2020 年 11 月 01 日

证券研究报告•2020 年三季报点评

# 美的集团（000333）家用电器

买入（维持）

当前价：77.87 元

目标价：——元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

# 营收净利持续攀升，尽显龙头本色

## 投资要点

- **业绩总结：**2020 年前三季度公司实现营收 2177.5 亿元，同比-1.8%；归母净利润 220.2 亿元，同比+3.3%；扣非净利润 206.2 亿元，同比+0.1%。单季度来看，Q3 公司实现营收 780.3 亿元，同比+15.7%；归母净利润 80.9 亿元，同比+32%；扣非后归母净利润 71.6 亿，同比+18.5%。非经常性损益主要是公司交易性金融资产取得的投资收益 11.3 亿元。
- **海内外齐发力，Q3 营收净利持续攀升。**新冠疫情影响下，公司前三季度营收同比略有下滑。单季度来看，Q1 公司经营受到疫情影响最严重，Q2-Q3，家电生产销售逐步恢复正常，空调动销数据逐月环比好转。Q3 公司主营业务收入 623 亿元，同比增长 20.2%。分地区来看，内销收入 388 亿元，同比增长 21.6%；受益于海外订单高速增长，外销收入为 235 亿元，同比增长 18%。此外，库卡经营趋势有所改善，三季度接单同比增长 20.4%，单季度实现盈利，经营趋势有所改善。
- **渠道优化效率驱动，产品份额稳步提升。**公司坚持“产品领先、效率驱动、全球经营”的战略，充分彰显了龙头的抗压能力。受益于“T+3”以及扁平化的渠道结构，公司灵活调整生产销售策略，持续收割市场份额。根据奥维云网显示，2020Q3 美的空调线上、线下市场份额为 32.8%和 34.6%，同比提升 3pp 和 6.3pp；洗衣机线上、线下市场份额为 35.4%和 27.7%，同比提升 0.6pp 和 0.4pp；冰箱线上、线下市场份额为 18.4%和 14.1%，同比提升 1.4pp 和 1.7pp。经历疫情后，行业加速整合，市场格局持续优化，龙头优势进一步放大。
- **盈利能力维持稳定。**报告期内，公司综合毛利率为 25.3%，同比-3.8pp。从 H1 公司分板块经营情况来看，主要系空调板块业务毛利率下滑较为明显。我们推测主要由于行业竞争加剧，公司采取促销降价策略抢占市场空间，且上半年疫情影响下，各品类都进行了一定程度促销也有所影响。根据中怡康数据显示，2020 年 7-9 月，空调零售均价为 3306/3511/3738 元/台，同比下降 4%/0.5%/3.5%。考虑到新能效标准落地以及原材料价格同比回升，预期空调价格战基本告一段落，公司毛利率有望恢复往期水平。费用率方面，公司销售费用率为 9.3%，同比-3.2pp；管理费用率为 6%，维持稳定；财务费用率为-0.7%，同比+0.3pp。综合来看，公司净利率为 10.2%，同比+0.1PP。
- **盈利预测与投资建议。**随着疫情防控常态化，家电生产销售逐步恢复正常，公司将持续受益于终端景气度提升。预计 2020-2022 年 EPS 分别为 3.60/4.25/4.74 元，未来三年归母净利润将保持 11.2%的复合增长率，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格或大幅波动、需求回暖不及预期、人民币汇率波动风险。

| 指标/年度 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| 营业收入（百万元） | 279380.51 | 281909.35 | 310520.65 | 335029.60 |
| 增长率 | 6.71% | 0.91% | 10.15% | 7.89% |
| 归属母公司净利润（百万元） | 24211.22 | 25261.82 | 29863.47 | 33256.59 |
| 增长率 | 19.68% | 4.34% | 18.22% | 11.36% |
| 每股收益 EPS（元） | 3.45 | 3.60 | 4.25 | 4.74 |
| 净资产收益率 ROE | 23.51% | 20.39% | 20.05% | 18.84% |
| PE | 23 | 22 | 18 | 16 |
| PB | 5.38 | 4.47 | 3.71 | 3.13 |

*数据来源：Wind，西南证券*


**西南证券研究发展中心**

分析师：龚梦泓

执业证号：S1250518090001

电话：023-63786049

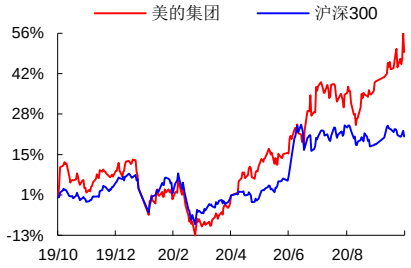
邮箱：gmh@swsc.com.cn

联系人：夏勤

电话：023-63786049

邮箱：xiaqin@swsc.com.cn


**相对指数表现**




*数据来源：聚源数据*

**基础数据**

| | |
|---|---|
| 总股本(亿股) | 70.26 |
| 流通 A 股(亿股) | 68.43 |
| 52 周内股价区间(元) | 46.5-81.18 |
| 总市值(亿元) | 5,471.05 |
| 总资产(亿元) | 3,504.43 |
| 每股净资产(元) | 16.07 |

**相关研究**

1. 美的集团(000333)：恢复迅速彰显韧性，线上渠道强势引领 (2020-08-30)
2. 美的集团（000333）：艰难困境出强者，龙头稳健行远路 (2020-04-30)
3. 美的集团（000333）：走远路，52 亿再启回购计划 (2020-02-23)
4. 美的集团（000333）：灵活的巨人，以变应万变 (2020-01-07)

**附表：财务预测与估值**

| 利润表（百万元） | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| 营业收入 | 279380.51 | 281909.35 | 310520.65 | 335029.60 |
| 营业成本 | 197913.93 | 207132.54 | 222440.40 | 236573.25 |
| 营业税金及附加 | 1720.62 | 1723.75 | 1906.56 | 2055.26 |
| 销售费用 | 34611.23 | 28190.94 | 34778.31 | 40203.55 |
| 管理费用 | 9531.36 | 16914.56 | 18631.24 | 20101.78 |
| 财务费用 | -2231.64 | -979.21 | -1581.63 | -2093.29 |
| 资产减值损失 | -871.91 | 450.00 | 500.00 | 500.00 |
| 投资收益 | 164.13 | 1000.00 | 1150.00 | 1350.00 |
| 公允价值变动损益 | 1361.16 | 600.00 | 600.00 | 600.00 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| **营业利润** | 29683.09 | 30076.77 | 35595.77 | 39639.05 |
| 其他非经营损益 | 246.02 | 770.00 | 870.00 | 970.00 |
| **利润总额** | 29929.11 | 30846.77 | 36465.77 | 40609.05 |
| 所得税 | 4651.97 | 4472.78 | 5287.54 | 5888.31 |
| 净利润 | 25277.14 | 26373.99 | 31178.24 | 34720.74 |
| 少数股东损益 | 1065.92 | 1112.18 | 1314.77 | 1464.15 |
| 归属母公司股东净利润 | 24211.22 | 25261.82 | 29863.47 | 33256.59 |

| 现金流量表（百万元） | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| 净利润 | 25277.14 | 26373.99 | 31178.24 | 34720.74 |
| 折旧与摊销 | 0.00 | 6359.02 | 6725.10 | 7082.49 |
| 财务费用 | -2231.64 | -979.21 | -1581.63 | -2093.29 |
| 资产减值损失 | -871.91 | 450.00 | 500.00 | 500.00 |
| 经营营运资本变动 | 25074.71 | 8371.42 | -1958.79 | -1377.10 |
| 其他 | -8657.90 | -1455.85 | -2491.76 | -2166.94 |
| **经营活动现金流净额** | 38590.40 | 39119.37 | 32371.16 | 36665.90 |
| 资本支出 | 2509.30 | -3520.00 | -4200.00 | -4210.00 |
| 其他 | -25617.00 | 1600.00 | 1750.00 | 1950.00 |
| **投资活动现金流净额** | -23107.70 | -1920.00 | -2450.00 | -2260.00 |
| 短期借款 | 4831.45 | -5701.84 | 0.00 | 0.00 |
| 长期借款 | 9206.94 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 股权融资 | 1497.88 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 支付股利 | -8553.90 | -4842.24 | -5052.36 | -5972.69 |
| 其他 | -10255.97 | -136.30 | 1581.63 | 2093.29 |
| **筹资活动现金流净额** | -3273.60 | -10680.38 | -3470.74 | -3879.40 |
| **现金流量净额** | 12489.48 | 26518.99 | 26450.42 | 30526.50 |

| 资产负债表（百万元） | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| 货币资金 | 70916.84 | 97435.83 | 123886.25 | 154412.75 |
| 应收和预付款项 | 28391.49 | 28378.08 | 31011.33 | 33566.26 |
| 存货 | 32443.40 | 34053.02 | 36996.34 | 39135.74 |
| 其他流动资产 | 84730.96 | 77975.09 | 85778.51 | 92463.07 |
| 长期股权投资 | 2790.81 | 2790.81 | 2790.81 | 2790.81 |
| 投资性房地产 | 399.34 | 399.34 | 399.34 | 399.34 |
| 固定资产和在建工程 | 22859.33 | 21585.96 | 20656.00 | 19379.11 |
| 无形资产和开发支出 | 43691.24 | 42252.31 | 40783.88 | 39314.99 |
| 其他非流动资产 | 15732.01 | 15605.30 | 15478.58 | 15351.87 |
| **资产总计** | 301955.42 | 320475.72 | 357781.04 | 396813.93 |
| 短期借款 | 5701.84 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付和预收款项 | 94191.61 | 96024.62 | 103882.99 | 111101.68 |
| 长期借款 | 41298.38 | 41298.38 | 41298.38 | 41298.38 |
| 其他负债 | 53267.50 | 53780.28 | 57101.35 | 60167.50 |
| **负债合计** | 194459.32 | 191103.27 | 202282.72 | 212567.56 |
| 股本 | 6971.90 | 7021.80 | 7021.80 | 7021.80 |
| 资本公积 | 19640.31 | 19590.42 | 19590.42 | 19590.42 |
| 留存收益 | 79161.29 | 99580.86 | 124391.97 | 151675.86 |
| 归属母公司股东权益 | 101669.16 | 122433.34 | 147244.45 | 174528.34 |
| 少数股东权益 | 5826.93 | 6939.11 | 8253.88 | 9718.03 |
| **股东权益合计** | 107496.10 | 129372.45 | 155498.32 | 184246.37 |
| 负债和股东权益合计 | 301955.42 | 320475.72 | 357781.04 | 396813.93 |

| 财务分析指标 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| **成长能力** | | | | |
| 销售收入增长率 | 6.71% | 0.91% | 10.15% | 7.89% |
| 营业利润增长率 | 16.11% | 1.33% | 18.35% | 11.36% |
| 净利润增长率 | 16.75% | 4.34% | 18.22% | 11.36% |
| EBITDA 增长率 | 15.63% | 29.16% | 14.90% | 9.55% |
| **获利能力** | | | | |
| 毛利率 | 29.16% | 26.53% | 28.37% | 29.39% |
| 三费率 | 15.00% | 15.65% | 16.69% | 17.38% |
| 净利率 | 9.05% | 9.36% | 10.04% | 10.36% |
| ROE | 23.51% | 20.39% | 20.05% | 18.84% |
| ROA | 8.37% | 8.23% | 8.71% | 8.75% |
| ROIC | 21.56% | 28.10% | 34.56% | 37.38% |
| EBITDA/销售收入 | 9.83% | 12.58% | 13.12% | 13.32% |
| **营运能力** | | | | |
| 总资产周转率 | 0.99 | 0.91 | 0.92 | 0.89 |
| 固定资产周转率 | 12.67 | 13.18 | 15.08 | 17.32 |
| 应收账款周转率 | 13.97 | 13.91 | 14.18 | 14.12 |
| 存货周转率 | 6.29 | 6.15 | 6.23 | 6.20 |
| 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 85.48% | — | — | — |
| **资本结构** | | | | |
| 资产负债率 | 64.40% | 59.63% | 56.54% | 53.57% |
| 带息债务/总负债 | 24.17% | 21.61% | 20.42% | 19.43% |
| 流动比率 | 1.50 | 1.69 | 1.83 | 1.97 |
| 速动比率 | 1.28 | 1.45 | 1.58 | 1.73 |
| 股利支付率 | 35.33% | 19.17% | 16.92% | 17.96% |
| **每股指标** | | | | |
| 每股收益 | 3.45 | 3.60 | 4.25 | 4.74 |
| 每股净资产 | 14.48 | 17.44 | 20.97 | 24.86 |
| 每股经营现金 | 5.50 | 5.57 | 4.61 | 5.22 |
| 每股股利 | 1.22 | 0.69 | 0.72 | 0.85 |

| 业绩和估值指标 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| EBITDA | 27451.46 | 35456.58 | 40739.25 | 44628.25 |
| PE | 22.58 | 21.64 | 18.31 | 16.44 |
| PB | 5.38 | 4.47 | 3.71 | 3.13 |
| PS | 1.96 | 1.94 | 1.76 | 1.63 |
| EV/EBITDA | 18.35 | 13.37 | 10.98 | 9.34 |
| 股息率 | 1.56% | 0.89% | 0.92% | 1.09% |

*数据来源：Wind，西南证券*

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

| | |
|---|---|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 |
| | 持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
| | 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
| | 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间 |
| | 卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下 |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 |
| | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 |
| | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下 |

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

**上海**

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

**北京**

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

**重庆**

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

**深圳**

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 职务 | 座机 | 手机 | 邮箱 |
|---|---|---|---|---|---|
| 上海 | 蒋诗烽 | 地区销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 张方毅 | 高级销售经理 | 021-68413959 | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn |
| | 杨博睿 | 销售经理 | 021-68415861 | 13166156063 | ybz@swsc.com.cn |
| | 吴菲阳 | 销售经理 | 021-68415020 | 16621045018 | wfy@swsc.com.cn |
| | 付禹 | 销售经理 | 021-68415523 | 13761585788 | fuyu@swsc.com.cn |
| | 黄滢 | 销售经理 | 18818215593 | 18818215593 | hying@swsc.com.cn |
| | 蒋俊洲 | 销售经理 | 18516516105 | 18516516105 | jiangjz@swsc.com.cn |
| | 刘琦 | 销售经理 | 18612751192 | 18612751192 | liuqi@swsc.com.cn |
| | 崔露文 | 销售经理 | 15642960315 | 15642960315 | clw@swsc.com.cn |
| | 陈慧琳 | 销售经理 | 18523487775 | 18523487775 | chhl@swsc.com.cn |
| 北京 | 张岚 | 高级销售经理 | 18601241803 | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
| | 彭博 | 销售经理 | 13391699339 | 13391699339 | pbyf@swsc.com.cn |
| | 高妍琳 | 销售经理 | 15810809511 | 15810809511 | gyl@swsc.com.cn |
| 广深 | 王湘杰 | 地区销售副总监 | 0755-26671517 | 13480920685 | wxj@swsc.com.cn |
| | 林芷琬 | 高级销售经理 | 15012585122 | 15012585122 | linzw@swsc.com.cn |
| | 陈慧玲 | 高级销售经理 | 18500709330 | 18500709330 | chl@swsc.com.cn |
| | 谭凌岚 | 销售经理 | 13642362601 | 13642362601 | tll@swsc.com.cn |
| | 郑龑 | 销售经理 | 18825189744 | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |