

2023 年 04 月 29 日
美的集团 (000333.SZ)

ESSENCE

公司快报

证券研究报告

白色家电 III

投资评级

买入-A

维持评级

6 个月目标价

72.30 元

股价 (2023-04-28)

56.78 元

交易数据

总市值(百万元) 398,692.06

流通市值(百万元) 390,652.89

总股本(百万股) 7,021.70

流通股本(百万股) 6,880.11

12 个月价格区间 40.18/60.39 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	10.4	3.1	3.8
绝对收益	11.1	-0.5	6.6

张立聪

分析师

SAC 执业证书编号: S1450517070005

zhanglc@essence.com.cn

李奕臻

分析师

SAC 执业证书编号: S1450520020001

liyiz4@essence.com.cn

相关报告

Q3 经营稳健, 净利率提升 2022-10-29

经营向好, 年度分红比例提升

■ **事件:** 美的集团公布 2022 年报与 2023 年一季报。公司 2022 年实现收入 3457.1 亿元, YoY+0.7%; 归母净利润 295.5 亿元, YoY+3.4%。折算 Q4 单季度收入 739.3 亿元, YoY-8.1%; 归母净利润 50.8 亿元, YoY-0.7%。2023Q1 公司实现收入 966.4 亿元, YoY+6.3%; 归母净利润 80.4 亿元, YoY+12.0%。2023Q1 美的收入、归母净利润实现恢复性增长, 经营向好。

■ **Q1 收入稳健增长:** 分 B 端与 C 端来看, 结合行业趋势, 我们判断 2023Q1 公司 C 端收入小幅增长, B 端收入增速超过 20%; B 端业务中, 楼宇科技业务增速较快, 反映出公司商用中央空调业务(含空气源热泵)的快速发展, 市占率提升。我们分析, 公司在 B 端业务领域有充足的时间试错, 可以发挥规模与供应链优势(详见深度报告《美的集团: 管理机制领先, 龙头焕活力》)。分内外销来看, Q1 美的内销业务复苏较快, 销售增速 10%+; 外销业务转好, 收入小幅增长, 表现好于资本市场预期。展望之后几个季度, 我们预期, 随着国内消费复苏, 公司经营平稳向好。

■ **Q1 净利率提升:** 公司 2023Q1 单季净利率为 8.5%, 同比+0.5pct, 美的盈利能力改善, 主要是因为成本压力下行、公司产品结构优化。Q1 毛利率与销售费用率差值同比+1.6pct。我们认为, 长期来看, 公司将通过调节价格、优化产品结构、提升运营效率来改善经营状况, 未来盈利能力有望修复。

■ **2022 年分红率较高:** 根据公告, 美的拟向全体股东每股派发现金 2.5 元(含税), 合计现金分红总额为 171.9 亿元, 占比 2022 年归母净利润近 60%, 股息率为 4.4%(参考 2023 年 4 月 28 日收盘价计算)。美的提升分红率回馈股东, 有利于吸引长期投资者。

■ **公司拟开展激励计划:** 根据公告, 美的拟开展 2023 年限制性股票激励计划(限制性股票占比总股本 0.26%)、2023 年持股计划(持股计划资金总额占比 2022 年业绩 1.9%), 两类激励计划的考核解锁条件为: 1) 2023 年加权平均 ROE 不低于 20%; 2) 2024 年加权平均 ROE 不低于 18%; 3) 2025 年加权平均 ROE 不低于 18%。我们认为, 长效的激励计划是美的快速发展的基石, 看好公司发展前景。

■ **投资建议:** 多元化业务布局、快速响应市场变化的机制, 是公司保持抗压能力的优势, 也将是未来公司能够持续超越市场表现的基础。我们预计公司 2023 年~2024 年 EPS 为 4.82/5.25 元, 维持买入-A 的投资评级, 6 个月目标价为 72.30 元, 对应 2023 年 15 倍的动态市盈率。

■ **风险提示:** 海外疫情的不确定性, 房地产景气大幅波动的风险。

(亿元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	3,433.6	3,457.1	3,824.4	4,115.0	4,384.4
净利润	285.7	295.5	338.4	368.4	398.5
每股收益(元)	4.07	4.21	4.82	5.25	5.67
每股净资产(元)	17.78	20.36	25.02	27.86	30.86
盈利和估值					
市盈率(倍)	14.0	13.5	11.8	10.8	10.0
市净率(倍)	3.2	2.8	2.3	2.0	1.8
净利润率	8.3%	8.5%	8.8%	9.0%	9.1%
净资产收益率	22.9%	20.7%	19.3%	18.8%	18.4%
股息收益率	2.9%	2.8%	3.8%	4.3%	4.7%
ROIC	93.0%	100.6%	89.5%	119.4%	76.2%

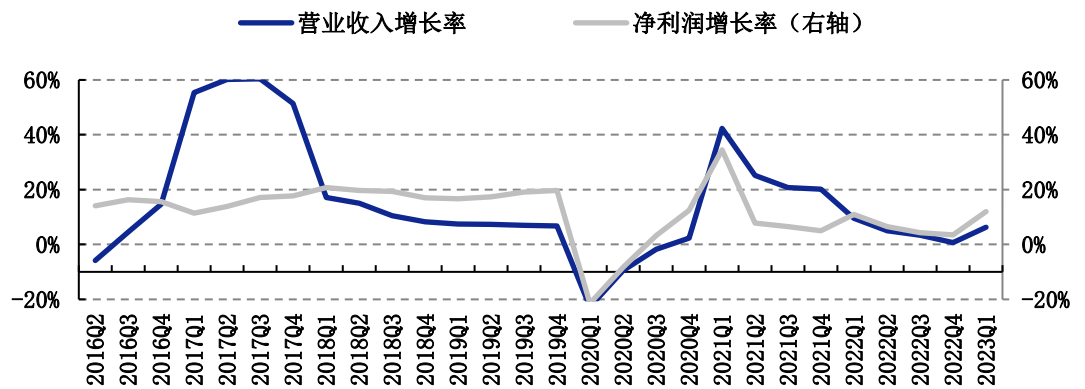
数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

表1: 财务指标分析

%	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
营业收入 YoY	42	13	13	18	10	1	0	-8	6
归母净利润 YoY	34	-6	4	-2	11	3	0	-1	12
扣非归母净利润 YoY	38	-8	11	-16	5	9	6	-100	-100
销售毛利率	23	23	25	18	22	24	25	27	24
销售费用率	9	10	9	5	8	8	7	10	9
毛利率-销售费用率	14	14	16	13	14	16	17	16	15
销售净利率	8	9	10	7	8	10	10	7	8
ROE	6	7	7	4	6	7	6	4	5
扣非后 ROE	6	7	7	3	5	7	6	0	0
ROA	2	2	2	1	2	2	2	1	2
销售商品提供劳务收到的现金/收入	86	89	87	103	86	82	92	112	79
经营活动现金净流量/收入	10	13	9	9	9	15	9	7	10
经营活动现金净流量/经营净收益	116	124	94	149	99	133	86	96	105
经营现金流净额占比	209	134	-132	68	159	86	-73	0	-137
投资现金流净额占比	-23	116	42	65	-229	32	110	0	371
筹资现金流净额占比	-87	-150	190	-33	171	-18	63	0	-134

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图1. 收入与净利润增长率



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(亿元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3,433.6	3,457.1	3,824.4	4,115.0	4,384.4	成长性					
减: 营业成本	2,645.3	2,605.4	2,853.7	3,042.9	3,223.9	营业收入增长率	20.2%	0.7%	10.6%	7.6%	6.5%
营业税费	16.1	15.7	17.3	18.6	19.9	营业利润增长率	5.7%	4.5%	15.6%	10.4%	8.7%
销售费用	286.5	287.2	327.0	353.9	381.4	净利润增长率	5.0%	3.4%	14.5%	8.9%	8.1%
管理费用	102.7	115.8	114.7	127.6	140.3	EBITDA 增长率	-1.0%	7.6%	42.7%	13.2%	7.6%
研发费用	120.1	126.2	114.7	123.4	140.3	EBIT 增长率	-1.0%	7.6%	28.3%	12.4%	6.7%
财务费用	-43.9	-33.9	-1.8	5.9	-2.6	NOPLAT 增长率	-0.8%	7.6%	27.1%	12.4%	6.7%
资产减值损失	-4.8	-5.3	-	-	-	投资资本增长率	-0.6%	42.8%	-15.7%	67.2%	-13.7%
加: 公允价值变动收益	-1.7	-2.5	-	-	-	净资产增长率	8.5%	12.7%	22.0%	11.2%	10.8%
投资和汇兑收益	23.7	2.1	3.0	1.0	1.0						
营业利润	332.8	347.6	401.7	443.6	482.3	利润率					
加: 营业外净收支	4.4	1.9	4.5	1.0	1.0	毛利率	23.0%	24.6%	25.4%	26.1%	26.5%
利润总额	337.2	349.6	406.2	444.6	483.3	营业利润率	9.7%	10.1%	10.5%	10.8%	11.0%
减: 所得税	47.0	51.5	60.9	66.7	72.5	净利润率	8.3%	8.5%	8.8%	9.0%	9.1%
净利润	285.7	295.5	338.4	368.4	398.5	EBITDA/营业收入	8.4%	9.0%	11.6%	12.2%	12.4%
						EBIT/营业收入	8.4%	9.0%	10.5%	10.9%	10.9%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	24	24	27	33	35
(亿元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	流动营业资本周转天数	-38	-34	-35	-33	-30
货币资金	718.8	552.7	803.1	864.1	920.7	流动资产周转天数	257	266	262	262	258
交易性金融资产	58.8	32.8	32.8	32.8	32.8	应收帐款周转天数	28	30	28	27	28
应收帐款	277.4	304.5	290.4	326.8	365.7	存货周转天数	40	48	47	46	45
应收票据	47.8	47.6	79.9	80.1	114.7	总资产周转天数	392	422	420	417	407
预付帐款	43.5	43.7	51.5	50.0	57.5	投资资本周转天数	28	34	33	37	41
存货	459.2	460.4	538.3	509.8	582.8						
其他流动资产	883.1	1,169.3	1,169.3	1,169.3	1,169.3	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	22.9%	20.7%	19.3%	18.8%	18.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	7.5%	7.1%	7.3%	7.8%	8.1%
长期股权投资	38.0	51.9	61.9	71.9	81.9	ROIC	93.0%	100.6%	89.5%	119.4%	76.2%
投资性房地产	8.6	8.1	18.1	28.1	38.1	费用率					
固定资产	228.5	228.5	342.8	403.9	442.7	销售费用率	8.3%	8.3%	8.6%	8.6%	8.7%
在建工程	26.9	38.4	19.7	12.9	8.6	管理费用率	3.0%	3.4%	3.0%	3.1%	3.2%
无形资产	171.7	169.1	183.7	190.3	193.9	研发费用率	3.5%	3.7%	3.0%	3.0%	3.2%
其他非流动资产	908.6	1,111.6	1,099.2	1,086.7	1,073.9	财务费用率	-1.3%	-1.0%	0.0%	0.1%	-0.1%
资产总额	3,879.5	4,225.6	4,697.7	4,833.7	5,089.6	四费/营业收入	13.6%	14.3%	14.5%	14.8%	15.0%
短期债务	53.8	51.7	60.6	236.0	264.6	偿债能力					
应付帐款	702.7	685.6	820.6	768.5	897.2	资产负债率	65.2%	64.0%	60.5%	57.3%	55.1%
应付票据	327.5	255.7	394.3	298.8	435.5	负债权益比	187.7%	178.1%	153.4%	134.4%	122.7%
其他流动负债	1,144.5	1,070.4	1,070.4	1,070.4	1,070.4	流动比率	1.12	1.27	1.26	1.28	1.22
长期借款	197.3	506.9	361.9	261.6	-	速动比率	0.91	1.04	1.03	1.06	1.00
其他非流动负债	105.4	136.0	136.0	136.0	136.0	利息保障倍数	-6.61	-9.20	-227.49	75.66	-184.10
负债总额	2,531.2	2,706.3	2,843.8	2,771.4	2,803.8	分红指标					
少数股东权益	99.6	89.9	96.8	106.2	118.6	DPS(元)	1.66	1.58	2.17	2.41	2.67
股本	69.9	70.0	70.2	70.2	70.2	分红比率	40.9%	37.4%	45.0%	46.0%	47.0%
留存收益	1,329.5	1,500.8	1,686.9	1,885.8	2,097.0	股息收益率	2.9%	2.8%	3.8%	4.3%	4.7%
股东权益	1,348.3	1,519.2	1,853.9	2,062.3	2,285.8						
						现金流量表					
						(亿元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
						净利润	290.2	298.1	338.4	368.4	398.5
						加: 折旧和摊销	-	-	44.9	54.0	62.0
						资产减值准备	4.8	5.3	-	-	-
						公允价值变动损失	1.7	2.5	-	-	-
						财务费用	-31.2	-32.3	-1.8	5.9	-2.6
						投资收益	-23.7	-2.1	-3.0	-1.0	-1.0
						少数股东损益	4.4	2.6	6.9	9.4	12.3
						营运资金的变动	-87.2	-160.2	172.0	-151.6	114.1
						经营活动产生现金流量	350.9	346.6	557.4	285.3	583.2
						投资活动产生现金流量	136.0	-135.1	-162.0	-124.0	-109.0
						融资活动产生现金流量	-312.0	-108.5	-145.0	-100.3	-417.6
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	4.07	4.21	4.82	5.25	5.67
						BVPS(元)	17.78	20.36	25.02	27.86	30.86
						PE(X)	14.0	13.5	11.8	10.8	10.0
						PB(X)	3.2	2.8	2.3	2.0	1.8
						P/FCF	16.8	13.1	15.2	17.4	16.7
						P/S	1.2	1.2	1.0	1.0	0.9
						EV/EBITDA	14.4	8.3	5.7	5.1	4.2
						CAGR(%)	9.2%	11.3%	7.9%	9.2%	11.3%
						PEG	1.5	1.2	1.5	1.2	0.9
						ROIC/WACC	12.2	13.2	11.7	15.6	10.0
						REP	1.3	0.5	0.7	0.3	0.5

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

目 公司评级体系 ■■■

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

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%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明 ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034