

鉴往知来 · 静水流深

美的复盘深度报告

· 000527美的电器 / 000333美的集团 · · 1993至今 ·

隋思誉

suisiyu@cmschina.com.cn

S1090519070003

陈东飞

chendongfei@cmschina.com.cn

S1090519070001

CMS  招商证券

1、聚焦热点：基本面改善与政策加码的双重预期共同影响家电行业的走势

- 疫情冲击的渐趋和缓与景气的逐渐复苏，迎来股价弹性兑现的窗口
 - 安装卡 · 线上 · 天气？
- 两会即将召开，稳经济与政策加码的预期也将带动地产后周期板块的市场情绪

2、经营周期：乌云背后的幸福线

- 疫情扰动经营节奏，并未改变经营周期向上的大方向
- 灵活高效的经营特质，有望助力公司更快走出承压期
- 全品类+大众定位，承压的需求大环境下依然占优

3、股价复盘：纵使不能推演未来，但依然可以找寻似曾相识的感觉…

- 2009/2010的影子？——冲击后的复苏，消费品的盛宴

当然，经济环境、地产周期，都大不同了…

- 2015/2016的影子？——空调的蓄势与复苏

当然，地产周期、库存周期、龙头的经营策略，依然不同…

- 回溯2012/2018，疫情虽带来经营压力，但绝非“至暗时刻”

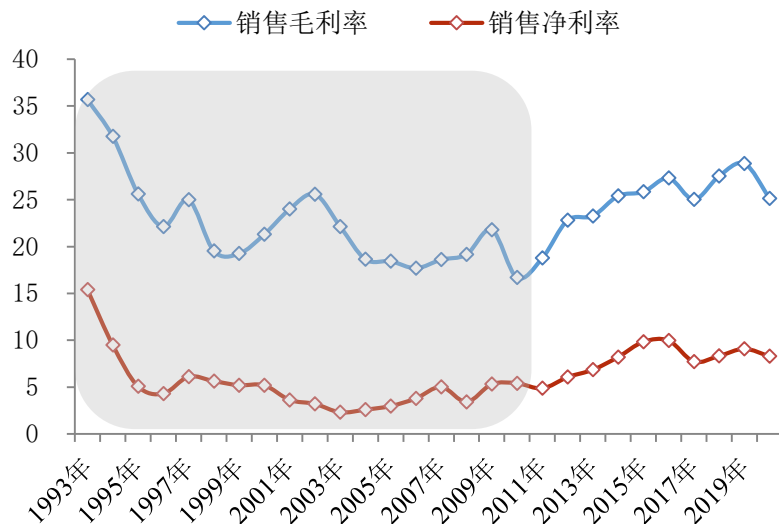
更何况，2012/2018后，美的也并未让市场失望…



What happened in 2012?

- 政策影响：家电刺激政策退出，增长乏力
- 盈利低迷：持续的规模扩张，但盈利能力并未显著提升
- 产品力弱：产品质量影响品牌口碑，且研发重视不足
- 组织低效：人员冗杂，运营涣散
- 外部环境：欧债危机，国际经济复苏乏力
- 竞争对手：董总全面掌舵格力，并实现快速增长

美的2012年前盈利能力低迷



资料来源：wind、招商证券

面对内外部环境的变化，美的以“壮士断腕”的决心推进改革，并于2013年整合大家电、小家电、电机、物流四大板块，实现集团整体上市，开启新篇章！

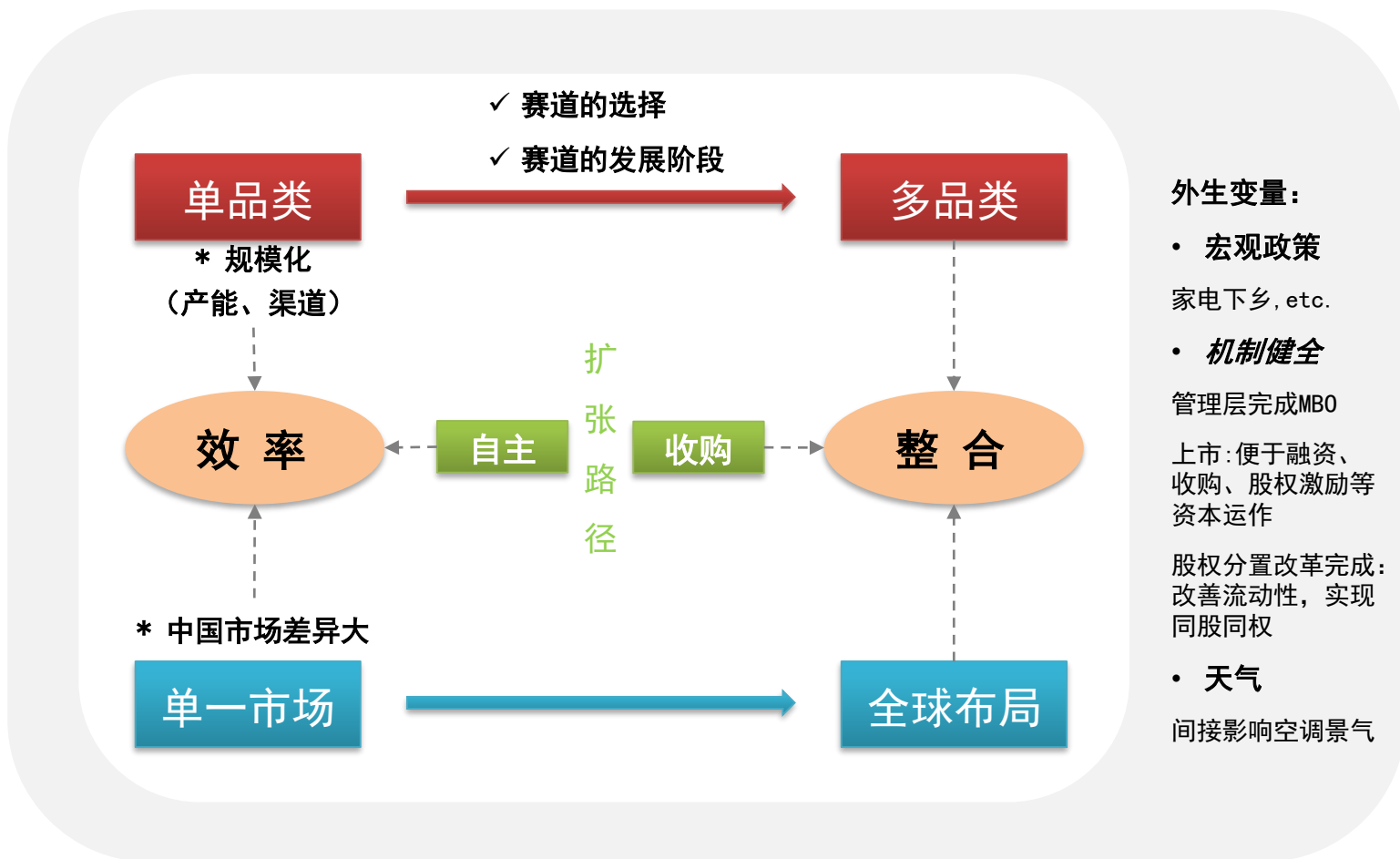
——类似的，还有艰难的2018；当然还有疫情肆虐的当下。

人们常说的“风物长宜放眼量”更大程度上是展望未来，而回溯与沉淀，则更易理清思路，认清本质…

扩品类
Multi-commodity



扩市场
Globalization



灵活高效是美的集团的核心竞争力！

- 推行事业部制，并持续调整组织架构
- 推进T+3与渠道变革

- 完善的公司治理：职业经理人接班；股权激励

... ..

- 1、范本级优秀企业：从5000元到3000亿+
- 2、方法论-分析过程：大道至简，尊重常识

复盘目录：



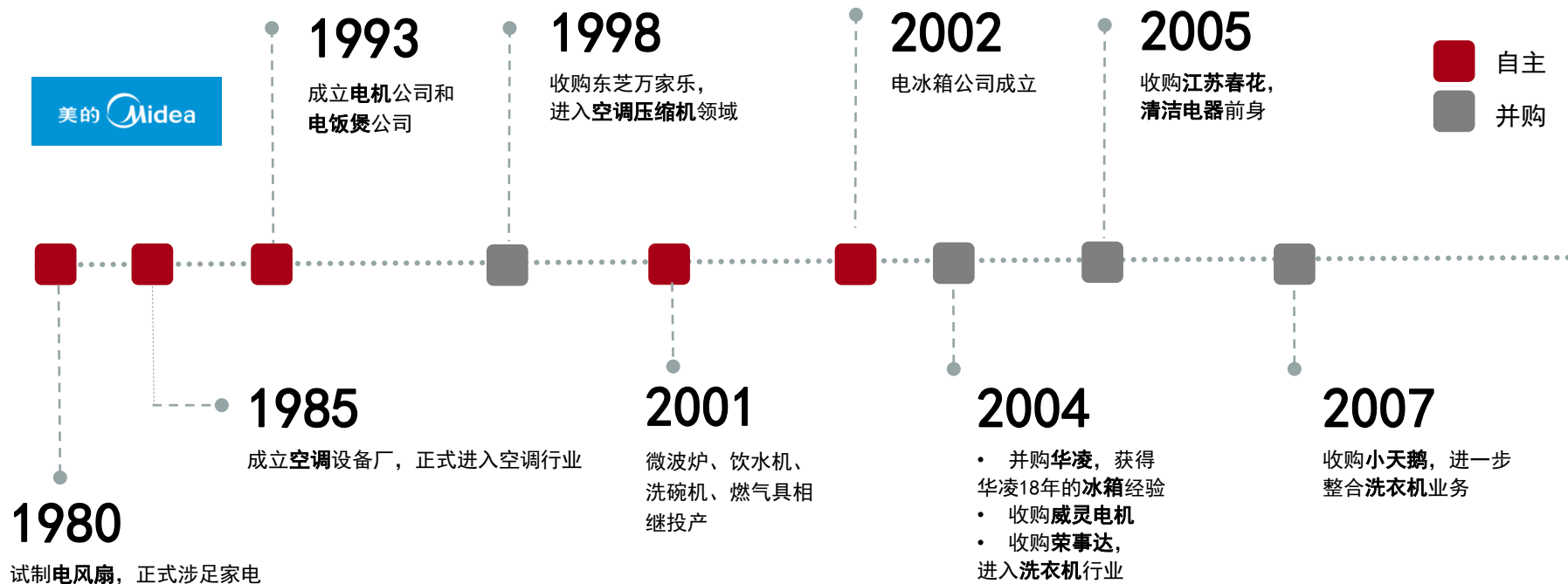
【基本面专题】

- 1、品类扩张：百花齐放春满园
 - 2、全球布局：海纳江湖天地宽
 - 3、组织变革：源头活水溢平川
 - 4、激活机制：当家作主热情满
- * 家电行业景气回顾

【股价探讨】

股价的机会往往来自哪里？

- 公司向好的经营周期
- 家电行业的景气周期
- 风格与筹码的“推波助澜”



美的扩张启示录 · 1 ·

认识世界 & 认清自己

追风口为天性：热点往往意味着空间广阔

能否把握风口：认清能力边界，选对赛道

✗ 2003年进军汽车；✓ 家电主业；✓ 地产红利

• 家电主业全方位立体扩张：多品类的横向扩张+产业链纵向一体化兼备

• 科学借力，实现效率最优：收购兼并&寻求合作

产品	年份	合作企业
RP塑封微型电机	1992	日本芝浦电机制作所、细田贸易株式会社
模糊逻辑电脑电饭煲	1993	日本三洋
商用空调、微波炉、饮水机、IH电饭煲	1999	日本东芝、日本三洋等
生产洗碗机	2000	意大利梅罗尼
生产磁控管	2001	日本三洋

基本面专题（2） - 全球布局：海纳江湖天地宽

出口创汇



- 美的转页扇开始出口
- 80年代即提出“不与国内同行争天下，走出国门闯市场”的策略
- 美的出口创汇连续8年位居中国家电行业第一名
- 美的在香港公司成功运行的基础上，先后在美国、欧洲、日本、韩国设立公司或办事处，此后两年又设立了加拿大、俄罗斯办事处，大力推进美的在海外业务的拓展。
- 3月，美的越南工业园奠基：美的第一个境外投资建厂项目，主要生产电饭煲、电磁炉、电水壶等小家电产品
- 12月，电风扇泰国合作生产项目实施：美的的环境事业部与泰国蓝星马达、泰华电子签约，合作工厂作为美的的OEM工厂存在
- 12月，美的与俄罗斯列宁格勒州政府签订合作协议，在当地投资设厂
- 美的越南空调基地在胡志明市启动，该项目计划三年内完成，产能150万台。
- 美的越南工业园正式投产，具备年产500-800万台小家电制造能力

海外并购

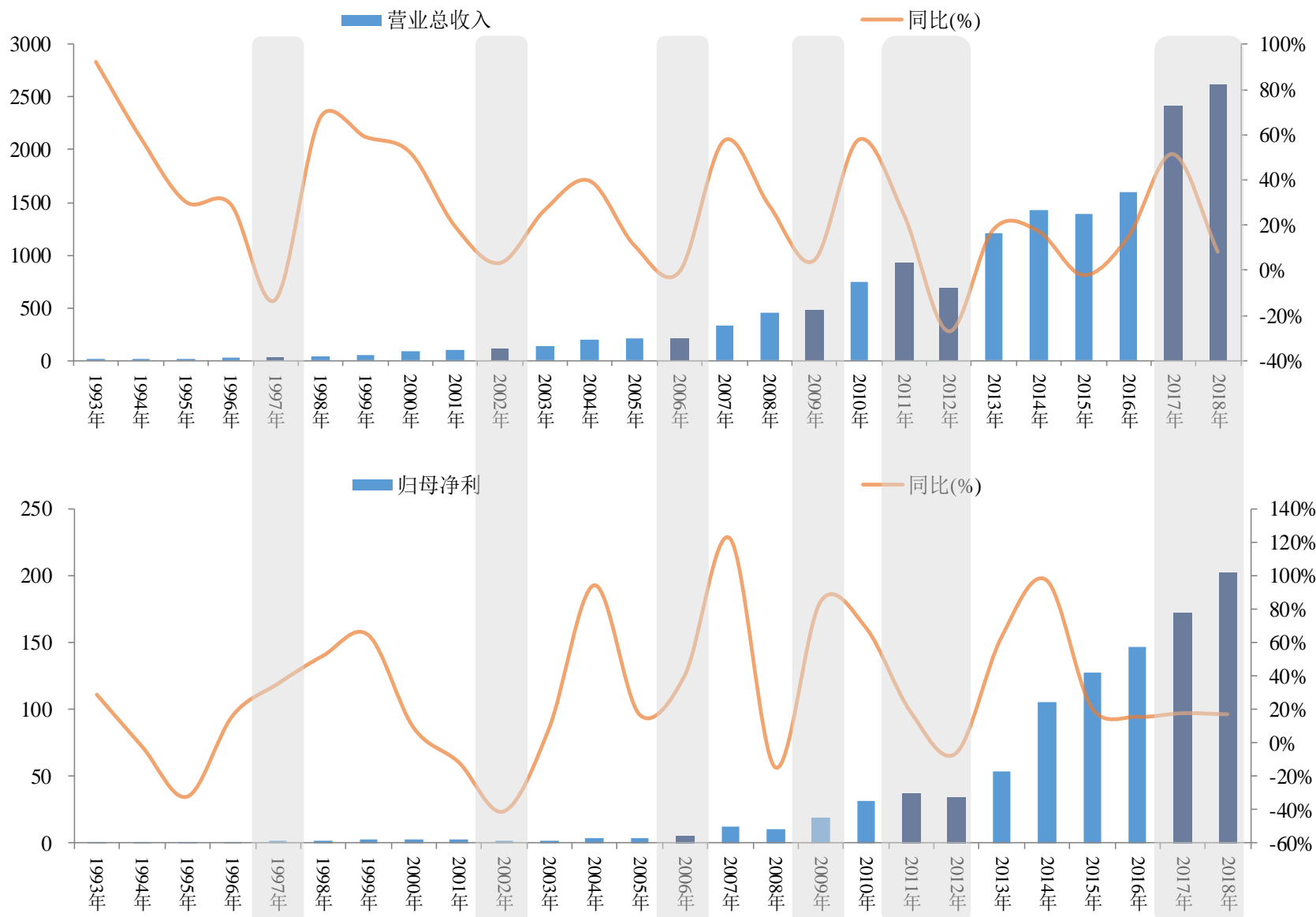


- 收购埃及空调公司 Miraco
- 收购开利拉美空调公司
- 5月，收购德国库卡机器人公司
- 6月，收购意大利中央空调公司Clivet
- 7月，完成收购东芝家电

美的扩张启示录·2·

- 较早具备开放的视野与国际化思维
- 以“性价比”较高的方式布局海外贴牌创汇；以并购方式打市场（南美开利；东盟东芝；etc）
- 出海不易——海外暂不构成驱动公司基本面的主逻辑
制造端：产业链配套；成本与效率；
市场端：政商环境差异；文化差异；
整合难；盈利难；双主业？更难……

基本面专题（3） - 组织变革：源头活水溢平川



企业经营周期

· 穷则思变 ·

资料来源: wind、招商证券

□ 背景：业绩滑坡，找到症结及时调整

- 1996年，美的经营业绩首次出现大幅下滑；空调销售排名从第3跌到第7
- 产品众多仍推行“统产统销”模式：管理权过分集中，而总部对产品的控制能力十分有限

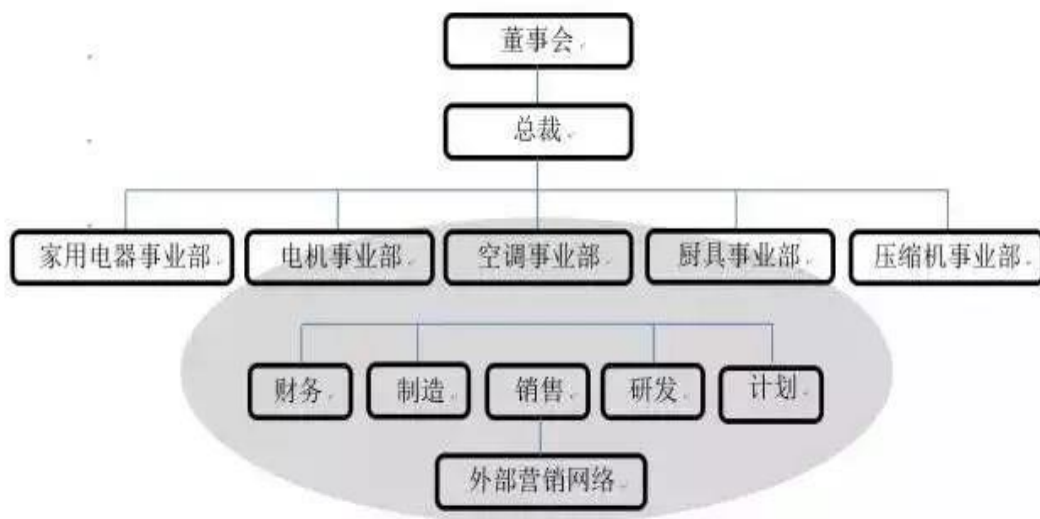
□ 事业部制：独立经营，市场导向

- 本质是一种分权经营模式：事业部对产品设计、生产制造及销售活动有统一领导的职能；
- 总部将利润的责任下放，事业部成为利润中心，各事业部下属工厂以成本为中心，对研产销及行政人事负有统一领导职能。——化整为零，打破企业成长边界

□ 改制后：组织焕发活力

- 1998年开始井喷式增长：
空调产销100多万台，增长80%；
风扇产销1000+万台，全球销量榜首；
电饭煲产销也稳居行业首位。
- 1998年美的销售总额达50亿元
1999年达80亿元
2000年突破百亿大关，达105亿元
2001年达143亿元

1997 事业部制组织架构（简图）



□ 背景：急剧扩张后效率低下

- 1997年推出事业部体制之后，美的急剧扩张，到2002年的时候美的集团已经涌现出将近10个事业部，其中规模大、效益好的事业部的销售收入已经超过1996年整个集团的总收入
- 规模扩大的弊端开始显现：急功近利、机构臃肿、效率下降……

改革具体措施

一，实行大小家电分治模式，在事业部之上设两个二级集团：制冷集团（大家电部分）、日用家电集团（小家电业务）。

二，股份公司总部被精简为行政管理部、财务部、投资企划部、法务审计部和市场部五块，人员净减25%。

三，制冷集团下设中央空调事业部、家用空调国内事业部、冰箱事业部、美芝合资公司、空调电机事业部。

四，日用家电集团下设生活电器事业部、微波电器事业部、环境电器事业部和厨卫事业部。

目标与效果

事业部制二次改革提出了包括“管理结构、经营结构、市场结构、区域结构”在内的四个结构调整，明确美的的当务之急是控制扩张欲望，扩张要建立在有目的、有步骤、有方向的基础上，不能过分追求增长率、市场占有率和市场地位，要追求利润。

事业部二次改革之后，美的再次取得跳跃式发展：销售收入在2002年109亿元的基础上，2003年实现137亿元，增长率超过27%；2004年更是增长近40%，达192亿元。

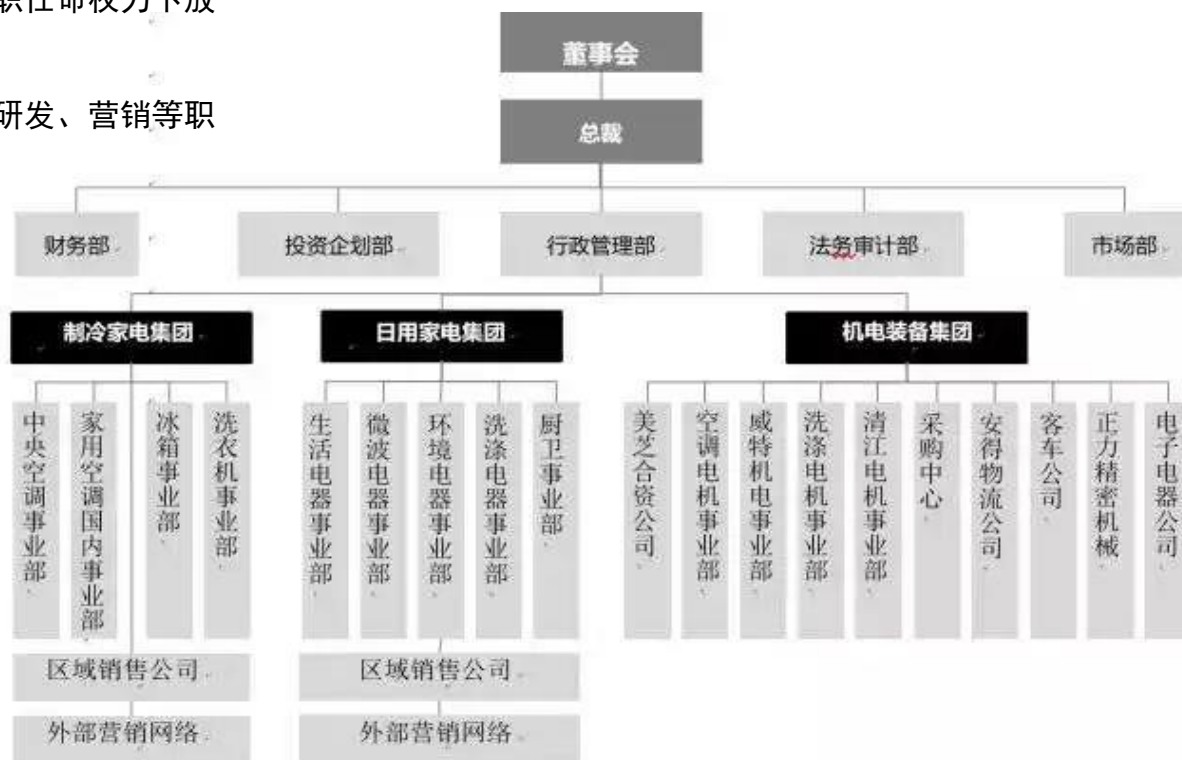
□ 背景：事业部各自为政，难以协调

- 2006年美的内部资源割据的状态已经比较严重；“占山为王”“诸侯文化”

□ 新一轮变革：理顺一级企业集团、二级产业集团和三级经营单位的产权关系

- 集团向二级平台“放权”，二级平台向三级平台“收权”
- 总部向投资控股主体转型，剥离与二级平台相重叠的经营性功能，把更多的权力向二级平台下放；
- 增加二级平台的权力，三级经营单位副职任命权力下放给二级平台；
- 二级平台收权：把分散在事业部层面的研发、营销等职能集中起来，设立公共平台。

2008 事业部制组织架构（简图）



□ 改革后：营销系统的资源整合并不彻底

- 只完成了区域销售公司（合资，销售渠道社会化）的改造

□ 背景：营销系统变革未尽，新老交替完成

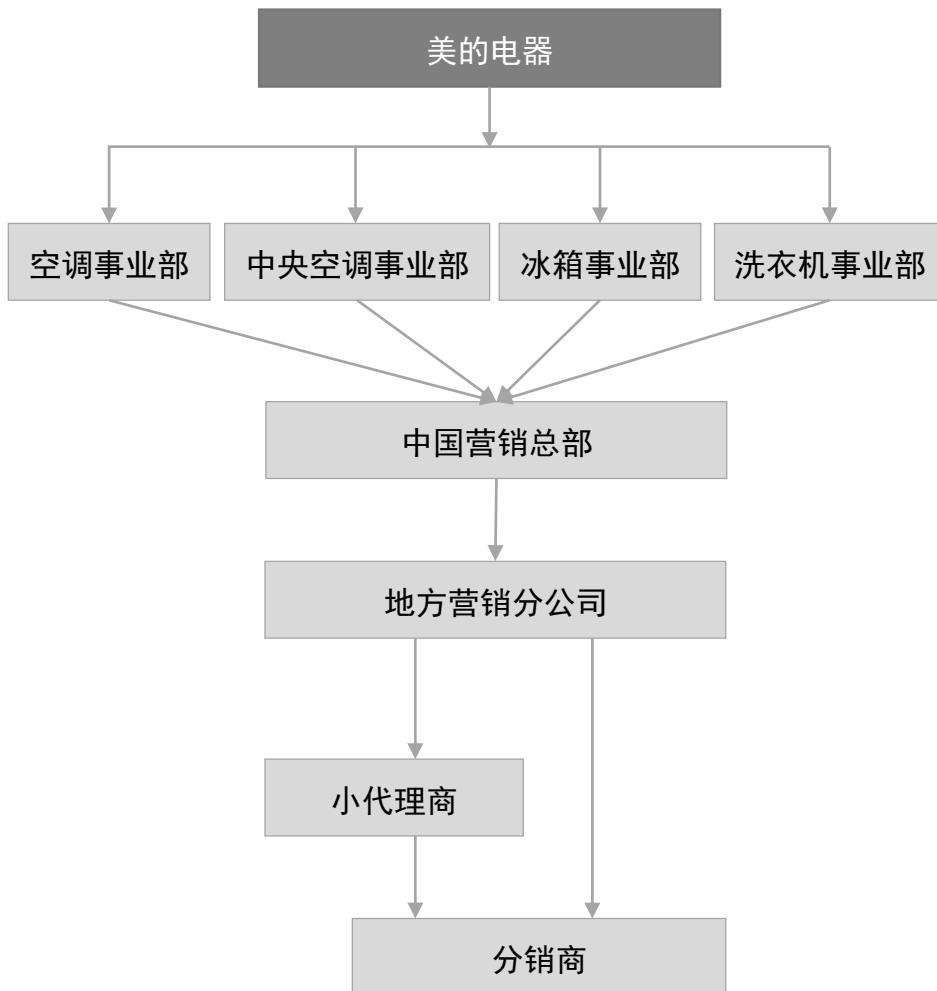
□ 新一轮变革：

- 2009年8月，美的制冷家电集团成立**中国营销总部**，美的空调和冰箱事业部的市场部门被划入中国营销总部，意味着美的白电系统的全面整合开始。新成立的制冷家电中国营销总部全面管理此前美的58个区域销售公司，承担监控、协调、指导、服务的功能，但并不具体经营业务，58个区域销售公司是经营目标的唯一责任主体。
- 2010年7月，美的集团宣布整合日用家电、生活电器等部门，成立**日用家电中国营销总部**，其中包括30种小家电产品，涵盖了美的集团除冰箱、洗衣机、空调之外的所有品类。

□ 改革后：行业低迷，人员冗杂

- 裁员！改回去！

2009 事业部制组织架构（简图）



□ 背景：内忧外患，行业低迷

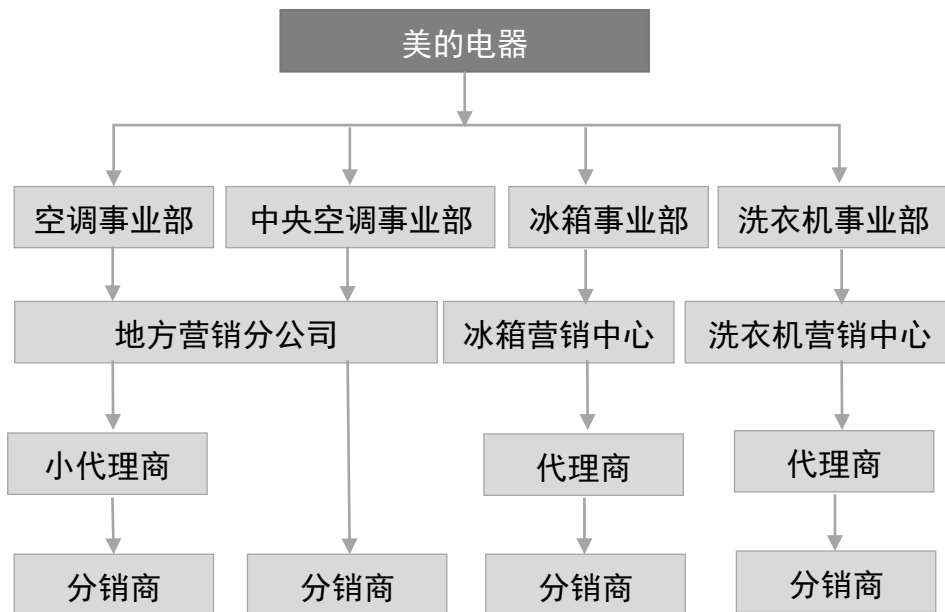
- 家电刺激政策结束，地产调控到来
- 欧债危机，出口不景气
- 人员冗杂，销售分公司亏损

□ 新一轮变革：精兵简政（第一次战略转型）

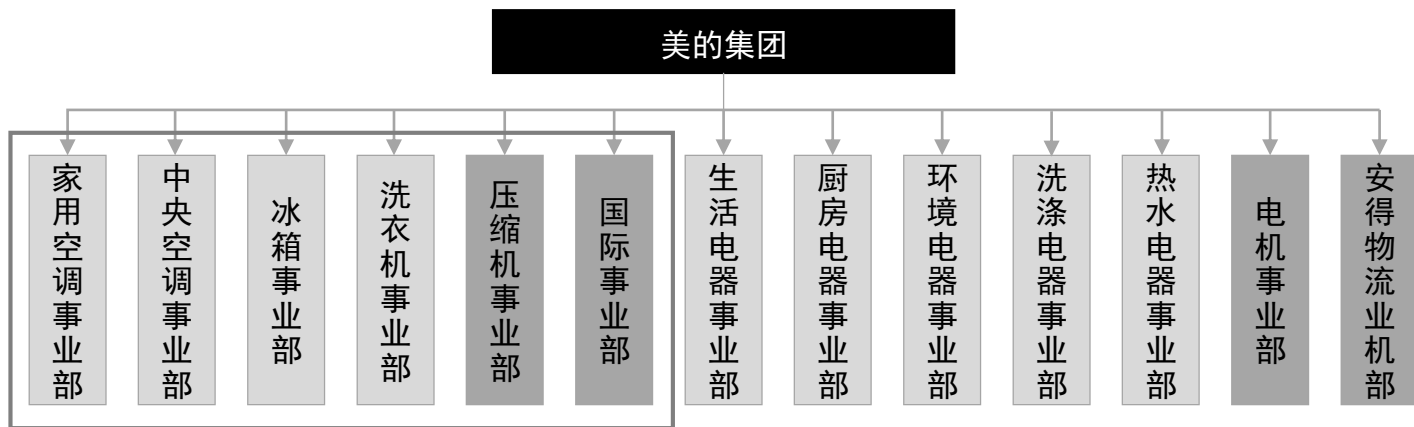
- 撤销中国营销总部，重归事业部运营，“产研销一体”
- 日电集团重回代理机制
- 区域分公司专注空调业务，“冰洗分灶吃饭”
- 区域分公司自负盈亏
- 实现“集团-事业部”两级架构，更加扁平化

□ 改革后：重拾增长，效率提升

2012 白电相关事业部营销体系（简图）



2012 事业部制组织架构（简图）



美的电器

□ 《关于加快推动集团战略转型的决定》-2011.7

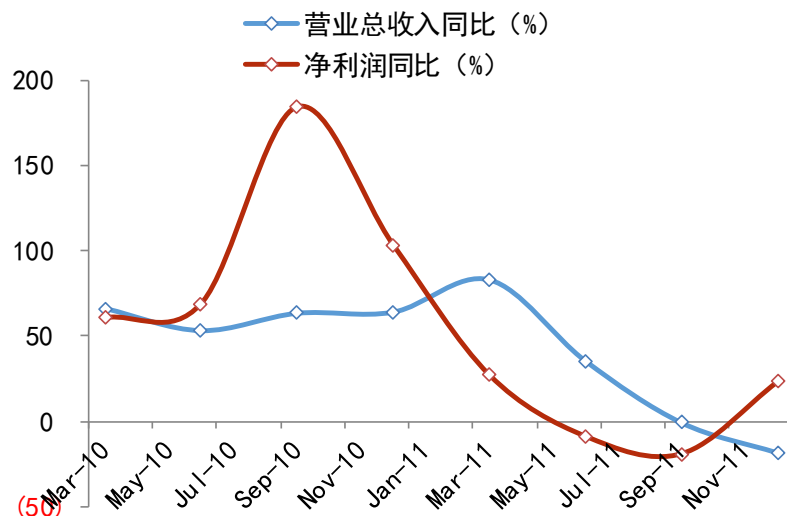
背景

- 2010年前“低成本”“大规模”的商业模式难以持续；
- 2011年家电补贴政策全面退出，原材料价格上涨，业绩下滑。

转型

- 推动经营从注重增长**数量**向注重增长**质量**转型，从**低附加值**向**高附加值**转型，从**粗放式**管理向**精益**管理转型，实现从规模导向的粗放式增长模式，转向以产品力提升为核心，以客户为核心，以盈利为导向的内涵式增长模式。

美的电器2010-2011的收入和利润增速（单季）



转型主轴		
产品领先	效率驱动	全球经营
科技创新	制造效率提升	全球布局
聚焦产业	资源效率提升	本地经营
做好产品	自动化信息化	收购兼并
以用户为中心	去产能去库存	自主品牌提升

- 2017年收购KUKA，进军机器人领域；收购以色列Servotronics公司，完善机器人产业链

新 定 位

全球领先的消费电器、暖通空调、机器人和自动化系统、智能供应链的**科技集团**

□ 仍然聚焦“产品领先，效率驱动，全球经营”三大主轴，但转型步入深水区

- ✓ 产品力的进阶：重视质量把控，打造强而精的产品
- ✓ 品牌力的塑造：高端品牌的打造；OEM到OBM的转身；品牌内涵的明晰
- ✓ 信息化与数字化：工业4.0时代，信息化改造、自动化升级

——2019年底将“全面数字化、全面智能化”上升为集团战略

- ✓ 重视创新与研发：摒弃跟随性思维，占领研发与创新制高点
- ✓ 组织再造：加强协同，提升管理效率
- ✓ 全价值链的卓越运营：以全新的方式重组产品流程、制造流程和渠道流程，最终能够更快速、更低成本、更有效率地把公司的产品和服务转变成现金。CDOC（Concept、Design、Optimize、Capability，产品开发流程工具）、MBS（Midea Business System）是对制造过程的改造，扁平结构、代理商共享、库存和导购共享是对渠道的改造。——所有改造最终体现在损益表上，是盈利能力的进一步提高。

□ 2012年后仍在变：拥抱变化，积极升级

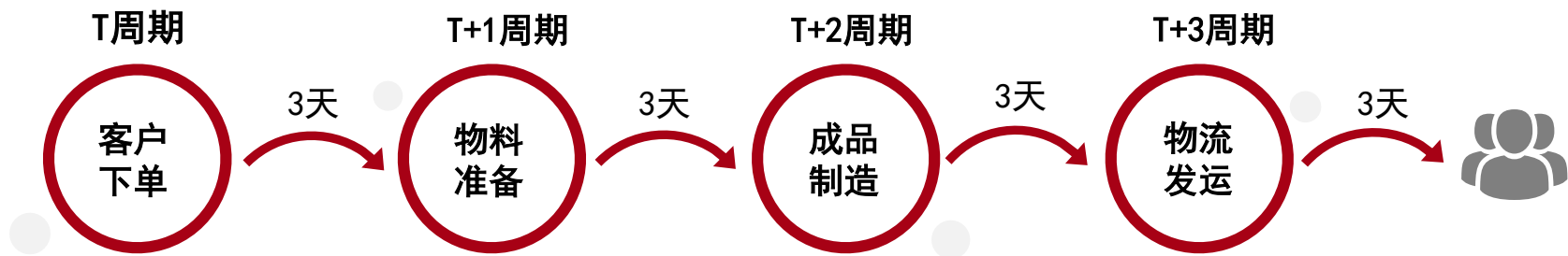
- 拥抱互联网，积极布局电商
- 线下渠道形象升级
- 合作共赢拥抱新的渠道业态：苏宁零售云等
- 学习“网批”模式：T+3的延续

□ 2018年事业部架构：横纵协同，建立以用户为中心的组织架构



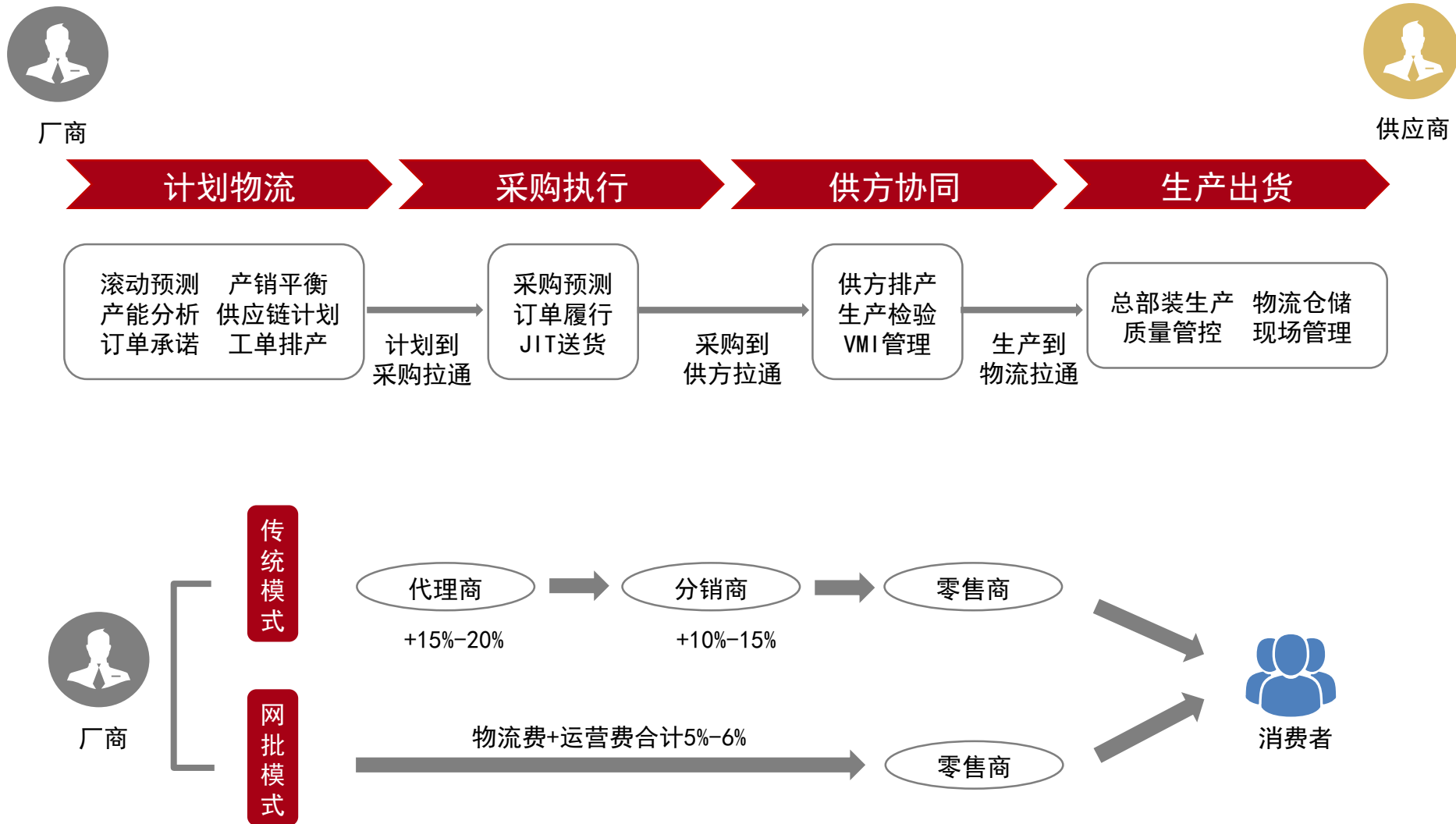
□ 美的T+3模式

- T+3产销模式是由“客户下单”“物料准备”“成品制造”“物流发运”4个周期组成，每个周期3天，共12天完成客户订单的交付。
- 也就是说，T+3就是按客户订单进行生产的交付策略MT0 (Make to Order)，相较传统周期缩短了近一半时间，能给用户带来更为惊喜的体验。

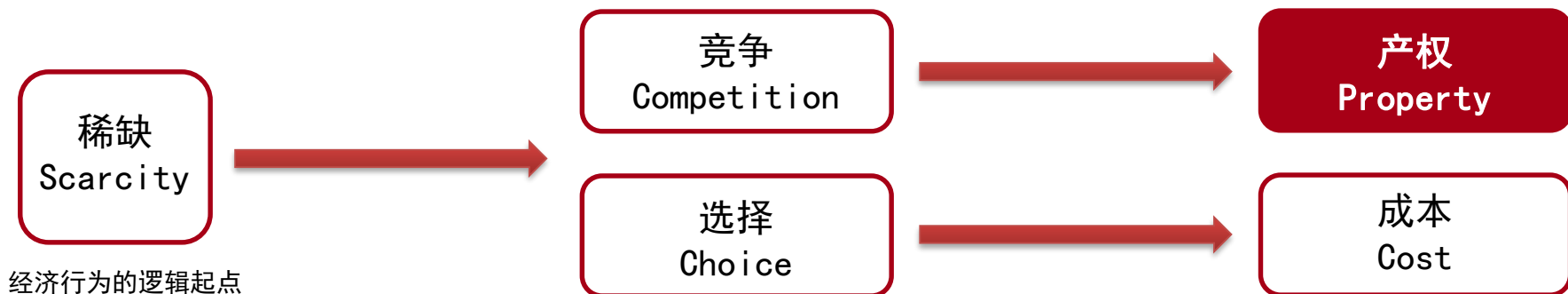


- 平台标准化：梳理流程制定标准；统一设计开发；简化产品和型号
- 产品精品化：削减产品种类；个性化产品定制；精细化管理+生产
- 供应链集成化：供方扶持；减少供货种类；提高供应链柔性
- 流通去中介化：提升渠道资源；推动代理商向运营商转变；精准营销；去库存

提效：网批实质是通过对下游销售渠道的进一步优化

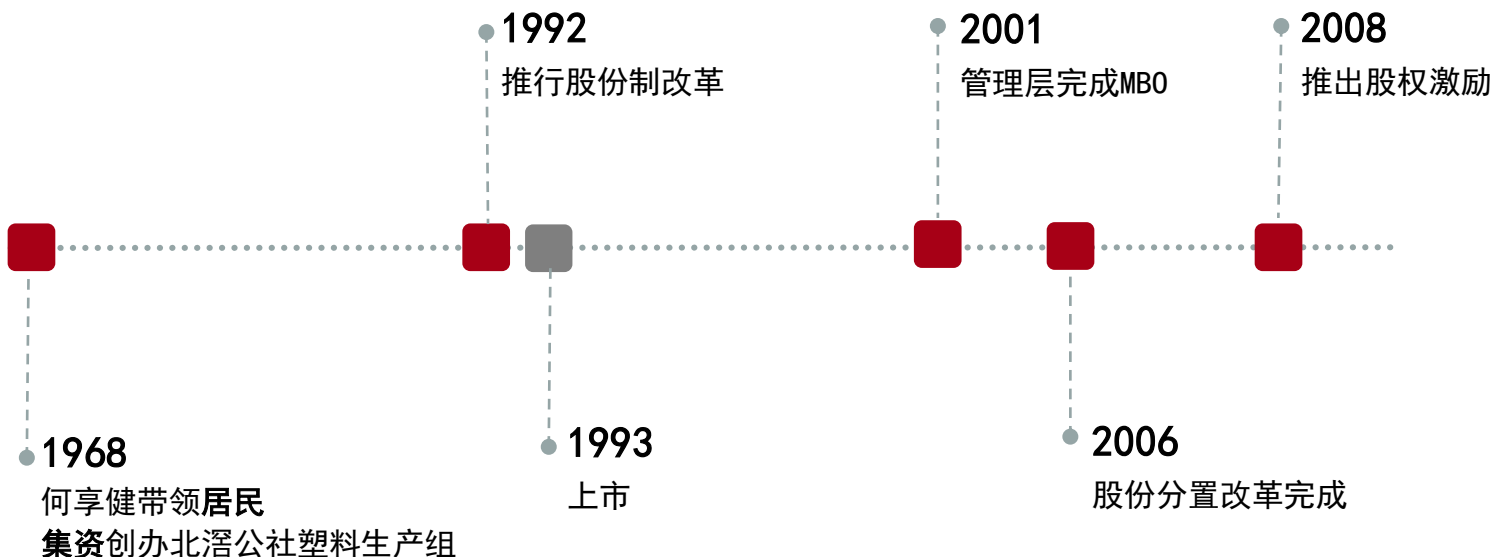


□ 重提几个简单的经济学概念



- A property right is a socially enforced right to select uses of an economic good.

—— Alchian



良好公司治理的根源：产权明晰

□ 历次股权激励梳理

期数	公告日	激励股票总数 (万股)	占总股本比例	激励对象	行权条件
美的电器股权激励计划	2008.1.15	3000	2.38%	公司董事、高级管理人员、主要业务负责人共19人	2009-2010年净利润增长率不低于15%，净资产收益率不低于12%
第一期股权激励计划	2014.1.13	4051.2	2.41%	中高层管理人员及业务技术骨干人员共693人	2014-2016年净利润增长率不低于15%，净资产收益率不低于20%
第二期股权激励计划	2015.3.31	8379	2%	中高层管理人员及业务技术骨干人员共738人	2015-2017年净利润增长率不低于15%，净资产收益率不低于20%
第三期股权激励计划	2016.5.26	12729	1.98%	中高层管理人员及业务技术骨干人员共931人	2016-2018年净利润不低于前三年均值
第四期股权激励计划	2017.3.31	9898.2	1.53%	中高层管理人员及业务技术骨干人员共1476人	2017-2019年净利润不低于前三年均值
2017年限制性股票激励计划	2017.3.31	2979	0.37%	高层管理人员共140人	2017-2019年净利润不低于前三年均值
第五期股权激励计划	2018.3.31	6208	0.94%	中基层管理人员及业务技术骨干人员共1341人	2018-2022年净利润不低于前三年均值
2018年限制性股票激励计划	2018.3.31	2501	0.34%	高层管理人员共344人	2018-2022年净利润不低于前三年均值
第六期股权激励计划	2019.4.20	4724	0.72%	中基层管理人员及业务技术骨干人员共1150人	2019-2023年净利润不低于前三年均值
2019年限制性股票激励计划	2019.4.20	3035	0.46%	中高层管理人员共451人	2019-2023年净利润不低于前三年均值

资料来源：公司公告、招商证券

□ 历次合伙人计划梳理

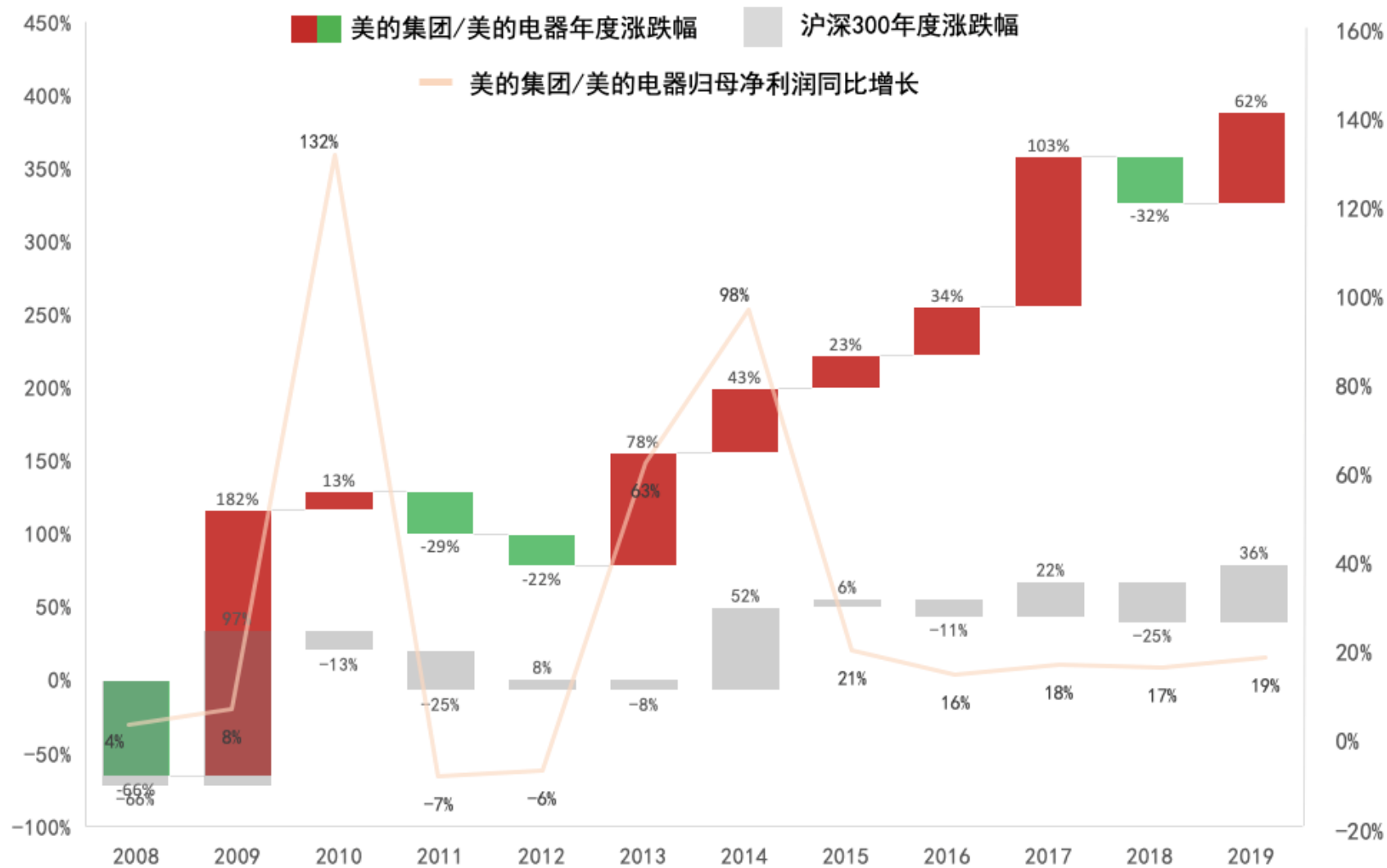
期数	公告日	计划专项基金 (万元)	占上年净利润比例	回购股份占当时股本	考核指标	参与人员
第一期全球合伙人计划	2015.3.31	11500	1%	0.15%	2015年净利润增长率不低于15%，加权净资产收益率不低于20%	核心管理人员31人
第二期全球合伙人计划	2016.3.26	8050	0.60%	0.06%	2016年加权净资产收益率不低于20%	核心管理人员15人
第三期全球合伙人计划	2017.3.31	9900	0.60%	0.04%	2017年加权净资产收益率不低于20%	核心管理人员15人
第四期全球合伙人计划	2018.3.31	18250	0.98%	0.05%	2018年加权净资产收益率不低于20%	核心管理人员20人
第一期事业合伙人计划	2018.3.31	9785	0.53%	0.03%	2018年加权净资产收益率不低于20%	2名副总裁及经营单位高层管理人员共50人
第五期全球合伙人计划	2019.4.20	18582	0.92%	0.05%	2019年加权净资产收益率不低于20%	核心管理人员16人
第二期事业合伙人计划	2019.4.20	9300	0.46%	0.03%	2019年加权净资产收益率不低于20%	2名副总裁及公司下属单位高层管理人员共45人

注：核心管理人员指公司总裁、副总裁及各事业部总经理等高管

资料来源：公司公告、招商证券

核心高管及经营单位高层人员与公司利益高度绑定！

复盘：2008年以来美的股价与业绩的匹配关系（1）



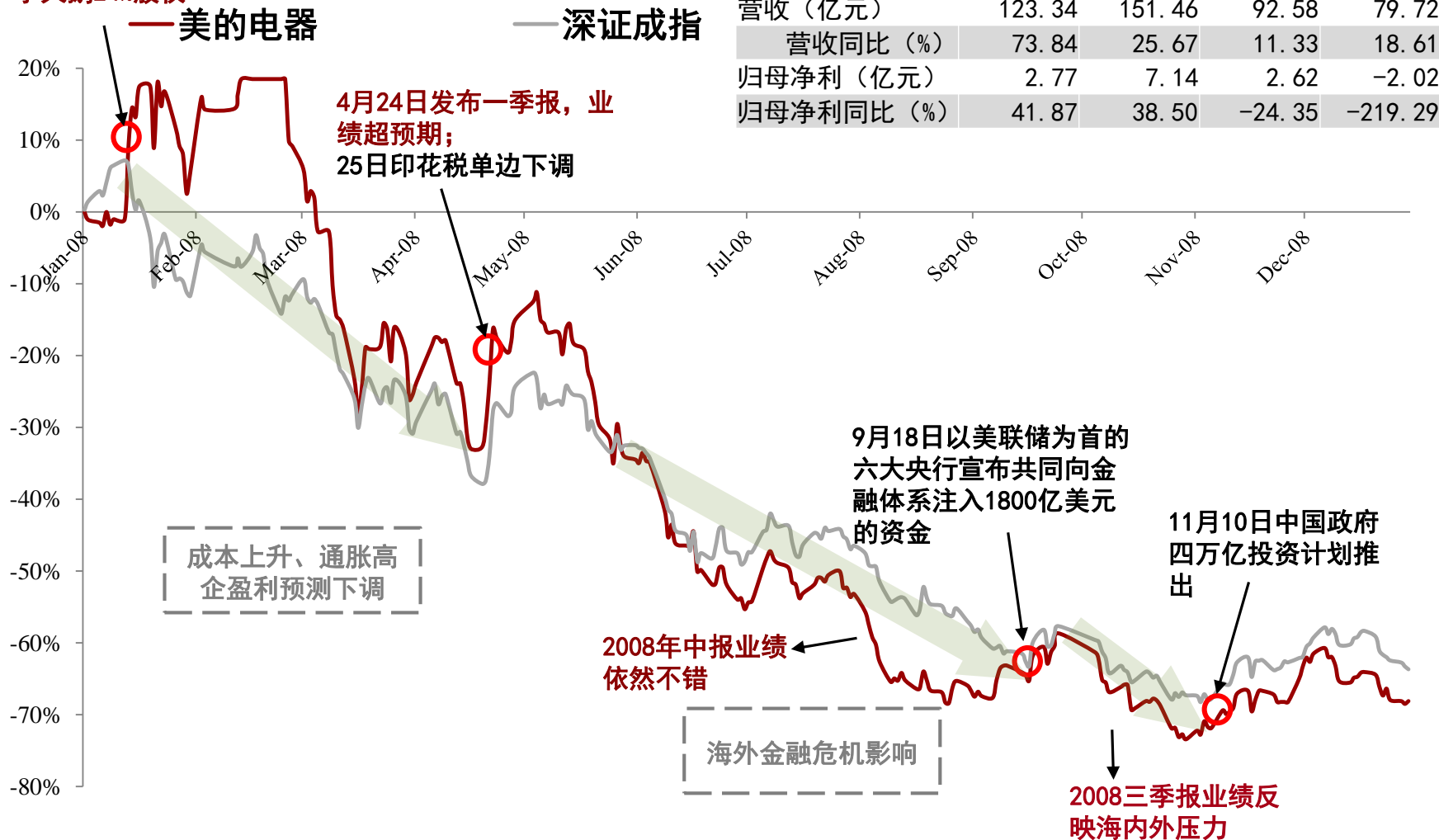
资料来源：Wind、招商证券

复盘：2008年以来美的股价与业绩的匹配关系（2）

	美的年度涨跌幅	沪深300年度涨跌幅	美的相对于沪深300 的超额收益	美的归母净利润同比 增长
2008	-66%	-66%	0%	4%
2009	182%	97%	85%	8%
2010	13%	-13%	26%	132%
2011	-29%	-25%	-4%	-7%
2012	-22%	8%	-30%	-6%
2013	78%	-8%	86%	63%
2014	43%	52%	-9%	98%
2015	23%	6%	17%	21%
2016	34%	-11%	45%	16%
2017	103%	22%	81%	18%
2018	-32%	-25%	-7%	17%
2019	62%	36%	26%	19%

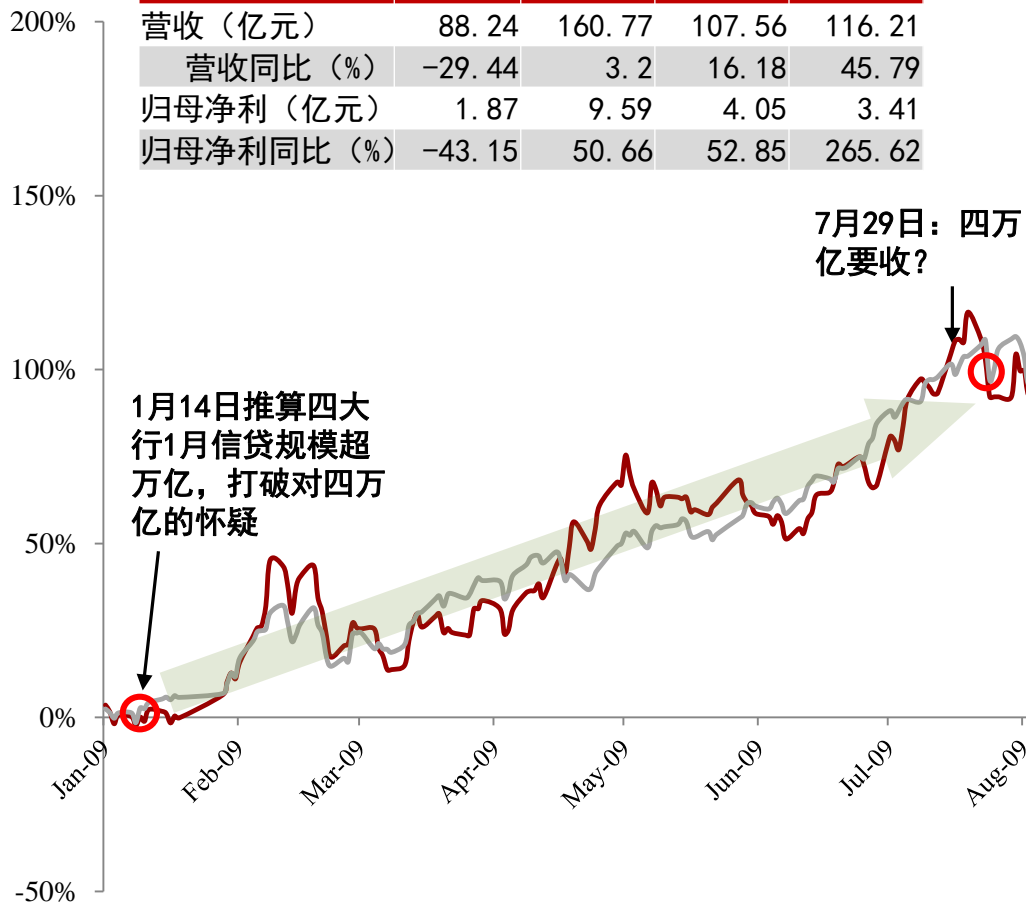
资料来源：Wind、招商证券

1月15日推出股权激励计划；2月末收购小天鹅24%股权



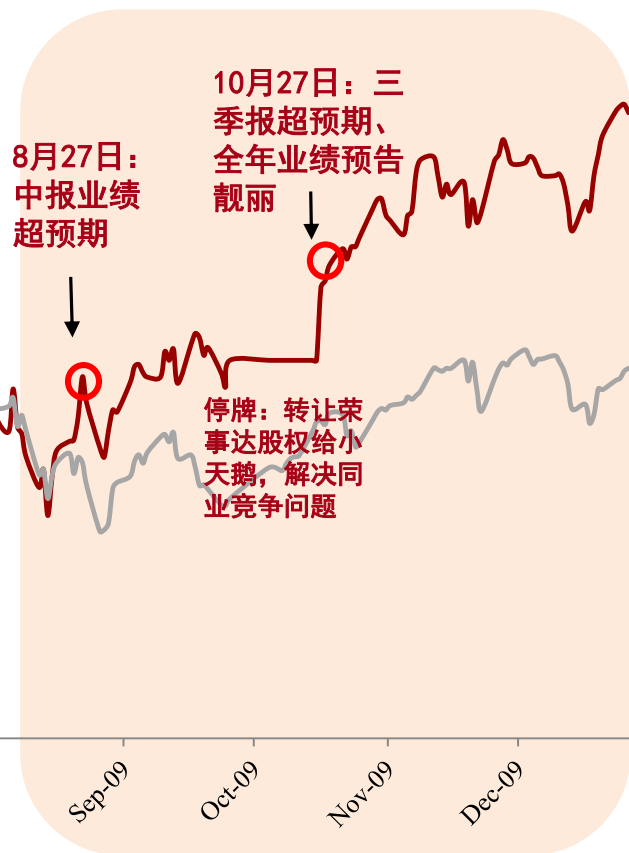
——美的电器

美的2009分季业绩	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4
营收（亿元）	88.24	160.77	107.56	116.21
营收同比（%）	-29.44	3.2	16.18	45.79
归母净利（亿元）	1.87	9.59	4.05	3.41
归母净利同比（%）	-43.15	50.66	52.85	265.62

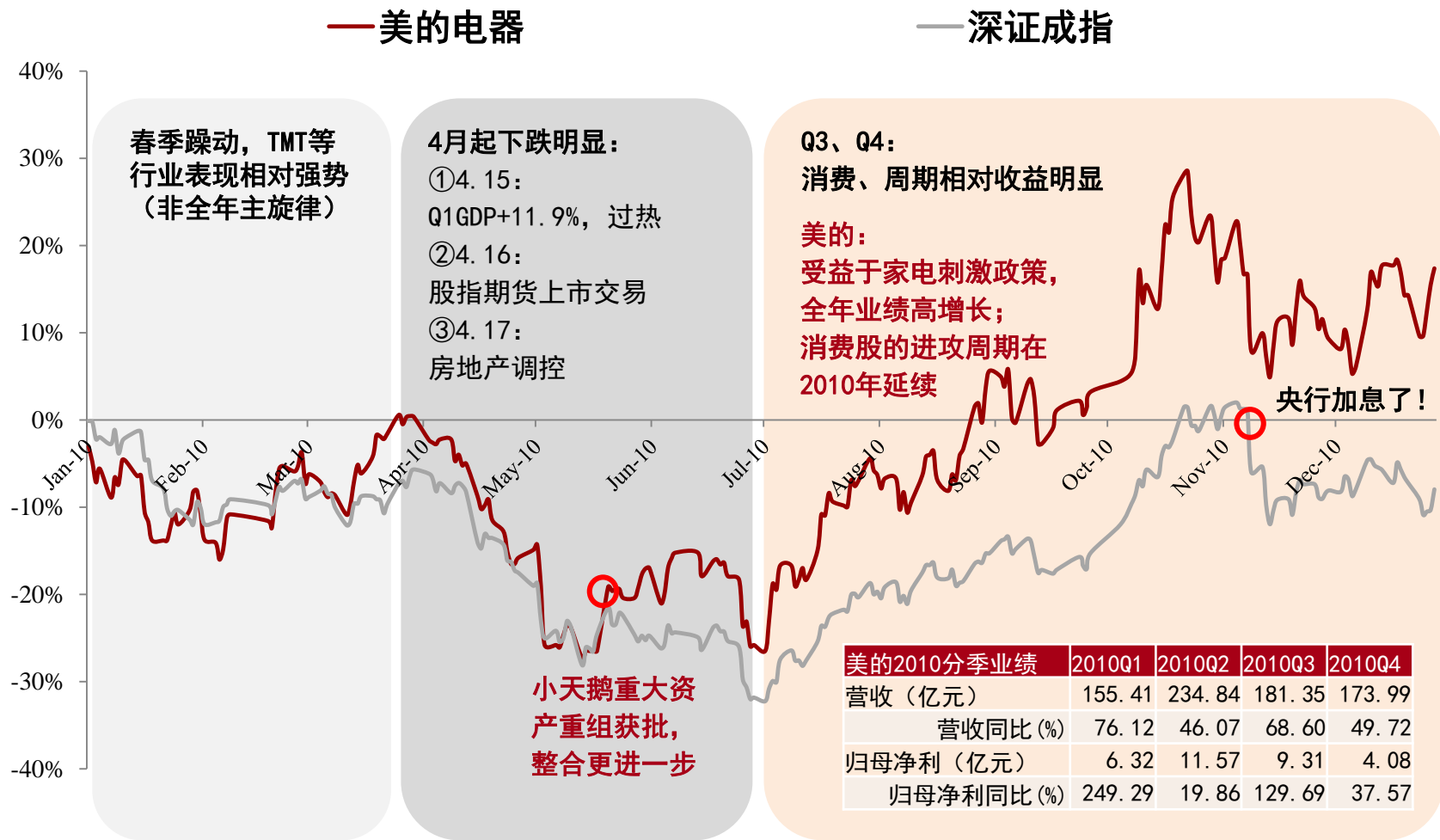


2009年8月之前走势跟随大盘

——深证成指



2009年8月之后可选消费崛起



趋势研判：本质上是2009年消费股强势表现的延续

— 美的电器

— 深证成指

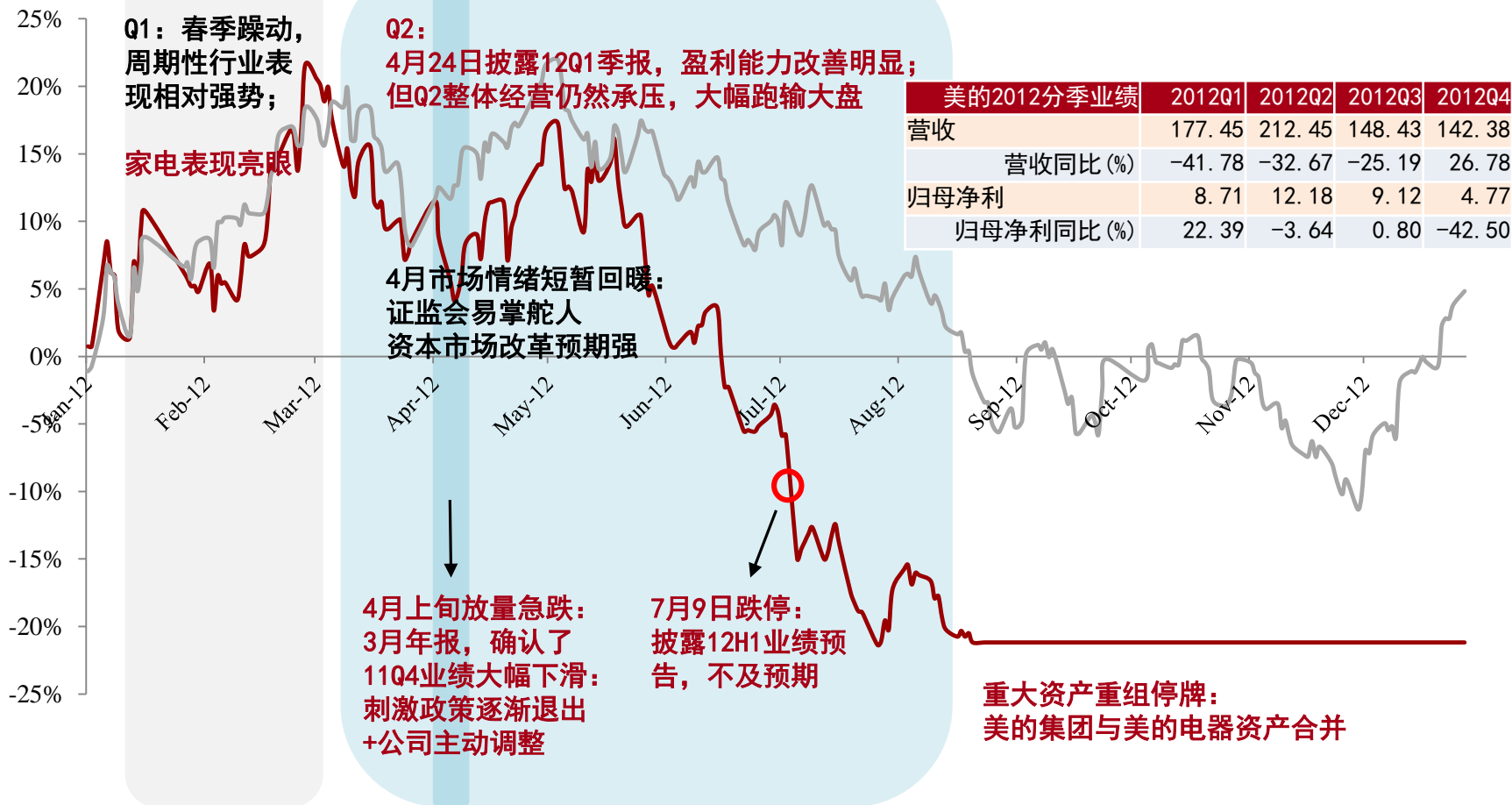


* 2011年躁动之后即为调控导致的单边下行趋势；

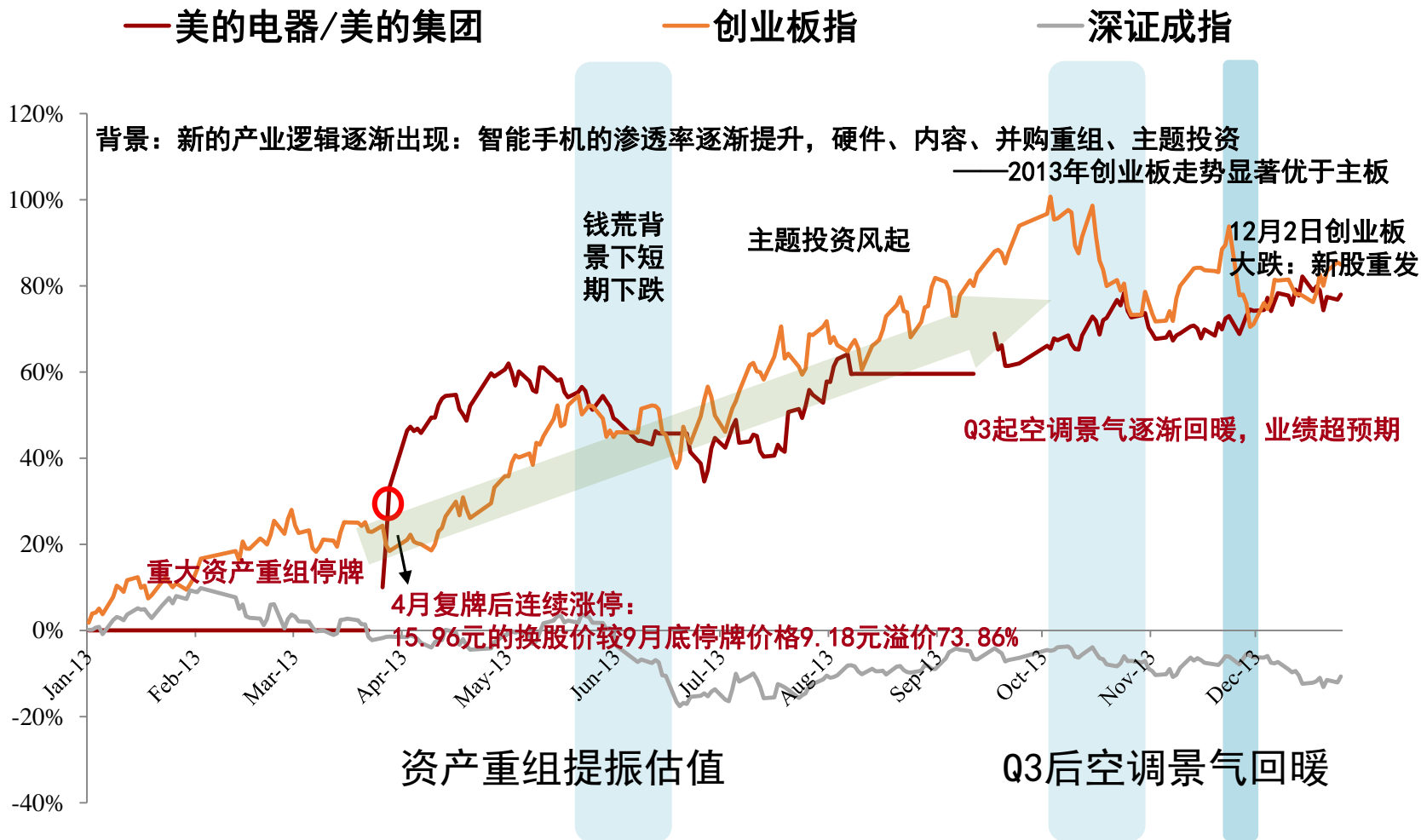
* 阶段性绩优有阶段性超额收益表现，但业绩一旦出现趋势性拐点，则再度“随波逐流”...

—美的电器

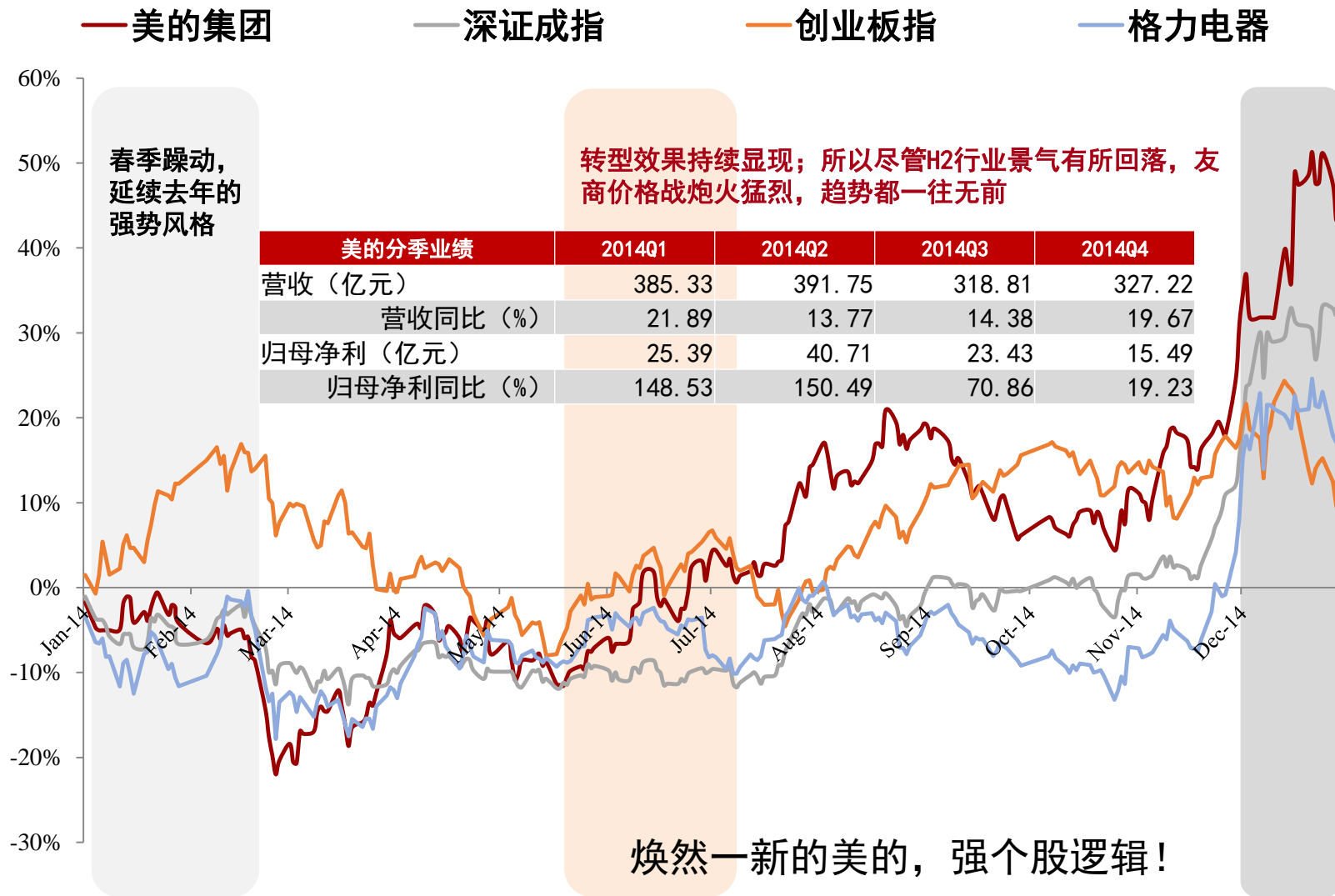
—深证成指

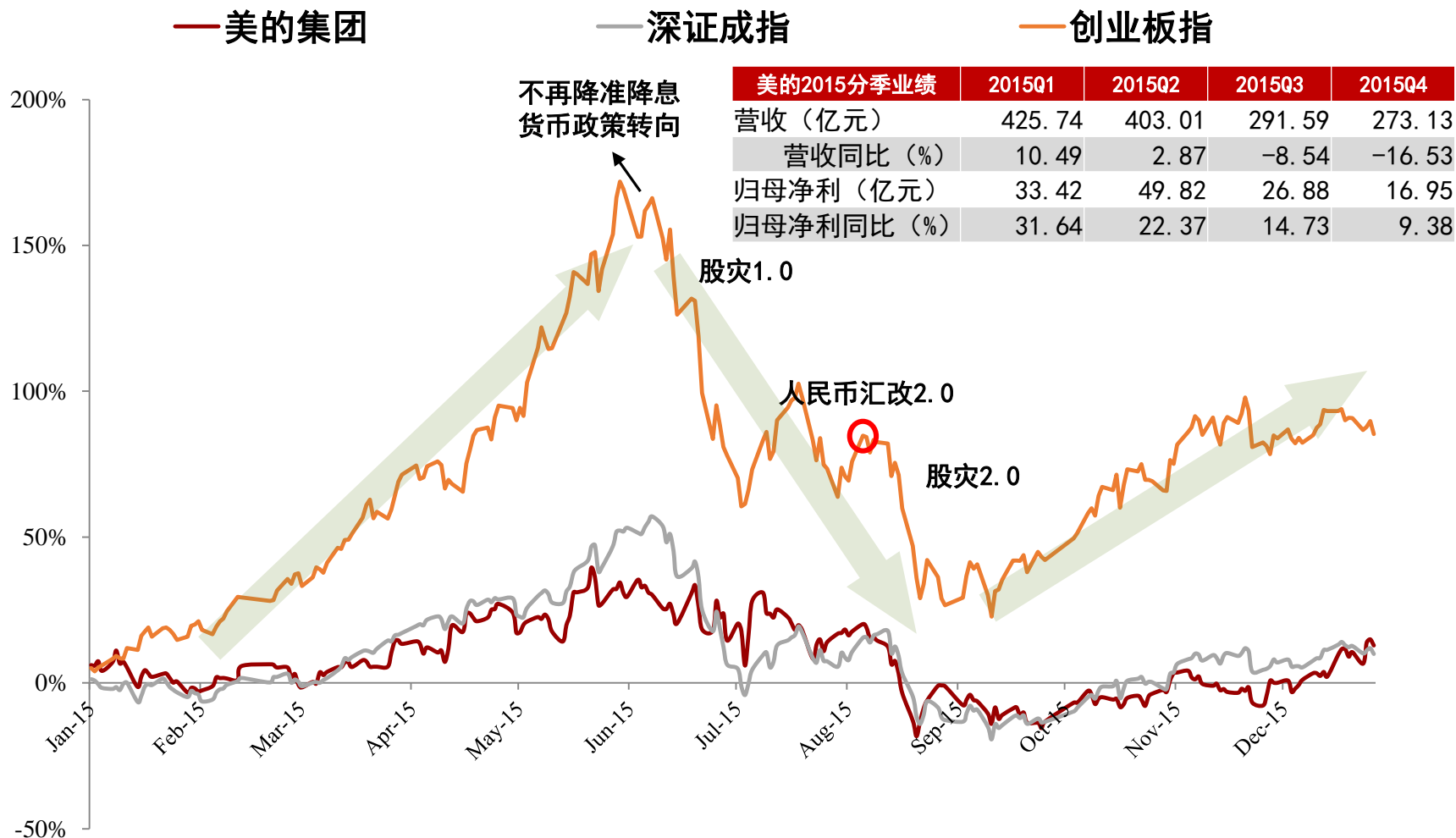


*景气周期叠加经营周期双底部，穷则思变的年份…

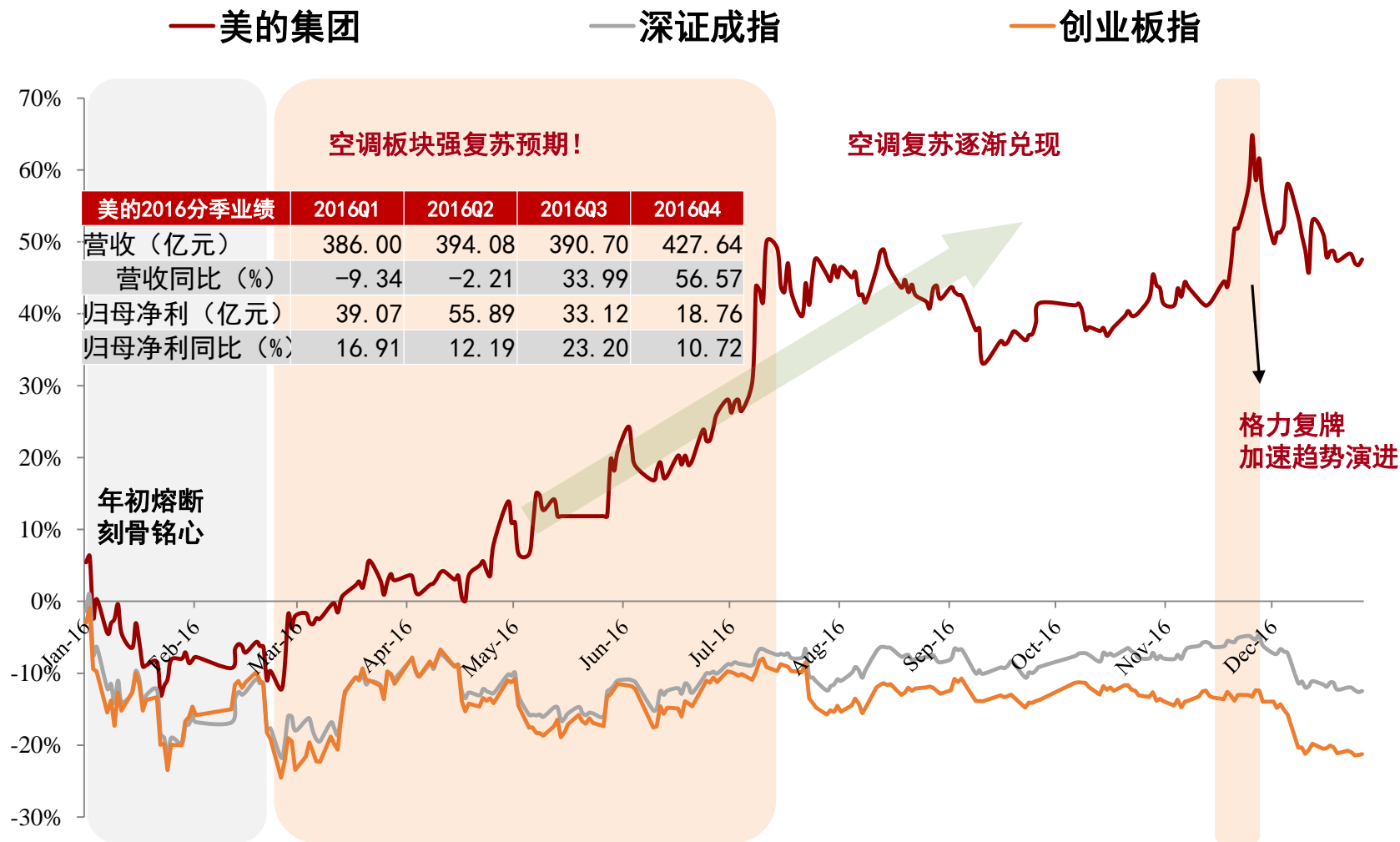


美的2013分季业绩	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4
营收（亿元）	315.99	344.07	278.12	274.86
营收同比（%）	20.1	8.81	16.05	32.06
归母净利润（亿元）	10.22	16.25	13.71	12.99
归母净利润同比（%）	64.70	44.99	67.91	85.24

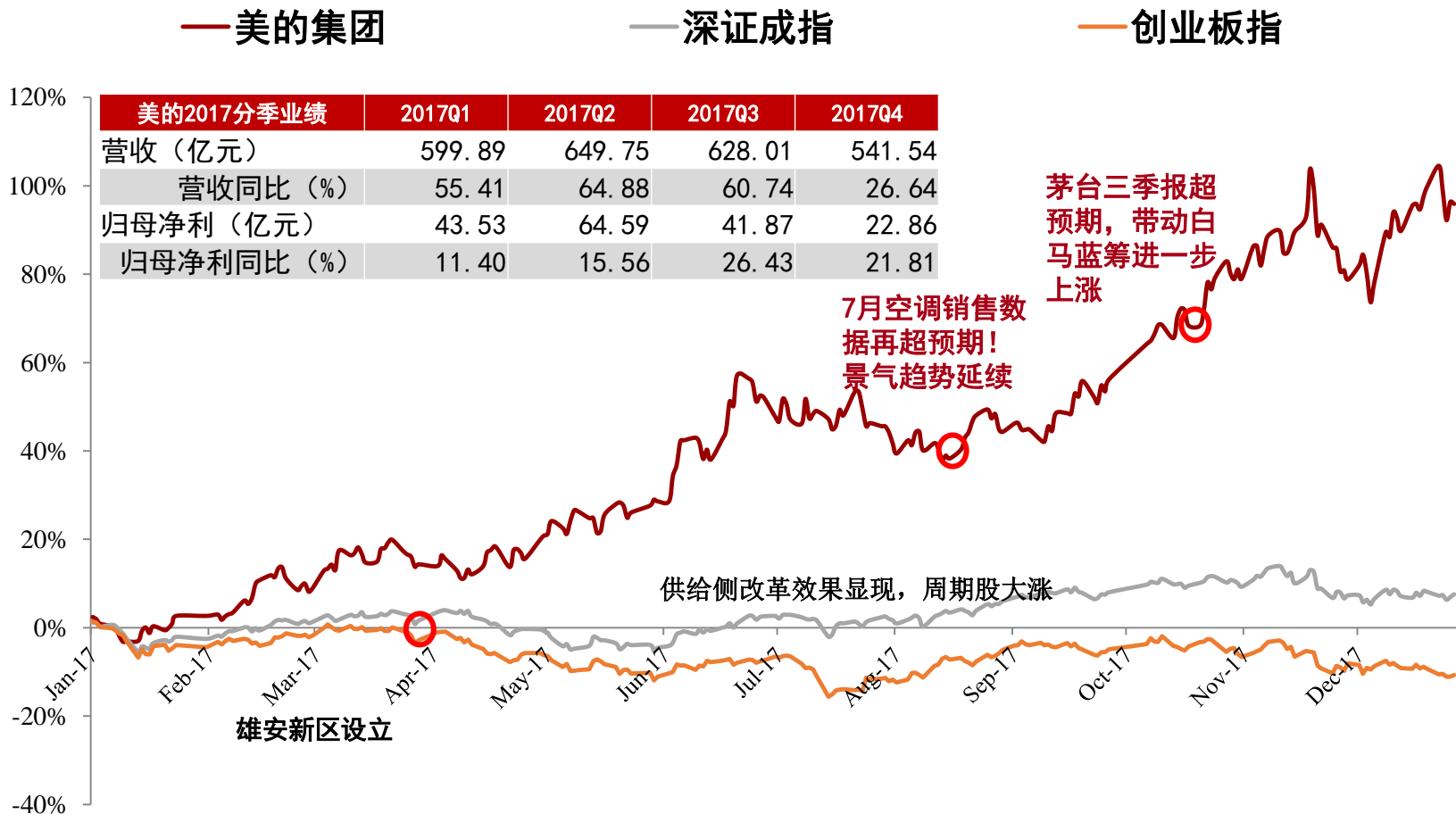




*风格的极致演绎伴随相对较弱的空调景气，但风格的演绎导致对经营周期的反馈不够敏感，直到三四季度的空调库存都还是承压的



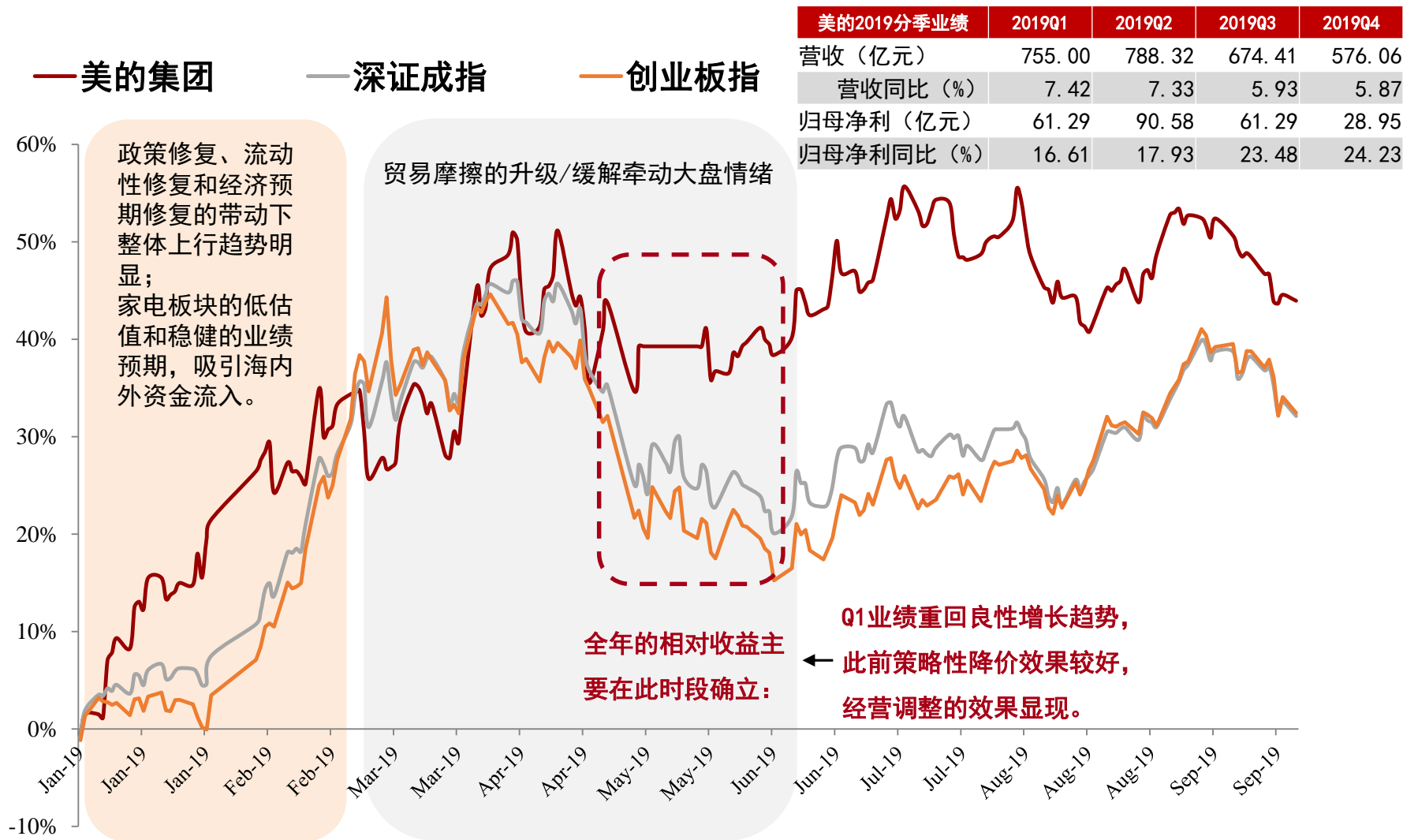
*复苏的趋势逐渐显现，同时伴随着海外收购等多个事件性的因素



* 空调行业持续的高景气，加速的A股国际化，白马龙头风格的极致演绎…



*H1空调整体景气尚稳，H2逐渐承压；H2公司主动进行经营调整，业绩仅差强人意



*从2018年起，行业的景气在一定程度上承压，2019年行业竞争日趋激烈，美的在经历调整之后，凭借自身灵活高效的優勢，业绩稳中向好

何时最无奈？

无力抗拒的单边下行趋势...

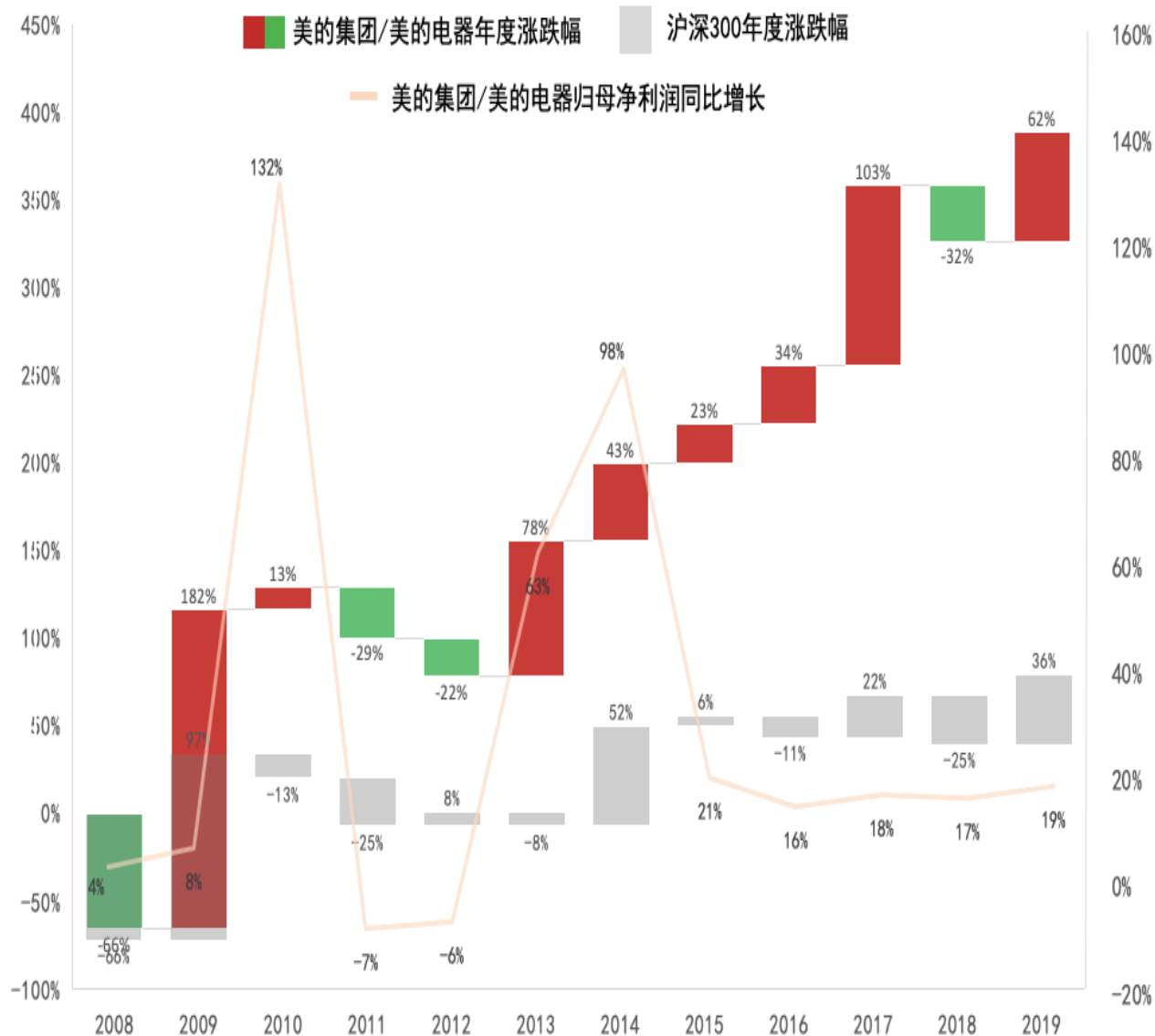
股价的机会往往来自哪里？

公司向好的经营周期

家电行业的景气周期

风格与筹码的“推波助澜”

绝对收益：做时间的朋友



· **白电龙头**：稳健优质，高性价比；基本面触底后预将逐渐复苏。Q2内销呈复苏迹象，但海外疫情仍对全球布局的家电企业带来一定不确定性，预计全行业更显著的内外销复苏将出现在Q3，但预期先行，Q2可择机布局。

· **美的集团**：

①行业景气已逐渐走出阶段性低点。国内视角，复工复产有序，线下经济活动已开始逐渐恢复，向好实为趋势，复苏不会缺席；海外维度，Q2考验出口企业，但家电行业整体订单情况并不悲观。

②美的整体经营稳健，在经历了此前2-3年持续的内部提效以及渠道优化，公司经营的优化效果持续显现，疫情状态下的相对优势更为明显，盈利能力的相对稳定可以预期。中长期视角，美的以盈利能力的稳定为导向的有效战术，效率至上、求新求变的特质，公司治理层面的强激励等特征，也赋予了公司稳定增长的动能。

③2019年年报分红比例提升至46%，现金分红+回购合计占全年净利近六成，未来常态化的较高分红水平可期。

财务数据与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	261820	279381	292090	319978	350664
同比增长	8%	7%	5%	10%	10%
营业利润(百万元)	25564	29683	31335	34688	38475
同比增长	18%	16%	6%	11%	11%
净利润(百万元)	20231	24211	25537	28228	31267
同比增长	17%	20%	5%	11%	11%
每股收益(元)	3.04	3.47	3.66	4.05	4.48
PE	18.7	16.4	15.5	14.1	12.7
PB	4.6	3.9	3.4	3.0	2.6

资料来源：公司数据、招商证券

风险提示：新冠肺炎疫情控制不及预期、行业竞争加剧

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：

隋思誉 北京大学金融硕士，香港中文大学经济学硕士，北京大学文学和经济学双学士。

2017年入职招商证券从事家电行业研究。

陈东飞 美国莱斯大学统计学硕士，中国人民大学环境经济学学士。2017年入职招商证券，任环保与公用事业行业分析师，2020年任家电行业分析师。

团队荣誉：

金牛奖：2018&2019最佳行业金牛分析师

新财富：2017-第4名 2016-第3名 2015-第3名 2014-第3名 2013-第5名

金牛奖：2017-第2名 2016-第4名 2015-第3名 2014-第3名 2013-第4名

水晶球：2018-第4名 2017-第2名 2016-第5名 2015-第4名 2014-第4名 2013-第5名

保险资管最受欢迎分析师IAMAC奖 2018-第3名 2017-第2名 2016-第3名 2014-第3名

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。

谢谢！

CMS  招商证券