

强烈推荐-A (维持)

美的集团 000333.SZ

目标估值: 91.3-95.5 元

当前股价: 83.4 元

2020 年 11 月 02 日

内外销齐头并进, Q3 业绩超预期

基础数据

上证综指	3225
总股本 (万股)	702588
已上市流通股 (万股)	684303
总市值 (亿元)	5860
流通市值 (亿元)	5707
每股净资产 (MRQ)	16.1
ROE (TTM)	22.1
资产负债率	65.7%
主要股东	美的控股有限公司
主要股东持股比例	31.12%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《美的集团 (000333) —Q2 逆势增长, 彰显强大经营韧性》2020-08-31
- 2、《美的复盘深度报告-鉴往知来·静水流深》2020-05-12
- 3、《美的集团 (000333) —敏捷高效, 创新求变 - 2020 投资交流会概览&思考》2020-05-05

陈东飞

chendongfei@cmschina.com.cn
S1090519070001

- **事件描述: 公司披露 2020 年三季报。**20Q1-Q3 公司实现营业收入 2178 亿元, YoY-1.8%, 实现归母净利 220 亿元, YoY+3.2%, 扣非归母净利润 206 亿元, YoY+0.1%。20Q3 单季度实现营收 780 亿元, YoY+15.7%; 实现归母净利 81 亿元, YoY+32%, 扣非归母净利润 72 亿元, YoY+18.5%。公司 Q3 营收回归较快增长, 业绩超市场预期。
- **经营分析: 内外销齐高增, 景气度有望延续。**20Q3, 公司原主业收入 623 亿元, YoY+20.2%, 内外销均有较高同比增长。**1) 内销层面**, Q3 收入 388 亿元, YoY+21.6%, 公司三季度空调冰箱洗衣机均有较好表现, 线上和线下市占率均持续提升, 其中空调表现更好。根据奥维云网零售数据, 公司 Q3 空调、洗衣机、冰箱的线下市占率分别为 34.6%/27.7%/14.1%, YoY+6.3/+0.4/+1.7pct; 线上市占率分别为 32.8%/35.4%/18.4%, YoY +3.0/+0.6/+1.4pct。公司在大白电市场竞争力增强, 随着行业复苏的持续, 公司四季度内销景气度有望持续。**2) 外销层面**, Q3 外销 235 亿元, YoY+18.0%, 其中冰箱外销增速较快, 据产业在线, 公司 Q3 冰箱外销出货量同比增长接近 40%, 冰箱外销景气度较高与疫情下海外冰箱终端需求提升、全球订单回流中国、以及海外家电龙头前期库存较低等因素相关, 公司三季度海外订单同比增长超过 50%, 对四季度外销收入有良好指引, 同时我们预计四季度公司海外订单有望持续实现较高增长。**重要海外资产方面**, Q3 表现良好, 其中东芝家电主营收入 47 亿元, YoY+4.9%, 延续了上半年的良好态势, 毛利率 33.5%, YoY+3.7pct, 净利率 7.5%, YoY+6.1pct, 盈利能力有明显提升。**库卡经营改善**, 三季度实现盈利, 单季度接单增长 20.4%。
- **盈利能力: 会计准则影响下毛利率有所下滑, 费用控制有效。**20Q1-Q3 公司毛利率为 25.1%, 较上年同期下降 3.4pct。毛利率下降主要与新会计准则要求下, 空调安装费用由销售费用调整计入营业成本有关, 若剔除此因素影响, 毛利率仅微降一个点之内, 考虑到今年疫情因素, 公司盈利能力稳定性较高。**费用端:** 公司 Q3 销售/管理/研发/财务费用率同比分别-2.4/-0.3/-0.7/+0.2pct, 剔除会计准则调整的影响, 公司费用控制效果良好。
- **投资建议: 强经营周期叠加行业景气度向上。**美的超预期三季报背后是美的向上的公司经营周期在行业复苏通道上的优势放大。公司在高效率、强管理下实现整体盈利能力超强稳定性的同时, 在行业承压及复苏的过程中具有极强的抗压能力及扩张性, 能够抓住机会实现业务拓展和份额扩张。向上的经营周期来源于公司沿“产品领先, 效率驱动, 全球经营”三大主轴持续推进的全方面改革, 且可预期的未来经营周期还会持续向上。未来短期内, 随着国内终端需求持续恢复, 外销需求景气度持续, 海外业务协同效应释放, 公司收入业绩有望延续较好增速。中长期视角, 公司持续深耕主业, 深化零售转型, 提升效率, 未来三年实现两位数以上增长概率较高; 公司具有完善的股权激励方案和稳定的分红预期, 质地优秀。**较为稳定和高质量的业绩增长+核心资产中长期估值提升大趋势, 维持“强烈推荐-A”评级。**
- **风险提示: 库卡整合不及预期, 海外疫情防控不及预期, 新品拓展不及预期。**

财务数据与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	261820	279381	292090	319978	350664
同比增长	8%	7%	5%	10%	10%
营业利润(百万元)	25564	29683	31308	34536	37900
同比增长	18%	16%	5%	10%	10%
净利润(百万元)	20231	24211	25525	28136	30857
同比增长	17%	20%	5%	10%	10%
每股收益(元)	3.04	3.47	3.66	4.04	4.43
PE	27.5	24.0	22.8	20.7	18.8
PB	6.7	5.7	5.0	4.4	3.8

资料来源：公司数据、招商证券

表 1: 美的集团单季度利润表

	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3
一、营业总收入	63669	54415	75500	78832	67441	57606	58356	81363	78034
二、营业总成本	57615	51677	67961	68581	60545	55199	53371	71879	70460
其中：营业成本	45783	38500	53878	54563	48211	41261	43428	60095	58420
营业税金及附加	376	394	489	439	363	429	281	474	398
营业费用	7505	6689	9514	10016	8148	6933	5657	6974	7549
管理费用	2295	3942	1977	2133	2117	3304	2009	2094	2196
研发费用	2450	2028	2206	2329	2460	2644	2078	2333	2305
财务费用	-744	-95	-481	-955	-678	-118	-267	-585	-610
资产减值损失	-63	211	12	-132	85	-813	1	-135	-29
三、其他经营收益	423	50	144	865	413	1167	516	1390	1927
其它收益	311	380	67	595	312	221	82	499	518
公允价值变动收益	-268	72	231	117	-49	1062	21	227	876
投资收益	364	-369	-147	160	170	-19	410	679	558
四、营业利润	6476	2788	7684	11116	7309	3575	5501	10874	9501
加：营业外收入	76	208	57	93	193	270	46	63	115
减：营业外支出	23	147	22	39	37	270	17	71	64
五、利润总额	6530	2849	7719	11171	7464	3575	5531	10865	9552
减：所得税	1219	288	1178	1652	1164	658	720	1609	1425
六、净利润	5311	2560	6541	9519	6300	2917	4810	9257	8127
减：少数股东损益	347	230	412	461	171	22	-1	139	37
七、归属母公司所有者净利润	4963	2331	6129	9058	6129	2895	4811	9117	8090
EPS	0.71	0.33	0.87	1.29	0.87	0.41	0.69	1.30	1.15
毛利率	28.1%	29.2%	28.6%	30.8%	28.5%	28.4%	25.6%	26.1%	25.1%
主营税金率	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%	0.5%	0.7%	0.5%	0.6%	0.5%
营业费率	11.8%	12.3%	12.6%	12.7%	12.1%	12.0%	9.7%	8.6%	9.7%
管理费率	3.6%	7.2%	2.6%	2.7%	3.1%	5.7%	3.4%	2.6%	2.8%
营业利润率	10.2%	5.1%	10.2%	14.1%	10.8%	6.2%	9.4%	13.4%	12.2%
实际税率	18.7%	10.1%	15.3%	14.8%	15.6%	18.4%	13.0%	14.8%	14.9%
净利率	7.8%	4.3%	8.1%	11.5%	9.1%	5.0%	8.2%	11.2%	10.4%
yoy									
收入增长率	1.4%	0.5%	7.4%	7.3%	5.9%	5.9%	-22.7%	3.2%	15.7%
营业利润增长率	24.4%	-17.6%	13.8%	16.4%	12.9%	28.2%	-28.4%	-2.2%	30.0%
净利润增长率	18.5%	2.0%	16.6%	17.9%	23.5%	24.2%	-21.5%	0.7%	32.0%

资料来源：Wind，招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	182689	216483	241711	276338	314336
现金	27888	70917	88054	108442	130501
交易性投资	220	1285	1285	1285	1285
应收票据	12556	4769	4985	5461	5985
应收款项	19390	18664	19492	21353	23401
其它应收款	0	2713	2836	3107	3405
存货	29645	32443	35367	38454	42106
其他	92989	85692	89691	98235	107653
非流动资产	81012	85473	80078	75171	70698
长期股权投资	2713	2791	2791	2791	2791
固定资产	22437	21665	20893	20121	19349
无形资产	45287	43691	39322	35390	31851
其他	10574	17326	17073	16870	16708
资产总计	263701	301955	321789	351509	385034
流动负债	130231	144318	148667	160262	173977
短期借款	870	5702	500	500	500
应付账款	60227	66427	72431	78753	86232
预收账款	16782	16232	17699	19244	21071
其他	52352	55957	58037	61765	66174
长期负债	41016	50141	50141	50141	50141
长期借款	32091	41298	41298	41298	41298
其他	8924	8842	8842	8842	8842
负债合计	171247	194459	198808	210403	224118
股本	6663	6972	6972	6972	6972
资本公积金	13533	15881	15881	15881	15881
留存收益	62876	78817	93179	110066	128518
少数股东权益	9382	5827	6950	8188	9545
归属于母公司所有者权益	83072	101669	116032	132918	151371
负债及权益合计	263701	301955	321789	351509	385034

现金流量表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	27861	38590	29521	26569	29576
净利润	20231	24211	25525	28136	30857
折旧摊销	0	0	4623	4175	3767
财务费用	(1266)	(2847)	(2081)	(1749)	(1594)
投资收益	(907)	(164)	(2589)	(2589)	(2589)
营运资金变动	8266	17522	2917	(2646)	(2227)
其它	1538	(132)	1126	1242	1362
投资活动现金流	(18642)	(23108)	989	1289	1539
资本支出	(5612)	(3452)	(1600)	(1300)	(1050)
其他投资	(13030)	(19656)	2589	2589	2589
筹资活动现金流	(13387)	(3274)	(15736)	(9482)	(10786)
借款变动	(798)	742	(6662)	0	0
普通股增加	102	309	0	0	0
资本公积增加	(2012)	2348	0	0	0
股利分配	(7873)	(8689)	(11155)	(11231)	(12380)
其他	(2806)	2016	2081	1749	1594
现金净增加额	(4168)	12208	14774	18376	20329

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	261820	279381	292090	319978	350664
营业成本	188165	197914	215801	234638	256920
营业税金及附加	1618	1721	1799	1971	2160
营业费用	31086	34611	26580	30398	33313
管理费用	9572	9531	10223	11039	11923
研发费用	8377	9638	10515	11199	12097
财务费用	(1823)	(2232)	(2072)	(1722)	(1552)
资产减值损失	(448)	(968)	(400)	(400)	(400)
公允价值变动收益	(811)	1361	1361	1361	1361
其他收益	1317	1195	1195	1195	1195
投资收益	872	33	33	33	33
营业利润	25564	29683	31298	34509	37858
营业外收入	435	613	613	613	613
营业外支出	226	367	367	367	367
利润总额	25773	29929	31544	34755	38104
所得税	4123	4652	4903	5403	5924
少数股东损益	1420	1066	1123	1238	1357
归属于母公司净利润	20231	24211	25517	28114	30823

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年成长率					
营业收入	8%	7%	5%	10%	10%
营业利润	18%	16%	5%	10%	10%
净利润	17%	20%	5%	10%	10%
获利能力					
毛利率	28.1%	29.2%	26.1%	26.7%	26.7%
净利率	7.7%	8.7%	8.7%	8.8%	8.8%
ROE	24.4%	23.8%	22.0%	21.2%	20.4%
ROIC	14.9%	14.9%	15.0%	15.1%	15.1%
偿债能力					
资产负债率	64.9%	64.4%	61.8%	59.9%	58.2%
净负债比率	15.2%	16.0%	13.0%	11.9%	10.9%
流动比率	1.4	1.5	1.6	1.7	1.8
速动比率	1.2	1.3	1.4	1.5	1.5
营运能力					
资产周转率	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9
存货周转率	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4
应收帐款周转率	8.7	10.1	12.2	12.5	12.5
应付帐款周转率	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
每股资料 (元)					
EPS	3.04	3.47	3.66	4.04	4.43
每股经营现金	4.18	5.54	4.23	3.81	4.24
每股净资产	12.47	14.58	16.64	19.07	21.72
每股股利	1.30	1.60	1.61	1.78	1.95
估值比率					
PE	27.5	24.0	22.8	20.7	18.8
PB	6.7	5.7	5.0	4.4	3.8
EV/EBITDA	25.4	22.0	17.8	16.3	15.1

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

招商家电研究组：

陈东飞 美国莱斯大学统计学硕士，中国人民大学环境经济学学士。2017 年入职招商证券，任环保与公用事业行业分析师，2020 年加入招商家电研究团队。

团队荣誉：

金牛奖：2018&2019 最佳行业金牛分析师

新财富：2017-第 4 名 2016-第 3 名 2015-第 3 名 2014-第 3 名 2013-第 5 名

金牛奖：2017-第 2 名 2016-第 4 名 2015-第 3 名 2014-第 3 名 2013-第 4 名

水晶球：2018-第 4 名 2017-第 2 名 2016-第 5 名 2015-第 4 名 2014-第 4 名 2013-第 5 名

保险资管最受欢迎分析师 IAMAC 奖 2018-第 3 名 2017-第 2 名 2016-第 3 名 2014-第 3 名

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。