

2023年05月04日

# 稳健增长，盈利改善

## 美的集团 (000333)

### 事件概述

4月28日，公司发布2022年年度报告及2023年一季度报告：

**2022年：**公司实现营业收入3457.1亿元(YOY+0.7%)，实现归母净利润295.5亿元(YOY+3.4%)，扣非归母净利润286.1亿元(YOY+10.3%)。

**对应22Q4：**公司实现营业收入739.3亿元(YOY-8.1%)，实现归母净利润50.8亿元(YOY-0.7%)，扣非归母净利润为45.4亿元(YOY+35.1%)。

**23Q1：**公司实现营业收入966.4亿元(YOY+6.3%)，实现归母净利润80.4亿元(YOY+12%)，扣非归母净利润76.7亿元(YOY+10%)。

### 分析判断：

#### ► 收入端：ToC 高端突破，ToB 稳步增长

公司22年营收基本持平，同比+0.7%，拆分主营业务：

**分产品看，**暖通空调、消费电器、机器人及自动化系统业务分别实现收入1506、1253、299亿元，分别同比+6%，-5%、+10%。

**分地区看，**内销收入2013亿元，同比-1%；外销收入1426亿元，同比+4%，

**分事业部看，其中：**

**工业技术事业群：**22年收入216亿元(YOY+7%)。根据产业在线数据及公司年报，22年公司家用空调压缩机全球市场占比提升至44%，继续稳居全球第一，热泵采暖水机压缩机销量同比+50%；芯片产品年销量突破千万，已对超30家厂商实现供货；新能源汽车零部件22年累计销量接近20万套，新增近30个客户定点合作项目，定点合作项目未来产生的订单总产值将超过80亿元。

**楼宇科技事业部：**22年收入228亿元(YOY+16%)。根据产业在线数据，公司中央空调国内市场占有率继续保持第一，多联机市场领跑国内品牌，市场份额超18%。根据公司年报，22年公司空气源热泵产品出口同比增长超160%。

**机器人与自动化事业部：**22年收入277亿元(YOY+10%)。根据库卡22年度财报，库卡22年收入39亿欧元(YOY+18.6%)，已接订单44.6亿欧元(YOY+25.1%)，库卡中国区22年收入8.8亿欧元(YOY+49.7%)。

### 评级及分析师信息

**评级：** 增持  
**上次评级：** 首次覆盖  
**目标价格：**  
**最新收盘价：** 56.78

**股票代码：** 000333  
**52周最高价/最低价：** 61.49/40.09  
**总市值(亿)** 3,986.92  
**自由流通市值(亿)** 3,906.53  
**自由流通股数(百万)** 6,880.11



**分析师：陈玉卢**  
邮箱：chenyl@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120522090001  
联系电话：

**研究助理：喇睿萌**  
邮箱：larm@hx168.com.cn  
SAC NO:  
联系电话：

► **业绩端：22年Q4加速改善**

**2022年：**公司整体毛利率为 24.2%(YOY+1.8pct)，归母净利率为 8.5%(YOY+0.2pct)，扣非归母净利率为 8.3%(YOY+0.7pct)。

**对应 22Q4：**公司整体毛利率为 26.6%(YOY+8.4pct)，归母净利率为 6.9%(YOY+0.5pct)，扣非归母净利率为 6.1%(YOY+2pct)。

根据公司年报，我们认为公司 22 年盈利水平小幅提升主要由于公司持续聚焦推动核心业务变革及数字化赋能，公司标杆工厂实现生产效率提升超 30%，不良率下降超 30%，并正在迅速复制到多个生产基地。同时，大宗价格持续回落亦有贡献。

► **23Q1：**

公司 23Q1 收入同比+6.3%，分事业部看，楼宇科技事业部、机器人与自动化事业部、工业技术事业群分别实现收入 78 亿元、76 亿元、62 亿元，分别同比+41%、+27%、+11%。

整体毛利率为 24%(YOY+1.9pct)，归母净利率为 8.3%(YOY+0.4pct)。扣非归母净利率为 7.9%(YOY+0.3pct)。

► **提升分红比例，推出激励计划：**

公司推出 2023 年限制性股票激励计划，23、24、25 年加权平均净资产收益率分别不低于 20%、18%、18%。

**22 年分红比例提升。**根据公司年报，公司拟向全体股东每股派发现金 2.5 元（含税），现金分红总额约为 171.9 亿元，约占公司 22 年归母净利润的 58%，同比去年+17pct。按 2023 年 4 月 28 日收盘价计算，股息率约为 4.4%。

**投资建议**

公司为向全球化科技集团转型的家电龙头企业，公司实现 ToC 与 ToB 并重，启动第二引擎，通过 ToC 领域产品力与核心技术的提升，带动盈利能力改善，为 ToB 业务的转型提供战略支撑，不断夯实和完善全球化能力。我们认为公司双高端品牌将驱动 C 端业务进一步提升，B 端业务将为公司的长远增长创造空间。

我们预计 23-25 年公司收入分别为 3793/4101/4376 亿元，同比分别+10%/+8%/+7%。预计 23-25 年归母净利润分别为 336/374/407 亿元，同比分别+14%/+11%/+9%，相应 EPS 分别为 4.79/5.33/5.80 元，以 23 年 4 月 28 日收盘价 56.78 元计算，对应 PE 分别为 12/11/10 倍，可比公司 23 年平均 PE 为 15 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

**风险提示**

原材料价格波动、贸易摩擦和关税壁垒、行业空间测算偏差、第三方数据失真风险、研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险、客户认证不通过、汇率波动等。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	343,361	345,709	379,298	410,146	437,580
YoY (%)	20.2%	0.7%	9.7%	8.1%	6.7%
归母净利润(百万元)	28,574	29,554	33,625	37,454	40,741
YoY (%)	5.0%	3.4%	13.8%	11.4%	8.8%
毛利率 (%)	22.5%	24.2%	24.7%	25.2%	25.6%
每股收益 (元)	4.17	4.34	4.79	5.33	5.80
ROE	22.9%	20.7%	19.1%	17.5%	16.0%
市盈率	13.62	13.08	11.86	10.64	9.79

资料来源：Wind、华西证券研究所

## 正文目录

1. 事件概述.....	5
2. 分析判断.....	5
3. 投资建议.....	6
4. 风险提示.....	6

## 图表目录

图 1 可比公司估值.....	6
-----------------	---

## 1. 事件概述

4月28日，公司发布2022年年度报告及2023年一季度报告：

**2022年：**公司实现营业收入3457.1亿元(YOY+0.7%)，实现归母净利润295.5亿元(YOY+3.4%)，扣非归母净利润286.1亿元(YOY+10.3%)。

**对应22Q4：**公司实现营业收入739.3亿元(YOY-8.1%)，实现归母净利润50.8亿元(YOY-0.7%)，扣非归母净利润为45.4亿元(YOY+35.1%)。

**23Q1：**公司实现营业收入966.4亿元(YOY+6.3%)，实现归母净利润80.4亿元(YOY+12%)，扣非归母净利润76.7亿元(YOY+10%)。

## 2. 分析判断

### ► 收入端：ToC 高端突破，ToB 稳步增长

公司22年营收基本持平，同比+0.7%，拆分主营业务：

分产品看，暖通空调、消费电器、机器人及自动化系统业务分别实现收入1506、1253、299亿元，分别同比+6%、-5%、+10%。

分地区看，内销收入2013亿元，同比-1%；外销收入1426亿元，同比+4%，

分事业部看，其中：

**工业技术事业群：**22年收入216亿元(YOY+7%)。根据产业在线数据及公司年报，22年公司家用空调压缩机全球市场占比提升至44%，继续稳居全球第一，热泵采暖水机压缩机销量同比+50%；芯片产品年销量突破千万，已对超30家厂商实现供货；新能源汽车零部件22年累计销量接近20万套，新增近30个客户定点合作项目，定点合作项目未来产生的订单总产值将超过80亿元。

**楼宇科技事业部：**22年收入228亿元(YOY+16%)。根据产业在线数据，公司中央空调国内市场占有率继续保持第一，多联机市场领跑国内品牌，市场份额超18%。根据公司年报，22年公司空气源热泵产品出口同比增长超160%。

**机器人与自动化事业部：**22年收入277亿元(YOY+10%)。根据库卡22年度财报，库卡22年收入39亿欧元(YOY+18.6%)，已接订单44.6亿欧元(YOY+25.1%)，库卡中国区22年收入8.8亿欧元(YOY+49.7%)。

### ► 业绩端：22年Q4 加速改善

**2022年：**公司整体毛利率为24.2%(YOY+1.8pct)，归母净利率为8.5%(YOY+0.2pct)，扣非归母净利率为8.3%(YOY+0.7pct)。

**对应22Q4：**公司整体毛利率为26.6%(YOY+8.4pct)，归母净利率为6.9%(YOY+0.5pct)，扣非归母净利率为6.1%(YOY+2pct)。

根据公司年报，我们认为公司22年盈利水平小幅提升主要由于公司持续聚焦推动核心业务变革及数字化赋能，公司标杆工厂实现生产效率提升超30%，不良率下降超30%，并正在迅速复制到多个生产基地。同时，大宗价格持续回落亦有贡献。

### ► 23Q1：

公司 23Q1 收入同比+6.3%，分事业部看，楼宇科技事业部、机器人与自动化事业部、工业技术事业群分别实现收入 78 亿元、76 亿元、62 亿元，分别同比+41%、+27%、+11%。

整体毛利率为 24%(YOY+1.9pct)，归母净利率为 8.3%(YOY+0.4pct)。扣非归母净利率为 7.9%(YOY+0.3pct)。

► **提升分红比例，推出激励计划：**

公司推出 2023 年限制性股票激励计划，23、24、25 年加权平均净资产收益率分别不低于 20%、18%、18%。

**22 年分红比例提升。**根据公司年报，公司拟向全体股东每股派发现金 2.5 元（含税），现金分红总额约为 171.9 亿元，约占公司 22 年归母净利润的 58%，同比+17pct。按 2023 年 4 月 28 日收盘价计算，股息率约为 4.4%。

### 3. 投资建议

公司为向全球化科技集团转型的家电龙头企业，公司实现 ToC 与 ToB 并重，启动第二引擎，通过 ToC 领域产品力与核心技术的提升，带动盈利能力改善，为 ToB 业务的转型提供战略支撑，不断夯实和完善全球化能力。我们认为公司双高端品牌将驱动 C 端业务进一步提升，B 端业务将为公司的长远增长创造空间。

我们预计 23-25 年公司收入分别为 3793/4101/4376 亿元，同比分别+10%/+8%/+7%。预计 23-25 年归母净利润分别为 336/374/407 亿元，同比分别+14%/+11%/+9%，相应 EPS 分别为 4.79/5.33/5.80 元，以 23 年 4 月 28 日收盘价 56.78 元计算，对应 PE 分别为 12/11/10 倍，可比公司 23 年平均 PE 为 15 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

图 1 可比公司估值

股票代码	公司	股价（元）	EPS			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
600690.SH	海尔智家	23.70	1.81	2.07	2.33	13.12	11.43	10.16
000651.SZ	格力电器	39.34	4.59	5.04	5.48	8.58	7.81	7.17
000921.SZ	海信家电	24.79	1.29	1.53	1.78	19.20	16.16	13.96
002032.SZ	苏泊尔	51.50	2.84	3.15	3.49	18.13	16.35	14.78
	平均值					14.76	12.94	11.52
000333.SZ	美的集团	56.78	4.79	5.33	5.80	11.86	10.64	9.79

资料来源：Wind、华西证券，数据截止 2023 年 4 月 28 日；注：可比公司盈利预测均为 Wind 一致预测。

### 4. 风险提示

- 1、原材料价格波动。
- 2、贸易摩擦和关税壁垒。
- 3、行业空间测算偏差。
- 4、第三方数据失真风险。

- 5、研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。
- 6、客户认证不通过。
- 7、汇率波动等

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	345,709	379,298	410,146	437,580	净利润	29,810	33,916	37,779	41,095
YoY (%)	0.7%	9.7%	8.1%	6.7%	折旧和摊销	0	3,661	3,660	3,737
营业成本	260,596	284,369	305,451	324,264	营运资金变动	9,245	4,442	5,191	7,672
营业税金及附加	1,566	1,736	1,887	2,001	经营活动现金流	34,658	39,929	46,331	52,513
销售费用	28,716	31,332	32,659	34,860	资本开支	-7,113	-4,371	-4,279	-4,448
管理费用	11,583	12,382	13,268	14,118	投资	-10,532	-587	-630	-539
财务费用	-3,387	0	0	0	投资活动现金流	-13,510	-2,466	-4,093	-4,551
研发费用	12,619	13,590	14,492	15,687	股权募资	1,348	-68	0	0
资产减值损失	-533	-507	-520	-498	债务募资	8,401	0	0	0
投资收益	208	2,491	816	436	筹资活动现金流	-10,855	-68	0	0
营业利润	34,763	39,003	43,687	47,542	现金净流量	10,582	37,394	42,237	47,961
营业外收支	193	412	347	405					
利润总额	34,956	39,415	44,034	47,947	<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
所得税	5,146	5,498	6,255	6,853	<b>成长能力</b>				
净利润	29,810	33,916	37,779	41,095	营业收入增长率	0.7%	9.7%	8.1%	6.7%
归属于母公司净利润	29,554	33,625	37,454	40,741	净利润增长率	3.4%	13.8%	11.4%	8.8%
YoY (%)	3.4%	13.8%	11.4%	8.8%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	4.34	4.79	5.33	5.80	毛利率	24.2%	24.7%	25.2%	25.6%
					净利率	8.6%	8.9%	9.2%	9.3%
					总资产收益率 ROA	7.0%	7.2%	7.3%	7.1%
					净资产收益率 ROE	20.7%	19.1%	17.5%	16.0%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>偿债能力</b>				
货币资金	55,270	92,664	134,902	182,863	流动比率	1.27	1.39	1.55	1.66
预付款项	4,367	4,833	5,191	5,187	速动比率	<b>0.52</b>	<b>0.69</b>	<b>0.85</b>	<b>1.00</b>
存货	46,045	48,315	49,232	52,568	现金比率	0.27	0.42	0.60	0.75
其他流动资产	155,417	161,263	157,624	166,594	资产负债率	64.0%	60.5%	56.3%	53.9%
流动资产合计	261,099	307,075	346,949	407,212	<b>经营效率</b>				
长期股权投资	5,189	5,639	6,089	6,539	总资产周转率	0.85	0.85	0.83	0.80
固定资产	26,083	26,302	26,656	27,065	<b>每股指标 (元)</b>				
无形资产	16,909	17,384	18,038	18,326	每股收益	4.34	4.79	5.33	5.80
非流动资产合计	161,456	163,134	164,742	166,397	每股净资产	20.43	25.14	30.47	36.27
资产合计	422,555	470,209	511,691	573,609	每股经营现金流	4.95	5.69	6.60	7.48
短期借款	5,169	5,169	5,169	5,169	每股股利	2.50	0.00	0.00	0.00
应付账款及票据	89,806	102,872	104,100	121,030	<b>估值分析</b>				
其他流动负债	111,367	112,105	114,581	118,474	PE	13.08	11.86	10.64	9.79
流动负债合计	206,342	220,147	223,850	244,674	PB	2.54	2.26	1.86	1.57
长期借款	50,686	50,686	50,686	50,686					
其他长期负债	13,604	13,604	13,604	13,604					
非流动负债合计	64,290	64,290	64,290	64,290					
负债合计	270,631	284,437	288,140	308,964					
股本	6,997	6,995	6,995	6,995					
少数股东权益	8,989	9,280	9,605	9,959					
股东权益合计	151,924	185,772	223,551	264,645					
负债和股东权益合计	422,555	470,209	511,691	573,609					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所



### 分析师与研究助理简介

陈玉卢：家电行业首席分析师，南开大学管理学学士和硕士，2022年8月加入华西证券，自2016年起有多年行业研究经验，复合背景，擅长自上而下进行宏观判断，自下而上挖掘投资价值，曾任职东北证券，担任家电首席分析师与银行首席分析师。

喇睿萌：家电行业研究助理，2023年3月加入华西证券，此前就职于中泰证券、东兴证券。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。