

美的集团 (000333)

证券研究报告

2020年11月02日

国内外业务全面开花，公司 Q3 表现超预期

事件：2020 年前三季度实现营业总收入 2177.5 亿元，同比-1.8%，归母净利润 220.2 亿元，同比+3.3%；其中，Q3 营业总收入 780.3 亿元，同比+15.7%，归母净利润 80.9 亿元，同比+32.0%。

公司 Q3 收入同比大幅提升，国内外业务全面开花：公司 Q3 单季度收入 780.3 亿元，同比+15.7%，公司家电主业 Q3 单季度共实现收入 623 亿元，同比+20.2%。**国内业务方面，**公司 Q3 单季度实现收入 388 亿元，同比+21.6%。20Q3 单季度美的空洗冰市场线上份额同比分别+3.0、+0.6、+1.4pct，线下份额同比+6.3、+0.4、+1.7pct，空调市占率继续显著提升。**海外业务方面，Q3 单季度实现收入 235 亿元，同比+18.0%，单季度海外订单同比+50%以上。**根据产业在线数据，20Q3 美的空调、冰箱、洗衣机外销销量同比分别+31.0%、+40.7%、+9.4%，公司抓住了 Q3 空调及冰箱行业性的海外需求爆发。同时，公司自有品牌东芝也实现较好增长。

新会计准则下毛利率下滑，家电业务盈利能力稳定：2020Q3 单季度毛利率为 24.8%，同比-3.4pct，净利率为 10.5%，同比+1.1pct。同比毛利率变化较大主要系根据新会计准则，空调安装费用从销售费用科目中转移至营业成本，综合从净利率角度看仍保持稳定，为剔除该影响，我们比较毛销率的变化情况，Q3 公司毛销率为 16.0%，同比-0.6pct，Q3 单季度毛销率为 15.1%，同比-1.0pct。**从费用率看，**20Q3 单季度销售、管理、研发、财务费用率同比-2.4、-0.3、-0.7、+0.2pct。不考虑会计准则对销售费用的影响，公司 Q3 整体费用端控制较好。

公司账上现金充裕，经营现金流持续改善：从资产负债表看，公司 20Q3 期末现金+其他流动资产（结构性存款）为 1530.6 亿元，环比+4.6%，同比+26.9%，账上现金依旧充裕；存货为 241.3 亿元，环比+11.1%，同比+0.5%，我们预计，存货的环比提升主要系公司电商业务为 Q4 促销活动备货增加；预收账款（合同负债）为 150.8 亿元，同比+24.2%，预示未来良好的收入增长潜力。**从现金流量表看，**20Q3 单季度经营活动产生的现金流量净额为 66.1 亿元，同比-17.4%，其中销售商品及提供劳务现金流入 654.7 亿元，同比+7.4%，现金流持续改善。

投资建议：美的积极推动渠道变革，加强公司零售能力，多品牌体系逐步构建，品牌效应逐步增强，同时公司持续推动工业互联网与数字化，全面提升整体运营效率，未来发展可期。基于 20 年 Q3 财报的业绩情况，我们预计 20-22 年净利润为 258.5、298.0、321.4 亿元（前值 253.9、295.3、319.6 亿元），对应动态估值分别为 21.2x、18.4x、17.0x，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动风险；空调业务竞争加剧风险；海外冰箱需求不及预期等。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	261,819.64	279,380.51	281,235.45	314,584.40	335,152.46
增长率(%)	8.23	6.71	0.66	11.86	6.54
EBITDA(百万元)	31,029.01	38,000.57	31,264.16	38,839.48	42,847.64
净利润(百万元)	20,230.78	24,211.22	25,852.13	29,804.67	32,138.50
增长率(%)	17.05	19.68	6.78	15.29	7.83
EPS(元/股)	3.04	3.49	3.68	4.24	4.57
市盈率(P/E)	25.65	22.32	21.16	18.36	17.02
市净率(P/B)	6.58	5.38	4.55	4.00	3.54
市销率(P/S)	2.09	1.96	1.95	1.74	1.63
EV/EBITDA	8.34	9.75	16.22	12.06	10.79

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	家用电器/白色家电
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	77.87 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	7,025.88
流通 A 股股本(百万股)	6,843.03
A 股总市值(百万元)	547,105.20
流通 A 股市值(百万元)	532,866.86
每股净资产(元)	16.07
资产负债率(%)	65.72
一年内最高/最低(元)	82.50/46.30

作者

蔡雯娟	分析师
SAC 执业证书编号：S1110516100008	
caiwenjuan@tfzq.com	
卢璐	联系人
llu@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《美的集团-半年报点评:内销线上带动明显，主业盈利能力稳定》2020-09-01
- 《美的集团-年报点评报告:收入端整体增长稳健，公司发布多期激励计划》2020-05-01
- 《美的集团-公司点评:美的收购合康新能控制权，加快布局工业互联网》2020-03-25

事件

2020 年前三季度实现营业总收入 2177.5 亿元，同比-1.8%，归母净利润 220.2 亿元，同比+3.3%；其中，Q3 营业总收入 780.3 亿元，同比+15.7%，归母净利润 80.9 亿元，同比+32.0%。

公司 Q3 收入同比大幅提升，国内外业务全面开花

公司 Q3 单季度收入 780.3 亿元，同比+15.7%，环比 Q2 改善非常明显，其中，公司家电主业 Q3 单季度共实现收入 623 亿元，同比+20.2%。国内业务方面，公司 Q3 单季度实现收入 388 亿元，同比+21.6%。根据产业在线数据，20Q3 单季度空调、冰箱、洗衣机行业内销量同比+4.5%、+6.7%、+0.8%，白电行业增速环比改善，其中，20Q3 美的空调、冰箱、洗衣机内销量同比分别+18.4%、+19.4%、-1.2%，公司空调及冰箱业务表现远好于行业，洗衣机出货端略有下滑。均价方面，根据中怡康数据，美的冰洗均价同比略有提升，空调均价下降趋势逐月缓解。销售额份额方面，20Q3 单季度美的空洗冰市场线上份额同比分别+3.0、+0.6、+1.4pct，线下份额同比+6.3、+0.4、+1.7pct，空调市占率继续显著提升。我们认为，公司之所以单季度能取得如此靓丽的成绩源于其前期对于数字化等提升效率工具的大力投入，从用户需求角度对零售运营体系进行重构，从而在遇到疫情等不可控因素后得以快速调整战略，抢占竞争对手份额，抓住弯道超车的机会。

海外业务方面，Q3 单季度实现收入 235 亿元，同比+18.0%，单季度海外订单同比+50%以上。根据产业在线数据，20Q3 单季度空调、冰箱、洗衣机行业外销量同比+16.9%、+42.9%、-3.5%，其中，20Q3 美的空调、冰箱、洗衣机外销量同比分别+31.0%、+40.7%、+9.4%，公司抓住了 Q3 空调及冰箱行业性的海外需求爆发。同时，公司自有品牌东芝也实现较好增长，Q3 单季度实现收入 47 亿元，同比+4.9%，盈利能力也在持续改善。

其他业务中，前期受疫情影响较大的机器人业务环比有所改善。库卡 Q3 单季度订单同比+20.4%，同时单季度恢复盈利，根据库卡中报数据 H1 亏损约 6.4 亿元人民币（H1 盈利约 -8100 万欧元，汇率按 2020 年 6 月 30 日 1 欧元=7.94 人民币进行测算），全年库卡业务盈利转正依旧存在一定压力。

新会计准则下毛利率下滑，家电业务盈利能力稳定

2020 年 Q3 公司毛利率为 25.3%，同比-3.8pct，净利率为 10.2%，同比+0.1pct；其中 2020Q3 单季度毛利率为 24.8%，同比-3.4pct，净利率为 10.5%，同比+1.1pct。同比毛利率变化较大主要系根据新会计准则，空调安装费用从销售费用科目中转移至营业成本，综合从净利率角度看仍保持稳定，为剔除该影响，我们比较毛销率的变化情况，Q3 公司毛销率为 16.0%，同比-0.6pct，Q3 单季度毛销率为 15.1%，同比-1.0pct。而从环比的角度看，20Q3 单季度毛利率、净利率环比-1.1、-1.0pct，我们认为，毛利率环比略有下降主要系自 8 月以来人民币不断升值及原材料的涨价对外销毛利率有所影响。

从费用率看，公司 2020 年 Q3 销售、管理、研发、财务费用率分别为 9.7%、2.8%、3.0%、-0.8%，同比-2.4、-0.3、-0.7、+0.2pct；其中，20Q3 单季度销售、管理、研发、财务费用率分别为 9.7%、2.8%、3.0%、-0.8%，同比-2.4、-0.3、-0.7、+0.2pct。不考虑会计准则对销售费用的影响，公司 Q3 整体费用端控制较好。从环比角度看，销售费用率提升 1.1pct，我们认为，可能与公司在 Q3 销售旺季合理增加促销费用的投入有关。

公司账上现金充裕，经营现金流持续改善

从资产负债表看，公司 2020Q3 期末现金+其他流动资产（结构性存款）为 1530.6 亿元，环比年中+4.6%，同比+26.9%，账上现金依旧充裕；存货为 241.3 亿元，环比年中+11.1%，同比+0.5%，我们预计，存货的环比提升主要系公司电商业务为 Q4 促销活动备货增加；应

收票据和账款合计为 303.0 亿元，环比年中-3.3%，同比-10.7%；预收账款（合同负债）为 150.8 亿元，同比+24.2%，预示未来良好的收入增长潜力。**从周转情况看**，公司 20Q3 期末存货、应收账款和应付账款的周转天数分别为 47.2、26.0 和 80.1 天，同比+0.9、+1.8 和 +16.6 天，营业周期有所拉长。

从现金流量表看，公司 2020 年 Q3 经营活动产生的现金流量净额为 250.1 亿元，同比-16.0%，其中销售商品及提供劳务现金流入 1830.0 亿元，同比-2.2%。2020Q3 单季度经营活动产生的现金流量净额为 66.1 亿元，同比-17.4%，其中销售商品及提供劳务现金流入 654.7 亿元，同比+7.4%，现金流持续改善。

投资建议

美的积极推动渠道变革，加强公司零售能力，多品牌体系逐步构建，品牌效应逐步增强，同时公司持续推动工业互联网与数字化，全面提升整体运营效率，未来发展可期。基于 20 年 Q3 财报的业绩情况，我们预计 20-22 年净利润为 258.5、298.0、321.4 亿元（前值 253.9、295.3、319.6 亿元），对应动态估值分别为 21.2x、18.4x、17.0x，维持“买入”评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	27,888.28	70,916.84	88,371.05	125,833.76	129,059.82
应收票据及应收账款	31,946.47	23,432.34	35,841.40	18,730.69	34,082.51
预付账款	2,215.89	2,246.18	2,033.76	2,799.23	2,379.71
存货	29,645.02	32,443.40	28,851.44	41,042.10	30,456.26
其他	90,993.78	87,443.94	80,059.12	87,094.89	84,799.15
流动资产合计	182,689.44	216,482.69	235,156.78	275,500.67	280,777.45
长期股权投资	2,713.32	2,790.81	2,983.83	3,176.86	3,369.88
固定资产	22,437.21	21,664.68	21,212.09	20,563.96	19,781.46
在建工程	2,077.62	1,194.65	752.79	499.67	329.80
无形资产	16,186.68	15,484.18	16,520.45	17,269.54	17,731.44
其他	37,596.89	43,548.31	37,460.34	38,075.03	38,966.43
非流动资产合计	81,011.71	84,682.63	78,929.51	79,585.06	80,179.02
资产总计	263,701.15	301,955.42	314,349.65	355,936.88	361,824.67
短期借款	870.39	5,701.84	6,000.00	5,000.00	5,000.00
应付票据及应付账款	60,226.74	66,427.38	63,367.24	80,951.01	71,778.37
其他	69,133.96	72,189.27	66,492.64	74,669.15	72,215.68
流动负债合计	130,231.09	144,318.48	135,859.88	160,620.16	148,994.05
长期借款	32,091.44	41,298.38	42,000.00	41,789.11	40,000.00
应付债券	0.00	0.00	1,517.68	505.89	674.53
其他	8,924.10	8,842.46	8,772.34	8,846.30	8,820.37
非流动负债合计	41,015.54	50,140.84	52,290.02	51,141.31	49,494.89
负债合计	171,246.63	194,459.32	188,149.90	211,761.47	198,488.94
少数股东权益	9,382.40	5,826.93	6,068.18	7,449.18	8,929.91
股本	6,663.03	6,938.90	7,025.88	7,025.88	7,025.88
资本公积	18,451.31	19,640.31	19,640.31	19,640.31	19,640.31
留存收益	82,292.72	98,801.60	113,105.69	129,700.35	147,379.94
其他	(24,334.94)	(23,711.66)	(19,640.31)	(19,640.31)	(19,640.31)
股东权益合计	92,454.52	107,496.10	126,199.75	144,175.41	163,335.73
负债和股东权益总计	263,701.15	301,955.42	314,349.65	355,936.88	361,824.67

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	21,650.42	25,277.14	25,852.13	29,804.67	32,138.50
折旧摊销	0.00	0.00	2,992.69	3,306.67	3,614.98
财务费用	(1,265.83)	(2,847.41)	(1,843.28)	(629.17)	250.00
投资损失	(907.33)	(164.13)	(1,646.88)	(906.11)	(905.71)
营运资金变动	(20,358.87)	16,242.42	(6,354.68)	21,311.28	(13,560.05)
其它	28,742.69	82.38	1,377.59	1,404.41	1,514.38
经营活动现金流	27,861.08	38,590.40	20,377.57	54,291.74	23,052.10
资本支出	1,956.74	(3,092.19)	3,204.63	3,080.55	3,150.44
长期投资	79.62	77.49	193.02	193.02	193.02
其他	(20,678.65)	(20,093.00)	(4,725.70)	(6,198.98)	(5,708.82)
投资活动现金流	(18,642.29)	(23,107.70)	(1,328.05)	(2,925.41)	(2,365.35)
债权融资	40,084.54	48,460.33	52,424.16	51,124.78	48,406.65
股权融资	(1,068.58)	5,614.45	6,107.24	734.81	(144.36)
其他	(52,403.12)	(57,348.38)	(68,126.71)	(57,763.22)	(65,722.98)
筹资活动现金流	(13,387.16)	(3,273.60)	(9,595.31)	(5,903.63)	(17,460.69)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(4,168.37)	12,209.10	9,454.21	45,462.71	3,226.06

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	261,819.64	279,380.51	281,235.45	314,584.40	335,152.46
营业成本	188,164.56	197,913.93	209,555.19	227,853.48	242,080.62
营业税金及附加	1,617.57	1,720.62	1,596.98	1,824.59	1,843.34
营业费用	31,085.88	34,611.23	26,528.18	28,312.60	29,493.42
管理费用	9,571.64	9,531.36	8,519.93	11,325.04	12,735.79
研发费用	8,377.20	9,638.14	9,128.13	10,066.70	10,054.57
财务费用	(1,823.04)	(2,231.64)	(1,843.28)	(629.17)	250.00
资产减值损失	447.86	(871.91)	406.09	575.29	617.76
公允价值变动收益	(810.45)	1,361.16	1,123.64	0.00	0.00
投资净收益	907.33	164.13	1,646.88	906.11	905.71
其他	(1,283.02)	(2,139.61)	(5,886.60)	(2,622.22)	(2,719.12)
营业利润	25,564.11	29,683.09	30,460.31	36,971.99	39,890.36
营业外收入	434.76	613.31	347.03	465.03	475.12
营业外支出	225.81	367.29	256.96	283.35	302.53
利润总额	25,773.06	29,929.11	30,550.38	37,153.67	40,062.96
所得税	4,122.64	4,651.97	4,444.31	5,944.59	6,410.07
净利润	21,650.42	25,277.14	26,106.07	31,209.08	33,652.88
少数股东损益	1,419.64	1,065.92	253.94	1,404.41	1,514.38
归属于母公司净利润	20,230.78	24,211.22	25,852.13	29,804.67	32,138.50
每股收益(元)	3.04	3.49	3.68	4.24	4.57

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	8.23%	6.71%	0.66%	11.86%	6.54%
营业利润	18.20%	16.11%	2.62%	21.38%	7.89%
归属于母公司净利润	17.05%	19.68%	6.78%	15.29%	7.83%
获利能力					
毛利率	28.13%	29.16%	25.49%	27.57%	27.77%
净利率	7.73%	8.67%	9.19%	9.47%	9.59%
ROE	24.35%	23.81%	21.52%	21.80%	20.81%
ROIC	29.86%	24.11%	36.10%	38.07%	58.26%
偿债能力					
资产负债率	64.94%	64.40%	59.85%	59.49%	54.86%
净负债率	13.19%	-20.89%	-28.48%	-51.82%	-49.38%
流动比率	1.40	1.50	1.73	1.72	1.88
速动比率	1.18	1.28	1.52	1.46	1.68
营运能力					
应收账款周转率	8.68	10.09	9.49	11.53	12.69
存货周转率	8.86	9.00	9.18	9.00	9.38
总资产周转率	1.02	0.99	0.91	0.94	0.93
每股指标(元)					
每股收益	3.04	3.49	3.68	4.24	4.57
每股经营现金流	3.97	5.50	2.90	7.73	3.28
每股净资产	11.83	14.48	17.10	19.46	21.98
估值比率					
市盈率	25.65	22.32	21.16	18.36	17.02
市净率	6.58	5.38	4.55	4.00	3.54
EV/EBITDA	8.34	9.75	16.22	12.06	10.79
EV/EBIT	8.34	9.75	17.94	13.18	11.79

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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及/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，天风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。天风证券的销售人员、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。天风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。天风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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com