

美的集团 (000333)

证券研究报告

2019年09月19日

慢读年报系列三：美的 T+3 的收益到底在哪里？

T+3 往往被视为是加快周转效率、减少库存的行为，市场有些观点认为周转效率在 T+3 的实施下并没有非常明显的提升，特别是在部分财务指标的体现上。我们认为单从报表的角度理解 T+3 或略显不足，本篇我们通过回答以下三个问题来与投资者们一起探讨美的 T+3 收益到底体现在哪里的。

复盘小天鹅：怎么看 T+3 的真实效果？ 回顾 T+3 在美的集团的推广历程，其最先是小天鹅在 2014 年提出的，也正是由于该模式在小天鹅身上取得的成功，最终得以逐步在集团其他事业部中推广开来。从存货角度看，在实施 T+3 的初期，存货周转率有非常明显的提升，2016 年以后周转效率则有所下降。预收款项占比的变化在 T+3 实施初期是一个抬升趋势，而在 2016 年出现转折，除去考虑规模提升的因素，打款政策的改变或许主导了这个变化的发生。还有一些其他的指标，比如应收账款周转率、销售费用率等都并没有体现出随着收入提升带来的规模效应，T+3 对于这些科目的改善从年报中并无直接体现。因此，财务指标角度能体现的 T+3 优势有限，我们可能更需要关注的是，综合来看策略的实施是否在收入端和业绩端上有所体现。我们认为对于 T+3 的解读可能更多需要从终端市场的角度来看，而非单纯局限于报表的解读，T+3 的反应速度是其在整个终端竞争中最大优势之一，最能明显体现其效果的是公司市占率的提升。

空调能不能做 T+3？ 市场往往将小天鹅的一部分成功归因于洗衣机本身品类的特性，而对 T+3 是否能在季节性较强的空调上取得成功存在一定疑虑。美的系推进 T+3 改革的核心目的其实是针对传统空调企业“淡季打款压货”模式。但现在的情况有所变化：1) 空调的需求在趋平，即其季节性是在逐渐削弱而非加强，旺季空调销量在全年的占比逐渐下降，且“人工造节”所带来的节庆促销时点为销量提供了可预测性；2) 终端消费者的需求才是真正的需求，“打款压货”模式更多涉及的是企业与渠道之间的博弈。T+3 主要针对终端动销进行考核，这会导致对于消费者的核心需求关注度提升，最终倒逼代理商自身把握市场的能力进一步提高。

美的现阶段 T+3 做的如何？ 美的近年来逐渐将 T+3 普及至集团下的全品类产品，先来看几个前面分析过的主要指标，如存货周转率、应收账款周转率等，基本趋势与我们前面在小天鹅身上看到的趋势类似，效率的提升以及费用的降低都没有明显观察到。因此，我们所期待美的运转效率的提升，在初期主要体现在市占率的获取上，费用端的改善可能短期看不到。原材料下降的行业性机会可持续性并不强，后续需要的是更为长期的战略。

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，与库卡和东芝的协同效应加强，我们维持公司 19-21 年净利润分别为 233.85、266.30、294.36 亿元，对应动态估值分别为 15.64x、13.73x、12.43x，维持“买入”评级。

风险提示：汇率、原材料价格波动风险；多品牌销售情况不及预期等。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	241,918.90	261,819.64	287,621.70	309,309.45	332,670.76
增长率(%)	51.35	8.23	9.85	7.54	7.55
EBITDA(百万元)	20,059.07	31,029.01	30,966.27	35,508.64	38,865.68
净利润(百万元)	17,283.69	20,230.78	23,384.77	26,630.22	29,435.72
增长率(%)	17.70	17.05	15.59	13.88	10.54
EPS(元/股)	2.63	2.92	3.37	3.84	4.24
市盈率(P/E)	20.01	18.08	15.64	13.73	12.43
市净率(P/B)	4.96	4.40	3.57	3.12	2.73
市销率(P/S)	1.51	1.40	1.27	1.18	1.10
EV/EBITDA	17.78	8.66	11.06	8.97	7.95

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	52.71 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	6,938.90
流通 A 股股本(百万股)	6,801.81
A 股总市值(百万元)	365,749.58
流通 A 股市值(百万元)	358,523.56
每股净资产(元)	13.34
资产负债率(%)	65.29
一年内最高/最低(元)	56.35/34.10

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:白电龙头稳健增长，盈利能力持续提升》 2019-09-02
- 《美的集团-季报点评:业绩表现超预期，经营效率明显提升》 2019-05-01
- 《美的集团-年报点评报告:2018 年报：盈利能力持续提升，业务整合效果显现》 2019-04-22

内容目录

1. 复盘小天鹅：怎么看 T+3 的真实效果？	3
2. 空调能不能做 T+3?	9
3. 美的现阶段 T+3 做的如何?	11

图表目录

图 1: T+3 过程及受影响科目详解	3
图 2: 存货周转率 2016 年以后有所下降 (单位: 亿元, 次)	4
图 3: 原材料自 2015 年以来占比保持较低位置 (单位: 亿元)	4
图 4: 应付账款周转率保持提升趋势 (单位: 亿元, 次)	4
图 5: 库存商品在实施 T+3 的初期效果显著, 2016 年以后提升明显 (单位: 亿元, %)	5
图 6: 预收款项自 2016 年出现明显转折 (单位: 亿元)	5
图 7: 应收账款周转率近年略有下降 (单位: 亿元, 次)	6
图 8: 销售费用率并未有明显下降	6
图 9: 小天鹅洗衣机销量份额提升明显	7
图 10: 塑料价格在 2014 年年底快速下降	7
图 11: 小天鹅和海尔洗衣机毛利率对比 (单位: %)	8
图 12: 小天鹅和美的的洗衣机率先降价	8
图 13: 小天鹅和美的的价差逐渐拉大 (单位: 元)	9
图 14: 旺季 (5-7 月) 空调终端销售比重逐渐降低	10
图 15: 旺季 (5-8 月) 空调终端销售比重逐渐降低	10
图 16: 双 11 带动空调线上销量作用越来越明显 (单位: 万台)	10
图 17: 美的存货周转率变化情况 (单位: 亿元, 次)	11
图 18: 美的应收周转率变化情况 (单位: 亿元, 次)	11
图 19: 美的应付周转率变化情况 (单位: 亿元, 次)	11
图 20: 美的销售费用率变化情况	11
图 21: 预收款项占比 2017 年后有所下降 (单位: 亿元)	12
图 22: 美的与格力空调生产对比情况	12
图 23: 美的空调销量市占率今年提升明显	12
图 24: 今年以来美的及格力空调线上销量份额及价差变化情况 (单位: 元)	13
表 1: 近一年安得物流的招标公告情况	6

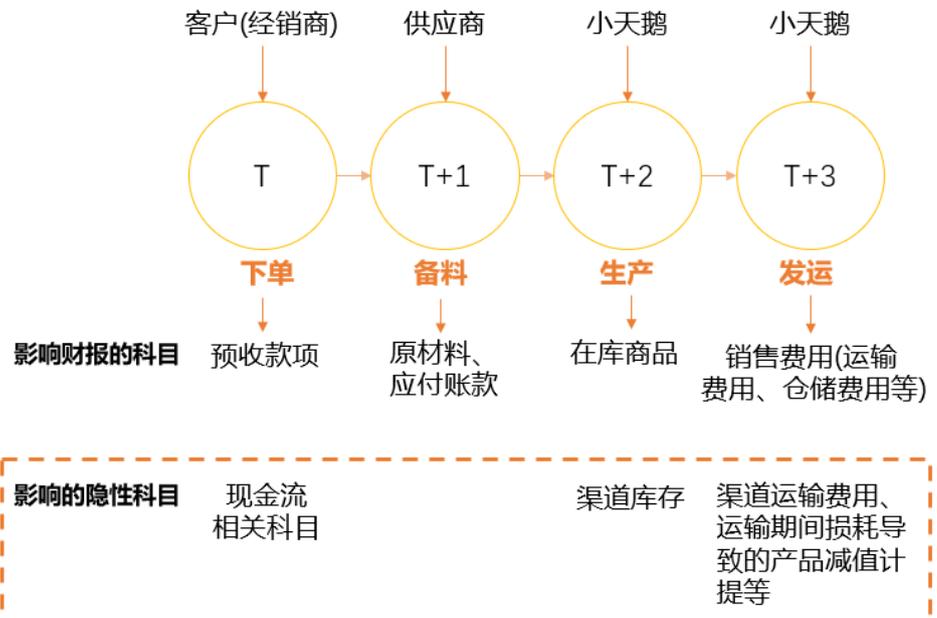
T+3 往往被视为是加快周转效率、减少库存的行为，市场有些观点认为周转效率在 T+3 的实施下并没有非常明显的提升，特别是在部分财务指标的体现上，例如更快的存货周转等，因此对 T+3 的实际效果抱有一些疑虑。我们认为，单从报表的角度理解 T+3 或略显不足，本篇主要想与投资者们一起探讨美的 T+3 收益到底体现在哪里的问题。

1. 复盘小天鹅：怎么看 T+3 的真实效果？

回顾 T+3 在美的集团的推广历程，其最先是小天鹅在 2014 年年报中提出的以客户订单为导向的产销模式，也正是由于该模式在小天鹅身上取得的成功，最终得以逐步在集团其他事业部中推广开来。小天鹅此前作为一家独立公司，业务范围集中，因此报表对于 T+3 会有较好的体现，我们希望通过对小天鹅的复盘来解读该模式的真实效果。

在实施 T+3 后，对于小天鹅的报表，可能会产生变化的科目不仅有会受到直接影响的库存、预收款项、应付账款、销售费用中的运输及储存费用等，还有从客户角度看对应产生变化的渠道库存等，同时整个流程通过减少库存、加快周转、集中运输，最后作用的结果还会体现在利润端的科目上，如毛利率等。

图 1：T+3 过程及受影响科目详解



资料来源：公司公告，天风证券研究所

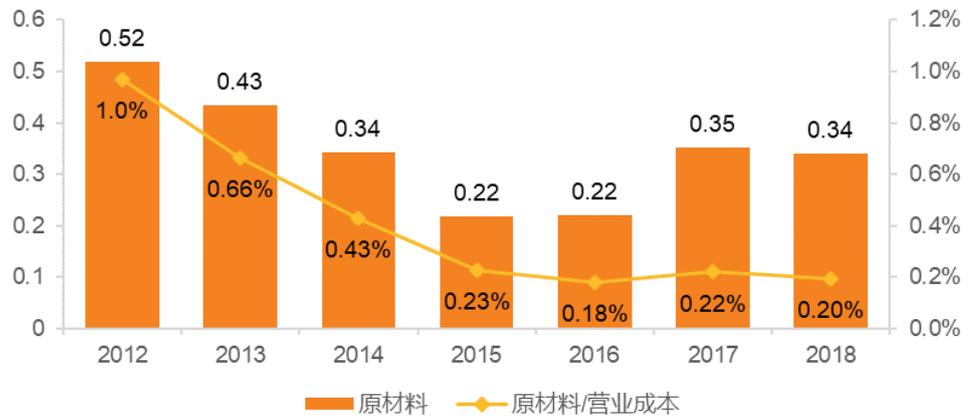
从公司存货的角度看，在实施 T+3 的初期，存货周转率有非常明显的提升，2016 年以后周转效率则有所下降，但仍高于实施 T+3 之前的存货周转率。进一步细拆库存，T+3 在一定程度上实现了库存的前移，我们可以看到小天鹅的原材料占成本的比重自 2015 年起保持在 0.2%左右的较低位置，并未随着公司规模的大幅提升而去提前过多采购，公司同时利用其对上游较强的议价能力引入优质资源改善供应布局，避免订单快速增加导致的不确定性。

图 2：存货周转率 2016 年以后有所下降（单位：亿元，次）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：原材料自 2015 年以来占比保持较低位置（单位：亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

对应的来看应付账款周转率，其保持着一个十分明显的提升趋势，意味着对供应商的占款在减少。一方面，少数多次的购买原材料避免了公司本身一次性大额的现金支出，另一方面，小额结算相对以前现金流压力减小，直接的体现是公司在加快付款，而对于供应商来说同时也改善了其自身的现金流情况，变相减轻了公司转移给供应商的库存压力，一来一去也保障了供应能力。

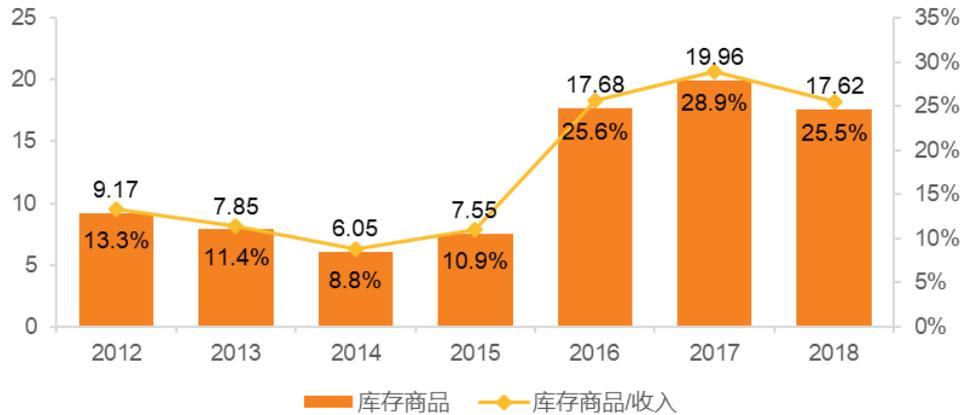
图 4：应付账款周转率保持提升趋势（单位：亿元，次）



资料来源：Wind，天风证券研究所

库存科目下的库存商品或许是造成周转率重新下降的主要原因，自 2016 年起，库存商品有较为明显的增加，主要系公司规模的提升以及春节渠道备货所致。除了库存本身作为节点数据有所影响外，企业经营通常是根据外部环境的变化而变化，随着电商渠道占比的快速提升，根据各平台不同的入仓要求导致一定程度上的提前备货，我们认为，这是在已经具备一定预测能力的基础上做出的部分调节，是完全属于合理经营范围内的行为。

图 5：库存商品在实施 T+3 的初期效果显著，2016 年以后提升明显（单位：亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

预收款项占比的变化在 T+3 实施初期是一个抬升趋势，而在 2016 年出现转折，除去考虑规模提升的因素，打款政策的改变或许主导了这个变化的发生。我们过去所熟知的打款政策是客户在初期预付一部分款项，在货物发出后补足剩下款项，而 T+3 在开始实施时则是要求在客户下订单时就划取其账上对应的现金，变相造成了对客户资金的挤占。我们认为，公司在 2016 年以后做的决策可能是把打款节点后推，比如发出货前才进行划款，而在这期间的生产需要的资金则需公司自行垫款。

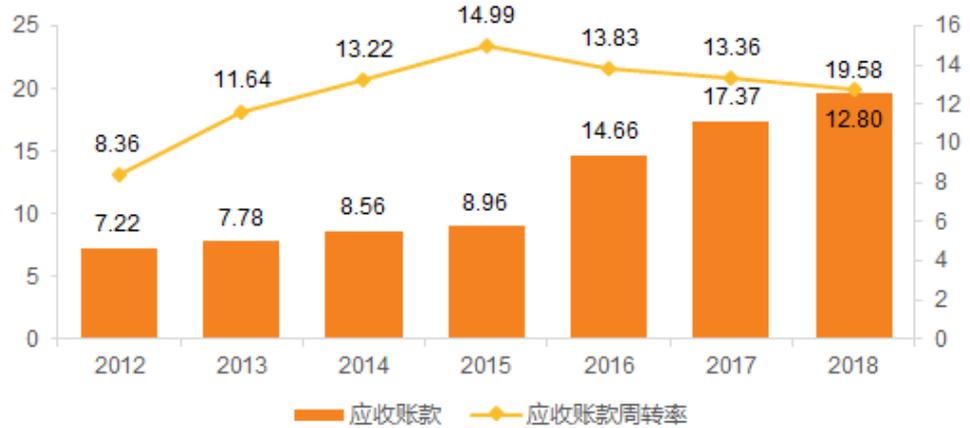
图 6：预收款项自 2016 年出现明显转折（单位：亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

另外，还有一些其他的指标，比如应收账款周转率、销售费用率等都并没有体现出随着收入提升带来的规模效应，T+3 对于这些科目的改善从年报中并无直接体现。我们认为，应收账款可能是和出口业务、KA 渠道业务和电商业务有更多的关联，出于对方的政策或需求的情况，T+3 的优势在这方面体现或许不是很明显。

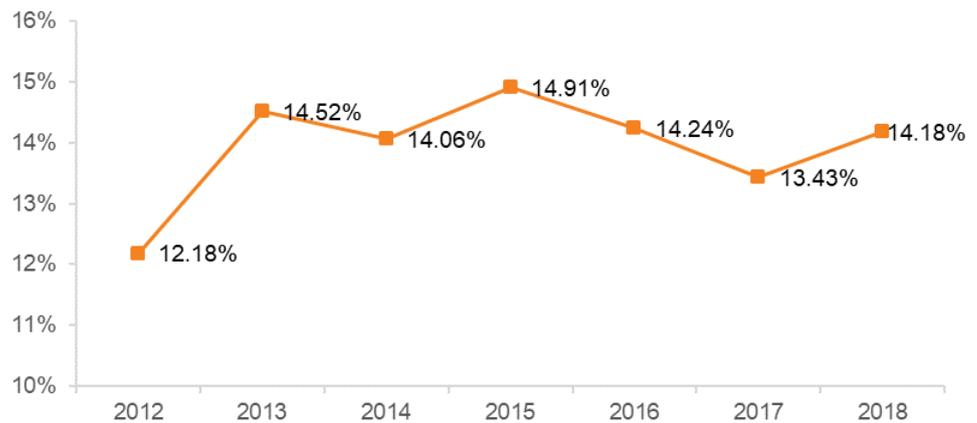
图 7：应收账款周转率近年略有下降（单位：亿元，次）



资料来源：Wind，天风证券研究所

有些则属于实际周转效率提升了，但在公司本身报表层面无法直观体现的问题。在公司加快周转的过程中，我们并没有看到销售费用率的改善，理论上加快了周转以后，在规模效应的影响下销售费用会等比例下降，但实际上销售费用率并未显著下降。这主要是因为，T+3 对物流体系进行了再造，从经销商转为由事业部去承担运输费用，且并未因此在现阶段大幅削减相对应的给予经销商的费用支持，变相增加了销售费用，但承担物流职能的好处只体现在终端销售上，以及在售后服务层面的损耗减少等。

图 8：销售费用率并未有明显下降



资料来源：Wind，天风证券研究所

美的旗下事业部主要通过安得物流去开展运输工作的，我们根据安得物流官网上的公开信息可以看到，公司自 17 年开始推进统仓统配，但安得物流本身并不是在以一个重资产扩张的方式发展，而是通过集成社会化的运输能力来做，所以其本身是一个费用化的方向，而非资本化，最终在提升终端效率的同时，还是间接增加了上市公司层面所担负的成本，这些成本现阶段全部体现在销售费用中，因此公司在收入规模的提升中，并没有看到销售费用下降。

表 1：近一年安得物流的招标公告情况

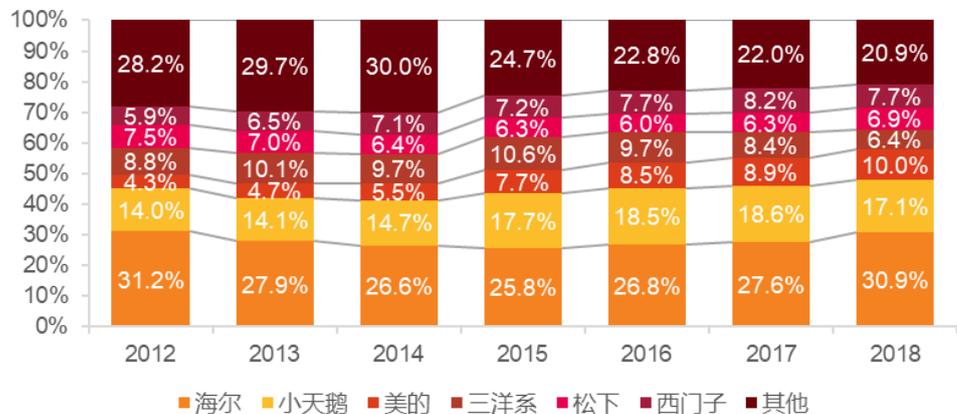
时间	招标项目	主要内容
2019年6月25日	2019-2020年度美的集团国内干线运输项目	进行美的家用空调、中央空调、冰箱、洗衣机等品类的公路、海运运输业务招标。
2018年7月16日	2018年度美的集团安得智联天津家电配送项目	进行天津市北辰区陆路港始发，发往北京、天津、河北（唐山、秦皇岛、承德、沧州、廊坊、保定区域）的家电配送项目招标。
2018年6月25日	2018-2019年度安得智联小件快递项目	进行美的全品类小家电华南、华中、华东三仓的快递业务招标。
2018年6月23日	2018年度安得智联山西分公司家电配送项目	进行家电产品太原、临汾、长治发往山西省内市县乡镇相关区域配送业务招标。
2018年6月21日	2018-2019年度美的集团国内干线运输项目	进行美的家用空调、冰箱、冷柜、洗衣机、生活、厨房、热水器、环境电器相关推广产品及配件的公路、海运运输业务招标。

资料来源：安得物流官网，天风证券研究所

在终端市场 T+3 的表现如何?

正如前面分析的，财务指标角度能体现的 T+3 优势有限，我们可能更需要关注的是，综合来看策略的实施是否在收入端和业绩端上有所体现。我们认为对于 T+3 的解读可能更多需要从终端市场的角度来看，而非单纯局限于报表的解读，T+3 的反应速度是其在整个终端竞争中最大优势之一，最能明显体现其效果的是公司市占率的提升。

图 9：小天鹅洗衣机销量份额提升明显



资料来源：中怡康，天风证券研究所

回顾自 2012 年来的市占率变化，有几个很有意思的点值得关注：

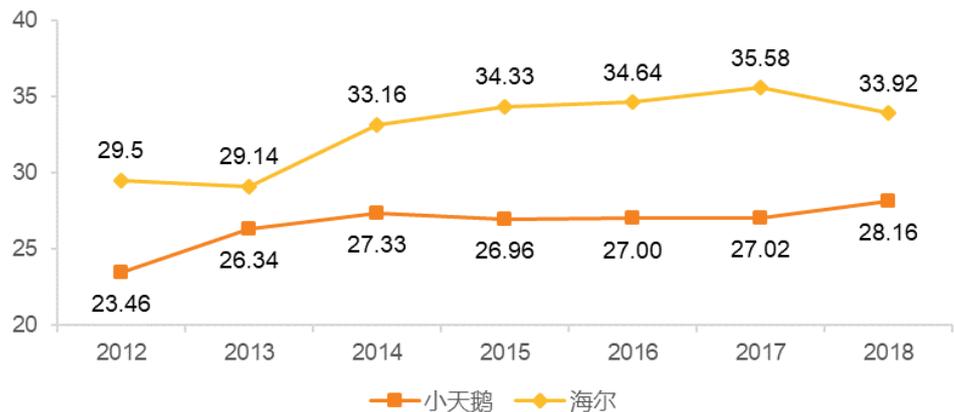
1) 2015 年小天鹅和美的的洗衣机份额有非常明显的大幅提升。当时我们确实观察到洗衣机主要原材料塑料的价格有大幅下降，而对公司层面最直观的利好可能会体现在毛利率的上升，海尔 2015 年的毛利率也确实有+1.17pct 的提升，而小天鹅的洗衣机毛利率则略有下降。

图 10：塑料价格在 2014 年年底快速下降



资料来源：Wind，天风证券研究所

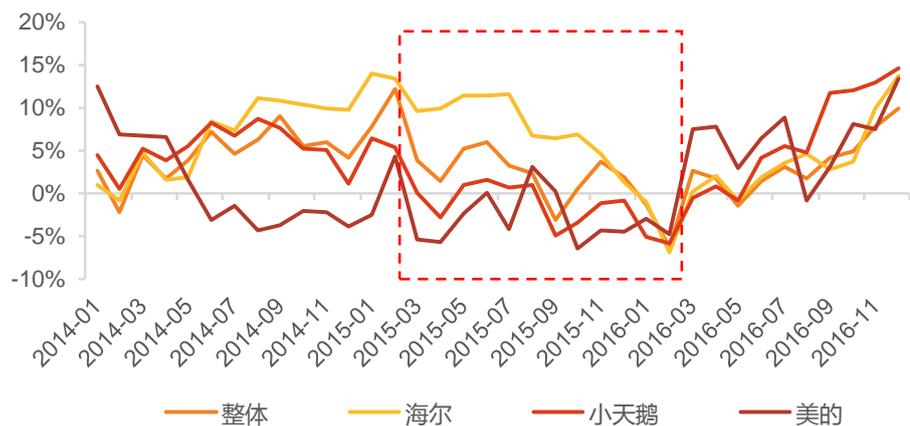
图 11：小天鹅和海尔洗衣机毛利率对比（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

对应到终端市场，我们看到的是小天鹅和美的价格的率先下降，海尔的价格则仍在提升，这与今年上半年美的在空调市场的表现十分相像。因此，我们理解 15 年的情况是，小天鹅在 T+3 效率提升的基础上，率先促销降价，抢占市场份额，同时还保持了毛利率的稳定。

图 12：小天鹅和美的洗衣机率先降价



资料来源：中怡康，天风证券研究所

2) 小天鹅在 15 年抓住原材料下降的机会强势崛起之后，市占率波动变化并不大，一是原材料不可能永远保持向下的趋势，二是企业之间的博弈是动态的，竞争对手并不会一而再、再而三的把机会让出去，海尔在意识到以后奋力反击，通过自己在高端产品上的优势逐渐拿回丢失的份额。因此，原材料下降这个机会并不能带来持续向上的优势，但份额一旦到手，回到之前较低的水平也不是那么容易，近年来的小天鹅市占率波动保持在 18%左右。

于是，公司制定了新的战略，16 年以后美的的份额的提升则主要来自美的的品牌，而非小天鹅。美的通过拉开两个品牌的价差来实现差异化定位，这一阶段公司抢夺的份额主要来自松下、西门子等前几名以外的其他杂牌，以及被惠而浦收购、主要精力放在整合上的三洋。但这里需要强调的是，公司拉开价差的打法瞄准的并非所谓的低价市场，而是基于 T+3 带来的效率提升去做高性价比市场，且在提升产品性价比的同时，产品毛利率也并没有下降，甚至还略有上升。

图 13：小天鹅和美的的价差逐渐拉大（单位：元）



资料来源：中怡康，天风证券研究所

总结来看，公司抢夺的更多是来自于品牌力较弱或阶段性出现战略决策错误的竞争者的份额。由于 T+3 的实施，公司不仅层级上接近终端，且各环节时间短，除快速响应市场的各类需求，也能及时抓住行业性的机会跑赢竞争对手。今年美的在空调上的成功我们通过以上复盘也得以窥见一二。

2. 空调能不能做 T+3?

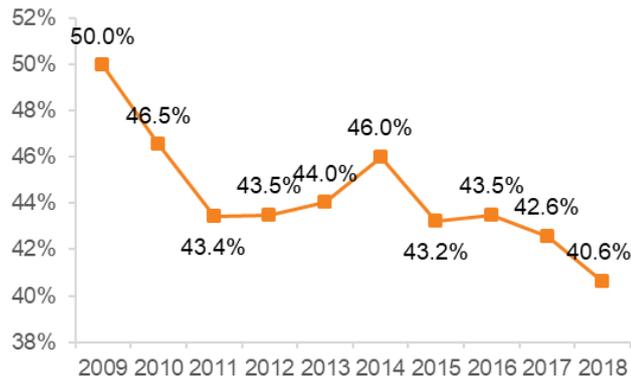
市场往往将小天鹅的一部分成功归因于洗衣机本身品类的特性，而对 T+3 是否能在季节性较强的空调上取得成功存在一定疑虑。从空调这个品类的角度来说，美的系推进 T+3 改革的核心目的其实是针对传统空调企业“淡季打款压货”模式。

我们先来复习一下“打款压货”模式，其核心主要是让经销商提前提供工厂所需的生产资金，让生产整机企业可以在淡季安排生产，以应对季节性需求。对于空调行业而言，就可以理解成为：所谓的冷冻年度的开盘，是为了下一个夏天的囤货做准备，提前吸收了经销商的资金，用这笔资金在淡季完成产品生产，以避免到了旺季来不及生产，经销商来不及备货，导致有效需求没有满足从而造成的销售缺失。这样的商业模式，解决了当时行业最关键的几大痛点问题：1) 企业缺乏生产资金；2) 经销商旺季抢不到货；3) 企业生产有季节波动性。

但现在的情况有所变化：

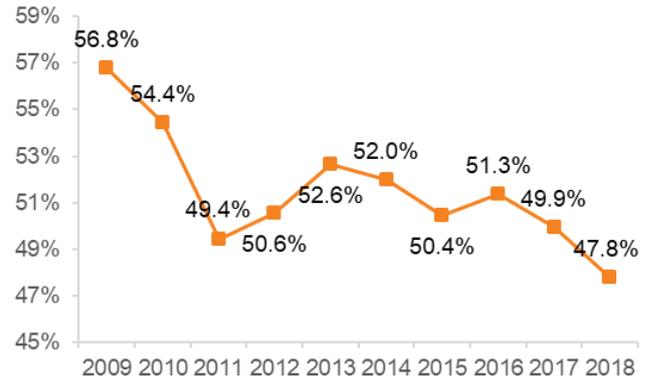
1) 空调的需求在烫平，即其季节性是在逐渐削弱而非加强。根据中怡康的数据，一年中空调终端销量最高的三个月往往集中在 5-7 月，从其占全年销量占比的情况看，基本是一个平稳下降的趋势，即使有如 2017 年夏天特别热，旺季销售的比例也是在下降的。一方面，随着购买便利度的提升，空调购买时点有所分散，新装修及更新需求则与季节性关系不大，另一方面，厂商通过主动开展促销活动等手段也从一定程度上平滑了需求。

图 14：旺季（5-7月）空调终端销售比重逐渐降低



资料来源：中怡康，天风证券研究所

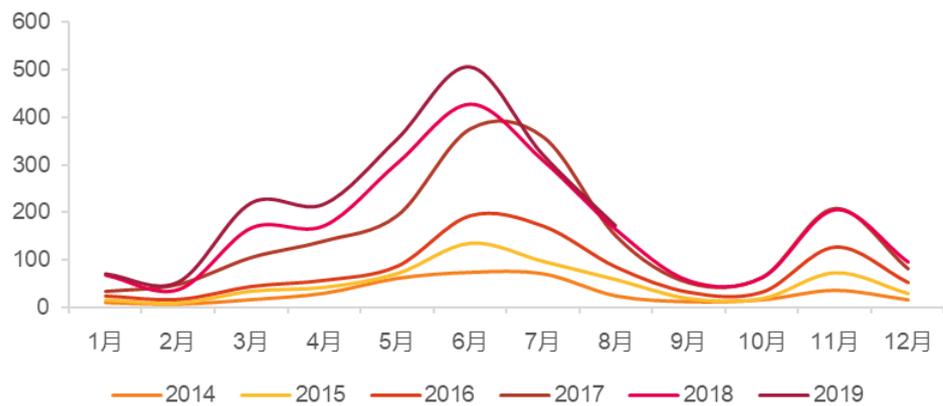
图 15：旺季（5-8月）空调终端销售比重逐渐降低



资料来源：中怡康，天风证券研究所

另外，“人工造节”所带来的节庆促销时点为销量提供了可预测性，消费者对其的青睐程度或高于季节性的影响。从近年空调线上销量情况看，包括几个重要促销时点的月份重要程度不断凸显，如非空调销售旺季的双 11 空调销量也在逐年提升。近两年，3 月的女神节也逐渐成为平台打造的主要活动之一，空调销量也随之提升，其实也是在一定程度上将需求前移，未来各大平台对于节日的打造也会潜移默化的体现在烫平空调销量的季节性中。

图 16：双 11 带动空调线上销量作用越来越明显（单位：万台）



资料来源：奥维云网，天风证券研究所

2) 终端消费者的需求才是真正的需求，“打款压货”模式更多涉及的是企业与渠道之间的博弈。原先家电企业的销售本质，在于满足“客户”的需求，这其中的客户，并非是终端消费者，而是代表渠道利益的所谓经销商。

这背后的逻辑也很简单，家电的深度分销体系诞生于资源不够丰富的时代，产品又无差异化，因此，经销商的盈利动力来源于经销利润，这其中的数据关系无非是单台盈利*规模，整机厂商与经销商之间的关系形成了如今的生态圈，互相依附。这套体系的核心打法是，用大规模的费用打造终端需求（例如做全国性媒体的广告）+分销层级的利润（企业通过管控好区域的利润、不允许窜货导致的乱价体系，最终得以控制好区域内的利益分配）。

但随着近年来消费者需求差异化逐渐凸显，及时响应变化并投入生产的重要程度提升。今年的货压到第二年再卖，无疑是变相增加了产品风险，特别是在 SKU 较多的时候，宣传上侧重点的不同最终或许会导致高库存下的结构性缺货，增加企业成本。T+3 主要针对终端动销进行考核，而非囤货，这会导致对于消费者的核心需求关注度提升，并非关注渠道层级之间的博弈，最终倒逼代理商自身把握市场的能力进一步提高。

3. 美的现阶段 T+3 做的如何？

美的近年来逐渐将 T+3 普及至集团下的全品类产品，先来看几个前面分析过的主要指标，如存货周转率、应收账款周转率等，基本趋势与我们前面在小天鹅身上看到的趋势类似，效率的提升以及费用的降低都没有明显观察到，一方面，美的报表下涉及的业务范围很广，包括大量的出口业务，另一方面，也正如我们前面分析的，T+3 带来的收益在报表上体现或许并不明显。

图 17：美的存货周转率变化情况（单位：亿元，次）



资料来源：Wind，天风证券研究所

注：考虑到库卡商业模式的不同，我们将其从公司报表中剔除。

图 18：美的应收周转率变化情况（单位：亿元，次）



资料来源：Wind，天风证券研究所

注：考虑到库卡商业模式的不同，我们将其从公司报表中剔除。

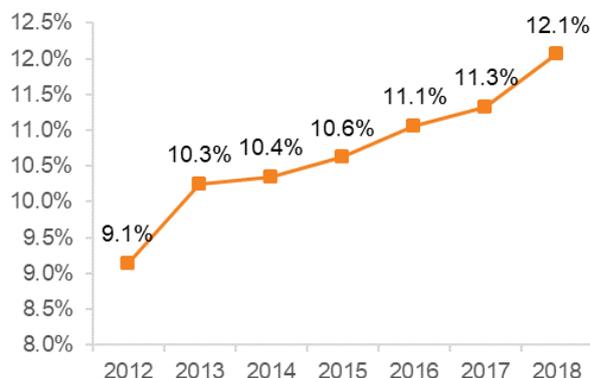
图 19：美的应付周转率变化情况（单位：亿元，次）



资料来源：Wind，天风证券研究所

注：考虑到库卡商业模式的不同，我们将其从公司报表中剔除。

图 20：美的销售费用率变化情况

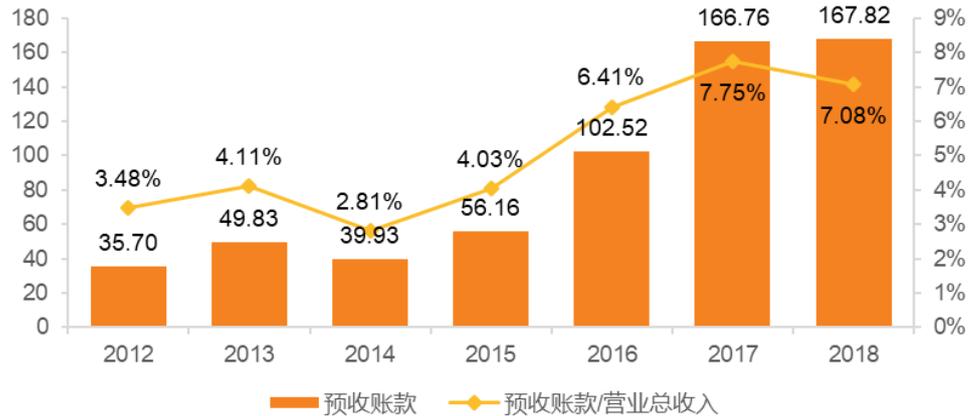


资料来源：Wind，天风证券研究所

注：考虑到库卡商业模式的不同，我们将其从公司报表中剔除。

从预收款项占比的指标，我们可以窥见美的改革的决心，将打款的节点由下订单调整至出库的时候意味着在这次改革中得以使经销商能平稳过度，而对于公司自身现金流来说则有一定的影响。美的与小天鹅略有不同的是，后者预收款项占比的转折点在 16 年，前者则是 17 年，我们认为，这可能是基于 17 年夏天天气炎热等外部情况的考虑对空调打款政策的改变延后所致。因此，我们所期待美的运转效率的提升，在初期主要体现在市占率的获取上，费用端的改善可能短期看不到

图 21: 预收款项占比 2017 年后有所下降 (单位: 亿元)

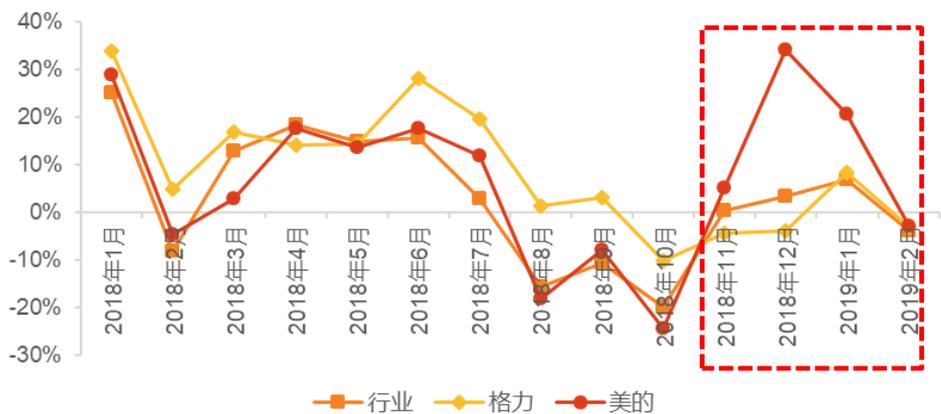


资料来源: Wind, 天风证券研究所

注: 考虑到库卡商业模式的不同, 我们将其从公司报表中剔除。

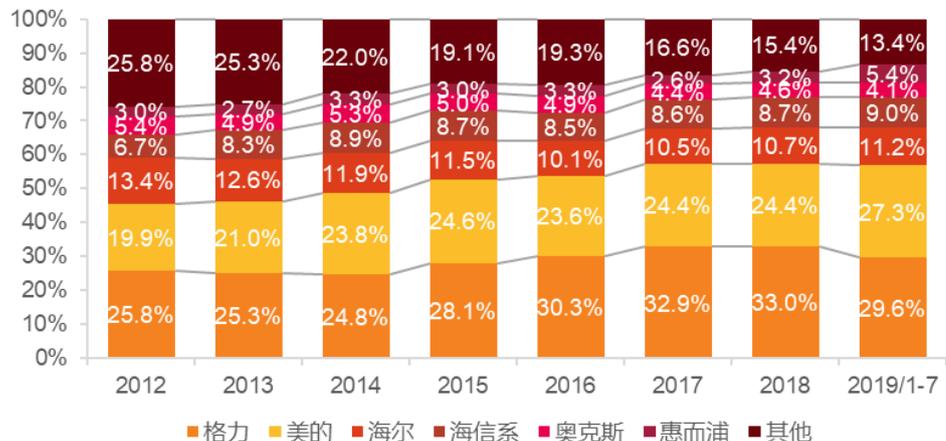
最具说服力的证据是, 今年上半年美的主动开展一系列促销活动从而成功获得市占率, 这是通过去年年底至今年初原材料价格下降后的合理排产来实现的, 其抢夺的份额同样可以类比 15 年小天鹅的情况, 主要来自品牌力较弱或阶段性出现战略决策错误的竞争者的份额。

图 22: 美的与格力空调生产对比情况



资料来源: 产业在线, 天风证券研究所

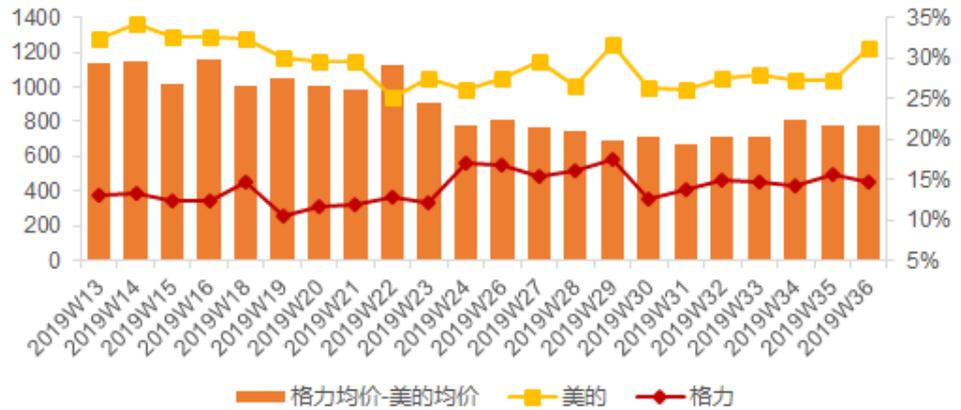
图 23: 美的空调销量市占率今年提升明显



资料来源: 中怡康, 天风证券研究所

我们前面也讨论了原材料下降的行业性机会可持续性并不强，中怡康线上数据也显示随着近期美的与格力价差收窄，双方在销量份额上的差距也有所恢复，因此后续需要的是更为长期的战略。通过对小天鹅的复盘，我们对美的后续发展进行推演，T+3 对产品的影响可能会更为直观的体现在产品高性价比上，也就是说，美的在这种快速响应模式之下，能更好地做到不以牺牲盈利水平为代价的前提下，抓住高性价比的机会，以此获得市场份额。我们预计在这种模式之下，主打高性价比，年轻品牌的需求（以华凌与 BUGU 为代表）有望复制“美的”品牌洗衣机的方式，而获得成功，与此同时并不会降低自身的盈利能力。

图 24：今年以来美的及格力空调线上销量份额及价差变化情况（单位：元）



资料来源：中怡康，天风证券研究所

在高端产品上的布局，类似小天鹅的比佛利，美的也在去年推出了 COLMO，但我们认为在高端产品的打法上和前面提到的那些有很大不同。购买高端产品的消费者往往对价格并不那么敏感，更关注的是产品力或者是其品牌带来的溢价。因此，对于 COLMO，我们认为，T+3 的方式或许不会带来快速的品牌上量，毕竟高端品牌认知是需要消费者对于研发和品质感受提升的，品牌美誉度是一个慢变量，这必然是一个长期不断积累的过程，尚需要给予其一定时间去培育和发展。

另外，从 T+3 的角度看，其实还有另一项重要功能，即通过缩短与终端消费者之间的层级来获取相关信息。我们预计，在该模式逐渐成熟后，企业所获取的数据未来将在研发、预测销量、复购等方面作出更为精准的判断，这也正是我们之前强调的在存量竞争时代企业必须具备的“更快、更好、更强”，即快速响应需求、满足用户偏好、跑赢竞争对手。

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，与库卡和东芝的协同效应加强，我们维持公司 19-21 年净利润分别为 233.85、266.30、294.36 亿元，对应动态估值分别为 15.64x、13.73x、12.43x，维持“买入”评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	48,274.20	27,888.28	40,741.17	67,604.95	79,468.47
应收票据及应收账款	28,382.94	31,946.47	36,146.25	15,832.51	40,072.07
预付账款	1,672.25	2,215.89	1,888.02	2,387.64	2,340.83
存货	29,444.17	29,645.02	23,452.50	36,408.77	25,678.07
其他	62,037.12	90,993.78	72,469.63	76,300.25	79,692.82
流动资产合计	169,810.68	182,689.44	174,697.57	198,534.13	227,252.26
长期股权投资	2,633.70	2,713.32	2,655.00	2,596.68	2,538.36
固定资产	22,600.72	22,437.21	23,293.46	23,750.65	23,930.69
在建工程	879.58	2,077.62	1,282.57	817.54	520.53
无形资产	15,167.04	16,186.68	18,406.29	20,199.43	21,566.09
其他	37,015.15	37,596.89	38,343.33	37,832.51	37,870.76
非流动资产合计	78,296.18	81,011.71	83,980.65	85,196.81	86,426.42
资产总计	248,106.86	263,701.15	258,678.22	283,730.94	313,678.67
短期借款	2,584.10	870.39	100.00	100.00	100.00
应付票据及应付账款	60,352.56	60,226.74	67,319.19	66,623.27	80,605.42
其他	56,155.19	69,133.96	57,134.83	65,847.68	63,783.97
流动负债合计	119,091.86	130,231.09	124,554.02	132,570.95	144,489.40
长期借款	32,986.33	32,091.44	10,000.00	10,000.00	10,000.00
应付债券	4,553.05	0.00	3,123.94	2,559.00	1,894.31
其他	8,550.45	8,924.10	7,613.82	8,362.79	8,300.24
非流动负债合计	46,089.83	41,015.54	20,737.76	20,921.79	20,194.55
负债合计	165,181.69	171,246.63	145,291.78	153,492.74	164,683.95
少数股东权益	9,187.73	9,382.40	11,064.28	13,007.85	15,119.32
股本	6,561.05	6,938.90	6,938.90	6,938.90	6,938.90
资本公积	15,911.50	18,451.31	18,451.31	18,451.31	18,451.31
留存收益	67,420.97	82,292.72	95,383.26	110,291.44	126,936.50
其他	(16,156.09)	(24,610.81)	(18,451.31)	(18,451.31)	(18,451.31)
股东权益合计	82,925.17	92,454.52	113,386.44	130,238.20	148,994.73
负债和股东权益总计	248,106.86	263,701.15	258,678.22	283,730.94	313,678.67

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	18,611.19	21,650.42	23,384.77	26,630.22	29,435.72
折旧摊销	0.00	0.00	3,279.72	3,795.24	4,300.85
财务费用	32.85	(1,265.83)	(1,384.93)	(1,561.14)	(1,265.65)
投资损失	(1,830.22)	(907.33)	(200.00)	(979.18)	(695.50)
营运资金变动	18,071.25	(20,358.87)	18,670.09	11,671.22	(5,934.12)
其它	(10,442.44)	28,742.69	2,270.57	1,864.74	2,018.77
经营活动现金流	24,442.62	27,861.08	46,020.22	41,421.10	27,860.07
资本支出	30,552.48	1,956.74	6,870.82	4,831.56	5,613.09
长期投资	421.97	79.62	(58.32)	(58.32)	(58.32)
其他	(65,714.06)	(20,678.65)	(12,753.53)	(9,343.14)	(10,349.44)
投资活动现金流	(34,739.61)	(18,642.29)	(5,941.03)	(4,569.90)	(4,794.67)
债权融资	40,260.09	40,084.54	15,696.56	15,902.98	16,274.08
股权融资	1,313.81	(1,055.37)	7,663.29	1,679.99	1,384.50
其他	(21,922.25)	(52,416.33)	(60,686.15)	(27,570.38)	(28,860.47)
筹资活动现金流	19,651.65	(13,387.16)	(37,326.30)	(9,987.42)	(11,201.89)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	9,354.66	(4,168.37)	2,752.89	26,863.78	11,863.52

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	241,918.90	261,819.64	287,621.70	309,309.45	332,670.76
营业成本	180,460.55	188,164.56	201,808.70	217,178.96	233,749.51
营业税金及附加	1,416.43	1,617.57	1,725.73	1,859.27	1,996.02
营业费用	26,738.67	31,085.88	33,766.79	35,879.90	37,924.47
管理费用	14,780.24	9,571.64	14,381.08	13,918.93	14,637.51
研发费用	7,270.13	8,377.20	8,628.65	9,279.28	9,980.12
财务费用	815.95	(1,823.04)	(1,384.93)	(1,561.14)	(1,265.65)
资产减值损失	269.11	447.86	324.37	347.12	373.12
公允价值变动收益	(25.05)	(810.45)	500.17	(111.78)	(140.69)
投资净收益	1,830.22	907.33	200.00	979.18	695.50
其他	(13,265.22)	(1,283.02)	(1,719.34)	(1,902.02)	(2,241.28)
营业利润	21,627.85	25,564.11	29,390.48	33,441.74	36,962.11
营业外收入	467.20	434.76	433.98	445.31	438.02
营业外支出	240.28	225.81	230.14	232.08	229.34
利润总额	21,854.77	25,773.06	29,594.32	33,654.98	37,170.79
所得税	3,243.58	4,122.64	4,439.15	5,048.25	5,575.62
净利润	18,611.19	21,650.42	25,155.17	28,606.73	31,595.17
少数股东损益	1,327.50	1,419.64	1,770.40	1,976.52	2,159.45
归属于母公司净利润	17,283.69	20,230.78	23,384.77	26,630.22	29,435.72
每股收益(元)	2.63	2.92	3.37	3.84	4.24

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	51.35%	8.23%	9.85%	7.54%	7.55%
营业利润	24.04%	18.20%	14.97%	13.78%	10.53%
归属于母公司净利润	17.70%	17.05%	15.59%	13.88%	10.54%
获利能力					
毛利率	25.40%	28.13%	29.84%	29.79%	29.74%
净利率	7.14%	7.73%	8.13%	8.61%	8.85%
ROE	23.44%	24.35%	22.85%	22.72%	21.99%
ROIC	39.40%	29.86%	24.75%	34.26%	43.39%
偿债能力					
资产负债率	66.58%	64.94%	56.17%	54.10%	52.50%
净负债率	-9.66%	13.19%	-22.09%	-39.70%	-42.41%
流动比率	1.43	1.40	1.40	1.50	1.57
速动比率	1.18	1.18	1.21	1.22	1.40
营运能力					
应收账款周转率	9.82	8.68	8.45	11.90	11.90
存货周转率	10.73	8.86	10.83	10.33	10.72
总资产周转率	1.16	1.02	1.10	1.14	1.11
每股指标(元)					
每股收益	2.63	2.92	3.37	3.84	4.24
每股经营现金流	3.52	4.02	6.63	5.97	4.02
每股净资产	10.63	11.97	14.75	16.89	19.29
估值比率					
市盈率	20.01	18.08	15.64	13.73	12.43
市净率	4.96	4.40	3.57	3.12	2.73
EV/EBITDA	17.78	8.66	11.06	8.97	7.95
EV/EBIT	17.78	8.66	12.37	10.04	8.94

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