

困境历强者 坚韧路远行

——美的集团（000333.SZ）2019 年报点评 家用电器/白色家电

申港证券
SHENGANG SECURITIES

事件：

公司发布 2019 年年报及 2020 年一季报，2019 年营业总收入为 2793.8 亿元，同比增速 6.7%，归母净利润实现 242.1 亿元，同比增速 19.7%，经营性现金流净额为 385.9 亿元，增速 38.5%。20Q1 总营收 583.6 亿元，同比变化-22.7%，归母净利润 48.1 亿元，同比变化-21.5%。公司拟每 10 股派发现金 16 元。

投资摘要：

19 年业绩稳健盈利优化，20Q1 承压下份额提涨。19 年全年公司总营收增速 6.7%，归母净利润增速 19.7%；其中 19Q4 营收增速 5.9%，归母增速 24.2%；20Q1 承压下营收增速-22.7%，归母增速-21.5%，公司提领整体市场增速。

◆ **19 年家电市场低速震荡下各主营业务稳健。**相较整体市场空冰洗厨、生活电器等零售额增速的-3.4%/-1.2%/1.2%/-0.6%/3.6%，公司家电主营暖通空调及消费电器分别增速 9.3%/6.3%，核心品类跑赢市场实现份额优化，各产品线线上线下份额除部分大厨电外均保持 Top1、Top2 的优势地位。

◆ **19 年盈利优化，受益于成本红利、增值税改及海外结构改进。**19 年毛利率、净利率分别提升 1pct/0.9pct 至 29.2%/10.6%。一方面受益于 18Q3 开始原材料冷轧板、铜铝、塑料等降价红利及增值税率下调，另一方面占比 42%的海外业务毛利率提升 2pct，海外产品结构优化带来税前利润提升。

◆ **20Q1 市场承压下业绩坚韧，主品类份额显著提升。**疫情影响下 Q1 市场的空冰洗全渠道同比分为-61%/-28%/-35%，承压下公司营收变化仅-22.9%，积极应战变化主营发展坚韧。Q1 公司空调线上线下份额分别提升 13.5pct/5.8pct 至 44.9%/37.3%，冰洗份额也提升在 1.5pct 上下，其他家电份额提升超 3pct，承压市场下龙头格局持续强化。

线上渠道持续发力，创新营销以战疫。19 年公司全网规模近 700 亿，同比增速超 30%，天猫、京东、苏宁等核心平台家电全品类规模保持首位。疫期渠道加速向线上转移 Q1 线上收入占内销份额达 45.6%，20Q1 全网规模实现 135 亿元，保持强健增速 11.7%，公司疫情期间积极创新，以微信营销、直播引流、秒杀活动等新模式 Q1 坚韧业绩。

高端布局初显，份额提升助力长效盈利优化。在公司多品牌细分布局战略下，19 年线上线下高端空调市场份额提升 11.8pct/10.1pct 至 13%/13.9%，高端洗衣机提升 2.7pct/2.3pct 至 7.6%和 20.8%，高端冰箱提升 1.8pct/2.5pct 至 2.9%/6.6%，伴随高端市场后续发力产品盈利结构有望长效提振。

研发投入持续加码，系统性研发网络筑基石。19 年研发费用 96.4 亿元，增速 15.1%，占比提升 0.23pct 至 3.46%，构建全球化“4+2”研发体系，全年发明专利授权成果位居家电第一，同时“三个一代”多层级研发模式保证长期产品技术优势。

机器人业务整合转型，工业自动化体系进一步完善。受全球工业机器人市场负面影响，各主营中机器人及自动化业务为仅有承压项，19 年营收增速-1.9%，毛利率下滑 2.1pct 至 20.8%。期间公司加快推动库卡中国业务整合，拓展工业、电子、医疗、物流、服务等新业务，并拟收购合康新能控股权，进而提升工业变频器、伺服系统，完善公司工业自动化完整解决方案的核心拼图。机器人业务后续转型提振值得期待。

投资建议：20Q1 市场困境下公司始终积极沉稳应对，实现远超市场平均的相

评级

买入（维持）

2020 年 04 月 30 日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

秦一超

研究助理

qinyichao@shgsec.com

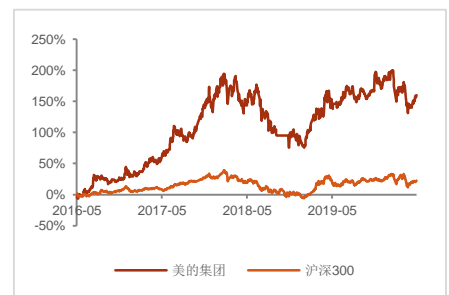
021-20639326

交易数据

时间 2020.04.29

总市值/流通市值（亿元）	3,651.3/3,567.42
总股本（万股）	698,814.25
资产负债率（%）	63.01
每股净资产（元）	15.17
收盘价（元）	52.25
一年内最低价/最高价（元）	46.3/61.0

公司股价表现走势图



资料来源：申港证券研究所

相关报告

- 1、《美的集团公司点评：再拟最高 52 亿回购 航母远行望远方》2020-02-21
- 2、《美的集团半年报点评：盈利高增海外建功 产品渠道优势凸显》2019-08-31

对增速，强大抗压能力保证了其竞争格局优化，业绩具备较高确定性。预计公司 20-22 年归母净利润实现 250.4、288.7、343.8 亿元，对应 EPS 为 3.6、4.2、5 元，对应 PE 为 14.5、12.6、10.6 倍，维持“买入”评级。

风险提示：疫情控制不及预期；机器人业务整合不及预期；原材料价格大幅提升。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	261,819.6	279,380.5	297,399.5	333,689.2	366,753.8
增长率（%）	8.23%	6.71%	6.45%	12.20%	9.91%
归母净利润（百万）	20,230.78	24,211.22	25,037.58	28,868.49	34,382.30
增长率（%）	17.05%	19.68%	3.41%	15.30%	19.10%
净资产收益率（%）	24.35%	23.81%	20.73%	20.79%	21.43%
每股收益(元)	3.08	3.60	3.61	4.16	4.95
PE	16.96	14.51	14.48	12.56	10.55
PB	4.19	3.58	3.00	2.61	2.26

资料来源：公司财报、申港证券研究所

公司单季度财务指标

指标	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1
主营收入(百万元)	63668.8	54414.92	75500.43	78832.22	67441.42	57606.44	58355.92
增长率（%）	1.01%	0.27%	7.84%	7.79%	6.36%	6.29%	-22.86%
毛利率（%）	27.48%	28.58%	28.36%	30.55%	28.20%	27.99%	25.14%
期间费用率（%）	15.11%	23.30%	17.57%	17.21%	17.94%	22.28%	16.33%
净利润（百万元）	5310.56	2560.17	6541.25	9518.68	6300.30	2916.92	4810.39
增长率（%）	16.63%	2.01%	15.86%	17.02%	18.64%	13.93%	-26.46%
每股盈利（季度，元）	0.75	0.35	0.93	1.31	0.88	0.42	0.69
资产负债率（%）	64.16%	64.94%	64.34%	65.29%	63.42%	64.40%	63.01%
净资产收益率（%）	5.77%	2.77%	6.58%	9.65%	6.04%	2.71%	4.31%

资料来源：公司财报、申港证券研究所

表1: 公司盈利预测表

利润表			单位:百万元			资产负债表			单位:百万元		
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	261820	279381	297400	333689	366754	流动资产合计	182689	216483	228550	258641	290923
营业成本	188165	197914	211768	235350	256572	货币资金	27888	70917	77910	90542	109371
营业税金及附加	1618	1721	1832	2055	2259	应收账款	19390	18664	20946	23502	25831
营业费用	31086	34611	35208	40422	43923	其他应收款	0	0	0	0	0
管理费用	9572	9531	9849	11718	12512	预付款项	2216	2246	2403	2671	2912
研发费用	8377	9638	9070	10177	11185	存货	29645	32443	34714	38580	42059
财务费用	-1823	-2232	864	381	-79	其他流动资产	76474	65011	69204	77649	85343
资产减值损失	448	-872	-212	-212	-212	非流动资产合计	81012	85473	86414	86519	87052
公允价值变动收益	-810	1361	275	275	275	长期股权投资	2713	2791	2674	2752	2732
投资净收益	907	164	164	164	164	固定资产	22437	21665	21835	21982	22107
营业利润	25564	29683	30634	35405	42203	无形资产	16187	15484	15484	15484	15484
营业外收入	435	613	613	613	613	商誉	29100	28207	28207	28207	28207
营业外支出	226	367	297	332	314	其他非流动资产	550	4948	5267	5909	6495
利润总额	25773	29929	30951	35686	42502	资产总计	263701	301955	314964	345160	377975
所得税	4123	4652	4811	5547	6606	流动负债合计	130231	144318	136928	147448	156888
净利润	21650	25277	26140	30139	35896	短期借款	870	5702	0	0	0
少数股东损益	1420	1066	1102	1271	1514	应付账款	36902	42536	44890	49889	54387
归属母公司净利润	20231	24211	25038	28868	34382	预收款项	16782	16232	17279	19387	21308
EBITDA	39928	42936	31498	35786	42124	一年内到期的非流动负债	7123	1460	1460	1460	1460
EPS（元）	3.08	3.60	3.61	4.16	4.95	非流动负债合计	41016	50141	50357	50634	50906
主要财务比率						长期借款	32091	41298	41458	41623	41793
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	应付债券	0	0	0	0	0
成长能力						负债合计	171247	194459	187284	198082	207794
营业收入增长	8.23%	6.71%	6.45%	12.20%	9.91%	少数股东权益	9382	5827	6929	8200	9714
营业利润增长	18.20%	16.11%	3.20%	15.57%	19.20%	实收资本（或股本）	6663	6972	6939	6939	6939
归属于母公司净利润增长	17.05%	19.68%	3.41%	15.30%	19.10%	资本公积	18451	19640	19640	19640	19640
获利能力						未分配利润	58762	72714	86987	103444	123045
毛利率(%)	28.13%	29.16%	28.79%	29.47%	30.04%	归属母公司股东权益合计	83072	101669	120751	138878	160467
净利率(%)	8.27%	9.05%	8.79%	9.03%	9.79%	负债和所有者权益	263701	301955	314964	345160	377975
总资产净利润(%)	7.67%	8.02%	7.95%	8.36%	9.10%	现金流量表		单位:百万元			
ROE(%)	24.35%	23.81%	20.73%	20.79%	21.43%		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
偿债能力						经营活动现金流	27861	38590	18670	23038	31258
资产负债率(%)	65%	64%	59%	57%	55%	净利润	21650	25277	26140	30139	35896
流动比率	1.40	1.50	1.67	1.75	1.85	折旧摊销	0	0	0	0	0
速动比率	1.18	1.28	1.42	1.49	1.59	财务费用	-1823	-2232	864	381	-79
营运能力						应付帐款减少	-1861	726	-2283	-2556	-2329
总资产周转率	1.02	0.99	0.96	1.01	1.01	预收帐款增加	-627	-550	1047	2108	1921
应收账款周转率	14	15	15	15	15	投资活动现金流	-18642	-23108	297	439	13
应付账款周转率	7.27	7.03	6.80	7.04	7.03	公允价值变动收益	-810	1361	275	275	275
每股指标（元）						长期股权投资减少	-80	-77	117	-79	20
每股收益(最新摊薄)	3.08	3.60	3.61	4.16	4.95	投资收益	907	164	164	164	164
每股净现金流(最新摊薄)	-0.63	1.75	1.01	1.82	2.71	筹资活动现金流	-13387	-3274	-11973	-10845	-12442
每股净资产(最新摊薄)	12.47	14.58	17.40	20.01	23.13	应付债券增加	-4553	0	0	0	0
估值比率						长期借款增加	-895	9207	160	165	170
P/E	16.96	14.51	14.48	12.56	10.55	普通股增加	102	309	-33	0	0
P/B	4.19	3.58	3.00	2.61	2.26	资本公积增加	2540	1189	0	0	0
EV/EBITDA	9.02	7.96	10.40	8.81	7.04	现金净增加额	-4168	12209	6993	12632	18829

资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

研究助理简介

秦一超，家电及轻工首席研究员，2018 年 wind 平台影响力家电行业第三名。浙江大学学士及硕士学位，曾就职于德州仪器任职东亚区域国际家电企业客户经理，具备家电行业产业链深入实业经验及理解研究。2018 年初于东兴证券负责家电行业研究。2019 年 3 月加入申港证券。

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

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港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，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港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

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15%之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上