

证券研究报告—动态报告/公司快评

家用电器

白色家电

美的集团（000333）

事件快评

买入

（维持评级）

2021年02月25日

回购彰显信心，穿越周期无惧扰动

证券分析师： 陈伟奇

chenweiqi@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520110004

证券分析师： 王兆康

wangzk@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520120004

事项：

美的集团2月23日公告，拟以自有资金回购股份0.5-1.0亿股，回购价格不超过140元/股，预计总回购金额不超过140亿元。

国信家电观点：1) 本次回购股份超1%，彰显公司对长期发展的强大信心。2) 近期跟踪：公司空调迎来量价齐升，小家电增速领先，20Q4和21Q1业绩表现可期；原材料上涨对龙头价格影响有限，短期扰动不改优质基本面。3) 公司白电基本盘稳固，厨电和小家电增长势能不减，多元化扩张稳步推进，长期增长空间依然值得期待。4) 投资建议：此次回购彰显公司管理层对美的长期发展的信心，将进一步提高公司的激励水平。美的作为我国无可撼动的家电龙头，拥有良好的公司治理和经验丰富的管理团队，制造端优势显著，渠道建设领先行业，拥有全品类的家电布局，多元化扩展稳步推进。预计20-22年归母净利润266.1/299.7/324.6亿，对应EPS为3.82/4.30/4.66元，对应当前股价PE为24.9/22.1/20.4X，维持“买入”评级。5) 风险提示：行业竞争加剧；原材料价格大幅上涨；汇率波动。

评论：

■ 或成A股史上最大回购，彰显公司对长期发展的强大信心

从美的或A股历史的回购方案来看，此次回购的金额创下历年之最。美的在2015-2020年共进行过四次回购，2015年共回购10亿元，2018年共回购40亿元，2019年共回购32亿元，2020年共回购26.97亿元。以2月23日前20日收盘价均价计算，此次回购金额最低在48.94亿元，而上限金额在140亿元，远超往年回购金额。从A股历史上看，此次最高达140亿元的回购计划也是绝无仅有，显示出公司对未来发展的坚定信心。

此次回购将进一步提升公司的激励水平。本次回购的股票将全部用于实施公司股权激励计划或者员工持股计划，与公司向来重视员工激励的传统一脉相承，展现了公司高度市场化的管理机制和优异基本面。

表 1: 公司此次回购力度最大

公布日期	计划回购价格 (元/股)	计划回购股份数量	回购资金上限额度 (亿元)	回购均价 (元/股)	回购数量 (亿股)	回购数量占当时总股本比例	回购金额 (亿元)
2015 6.27	上限 48.54	无	10	33.79	0.30	0.69%	10.00
2018 7.5	上限 50	下限 0.8 亿股	40	42.06	0.95	1.43%	40.00
2019 2.23	上限 55	下限 0.6 亿股 上限 1.2 亿股	66	51.47	0.62	0.89%	32.00
2020 2.22	上限 75	下限 0.4 亿股 上限 0.8 亿股	50.73	64.49	0.42	0.60%	26.97
2021 2.24	上限 140	下限 0.5 亿股 上限 1 亿股	140	33.79	0.30	0.69%	10.00

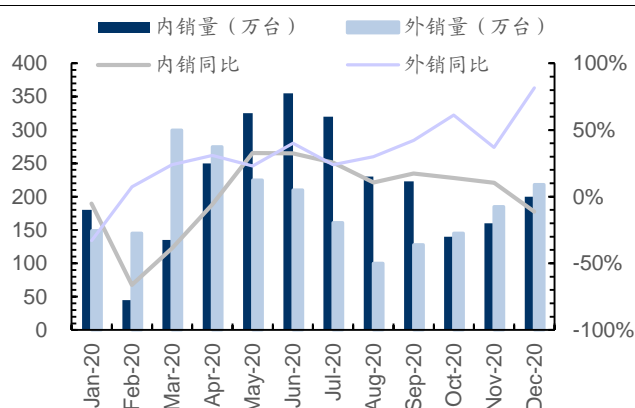
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所预测

■ 近期跟踪: 空调及小家电销售向好, 原材料价格影响可控

20Q4 跟踪情况: 美的 Q4 空调销量 1048 万台/+25%, 其中外销 548 万台/+58.8%, 内销 500 万台/+1.5%。内销价格方面, 进入 11 月以来, 美的空调销售均价快速提升, 11 月线上线下均价同比上涨 620/279 元, 12 月同比上涨 569/454 元, Q4 内销整体均价为 3076 元/台, 同比上涨 447 元。在不考虑空调外销价格上涨的情况下, 预计美的 20Q4 空调业务收入同比增长超过 30%; 渠道效率提升叠加提价幅度较大, 预计业绩增长将超越收入增速。

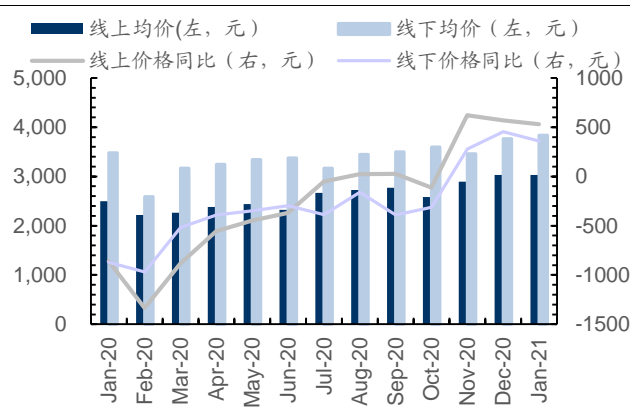
21 年跟踪: 空调方面, 美的 1 月/2 月空调排产同比 81.5%/54.8%, 预计销量将延续 20Q4 高增态势; 价格上, 美的空调 1 月线上线下均价同比提高 531 元/360 元, 涨价趋势仍在持续。21 年空调开年量价齐升, 全年表现可期。小家电方面, 美的 21 年 1 月淘系平台销售额增长 70.7%, 冠绝主要小家电品牌; 在小家电的市占率达到 11.51%, 环比提升 2.81pct, 同比提升 1.5pct, 龙头的市场份额快速提升。

图 1: 美的空调 20Q4 实现高增



资料来源: 产业在线, 国信证券经济研究所整理

图 2: 20 年 11 月后美的空调价格大幅上涨



资料来源: 奥维云网, 国信证券经济研究所整理

图 3: 淘系平台上美的小家电销售增长较快

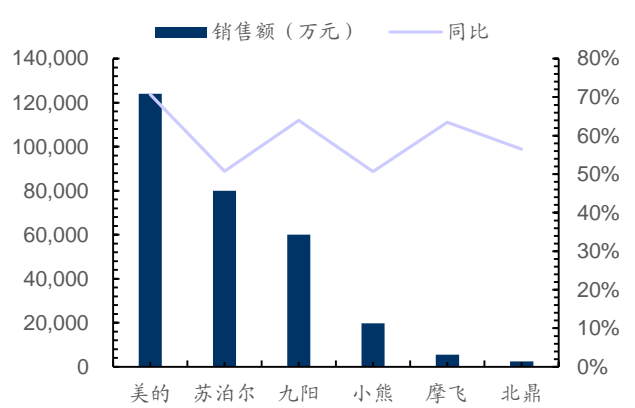
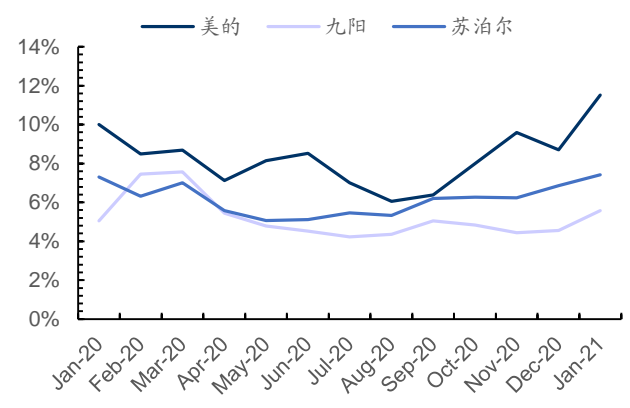


图 4: 淘系平台上美的小家电市占率走高

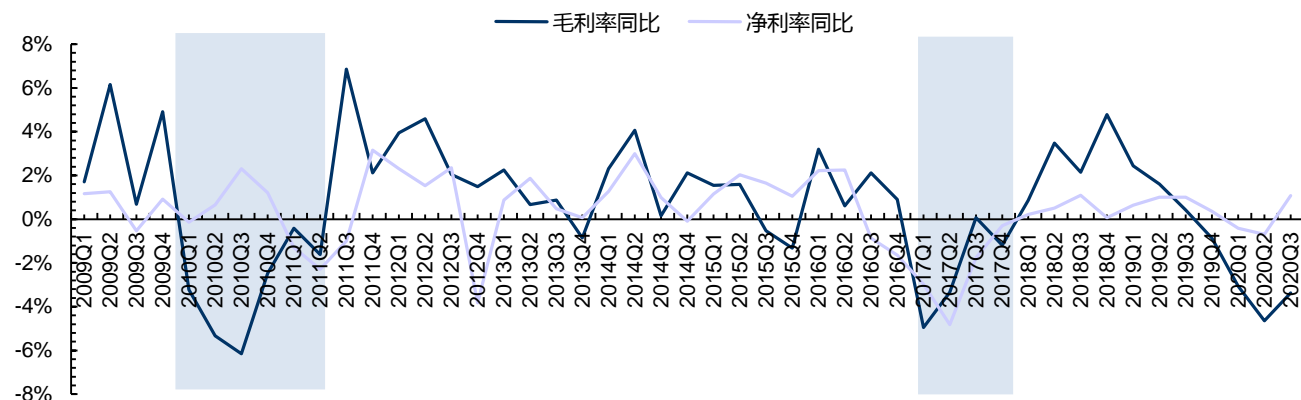


资料来源：淘数据、国信证券经济研究所整理

资料来源：淘数据、国信证券经济研究所整理

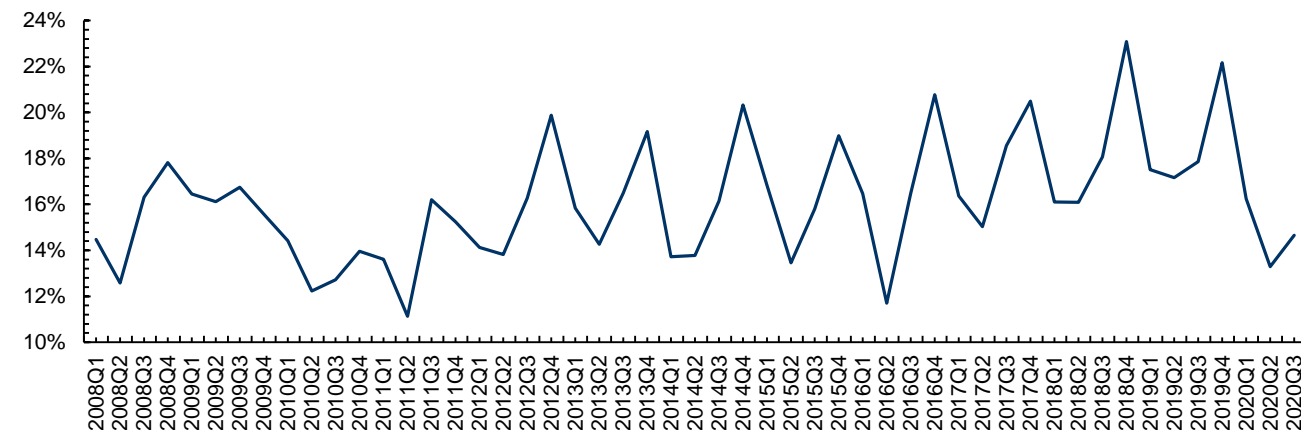
原材料价格跟踪：我们分析了美的在 2010-2011 年和 2017 年两次原材料价格上涨中的表现，发现原材料价格上涨会对公司的毛利率产生较大的冲击，毛利率下降幅度在 3pct-6pct 之间，但公司具备价格传导、提效压缩费用等多工具对冲成本负面影响的能力，对净利率的影响不超过 1pct。2021 年 2 月 LME 铜价已同比增长超过 50%，钢材、铝、塑料等也有近 30% 的涨幅，从历史情况看，或将拉低毛利率近 1pct。但从公司可采取的措施上看，目前公司费用率压缩的空间依然较为充足，2011Q2 公司期间费用率一度下降至 11.14%，而公司近 4 年来费用率最低季度在 2020Q2，达到 13.29%，公司在 20 年 Q2 和 Q3 费用率同比下降都超过 3pct。随着空调价格战的结束以及外销需求的持续旺盛，公司费用率下降的趋势有望得到延续，这将成为公司净利率最为直接的保障。

图 5：在原材料上涨期间美的毛利率受影响较大，净利率影响较低（2017 年主要受 KUKA 并表影响）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 6：目前美的期间费用率仍有较大的压缩空间



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

■ 展望未来：基本面优异，长期增长可期

公司成长为市值近 7000 亿的家电龙头，自身优异的基本面是最为基础的市值支撑：1) 良好的公司治理和经历家电全生命周期的经验丰富的管理团队，是美的集团的核心竞争力；2) 在制造端，持续加大研发投入，技术和制造规模优势使得竞争壁垒持续增高；3) 核心品类上，实现空调等品类产业一体化布局，深化产业链与价值链运营优势，白电基本盘稳固向好，厨电和小家电增长势能不减，品牌壁垒深铸；4) 渠道端，美的历经多轮渠道变革，构建起广泛扁平化的渠道体系，效率优势显著；5) 公司已在智能家居、机电、暖通与楼宇、机器人与自动化和数字化创新等多元化业务上迈出了坚实的脚步，未来有望为公司带来丰富的回报，实现向科技龙头转型的目标。

■ 投资建议：稳健基本面带来攻守兼备

此次回购彰显公司管理层对美的长期发展的信心，将进一步提高公司的激励水平。美的作为我国无可撼动的家电龙头，拥有良好的公司治理和经验丰富的管理团队，制造端优势显著，渠道建设领先行业，拥有全品类的家电布局，多元化扩展稳步推进。预计 20-22 年归母净利润 266.1/299.7/324.6 亿，对应 EPS 为 3.82/4.30/4.66 元，对应当前股价 PE 为 24.9/22.1/20.4X，维持“买入”评级。

■ 风险提示：

行业竞争加剧；原材料价格大幅上涨；汇率波动。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价	EPS			PE			PB
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019
000333	美的集团	买入	95.0	3.47	3.82	4.30	27	24.9	22.1	5.6
000651	格力电器	无评级	57.28	4.11	3.19	4.04	14	18	14	3.2
600690	海尔智家	未评级	30	1.25	0.89	1.11	24	34	27	5.3

数据来源：Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	70917	67728	74149	91434
应收款项	26145	31310	33701	34276
存货净额	32443	33917	35829	38206
其他流动资产	85890	88664	100946	103721
流动资产合计	216483	224337	247886	271552
固定资产	22859	24231	25837	27980
无形资产及其他	15484	14865	14245	13626
投资性房地产	44338	44338	44338	44338
长期股权投资	2791	2869	2947	3025
资产总计	301955	310641	335255	360523
短期借款及交易性金融负债	7162	5959	7038	6719
应付款项	66427	69295	73120	78087
其他流动负债	70729	67794	73657	79204
流动负债合计	144318	143048	153815	164010
长期借款及应付债券	41298	37169	35169	33169
其他长期负债	8842	8988	9134	9205
长期负债合计	50141	46157	44303	42373
负债合计	194459	189205	198118	206383
少数股东权益	5827	6461	7175	7949
股东权益	101669	114975	129962	146191
负债和股东权益总计	301955	310641	335255	360523

关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	3.47	3.82	4.30	4.66
每股红利	1.59	1.91	2.15	2.33
每股净资产	14.58	16.49	18.64	20.97
ROIC	16%	18%	20%	20%
ROE	24%	23%	23%	22%
毛利率	29%	27%	28%	28%
EBIT Margin	9%	10%	11%	11%
EBITDA Margin	9%	11%	12%	12%
收入增长	7%	4%	8%	6%
净利润增长率	20%	10%	13%	8%
资产负债率	66%	63%	61%	59%
息率	1.7%	2.0%	2.3%	2.4%
P/E	27.4	24.9	22.1	20.4
P/B	6.5	5.8	5.1	4.5
EV/EBITDA	33.0	25.9	23.2	22.2

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	279381	290446	312622	332583
营业成本	197914	212359	225191	238490
营业税金及附加	1721	1747	1892	2029
销售费用	34611	27592	30012	33258
管理费用	19169	18917	21721	23235
财务费用	(2232)	(1994)	(2169)	(2805)
投资收益	164	536	350	443
资产减值及公允价值变动	2330	259	443	1011
其他收入	(1007)	0	0	0
营业利润	29683	32618	36768	39829
营业外净收支	246	227	227	234
利润总额	29929	32846	36996	40062
所得税费用	4652	5064	5704	6177
少数股东损益	1066	1170	1318	1427
归属于母公司净利润	24211	26612	29974	32458

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	24211	26612	29974	32458
资产减值准备	424	81	48	79
折旧摊销	0	3014	3271	3517
公允价值变动损失	(2330)	(259)	(443)	(1011)
财务费用	(2232)	(1994)	(2169)	(2805)
营运资本变动	18842	(9252)	(6703)	4934
其它	155	553	666	695
经营活动现金流	41303	20748	26812	40673
资本开支	(1098)	(3589)	(3863)	(4109)
其它投资现金流	(1087)	(1631)	(544)	(652)
投资活动现金流	(2263)	(5298)	(4484)	(4840)
权益性融资	2898	0	0	0
负债净变化	9207	(4130)	(2000)	(2000)
支付股利、利息	(11056)	(13306)	(14987)	(16229)
其它融资现金流	4788	(1203)	1079	(318)
融资活动现金流	3988	(18639)	(15908)	(18548)
现金净变动	43029	(3189)	6421	17286
货币资金的期初余额	27888	70917	67728	74149
货币资金的期末余额	70917	67728	74149	91434
企业自由现金流	39673	15404	21299	34428
权益自由现金流	53669	11757	22213	34482

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编: 518001 总机: 0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编: 200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编: 100032