

中信证券研究部

汪浩
 首席家电分析师
 S1010518080005

陈俊斌
 首席制造产业分析师
 S1010512070001

核心观点

公司拟以自有资金在二级市场回购股份，回购金额上限为 52 亿，回购上限价为 65 元，较当前收盘价溢价 20%；18 年至今公司已开展三轮大规模回购（2018 年和 2019 年回购方案已完成，分别实际回购 40 亿和 32 亿股），彰显企业发展信心。该回购股权拟将用于股权激励，进一步完善企业高效治理结构，保证企业长远目标和股东利益的实现，维持推荐。

事项：公司拟回购 4000-8000 万股，将用于股权激励。2 月 21 日晚，公司发布公告：拟以自有资金在二级市场回购股份，回购数量不低于 4000 万股，不高于 8000 万股（公司当前总股本的 1.14%），回购价格不超过 65 元/股。若按回购价格上限（65 元/股）测算，预计回购金额在 26 亿~52 亿，**回购股份将全部用于实施公司股权激励计划及/或员工持股计划。**2014 年开始，公司陆续推出股票期权激励、全球合伙人计划、限制性股票激励以及事业合伙人计划等覆盖多层次员工的股权激励方案，且以年度持续更新，完善的回购-激励机制逐步形成。

现金充沛回报股东，回购彰显公司信心。2018 年至今公司已开展三轮大规模回购（2018 年和 2019 年方案已完成，分别实际回购 40 亿和 32 亿，2020 年方案回购上限为 52 亿）。我们认为此举：**1、反映管理层信心和对企业价值的认可**，回购上限价较当前收盘价（54.28 元/股）溢价 20%，较上轮回购上限价高 18%；**2、反映企业经营情况，现金流充沛**，截止 2019Q3，公司货币资金 524 亿，其他流动资产（结构性存款为主）682 亿，合计占公司总资产的 42%。**3、维护股东利益**，2018 年现金分红+回购分红率高达 62%，按照相同分红率预计 2019 股息率约 4%。优秀管理层+稳定高比例分红将进一步提升公司对于外资的吸引力。

复工情况逐步改善，一季度好于行业。生产端方面，截止 2 月中旬，除湖北地区外，公司各事业部已基本复工，返工率达到 70%，预计所有工厂 2 月底至三月初将全部复工。终端需求方面，线下零售收到疫情影响明显，因此公司采取创新营销模式推动线下产品上翻线上，为线下客户连通天猫等线上平台实现引流。面对疫情冲击，公司措施及时到位，预计 2020Q1 收入下滑幅度将好于行业整体，降幅控制在 20%以内；全年来看，经营效率提升带来的内生增长有望平滑疫情冲击，预计全年营收影响不大，利润增速将继续高于收入。

高效治理护航数字化转型，开启工业互联网新征程。通过定期、制度化激励方式，公司培养了一批杰出的行业人才，公司亦具备快速自我进化能力。短期看，高效团队对市场环境感知快速，应对灵活，经营更加稳健。长远看，高效团队将是企业数字化转型的重要保障，有望引领行业变革，目前数字化高投入阶段基本完成，预计开始进入到持续释放利润的阶段。产品方面，近 1 年内公司完成横跨高中低全产品线品牌布局，品牌矩阵搭建完成，并且新品牌已经顺利上市。生产+渠道+零售数字化打通提升企业综合竞争力，后续表现值得期待。

风险因素：终端持续低迷；空调行业价格竞争加剧；数字化变革效果低于预期。

投资建议：公司回购方案彰显未来发展前景的信心，现金充沛下注重维护股东利益，维持 2019-21 年 EPS 预测 3.48/4.00/4.57 元，对应 PE 为 16/14/12 倍。公司是全球白电龙头，短期策略调整灵活快速，效果显著，并且前期投入逐渐到兑现期；中长期不吝人员、激励体制、研发投入，引领渠道、产品变革。此外，公司股东回报优厚，2018 年分红率+回购合计占比 62%，充分考虑了股东利益，继续重点推荐，维持“买入”评级。

| | |
|------------|--------------|
| 美的集团 | 000333 |
| 评级 | 买入（维持） |
| 当前价 | 54.28 元 |
| 总股本 | 6,989 百万股 |
| 流通股本 | 6,825 百万股 |
| 52 周最高/最低价 | 60.31/45.8 元 |
| 近 1 月绝对涨幅 | -5.57% |
| 近 12 月绝对涨幅 | 22.16% |

| 项目/年度 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 241,919 | 261,820 | 282,630 | 316,241 | 350,556 |
| 营业收入增长率 | 51.3% | 8.2% | 7.9% | 11.9% | 10.9% |
| 净利润(百万元) | 17,284 | 20,231 | 24,135 | 27,726 | 31,682 |
| 净利润增长率 | 17.7% | 17.1% | 19.3% | 14.9% | 14.3% |
| 每股收益 EPS(基本)(元) | 2.66 | 3.08 | 3.48 | 4.00 | 4.57 |
| 毛利率% | 25.4% | 28.1% | 29.3% | 29.4% | 29.7% |
| 净资产收益率 ROE% | 23.4% | 24.4% | 21.5% | 21.4% | 21.2% |
| 每股净资产(元) | 10.63 | 11.97 | 16.19 | 18.69 | 21.54 |
| PE | 20 | 17 | 16 | 14 | 12 |
| PB | 5.0 | 4.4 | 3.4 | 2.9 | 2.5 |

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 02 月 21 日收盘价

| 利润表 (百万元) | | | | | | 资产负债表 (百万元) | | | | | |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 指标名称 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | 指标名称 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 营业收入 | 241,919 | 261,820 | 282,630 | 316,241 | 350,556 | 货币资金 | 48,274 | 27,888 | 36,666 | 33,836 | 34,937 |
| 营业成本 | 180,461 | 188,165 | 199,888 | 223,134 | 246,393 | 存货 | 29,444 | 29,645 | 31,492 | 35,154 | 38,819 |
| 毛利率 | 25.40% | 28.13% | 29.28% | 29.44% | 29.71% | 应收账款 | 28,383 | 31,946 | 34,626 | 38,761 | 42,983 |
| 营业税金及附加 | 1,416 | 1,618 | 1,772 | 1,933 | 2,173 | 其他流动资产 | 63,709 | 93,210 | 123,224 | 153,508 | 183,802 |
| 销售费用 | 26,739 | 31,086 | 33,773 | 37,807 | 41,925 | 流动资产 | 169,811 | 182,689 | 226,008 | 261,260 | 300,541 |
| 营业费用率 | 11.05% | 11.87% | 11.95% | 11.96% | 11.96% | 固定资产 | 22,601 | 22,437 | 21,533 | 20,390 | 19,010 |
| 管理费用 | 14,780 | 9,572 | 10,132 | 11,027 | 11,879 | 长期股权投资 | 2,634 | 2,713 | 2,713 | 2,713 | 2,713 |
| 管理费用率 | 6.11% | 3.66% | 3.58% | 3.49% | 3.39% | 无形资产 | 15,167 | 16,187 | 16,187 | 16,186 | 16,186 |
| 财务费用 | 816 | (1,823) | (204) | (616) | (877) | 其他长期资产 | 37,895 | 39,675 | 39,675 | 39,675 | 39,675 |
| 财务费用率 | 0.34% | -0.70% | -0.07% | -0.19% | -0.25% | 非流动资产 | 78,296 | 81,012 | 80,107 | 78,964 | 77,584 |
| 投资收益 | 1,830 | 907 | 907 | 907 | 907 | 资产总计 | 248,107 | 263,701 | 306,115 | 340,224 | 378,124 |
| 营业利润 | 21,628 | 25,564 | 30,538 | 35,112 | 40,153 | 短期借款 | 2,584 | 870 | 0 | 0 | 2,001 |
| 营业利润率 | 8.94% | 9.76% | 10.80% | 11.10% | 11.45% | 应付账款 | 60,353 | 60,227 | 69,961 | 78,097 | 86,237 |
| 营业外收入 | 467 | 435 | 435 | 435 | 435 | 其他流动负债 | 56,155 | 69,134 | 70,750 | 76,418 | 81,178 |
| 营业外支出 | 240 | 226 | 226 | 226 | 226 | 流动负债 | 119,092 | 130,231 | 140,711 | 154,514 | 169,417 |
| 利润总额 | 21,855 | 25,773 | 30,747 | 35,321 | 40,362 | 长期借款 | 32,986 | 32,091 | 32,091 | 32,091 | 32,091 |
| 所得税 | 3,244 | 4,123 | 4,918 | 5,650 | 6,456 | 其他长期负债 | 13,104 | 8,924 | 9,924 | 10,924 | 11,924 |
| 所得税率 | 14.84% | 16.00% | 16.00% | 16.00% | 16.00% | 非流动性负债 | 46,090 | 41,016 | 42,016 | 43,016 | 44,016 |
| 少数股东损益 | 1,328 | 1,420 | 1,694 | 1,946 | 2,223 | 负债合计 | 165,182 | 171,247 | 182,727 | 197,530 | 213,432 |
| 归属于母公司股东的净利润 | 17,284 | 20,231 | 24,135 | 27,726 | 31,682 | 股本 | 6,561 | 6,663 | 6,989 | 6,989 | 6,989 |
| 净利率 | 7.14% | 7.73% | 8.54% | 8.77% | 9.04% | 资本公积 | 15,912 | 18,451 | 31,969 | 31,969 | 31,969 |
| | | | | | | 归属于母公司所有者权益合计 | 73,737 | 83,072 | 112,312 | 129,673 | 149,447 |
| | | | | | | 少数股东权益 | 9,188 | 9,382 | 11,076 | 13,022 | 15,245 |
| | | | | | | 股东权益合计 | 82,925 | 92,455 | 123,388 | 142,694 | 164,692 |
| | | | | | | 负债股东权益总计 | 248,107 | 263,701 | 306,115 | 340,224 | 378,124 |

| 现金流量表 (百万元) | | | | | |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 指标名称 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 税前利润 | 21,855 | 25,773 | 30,747 | 35,321 | 40,362 |
| 所得税支出 | -3,244 | -4,123 | -4,918 | -5,650 | -6,456 |
| 折旧和摊销 | 0 | 0 | 2,902 | 3,139 | 3,377 |
| 营运资金的变化 | 2,815 | 1,282 | -22,855 | -24,533 | -25,560 |
| 其他经营现金流 | 3,016 | 4,929 | 1 | -340 | -598 |
| 经营现金流合计 | 24,443 | 27,861 | 5,876 | 7,938 | 11,125 |
| 资本支出 | -3,218 | -5,612 | -2,000 | -2,000 | -2,000 |
| 投资收益 | 1,830 | 907 | 907 | 907 | 907 |
| 其他投资现金流 | -33,351 | -13,938 | -444 | 74 | 99 |
| 投资现金流合计 | -34,740 | -18,642 | -1,537 | -1,019 | -994 |
| 发行股票 | 1,668 | 2,713 | 13,794 | 0 | 0 |
| 负债变化 | 98,244 | 5,903 | -870 | 0 | 2,001 |
| 股息支出 | -7,873 | -8,689 | -8,689 | -10,365 | -11,908 |
| 其他融资现金流 | -72,387 | -13,315 | 204 | 616 | 877 |
| 融资现金流合计 | 19,652 | -13,387 | 4,439 | -9,749 | -9,030 |
| 现金及现金等价物净增加额 | 9,355 | -4,168 | 8,778 | -2,830 | 1,101 |

主要财务指标

| 指标名称 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入增长率 | 51.35% | 8.23% | 7.95% | 11.89% | 10.85% |
| 营业利润增长率 | 24.04% | 18.20% | 19.46% | 14.98% | 14.35% |
| 净利润增长率 | 17.70% | 17.05% | 19.30% | 14.88% | 14.27% |
| 毛利率 | 25.40% | 28.13% | 29.28% | 29.44% | 29.71% |
| EBITDA Margin | 0.00% | 0.00% | 11.23% | 11.35% | 11.59% |
| 净利率 | 7.14% | 7.73% | 8.54% | 8.77% | 9.04% |
| 净资产收益率 | 23.44% | 24.35% | 21.49% | 21.38% | 21.20% |
| 总资产收益率 | 6.97% | 7.67% | 7.88% | 8.15% | 8.38% |
| 资产负债率 | 66.58% | 64.94% | 59.69% | 58.06% | 56.44% |
| 所得税率 | 14.84% | 16.00% | 16.00% | 16.00% | 16.00% |
| 股利支付率 | 45.55% | 42.95% | 42.95% | 42.95% | 42.95% |

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

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；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。 | 买入 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上 |
| | 增持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间 |
| | 持有 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间 |
| | 卖出 | 相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上 |
| 行业评级 | 强于大市 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上 |
| | 中性 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间 |
| | 弱于大市 | 相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上 |

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ00001735，作为商人银行的INM00010619，作为研究分析商的INH00001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas 除外) 仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/21/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。