

强烈推荐-A (维持)

美的集团 000333.SZ

目标估值: 66 元
当前股价: 53.65 元
2018 年 06 月 23 日

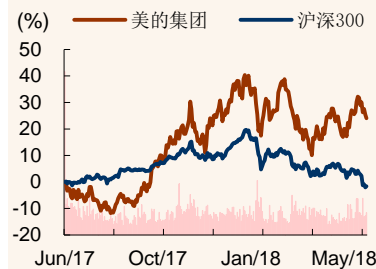
调研纪要180620: 积跬步,至千里

基础数据

上证综指	2890
总股本(万股)	661472
已上市流通股(万股)	638390
总市值(亿元)	3549
流通市值(亿元)	3425
每股净资产(MRQ)	12.0
ROE(TTM)	23.0
资产负债率	65.2%
主要股东	美的控股有限公司
主要股东持股比例	33.6%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-1	-2	28
相对表现	7	9	28



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《美的集团(000333)——“产品领先”，功在不舍》2018-06-19
- 2、《美的集团(000333)——交流会纪要 0503: 鉴往知来 破茧成蝶》2018-05-05
- 3、《美的集团(000333)——稳健经营一如既往，盈利能力持续提升》2018-05-01

纪敏

0755-82960304
jimin@cmschina.com.cn
S1090511040039

吴昊

0755-83074302
wuhao7@cmschina.com.cn
S1090517080007

研究助理

隋思誉

0755-83215913
suisiyu@cmschina.com.cn

- **稳健经营,积极转型。**预计公司 1-5 月整体收入同比约+15%,原美的业务增速 15~20%。分品类 1-5 月收入同比表现,空调仍然是中坚力量,预计增速接近 30%,其中内销同比+40%;冰洗约 10%增长,其中洗衣机增速较冰箱为快;厨电小家电增长平缓,厨电受行业景气,渠道库存与提价因素影响,小幅下滑。**2018 年以来,中国区业务的经营变化大致两点,“产品领先导向高端化”与“效率驱动更加彻底的 T+3”**,围绕三大战略主轴“产品领先,效率驱动,全球运营”展开。收入稳健背景下,预计 18H1 盈利能力将同比改善。
- **东芝与库卡具备改善预期。**东芝 Q1 亏损,2018 目标扭亏;产品与市场积极整合,预计 Q2 收入和盈利实现正增长。库卡存在产能不足问题,机器人业务订单制,季度间收入体现不均衡; Q1Q2 可能表现较差,除市场本身原因,也与人员处置和架构调整有关,其中产生较多费用。订单数据看,预计库卡在 Q3Q4 的经营会有所改善,全年实现收入增长和利润率提高的目标没有改变。
- **产品领先导向,推进高端化。**相对于以往的规模与份额诉求,公司 2017 年以来的经营重心相对更加倾向于以均价提升为结果的“产品领先”导向;主动减少了低毛利产品的销售。据中怡康,18Q1 美的的冰箱在中高端和高端市场的销量份额分别达到 13.4%和 6.7%,较 2016 年分别增加 1.3 和 4.4pct;美的系洗衣机 18Q1 在中高端和高端市场的销量份额分别达到 27.7%和 16.9%,较 2016 年分别增加 3.2 和 6.5pct。预计下半年推出全新的高端品牌战略,在强调集团整体管控的背景下,新的高端品牌跨品类但将被赋予统一的品牌内涵,会显著区别于以往事业部各自运营的 beverly 和 vandelo 等。**新高端品牌将率先推出冰洗厨电三大品类;事业部聚焦于生产制造,高端品牌专业化独立运作。**
- **效率驱动,T+3 更加彻底。**特定阶段在某种程度上会导致厂商出货端增速的同比放缓。但以**销定产快速响应终端变化提高生产效率**,带来资产周转率提升和制造成本降低。**渠道改变压货模式,扁平运作**,代理商转变为终端运营商;周转次数提升,仓储面积大幅减少,仓储成本,资金占用和货物减值损失显著降低。以小天鹅为例,最终带来产业链 ROE 的提升和公司毛利率净利率的提高。
- **风险提示:** 地产景气下行超预期、低端市场份额下降

财务数据与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	159842	241919	278207	320317	362875
同比增长	15%	51%	15%	15%	13%
营业利润(百万元)	17436	21628	26044	30789	35752
同比增长	17%	24%	20%	18%	16%
净利润(百万元)	14684	17284	20720	24413	28276
同比增长	16%	18%	20%	18%	16%
每股收益(元)	2.27	2.63	3.16	3.72	4.31
PE	24.1	20.7	17.2	14.7	12.7
PB	5.9	5.0	4.3	3.6	3.1

资料来源: 公司数据、招商证券

1、 经营综述：稳健前行，积极转型

预计公司 1-5 月整体收入同比约+15%，原美的业务（不含东芝库卡等）增速 15~20%。分品类 1-5 月收入表现，空调仍然是中坚力量，预计增速接近 30%，其中内销+40%；冰洗约 10%增长，其中洗衣机增速较冰箱为快；厨电小家电增长平缓，其中厨电受行业景气，渠道库存与提价因素影响，小幅下滑。2018 年以来，中国区业务的经营变化大致两点，“产品领先导向高端化”与“效率驱动更加彻底的 T+3”，围绕三大战略主轴“产品领先，效率驱动，全球运营”展开。收入稳健背景下，预计 18H1 盈利能力将同比改善。

Q：请介绍一下今年 1-5 月的经营情况？

A：Q1 季报，空调安装卡基本是持平略有下降，这是由于 2017 年同期不同的营销政策造成的，本应在 16 年年底结算的安装卡结算到了 17 年年初，造成基数的失真；4-5 月，空调安装卡实现 20%同比增长。预计上半年空调增长可以接近 30%，内销+40%。

冰洗业务整体约 10%增长，其中冰箱个位数增长，洗衣机两位数增长。公司致力于推进产品高端化，减少了低毛利产品的销售。

厨电小家电的表现相对平缓。厨电经营受“行业景气、渠道库存清理和提价”三方面因素影响，今年实施了更为严格彻底的“T+3”，一定程度上影响了出货增速，整体略有下滑。小家电整体约 10%增长。另外，相对于同行，美的厨电小家电出口占比较高，受汇率波动影响较大，具有相对不可预测性。

预计公司 1-5 月整体收入同比约+15%，原美的业务增速 15~20%。

Q：从跟踪 618 的销量看，似乎海尔的市占率在提升，美的市占率在下降。这种情况是美的致力于产品升级造成的吗？

A：预计 618 线上销售，美的还是会占据第一名。从 2016 和 2017 年数据来看，美的销售额年增长都会超过 100%，这种高速增长不是一种常态；另外，虽然线上销售额在快速增长，但净利率却在下降。2015-2016 年间线上的净利率比线下要高 3%，但现在却比线下低。美的对于低利润率的产品和渠道通路会进行一些取舍。

线上销售过于强调销量规模，定价偏低；线上运营成本也在增加。公司 2018 年的电商策略是保持自身增长速度与行业增速一致，进一步提高线上盈利水平。今年一季度线上销售增长率 30-40%，和行业增长速度基本同步。主动舍弃了一些低毛利的产品，所以会部分影响到整体规模。美的未来的方向是抓住消费升级的大趋势，产品领先导向，争取在中高端市场更多作为。

Q: “T+3”对于厨电的影响?

A: 此前数据没拉通(到零售终端)导致 T+3 执行不彻底,库存较高。“T+3”(包括备料、生产和配送)的完全落实需要数据和 IT 的全流程监控。目前美的后台的数据已经可以做到完全拉通,去年还是有一定的压货现象存在的,今年会进一步控制起来,可能会在一定程度上影响的规模和出货增速。

行业景气以及产品提价也都是影响因素。

Q: 美的空调的渠道库存多少?

A: 由于 T+3 的实施,整体产业链全渠道的库存同比是略下降的。加强终端的订单管理,强化对终端的考核。自有库存减少,渠道库存略有增多,整体是减少的。预计当前库存约 500~600 万台,对于旺季的销售大约为 1-1.5 个月左右,是较合理的。

2、 东芝与库卡具备改善预期

Q: 请介绍一下东芝与库卡的经营情况?

A: 东芝 Q1 亏损,2018 目标扭亏;产品与市场积极整合,预计 Q2 收入和盈利实现正增长。库卡存在产能不足问题,机器人是业务订单制,季度间收入体现不均衡;Q1Q2 可能表现较差,除市场本身原因,也与人员处置和架构调整有关,其中产生较多费用。订单数据看,预计库卡在 Q3Q4 的经营会有所改善,全年实现收入增长和利润率提高的目标没有改变。

Q: 怎么看待库卡未来的发展?

A: 总体发展趋势不会变。第一,针对盈利水平比较低的问题,主要还是因为产业链不够完善,核心部件不能自主生产,导致成本比较高;第二,针对产能不足的问题,我们在顺德新建了一所工厂,从今年起就会有一定的产能释放。到 2024 年将会从现在的 2 万台增长到 10 万台,彻底缓解产能不足的问题;第三,针对管控的问题,我们决定新设立三家合资公司,不再通过德国库卡间接管控中国子公司,而是直接通过三家合资公司来推动机器人本土化的落地。后期的维护等业务可能会和库卡在中国的公司一起参与。

3、“产品领先”导向，积极推进高端化

Q：美的推进产品高端化是基于怎样的背景考虑？

A：公司的部分品类（空冰洗厨电）价格与同行差距较大，而美的通过过去多年的技术投入，产品品质与性能已不逊于同行。公司希望能在高端市场发力；以往美的也有高价位产品，但高端品牌局限于各事业部独立运营，没有协同合力，也缺乏统一内涵。近年虽然有东芝、AEG 等资源，但这些品牌更多是针对特定人群和差异化市场，还不能整体提升和实现美的高端定位的设想。预计下半年推出的新的高端品牌，会首先聚焦于与同行价格差异较大的品类，先从冰箱、洗衣机、厨电开始做高端品牌的运作，积累经验，再进一步推广深化到全部品类。事业部聚焦于生产制造，高端品牌专业化独立运作。

Q：产品高端化与渠道下沉是否有冲突？

A：以烟灶举例，美的已经做了比较好的渠道下沉。美的很多（销量）来自三四线市场，烟灶布局比同行要深入。现在需要探讨的不是渠道进一步下沉的问题，更多的是渠道效率进行提升和进一步优化整合的问题，例如设立了商务中心，去加强各个事业部在终端的协同，包括中心仓储的利用和品类营销的资源协同；还有就是更加彻底的实施 T+3。

Q：未来新的高端品牌如何与“东芝、AEG”协同？

A：东芝 90%的份额在日本和东南亚，在东南亚影响力比美的高很多，侧重点在东南亚。AEG 定位超高端，厨电为主，周期比较长，销售对象是特定的用户，并且 to B 端会多一点。美的新高端品牌将面向大众，横跨全品类。AEG 比米勒更高端。引入 AEG，公司还有一个考虑，希望美的能够达到 AEG 的品质控制的要求，能在合资公司够代工贴牌，在全球卖 AEG。

4、“效率驱动”，更加彻底的 T+3

在特定阶段在某种程度上可能会导致厂商出货端增速的同比放缓。但以销定产快速响应终端变化提高生产效率,带来资产周转率提升和制造成本降低。渠道改变压货模式,扁平运作,代理商转变为终端运营商;周转次数提升,仓储面积大幅减少,仓储成本,资金占用和货物减值损失显著降低。以小天鹅为例,最终带来产业链 ROE 的提升和公司毛利率净利率的提高。

Q: “T+3”在生产端和渠道端会带来怎样的积极变化?

A: 生产端实施 T+3 模式可以提高效率降低成本。T+3 模式是一种以市场需求为导向的以销定产模式,根据订单组织物料、生产与发运。改变了从前先大规模生产,再大规模分销的路径,可以快速响应终端变化,提高生产效率。对应到公司财务指标上,主要带来资产周转提升、生产成本降低两大变化。供货、营业周期明显压缩,资产周转率大幅提升,产品型号精简。以小天鹅为例,供货周期从过去的 28 天压缩到 9 天,每个周期最快三天即可完成。代理商下单后的一周内,产品基本可以发货到全市场。人均产出翻番,季度销售平滑,生产效率提高,制造成本降低。按需生产后,季度间收入平滑,有利于降低制造成本。

渠道端改变压货模式,扁平运作高效周转。扁平化改造,降低层级提高效率。改变压货模式,转向快速周转。以小天鹅为例,渠道周转速度提升一倍,仓储面积减少 10 倍,渠道库存低位运行,资金占用和货物减值损失明显降低。

最终带来产业链 ROE 的提升,和公司毛利率净利率的提高。

Q: 如果不通过“铺货”锁定渠道,是否会被其他同行侵占份额?

A: 美的在学习小米等互联网企业的用户思维模式,订单制的间接反馈来自于用户,因此开发满足用户需求的产品,以用户需求为导向,这是核心。家电业的大格局较为稳定,美的不会过分担心短期内的市场份额波动,而是注重长期的产品力和提升运营效率。

以销定产,即通过经销商和代理商来下订单。一款产品只有“适销对路,盈利较好”才会引起经销商的正向反馈。另外,美的的内部有 CDOC 运营开发的方法,产品的设计来自用户思维和充分的用户调研,这种模式和工具的运用也在建立着用户联接。

Q: “T+3”的实施能否体现在毛利率和净利率?

A: 2017 年,大宗原材料成本的上升带来毛利率下降(简单测算)约 6 个点,产品提价的因素是抹不平 6 个点的差异的,这里必然有效率的提升的因素。效率的提升叠加产品提价,最终 2017 年原有主业的毛利率基本同比持平。18 年至今空调均价提升 10%,一方面因为结构变动,另一方面是由于效率提升,这也是我们坚定实行“T+3”的原因,这使美的具有长期稳定性和预见性。

5、 事业部、小米以及其他

Q: 小米的产品表达与传统家电产品不同,对年轻人吸引力非常大。我们不怀疑美的在制造上的优势,公司会采用互联网模式精简产品吗?

A: 美的会借鉴小米的运营和商业模式,除了新的高端品牌战略外,可能会设立互联网产品事业部,单独的一些产品通过互联网模式运营。品类精简一直在推进,过去美的一款产品有 300~400 个型号,现在只有 30~40 个型号,精简幅度非常大。但是面对多样化的消费群体,只做一两款产品是不够的,我们会拿出某几款产品(而非全品类)真正完全按照互联网的运营方式去运作。当然,全部品类都会走进一步型号精简的道路。

Q: 公司如何跟踪分析客户的消费情况和意愿?

A: 首先线上部分的数据是可以获悉的,京东天猫是数据共享的。另外美的很多都是智能产品,可以从后台获取一些数据。小米依靠手机端、系统和用户粘性,拥有非常强大的流量和用户基础。美的虽然能做全屋家电及配套解决方案,但通过数据,智能家居的激活量仍然不高,这是我们需要考虑的问题。

Q: 公司最近有重新整合事业部的计划吗?

A: 美的以前是“小集团、大事业部”的策略,事业部是产销研的主体,得到了充分的授权和放权,但缺少了集团的管控和统一运作。因此现在要重点加强集团的管控协同作用。今年厨电销售不太理想,一定程度也与 T+3 没有得到彻底实施有关,有较多铺货。因此进行了一定的调整,将烟灶业务剥离到热水器事业部。

Q: 美的品类之间的协同效应在哪些方面比较明显?

A: 首先美的产品事业部已经按照产品品类相近的属性进行划分(厨电事业部:微波炉、烤箱、烟灶等;生活电器事业部:电饭煲、电磁炉等;环境电器事业部:风扇、取暖器)。另外今年渠道端会做更多的整合,更好的发挥集团的价值和优势,如商务中心(比如以前各个事业部单独促销,现在各事业部协同活动)。

Q: 未来产业分工细化,未来公司的渠道分工是否能适当明确(如海外家电渠道直接交给沃尔玛,尤其是国内空调品牌开始变得稀疏,我国零售渠道已经走到运营化的阶段,家电企业是否有必要保留强大的销售网络)?

A: 首先渠道的扁平化和整合是一个方向,如线下渠道承担的功能也从销售变成了配送的网点。线上业务方收入美的官网只占 6-7 个点,约 90%来自于京东和天猫,这个未来不太可能改变。这是一个分工,大家可以做到优势互补(如以前天猫配送是天猫的物流,现在是美的的安得物流,达到更高的效率;如京东促销活动中,美的可以与之相互合作,给对方带来流量),因此未来更多的是相互依存,战略合作的关系。

资产负债表

单位: 百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	120621	169811	195217	229644	266384
现金	17196	48274	55961	69359	84935
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	7428	10854	12482	14372	16281
应收款项	13455	17529	20135	23183	26263
其它应收款	1140	2658	3056	3519	3986
存货	15627	29444	33399	38406	43385
其他	65776	61052	70184	80804	91533
非流动资产	49979	78296	78650	79141	79750
长期股权投资	2212	2634	2634	2634	2634
固定资产	21057	22601	24144	25686	27229
无形资产	6869	15167	14150	13235	12412
其他	19842	37895	37723	37585	37475
资产总计	170601	248107	273868	308784	346135
流动负债	89184	119092	130414	148159	165804
短期借款	3024	2584	0	0	0
应付账款	25357	35145	39876	45855	51799
预收账款	10252	17409	19753	22714	25659
其他	50550	63954	70785	79590	88346
长期负债	12440	46090	46090	46090	46090
长期借款	2254	32986	32986	32986	32986
其他	10186	13104	13104	13104	13104
负债合计	101624	165182	176504	194249	211894
股本	6459	6561	6561	6561	6561
资本公积金	13610	15300	15300	15300	15300
留存收益	41059	51876	64723	80020	97554
少数股东权益	7850	9188	10779	12654	14826
归属于母公司所有者权益	61127	73737	86584	101881	119415
负债及权益合计	170601	248107	273868	308784	346135

现金流量表

单位: 百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	26695	24443	20209	24278	27964
净利润	14684	17284	20720	24413	28276
折旧摊销	0	0	1689	1552	1433
财务费用	(649)	33	1689	1523	1408
投资收益	(1286)	(1830)	(1805)	(1805)	(1805)
营运资金变动	13590	9320	(3681)	(3287)	(3525)
其它	356	(363)	1597	1881	2178
投资活动现金流	(19781)	(34740)	(2044)	(2044)	(2044)
资本支出	(2323)	(3218)	(2044)	(2044)	(2044)
其他投资	(17458)	(31521)	0	0	0
筹资活动现金流	160	19652	(10478)	(8835)	(10344)
借款变动	(7169)	22552	(2721)	0	0
普通股增加	2192	102	0	0	0
资本公积增加	170	1690	0	0	0
股利分配	(5120)	(6459)	(7873)	(9117)	(10742)
其他	10087	1766	116	282	398
现金净增加额	7074	9355	7687	13399	15576

资料来源: 公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	159842	241919	278207	320317	362875
营业成本	115615	180461	204755	235453	265978
营业税金及附加	1077	1416	1629	1875	2125
营业费用	17679	26739	29212	33313	37739
管理费用	9621	14780	16414	18899	21410
财务费用	(1006)	816	1689	1523	1408
资产减值损失	381	269	269	269	269
公允价值变动收益	117	(25)	(25)	(25)	(25)
投资收益	1286	1830	1830	1830	1830
营业利润	17436	21628	26044	30789	35752
营业外收入	1819	467	467	467	467
营业外支出	340	240	240	240	240
利润总额	18915	21855	26271	31016	35979
所得税	3053	3244	3959	4728	5531
净利润	15862	18611	22312	26288	30447
少数股东损益	1178	1328	1591	1875	2172
归属于母公司净利润	14684	17284	20720	24413	28276
EPS (元)	2.27	2.63	3.16	3.72	4.31

主要财务比率

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
年成长率					
营业收入	15%	51%	15%	15%	13%
营业利润	17%	24%	20%	18%	16%
净利润	16%	18%	20%	18%	16%
获利能力					
毛利率	27.7%	25.4%	26.4%	26.5%	26.7%
净利率	9.2%	7.1%	7.4%	7.6%	7.8%
ROE	24.0%	23.4%	23.9%	24.0%	23.7%
ROIC	18.3%	15.9%	17.8%	18.4%	18.6%
偿债能力					
资产负债率	59.6%	66.6%	64.4%	62.9%	61.2%
净负债比率	3.2%	14.4%	12.0%	10.7%	9.5%
流动比率	1.4	1.4	1.5	1.5	1.6
速动比率	1.2	1.2	1.2	1.3	1.3
营运能力					
资产周转率	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0
存货周转率	8.9	8.0	6.5	6.6	6.5
应收帐款周转率	13.4	15.6	14.8	14.8	14.7
应付帐款周转率	5.4	6.0	5.5	5.5	5.4
每股资料 (元)					
每股收益	2.27	2.63	3.16	3.72	4.31
每股经营现金	4.13	3.73	3.08	3.70	4.26
每股净资产	9.46	11.24	13.20	15.53	18.20
每股股利	1.00	1.20	1.39	1.64	1.90
估值比率					
PE	24.1	20.7	17.2	14.7	12.7
PB	5.9	5.0	4.3	3.6	3.1
EV/EBITDA	6.3	4.6	3.5	3.0	2.7

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:

纪敏 复旦大学,计算机专业学士和硕士。2012-至今,任招商证券家电行业首席分析师。

吴昊 新加坡南洋理工大学金融学硕士,美国爱荷华大学金融学和经济学双学士。2015-至今,任招商证券家电行业资深分析师。

隋思誉 北京大学金融硕士,香港中文大学经济学硕士,北京大学文学和经济学双学士。2017年入职。

团队荣誉:

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: 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 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。