

公司研究/动态点评

2021年01月06日

家用电器/白色家电

投资评级: 买入 (维持评级)

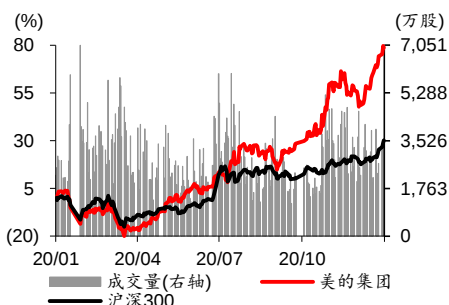
当前价格(元): 100.96
目标价格(元): 118.44

林寰宇 SAC No. S0570518110001
研究员 SFC No. BQO796
linhuanyu@htsc.com
王森泉 SAC No. S0570518120001
研究员 SFC No. BPX070
0755-23987489
wangsenquan@htsc.com

相关研究

- 1《美的集团(000333 SZ,买入): 好转势头不减, Q3 净利增超三成》2020.10
- 2《美的集团(000333 SZ,买入): Q2 经营明显恢复, 高效渠道铸就优势》2020.08
- 3《美的集团(000333 SZ,买入): 高效渠道, 有望率先受益零售好转》2020.07

一年内股价走势图



资料来源: Wind

2021 战略升级, 业务架构调整先行

美的集团(000333)

强化科技属性、提升用户价值, 维持“买入”评级

公司于 2020 年最后一天将公司战略升级为“科技领先、用户直达、数智驱动、全球突破”, 着力强化美的集团科技基因, 维持创新求变的经营理念, 并将公司整体业务架构更迭为五大业务板块, 着重形成以家电产业为核心的多元化竞争优势, 我们认为上一个十年中, 美的在“产品领先、效率驱动、全球运营”战略导向下, 已经形成了国内领先的家电竞争优势, 在新战略驱动下, 我们继续看好公司在全球继续深入布局, 并运用科技创新提升产品竞争力, 扁平化渠道及数字化工具直达用户。我们维持公司 2020-2022 年 EPS 为 3.81、4.23、4.66 元的预测, 维持“买入”评级。

战略升级, 复杂经营环境下继续求变

2011 年公司提出“产品领先、效率驱动、全球运营”以来, 公司持续投入产品创新, 其中 2015-2019 年累计研发投入接近 400 亿元, 已经建成以顺德为中心, 深圳(人工智能)、上海(驱动控制、工业设计)、美国研发中心、硅谷(新兴技术)、米兰(设计中心)、德国研发中心等构成的全球化研发网络, 并推出高端品牌 Colmo, 作为高新技术的展示窗口, 大幅提升公司在高端业务占比。同时公司完成精益业务系统和 T+3 商业模式的落地, 将制造水平和效率提升至新高度。海外业务收入占比也持续提升, 整体实现了战略导向的要求。

战略升级, 业务架构调整先行

公司调整整体业务架构, 从过去的消费电器、暖通空调、机器人与自动化系统、创新业务, 更迭为智能家居事业群、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。

业务架构调整, 有望强化服务与供应能力

智能家居事业群将发挥 ToC 业务优势, 我们预计将强化公司在家居场景化消费趋势下产品及营销能力。而暖通及楼宇事业群单独设立, 我们预期将强化公司在中央空调业务的 ToB 服务能力, 在此之前公司(2020.12.11)完成菱王电梯收购, 形成暖通与电梯优势互补, 楼宇整体解决方案实施能力提升。而 2020.12.24 公司完成泰国日立压缩机业务(冰箱压缩机)收购, 并纳入机电事业群统一管理, 我们预计将强化公司全球化供应能力。

国内零售好转态势明显、出口订单转移, 公司经营继续好转

我们预计公司 2020-2022 年 EPS 为 3.81、4.23、4.66 元(由于股本增长略有变化), 截至 1 月 6 日可比行业 2021 年 Wind 一致预期 PE 24x。国内消费形势好转, 公司积极求变, 采用多品牌性价比营销与高端化发展并重思路, 年轻及高端品牌均有突出表现, 公司家电主业领导地位得到强化, 而受海外二次疫情订单转移影响, 外销表现出色, 我们依然看好国内需求恢复带来的成长机会, 以及出口转移带来的高增长, 认可给予公司 2021 年 28x PE, 对应目标价 118.44 元(前值 93.28 元), 维持“买入”评级。

风险提示: 疫情冲击; 家电行业竞争加剧; 原材料等价格不利波动。

公司基本资料

总股本(百万股)	7,030
流通 A 股(百万股)	6,862
52 周内股价区间(元)	46.50-101.54
总市值(百万元)	709,760
总资产(百万元)	350,443
每股净资产(元)	16.06

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	259,665	278,216	297,540	330,865	363,951
+/-%	7.87	7.14	6.95	11.20	10.00
归属母公司净利润(百万元)	20,231	24,211	26,754	29,742	32,780
+/-%	17.05	19.68	10.50	11.17	10.21
EPS(元, 最新摊薄)	2.88	3.44	3.81	4.23	4.66
PE(倍)	35.08	29.32	26.53	23.86	21.65

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 对比行业基准 Wind 一致预期

	PE	ROE (%)		净利润增速 (%)	
	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
美的集团	23.86	22.49	21.36	10.50%	11.17%
申万家电行业	23.62	13.89	18.02	-3.44%	25.89%

注: 申万家电行业为 Wind 一致预测, 美的集团数据为华泰家电团队预测, 截止 2021/1/6

资料来源: Wind、华泰证券研究所

风险提示

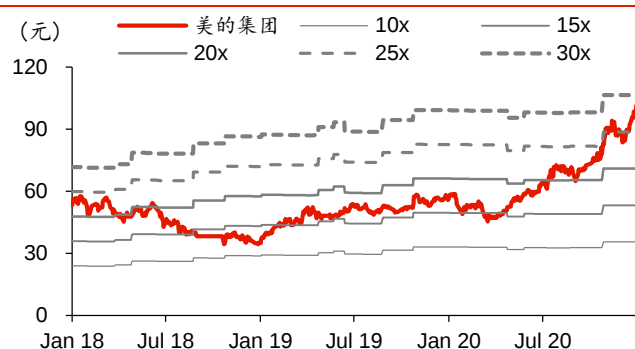
(1) 疫情冲击。新冠疫情影响下, 家电线下零售受到明显冲击, 如果海外疫情依然无法得到有效控制, 可能大幅影响海外家电稼

(2) 家电行业竞争加剧。如果行业中其他对手加大在公司主力价格段产品的竞争, 可能影响公司价格稳定性, 进而影响盈利能力。

(3) 原材料等价格不利波动。钢、铝、铜等原材料价格如果大幅度上升, 公司产品均价提升可能难以覆盖成本上升, 盈利能力有可能下降。

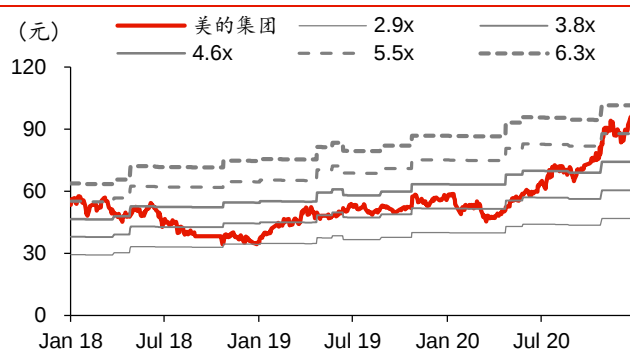
PE/PB - Bands

图表2: 美的集团历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表3: 美的集团历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	182,689	216,483	234,338	259,973	278,392
现金	27,888	70,917	77,504	99,611	106,784
应收账款	19,390	18,664	22,033	23,222	26,559
其他应收账款	0.00	2,713	188.44	3,038	511.07
预付账款	2,216	2,246	2,526	2,781	3,056
存货	29,645	32,443	33,596	39,746	40,931
其他流动资产	103,550	89,499	98,491	91,575	100,551
非流动资产	81,012	85,473	88,440	92,562	95,599
长期投资	2,713	2,791	3,106	3,446	3,769
固定投资	22,437	21,665	22,002	23,432	24,305
无形资产	16,187	15,484	17,000	18,861	20,467
其他非流动资产	39,675	45,533	46,332	46,824	47,058
资产总计	263,701	301,955	322,779	352,535	373,992
流动负债	130,231	144,318	155,812	171,235	176,080
短期借款	870.39	5,702	5,702	5,702	5,702
应付账款	36,902	42,536	41,957	51,879	51,341
其他流动负债	92,459	96,081	108,153	113,654	119,037
非流动负债	41,016	50,141	42,613	35,422	27,664
长期借款	32,091	41,298	33,771	26,579	18,822
其他非流动负债	8,924	8,842	8,842	8,842	8,842
负债合计	171,247	194,459	198,426	206,657	203,744
少数股东权益	9,382	5,827	7,027	8,427	10,027
股本	6,663	6,972	7,030	7,030	7,030
资本公积	18,451	19,640	19,640	19,640	19,640
留存公积	63,841	79,161	94,576	111,820	130,665
归属母公司股东权益	83,072	101,669	117,326	137,451	160,220
负债和股东权益	263,701	301,955	322,779	352,535	373,992

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	27,861	38,590	21,229	43,326	28,356
净利润	21,650	25,277	27,954	31,142	34,380
折旧摊销	0.00	0.00	3,233	3,701	4,227
财务费用	(1,823)	(2,232)	(1,800)	(1,900)	(2,000)
投资损失	(907.33)	(164.13)	(200.00)	(300.00)	(700.00)
营运资金变动	1,282	11,800	(6,707)	11,635	(6,582)
其他经营现金	7,659	3,909	(1,251)	(951.48)	(969.50)
投资活动现金	(18,642)	(23,108)	(4,801)	(6,623)	(5,664)
资本支出	5,612	3,452	5,886	7,484	6,940
长期投资	(15,002)	(23,605)	(315.45)	(339.47)	(323.46)
其他投资现金	(28,033)	(43,261)	769.10	521.06	953.09
筹资活动现金	(13,387)	(3,274)	(9,842)	(14,596)	(15,519)
短期借款	(1,714)	4,831	0.00	0.00	0.00
长期借款	(5,448)	9,207	(7,527)	(7,192)	(7,757)
普通股增加	101.98	308.87	58.10	0.00	0.00
资本公积增加	2,540	1,189	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(8,867)	(18,810)	(2,372)	(7,404)	(7,761)
现金净增加额	(3,879)	12,489	6,587	22,107	7,173

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	259,665	278,216	297,540	330,865	363,951
营业成本	188,165	197,914	210,510	233,789	257,168
营业税金及附加	1,618	1,721	2,150	2,250	2,350
营业费用	31,086	34,611	36,687	40,796	44,875
管理费用	9,572	9,531	10,151	11,288	12,417
财务费用	(1,823)	(2,232)	(1,800)	(1,900)	(2,000)
资产减值损失	(447.86)	(871.91)	(54.23)	(167.40)	(220.00)
公允价值变动收益	(810.45)	1,361	500.00	200.00	200.00
投资净收益	907.33	164.13	200.00	300.00	700.00
营业利润	25,564	29,683	32,616	36,211	39,938
营业外收入	434.76	613.31	650.00	800.00	900.00
营业外支出	225.81	367.29	200.00	200.00	200.00
利润总额	25,773	29,929	33,066	36,811	40,638
所得税	4,123	4,652	5,112	5,669	6,258
净利润	21,650	25,277	27,954	31,142	34,380
少数股东损益	1,420	1,066	1,200	1,400	1,600
归属母公司净利润	20,231	24,211	26,754	29,742	32,780
EBITDA	27,107	30,873	35,657	39,197	42,864
EPS (元, 基本)	2.88	3.44	3.81	4.23	4.66

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	7.87	7.14	6.95	11.20	10.00
营业利润	18.20	16.11	9.88	11.02	10.29
归属母公司净利润	17.05	19.68	10.50	11.17	10.21
获利能力 (%)					
毛利率	27.54	28.86	29.25	29.34	29.34
净利率	8.34	9.09	9.39	9.41	9.45
ROE	23.42	23.51	22.49	21.36	20.20
ROIC	24.24	36.53	34.47	42.70	41.85
偿债能力					
资产负债率 (%)	64.94	64.40	61.47	58.62	54.48
净负债比率 (%)	17.77	(17.23)	(20.64)	(37.47)	(40.73)
流动比率	1.40	1.50	1.50	1.52	1.58
速动比率	0.46	0.68	0.74	0.78	0.86
营运能力					
总资产周转率	1.01	0.98	0.95	0.98	1.00
应收账款周转率	8.61	10.05	8.61	8.61	8.61
应付账款周转率	3.12	3.13	3.12	3.12	3.12
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	2.88	3.44	3.81	4.23	4.66
每股经营现金流(最新摊薄)	(1.08)	6.48	3.02	6.16	4.03
每股净资产(最新摊薄)	11.82	14.46	16.68	19.54	22.78
估值比率					
PE (倍)	35.08	29.32	26.53	23.86	21.65
PB (倍)	8.54	6.98	6.05	5.17	4.43
EV_EBITDA (倍)	27.14	22.54	19.35	16.90	15.15

免责声明

分析师声明

本人，林震宇、王森泉，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。投资者应当考虑到本公司及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第 571 章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

• 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师林震宇、王森泉本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5% 之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J

香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 58 楼 5808-12 室

电话：+852 3658 6000/传真：+852 2169 0770

电子邮件：research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司

美国纽约哈德逊城市广场 10 号 41 楼（纽约 10001）

电话：+ 212-763-8160/传真：+917-725-9702

电子邮件：Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2021 年华泰证券股份有限公司