

2023年09月04日

美的集团（000333.SZ）

B、C端双驱，业绩增长动能充足

事件：公司发布2023年半年报。根据公告，23H1公司实现营业收入1977.96亿元，同比增长7.69%，实现归母净利润182.32亿元，同比增长13.98%，实现扣非后归母净利润176.52亿元，同比增长12.49%；单季度来看，23Q2公司实现营业收入1011.59亿元，同比增长9.10%，实现归母净利润101.90亿元，同比增长15.57%，实现扣非后归母净利润99.79亿元，同比增长14.72%。

投资要点

◆ **C端业务改善，B端延续较快增长。**分产品来看，23H1公司暖通空调/消费电器/机器人、自动化系统及其他制造业收入920.07/681.36/172.62亿元，同比增长10.54%/2.72%/26.07%，考虑到年初白电渠道库存水平较低、上半年经销商提货积极性提升，预计23H1公司白电内销显著改善，其中空调业务在高温天气助推下或实现较快增长；受益于去年Q2出口低基数、海外通胀压力减缓等，预计上半年公司白电出口呈改善态势，根据产业在线，23H1美的的空冰洗内销同比+18.5%/+8.3%/-5.8%，出口同比-4.7%/+8%/+25%，其中23Q2美的的空调内销/出口同比+28%/-6%。上半年公司在中国区域全面推进落实“数一”战略，同时持续推动“COLMO+东芝”双高端品牌战略助力份额提升，公告显示，23H1两品牌整体零售额同比+22%，且根据奥维云网，美的系家用空调、电热水壶等7个品类在国内线上线下份额均位列行业第一，龙头地位稳固。**B端业务方面**，23H1工业技术/楼宇科技/机器人与自动化收入136/148/152亿元，同比+12%/+21%/+24%，具体来看：1)工业技术，根据产业在线，23H1家空压缩机全球市占率至46%，家空电机全球销量份额42%，均处于行业领先地位，自动化领域高创品牌布局全产业链、实现产品自主研发生产交付，绿色能源领域公司旗下科陆电子积极参与国家电网、南方电网相关项目，加快海外市场拓展，23H1接受的海外订单实现大幅同比增长，智慧交通领域上半年相关产品总销量达15万台，同比增长3倍以上，同时新增11个客户定点合作项目；2)楼宇科技，根据产业在线，23H1多联机国内份额超21%，中央空调占比超27%位列第一，同时公司继续扩建意大利热泵生产基地，规划年产能30万台，预计24年投产，电梯方面亦实现数智化服务与智能交互；3)机器人与自动化，23H1库卡持续推动各项产品和技术创新，推出新款KR CYBERTECH、KR QUANTEC等系列机器人，可适应多场景及细分市场。分地区来看，23H1公司国内外收入1164.5/805.4亿元，同比+11.09%/+3.47%，国内增速表现优于国外。

◆ **Q2费率略有提高，盈利能力同比提升。**23H1/Q2公司毛利率为25.24%/26.38%，同比提升2.11pct/2.33pct，预计主要得益于原材料价格下降、产品结构优化等。Q2公司费率略有上升，23Q2销售/管理/研发/财务费用率分别为8.59%/2.84%/3.29%/-0.65%，同比+0.93pct/+0.06pct/+0.12pct/-0.02pct；净利润端，23H1/23Q2净利率为9.41%/10.31%，同比+0.58pct/+0.67pct。23H1/Q2经营性净现金流为297.85/205.12亿元，较去年同期分别增长+39.2%/+52.9%，主要得益于销售商品、提供劳务收到的现金增加。

公司快报

家电 | 白色家电III

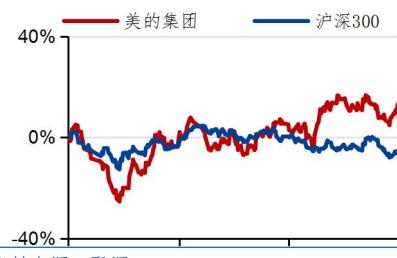
投资评级 增持-B(首次)

股价(2023-09-01) 57.93元

交易数据

总市值（百万元）	406,841.52
流通市值（百万元）	398,676.69
总股本（百万股）	7,022.98
流通股本（百万股）	6,882.04
12个月价格区间	59.21/40.80

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	5.24	13.66	19.16
绝对收益	-0.09	11.83	13.39

分析师

吴东炬

SAC执业证书编号：S0910523070002

wudongju@huajinsc.cn

报告联系人

王颖

wangying5@huajinsc.cn

相关报告



◆ **投资建议:** 公司产品、渠道、品牌优势稳固，市场份额持续领先，C端家电业务表现稳健，B端凭借着全球研发协同和制造优势有望开启第二引擎，长期有望拉动公司实现较好增长。预计2023-2025年公司营业收入分别为3762.63/4087.59/4416.52亿元，同比增长8.8%/8.6%/8.0%，归母净利润335.46/371.73/409.13亿元，同比增长13.5%/10.8%/10.1%，对应EPS分别为4.78/5.29/5.83元，首次覆盖，给予“增持-B”评级。

◆ **风险提示:** 市场需求不及预期，新品表现不及预期，行业竞争加剧等。

财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	343,361	345,709	376,263	408,759	441,652
YoY(%)	20.2	0.7	8.8	8.6	8.0
净利润(百万元)	28,574	29,554	33,546	37,173	40,913
YoY(%)	5.0	3.4	13.5	10.8	10.1
毛利率(%)	23.0	24.6	25.2	25.4	25.6
EPS(摊薄/元)	4.07	4.21	4.78	5.29	5.83
ROE(%)	21.5	19.6	18.4	16.8	15.6
P/E(倍)	14.2	13.8	12.1	10.9	9.9
P/B(倍)	3.3	2.8	2.3	1.9	1.6
净利率(%)	8.3	8.5	8.9	9.1	9.3

数据来源：聚源、华金证券研究所

一、盈利预测

分业务来看：

- (1) 暖通空调业务：空调市场发展已较为成熟，公司家空、央空份额领先，龙头优势显著，在去年低基数的背景下，得益于渠道库存水平较低、经销商提货积极性提升，叠加高温天气催化，上半年空调内销实现较快增长，同时海外渠道库存也有一定程度的消化，拉动上半年出口迎来改善，考虑到一线地产支持政策落地将推动地产成交改善、海外需求逐步复苏，预计下半年空调内销将延续较好增长、出口延续改善态势，公司作为龙头有望受益，中长期有望保持稳健增长。预计 2023-2025 年暖通空调业务收入增速分别为 10%、6%、6%，毛利率分别为 23.2%、23.4%、23.6%。
- (2) 消费电器业务：产品主要为厨房电器、冰箱、洗衣机、各类小家电等，公司具备较强的品牌力和成本优势，有望实现份额持续提升，预计 2023-2025 年消费电器业务收入增速分别为 31%、31.3%、31.6%，毛利率分别为 22%、22.5%、23%。
- (3) 机器人、自动化系统及其他制造业：机器人及自动化市场空间广阔，公司智能制造优势领先，有望实现较快增长，预计 2023-2025 年其他小家电业务收入增速分别为 28%、21%、18%，毛利率分别为 22%、22.5%、23%。

表 1：公司业绩拆分及盈利预测（百万元）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
暖通空调					
收入（百万元）	141879.15	150634.59	165698.04	175639.93	186178.32
YOY%	17.05%	6.17%	10.00%	6.00%	6.00%
毛利（百万元）	29866.54	34400.56	38441.95	41099.74	43938.08
毛利率%	21.05%	22.84%	23.20%	23.40%	23.60%
消费电器					
收入（百万元）	131866.10	125284.74	131548.97	142072.89	152017.99
YOY%	15.78%	-4.99%	5.00%	8.00%	7.00%
毛利（百万元）	36586.76	37835.66	40780.18	44468.82	48037.69
毛利率%	27.75%	30.20%	31.00%	31.30%	31.60%
机器人、自动化系统及其他制造业					
收入（百万元）	27281.33	29927.67	38307.42	46351.98	54695.33
YOY%	26.37%	9.70%	28.00%	21.00%	18.00%
毛利（百万元）	5931.39	6262.90	8427.63	10429.19	12579.93
毛利率%	21.74%	20.93%	22.00%	22.50%	23.00%
其他主营业务					
收入（百万元）	7270.79	10617.78	13272.23	15926.67	18793.47
YOY%	52.11%	46.03%	25%	20%	18%
毛利（百万元）	820.62	958.56	1327.22	1624.52	1973.31
毛利率%	11.29%	9.03%	10.0%	10.2%	10.5%
主营业务合计					
收入（百万元）	308297.37	316464.773	348826.661	379991.46	411685.12
YOY%	17.91%	2.65%	10.23%	8.93%	8.34%

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
毛利(百万元)	73205.31	79457.68	88976.98	97622.27	106529.01
毛利率%	23.75%	25.11%	25.51%	25.69%	25.88%
其他业务					
收入(百万元)	32935.84	27452.76	26629.17	27960.63	29079.06
YOY%	10.00%	5.50%	-3.00%	5.00%	4.00%
毛利(百万元)	5629.51	5712.33	5592.13	6011.54	6397.39
毛利率%	17.09%	20.81%	21.00%	21.50%	22.00%
公司营业收入					
收入(百万元)	341233.21	343917.53	375455.84	407952.1	440764.18
YOY%	20.06%	0.79%	9.17%	8.66%	8.04%
毛利(百万元)	76709.23	83365.61	94569.11	103633.81	112926.40
毛利率%	22.48%	24.24%	25.19%	25.40%	25.62%
其他类金融业务					
收入(百万元)	2127.62	1791.18	807.21	807.21	887.93
YOY%	42.9%	-15.8%	-15.00%	0.00%	10%
营业总收入(百万元)	343,360.83	345,708.71	376263.05	408759.31	441652.11
YOY%	20.2%	0.7%	8.8%	8.6%	8.0%

资料来源: wind, 华金证券研究所

二、可比公司估值

公司主要涵盖智能家居、工业技术、楼宇科技、机器人与自动化和其他创新业务，其中智能家居业务收入占比较高。为便于对比分析，我们选取业务内容相似的上市公司海尔智家、格力电器、海信家电（以上3家均为白电龙头，家电业务收入占比较高），进行估值对比。公司具备强大的生产制造能力和品牌渠道优势，C端家电业务有望长期保持稳健增长，B端凭借着全球研发协同和制造优势有望开启第二引擎。

表2: 可比公司估值

公司代码	公司简称	总市值(亿元)	归母净利润(亿元)				PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	TTM	2023E	2024E	2025E
600690	海尔智家	2288.74	147.11	170.03	195.11	220.33	14.55	13.46	11.73	10.39
000651	格力电器	2066.16	245.07	272.28	298.40	324.17	8.04	7.59	6.92	6.37
000921	海信家电	338.85	14.35	22.28	26.12	30.22	14.65	15.21	12.98	11.21
平均			135.51	154.86	173.21	191.57	12.41	12.09	10.54	9.33
000333	美的集团	4068.42	295.54	335.46	371.73	409.13	12.80	12.13	10.94	9.94

资料来源: wind, 华金证券研究所 (可比公司数据来自wind一致预期, 截止日期2023年9月1日)

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)						
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	248865	261099	310467	332794	386739	营业收入	343361	345709	376263	408759	441652
现金	71876	55270	93302	111508	153977	营业成本	264526	260539	281491	304920	328498
应收票据及应收账款	29421	32996	34938	38863	40877	营业税金及附加	1609	1566	2258	3270	3533
预付账款	4353	4367	5123	5187	5953	营业费用	28647	28716	33111	36788	39749
存货	45924	46045	53320	54316	61643	管理费用	10266	11583	12417	13489	14575
其他流动资产	97290	122421	123784	122921	124289	研发费用	12015	12619	14110	15942	17666
非流动资产	139082	161456	164321	166404	168000	财务费用	-4386	-3387	-5471	-7617	-9105
长期投资	3797	5189	7100	9015	10960	资产减值损失	-867	-1047	-1162	-1224	-1285
固定资产	22853	26083	26887	27510	27784	公允价值变动收益	-166	-251	-209	-230	-219
无形资产	17173	16909	16394	15735	15239	投资净收益	2366	208	1275	1553	1350
其他非流动资产	95259	113275	113939	114144	114017	营业利润	33281	34763	39659	43559	48108
资产总计	387946	422555	474789	499198	554740	营业外收入	625	395	505	477	501
流动负债	222851	206342	234824	232353	257373	营业外支出	188	203	243	212	212
短期借款	5382	5169	5169	5169	5169	利润总额	33718	34956	39921	43824	48397
应付票据及应付账款	98736	89806	113898	106761	130960	所得税	4702	5146	5722	6150	6901
其他流动负债	118734	111367	115757	120422	121243	税后利润	29015	29810	34198	37674	41496
非流动负债	30270	64290	53817	43023	32048	少数股东损益	442	257	652	501	583
长期借款	19734	53850	43377	32583	21608	归属母公司净利润	28574	29554	33546	37173	40913
其他非流动负债	10536	10440	10440	10440	10440	EBITDA	33190	37165	43316	46387	50071
负债合计	253121	270631	288641	275376	289421						
少数股东权益	9957	8989	9641	10142	10726						
股本	6987	6997	7023	7023	7023						
资本公积	20517	19693	19693	19693	19693						
留存收益	112433	130382	164580	202255	243751						
归属母公司股东权益	124868	142935	176507	213680	254593						
负债和股东权益	387946	422555	474789	499198	554740						
现金流量表(百万元)					主要财务比率						
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	35092	34658	44958	26226	49273	成长能力					
净利润	29015	29810	34198	37674	41496	营业收入(%)	20.2	0.7	8.8	8.6	8.0
折旧摊销	0	0	3706	4069	4449	营业利润(%)	5.7	4.5	14.1	9.8	10.4
财务费用	-4386	-3387	-5471	-7617	-9105	归属于母公司净利润(%)	5.0	3.4	13.5	10.8	10.1
投资损失	-2366	-208	-1275	-1553	-1350	获利能力					
营运资金变动	4253	1709	13543	-6605	13544	毛利率(%)	23.0	24.6	25.2	25.4	25.6
其他经营现金流	8575	6735	257	258	239	净利润率(%)	8.3	8.5	8.9	9.1	9.3
投资活动现金流	13600	-13510	-5553	-4856	-4933	ROE(%)	21.5	19.6	18.4	16.8	15.6
筹资活动现金流	-31205	-10855	-1373	-3164	-1870	ROIC(%)	15.6	14.9	14.2	13.7	13.2
每股指标(元)						偿债能力					
每股收益(最新摊薄)	4.07	4.21	4.78	5.29	5.83	资产负债率(%)	65.2	64.0	60.8	55.2	52.2
每股经营现金流(最新摊薄)	5.00	4.93	6.40	3.73	7.02	流动比率	1.1	1.3	1.3	1.4	1.5
每股净资产(最新摊薄)	17.78	20.35	25.13	30.42	36.25	速动比率	0.5	0.5	0.6	0.7	0.8
						营运能力					
						总资产周转率	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8
						应收账款周转率	11.9	11.1	11.1	11.1	11.1
						应付账款周转率	2.9	2.8	2.8	2.8	2.8
						估值比率					
						P/E	14.2	13.8	12.1	10.9	9.9
						P/B	3.3	2.8	2.3	1.9	1.6
						EV/EBITDA	12.0	11.5	8.8	7.6	6.0

资料来源：聚源、华金证券研究所

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%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%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%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%；

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 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

吴东炬声明，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。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（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。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（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。

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、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金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。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话： 021-20655588

网址： www.huajinsec.cn