

美的集团 (000333)

拟收购 Arbonia 暖通业务，楼宇出海再落一子

事件：

美的集团拟通过子公司以约 7.6 亿欧元对价（约 58.8 亿人民币）100%收购瑞士 Arbonia AG 旗下的气候（climate）业务；标的资产 2023 财年营业收入 5.77 亿瑞士法郎；若剔除搬迁等一次性因素影响，EBITDA 率约为 9.5%。

交易定价适中，标的为欧洲 HVAC 细分龙头

剔除一次性因素，交易定价对应 2023 财年 EV/EBITDA 约为 14x，当前海外暖通龙头静态企业倍数多在 14-20x，美的集团当前约 13x，另考虑 Arbonia AG 整体净负债水平较高，定价相对合理。标的主营 HVAC，产品包括家/商用通风设备、风机盘管、热泵、蓄电池、地暖及散热器，同时提供建筑系统解决方案，业务覆盖全欧。旗下拥有 Arbonia、Brugman、Cicsa 等 11 个品牌，在德国/捷克/意大利/比利时/俄罗斯/波兰及塞尔维亚拥有 8 处产能，5 个研发中心及全职员工 3000 余人。2023 年 Arbonia climate 位居欧洲散热器第二、风机盘管首位（份额 15%-20%），产品覆盖面广，方案能力突出。

财务影响有限，远期完善海外楼宇业务版图

标的业务 2018-2022 财年收入/EBITDA 复合增速分别+9.6%/+3.2%。2023 年受热泵补贴退出及散热器产能搬迁影响，收入双位数下滑；若剔除一次性因素，2023 年 EBITDA 率约 9.5%，同比提升约 0.4pct。分部 2026 年收入目标较 23 年 CAGR 约为 12%。2023 年标的资产收入/利润体量占美的集团仅 1%左右，短期财务影响十分有限。2016 年，美的收购意大利水机公司 Clivet 80%股权，公司以冷水机及热泵起家，后拓展至氟系统，强于商用大型机。Arbonia climate 在 HVAC 特定领域表现突出，产品额外涉及蓄电池等；渠道/产能资源注入及与 Clivet 的协同，中长期带动美的欧洲暖通份额提升。

楼宇再落一子，B 端与 C 端并进开启新周期

交易有望于年内完成，暂不考虑收购落地的报表影响，预计公司 2024 及 2025 年归属净利润分别为 381 及 423 亿元，对应当前股价 PE 分别为 12.8 及 11.5 倍，暂不考虑港股摊薄，给予 2024 年 15 倍 PE，目标价 82.10 元/股。美的年初至今内销表现较好，外销反馈积极；楼宇海外布局再进一步，B 端转型 C 端升级并进，报表质量优异，确定性较高，维持“买入”评级。
风险提示：原材料成本大幅上涨；国内外需求不及预期；空调大幅累库。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	343918	372037	398206	422946	449789
增长率（%）	0.79%	8.18%	7.03%	6.21%	6.35%
EBITDA（百万元）	38076	44364	49986	54024	57785
归母净利润（百万元）	29554	33720	38143	42301	46492
增长率（%）	3.43%	14.10%	13.12%	10.90%	9.91%
EPS（元/股）	4.24	4.84	5.47	6.07	6.67
市盈率（P/E）	16.5	14.5	12.8	11.5	10.5
市净率（P/B）	3.4	3.0	2.7	2.5	2.3
EV/EBITDA	10.6	9.3	9.7	8.7	7.9

数据来源：公司公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为 2024 年 04 月 18 日收盘价

行业：家用电器/白色家电
投资评级：买入（维持）
当前价格：70.00 元
目标价格：82.10 元

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	6,968.95/6,836.34
流通 A 股市值（百万元）	478,543.85
每股净资产（元）	23.18
资产负债率（%）	64.14
一年内最高/最低（元）	71.33/48.53

股价相对走势



作者

分析师：管泉森
执业证书编号：S0590523100007
邮箱：guanqs@glsc.com.cn
分析师：孙珊
执业证书编号：S0590523110003
邮箱：sunshan@glsc.com.cn

联系人：蔡奕娴
邮箱：caiyx@glsc.com.cn

相关报告

1、《美的集团 (000333)：经营符合预期，合同负债再创新高》2024.03.28

财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	55270	81674	98052	102610	105111	营业收入	343918	372037	398206	422946	449789
应收账款+票据	51022	55783	59464	63188	67268	营业成本	260539	273481	291320	308686	327525
预付账款	4367	3316	4303	4570	4860	营业税金及附加	1566	1817	1944	2065	2196
存货	46045	47339	47888	50743	53840	营业费用	28716	34881	35839	37642	39581
其他	104395	93209	106585	110704	118355	管理费用	24201	28060	30861	32778	34409
流动资产合计	261099	281321	316293	331815	349434	财务费用	-3387	-3262	-3487	-4775	-5567
长期股权投资	5189	4976	5593	6209	6826	资产减值损失	-533	-440	-544	-578	-615
固定资产	28423	33987	35376	39721	44637	公允价值变动收益	-251	-226	-200	-200	-200
在建工程	3844	4681	7007	9000	10000	投资净收益	208	464	617	717	717
无形资产	16909	18458	14081	9704	5327	其他	3057	3460	3145	3209	3148
其他非流动资产	107092	142615	141747	140879	140879	营业利润	34763	40317	44747	49697	54695
非流动资产合计	161456	204717	203804	205514	207669	营业外净收益	193	-40	196	196	196
资产总计	422555	486038	520096	537329	557103	利润总额	34956	40277	44944	49893	54891
短期借款	5169	8819	0	0	0	所得税	5146	6532	6724	7465	8212
应付账款+票据	89806	94238	103179	109330	116002	净利润	29810	33745	38220	42428	46679
其他	111367	148188	180090	186623	193423	少数股东损益	257	25	76	127	187
流动负债合计	206342	251246	283269	295953	309425	归属于母公司净利润	29554	33720	38143	42301	46492
长期带息负债	55357	51404	38105	25606	13125						
长期应付款	0	0	0	0	0						
其他	8933	9089	9089	9089	9089						
非流动负债合计	64290	60493	47194	34695	22214						
负债合计	270631	311739	330463	330648	331639						
少数股东权益	8989	11421	11497	11625	11811	成长能力					
股本	6997	7026	6969	6969	6969	营业收入	0.79%	8.18%	7.03%	6.21%	6.35%
资本公积	19693	21243	21300	21300	21300	EBIT	7.63%	17.25%	12.00%	8.83%	9.32%
留存收益	116245	134610	149867	166788	185384	EBITDA	7.21%	16.51%	12.67%	8.08%	6.96%
股东权益合计	151924	174300	189633	206681	225465	归属于母公司净利润	3.43%	14.10%	13.12%	10.90%	9.91%
负债和股东权益总计	422555	486038	520096	537329	557103	获利能力					
						毛利率	24.24%	26.49%	26.84%	27.02%	27.18%
						净利率	8.67%	9.07%	9.60%	10.03%	10.38%
						ROE	20.68%	20.70%	21.41%	21.69%	21.76%
						ROIC	21.80%	16.50%	18.39%	22.23%	23.79%
						偿债能力					
						资产负债率	64.05%	64.14%	63.54%	61.54%	59.53%
						流动比率	1.3	1.1	1.1	1.1	1.1
						速动比率	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
						营运能力					
						应收账款周转率	7.4	7.4	7.4	7.4	7.4
						存货周转率	5.7	5.8	6.1	6.1	6.1
						总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
						每股指标(元)					
						每股收益	4.2	4.8	5.5	6.1	6.7
						每股经营现金流	5.0	8.3	9.4	6.9	6.9
						每股净资产	20.5	23.4	25.6	28.0	30.7
						估值比率					
						市盈率	16.5	14.5	12.8	11.5	10.5
						市净率	3.4	3.0	2.7	2.5	2.3
						EV/EBITDA	10.6	9.3	9.7	8.7	7.9
						EV/EBIT	12.8	11.2	11.6	10.4	9.3

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为2024年04月18日收盘价

分析师声明

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

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

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

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

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

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

特别声明

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

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

上海：上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼