的过去市场运作手段，采用全新的粉丝经济模式，增强用户思维，建立以用户需求为中心的敏捷型组织。同时公司的研究体系也由事业部和中央研究院两级构成，既提高研发效率又保持整体统一。公司还横向打造四大平台对整个组织进行协调调度，避免僵化式管理，保证组织灵活性。

图 3：美的集团事业部制



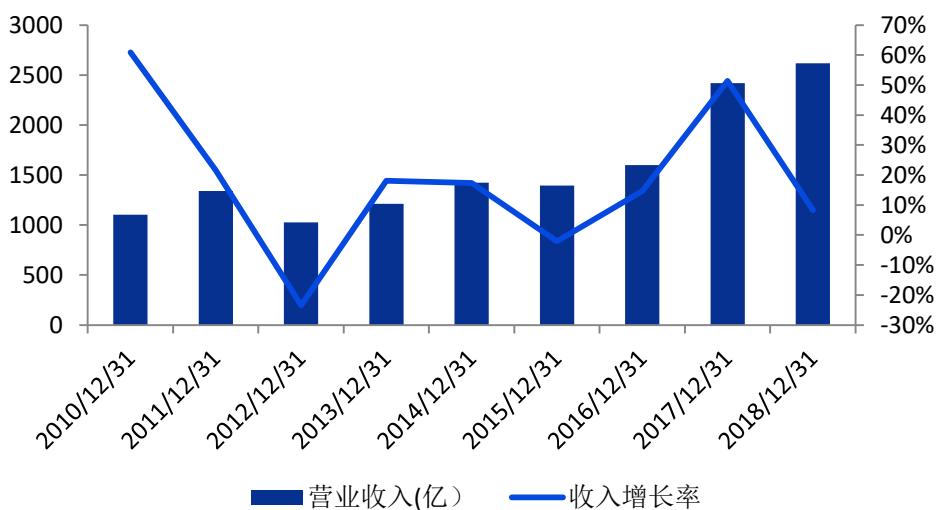
数据来源：wind、中国银河证券研究院整理

(三) 营收稳健，获内外资青睐

美的集团近些年在自身努力与政策推动下发展迅速，营业收入与净利润水平逐年提高。2018年在下半年行业整体承压的情况下，营收达到2618亿元，同比增长8.23%，营收规模位

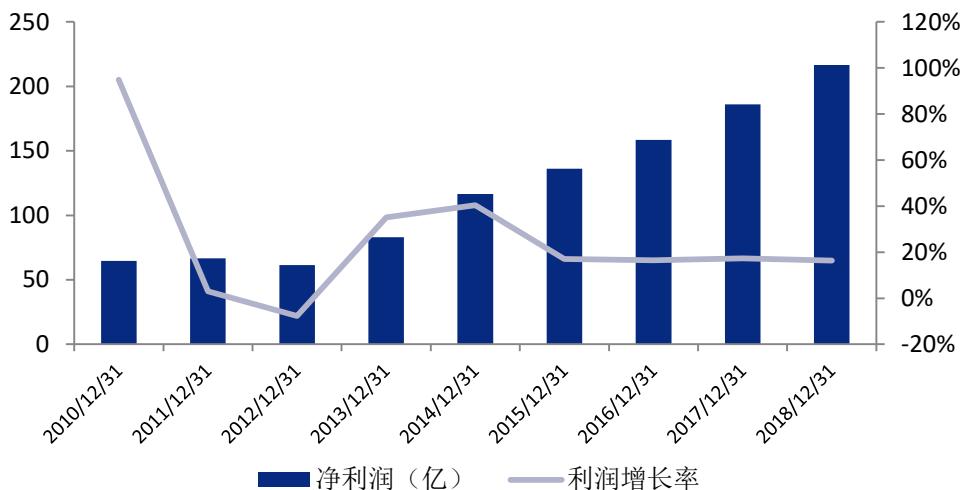
于家电行业首位。2018 年公司净利润 216 亿元，较 2017 年末增长 16.33%，增长幅度高于营收增速，美的盈利能力提升。

图 4：美的集团营业收入（左轴）及增长率（右轴）



数据来源：wind、中国银河证券研究院整理

图 5：美的集团净利润（左轴）及增长率（右轴）



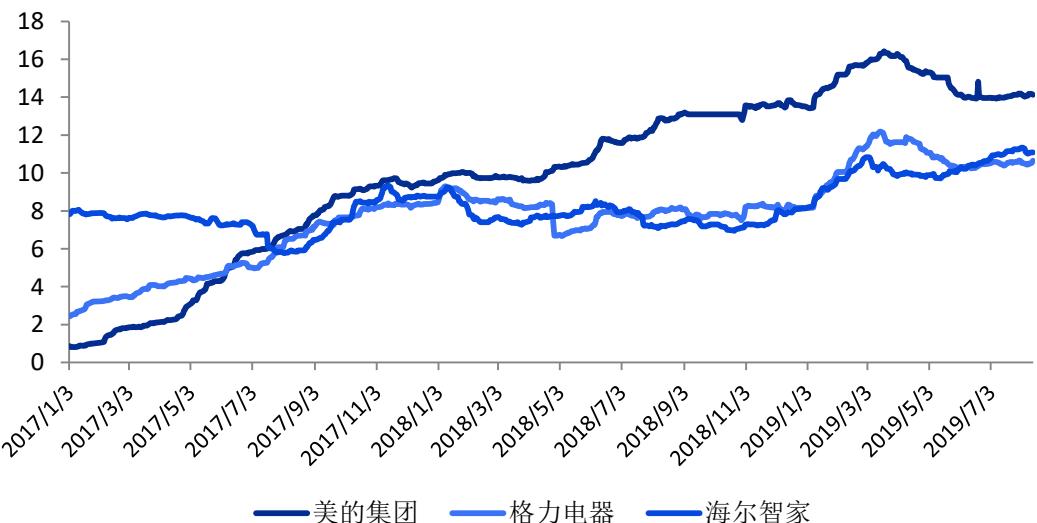
数据来源：wind、中国银河证券研究院整理

美的集团于 2018 年 7 月 26 日披露了《关于回购部分社会公众股份的报告书》，并于 2018 年 12 月 28 日累计回购股份数量 9510 万股，占公司截止 2018 年 11 月 30 日总股本的 1.4275%，最高成交价为 48.40 元/股，最低成交价为 36.49 元/股，支付的总金额约 40 亿元。2019 年 2 月，美的发布公告，拟以不超过 55 元的价格拟回购不超过 12,000 万股且不低于 6,000 万股的股票，股票回购充分体现了公司对于发展前景的信心和公司价值的认可。

美的集团股票深受外资喜爱。自沪深港股通启动之后，国外投资者对美的的持股量逐步增

加，占比逐年增大，由最初持仓量占全部A股比例0.87%逐步增长到14.13%。相比之下，虽然2017年初陆股通更加偏好格力电器与青岛海尔，但对海尔的持股占比处于震荡行情，没有上升趋势，对格力的持股份额虽在2017年有所上升，但速度远小于美的集团，且2018年起开始波动，占比不再增加。

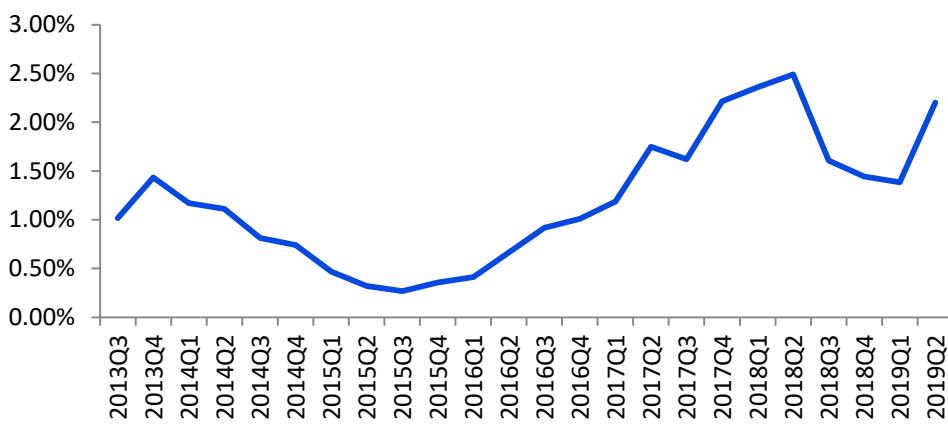
图 6：陆股通持有股票占比（截至2019.8.14）



数据来源：wind、中国银河证券研究院整理

国内公募基金对美的集团持股比例震荡上升。长期以来，美的集团深受基金青睐，为基金重仓持有的主要标的之一，自2015Q3起基金持股占比逐年增加，由0.27%增长到2018Q2的2.49%，之后受家电行业整体增长速度减慢的因素影响，持股比例有所下降。2019Q2基金持股占比大幅提升至2.20%，且长期仍有上升趋势。

图 7：国内基金持有的美的集团股票占比



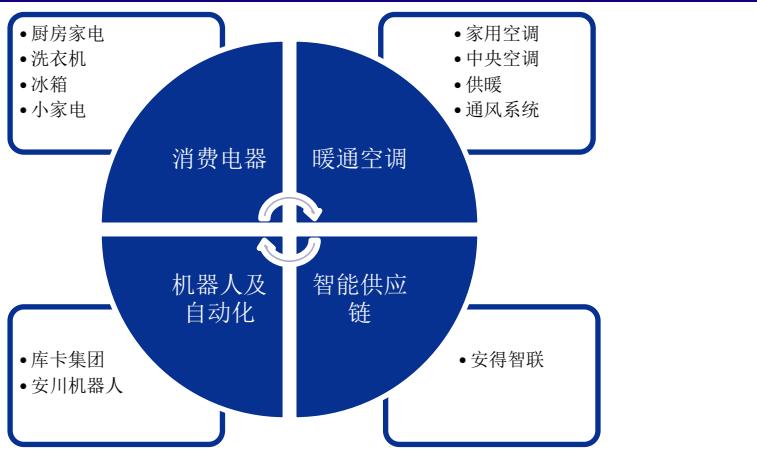
数据来源：wind、中国银河证券研究院整理

二、多元发展的家电行业航母

(一) 产品种类丰富

美的产品种类丰富，主要产品除空调、冰箱、洗衣机等传统大家电外，还包含市场上几乎所有主流厨卫电器及生活电器。业务主要包括暖通空调业务、消费电器业务、机器人及自动化系统业务和智能供应链业务。

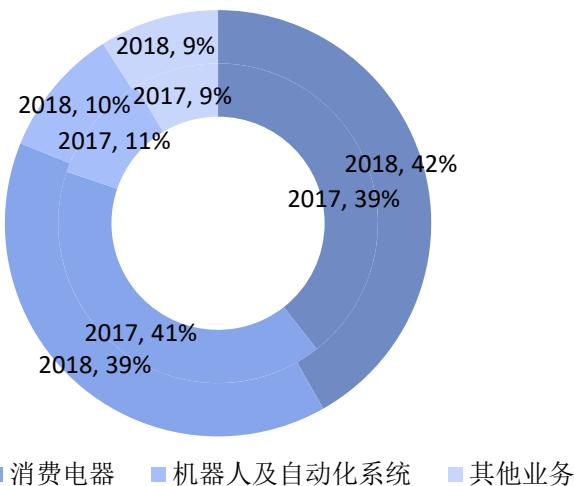
图 8：美的集团产品种类与服务



数据来源：美的年报、中国银河证券研究院整理

暖通空调和消费电器为公司的主要收入来源，2018 年公司暖通空调和消费电器收入占比合计 81.12%，与 2017 年的 80.24% 接近。

图 9：美的 2017-2018 主营业务构成



数据来源：美的年报、中国银河证券研究院整理

公司主要产品市占率排名行业前列，美的空调和洗衣机的线下市场份额排名位于行业第二位，冰箱的线下和线上市场份额分别排名第三和第二位，多数厨电和小家电市场份额也位于行业前列。

表 4：美的主要产品线下市场份额排名情况

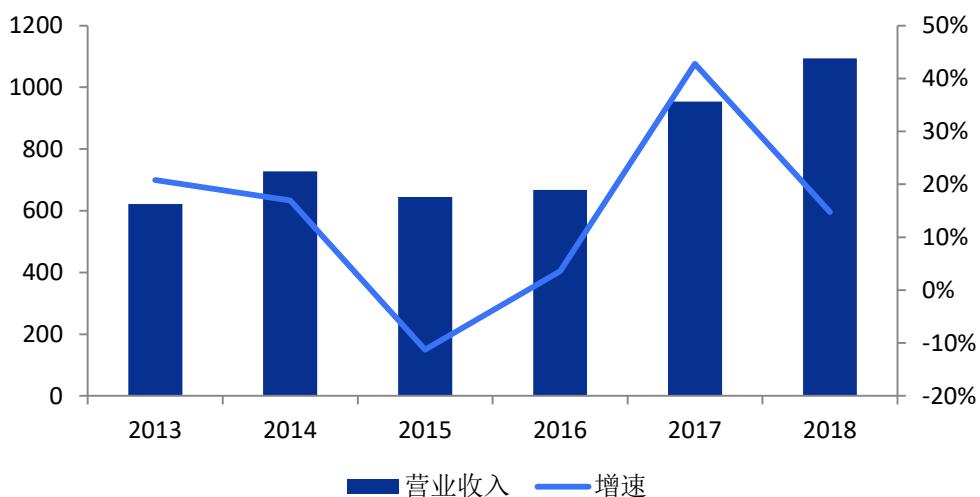
家电品类	2014	2015	2016	2017	2018
空调	2	2	2	2	2
洗衣机（美的系）	2	2	2	2	2
冰箱	4	4	3	3	3
电饭煲	1	1	1	1	1
料理机					1
电压力锅	1	1	1	1	1
净水机				2	1
电暖器					1
微波炉	2	2	2	2	2
热水器	3	3	3	3	3
吸尘器					4
油烟机	4	3	3	4	4

数据来源：美的年报、中国银河证券研究院整理

1. 暖通空调：营收稳步增加，市场份额位居行业第二

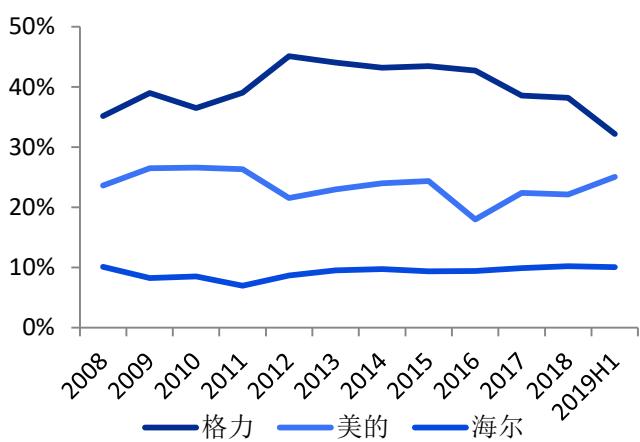
空调为美的集团的主要业务，长期营业收入占比接近 50%。2018 年公司空调业务营收占比为 42.13%，同比增加了 2.2pct。自 2013 年以来，空调业务营收 CAGR 为 11.96%，其中 2015 年营收下降是因为空调渠道库存问题全面爆发，行业步入去库存周期背景下销量出现明显下滑，但随着渠道去库存告一段落，2016 年起公司空调业务重拾增长。

图 10：美的空调收入（亿元，左轴）及增速（%，右轴）

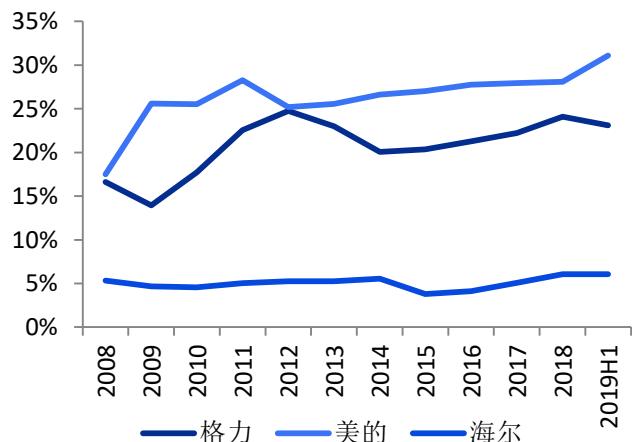


数据来源：美的年报、中国银河证券研究院整理

公司空调产品分为家用空调和中央空调。在国内，家用空调市场已经形成了格力、美的双寡头垄断局面，CR2份额长期超过50%，美的整体市占率保持行业第二位。从内销市场份额来看，美的落后于格力，但明显领先于海尔。2019年2月份以来，美的在淡季进行促销，市场份额提升明显，拉近与格力差距，但由于价格促销带来的市场份额提升效果难以持久，预计市场份额后期会有所回落。美的在外销市场的市场份额一直高于格力，但领先优势有限。另外，据产业在线数据显示，美的中央空调以接近20%的市场份额已经连续5年领跑行业，美的中央空调已然成为“中国制造标杆”。

图 11：空调内销市场份额


资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图 12：空调外销市场份额


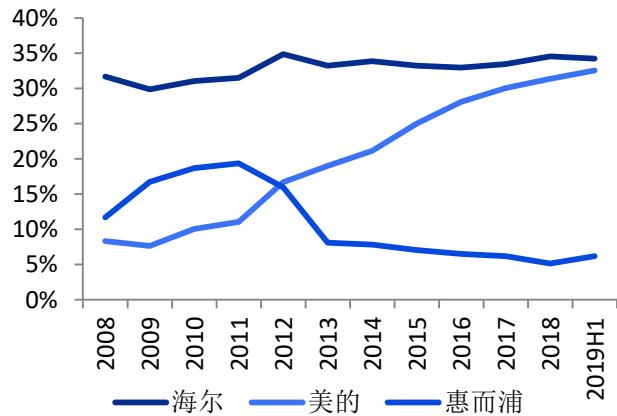
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

2. 消费电器业务：产品种类丰富，龙头地位稳固

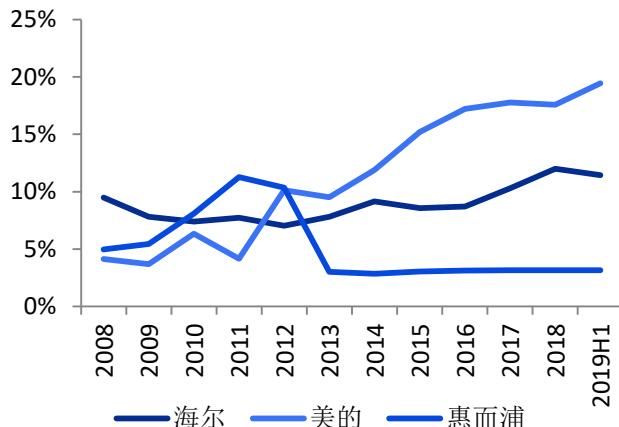
公司消费电器业务以厨房家电、冰箱、洗衣机、及各类小家电为核心，其中多数产品龙头地位稳固。

洗衣机市场份额提升迅速。美的收购小天鹅后，市场份额快速提升，特别是在2014年和2015年，洗衣机行业整体市场疲软的背景下，公司通过改革与创新，销量取得了快速增长，与之相对应的市占率也有大幅提升。2018年公司洗衣机内销市场份额达到31%，仅次于海尔。2019年，美的换股合并小天鹅后，美的与小天鹅的关联交易数目、资源重迭和内部竞争等情况将得以改善，洗衣机业务协同效应将进一步显现，竞争力也有所加强，市场份额提升趋势有望继续保持。

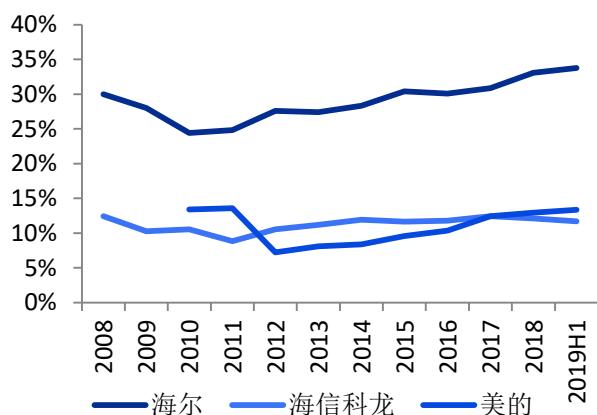
美的于2002年成立冰箱公司，之后通过收购荣事达、华凌集团扩充其冰箱产能，市占率不断提升。内销市场方面，公司市占率稳步提升，在2018年公司冰箱内销市占率超过海信科龙，跃居行业第二位，但与海尔还有较大差距。外销市场方面，美的占据着重要位置，市占率提升明显，在2018年位于行业第一位。

图 13：洗衣机内销市场份额


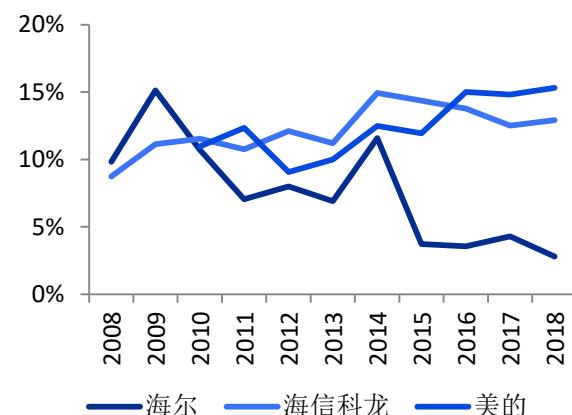
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图 14：洗衣机外销市场份额


资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图 15：冰箱内销市场份额


资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图 16：冰箱外销市场份额


资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

小家电产品种类丰富。公司涉及小家电产品较早，产品种类丰富，具体产品包括电饭煲、电压力锅、电磁炉、微波炉、电热水器、油烟机、燃气灶、消毒柜、吸尘器、饮水机、电暖气、挂烫机、电烤箱等，其中电饭煲、电磁炉、电压力锅等长期占据行业市占率第一位置，随着我国小家电的普及，公司将持续收益。

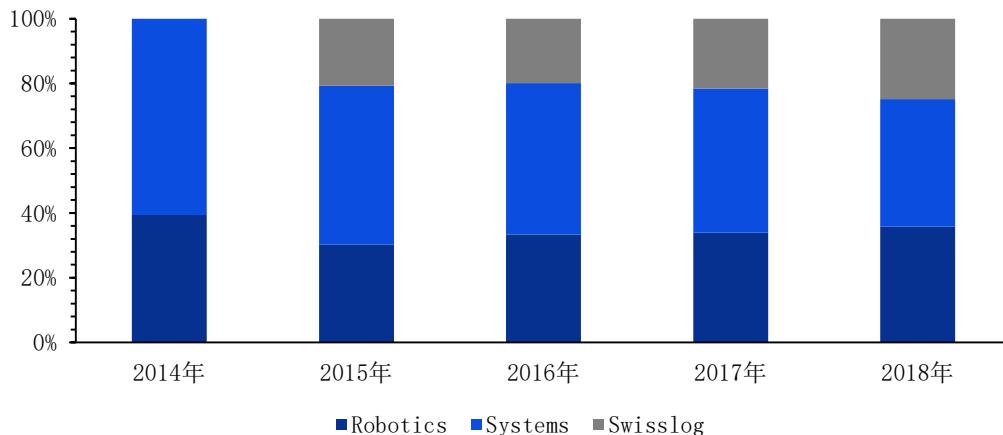
3、机器人及自动化系统业务：未来发展前景广阔

美的的机器人及自动化系统业务主要以库卡集团、安川机器人合资公司等为主。2017年初，美的加速推进“智慧家居+智能制造”的战略举措，发起全面要约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，收购完毕后共计持有库卡集团 94.55%的股本比例。库卡集团的收购完成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。

分业务来看，库卡的业务主要分为机器人（Robotics）业务、系统（Systems）业务以及瑞士仕格（Swisslog）业务三大板块。由近五年分业务板块营收趋势图可以看出，系统集成业务板

块始终保持着较大的占比。2018年，库卡的机器人业务营收占比约36%，系统集成业务营收占比约39%，机器人业务板块营收比例较往年年度有所扩大，预计未来随着与美的合作协同效应的进一步展开，其机器人业务会保持较好的发展态势。

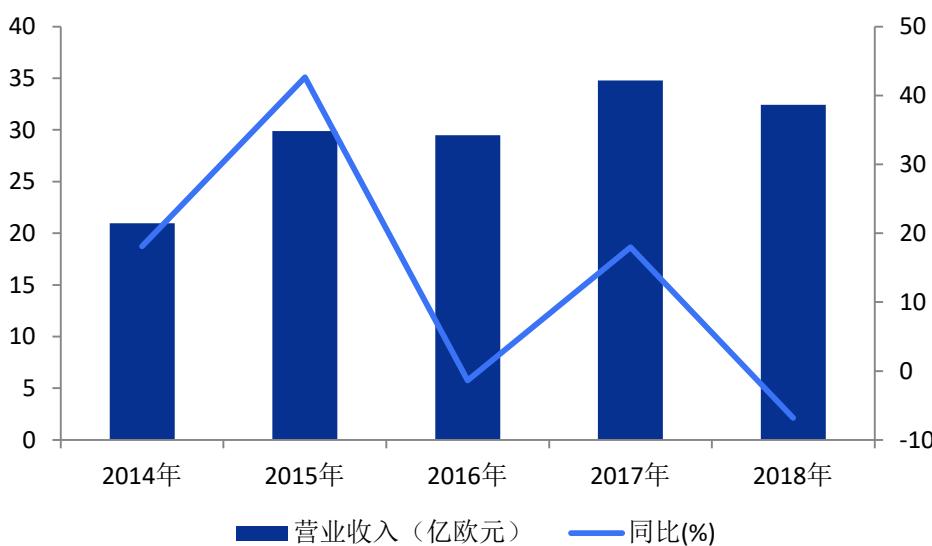
图 17：近五年 KUKA 营收分业务占比



资料来源：库卡年报，中国银河证券研究院整理

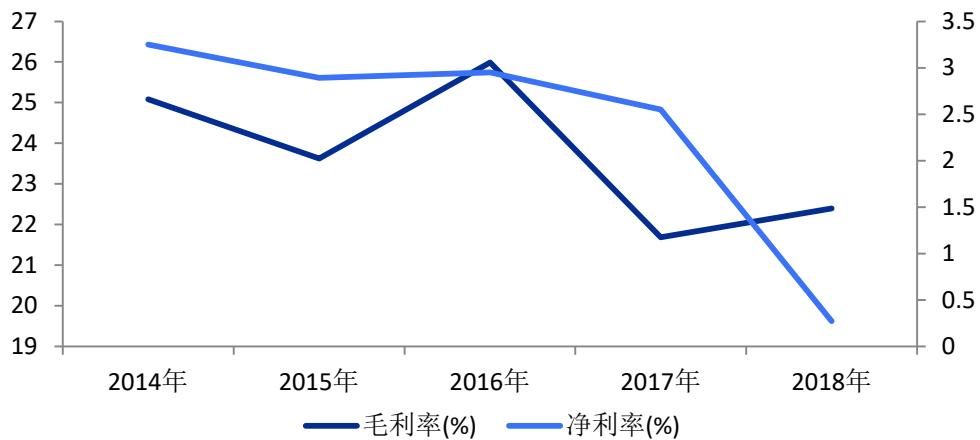
2018年受宏观经济及下游汽车制造疲软拖累，KUKA实现营业收入32.42亿欧元，折合人民币约254.42亿元，同比下滑6.81%。整体来看，库卡营收保持上涨趋势，2014年至2018年复合增长率达14.11%。

图 18：库卡营收及增长率



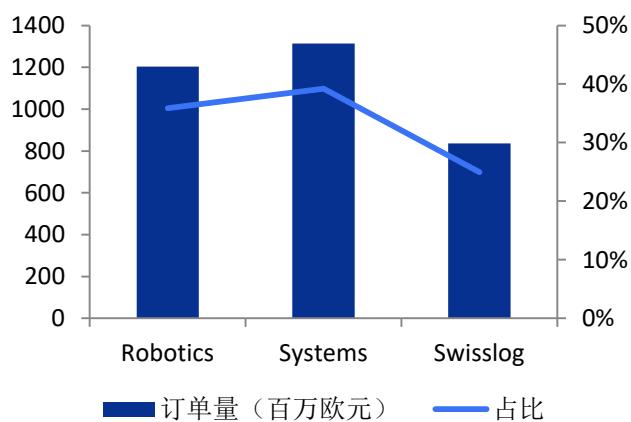
资料来源：库卡年报，中国银河证券研究院整理

2018年，库卡销售毛利率为22.39%，销售净利率为0.27%，盈利能力与同行业相同业务类型公司相比较弱。主要原因在于，库卡系统集成业务占比较大，需要大量的人力资源，消耗的人工成本较高，且其系统集成业务外包较多，因而盈利能力较低。

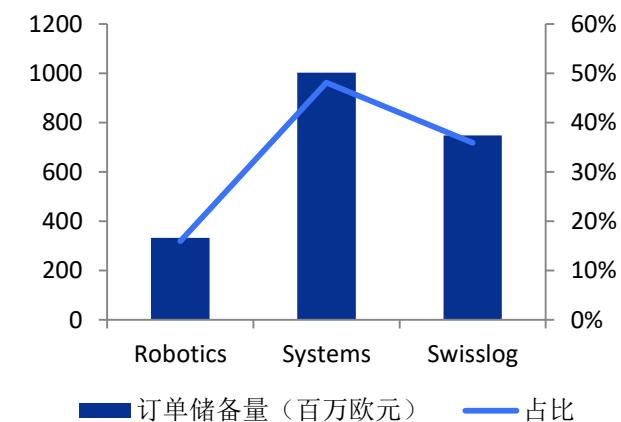
图 19：库卡毛利率（左轴）、净利率（右轴）


资料来源：库卡年报，中国银河证券研究院整理

2018 年库卡的订单量为 33.05 亿欧元，高于其营业收入。2018 年年底，库卡的订单储备量为 20.56 亿欧元，与 18 年营收接近。短期来看，库卡营业收入会保持相对稳定。分板块来看，系统集成业务板块的订单量以及订单储备量均高于其他两个业务板块，机器人业务订单储备量较低。

图 20：库卡 18 年订单量及占比


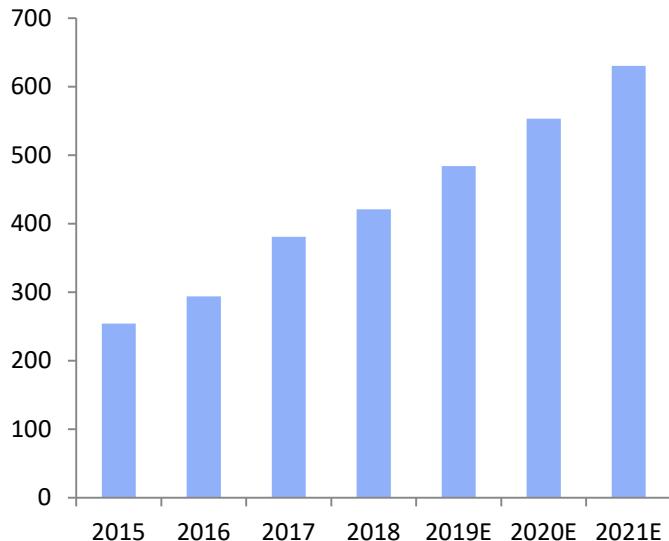
资料来源：库卡年报，中国银河证券研究院

图 21：库卡 2018 年订单储备量及占比


资料来源：库卡年报，中国银河证券研究院

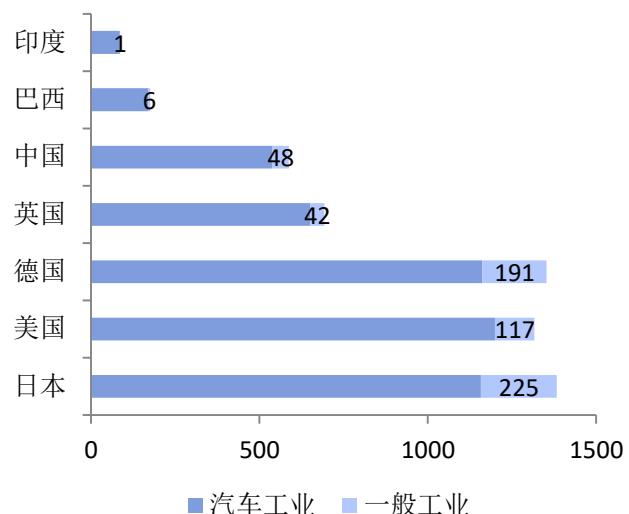
工业机器人发展空间较大。相比发达国家，中国的机器人密度还较低。IFR 数据显示，中国 2018 年的汽车工业中每万名工人使用工业机器人数量为 539 台，一般工业中每万名工人使用工业机器人数量为 48 台，远落后于日本和美国。随着我国经济的快速发展，机器人密度有望稳步提升，工业机器人销售快速增长趋势将会保持。据国际机器人联合会(IFR)预测，2019 年到 2021 年间，工业机器人的全球销量将保持 14% 的平均增长率，在 2021 年达到 63 万台，其中中国已成为工业机器人全球最大的市场，销售增长率有望超过 20%。

图 22：全球机器人销量（千台）



资料来源：IFR，中国银河证券研究院

图 23：每万名工人使用工业机器人数



资料来源：IFR，中国银河证券研究院

随着全球智能制造趋势的不断演化，中国也开始着重强调要将机器人产业作为未来战略发展的重要方向，作为横跨消费电器、暖通空调、机器人及自动化系统、智能供应链（物流）四大板块的科技集团，美的深谙中国制造业的复杂与痛点，美的收购库卡既有利于库卡拓展中国区业务提供更多的资源，提升机器人业务板块占比，降低人工成本，促进盈利能力的提升，又有助于美的借助库卡在机器人以及系统集成领域多年来的技术及产品线优势，满足中国市场需求，抢占国内工业机器人领域市场先机，促进美的自身发展壮大。

2018 年，美的为加快推动库卡机器人中国业务整合，宣布向库卡中国下属业务注资，共同成立 3 家合资公司，拓展工业机器人、医疗、仓储自动化三大领域的业务。并在顺德科技园新建生产基地，开发新产品，与众多合作伙伴共同开发工业 4.0 的可行商业模式，并投资于人机协作和移动机器人平台等关键技术，巩固库卡技术领先地位。计划到 2024 年机器人产能达到每年 75,000 台，加上现有产能，每年在中国的机器人产能总数将达到 100,000 台，预计未来库卡机器人业务板块订单量会有所提升。

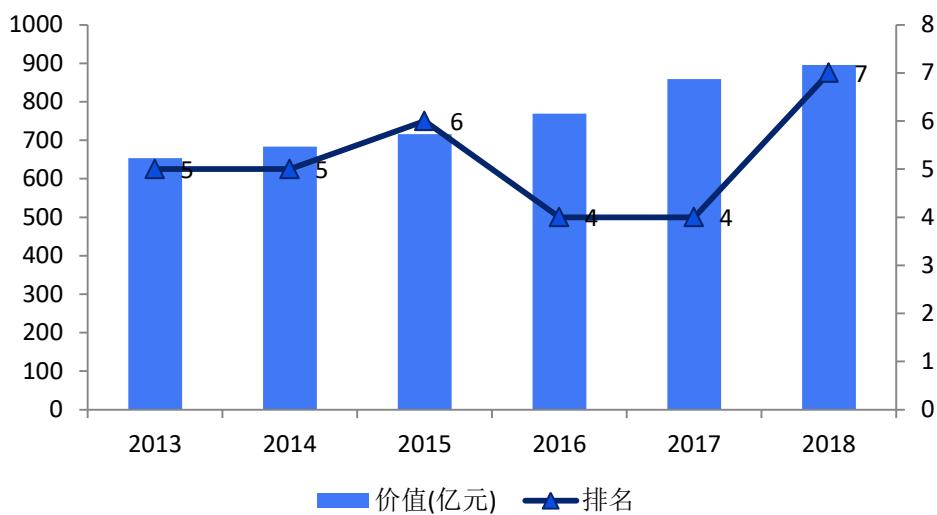
(二) 多品牌战略提升竞争力

对于消费品而言，品牌往往为主要的护城河，消费品领域最终的竞争也往往是品牌的竞争，较高的知名度、美誉度能够影响消费者的偏好，在消费者执行购买时决定其重要作用。美的多年来一直注重其品牌建设，其品牌价值在家电行业中也名列前茅。

美的于 1981 年注册商标，获得品牌价值。在睿富全球 2018 中国品牌价值 100 强中，“美的”品牌以 895.55 亿位列中国最有价值品牌排行榜第 7 位，相比 2017 年下滑了 3 位。根据胡润研究院发布的“2018 胡润品牌榜”，美的连续 4 年位居胡润品牌榜家电企业中的第一位，在民营家电企业和全国家电企业排名中均位列第一。由全球最大的传播服务集团 WPP 旗下权威调研机构华通明略发布的第八届“2018 年 BrandZ™ 最具价值中国品牌 100 强”年度排名中，美的排名第 26 位，较 2016 年上升 4 位，连续 3 年成为榜单中排名最高的家电品牌。美的也成

为 3C 家电业内仅次于华为和联想的中国最具价值品牌。

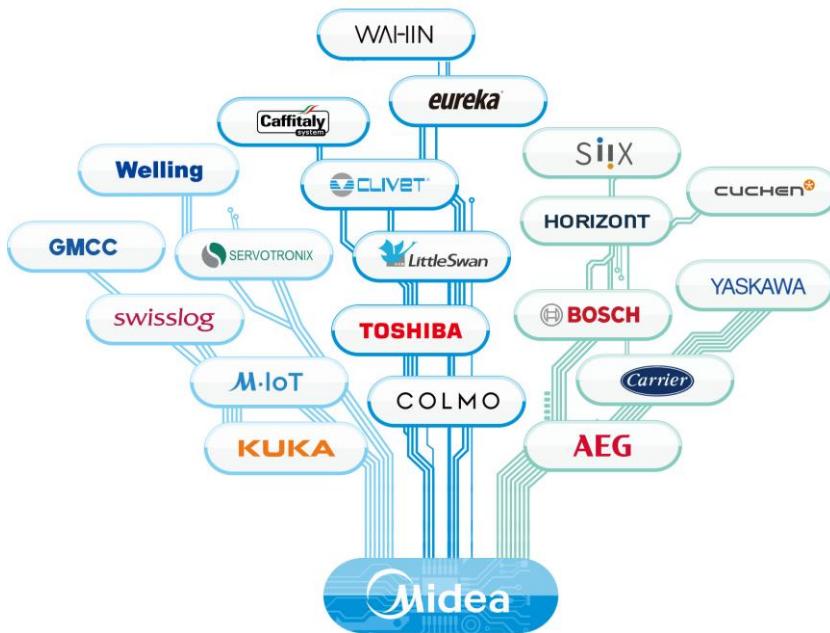
图 24：美的品牌价值与排名



数据来源：美的社会责任报告、中国银河证券研究院

在全球化背景下，多品牌运营是美的、海尔等大型家电企业的必经之路。由于发达国家家电行业较为成熟，已存在行业领导者，加上海外用户的品牌忠诚度高，使得收购已有品牌成为美的与海尔占领市场和拓宽渠道的主要方式。海尔通过海外收购等方式已完成了其品牌布局，海尔、GE、斐雪派克、卡萨帝、AQUA、统帅六大品牌交叉覆盖全球家电市场，其中主要通过卡萨帝占据高端市场，统帅占据低端市场，并随着斐雪派克和 GE 家电收购的结束，品牌海外市场覆盖进一步扩大。与海尔相似，美的也主要使用收购来完成其品牌扩张。2004 年，美的收购广州华凌 42.4% 股权，迅速切入冰箱领域，并通过其主打低端市场，2008 年，收购小天鹅 24.01% 股权，对洗衣机业务进行全面整合并希望借此进入高端市场，2011 年，美的收购开利拉美空调业务 51% 权益，迅速增加巴西、阿根廷地区的产品销量，2016 年，收购东芝白电 80.1% 股权并要约收购德国库卡。目前美的旗下拥有美的、小天鹅、华凌、威灵、安得、COLMO、GMCC、Eureka、KUKA、Swisslog、Servotronix、TOSHIBA（品牌授权）等十余个国内外知名品牌。

图 25: 美的品牌



资料来源：美的社会责任报告，中国银河证券研究院

美的旗下凡帝罗出自美的冰箱，比佛利出自小天鹅，都在不断追赶卡萨帝的高端市场地位，2018年末美的正式推出全新高端家电品牌COLMO，意在提高高端市场份额。美的集团目前对整个多品牌架构进行梳理，未来1-2年，在品牌上有着更多协同性的考虑和筹划，让美的品牌更加清晰化、统一化。

表 5: 美的整机品牌汇总

品牌	主营产品	市场定位	主要销售地区
AEG	白电	高端	北京、上海
Toshiba 东芝	白电	中端	日本、东南亚
Little Swan 小天鹅	洗衣机	中高端	中国
Clivet 克莱夫	中央空调	高端	意大利
Eureka 优瑞卡	吸尘器	中高端	美国
CUCHEN 酷晨	厨房小家电	高端	东北、华东
Carrier 开利	空调	中端	巴西、阿根廷、智利
华凌	冰箱、空调	低端	上海、苏州、杭州
SIIX 希克斯	白电	中高端	合肥
COLMO	冰箱、空调等	高端	中国

数据来源：美的社会责任报告，中国银河证券研究院

1、全新推出AI科技高端品牌COLMO，开启转型升级新征程

在美的集团50周年活动庆典上，公司正式推出了一个全新高端家电品牌COLMO。该品牌依托硅谷未来技术中心为前沿研究阵地，将AI技术融合于高端家电，主打最新科技、新锐设计和顶尖材料工艺的应用，面向科技新贵等社会中产阶层，给用户带来舒适、智能的产品使

用体验。设计方面以黑色为主色调，通过先锋的设计理念与原始质感的平衡打造品牌独特的设计之美，通过视觉识别和语音交互技术，以更加智能的方式接受和反馈用户的诉求，同时从视觉、听觉、触觉、味觉、嗅觉五个感光维度关注用户家居生活中的细节品质和格调，使用户享受质感生活。

通过 COLMO 品牌的推出，展现了美的对技术、产业链发展趋势和全球布局的思考，美的将顺应产业升级的趋势，更加贴近时代变革，延续对科技、人本精神的重视，拓展美的品牌形象和影响力，扩大高端家电市场份额。

2、翻新华凌主推年轻化产品，逐步完善细分市场

2019年1月10日，美的集团于广州正式发布了面向年轻消费群体的新品牌——华凌。华凌品牌自身创立于1985年，是拥有悠久历史的区域性品牌，存在形象老化、用户群体年龄偏大的问题，此次品牌翻新，是时尚化、年轻化的转型变革，以减少90后年轻族群对华凌品牌的认知盲区。

与相似品牌Leader统帅、AUX奥克斯和小米相比，华凌在价格、外形、售后等方面更具优势。正1.5匹三级变频空调中，华凌品牌价格略低于统帅、小米和奥克斯，但能效比系数较高，外形简约精致，整体性价比高，符合年轻化市场定位。

表 6：多品牌正1.5匹变频空调参数对比（2019.8.8）

	华凌	AUX 奥克斯	小米	Leader 统帅
				
价格	1999	2299	2199	2099
能效比系数	4.73	4.27	4.75	3.71
保修期限	6	6	6	6
型号	KFR-35GW/HAN8B1	KFR-35GW/BpNFW+2	KFR-35GW-B1ZM-M1	KFR-35GW/15XAA23ATU1
制冷量(W)	3500	3500	3500	3500
制热量(W)	4900	4700	4500	4450
循环风量 (m³/h)	630	650	630	700

数据来源：京东商城、中国银河证券研究院

3、发布互联网品牌“布谷”，引领潮流设计新风尚

2019年3月14日，美的互联网品牌“布谷BUGU”在正式亮相，布谷以互联网运营模式为基础，让用户通过“布谷研究所”，深度参与到产品的从设计到测试的全过程，取代传统的被动接受模式。

2019年4月，布谷围绕厨房、起居、卫浴三大生活场景以及空气、水两大专业场景发布了电饭煲、洗碗机、厨下净水器、电风扇、扫地机器人和热水壶等产品，布谷发布的产品除了通过技术创新来解决用户痛点外，还可以通过WIFI远程操控和智能化操作。布谷还格外注重产品的颜值，以带给用户全方位的舒心体验。

图 26：布谷主要产品



数据来源：京东商城、中国银河证券研究院

(三) 科技研发助推公司转型科技集团

2018年3月，美的在上海发布了“人机新世代”战略，在美的“智能制造、智慧家居”双智战略的基础上，力图以大数据和AI为驱动，赋予产品、机器、流程、系统以感知、认知、理解和决策的能力，新战略的发布表明了美的在转型科技集团的路上又进了一步。

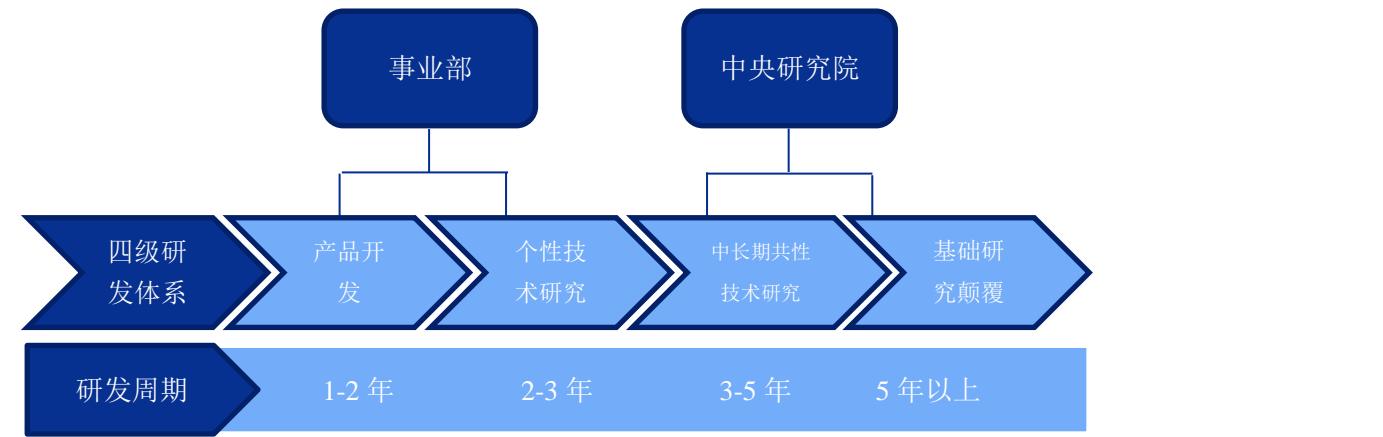
图 27：美的新战略



数据来源：美的社会责任报告、中国银河证券研究院

科技研发支撑美的转型科技集团。美的集团着力于构建具有全球竞争力的全球研发布局和多层次研发体系，从 2014 年筹建研中央研究院、智慧家居研究院，目前已形成以中央研究院为核心，结合事业部的四级研发体系。其中中央研究院定位 3-5 年的中长期共性技术研究及 3-5 年以上的基础研究、颠覆性研究，事业部则定位新品开发和个性技术研究。

图 28：美的四级研发体系

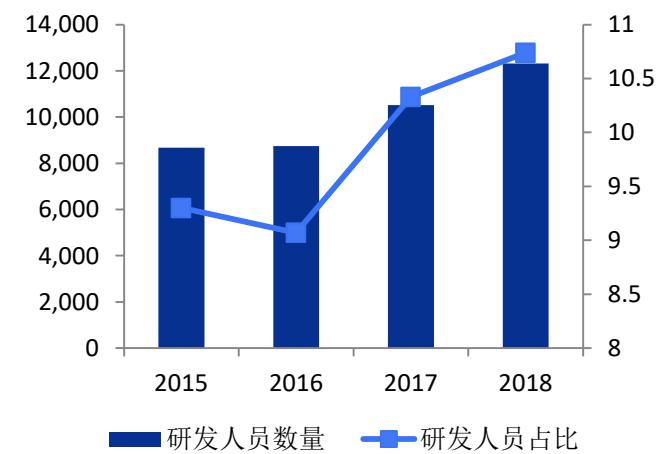


数据来源：美的社会责任报告、中国银河证券研究院

截止 2018 年年底，美的集团已在全球包括中国在内的 9 个国家设立了 20 个研究中心，在强化全球研发中心布局的同时，美的更与 MIT、UC Berkeley、UIUC、Stanford、Purdue University、清华、中科院等国内外顶级科研机构签订技术合作协议，建立联合实验室深度技术合作，打造全球创新生态系统。

2018 年公司研发投入 98 亿元，占营业收入比重 3.78%，相比 17 年提升了 0.25PCT。研发人员 12321 人，占比 10.74%，同比提升 0.41PCT。

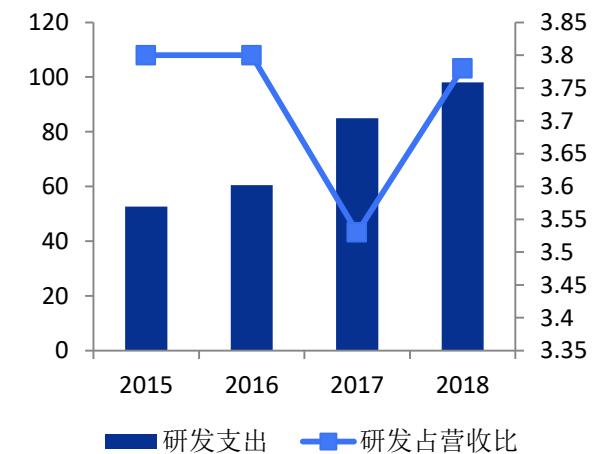
图 29：美的研发人员数量和占比



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

美的积极投入研发，取得了多项研究成果。2018 年美的共申请专利 15895 件，其中发明

图 30：美的研发支出及占比



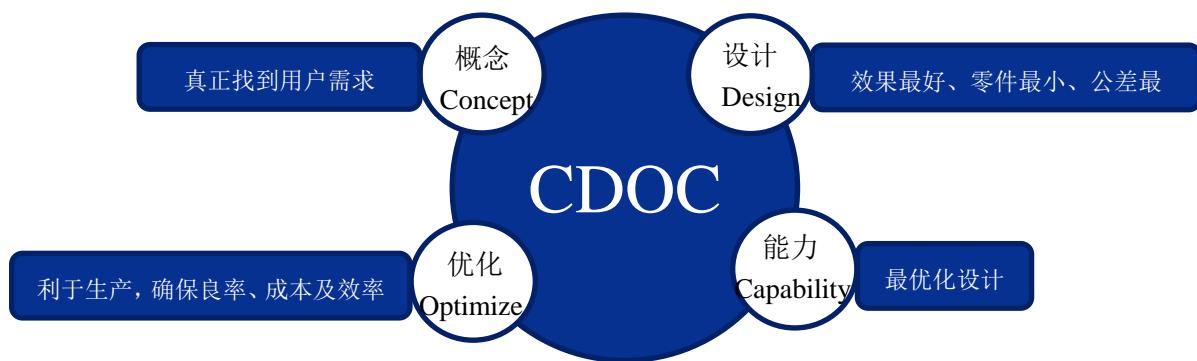
资料来源：WIND，中国银河证券研究院

专利 6102 件，截止到 2018 年底，美的累计国内专利申请量突破 9.4 万件，授权维持量 4.4 万件。2018 年还斩获国际设计奖 51 项，包含德国红点奖 16 项，德国 iF 奖 14 项，美国 IDEA 奖 21 项。

CDOC 研发体系助推“爆品”产品。CDOC (Concept 概念、Design 设计、Optimize 优化、Capability 能力) 产品开发模式是以用户需求与价值主张为基础，通过用户访谈、入户调查、市场走访、竞品分析、结构分析、开模、供应及制造布局等一系列工作，真正找到客户的需求，从而高效的推出具有竞争力的产品即爆品。

2014 年美的引入了 CDOC 后，已开展了多项 CDOC 项目，并取得了较好的成果。比如美的火锅电磁炉上市第一年销量突破 30 万台。

图 31：美的 CDOC 模式



数据来源：美的社会责任报告、中国银河证券研究院

(四) 持续推进“T+3”提升效率

“T+3”全称‘T+3’客户订单制，将客户下单到满足客户要求分为客户下单 (T 周期)、物料准备 (T+1 周期)、成品制造 (T+2 周期) 和物流发运 (T+3 周期) 四个周期。

图 32：美的 T+3 模式



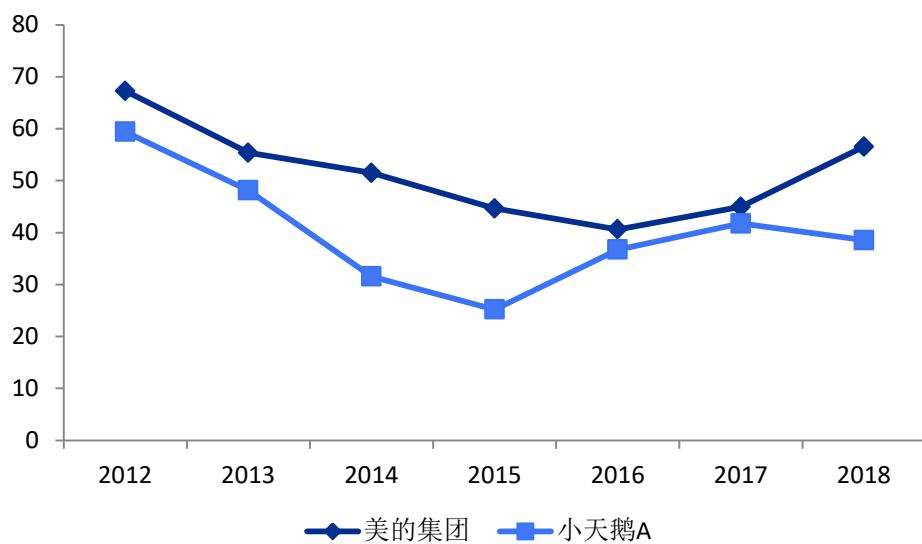
数据来源：美的社会责任报告、中国银河证券研究院

白电行业的传统生产模式为渠道库存模式，即“先生产、后分销”，白电企业制定排产计划，生产之后将产品压到渠道由渠道进行消化。这种模式由于产量数据与销量数据不匹配，排产计划制定难以准确，往往造成滞销产品库存加大，畅销产品供不应求，供应链效率偏低等结

果。相比传统模式，“T+3”主要目的是将家电企业的生产模式转为客户订单式生产，首先由客户提出需求，并以需定产，并通过直发模式提升供应链效率，从而提高仓储周转率，提升公司经营效率。

2013年，公司率先在洗衣机事业部推行T+3效率驱动模式，该模式在小天鹅实行的成效极为显著，洗衣机仓储面积大幅下降，从2012年的120万平方减少到2016年的10万平方，公司存货周转率也明显改善，存货周转天数从2012年的60天下降至2015年的25天，伴随着美的集团全面推行“T+3”模式，公司的存货周转率也有所提升。2016年后美的和小天鹅的存货周转天数提升的主要原因为公司电商渠道销售比重提升。传统渠道中，美的的“T+3”模式将库存推到了渠道和供应商，但电商渠道中，公司需要自己承担库存，随着线上销售收入的提升，公司的库存也有所上升，存货周转天数提升。

图 33：美的集团和小天鹅存货周转率



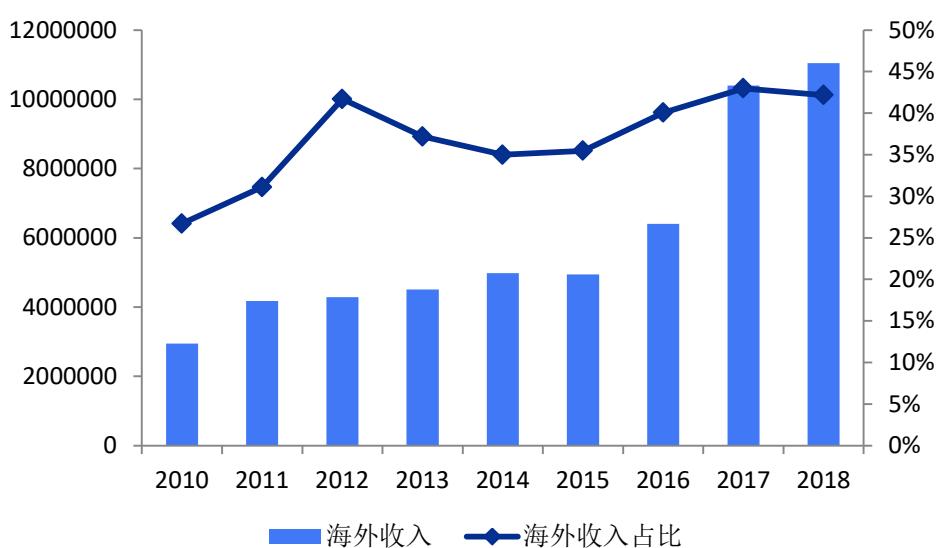
数据来源：Wind、公司年报、中国银河证券研究院整理

安得智联为美的高效供应链保驾护航。美的“T+3”模式取得成功与其搭建的物流平台关系密不可分。美的通过子公司安得智联整合代理商仓库，实现全国区县乡镇无盲点的全程可视化全网直配，提升供应链效率。安得智联目前拥有32家地区分公司，在全国拥有117个区域配送中心、14万余辆可调用车辆、2500+最后一公里送装网点，在时效上实现了同城24小时内，跨市（含乡镇）48小时到达。

（五）提前布局南亚、东南亚市场

美的一直坚持推行全球化战略，截至2018年年底，美的在全球共有15个海外生产基地，海外员工约33000人，业务涉及200多个国家和地区。美的的海外业务收入一直占据重要部分，在2017年收购库卡并完成并表后，美的海外业务收入大幅增加。2018年，美的海外营业收入1104亿元，同比增长6.21%，占公司总营业收入的42.52%。

图 34：美的海外收入及占比

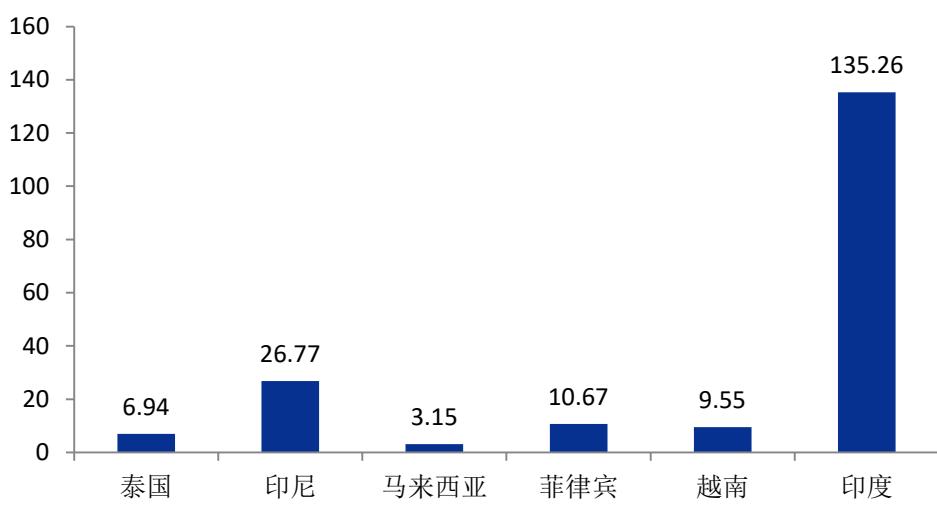


数据来源：WInd、公司年报、中国银河证券研究院整理

对于家电业务发展较为成熟的欧美市场，以印度、印度尼西亚、越南为代表的东南亚、南亚国家人口基数高且仍高速增长，处于热带、亚热带地区气候炎热，经济状况落后但发展迅速，家电普及率低，潜在市场空间巨大，有望成为家电龙头企业未来发展的主要战场。

南亚和东南亚人口比较稠密，包含了世界超过 20% 的人口。根据世界银行统计数据，2018 年印度人口数量 13.53 亿，为人口第二多的国家。

图 35：东南亚、南亚部分国家人口（千万人）

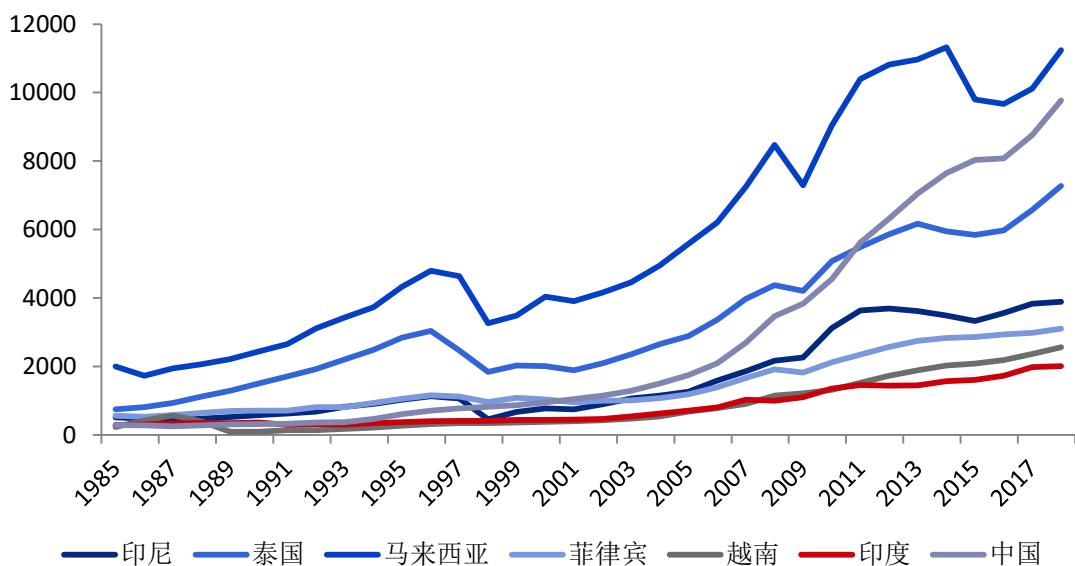


数据来源：WInd、世界银行、中国银河证券研究院整理

部分东南亚和南亚国家经济发展相对落后，人均收入较低也限制了家电产品的消费能力，人均 GDP 能较好的反映一个国家的消费能力。从具体数值来看，马来西亚的人均 GDP 高于中国，而印度、越南等国家的人均 GDP 与中国 2006 年左右接近，随着经济的发展，东南亚、南

亚的人均 GDP 有望保持增加，家电消费市场有望迎来爆发。

图 36：东南亚、南亚、中国部分国家人均 GDP（美元）



数据来源：WInd、世界银行、国家统计局、中国银河证券研究院整理

美的布局东南亚、南亚市场较早，2007 年即在越南设立了全资工厂，2012 年与开利在印度成立合资公司。2018 年，美的投资 135 亿印度卢比的美的科技园，在印度马哈拉施特拉邦苏巴帕勒（Supa Parner）举行奠基仪式。美的科技园占地约 27 万平方米，将在 2020 年初投入运营，届时可为当地提供约 2000 个就业机会。园区将由三大生产制造工厂组成，美的计划在未来五年内将其打造为家用电器、暖通空调和空调压缩机等产品的生产基地。该科技园投产后，可以实现冰箱、洗衣机、净水器、热水器各 50 万台，家用空调 150 万台，商用空调 25 万台，空调压缩机 450 万台的年产能。美的印度科技园项目彰显美的集团深耕印度市场的决心，印度未来有望成为美的的重要生产基地，印度市场也会成为美的的一个主要海外市场。

2016 年 3 月，美的集团发布公告称收购东芝所持白色家电业务 80.1% 股权。收购完成后，美的获得了东芝品牌 40 年全球授权，以及超过 5 千项家电相关专利，还有东芝家电在日本、中国、东南亚的市场、渠道和制造基地。2018 年东芝家电继续聚焦核心白色家电业务，全面推动与美的集团事业部价值链协同拉通，优化产品结构提升毛利，大幅改善盈利能力，刚性管控非经营性费用支出，改善业务模式同时优化供应链。2018 年东芝家电整体销售及管理费用减少近 9000 万元人民币，税前利润与经营性现金流均比去年大幅改善，顺利实现全年扭亏目标。

三、公司财务分析：

表 7：2013-2018 公司的各项财务指标

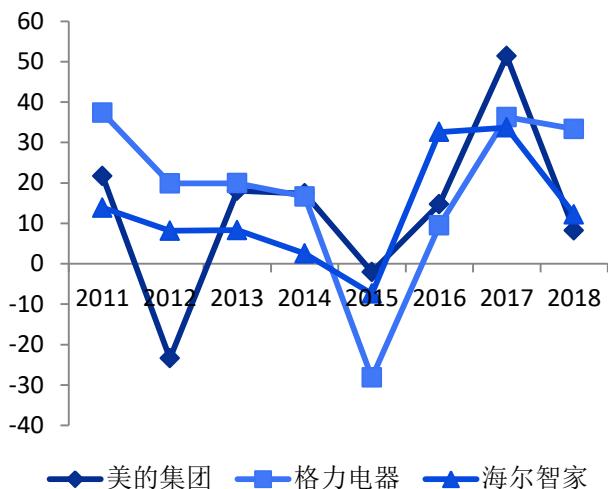
	2018-12-31	2017-12-31	2016-12-31	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31
基本经营情况						
营业收入	2618.20	2419.19	1598.42	1393.47	1423.11	1212.65
净利润	216.50	186.11	158.62	136.25	116.46	82.97
每股收益（稀释）	3.05	2.63	2.28	2.99	2.49	4.33
每股经营现金流	4.18	3.73	4.13	6.27	5.88	5.96
成长能力指标						
营业收入增长率 (%)	7.87	51.35	14.88	(2.28)	17.11	17.91
归母净利润增长率 (%)	17.05	17.70	15.56	20.99	97.50	63.15
盈利能力指标						
销售毛利率(%)	27.54	25.03	27.31	25.84	25.41	23.28
销售净利率(%)	8.34	7.73	9.97	9.84	8.22	6.86
营业利润率(%)	9.76	8.94	10.91	10.70	9.45	7.69
净资产收益率加权(%)	25.66	25.88	26.88	29.06	29.49	24.87
费用率						
销售费用率(%)	11.87	11.05	11.06	10.62	10.35	10.25
管理费用率(%)	6.86	6.11	6.02	5.34	5.27	5.55
财务费用率(%)	(0.70)	0.34	(0.63)	0.10	0.18	0.47
费用率(%)	18.18	17.59	16.53	16.17	15.87	16.31
营运能力指标						
总资产周转率	1.02	1.16	1.07	1.12	1.31	1.31
存货周转率	6.37	8.01	8.87	8.06	6.99	6.50
应收账款周转率	14.07	15.54	13.35	14.03	16.39	13.60
偿债能力						
流动比率	1.40	1.43	1.35	1.30	1.18	1.15
速动比率	1.18	1.18	1.18	1.15	0.98	0.88
资产负债率(%)	64.94	66.58	59.57	56.51	61.98	59.69
存货/流动资产(%)	16.23	17.34	12.96	11.19	17.38	23.26
长期负债占比	18.74	22.88	7.32	0.12	1.37	1.58

数据来源：WInd、中国银河证券研究院整理

（一）公司成长性较好

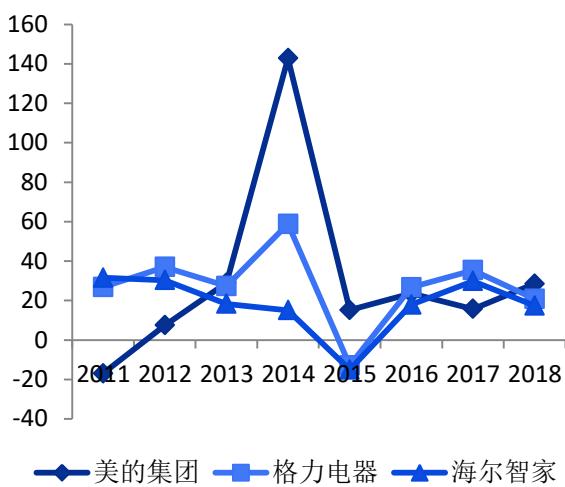
从 2011 至 2018 年，美的集团、格力电器、海尔智家白电三龙头通过内生和并购都是实现了规模的快速扩张，保持了较好的成长性，营业收入和净利润 CAGR 均超过 10%。美的集团在营收 CAGR 最低的情况下，净利润的复合年均增长率最高。美的、格力、海尔营业收入 CAGR 分别为 10.03%、13.29% 和 13.91%，净利润 CAGR 分别为 28.63%、25.86% 和 15.64%。

图 37：三大白电收入增速



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

图 38：三大白电归母净利增速



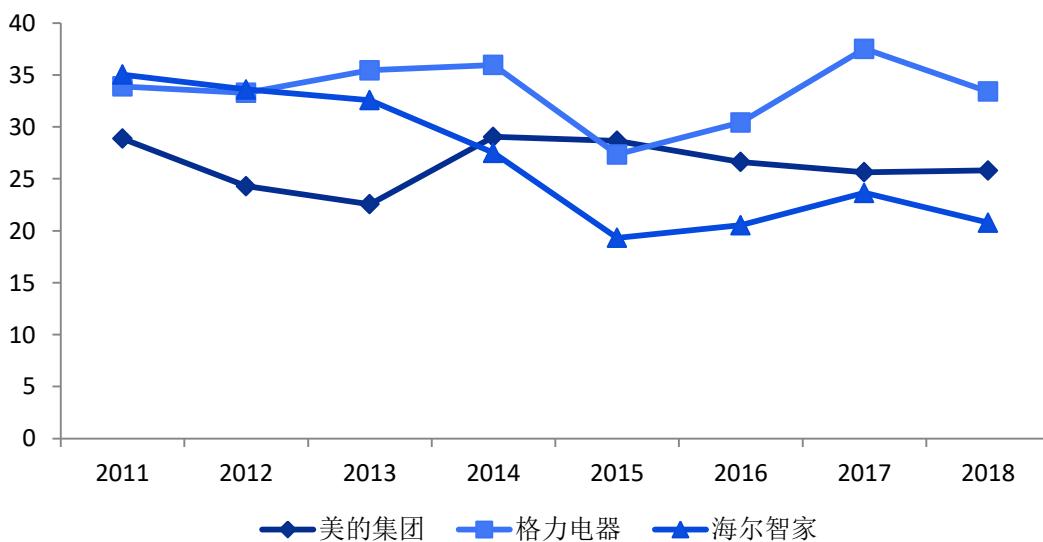
资料来源：WIND，中国银河证券研究院

(二) 美的 ROE 低于格力、高于海尔

2018 年，美的集团、格力电器、海尔智家的 ROE 均处于较行业前列，分别为 25.80%、33.40% 和 20.78%。

长远来看，相比格力电器和海尔智家，美的集团的净资产收益率保持相对稳定，在 2014 年美的集团整体上市后，除了 2015 年由于格力业绩下滑造成的 ROE 下滑外，均处于格力和海尔之间，2017 年由于收购库卡并表，美的的 ROE 略有下滑，2019Q1 美的的净资产收益率为 7.10%，同比上升了 0.23PCT。

图 39：三大白电 ROE



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

使用杜邦分析法将美的、格力和海尔 2018 年的净资产收益率进行拆分，可以看出美的集团的权益乘数和总资产周转率均高于格力集团，其净资产收益率低于格力的主要原因为公司销售净利率低于格力电器。

表 8：美的、格力、海尔杜邦分析法

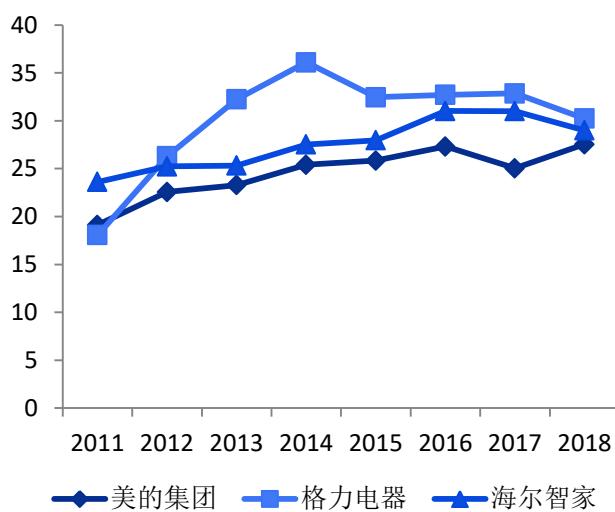
	销售净利率	权益乘数	总资产周转率
美的集团	8.27	3.26	1.02
格力电器	13.19	2.97	0.86
海尔智家	5.33	4.44	1.15

资料来源：WIND，中国银河证券研究院

从 2012 年起，美的集团的销售毛利率均低于格力电器和海尔智家，但 2018 年三家公司的销售毛利率分别为 27.54%、30.23% 和 29.00%，美的与格力和海尔的销售毛利率差距收窄。净利率方面，美的低于格力高于海尔。

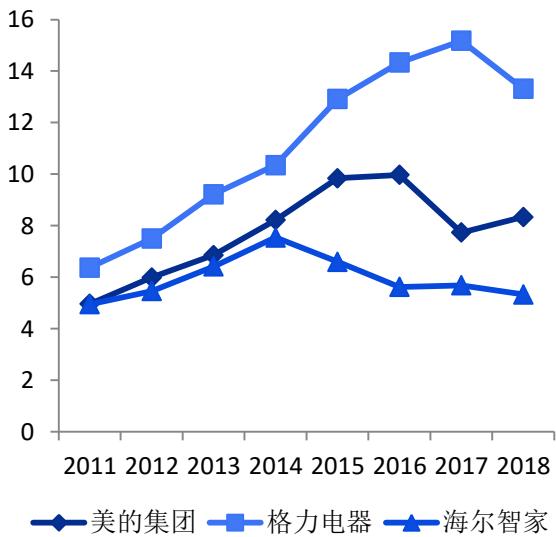
美的集团的毛利率和净利率低于格力电器的主要原因为格力的空调销售收入占比高于美的而空调的利润率较高。格力净利率较高还因为其渠道控制能力较强，期间费用率控制较好。海尔净利率较低的主要原因为海外市场布局较多且多使用自有品牌造成期间费用率较高。随着格力多元化发展的深入，美的与格力的销售净利率差有望缩窄。

图 40：三大白电销售毛利率



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

图 41：三大白电销售净利率



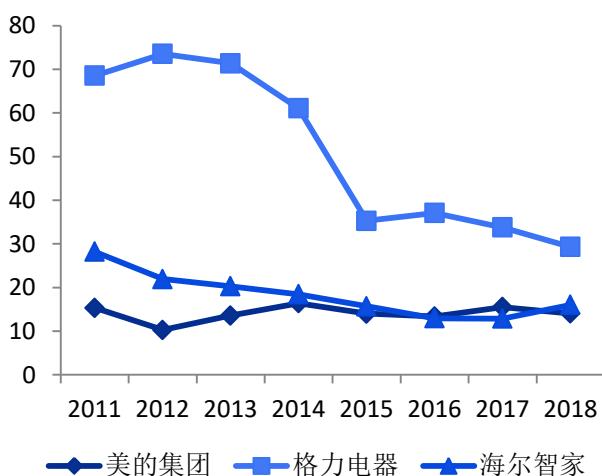
资料来源：WIND，中国银河证券研究院

(三) “T+3” 推动美的营运能力提升

从营运能力来看，格力由于对渠道控制权较强，营收账款周转率领先于美的，美的的应收账款周转率与海尔接近。2018 年美的、格力海尔的应收账款周转率分别 14.07、29.32 和 16.02。美的在 2014 年开始推行“T+3”后存货周转率提升，从 6.99 上升到 2016 年的最高点 8.86，超过了格力和海尔，2018 年美的的存货周转率下降较多，从 8.01 下降到了 6.37，低于格力电器

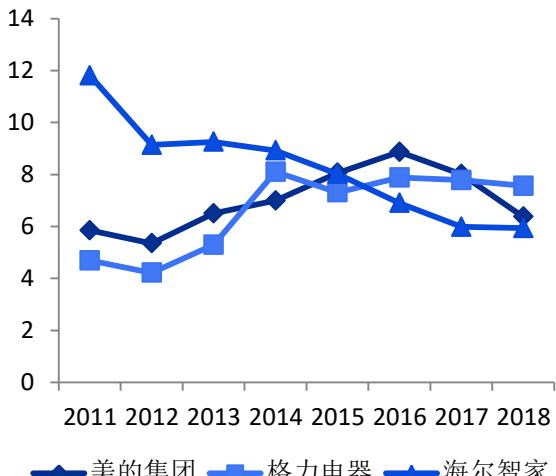
的 7.56.

图 42：三大白电应收账款周转率



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

图 43：三大白电存货周转率



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

四、公司估值和投资建议：

(一) 公司收入增速分析

通过推美的业务进行分拆预测，美的 2019-2021 年营收分别为 2834.93、3095.50、3394.74 亿元，毛利率为 28.67%、27.69%、27.78%。

表 9：美的收入预测

报告期	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总计					
总收入 (亿)	2618.2	2834.93	3095.50	3394.74	
增长率		8.28%	9.19%	9.67%	
成本	1881.64	2022.21	2238.23	2451.70	
毛利率	28.13%	28.67%	27.69%	27.78%	
暖通空调					
收入	953.52	1093.95	1181.47	1275.98	1378.06
增长率	42.78%	14.73%	8%	8%	8%
成本	676.64	758.86	819.58	885.15	955.96
毛利率(%)	29.04	30.63	30.63	30.63	30.63
消费电器					
收入	987.48	1029.93	1119.98	1238.13	1377.16
增长率	29.02%	4.30%	8.74%	10.55%	11.23%
成本	717.23	729.59	773.51	884.50	982.67

	毛利率(%)	27.37	29.16	30.94	28.56	28.64
机器人及自动化系统	收入	270.37	256.78	272.19	293.96	323.36
	增长率		-5.03%	6%	8%	10%
	成本	231.23	198.1	209.99	226.79	249.47
	毛利率(%)	14.48	22.85	22.85	22.85	22.85

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(二) 公司估值

1、相对估值

我们选取家用电器白电行业的可比公司进行市盈率对比分析。公司目前的股价(50.32 元, 8.14 日) 对应 2019 年 PE 为 14.59 倍, 而可比公司均值为 22.31 倍。考虑到行业间公司 PE 差别较大, 长虹美菱市盈率较高, 美的市盈率较难达到均值。综合考虑美的产品包含厨电、小家电产品, 结合厨电、小家电龙头市盈率、美的近三年的市盈率均值综合推算, 美的的合理市盈率为 18, 对应股价为 62.08。

表 10: 可比公司估值

代码	简称	TTM	2019-12-31	2020-12-31	2021-12-31
600690	海尔智家	12.63	11.43	10.11	8.95
000921	海信家电	9.52	8.90	7.84	7.05
000651	格力电器	11.75	10.74	9.51	8.38
000521	长虹美菱	78.61	58.17	26.57	21.09
	均值	15.38	22.31	13.51	11.37

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

2.绝对估值: 合理估值区间 52.89-66.41 元

我们采用三阶段自由现金流折现模型对公司进行估值:

- 1) 自由现金流 (FCF) = 经营现金流量 - 营运资本增加 - 资本性支出增加
- 2) 股权成本 = $R_f + \beta(R_m - R_f)$
- 3) WACC = 债券成本 * (1 - 税率) * D/(D+E) + 股权成本 * E/(D+E)
- 4) 采用三阶段模型。第一阶段清晰预测期为 2019-2021 年; 第二阶段过渡期为 2022-2026 年; 第三阶段为永续期。
- 5) 自由现金流折现公式: $PV = \frac{FCF_1}{1+K} + \frac{FCF_2}{(1+K)^2} + \frac{FCF_3}{(1+K)^3} + \dots + \frac{TCF}{(K-g)(1+K)^{(n-1)}}$

表 11：自由现金流折现模型假设

过渡期增长率	8%
永续增长率	2%
无风险收益率	3.04% (10 年期国债到期收益率)
市场要求收益率	13.21% (近 10 年全部 A 股 ROE 均值)
债权成本	5%
β 值	1.21

资料来源：中国银河证券研究院

我们按照上述假设，用三阶段自由现金流折现模型对公司进行了绝对估值，并对公司股票价值与资金加权成本和永续增长率进行了敏感性分析。我们预测企业价值是 4114.77 亿元。按当前总股本计算，公司每股合理价值为 59.30 元。考虑敏感性分析的永续增长率和 WACC 的变动，公司股票合理价值 52.89-66.41 元。

表 12：敏感性分析

WACC	永续增长率(g)										
	1.24%	1.37%	1.50%	1.65%	1.82%	2.00%	2.20%	2.42%	2.66%	2.93%	3.22%
7.70%	103.34	104.87	106.61	108.62	110.95	113.66	116.86	120.65	125.21	130.76	137.63
8.47%	91.51	92.67	94.00	95.51	97.26	99.29	101.66	104.44	107.75	111.72	116.55
9.31%	81.12	82.01	83.02	84.17	85.48	87.00	88.76	90.81	93.23	96.10	99.54
10.24%	71.98	72.66	73.42	74.29	75.28	76.42	77.73	79.25	81.03	83.12	85.59
11.27%	63.91	64.42	65.00	65.66	66.41	67.26	68.24	69.37	70.68	72.20	74.00
12.39%	56.77	57.16	57.60	58.10	58.66	59.30	60.03	60.87	61.83	62.95	64.26
13.63%	50.44	50.74	51.07	51.44	51.87	52.35	52.89	53.51	54.23	55.05	56.00
15.00%	44.82	45.05	45.30	45.58	45.90	46.25	46.66	47.12	47.65	48.25	48.95
16.50%	39.83	40.00	40.19	40.40	40.63	40.90	41.20	41.54	41.93	42.37	42.88
18.15%	35.39	35.51	35.65	35.81	35.99	36.19	36.41	36.66	36.95	37.27	37.64
19.96%	31.43	31.53	31.63	31.75	31.88	32.02	32.19	32.37	32.58	32.82	33.09

资料来源：中国银河证券研究院

(三) 投资建议

公司品类齐全，多数产品市占率位于行业第一梯队、整体业绩确定性较高，抗风险能力强。机器人业务有望享受我国制造智能化的快速发展的红利，为美的带来新的盈利点。我们预测公司 2019-2021 年实现归母净利润分别为 227.48/255.64/283.32 亿元，对应增速 12.44%/12.38%/10.83%，EPS3.45/3.88/4.30 元，分别对应 14.49 /12.89/11.63 倍市盈率。维持“推荐”评级。

五、风险提示

原材料价格波动的风险、房地产调控的风险、家电促消费政策不及预期的风险。

六、附录：

(一) 公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	17371	33988	60044	86553	营业收入	259665	284879	311133	341182
应收和预付款项	34162	39694	40945	47480	营业成本	188165	204959	222646	244029
存货	29645	34718	35199	41433	营业税金及附加	1618	1793	1959	2148
其他流动资产	87802	87802	87802	87802	营业费用	31086	32472	35464	38889
长期股权投资	2713	2713	2713	2713	管理费用	9572	17362	19104	21119
投资性房地产	392	392	392	392	财务费用	(1823)	(671)	(559)	(1018)
固定资产和在建工程	24515	22437	22437	22437	资产减值损失	448	448	448	448
无形资产和开发支出	45287	43389	41492	39594	投资收益	907	0	0	0
其他非流动资产	3683	3384	3473	3514	公允价值变动损益	(810)	0	0	0
资产总计	245571	268519	294496	331918	其他经营损益	(6415)	0	0	0
短期借款	870	0	0	0	营业利润	24282	28516	32071	35567
应付和预收款项	80148	87570	92767	108165	其他非经营损益	209	209	209	209
长期借款	32091	32091	32091	32091	利润总额	24491	28725	32280	35776
其他负债	39872	39872	39872	39872	所得税	3713	4309	4842	5366
负债合计	152982	159533	164730	180128	净利润	20779	24416	27438	30410
股本	6663	6663	6663	6663	少数股东损益	1420	1668	1875	2078
资本公积	13533	13533	13533	13533	归母净利润	19359	22748	25564	28332
留存收益	62876	76708	92253	109480	EBITDA	23039	34742	37794	40103
归属母公司股东权益	83072	96904	112449	129676	EPS(元)	2.94	3.45	3.88	4.30
少数股东权益	9382	11051	12925	15003					
股东权益合计	92455	107955	125374	144679	主要财务比率	2018A	2019E	2020E	2021E
负债和股东权益合计	245437	267488	290104	324807	收益率				
					毛利率	27.54%	28.05%	28.44%	28.48%
现金流量表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	三费/销售收入	14.96%	17.26%	17.36%	17.29%
经营性现金净流量	27490	27520	36688	37635	销售净利率	8.00%	8.57%	8.82%	8.91%
投资性现金净流量	(18642)	178	178	178	资产获利率				
筹资性现金净流量	(13387)	(11080)	(10810)	(11304)	ROE	23.30%	23.47%	22.73%	21.85%
现金流量净额	(4251)	16618	26056	26509	ROA	9.38%	11.18%	11.23%	10.84%
					ROIC	23.98%	23.30%	26.11%	30.82%
估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E	增长率				
PE	17.02	14.49	12.89	11.63	销售收入增长率	7.87%	9.71%	9.22%	9.66%
PEG	1.33	N/A	N/A	N/A	净利润增长率	24.01%	17.51%	12.38%	10.83%
PB	3.97	3.40	2.93	2.54	总资产增长率	4.83%	9.34%	9.67%	12.71%
PS	1.27	1.16	1.06	0.97	股东权益增长率	12.66%	16.65%	16.04%	15.32%
PCF	12.70	12.69	9.52	9.28	资本结构				
EV/EBIT	11.43	9.65	8.20	11.43	资产负债率	62.30%	59.41%	55.94%	54.27%
EV/EBITDA	9.87	8.44	7.35	9.87	流动比率	1.41	1.56	1.71	1.79
EV/NOPLAT	13.54	11.42	9.70	13.54	速动比率	0.43	0.58	0.77	0.91
EV/IC	3.21	3.24	3.22	3.21	资产管理效率				
ROIC-WACC	11.64%	14.75%	19.76%	11.64%	总资产周转率	1.06	1.06	1.06	1.03
股息率	0.02	0.03	0.03	0.03	应收账款周转率	8.13	8.17	8.17	8.14
					存货周转率	6.35	5.90	6.33	5.89

数据来源：公司数据 中国银河证券研究部

插图目录

图 1: 美的集团股权结构 (2018 年报)	4
图 2: 美的集团激励制度概括	5
图 3: 美的集团事业部制	6
图 4: 美的集团营业收入 (左轴) 及增长率 (右轴)	7
图 5: 美的集团净利润 (左轴) 及增长率 (右轴)	7
图 6: 陆股通持有股票占比 (截至 2019014)	8
图 7: 国内基金持有美的集团股票占比	8
图 8: 美的集团产品种类与服务	9
图 9: 美的 2017-2018 主营业务构成	9
图 10: 美的空调收入 (亿元, 左轴) 及增速 (%，右轴)	10
图 11: 空调内销市场份额	11
图 12: 空调外销市场份额	11
图 13: 洗衣机内销市场份额	12
图 14: 洗衣机外销市场份额	12
图 15: 冰箱内销市场份额	12
图 16: 冰箱外销市场份额	12
图 17: 近五年 KUKA 营收分业务占比	13
图 18: 库卡营收及增长率	13
图 19: 库卡毛利率 (左轴)、净利率 (右轴)	14
图 20: 库卡 18 年订单量及占比	14
图 21: 库卡 2018 年订单储备量及占比	14
图 22: 全球机器人销量 (千台)	15
图 23: 每万名工人使用工业机器人数量	15
图 24: 美的品牌价值与排名	16
图 25: 美的品牌	17
图 26: 布谷主要产品	19
图 27: 美的新战略	19
图 28: 美的四级研发体系	20
图 29: 美的研发人员数量和占比	20
图 30: 美的研发支出及占比	20
图 31: 美的 CDOC 模式	21
图 32: 美的 T+3 模式	21
图 33: 美的集团和小天鹅存货周转率	22
图 34: 美的海外收入及占比	23
图 35: 东南亚、南亚部分国家人口 (千万人)	23
图 36: 东南亚、南亚、中国部分国家人均 GDP (美元)	24
图 37: 三大白电收入增速	26
图 38: 三大白电归母净利增速	26
图 39: 三大白电 ROE	26

图 40: 三大白电销售毛利率	27
图 41: 三大白电销售净利率	27
图 42: 三大白电应收账款周转率	28
图 43: 三大白电存货周转率	28

表 格 目 录

表 1: 美的集团五十一年风雨历程	3
表 2: 美的集团管理层情况 (2018 年报)	4
表 3: 美的集团三层激励制度汇总	5
表 4: 美的主要产品线下市场份额排名情况	10
表 5: 美的整机品牌汇总	17
表 6: 多品牌正 1.5 匹变频空调参数对比 (2019.8.8)	18
表 7: 2013-2018 公司的各项财务指标	25
表 8: 美的、格力、海尔杜邦分析法	27
表 9: 美的收入预测	28
表 10: 可比公司估值	29
表 11: 自由现金流折现模型假设	30
表 12: 敏感性分析	30

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6—12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来6—12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来6—12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

李昂。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京西城区金融大街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@ChinaStock.com.cn