证券研究报告

公司研究——事项点评

美的集团（000333.SZ）

美的集团：Q2 收入盈利逆势转正，费控成效卓越凸显效率优势

2020 年 08 月 31 日

买入 | 增持 | 持有 | 卖出

上次评级：买入，2020.08.23

罗岸阳　家电行业分析师

执业编号：S1500520070002

联系电话：+86 13656717902

邮　箱：luoanyang@cindasc.com

相关研究

《美的集团：做大而美的百年企业》2020.08

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼

邮编：100031

事件：公司发布 20H1 中报：1）上半年实现营收 1397.19 亿元 （-9.47%），归母净利 139.28 亿元（-8.29%），扣非净利 134.57 亿元（-7.55%）；2）Q2 实现营收 813.63 亿元 （+3.21%），归母净利 91.17 亿元（+0.65%），扣非净利 86.4 亿元（+2%），整体表现符合预期。

点评：

- **Q2 收入盈利逆势转正，海外订单稳健增长。**分业务来看，暖通空调、消费电器、机器人业务上半年收入同比分别-10.4%、-9.1%、-20.8%。根据产业在线的数据，20H1 美的空调、冰箱、洗衣机内销量同比-2.3/+7.0/-16.9%，表现远优于行业（空调-24.7%，冰箱-12.3%，洗衣机-14.9%）。美的在疫情过后率先恢复收入增长，各品类市场份额快速上升。根据奥维数据，美的空调线上线下市场份额达 37.4/34.2%(+7.6/6.0pct)；冰箱线上线下市场份额达 19/14.3%(+1.9/1.8pct)；洗衣机线上线下市场份额 34.6/27.3%(+2.1/0.0pct)、其他家电线上线下市场份额分别为 25.3/20.5%(+2.6/0.7pct）。受疫情影响，上半年海外收入 618.33 亿元（-0.44%），但出口订单同比+10%，进一步体现公司优质产能和产品的稀缺不可替代性。根据库卡披露财报，Q2 库卡实现收入 5.44 亿欧元，同比-32.1%；实现订单金额 5.52 亿欧元，同比-39.6%；上半年中国及海外地区下游汽车等制造业受疫情影响明显，机器人订单有所下滑；但健康医疗板块表现相对较好，收入同比仅下滑 4.8%，EBIT Margin 为 2.5%(同比+3.4pct)。

- **空调促销致毛利率下降，费控成效卓越凸显效率优势。**公司 Q2 季度毛利率 25.86%，同比下降 4.69pct；上半年整体毛利率下降 3.92pct（其中暖通空调-7.88pct、消费电器+0.32pct、机器人-3.34pct）。公司毛利率下降主要由于空调行业促销以及线上占比提升带来的均价下降。根据中怡康数据，上半年美的空调、冰箱、洗衣机均价为 3120/4110/2393，同比分别-17.11/+5.73/+13.62%。我们预计，随着二季度后铜、铝等原材料价格走高，对于行业均价恢复将有所贡献。公司 Q2 净利率 11.42%，同比-0.7pct；上半年整体净利率 10.12%，同比下降 0.33pct，基本保持稳健。得益于公司经营效率优势，上半年公司在收入规模下降情况下，积极控制营销费用投入，销售费用率 9.04%，同比大幅下降 3.61pct。3 月份开始公司高管带头自愿冻薪，积极进行内部降本增效，Q2 管理费用率 2.57%,同比下降 0.87pct。美的在艰难的外部环境下立足长远，依然保持研发创新费用稳定投入，上半年研发费用率 3.16%，同比小幅上升 0.22pct。上半年财务费用率-0.72%，同比+0.49pct。上半年整体费用率 14.52%，同比大幅下降 3.93pct，体现了公司强大的经营效率优势。

- **周转效率环比改善，经营性现金流持续增长。**20H1 公司存货及应收账款周转天数为 47.08/28.69，环比一季度分别减少

11.78/1.81 天，Q2 周转明显加快。从资产负债表看：

1）20H1 期末公司货币资金+其他流动资产（主要为理财及结构性存款）合计 1463.96 亿元，同比增长 31.47%，现金资金垫充足；

2）应收账款和票据 313.39 亿元，同比-17.7%，公司 Q2 加快账款回收效率；预收货款及劳务款等 132.2 亿元，同比（去年同期会计分录调整前预收货款为 74.9 亿元）增长 76.50%，体现了未来良好的收入增长预期；

3）其他流动负债中预提返利余额 287.5 亿元，同比增长 9.9%，公司对于渠道提货激励力度不减。

4）Q2 经营性净现金流 107.4 亿元，同比 7.96%，二季度报表质量扎实。

- **盈利预测与投资评级：**我们认为，在上半年疫情承压情况下，公司保持实现收入业绩稳健，市占率及盈利能力显著超越行业及竞争对手，体现了公司强大的效率优势。展望三季度，随着线下渠道人流量回暖，行业景气度将有明显回升，公司数字化带来的效率优势以及多元化的业务布局，有望帮助公司减少经营波动性，穿越周期，迈向稳健经营的百年企业之路。我们预计公司 20-22 年营收为 2843/3125/3404 亿元，同比+2.2/9.9/8.9%;预计 20-22 归母净利为 249/276/303 亿元，同比+2.7/11.0/9.9%,对应 EPS 为 3.54/3.93 /4.32 元，PE 为 19.9/17.9/16.3，维持“买入”评级。

- **风险因素：**宏观经济波动风险；原材料价格波动风险；海外开拓不及预期；品类扩张不及预期。

重要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	279,381	284,339	312,480	340,439
增长率（%）	7.1%	2.2%	9.9%	8.9%
归母净利润（百万元）	24,211	24,859	27,598	30,321
增长率（%）	19.7%	2.7%	11.0%	9.9%
EPS（元/股）	3.60	3.54	3.93	4.32
市盈率（P/E）	20.1	19.9	17.9	16.3

资料来源：万得，信达证券研发中心预测 *注：股价为 2020 年 8 月 28 日收盘价*

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	279,381	284,339	312,480	340,439	货币资金	70,917	79,372	81,170	88,669
%同比增速	6.71%	1.77%	9.90%	8.95%	交易性金融资产	1,087	1,000	1,000	1,000
营业成本	197,914	199,582	217,174	234,903	应收账款及应收票据	23,432	24,761	29,584	30,143
毛利	80,302	84,758	95,306	105,536	存货	32,443	34,084	38,307	36,265
%营业收入	28.86%	29.81%	30.50%	31.00%	预付账款	2,246	1,745	3,081	2,447
税金及附加	1,721	1,734	1,906	2,076	其他流动资产	65,011	62,777	68,087	65,292
%营业收入	0.62%	0.61%	0.61%	0.61%	流动资产合计	216,483	224,005	241,127	244,238
销售费用	34,611	35,685	40,622	45,278	可供出售金融资产	-	1,246	1,051	766
%营业收入	12.44%	12.55%	13.00%	13.30%	持有至到期投资	-	-	-	-
管理费用	9,531	9,668	10,937	11,234	长期股权投资	2,791	3,334	3,787	4,287
%营业收入	3.43%	3.40%	3.50%	3.30%	投资性房地产	399	404	398	401
研发费用	9,638	11,089	12,718	14,298	固定资产合计	21,665	22,665	23,665	24,665
%营业收入	3.45%	3.90%	4.07%	4.20%	无形资产	15,484	17,000	18,861	20,467
财务费用	-2,232	-1,080	-1,711	-1,674	商誉	28,207	28,737	28,682	28,542
%营业收入	-0.80%	-0.80%	-0.83%	-1.00%	递延所得税资产	5,769	4,738	4,976	5,161
资产减值损失	-872	-200	-600	-447	其他非流动资产	11,158	2,250	2,250	2,250
信用减值损失	-96	-	-	-	资产总计	301,955	311,013	332,741	340,202
其他收益	1,195	1,256	1,225	1,241	短期借款	5,702	1,000	2,500	1,000
投资收益	164	1240	1085	1045	应付票据及应付账款	66,427	62,335	82,447	64,367
净敞口套期收益	-	-	-	-	预收账款	16,232	27,513	14,111	28,444
公允价值变动收益	1361	145	158	166	应付职工薪酬	6,436	8,045	10,056	12,068
资产处置收益	-131	-83	-107	-95	应交税费	5,096	4,172	4,381	4,550
营业利润	29,683	30,427	33,829	37,147	其他流动负债	39,075	32,614	34,666	35,481
%营业收入	10.67%	10.70%	10.83%	10.91%	流动负债合计	144,318	146,091	158,920	156,971
营业外收支	246	227	237	232	长期借款	41,298	32,899	27,507	21,504
利润总额	29,929	30,655	34,065	37,379	应付债券	-	-	-	-
%营业收入	10.71%	10.78%	10.90%	10.98%	递延所得税负债	4,556	4,317	4,432	4,435
所得税费用	4,652	4,760	5,317	5,795	其他非流动负债	864	4,013	4,019	3,977

净利润	25,277	25,895	28,748	31,584	负债合计	194,459	188,423	195,951	187,940
%营业收入	16.75%	2.44%	11.02%	9.87%	归属于母公司的所有者权益	101,669	114,529	128,674	144,416
归属于母公司的净利润	24,211	24,859	27,598	30,321	少数股东权益	5,827	8,062	8,115	7,846
%同比增速	19.68%	2.67%	11.02%	9.87%	股东权益	107,496	122,591	136,789	152,263
少数股东损益	1,066	1,036	1,150	1,263	负债及股东权益	301,955	311,013	332,741	340,202
EPS（元/股）	3.60	3.54	3.93	4.32					
					现金流量表（百万元）				
						2019A	2020E	2021E	2022E
					经营活动现金流净额	38,590	27,853	28,178	30,075
					投资支出	108,457	-34,900	18,808	13,354
基本指标					资本性支出	3,452	3,305	3,386	2,868
	2019A	2020E	2021E	2022E	其他投资性支出	88,802	6,609	6,773	5,735
EPS	3.60	3.54	3.93	4.32	投资活动现金流净额	-23,108	38,205	-15,421	-10,486
BVPS	14.58	16.31	18.33	20.57	债权融资	-	-	-	-
PE	20.38	19.85	17.88	16.28	股权融资	-	-	-	-
PEG	1.22	8.13	1.62	1.65	银行贷款增加（减少）	9,207	-8,400	-5,392	-6,003
PB	4.59	4.03	3.61	3.24	筹资成本	2,232	1,080	1,711	1,674
EV/EBITDA	14.48	14.51	12.58	10.77	其他	-10,249	-780	-3,855	-4,412
ROE	23.51%	21.12%	21.02%	20.74%	筹资活动现金流净额	-3,274	-10,260	-10,958	-12,090
ROIC	20.40%	21.27%	22.13%	23.70%	现金净流量	12,489	8,455	1,798	7,499

研究团队简介

罗岸阳，家电行业首席分析师。浙江大学电子信息工程学士，法国北方高等商学院金融学&管理学双学位硕士。曾任职于 TP-LINK 硬件研发部门从事商用通信设备开发设计。曾先后任职天风证券家电行业研究员、国金证券家电行业负责人，所在团队 2015、2017 年新财富入围。2020 年 7 月加盟信达证券研究开发中心，从事家电行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁　泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张　华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐　蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	魏　冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴　国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com
华南	陈　晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数（以下简称基准）; 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	**买入：** 股价相对强于基准 20％以上；	**看好：** 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5％～20％；	**中性：** 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	**看淡：** 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5％以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。