



美的集团：价值链重塑精进效率，能力圈外移驱动成长

分析师：尹沿技（S0010520020001）

联系人：刘阳东（S0010121070040）

2021年12月

华安证券研究所



● 核心观点

- **领衔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、美的工业技术、楼宇科技事业部、机器人与自动化事业部、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：优秀的组织基因和文化。**以何享健为首的创始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，穿越多轮经济周期和产业周期。
- **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超过570亿元，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，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、扎实的智能制造能力、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350亿美元，海外市场大有可为。
- **投资建议：**预计公司21-23年实现归母净利润296.4/348.9/393.2亿元，对应PE分别为17.5/14.8/13.2X。首次覆盖，给与“增持”评级。
- **风险提示：**1、原材料和航运价格上涨风险；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。



CONTENTS

01 领銜全球的中国家电龙头

02 核心竞争力：优秀的组织基因及其表达

03 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

04 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

05 盈利预测和估值



1.1 发展历程：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分为5个阶段：

- 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，公司更名为“顺德县北滘公社塑料金属制品厂”，开始生产五金制品、橡胶配件和标准零件等，客户为药用玻璃瓶的制药厂和运输部门；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，首次涉足汽车行业；1979年，改革开放政策刺激工业生产爆发，多地用电供不应求，嗅到其中商机，公司转而生产发电机。

图1 公司创业的集资收据



资料来源：百度图片，华安证券研究所

图2 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

图3 塑料金属制品厂时期的金属制品



资料来源：百度图片，华安证券研究所

1.1 发展历程：激荡五十年，从5000元到5000亿元

➤ 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**，收购广州航海仪器厂一条空调产线，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**，有效躲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；**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4 “明珠”牌金属台扇



资料来源：公司官网，华安证券研究所

图5 “美的”早期注册商标



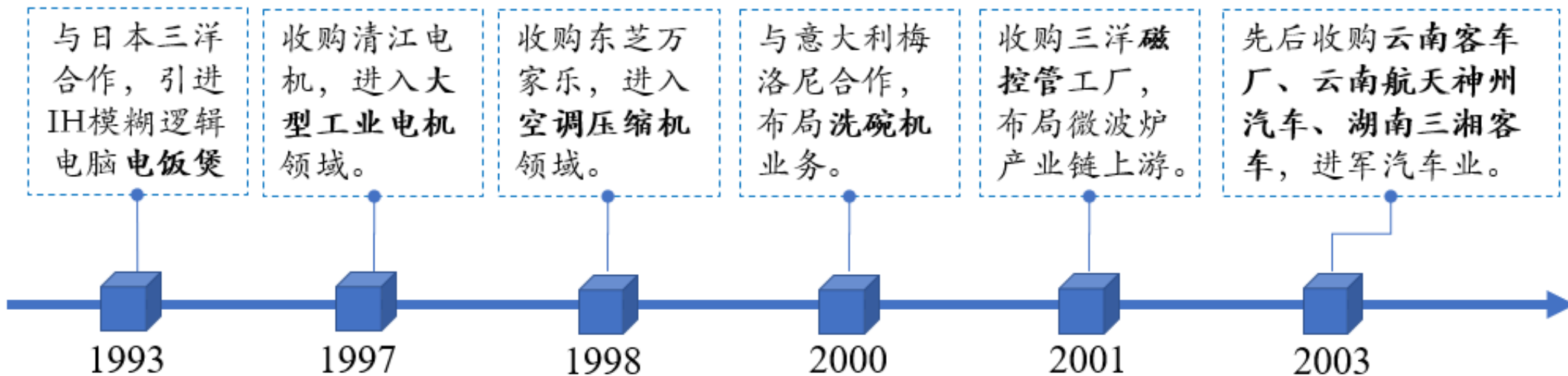
资料来源：国家知识产权局，华安证券研究所



1.1 发展历程：激荡五十年，从5000元到5000亿元

- 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。同时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，第二次涉足汽车行业。

图6 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



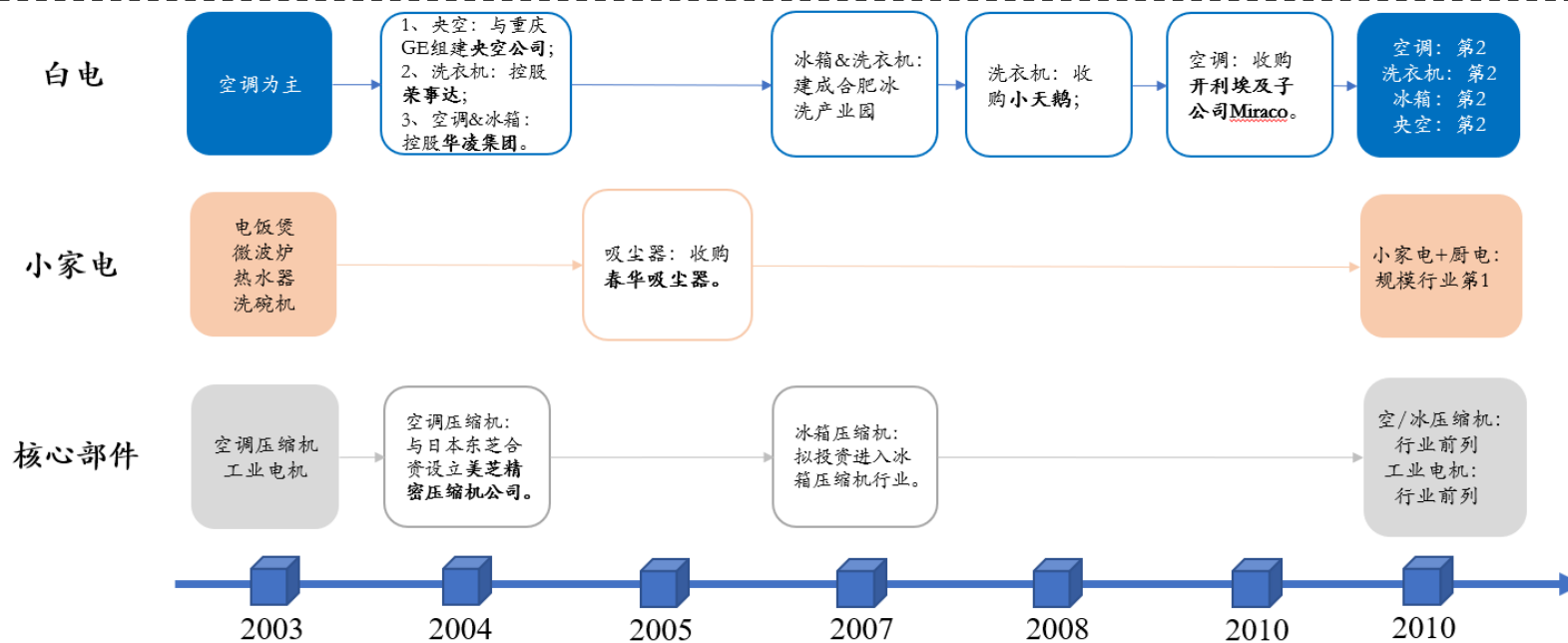
资料来源：公司公告，华安证券研究所



1.1 发展历程：激荡五十年，从5000元到5000亿元

➤ 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，极大增强公司在冰箱产业实力；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7 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



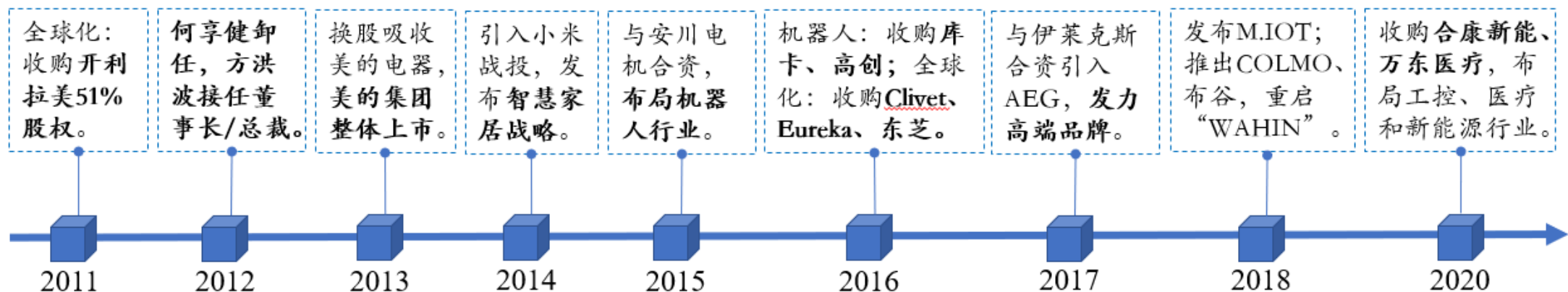
资料来源：公司公告，华安证券研究所



1.1 发展历程：激荡五十年，从5000元到5000亿元

➤ 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，发力高端品牌；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、工业控制和新能源车领域，第三次进军汽车行业。

图8 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：公司公告，华安证券研究所

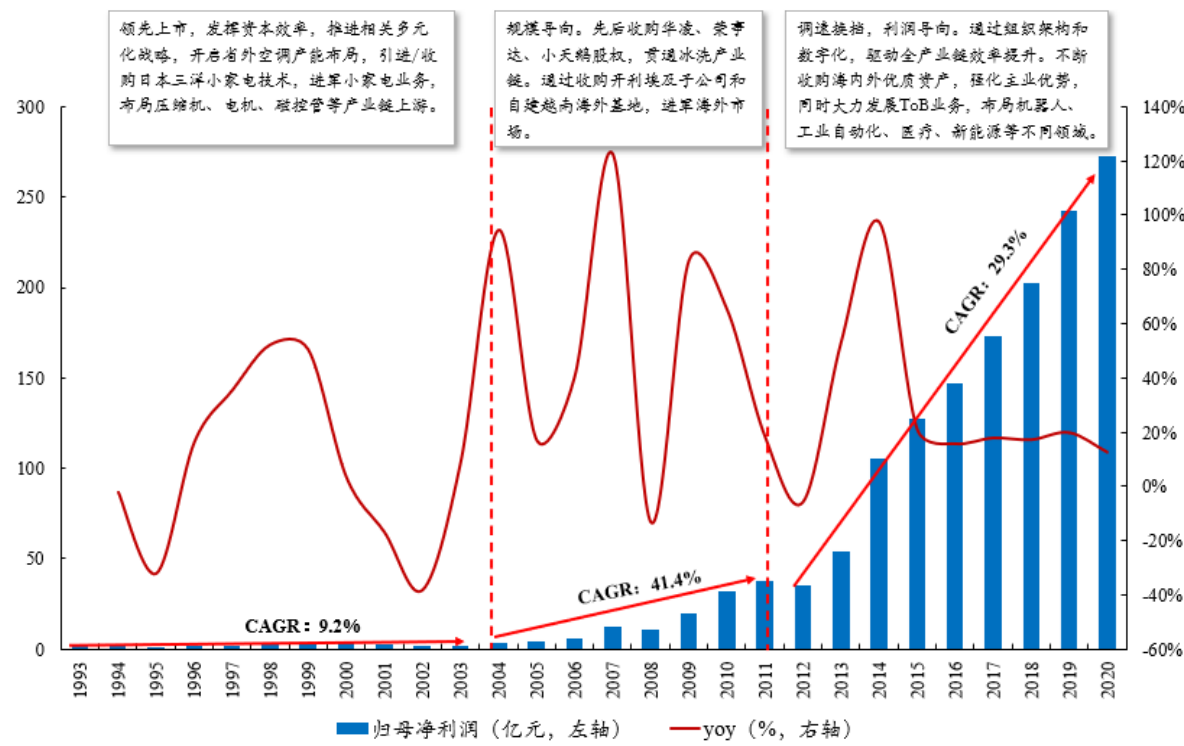
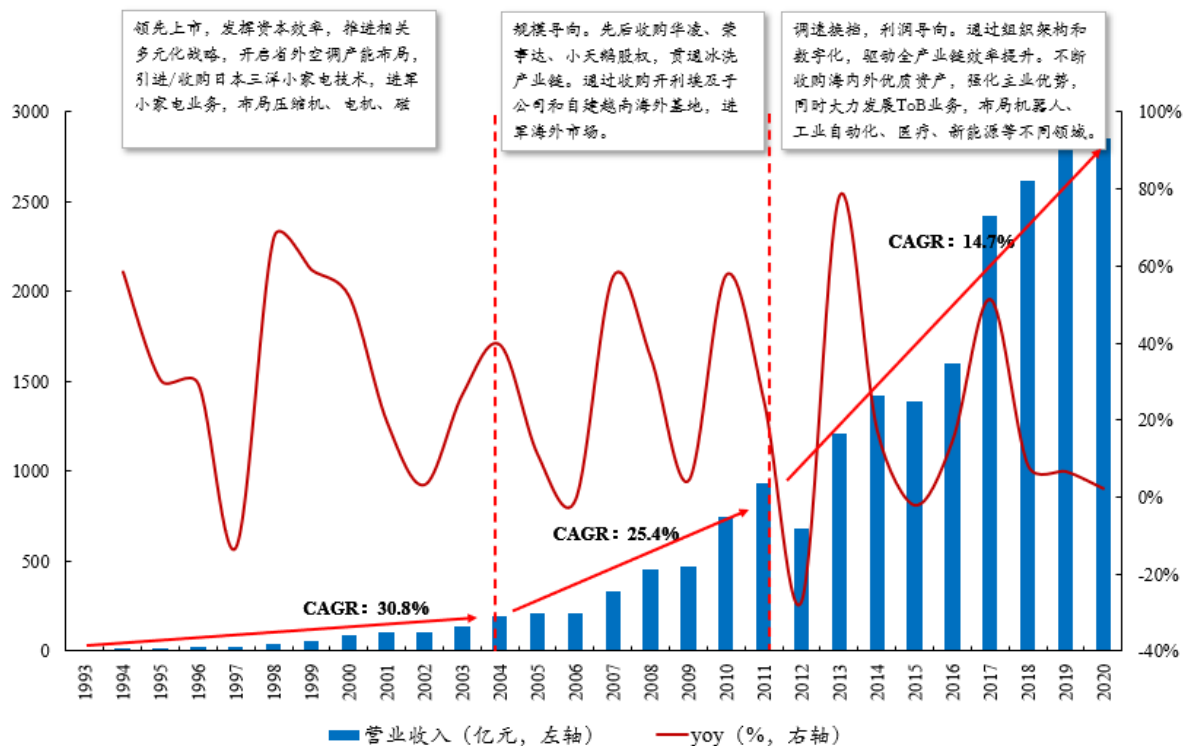


1.1 发展历程：激荡五十年，从5000元到5000亿元

- 1993-2020年，美的营收规模从**9.36亿元**增长至**2857.10亿元**，增幅高达**305倍**，CAGR高达**23.6%**；
- 1993-2020年，美的归母净利从**1.21亿元**增长至**272.23亿元**，增幅高达**225倍**，CAGR高达**22.2%**。

图9 1993-2020年，公司营收规模增长305倍，CAGR达23.6%

图10 1993-2020年，公司归母净利增长225倍，CAGR达22.2%



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 发展历程：激荡五十年，从5000元到5000亿元

- 1993-2013年，美的电器股价上涨接近**30倍**（最高**40倍**）；
- 2013-2021年，美的集团股价上涨接近**10倍**（最高**15倍**）；

图11 1993-2013年，美的电器股价上涨接近40倍



资料来源：wind，华安证券研究所

图12 2013-2021年，美的集团股价上涨接近10倍

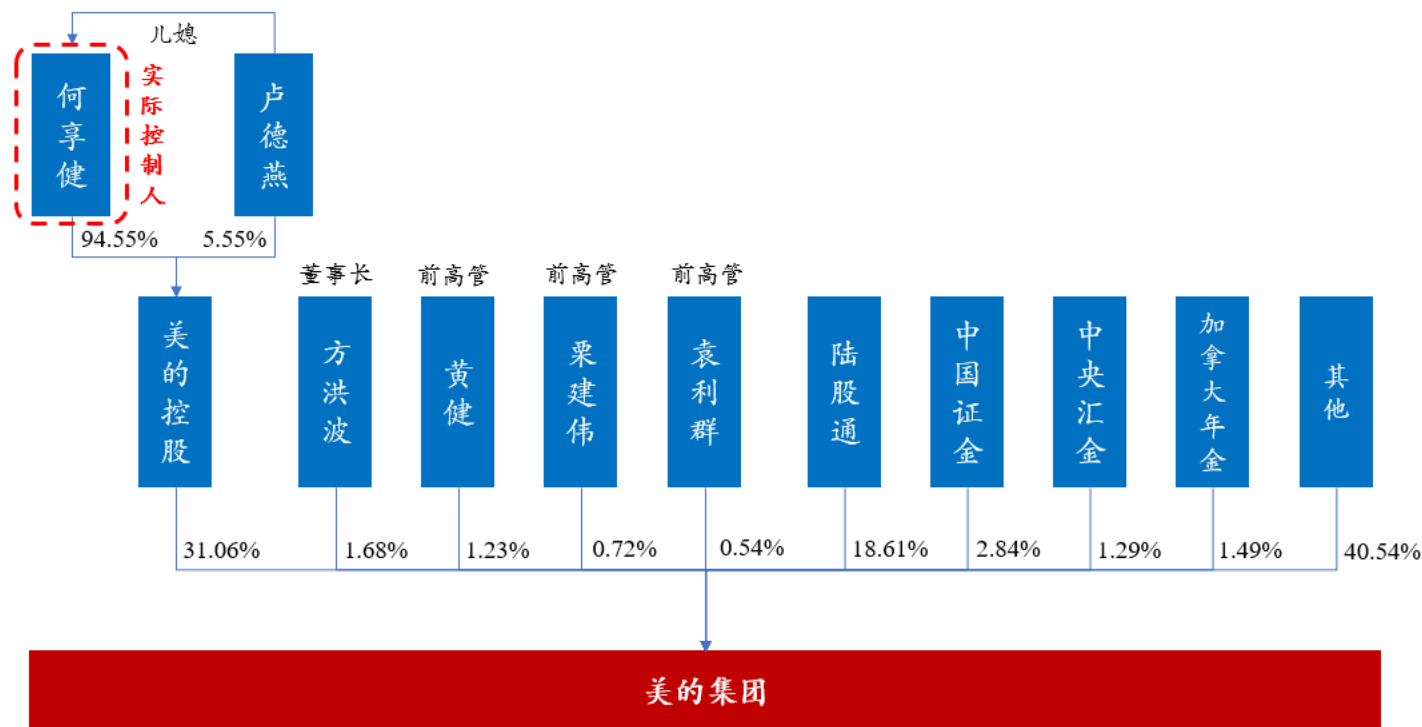


资料来源：wind，华安证券研究所

1.2 股权结构：股权集中、结构清晰

公司股权集中，结构清晰，何享健先生为实际控制人。截至2021Q3，何享健先生通过美的控股间接持有公司29.37%股权，为公司第一大股东和实际控制人。卢德燕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1.69%股权。方洪波先生现任公司董事长和总裁，直接持有公司1.68%股权。黄健、栗建伟和袁利群均为公司前高管，分别持有公司1.23%、0.72%和0.54%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，有利于公司长期发展。

图13 公司股权结构



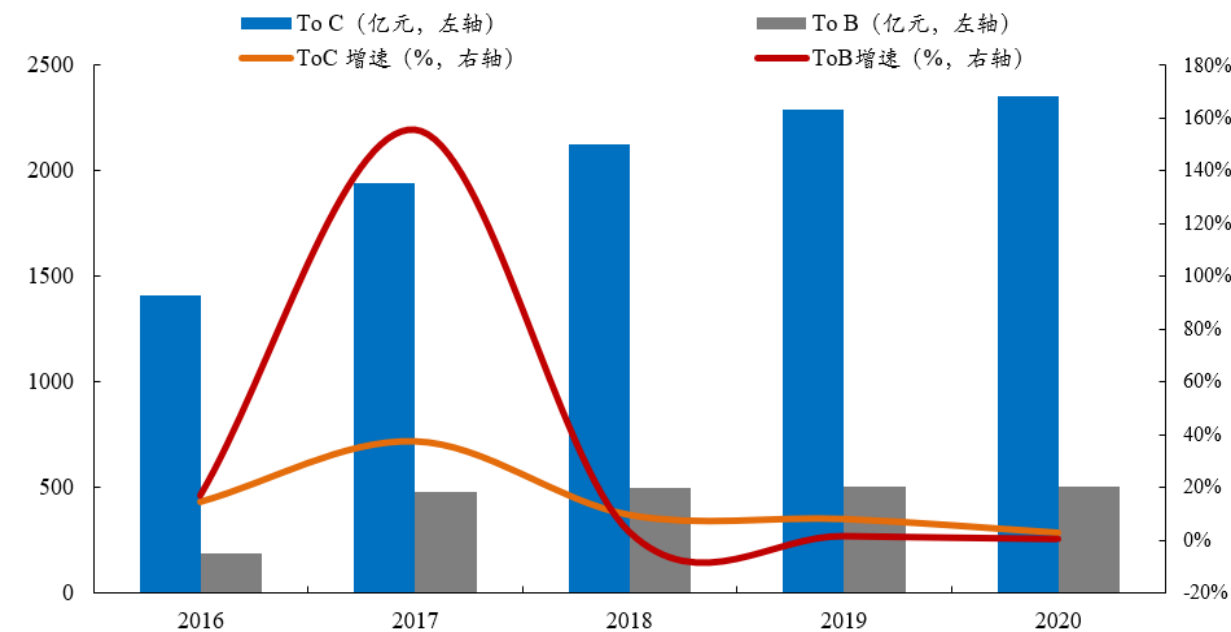
资料来源：wind，华安证券研究所



1.3 业务构成：ToC产品贡献主要收入，ToB产品成潜在增长点

➤ 公司是国内唯一一家覆盖全产业链、全产品线的综合家电龙头，产品矩阵丰富多元。结构方面，按照面向终端客户不同，公司产品可分为ToC和ToB两类，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，ToB产品收入506亿元，占比18%，是公司未来潜在增长点。

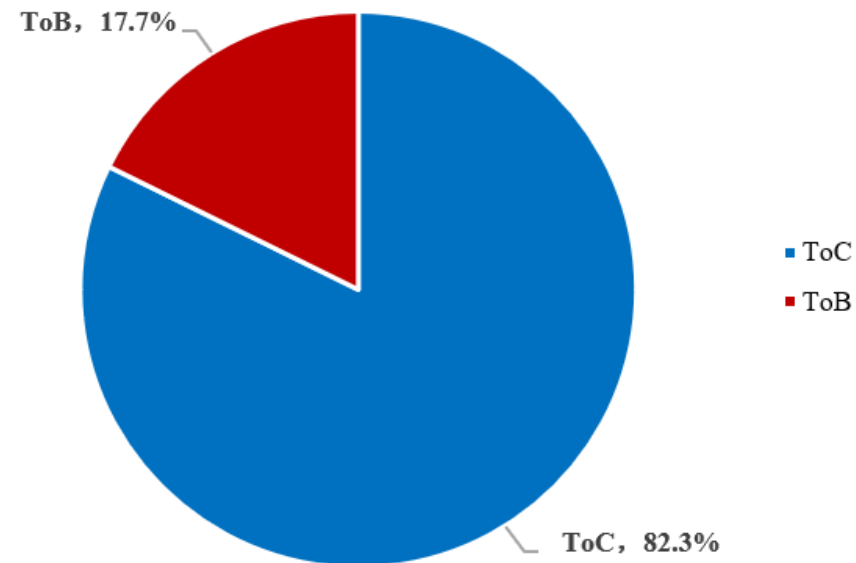
图14 公司ToC和ToB业务营收及增速



资料来源：wind，华安证券研究所

注：按年报原披露口径，ToC产品收入取暖通空调（家用和商用空调）和消费电器（冰洗和小家电）收入之和，其他收入视为ToB收入。

图15 2020年公司ToC和ToB业务占比



资料来源：wind，华安证券研究所

1.3 业务构成：ToC产品贡献主要收入，ToB产品成潜在增长点

▶ 品类方面，ToC产品涵盖了市面上所有主流家电产品，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**，以油烟机、燃气灶、洗碗机等为主的**厨房大家电**，以热水壶、电饭煲、吸尘器、扫地机器人等为主的**厨房/生活小家电**等。多年来，公司**多款ToC核心品类**在市场中稳居top 3。

图17 美的商城部分在售家电品类一览

空调	冰箱	洗衣机	厨房大电	厨房小电	生活家电
壁挂式空调	单门冰箱	滚筒洗衣机	吸油烟机	电饭煲	电风扇
立式柜式空调	双门冰箱	波轮洗衣机	消毒柜	电磁炉	扫地机器人
中央空调	多门冰箱	双缸洗衣机	燃气灶	微波炉	洗手液机
移动空调	对开门冰箱	干衣机	厨房垃圾处理器	面条机	空调扇/塔扇
天花机	三门冰箱	单脱机	厨卫三件套	电烤箱	加湿器
	冷柜	复式洗衣机	洗碗机	电炖锅	电暖器
		洗烘一体机	嵌入式厨电	电压力锅	除湿机
			洗碗耗材	空气炸锅	电水壶
				咖啡机	净化器滤网
				豆浆机	直/卷发棒
					电热水瓶
					消毒器
					空气净化器
					调奶器
					超声波洁牙机
					挂烫机
					电吹风
					储存封口机
					吸尘器
					按摩仪器
					口腔护理

资料来源：美的集团官方商城，华安证券研究所

图18 公司在多个ToC主流品类市占率位居行业前列

品类	线下		线上		
	份额	排名	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



1.3 业务构成：ToC产品贡献主要收入，ToB产品成潜在增长点

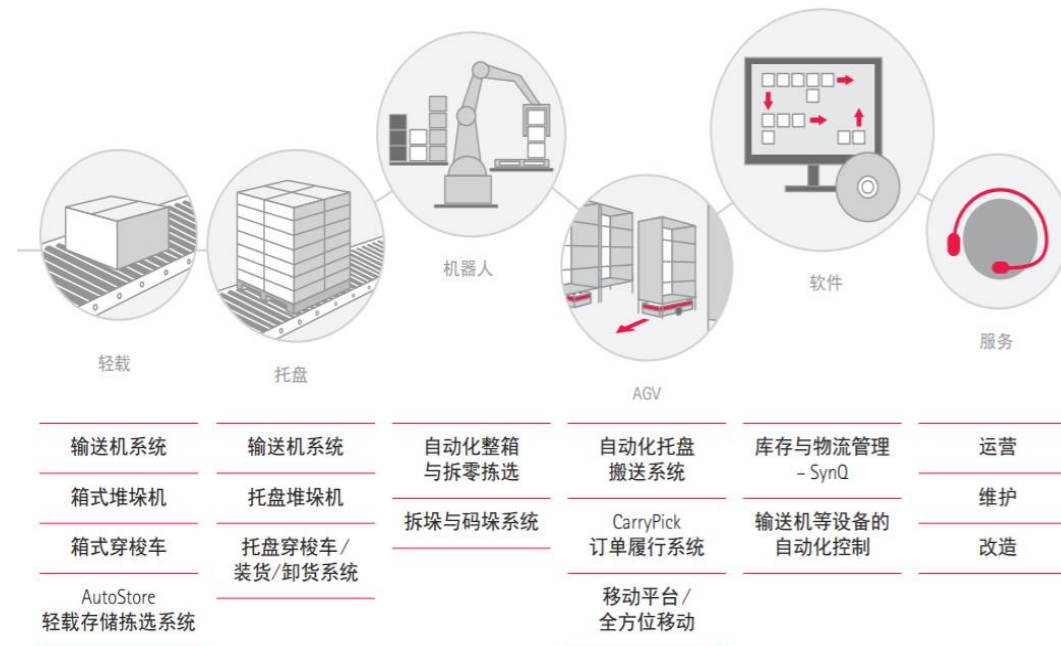
► 品类方面，ToB产品当前为公司重点培育对象，是公司未来业绩的潜在增长点。按照产品形式不同，ToB产品可大致划分为3类：以压缩机、电机为主的**核心部件产品**、以工业机器人为核心的**工业自动化整体解决方案**，以及内生的**数字化创新业务**。

图19 核心部件产品主要覆盖家电、汽零、工控和3C领域

分类	运营品牌	产品
家电部件	GMCC Welling 美的(半)导体	 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

图20 工业自动化整体解决方案覆盖机器人、物流领域



资料来源：公司官网，华安证券研究所



1.3 业务构成：ToC产品贡献主要收入，ToB产品成潜在增长点

► **数字化创新业务**，是美的内部孵化的新型业务。主要由子公司**安得智联**、**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。

图21 安得智联仓配网络覆盖全国2875个区县，乡镇48H配送覆盖率达85%

图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

资料来源：公司官网，华安证券研究所



1.3 业务构成：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。其中，**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，在广阔的三、四线市场，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；

图24 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



1.3 业务构成：销售网络深广，线上线下融合加速

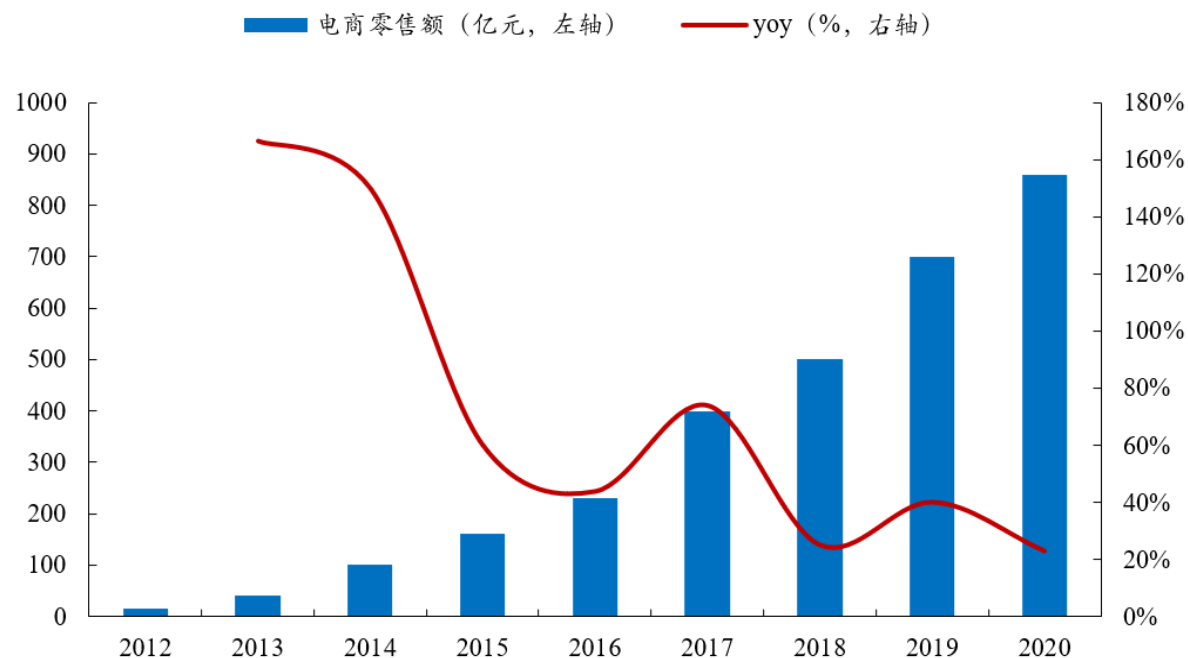
➤ **线上方面**，公司于2014年先后成立美的电商公司、美的集团天猫全品类官方综合旗舰店，并启动运营美的集团官方商城，形成电商业务全渠道发力的战略部署，领先于格力和海尔。截至2020年，公司全网销售规模达860亿元，**2012-2020年CAGR高达66%，在京东、天猫、苏宁易购等多个主流电商平台，公司始终保持家电全品类销额第一。**

图25 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26 公司电商销额高速增长，CAGR高达66%



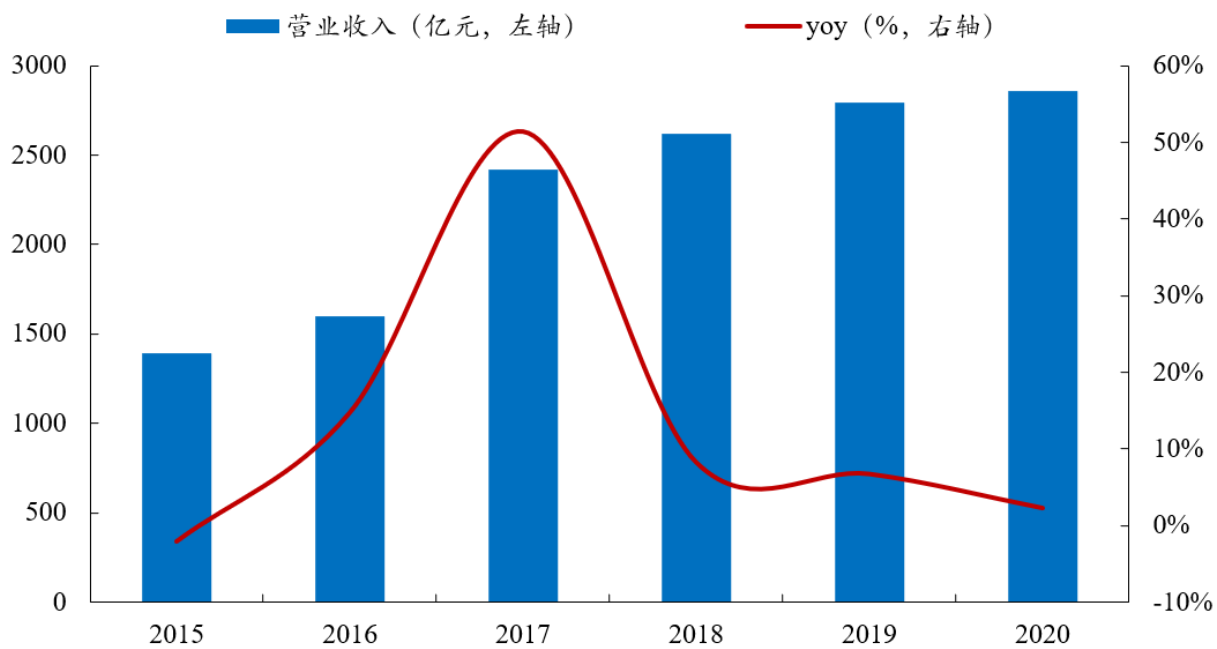
资料来源：公司公告，华安证券研究所



1.4 财务分析：收入端稳健增长，盈利能力持续改善

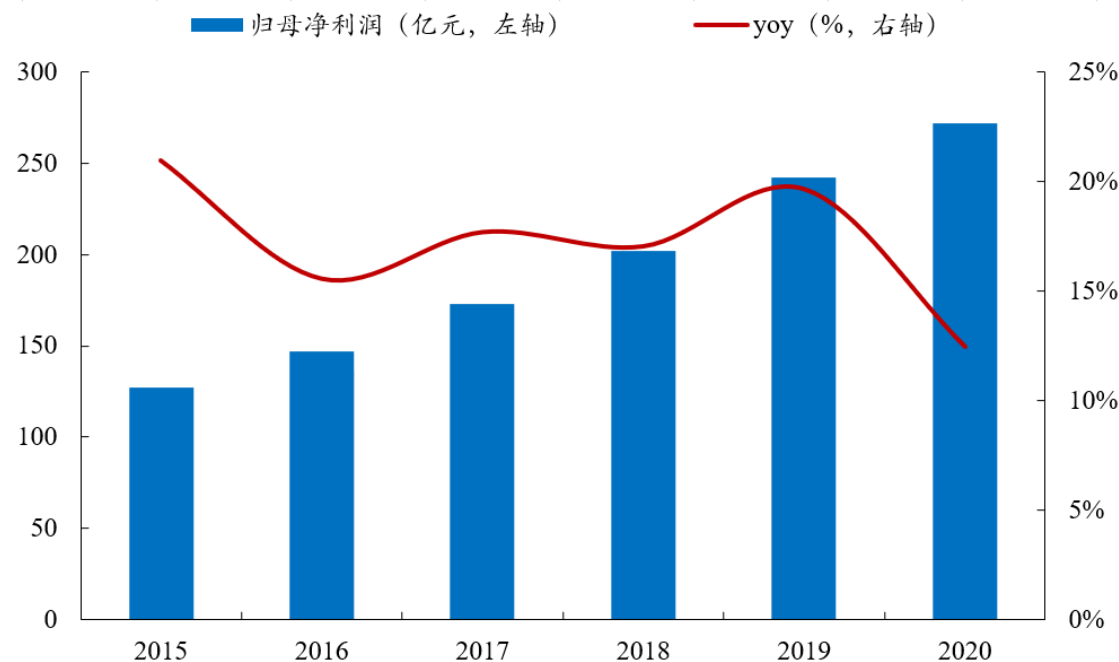
➤ 收入端持续增长，利润端稳步提升。2016-2020年公司**营收**分别为1598/2419/2618/2794/2857亿元，**CAGR 15.6%**。其中，2017年受益于行业景气度上行和收购资产并表，公司营收大幅增长，同比+51.3%。2016-2020年，**归母净利润**分别为147/173/202/242/272亿元，**CAGR 16.6%**，净利润增速高于营收增速，主因公司整体运营效率持续提升。

图27 2016-2020年营收CAGR 15.6%



资料来源：wind，华安证券研究所

图28 2015-2020年归母净利润CAGR 16.6%



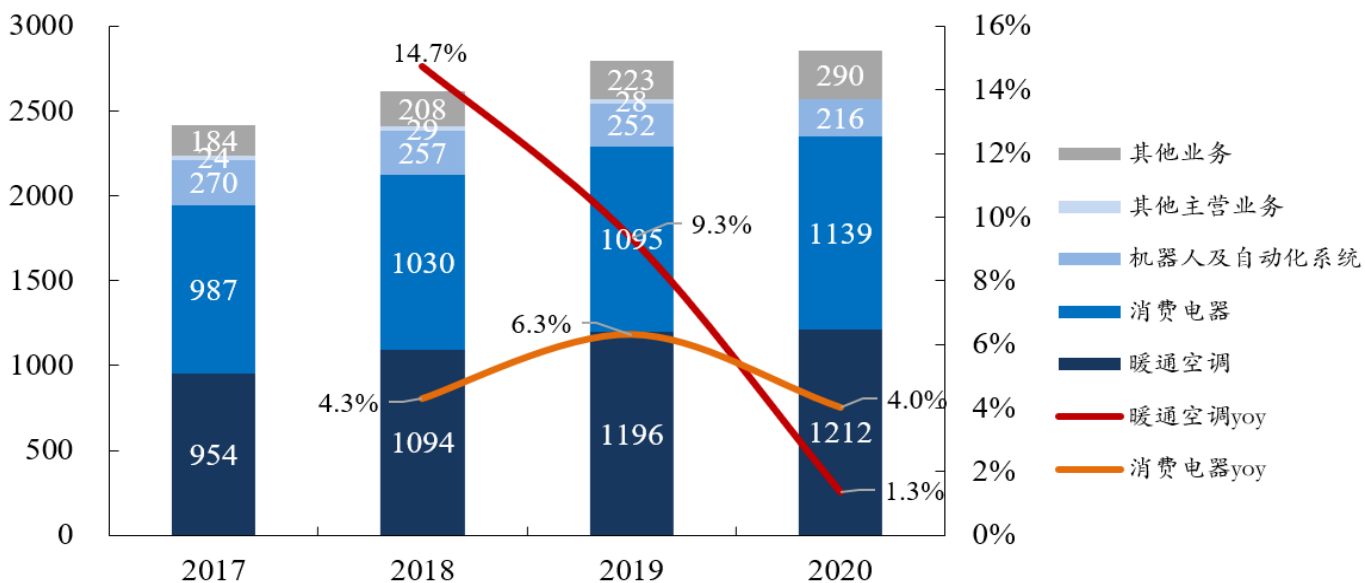
资料来源：wind，华安证券研究所



1.4 财务分析：收入端稳健增长，盈利能力持续改善

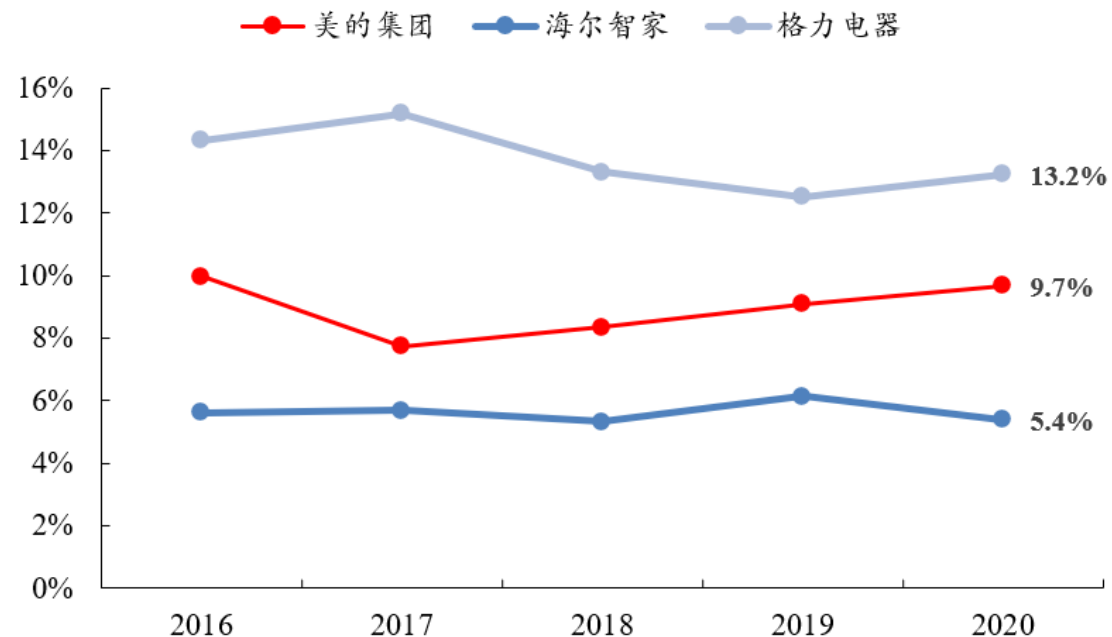
➤ 暖通空调+消费电器为营收主要增长点，净利率水平持续改善。按收入结构划分，2020年公司营收中，暖通空调、消费电器分别占比42%和40%，是营收主要增长点，2017-2020年二者合计占比稳定在80%左右，锚定公司营收基本盘。2017年公司毛利率下跌主要系收购KUKA、高创等资产并表所致，2017-2020年，公司净利率持续改善，20年达到9.7%，介于格力（13.4%）和海尔（5.4%）之间。

图29 2017-2020年暖通空调+消费电器营收占比稳定80%左右



资料来源：wind，华安证券研究所
注：2017年公司采用新的统计口径。

图30 2017-2020年，公司净利润持续改善



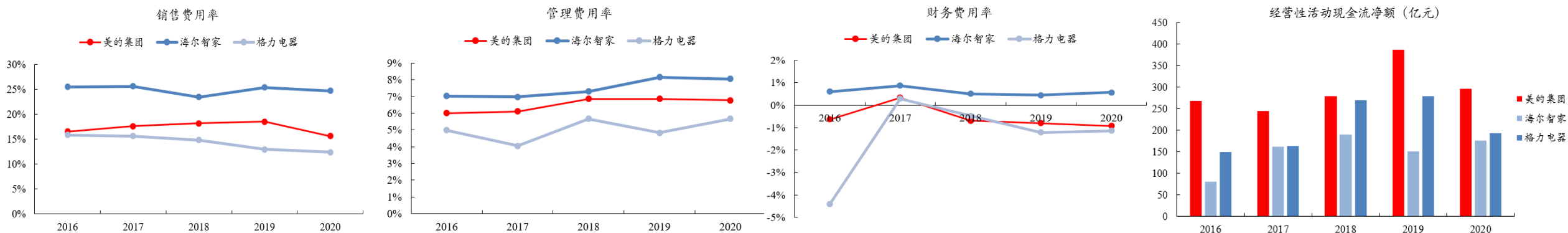
资料来源：wind，华安证券研究所



1.4 财务分析：收入端稳健增长，盈利能力持续改善

公司控费良好，现金流优异。2020年公司销售/管理/财务费用率分别为24.7%/6.8%/-0.9%，费用率总体平稳，管理和销售费用率有小幅上涨，主要系收购增加管理难度和品宣费用增加所致；**现金流表现优异**，2016-2020年公司年度经营性活动现金流净额维持在250亿元以上，**21Q3 货币资金高达559亿元**。

图31 公司三费控制良好，现金流表现优异



资料来源：wind，华安证券研究所



CONTENTS

01

领銜全球的中国家电龙头

02

核心竞争力：优秀的组织基因及其表达

03

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

04

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

05

盈利预测和估值



• 2.1 竞争力源泉：优秀的组织基因及表达

➤ 优秀的创始人团队创立的组织基因，是公司的竞争力源泉。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。**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，在连续的企业实践中，将创始人团队优秀的做事原则灌注进美的基因，塑造出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。

➤ 知名投资人张磊在其著作《价值》一书中，曾对如何判断一家企业的创始人和组织值得投资，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人是否一致；
- **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。

——《价值》，张磊



2.1 竞争力源泉：优秀的组织基因及表达

图32 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、对管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。
企业扩张战略	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年代我们用北派人，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。
	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： <u>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。</u>
	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

● **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人是否一致；

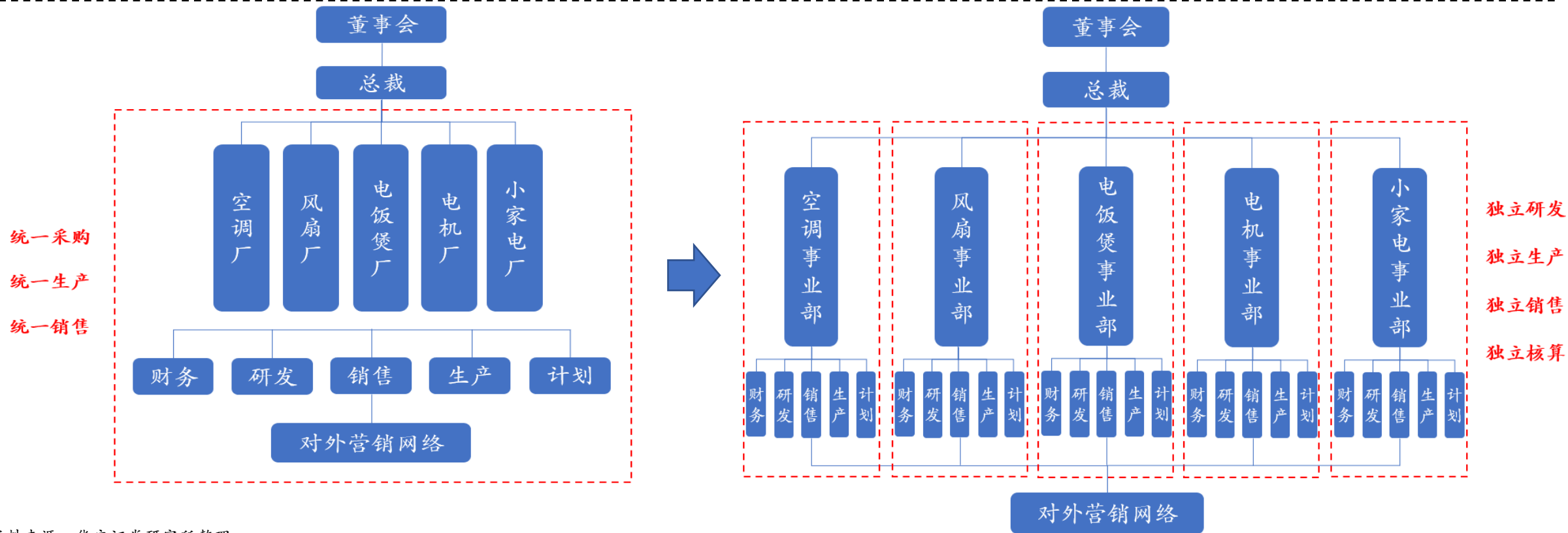
● **看组织**，就是看创业者所创立的组织基因，是否能够把每个细胞的能量充分释放，看组织的**内在生命力能否适应当时的经济周期、产业周期**。看组织，还要看能否从强大的文化与价值观中孕育出优秀的**治理结构、科学的决策机制与管理流程等系统能力**，能否让产品更优质，服务更人性化，能否把**个人能力升华为组织能力**。



2.2 基因表达一：事业部制，最大化发挥规模优势

➤ 事业部制是美的多元化业务发展关键时点的关键变革。事业部制有效平衡了多元化业务发展问题，回答了美的如何发展多元化业务问题，是顶层设计。

图33 1997年公司改革前后的组织架构

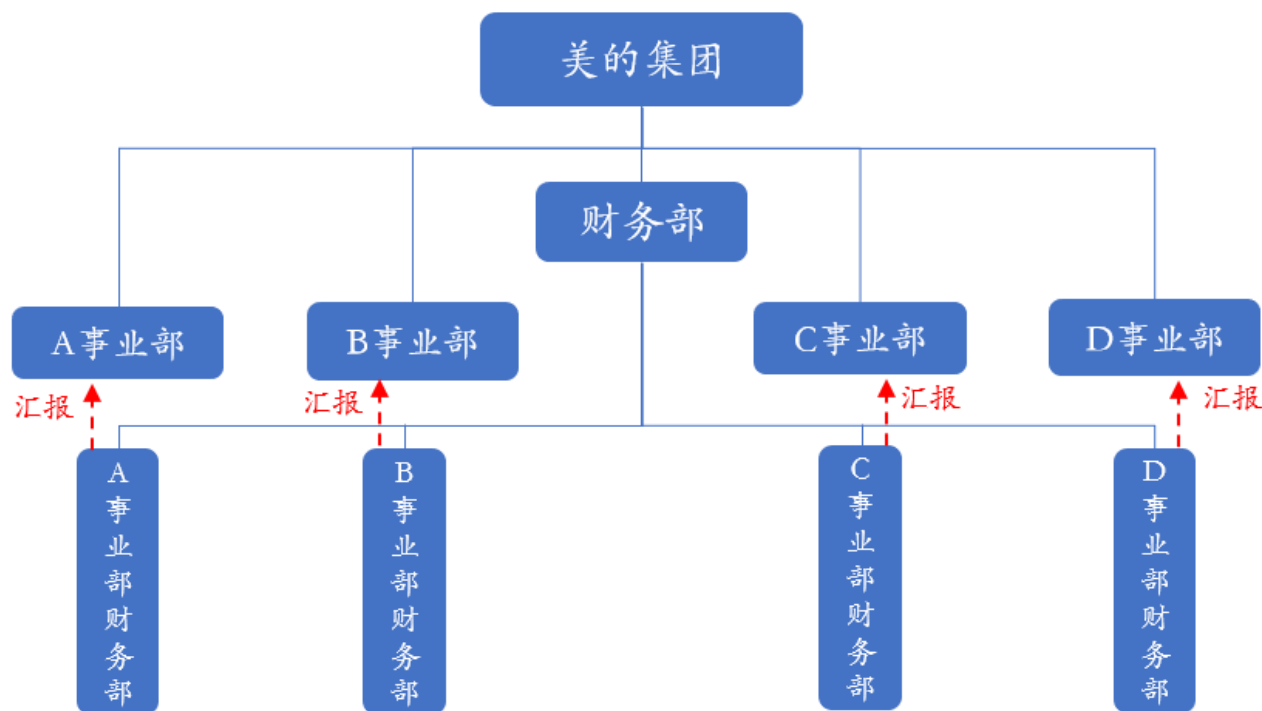


资料来源：华安证券研究所整理

2.2 基因表达一：事业部制，最大化发挥规模优势

- 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。1998年公司内部刊发《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。
- 一体化的财务体系是总部实现集权的核心举措。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34 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，最大化激活经营活力

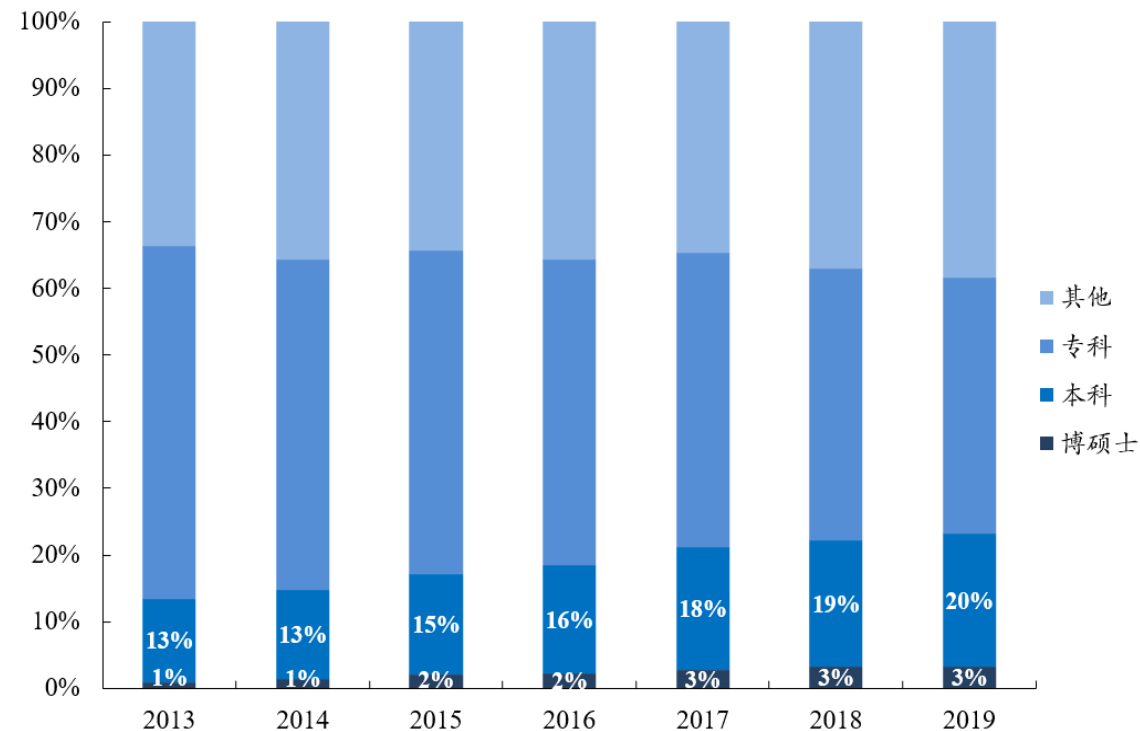
- 职业经理人制实现了去家族化，形成“能者上，庸者下”的人才竞争氛围，激发出企业巨大的经营活力。
- 职业经理人制**为集团多元化发展的实现提供了可持续的实施路径**，与事业部制构成一套组合拳，二者相辅相成。

图35 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。
顾炎民	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36 美的本科及以上员工占比稳步提升



资料来源：wind，华安证券研究所



2.3 基因表达二：职业经理人制，最大化激活经营活力

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。截至2020年，公司共颁布**7期股票期权**计划、**4期限制性股票**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37 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 侧重于研发、制造、品质等科技人员及相关中基层管理人员	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；
		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38 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39 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%	
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%	2019年度加权平均净资产收益率不低于20%；
全球合伙人计划	总裁、副总裁及其他高管，下属单位总裁或总经理	2020	18410	0.76%	
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%	2020-2022年归母净利润不低于前两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



CONTENTS

01

领衔全球的中国家电龙头

02

核心竞争力：优秀的组织基因和文化

03

核心看点一：研发加码+渠道优化，驱动
价值链重塑，不断挖深护城河

04

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

05

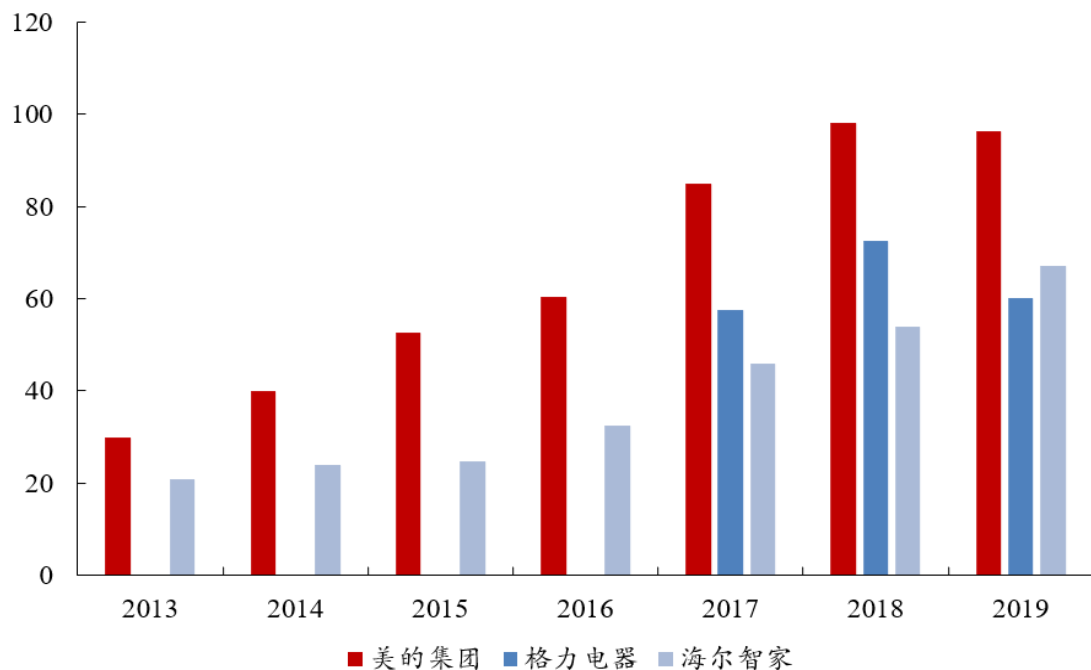
盈利预测和估值



3.1 研发不断加码，市场份额稳步提升

- **研发投入**：2013-2020年，公司**累计研发投入超过570亿元**，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**，**居我国家电行业首位**。
- **研发战略**：2020年12月30日，公司**战略主轴升级**，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40 2013-2020年公司累计投入研发费用549亿元，业内遥遥领先



资料来源：wind，华安证券研究所

图41 “2019年全球2500家企业研发投入排行榜”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

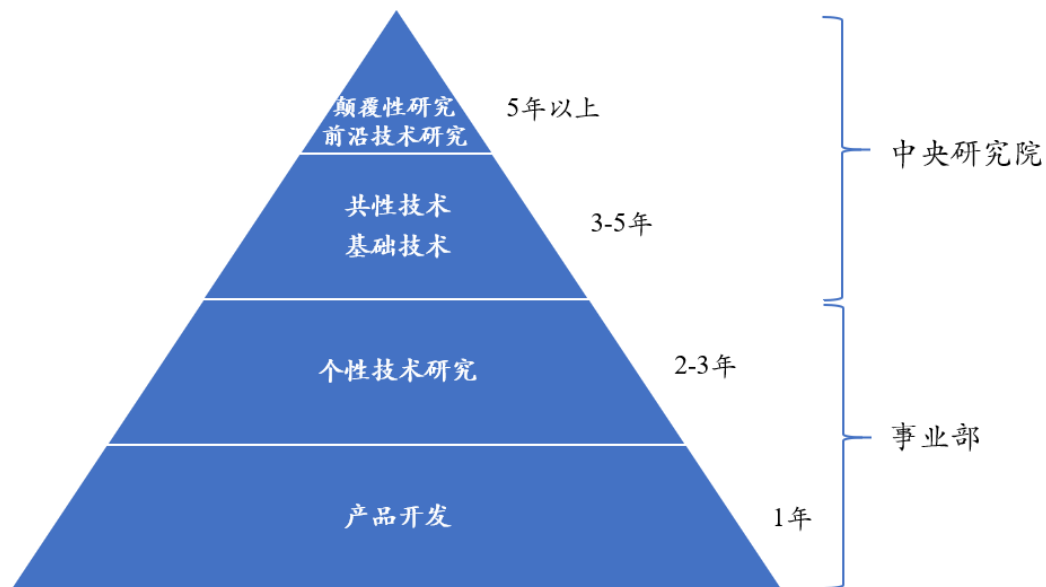
资料来源：欧盟委员会，华安证券研究所

3.1 研发不断加码，市场份额稳步提升

- 研发体系：以中央研究院和事业部为核心，合理分配研发任务，有效平衡短期（利润中心）和中长期（成本中心）目标。
 - ❑ 中央研究院：5年以上的**颠覆性研究**和**前沿技术研究**以及3-5年**共性技术和基础技术**；
 - ❑ 事业部：1-2年**新品开发**和2-3年**个性技术研究**。
- 研发网络：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**。

图40 2013-2020年公司累计投入研发费用549亿元，业内遥遥领先

图41 “2019年全球2500家企业研发投入排行榜”中国top20



资料来源：公司CSR报告，华安证券研究所



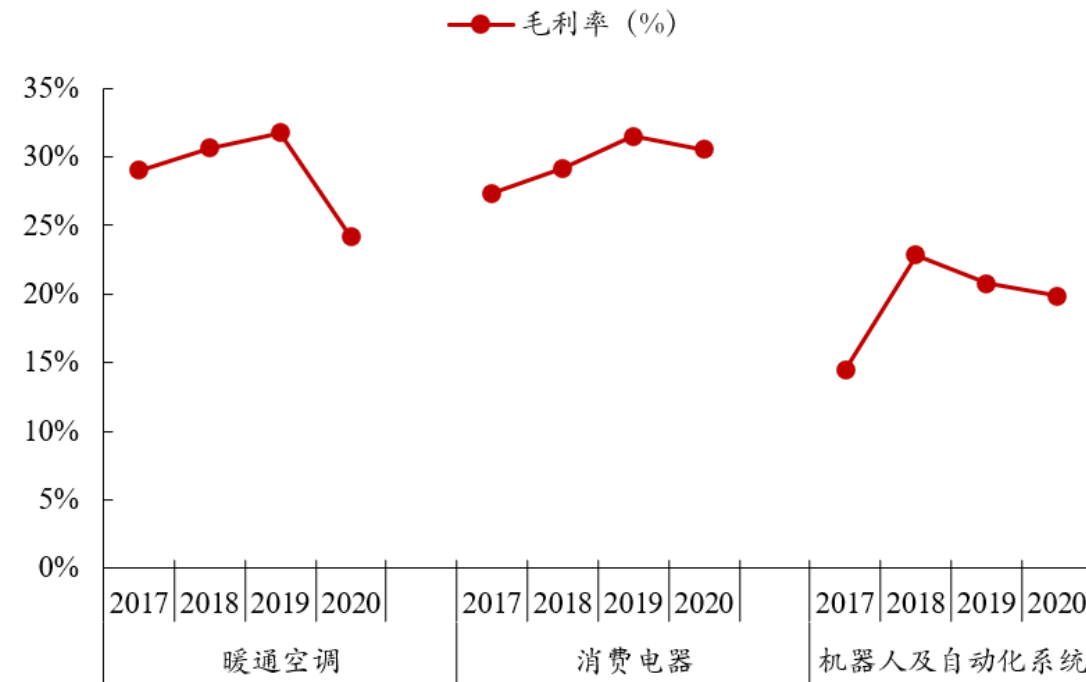
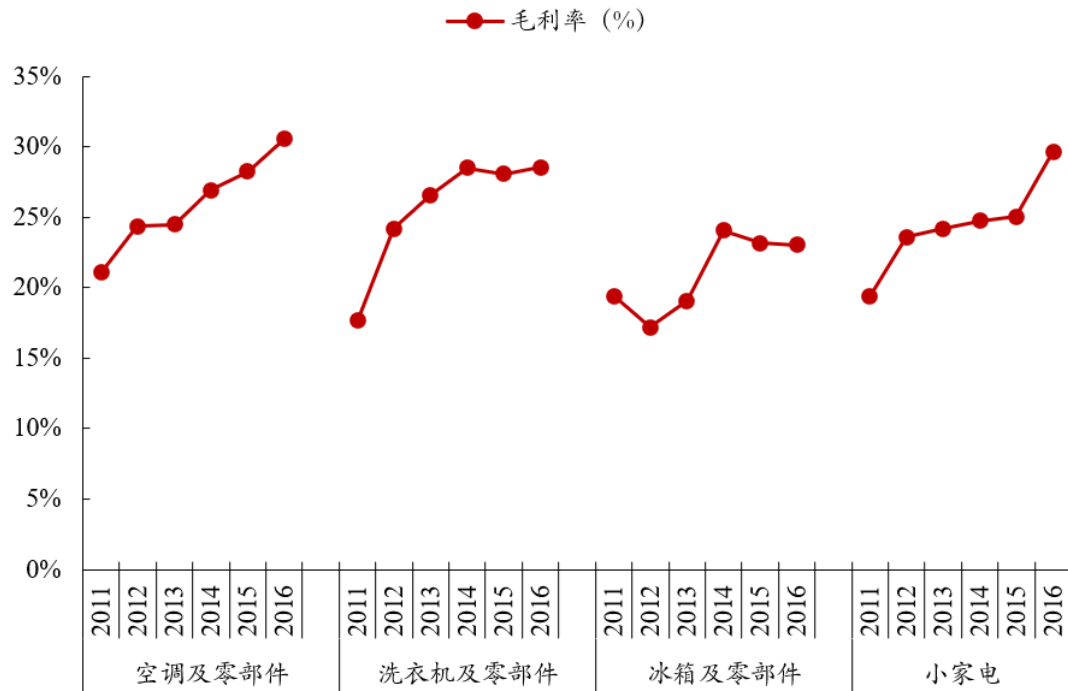
资料来源：公司CSR报告，华安证券研究所



3.1 研发不断加码，市场份额稳步提升

➤ 2011-2019年（2011年确立“产品领先”战略），公司空调/冰箱/洗衣机/小家电/机器人的毛利率进入上行通道，稳步提升。（剔除2020年疫情特殊年份）

图42 2011-2019年，公司ToC产品毛利率稳步提升（2017年后公司披露口径发生变化）



资料来源：wind，华安证券研究所

注：暖通空调包括家用空调和中央空调，消费电器包括冰箱、洗衣机和小家电。

资料来源：wind，华安证券研究所

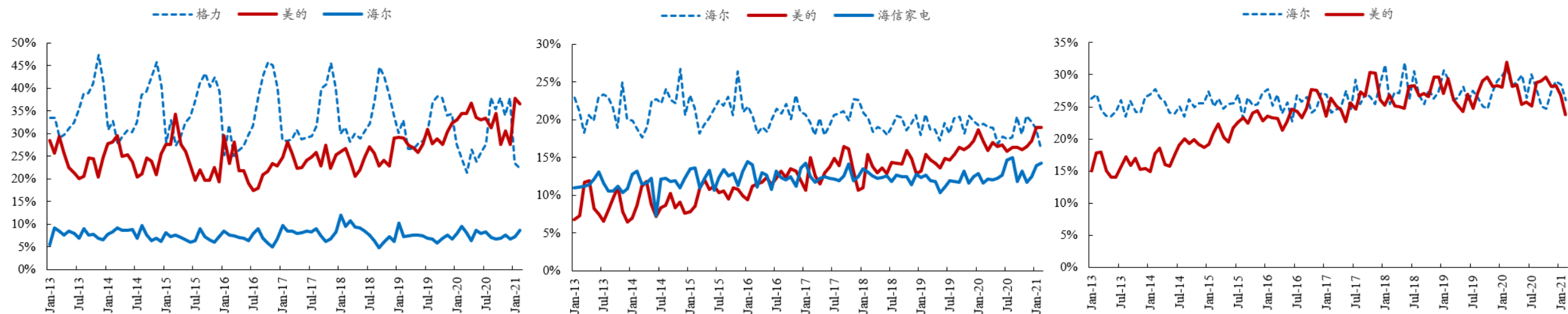
注：暖通空调包括家用空调和中央空调，消费电器包括冰箱、洗衣机和小家电。



3.1 研发不断加码，市场份额稳步提升

➤ 2013-2020年，公司空调/冰箱/洗衣机市占率逐年攀高，实现超越。据产业在线数据，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，部分月份实现超越，竞争状态逐步从追赶扭转为领先。

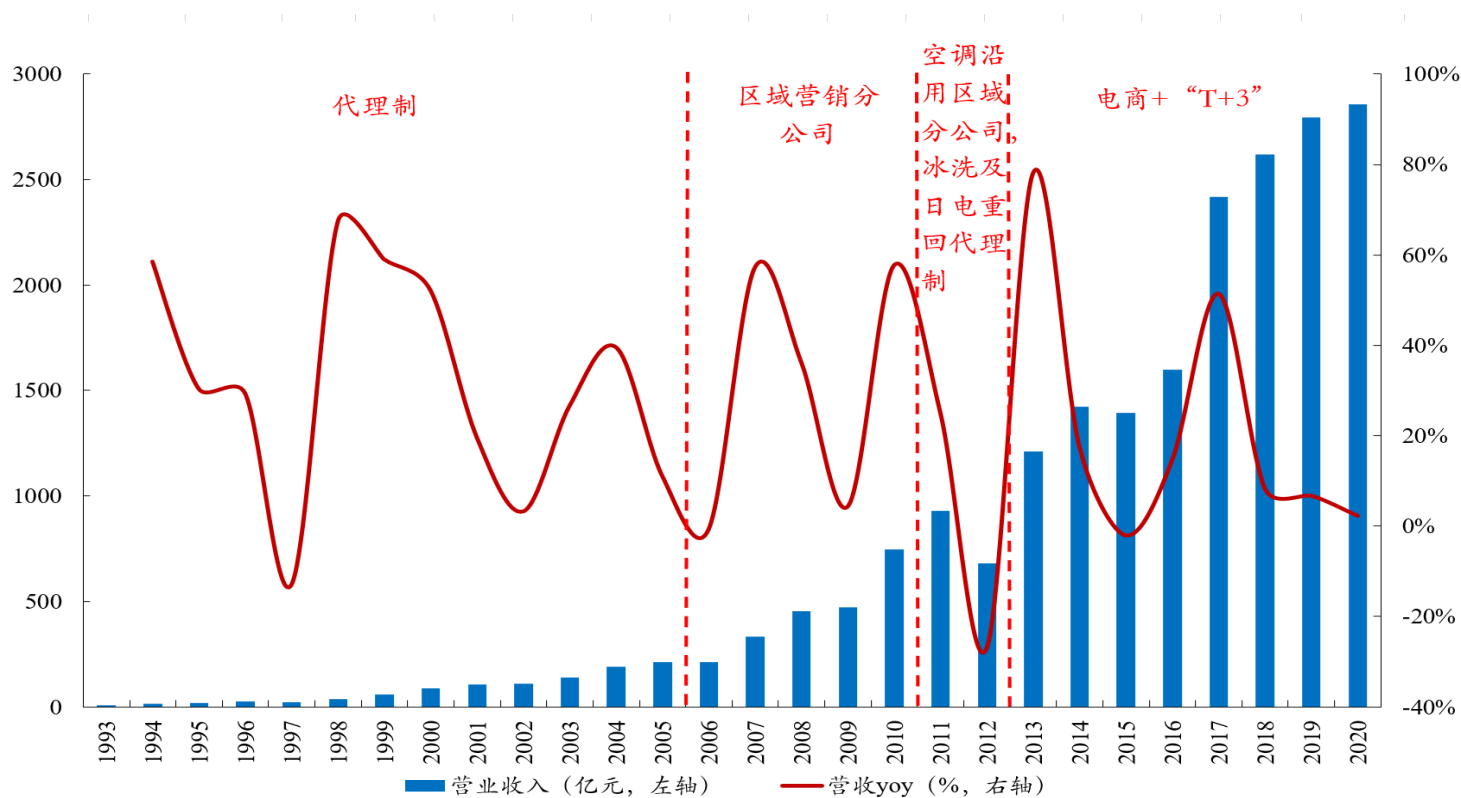
图43 2013-2020年，公司空/冰/洗市占率逐年攀高，实现超越



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

图44 公司渠道变革重要阶段划分及营收变化



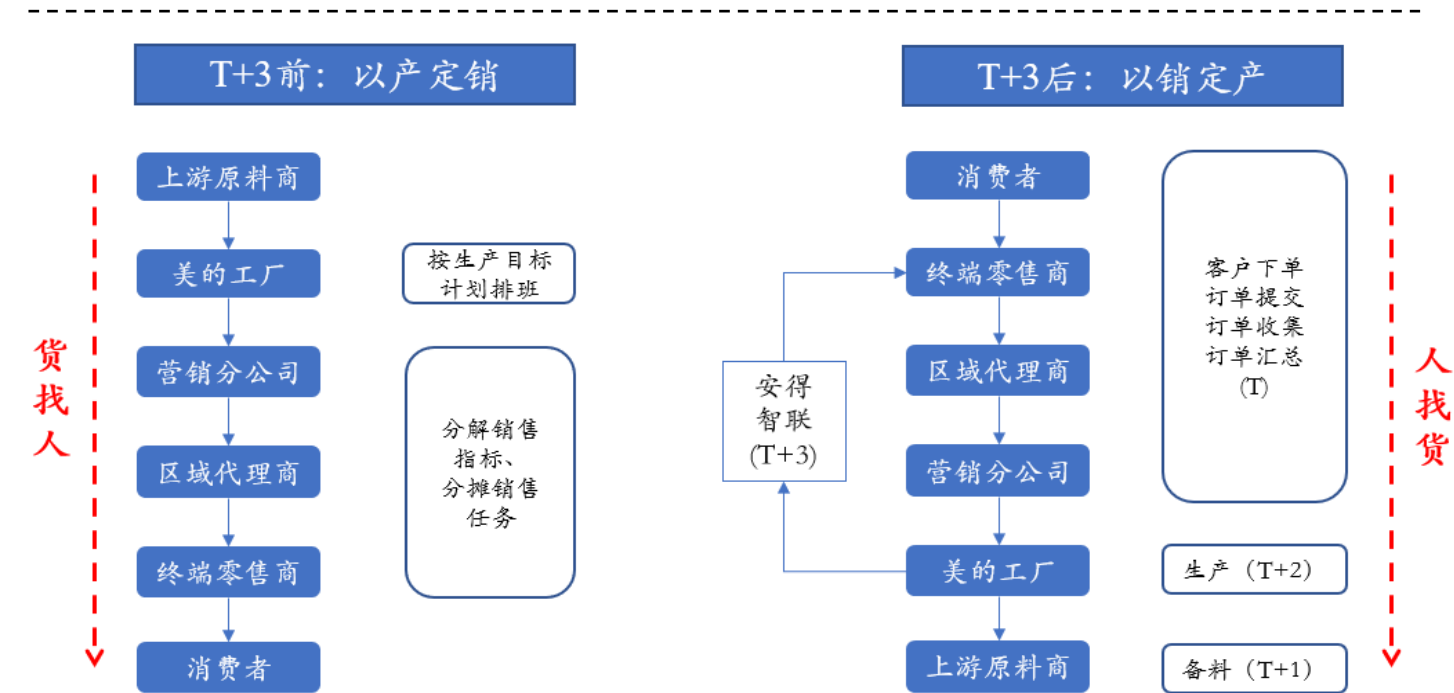
资料来源：wind，华安证券研究所

- 2005年以前，采取“代理商制度”。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；
- 2005-2011年，学习格力建立“区域营销分公司”。与代理商合资设立区域营销分公司，营销分公司总经理由美的派驻，负责具体运营。
- 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。
- 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**。



3.2 渠道不破不立，运营效率持续释放

图45 “T+3”模式：从“货找人”到“人找货”



“货找人”模式下，竞争要素主要是销售渠道宽度，企业以宽渠道保障尽可能地触达广泛客群，以增加产品找到其对应需求者的概率。

“人找货”模式下，竞争要素主要是销售渠道速度，即如何更快地收集、汇总、分析和满足已有的客户需求。

➤ 为什么说“T+3”模式重塑了原有的渠道流程，以及“T+3”模式的必要性？

□ **需求端变化**：消费升级/商品过剩背景下，“供给决定需求”转变为“需求决定供给”；“耐用品思维”转变为“快消品思维”；**→对供给提出新要求**：企业须快速、精准地提供契合需求的产品；**→供给端模式创新**：变“以产定销”为“以销定产”，从“货找人”到“人找货”。

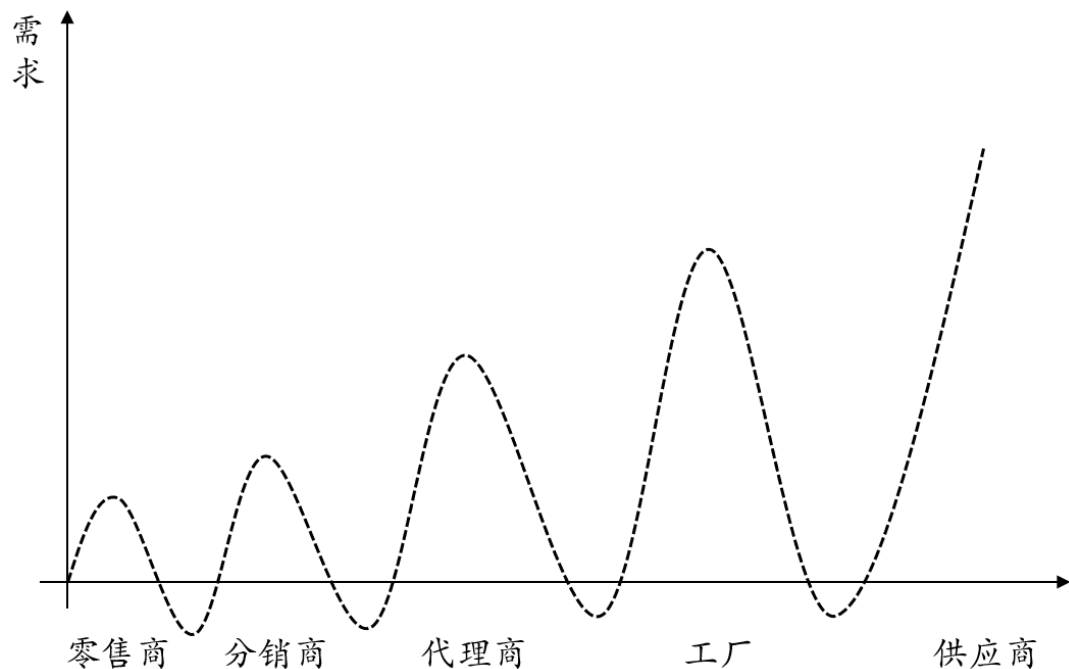
资料来源：华安证券研究所整理



3.2 渠道不破不立，运营效率持续释放

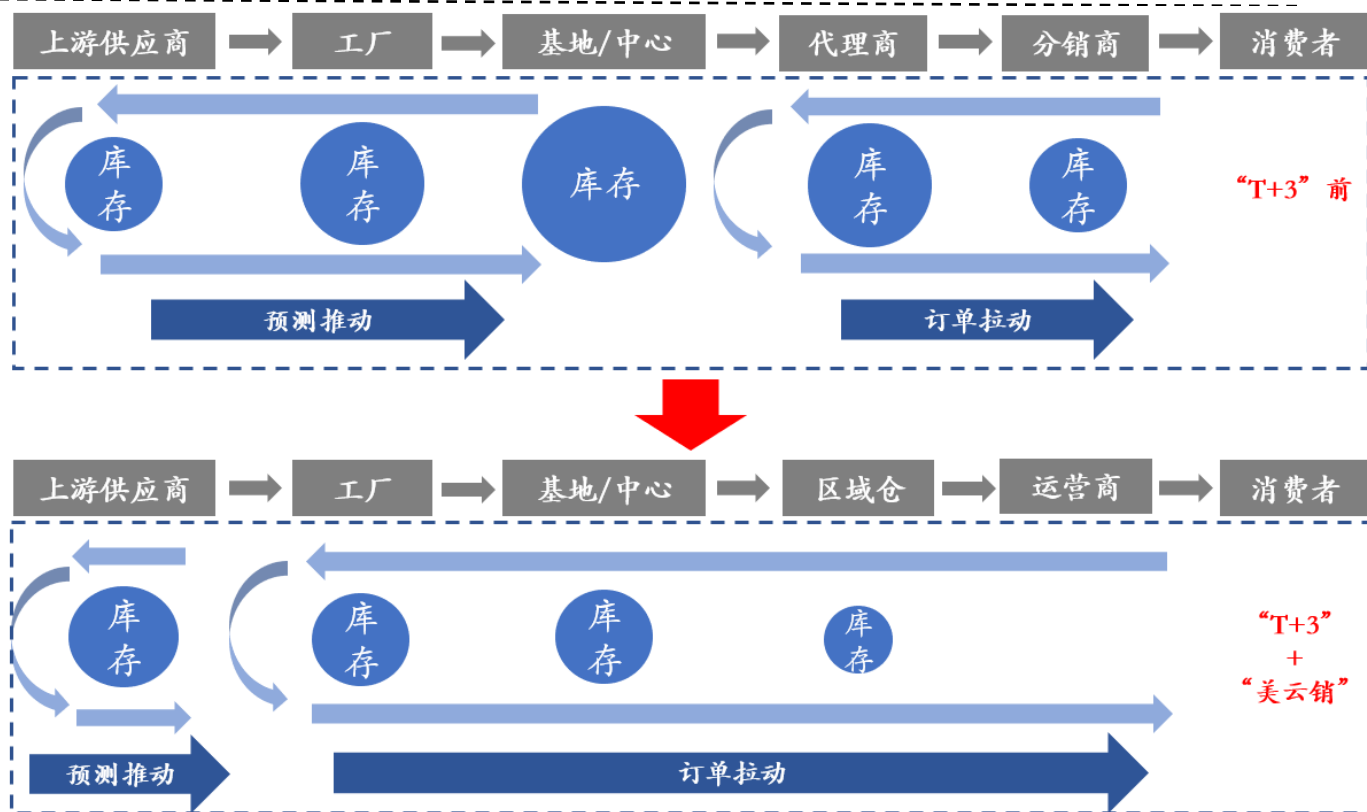
- 公司工厂通过美云销订单系统直达终端小B（运营商），减少“牛鞭效应”扰动，增强需求预测能力，有力保障了“T+3”模式落地，亦可实现全流通渠道的降库存。

图46 “牛鞭效应”导致需求波动被逐级放大，干扰上游预测



资料来源：华安证券研究所整理

图47 美的“T+3”+“美云销”，加快信息流，同时实现低库存和快周转



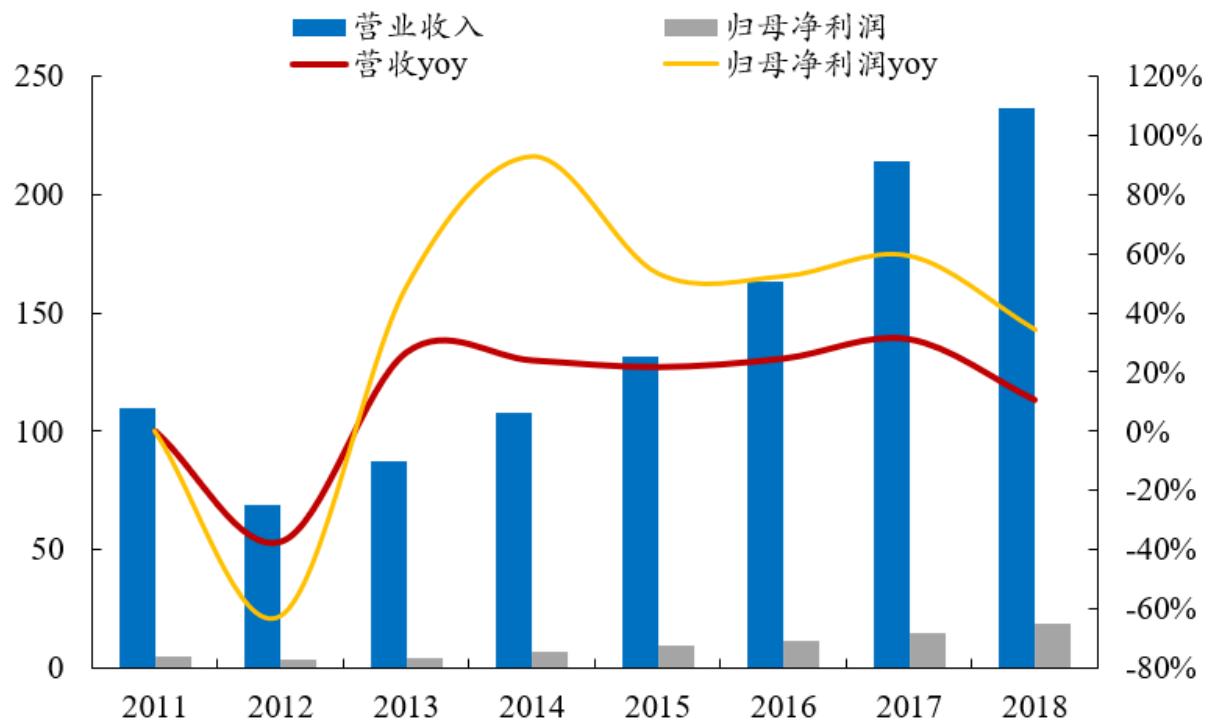
资料来源：公司公告，华安证券研究所



• 3.2 渠道不破不立，运营效率持续释放

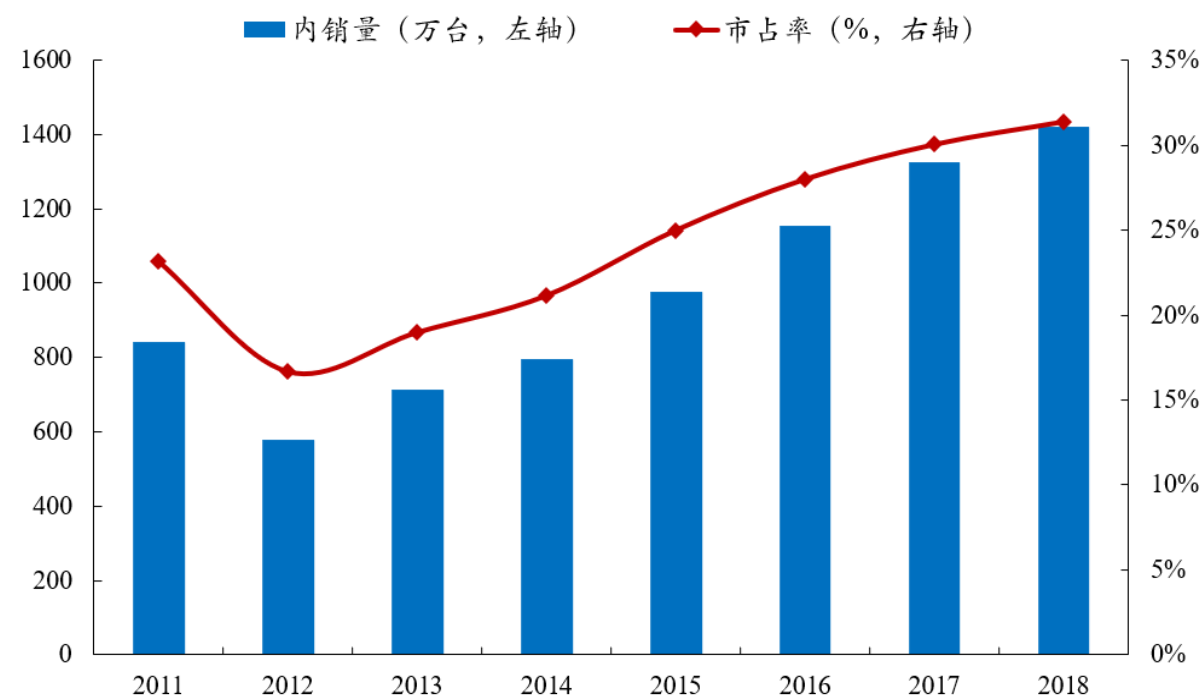
➤ 自2012年“T+3”模式在小天鹅实施以来，明显改善小天鹅的运营效率，多项运营指标显著提升。

图48 2012-2018年，小天鹅营收/归母净利CAGR分别达：27.9%/40.6%



资料来源：wind，华安证券研究所

图49 2012-2018年，小天鹅内销量及市占率稳步提升



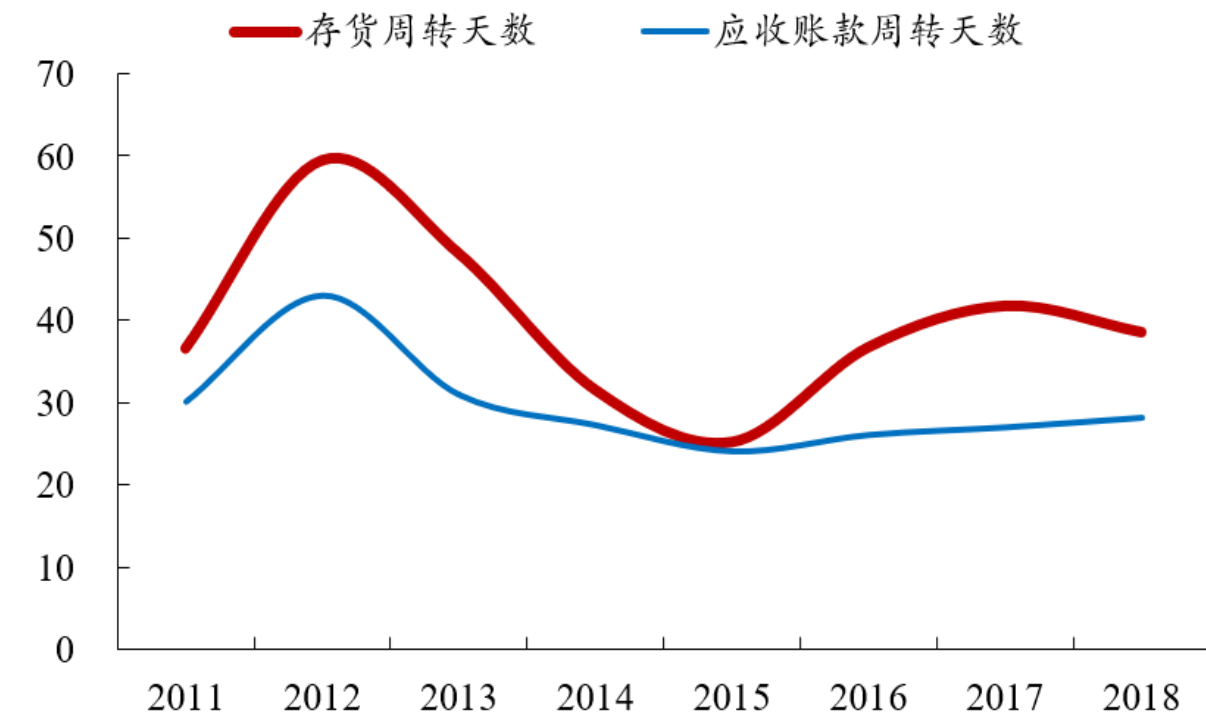
资料来源：产业在线，华安证券研究所



• 3.2 渠道不破不立，运营效率持续释放

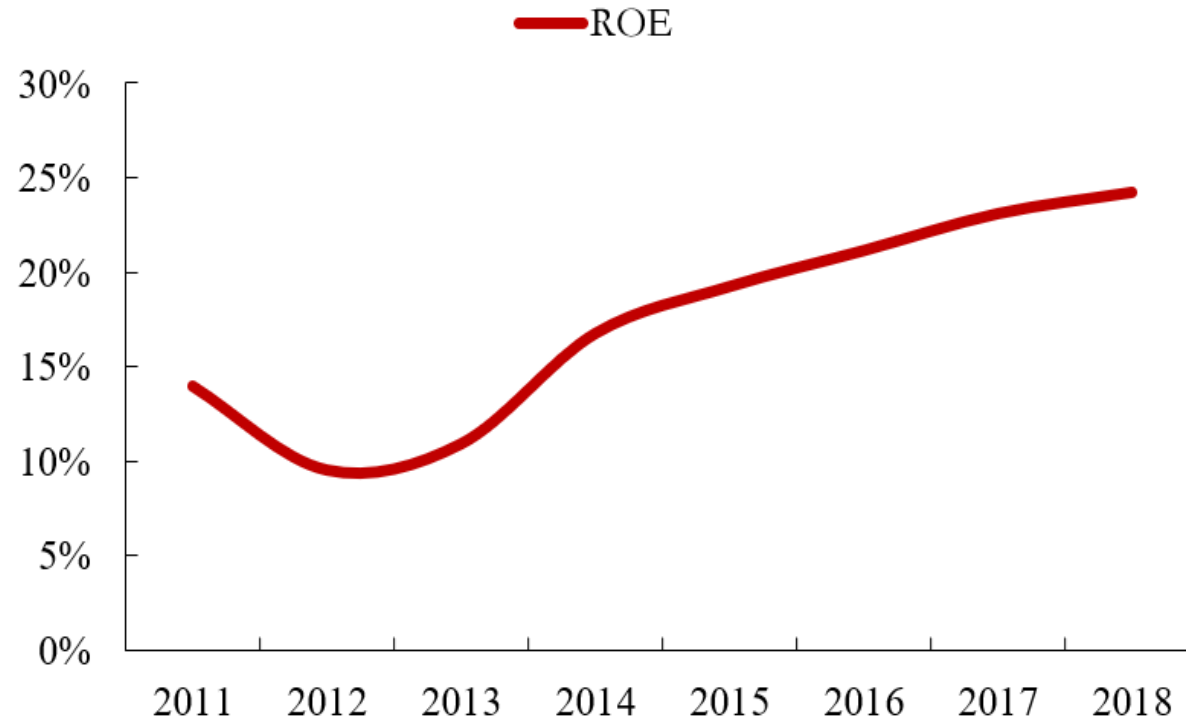
➤ 自2012年“T+3”模式在小天鹅实施以来，明显改善了小天鹅的运营效率，多项运营指标显著提升。

图50 2012-2018年，小天鹅存货和营收账款周转加快



资料来源：wind，华安证券研究所

图51 2012-2018年，小天鹅ROE从10%提至25%



资料来源：wind，华安证券研究所



CONTENTS

01

领銜全球的中国家电龙头

02

核心竞争力：优秀的组织基因和文化

03

核心看点一：研发加码+渠道优化，驱动价值链重塑，不断挖深护城河

04

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

05

盈利预测和估值

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：家用电器、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52 美的五大业务板块



资料来源：公司官网，华安证券研究所

图53 美的五大业务板块内涵

业务板块	主要内容
智能家居事业群	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。致力于为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。

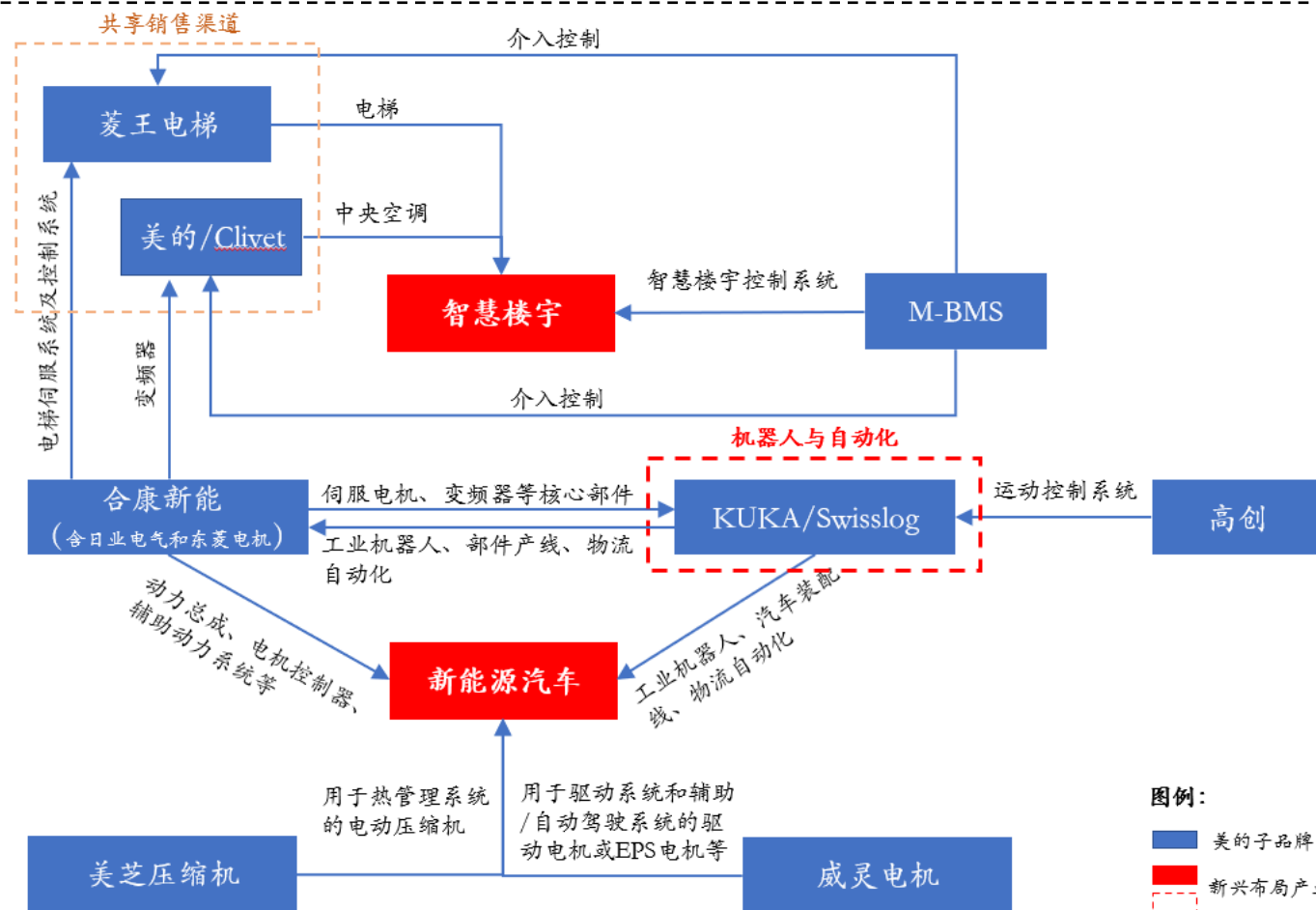
资料来源：产业在线，华安证券研究所



4.1 积极布局新兴产业，ToB业务发展可期

➤ ToB业务“形散神不散”，业务间内在协同性强。

图54 以新兴产业为核心的美的ToB业务间协同关系图解

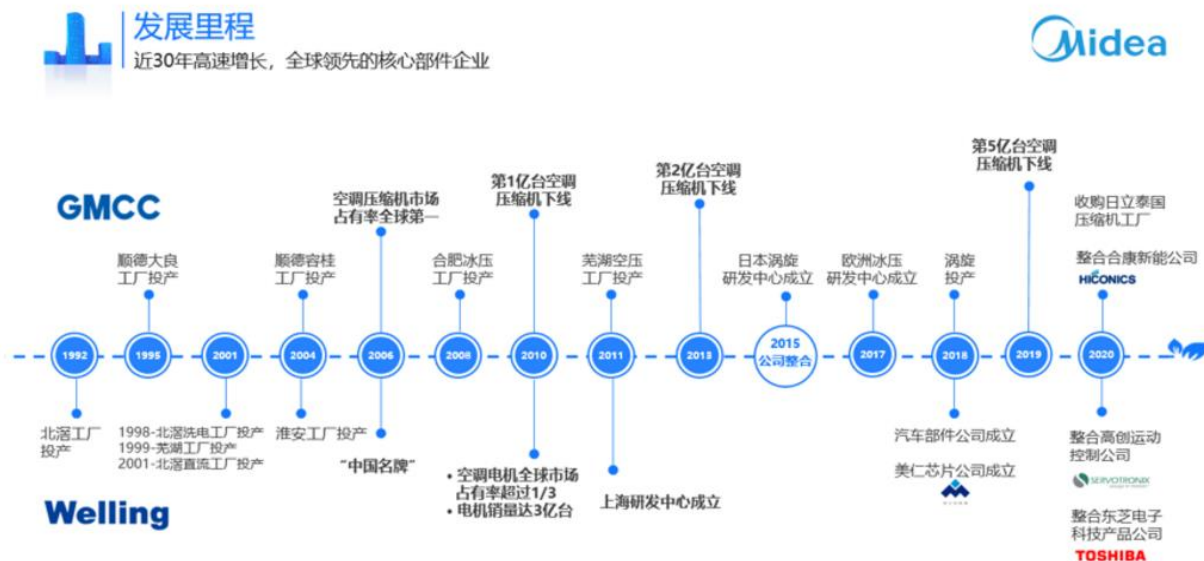


4.1 积极布局新兴产业，ToB业务发展可期

➤ 1、新能源车行业——美的核心能力圈的下游应用场景拓展

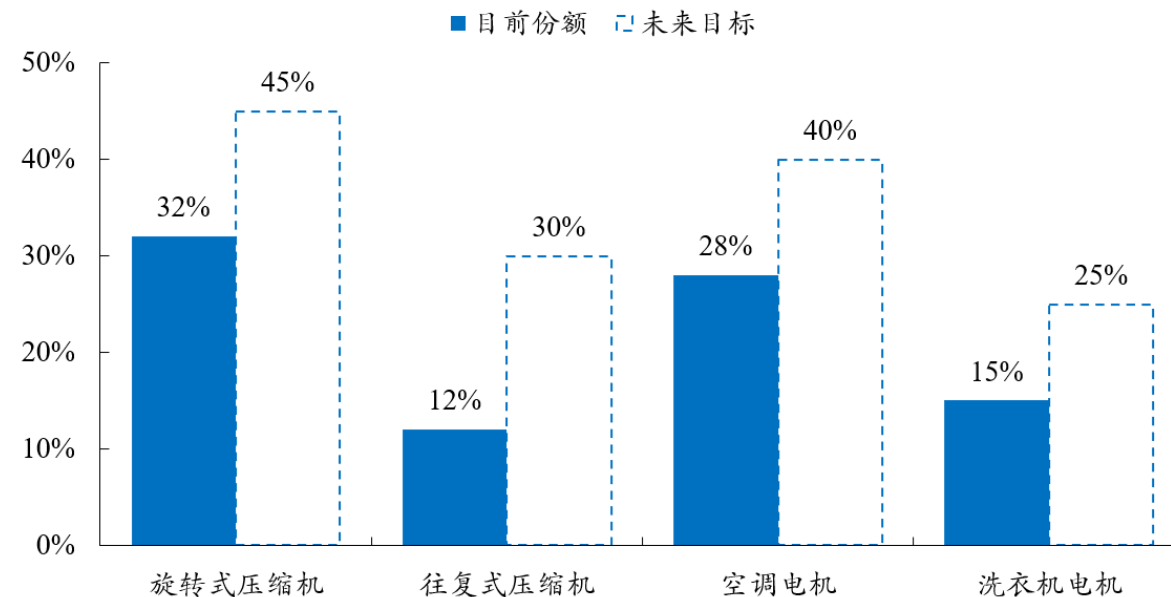
□ **美芝压缩机**和**威灵电机**分别成立于**1992年**和**1995年**，均在家电领域**深耕近30年**，是行业内**世界级龙头**，**市占率全球第1**。

图55 美的机电事业部发展历程（由美芝压缩机+威灵电机事业部演化而来）



资料来源：公司官网，华安证券研究所

图56 美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

4.1 积极布局新兴产业，ToB业务发展可期

➤ 1、新能源车行业——美的核心能力圈的下游应用场景拓展

□ 2021年5月18日，美的威灵汽车公司正式官宣其驱动电机、热管理系统和辅助/自动驾驶系统三大产品线全线投产，并发布5款汽车零部件：**驱动电机、电子水泵、电子油泵、电动压缩机和EPS电机。**

图57 美的威灵汽车部件产品布局



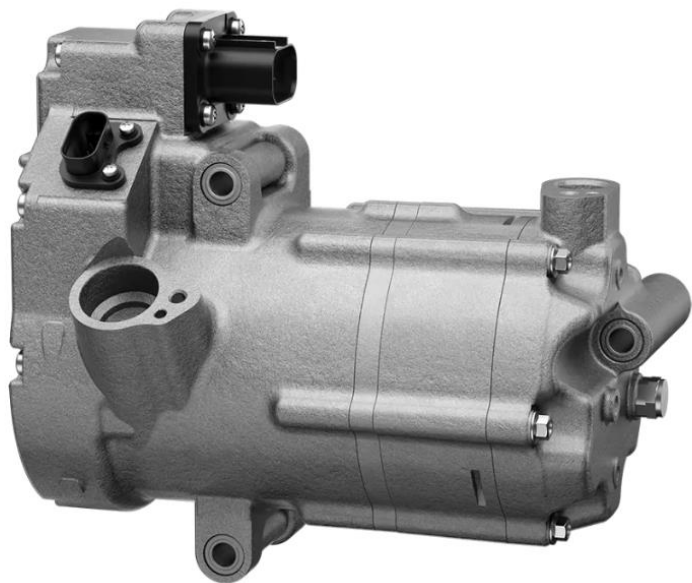
资料来源：美的威灵汽车产品发布会，华安证券研究所

4.1 积极布局新兴产业，ToB业务发展可期

1、新能源车行业——美的核心能力圈的下游应用场景拓展

□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CO₂，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，这一产品**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58 美的转子式电动压缩机 (CO₂冷媒)



资料来源：公司官网，华安证券研究所

图59 CO₂冷媒因绿色、高效、低成本，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 ₂ F ₄ H ₂	1430	1.4 (-15° C)	不可燃
R-1234yf	否	C ₃ F ₄ H ₂	4	1.4 (-15° C)	可燃
R744	是	CO ₂	1	2 (-20° C)	不可燃

资料来源：百度百科，华安证券研究所

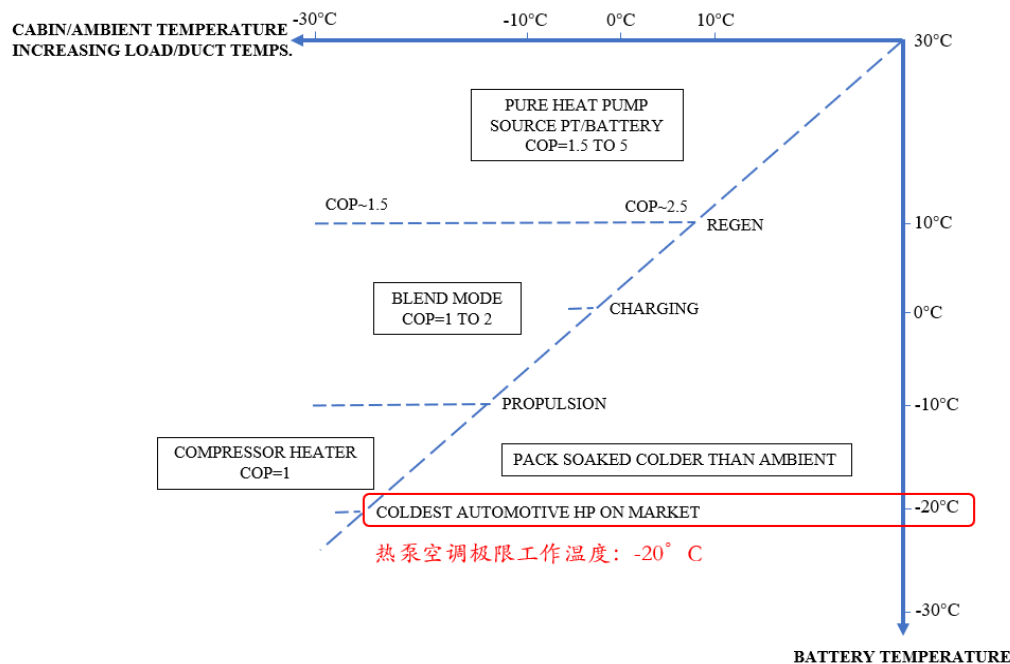


4.1 积极布局新兴产业，ToB业务发展可期

1、新能源车行业——美的核心能力圈的下游应用场景拓展

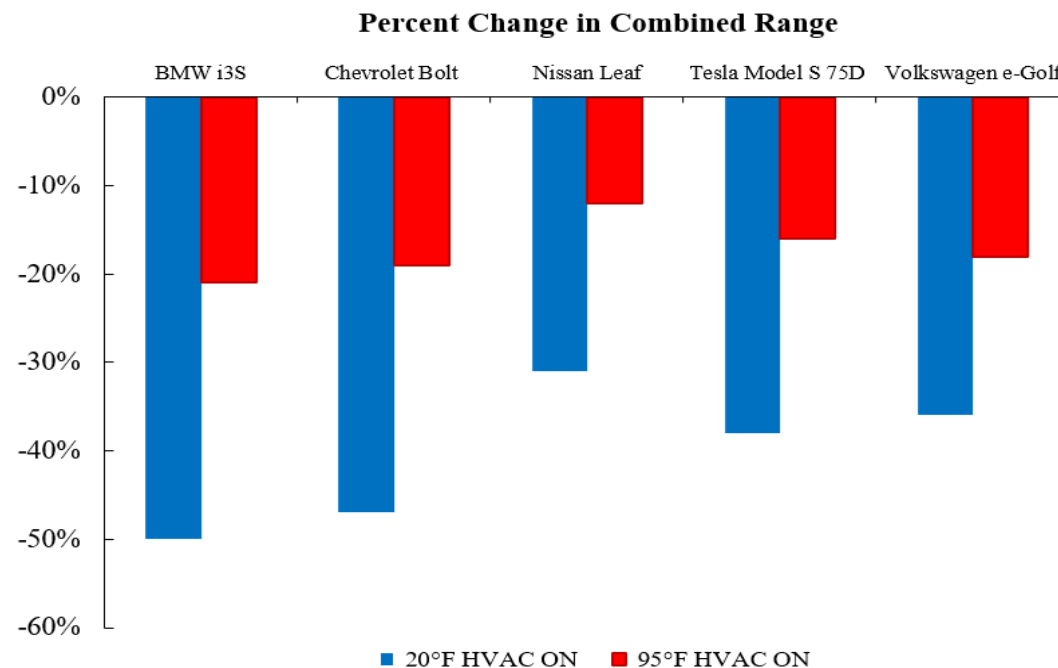
□值得一提的是，美的突破性地发明了转子式电动压缩机，创新性地采用自然冷媒CO₂，使其不仅具有高效率、低噪音、轻量化等技术特点，还能满足高效制冷和低温制热两种需求，即使-35°C低温环境下，压缩机的制热能力依然强劲，解决了新能源车在极寒工况下续航衰减快的难题，相比传统热泵，可有效提升20%续航里程，我们认为，这一产品有望让公司成为新能源车行业的“卖铲人”，助力新能源整车厂商打开中高纬度地区的增量市场，加速新能源车渗透，进而带动电动压缩机销售，构成正循环。

图60 特斯拉Model Y空调极限工作温度为-20度



资料来源：特斯拉Model Y热泵空调技术专利，华安证券研究所

图61 美国5大热销电动车在-6.7度环境下使用热泵空调后，续航里程平均下滑超40%



资料来源：美国汽车协会 (AAA)，华安证券研究所



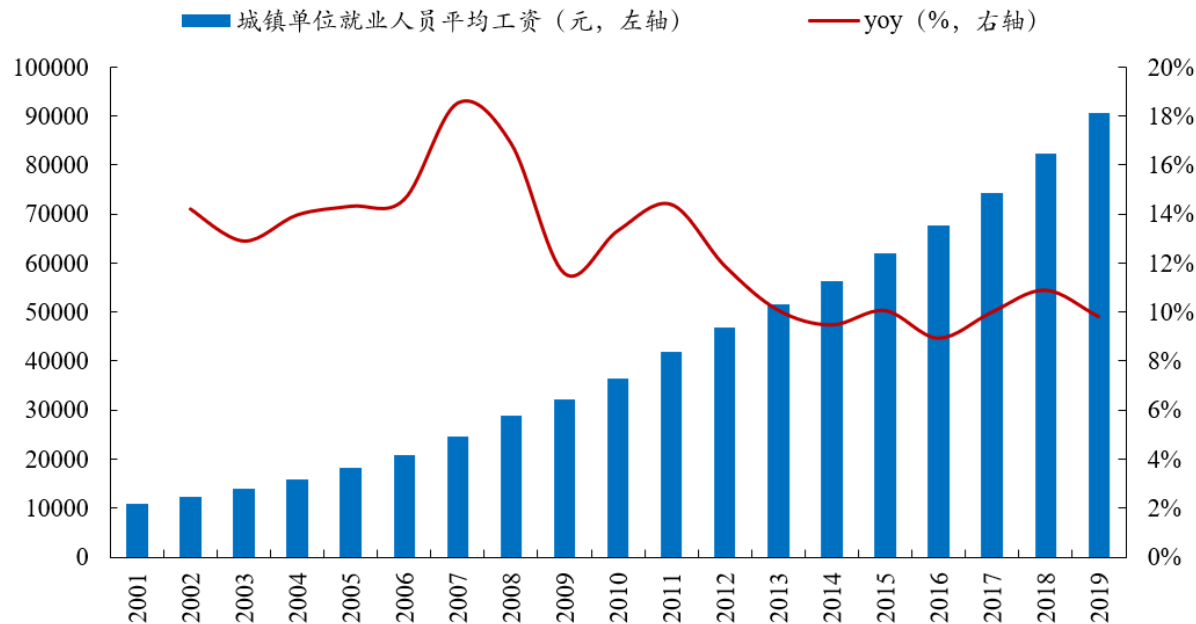
4.1 积极布局新兴产业，ToB业务发展可期

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，是推动工业机器人行业发展的根本动力。

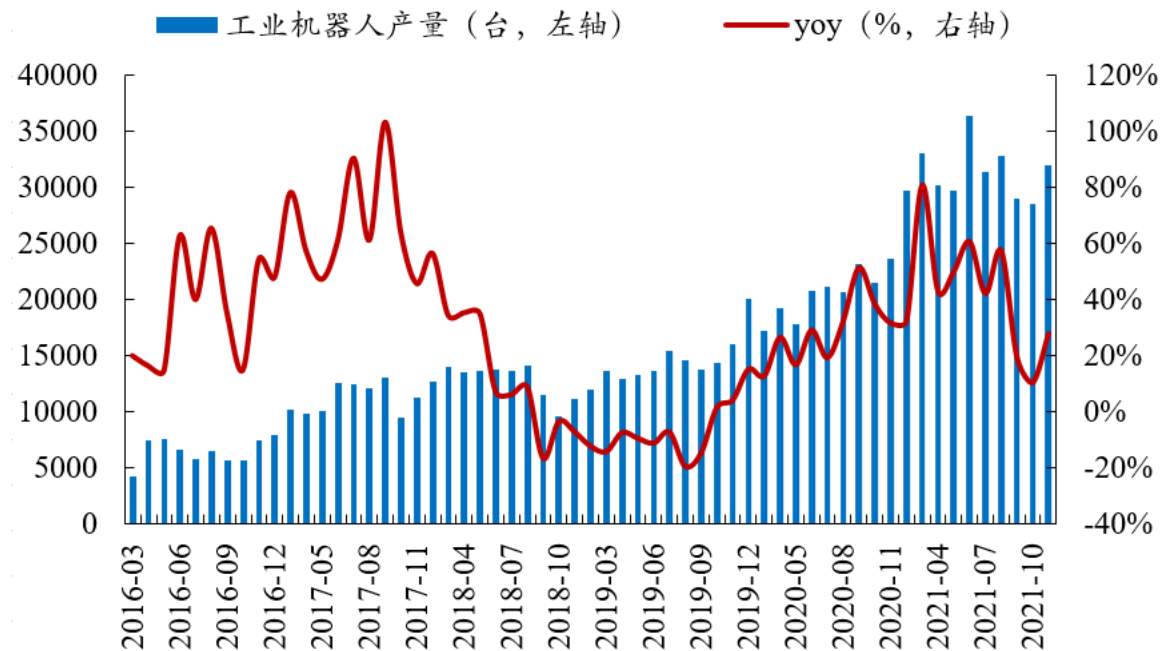
□2020年下半年以来，随着国内复工复产的有序推进，工业机器人月产量增速快速提升，平均增速超过30%，行业重回高速增长期。

图62 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63 2020年下半年以后国内工业机器人产量加速提升



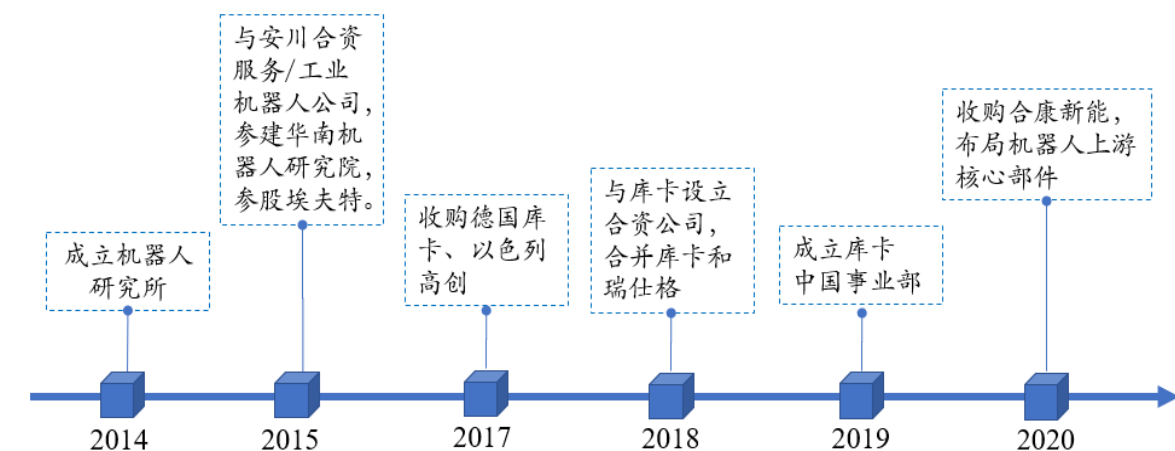
资料来源：国家统计局，华安证券研究所

4.1 积极布局新兴产业，ToB业务发展可期

2、工业机器人及自动化——内向赋能，智能制造的关键基底

□ 工业机器人及自动化产业发展路径总结：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、品牌和渠道**，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。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。

图64 美的机器人产业发展历程



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图65 美的机器人产业链纵向一体化布局



资料来源：公司官网，华安证券研究所



4.1 积极布局新兴产业，ToB业务发展可期

2、工业机器人及自动化——内向赋能，智能制造的关键基底

三大作用：一是，“机器替人”构建新的成本优势；二是，打开新的增量空间；三是，重构新的生产和销售模式。

图66 美的工业机器人使用密度（台/万人）

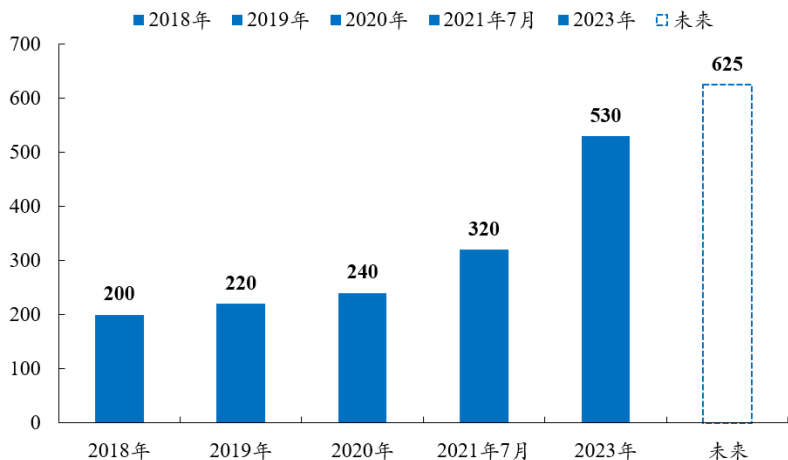


图67 中国工业机器人及系统集成市场规模

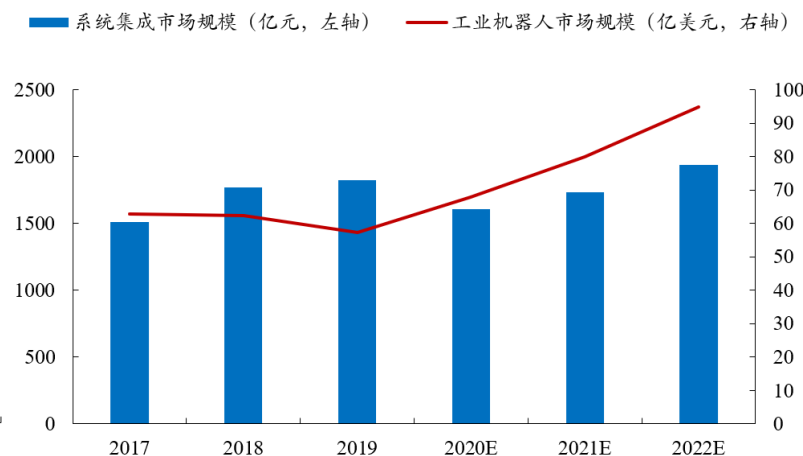
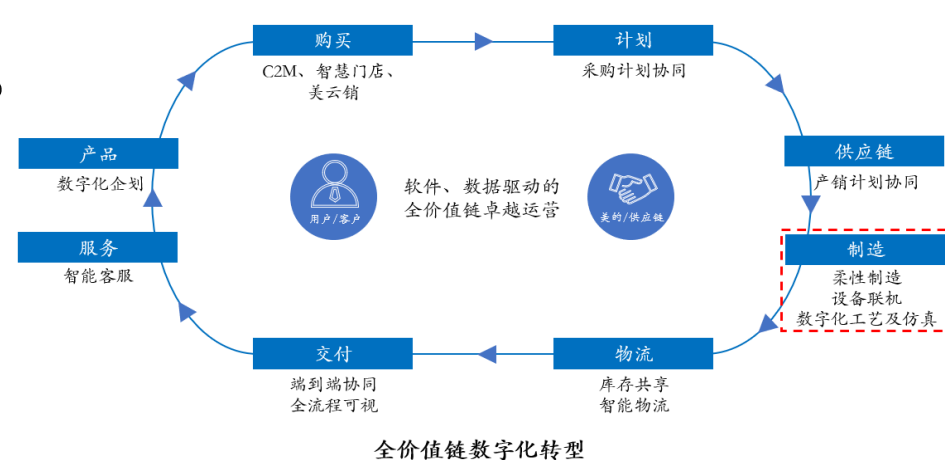


图68 以工业机器人为核心的智能制造是美的全价值链数字化转型中的重要一环



资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：MIR DataBank，IFR，华安证券研究所

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

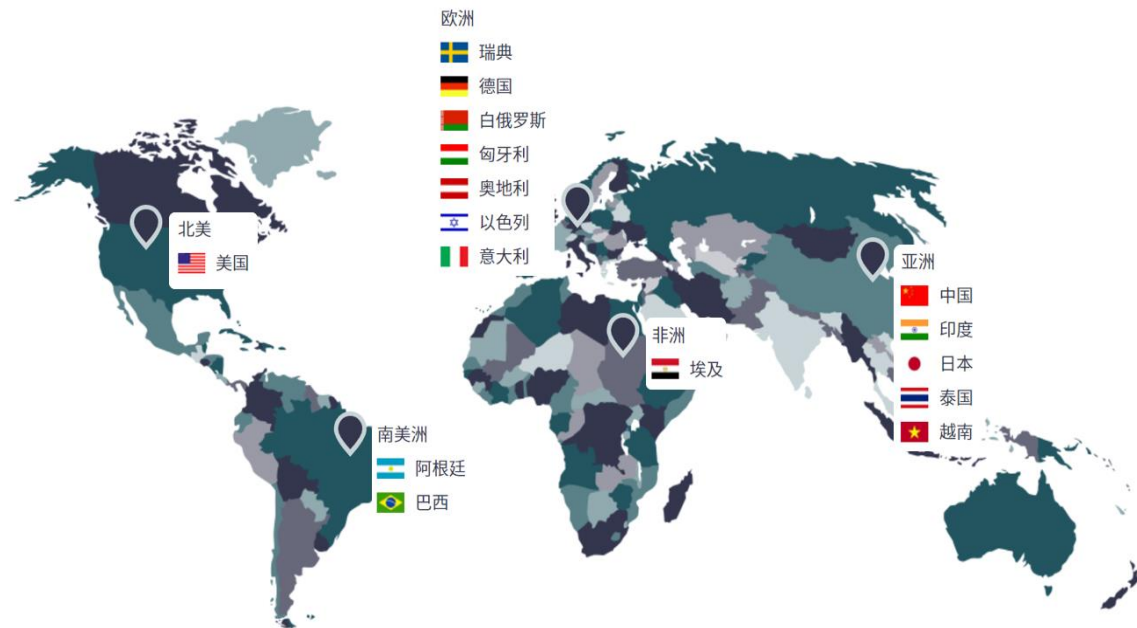
近40年出海经验，产能布局遍布全球。截至2020年，公司海外设有18个研发中心和17个主要生产基地，遍布越南、印度、泰国、俄罗斯、埃及、巴西、阿根廷等15个国家，海外员工约3万人，结算货币达22种，业务涉及200多个国家和地区，实现全球运营。

图69 公司全球布局时间条线



资料来源：华安证券研究所整理

图70 公司生产基地遍布全球



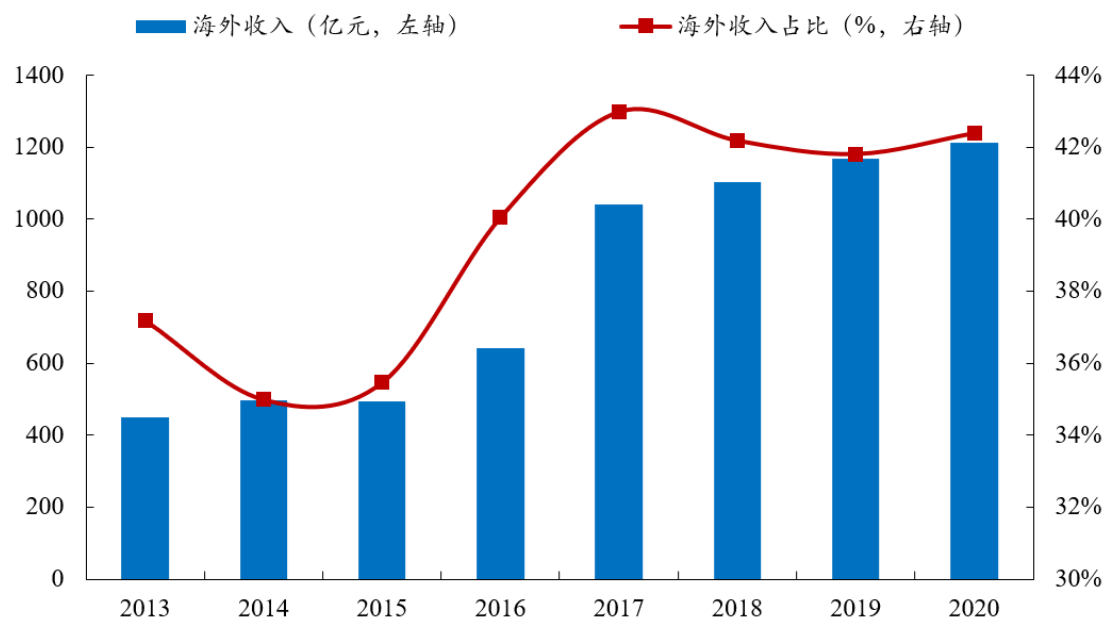
资料来源：公司官网，华安证券研究所



4.2 加速自有品牌出海，海外市场空间广阔

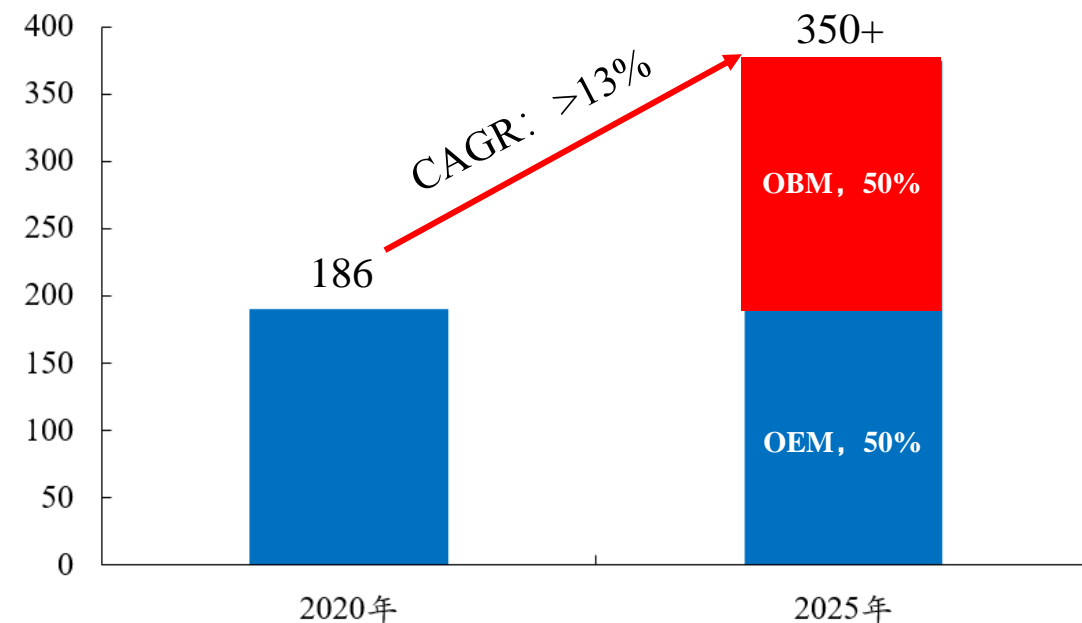
- 自有品牌出海加速，海外市场大有可为。公司规划到2025年，海外营收规模超过350亿美元，其中，自有品牌（OBM）占比达到50%，即超过175亿美元。届时，仅自有品牌部分收入将接近2020年海外全年收入（约186亿美元），海外市场大有可为。

图71 2020年海外营收1211亿元，占比43%



资料来源：wind，华安证券研究所

图72 规划到2025年，海外营收超350亿美元，OBM/OEM各占一半



资料来源：公司公告，华安证券研究所
注：2020年海外收入按照6.5汇率转换。



CONTENTS

01

领銜全球的中国家电龙头

02

核心竞争力：优秀的组织基因和文化

03

核心看点一：研发加码+渠道优化，驱动价值链重塑，不断挖深护城河

04

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

05

盈利预测与估值



5.1 盈利预测

➤ 对公司2021~2023年盈利预测做出如下假设：

▣ 暖通空调，通过产品结构优化和提价，毛利率有望修复，同时受益于海外订单转移，销量有望实现较大提升；

▣ 家用电器，冰洗产品竞争力加强，且收益海外订单转移，销量有望实现较大提升，但为了进一步扩大市占率，提价预期不强。

▣ 通过数字化改革进一步提升全流程效率，优化费用结构，国内销售、管理费用率有望下降。

▣ 海外市场，通过加大产能建设和自有品牌占比，毛利率和费用率将持续改善。

➤ 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73 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%	14.3%	9.5%	9.1%
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%
家用电器				
收入 (亿元)	1138.91	1177.27	1269.56	1367.24
yoy	4.0%	3.4%	7.8%	7.7%
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



• 5.2 估值

▶ 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74 可比公司估值表

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	5169.8	2841.8	3286.5	3604.8	272.2	293.9	334.0	25.4	17.6	15.5
平均值	1291.1	775.8	899.9	1000.0	67.7	77.4	89.5	40.0	26.9	21.5
海尔智家	2581.1	2098.7	2332.4	2571.7	88.8	128.0	151.5	29.7	21.5	18.1
格力电器	2177.7	1695.3	1935.7	2147.2	221.8	239.2	269.7	16.8	9.1	8.1
海信家电	163.0	480.7	651.0	734.4	15.8	13.9	16.8	12.4	14.0	11.6
苏泊尔	502.9	184.9	215.6	241.9	18.5	20.5	23.6	34.7	24.7	21.4
九阳股份	177.2	111.6	119.3	137.2	9.4	9.7	11.0	26.1	18.2	16.1
新宝股份	202.4	131.1	149.3	168.3	11.2	8.7	11.3	31.2	23.3	17.9
老板电器	335.3	80.7	97.9	113.6	16.6	19.4	22.7	23.3	17.3	14.7
火星人	194.6	16.0	23.7	31.6	2.8	4.2	5.7	72.1	46.3	34.4
科沃斯	888.8	71.8	129.2	174.1	6.4	20.4	27.8	77.9	43.5	32.0
石头科技	517.7	45.0	58.0	75.6	13.7	15.6	20.5	50.4	33.2	25.2

资料来源：wind，华安证券研究所

注：市值为2021年12月29日收盘值；盈利预测采用wind一致预期。

敬请参阅末页重要声明及评级说明



• 5.3 风险提示

- 原材料和航运价格上涨风险；
- 受海外疫情和国际关系影响，出海进程受阻，全球化进程不及预期风险；
- 行业竞争加剧风险。



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，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。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）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，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沪深300指数5%以上；
- 中性：未来6个月的投资收益率与沪深300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沪深300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15%；
- 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。市场基准指数为沪深300指数。



华安证券

HUAAN SECURITIES

谢谢!