

美的集团 (000333.SZ)

市场销量回复，原材料价格上涨

评级：买入，估值：¥98.3元

现价：¥72元

- 二零年收入 ¥2,857 亿，同比增 2.3%；
- 二零年毛利 ¥728 亿，跌 10.5%，受售价及会计准则影响；毛利率 25.5%，跌 3.6%点；
- 核心经营溢利 ¥257.5 亿，同比跌 4.8%；
- 报告股东溢利 ¥272 亿，同比增 12.4%；
- 二一年一季度收入 ¥825 亿，同比增 42.2%；报告股东溢利 ¥65 亿，同比增 34.5%；
- 二零年家电销量 508 百万台，增 11%；单位售价 ¥515/台，单位毛利 ¥135/台，跌 20.5%
- 二一年一季度止 P/E 约 17.6 倍，P/B 约 4.1 倍；按现价计，二二年 P/E 约 15.8 倍，P/B 约 2.9 倍；
- 销量随疫情回复，原材料价格大幅上涨，影响集团毛利。

分析员：吴丹妮

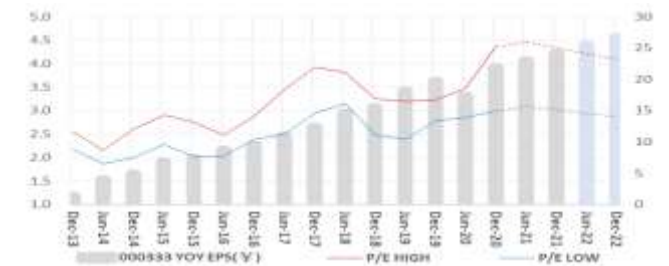
danni.wu@ctsec.com.hk

表一：全年预测 @ ¥72.0	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22
集团收入 (¥百万)	261,820	279,381	285,710	315,074	342,485
毛利 (¥百万)	73,462	81,332	72,758	73,389	78,772
经营溢利 (¥百万)	7,691	8,280	8,558	35,075	36,303
报告税前利 (¥百万)	25,773	29,929	31,664	34,650	35,618
报告股东盈利 (¥百万)	20,231	24,211	27,223	29,799	32,194
每股报告盈利 (¥)	3.04	3.47	3.87	4.23	4.57
每股派息 (¥)	1.30	1.60	1.60	1.60	1.60
每股账面值 (¥)	13.88	15.42	17.67	21.90	24.86
已发行股份 (百万股)	6,663	6,972	7,030	7,051	7,051
股本回报率(%)	21.9%	22.5%	21.9%	20.8%	18.4%
股息率(%)	3.79%	2.88%	1.66%	2.22%	2.22%
P/E (X)	11.3	16.0	24.9	17.0	15.8
P/B (X)	2.5	3.6	5.5	3.5	2.9
市值 (¥百万)					507,670

主要股东持股	持股数(百万)	百分比(%)
美的控股有限公司	2,169.2	30.8%
香港中央结算有限公司	1,073.1	15.2%
中国证券金融股份有限公司	198.1	2.8%
美的集团回购专用证券账户	131.2	1.9%
方洪波	117.0	1.7%

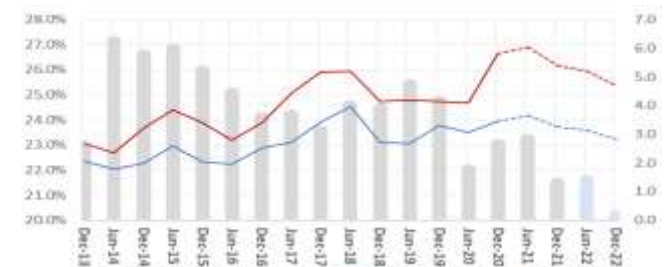
公司公告，财通国际研究部

图二：美的集团(000333.SZ)EPS(¥)，历史 P/E 区间



Bloomberg, 财通国际研究部

图三：美的集团(000333.SZ)ROE(%), 历史 P/B 区间



Bloomberg, 财通国际研究部

图一：美的集团(000333.SZ)月 K 线图(log)



Investing.com, 财通国际研究部

表二：集团损益账

	FY21	FY20	FY19	FY18
营业收入(¥百万)	315,074	285,710	279,381	261,820
销售成本	(241,685)	(212,952)	(198,048)	(188,357)
毛利(¥百万)	73,389	72,758	81,332	73,462
销售费用	(27,096)	(27,522)	(34,611)	(31,086)
管理费用	(7,877)	(9,264)	(9,531)	(9,572)
研发费用	(8,507)	(10,119)	(9,638)	(8,377)
政府补助	1,292	1,424	1,195	1,317
税金及附加	(1,575)	(1,534)	(1,721)	(1,721)
核心经营溢利(¥百万)	29,909	25,743	27,026	24,024
财务收入	2,955	2,638	2,232	1,823
联营企业收益	545	403	506	349
核心税前溢利(¥百万)	33,409	28,784	29,764	26,196
一次性项目:				
公允价值变动	1,234	1,763	1,361	(810)
信用减值	(362)	(248)	(96)	-
资产减值	(638)	(705)	(872)	(448)
资产处置	0	(61)	(131)	(35)
交易性金融资产投资收益	1,007	1,598	91	505
其他	0	532	(187)	365
除税前溢利(¥百万)	34,650	31,664	29,929	25,773
所得税	(4,435)	(4,157)	(4,652)	(4,123)
少数权益	416	284	1,066	1,420
报告股东溢利(¥百万)	29,799	27,223	24,211	20,231
每股报告溢利(¥)	4.23	3.87	3.47	3.04
每股派息(¥)	1.60	1.60	1.60	1.30
毛利率(%)	23.3%	25.5%	29.1%	28.1%
销售费率(%)	-8.6%	-9.6%	-12.4%	-11.9%
管理费(%)	-2.5%	-3.2%	-3.4%	-3.7%
研发费率(%)	-2.7%	-3.5%	-3.4%	-3.2%
核心经营利率(%)	9.5%	9.0%	9.7%	9.2%
已发行股数(百万)	7,051.0	7,030.0	6,971.9	6,663.0
市盈率(X)	17.0	24.9	16.0	11.3
每股账面值(¥)	20.30	17.67	15.42	13.88
股本回报率(%)	20.8%	21.9%	22.5%	21.9%
市账率(X)	3.5	5.5	3.6	2.5
市值(¥百万)	507,670			

国内最大家用电器集团美的二零年业绩保持稳定。二零年集团营业收入¥2,842亿,同比稍增2.2%。毛利¥714亿,下跌11.1%;毛利率25.1%,跌3.8个百分点,因家用电器单位售价同比下跌8.5%,另新会计准则下约¥89.3亿销售费用重分类至营业成本。税金及附加开支¥15.3亿,节省10.9%。经营费用(销售、管理及研发)同比省12.8%,至¥469.1亿。其中销售费用¥275.2亿,同比减20.5%。政府补助增19.2%,至¥14.2亿。核心经营溢利¥257.5亿,下跌4.8%。受惠汇兑收益增加,财务收入同比增18.2%,至¥26.4亿。另计入联营企业受益后,核心税前溢利¥287.9亿,同比增3.3%。

期内重大一次性项目为非现金金融资产公允价值变动收益¥17.6亿,同比增29.5%;投资交易性金融资产收益¥16.0亿(上年¥91百万),主因期内投资小米估值上升;资产减值损失¥7.1亿,减19.1%。计入所得税开支¥41.6亿,少数股东权益¥2.8亿后,二零年报告股东溢利¥272亿,同比增12.4%;报告每股收益¥3.9,增8.9%。每股派息¥1.6。

二一年一季度集团营业收入¥825亿,同比增42.2%;毛利¥190亿,增30.1%;毛利率23.0%,下跌2.1个百分点。核心经营溢利¥67亿,增38.5%。报告股东溢利¥65亿,同比增34.5%。

一季度市场大幅回暖,全年销量或增

二零年家用电器销售量同比增11.1%,至508百万台。平均售价¥515.1,同比跌8.5%;单位毛利同比跌20.5%,至¥135.3/台。二零年主营业务收入¥2,615亿,增1.7%。其中,暖通空调分部收入¥1,212亿,同比增1.3%,占主营收入46.4%;分部毛利¥293亿,毛利率24.2%,跌7.6个百分点。消费电器分部收入¥1,139亿,同比增4.0%,占比增至43.6%;分部毛利¥348亿,毛利率30.5%,跌1.0个百分点。

图四示,据国家统计局数据,二一年一季度空调产量56.0百万台,同比大增51.7%;二季度产量67.3百万台,同比增0.9%,环比增20.3%。图五示,其他消费家电方面,一季度洗衣机产量21.4百万台,同比增51.4%;二季度

表三甲：分部业绩	FY21E	FY20	FY19	FY18	FY17
暖通空调	135,518	121,215	119,607	109,395	95,352
消费电器	125,849	113,891	109,487	102,993	98,748
机器人及自动化系统	23,316	21,589	25,192	25,678	27,037
其他	4,541	4,780	2,774	2,915	2,352
主营收入(¥百万)	289,225	261,475	257,060	240,981	223,490
材料销售	21,200	20,191	18,934	16,574	15,447
其他	2,683	2,556	2,223	2,111	1,776
营业收入(¥百万)	313,109	284,221	278,216	259,665	240,712
利息收入	1,964	1,488	1,163	2,154	1,207
手续费及佣金收入	1	0	1	0	0
营业总收入(¥百万)	315,074	285,710	279,381	261,820	241,919
暖通空调	29,950	29,290	37,980	33,508	27,688
消费电器	34,432	34,778	34,473	30,033	27,025
机器人及自动化系统	4,197	4,291	5,239	5,868	3,914
其他	277	325	54	77	68
主营毛利(¥百万)	68,856	68,683	77,746	69,487	58,695
材料销售	763	813	936	444	381
其他	1,959	1,885	1,621	1,570	1,175
营业毛利(¥百万)	71,578	71,382	80,302	71,500	60,252
利息收入	1,817	1,383	1,041	1,965	956
手续费及佣金收入	(6)	(7)	(10)	(3)	(3)
总毛利(¥百万)	73,389	72,758	81,333	73,462	61,205
暖通空调	22.1%	24.2%	31.8%	30.6%	29.0%
消费电器	27.4%	30.5%	31.5%	29.2%	27.4%
机器人及自动化系统	18.0%	19.9%	20.8%	22.9%	14.5%
其他	6.1%	6.8%	1.9%	2.7%	2.9%
主营毛利率(%)	23.8%	26.3%	30.2%	28.8%	26.3%
材料销售	3.6%	4.0%	4.9%	2.7%	2.5%
其他	73.0%	73.8%	72.9%	74.4%	66.2%
营业毛利率(%)	22.9%	25.1%	28.9%	27.5%	25.0%
利息收入	92.5%	92.9%	89.5%	91.2%	79.2%
手续费及佣金收入	-	-	-	-	-
总毛利率(¥百万)	23.3%	25.5%	29.1%	28.1%	25.3%

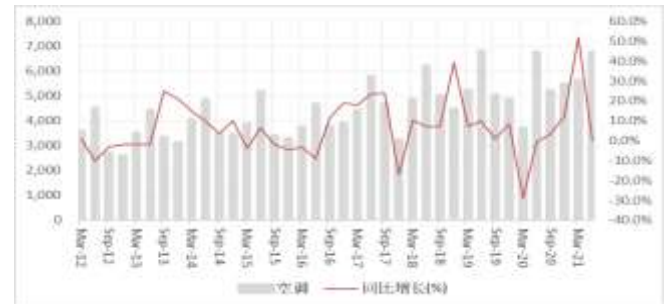
公司公告, 財通國際研究部

产量 21.5 百万台, 同比增 16.6%。冰箱一季度产量 21.6 百万台, 增 57.1%; 二季度产量 22.8 百万台, 跌 4.6%。二零年二季度始, 疫情后释放部分消费需求, 二季度虽以增速明显放缓, 但预计下半年市场仍将保持稳定增长。同时, 海外疫情仍严重, 或影响海外家电生产, 出口需求或增。

美的集团产品销量在二零年家电市场整体下降的情况下, 仍保持增长, 二零年家电类产品在中国市场份额份额再增。按零售额计, 二零年集团线下份额超 33%, 其中家

用空调、洗衣机、冰箱份额分别达 33.8%、26.4%及 12.5%, 市场排名第二; 电饭煲、电压力锅、电磁炉等小家电份额超过 40%, 市场排名第一。线上市场中, 二零年集团以 36%的份额全网排名第一, 全网销售规模超过 ¥860 亿, 同比增幅 25%以上。其中, 家用空调以 35.9%的线上份额排名第一, 洗衣机、冰箱份额分别为 33.6%及 17.2%, 排名第二。

预计集团将与市场需求情况保持一致, 下半年或将稳定增长。集团海外销售占总销售 40%以上, 产品已出口至全球超过 200 个国家及地区, 拥有 17 个海外生产基地及 24 个销售运营机构。若海外需求上升, 集团或将受惠。预计集团二一年家用电器销量同比增 10.4%, 至 560 百万台, 暖通空调及消费电器收入同比分别增 11.8%及 10.5%, 至 ¥1,355 亿及 ¥1,258 亿。惟国内家电市场的销售规模从一八年的上位下降。据中国工业信息网数据显示, 国内家电市场规模从一八年的 ¥8,211 亿下降到二零年的 ¥5,792 亿。同时, 海外疫情影响生产同时或将同时降低需求, 同时, 海外销售受当地政治经济形势、法律体系和监管体系的影响较大, 海外销售未来增长能否达到预期存在一定的不确定性。

图四：2012 至 2021 二季度空调销量(季)(万台)


Wind, 国家统计局, 財通國際研究部

图五：2012 至 2021 二季度洗衣机(灰)及冰箱(蓝)销量(季)(万台)


Wind, 国家统计局, 財通國際研究部

免责声明： 財通國際證券有限公司(“財通國際證券”)可于法律许可下与本文内提及公司建立商业关系。本文作者未持有美的集团(000333.SZ)及本文内公司分析中所述公司之股份。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请、要约及招揽或向他人作出邀请及招揽。本报告的信息来源于已公开或相信属可靠的资料, 財通國際證券概不保证该等信息的真实性、准确性或完整性, 或对客户声称于报告中发现的任何明示或暗示之陈述负责。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的咨询或投资建议。本报告内提及公司不一定适合所有投资者, 在作出投资决定前, 客户应充分考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 不宜单依靠本报告作出投资决定。財通國際證券不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告的版权归財通國際證券所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯財通國際證券版权的其他方式使用。

原材料价格升，单位毛利下降

集团消费电器及核心部件产品的主要原材料为各种等级的铜材、钢材、铝材和塑料等。据 StockQ 数据，截至二一年 7 月，铜价同比上涨 19.4%，铝价同比上涨 24.8%。家电制造属于劳动密集型行业，若原材料价格出现较大增长，或因宏观经济环境变化和政策调整使得劳动力、水、电、土地等生产要素成本出现较大波动，将对集团的经营业绩产生影响。

美的上游原材料加工厂或将面临成本大幅增长，集团在产业链中或存在规模溢价优势，但原材料价格上升仍将影响集团成本，压抑毛利。预计集团二一年家用电器原材料成本或同比增 17.9%，至 ¥1,703 亿。暖通空调分部毛利率或同比下跌 2.1% 点，至 22.1%；消费电器分部毛利率跌 3.1% 点，至 27.4%。家用电器单位成本或增至 ¥393.2/套，单位毛利 ¥122.9/套，跌 9.2%。同时，集团材料销售业务或受影响，预计二一年毛利率同比跌 0.4%，至 3.6% 点。

机器人分部收入下跌，放贷业务规模扩大

二零年集团机器人和自动化业务收入 ¥216 亿，同比下滑 14.3%，主因疫情在全球蔓延影响，库卡部分客户经营生产停摆导致。2020 年库卡收入同比下跌 19.4%，新订单同比减少 12.5%。随着海外疫情好转，库卡经营情况好转，二一年一季度新订单同比增加 30%。二零年 11 月，集团收购了东菱技术，服务器业务助力公司完善机器人业务；二零年 12 月，集团收购菱王电梯，与智能楼宇业务发挥协同作用；二一年 2 月，集团收购万东医疗部分股权，进军医疗器械行业，与公司机器人业务协同发展。虽然业务扩张期使得整体毛利率有小幅下降，但集团相信科技化、智能化、数字化、IoT 化能成就公司未来更好的发展。预计二一年机器人分部收入或同比增 8.0%，至 ¥233 亿，成本受原材料价格影响，毛利率或同比跌 1.9%，至 18.0%。

二零年集团放贷及垫款业务收入同比大增 27.9%，至 ¥15 亿；二一年一季度分部收入 ¥5.1 亿，同比再增 49.6%。二零年集团流动资产中，发放垫款和垫款 ¥165 亿；二一年三月环比再增 19.8%，至 ¥197 亿。

表三乙: 营业成本	FY21E	FY20	FY19	FY18	FY17
暖通空调	105,569	91,925	81,627	75,886	67,664
消费电器	91,417	79,113	75,014	72,959	71,723
机器人及自动化系统	19,119	17,298	19,953	19,810	23,123
其他	4,264	4,456	2,720	2,838	2,284
主营成本(¥百万)	220,369	192,791	179,314	171,494	164,795
材料销售	20,437	19,378	17,998	16,130	15,065
其他	725	670	602	541	600
营业成本(¥百万)	241,531	212,840	197,914	188,165	180,461
利息收入	147	105	123	189	251
手续费及佣金收入	7	7	12	3	3
营业总成本(¥百万)	241,685	212,952	198,048	188,357	180,714
家用电器行业					
原材料	170,294	144,479	134,231	127,403	119,260
人工工资	11,565	11,066	9,712	9,154	8,503
折旧	2,470	3,010	2,674	2,600	2,495
能源	2,807	2,567	2,256	2,188	2,091
合计	187,136	161,123	148,872	141,345	132,348

公司公告, 財通國際研究部

表四: 产销量(万台/套)	FY21E	FY20	FY19	FY18	FY17
家用电器行业					
销售量	56,038.1	50,759.1	45,668.0	41,492.6	40,802.5
生产量	55,084.4	51,098.7	46,506.3	42,193.8	42,073.9
库存量	7,204.9	6,251.2	5,916.9	5,097.2	4,723.5
单位售价(¥/套)	516.1	515.1	562.9	580.8	547.7
单位成本	393.2	379.8	392.6	413.3	403.9
单位毛利	122.9	135.3	170.2	167.5	143.9

公司公告, 財通國際研究部

按 10% 利率计算，预计二一年全年分部收入或同比增 32.0%，至 ¥19.6 亿。

现金流保持充裕，管理层回购股份

截至二零年末，集团现金流保持充裕。EBITDA 同比增 1.9%，至 ¥277 亿，经营活动现金流入 ¥296 亿，减 23.4%，主因经营应收项目大幅增加。投资活动耗用现金 ¥353 亿，同比增 52.8%，主因投资净增 ¥348 亿，同比增 47.4%。融资活动耗用现金 ¥7.6 亿，主要包括分配股利、利润或偿付利息支付现金 ¥128 亿，增 16.0%，被借款净增 ¥97 亿及吸收投资收到现金 ¥27 亿抵消。期内现金净流出 ¥65 亿，期末现金余额 ¥235 亿。

二零年集团净流动资产 ¥575 亿, 减少 20.3%。主要包括货币资金 ¥812 亿, 存货 ¥311 亿及交易性融资 ¥282 亿。流动负债中应付账款 ¥539 亿, 主要为应付材料款 ¥495 亿; 应付票据 ¥283 亿。长期资产 ¥1,187 亿, 约为长期负债 2.3 倍。

截至二一年 3 月, 集团净流动资产 ¥597 亿。相较二零年 12 月, 集团货币现金增 6.2%, 至 ¥862 亿; 交易性金融资产减少 36.8%, 至 ¥178 亿, 预计二一年集团交易性金融资产投资收益或将减少。发放贷款及垫款增 19.8%, 至 ¥197 亿, 预计放贷利息收入或增。

集团 5 月 10 日公告, 拟以 ¥25-50 亿自有资金回购股份, 回购价格不超过 ¥100/股。此外, 集团控股股东美的控股拟在未来 12 个月内, 以不低于 ¥8 亿增持公司股份。集团于 8 月 3 日公告, 截至 7 月 31 日, 集团通过回购专用证券账户, 以集中竞价方式累计回购 51 百万股, 占总股本的 0.72%。最高成交价为 ¥79.15/股, 最低成交价为 ¥61.43/股, 支付的总金额为 ¥35.4 亿(不含交易费用)。集团在 4 月 2 日刚刚完成此前近 1 亿股的回购计划, 回购总金额达到 ¥86.6 亿元, 创下 A 股市场历年之最。二一年至今回购额已达 ¥122 亿, 或暗示管理层对集团未来发展的强大信心。

美的集团现价 ¥72.0, 市值约 ¥5,077 亿, 二一年一季度 P/E 约 17.6 倍, P/B 约 4.1 倍。集团作为行业龙头, 疫情后收入增长稳定; 数字化转型或将节省集团经营开支。风险为原材料价格大幅上涨, 影响集团毛利率; 海外疫情增加集团海外销售风险。据财通国际预计, 二一年及二二年集团收入达 ¥3,151 亿及 ¥3,437 亿, 同比增 10.2% 及 8.7%; 报告股东溢利达 ¥298 亿及 ¥322 亿, 增 9.5% 及 8.0%。按现价计, 二一年及二二年 P/E 为 17.0 倍及 15.8 倍; P/B 为 3.5 倍及 2.9 倍。

技术分析上, 长线及短线动量均已在长期支持上反弹; RSI 亦在下跌至两条重大长期支持线上后回升; 随机指标在低位反弹。股价在 ¥61.5 处有长期支持。短期或有调整, 但中长期呈利好态势。财通国际给予“买入”评级, 按二二年 P/E 约 21.5 倍计, 估值约 ¥98.3。

表五: 资产负债表摘要 (¥百万)	FY20	FY19	FY18
其他债权投资	21,456	-	-
固定资产	22,239	21,665	22,437
无形资产	15,422	15,484	16,187
商誉	29,557	28,207	29,100
其他	30,052	20,117	<u>13,287</u>
非流动资产	118,727	85,473	81,012
货币资金(现金)	81,210	70,917	27,888
交易性金融资产	28,240	1,087	-
应收账款	22,978	18,664	19,390
应收账款融资	13,902	7,566	-
发放贷款和垫款	16,469	10,869	11,328
存货	31,077	32,443	29,645
其他	<u>47,779</u>	<u>74,936</u>	<u>94,438</u>
流动资产	241,655	216,483	182,689
长期借款	42,827	41,298	32,091
其他	9,168	8,842	8,924
非流动负债	51,995	50,141	41,016
短期借款	9,944	5,702	870
应付票据	28,250	23,892	23,325
应付账款	53,930	42,536	36,902
合同负债	18,401	-	-
其他	<u>73,625</u>	<u>72,189</u>	<u>69,134</u>
流动负债	184,151	144,318	130,231
流动资产净值	57,505	72,164	52,458
资产总值减流动负债	176,232	157,637	133,470
权益总额	124,237	107,496	92,455

公司公告, 财通国际研究部

表六: 現金流表摘要 (¥百萬)	FY20	FY19	FY18
經調整EBITDA	27,700	27,172	25,588
存貨	(1,803)	(2,671)	(77)
應收項目	(16,539)	(1,446)	(17,867)
應付項目	19,916	15,917	19,157
其他	283	(382)	1,061
經營活動所得現金流淨額	29,557	38,590	27,861
固定資產、無形資產等長期資產	(4,383)	(3,326)	(5,448)
投資淨增	(34,800)	(23,605)	(15,002)
收購子公司	(1,003)	(203)	(290)
投資收益	4,875	4,027	2,098
投資活動耗用現金流淨額	(35,311)	(23,108)	(18,642)
借款淨增	9,717	8,474	(854)
吸收投資收到的現金	2,657	2,898	2,713
分配股利、利潤或償付利息	(12,823)	(11,056)	(9,303)
其他	(308)	(3,590)	(5,943)
融資活動所得現金流淨額	(756)	(3,274)	(13,387)
現金及現金等价物增加淨額	(6,510)	12,209	(4,168)
期初現金及現金等价物	30,442	17,952	21,832
匯兌收益	(383)	280	289
期末現金及現金等价物	23,549	30,442	17,952

微信公众平台:

CT_International


財通國際證券有限公司

地址: 香港上環皇后大道中 181 号新紀元廣場 24 樓 2401-03 室

電話: (852) 37132901

傳真: (852) 37132903

客戶服務熱線

內地: (86) 40063 96336

香港: (852) 3713 2919

電郵: cs@ctsec.com

公司公告, 財通國際研究部