

2020年01月07日

证券研究报告·公司研究报告

美的集团 (000333) 家用电器

买入 (维持)

当前价: 58.05 元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 灵活的巨人，以变应万变

### 投资要点

- **推荐逻辑:** 作为白色家电巨头，公司一直在积极变革，本文从公司变革路径为出发点，讨论公司的变革历程以及变革成效。**1) 品牌力增强，收入业绩稳健增长:** 公司在家用电器领域品类齐全，主要产品市占率均位于市场前列，多年来，公司营收业绩稳健增长，已经成长为国内营收规模最大的家电企业；**2) 治理结构完善，T+3 提升运营效率:** 公司建立事业部制度充分放权，全面推进 T+3 渠道变革，以需定产快速提升周转效率，大幅减少渠道资金成本。**3) 内销市场空间犹存:** 尽管 17-18 冷年空调内销创下新高，但对标日本户均保有量，我国空调行业仍然存在 30%-40% 的成长空间；距离“家电下乡”政策已近 10 年，冰洗或将迎来更新周期；随着互联网与家电产业的进一步融合，小家电行业将迎来进一步的发展。**4) 公司积极扩展海外市场:** 从 OEM 到海外建厂，近年来收购海外优质资产。**5) 收购库卡，公司多元化经营更进一步。**
- **公司积极变革，成效显著。**公司自成立以来，一直在积极变革，转型使得公司经营效率大幅提升。公司营业收入和净利润快速上涨，产品品类由单一走向多元；产品均价持续提升，主要品类市占率稳居前三。2019 前三季度，公司实现营收 2217.7 亿元，yoy+6.9%；实现归母净利润 213.2 亿元，yoy+19.1%。
- **事业部制度充分放权，T+3 渠道变革提升效率。**公司从 1997 年开始建立事业部制度，事业部制度与公司多品类经营模式相契合，增强品牌横向张力。成熟的职业经理人制度充分发挥个人才能，并提供完整的人才培养路径，同时配以多期股票期权激励制度保持人员的稳定性。T+3 模式由传统的原储备式生产转变为客户订单式生产，以需定产加快周转。这一举措能够及时跟进市场变化，灵活调整生产策略，减少库存仓储成本，减轻资金压力，拓展新的成长空间。
- **“三步走”拓展海外市场，收购库卡转型科技集团。**公司通过 OEM 业务、并购当地品牌或者直接投资，拓展海外市场。2017 年，公司顺利收购德国库卡集团，迈出深入全面布局机器人产业的关键一步。18 年机器人产业营收占比 9.8%。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2019-2021 年 EPS 分别为 3.44/3.92/4.47 元，未来三年归母净利润将保持 15.3% 的复合增长率。考虑到公司治理优良，品牌形象良好，发展路径明晰，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格或大幅波动；汇率大幅波动风险；海外经营风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	261819.64	279380.17	301710.99	325858.76
增长率	8.23%	6.71%	7.99%	8.00%
归属母公司净利润 (百万元)	20230.78	23902.19	27209.17	30991.87
增长率	17.05%	18.15%	13.84%	13.90%
每股收益 EPS (元)	2.92	3.44	3.92	4.47
净资产收益率 ROE	23.42%	22.09%	20.78%	19.76%
PE	20	17	15	13
PB	4.85	3.85	3.17	2.64

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

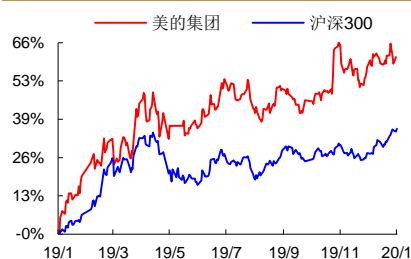
分析师: 龚梦泓

执业证号: S1250518090001

电话: 023-63786049

邮箱: gmh@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	69.39
流通 A 股(亿股)	68.01
52 周内股价区间(元)	36.86-59.84
总市值(亿元)	4035.28
总资产(亿元)	2,852.89
每股净资产(元)	14.11

### 相关研究

1. 美的集团 (000333): 马太效应强化, 龙头高歌猛进 (2019-10-31)
2. 美的集团 (000333): 资金充沛, 产品市场份额提升 (2019-09-02)
3. 美的集团 (000333): 促销提升市占率, 盈利能力未受影响 (2019-04-30)
4. 美的集团 (000333): 全年保持稳健增长, Q1 出货或超预期 (2019-04-22)

## 目 录

<b>1 公司概况：家电巨头积极变革，成效显著</b>	<b>1</b>
1.1 营收净利润快速上涨，品类扩张	1
1.2 产品市占率快速提升，产品均价提升	4
<b>2 行业分析：保有量+高端化，消费升级扩容行业空间</b>	<b>8</b>
2.1 对标日本，空调增量空间仍存	8
2.2 更新需求成为主力，寡头垄断格局稳定	9
2.3 内外动力助推，小家电市场广阔	10
<b>3 公司治理架构不断完善，效率持续提升</b>	<b>12</b>
3.1 建立产品事业部制度，充分放权	12
3.2 权责分明，激励到位，人才培养制度完善	13
3.3 T+3 加强渠道效率	15
<b>4 全球化战略部署成就国际品牌</b>	<b>17</b>
4.1 海外市场收入占比提升	17
4.2 “三步走”战略打开海外市场	18
4.3 收购库卡，布局机器人产业	20
<b>5 盈利预测与评级</b>	<b>23</b>
<b>6 风险提示</b>	<b>24</b>

## 图 目 录

图 1: 2009 年以来公司营业总收入及增速 (亿元)	1
图 2: 2009 年以来公司归母净利润及增速 (亿元)	1
图 3: 2013 年以来白电主要公司营业收入规模 (亿元)	2
图 4: 2013 年以来白电主要公司归母净利润 (亿元)	2
图 5: 2010 年以来公司毛利率、净利率情况	2
图 6: 2010 年以来白电主要公司销售费用率	2
图 7: 美的集团业务由单一走向多元	3
图 8: 2010-2016 年公司收入构成 (亿元)	3
图 9: 2010-2016 年公司毛利润构成 (亿元)	3
图 10: 2017-2019H1 年公司收入构成 (亿元)	4
图 11: 2017-2019H1 年公司毛利润构成 (亿元)	4
图 12: 公司产品品类不断扩充	4
图 13: 2013 年以来美的空调市占率	5
图 14: 2013 年以来美的空调零售均价 (元)	5
图 15: 2018 年空调行业明星细分市场 TOP3 (线下)	5
图 16: 2018 年空调行业明星细分市场 TOP3 (线上)	5
图 17: 2013 年以来美的冰箱市占率情况	5
图 18: 2013 年以来美的冰箱零售均价 (元)	5
图 19: 2013 年以来美的洗衣机市占率情况	6
图 20: 2013 年以来美的洗衣机零售均价 (元)	6
图 21: 2018 年洗衣机行业明星细分市场 TOP3 (线下)	6
图 22: 2018 年洗衣机行业明星细分市场 TOP3 (线上)	6
图 23: 2013-2018 美的电饭煲类产品市占率情况	7
图 24: 2018 年美的电饭煲零售均价 (元)	7
图 25: 2018 年电饭煲上市机型最多的品牌 Top5 (线下) (种)	7
图 26: 2018 年电饭煲上市机型最多的品牌 Top5 (线上) (种)	7
图 27: 2018 年电饭煲最畅销机型前三甲	7
图 28: 1990-2018 年城镇和农村平均每百户空调保有量 (台)	8
图 29: 2011 年以来空调内销量及增速 (万台)	8
图 30: 1972-2016 年日本家用空调内销及普及率	8
图 31: 1963-2017 年中日空调户均保有量对比	8
图 32: 房地产和空调销售数据相关性不明显原因	9
图 33: 2008-2019Aug 冰箱月度内销量及增速 (万台)	9
图 34: 2008-2019Aug 洗衣机月度内销量及增速 (万台)	9
图 35: 2008-2019Feb 洗衣机市场占比 (零售量)	10
图 36: 2008-2019Feb 冰箱市场占比 (零售量)	10
图 37: 2018 年中国小家电各细分品类占比	10
图 38: 2013 以来中国小家电市场规模及增速 (亿元)	10
图 39: 2018 年中国与日本小家电每百户家庭保有量 (台)	11

图 40: 小家电生命周期.....	11
图 41: 2018 美的集团组织结构.....	12
图 42: 1997 以来事业部制的改革历程.....	13
图 43: 美的高管团队.....	14
图 44: 2014 年以来美的的员工人均薪酬及增速 (万元) .....	14
图 45: 2018 年公司人均薪酬位于行业前列 (万元) .....	14
图 46: 2014 年以来公司推出的激励计划 .....	15
图 47: 2013 以来小天鹅的存货周转天数 (天) .....	15
图 48: 2013 年以来小天鹅应收账款周转天数 (天) .....	15
图 49: T+3 模式图 .....	16
图 50: 2015 年以来美的的存货周转天数 (天) .....	16
图 51: 2015 年以来美的的应收周转天数 (天) .....	16
图 52: 2013 年以来美的的海外市场收入及增速 (亿元) .....	17
图 53: 2018 年美的在全球家电品牌市占率 .....	17
图 54: 2018 年美的空调全球市场份额 .....	17
图 55: 2018 年美的的洗衣机全球市场份额 .....	17
图 56: 2013 年以来美的的海外营收占比 .....	18
图 57: 2013 年以来美的的海外营收毛利率 .....	18
图 58: 美的的海外生产基地遍地开花 .....	19
图 59: 2018 年部分东盟国家三大白电保有量 (单位: 台/百户) .....	20
图 60: 2005-2017 年东盟国家居民最终消费支出 (千亿美元) .....	20
图 61: 2016 年东芝收入占比 .....	20
图 62: 2016 年东芝家电产品在日本市场份额 .....	20
图 63: 2013-2015 年库卡集团营业收入及毛利润 (亿欧元) .....	21
图 64: 2013-2015 年库卡集团总资产和货币资金 (亿欧元) .....	21
图 65: 2017 年库卡机器人在全球市占率 .....	21
图 66: 2017 年库卡机器人在中国市占率 .....	21
图 67: 2018 年中国大陆工业机器人人均保有量 (台/万人) .....	22
图 68: 2018 年机器人业务占美的总营收的 11% .....	22
图 69: 2016 年美的集团营业收入占比 .....	22
图 70: 2016 年美的集团毛利润占比 .....	22
图 71: 2017 年美的集团营业收入占比 .....	22
图 72: 2017 年美的集团毛利润占比 .....	22
图 73: 2017-2019H1 美的的机器人业务营业收入 (亿元) .....	23
图 74: 2017-2019H1 美的的机器人业务营业利润 (亿元) .....	23

## 表 目 录

表 1: 2019H1 各品牌冰箱出货情况 .....	6
表 2: 2013 年以来美的董事长方洪波历年薪酬和持股 .....	15
表 3: 各家电品牌厂商进军海外的方式 .....	18
表 4: 美的海外扩张之路 .....	19
表 5: 分业务收入及毛利率 .....	23
附表: 财务预测与估值 .....	25

## 1 公司概况：家电巨头积极变革，成效显著

作为白色家电巨头，美的集团自 1968 年成立以来，一直在积极变革。先是通过一系列技术革新、兼并收购，扩充业务线使公司朝着多元化发展，后又完成股份制改造，实施事业部改革，建立起现代化企业制度。纵观美的发展历程，变革是亘古不变的主题，每一次改变都会使公司迈上新的台阶。

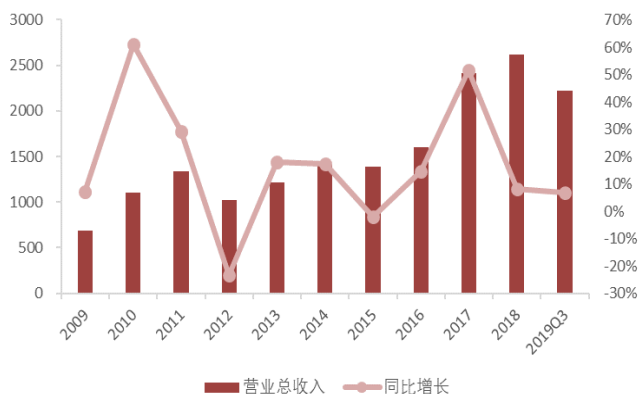
### 1.1 营收净利润快速上涨，品类扩张

从 2011 年开始，美的集团着重推动战略转型，将以往依靠人口红利、区位优势、成本优势的发展方式转为以产品领先、效率驱动、全球经营为三大主轴的发展方式，推动公司向增长质量、高附加值、精益管理转型。

转型的结果显而易见，经营效率的提升最终反映到经营业绩上。2012 年以来，公司营收和净利润总体呈现快速上涨趋势，即便在外部市场环境较为恶劣的 2015 年，美的收入仅下滑 2.1%，归母净利润增长 21%，远高于行业平均水平。

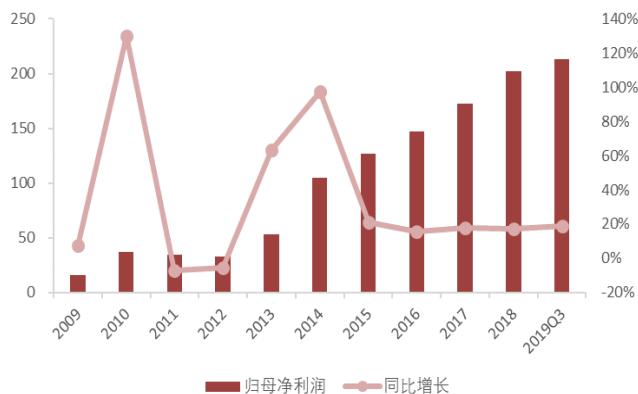
2018 年，公司实现营收 2618.2 亿元，同比增长 8.2%，近 5 年收入规模复合增速约为 13%；归母净利润 202.3 亿元，同比增长 17.2%。2019 前三季度，公司实现营业总收入为 2217.7 亿元，同比增长 6.9%；实现归母净利润 213.2 亿元，同比增长 19.1%。

图 1：2009 年以来公司营业总收入及增速（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

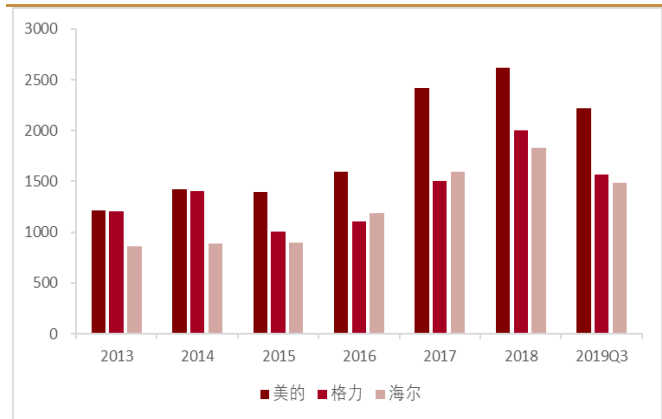
图 2：2009 年以来公司归母净利润及增速（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

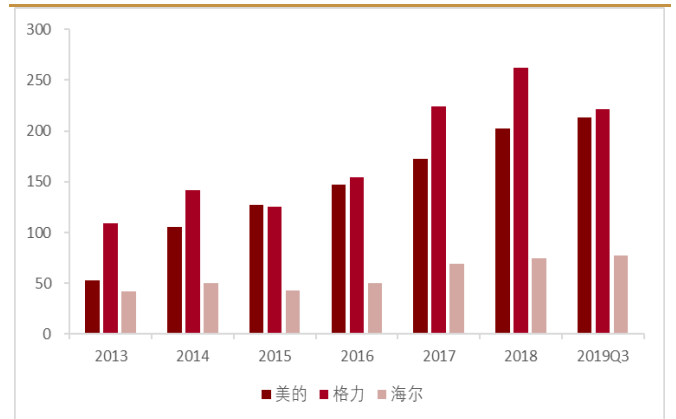
横向来看，美的收入规模居于白电行业首位，归母净利润快速提升，近 5 年复合增速为 14%，复合增速超过可比公司，改革成效显著。

图 3：2013 年以来白电主要公司营业收入规模（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：2013 年以来白电主要公司归母净利润（亿元）

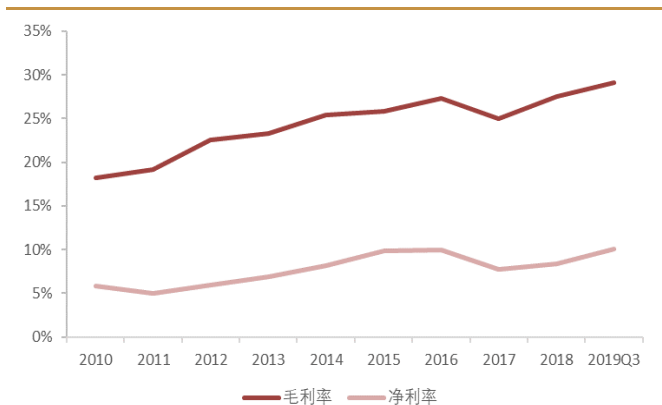


数据来源：公司公告，西南证券整理

随着战略转型深入，公司制造效率、资源效率得到提升，依托强大的执行力度，控本能力进一步加强。并以用户需求为导向，推出新品、精品，实现毛利率与净利率的逐步抬升。

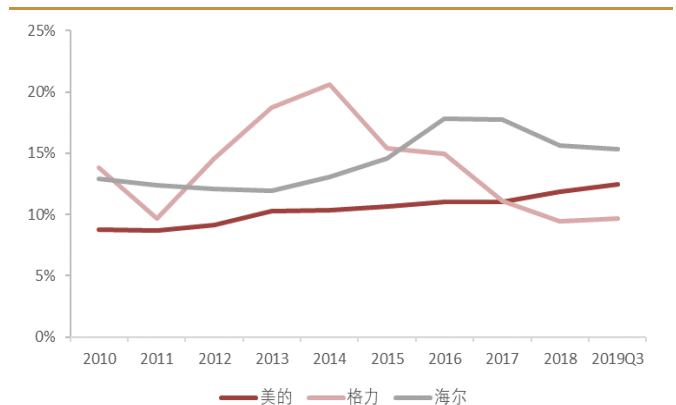
费用方面，由于其销售体系设置，美的集团销售费用率多年保持稳定，且渠道执行效率较高。2019 年，公司积极采取促销策略使得销售费用有所提升，但盈利能力未受影响，产品市占率提高。

图 5：2010 年以来公司毛利率、净利率情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：2010 年以来白电主要公司销售费用率



数据来源：公司公告，西南证券整理

从 1980 年涉足家电行业开始，美的不断通过兼并收购等方式扩充业务领域，产品由单一走向多元，逐步成长为一家集消费电器、暖通空调、机器人与自动化系统、智能供应链于一体的科技集团。

美的集团现已拥有十余个品牌，包括三大核心品牌 COLMO、美的、华凌，三大专业品牌比佛利、东芝、小天鹅，互联网品牌 BUGU，以及 Clivet、Eureka 和合资品牌 AEG，构建了完整品牌矩阵，基本覆盖了所有国内家电消费者。

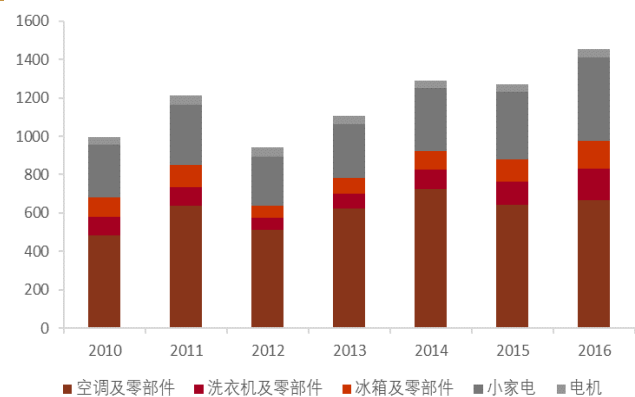


图 7：美的集团业务由单一走向多元



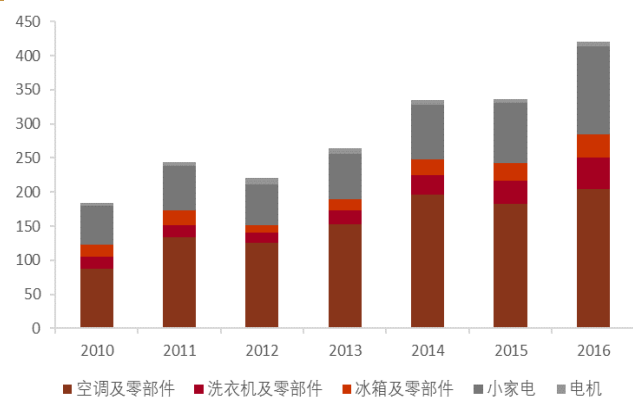
数据来源：公司官网，西南证券整理

图 8：2010-2016 年公司收入构成（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 9：2010-2016 年公司毛利润构成（亿元）

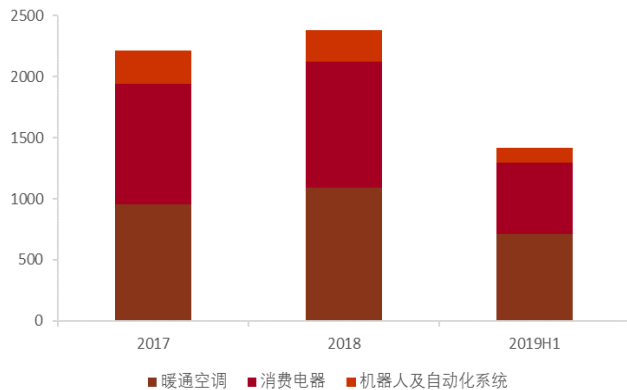


数据来源：公司公告，西南证券整理

2016 年之前，空调都是公司的主要收入来源，占公司总营收的 40% 以上。2017 年公司开始集团化，主动调整收入结构。2018 年报显示，公司暖通空调占总营收的 41.8%，消费电器占总营收的 39.4%，机器人业务占比 9.8%。

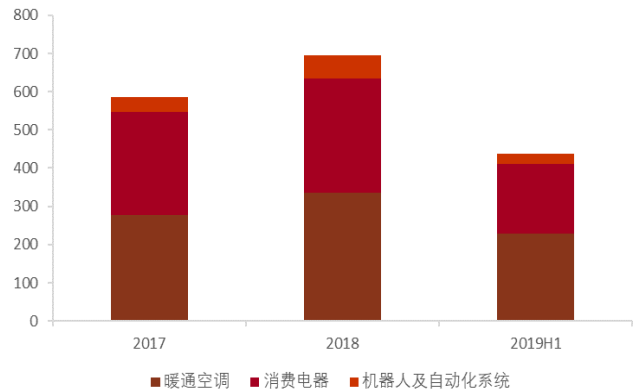


图 10: 2017-2019H1 年公司收入构成 (亿元)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

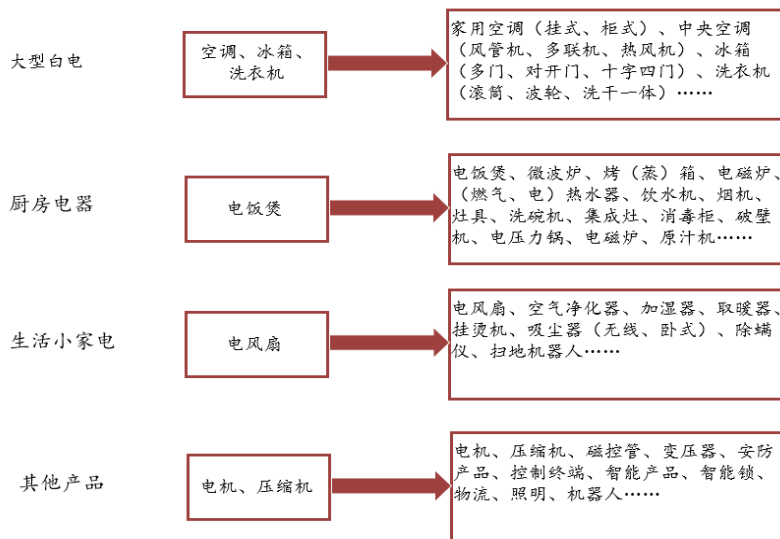
图 11: 2017-2019H1 年公司毛利润构成 (亿元)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

随着业务领域的扩张, 公司产品品类也日益丰富, 表现为两个方面: 一方面是产品从无到有, 公司每年都会推出多款新品, 满足消费者日益增长的需求; 另一方面是产品从有到精, 公司针对以往产品所暴露的缺点, 不断改进, 产品功能和质量都得以提升。

图 12: 公司产品品类不断扩充



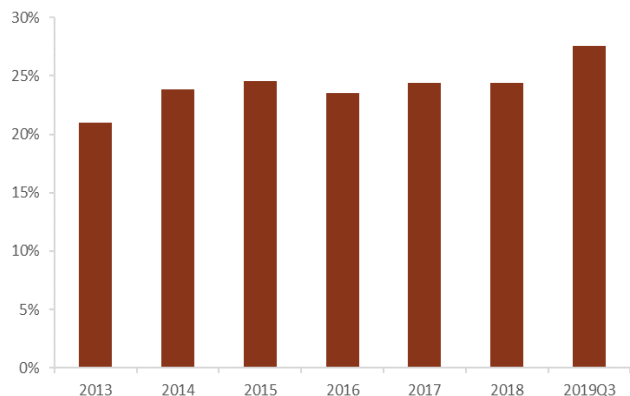
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

## 1.2 产品市占率快速提升, 产品均价提升

随着我国居民人均收入的提升, 消费者对产品品质追求不断提升, 品牌效应越来越明显。研发和制造的规模优势使得头部企业的竞争力不断增强, 公司借此定位主流消费者消费层级, 市场份额不断扩大, 成长为“国民品牌”。

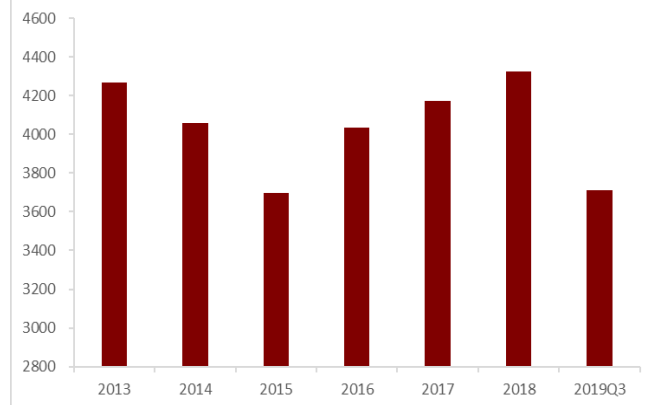
空调由于其一户多机的特性, 成长为国内市场最大的家电品类, 美的空调市占率快速提升, 也成为了美的公司的核心产品。2018 年美的空调线下线上销量市占率分别为 25%、23.3%, 排名市场第二。零售均价方面, 2018 年美的空调零售均价为 4067 元, 由于促销力度加大, 2019 年 9 月零售均价下降为 3712 元。整体来看, 美的空调零售均价提升明显。

图 13: 2013 年以来美的空调市占率



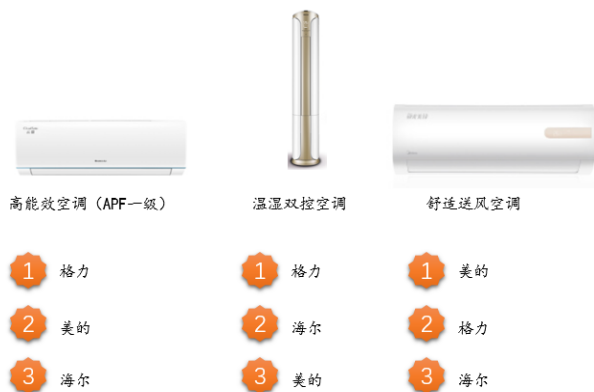
数据来源: 中怡康, 西南证券整理

图 14: 2013 年以来美的空调零售均价 (元)



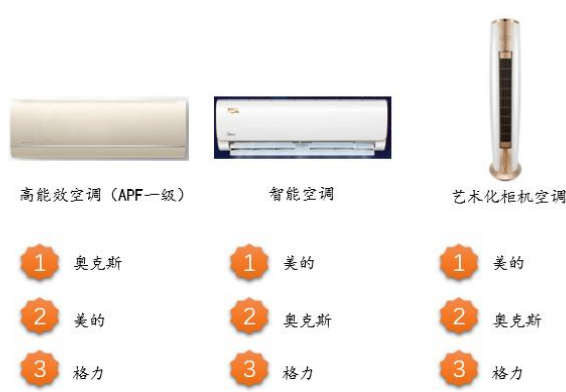
数据来源: 中怡康, 西南证券整理

图 15: 2018 年空调行业明星细分市场 TOP3 (线下)



数据来源: 中怡康, 西南证券整理

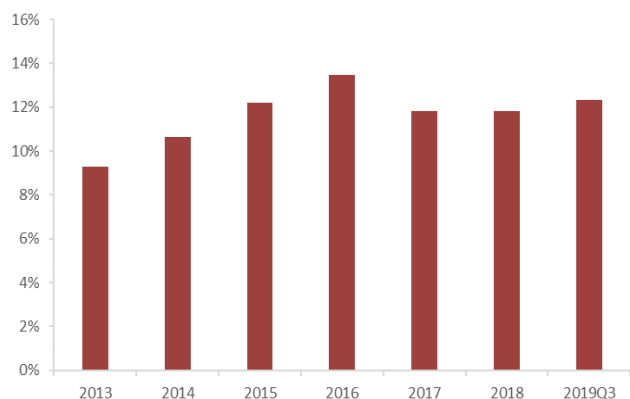
图 16: 2018 年空调行业明星细分市场 TOP3 (线上)



数据来源: 中怡康, 西南证券整理

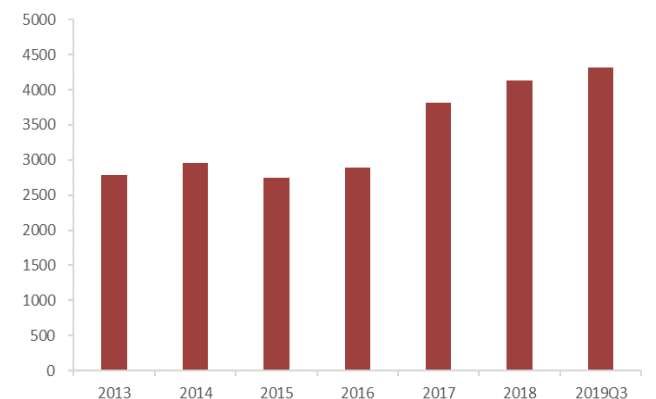
在冰箱市场上, 2018 年, 美的冰箱线下市场份额 11%, 同比提升 0.3pp, 排名第三; 线上市场份额 16.4%, 同比提升 1.4pp, 排名第二。零售均价方面, 根据中怡康数据, 2007 年至 2018 年, 美的冰箱均价由 1919 元/台提升至 3899 元/台, 复合增长率达到 6.7%, 而同期行业增长平均水平为 4.5%。

图 17: 2013 年以来美的冰箱市占率情况



数据来源: 中怡康, 西南证券整理

图 18: 2013 年以来美的冰箱零售均价 (元)



数据来源: 中怡康, 西南证券整理

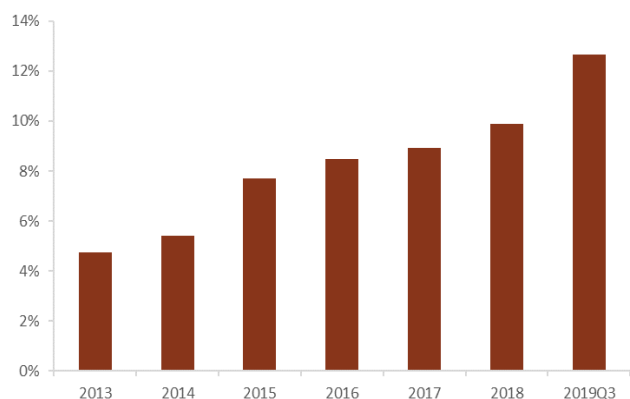
表 1: 2019H1 各品牌冰箱出货情况

品牌	内销量 (万台)	同比 (%)	内销市场份额	出口量 (万台)	同比 (%)	外销市场份额
美的	284	1%	13%	268	19%	17%
海尔	674	0%	31%	49	-2%	3%
海信科龙	227	-13%	11%	221	1%	13%
美菱	141	-6%	7%	101	-3%	6%

数据来源: 产业在线, 西南证券整理

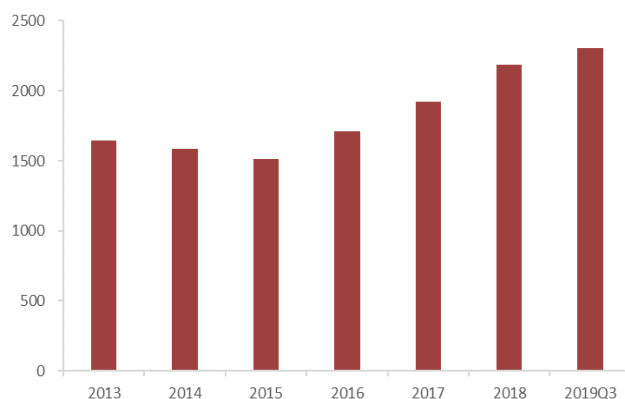
洗衣机方面, 2018 年美的系洗衣机国内线下线上销量市占率分别为 26%、31%, 同比提升 1.4pp、2pp, 仅次于海尔, 市场排名第二。而从零售均价来看, 美的洗衣机和小天鹅洗衣机均有提价, 小天鹅洗衣机提价幅度更大。

图 19: 2013 年以来美的洗衣机市占率情况



数据来源: 奥维云网, 西南证券整理

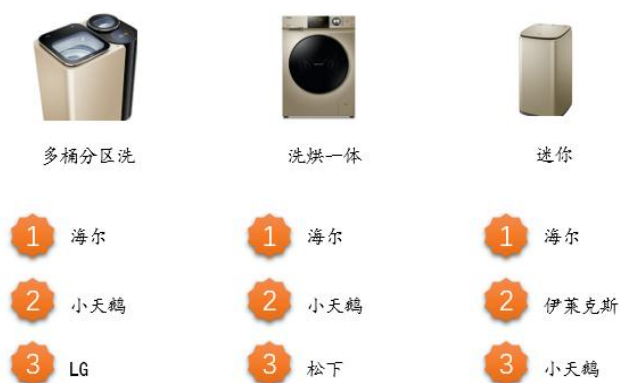
图 20: 2013 年以来美的洗衣机零售均价 (元)



数据来源: 中怡康, 西南证券整理

在 2018 年洗衣机行业细分市场中, 美的旗下的专业洗衣机品牌小天鹅表现不凡, 不论是线上还是线下, 都稳居前三, 整体排名仅次于海尔。

图 21: 2018 年洗衣机行业明星细分市场 TOP3 (线下)



数据来源: 中怡康, 西南证券整理

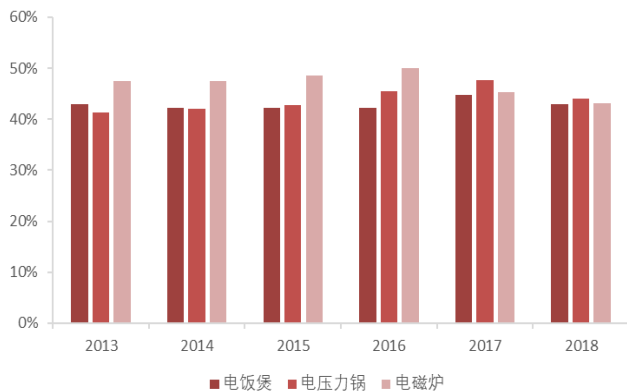
图 22: 2018 年洗衣机行业明星细分市场 TOP3 (线上)



数据来源: 中怡康, 西南证券整理

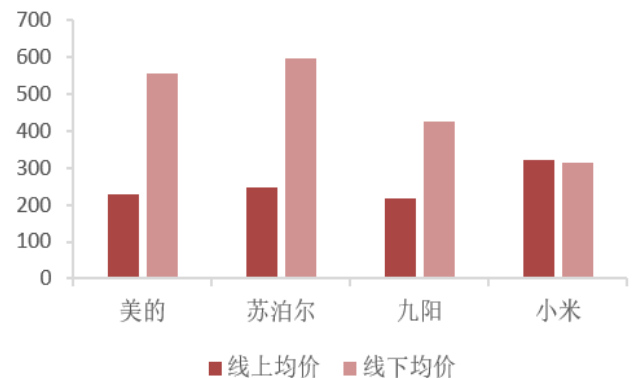
小家电一直是美的的优势领域, 美的电饭煲、电压力煲、电磁炉等一直维持强势地位, 市占率始终保持在 42% 以上, 稳居第一。均价方面, 根据中怡康数据显示, 美的电饭煲线上均价 230 元左右, 线下均价 555 元左右。

图 23: 2013-2018 美的电饭煲类产品市占率情况



数据来源: 奥维云网, 西南证券整理

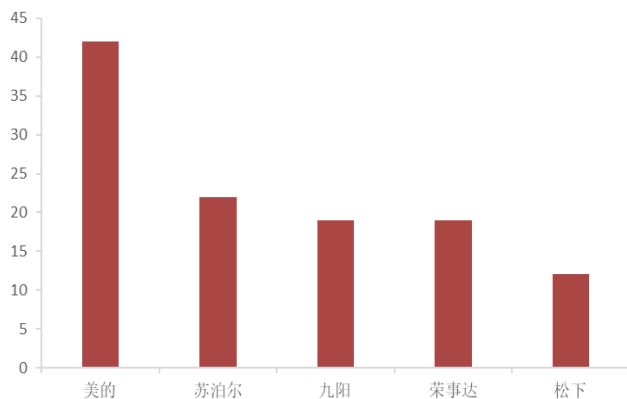
图 24: 2018 年美的电饭煲零售均价 (元)



数据来源: 中怡康, 西南证券整理

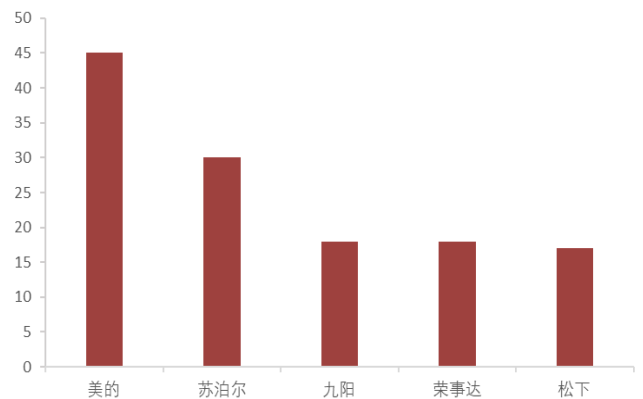
美的电饭煲的上市机型数量居于榜首。2018 年, 美的电饭煲线下上市机型 42 款, 线上上市机型 45 款, 远高于苏泊尔的线下 22 款和线上 30 款。在 2018 年畅销机型中, 前三甲几乎全被美的包揽。

图 25: 2018 年电饭煲上市机型最多的品牌 Top5 (线下) (种)



数据来源: 奥维云网, 西南证券整理

图 26: 2018 年电饭煲上市机型最多的品牌 Top5 (线上) (种)



数据来源: 中怡康, 西南证券整理

图 27: 2018 年电饭煲最畅销机型前三甲



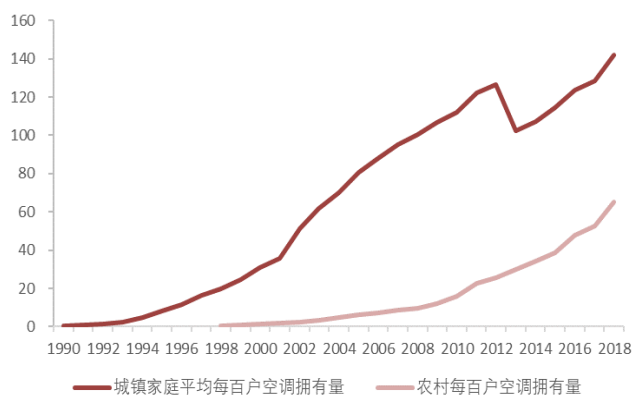
数据来源: 中怡康, 西南证券整理

## 2 行业分析：保有量+高端化，消费升级扩容行业空间

### 2.1 对标日本，空调增量空间仍存

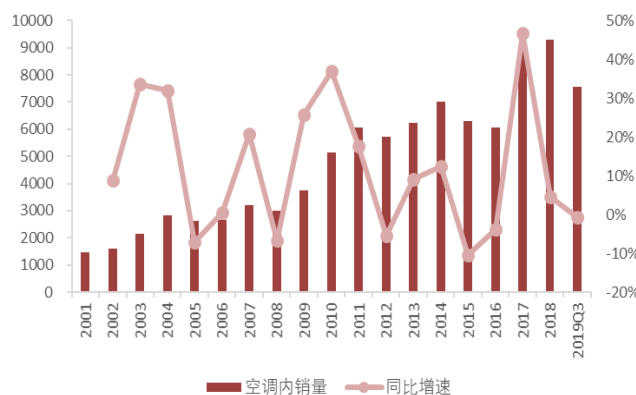
根据国家统计局数据，90 年代初期，空调开始成为我国居民耐用消费品。其后城镇居民的保有量持续上升，进入 21 世纪后，受家电下乡政策刺激，城乡居民空调保有量开始加速上升。我们将空调销量分为两个部分：新增需求（保有量上升），更新需求（新机更换旧机）。根据我们之前的报告，我们从数据上验证了空调的使用年限在 8-10 年。2008 年之后几年是空调内销的高速增长期，可以预期接下来几年空调更新需求将会进入一个高速释放期，即便空调新增需求短期为房地产市场不景气所累，更新需求的补位也能保证空调内销的平稳增长。

图 28：1990-2018 年城镇和农村平均每百户空调保有量（台）



数据来源：国家统计局数据库，西南证券整理

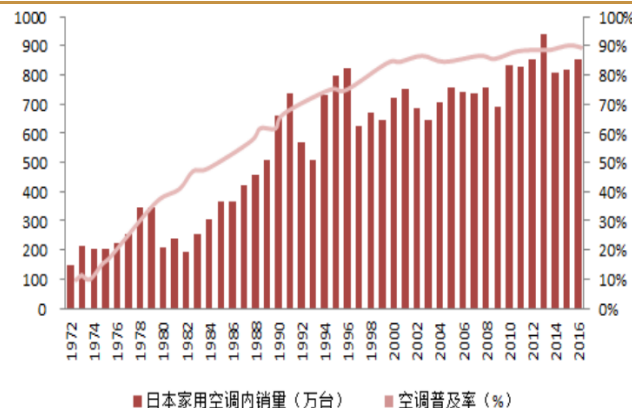
图 29：2011 年以来空调内销量及增速（万台）



数据来源：产业在线，西南证券整理

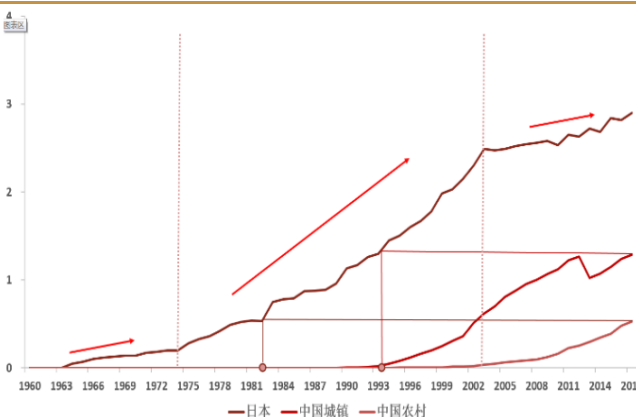
上世纪 70 年代中期，日本城镇化率接近 80%。从 70 年代初期到 90 年代，日本家用空调销量从 10% 高速增长到 70%。90 年代之后，日本家用空调户均保有量从 1 台/户上升到 2 台/户，截止 2006 年已达到 2.8 台/户。反观中国，截止 2018 年底，户均保有量 1.4，相当于日本 1990 年左右水平；农村方面，目前户均保有量不到半台，仅相当于日本 70 年代末水平。

图 30：1972-2016 年日本家用空调内销及普及率



数据来源：日本冷冻空调工业协会，西南证券整理

图 31：1963-2017 年中日空调户均保有量对比

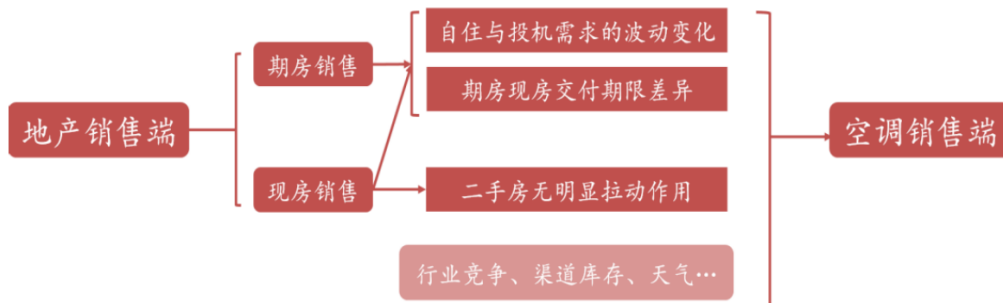


数据来源：日本统计局，西南证券整理

根据我们之前的报告，我们使用 Logistic 人口阻滞增长模型对空调增长空间进行模拟。经过我们的测算，到 2030 年，我国家用空调年内需量将达到 1.3-1.4 亿台左右的体量。即使按照 17-18 冷年 1 亿台内销数额计算，也仍存在 30%-40% 行业成长空间。随着空调户均保有量接近饱和，新增需求逐渐下降，更新需求逐步上升并趋于平稳。到 2050 年仅存在约 400 万台空调的新增需求，但每年仍存在 1.5 亿台左右的空调总需求量，市场空间仍然广阔。

根据我们之前的报告分析，发现房地产销售数据与空调销售数据之间的相关性较小。根据最新政策，2018 年 12 月，发改委放宽企业债发行等利好龙头房企政策，政策信号有所放松。预计未来 3-5 年市场将维持小幅增长态势，并维持在 10 万亿以上的市场。因此，我们认为地产波动对行业影响无需过度担忧。一方面，保有量上升的需求仍占主力，另一方面，我们预计地产将回到温和上涨的路径。

图 32：房地产和空调销售数据相关性不明显原因

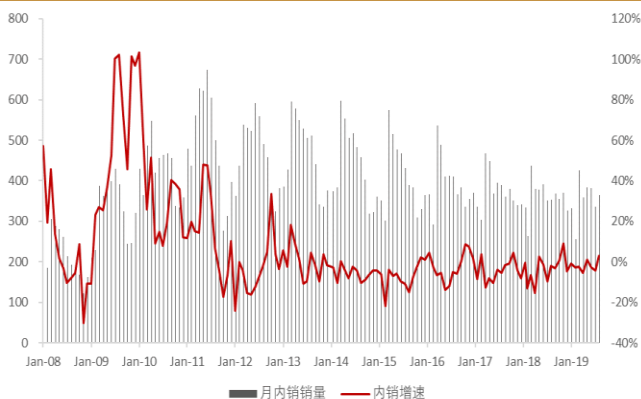


数据来源：西南证券整理

## 2.2 更新需求成为主力，寡头垄断格局稳定

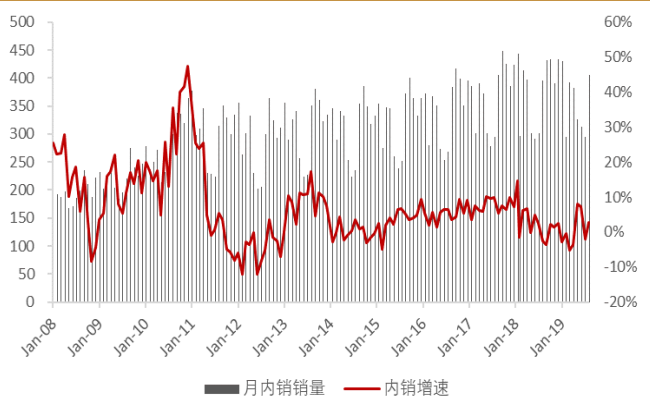
2009-2011 年冰箱和洗衣机在“家电下乡”和“以旧换新”的政策下迅速增长。2017 年，我国农村地区洗衣机和电冰箱保有量分别为 86.3 台/百户、96.7 台/百户，城镇地区洗衣机和电冰箱保有量分别为 95.8 台/百户和 98 台/百户。距离“家电下乡”政策已经十年，更新周期的到来促进行业回暖，消费升级将是增长主力。

图 33：2008-2019Aug 冰箱月度内销销量及增速（万台）



数据来源：产业在线，西南证券整理

图 34：2008-2019Aug 洗衣机月度内销销量及增速（万台）

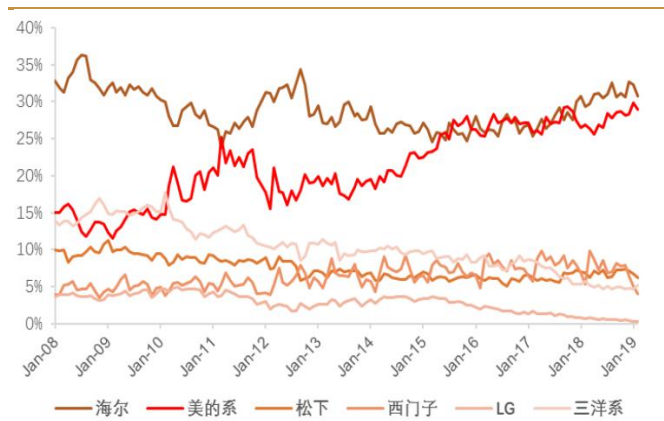


数据来源：产业在线，西南证券整理



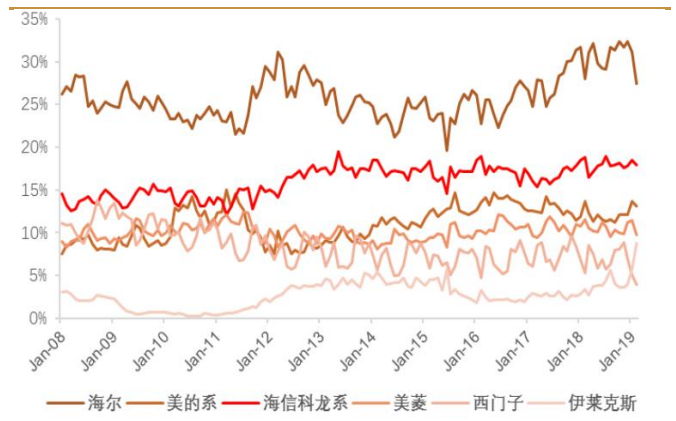
家电生产标准化程度较高，规模效应明显。且大家电作为耐用品消费具有高价格和长更新周期的特点，消费者在购买此类家电时会更加青睐品质有保障、口碑好的大品牌，因此我国大家电行业集中度较高，形成了明显的寡头垄断格局。在洗衣机市场，惠而浦等外资品牌逐步淡出中国市场的过程中，小天鹅借势奋起直追，美的系洗衣机市占率有所提升。

图 35：2008-2019Feb 洗衣机市场占比（零售量）



数据来源：中怡康，西南证券整理

图 36：2008-2019Feb 冰箱市场占比（零售量）

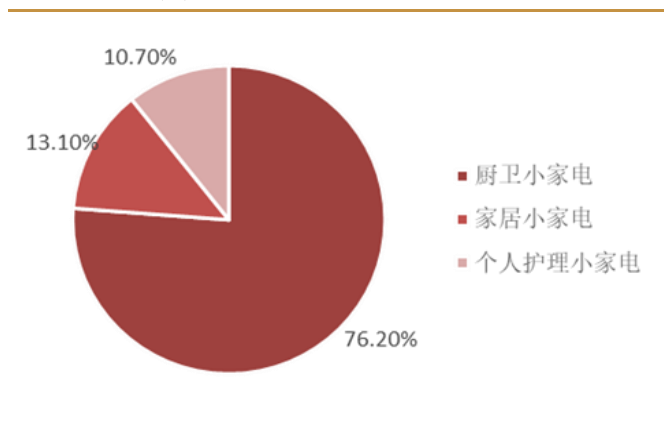


数据来源：中怡康，西南证券整理

## 2.3 内外动力助推，小家电市场广阔

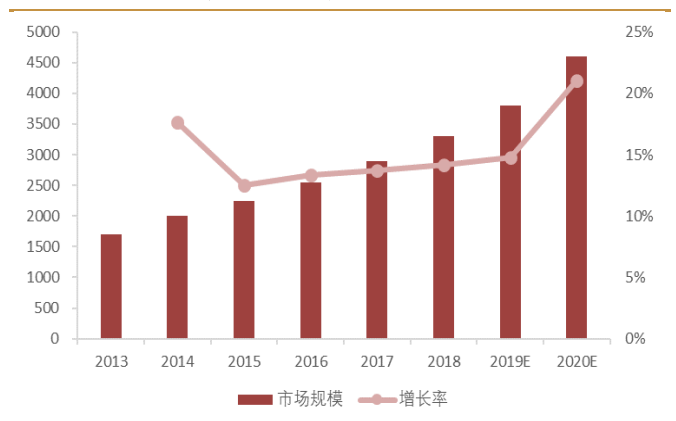
随着居民收入水平提高与消费升级、小家电市场规模与品类扩张，消费需求与投资需求逐渐聚焦小家电行业。据中怡康数据显示，2019 年一季度，小家电零售额整体处于增长状态，厨房烹饪类零售额 43 亿元，同比增长 15.6%；厨房水料类零售额 42 亿元，同比增长 11.4%；环境家居类零售额 74 亿元，同比下降 4.9%；个人护理类零售额 30 亿元，同比增长 40.1%。市场目光逐渐聚焦小家电，预计 2020 年我国小家电市场规模将超过 4600 亿元。

图 37：2018 年中国小家电各细分品类占比



数据来源：智研咨询，西南证券整理

图 38：2013 以来中国小家电市场规模及增速（亿元）



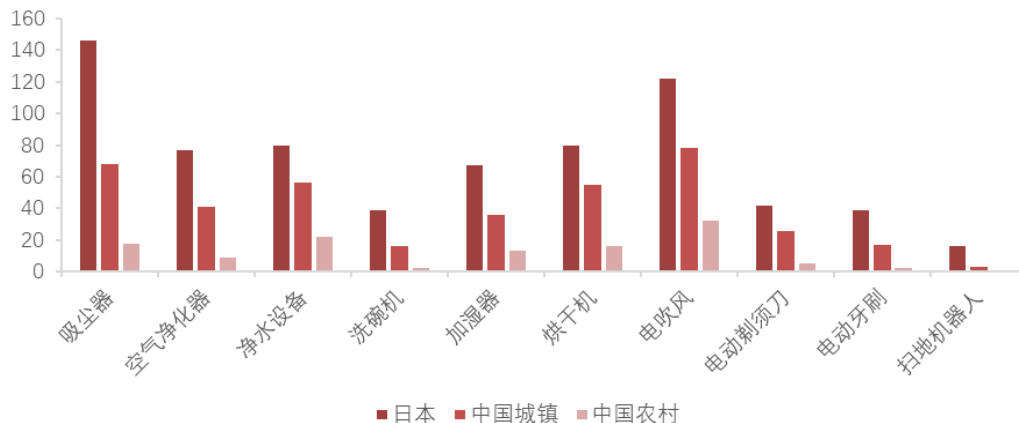
数据来源：智研咨询，西南证券整理

对比日本小家电各类产品保有量：中国小家电保有量低、渗透空间非常大。与此同时，促进小家电行业成长的多元动力不断强化，我们看好小家电行业未来发展，原因：1) 小家电行业持续受益收入水平与消费能力提高；2) 80、90 后成为消费主力军，为小家电朝高端化、智能化、高价化升级夯实市场基础；3) 三四线及农村市场消费潜力大；4) 家电电商平



台建设推进及家电渠道持续下沉，市场消费潜力逐渐释放；5)“她经济”时代来临，创造美容小家电“蓝海市场”。内在动力叠加外在动力，我们认为小家电成长时机逐渐成熟。

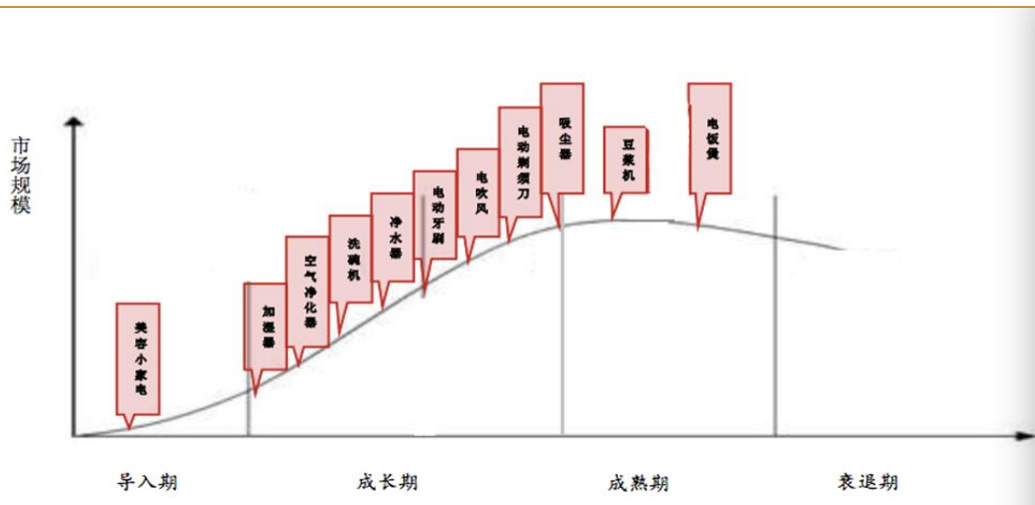
图 39：2018 年中国与日本小家电每百户家庭保有量（台）



数据来源：Japan Statistical Yearbook、国家统计局、产业在线、中国家电网、中怡康，西南证券整理

从产品生命周期视角分析，小家电看好品类目前市场表现良好，未来也将持续增长。1) 成熟期产品更新升级，量价齐升稳市场份额。作为升级新品，IH 电饭煲均价为电饭煲均价的 4.5 倍，销售额增速为电饭煲的 5 倍，通过量价齐升带动电饭煲均价与市场规模持续提升。2) 成长期产品快速普及，需求爆发推市场扩容。剃须刀、电吹风和吸尘器处于成长中期，市场将迅速放量，据中国家电网预测，剃须刀、电吹风、吸尘器未来两年的年均复合增长率分别为 17%、14%、10%。空气净化器、净水设备、洗碗机有望下沉为硬刚需产品，据中怡康与奥维云网预测，空气净化器、净水设备、洗碗机 2017 年销售额增速分别为 45%、14%、84%；同时，三类产品均价持续上扬，且消费倾向逐渐呈现出“高价化”趋势，将在量、价两方面取得新突破。3) 导入期产品蓄势待发，有望成为消费新宠。中国美容需求居亚洲第一，在“女性经济”、“颜值经济”、美容消费方式转变等因素共同推动下，美容小家电有望进入成长春天。

图 40：小家电生命周期



数据来源：西南证券整理

### 3 公司治理架构不断完善，效率持续提升

#### 3.1 建立产品事业部制度，充分放权

随着公司体量的增长，规模效益逐渐释放完毕，开始出现规模不经济现象，企业继续扩张遇到瓶颈。1997 年，公司开始实施**事业部制**，按照产品品类，初次将其划分为空调、电饭煲、小家电、风扇和电机五大事业部。公司充分放权，各个事业部相互独立，各自根据品类特征进行产品产销活动。**事业部制度与公司多品类经营模式相契合**，增强品牌横向张力，有效防止了公司规模成长后尾大不掉的问题。同时，事业部制度更有效把控每一品类的具体情况，相对独立的核算体系也更能制定具体有效的激励机制，增强员工动力。

与事业部制度并行，公司搭建**平台制度**，统筹资金、供应链、物流、电商、售后等服务支持。平台制度搭建有效地节约效率和成本，规模效应集中体现，同时加强各品类联系，保持品牌风格统一，有利于公司从宏观层面把控各事业部动向。

图 41：2018 美的集团组织结构

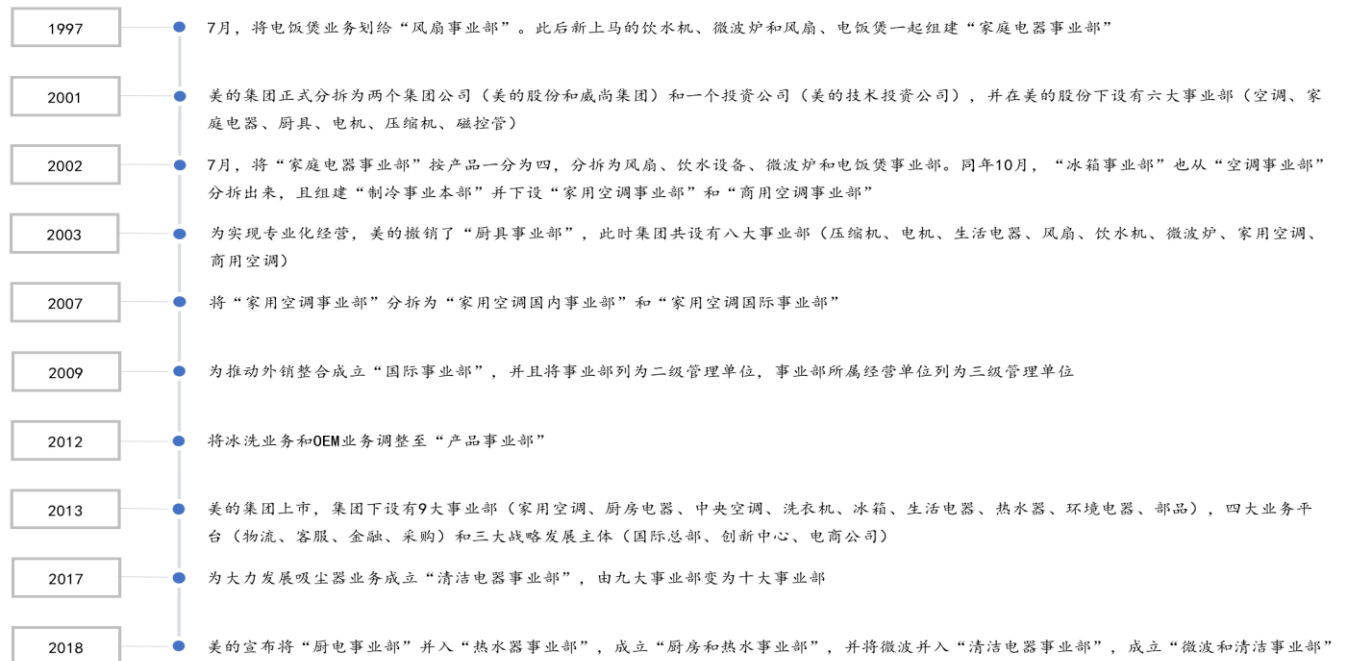


数据来源：公司公告，西南证券整理

从建立事业部制度起，美的始终在优化组织结构。每次调整都是围绕**权力的放与收**进行，权力收放的另一面则是**责任和利益的转换与变局**。品牌建设宏观规划“收”于集团，具体品类产销“放”于事业部，这种收放自如的体制使得公司在庞大体量下依然能够灵活运转，并扬长避短发挥大体量带来的规模效益优势。

通过事业部制，集团有利于高层摆脱日常事务，更加关注公司整体发展战略；按产品划分事业部，便于组织专业化生产，形成规模经济，有利于节约经营和生产成本；同时，事业部制使集团在一个系统化的结构中进行运作，制度运行大于“人治”，增强公司治理结构稳定性。

图 42：1997 以来事业部制的改革历程



数据来源：公司公告，西南证券整理

## 3.2 权责分明，激励到位，人才培养制度完善

2009年8月，美的创始人何享健辞去美的电器董事局主席及董事职务，由职业经理人方洪波接任董事局主席。美的集团打破地缘、亲缘关系任命企业管理者，开启了中国民营上市公司实行职业经理人制度的先河。

美的已形成成熟的职业经理人管理体制。事业部制运作多年，其充分放权和以业绩为导向的考评与激励制度，成为了公司职业经理人的锻炼与成长平台。公司的高层经营管理团队，均为在美的经营实践中培养的职业经理人，在美的各单位工作年限平均达15年以上，具备丰富的行业经验和管理经验，对全球及中国家电产业有深刻的理解，美的的制度优势奠定了公司未来发展的坚实基础。

在人才培养方面，美的拥有丰富的培训活动。公司通过关键人才培养项目，推动后备人才培养，搭建后备领导人培养体系；开设毕业生回炉、毕业生训练营等项目，帮助毕业生快速成长；通过专业能力人才项目、个人外训项目等，提升个人综合能力。2018年，美的的内部培训人员达到57万人次。公司内部充分的学习机会以及清晰的晋升制度，为员工搭建了健全的上升通道。

图 43: 美的高管团队

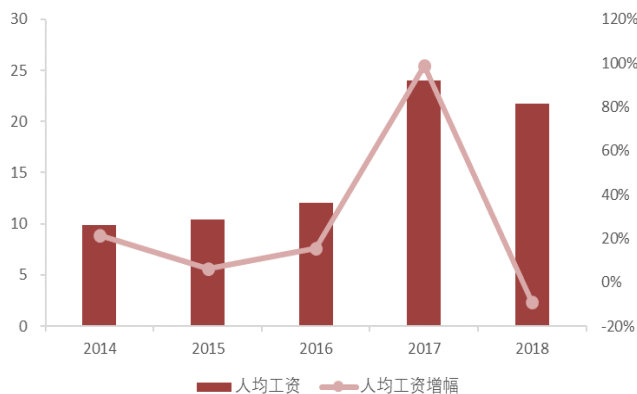


数据来源: 公司官网, 西南证券整理

事业部制度提升公司整体效率, 成熟的职业经理人制度充分发挥个人才能, 并提供完整的人才培养路径, 而在保持人员稳定性上, 美的激励措施在行业内首屈一指。

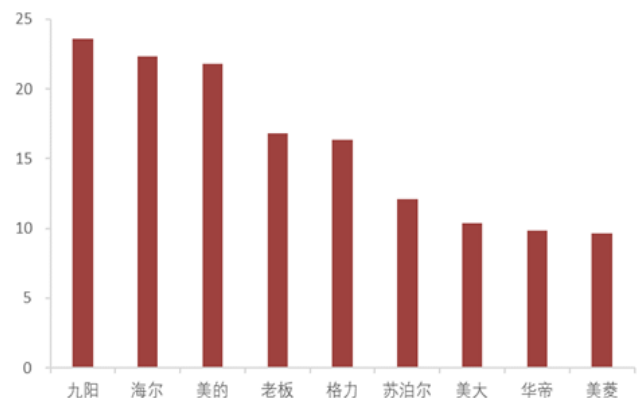
在工资待遇方面, 公司根据岗位价值核定员工的固定工资, 根据公司及个人业绩核定员工的浮动工资, 薪酬分配向战略性人才倾斜, 确保核心人才收入水平的市场竞争力。美的人均薪酬呈现上升趋势, 且在行业内极具竞争力, 2018 年美的员工人均薪酬 21.77 万元。

图 44: 2014 年以来美的员工人均薪酬及增速 (万元)



数据来源: wind, 西南证券整理

图 45: 2018 年公司人均薪酬位于行业前列 (万元)

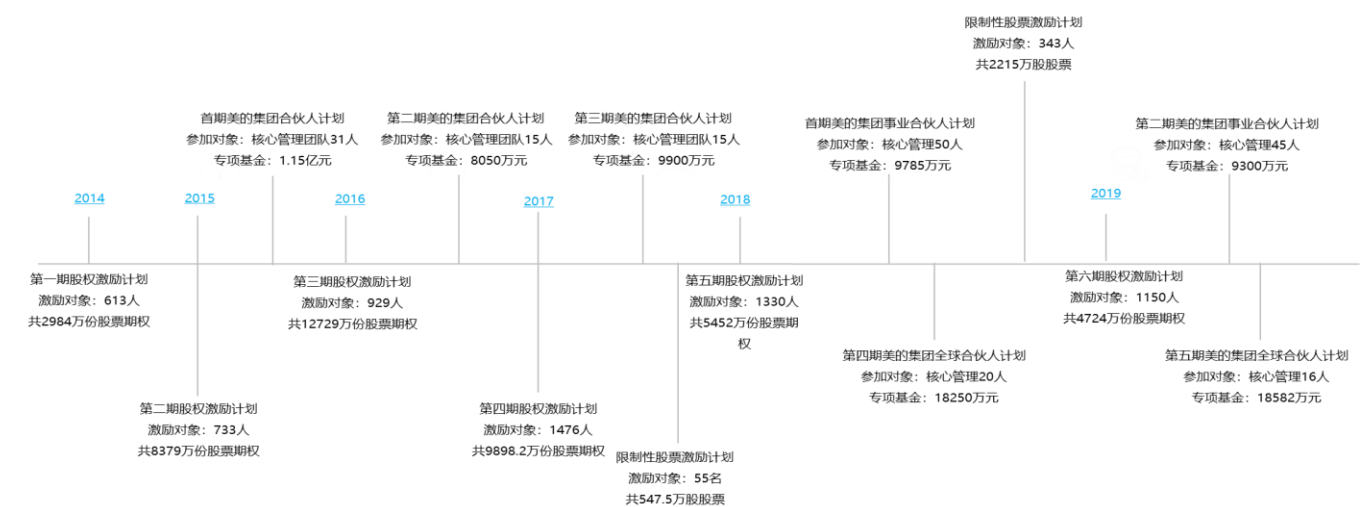


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

在考核体系上, 美的以目标责任制为基础, 对高级管理人员的考评采取了签订年度目标责任制考核协议书, 确定考核指标、考核方式以及同考核结果挂钩的办法, 在年度绩效奖励的发放中予以体现。

面对不同层级的核心管理团队及技术团队, 美的推出了 6 期股票期权激励计划, 共计股票期权 4.4 亿份; 2 期限限制性股票激励计划, 共计 2762.5 万股股票; 5 期全球合伙人持股计划, 共计 6.6 亿元; 2 期事业合伙人持股计划, 共计 1.9 亿元。搭建了经营管理层、核心骨干与全体股东利益一致的股权架构, 以及长短期激励与约束相统一的激励机制。

图 46：2014 年以来公司推出的激励计划



数据来源：公司公告、西南证券整理

表 2：2013 年以来美的董事长方洪波历年薪酬和持股

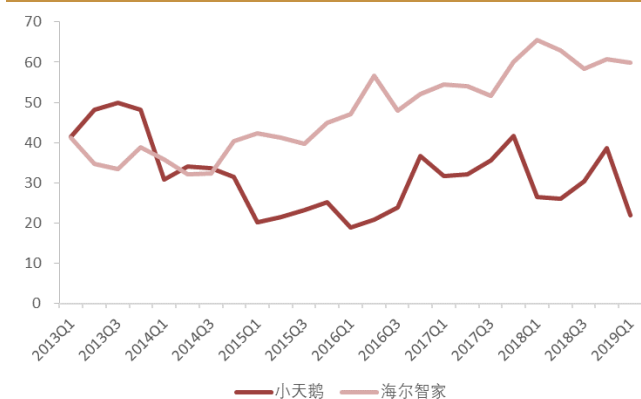
	2013	2014	2015	2016	2017	2018
薪酬 (万元)	680.00	713.00	688.00	766.00	719.00	808.00
分红 (万元)	1800	4566.5	5479.8	9589.3	8219.4	9589.3
股份 (亿股)	0.36	0.91	0.91	1.37	1.37	1.37
持股市值 (亿元)	18.00	31.43	29.97	38.59	75.93	50.49

数据来源：公司公告、西南证券整理

### 3.3 T+3 加强渠道效率

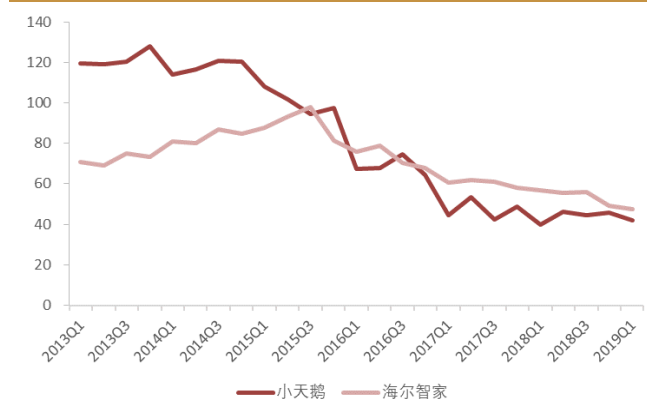
2014 年，美的首先在小天鹅展开 T+3 模式。T+3 模式推进：2013 年，小天鹅的存货周转天数和应收账款周转天数分别为 42 天和 120 天。T+3 模式推进之后，小天鹅的存货周转效率和应收账款周转效率显著提高。2019Q1，小天鹅的存货周转天数和应收账款周转天数分别为 22 天和 42 天，账期显著缩短。

图 47：2013 以来小天鹅的存货周转天数 (天)



数据来源：公司公告、西南证券整理

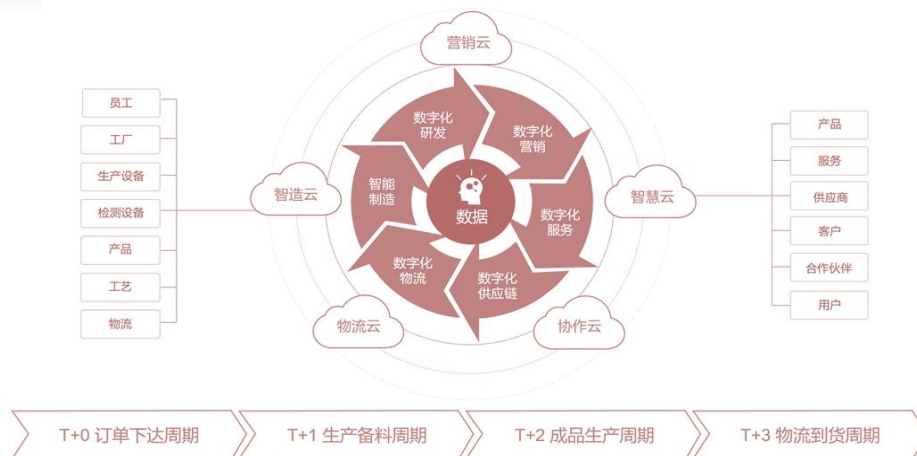
图 48：2013 年以来小天鹅应收账款周转天数 (天)



数据来源：公司公告、西南证券整理

2016 年，美的以市场为导向，将 T+3 模式全面推进，由原储备式生产转变为客户订单式生产，开启美的渠道变革的纪元。所谓 T+3 模式，就是将接收用户订单、原料备货、工厂生产、发货销售四个周期(T)，通过全产业链优势优化制造流程，升级制造设备和工艺，产供销联动进一步压缩供货周期，将每个周期时间由 7 天压缩至 3 天甚至更短。

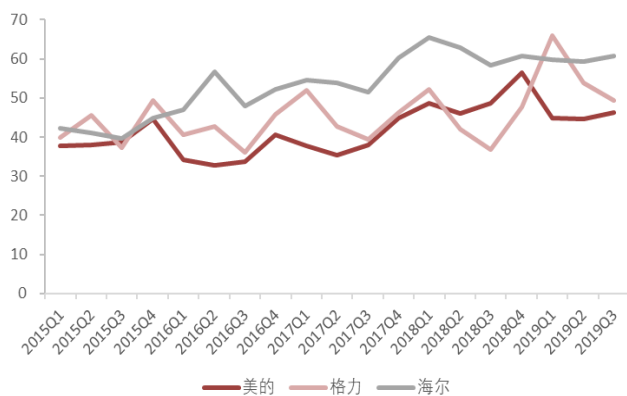
图 49：T+3 模式图



数据来源：公司公告，西南证券整理

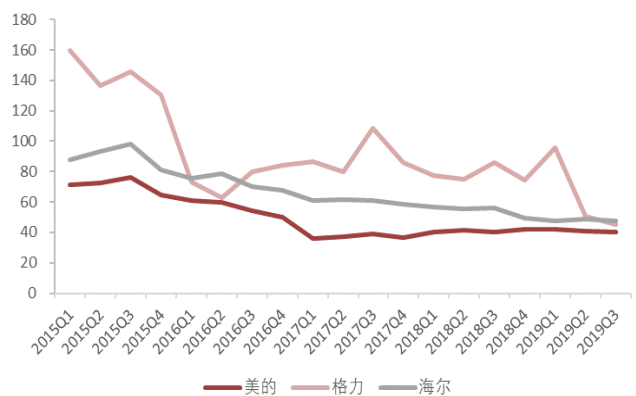
美的 T+3 模式极大的提高了公司运营效率。T+3 模式以需定产，减少中转等中间环节，以拉动整个供需价值链为主线进行变革，积极响应用户需求和痛点，在市场竞争格局剧烈变化的环境中，形成一整套倒逼机制和市场终端拉动的供需模式，加快周转并提升市场竞争力。在此基础之上，美的积极推行“数字化 2.0”项目，以订单和数据来驱动推动所有环节，实现柔性交付。

图 50：2015 年以来美的存货周转天数（天）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 51：2015 年以来美的应收周转天数（天）



数据来源：公司公告，西南证券整理

美的效率至上的战略模式有效加强了库存周期的管控及库存面积的占用，营运及周转效率明显提升。具体体现在以下三个方面：1) 紧盯市场，产品策略更加灵活。以需定产的模式，使得公司密切跟随市场变动，及时调整生产策略。2) 备货减少，严格把控仓储成本。根据需求备料生产，公司存货下降，极大节约的仓储成本。3) 增厚渠道利润，解决资金压力。周转加快，库存减少，资金高效运转，有效减轻渠道资金压力，扩展渠道利润空间。2018 年，美的集团存货周转和应收账款周转均快于其他可比公司。



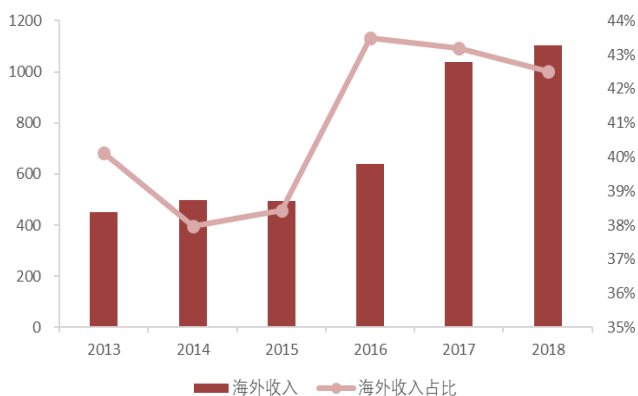
## 4 全球化战略部署成就国际品牌

### 4.1 海外市场收入占比提升

美的在上个世纪 80 年代便开始了国际化尝试。经过不断的发展，美的集团现已成为一家全球经营的公司，在全球拥有 60 多个海外分支机构，产品销往全球 200 多个国家和地区，海外市场遍布欧美、亚太、中东和非洲地区。

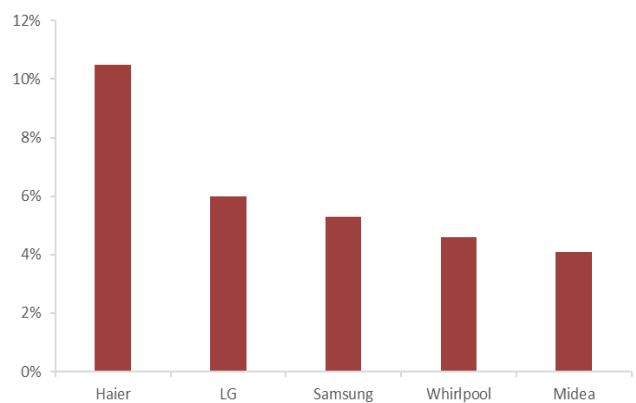
2013 年以来，美的海外市场收入不断增加，短短几年便突破千亿，2018 年海外市场收入达 1104 亿元，占总收入的 43%，以 4.1% 的品牌份额位列全球大型家电榜单第五名。

图 52：2013 年以来美的海外市场收入及增速（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

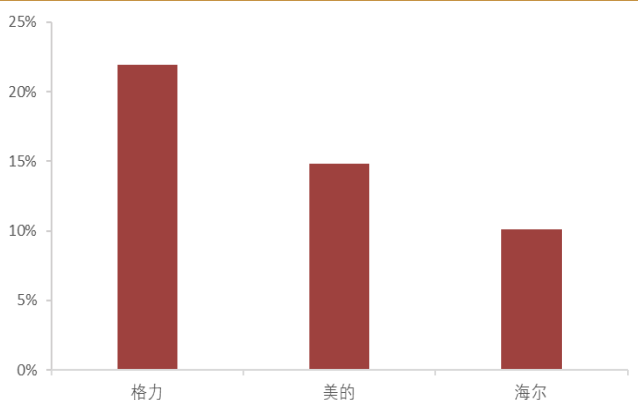
图 53：2018 年美的在全球家电品牌市占率



数据来源：Euromonitor，西南证券整理

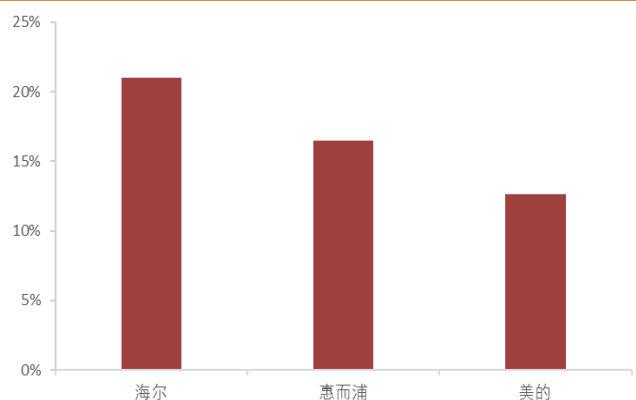
在全球白色家电领域，美的空调、洗衣机都以超过 10% 的全球市场份额挤进世界前三。海外业务的扩张优化了美的营收结构，降低了国内经济环境对其业绩的影响，业绩表现更加稳定。

图 54：2018 年美的空调全球市场份额



数据来源：前瞻研究院，西南证券整理

图 55：2018 年美的洗衣机全球市场份额

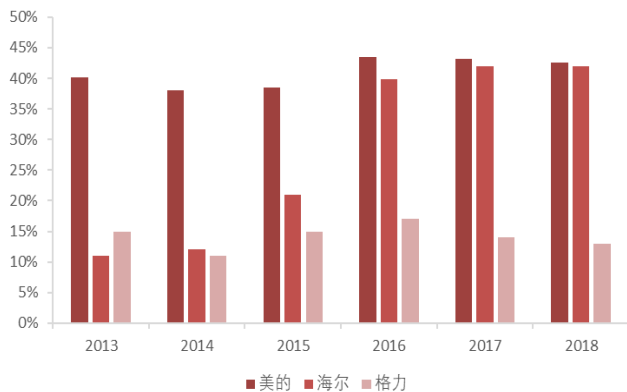


数据来源：前瞻研究院，西南证券整理

横向对比，美的的海外营收占比以及毛利率一直较高，均呈现稳步提升的趋势，这也表明美的一向重视海外市场，并且在海外市场经营稳健。

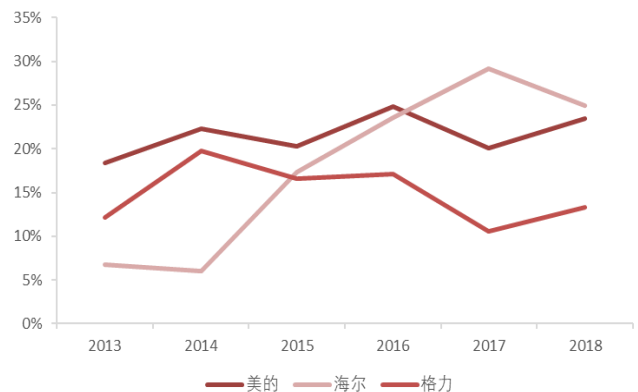


图 56：2013 年以来美的海外营收占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 57：2013 年以来美的海外营收毛利率



数据来源：公司公告，西南证券整理

## 4.2 “三步走”战略打开海外市场

从成立之初到发展至今，美的一直在走一条稳健、保险的国际化道路，美的的出海策略主要是在发达国家做 OEM 或者并购当地品牌，在新兴国家自建品牌，培育市场。具体来说可以分为三步：

第一步是依托强大的制造能力，通过 OEM 业务出口产品。在这一时期，美的和 18 家全球零售集团和世界 10 大知名品牌建立了合作关系，帮助美的以每年 40% 的规模迅速增长。

第二步美的通过参股控股、成立合资公司等扩充事业版图，借助外资企业先进的技术积累和成熟的营销体系，降低进入国外市场的风险和阻力。

第三步美的开始在海外直接投资，建立海外生产基地，基本上在所有新兴市场，尤其是在“一带一路”沿线都有布局，同时减少 OEM 业务，转而向 OBM 发展，成为自有品牌运营商。

表 3：各家电品牌厂商进军海外的方式

企业名称	国际市场进入方式
美的	OEM 代工-合资合作-投资并购，运营自有品牌
海尔	自建国际渠道，自主品牌+本土化运营
格力	自建海外销售渠道，海外建厂
TCL	兼并收购

数据来源：西南证券整理

美的通过合资合作的方式快速引入成熟品牌，一方面可以帮助美的建立起高端品牌形象，全面覆盖各层次消费者对家电产品的需求；另一方面，家电行业竞争激烈，美的想要直接打入其他国家市场非常困难，通过收购海外本土品牌能够快速建立起销售渠道，渗透效率更高，大幅降低风险。

表 4: 美的海外扩张之路

时间	事件	目的
1998	收购日本东芝万家乐	进入中央空调领域
1999	和意黛喜成立洗碗机和电机合资公司	扩充产品品类, 迈开国际化步伐
2001	收购日本三洋磁控管厂	着手构建微波炉产业链
2007	投资越南工厂	加快海外战略布局
2008	确定推进四大海外基地	加快海外战略布局, 加强自有品牌业务
2010	收购埃及 Miraco 公司 32.5% 的股权	掌握埃及优质渠道, 辐射非洲、中东和南欧
2011	收购 UTC 下属开利拉美空调业务公司 51% 股权	借助拉美营销网络实现自有品牌输出
2015	与博世、希克斯、安川设立合资公司	深化业务合作, 加速海外进军步伐
2016	收购东芝家电、Clivet、Eureka	扩充产品品类, 塑造高端品牌形象
2017	收购库卡、高创, 成立合资公司 AEG	帮助公司转型为科技公司

数据来源: 西南证券整理

2007 年, 美的斥资 2500 多万美元在越南建设了第一个海外基地, 主要生产电饭煲、电磁炉、电水壶等小家电产品, 之后 2008 年推进空调越南基地等四大基地建设。截至 2019 年 6 月, 美的建有 15 海外生产基地。

图 58: 美的海外生产基地遍地开花

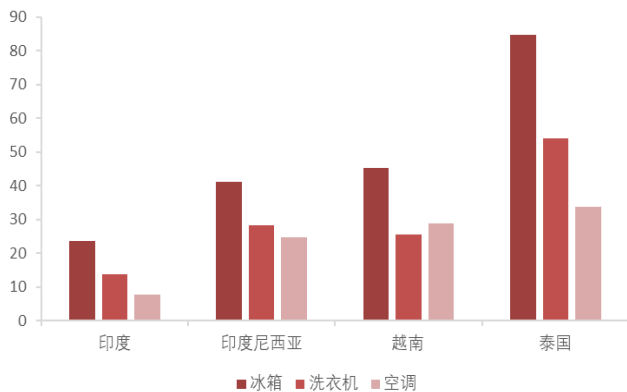


数据来源: 公司官网, 西南证券整理

2010 年, 美的分别收购埃及 Miraco 公司 32.5% 的股权和拉美空调公司 51% 的股权, 意在开拓非洲、中东、南欧和拉美等区域的业务。

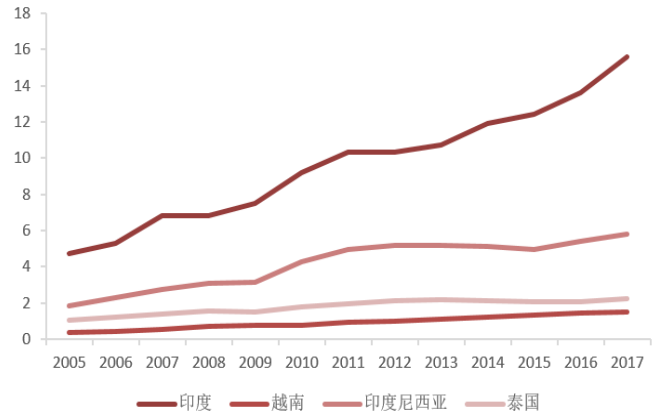
2011 年初, 美的已在东盟完成渠道布局, 在印尼、菲律宾、马来西亚、泰国等东盟国家, 由于收入受限, 大家电渗透率较低, 且缺少极具实力的本土品牌, 此部分市场较大, 美的基于全球领先的制造能力以及提前布局可以获益, 同时也可以将自主品牌推向海外。

图 59：2018 年部分东盟国家三大白电保有量（单位：台/百户）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 60：2005-2017 年东盟国家居民最终消费支出（千亿美元）

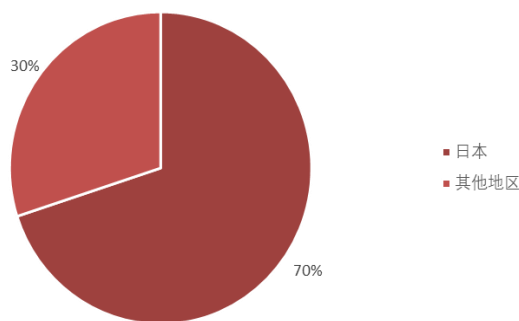


数据来源：World Bank，西南证券整理

2016 年，美的收购东芝家电 80.1% 的股权，获得 40 年的东芝品牌全球授权、超过 5000 项与白色家电相关的专利以及东芝家电在日本、中国、东南亚的市场、渠道和制造基地。东芝在日本家电行业极富盛名，白电业务收入约 70% 来自日本，并且在东南亚市场份额居前，通过收购美的可以曲线进入日本市场。此外，东芝产品品类齐全，技术成熟，通过收购可以弥补美的在核心技术上的空白，并将东芝在电子控制领域的技术应用到智能家电领域。

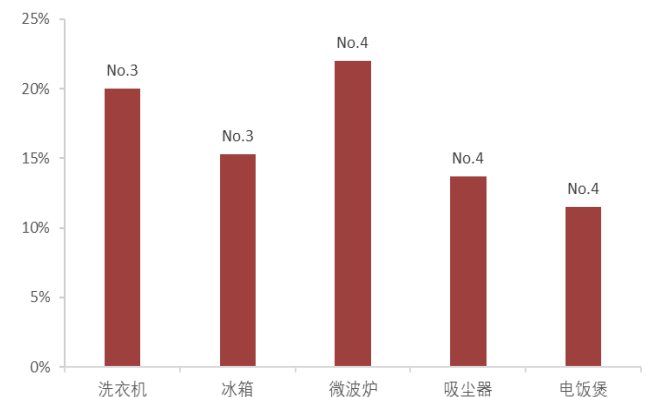
同年，美的收购意大利中央空调企业 Clivet 80% 的股权，收购瑞典著名吸尘器品牌 Eureka，都意在开拓欧美市场以及海外品牌中国化。

图 61：2016 年东芝收入占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 62：2016 年东芝家电产品在日本市场份额



数据来源：GFK, Euromonitor，西南证券整理

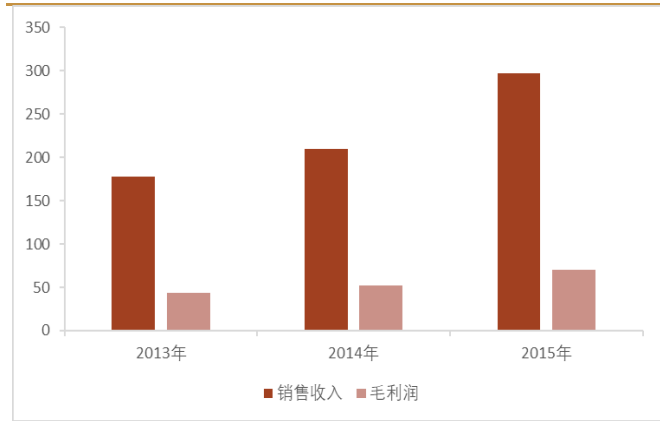
### 4.3 收购库卡，布局机器人产业

2016 年 6 月，美的发布收购德国机器人公司库卡草案，拟通过全资子公司 MECCA 以现金方式要约收购库卡集团，要约收购价格为每股 115 欧元，收购总价约为 292 亿元人民币。2017 年 1 月，美的通过现金 37.1 亿欧元，顺利收购库卡 81% 的股权。收购完成之后，美的合计持有库卡集团 3760.6 万股股份，占库卡总股本的 94.6%。

库卡机器人有限公司于 1995 年建立于德国，是世界领先的工业机器人制造商之一。库卡机器人在工业领域被广泛使用，与奔驰、宝马等世界知名厂商都有合作关系，2013 年至

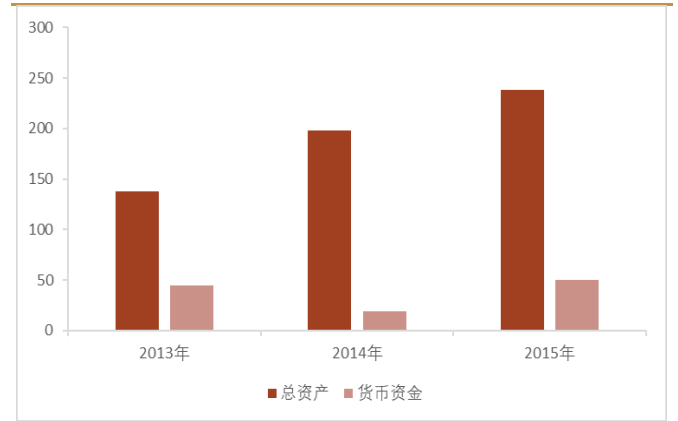
2015 年，库卡的销售收入和毛利润都呈现逐年增长趋势。2015 年，库卡销售收入 296.6 亿欧元，毛利润 69 亿欧元。

图 63：2013-2015 年库卡集团营业收入及毛利润（亿欧元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

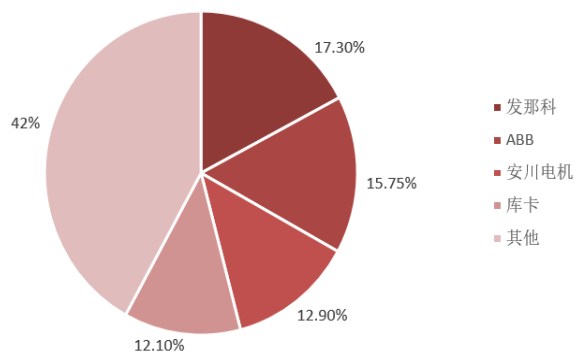
图 64：2013-2015 年库卡集团总资产和货币资金（亿欧元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

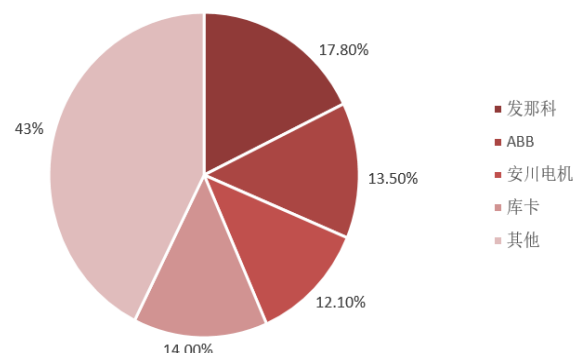
从战略角度来看，美的收购库卡是集团推进“双智”战略、推进集团全球化发展、优化产业布局、深入全面布局机器人产业的关键一步，具有重大战略意义。早在 2015 年，美的便于安川公司设立合资公司，开始在机器人行业探路试水。关于此次收购的意义，一方面，库卡机器人在工业领域被广泛使用，美的此次收购可以进一步扩大其在国际市场中的影响力，同时拓展业务领域，缓解在家电领域的竞争压力。

图 65：2017 年库卡机器人在全球市占率



数据来源：中国机器人网，西南证券整理

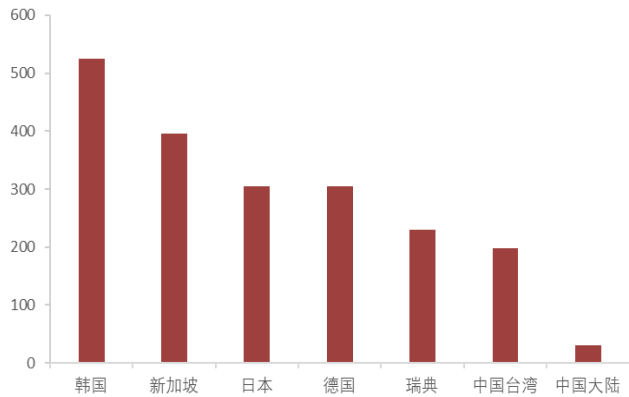
图 66：2017 年库卡机器人在中国市占率



数据来源：中国机器人网，西南证券整理

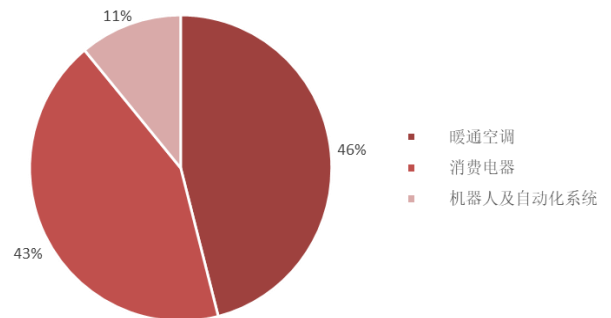
另一方面，收购库卡可以帮助美的实现“智能制造”，提升生产线的制造水平、降低制造成本、提高利润率，这是美的全球扩张的基础。此外，目前国内工业机器人使用率并不高，这对美的而言是个十分广阔的市场，发展潜力巨大。

图 67: 2018 年中国大陆工业机器人人均保有量 (台/万人)



数据来源: 机工情报, 西南证券整理

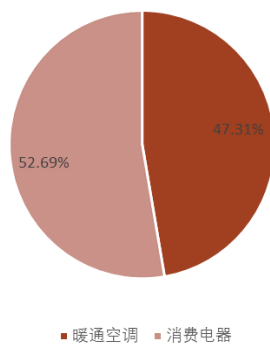
图 68: 2018 年机器人业务占美的总营收的 11%



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

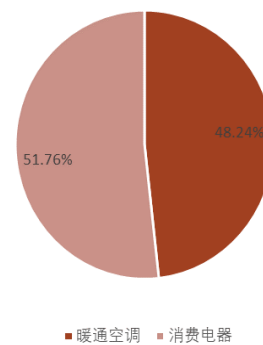
收购库卡之后, 美的营收及毛利的构成发生变化。2017 年机器人及自动化系统占总营收的 12.2%, 暖通空调和消费电子的占比有所下降, 公司战略转型初见成效。

图 69: 2016 年美的集团营业收入占比



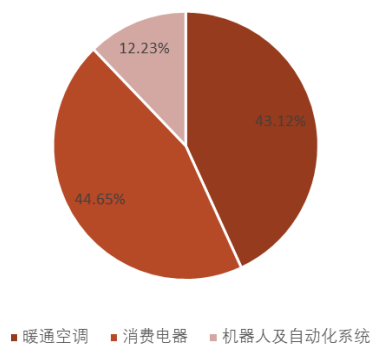
数据来源: 公司年报, 西南证券整理

图 70: 2016 年美的集团毛利润占比



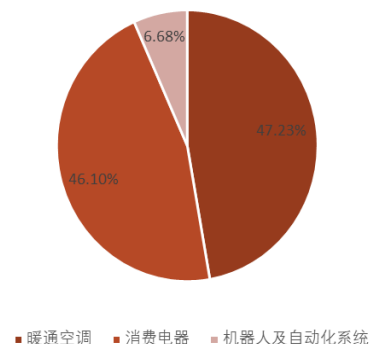
数据来源: 公司年报, 西南证券整理

图 71: 2017 年美的集团营业收入占比



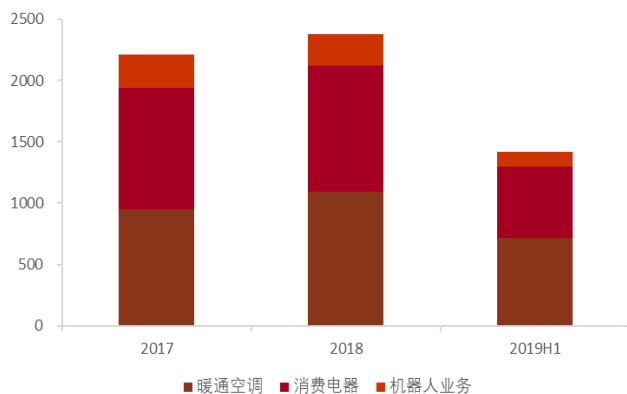
数据来源: 公司年报, 西南证券整理

图 72: 2017 年美的集团毛利润占比

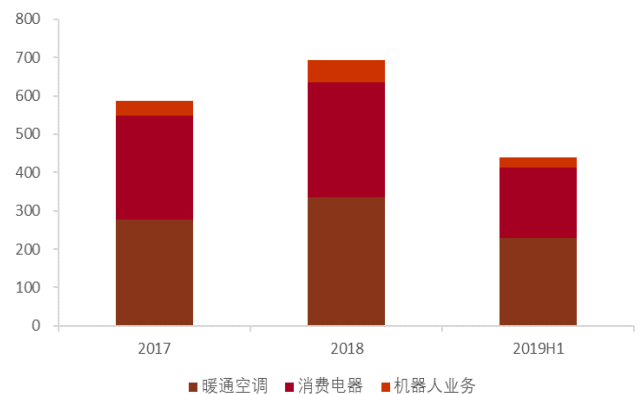


数据来源: 公司年报, 西南证券整理

2017 和 2018 年，美的机器人业务分别实现营业收入 270.4 亿元和 256.8 亿元。2019 年上半年，美的机器人业务收入 120.24 亿元，同比减少 4%；实现营业利润 26.9 亿元，同比减少 13.7%。美的收购库卡之后，库卡在中国的发展略显水土不服。2019 年年初，库卡管理层大规模换血，美的进一步进行整合库卡业务。美的库卡业务的整合周期比预期更长，随着库卡业务逐渐整合完毕，美的的机器人业务将迎来新的增长。

**图 73：2017-2019H1 美的机器人业务营业收入（亿元）**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 74：2017-2019H1 美的机器人业务营业利润（亿元）**


数据来源：公司公告，西南证券整理

## 5 盈利预测与评级

### 关键假设：

假设 1：宏观经济方面，我们预计国民经济继续保持较为稳健增长，各家电品类保有量持续提升。其中，空调保有量仍有进一步提升空间，我们预计未来十年城镇保有量有望突破每百户 200 台，农村保有量也有望向每百户 100 台靠拢；

假设 2：随着高端化品牌推进，成本端管理优化，自动化程度提升，2019-2021 年暖通空调毛利率分别为：31.5%、32%、32%，消费电器毛利率分别为 30.5%、31%、31%；

假设 3：公司推出多品牌矩阵，营销费用有所增长，我们预计公司 2019-2021 年销售费用率分别为 12%、12.1%、12.2%，管理费用率、财务费用率保持稳定。

**表 5：分业务收入及毛利率**

单位：亿元		2018A	2019E	2020E	2021E
合计	收入	2618.20	2793.80	3017.11	3258.59
	增速	8.23%	6.71%	7.99%	8%
	成本	1881.65	1990.6	2135.79	2304.81
	毛利率	28.13%	28.75%	29.21%	29.27%
暖通空调	收入	1093.95	1181.46	1275.98	1378.06
	增速	14.73%	8%	8%	8%
	成本	758.86	809.30	867.67	937.08
	毛利率	30.63%	31.5%	32%	32%
消费电器	收入	1029.93	1081.42	1157.12	1238.12

单位：亿元		2018A	2019E	2020E	2021E
	增速	4.3%	5%	7%	7%
	成本	729.59	751.59	798.42	854.30
	毛利率	29.16%	30.5%	31%	31%
机器人及自动化	收入	256.78	269.62	296.58	326.24
	增速	-5.03%	5%	10%	10%
	成本	198.10	207.61	225.40	244.68
	毛利率	22.85%	23%	24%	25%
其他	收入	237.54	261.29	287.43	316.17
	增速	14.31%	10%	10%	10%
	成本	195.09	222.1	244.31	268.74
	毛利率	17.87%	15%	15%	15%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 2793.8 亿元、3017.1 亿元、3258.6 亿元，归母净利润分别为 239、272.1、309.9 亿元，EPS 分别为 3.44 元、3.92 元、4.47 元，未来三年归母净利润将保持 15.3% 的复合增长率。考虑到公司治理优良，品牌形象良好，发展路径明晰，维持“买入”评级。

## 6 风险提示

**原材料价格大幅波动风险：**公司产销均在体内，主要原材料包含铜、铝、钢板、与石油相关塑料颗粒、发泡料等大宗原材料，若以上原材料价格产生大幅波动，将一定程度影响公司盈利水平；

**对外贸易政策变化风险：**近年来，公司大举全球并购，发展海外业务，这也是公司未来重要发展方向之一，因此，对外贸易政策变化将影响公司布局及收入利润水平；

**汇率大幅波动风险：**2018 年公司海外收入达到 40% 以上，大都采取美元结算，人民币兑美元汇率波动将影响公司海外业务毛利率及财务费用等；

**并购业务整合不及预期风险：**今年公司陆续并购，并购标的的整合也是市场关注重点，可能存在并购标的整合不及市场预期的风险。



附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	261819.64	279380.17	301710.99	325858.76	净利润	21650.42	25579.46	29118.50	33166.64
营业成本	188164.56	197617.24	212370.07	228499.63	折旧与摊销	0.00	6188.57	6594.07	6958.84
营业税金及附加	1617.57	1722.06	1845.61	2001.71	财务费用	-1823.04	660.19	353.53	-676.74
销售费用	31085.88	34084.38	36507.03	39428.91	资产减值损失	447.86	450.00	500.00	500.00
管理费用	9571.64	16762.81	18102.66	19551.53	经营营运资本变动	-27998.07	-594.69	-3747.88	-3267.05
财务费用	-1823.04	660.19	353.53	-676.74	其他	35583.91	-821.13	-1805.71	-1492.50
资产减值损失	447.86	450.00	500.00	500.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>27861.08</b>	<b>31462.39</b>	<b>31012.52</b>	<b>35189.19</b>
投资收益	907.33	1350.00	1450.00	1600.00	资本支出	-12441.91	-3520.00	-4200.00	-4210.00
公允价值变动损益	-810.45	-285.99	-295.37	-332.32	其他	-6200.38	1064.01	1154.63	1267.68
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-18642.29</b>	<b>-2455.99</b>	<b>-3045.37</b>	<b>-2942.32</b>
<b>营业利润</b>	<b>25564.11</b>	<b>29147.49</b>	<b>33186.72</b>	<b>37821.39</b>	短期借款	-1713.71	-870.39	0.00	0.00
其他非经营损益	208.95	770.00	870.00	970.00	长期借款	-894.89	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>25773.06</b>	<b>29917.49</b>	<b>34056.72</b>	<b>38791.39</b>	股权融资	2641.78	822.18	0.00	0.00
所得税	4122.64	4338.04	4938.22	5624.75	支付股利	-7898.79	-4046.16	-4780.44	-5441.83
净利润	21650.42	25579.46	29118.50	33166.64	其他	-5521.56	-6817.70	-353.53	676.74
少数股东损益	1419.64	1677.27	1909.33	2174.77	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-13387.16</b>	<b>-10912.06</b>	<b>-5133.97</b>	<b>-4765.10</b>
归属母公司股东净利润	20230.78	23902.19	27209.17	30991.87	<b>现金流量净额</b>	<b>-3879.37</b>	<b>18094.34</b>	<b>22833.18</b>	<b>27481.77</b>
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	27888.28	45982.62	68815.80	96297.56	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	34162.36	37517.19	40115.51	43252.53	销售收入增长率	8.23%	6.71%	7.99%	8.00%
存货	29645.02	31241.10	33886.39	36300.04	营业利润增长率	18.20%	14.02%	13.86%	13.97%
其他流动资产	90993.78	94468.70	102019.57	110184.82	净利润增长率	16.33%	18.15%	13.84%	13.90%
长期股权投资	2713.32	2713.32	2713.32	2713.32	EBITDA 增长率	5.78%	51.62%	11.50%	9.89%
投资性房地产	391.77	391.77	391.77	391.77	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	24514.83	23359.69	22508.54	21303.08	毛利率	28.13%	29.27%	29.61%	29.88%
无形资产和开发支出	45287.07	43892.78	42468.99	41044.76	三费率	14.83%	18.44%	18.22%	17.89%
其他非流动资产	8104.73	7985.59	7866.46	7747.32	净利率	8.27%	9.16%	9.65%	10.18%
<b>资产总计</b>	<b>263701.15</b>	<b>287552.76</b>	<b>320786.35</b>	<b>359235.19</b>	ROE	23.42%	22.09%	20.78%	19.76%
短期借款	870.39	0.00	0.00	0.00	ROA	8.21%	8.90%	9.08%	9.23%
应付和预收款项	86671.71	94203.30	100369.60	108109.71	ROIC	18.99%	21.17%	23.53%	25.37%
长期借款	32091.44	32091.44	32091.44	32091.44	EBITDA/销售收入	9.07%	12.88%	13.30%	13.53%
其他负债	51613.09	45482.81	48212.04	51195.97	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>171246.63</b>	<b>171777.55</b>	<b>180673.08</b>	<b>191397.12</b>	总资产周转率	1.02	1.01	0.99	0.96
股本	6663.03	6938.90	6938.90	6938.90	固定资产周转率	11.63	12.37	13.53	15.37
资本公积	18451.31	18997.62	18997.62	18997.62	应收账款周转率	13.50	13.11	13.12	13.17
留存收益	63841.41	83697.44	106126.17	131676.20	存货周转率	6.31	6.42	6.49	6.50
归属母公司股东权益	83072.12	104715.53	127144.26	152694.30	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	80.68%	—	—	—
少数股东权益	9382.40	11059.67	12969.00	15143.77	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>92454.52</b>	<b>115775.21</b>	<b>140113.26</b>	<b>167838.07</b>	资产负债率	64.94%	59.74%	56.32%	53.28%
负债和股东权益合计	263701.15	287552.76	320786.35	359235.19	带息债务/总负债	19.25%	18.68%	17.76%	16.77%
					流动比率	1.40	1.60	1.75	1.90
					速动比率	1.18	1.36	1.51	1.66
					股利支付率	39.04%	16.93%	17.57%	17.56%
					<b>每股指标</b>				
<b>业绩和估值指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	每股收益	2.92	3.44	3.92	4.47
EBITDA	23741.07	35996.25	40134.32	44103.49	每股净资产	11.97	15.09	18.32	22.01
PE	19.91	16.85	14.80	13.00	每股经营现金	4.02	4.53	4.47	5.07
PB	4.85	3.85	3.17	2.64	每股股利	1.14	0.58	0.69	0.78
PS	1.54	1.44	1.34	1.24					
EV/EBITDA	16.46	10.58	8.92	7.49					
股息率	1.96%	1.00%	1.19%	1.35%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上  
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间  
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间  
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%与-10%之间  
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上  
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间  
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn