

强烈推荐-A (维持)

美的集团 000333.SZ

目标估值: 65-70 元

当前股价: 50.75 元

2019 年 05 月 08 日

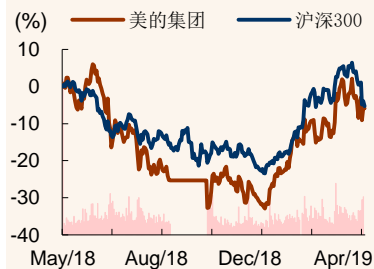
效率至上,拥抱变革-2019年度投资交流会总览

基础数据

上证综指	2894
总股本(万股)	660342
已上市流通股(万股)	646192
总市值(亿元)	3351
流通市值(亿元)	3279
每股净资产(MRQ)	13.6
ROE(TTM)	23.6
资产负债率	64.3%
主要股东	美的控股有限公司
主要股东持股比例	33.5%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-3	26	-1
相对表现	6	11	2



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《美的集团(000333)——经营稳健,确定性溢价》2019-04-30
- 2、《美的集团(000333)——业绩超预期,确定性十足》2019-04-30
- 3、《美的集团(000333)——COLMO剑指 AI 科技家电, M·IoT 引领工业互联网》2018-10-22

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
suisiyu@cmschina.com.cn

- **事件描述:** 美的集团于近日召开年度投资者交流会,就近期投资者关心的问题进行深入解读。
- **效率持续提升,促销成效显著。** 19Q1 公司促销效果极佳,市场对公司降价幅度以及中长期的品牌战略多有迟疑。美的 1-4 月家用空调全国零售价格仅下降 3%,并未出现大幅下杀;促销引流机型在全部销售中占比有限,中长期调整产品结构、提高品牌力的战略并未改变。Q1 成本端的下降与价格的下降实现完美对冲,内销毛利率的提升主要来自于经营效率的提升。
- **提升渠道效率,聚焦零售转型。** 当下是一个变革的时代:线上线下的融合态势更为明显,交易信息更为透明,零售业态更为多元。公司认为,传统家电业的压货终将面临变革,直面用户是厂商的应有之举;未来渠道或将存在三种形式:一是厂家直供(直面零售端,把代理商转为运营商),二是传统的代理分销(作用逐渐弱化),三是网批(京东淘宝,美云销等)。
- **多品牌组合拳,迎合多元需求。** 当下国内消费人群呈显著的多样化趋势,美的旗下七大品牌,能够充分满足多元化的消费需求。COLMO 定位高端,目前尚在投入期,短期可能出现适度亏损,但期望借此提高公司运营高端品牌的能力。互联网品牌 BUGU 则是希望以全新的互联网模式,在用户交互层面为集团带来有益借鉴。东芝品牌同样定位高端,但需结合区域去推广:在对松下、三洋接受度较高的地域,利用高品质、工匠心的优势做进一步的拓展。事业部通过更多的协同与配合实现多品牌的和谐运行。
- **库卡改善可期,双主业稳步前行。** 在行业景气以及收购磨合期的共同影响下,KUKA 在 2018 年经历了较为明显的下滑。公司认为,美的与库卡在渠道以及供应链方面的协同有待改善,中国区机器人本体的接单能力有所下滑,组织架构的调整也带来一定的职责不清问题。2019 年库卡方面将着力降本增效,提高协同能力,并进一步挖掘中国区市场潜力。对于进一步的多元化,美的较为谨慎,承诺未来 2~3 年不会进行大规模的并购,稳定扎实地运营好当下的既有业务。
- **风险提示:** 库卡整合不及预期,终端零售增长不及预期,

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	241919	261820	283878	317944	353379
同比增长	51%	8%	8%	12%	11%
营业利润(百万元)	21628	25564	29810	34561	39920
同比增长	24%	18%	17%	16%	16%
净利润(百万元)	17284	20231	23540	27244	31421
同比增长	18%	17%	16%	16%	15%
每股收益(元)	2.63	3.04	3.57	4.13	4.76
PE	19.5	16.9	14.4	12.4	10.8
PB	4.6	4.1	3.5	3.0	2.5

资料来源: 公司数据、招商证券

2019 美的集团年度投资者日 - 核心要点

写在前面:

美的集团年度大型投资者交流活动于每年 5 月如期举行。“美的最大的不变就是变化”。2019 年,我们再一次感受到美的持续变革的决心,看到了对于公司未来的憧憬与期待。

1) 公司本年度投资者交流会的主要部分,管理层摒弃了此前由核心事业部和核心业务板块逐个汇报的模式,而是选取了四个投资者关注的核心方向,逐一答疑解惑。少了固化的安排,更多地站在了投资者的立场上进行汇报和分析。

2) 管理层直面问题的坦诚让与会者印象深刻。无论是总结库卡 2018 年不佳表现的原因,还是分析当下产品和品牌的成长空间,公司都直面问题,分析不足,并与投资者坦诚分享相关问题的解决之道。

3) 投资者关心的问题集中于:公司的多品牌策略下事业部制如何变革;一季度的促销是否是对品牌的伤害;KUKA 的前景以及多元化的展望;新的渠道业态和零售背景下公司如何应对等等。公司管理层对投资者关心的问题逐一回应。

一、KUKA 业务变革

1、业绩回顾

18 年未能延续 17 年的良好整体表现,主要源于:

- 组织架构调整导致职责不清
- 中国区域机器人本体接单问题
- 系统集成业务盈利下降
- 美的库卡协同问题:
 - 1) 渠道优势没有发挥
 - 2) 供应链协同不理想

2、经营改善

有信心在新领导团队带领下实现 19 年经营目标

1) 重点关注四大“改变”:

- 效率提升: 加强市场、渠道、供应链等方面协同; 进一步降低成本
- 聚焦中国: 加快本地化步伐, ① 顺德工业园投产; ② 今年推出 2 款本地研发产品
- 加强研发: 从内外部寻找 CTO; 提高研发效率和产出
- 精简组织: 组织架构改变: 从 CCO 到 KBO; 组织简化加快市场反应

2) 2019 年经营目标:

- 收入稳定增长: 2019 销售目标 33 亿欧元 (2018 年 32 亿欧元)

- EBIT: 1.16 亿欧元 (2018 年 0.34 亿欧元)

3、持续创新

围绕 19 年四大重点经营方向调整，持续进行业务创新。

图 1: 2019 年库卡四大重点经营方向

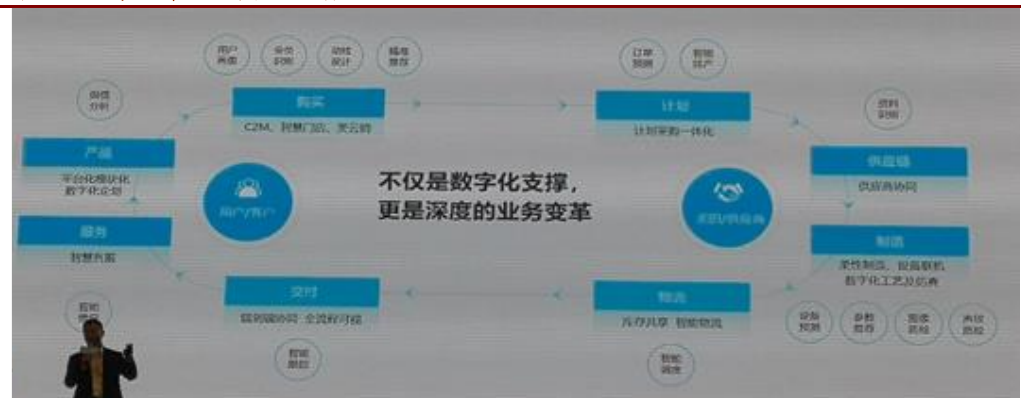


资料来源: 美的集团 2019 年度投资者交流会、招商证券

二、数字化转型与全价值链数据驱动

1、数据驱动全价值链卓越运营

图 2: 数字化在全价值链的应用



资料来源: 美的集团 2019 年度投资者交流会、招商证券

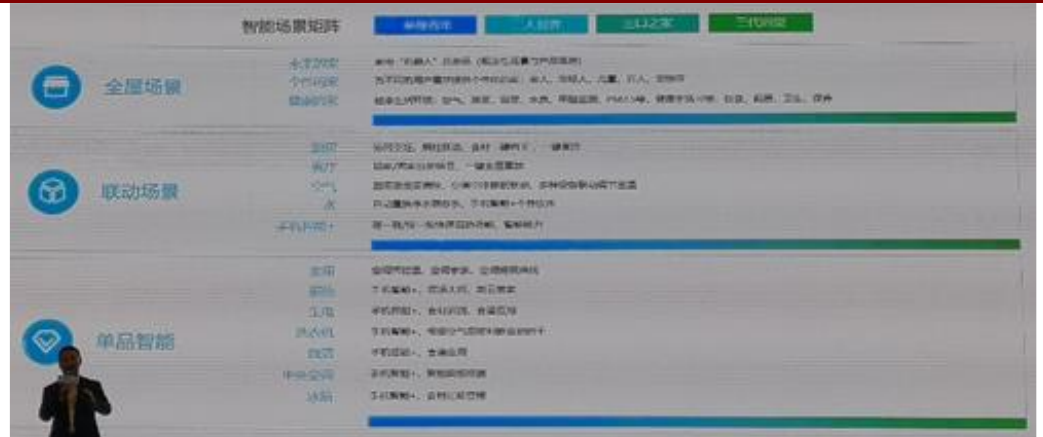
2、软硬结合驱动智慧家居新时代

规划 10 大项目，促进智能家电+客户+企业的链接，提升用户体验

- 智能产品切换项目
- 智能化场景与企划项目
- 智能技术发展项目
- 智能连接体验提升项目
- 平台建设与内容运营项目

- 模组降本项目
- 智能产品营销落地项目
- IoT 安全体系项目
- 智能产品大数据应用项目
- 生态建设项目

图 3: 智慧家居智能化场景: 从用户和场景两个维度出发



资料来源: 美的集团 2019 年度投资者交流会、招商证券

3、数字化驱动渠道、终端零售转型

以用户为中心, 细分业务场景, 增加用户触点, 提升销售效率

图 4: 数字化驱动渠道、终端零售转型: 美云销



资料来源: 美的集团 2019 年度投资者交流会、招商证券

4、数字化驱动服务流程标准化

5、数字化研发转型

6、数字化促进供应链协同

美的与供方全价值链协同, 全面提升供应商智能制造能力: 备货周期下降 20%, 交货达成率提升 31%

7、数字化加速智能制造落地

原材料、在制品库存下降 31%，综合制造效率提高 15%

8、数字化保障品质刚性

市场维修率下滑 11%，品质指标达成率 17%

9、国际数字化转型&数字化驱动全球业务融合

以数字化手段，促进海外收购&兼并单位与 HQ 的快速融合，达成一个美的、一个体系、一个标准的整体统一于高效协同

三、效率驱动与模式变革

1、提升渠道效率

● 线上效率深化

流量&转化：整合店铺&广告资源，提升 UV 价值；推广智能化客服，识别家装、套购、全屋需求用户，提升转化效率和服务体验质量。

供应链周转：拉通与天猫、京东平台的市场信息，指导后端库存备货，有效降低库存，提升运营周转效率。

● 通路效率提升

减少渠道层级，通过云端平台实现事业部直接与零售商（小 b）交互订单流，资金流，货物流和信息流，推动原有渠道转变盈利模式，代理商转变为运营商。

提高周转效率，加快产品流通及新品铺市。

● 数据赋能经营

完善数据底层建设，牵头设立策略运营中心。

强化数据分析团队，全方位赋能支撑战略规划、供应链效率管理、用户标签识别等经营决策，提升专业能力。

库存占比趋势：存销比下降超过 5%；渠道库存下降超过 20 亿。

● 代理商转运营商

推动代理商转变运营商，转变盈利模式与运营效率

由原来的“高渠道空间、低运营周转”的模式转变为“低渠道空间、高运营周转”的模式。

2、聚焦零售转型

零售转型的核心：深化用户需求洞察，精准切入用户消费场景，由推动渠道分销转变为拉动门店动销，构建面向用户的终端零售能力。

● **零售业态布局**：回归用户消费需求场景，重构美的线下业态布局，形成体验店、专柜专厅等新型终端体系；

● **终端零售运营**：单品销售—>套系化、全屋智能解决方案，迭代引流转化路径、用户服务流程，实现零售运营赋能；

- **高效供应保障:** 美的直供零售商, 共享一盘货, 通过产品动销、周转分析, 精准预测备货, 保证现货和周转;
- **用户体验提升:** 开展老用户运营, 拉通线上线下会员权益, 对老用户分级维护, 提升复购、带单和满意度。

图 5: 美的集团零售转型布局



资料来源: 美的集团 2019 年度投资者交流会、招商证券

3、线上线下融合

- **用户融合: 提升用户体验**

基于数据统一的权益统一, 信息保障一致, 提高用户便利度;

跨屏购物和关联营销引导, 提高跨品类购物和营销预判;

基于使用进度、LBS 和场景的主动触达;

- **产品服务融合: 产品+延伸服务, 提升用户忠诚度**

服务商品化, 提高交互和接触频次, 高频购买带来高频互动和高频分享;

付费会员制锁定核心用户, 预先转化全品类购物需求, 给忠诚用户额外提供极致体验。

4、工程售后融合

- **工程业务:**

精装房政策: 2019 年 2 月住宅项目规划提出新建城镇住宅需 100%全装交付, 2018 年政策明确全国 26 个省市, 2019 年渗透到全国各地。

美的优势: 利用全品类产品协同优势, 总部成立工程业务公司总对总提供全屋解决方案, 已与地产前 35 强实现战略合作, 目前全集团工程业务规模近 200 亿;

- **售后体验升级, 服务空间巨大**

利用用户数据分析, 通过用户体验的深度挖掘, 打造小区管家的新型服务模式

借助+互联网模式, 打通用户与工程师的直通渠道, 用户服务便捷高效

服务内容从家电安装维修向家庭服务延伸, 用家电全生命周期的规划来提升用户粘性

四、品牌组合策略

图 6：国内家电消费人群细分



资料来源：美的集团 2019 年度投资者交流会、招商证券

图 7：美的品牌定位差异化消费人群



资料来源：美的集团 2019 年度投资者交流会、招商证券

图 8：美的品牌：高端化和年轻化助力品牌未来



资料来源：美的集团 2019 年度投资者交流会、招商证券

图 9：Colmo 品牌定位：AI 科技 生而非凡



资料来源：美的集团 2019 年度投资者交流会、招商证券

图 10: 华凌品牌: 年轻科技 时尚生活



资料来源: 美的集团 2019 年度投资者交流会、招商证券

图 11: BUGU – 互联网商业模式的探索



资料来源: 美的集团 2019 年度投资者交流会、招商证券

图 12: 美的品牌矩阵



资料来源: 美的集团 2019 年度投资者交流会、招商证券

五、管理层 Q&A 核心观点

【产品：关于产品可靠性的提升】

早年美的在产品可靠性上有波动；自 2012 年之后有明显调整。目前一年维修率、两年维修率在业内已经有一定优势；长期稳定可靠性仍在持续努力，2017 年开始摸索，2019 年找到了作为强制性管理的方法。1000 人的研发团队中，有 100 人专门做长期可靠性研发和改进。公司判断，在未来一到两年能够解决长期可靠性问题。

【品牌：多品牌的战略目标和定位】

整体按照集团的预算来推进。布谷是培育性的，尽快摸索和用户交互的方式，把用户的见解、看法融入进来，在和用户沟通的过程中发现原来不足的地方，进行改造提高效益，然后反过来影响原来的美的，发挥价值，近两年不会有具体的销售目标。

对于 COLMO，希望打造成高端品牌，构建能传承的价值观，今年可能亏损一个多亿，但是初衷是要打造品牌形象，磨炼技术，推动后端打造让用户心动的高端品牌的能力，是对整个美的体系的挑战。

东芝同样也是中高端，但是需要结合区域去推广。在对松下、三洋接受度比较高的地方，核心是利用高品质、匠心的优势去推广。今年有目标，但具体不大（5-6 亿）。

比弗利是高端的子系列，希望能在洗衣机行业中占比进一步提升，达到 3% 以上。

【渠道与零售业态：积极拥抱变化】

未来的渠道应该有三种模式：一是厂家直供，二是传统的代理分销（因为中国区域纵深广，国土面积大），三是网批（京东、天猫都在做，也有美云销）。美的要直接面对零售商，把代理商转为运营商。

零售角度的结构更加清晰，线上的比例越来越大，线下业态整合越来越多：大的 KA 连锁依然在，厂家单一品牌的专门的专卖店生命力在衰减，只会萎缩不会再发展；继续向前端店延伸，在三四五级市场会有一些小的零售店等。

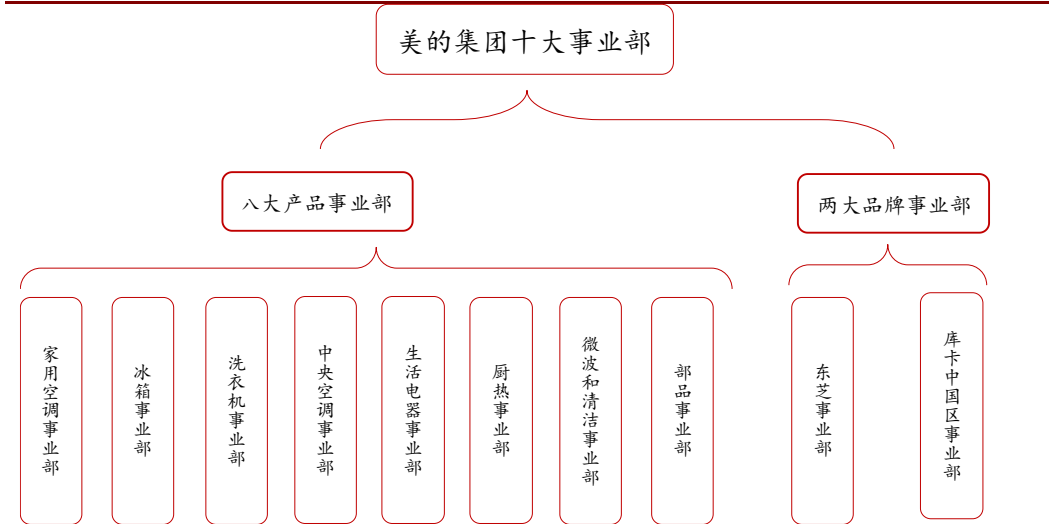
线上线下的融合已经在发生，几大平台已经在下沉，所有产品的信息都是高度透明，任何一个零售商的进货渠道都很多元，将突破地理限制。中国所有的家电企业是没有零售的，具备零售功能，但是没有零售；所有家电厂商与用户是没有直接联系的。市场正在发生变化，从产品价值转向用户价值，美的在此背景下推行转型，未来某个节点，美的要全面推行智能化，把业务模式改成产品+服务，跟用户建立真正的联系，了解用户画像，为用户提供优质的产品和服务。

【事业部制：协同与变革】

关于多品牌下事业部的运营：中国市场分层越来越清晰，从以前的大众市场到现在的人人市场，一个美的品牌无法满足不同需求，美的品牌组合已经形成。实际上，不同品牌的中台和后台都是相同的，都在各个产品事业部，不会影响效率和资源投入。各个事业

部的资源有策略上的牵引,如 COLMO 允许亏损,主要是为了打开市场。利用策略牵引,考核机制的协同,加上行政手段,价值观、文化氛围上的变化等进行协同。

图 13: 美的集团十大事业部示意图



资料来源: 招商证券

【库卡: 降本增效】

收入增长主要来自中国,一季度中国区销售收入不够理想;但是从接单情况来看,第二季度应该有一定贡献。盈利方面,已经宣布德国总部要裁员 10%,裁员不易,但要继续推行,以期进一步降低 SG&A,今年一季度已经降了一个点。中国团队和德国团队一起努力,希望在供应链方面有一些改进,通过中国区收入提高盈利增量,通过降成本、降费用达到盈利的目标。

【收购&多元化: 短期无大规模收购打算】

首先,短期内不做大的并购,保持战略的定力,追求内生增长;第二,未来两三年如果做并购,一定是在现有的基础上,可能体量会比较大,比如两三百亿美金等,如果没有做并购,也会适度考虑加大分红力度;第三,通过研究大企业的成长路径,可以看到多元化要谨慎。美的现在已经有三个条线,白电、暖通、机器人,要慎重。西方家电企业确实是多元化的发展,在这一块公司也在学习当中;管理多元业务确实比管理单一业务要困难很多。

【Q1 促销策略: 价格并无大幅下杀, 调结构策略坚定不移】

Q1 内销毛利率+1pct, 外销+6pct, 大宗原材料贡献 3pct, 另有汇率的影响。1-4 月整个家用空调全国零售价格下降 3%,并没有出现大幅下降。引流机型在销售中占比有限,调结构提高品牌力的战略并未改变。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	169811	182689	198446	231822	268866
现金	48274	27888	31397	44881	61109
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	10854	12556	13614	15248	16947
应收款项	17529	19390	21002	23523	26144
其它应收款	2658	2971	3222	3608	4010
存货	29444	29645	31423	35051	38940
其他	61052	90238	97788	109512	121716
非流动资产	78296	81012	79655	78457	77399
长期股权投资	2634	2713	2713	2713	2713
固定资产	22601	22437	22437	22437	22437
无形资产	15167	16187	15068	14061	13155
其他	37895	39675	39436	39246	39093
资产总计	248107	263701	278101	310279	346265
流动负债	119092	130231	128827	142208	156554
短期借款	2584	870	0	0	0
应付账款	35145	36902	39126	43642	48485
预收账款	17409	16782	17793	19847	22049
其他	63954	75677	71908	78718	86020
长期负债	46090	41016	41016	41016	41016
长期借款	32986	32091	32091	32091	32091
其他	13104	8924	8924	8924	8924
负债合计	165182	171247	169842	183223	197570
股本	6561	6663	6603	6603	6603
资本公积金	15300	12201	12201	12201	12201
留存收益	51876	64208	78420	95306	114740
少数股东权益	9188	9382	11034	12946	15151
归属于母公司所有者权益	73737	83072	97224	114110	133544
负债及权益合计	248107	263701	278101	310279	346265

现金流量表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	24443	27861	23221	25865	30120
净利润	17284	20231	23540	27244	31421
折旧摊销	0	0	1857	1697	1559
财务费用	33	(1266)	1928	1620	1502
投资收益	(1830)	(907)	(97)	(97)	(97)
营运资金变动	9320	8266	(5661)	(6515)	(6474)
其它	(363)	1538	1654	1915	2209
投资活动现金流	(34740)	(18642)	(500)	(500)	(500)
资本支出	(3218)	(5612)	(500)	(500)	(500)
其他投资	(31521)	(13030)	0	0	0
筹资活动现金流	19652	(13387)	(19213)	(11881)	(13392)
借款变动	22552	192	(7993)	0	0
普通股增加	102	102	(60)	0	0
资本公积增加	1690	(3099)	0	0	0
股利分配	(6459)	(7873)	(9328)	(10358)	(11987)
其他	1766	(2709)	(1831)	(1523)	(1405)
现金净增加额	9355	(4168)	3509	13484	16228

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	241919	261820	283878	317944	353379
营业成本	180461	188165	199505	222536	247229
营业税金及附加	1416	1618	1754	1964	2183
营业费用	26739	31086	30943	34974	37812
管理费用	14780	17949	19588	21938	24383
财务费用	816	(1823)	1928	1620	1502
资产减值损失	269	448	448	448	448
公允价值变动收益	(25)	(810)	(810)	(810)	(810)
投资收益	1830	907	907	907	907
营业利润	21628	25564	29810	34561	39920
营业外收入	467	435	435	435	435
营业外支出	240	226	226	226	226
利润总额	21855	25773	30019	34770	40129
所得税	3244	4123	4827	5614	6503
净利润	18611	21650	25192	29155	33626
少数股东损益	1328	1420	1652	1912	2205
归属于母公司净利润	17284	20231	23540	27244	31421
EPS (元)	2.63	3.04	3.57	4.13	4.76

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	51%	8%	8%	12%	11%
营业利润	24%	18%	17%	16%	16%
净利润	18%	17%	16%	16%	15%
获利能力					
毛利率	25.4%	28.1%	29.7%	30.0%	30.0%
净利率	7.1%	7.7%	8.3%	8.6%	8.9%
ROE	23.4%	24.4%	24.2%	23.9%	23.5%
ROIC	15.9%	14.9%	18.9%	19.0%	19.1%
偿债能力					
资产负债率	66.6%	64.9%	61.1%	59.1%	57.1%
净负债比率	14.4%	15.2%	11.5%	10.3%	9.3%
流动比率	1.4	1.4	1.5	1.6	1.7
速动比率	1.2	1.2	1.3	1.4	1.5
营运能力					
资产周转率	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
存货周转率	8.0	6.4	6.5	6.7	6.7
应收帐款周转率	15.6	14.2	14.1	14.3	14.2
应付帐款周转率	6.0	5.2	5.2	5.4	5.4
每股资料 (元)					
每股收益	2.63	3.04	3.57	4.13	4.76
每股经营现金	3.73	4.18	3.52	3.92	4.56
每股净资产	11.24	12.47	14.72	17.28	20.22
每股股利	1.20	1.40	1.57	1.82	2.09
估值比率					
PE	19.5	16.9	14.4	12.4	10.8
PB	4.6	4.1	3.5	3.0	2.5
EV/EBITDA	20.0	18.9	13.4	11.9	10.5

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:

金牛奖: 2018 最具价值金牛分析师 & 2018 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。