

美的集团 (000333.SZ)

半世纪铸造辉煌，展未来基业长青

公司治理现代化的家电巨头。美的的竞争优势更深层次要归功于完善的治理结构和管理体系，核心是**有效放权，做好激励与约束**，这也是未来中长期竞争力的保证。**事业部制度**使各产品线的决策能更有效地应对市场，自1997年推出，经过不断调整目前形成**10大事业部**；与之配合的**职业经理人制度**将激励和问责制度化；**多层级的激励体系**则全方位调动了从核心管理层、中层管理人员到业务骨干的积极性（六期期权激励、三期限制性股票激励、五期全球合伙人持股计划及两期事业合伙人持股计划）。

继续加深的护城河。**1) 产品力不断提升：**“产品领先”指引下通过关键零部件全检、事业部筛选车间等制度推动产品可靠性提升（预提安装/维修费用率从2012年5%降至2018年3%）；持续的研发投入保障公司创新能力（2018年研发投入98亿元）。**2) 多品牌矩阵应对细分人群：**除主品牌美的，小天鹅、华凌、布谷、比弗利、COLMO、TOSHIBA等国内外品牌更好地针对细分市场的消费者。**3) 效率优化：**整体推进T+3模式，制造体系上：以**智能制造和供应链云化**，提升人效率、缩短交付周期并降低存货；渠道体系上：逐步将二级代理商转变为运营商、且总部直接对接KA，同时通过美云销平台直接对接终端小B，以33个商务中心协调总部与区域，向“低渠道空间、高周转”的运营方式转变。

未来潜力：广阔空间。1) 以家电下乡（2007年）为代表的上一轮白电消费亟待更新，美的3万多个网点已基本实现市场全覆盖，有望在本轮更新升级过程中提升市占率。2) 美的海外家电业务收入不到900亿（自主品牌估计不到350亿）。2018年设立海外事业部，推动海外研发中心及销售渠道建设，并通过并购不断壮大实力（2018年东芝通过组织架构调整和渠道整合，实现扭亏）。3) 库卡业务短期面临外部需求放缓和内部整合问题，公司有望通过效率提升、加大中国市场开发、加大研发投入和精简组织等措施改善运营指标。

盈利预测与投资建议。公司在产品品质、渠道优化、品牌矩阵建设持续投入，竞争壁垒进一步巩固。未来从家电业务迈向多元科技集团，完善的公司治理和分权激励制度保障长期增长。预计公司2019-2021年归母净利润232.96、266.41、303.56亿元，同比增长15.15%、14.36%和13.94%。目标市值4530亿，目标价65.28元（对应19/20年PE 19.4/17.0倍）。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：行业进入者增加导致竞争加剧；原材料价格上升导致盈利能力下降；库卡整合具有不确定性；海外市场面临一定制度、文化等差异风险

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	240,712	259,665	281,310	303,777	328,030
增长率 yoy (%)	51.35	7.87	8.34	7.99	7.98
归母净利润(百万元)	17,284	20,231	23,296	26,641	30,356
增长率 yoy (%)	17.70	17.05	15.15	14.36	13.94
EPS 最新摊薄(元/股)	2.49	2.92	3.36	3.84	4.37
净资产收益率(%)	22.4	23.4	23.0	22.5	22.1
P/E(倍)	21.5	18.4	16.0	14.0	12.3
P/B(倍)	5.05	4.48	3.80	3.26	2.81

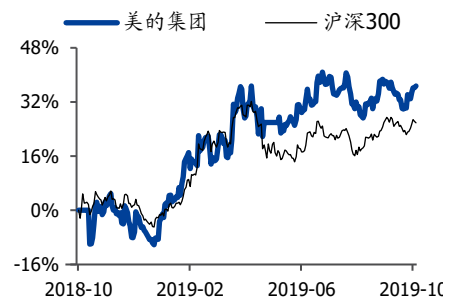
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入 (首次)

股票信息

行业	白色家电
最新收盘价	53.66
总市值(百万元)	372,341.54
总股本(百万股)	6,938.90
其中自由流通股(%)	98.02
30日日均成交量(百万股)	12.89

股价走势



作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

分析师 马王杰

执业证书编号：S0680519080003

邮箱：mawangjie@gszq.com



财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	169811	182689	212494	228506	259455	营业收入	240712	259665	281310	303777	328030
现金	48274	27888	50313	63305	86181	营业成本	180461	188165	199168	213859	229293
应收账款	17529	19390	20606	22585	24055	营业税金及附加	1416	1618	1791	1918	2033
其他应收款	2658	0	2879	230	3127	营业费用	26739	31086	36570	39491	42316
预付账款	1672	2216	1996	2552	2360	管理费用	14780	9572	11252	12151	13121
存货	29444	29645	32899	34259	37746	财务费用	816	-1823	2778	2187	2148
其他流动资产	70234	103550	103799	105576	105986	资产减值损失	269	448	563	608	984
非流动资产	78296	81012	83871	86782	89821	公允价值变动收益	-25	-810	200	100	150
长期投资	2634	2713	2843	3018	3195	投资净收益	1830	907	250	295	298
固定投资	22601	22437	22986	23295	23408	营业利润	21628	25564	29638	33959	38582
无形资产	15167	16187	17872	19905	22385	营业外收入	467	435	300	350	350
其他非流动资产	37895	39675	40170	40564	40834	营业外支出	240	226	200	280	200
资产总计	248107	263701	296365	315288	349276	利润总额	21855	25773	29738	34029	38732
流动负债	119092	130231	144686	145858	161641	所得税	3244	4123	4699	5377	6120
短期借款	2584	870	870	870	870	净利润	18611	21650	25039	28652	32612
应付账款	35145	36902	39358	42527	45267	少数股东收益	1328	1420	1743	2011	2256
其他流动负债	81363	92459	104458	102461	115503	归属母公司净利润	17284	20231	23296	26641	30356
非流动负债	46090	41016	42597	42179	39761	EBITDA	29737	27107	33392	37686	42368
长期借款	37539	32091	33673	33255	30837	EPS (元/股)	2.49	2.92	3.36	3.84	4.37
其他非流动负债	8550	8924	8924	8924	8924						
负债合计	165182	171247	187283	188037	201402						
少数股东权益	9188	9382	11126	13137	15393	主要财务比率					
股本	6561	6663	6939	6939	6939	会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
资本公积	15912	18451	18451	18451	18451	成长能力					
留存收益	51509	63841	77613	93372	111309	营业收入 (%)	51.3	7.9	8.3	8.0	8.0
归属母公司股东收益	73737	83072	97956	114114	132481	营业利润 (%)	24.0	18.2	15.9	14.6	13.6
负债和股东权益	248107	263701	296365	315288	349276	归属母公司净利润 (%)	17.7	17.1	15.2	14.4	13.9
						盈利能力					
						毛利率 (%)	25.0	27.5	29.2	29.6	30.1
						净利率 (%)	7.2	7.8	8.3	8.8	9.3
						ROE (%)	22.4	23.4	23.0	22.5	22.1
						ROIC (%)	16.6	17.9	17.2	17.3	17.5
						偿债能力					
						资产负债率 (%)	66.6	64.9	63.2	59.6	57.7
						净负债比率 (%)	-9.7	13.2	-6.7	-14.7	-28.4
						流动比率	1.4	1.4	1.5	1.6	1.6
						速动比率	1.2	1.2	1.2	1.3	1.4
						营运能力					
						总资产周转率	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0
						应收账款周转率	15.5	14.1	14.1	14.1	14.1
						应付账款周转率	6.0	5.2	5.2	5.2	5.2
						每股指标 (元/股)					
						每股收益 (最新摊薄)	2.49	2.92	3.36	3.84	4.37
						每股经营现金流 (最新摊薄)	5.33	-1.10	5.31	4.44	6.46
						每股净资产 (最新摊薄)	10.63	11.97	14.12	16.45	19.09
						估值指标 (倍)					
						P/E	21.5	18.4	16.0	14.0	12.3
						P/B	5.05	4.48	3.80	3.26	2.81
						EV/EBITDA	12.70	14.7	11.4	9.8	8.3

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

1. 公司治理现代化的家电巨头	5
1.1 事业部制架构保障业务单元活力	5
1.2 职业经理人制度：更专业的经营能力	6
1.3 多层次、滚动的股权激励体系	6
2. 继续加深的护城河	7
2.1 产品：士别三日当刮目相看	8
设立品质红线，提升产品质量可靠性	8
持续的投入构建完备产品研发体系，保障产品创新	9
2.2 多品牌矩阵正在形成	11
消费分层时代到来	11
美的：品牌矩阵初步形成，更加针对细分市场	12
2.3 经营效率优化：组织架构调整与数字化转型	13
制造体系：制造自动化以及供应链云化	14
渠道体系：层级削减与协同性增加	16
3 美的潜力：广阔天地，大有可为	17
3.1 国内家电市占率和均价仍有提升空间	17
3.2 国际化扩张空间足	20
海外市场潜力大	21
美的海外并购壮大实力，本土化策略落地	21
推动东芝与美的集团事业部价值协同	22
3.3 库卡整合可期	23
库卡短期经营未及预期	23
库卡后续将持续改善	24
4 盈利预测与估值分析	24
4.1 收入预测	24
4.2 估值分析	25
风险提示	26

图表目录

图表 1: 2019 上半年美的各品类市场份额与排名	5
图表 2: 美的事业部架构图	6
图表 3: 美的股权激励计划表	7
图表 4: 美的 2011 年以来的战略转型	8
图表 5: 1-6 月美的空调增速和行业增速 (万台, %)	8
图表 6: 2019 年 1-6 月美的白电和行业增速	8
图表 7: 美的提升质量的措施	9
图表 8: 美的集团预提安装和维修费用率 (亿元)	9
图表 9: 三大白电研发投入 (万元) 以及比例	10
图表 10: 美的研发人员数量 (人) 及占总员工比例	10
图表 11: 美的四级研发体系	10
图表 12: 美的研发人员 (单位: 人) 激励丰厚	11
图表 13: 全国军民收入五等份分组额人均可支配收入 (元)	11

图表 14: 中国人口结构图 (%)	11
图表 15: 美的品牌矩阵.....	12
图表 16: 美的核心品牌.....	12
图表 17: 美的专业品牌.....	13
图表 18: 美的布谷品牌.....	13
图表 19: 美的数字化与效率提升.....	14
图表 20: 2018年重点公司的家电业务收入规模(亿元)	14
图表 21: 美的集团前五名供应商采购规模和占比(亿, %)	14
图表 22: 美的 T+3 模式与传统模式.....	15
图表 23: 美的线下渠道体系变化.....	16
图表 24: 美的商务中心运作.....	17
图表 25: 2019年1-6月冰箱行业市占率分布.....	18
图表 26: 2019年1-6月洗衣机行业市占率分布	18
图表 27: 家电下乡政策最高限价(元)	18
图表 28: 冰箱多门比例 (%)	19
图表 29: 滚筒洗衣机比例 (%)	19
图表 30: 冰箱行业各公司均价(元)	19
图表 31: 洗衣机行业各公司均价(元)	19
图表 32: 空调行业各公司的均价(元)	20
图表 33: 美的海外家电业务收入与增速(亿, %)	20
图表 34: 美的业务收入结构 (%)	20
图表 35: 中国与海外家电龙头研发投入(亿元)	21
图表 36: 全球空调市场销售量(万台)	21
图表 37: 美的近年来家电海外并购.....	22
图表 38: 美的机器人领域布局.....	23
图表 39: 库卡收入(百万欧元)及增速.....	23
图表 40: 2018库卡营收结构 (%)	23
图表 41: 库卡收到订单(百万欧元)	23
图表 42: 库卡 EBIT(百万欧元)	23
图表 43: 库卡计划的改善方向.....	24
图表 44: 美的未来三年分业务拆分(亿元)	25
图表 45: 美的未来三年期间费用率拆分(亿元)	25
图表 46: 美的历史估值.....	25
图表 47: 可比公司估值分析.....	26

1. 公司治理现代化的家电巨头

美的集团成立超过 50 年，1968 年从塑料生产组起家，到如今成长为一家消费电器、暖通空调、机器人与自动化系统、智能供应链（物流）的科技集团，拥有业内最全的家电产品布局。各品类市场表现均衡，绝大部分核心品类市占率位居前 2 名，形成全品类的拉力。

图表 1: 2019 上半年美的各品类市场份额与排名

品类	线下份额	线下排名	线上份额	线上排名
空调	27.2%	2	29.5%	1
洗衣机	26.9%	2	31.1%	2
冰箱	11.9%	2	17.0%	2
微波炉	44.3%	2	48.5%	1
电风扇	39.7%	1	21.4%	1
电饭煲	44.0%	1	31.7%	1
净水机	22.6%	2	16.4%	1

资料来源：奥维咨询，国盛证券研究所

优秀的市场表现背后是成熟的公司治理支撑

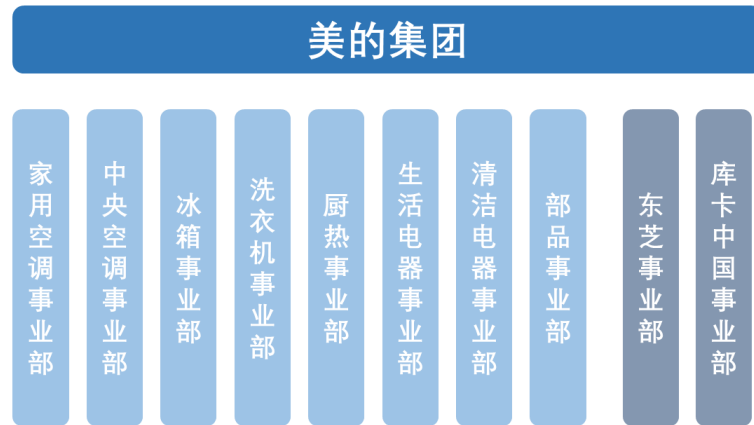
美的通过产品、品牌和渠道等方面优势取得领先行业的竞争地位。更深层次的看，要归功于美的的公司治理结构和管完善的管理体系。其管理体系核心是有效放权，做好激励与约束机制，最大程度发挥公司的积极性。成熟的职业经理人管理体制、充分放权和以业绩为导向的考评与激励制度，也成为美的中长期竞争力的保障。

1.1 事业部制架构保障业务单元活力

美的最初搭建事业部制时，是因为随着品类的不断拓展，公司集权管理模式弊端显现（几乎所有事务都需要找创始人决策的问题）。通过拆分事业部授权，压缩管理层级，能够提升决策的灵活度。1997 年，美的集团按照产品划分，组建空调、电饭煲、小家电、风扇和电机五大事业部，事业部内部涵盖研发、采购、生产、销售和服务等功能，并且独立核算，成为较为独立的经营实体。1998 年为了更好的执行事业部制，何享健亲自操刀制定《分权手册》，界定企业职业经理人的权利责任边界，成为美的的分权与放权大趋势下的操作依据。

尽管后续组织架构不断调整，但事业部制度一直是其组织架构的核心。2018 年，美的事业部最新的调整是：厨电与热水器合并成立厨热事业部，生活电器与环境电器事业部合并为新的生活电器事业部。从而形成了如下事业部架构：

图表 2: 美的事业部架构图



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

为什么事业部是美的致胜法宝？

事业部制加强了美的的组织结构活力，能够将主要精力集中在总体战略决策上，而各事业部可以专注于具体品类的研发生产、销售市场工作，充分授权的事业部激发了业务单元的积极性。

大企业集团在管理上最怕的是患上大企业病。每个品类的经营有其特殊性，通过对事业部的放权，能够让每个事业部决策链条缩短，更有效针对市场情况作出反应。更重要的是，随着品类的扩充，在事业部这种组织架构下，每个品类均保持了其强劲的竞争力，使得美的综合实力迅速提升，**最后美的形成了“群狼”效果，在各自领域表现突出。**

事业部权利和责任对等，集团会对事业部设置关键指标进行年度考核，考核结果也会决定事业部经理薪酬，清晰的权责划分和高额激励，使得美的的中高层管理人员的积极性被充分调动。

1.2 职业经理人制度：更专业的经营能力

2012年，何享健卸任美的的董事长，方洪波接班成为董事长。与一般家族企业二代接班不同，何享健的独子仅仅以董事的身份出现，而并不承担具体经营职务。2012年美的集团同时也实施完成了一项针对核心管理人员的持股计划，调动了核心管理层的积极性。

职业经理人制度下，为了保障职业经理人和公司股东利益一致，需要更多完善的制度安排。尽管美的在何享健时代整体激励机制也优于行业，但是更多是创始人非正式的实行。

职业经理人制度的建立，则正式地将激励机制、分权机制和问责机制制度化。美的也由此真正开始走向了现代化的企业管理体系。

公司的主要高层经营管理团队，均为在美的的经营实践中培养的职业经理人，在美的各单位平均工作年限达15年以上，具备丰富的行业经验和管理经验，对全球及中国家电产业有深刻的理解，对产业运营环境及企业运营管理有精准的把握。公司的机制优势奠定了美的的全价值链高效卓越运营的能力与未来稳定持续发展的坚实基础。

1.3 多层次、滚动的股权激励体系

在职业经理人体系下，美的逐步建立起了多层次，常态化的滚动激励机制。现已推出六期股票期权激励计划、三期限限制性股票激励计划、五期全球合伙人持股计划及两期事业合伙人持股计划，搭建了经营管理层、核心骨干与全体股东利益一致的股权架构，以及长、短期激励与约束相统一的激励机制。全方位调动了从核心管理层、中层管理人员到业务骨干的积极性。

图表3: 美的股权激励计划表

计划名称	公告时间	激励人数	激励对象
《股票期权激励计划》	2014年	691	总部及事业部中高层管理人员及业务技术骨干人员
《第二期股票期权激励计划》	2015年	733	总部及事业部中高层管理人员及业务技术骨干人员
《第三期股票期权激励计划》	2016年	931	总部及事业部中高层管理人员及业务技术骨干人员
《第四期股票期权激励计划》	2017年	1476	侧重于研发、制造、品质等科技人员及相关中基层管理人员
《第五期股票期权激励计划》	2018年	1341	侧重于研发、制造、品质等科技人员及相关中基层管理人员
《第六期股票期权激励计划》	2019年	1150	侧重于研发、制造、品质等科技人员及相关中基层管理人员
《核心管理团队持股计划暨“美的集团合伙人计划”》	2015年	31	总裁、副总裁，事业部及经营单位总经理和其他高管
《核心管理团队持股计划暨“美的集团合伙人计划”之第二期持股计划》	2016年	15	总裁、副总裁，事业部及经营单位总经理和其他高管
《核心管理团队持股计划暨“美的集团合伙人计划”之第三期持股计划》	2017年	15	总裁、副总裁，事业部及经营单位总经理和其他高管
《核心管理团队持股计划暨“美的集团全球合伙人计划”之第四期持股计划》	2018年	20	总裁、副总裁，事业部及经营单位总经理和其他高管
《核心管理团队持股计划暨“美的集团全球合伙人计划”之第五期持股计划》	2019年	16	总裁、副总裁，事业部及经营单位总经理和其他高管
《2017年限制性股票激励计划》	2017年	140	对经营单位和部门承担主要管理责任的高层管理人员及董事会认为对公司经营有直接影响的其他管理人员
《2018年限制性股票激励计划》	2018年	344	对经营单位和部门承担主要管理责任的高层管理人员及董事会认为对公司经营有直接影响的其他管理人员
《2019年限制性股票期权激励计划》	2019年	451	对经营单位和部门承担主要管理责任的高层管理人员及董事会认为对公司经营有直接影响的其他管理人员
《核心管理团队持股计划暨“美的集团事业合伙人计划”之第一期持股计划》	2018年	50	总裁、副总裁，事业部及经营单位总经理和其他高管
《核心管理团队持股计划暨“美的集团事业合伙人计划”之第二期持股计划》	2019年	45	除全球合伙人以外的副总裁 2 人，下属单位总经理和其他高层 43 人

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2.继续加深的护城河

美的近年来一直延续其 2011 年以来的三大战略转型：**产品领先、效率驱动和国际化**。沿着三大战略主轴，美的在产品、品牌、渠道等领域，不断优化调整，巩固其竞争优势。

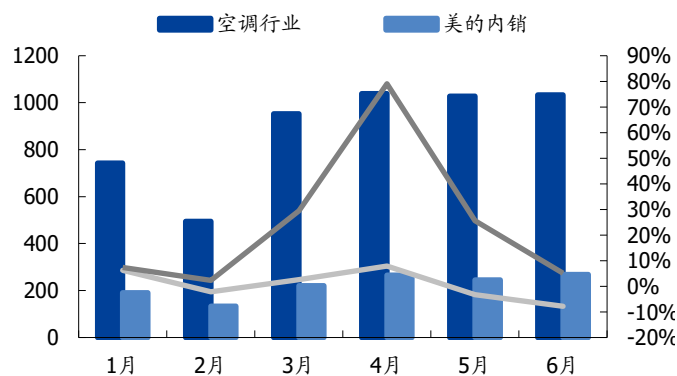
图表4: 美的2011年以来的战略转型



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

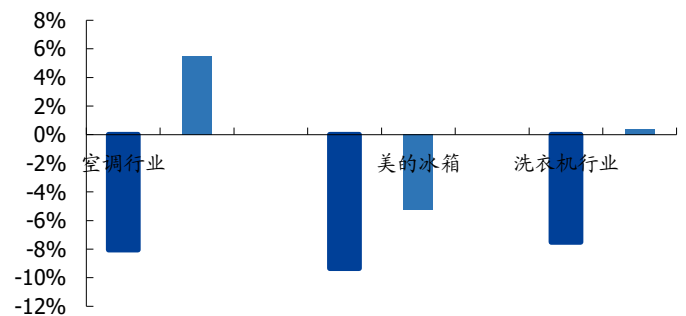
2019年, 家电行业整体景气度面临压力, 无论是产业在线的内销出货端数据还是中怡康的零售端数据, 各品类增速均有不同程度的下滑。美的集团增速无疑表现亮眼, 从第三方数据看: 公司销量实现逆势增长, 零售端市场份额快速上升。中怡康数据显示: 1-6月美的在空调、冰箱和洗衣机的市场份额同比分别提升3.56、0.55和2.16pct。

图表5: 1-6月美的空调增速和行业增速(万台, %)



资料来源: 产业在线, 国盛证券研究所

图表6: 2019年1-6月美的白电和行业增速



资料来源: 中怡康, 国盛证券研究所

美的上半年基于其综合成本的降低, 获取更多市场份额: 一方面, 推行T+3生产模式后, 生产周期大大缩短, 能够利用原材料价格下降的优势, 降低生产成本; 另一方面, 加快渠道周转, 削减渠道层级, 降低仓储物流成本, 使得渠道成本降低。尽管家电行业整体面临增量转换到存量竞争、外部渠道冲击、新进入者增加等不确定因素, 但是美的竞争优势却在不断加强: 以更低的成本, 提供更优的产品, 构筑更好的品牌形象, 同时获得更丰厚的市场回报。
本章我们将主要回答: 美的是如何加深其护城河的?

2.1 产品: 士别三日当刮目相看

家电等耐用消费品由于更新周期长, 并且涉及安装和维护, 消费者对其质量和性能极为看重, 并且围绕质量优劣, 形成对每个品牌的口碑效应。必须承认的是, 消费者此前对美的的印象是性价比高、质量一般, 和竞争对手在品控上存在差距。但是, 2011年以来美的的战略转型, 在“产品领先”指引下, 公司无论在质量可靠性、产品创新能力还是成本控制能力上均实现了飞跃。

设立品质红线, 提升产品质量可靠性

美的战略转型之前，在消费者心中更多留下便宜但是质量一般的印象，公司通过一系列措施切实提升了产品的可靠性，核心包括：**推动建立关键零部件全检制度、事业部筛选车间**以及推行精益生产等。

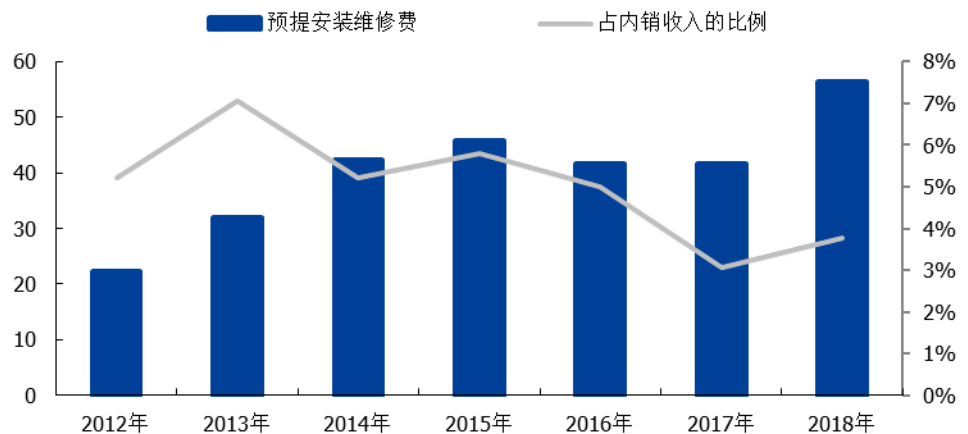
图表 7: 美的提升质量的措施

时间	事件
2013年	推进精益制造、精品设计的精品工程，改善产品可制造性，加大自动化设备投入，提升生产效率；严格品质管控，设置品质红线，执行品质事故“一票否决”制， 推动关键零部件全检制度及事业部筛选车间建设。
2014年	强化品质管控体系的建设，进一步完善集团、事业部、产品公司/工厂”的三级质量管理体系，严抓品质刚性，落实品质“一票否决制”，建立精品评价体系标准，从研发、供方、来料、过程、成品进行品质刚性执行情况的全覆盖，推动精品工程，打造全体员工的精品意识，并强化市场退换货机制。 2014年，美的产品市场维修率下降 51%，质量损失率下降 39%
2015年	落实品质刚性、精品工程、产品创新和结构优化，进一步完善精益设计、精益供应链、精益生产等全要素精益管理
2016年	明确了“面向用户的极致体验、面向全球化的品质管控体系、面向国际化的专业能力构建”的中长期质量战略方针，围绕精致外观、卓越性能和可靠质量等核心因素，开展一系列品质改善工作，大幅提升产品质量和产品满意度

资料来源：公司 2013-2016 年报，国盛证券研究所

美的质量提升显著，一个例证便是其预提的安装和维修费用变化（主要依据管理层预期单位安装成本以及预期维修索偿率）。整体看，美的集团预提的安装和维修费用率呈现明显的下降趋势，从 2012 年左右的 5% 下降到 2018 年的 3% 多，考虑到 2017 年以后美的适度提升了安装工安装费，合理推测其预提费用中的维修部分的费用率应该降到更低。

图表 8: 美的集团预提安装和维修费用率（亿元）

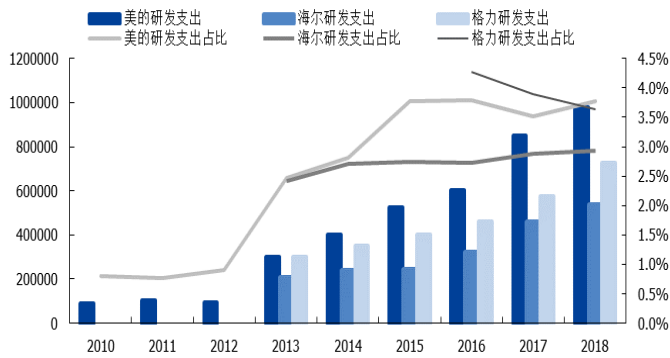


资料来源：公司年报，国盛证券研究所

持续的投入构建完备产品研发体系，保障产品创新

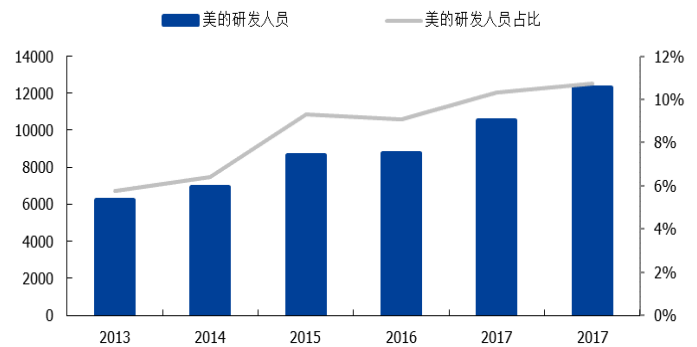
2018 年美的集团研发投入金额为 98 亿元，位列家电行业第一，研发投入占营业收入比例为 3.78%，显示了公司在产品创新投入上的重视程度。研发人员数量和占员工总数的比例不断增长。

图表 9: 三大白电研发投入 (万元) 以及比例



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 10: 美的研发人员数量 (人) 及占总员工比例



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

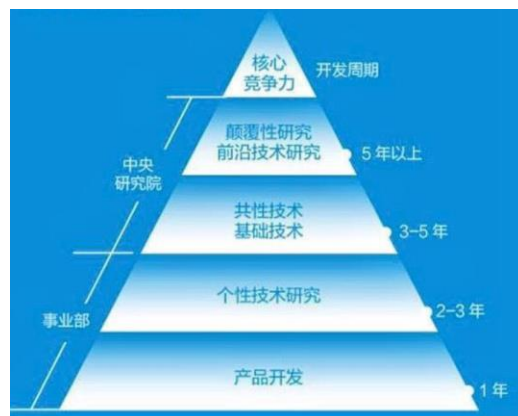
建立集团与事业部的两层四级研发架构, 布局中长期技术储备与长期竞争能力。

美的集团三大战略主轴中, 产品领先是核心, 而实现这一战略的重要基础就是提升技术储备和实力。公司通过成立四级研发架构来保障公司的产品力 (尤其是 2014 年成立的中央研究院大大提升了美的基础技术的积累), 并且公司的激励体系对研发技术人员倾斜较大。

美的集团实施从先行研究到产品开发的四级研发体系: 根据中新网和第一财经的报道, “美的的研发体系涵括各个事业部研发平台和中央研究院, 事业部层面有产品开发和先行研发, 集团中央研究院层面负责共性技术和未来技术研究, 这两层技术研究是美的集团的中长期技术储备以及探索。例如, 静音是家电各个品类中均需要的技术, 中央研究院集中研究降噪技术, 空调、冰箱、洗衣等各产品业务共享参与, 负责在本产品业务上具体优化实施”。

四层研发体系, 既保障了各个事业部下, 产品需要快速推新品的常规性迭代, 能够满足市场端短期对产品的需求, 同时中央研究院也能在基础的、可以共享的技术开发上, 更加深度研究, 保障前瞻性与核心竞争力。

图表 11: 美的四级研发体系

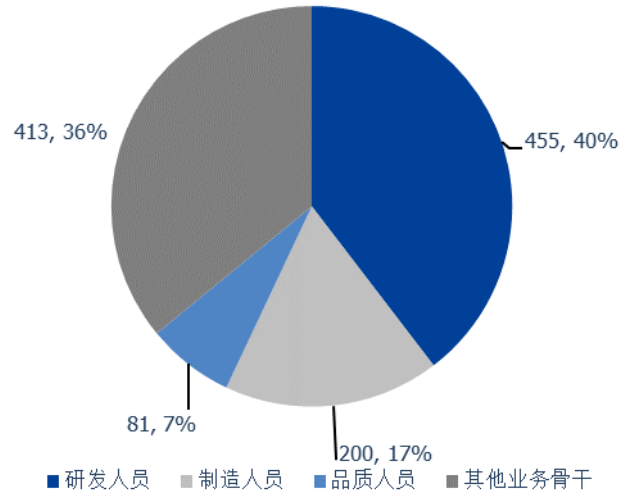


资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

美的研发投入成效显著。从结果上看, 2018 年美的共申请专利 15895 件, 其中发明专利 6,102 件。截止 2018 年底, 美的累计国内专利申请量突破 9.4 万件, 授权维持量 4.4 万件。

美的对研发和制造人员激励机制完善。根据 2019 年披露的美的第六期股票期权激励计划激励对象名单, 美的集团研发人员比例最多, 占比达 40%。

图表 12: 美的研发人员(单位:人)激励丰厚



资料来源:公司公告,国盛证券研究所

产品的口碑积累,需要考虑时间的变量

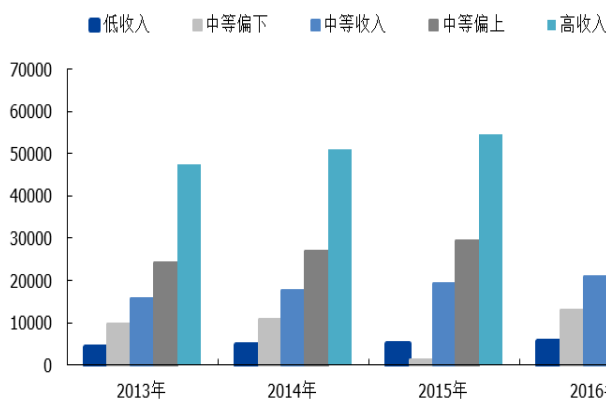
综合看,美的集团通过产品品质的提升和研发资源的持续投入,产品力将不断提升。从产品力本身来看,美的也已经做好了为高端产品去布局的底气。但是,大家电作为耐用消费品,本身消费周期需要7-10年,通过产品可靠性提升和产品创新去赢得消费者口碑同样存在时滞,空调和冰洗等品类竞争对手的美誉度较高,美的在品牌美誉度的追赶仍需时间的沉淀。

2.2 多品牌矩阵正在形成

消费分层时代到来

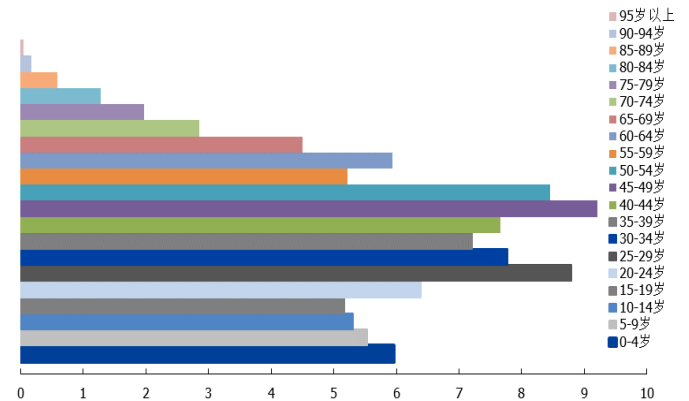
消费分层背后的逻辑是消费结构的差异,基于不同收入、教育水平、年龄和地域的多因素组合,以及个性化消费意识的觉醒,使得消费者的需求偏好也越来越多样化。

图表 13: 全国居民收入五等份组人均可支配收入(元)



资料来源:《中国统计年鉴》,苏宁金融研究院,国盛证券研究所

图表 14: 中国人口结构图(%)



资料来源:Wind,国盛证券研究所

行业层面看,小米等互联网品牌进军大家电、小家电等品类,吸引年轻人的关注;网易严选等平台也推出自己的小家电品类,部分榨汁机等产品获得了较高的销量。抓住年轻消费者的偏好,细分市场的销售成为越来越不可忽视的趋势。

传统的家电企业面对越来越分层的需求,单一品牌难以独撑企业的规模化发展,如果希望继续扩大市场占有率,核心的策略便是做品牌矩阵,以不同的品牌形象,价格和产

组合，做深细分市场。

美的：品牌矩阵初步形成，更加针对细分市场

公司敏锐地捕捉到了这一变化趋势，初步形成了不同定位的品牌矩阵。除了主品牌美的，还拥有小天鹅、华凌、布谷、比弗利、COLMO、TOSHIBA 等国内外品牌。

图表 15: 美的品牌矩阵



资料来源：美的 2019 年投资者交流会资料，国盛证券研究所

在美的作为主力品牌（定位国民品牌，覆盖主流群体）继续发力外，其余品牌在近期均有一些变化。

1) 核心品牌：美的、COLMO 和华凌

发布高端品牌 COLMO: AI 科技家电，面向中产新贵人群。 尽管美的旗下有比弗利的高端品牌，但是专注于洗衣机和热水器的比弗利有其局限性，没有办法成为覆盖全品类产品群的独立高端品牌。COLMO 会利用图像识别、深度学习以及大数据专家系统，来提升产品的智能化体验以及舒适性。截止 2019 上半年，COLMO 产品已经陆续进驻近 700 家的前装店、TOP 店、3C 店和线上旗舰店等。

华凌：2019 年旗下华凌品牌重出江湖，定位为年轻市场，以白色为主色调推出包括家用空调、厨热、冰箱 等产品。 华凌主要专注线上渠道，通过与京东等平台合作不断实现突破，2019 年上半年华凌空调在京东平台累积销售逾 1.6 亿元。

图表 16: 美的核心品牌



资料来源：淘宝，国盛证券研究所

2) 专业品牌：比弗利、东芝和小天鹅

小天鹅：作为美的旗下知名度最高的品牌之一，2019 年美的私有化小天鹅，希望能够与总部的协同性增强。过去几年小天鹅通过产品力和运营效率提升，逆势获得高速增长，

当小天鹅品牌定位更多地向中高端市场发起冲击时，为了获得更强的竞争优势，在产品渠道和品牌上，仍需要集团资源支持。我们可以期待，后续小天鹅在洗衣机和热水器市场的表现更加优异。

图表 17: 美的专业品牌



资料来源: 淘宝, 国盛证券研究所

3) BUGU: 互联网商业模式的探索, 防御小米系奥克斯等电商品牌

特色是主打年轻和参与感。以互联网运营模式为基础, 让用户不再被动接受产品, 可以通过共创平台“布谷研究所”, 深度参与产品从概念创意、工业设计、开发设计到内测、公测的全流程。

图表 18: 美的布谷品牌



资料来源: 淘宝, 国盛证券研究所

同时, 针对成套化趋势, 美的开发美的 PRO 高端套系、青选套系, 美的 PRO 高端套系专为中高端人群设计, 具有健康舒适、智能交互、高品质等特点; 青选套系, 主打年轻化禅意设计、智能家电便捷操作, 并以高颜值、简洁作为该套系突出特点。

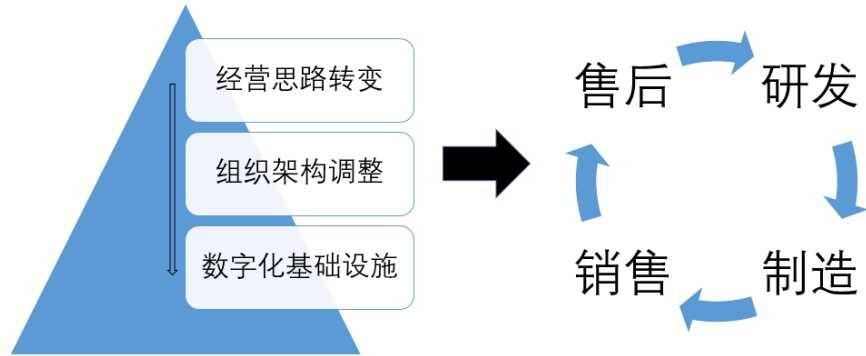
2.3 经营效率优化: 组织架构调整与数字化转型

当家电行业逐步进入存量竞争的阶段, 大规模、低成本的制造业传统打法已经失效, 美

的应对思路是从粗放式经营转变为高效率运作，需要通过数字化手段打通美的全价值链各个环节，以数字化推动效率提升，重新对开发、生产和销售等各个环节进行重构。根据财新报道：“2012年到2018年，美的在数字化领域总投入约80亿元，2019年的投入预计将超过20亿，8年时间美的在数字化领域的投入将达到100亿。”

我们认为，向“存量裂变”的经营方式转变涉及三个层次，顶层是公司管理层对整个管理和运作思路的重新架构，中间层面涉及到组织架构的调整去执行，而底层是把数字化作为基础设施，为思路转变和具体的执行提供坚实的基础。

图表 19: 美的数字化与效率提升



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

从顶层设计看，核心管理层经营思路明确：市场倒逼全流程效率优化。美的管理层坚定地推进 T+3 模式的运行，以拉动整个供需价值链为主线进行变革，积极响应用户需求和痛点，在产销协同、交期透明、下线直发、供方协同 4 个方面展开深度变革，在市场竞争格局剧烈变化的环境中，形成一整套倒逼机制和市场终端拉动的供需模式。

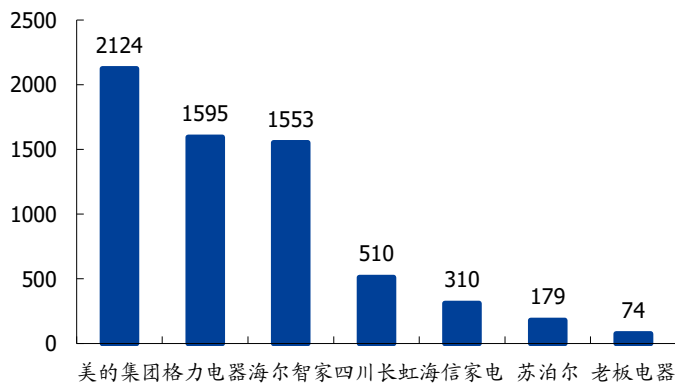
目前的核心就是全流程效率优化的落地，我们主要分解成研发与制造体系、销售体系两个方面去论述背后组织架构的协调以及数字化流程的改造。

制造体系：制造自动化以及供应链云化

美的生产制造已有大规模制造和垂直一体化的优势

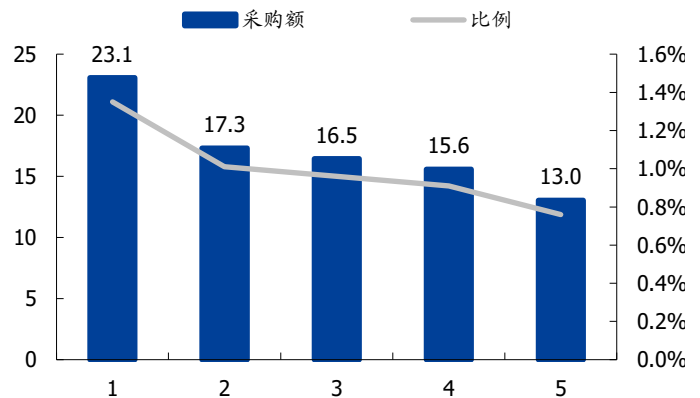
1) 规模优势明显，对上游议价能力强。美的的家电营业收入规模为行业第一名，与第二梯队公司拉开巨大差距。而美的对前五大上游供应商的采购规模为 85.5 亿元，占比仅为 4.99%，美的对单个供应商采购体量小。而家电零部件供应厂商收入规模整体较小，且由于家电行业集中度高，零部件厂商议价能力较低，美的大规模采购更是能够降低采购成本。

图表 20: 2018 年重点公司的家电业务收入规模 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 21: 美的集团前五名供应商采购规模和占比 (亿, %)

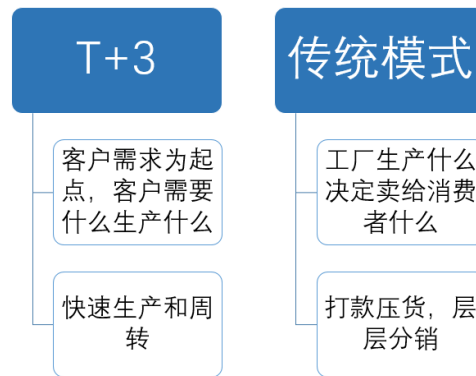


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2) 产业链垂直一体化, 降低成本。美的是全产业链、全产品线的家电企业, 公司以核心部件研发制造技术为支撑, 形成了包括关键部件与整机研发、制造和销售为一体的完整产业链。压缩机和电机是家电行业的核心零部件, 美的拥有威灵电机和美芝压缩机, 实现了核心零部件的垂直一体化, 不仅能够加强与自家产品的适配效率, 同时也能够降低采购成本。以国内空调压缩机制造商海立股份为例, 其 2018 年的毛利率和净利率分别为 15.82%和 3.58%, 与需要外购的公司相比, 美的自己掌握核心零部件供应, 能够显著降低综合制造成本。

然而, 美的推行的 **T+3 模式**, 以销定产基于用户的需求为主导, 对生产的效率提出了更高的要求。从客户下单, 到 T+1 周期的物料准备、T+2 周期的成品制造、到 T+3 周期的物流发送, 前两个周期均要求美的制造体系高效完成, 以保证以销定产的模式真正有效, 而不是出现产能瓶颈。尤其是, 空调品类的淡旺季仍十分显著, 最早期为了平抑空调生产和需求时间差库存体系才尤为重要, T+3 模式后, 先有订单再进行物料准备和生产, 一旦存在缺货, 将对市占率造成不利影响。**数字化转型, 将带来美的制造效率优势。**

图表 22: 美的 T+3 模式与传统模式



资料来源: 国盛证券研究所

美的制造的数字化转型, 核心包括两大层面: **智能制造以及供应链云化**, 带来的最直接效果是人员的减少和交付周期和存货降低。

1) 智能制造包括工厂的自动化以及制造的柔性化能力。

智能制造: 黑灯工厂迅速提升交付周期。黑灯工厂是指实现自动化生产, 通过工业机器人数字化集成, 零部件物流串联和设备联动, 同时能够在过程中数据集成和智能分析, 实现生产的精益化和自动化。根据《长江日报》的报道, “2015 年美的集团投入 2 亿元, 引进智能化生产线, 美的空调武汉智能工厂自建成以后, 在缩短产品研制周期, 提高生产效率和产品质量上的成效显著。工人数量从 2011 年峰值 50 万产能/11000 人, 提升至 2015 年峰值 63 万产能/4300 人, 实现产能提升 26%、人数减少 39%, 生产效率提升 30%, 产量提升 20%。同时, 产品装机合格率从 90%提升到 99%左右, 产品交付周期从 25 天缩短到了 9 天”。

柔性化制造下要求零部件的通用性、模块化。消费者越来越多的个性化需求对柔性化的制造能力提出了挑战。柔性化定制能够不切换生产线生产不同要求的产品, 背后需要做到零部件的通用化和模块化, 以及制造系统的数字化仿真能力。根据《财新》的信息, 以美的的洗衣机为例, 洗衣机的自动添加模块, 可能产线上前一台洗衣机要, 后一台不要, 那么装配时则需要背后的数字化仿真系统发挥作用, 提前对整个流程做仿真。当对应货架会闪灯提示, 相应提醒产线上的工人需要装配对应货架的零件, 并且在装配后自动扫码验错 (资料来源《美的: 八年百亿投资, 数字化如何重塑家电巨头》)。

2) 美的打造了与供应商协同的操作平台, 提升供应链协同性。尽管美的的核心零部件大比

例自供，但是仍需要外部供应商的协同，供应商的智能制造能力在一定程度上影响了美的的制造效率。美的通过供应链云，把招标、资质审查、评估、排产联动、库存共享和物流轨迹等云化，实现了计划拉动、品质监控、库存透明、物流跟踪和关键零部件追溯。

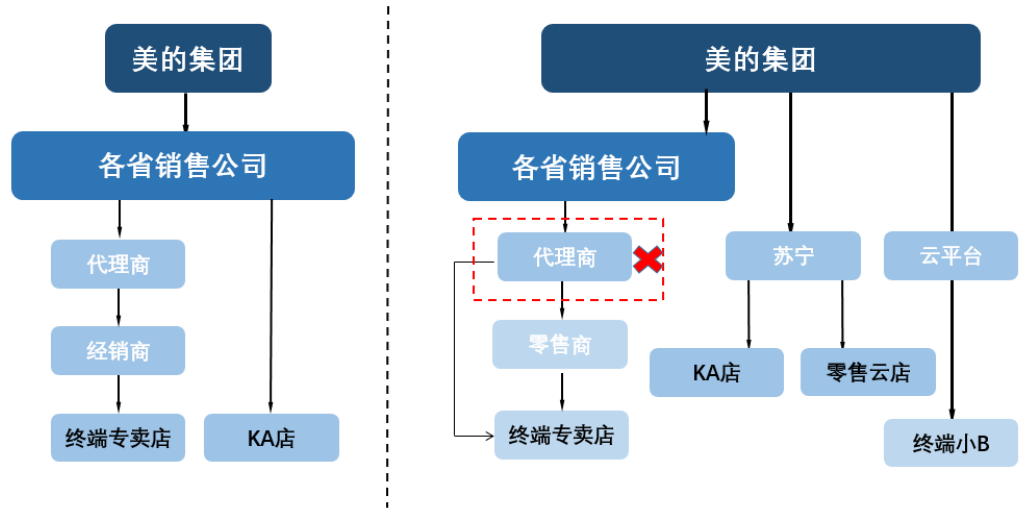
渠道体系：层级削减与协同性增加

渠道为什么必须改革？一方面，尽管家电属于消费品行业，但是很多家电公司本质上仍不是真正意义上的 2C 公司，需要依靠渠道去触达消费者。而传统层层分销体系下，家电公司难以真正了解客户的真实需求以及对产品的反馈。另一方面，随着电商崛起、苏宁零售云、京东小店等以网批的模式去线下渠道下沉，家电企业传统的渠道体系由于层级较多，导致加价率过高，渠道费用率有压缩空间。

渠道层级削减与模式多元化

美的近年来整体渠道思路是从层层深度分销到扁平化，逐步砍掉二级的代理商，转变为运营商，加大对终端门店的对接比例；且目前都从总部直接对接 KA。同时，通过美云销平台，由各事业部直接对接终端小 B。由原来“高渠道空间、低周转”向“低渠道空间、高周转”转变。

图表 23: 美的线下渠道体系变化



资料来源：腾讯家居，国盛证券研究所

美的为什么能够削减渠道层级？

此前，代理商在家电渠道体系中承担了打款压货、仓库、物流、市场推广等职责，家电厂商管理半径上较短，没有办法以低成本的方式去对接终端零售。而美的下决心推动销售方式转变为以销定产后，要求快速周转，其代理商部分压货职能在弱化。而物流仓储体系支撑和数字营销体系的建立，则增加了美的集团的渠道管理半径，提高了其零售能力，能够进一步替代代理商的职能。

1)美的物流体系：无论从线上还是线下的物流体系，美的已经形成一盘货，都由“安得物流”统一配送安装，商品存货则统一存在放在各区域的中心仓，不再分散放在各代理商仓库，提升了运输效率，替代了代理商传统的仓储物流等职能。

安得物流的核心优势是能够深入覆盖到全国乡镇市场的网络配送。通过全渠道的供应链资源整合，不断去中间化，使供应链条更短，建立区域库存共享体系，有效盘活渠道库存，进而实现全渠道一盘货的整合。且物流借助数字化体系的改造，能够实现全程可视，智能订单拆单拼单、精细化仓库管理、全程跟踪可视运输配送，改善库存布局，提升作业效率。

2)数字化营销体系，打通终端门店信息。美的在营销系统的数字化，核心是推动门店信息流通，使得公司总部能够实时掌握动销情况。同时通过完善的消费者数据，知道终端门店的销售能力。美的近年来大力推动渠道终端业务数字化、在线化管理，升级 CCS2.0 系统，新推美云销系统，为全渠道客户基础信息维护、购销关系管理、进销存数据管理、

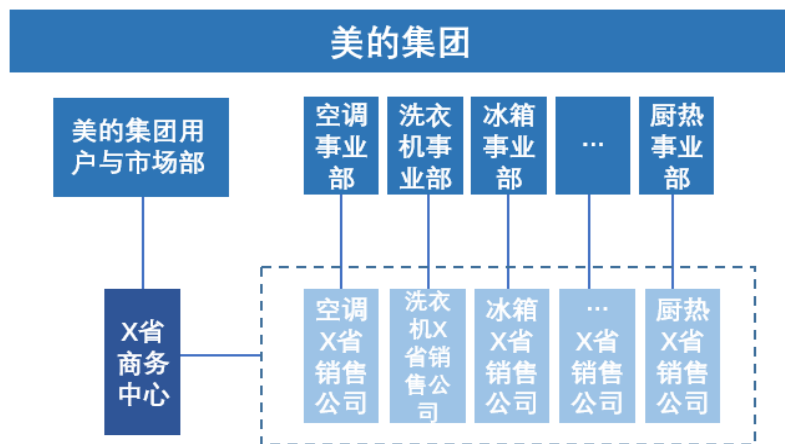
价格/订单/销售管理、政策兑现等提供支持保障，极大程度拉通渠道库存真实性管控，实现信息透明共享，为销售策略提供数据支撑和系统保障；2017年新推RMS系统(零售管理系统)，以提升终端营销工作效率为核心，实现业务终端管理(包括终端巡检、工作日志、促销管理、进销存数据查询)和导购提升(包括零售上报、工资计发、课程直播)两大角色功能。通过营销CCS系统，美云销系统，RMS零售管理系统作为内销三大基础管理系统，覆盖全渠道、终端门店信息管理，打通出货、分销与零售，实现业务全程在线化，信息可视化、提升效率。传统代理商的信息搜集和市场推广等职能在营销系统的数字化后，被部分替代。

成立33个商务中心，协调不同产品线的营销

正如前文的分析，事业部制是美的成功的重要法宝之一，充分授权给各个事业部，各个事业部统一管理研发、制造、销售和售后，放权充分，权责明晰，激发了每个事业部的活力。但是，同样也带来了资源协同不足的问题，各个事业部在各省的营销各自为政，缺乏体系性打法，同时品牌推广上也存在割裂。

2017年开始，美的启动新一轮渠道变革，成立各地商务中心。根据第一财经报道，新设置的商务中心采取虚拟组织的形式，各省商务中心由美的集团用户与市场部管理。在各品类的各省销售公司保留的情况下，设立商务中心这一虚拟组织，扮演跨品类沟通、协调的角色，后续在美的一些大型促销活动，商务中心可以统筹，包括节奏和资源。美的以省为单位设置商务中心总经理主要从各地原单品类总经理中选拔，各省商务中心总经理对各品类的终端促销、品牌形象一致性、客户沟通等方面，进行协调。

图表 24: 美的商务中心运作



资料来源：第一财经，国盛证券研究所

3 美的潜力：广阔天地，大有可为

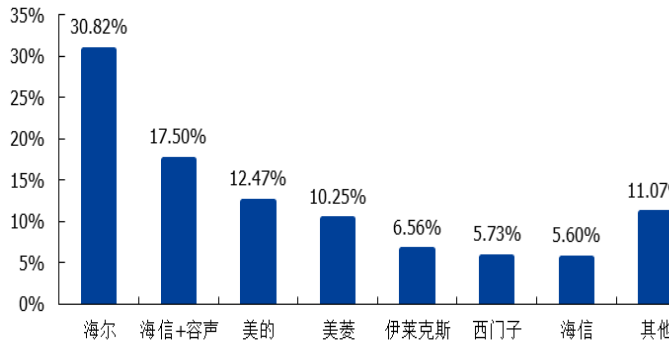
尽管从收入规模看，2018年美的营业收入已经达到2618亿元、净利润202亿元，但是美的成长空间依然广阔。国内市场更新换代需求带来产品结构升级，消费者渴望更好的产品，龙头市占率依然有提升空间；海外企业产业链竞争力弱于国内龙头，随着海外市场逐步成熟，国际业务扩张能够开拓新增量；而美的的新跑道——智能制造，蕴含着再造一个美的的巨大潜力。

3.1 国内家电市占率和均价仍有提升空间

从行业看，冰箱和洗衣机已经进入存量更新需求阶段，空调保有量尽管还有提升空间，但内销 9000 多万台的体量也逐渐接近天花板。未来，美的在中国区的营收提升中，市占率的提升将会是重要的驱动力之一。

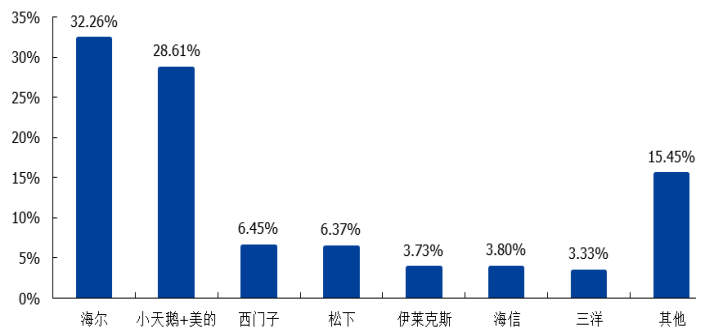
行业中，长尾品牌合计份额仍较为可观。家电行业的竞争格局中，美的的空调和洗衣机市占率为第 2 名、分别为 28.19%和 28.61%，冰箱为第 3 名、占比 12.47%；根据中怡康数据显示：2019 年 1-6 月空调市场集中度最高，CR3 份额为 69%，份额低于 2%的品牌合计为 10.5%；洗衣机市场中，市占率低于 2%的品牌合计仍占 15.45%；冰箱品牌低于 2%品牌合计为 11.07%。

图表 25: 2019 年 1-6 月冰箱行业市占率分布



资料来源：中怡康，国盛证券研究所

图表 26: 2019 年 1-6 月洗衣机行业市占率分布



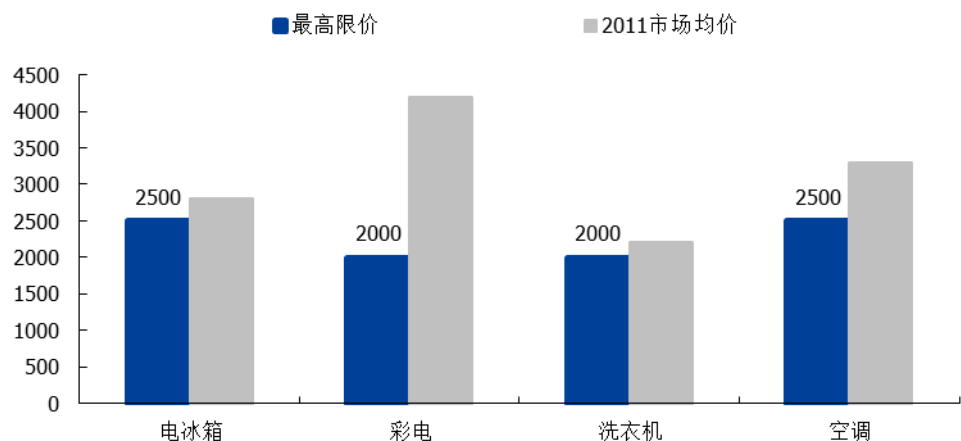
资料来源：中怡康，国盛证券研究所

为什么美的市占率提升有空间？

更新需求下，消费者会更加青睐知名度高、产品有保障、渠道触达能力强的品牌。

2007 年试点，2009 年开始正式实施的家电下乡政策，刺激了家电需求迅速释放，但下乡产品整体品质较低：家电下乡产品的型号最终零售价存在最高限价，整体均价较低中小品牌充斥（海尔集团、格力电器和海信集团位列销售额前三，分别为 251 亿元、190 亿元和 172 亿元，合计占家电下乡产品销售总额的 28.5%）。

图表 27: 家电下乡政策最高限价（元）



资料来源：商务部，中怡康，国盛证券研究所

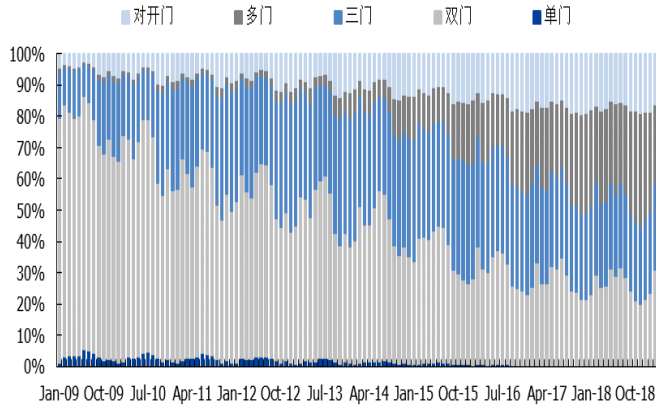
未来几年，将是家电下乡时的产品更新需求释放的时点，众多农村消费者在初次购买时会发现各种使用痛点，在第二次更新购买时，会尽可能选择龙头产品的企业。并且美的渠道下沉深厚，渠道网点已实现一、二级市场全覆盖，三、四级市场覆盖率达 95%以上，网点 3 万多个。可以预计，在更新潮中，中小品牌的份额将缩小，美的将是最受益的公

司之一，其市场份额有望进一步提升。

美的产品的均价有提升空间

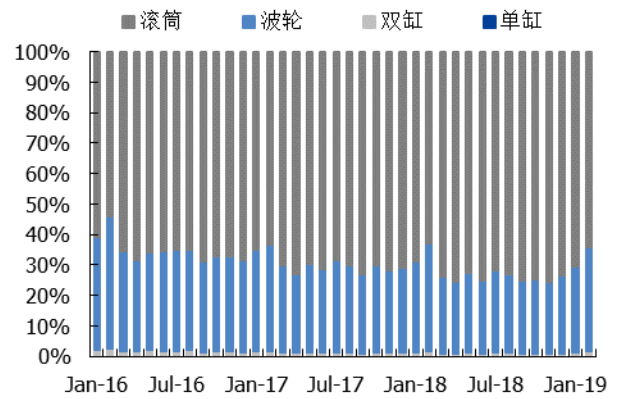
一方面，行业层面产品结构在不断优化。洗衣机滚筒和大容量比例不断提升，冰箱多开门占比继续上升等。

图表 28: 冰箱多门比例 (%)



资料来源: 中怡康, 国盛证券研究所

图表 29: 滚筒洗衣机比例 (%)

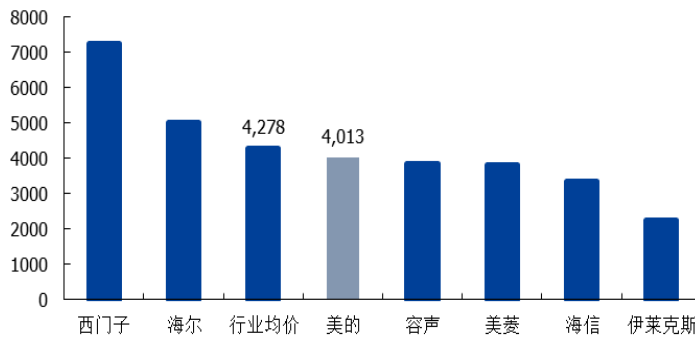


资料来源: 中怡康, 国盛证券研究所

另一方面，美的目前均价低于行业平均

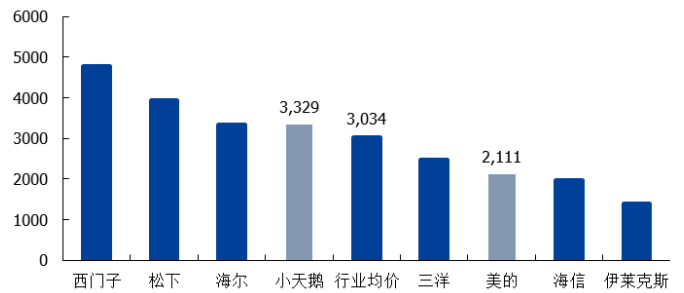
根据中怡康数据，冰箱、洗衣机和空调行业均价为 4278 元、3034 元和 3845 元，美的整体均价低于行业。未来随着美的产品领先战略的深化实施，产品美誉度提升以及美的高端品牌的发力，公司整体均价有上行的空间。

图表 30: 冰箱行业各公司均价 (元)



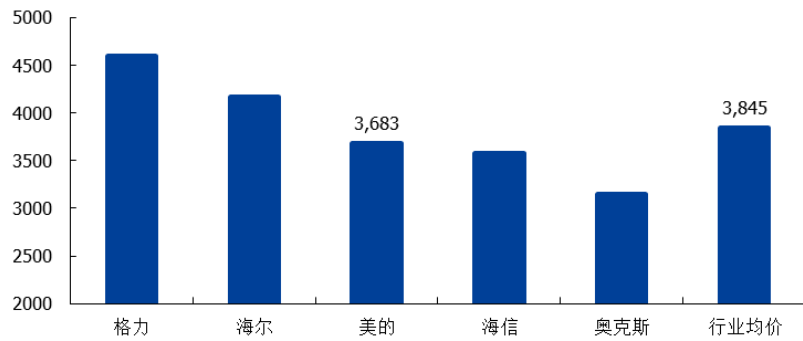
资料来源: 中怡康, 国盛证券研究所

图表 31: 洗衣机行业各公司均价 (元)



资料来源: 中怡康, 国盛证券研究所

图表 32: 空调行业各公司的均价 (元)

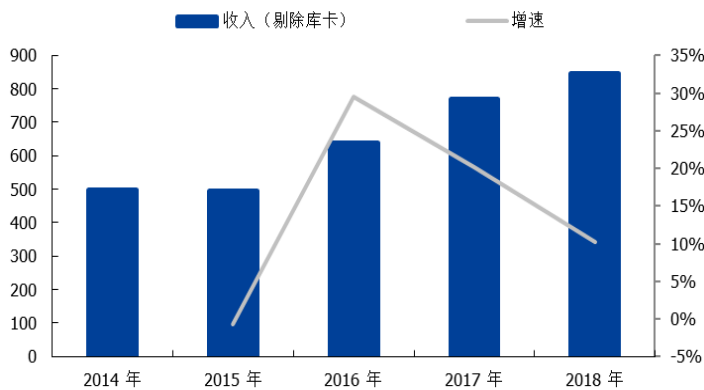


资料来源: 中怡康, 国盛证券研究所

3.2 国际化扩张空间足

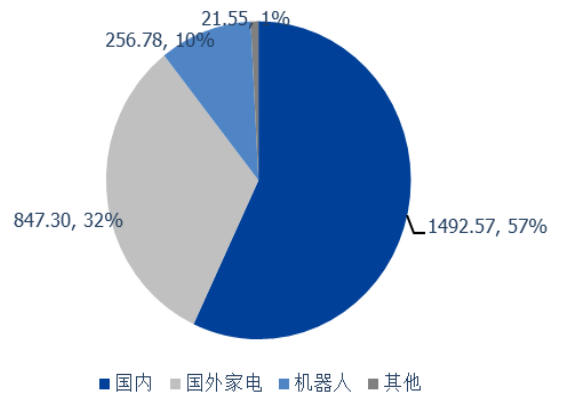
美的海外家电业务整体收入不到 900 亿, 且大部分以 OEM/ODM 的方式出口, 自主品牌相对薄弱。假设按照 40% 的自有品牌来计算, 美的自主品牌销售额不到 340 亿元。

图表 33: 美的海外家电业务收入与增速 (亿, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

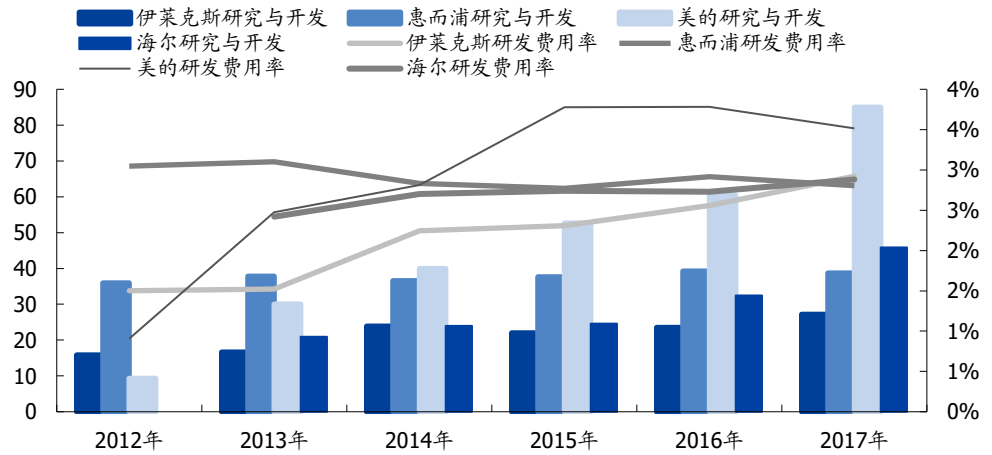
图表 34: 美的业务收入结构 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

从海外综合家电企业规模来看, 2018 年美国惠而浦为 1444 亿元, 大金工业为 1510 亿元, 伊莱克斯为 945 亿元。美的海外自主品牌收入规模相对这些龙头还有提升空间。中国拥有最为完善的家电产业链配套和更高的研发投入, 未来中国的家电企业在世界的竞争力将强于海外企业。

图表 35: 中国与海外家电龙头研发投入 (亿元)

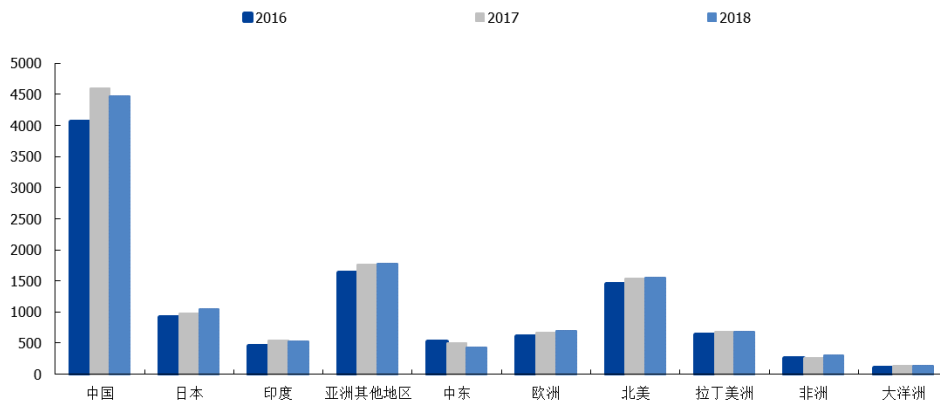


资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

海外市场潜力大

以空调市场为例, 中国、北美和日本是销量最大的三个地区。尽管东南亚、印度等地区气候炎热, 理论上对空调的需求较高, 但是该类市场空调受制于其经济发展水平(收入、电力基础设施限制), 目前需求还没迎来高速成长期。

图表 36: 全球空调市场销售量 (万台)



资料来源: JRAIA, 国盛证券研究所

根据产业信息网统计数据, 2017 年印度的空调、冰箱、洗衣机渗透率分别仅为 8%、31%、13%, 处于非常早期阶段。考虑到印度庞大的人口基数, 理论上印度将催生一个媲美中国体量的巨大市场。东南亚市场现状与印度类似, 2014 年越南冰箱、空调和热水器每百户保有量为 61 台、17 台和 25 台, 整体保有量偏低。

尽管目前难以预测两地市场什么时候会迎来需求快速发展, 但是其潜在的巨大市场容量, 能够为美的的海外成长提供空间, 能够缓解投资者对于国内家电市场天花板临近的担忧。

基于对印度市场的乐观前景, 美的已经开始加大布局。2018 年印度科技园正式奠基, 在未来五年计划投资 135 亿印度卢比, 以将其打造为消费电器、暖通空调和压缩机等产品的生产基地。

美的海外并购壮大实力, 本土化策略落地

美的近年来在海外的家电领域并购持续进行, 通过产品、品牌和渠道升级提升竞争力。

图表 37: 美的近年来家电海外并购

时间	事件
2010年	收购埃及空调龙头 Miraco 32.5%的股份
2011年	收购开利拉美资产，成立美的-开利拉美空调合资公司
2016年	收购意大利中央空调品牌 Clivet 公司 80%股权
2016年	收购东芝家电 80% 股权，获得东芝家电 40 年的全球品牌授权

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2018年国际事业部成立，美的国际业务转型为业务经营实体。

2018年美的在海外区域总部的基础上，合并成立美的国际事业部，从业务管理平台转型为业务经营实体，三大区域在统一的全球化大框架下，持续推进因地制宜的国际化公司治理，加强区域市场研、产、销体系整合，进一步强化聚合效应。

销售上，不断拓展销售渠道。2018年家电业务出口实现美元口径双位数的同比增长，自有品牌业务占比稳步提升；加快拓展海外电商业务，实现重点市场和重点电商平台的业务突破，如拓展与美国亚马逊平台的全品类业务合作，开启和俄罗斯速卖通平台业务合作等；搭建全球售后系统与技术支持系统，并向海外分支机构逐步推广，2018年在现有北美呼叫中心基础上，建立完成墨西哥呼叫中心，辐射拉美地区。2019年计划新建海外在线培训系统和区域性呼叫中心，覆盖中东、非洲和欧洲，以完善美的全球售后体系。

推动全球研发和生产基地布局。美的为了保证其全球化的基础与能力，搭建全球供应协同机制，按照海外本地运营、优化本地化供应链比例、推进产品全球化的策略，在球共设立 15 个海外生产基地，海外员工约 3.3 万人，以市场为导向，以用户为中心，前瞻性地布局未来产品技术，在美国、意大利、德国、印度、新加坡等 9 个国家共设立 20 个全球研发中心。探索海外分公司产品经理制，加强以用户需求为中心的本地化产品管理、市场调研和产品开发，强化海外分公司管控，统一规则，推动美的商业语言和体系的一致性和协同性。

推动东芝与美的集团事业部价值协同

海外并购后的整合是难题，2018年东芝整合初见成效。东芝家电聚焦核心白色家电业务，全面推动与美的集团事业部价值链协同，优化产品结构提升毛利，东芝家电 2018 年税前利润与经营性现金流均比去年大幅改善，2018 年顺利实现全年扭亏目标。在竞争激烈的日本市场，东芝家电在空调、洗衣机等领域的市场份额继续稳步提升。

截止 2019 上半年，东芝家电重点进行了四个方面的结构性调整：

- 1) 面向用户和市场进行组织调整：**聚焦核心白色家电业务，精简职能平台部门，建立健全美的集团与东芝家电的分权体系，成立用户创新中心，加大对日本市场消费者研究及产品工业设计的投入，定义高端用户画像，在市场端重塑品牌定位，增加广告投放和品牌传播，优化新品上市节奏，改善产品结构；
- 2) 完成东芝家电各工厂与美的相关产品事业部的制造平台整合：**加强在产能、供应链、成本和品质方面优势互补，深化制造协同，共享知识产权和研发成果，加强科技协同；
- 3) 2018 年变革日本市场销售体系：**重组成立 9 家销售分公司，包含新设的冲绳网点在内的共计 57 家销售网点，实现对日本 47 个都道府县全覆盖，拉通经销和零售环节，提升终端销售能力；针对日本当地业务重构销售和财务流程，打造基于数字化的经营管理体系；
- 4) 通过依托美的大宗原材料集采平台和导入美的优秀供应商竞标体系等供应链协同降低成本。**刚性管控非经营性费用支出，通过改善业务模式、优化供应链等措施，2018 年东芝家电整体销售及管理费用削减近 9000 万元人民币；2019 年上半年通过推进人员优化、严控费用支出，全年预计可削减费用约 2 亿元。

东芝品牌在日本和东南亚地区知名度高，随着未来对东南亚地区的整合，东芝在当地市场的份额有望提升。

3.3 库卡整合可期

横向比较海外公司，博世西门子、飞利浦等公司均经历过从其他品类拓展到家电、在拓展到高端制造、医疗等新领域的过程，通过主业产生的现金流，结合自身优势，培育新的增长业务，最终成长为横跨多品类的综合性工业集团。

美的将自己定位为全球领先的科技集团，从 2015 年开始进军机器人产业，通过一系列的收购初步完成机器人产业布局，开辟成长的第二跑道。

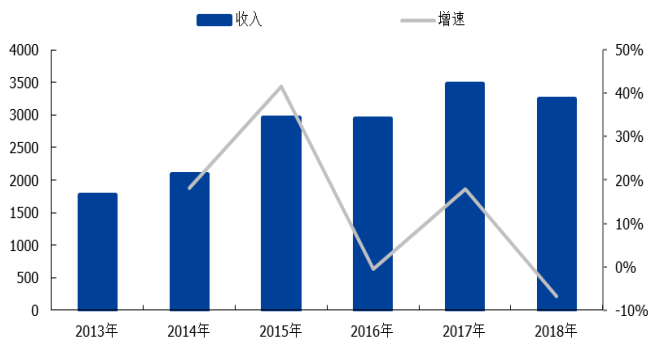
图表 38: 美的机器人领域布局

时间	事件
2015 年	与安川电机合资成立机器人子公司
2016 年	收购安徽埃夫特公司 17.8% 股权
2017 年	收购库卡 94.55% 股权
2017 年	收购以色列公司 Servotronics 超 50% 股权，布局伺服电机等上游零部件

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

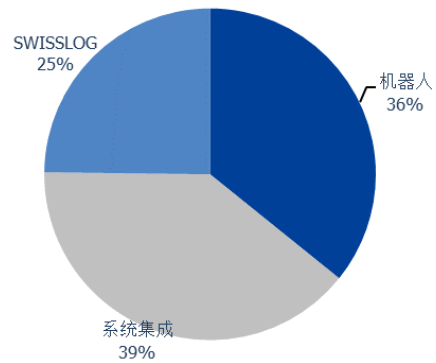
库卡是四大机器人家族之一，营业收入 32.42 亿欧元，营收结构中机器人业务占比 36%。

图表 39: 库卡收入（百万欧元）及增速



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 40: 2018 库卡营收结构 (%)

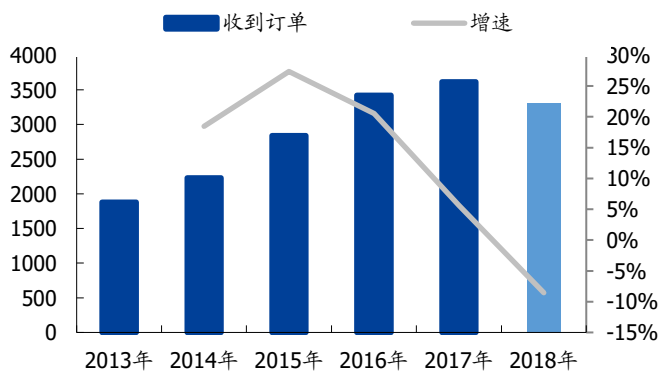


资料来源：Wind，国盛证券研究所

库卡短期经营未及预期

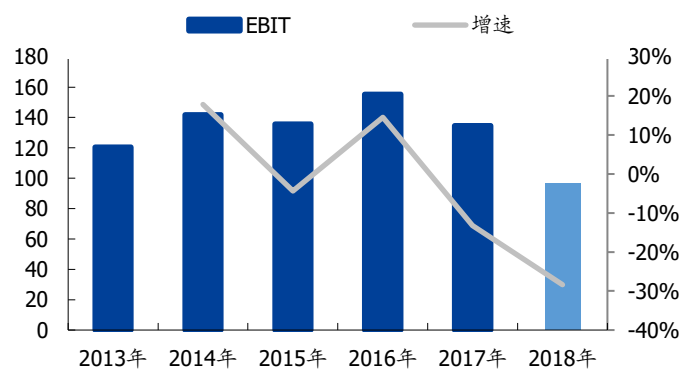
2018 年库卡收入端和收到订单均个位数下滑，EBIT 和税后利润下滑幅度较大，收购后经营表现没有达到预期表现。

图表 41: 库卡收到订单（百万欧元）



资料来源：KUKA 公司公告，国盛证券研究所

图表 42: 库卡 EBIT（百万欧元）



资料来源：KUKA 公司公告，国盛证券研究所

库卡短期不及预期的主要原因在于库卡核心管理人员有调整，占公司收入一般左右的汽车行业整体景气度不佳，同时中国区机器人接单问题不佳。库卡的收入中，系统集成业务占比 39%，该业务盈利能力下降。中国区库卡的本地化动作不够彻底，本土渠道优势没有发挥，供应链协同不理想。

库卡后续将持续改善

库卡也在 2018 年的年报中公布了未来提升其经营表现的 4 个发力点。

图表 43: 库卡计划的改善方向

Action plan for four key areas



资料来源: KUKA 年报, 国盛证券研究所

- 1) 效率提升 (加强市场、渠道和供应链体系协同, 进一步降低成本);
- 2) 聚焦中国, 单列中国区向总部汇报 (2019 年成立库卡中国事业部, 涵盖机器人本体、柔性系统、一般工业自动化、智能物流自动化以及智能医疗自动化等业务; 顺德科技园具备投产条件, 园区内工业机器人产线预计在 2019 年年底将达到六条, 可生产多款型号产品);
- 3) 研发方面外部寻求新任 CTO, 提高研发效率和产出, 做到研发的全球布局;
- 4) 精简组织, 放权使得职能落实到业务单元, 加快市场反应速度

市场担心美的对库卡后续的整合问题, 我们认为美的发展历史, 是一部并购成长历史, 美的有充分的能力去做好后续的整合, 发挥出协同效应。

2019 年上半年, 国家统计局公布中国工业机器人本体销量同比下降 10%, 而库卡机器人本体的销量仍逆势增长。库卡业务持续拓展, 例如库卡从一汽大众获得了千万欧元级别的订单, 该项目涉及用于制造 MEB 平台电池的装配线, 并且是库卡在中国市场的首个电池整线业务的合作项目; 库卡还从上汽大众和韩国东熙集团分别获得用于电动车产线焊接机器人自动化生产设备的订单, 金额分别达到数千万欧元和数百万欧元。

4 盈利预测与估值分析

4.1 收入预测

我们预计随着美的渠道效率的不断优化, 加大新零售渠道的布局, 预计美的空调业务在 2019-2021 年的增速分别为 13%、8%和 7%, 美的消费电子业务的增速分别为 6.5%、

9%和8%。机器人业务随着基本面改善,2019-2021年的增速分别为-3%、10%和15%。预计未来三年公司整体收入增速分别为8.34%、7.99%和7.98%。

图表 44: 美的未来三年分业务拆分(亿元)

	2018年	2019E	2020E	2021E
暖通空调	1,093.9	1236.11	1335.00	1428.45
YOY	14.7%	13.00%	8.00%	7.00%
家用电器	1,029.9	1097.12	1195.86	1291.53
YOY	4.3%	6.53%	9.00%	8.00%
机器人及自动化	256.8	249.10	274.01	315.11
YOY	-5.0%	-3.00%	10.00%	15.00%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

费用率方面,公司未来几年整体保持稳定,未来三年管理费用率保持在4%左右,销售费用率保持13%左右,财务费用率在0.6%-1%左右波动。

图表 45: 美的未来三年期间费用率拆分(亿元)

	2018年	2019E	2020E	2021E
销售费用	310.86	365.70	394.91	423.16
管理费用	95.72	112.52	121.51	131.21
财务费用	-18.23	27.78	21.87	21.48

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

4.2 估值分析

从WIND一致预期的动态估值看,美的在2017年底估值最高达到20倍左右(行业景气度高:地产后周期景气度高、空调终端销售良好存在补库存需求;市场偏好从小票向大白马转换),在2015年行业去库存周期中,最低下探到8倍左右,2014年以来的平均估值在12倍左右。

图表 46: 美的历史估值



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

从可比公司看,美的集团由于其完善的公司治理、良好的多元化成长前景,相比格力和美的估值持续获得溢价,公司的估值溢价存在合理性。

图表 47: 可比公司估值分析

股价		EPS				PE			
		2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
格力电器	59.02	4.36	4.79	5.41	6.14	12.2	12.4	10.1	9.9
美的集团	53.66	3.08	3.36	3.84	4.37	17.1	16.0	14.0	12.3
海尔智家	15.64	1.17	1.29	1.42	1.60	14.7	12.1	10.8	9.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 232.96、266.41、303.56 亿元，同比增长 15.15%、14.36%和 13.94%，公司从家电业务迈向多元科技集团，成长空间广阔，完善的公司治理和分权激励制度保障长期增长，公司在产品品质、渠道优化、品牌矩阵建设持续投入，竞争壁垒进一步巩固。首次覆盖，给予“买入”评级，目标市值 4530 亿，对应 19/20 年动态 PE 分别为 19.4/17.0 倍。

风险提示

- 1) 行业进入者增加导致竞争加剧:** 苏宁小 BIU、小米空调等新玩家进入空调行业，奥克斯通过线上渠道和网批模式不断扩张。
- 2) 原材料成本价格上升导致盈利能力下降:** 家电公司原材料成本占比约 70%，2019 年以来原材料成本价格整体有所回落，给美的降价提供了空间，提升了其市场份额，一旦原材料价格上行，将带来公司利润率的下降。
- 3) 库卡的整合具有不确定性:** 库卡的整合涉及跨国，整合难度高于国内并购；库卡的主要应用领域在汽车行业，汽车行业景气度低，资本开支幅度可能受限。并且库卡的并购在美的的账面形成较大商誉，整合持续不达预期可能导致商誉减值问题。
- 4) 海外市场拓展面临不同的文化、市场制度、法律等因素，可能导致海外市场面临风险。**

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com