

美的集团 (000333.SZ)

强烈推荐 (维持)

稳定盈利，驱动增长，一季报开局超预期

- **稳定盈利，驱动增长，一季报业绩表现超预期。**公司 2022 年实现收入 3457 亿元，同比增长 0.7%，实现归母净利润 296 亿元，同比增长 3.4%，美的过去一年中践行“收入合理，恢复盈利”战略，实现经营活动现金流净额 347 亿元，熨平经济周期波动性影响。第四季度公司实现收入 736 亿元，同比下降 6%，实现归母净利润 51 亿元，同比下降 0.7%。此外公司拟向全体股东每 10 股派发现金 25 元，全年现金分红 172 亿元，叠加股份回购，占净利润比例为 67.1%。今年初公司确定“稳定盈利，驱动增长”战略，一季度开局收入业绩表现出色，其中收入实现 966 亿元，同比增长 6.3%，归母净利润实现 80 亿元，同比增长 12%。
- **分区域来看**，公司内销实现 2013 亿元，同比下降 1.1%，公司电商销售占比达 48% 以上，线下升级改造“美云销”生态体系，构建自有零售运营平台；外销收入 1426 亿元，同比增长 3.6%，其中东芝家电零售收入增长 15%，远超日本家电零售市场整体增幅 3%。公司建立以美国、巴西、德国、日本、东盟为突破口的全球战略，2022 年海外电商销售收入同比增长 14%，线上自主品牌均价提升 20% 以上，同时公司加大线上站内外内容营销，形成 3 大品牌 7 大站点的品牌旗舰店矩阵。
- **To C 智能家居业务重启增长，高端品牌经营收获硕果。**公司 2022 年 toC 智能家居业务收入 2328 亿元，其中暖通空调收入 1506 亿元，同比增长 6%，消费电器收入 1253 亿元，同比下降 5%，主要跟品类收缩、战略聚焦核心有关；多元品牌矩阵方面，高端品牌 Colmo 零售收入突破 80 亿 (+90%)，东芝高端品牌零售收入突破 20 亿元 (+50%)，华凌品牌拥抱 Z 世代年轻人 22 年整体收入突破 70 亿元。2023 年一季度公司家用空调内销量累计同比增长 7%，线下空调均价同比上涨 11%，我们预计公司暖通空调一季度取得双位数增长，开局喜人，考虑到空调渠道库存回补、去年受疫情和地产压制的需求延后释放、产品结构升级帮助，预计 23 年公司智能家居业务收入将重启增长引擎。
- **ToB 业务跨越式增长，盈利改善未来可期。**公司 2022 年 toB 业务收入 837 亿元，同比增长 14%，其中 1) 楼宇控制 228 亿元，同比增长 16%，公司围绕碳减排、数字化、全球化三大战略加快发展；2) 库卡机器人 277 亿元，同比增长 9.5% (本币 39 亿欧元+18.6%)，报告期内公司完成库卡私有化，实现治理结构改善、23 年系统集成业务实现扭亏为盈，库卡中国区加大投入，22 年实现收入 8.8 亿欧元，同比增长 50%，占库卡收入比重进一步提升到 23%；3) 工业技术 216 亿元，同比增长 7.5%，公司布局消费电器、工业自动化和新能源三大领域，持续加大储能、光伏、热管理三大关键产品投入，报告期内控股合康新能，实现全球首款 800V 电动压缩机；4) 数字化创新 业务收入 116 亿元，同比增长 39%，其中美智光电重启上市进程，有望成为继万东医疗后的第二家上市公司。
- **调结构+降成本，盈利稳步恢复。**公司 2022 年毛利率/净利率分别为 24.6%/8.5%，同比提升 2.2/0.2pcts，2023 年一季度毛利率/净利率分别为 24%/8.3%，同比提升 1.9/0.4pcts；期间费用率方面，公司 2022 年管理费

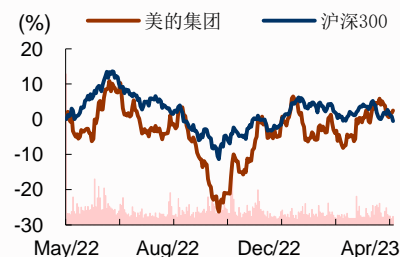
消费品/家电
目标估值：NA
当前股价：55.82 元

基础数据

总股本 (万股)	702170
已上市流通股 (万股)	688011
总市值 (亿元)	3920
流通市值 (亿元)	3840
每股净资产 (MRQ)	21.7
ROE (TTM)	20.0
资产负债率	63.4%
主要股东	美的控股有限公司
主要股东持股比例	30.99%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-0	30	2
相对表现	4	26	2



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《美的集团 (000333) —B 端业务增速亮眼，经营质量持续改善》2022-10-30
- 2、《美的集团 (000333) —科技转型坚定生长，盈利恢复未来可期》2022-08-31
- 3、《美的集团 (000333) —21 年报暨 22 年一季报点评：C 端数一战略，B 端科技转型，坚定生长海阔天高》2022-05-02

史晋星 S1090522010003

shijinxing@cmschina.com.cn

纪向阳 研究助理

jixiangyang@cmschina.com.cn

彭子豪 S1090522120001

pengzihao@cmschina.com.cn

用率/研发费用率/财务费用率分别同比提升 0.4/0.2/0.3pct,公司 23Q1 销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别同比提升 0.4/0.3/0.2/0.5pct。

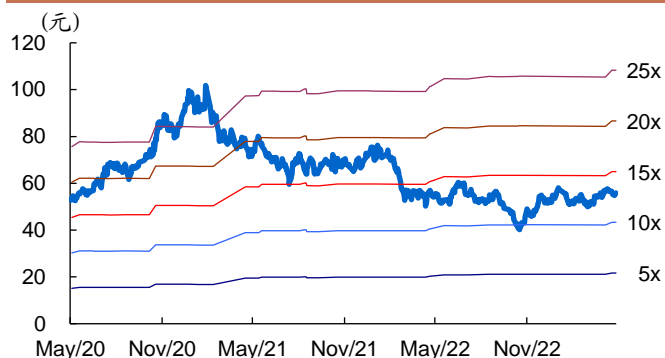
- **深化长期激励,保障股东权益。**公司此前累计推出九期股权激励计划、六期限制性股票激励计划、八期全球合伙人持股计划及五期事业合伙人持股计划,此次公司继续推出 2023 年持股计划和限制性股票激励计划,分别覆盖公司核心管理人员 147 人和中层骨干 416 人,持股计划股票来自美的回购,受让价格 56.79 元/股,限制性股票授予价格为 28.39 元,对应业绩考核要求 2023 年加权 ROE 不低于 20%、2024 和 2025 年加权 ROE 不低于 18%。资产负债表方面,公司 23Q1 合同负债(预收款项)环比增加 4.56 亿元,其他流动负债环比增加 64 亿元,佐证收入、业绩持续增长潜力充沛。
- **投资建议:**我们预计美的集团 2023-2025 年收入分别为 3782 亿元、4051 亿元和 4317 亿元,同比增长 9%、7%和 7%,归母净利润分别为 330 亿元、365 亿元和 401 亿元,分别增长 12%、11%和 10%,对应 PE 分别为 11.9 倍、10.7 倍和 9.8 倍,维持“强烈推荐”投资评级。
- **风险提示:**疫情反复、海外需求不及预期、大宗原材料成本上涨、房地产竣工不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	343361	345709	378246	405116	431701
同比增长	20%	1%	9%	7%	7%
营业利润(百万元)	33281	34763	38824	42980	47230
同比增长	6%	4%	12%	11%	10%
归母净利润(百万元)	28574	29554	32983	36493	40083
同比增长	5%	3%	12%	11%	10%
每股收益(元)	4.07	4.21	4.70	5.20	5.71
PE	13.7	13.3	11.9	10.7	9.8
PB	3.1	2.7	2.5	2.1	1.8

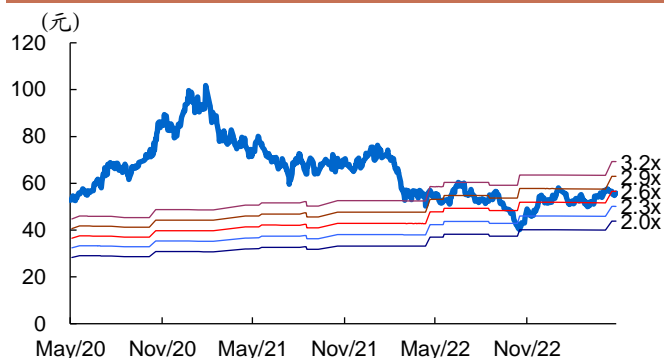
资料来源:公司数据、招商证券

图 1: 美的集团历史 PE Band



资料来源:公司数据、招商证券

图 2: 美的集团历史 PB Band



资料来源:公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	248865	261099	282733	324577	369141
现金	71876	55270	58083	84567	113877
交易性投资	6425	3950	3950	3950	3950
应收票据	4785	4758	5206	5576	5942
应收款项	24636	28238	30874	33067	35237
其它应收款	3104	2211	2419	2591	2761
存货	45924	46045	50233	53511	56807
其他	92114	120627	131967	141314	150567
非流动资产	139082	161456	159393	157104	154729
长期股权投资	3797	5189	5189	5189	5189
固定资产	22853	26083	28882	30937	32446
无形资产商誉	45048	45458	40912	36821	33139
其他	67384	84727	84411	84158	83956
资产总计	387946	422555	442126	481681	523870
流动负债	222851	206342	210112	222751	235457
短期借款	5382	5169	0	0	0
应付账款	98736	89806	97992	104387	110815
预收账款	23917	27960	30509	32500	34501
其他	94818	83407	81611	85865	90141
长期负债	30270	64290	64290	64290	64290
长期借款	19734	50686	50686	50686	50686
其他	10536	13604	13604	13604	13604
负债合计	253121	270631	274401	287041	299747
股本	6987	6997	7022	7022	7022
资本公积金	6472	4759	4759	4759	4759
留存收益	111409	131179	146668	173267	202402
少数股东权益	9957	8989	9275	9592	9940
归属于母公司所有者权益	124868	142935	158450	185048	214183
负债及权益合计	387946	422555	442126	481681	523870

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	35092	34658	37577	41163	44943
净利润	29015	29810	33269	36810	40431
折旧摊销	6183	6508	11799	12026	12113
财务费用	(3120)	(3227)	(3000)	(3100)	(3200)
投资收益	(2366)	(208)	(1853)	(1853)	(1853)
营运资金变动	6806	4096	(2643)	(2723)	(2550)
其它	(1427)	(2321)	4	3	3
投资活动现金流	13600	(13510)	(7885)	(7885)	(7885)
资本支出	(6825)	(7352)	(9738)	(9738)	(9738)
其他投资	20425	(6157)	1853	1853	1853
筹资活动现金流	(31205)	(10855)	(26878)	(6795)	(7748)
借款变动	(16015)	(4027)	(12410)	0	0
普通股增加	(43)	11	25	0	0
资本公积增加	(9921)	(1713)	0	0	0
股利分配	(11252)	(11883)	(17493)	(9895)	(10948)
其他	6028	6758	3000	3100	3200
现金净增加额	17487	10293	2813	26483	29310

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	343361	345709	378246	405116	431701
营业成本	264526	260539	284288	302840	321490
营业税金及附加	1609	1566	1713	1835	1955
营业费用	28647	28716	31419	33651	35859
管理费用	10266	11583	13239	14179	14678
研发费用	12015	12619	13617	14584	15541
财务费用	(4386)	(3387)	(3000)	(3100)	(3200)
资产减值损失	(809)	(1107)	0	0	0
公允价值变动收益	(166)	(251)	(251)	(251)	(251)
其他收益	1308	1896	1896	1896	1896
投资收益	2366	208	208	208	208
营业利润	33281	34763	38824	42980	47230
营业外收入	625	395	395	395	395
营业外支出	188	203	203	203	203
利润总额	33718	34956	39016	43173	47423
所得税	4702	5146	5747	6362	6992
少数股东损益	442	257	287	317	348
归属于母公司净利润	28574	29554	32983	36493	40083

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业总收入	20%	1%	9%	7%	7%
营业利润	6%	4%	12%	11%	10%
归母净利润	5%	3%	12%	11%	10%
获利能力					
毛利率	23.0%	24.6%	24.8%	25.2%	25.5%
净利率	8.3%	8.5%	8.7%	9.0%	9.3%
ROE	23.6%	22.1%	21.9%	21.2%	20.1%
ROIC	13.2%	13.2%	14.1%	14.7%	14.4%
偿债能力					
资产负债率	65.2%	64.0%	62.1%	59.6%	57.2%
净负债比率	13.9%	14.9%	11.5%	10.5%	9.7%
流动比率	1.1	1.3	1.3	1.5	1.6
速动比率	0.9	1.0	1.1	1.2	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
存货周转率	6.9	5.7	5.9	5.8	5.8
应收账款周转率	11.9	11.1	11.0	10.8	10.8
应付账款周转率	2.9	2.8	3.0	3.0	3.0
每股资料(元)					
EPS	4.07	4.21	4.70	5.20	5.71
每股经营净现金	5.00	4.94	5.35	5.86	6.40
每股净资产	17.78	20.36	22.57	26.35	30.50
每股股利	1.69	2.49	1.41	1.56	1.71
估值比率					
PE	13.7	13.3	11.9	10.7	9.8
PB	3.1	2.7	2.5	2.1	1.8
EV/EBITDA	17.6	16.3	13.0	11.9	11.0

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：

史晋星：复旦大学世界经济硕士，2017年-2021年四年家电行业研究经验，曾工作于申万宏源证券研究所，先后获得2017年水晶球第四，2019-2020年水晶球第五，2017/2020年新财富入围等奖项。

彭子豪：北京大学光华管理学院工商管理硕士，英国华威大学统计学学士，2020年加入招商证券家电研究团队。

纪向阳：上海财经大学经济学类硕士，南京航空航天大学工学学士，曾就职于民生证券研究院，2022年加入招商证券研发中心，从事家电行业研究。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

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。