

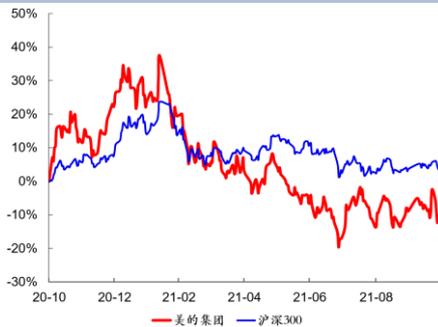
## 价值链重塑精进效率，能力圈外移驱动成长

投资评级：增持（首次）

报告日期：2021-11-1

收盘价（元）	68.77
近 12 个月最高/最低（元）	61.11/105.88
总股本（百万股）	6,822
流通股本（百万股）	6,981
流通股比例（%）	97.72
总市值（亿元）	4801
流通市值（亿元）	4691

### 公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：马远方

执业证书号：S0010521070001

邮箱：mayf@hazq.com

分析师：虞晓文

执业证书号：S0010520050002

邮箱：yuxw@hazq.com

### 相关报告

### 主要观点：

#### ● 领銜全球的中国家电龙头

美的集团经过 52 年发展，已成为一家集智能家居事业群、机电事业群、暖通与楼宇事业部、机器人及自动化事业部、数字化创新业务五大板块为一体的全球化科技集团，产品及服务惠及全球 200 多个国家和地区约 4 亿用户。2020 年，公司实现营收 2857 亿元，归母净利润 272 亿元，位居全球家电行业之首。

#### ● 核心竞争力：优秀的组织基因及其表达

以何享健为首的创始人团队在关键时点和面临关键变化时，强有力地执行了正确的战略决策，并在连续的企业实践中，将优秀的做事原则灌注进美的基因，塑造出美的优秀的企业文化和价值观，孕育出高效的企业治理结构，指引美的在变革中不断做正确的事，为客户持续创造价值，穿越多轮经济和产业周期。

#### ● 核心看点一：研发加码+渠道变革，驱动价值链重塑，不断挖深护城河

公司深谙家电零售本质，通过加大研发投入和推动渠道变革双管齐下，驱动价值链重塑，不断为用户创造更好的产品和更快的服务。**研发加码：**公司战略主轴升级，进一步确立科技领先定位，2013-2020 年公司累计投入研发费用 564 亿元，逐渐构起研发规模优势，保障产品品质和创新；**渠道变革：**全面推行“T+3”模式，以美云销、美云智数、安得智联为依托，推动全面数字化转型，加快信息、产品和资金流动，打造“以销定产”柔性制造能力，保障更快、更准的需求响应。

#### ● 核心看点二：产业扩张+全球突破，推动能力圈外移，不断拓宽护城河

公司通过产业扩张和全球突破，通过产业扩张和全球突破，不断探索增量产业和增量市场，推动能力圈外移，打开新的成长空间。**产业扩张：**通过产业链上下游延伸，布局新能源车核心部件和工业机器人等 ToB 业务，利用先进的企业治理经验、充沛的资金实力和广阔的销售渠道加以赋能，新兴产业发展可期；**全球突破：**利用产品+品牌+渠道+供应服务多方位突破，加大自有品牌出海，规划到 2025 年海外营收超过 400 亿美元，海外市场大有可为。

#### ● 投资建议

预计公司 21-23 年实现营业收入分别为 3267.1/3577.0/3903.5 亿元，对应增速分别为 14.3%/9.5%/9.1%，实现归母净利润分别为 296.4/348.9/393.2 亿元，对应增速分别为 8.9%/17.7%/12.7%，对应 EPS 分别为 4.2/5.0/5.6 元/股。首次覆盖，给予“增持”评级。

#### ● 风险提示

原材料价格上涨风险；受海外疫情反复和国际关系影响，全球化不及预期风险；行业竞争加剧风险。

**● 重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	285710	326707	357702	390352
收入同比 (%)	2.3%	14.3%	9.5%	9.1%
归属母公司净利润	27223	29643	34890	39322
净利润同比 (%)	12.4%	8.9%	17.7%	12.7%
毛利率 (%)	25.5%	24.1%	26.1%	26.5%
ROE (%)	23.2%	20.1%	19.2%	17.8%
每股收益 (元)	3.93	4.21	4.95	5.58
P/E	25.48	17.46	14.83	13.16
P/B	5.90	3.52	2.84	2.34
EV/EBITDA	27.55	14.16	11.14	9.08

资料来源: wind, 华安证券研究所

## 正文目录

1 领銜全球的中国家电龙头 .....	7
1.1 历史：激荡五十年，从 5000 元到 5000 亿元 .....	7
1.2 产品：ToC 产品贡献主要收入，ToB 产品成潜在增长点 .....	11
1.3 品牌：多品牌矩阵渐成，全方位满足细分需求 .....	15
1.4 渠道：销售网络深广，线上线下融合加速 .....	16
1.5 股权：股权集中、结构清晰 .....	17
1.6 财务：收入端稳健增长，盈利能力持续改善 .....	18
2 核心竞争力：优秀的组织基因及其表达 .....	20
2.1 竞争力源泉：优秀的组织基因 .....	20
2.2 基因表达一：事业部制，多元化发展的顶层设计 .....	22
2.3 基因表达二：职业经理人制，多元化发展的可持续实施路径 .....	23
3 核心看点一：研发加码+渠道变革，驱动价值链重塑，不断挖深护城河 .....	25
3.1 研发不断加码，市场份额稳步提升 .....	25
3.2 渠道不破不立，运营效率持续释放 .....	30
4 核心看点二：产业扩张+全球突破，推动能力圈外移，不断拓宽护城河 .....	34
4.1 积极布局新兴产业，ToB 业务发展可期 .....	34
4.2 加速自有品牌出海，海外市场空间广阔 .....	42
5 盈利预测与估值 .....	44
6 风险提示 .....	46

## 图表目录

图表 1 2020 年，美的营收规模位居全球家电行业第一	7
图表 2 2020 年，美的营业利润位居全球家电行业第一	7
图表 3 公司创业时期的集资收据	8
图表 4 公司早期生产设备和塑料制品	8
图表 5 “明珠”牌金属台扇	8
图表 6 “美的”早期注册商标	8
图表 7 1993 年上市后，公司充分利用资金优势加快产业链纵向一体化布局	9
图表 8 2004-2010 年，公司加大相关多元化横向产业布局，白电和小家电产业链布局基本完成	10
图表 9 2011-2020 年，多元化、全球化、高端化多维并举，高速车子换轮子	10
图表 10 1993-2020 年，公司营业收入增长 305 倍，CAGR 达 23.6%	11
图表 11 1993-2020 年，公司归母净利润增长 220 倍，CAGR 达 22.1%	11
图表 12 1993-2013 年，美的电器股价增长近 30 倍	11
图表 13 2013-至今，美的集团股价增长近 10 倍	11
图表 14 2016-2020 年，公司 ToC 和 ToB 业务营收及增速	12
图表 15 2020 年公司 ToC 和 ToB 业务占比	12
图表 16 美的商城部分在售家电品类一览	12
图表 17 公司在多个 ToC 主流品类市占率位居行业前列	13
图表 18 公司核心产品部件覆盖家电、汽车、工控和 3C 产品等不同行业	14
图表 19 库卡当前下游主要应用领域为汽车行业	14
图表 20 瑞仕格是全球领先的物流自动化系统集成商	14
图表 21 安得智联仓配网络覆盖全国 2875 个区县	15
图表 22 美云智数已服务 40+细分行业，200+行业领先企业	15
图表 23 美的“品牌树”	15
图表 24 美的集团 ToC 品牌一览	16
图表 25 美的品牌价值与排名	16
图表 26 公司线下渠道深广，已实现 1-4 线市场全覆盖	17
图表 27 公司循序渐进的电商发展路径	17
图表 28 2012-2020 年，公司电商销额 CAGR 达 66%	17
图表 29 公司股权结构	18
图表 30 2016-2020 年营收 CAGR 15.6%	18
图表 31 2016-2020 年归母净利 CAGR 16.6%	18
图表 32 2017-2020 年暖通空调+消费电器营收占比稳定	19
图表 33 2017-2020 年，公司内/外销营收占比稳定	19
图表 34 2016-2020 年，可比公司毛利率对比	19
图表 35 2016-2020 年，可比公司净利率对比	19
图表 36 2016-2020 年，可比公司销售费用率对比	20
图表 37 2016-2020 年，可比公司管理费用率对比	20
图表 38 2016-2020 年，可比公司财务费用率对比	20
图表 39 2016-2020 年，可比公司经营活动现金流净额对比	20
图表 40 何享健先生管理思想一览	21
图表 41 1997 年改革前公司的组织架构	22

图表 42 1997 年改革后的组织架构	22
图表 43 集团通过财务一体化实现集权与监督	23
图表 44 美的现任高管多数于 1992-2000 年间入职	24
图表 45 公司本科及以上学历员工占比稳步提升	24
图表 46 针对中高层管理人员和中基层技术人员颁布的 7 期股票期权激励计划	25
图表 47 针对高管颁布的 4 期限制性股票激励计划	25
图表 48 针对高管颁布的 6 期合伙人计划	25
图表 49 2013-2020 年, 公司累计投入研发费用 564 亿元	26
图表 50 2013-2020 年, 公司研发费用率处于行业前列	26
图表 51 “2019 年全球 2500 家企业研发投入排行榜”之中国 TOP20	26
图表 52 公司两层四级研发体系	27
图表 53 美的集团“2+4+N”全球化研发网络	27
图表 54 公司研发人员数量和占比稳步提升	28
图表 55 公司 ToC 核心品类毛利率稳步提升 (年报披露口径调整后)	28
图表 56 公司 ToC 核心品类毛利率稳步提升 (年报披露口径调整后)	28
图表 57 美的空调销量市占率赶超格力	29
图表 58 美的冰箱销量市占率赶超海尔	29
图表 59 美的洗衣机销量市占率赶超海尔	30
图表 60 公司渠道变革重要阶段划分及营收变化	31
图表 61 “T+3”模式: 从“货找人”到“人找货”(小天鹅时期)	32
图表 62 “牛鞭效应”导致零售端需求波动被逐级放大, 干扰上游需求预测	32
图表 63 美的“T+3”+“美云销”, 加快信息流, 有望推动公司同时实现低库存和快周转	33
图表 64 2012-2018 年, 小天鹅营收和净利润快速增长	33
图表 65 2012-2018 年, 小天鹅内销量和市占率稳步提升	33
图表 66 小天鹅存货和应收账款周转加快	34
图表 67 2018 年小天鹅 ROE 达 25%, 业内领先	34
图表 68 美的五大业务板块	34
图表 69 美的五大业务板块内涵	35
图表 70 以新兴产业为核心的美的 ToB 品牌间业务协同关系图解	35
图表 71 美的机电事业部发展历程 (从美芝压缩机和威灵电机发展而来)	36
图表 72 公司的压缩机和电机市占率双双全球第一	36
图表 73 威灵汽车部件产品布局	37
图表 74 美的转动式电动压缩机 (CO <sub>2</sub> 冷媒)	37
图表 75 CO <sub>2</sub> 冷媒因绿色、高效、安全, 有望成为新能源车空调主流冷媒	37
图表 76 特斯拉 MODEL Y 空调极限工作温度: -20 度	37
图表 77 美国 5 大热销电动车在 -6.7 度下使用空调, 续航里程平均下滑超 40%	37
图表 78 劳动力成本快速上升, 人口红利逐步消失	38
图表 79 2020 年下半年以后国内工业机器人产量加速提升	38
图表 80 公司机器人产业布局时间条线	38
图表 81 美的机器人产业已基本完成上下游产业链一体化布局	39
图表 82 公司“灯塔工厂”入选数位居全球前列	40
图表 83 美的工厂机器人使用密度 (台/万人)	40
图表 84 中国工业机器人及系统集成市场规模	41
图表 85 美的工厂月产能持续爬坡	41

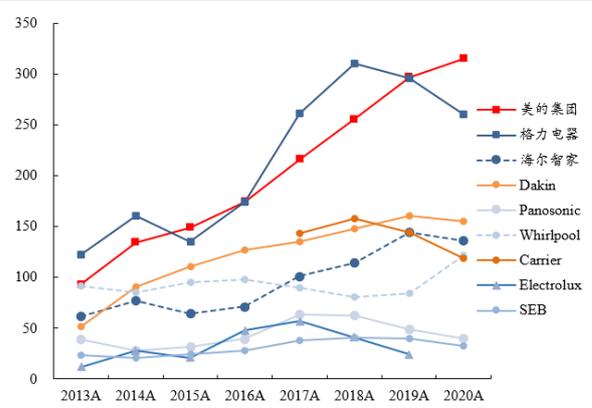
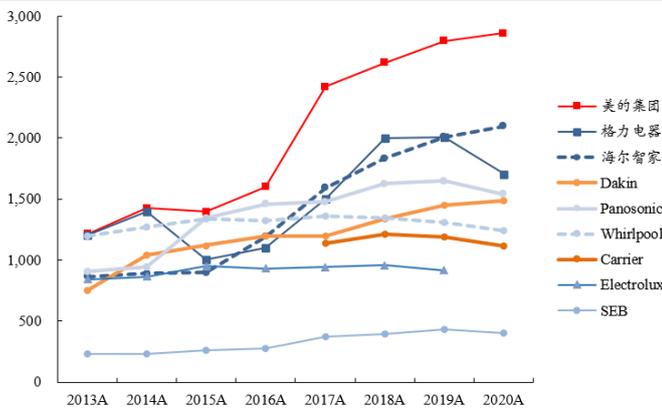
图表 86 以工业机器人为核心的智能制造是美的实现全价值链数字化转型中的重要一环.....	42
图表 87 公司全球布局时间条线.....	42
图表 88 公司全球生产基地布局.....	43
图表 89 2013-2020 年公司海外收入及占比.....	43
图表 90 盈利预测.....	45
图表 91 可比公司估值.....	45

# 1 领衔全球的中国家电龙头

“咬定家电不放松”，50 余载成就全球家电龙头。1968 年，何享健先生带领 23 位北滘居民以“生产自救”名义集资，创办美的前身“北滘街办塑料生产组”，并由何享健担任组长，开启了美的跨越半世纪的激荡创业之旅。公司最初以生产塑料瓶盖等简单制品为主，期间为了求生存、谋发展，不断调整主营业务，先后从事过五金件、汽车配件等不同行业。直至 1980 年，从电风扇配件供应商起步，美的正式跨入家电业，并于 1981 年启用“美的”品牌。自此以后，美的确立家电主业定位，几十年如一日“咬定家电不放松”，不断做大做强。截至 2020 年，公司实现营收 2857 亿元，归母净利润 272 亿元，位居全球家电行业之首。

图表 1 2020 年，美的营收规模位居全球家电行业第一

图表 2 2020 年，美的营业利润位居全球家电行业第一



资料来源：wind，华安证券研究所

资料来源：wind，华安证券研究所

## 1.1 历史：激荡五十年，从 5000 元到 5000 亿元

美的的历史是一部伟大的商业史：从 5000 元到 5000 亿元。我们将美的的发展历程划分为 5 个阶段：

1) 1968-1979：什么赚钱就生产什么。1968 年 5 月 2 日，在何享健先生带领下，23 位北滘居民每人集资 50 元，汇同其他渠道筹款，以 5000 元之资创办公司前身“北滘街办塑料生产组”，以“生产自救”理念开始创业。创立之初设备简陋，半机械化，以生产塑料瓶盖等简易的小型塑料制品为主；1969-1974 年，公司仍处于“什么赚钱生产什么”阶段，产品在塑料瓶盖基础上，又相继增加了药用玻璃瓶、皮球等；1975 年，何享健先生注意到公司客户的运输车辆经常出现故障，且汽配行业毛利率较高，于是开始生产五金制品、橡胶配件和标准零件等，并将公司更名为“顺德县北滘公社塑料金属制品厂”；1976 年，公司更名为“顺德县北滘公社汽车配件厂”，开始生产汽车配件；1979 年，改革开放政策刺激工业发展，多地用电供不应求，发现其中商机，公司开始生产发电机。

图表 3 公司创业时期的集资收据



资料来源：百度图片，华安证券研究所

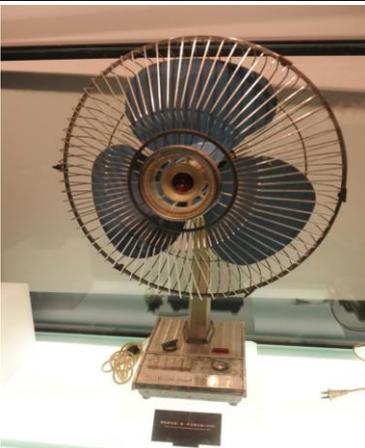
图表 4 公司早期生产设备和塑料制品



资料来源：百度图片，华安证券研究所

**2) 1980-1992：初尝家电甜头。**1980年，公司接到广州第二电器厂的大额生产订单，要求为其生产电风扇零配件。何享健察觉到家电行业的巨大潜力，组织人力于当年11月生产出公司**第一台金属台扇**，取名“明珠”牌，正式跨入家电业，并将公司更名为“顺德县北滘公社电器厂”；**1981年**，公司注册使用“美的”商标，更名为“顺德县美的风扇厂”；**1984年**，公司推出**全塑风扇替代金属风扇**，一炮而红，并于当年更名为“顺德县美的家用电器公司”；**1985年**，因国家对高耗电行业实施限制调控，公司空调项目申请难获批复，恰逢广州航海仪器厂因经营不善要出售一条空调产线，何享健果断出手将其收购，成为**顺德县最早生产空调的企业**，比华宝、科龙分别早4年和6年。当年，公司开始从外部引进人才，“星期六工程师”叫法由之而来，并选派技术人员赴高校代培。**1986年**，公司成立董事会，建构职能架构体系，开始实施**出口导向战略**，有效规避了国内风扇市场的残酷竞争；**1988年**，公司获得**直营进出口权**，是国内首家获此殊荣的乡镇企业；**1990年**，公司实施**厂长任期目标责任制**，试水**放权机制**；**1991年**，公司加大人才引进力度，高薪引进博士马军，《光明日报》的头版头条《**博士马军在乡镇企业“搏”得带劲**》，引发**巨大社会反响**。公司当年建成“公司-工厂/分厂-车间”的**分级管理体系**，公司治理再上一层楼；**1992年**，邓小平南巡至顺德考察，顺德县由此开展**股份制改革**，公司**抢抓股改试点**，“广东美的集团股份有限公司”成立，公司并于当年与芝浦电机合作，设立“**顺德威灵电机制造有限公司**”，生产**RP塑封微型电机**。

图表 5 “明珠”牌金属台扇



资料来源：公司官网，华安证券研究所

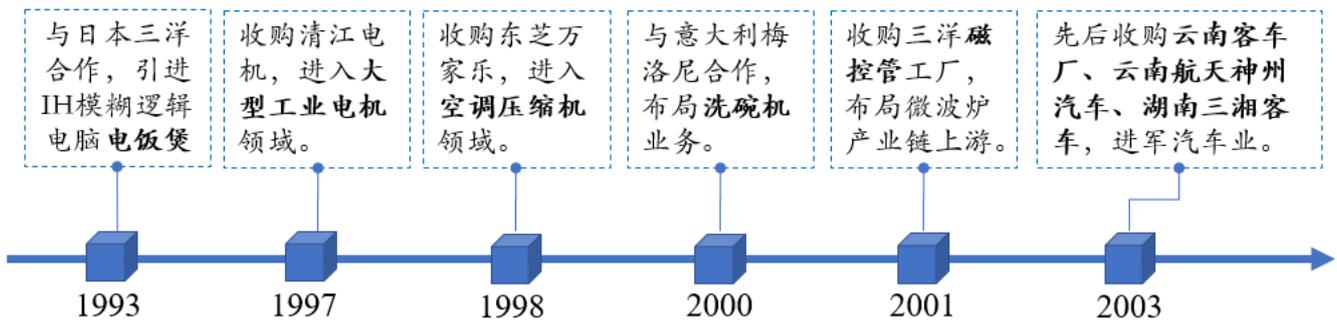
图表 6 “美的”早期注册商标



资料来源：国家知识产权局商标局，华安证券研究所

**3) 1993-2003: 家电龙头初长成。**1993年,公司于深交所上市,成为中国乡镇企业上市第一股。随后几年,公司通过或合作、或合资、或收购方式,进入轰轰烈烈的多元化扩张阶段:**1993年**,与日本三洋合作,引进IH模糊逻辑电脑电饭煲,进入厨房小家电领域;**1997年**,收购清江电机,进入大型工业电机领域;**1998年**,收购东芝万家乐,进入空调压缩机领域。同年收购芜湖丽光空调厂,开启省外空调产能布局;**2000年**,与意大利梅洛尼合作,开展洗碗机业务;**2001年**,收购日本三洋磁控管工厂,完善微波炉产业链上游布局;**2003年前后**,跨界收购云南、湖南客车汽车,进军汽车业。

图表 7 1993 年上市后,公司充分利用资金优势加快产业链纵向一体化布局

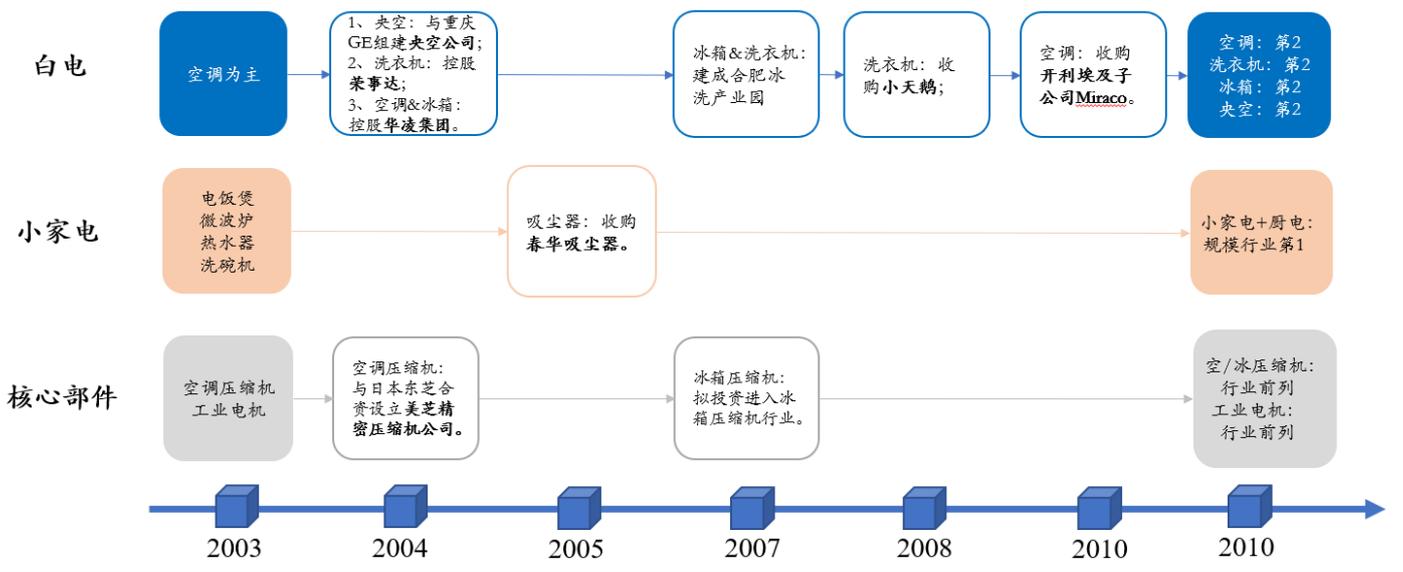


资料来源:华安证券研究所整理

值得一提的是,美的上市后,除政策监管要求外,公司规模快速扩张亦暴露出粗放式管理模式的不足,从而倒逼公司治理能力更上层楼。这一阶段,公司先后完成数件对企业日后发展具有深远影响的大事:一是,1997年全面进行事业部制改造,解决业务条线多元化发展的组织架构问题;二是,2000年前后完成MBO(管理层收购),解决企业所有制制约经营效率问题;三是,体系化职业经理人制度和人才激励计划,解决事业部制实施加剧的人才缺口问题。

**4) 2004-2010: 规模领先,全球布局。**2004年,公司先后收购广州华凌、合肥荣事达42.4%和75%股权,进入冰箱、洗衣机领域,并与重庆GE组建中央空调公司,进入中央空调领域。此外,公司与日本东芝合资设立美芝精密,继续强化空调压缩机业务,并成立安得物流负责大件家电运输;**2005年**,公司收购春花吸尘器,进入吸尘器领域;**2007年**,公司第一个海外基地在越南建成投产,并建成合肥美的冰洗产业园,执行冰洗“352战略”;**2008年**,收购小天鹅24.01%股权,极大增强公司在洗衣机产业实力;**2010年**,公司收购开利埃及子公司Miraco 32.5%股权,进入非洲市场。截至2010年前后,公司在主要家电品类上均居于行业前三。

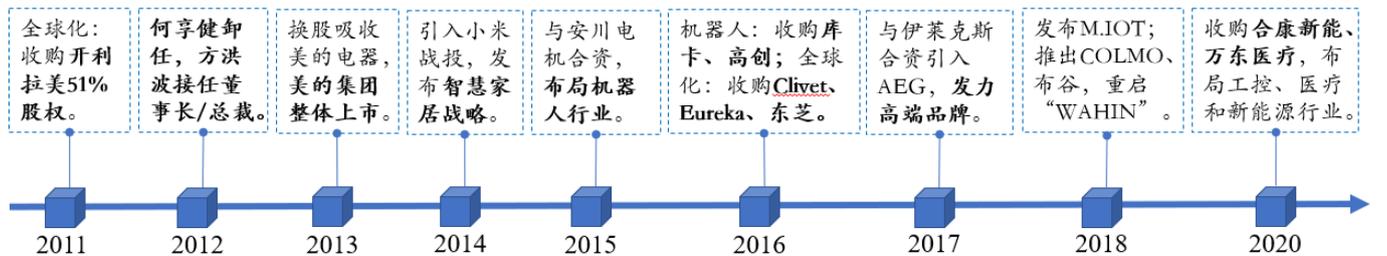
图表 8 2004-2010 年，公司加大相关多元化横向产业布局，白电和小家电产业链布局基本完成



资料来源：华安证券研究所整理

5) 2011-2020：调速换挡，双轮驱动。2011 年公司确立三大战略主轴“产品领先、效率驱动、全球发展”，经营原则由“规模导向”转向“利润导向”，定下十年发展基调。2011 年，公司收购开利拉美公司 51% 股权，进入拉美市场；2012 年何享健先生卸任美的集团董事长，方洪波先生接任；2013 年，美的集团换股吸收美的电器，实现集团整体上市，解决集团和上市公司业务协同难题；2014 年，引入小米作为战略合作伙伴，发布 M-Start 智慧家居战略；2015 年，与日本安川电机合资，进军机器人市场；2016 年，先后收购德国 KUKA 和以色列 Servotronics，完善机器人及工业自动化产业布局。收购意大利知名中央空调品牌 Clivet 和伊莱克斯吸尘器品牌 Eureka，进入欧洲市场。并于同年收购东芝白电，获其 40 年品牌授权和超 5000 件专利使用权，扩充在日本和东南亚市场布局；2017 年，与伊莱克斯合资，引入欧洲高端家电品牌 AEG，发力高端市场；2018 年，正式发布工业互联网平台 M. IoT，推进智能制造战略。同时推出高端品牌“COLMO”和互联网品牌“布谷”，并重启“WAHIN”，定位年轻化，不断丰富品牌矩阵；2020 年，先后收购万东医疗、合康新能 29.09% 和 18.73% 股权，成为控股股东，布局医疗器械、工业自动化和新能源车领域，不断丰富下游应用场景，并为未来长远发展做好前瞻性布局。

图表 9 2011-2020 年，多元化、全球化、高端化多维并举，高速车子换轮子



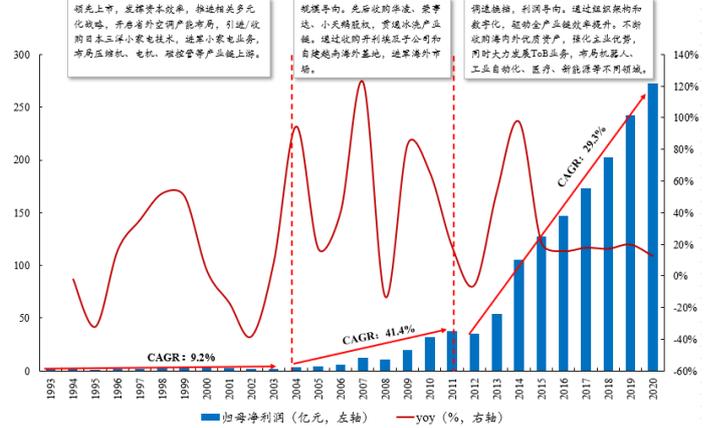
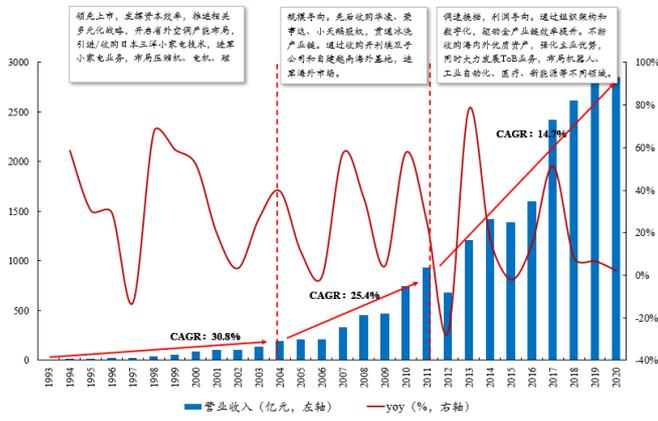
资料来源：华安证券研究所整理

经过 52 年发展，公司规模取得空前发展，亦为股东创造丰厚回报。1993-2020

年,公司营收和归母净利润分别增长高达305倍和220倍,CAGR分别达 23.6%和22.1%。与此同时,公司股价也录得高速增长,在2013年退市前,美的电器股价最高增长近40倍,2013年集团整体上市后,最高增长超10倍,为股东创造了丰厚回报。

图10 1993-2020年,公司营业收入增长305倍,CAGR达23.6%

图11 1993-2020年,公司归母净利润增长220倍,CAGR达22.1%

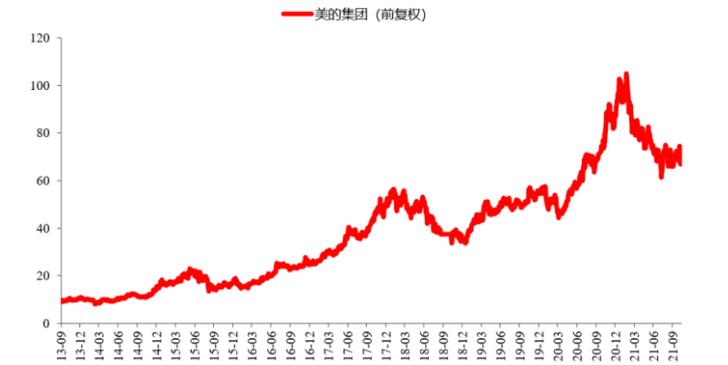
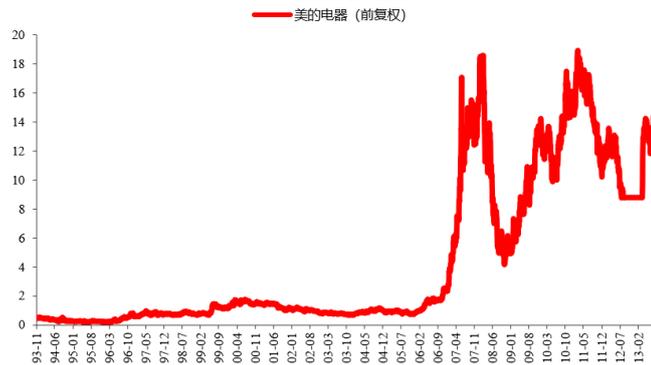


资料来源: wind, 华安证券研究所

资料来源: wind, 华安证券研究所

图12 1993-2013年,美的电器股价最高增长近40倍

图13 2013-至今,美的集团股价增长最高超10倍



资料来源: wind, 华安证券研究所

资料来源: wind, 华安证券研究所

## 1.2 产品: ToC 产品贡献主要收入, ToB 产品成潜在增长点

公司是国内仅有一家全产业链、全产品线的综合家电龙头,产品矩阵丰富多元。我们按照面向终端客户不同,将公司产品分为ToC和ToB两类。其中:

**ToC 产品**为公司的主营产品,是公司当前营收的主要来源。在品类方面,公司ToC产品涵盖了市面上所有主流家电品类,可满足消费者一站式家电购物需求。产品主要包括:以空调(家用空调、中央空调)、冰箱、洗衣机为主的白色家电,以吸油烟机、燃气灶、洗碗机等为主的厨房家电,以及以热水壶、电饭煲、吸尘器等为主的各式小家电。多年来,公司多款ToC核心品类在市场中稳居前列。截至2020年,公司ToC产品收入达2351亿元,占比82%,是公司当前营收的主要来源。



图表 17 公司在多个 ToC 主流品类市占率位居行业前列

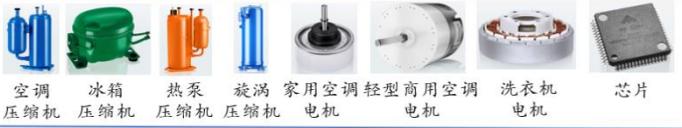
线下			线上		
品类	份额	排名	品类	份额	排名
家用空调	28.9%	2	家用空调	30.0%	1
洗衣机	27.4%	2	中央空调	50.0%	1
冰箱	12.6%	2	洗衣机（美的系）	31.2%	2
电饭煲	43.9%	1	冰箱	17.7%	2
电压力锅	44.3%	1	微波炉	53.0%	1
电水壶	38.6%	1	压力锅	41.0%	1
电磁炉	48.5%	1	电饭煲	29.6%	1
破壁机	37.7%	1	电烤箱	22.7%	1
电风扇	39.3%	1	电磁炉	39.0%	1
电暖器	42.9%	1	电热水器	30.6%	1
饮水机	42.3%	2	燃气热水器	18.0%	1
燃气热水器	11.6%	2	电水壶	23.0%	1
净水器	22.2%	2	电风扇	19.2%	1
台式微波炉	44.5%	2	取暖器	16.9%	1
台式电烤箱	36.2%	3	清洁吸尘器	10.3%	2
洗碗机	9.2%	3	饮水机	18.9%	2
电热水器	20.7%	3	净水机	13.1%	2
油烟机	8.7%	4	洗碗机	24.6%	2
燃气灶	7.0%	4	消毒柜	10.8%	2
清洁机器人	4.6%	4	烟灶套装	10.4%	4
推杆式吸尘器	3.4%	4			

资料来源：公司公告，华安证券研究所

**ToB 产品当前为公司重点培育对象，是公司未来业绩的潜在增长点。**公司 ToB 产品品类和下游应用场景日渐多元，按照产品形式不同，可大致划分为 3 类：

**第一类是核心产品部件。**主要包括：以压缩机、电机和芯片为主的**家电部件**，以电机、电控和压缩机为核心的**汽车部件**，以变频器、伺服系统及控制系统为主的**工控部件**，以及以散热片、散热风扇、涡流风扇、卷线盘等为主**3C 产品部件**。

图表 18 公司核心产品部件覆盖家电、汽车、工控和 3C 产品等不同行业

分类	运营品牌	产品
家电部件	GMCC Welling 美仁(华)电	 空调压缩机 冰箱压缩机 热泵压缩机 旋涡压缩机 家用空调电机 轻型商用空调电机 洗衣机电机 芯片
汽车部件	Welling	 电子助力转向电机 电子水泵 电子油泵 电动压缩机 驱动电机
工控部件	HICONICS SUNYE SERVOTRONIX DORMA	 矢量型高压变频器 低频变频器 伺服系统
3C 产品部件	TOSHIBA	 散热片 冷却风扇模块

资料来源：公司官网，华安证券研究所

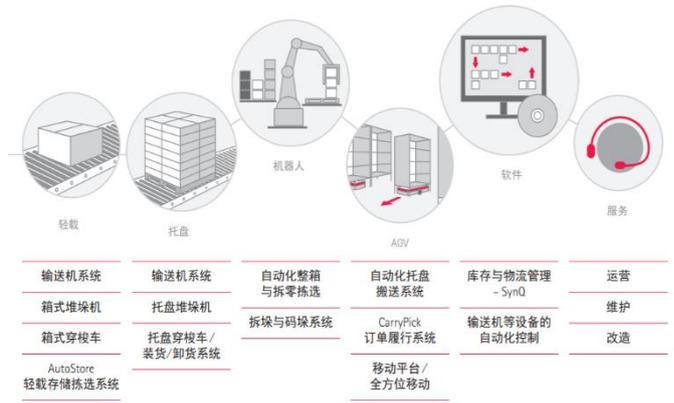
第二类是以机器人为核心的工业自动化整体解决方案。该块业务主要由库卡及其子公司瑞仕格承担，库卡是知名的基于机器人智能化自动化解决方案供应商，在汽车、电子、消费品、物流/电商、医疗保健等多个行业为客户提供全方位的产品、系统集成和服务，包括工业机器人本体，ready2\_use（即用型）机器人应用包、一般工业定制生产单元，以及完全自动化的解决方案。瑞仕格是全球领先的物流自动化系统集成商，可提供定制化的物流自动化整体解决方案，包括咨询、概念设计、项目实施、技术和软件服务等。

图表 19 库卡当前下游主要应用领域为汽车行业



资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 20 瑞仕格是全球领先的物流自动化系统集成商



资料来源：公司官网，华安证券研究所

第三类是数字化创新业务，是美的在商业模式变革中孵化的新型业务。该块业务主要由子公司安得智联和美云智数承担，其中：安得智联提供全链路的“仓、干、配、装”一体化物流服务，主要承接公司产品的全国配送，现已对外提供服务，其仓配网络无盲点覆盖全国 2875 个区县和 39862 个乡镇，全国乡镇 48 小时配送覆盖率达 85%。美云智数定位为“做最懂制造业的全价值链云服务专家”，基于公司先进的业务实践经验，把管理时间软件产品化，提供 IT 咨询规划、智能制造、大数据、数

字营销、财务与 HR、身份管理等相关产品和解决方案，目前已服务全国超 40 个细分行业、超 200 家行业领先企业。

图表 21 安得智联仓配网络覆盖全国 2875 个区县



资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 22 美云智数已服务 40+ 细分行业，200+ 行业领先企业

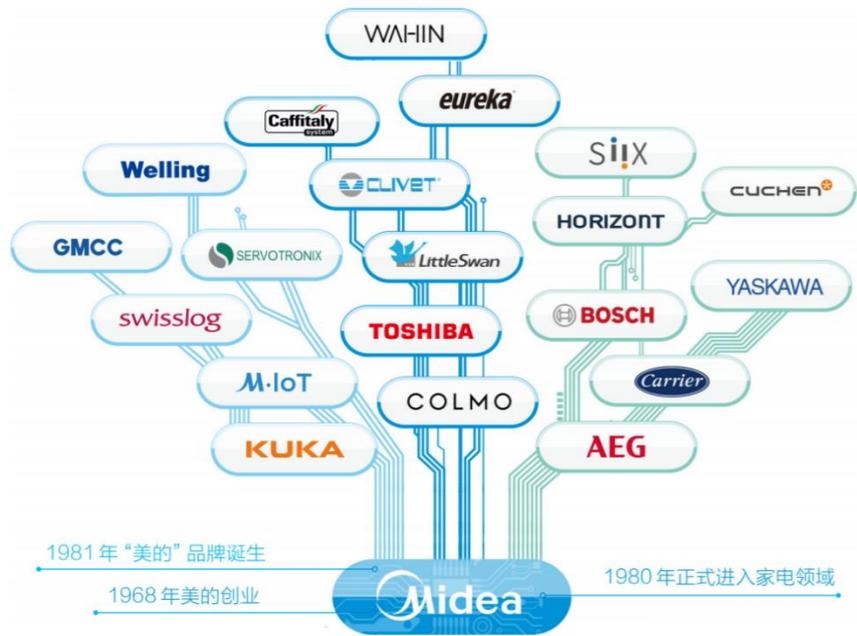


资料来源：公司官网，华安证券研究所

### 1.3 品牌：多品牌矩阵渐成，全方位满足细分需求

公司拥有较为完整的分层品牌图谱，可满足不同消费群体的多元化、个性化需求。2008 年后，消费分层和消费升级趋势逐年加强，单一品牌越来越难以满足人民日益增长的多元化购物需求。因此，各大家电龙头纷纷加快布局和构建差异化、专业化的品牌矩阵。公司目前已形成以 Midea 为主力品牌、多品牌共同发展的品牌发展矩阵，搭建起覆盖从高端至中低端的品牌梯队，兼顾注重性价比的大众化需求和追求高品质的高端化需求，品牌结构日趋完善。2020 年，美的集团在睿富全球“2020 最具价值中国品牌 100 强”中位居第 5 位，品牌价值 1315 亿元，位居行业前列。

图表 23 美的“品牌树”



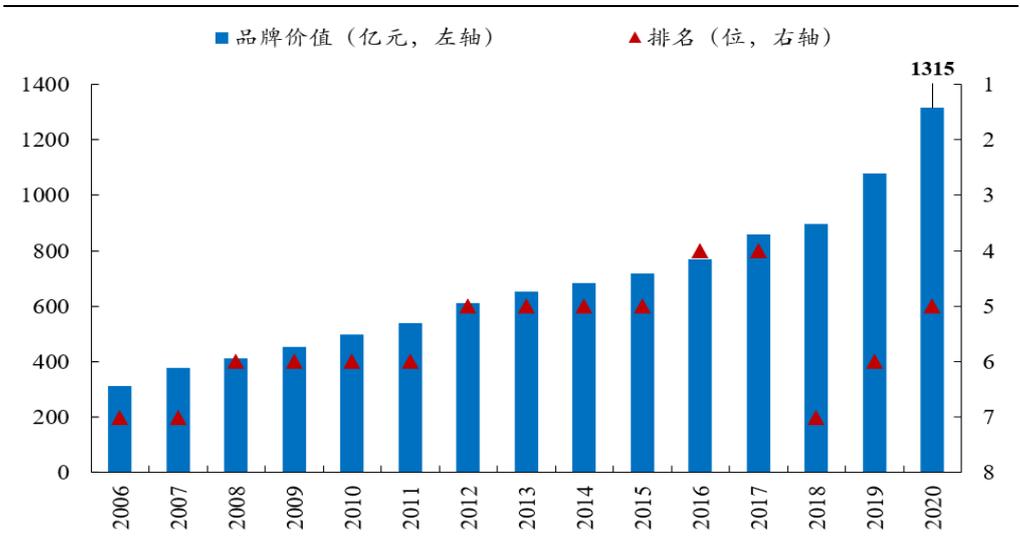
资料来源：公司 CSR 报告，华安证券研究所

图表 24 美的集团 ToC 品牌一览

品牌	品牌定位	品牌来源	成立时间	主营产品	主要市场
美的 (Midea)	大众	自建	1981	白电、厨电、小家电	中国
小天鹅 (Little Swan)	中高端	收购	2008	洗衣机	中国
开利 (Carrie)	中端	收购	2010 (埃及) 2011 (拉美)	空调	埃及、巴西、阿根廷、智利
东芝 (Toshiba)	中端	收购	2016	白电、小家电	日本、东南亚
克来沃 (Clivet)	高端	收购	2016	中央空调	意大利
优瑞家 (Eureka)	中高端	收购	2016	吸尘器	美国、中国
酷晨 (CUCHEN)	高端	合资	2016	电饭煲	中国
COLMO	高端	自建	2018	白电、厨电	中国
华菱 (WAHIN)	大众 (年轻化品牌)	收购	2018 (重启)	白电、厨电	中国
布谷	大众 (互联网品牌)	自建	2018	小家电	中国

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 25 美的品牌价值与排名



资料来源：公司公告，睿富全球，华安证券研究所

## 1.4 渠道：销售网络深广，线上线下融合加速

公司已形成全方位、立体式的渠道网络。线下方面，在成熟的一、二线市场，公司与国美、苏宁等大型家电连锁卖场保持良好的合作关系，在广阔的四、五线市场，公司以旗舰店、专卖店、传统渠道和新兴渠道为有效补充，通过近 10 万家零售商网络使用户感知近似邻里的产品与服务，实现全市场覆盖；线上方面，公司于 2014 年先后成立美的电商公司、美的集团天猫全品类官方综合旗舰店，并启动运营美的集团官方商城，形成电商业务全渠道发力的战略部署，领先于格力和海尔。截至 2020 年，公司全网销售规模达 860 亿元，2012-2020 年 CAGR 高达 66%，在京东、天猫、苏宁易购等多个主流电商平台，公司始终保持家电全品类销额第一。

图表 26 公司线下渠道深广，已实现 1-4 线市场全覆盖

	2009	2010	2011	2013	2014	2015	2018	2019
专卖店	8000	1万+	1万+					新建1000+
旗舰店				800	1900	2200+		
美的慧生活体验中心							新建139 (升级 375家旗舰店)	新建260+ (升级 770+家旗舰店)
零售网点 (含专卖店)	3万+	近6万	近6.6万					近10万
海外终端销售网点					3800			3万+
会员						1000万+		3500万+
全国送装一体服务网点							覆盖2500+区县	覆盖2600+区县

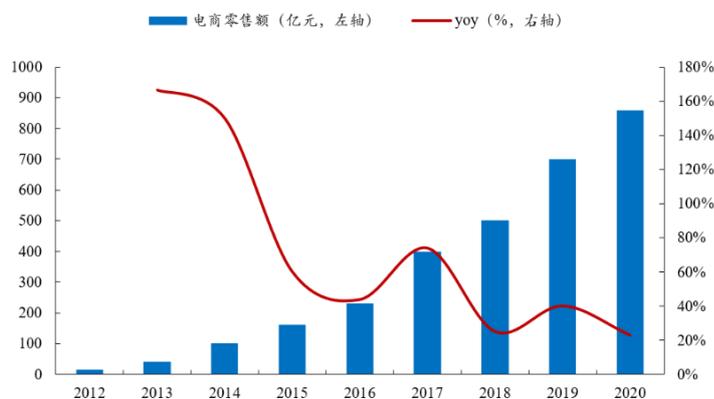
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 27 公司循序渐进的电商发展路径



资料来源：公司 CSR 报告，华安证券研究所

图表 28 2012-2020 年，公司电商销额 CAGR 达 66%



资料来源：wind，华安证券研究所

## 1.5 股权：股权集中、结构清晰

公司股权集中、结构清晰，实际控制人为创始人何享健先生。截至 2021Q1，何享健先生通过美的控股间接持有公司 29.10% 股权，为公司第一大股东和实际控制人。卢燕平女士系何享健先生儿媳，为美的置业 (3990.HK) 控股股东，间接持有本公司 1.68% 股权。方洪波先生现任公司董事长和总裁，直接持有公司 1.66% 股权。黄健、栗建伟和袁利群均为公司原高管，分别持有公司 1.22%、0.71% 和 0.59% 股权。公司前十大股东合计持股长年保持在 55%-60% 之间，持股集中稳定、结构清晰，有利于公司的长期发展。

图表 29 公司股权结构

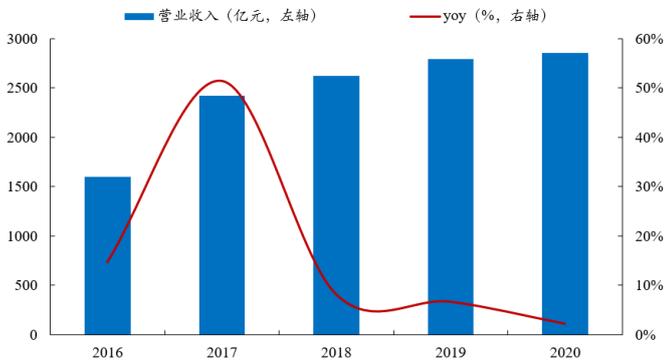


资料来源: wind, 华安证券研究所

### 1.6 财务: 收入端稳健增长, 盈利能力持续改善

2016-2020 年, 公司营业收入和归母净利润大幅增长, CAGR 分别达 15.6% 和 16.6%。2016-2020 年公司营收分别为 1598/2419/2618/2794/2857 亿元, CAGR 15.6%。其中, 2017 年受益于行业景气度上行和收购资产并表, 公司营收大幅增长, 同比+51.3%。2016-2020 年, 公司归母净利润分别为 147/173/202/242/272 亿元, CAGR 16.6%。净利润增速高于营收增速, 主因公司整体运营效率持续提升。

图表 30 2016-2020 年营收 CAGR 15.6%



资料来源: wind, 华安证券研究所

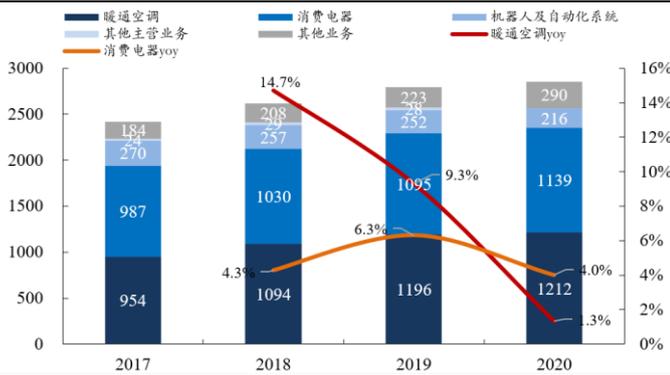
图表 31 2016-2020 年归母净利润 CAGR 16.6%



资料来源: wind, 华安证券研究所

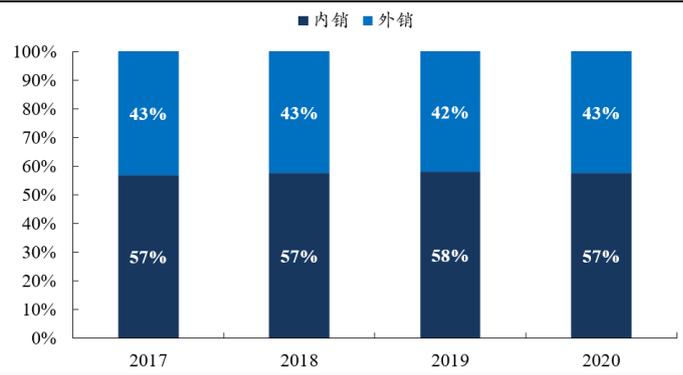
公司暖通空调和家用电器营收占比约 80%, 内外销比例长年稳定。分业务看, 2017-2020 年, 公司暖通空调和家用电器合计营收分别为 1941/2124/2291/2351 亿元, 占比 80%/81%/82%/82%, 占比稳定, 锚定公司营收基本盘, 但机器人及自动化系统在 2020 年因下游汽车行业受疫情影响较重, 导致收入下降较为明显; 分地区看, 2017-2020 年, 公司内销和外销收入比例较为稳定, 长年保持在 57% 和 43%。

图表 32 2017-2020 年暖通空调+消费电器营收占比稳定



资料来源: wind, 华安证券研究所

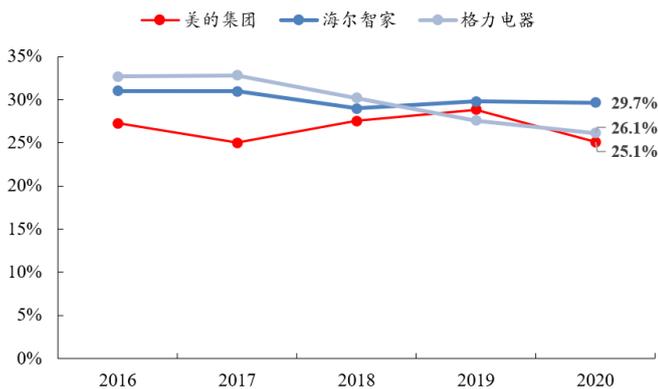
图表 33 2017-2020 年, 公司内/外销营收占比稳定



资料来源: wind, 华安证券研究所

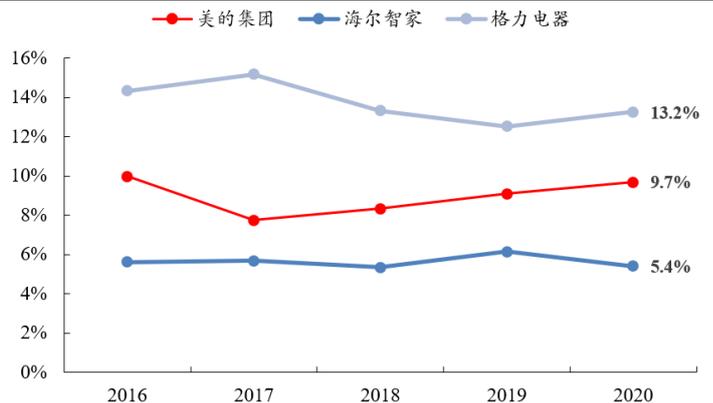
盈利能力方面, 公司毛利率和净利率处于行业领先地位, 持续改善。2020 年公司毛利率为 25.1%, 低于格力和海尔, 净利率为 9.7%, 介于格力和海尔之间。对比来看, 2020 年公司毛利率因疫情原因较 2018-2019 年有所回落, 但仍在合理区间内波动, 净利率受益于运营效率的提升, 仍延续前期提升趋势, 盈利能力不断改善。

图表 34 2016-2020 年, 可比公司毛利率对比



资料来源: wind, 华安证券研究所

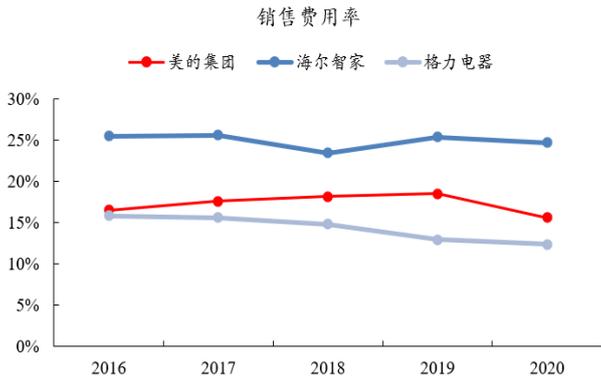
图表 35 2016-2020 年, 可比公司净利率对比



资料来源: wind, 华安证券研究所

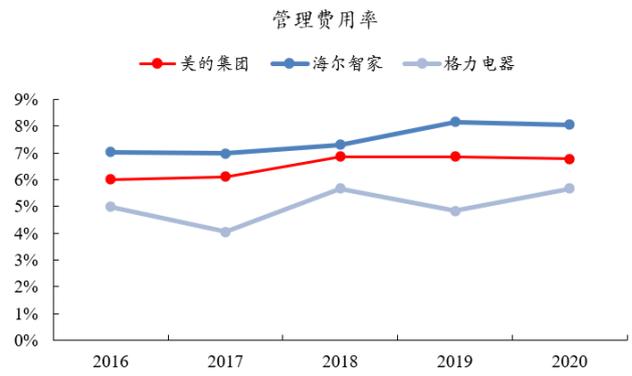
公司控费良好, 现金流充裕。2016-2020 年, 公司销售费用率和管理费用率总体呈现出上升趋势, 财务费用率则相对稳定。其中, 2020 年因疫情影响, 公司宣传投放活动减少, 导致销售费用率下降, 达到 15.6%, 相较 2019 年减少 2.9 个 pct, 介于格力和海尔之间。管理费用率仍保持缓慢提升趋势, 2020 年达到 6.8%, 介于格力和海尔之间。公司现金流表现优异, 2016-2020 年, 公司经营性活动现金流净额基本维持在 250 亿元以上, 2020 年达到 295.6 亿元, 充裕的现金流即保障了公司正常的运营周转, 也使得公司的财务费用长期保持低位, 2020 年仅为 -0.6%。

图表 36 2016-2020 年，可比公司销售费用率对比



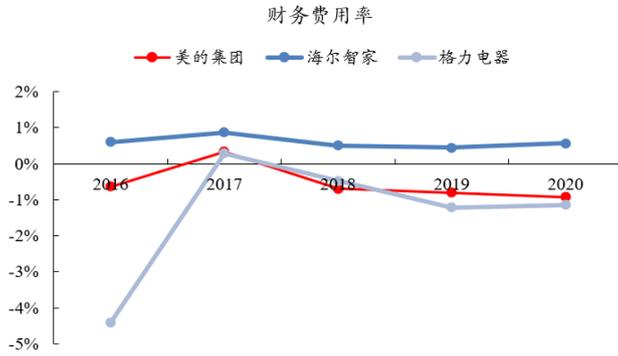
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 37 2016-2020 年，可比公司管理费用率对比



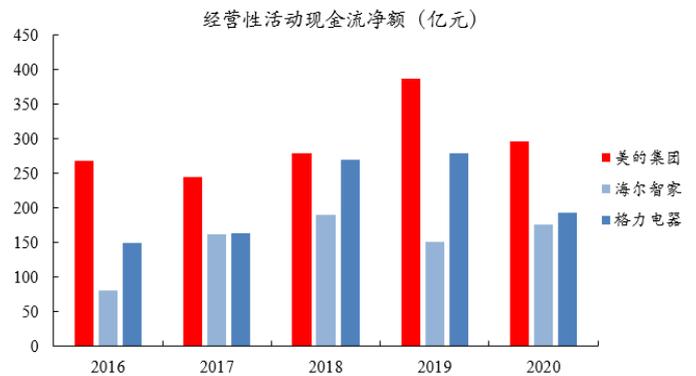
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 38 2016-2020 年，可比公司财务费用率对比



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 39 2016-2020 年，可比公司经营现金流净额对比



资料来源: wind, 华安证券研究所

## 2 核心竞争力：优秀的组织基因及其表达

### 2.1 竞争力源泉：优秀的组织基因

优秀的创始人团队创立的组织基因，是公司的竞争力源泉。我们致力于通过对企业剥茧抽丝，除去企业表面不同的存在形式，找寻本质的、可以反复实践的、一旦再次出现可以据此大致判断成功与否的企业成功范式。从根源上来说，优秀的企业总是相似的，不幸的企业却各有各的不幸。而美的无疑是一家优秀的企业，五十余年久经考验，终在家电行业执牛耳。究其根本，离不开以何享健先生为首的创始人团队在关键时点和面临关键变化时，强有力地执行了正确的战略决策，并在连续的企业实践中，将创始人团队优秀的经营原则灌注进美的基因，塑造出美的优秀的企业文化和价值观，孕育出高效的企业治理结构，指引美的在变革中不断做正确的事，为客户持续创造价值，穿越多轮经济和产业周期。

知名投资人张磊先生在《价值》一书中曾对企业创始人和组织有如下论断：

- 看人，就是看拥有伟大格局观的创始人（能够聚人，可以财散人聚，注重企业文化和理念，懂得自己的边界，并且目光长远，想做大事），看他的内心操守和价值追求，看他对商业模式本质的理解与投资是否一致；

- 看组织，就是看创业者所创立的组织基因，是否能够把每个细胞的能量充分释放，看组织的内在生命力能否适应当时的经济周期、产业周期。看组织，还要看能否从强大的文化与价值观中孕育出优秀的治理结构、科学的决策机制与管理流程等系统能力，能否让产品更优质，服务更人性化，能否把个人能力升华为组织能力。

这是张磊先生二十年的投资经验总结，我们通过翻阅何享健先生的讲话资料、梳理美的 52 年的企业实践，在何享健先生和公司本身看到了相似的人格特质和组织特征。

图表 40 何享健先生管理思想一览

	时间	来源	讲话资料
目标	2002年	《美的报》	无论在什么时候，我始终有一个清楚的目标——把美的办成一个非常好的、非常成功的企业！
	2006年	《美的报》	美的要成为具备国际竞争能力的多元化综合性制造产业集团，跻身于世界白色家电前三强。
	2008年	《南方周报》	2005年美的销售额为530亿元，到2010年要达到1000亿元。（2008年实际达到目标）所以我们做了调整，计划在2010年实现1200亿元销售目标。以这样的目标，美的将跻身世界500强企业之列。
人才观和组织管理思想	2001年	在第六届人才科技大会上的讲话	我们必须根据集团人力资源“十五”规划，全面提升人才素质，特别是经营性、管理型、科研型和国际性人才的引进和培养，壮大职业经理人队伍，继续研究并创新出更为优秀的激励机制和利益分配机制，尤其要科学管理职业经理人及经理层，并对其异动情况形成报告制度。
	2002年	《经济观察报》	我们不断地调整、不断地重组，搭好平台，干得好有好处，干不好就淘汰。当然这样比较残酷，所以我们设置了退出机制，有一个保障体系，比如出现不适应情况时，给人家一个下台阶的过程，或者给人家一定的补偿。这种制度我们1995年就有，而且还在不断完善。
	2002年	《经济观察报》	要持续发展，最根本的是人。GE就做得很好，我们也主要就是学习GE。我已经交代我们的管理部门专门对美国和韩国几个著名企业的治理结构进行研究，看看人家对职业经理人、对经理层的利益关系怎么处理，人家的分配制度怎么建立。
	2007年	2007H1内部工作总结暨H2工作计划大会	要重视基层员工，保障员工最低工资标准和福利，要改善生产工作环境，稳定员工心态，做“最佳雇主”。要保证美的在本地区、行业内的薪酬、奖励、福利最优。
	2008年	《美的报》	美的成功有两大成功关键，一是开放用人，二是科学管理。20世纪70年代我们用北漂人，80年代用顺德人，90年代用全国各地的人，21世纪我们用全世界的优秀人才。我们要做到本土人才的国际化，国际人才的本土化。
	2008年	《何享健谈美的战略》	我最烦的是给我开车门、提包擦鞋的人，最喜欢的是能创造业绩并给我提意见的人。
企业扩张战略	1998年	何享健和邓伟考察国内市场，与当地政府部门会谈时讲话	美的发展外延项目，并不意味着盲目发展，什么都做，美的坚持相关多元化战略，紧密围绕自己的核心能力、核心技术，只做自己最熟悉的，只向相关的领域扩张...对外扩张不跟风、不冒进，积极稳健，上一个项目成功一个项目，循序渐进，脚踏实地。
	1999年	在第四届人才科技大会上的讲话	在进入一个新产品领域时，我一直坚持一个原则：进入一个产品领域一定要做到全国行业前三名，否则就不进入。
	2002年	《经济观察报》	我们的原则是不熟不做，我们的法宝就是“咬定家电不放松”。有人说我们这几年横向发展是保守，实际上我们是稳健，没有乱来。
	2008年	《何享健：沉默的顺德人，可怕的顺德人》	对于企业扩张，我坚持“不背包袱、不扛大旗、不要冒进”的原则。宁可走慢一两步，不能走错半步。

资料来源：《静水流深——何享健的千亿历程》，华安证券研究所

“唯一不变的就是变”，善于学习和驱动变革是美的组织基因的重要特征。美的创业五十余年，不断学习、不断变革：跟三洋、东芝、开利等学白电和小家电技术，跟松下、GE等学多元化业务管理，跟格力学渠道模式，跟海尔学供应链管理/品牌出海，“道之所存，师之所存”。多年来，美的坚持走“引进、吸收、消化，再加以提高”的科技创新之路，辅以自上而下的战略定力和坚决执行力，不断推陈出新。何享健先生和方洪波先生曾对美的变革做过相似论述：“在美的，唯一不变的就是变”，“在美的，没有什么是不可以否定的”。

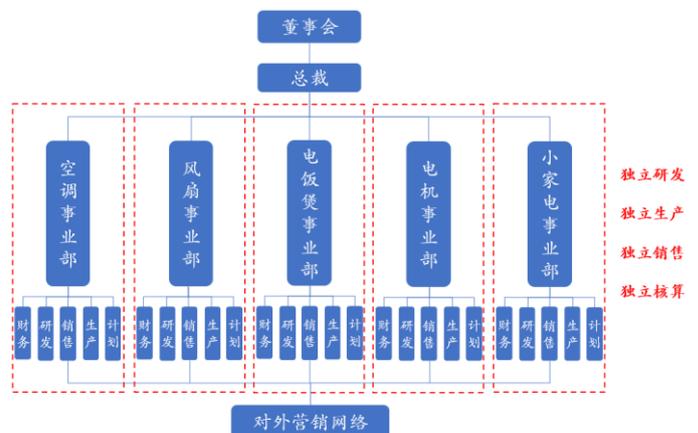
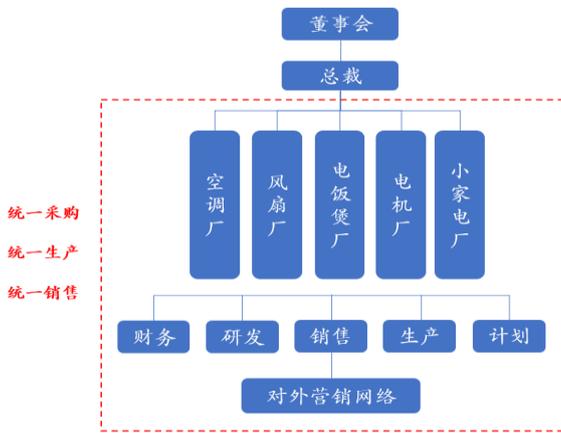
在不断的学习中，美的基因逐渐沉淀下两项核心表达：事业部制和职业经理人制。事业部制有效平衡了多元化业务发展问题，而职业经理人制则释放出企业的巨大经营活力，或者说，事业部制回答了美的如何发展多元化业务问题，是顶层设计，而职业经理人制则为多元化发展的实现提供了可持续的实施路径，二者构成一套组合拳，相辅相成。

## 2.2 基因表达一：事业部制，多元化发展的顶层设计

事业部制是美的多元化业务发展关键时点的关键变革。1997 年之前，美的仍沿用较为单一的直线职能制组织架构，步调一致、高度集权，该模式适用于美的创业初期产品结构单一、销量大和决策信息少的场景。但 1993 年上市后，伴随多元化业务的快速扩张和竞争环境的日益复杂，这套机制逐渐失灵，表现为 1993-1996 年公司营收虽高速增长，年均增速达 38.7%，但利润年均增速却仍为负值：-8.5%，至 1997 年亚洲金融危机导致宏观经济恶化时，公司前期积累的问题集中爆发，营收增速从前一年的+29%骤降至-13%，空调业务份额从前三滑至第七，风扇业务亦有所萎缩。在此背景下，何享健先生引入松下事业部制，以产品为中心划分事业部，美的事业部成为集研发、采购、生产、销售于一体，独立运营、独立核算的经营主体和利润中心，集团则成为投资、监控和服务中心。经过改革，美的成立了空调、电风扇、电饭煲、小家电、电机等五个事业部。

图表 41 1997 年改革前公司的组织架构

图表 42 1997 年改革后的组织架构



资料来源：公司公告，华安证券研究所

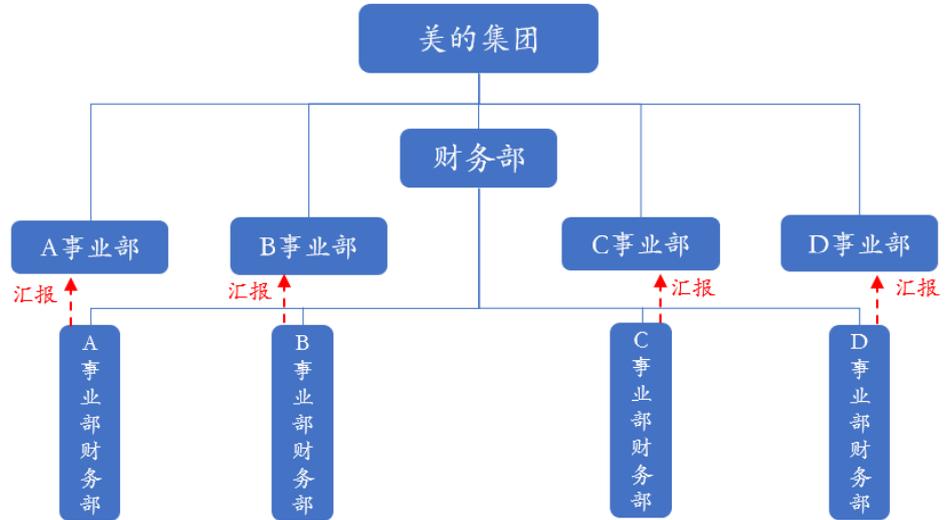
资料来源：公司公告，华安证券研究所

事业部制的核心在于分权和集权，公司目前已形成一套“集权有道、分权有序、授权有章、用权有度”的内部授权模式。事业部制在国内外企业中应用较多，但往往出现“一放就乱、一收就死”的管理困境，分权和集权的平衡是事业部制成功实施的关键。1997 年美的全面推行事业部制改造后，1998 年紧跟着在公司内部推出《分权手册》，对集团和事业部、部门 and 个人的“责、权、利”进行明确划分：集团主要负责战略规划、资本运作、品牌管理等偏宏观的战略层面决策，通过把控财务、人力、预算等进而把控各事业部；而事业部则被赋予独立的决策及经营自主权，在战术层面上负责落地执行上层规划目标；针对部门和个人，手册将公司内部经营中涉及到的各项事项列清，注明部门在事项中的权利，并把相应的权力和责任分拆到部门和部门负责人，使得集团在进行业绩考核或事业部运营复盘时，可较为精准地完成溯源定责。

一体化的财务体系是总部实现集权的核心举措。美的各事业部都配置专门的财务部门，它们一方面对业务口的人员和账务进行直接监管，另一方面全力支持业务部门，承担运营管理职责。但事业部的财务总监却归属集团直管，资金管理的统一归口也在集团总部，实行统收统支，即每笔收入都要流入集团财务中心，每笔支出都需经过集团财务中心审批。通过对资金流的严格控制，集团可有效监管各事业部的日常运营，并通过对事先确立的若干项关键指标进行严格考核，及时发现和调整事业部运营问题，从而保障

集团整体的财务稳健。同时，这也成为公司实现强执行力的重要抓手，使得公司在以往变革中可完成在年度甚至半年度级别上的重要战略调整和纠偏。

图表 43 集团通过财务一体化实现集权与监督



资料来源：华安证券研究所整理

### 2.3 基因表达二：职业经理人制，多元化发展的可持续实施路径

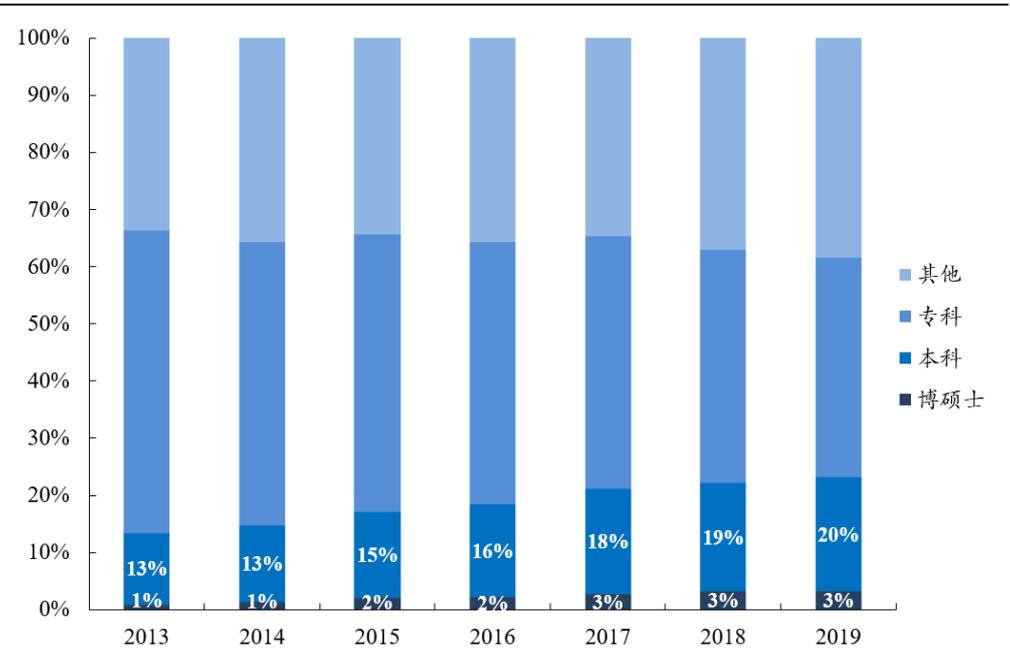
职业经理人制实现了去家族化，形成“能者上，庸者下”的人才竞争氛围，激发出企业巨大的经营活力。何享健先生于上世纪 90 年代初开始大力引进人才，1991 年高薪引入博士马军作为标志性事件，通过光明日报的头版报道引发巨大的社会反响，伯乐相马声名远播，吸引大批人才南下美的，公司当前高管团队即多数于 1992-2002 年间入职。1997 年公司事业部制改造完成后，在极大提升各事业部经营自主权的同时，也进一步推升公司的人才需求，加大公司的人才管理难度。公司通过建立以业绩为导向的职业经理人制度，逐渐形成公平、公正、公开的人才赛马机制，在提高公司的人才吸引力的同时，培养出“能者上，庸者下”的企业文化，使得胜者为王、强者更强，激发出巨大的经营活力。

图表 44 美的现任高管多数于 1992-2000 年间入职

姓名	职务	学历	出生年份	入职年份	个人简历
方洪波	总裁	硕士	1967	1992	曾任美的空调事业部总经理,美的制冷家电集团总裁,美的电器董事长兼总裁等职务,现任公司董事长兼总裁,同时任无锡小天鹅董事长及库卡集团监事会成员等职务。
顾炎氏	副总裁	博士	1963	2000	曾任美的企划投资部总监,美的制冷家电集团海外战略发展部总监,美的制冷家电集团副总裁兼市场部海外业务拓展总监,美的集团海外战略部总监等职务,现任公司董事、副总裁兼库卡集团监事会主席等职务。
胡自强	副总裁	博士	1957	2012	曾任职于GE,三星,并曾任无锡小天鹅副总经理,现任公司副总裁,兼任美的集团创新中心负责人。
王金亮	副总裁	硕士	1967	1995	曾任美的中国营销总部副总裁,美的电器副总裁兼市场部总监等职务,现任公司副总裁
殷必彤	副总裁	硕士	1968	1999	曾任美的空调国内营销公司总经理助理和市场总监,无锡小天鹅董事兼总经理,现任公司董事,副总裁兼家用空调事业部总经理等职务。
王建国	副总裁	硕士	1976	1999	曾任家用空调事业部供应链管理部部长,行政与人力资源部总监,冰箱事业部总经理等职务,现任公司副总裁兼高端品牌公司总经理。
张小懿	副总裁	硕士	1973	2010	曾任美的集团流程IT海外系统部长,供应链系统部长,总监等职务,现任美的集团副总裁,CIO兼IT总监。
李国林	副总裁	硕士	1976	1998	曾任美的集团家用空调事业部副总裁,生活电器事业部总裁,现任公司副总裁,制造技术研究院院长。
蔡伟定	首席财务官	本科	1982	2021	芝加哥大学学士学位,主修经济学和统计学,2011-2015年就职于摩根大通,担任执行董事负责北亚区并购业务;2015-2019年就职于华兴资本,担任董事总经理兼并购业务部联席主管;2019-2021年就职于汇丰银行,负责亚洲区科技类并购业务。
钟铮	财务总监	硕士	1982	2002	曾任家用空调事业部广州工厂,国内营销公司和海外营销公司财务经理,金融中心、部品事业部财经总监,美的集团审计总监等职务,现任美的集团财务总监。
江鹏	董事会秘书	硕士	1973	2007	曾任美的电器证券事务代表,董事会秘书,现任公司董事会秘书,已取得深交所颁发的董事会秘书资格证书。

资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 45 公司本科及以上学历员工占比稳步提升



来源: wind, 华安证券研究所

滚动激励体系深度绑定公司核心团队利益,有效兼顾公司中长期战略发展目标。美的最早于 1999 年试点员工持股制度,2014 年集团整体上市后,同年颁布第一期股票期权激励计划,随后每年公司都推出新的人才激励计划。截至 2020 年,公司共颁布 7 期股票期权计划、4 期限限制性股票计划和 6 期合伙人计划,激励对象覆盖从公司高管到中基层业务骨干的广泛群体,充分绑定公司核心团队利益。同时,通过滚动设置激励计划的考核目标,引导员工关注企业的中长期发展,有效制约了因短期利益而损失中长期利益的短视行为,保障公司的可持续化发展。

图表 46 针对中高层管理人员和中基层技术人员颁布的 7 期股票期权激励计划

激励措施	激励对象	年份	授予数量 (万份)	行权价格 (元/股)	占股本 比例	考核目标
股票期权	总部及各事业部的中高层管理人员及业务技术骨干人员	2014	4060.2	48.79	2.41%	2014-2016年, 净利润和净资产收益率不低于15%/32%/52%和20%/44%/72%;
		2015	8430	31.54	2.00%	2015-2017年, 净利润和净资产收益率不低于15%/32%/52%和20%/44%/72%;
		2016	12753	21.35	1.98%	2016-2018年, 净利润不低于前3个会计年度的平均水平;
	侧重于研发、制造、品质等科技人员及相关中基层管理人员	2017	9898.2	33.72	1.53%	2017-2019年, 净利润不低于前3个会计年度的平均水平;
		2018	6208	57.54	0.94%	2018-2021年, 净利润不低于前3个会计年度的平均水平;
		2019	4724	54.17	0.72%	2019-2023年, 净利润不低于前3个会计年度的平均水平;
		2020	6526	52.02	0.93%	2020-2022年, 净利润不低于前3个会计年度的平均水平;

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 47 针对高管颁布的 4 期限制性股票激励计划

激励措施	激励对象	年份	授予数量 (万份)	行权价格 (元/股)	占股本 比例	考核目标
限制性股票	对经营单位和部门承担主要管理责任的高层管理人员及董事会认为对公司经营业绩和未来发展有直接影响的其他管理人员	2017	2979	16.86	0.46%	2017-2019年, 净利润不低于前3个会计年度的平均水平;
		2018	2501	28.77	0.38%	2018-2020年, 净利润不低于前3个会计年度的平均水平;
		2019	3035	27.09	0.46%	2019-2023年, 净利润不低于前3个会计年度的平均水平;
		2020	3418	26.01	0.49%	2020-2022年, 净利润不低于前3个会计年度的平均水平;

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 48 针对高管颁布的 6 期合伙人计划

激励计划	激励对象	年份	专项基金 (万元)	占上一 年度净利润 比例	业绩考核指标
合伙人计划	总裁、副总裁、事业部总经理及其他高管	2015	11500	1.00%	2015年归母净利润增长率/加权平均净资产收益率分别不低于15%/20%;
合伙人计划	总裁、副总裁、事业部总经理及其他高管	2016	8050	0.60%	2016年加权平均净资产收益率不低于20%;
合伙人计划	总裁、副总裁、事业部总经理及其他高管	2017	9900	0.60%	2017年加权平均净资产收益率不低于20%;
全球合伙人计划	总裁、副总裁, 事业部及经营单位总经理和其他高管	2018	18250	0.98%	2018年加权平均净资产收益率不低于20%;
事业合伙人计划	除全球合伙人外的副总裁, 经营单位总经理和其他高管	2018	9785	0.53%	
全球合伙人计划	总裁、副总裁, 下属单位总裁和总经理	2019	18582	0.92%	2019年度加权平均净资产收益率不低于20%;
事业合伙人计划	除全球合伙人以外的副总裁, 下属单位总经理和其他高管	2019	9300	0.46%	
全球合伙人计划	总裁、副总裁及其他高管, 下属单位总裁或总经理	2020	18410	0.76%	2020-2022年归母净利润不低于前两个会计年度的平均水平;
事业合伙人计划	除全球合伙人以外的副总裁及其他高管, 下属单位总经理和其他高层	2020	9750	0.40%	

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

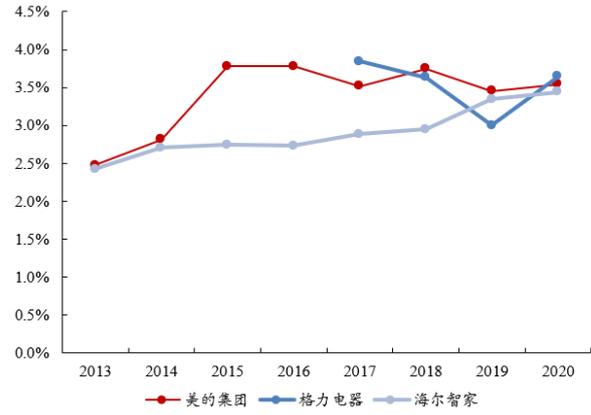
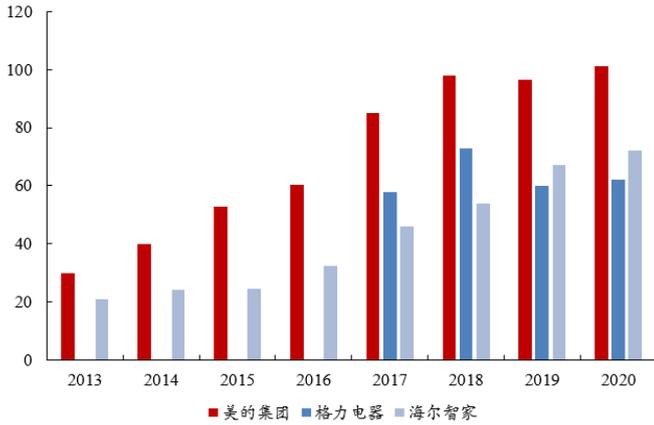
## 3 核心看点一: 研发加码+渠道变革, 驱动价值链重塑, 不断挖深护城河

### 3.1 研发不断加码, 市场份额稳步提升

从“产品领先”到“科技领先”, 不断加大投入力度, 构建研发规模优势。2011年, 公司经营策略从“规模导向”转变为“利润导向”, 确立“产品领先、效率驱动、全球布局”的三大战略主轴, 回归产品本身, 注重品质提升, 不断加大研发投入, 2013-2020年, 公司累计研发投入达 564 亿元, 在欧盟公布的“2019 年全球 2500 家企业研发投入排行榜”中列全球第 129 位, 稳居我国家电行业首位。2020 年底, 公司战略主轴再次升级, 确立为“科技领先、数智驱动、用户直达、全球突破”, 进一步凸显科技属性, 预计公司的研发高投入趋势有望延续, 研发规模优势可期。

图表 49 2013-2020 年，公司累计投入研发费用 564 亿元

图表 50 2013-2020 年，公司研发费用率处于行业前列



资料来源: wind, 华安证券研究所

资料来源: wind, 华安证券研究所

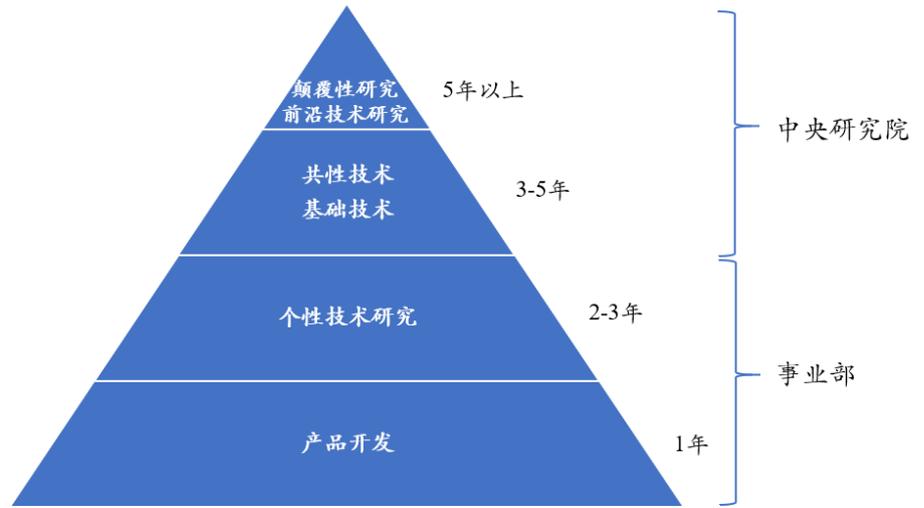
图表 51 “2019 年全球 2500 家企业研发投入排行榜”之中国 top20

世界排名	公司名称	所处行业	研发投入 (百万欧元)
3	华为	技术硬件和设备	16713
26	阿里巴巴	软件和计算机	5488
46	腾讯	软件和计算机	3871
54	中国建筑	建筑和材料	2787
66	百度	软件和计算机	2337
73	中国铁建	建筑和材料	2106
74	国铁集团	建筑和材料	2104
78	中石油	石油和天然气	1996
81	上汽集团	汽车及零配件	1881
95	中兴	技术硬件和设备	1659
102	中国联通	建筑和材料	1570
107	中国中车	工业工程	1479
109	中国电建	建筑和材料	1439
120	携程	旅游	1359
127	中国冶金科工集团	通用工业	1253
129	美的集团	家电	1228
137	中石化	石油和天然气	1197
146	网易	软件和计算机	1113
154	比亚迪	电子电气设备	1056
155	联想集团	技术硬件和设备	1054

资料来源: 欧盟委员会, 华安证券研究所

以中央研究院和事业部为核心构建四级研发体系，合理分配研发任务，有效平衡短期和中长期目标。2014 年，公司组建中央研究院，建立四级研发体系，将中央研究院的研发任务定位为 5 年以上的颠覆性研究、前沿技术研究以及 3-5 年共性技术和基础研究。事业部则定位为 1-2 年新品开发和 2-3 年个性技术研究。我们认为，公司通过将过去事业部因背负考核指标而不愿长期投入的研发任务归集到中央研究院，一方面，有效缓解了事业部作为利润中心的短期经营压力，另一方面，也为公司中长期的战略发展积淀深厚的技术储备。

图表 52 公司两层四级研发体系



资料来源：公司 CSR 报告，华安证券研究所

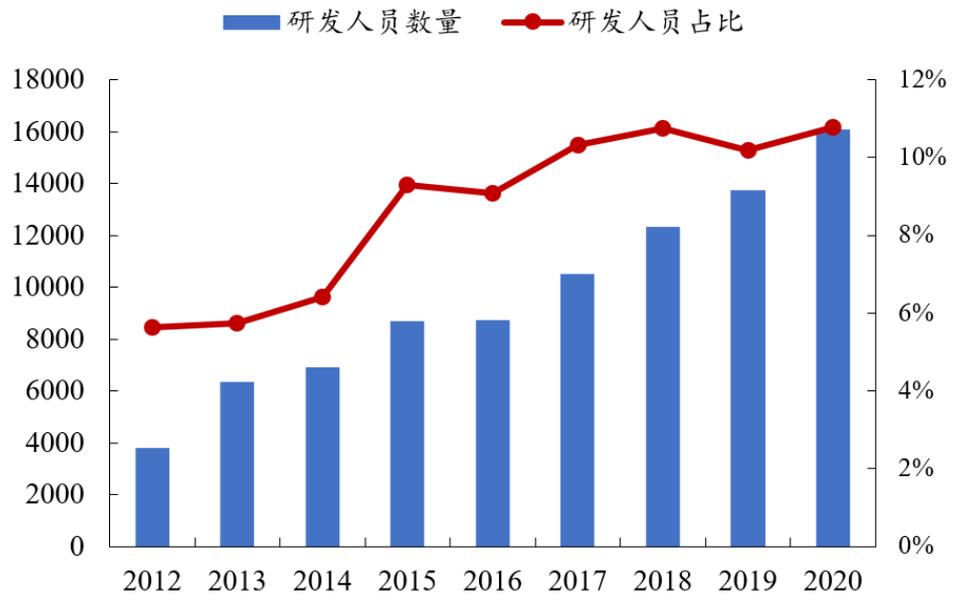
截至 2020 年，公司已在全球 11 个国家设有 28 个研究中心，逐步形成“2+4+N”全球化研发网络。其中，国内以顺德总部全球创新中心和筹建中的上海全球创新园区为核心，海外以美国研发中心、德国研发中心、日本研发中心、意大利米兰设计中心为主。截至 2020 年，公司全球研发人员超过 15000 人，外籍资深专家超过 500 人，研发人员占比达 10.8%，充足的人才储备为公司保持技术领先和实现技术突破打下稳固基础。

图表 53 美的集团“2+4+N”全球化研发网络



资料来源：公司 CSR 报告，华安证券研究所

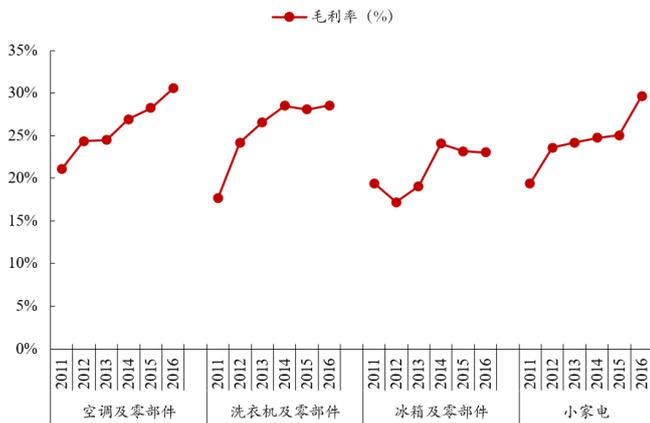
图表 54 公司研发人员数量和占比稳步提升



资料来源: wind, 华安证券研究所

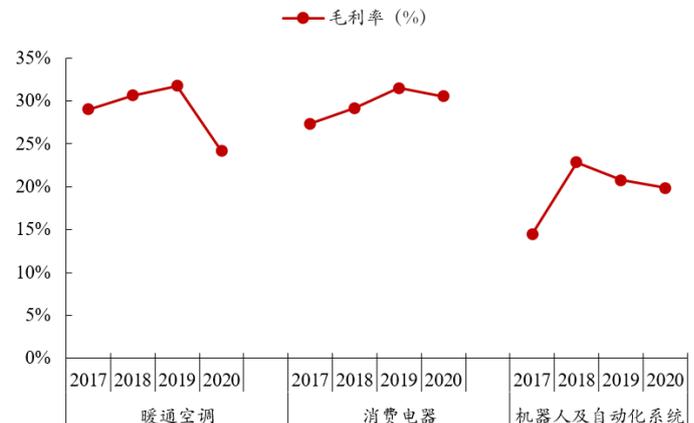
2011 年以来,公司 ToC 核心品类的毛利率进入单向上行通道,稳步提升。2011-2016 年,公司空调、冰箱、洗衣机和小家电业务毛利率逐年改善,至 2019 年,消费电器(冰洗和小家电)和暖通电器(家用空调和中央空调)毛利率均达到约 32%,相较于 2011 年约 20%的毛利率水平,实现大幅提升(不考虑 2020 年疫情特殊原因)。

图表 55 公司 ToC 核心品类毛利率稳步提升(年报披露口径调整后)



资料来源: wind, 华安证券研究所

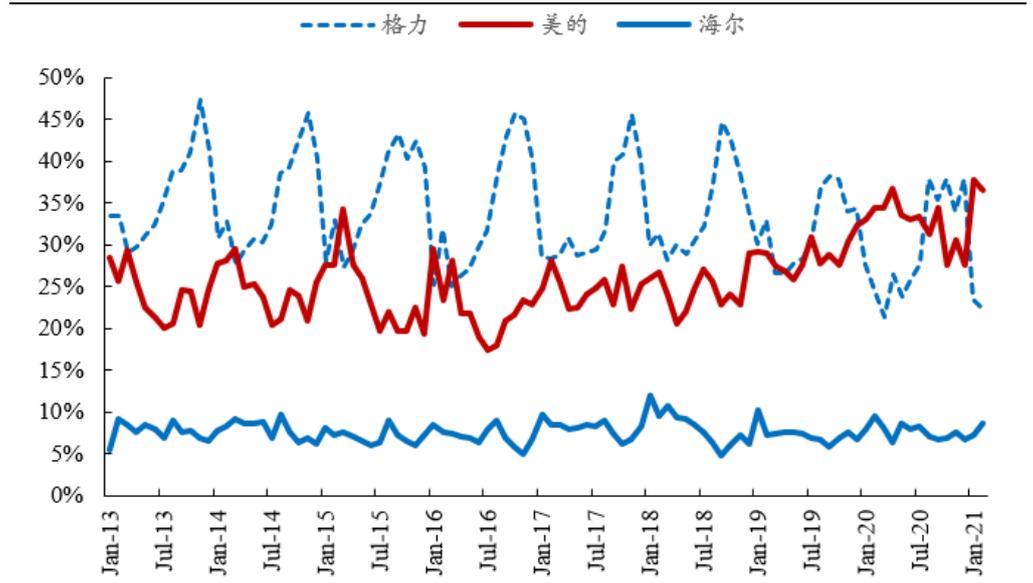
图表 56 公司 ToC 核心品类毛利率稳步提升(年报披露口径调整后)



资料来源: wind, 华安证券研究所

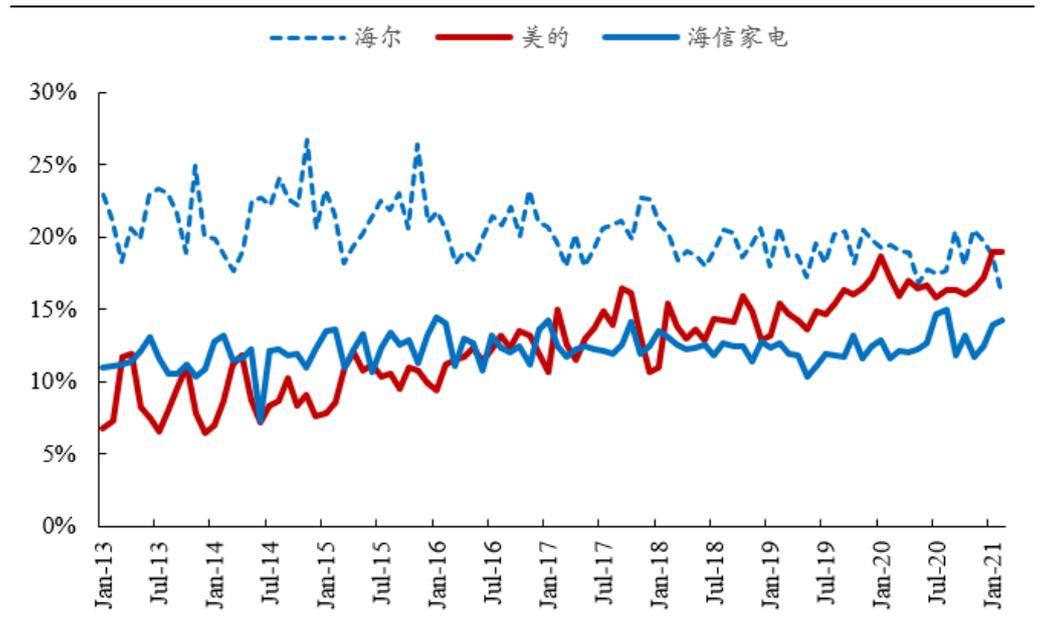
同时,公司核心品类的市场份额亦逐年攀高。以空调、冰箱、洗衣机为例,据产业在线数据,至 2020 年底,公司空、冰、洗的销量市占率分别达到约 35%、20%和 25%,与格力、海尔的差距逐步缩小,部分月份实现反超,竞争状态从追赶逐步扭转为领先。我们认为,这一局面的改善,充分说明了公司在研发端高投入锻造出的产品力得到了市场消费者的广泛认可,也体现出公司管理层在 2011 年行业格局混乱状态下,实施变规模导向为利润导向、加大研发投入回归产品本身的战略判断精准、执行到位。

图表 57 美的空调销量市占率赶超格力



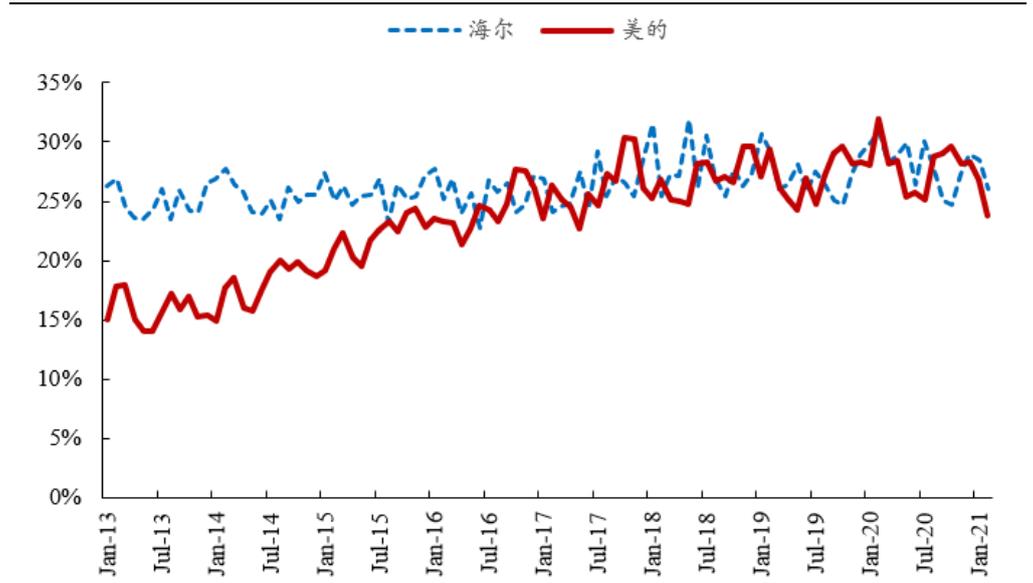
资料来源：产业在线，华安证券研究所

图表 58 美的冰箱销量市占率赶超海尔



资料来源：产业在线，华安证券研究所

图表 59 美的洗衣机销量市占率赶超海尔



资料来源：产业在线，华安证券研究所

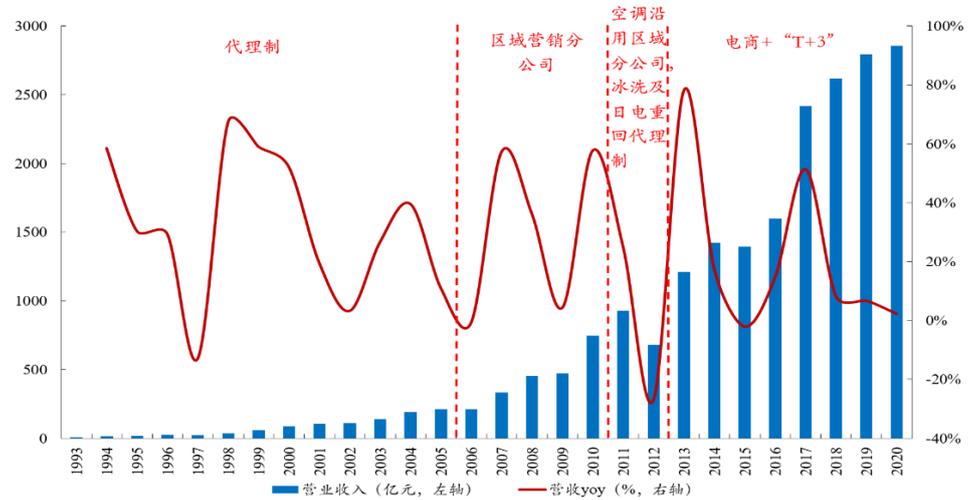
### 3.2 渠道不破不立，运营效率持续释放

顺势而为，多轮渠道调整不断释放运营效率。公司的渠道调整可大致分为几个阶段：

- **2005 年以前，公司采取“代理商制度”。**此时，公司的销售通路可概括为：“美的电器-一级代理商-二级代理商-经销商”，其中，仅一级经销商与公司建立直接的经销关系，公司以卖断形式将产品销售给一级代理商，再由一级代理商及其分销商进一步将产品向下分销。公司在与一级代理商合作中，主要提供必要的广告投放和品牌推广等，具体的销售安排由一级代理商负责；
- **2005-2011 年，公司学习友商建立区域营销分公司。**2004 年“格力国美事件”的爆发，充分暴露出渠道集中的风险，有鉴于此，公司学习格力与代理商合资设立区域营销分公司。营销分公司的总理由美的派驻，负责具体运营，董事长则一般由代理商担任，负责监督运营和对外关系沟通。2009 年，公司成立中国营销总部，在制冷集团内部，将原先隶属于空调、冰箱、洗衣机事业部的营销工作全部归集到中国营销总部进行统一管理。至 2011 年，公司日电集团亦全部完成区域营销分公司制度，直接对接中国营销总部；
- **2011-2012 年，冰洗及日电集团重回代理商制度，空调仍沿用区域营销分公司制度。**“家电下乡”等一系列行业政策红利的消退，同时叠加地产调控，导致在 2011 年末公司的营销分公司陆续出现亏损，庞大的外派营销团队亦构成沉重的成本负担。基于此，公司一方面坚持“研产销”一体化，撤销中国营销总部，将渠道管理权限返还给各事业部；另一方面精简团队，除在空调事业部沿用区域营销分公司制度外，冰洗和日电集团重新回归代理商制度；
- **2013-至今，一方面大力发展电商，推动 O2O 新零售；另一方面推行“T+3”模式，驱动渠道流程重塑。**公司于 2014 年先后成立美的电商公司、美的集团天猫全品类官方综合旗舰店，并启动运营美的集团官方商城，紧抓线上渠道红利，同时大力布局

线下旗舰店和体验中心，推动形成 O2O 新零售业态，不断优化渠道结构。此外，为了应对新消费场景下的需求变化，公司开始尝试颠覆原有渠道流程，在洗衣机事业部首推“T+3”模式取得成功，逐步拓展到空调事业部等，在渠道端持续挖潜。

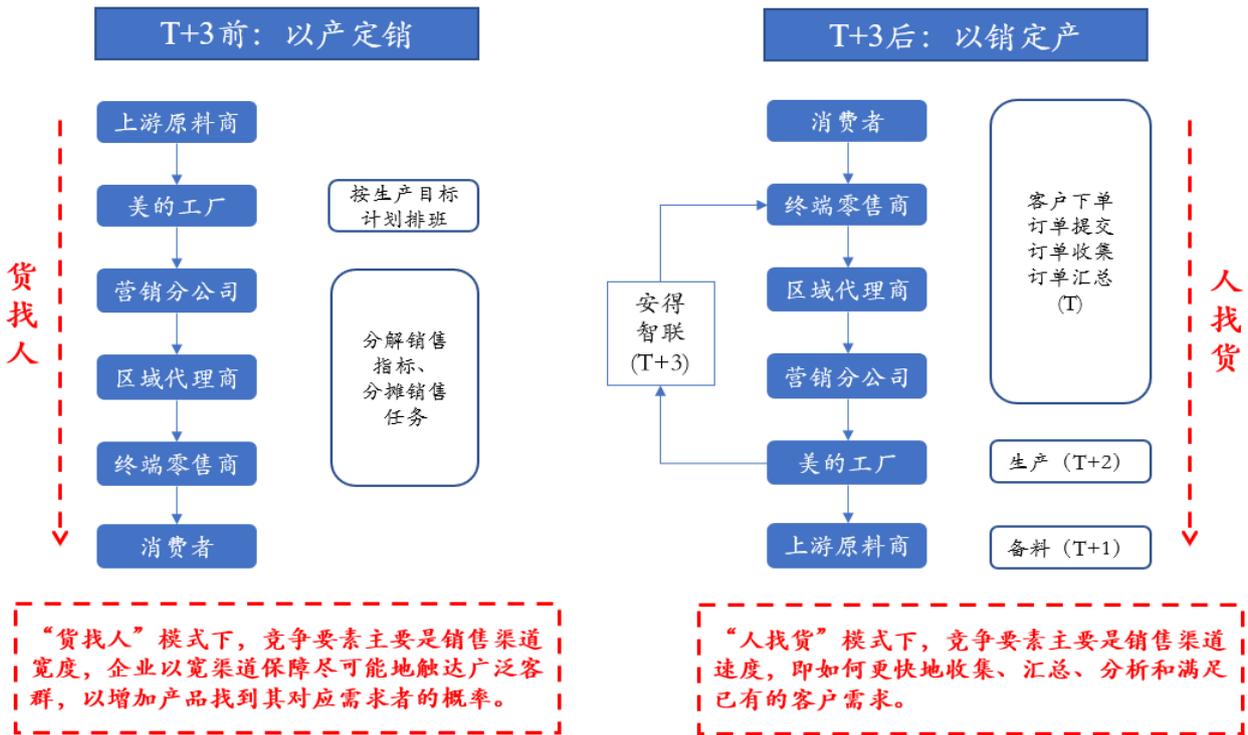
图表 60 公司渠道变革重要阶段划分及营收变化



资料来源：wind，华安证券研究所

**为什么说“T+3”模式颠覆了原有渠道流程，以及“T+3”模式的必要性？**我们认为，在消费升级背景下，传统的家电消费逐步从供给决定需求转变为需求决定供给、从耐用品思维转变为快消品思维，因此，在产能充足和供应链成熟条件下，需求的个性化和多元化发展倒逼企业必须快速、精准地生产出契合消费者需求的产品，进而完成快速周转和保持市场竞争力，尤其是小米、京东等互联网企业的入局使得这一转变变得更加迫切。而“T+3”模式颠覆了美的原有生产及销售模式，变“以产定销”为“以销定产”，公司通过加大对消费者“以脚投票”的需求决策进行收集，并增强对其理解和分析来指导生产，降低了以往通过预测市场需求安排生产的不确定性，实现了从“货找人”模式到“人找货”模式的转变，提高了产品开发的成功率，并带来一系列运营效率指标的提升。

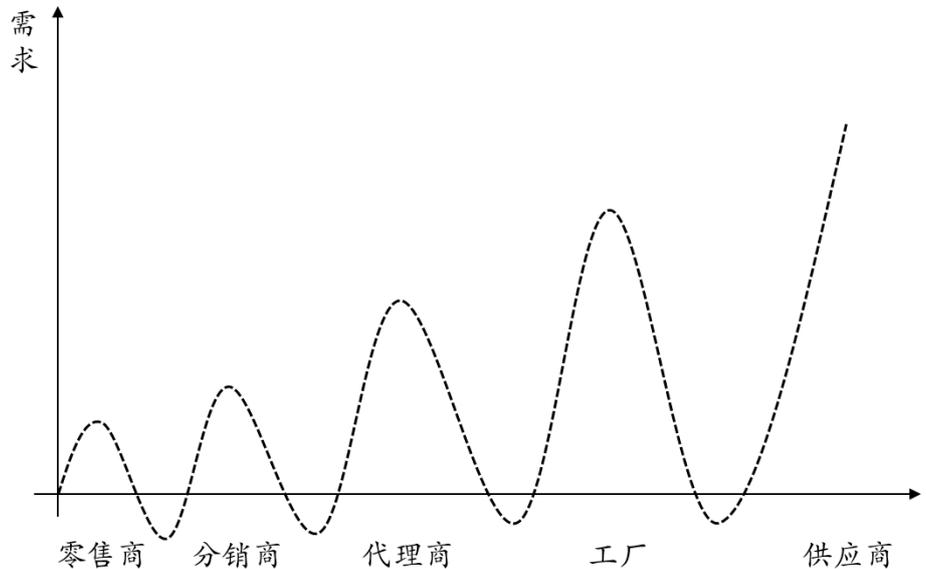
图表 61 “T+3”模式：从“货找人”到“人找货”（小天鹅时期）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

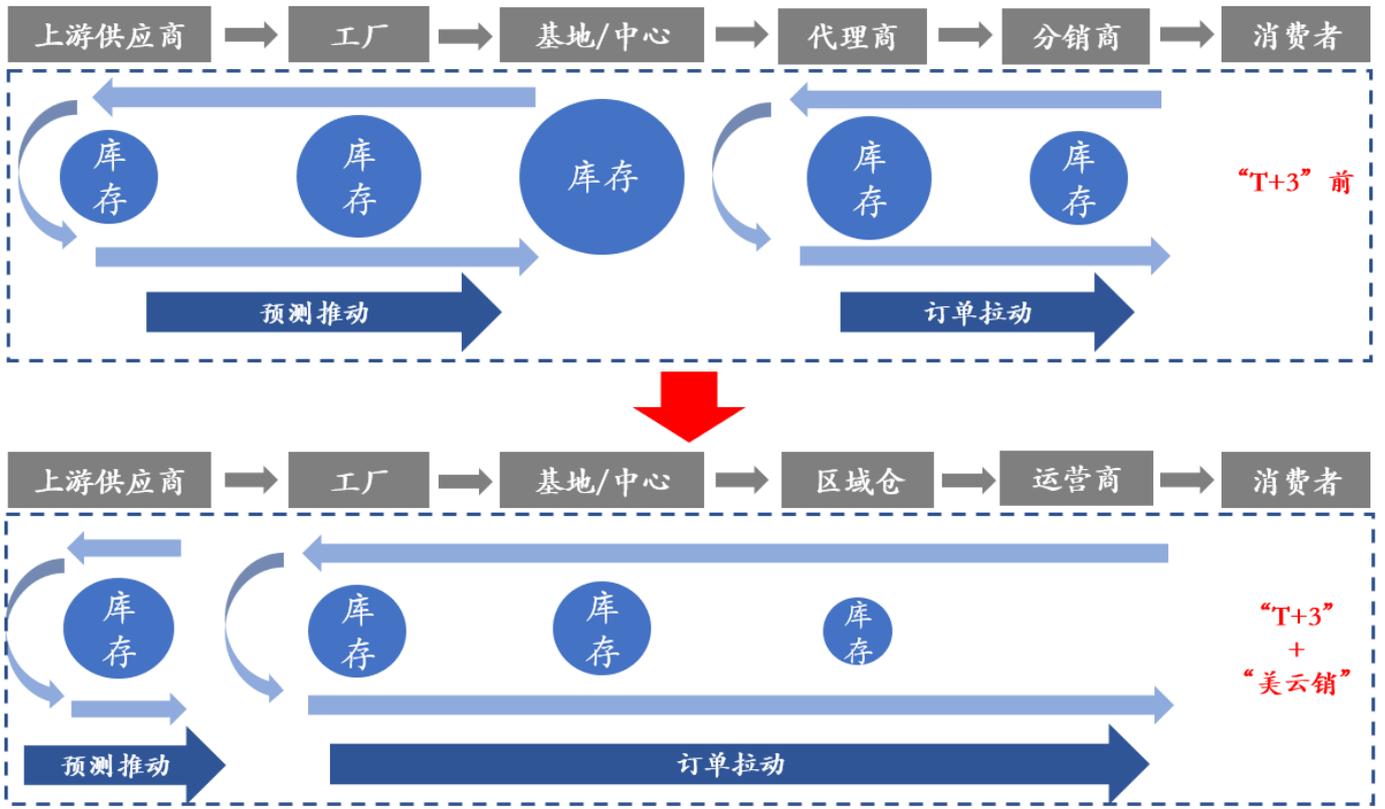
公司工厂通过美云销订单系统直达终端小 B（运营商），减少“牛鞭效应”影响，增强需求预测能力，有力保障了“T+3”模式落地，亦可实现全流通渠道的降库存。公司通过削减渠道层级，将原先代理商、分销商全部转变为门店运营商，只负责终端销售、形象展示、用户体验等，当运营商掌握客户需求后，可通过“美云销”订单系统直接向美的工厂下单，有效减少了“牛鞭效应”对需求预测的干扰，增强工厂和上游供应商的需求预测精度，实现低库存、快周转，有力保障了“T+3”模式的落地效果。

图表 62 “牛鞭效应”导致零售端需求波动被逐级放大，干扰上游需求预测



资料来源：华安证券研究所整理

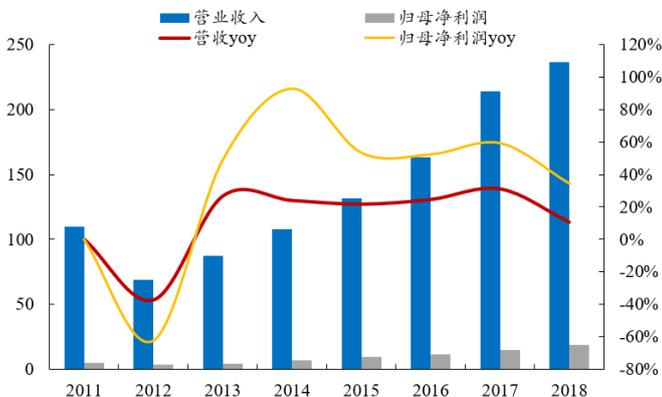
图表 63 美的“T+3”+“美云销”，加快信息流，有望推动公司同时实现低库存和快周转



资料来源：公司公告，华安证券研究所

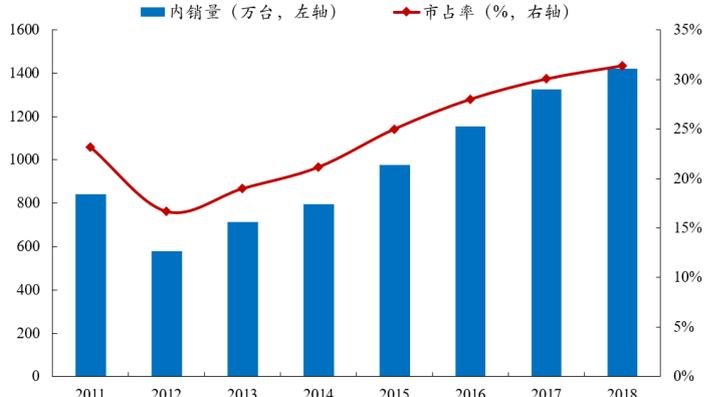
“T+3”模式改善了小天鹅的运营效率，多项运营指标显著提升。2013 年“T+3”模式率先在公司洗衣机事业部执行后，在洗衣机行业销量增长多年低位徘徊背景下，公司营业收入和归母净利润却保持多年高速增长，2012-2018 年，公司营收和归母净利润年均复合增长率分别达到 27.9%和 40.6%。与此同时，公司洗衣机内销市场份额也保持稳步提升，相较 2012 年，2018 年洗衣机的内销量和市占率均实现大幅上涨，在国内稳居第一梯队。

图表 64 2012-2018 年，小天鹅营收和净利润快速增长



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 65 2012-2018 年，小天鹅内销量和市占率稳步提升

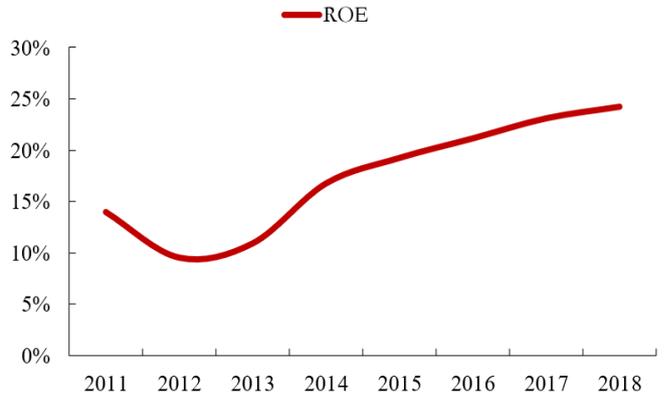
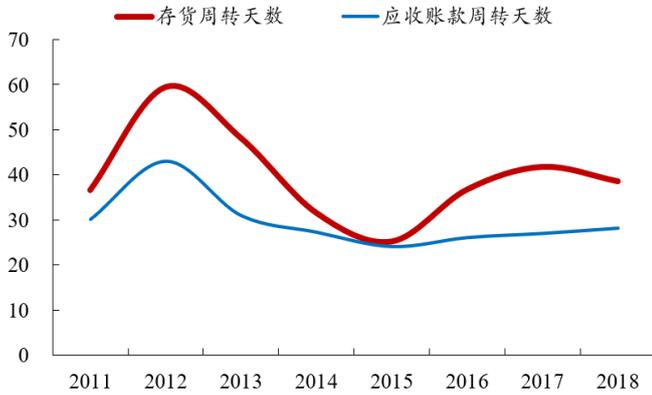


资料来源：wind，华安证券研究所

小天鹅的盈利能力亦实现大幅提升。小天鹅的毛利率和净利率分别从 2012 年的 22.6%/5.5% 提升至 2018 年 26.2%/9.0%，分别同比+15.9%/+63.6%，存货周转天数和应收账款周转天数相较 2012 年高点亦有明显改善，分别从 59.4 天/43.1 天下降到 38.5 天/28.1 天，分别同比-35.2%/-34.8%。同时，净利率和资产周转率的改善，推动公司的 ROE 水平从 2012 年后稳步提升，至 2018 年高达 25%，业内领先。

图表 66 小天鹅存货和应收账款周转加快

图表 67 2018 年小天鹅 ROE 达 25%，业内领先



资料来源: wind, 华安证券研究所

资料来源: wind, 华安证券研究所

## 4 核心看点二：产业扩张+全球突破，推动能力圈外移，不断拓宽护城河

### 4.1 积极布局新兴产业，ToB 业务发展可期

2020 年 12 月 31 日，美的集团宣布新一轮战略架构调整，将原先的 4 大业务板块：消费电器、暖通空调、机器人与自动化系统、创新业务，升级为 5 大业务板块：智能家居事业群、机电事业群、暖通与楼宇事业部、机器人与自动化事业部和数字化创新业务。其中，ToC 业务全部归入智能家居事业群，其余各事业部/群均为 ToB 业务，ToB 业务提升至与 ToC 业务并重的战略定位，有望成为公司业绩增长新引擎。

图表 68 美的五大业务板块



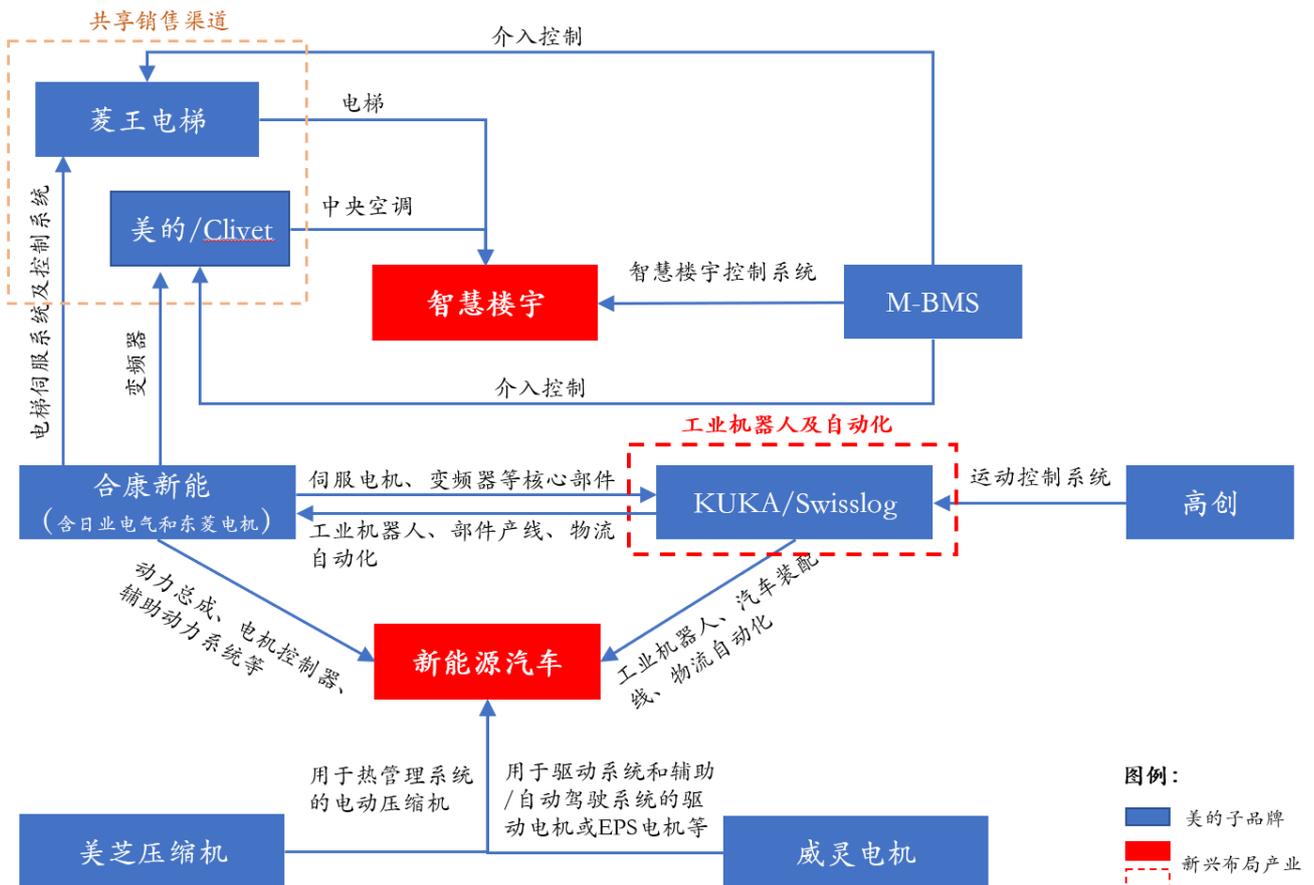
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 69 美的五大业务板块内涵

业务板块	主要内容
智慧家居事业群	作为智慧家电、智能家居及周边相关产业和生态链的经营主体，承担面向C端用户的智能化场景搭建，用户运营和数据价值发掘，致力于成为为C端用户提供最佳体验的全屋智能家居及服务的高科技公司。
机电事业群	专业化研发、生产、销售压缩机、电机、芯片、工控、散热组件等高精密核心部件产品，拥有GMCC美芝、Welling威灵、MR美仁、TOSHIBA东芝、HICONICS合康、SUNYE日业、DORNA东菱和SERCOTRONIX高创等多个品牌，产品广泛应用于家电、3C、新能源汽车和工业自动化等领域。
暖通与楼宇事业部	作为着力于成为掌握关键核心技术及制造能力的领先型工业企业。致力于楼宇及公共设施提供能源、暖通、电梯、控制等产品及全套解决方案和服务提供商，并积极探索新的商业模式和类型。
机器人与自动化事业部	主要围绕未来工厂相关领域，包括工业机器人、物流自动化系统及传输系统解决方案，医疗、娱乐、新消费领域解决方案等。
数字化创新业务	美的集团在商业模式变革中孵化的新型业务，包括为企业数字化转型提供软件服务、无人零售解决方案和生产性服务。

资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 70 以新兴产业为核心的美的 ToB 品牌间业务协同关系图解



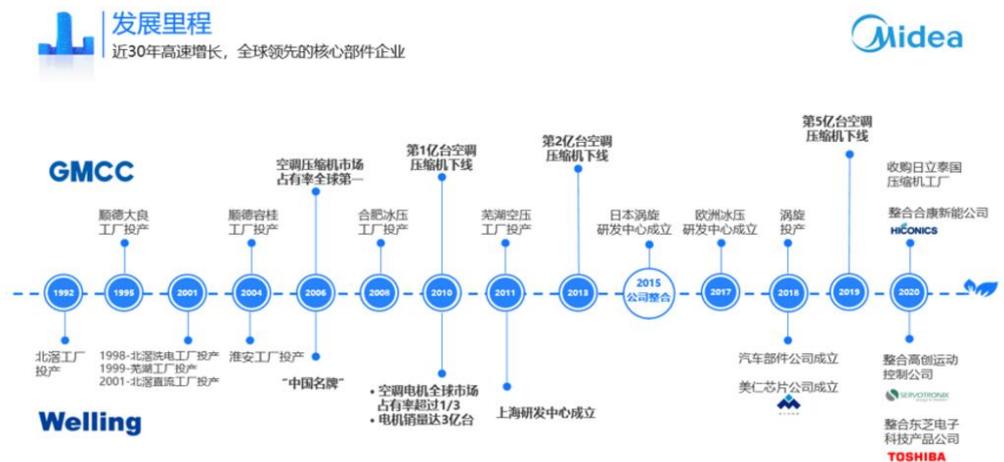
资料来源：华安证券研究所整理

下面我们选取公司重点布局的新能源汽车产业和工业机器人/自动化产业为例，展开探讨。

1、新能源汽车产业——美的核心能力圈的下游应用场景拓展

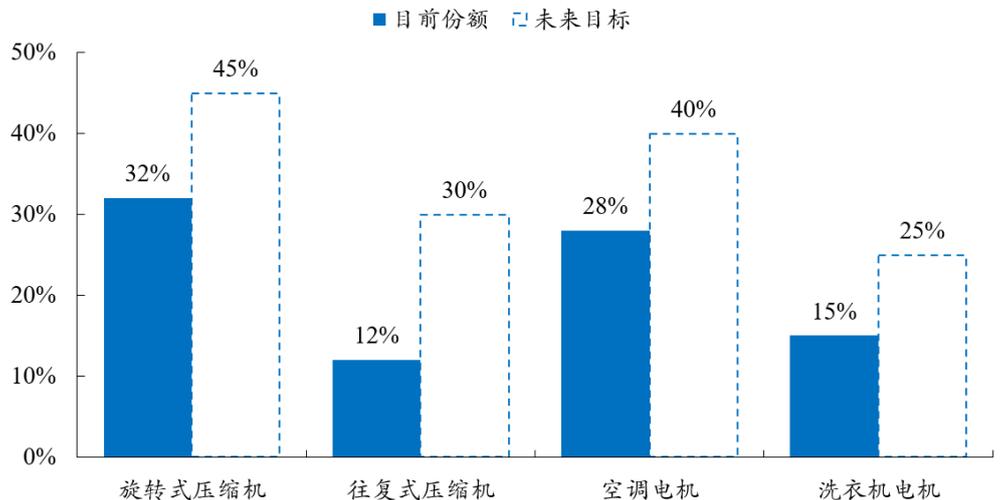
美的子公司美芝压缩机和威灵电机分别成立于 1992 年和 1995 年，均在家电领域深耕近 30 年，是行业内世界级龙头企业。2019 年 8 月，美芝压缩机全球累计销量突破 5 亿台，在旋转式压缩机和往复式压缩机市场的全球市占率分别达到 32% 和 12%，与此同时，威灵电机在空调电机和洗衣机电机市场亦表现优异，全球市占率分别达到 28% 和 15%，美芝和威灵产品的整体市占率双双位列全球第一。因此，我们认为，凭借在压缩机和电机领域的深厚技术积淀和持续研发投入，公司有能力和新能源汽车电机、电控及热管理系统进行技术迁移，完成核心能力圈的下游应用场景拓展。

图表 71 美的机电事业部发展历程（从美芝压缩机和威灵电机发展而来）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 72 公司的压缩机和电机市占率双双全球第一



资料来源：公司公告，华安证券研究所

2021 年 5 月 18 日，美的威灵汽车公司举办题为“势在同行，驭见未来”的新品发布会，官宣其驱动电机、热管理系统和辅助/自动驾驶系统三大产品线全线投产，并正式发布 5 款汽车零部件产品：驱动电机、电子水泵、电子油泵、电动压缩机和 EPS 电机。

值得一提的是，美的突破性地发明了转子式电动压缩机，创新性地采用自然冷媒

CO<sub>2</sub>，使其不仅具有高效率、低噪音、轻量化等技术特点，还能满足高效制冷和低温制热两种需求，即使-35°C 低温环境下，压缩机的制热能力依然强劲，解决了新能源车在极寒工况下续航衰减快的难题，相比传统热泵，可有效提升 20%续航里程。我们认为，这一技术有望让公司成为新能源车行业的“卖铲人”，助力新能源整车厂商打开中高纬度地区的增量市场，加速新能源车渗透，进而带动电动压缩机销售，构成正循环。

图表 73 威灵汽车部件产品布局



资料来源：威灵汽车部件产品发布会，华安证券研究所

图表 74 美的转动式电动压缩机 (CO<sub>2</sub>冷媒)



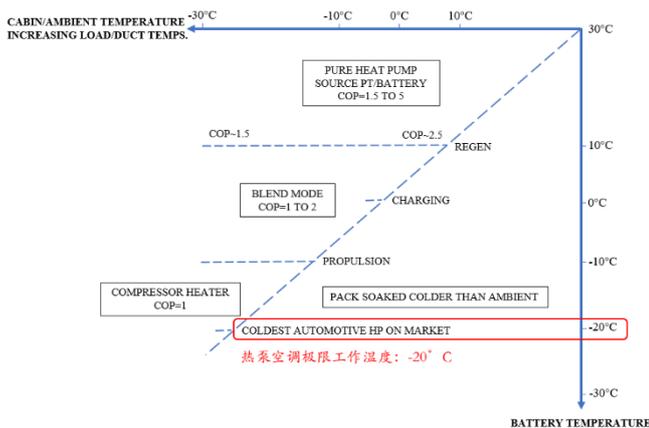
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 75 CO<sub>2</sub>冷媒因绿色、高效、安全，有望成为新能源车空调主流冷媒

制冷剂型号	是否天然工质	分子式	GWP(全球变暖潜能值)	COP (能效比)	安全性
R-134a	否	C <sub>2</sub> F <sub>4</sub> H <sub>2</sub>	1430	1.4 (-15° C)	不可燃
R-1234yf	否	C <sub>3</sub> F <sub>4</sub> H <sub>2</sub>	4	1.4 (-15° C)	可燃
R744	是	CO <sub>2</sub>	1	2 (-20° C)	不可燃

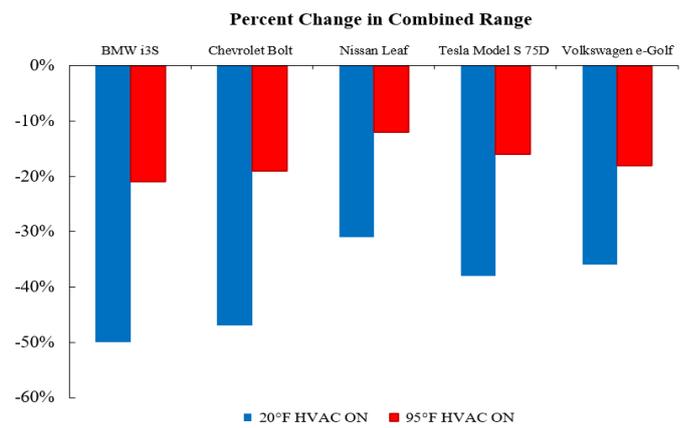
资料来源：百度百科，华安证券研究所

图表 76 特斯拉 Model Y 空调极限工作温度：-20 度



资料来源：特斯拉 Model Y 空调专利，华安证券研究所

图表 77 美国 5 大热销电动车在-6.7 度下使用空调，续航里程平均下滑超 40%



资料来源：美国汽车协会 (AIA)，华安证券研究所

## 2、工业机器人及自动化——内向赋能，智能制造的关键基底

人口红利的消失，侵蚀了中国制造业过去以劳动力总量和成本为核心的传统比较优势，是推动工业机器人及自动化行业发展的根本动力。2001-2019 年，我国城镇单位就

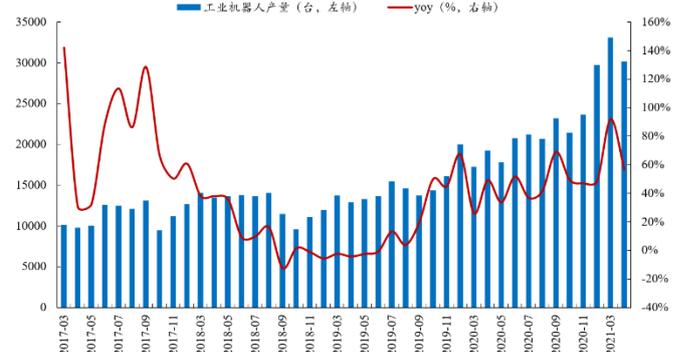
业人员平均工资从 10834 元上升至 90501 元，增长 8.4 倍，CAGR 达 11.8%。劳动力成本的上升，不断侵蚀中国制造业过去以劳动力总量和成本为核心的传统比较优势，成为推动国内工业机器人及自动化行业发展的根本动力，特别是 2020 年以来，疫情阻碍了跨区域间的劳动力人口短期流动，使得劳动力市场供需失衡问题急剧恶化，进一步加速了“机器替人”的趋势演化。进入 2020 年下半年，随着国内复工复产的有序推进，工业机器人产量增速快速提升，平均增速超过 50%，行业重回高速增长期。

图表 78 劳动力成本快速上升，人口红利逐步消失



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

图表 79 2020 年下半年以后国内工业机器人产量加速提升

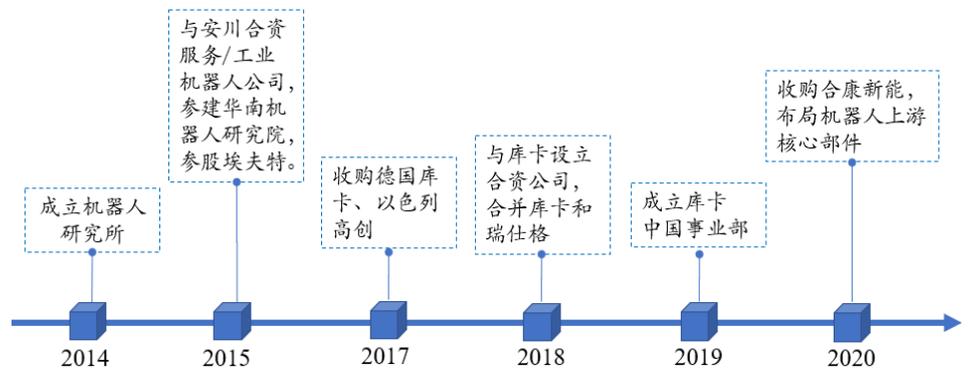


资料来源：国家统计局，华安证券研究所

公司前瞻性布局机器人领域，通过相关多元化并购完善上下游产业链布局，协同效应未来可期。

- 2014 年，成立机器人研究所；
- 2015 年，与日本安川电机合资设立服务机器人和工业机器人公司，同时参建华南机器人研究院、参股国内机器人领先企业埃夫特；
- 2017 年，完成对德国库卡集团的收购。同年收购以色列高创，布局机器人上游核心技术——运动控制系统；
- 2018 年，与库卡设立合资公司，合并库卡及其子公司瑞仕格中国区业务；
- 2019 年，成立库卡中国事业部；
- 2020 年，收购合康新能，布局机器人上游核心部件——伺服电机、伺服驱动器、变频器等。

图表 80 公司机器人产业布局时间条线



资料来源：公司公告，华安证券研究所

何享健先生曾如此总结美的的科技发展战略：“多年来，美的走的就是通过引进、

吸收、消化，再加以提高的科技创新之路，科技创新要有国际化视野，要重视与国际知名企业的合资合作，要充分利用世界资源。”这一发展逻辑在公司过往进驻微波炉、空调、冰箱以及洗衣机等行业时都得到成功运用。回望公司在机器人产业的布局，我们亦可发现相似逻辑：从合资学习技术、积淀行业 know-how，到并购业内知名企业获得技术、品牌、渠道和客户，再到收购上游产业链公司布局核心零部件，逐渐构筑起机器人上下游产业链一体化的业务模式。未来，公司有望通过技术可控和过程可控，依托规模效应，实现成本可控，构成正反馈，推动工业机器人产业链上下游一体化协同发展。

图表 81 美的机器人产业已基本完成上下游产业链一体化布局



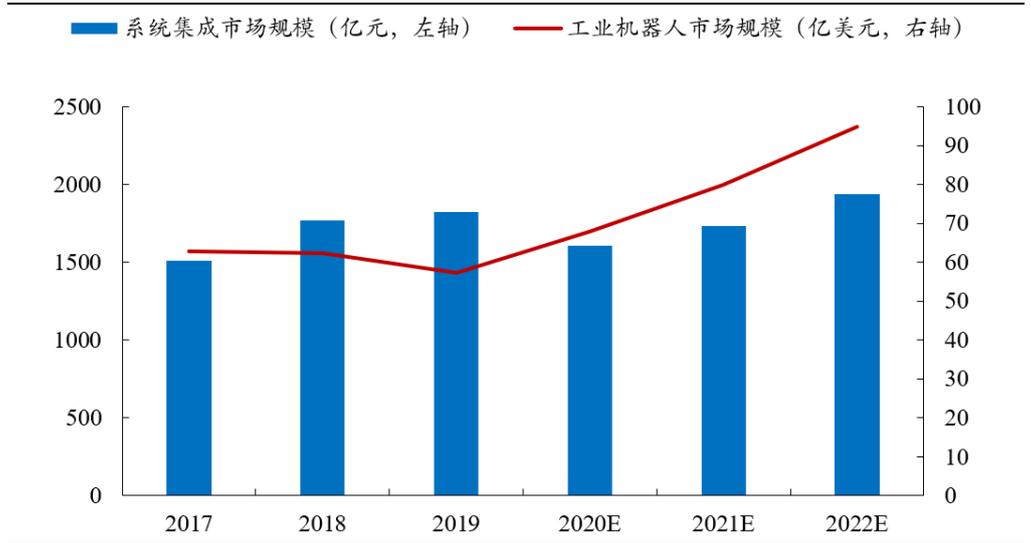
资料来源：公司官网，华安证券研究所

内向赋能，机器人业务助力美的打造“灯塔工厂”，实现卓越运营表现。“灯塔工厂”是由世界经济论坛和麦肯锡咨询公司共同遴选“数字化制造”和“全球化 4.0”的示范者，被称为“全世界最先进的工厂”，它的评判标准包括是否具备第四代工业革命的所有必备特征，包括自动化、工业互联网、数字化、大数据分析、5G 等技术。截至 2021 年，全球共有 69 家工厂入选，其中，美的广州工厂和顺德工厂先后于 2020 年和 2021 年入选，整体入选数位居全球前列。相较过去，美的“灯塔工厂”的劳动效率提高 28%，单位成本降低 14%，订单交付期缩短 56%，实现卓越运营表现。



- 二是有利于打开新的成长空间。工业机器人行业方兴未艾，2020年在疫情催化下行业景气度上行，据MIR和IFR数据显示，到2022年，预计我国工业机器人及系统集成市场规模有望达到2600亿元，市场空间广阔。公司通过布局工业机器人行业上下游，有望依托产业链一体化协同优势，打开业绩增长新的增量空间，打造第二成长曲线。

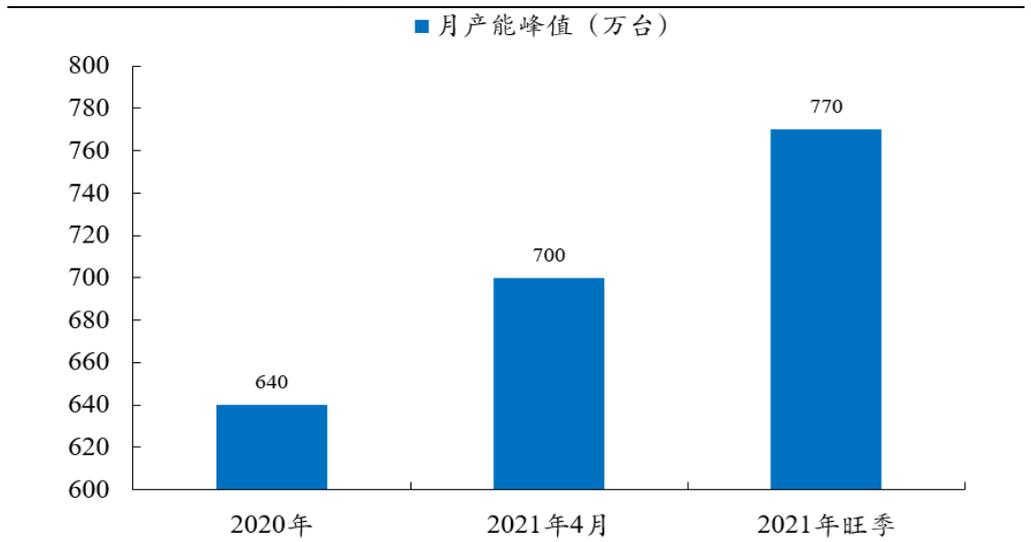
图表 84 中国工业机器人及系统集成市场规模



资料来源：MIR DataBank, IFR, 华安证券研究所

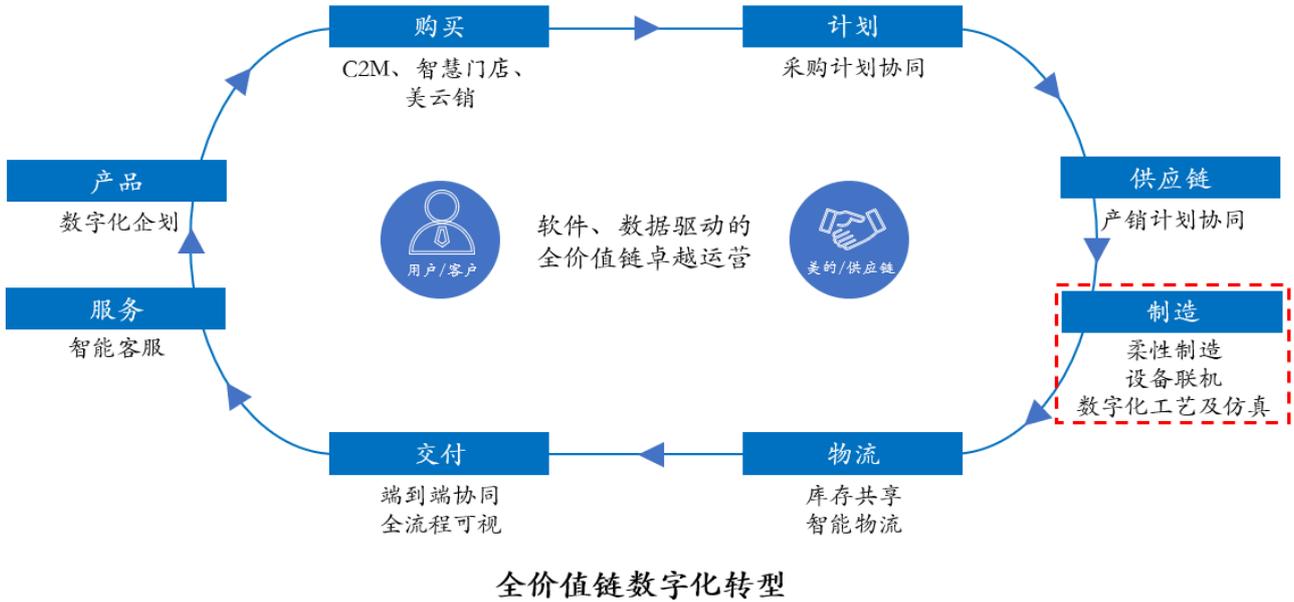
- 三是有利于重构新的生产和销售模式。公司致力于推动全价值链的数字化转型，改变以往生产和销售模式，实现“以销定产”柔性制造，这极其考验供应链和制造环节响应需求的速度，特别是对空调等季节性消费尚强的品类。公司通过加大工厂的机器人使用密度，有望突破制造产线的人力效率上限，打通制造环节的产能瓶颈，实现产能与效率双提升，最终推动实现以销定产，重构新的生产和销售模式。

图表 85 美的工厂月产能持续爬坡



资料来源：华安证券研究所整理

图表 86 以工业机器人为核心的智能制造是美的实现全价值链数字化转型中的重要一环



资料来源：罗戈网，华安证券研究所

## 4.2 加速自有品牌出海，海外市场空间广阔

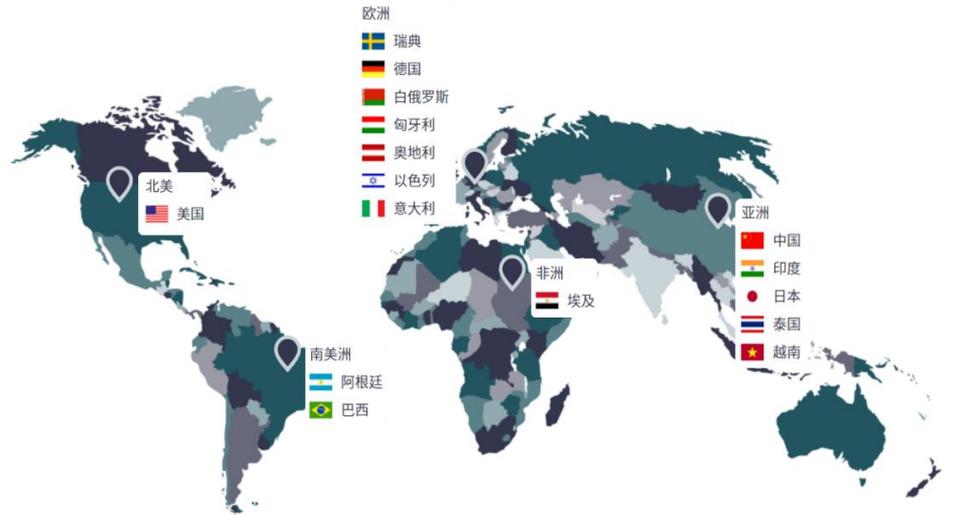
近 40 年出海经验，产能布局遍布全球。早在 1984 年，公司创始人何享健先生就提出，“不与国内同行争天下，走出国门闯市场”，开启了美的集团全球化之路。公司最初以 OEM 起步，为国际品牌代工，在战略和运营方面稳扎稳打，遵循“先有市场，后有工厂”的原则，通过收购国际品牌和自建海外工厂，逐步完善覆盖全球的生产基地布局。截至 2020 年，公司海外设有 18 个研发中心和 17 个主要生产基地，遍布越南、印度、泰国、俄罗斯、埃及、巴西、阿根廷等 15 个国家，海外员工约 3 万人，结算货币达 22 种，业务涉及 200 多个国家和地区，实现全球运营。

图表 87 公司全球布局时间条线



资料来源：公司公告，华安证券研究所

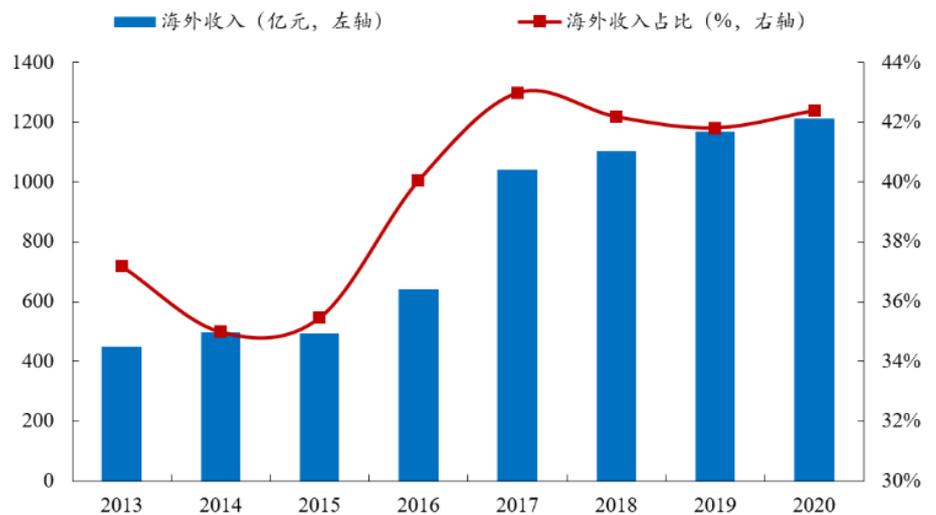
图表 88 公司全球生产基地布局



资料来源：公司官网，华安证券研究所

海外收入稳步提升，2020 年占比近半。2013-2020 年，公司海外业务收入稳步提升，从 451 亿元增长到 1211 亿元，增幅达 168.5%，CAGR 达 15.2%。海外业务收入占比亦同步提升，至 2020 年已达 42%。

图表 89 2013-2020 年公司海外收入及占比



资料来源：wind，华安证券研究所

自有品牌出海加速，海外市场大有可为。公司目前在海外已形成以东芝、美的、Comfee 为全品类主销品牌，以 Eureka（吸尘器）、Masterkitchen（厨电）、Clivet（中央空调）等为专业品牌的自有品牌出海矩阵。公司规划到 2025 年，整体海外市场份额超过 10%、营收规模超过 400 亿美元，其中，自有品牌占比将达到 50%，即超过 200 亿美元。届时，仅自有品牌部分收入将超过 2020 年海外全年收入（约 190 亿美元），海外市场大有可为。

## 5 盈利预测与估值

我们对公司 2021~2023 年盈利情况做出如下假设：

1、暖通空调方面，通过产品结构调整、提价以及套期保值等多重措施，毛利率有望修复，同时受益于海外订单转移，空调销量有望实现较大提升；

2、消费电器方面，公司冰洗产品的竞争力不断加强，受益于海外订单转移，销量有望实现较大提升，但预计公司为了进一步扩大市占率，提价幅度将比较温和；

3、机器人及自动化方面，公司通过不断导入先进的公司治理经验帮助库卡赋能，同时借助于美的品牌背书和销售渠道，预计机器人及自动化业务营收将实现扭亏为盈；

4、费用方面，公司通过数字化改革不断提升全流程效率，费用结构逐步优化，销售、管理费用率有望下降；

5、海外市场，通过加大产能建设和自有品牌销售占比，毛利率和费用率将持续改善。

我们预计公司 21-23 年实现营业收入分别为 3267.1/3577.0/3903.5 亿元，对应增速分别为 14.3%/9.5%/9.1%，实现归母净利润分别为 296.4/348.9/393.2 亿元，对应增速分别为 8.9%/17.7%/12.7%，对应 EPS 分别为 4.2/5.0/5.6 元/股。

图表 90 盈利预测

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入 (亿元)	2857.10	3267.07	3577.02	3903.52
yoy	2.3%	18.2%	10.6%	10.5%
营业成本 (亿元)	2128.40	2478.94	2642.55	2867.95
毛利率	25.5%	24.1%	26.1%	26.5%
暖通空调				
收入 (亿元)	1212.15	1517.10	1646.39	1771.79
yoy	1.3%	25.2%	8.5%	7.6%
成本 (亿元)	919.25	1,164.37	1,201.87	1,284.55
毛利率(%)	24.2%	23.3%	27.0%	27.5%
消费电器				
收入 (亿元)	1138.91	1177.27	1269.56	1367.24
yoy	4.0%	12.1%	10.6%	10.0%
成本 (亿元)	791.13	835.86	895.04	957.07
毛利率(%)	30.5%	29.0%	29.5%	30.0%
机器人及自动化系统				
收入 (亿元)	215.89	261.75	287.93	316.72
yoy	-14.3%	21.2%	10.0%	10.0%
成本 (亿元)	172.98	212.46	230.34	250.21
毛利率(%)	19.9%	18.8%	20.0%	21.0%
其他业务				
收入 (亿元)	290.15	310.94	373.13	447.76
yoy	15.6%	7.2%	20.0%	20.0%
成本 (亿元)	245.04	266.25	315.30	376.12
毛利率(%)	15.5%	14.4%	15.5%	16.0%

资料来源: wind, 华安证券研究所

参考可比公司估值, 考虑到公司一方面通过加大研发投入力度和深化渠道改革, 驱动价值链重塑, 不断巩固既有优势, C 端业务基本盘稳固, 增长可期; 另一方面公司通过布局新能源车核心部件、工业机器人等新兴行业, 有望依托公司优秀的企业治理经验、充沛的资金优势和广阔的销售渠道赋能, 推动公司能力圈外移, 打开新的成长空间。因此, 给与公司 21 年 18 倍 PE, 对应估值约 5335 亿元, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

图表 91 可比公司估值

可比公司	市值 (亿元)	总收入(亿元)			净利润(亿元)			市盈率PE		
		20A	21E	22E	20A	21E	22E	20A	21E	22E
美的集团	4801.0	2857.0	3221.2	3528.8	272.2	293.3	331.4	25.4	16.4	15.4
平均值	1226.5	729.2	832.2	923.4	66.2	76.2	87.9	38.8	25.2	20.2
海尔智家	2389.3	2098.7	2351.7	2595.0	88.8	127.4	151.5	29.7	20.1	16.9
格力电器	2204.8	1695.3	1951.1	2165.2	221.8	241.1	271.5	16.8	9.1	8.1
苏泊尔	428.6	184.9	215.8	241.3	18.5	20.6	23.3	34.7	20.8	18.4
九阳股份	179.1	111.6	122.1	140.5	9.8	9.8	11.1	26.2	18.3	16.1
新宝股份	185.4	131.1	152.2	172.3	11.2	9.3	12.2	31.2	19.9	15.3
老板电器	297.3	80.7	97.6	113.1	16.6	19.4	22.7	23.3	15.3	13.1
火星入	197.4	16.0	23.8	31.6	2.8	4.2	5.6	72.1	47.4	35.5
科沃斯	981.0	71.8	127.5	168.6	6.4	19.9	27.3	77.9	49.3	35.9
石头科技	601.1	45.0	59.0	77.3	13.7	17.2	22.4	50.4	34.9	26.8

资料来源: wind, 华安证券研究所

注: 市值为 2021 年 10 月 29 日收盘值; 盈利预测采用 wind 一致预期。

## 6 风险提示

- 1、原材料价格上涨风险；
- 2、受海外疫情反复和国际关系影响，全球化不及预期风险；
- 3、竞争加剧风险。

**财务报表与盈利预测**

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	
<b>流动资产</b>	241655	272382	318621	371150	
现金	81210	101938	142536	187221	
应收账款	22978	24446	26954	29676	
其他应收款	2974	3376	3668	4023	
预付账款	2764	3032	3259	3558	
存货	31077	38127	40391	43597	
其他流动资产	100652	101465	101814	103075	
<b>非流动资产</b>	118727	118681	118531	118572	
长期投资	2901	2901	2901	2901	
固定资产	22239	22242	22306	22434	
无形资产	15422	15327	15142	15007	
其他非流动资产	78164	78211	78181	78229	
<b>资产总计</b>	360383	391063	437152	489722	
<b>流动负债</b>	184151	184724	195377	208010	
短期借款	9944	0	0	0	
应付账款	53930	57231	62271	67967	
其他流动负债	120276	127493	133106	140043	
<b>非流动负债</b>	51995	51995	51995	51995	
长期借款	42827	42827	42827	42827	
其他非流动负债	9168	9168	9168	9168	
<b>负债合计</b>	236146	236719	247372	260005	
少数股东权益	6721	7184	7730	8345	
股本	7030	7030	7030	7030	
资本公积	22488	22488	22488	22488	
留存收益	87998	117642	152531	191853	
归属母公司股东权	117516	147160	182049	221371	
<b>负债和股东权益</b>	360383	391063	437152	489722	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	
<b>经营活动现金流</b>	29557	32275	41971	45908	
净利润	27223	29643	34890	39322	
折旧摊销	0	3041	3181	3140	
财务费用	-1715	0	0	0	
投资损失	-2362	-1603	-1899	-2213	
营运资金变动	7676	518	5012	4790	
其他经营现金流	18281	29801	30664	35401	
<b>投资活动现金流</b>	-35311	-1604	-1373	-1223	
资本支出	-4383	-3207	-3271	-3436	
长期投资	-35803	0	0	0	
其他投资现金流	4875	1603	1899	2213	
<b>筹资活动现金流</b>	-756	-9944	0	0	
短期借款	4242	-9944	0	0	
长期借款	1529	0	0	0	
普通股增加	58	0	0	0	
资本公积增加	2848	0	0	0	
其他筹资现金流	-9433	0	0	0	
<b>现金净增加额</b>	-6893	20727	40598	44685	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	
<b>营业收入</b>	285710	326707	357702	390352	
营业成本	212952	247894	264255	286795	
营业税金及附加	1534	1884	2039	2212	
销售费用	27522	26137	32909	37083	
管理费用	9264	9801	11266	12160	
财务费用	-2638	-2085	-2893	-3806	
资产减值损失	-705	-119	-137	-146	
公允价值变动收益	-1763	0	0	0	
投资净收益	2362	1603	1899	2213	
<b>营业利润</b>	31493	34737	41028	46141	
营业外收入	385	0	0	0	
营业外支出	215	0	0	0	
<b>利润总额</b>	31664	34737	41028	46141	
所得税	4157	4630	5593	6204	
<b>净利润</b>	27507	30107	35435	39937	
少数股东损益	284	464	546	615	
<b>归属母公司净利润</b>	27223	29643	34890	39322	
EBITDA	24319	32748	37958	41646	
EPS (元)	3.93	4.21	4.95	5.58	

**主要财务比率**

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>				
营业收入	2.3%	14.3%	9.5%	9.1%
营业利润	6.1%	10.3%	18.1%	12.5%
归属于母公司净利	12.4%	8.9%	17.7%	12.7%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	25.5%	24.1%	26.1%	26.5%
净利率 (%)	9.5%	9.1%	9.8%	10.1%
ROE (%)	23.2%	20.1%	19.2%	17.8%
ROIC (%)	11.5%	12.7%	12.6%	12.0%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	65.5%	60.5%	56.6%	53.1%
净负债比率 (%)	190.1%	153.4%	130.3%	113.2%
流动比率	1.31	1.47	1.63	1.78
速动比率	1.11	1.24	1.40	1.54
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.79	0.84	0.82	0.80
应收账款周转率	12.43	13.36	13.27	13.15
应付账款周转率	3.95	4.33	4.24	4.22
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	3.93	4.21	4.95	5.58
每股经营现金流薄)	4.20	4.58	5.96	6.52
每股净资产	16.68	20.89	25.84	31.42
<b>估值比率</b>				
P/E	25.48	17.46	14.83	13.16
P/B	5.90	3.52	2.84	2.34
EV/EBITDA	27.55	14.16	11.14	9.08

资料来源:公司公告,华安证券研究所

## 重要声明

### 分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。