

美的集团 (000333)

证券研究报告

2021年09月01日

to B to C 两端布局完善，数智经营效率领先

事件：公司 2021 年 H1 实现营业总收入 1748 亿元，同比 20H1+25.14%，同比 19H1+13%，19H1-21H1 CAGR 为 6.44%；归母净利润 150 亿元，同比 20H1+7.76%，同比 19H1-1.17%，19H1-21H1 CAGR 为-0.59%；其中 2021Q2 实现营业总收入 918 亿元，同比 13%，同比 19 年 16%，19Q2-21Q2 CAGR 为+8%；归母净利润 85 亿元，同比-6.3%，同比 19 年-5.7%，19Q2-21Q2 CAGR 为-2.9%。收入及业绩增长基本符合预期。

收入端：21H1 公司暖通空调/消费电器/机器人及自动化系统收入同比分别增长 19%/22%/33%，公司机器人业务收入高增主要系子公司库卡受益于全球经济复苏、下游客户工业自动化投入增加以及自身效率提升的变革带来的业务规模增长所致，预计公司空冰洗业务量价齐升带来暖通空调及消费电器营收增长。

利润端：21H1 公司毛利率为 23%，同比 20 年-2.3pcts，同比 19 年-6.3pcts，毛利率下滑主要系原材料成本上升及人民币升值所致。公司费用端控制良好，费用效率持续优化，21H1 销售、管理、研发、财务费用率为 9%/2%/3%/-1.3%，分别同比 0.3/-0.5/-0.1/-0.7pct。

现金流&资产负债表：公司 21H1 经营活动现金流量净额为 202 亿元，同比 10%。21H1 应收账款+票据为 334 亿元(占比营收 19%)，同比 20 年 7%，同比 19 年同期-12%，主要系公司销售收入增长带动应收款项增多；21H1 存货为 345 亿元，同比+59%，主要系公司委托加工物资/原材料高增所致，21H1 分别同比+110%/84%。

投资建议：公司重新调整原有业务板块，形成五大事业群后，从原来的 to C 家电公司，逐步进化为家电+to B 工业设备公司，通过数字化、智能化运营，以数智驱动提升公司的核心竞争力。美的作为经营效率领先、全球布局完善的综合家电品牌，中长期发展基础坚实。短期尽管受到大宗原材料、芯片等涨价影响，利润端承压，但公司在收入及业绩端均展现较好韧性，后期随着原材料影响边际减弱，盈利能力将有所提升。我们保守预计公司 21-23 年收入规模 3276、3583、3904 亿元，增速为 15%、9%、9%，净利润 285、324、358 亿元(21-22 年前值为 298、321 亿元)，增速为 5%、13%、11%，对应 EPS 分别 4.09、4.64、5.13 元/股，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格上涨；人民币汇率大幅波动；疫情反复，影响销售。

投资评级

行业	家用电器/白色家电
6 个月评级	买入(维持评级)
当前价格	69.15 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	6,981.31
流通 A 股股本(百万股)	6,821.69
A 股总市值(百万元)	482,757.49
流通 A 股市值(百万元)	471,719.77
每股净资产(元)	16.07
资产负债率(%)	67.53
一年内最高/最低(元)	108.00/61.11

作者

孙谦 分析师
SAC 执业证书编号: S1110521050004
sunqiana@tfzq.com

李珍妮 分析师
SAC 执业证书编号: S1110520120002
lizhenni@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《美的集团-公司点评:美的受让万东医疗股权，医疗设备行业新尝试》
2021-02-03
- 《美的集团-季报点评:国内外业务全面开花，公司 Q3 表现超预期》
2020-11-02
- 《美的集团-半年报点评:内销线上带动明显，主业盈利能力稳定》
2020-09-01

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	279,380.51	285,709.73	327,581.03	358,323.65	390,356.53
增长率(%)	6.71	2.27	14.66	9.38	8.94
EBITDA(百万元)	43,168.84	42,790.21	34,374.02	38,734.54	42,906.57
净利润(百万元)	24,211.22	27,222.97	28,547.29	32,394.88	35,843.86
增长率(%)	19.68	12.44	4.86	13.48	10.65
EPS(元/股)	3.47	3.90	4.09	4.64	5.13
市盈率(P/E)	19.03	16.93	16.14	14.22	12.85
市净率(P/B)	4.53	3.92	3.27	2.89	2.56
市销率(P/S)	1.65	1.61	1.41	1.29	1.18
EV/EBITDA	8.62	14.05	10.82	8.00	7.45

资料来源：wind，天风证券研究所

事件

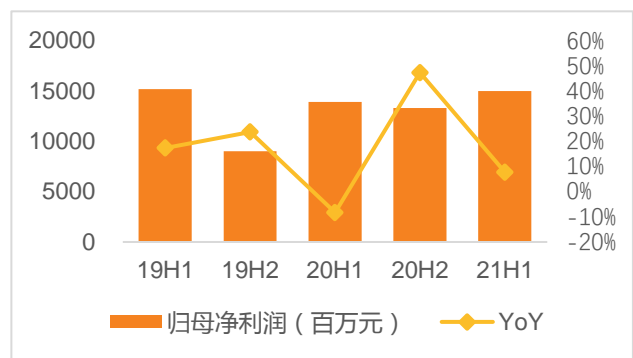
公司 2021 年 H1 实现营业总收入 1748 亿元，同比 20H1+25.14%，同比 19H1+13%，19H1-21H1 CAGR 为 6.44%；归母净利润 150 亿元，同比 20H1+7.76%，同比 19H1-1.17%，19H1-21H1 CAGR 为-0.59%；其中 2021Q2 实现营业总收入 918 亿元，同比 13%，同比 19 年 16%，19Q2-21Q2 CAGR 为+8%；归母净利润 85 亿元，同比-6.3%，同比 19 年-5.7%，19Q2-21Q2 CAGR 为-2.9%。收入及业绩增长基本符合预期。

图 1：2019-2021H1 公司营业收入情况（百万元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：2019-2021H1 公司归母净利润情况（百万元）



资料来源：wind，天风证券研究所

点评

收入端

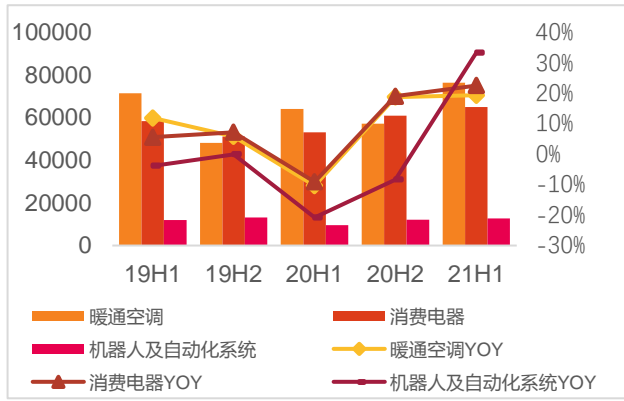
分业务看，21H1 公司暖通空调/家用电器/机器人及自动化系统收入同比分别增长 19%/22%/33%，公司机器人、自动化系统及其他营业收入高增主要系子公司库卡集团业务规模增长所致，库卡集团业务规模增长主要得益于全球经济复苏、下游客户工业自动化投入增加以及自身效率提升的变革，预计公司空冰洗业务量价齐升带来暖通空调及家用电器营收增长。据产业在线，21H1 公司空冰洗内销量同比+14%/9%/11%，据中怡康，21H1 公司空冰洗线下均价同比+13%/7%/14%。

分品牌看，公司初步完成 Midea、Toshiba 和 Eureka 三大品牌矩阵布局，国内线上市场 Midea 和 Eureka 跻身行业前五，线下市场占比第二，市场份额提升 3.2 倍；东芝家电在日本市场实现同比+10%，在六大品类合计市场份额提升至 12%以上。新品牌方面，布谷跑通“单品爆发、品类深耕”的产品模式，21H1 营收同比+48%；华凌紧抓 Z 世代年轻人，在全品类发力，21H1 实现营收同比+150%。

从 to B 端看，公司深化 to B 业务模式变革，21 H1 工程业务实现出货同比+60%，家用空调/冰箱压缩机销量同比+29%/37%，家用空调/洗衣机电机全球销量份额分别提升至 42%/19%。除传统家电行业外，公司进一步提升跨品类的协同与资源整合能力，在暖通与楼宇、机器人与自动化以及数字化创新业务等领域逐步展开协同销售。

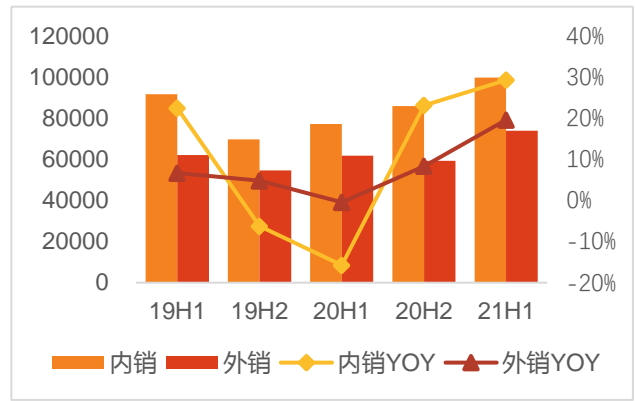
分内外销看，21H1 公司内销同比+29%，外销同比+20%，我们预计上半年空冰洗的内销增速均略快于外销增速。

图 3：2019-2021H1 公司各主营业务营收情况（百万元）



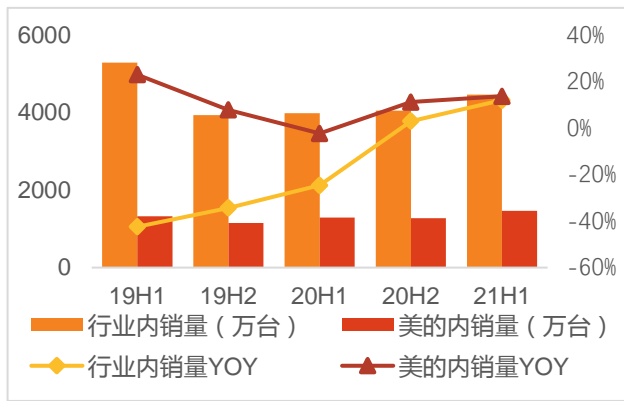
资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：2019-2021H1 公司内外销额情况（百万元）



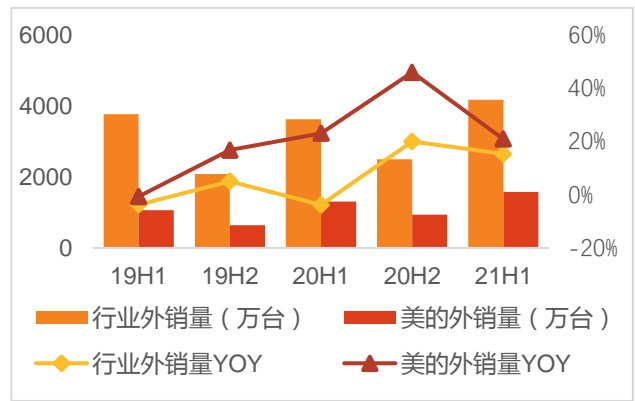
资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：2019-2021H1 公司及空调行业内销情况



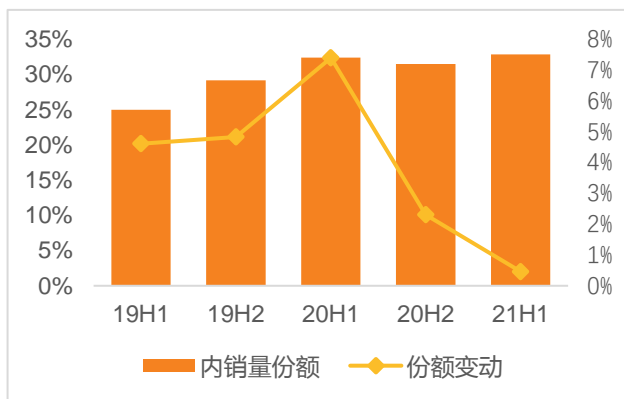
资料来源：产业在线，天风证券研究所

图 6：2019-2021H1 公司及空调行业外销情况



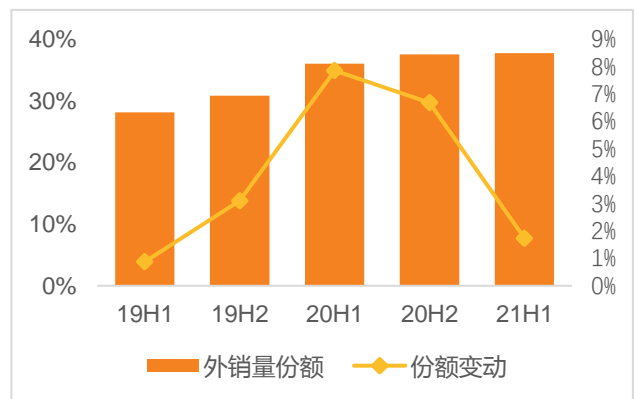
资料来源：产业在线，天风证券研究所

图 7：2019-2021H1 公司空调内销量份额及变动情况



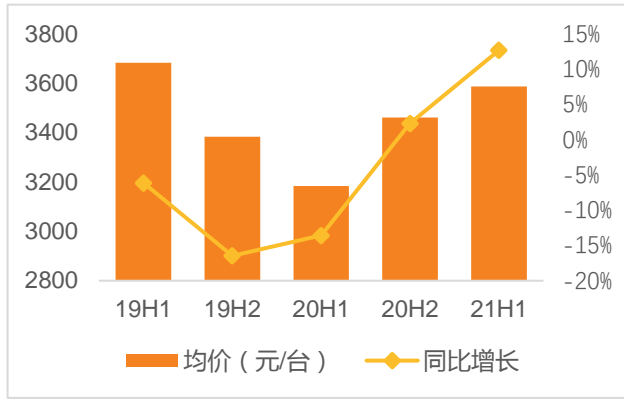
资料来源：产业在线，天风证券研究所

图 8：2019-2021H1 公司空调外销量份额及变动情况



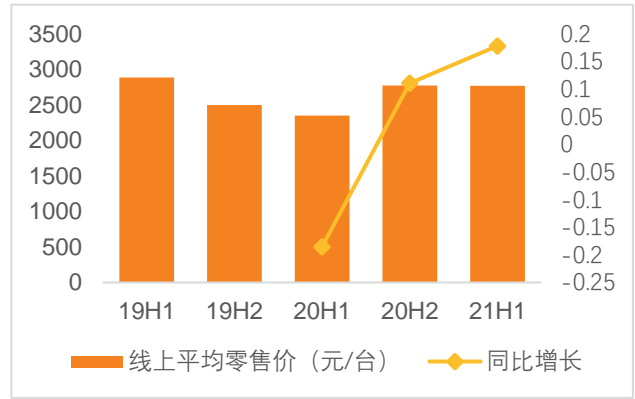
资料来源：产业在线，天风证券研究所

图 9：2019-2021H1 公司空调线下均价及其变动



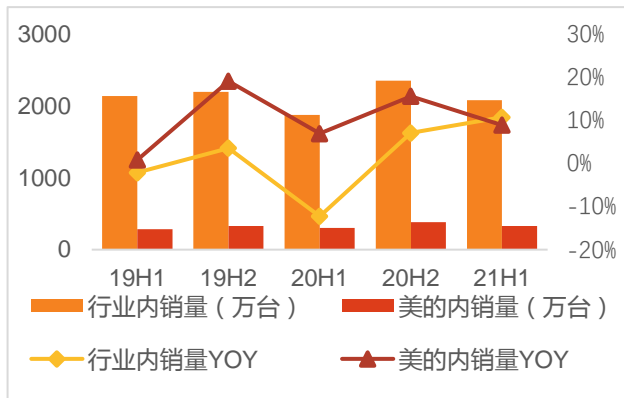
资料来源：中怡康，天风证券研究所

图 10：2019-2021H1 公司空调线上均价及其变动



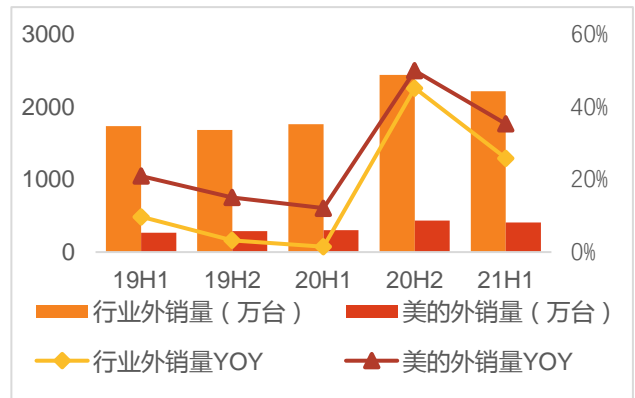
资料来源：奥维云网，天风证券研究所

图 11：2019-2021H1 公司及冰箱行业内销情况



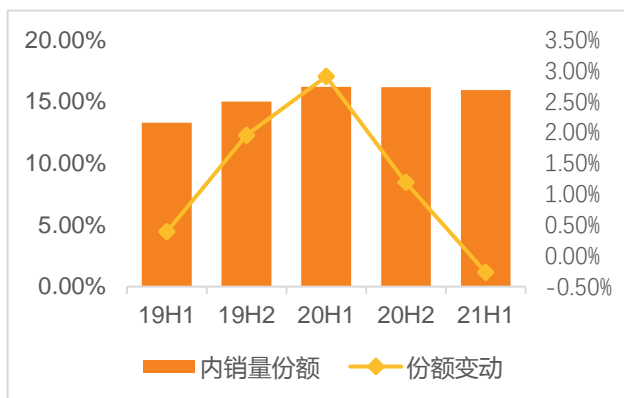
资料来源：产业在线，天风证券研究所

图 12：2019-2021H1 公司及冰箱行业外销情况



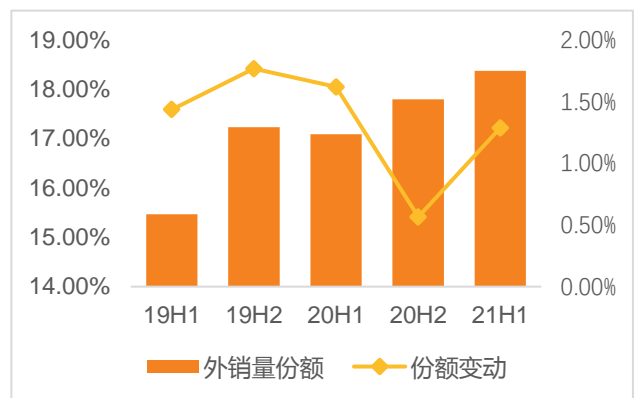
资料来源：产业在线，天风证券研究所

图 13：2019-2021H1 公司冰箱内销量份额及变动情况



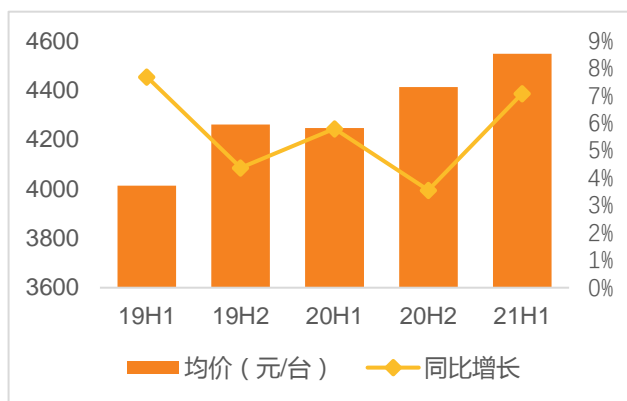
资料来源：产业在线，天风证券研究所

图 14：2019-2021H1 公司冰箱外销量份额及变动情况



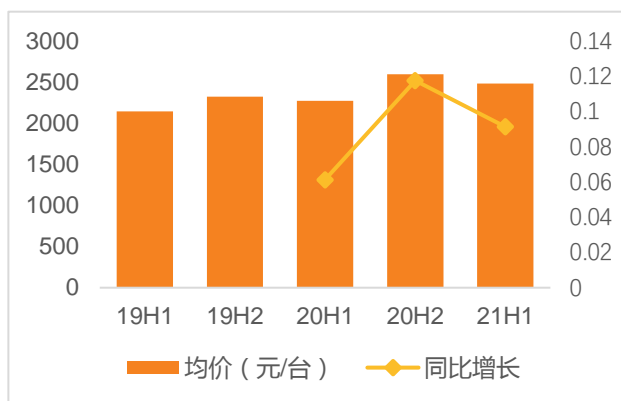
资料来源：产业在线，天风证券研究所

图 15：2019-2021H1 公司冰箱线下均价及其变动



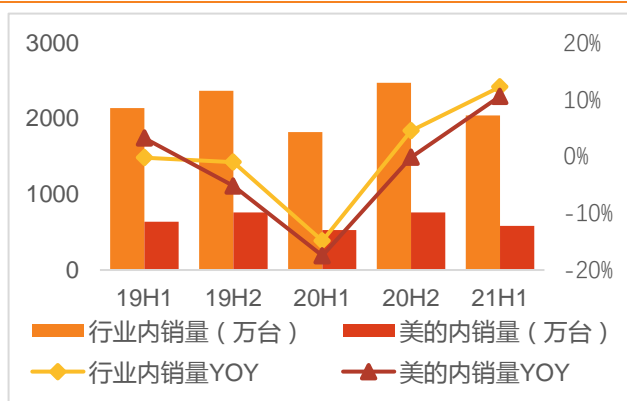
资料来源：中怡康，天风证券研究所

图 16：2019-2021H1 公司冰箱线上均价及其变动



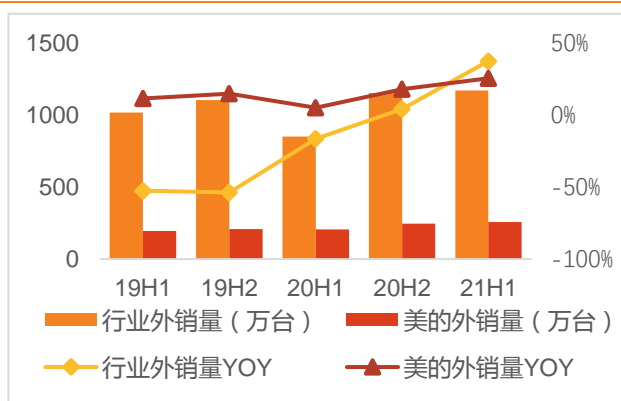
资料来源：奥维云网，天风证券研究所

图 17：2019-2021H1 公司及洗衣机行业内销情况



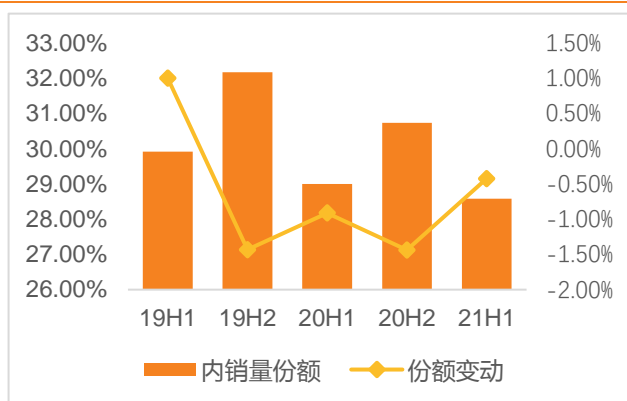
资料来源：产业在线，天风证券研究所

图 18：2019-2021H1 公司及洗衣机行业外销情况



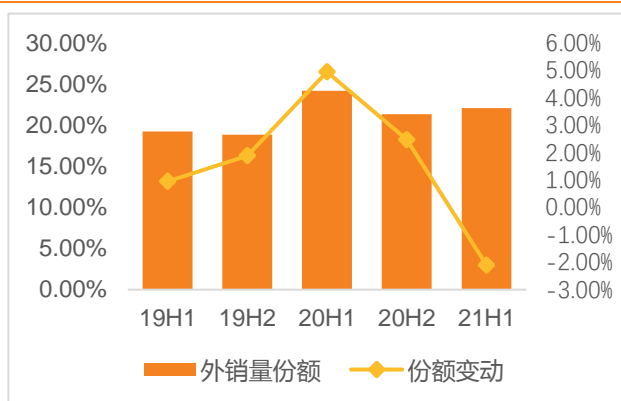
资料来源：产业在线，天风证券研究所

图 19：2019-2021H1 公司洗衣机内销量份额及变动情况



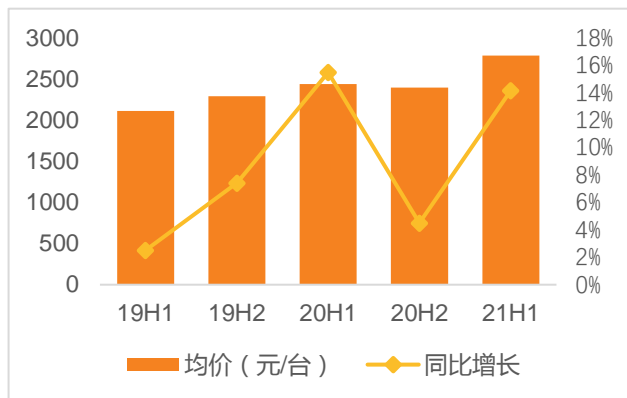
资料来源：产业在线，天风证券研究所

图 20：2019-2021H1 公司洗衣机外销量份额及变动情况



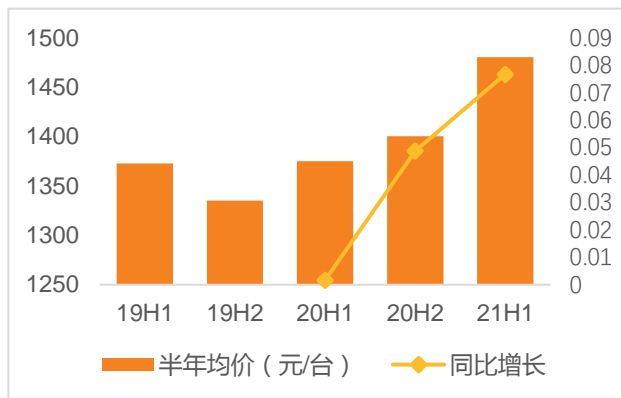
资料来源：产业在线，天风证券研究所

图 21：2019-2021H1 公司洗衣机线下均价及其变动



资料来源：中怡康，天风证券研究所

图 22：2019-2021H1 公司洗衣机线上均价及其变动



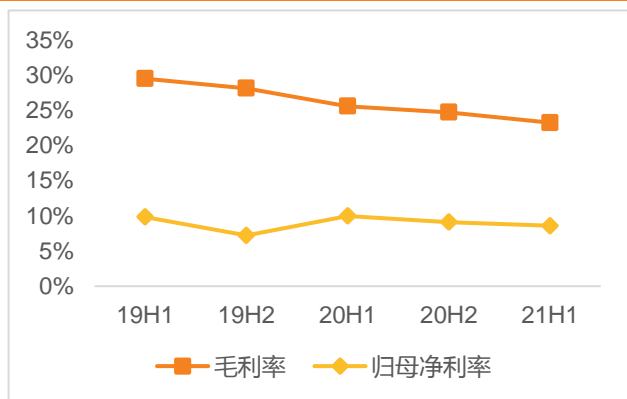
资料来源：奥维云网，天风证券研究所

利润端

21H1 公司毛利率为 23%，同比 20 年-2.3pcts，同比 19 年-6.3pcts，毛利率下滑主要系原材料成本上升及人民币升值所致。公司费用端控制良好，费用效率持续优化，21H1 销售、管理、研发、财务费用率为 9%/2%/3%/-1.3%，分别同比 0.3/-0.5/-0.1/-0.7pct。

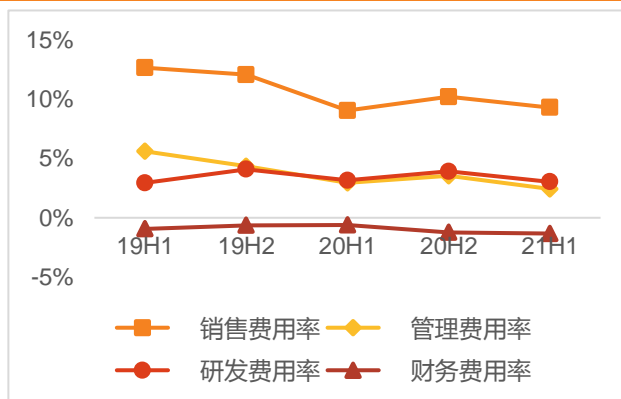
分业务看，2021H1 公司暖通空调/消费电子/机器人及自动化系统毛利率为 21%/30%/23%，同比-3.35/-2/3.94pcts；分区域看，21H1 公司内销/外销毛利率分别为 24%/22%，同比-0.82/-4.29pcts。

图 23：2019-2021H1 公司毛利率&净利率



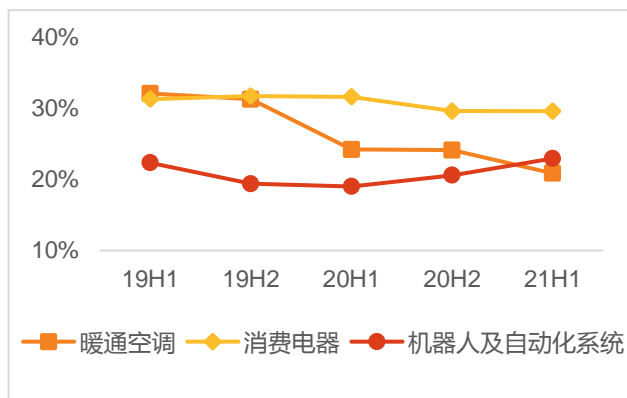
资料来源：wind，天风证券研究所

图 24：2019-2021H1 公司四费率情况



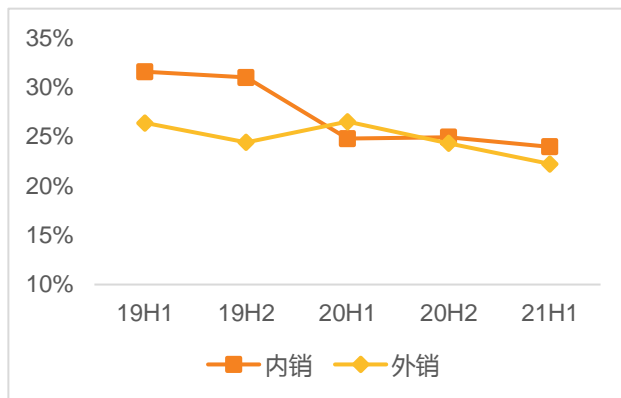
资料来源：wind，天风证券研究所

图 25：2019-2021H1 公司分业务毛利率



资料来源：wind，天风证券研究所

图 26：2019-2021H1 公司分区域毛利率



资料来源：wind，天风证券研究所

现金流&资产负债表

公司 21H1 经营活动现金流量净额为 202 亿元，同比 10%。21H1 应收账款+票据为 334 亿元（占比营收 19%），同比 20 年 7%，同比 19 年同期-12%，主要系公司销售收入增长带动应收款项增多；21H1 存货为 345 亿元，同比+59%，主要系公司委托加工物资/原材料高增所致，21H1 分别同比+110%/84%。

投资建议

公司重新调整原有业务板块，形成五大事业群后，从原来的 to C 家电公司，逐步进化为家电+to B 工业设备公司，通过数字化、智能化运营，以数智驱动提升公司的核心竞争力。美的作为经营效率领先、全球布局完善的综合家电品牌，中长期发展基础坚实。短期尽管受到大宗原材料、芯片等涨价影响，利润端承压，但公司在收入及业绩端均展现较好韧性，后期随着原材料影响边际减弱，盈利能力将有所提升。

我们保守预计公司 21-23 年收入规模 3276、3583、3904 亿元，增速为 15%、9%、9%，净利润 285、324、358 亿元（21-22 年前值为 298、321 亿元），增速为 5%、13%、11%，对应 EPS 分别 4.09、4.64、5.13 元/股。

风险提示

原材料价格上涨：原材料价格上涨将对公司成本端有一定影响，进一步影响到其盈利能力。

人民币汇率大幅波动：人民币汇率大幅波动可能导致汇兑损失，进一步影响公司业绩。

疫情反复，影响销售：若疫情反复，对终端消费品销售有较明显的负面影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	70,916.84	81,210.48	74,748.15	128,343.03	112,616.10
应收票据及应收账款	23,432.34	28,282.87	38,287.02	11,373.78	42,726.52
预付账款	2,246.18	2,763.71	2,800.51	3,267.04	3,246.80
存货	32,443.40	31,076.53	46,132.43	35,636.39	52,252.50
其他	87,443.94	98,321.73	93,135.83	93,312.60	95,919.50
流动资产合计	216,482.69	241,655.33	255,103.93	271,932.84	306,761.41
长期股权投资	2,790.81	2,901.34	2,901.34	2,901.34	2,901.34
固定资产	21,664.68	22,239.21	21,740.15	21,007.08	20,120.59
在建工程	1,194.65	1,477.30	922.38	601.43	390.86
无形资产	15,484.18	15,422.39	13,880.15	12,337.91	10,795.68
其他	43,548.31	75,573.53	52,000.56	57,070.55	61,027.83
非流动资产合计	84,682.63	117,613.78	91,444.59	93,918.31	95,236.29
资产总计	301,955.42	360,382.60	347,183.06	366,697.19	402,862.40
短期借款	5,701.84	9,943.93	5,000.00	5,000.00	5,000.00
应付票据及应付账款	66,427.38	82,180.20	82,792.23	94,602.01	97,664.88
其他	72,189.27	92,026.37	100,993.80	89,275.08	100,673.21
流动负债合计	144,318.48	184,150.50	188,786.03	188,877.09	203,338.09
长期借款	41,298.38	42,827.29	800.00	800.00	800.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	8,842.46	9,167.71	8,978.09	8,996.09	9,047.30
非流动负债合计	50,140.84	51,995.00	9,778.09	9,796.09	9,847.30
负债合计	194,459.32	236,145.50	198,564.12	198,673.18	213,185.39
少数股东权益	5,826.93	6,720.84	7,831.72	8,837.57	9,801.09
股本	6,971.90	7,029.98	6,981.31	6,981.31	6,981.31
资本公积	19,640.31	22,488.11	22,488.11	22,488.11	22,488.11
留存收益	98,801.60	117,528.92	133,805.91	152,205.13	172,894.61
其他	(23,744.65)	(29,530.74)	(22,488.11)	(22,488.11)	(22,488.11)
股东权益合计	107,496.10	124,237.10	148,618.94	168,024.02	189,677.01
负债和股东权益总计	301,955.42	360,382.60	347,183.06	366,697.19	402,862.40

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	25,277.14	27,506.54	28,547.29	32,394.88	35,843.86
折旧摊销	5,168.26	3,409.52	2,656.22	2,676.27	2,689.30
财务费用	(2,847.41)	(1,714.53)	(2,230.90)	(2,366.86)	(2,411.93)
投资损失	(164.13)	(2,362.46)	(2,362.46)	(1,449.10)	(1,584.54)
营运资金变动	16,242.42	18,318.08	(4,066.24)	35,783.05	(36,946.55)
其它	(5,085.88)	(15,600.04)	1,940.57	2,321.35	2,262.95
经营活动现金流	38,590.40	29,557.12	24,484.47	69,359.60	(146.91)
资本支出	2,076.07	5,340.35	249.62	62.00	(1.21)
长期投资	77.49	110.53	0.00	0.00	0.00
其他	(25,261.26)	(40,761.54)	20,224.54	(3,461.41)	(3,742.72)
投资活动现金流	(23,107.70)	(35,310.66)	20,474.16	(3,399.41)	(3,743.93)
债权融资	48,460.33	59,081.40	10,764.34	10,044.88	10,973.13
股权融资	5,604.12	2,700.92	9,320.19	2,462.17	2,507.25
其他	(57,338.06)	(62,538.61)	(71,505.49)	(24,872.36)	(25,316.47)
筹资活动现金流	(3,273.60)	(756.30)	(51,420.96)	(12,365.31)	(11,836.09)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	12,209.10	(6,509.84)	(6,462.33)	53,594.88	(15,726.93)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	279,380.51	285,709.73	327,581.03	358,323.65	390,356.53
营业成本	197,913.93	212,839.59	250,087.34	266,381.89	285,006.93
营业税金及附加	1,720.62	1,533.65	1,637.91	1,791.62	1,999.65
营业费用	34,611.23	27,522.28	27,516.81	32,249.13	36,303.16
管理费用	9,531.36	9,264.15	9,827.43	12,541.33	15,614.26
研发费用	9,638.14	10,118.67	9,827.43	12,541.33	14,443.19
财务费用	(2,231.64)	(2,638.03)	(2,230.90)	(2,366.86)	(2,411.93)
资产减值损失	(871.91)	(705.21)	100.00	(492.37)	(365.86)
公允价值变动收益	1,361.16	1,762.95	771.22	1,298.44	1,277.54
投资净收益	164.13	2,362.46	2,362.46	1,449.10	1,584.54
其他	(2,139.61)	(7,844.23)	(6,267.37)	(5,495.08)	(5,724.15)
营业利润	29,683.09	31,493.46	33,948.70	38,425.13	42,629.20
营业外收入	613.31	384.99	477.68	491.99	451.55
营业外支出	367.29	214.90	269.33	283.84	256.03
利润总额	29,929.11	31,663.54	34,157.05	38,633.28	42,824.73
所得税	4,651.97	4,157.00	4,440.42	5,215.49	5,995.46
净利润	25,277.14	27,506.54	29,716.64	33,417.79	36,829.27
少数股东损益	1,065.92	283.57	1,169.35	1,022.90	985.41
归属于母公司净利润	24,211.22	27,222.97	28,547.29	32,394.88	35,843.86
每股收益(元)	3.47	3.90	4.09	4.64	5.13

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	6.71%	2.27%	14.66%	9.38%	8.94%
营业利润	16.11%	6.10%	7.80%	13.19%	10.94%
归属于母公司净利润	19.68%	12.44%	4.86%	13.48%	10.65%
获利能力					
毛利率	29.16%	25.50%	23.66%	25.66%	26.99%
净利率	8.67%	9.53%	8.71%	9.04%	9.18%
ROE	23.81%	23.17%	20.28%	20.35%	19.93%
ROIC	24.11%	36.96%	103.20%	60.23%	415.09%
偿债能力					
资产负债率	64.40%	65.53%	57.19%	54.18%	52.92%
净负债率	-20.89%	-17.81%	-43.05%	-70.41%	-53.59%
流动比率	1.50	1.31	1.35	1.44	1.51
速动比率	1.28	1.14	1.11	1.25	1.25
营运能力					
应收账款周转率	10.09	11.05	9.84	14.43	14.43
存货周转率	9.00	9.00	8.49	8.76	8.88
总资产周转率	0.99	0.86	0.93	1.00	1.01
每股指标(元)					
每股收益	3.47	3.90	4.09	4.64	5.13
每股经营现金流	5.53	4.23	3.51	9.94	-0.02
每股净资产	14.56	16.83	20.17	22.80	25.77
估值比率					
市盈率	19.03	16.93	16.14	14.22	12.85
市净率	4.53	3.92	3.27	2.89	2.56
EV/EBITDA	8.62	14.05	10.82	8.00	7.45
EV/EBIT	9.80	15.27	11.72	8.59	7.95

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com