

公司研究/动态点评

2020年07月23日

家用电器/白色家电 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 70.19
合理价格区间(元): 76.20~80.01

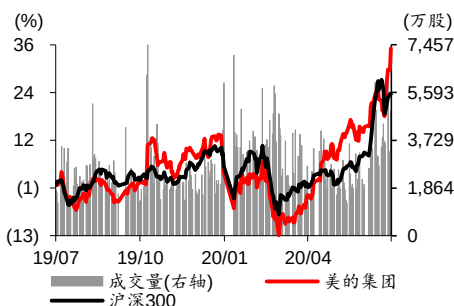
林寰宇 执业证书编号: S0570518110001
研究员 linhuanyu@htsc.com

王森泉 执业证书编号: S0570518120001
研究员 0755-23987489
wangsenquan@htsc.com

相关研究

- 1 《美的集团(000333 SZ,买入): 以长期视角看阶段低点》2020.04
- 2 《美的集团(000333 SZ,买入): 龙头多元表现超预期》2019.10
- 3 《美的集团(000333 SZ,买入): 品牌矩阵均衡发展, 净利润增长超 17%》2019.08

一年内股价走势图



资料来源: Wind

高效渠道, 有望率先受益零售好转 美的集团(000333)

全品类出货端均保持领先, 维持“买入”评级

在疫情冲击下, 公司空冰洗内外销均表现出较大韧性, 同时 5-6 月以来家电出货及零售已经呈现明显的恢复回暖态势。虽然空调产品在年初以来面临较大的价格压力, 但均价降幅已大幅收窄, 同时冰洗产品依然保持了产品升级态势。我们认为公司家电主业领导地位有望得到强化, 高效化渠道体系使得零售回暖快速传导到公司报表, 公司有望继续领跑家电行业。我们预计 2020-2022 年 EPS 为 3.81、4.24、4.67 元, 维持公司“买入”评级。

国内市场主要品类内销份额实现领先, 渠道革新铸造优势

美的过去几年持续推进渠道革新, 大幅提升渠道效率、优化渠道库存, 在疫情下保持了较强韧性, 同时报表能够更快反映出零售的好转。内销出货端, 产业在线数据显示, 2020 年 6 月美的系空调内销出货量同比+32.5% (份额同比+4.3pct, 超过格力), 5 月美的系冰箱、洗衣机内销出货量分别同比+26.5%、-4.5% (份额分别同比+3.3pct、-0.9pct)。零售端, 奥维云网数据显示, 2020 年 6 月, 美的系空调、冰箱、洗衣机线下零售量份额分别同比+6.9%、+1.3%、0.0pct, 线上分别同比+7.1%、-0.5%、+0.8pct。

空调产品均价降幅收窄, 持续研发投入继续带动冰洗产品革新升级

公司线下线上空调均价降幅收窄, 冰洗产品已经实现均价上行。奥维云网数据显示, 2020 年 1-6 月累计, 美的品牌空调、冰箱、洗衣机线下均价分别同比-11.5%、+4.3%、+11.9%, 线上均价分别同比-19.2%、+6.1%、+0.2%, 其中 6 月单月, 空冰洗线下均价同比-8.1%、+6.2%、+2.4%, 线下均价分别同比-13.8%、+10.8%、+3.5%。且随着空调新能效标准正式生效、旧库存逐步出清, 我们预计空调行业或在新冷年开盘后恢复常态化的竞争格局, 空调价格促销压力有望继续减弱。

海外表现优异, 订单集中态势明确

海外疫情影响下部分海外订单向国内优势企业集中, 公司外销订单获得较快增长, 我们继续看好公司维持产业链优势, 满足海外订单需求增长。产业在线数据显示, 2020 年 1-6 月美的空调累计外销出货量同比+14.2% (份额同比+7.6pct, 稳固行业出口第一), 1-5 月美的的冰箱、洗衣机累计外销出货量分别同比+10.8%、+8.9% (份额分别同比+1.8pct、+5.7pct)。

公司零售表现优异, 有望继续迎来估值修复

我们维持盈利预测, 预计公司 2020-2022 年 EPS 为 3.81、4.24、4.67 元 (由于股权激励后股本增多, 各年 EPS 均较前值减少 0.01 元), 截至 7 月 23 日可比行业 2020 年 Wind 一致预期 PE 23x。公司具备战略定力与执行力, 产品领先、效率驱动战略继续深化, 强化产品领先优势, 高效渠道让利消费者, 疫情后我们认为公司有望扩大在家电产品上的份额优势。考虑到家电行业整体财务表现偏弱, PE 估值被动抬升, 基于公司历史估值区间, 认可给予公司 2020 年 20-21x PE, 目标价格 76.20~80.01 元(前值 64.94~72.58 元), 维持“买入”评级。

风险提示: 疫情冲击、家电行业竞争加剧、原材料等价格不利波动。

经营预测指标与估值

公司基本资料

总股本 (百万股)	7,019
流通 A 股 (百万股)	6,834
52 周内股价区间 (元)	46.50-70.19
总市值 (百万元)	492,681
总资产 (百万元)	301,669
每股净资产 (元)	15.10

资料来源: 公司公告

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	259,665	278,216	297,540	330,865	363,951
+/-%	7.87	7.14	6.95	11.20	10.00
归属母公司净利润 (百万元)	20,231	24,211	26,754	29,742	32,780
+/-%	17.05	19.68	10.50	11.17	10.21
EPS (元, 最新摊薄)	2.88	3.45	3.81	4.24	4.67
PE (倍)	24.35	20.35	18.41	16.56	15.03

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 对比行业基准 Wind 一致预期

	PE	ROE (%)		净利润增速 (%)	
	2020E	2020E	2021E	2020E	2021E
美的集团	19.69	21.11	21.01	3.35%	14.19%
申万家电行业	23.30	14.06	17.84	-10.61%	24.26%

注: 均为 Wind 一致预测, 数据截至 2020/7/23

资料来源: Wind、华泰证券研究所

风险提示

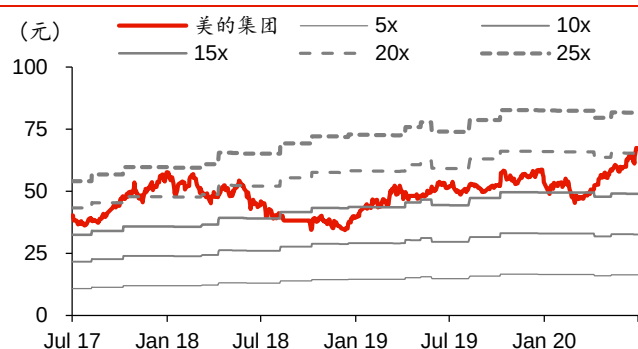
(1) 疫情冲击。新冠疫情影响下, 家电线下零售受到明显冲击, 如果海外疫情依然无法得到有效控制, 可能大幅影响海外家电稼

(2) 家电行业竞争加剧。如果行业中其他对手加大在公司主力价格段产品的竞争, 可能影响公司价格稳定性, 进而影响盈利能力。

(3) 原材料等价格不利波动。钢、铝、铜等原材料价格如果大幅度上升, 公司产品均价提升可能难以覆盖成本上升, 盈利能力有可能下降。

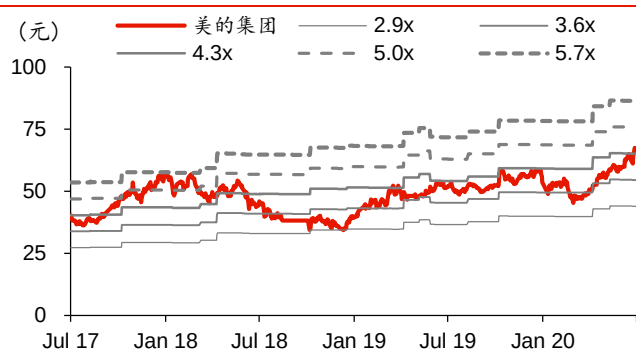
PE/PB - Bands

图表2: 美的集团历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表3: 美的集团历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	182,689	216,483	234,327	259,976	278,412
现金	27,888	70,917	77,492	99,615	106,804
应收账款	19,390	18,664	22,033	23,222	26,559
其他应收账款	0.00	2,713	188.44	3,038	511.07
预付账款	2,216	2,246	2,526	2,781	3,056
存货	29,645	32,443	33,596	39,746	40,931
其他流动资产	103,550	89,499	98,491	91,575	100,551
非流动资产	81,012	85,473	88,440	92,562	95,599
长期投资	2,713	2,791	3,106	3,446	3,769
固定资产投资	22,437	21,665	22,002	23,432	24,305
无形资产	16,187	15,484	17,000	18,861	20,467
其他非流动资产	39,675	45,533	46,332	46,824	47,058
资产总计	263,701	301,955	322,768	352,539	374,011
流动负债	130,231	144,318	155,812	171,235	176,080
短期借款	870.39	5,702	5,702	5,702	5,702
应付账款	36,902	42,536	41,957	51,879	51,341
其他流动负债	92,459	96,081	108,153	113,654	119,037
非流动负债	41,016	50,141	42,613	35,422	27,664
长期借款	32,091	41,298	33,771	26,579	18,822
其他非流动负债	8,924	8,842	8,842	8,842	8,842
负债合计	171,247	194,459	198,426	206,657	203,744
少数股东权益	9,382	5,827	7,027	8,427	10,027
股本	6,663	6,972	7,019	7,019	7,019
资本公积	18,451	19,640	19,640	19,640	19,640
留存公积	63,841	79,161	94,576	111,820	130,665
归属母公司股东权益	83,072	101,669	117,315	137,455	160,240
负债和股东权益	263,701	301,955	322,768	352,539	374,011

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	27,861	38,590	21,229	43,326	28,356
净利润	21,650	25,277	27,954	31,142	34,380
折旧摊销	0.00	0.00	3,233	3,701	4,227
财务费用	(1,823)	(2,232)	(1,800)	(1,900)	(2,000)
投资损失	(907.33)	(164.13)	(200.00)	(300.00)	(700.00)
营运资金变动	1,282	11,800	(6,707)	11,635	(6,582)
其他经营现金	7,659	3,909	(1,251)	(951.48)	(969.50)
投资活动现金	(18,642)	(23,108)	(4,801)	(6,623)	(5,664)
资本支出	5,612	3,452	5,886	7,484	6,940
长期投资	(15,002)	(23,605)	(315.45)	(339.47)	(323.46)
其他投资现金	(28,033)	(43,261)	769.10	521.06	953.09
筹资活动现金	(13,387)	(3,274)	(9,853)	(14,581)	(15,503)
短期借款	(1,714)	4,831	0.00	0.00	0.00
长期借款	(5,448)	9,207	(7,527)	(7,192)	(7,757)
普通股增加	101.98	308.87	47.10	0.00	0.00
资本公积增加	2,540	1,189	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(8,867)	(18,810)	(2,372)	(7,389)	(7,745)
现金净增加额	(3,879)	12,489	6,576	22,122	7,189

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	259,665	278,216	297,540	330,865	363,951
营业成本	188,165	197,914	210,510	233,789	257,168
营业税金及附加	1,618	1,721	2,150	2,250	2,350
营业费用	31,086	34,611	36,687	40,796	44,875
管理费用	9,572	9,531	10,151	11,288	12,417
财务费用	(1,823)	(2,232)	(1,800)	(1,900)	(2,000)
资产减值损失	(447.86)	(871.91)	(54.23)	(167.40)	(220.00)
公允价值变动收益	(810.45)	1,361	500.00	200.00	200.00
投资净收益	907.33	164.13	200.00	300.00	700.00
营业利润	25,564	29,683	32,616	36,211	39,938
营业外收入	434.76	613.31	650.00	800.00	900.00
营业外支出	225.81	367.29	200.00	200.00	200.00
利润总额	25,773	29,929	33,066	36,811	40,638
所得税	4,123	4,652	5,112	5,669	6,258
净利润	21,650	25,277	27,954	31,142	34,380
少数股东损益	1,420	1,066	1,200	1,400	1,600
归属母公司净利润	20,231	24,211	26,754	29,742	32,780
EBITDA	27,107	30,873	35,657	39,197	42,864
EPS (元, 基本)	2.88	3.45	3.81	4.24	4.67

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	7.87	7.14	6.95	11.20	10.00
营业利润	18.20	16.11	9.88	11.02	10.29
归属母公司净利润	17.05	19.68	10.50	11.17	10.21
获利能力 (%)					
毛利率	27.54	28.86	29.25	29.34	29.34
净利率	8.34	9.09	9.39	9.41	9.45
ROE	23.42	23.51	22.49	21.35	20.20
ROIC	24.24	36.53	34.46	42.69	41.85
偿债能力					
资产负债率 (%)	64.94	64.40	61.48	58.62	54.48
净负债比率 (%)	17.77	(17.23)	(20.63)	(37.47)	(40.74)
流动比率	1.40	1.50	1.50	1.52	1.58
速动比率	0.46	0.68	0.74	0.78	0.86
营运能力					
总资产周转率	1.01	0.98	0.95	0.98	1.00
应收账款周转率	8.61	10.05	8.61	8.61	8.61
应付账款周转率	3.12	3.13	3.12	3.12	3.12
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	2.88	3.45	3.81	4.24	4.67
每股经营现金流(最新摊薄)	(1.08)	6.49	3.02	6.17	4.04
每股净资产(最新摊薄)	11.84	14.49	16.71	19.58	22.82
估值比率					
PE (倍)	24.35	20.35	18.41	16.56	15.03
PB (倍)	5.93	4.85	4.20	3.59	3.08
EV_EBITDA (倍)	19.13	15.51	13.26	11.36	10.08

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

分析师声明

本人，林震宇、王森泉，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的销售人员、交易人员或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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。投资者应当考虑到本公司及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师林震宇、王森泉本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司