

标普信评

S&P Global

China Ratings

主体评级报告：

美的集团股份有限公司



主体信用等级*：AAA_{spc}；展望：稳定

2022年4月6日

分析师：

任歌雪，Yingxue.ren@spgchinaratings.cn

刘彦良，Alan.liu@spgchinaratings.cn

目录

报告摘要	2
声明	4
信用等级概况	5
宏观经济与行业环境	8
公司概况	10
业务状况	11
财务风险	14
同业比较	16
流动性状况	18
分项评估	19
附录	20

*主体信用等级一般反映标普信评对受评主体优先无抵押债务信用质量的看法，不专门针对主体可能发行在外的具体债项。

标普信用评级（中国）有限公司（标普信评）的评级（以“spc”后缀标识）是根据与标普全球评级等级体系不同的评级等级体系所授予。标普信评所授予的评级不可与标普全球评级等级体系下授予的评级视为同等，或不实地表述为标普全球评级等级体系下授予的评级。

若无进一步更新，本报告中的信用等级自报告载明的评定日期起持续有效。

报告摘要

公司名称	等级类型	当前等级	评定日期	展望/观察
美的集团股份有限公司	主体信用等级	AAA _{spc}	2022 年 4 月 6 日	稳定

行业划分：耐用消费品

主体概况：

美的集团股份有限公司（以下简称“美的集团”或“公司”）是中国收入规模最大的家电生产企业，在家用空调、洗衣机、冰箱以及小家电领域常年占据领先的市场份额。公司的主营业务包括三大板块：暖通空调，消费电器，机器人、自动化系统及其他制造业。其中，以家用空调为主的暖通空调和消费电器板块构成公司最主要的收入和利润来源，在毛利润中合计占比超过 90%；机器人、自动化系统及其他制造业板块的毛利润占比小于 10%。公司的家电产品销往全球各主要市场，形成了国内和国外占比均衡的收入结构。2021 年 1-6 月，海外收入占比约 43%。

宏观经济与行业环境：

我们认为，中国家电行业的竞争格局将保持稳定。疫情使行业的龙头企业在供应链、渠道方面的优势得以巩固，市场集中度进一步提升。受到国内地产周期下行、全球经济疲软、通胀压力上升等多重因素影响，家电企业的销售增长将承受一定压力。上游原材料价格上涨将压缩家电企业的利润水平。头部家电企业具备相对更强的上下游议价能力以及良好的成本控制能力，成本上涨对其利润率的影响相对可控。

信用要点：

业务状况：标普信评认为，美的集团“极佳”的业务状况反映了公司在中国家电市场优秀的品牌认可度、出色的供应链整合能力、强大的销售渠道，尤其是公司丰富多元的产品和品牌布局以及很强的经营效率和成本控制能力，使公司的竞争优势显著超越大部分同业。得益于上述优势，美的集团在中国家电市场长期保持领先的市场份额。此外，公司具备全球化的业务布局，能够缓解中国市场需求波动对销售的影响。但海外业务模式仍以 OEM 为主，自主品牌占比仍有一定提升空间。我们预计，上游原材料涨价将令公司的利润水平小幅收缩，通过产品提价、成本控制等举措，公司能够部分缓解成本上涨的压力。

财务风险：标普信评认为，美的集团“很低”的财务风险反映了公司审慎的财务政策、强健的经营性现金流、充裕的在手货币资金、很低的债务水平。我们预计，公司的现金流能够满足预测期内的各项资本开支及研发投入，以经调整总债务/EBITDA 衡量的杠杆水平将维持很低。

重点信用指标：

	2020A	2021E	2022F
EBITDA 利润率（%）	10.6	9.5-10.5	9.5-10.5
经调整总债务/EBITDA（倍）	0.7	0.5-1.0	0.5-1.0
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	23.1	19.0-23.0	19.0-23.0

注：以上数据为标普信评调整后数据。A 表示实际值，E 表示估计值，F 表示预测值。

分项评估：

主体信用等级：AAA_{spc}/稳定

业务状况：1/极佳

行业风险：3/一般

竞争地位：1/极佳

财务风险：1/很低

评级基准：aaa

调整项

多元化：中性（无影响）

资本结构：中性（无影响）

财务政策：中性（无影响）

流动性：极强（无影响）

管理与治理：中性（无影响）

补充调整：中性（无影响）

个体信用状况：aaa_{spc}

外部影响：0

美的集团主体信用质量在1700家企业潜在主体信用质量分布中的相对位置

企业数量	[AAA]	[AA+]	[AA]	[AA-]	[A+]	[A]	[A-]	[BBB+]	[BBB]	[BBB-]	[BB+]	[BB]	[BB-]	[B+]	[B]	[B-]及以下
企业数量	1	1	2	3	3	3	4	4	4	4	3	3	2	2	1	2

注：红色代表近1700家企业潜在主体信用质量的中位数，黄色代表美的集团所在位置。
版权©2022标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

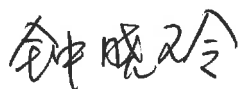
同业比较： （2019-2020 两年平均值，百万元）	美的集团	海尔智家	格力电器	海信家电
营业收入	281,219	205,244	183,176	42,923
EBITDA	30,947	15,154	28,873	3,130
EBITDA 利润率（%）	11.0	7.4	15.8	7.2
经调整总债务/EBITDA（倍）	0.5	2.5	-	2.0
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	29.6	10.1	22.0	580.8
注：以上数据为标普信评调整后数据；资料来源：Wind，标普信评。				

高级管理人员

钟晓玲

北京

May.zhong@spgchinaratings.cn



项目组联系方式

任映雪

北京

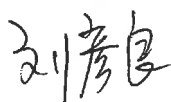
Yingxue.ren@spgchinaratings.cn



刘彦良

北京

Alan.liu@spgchinaratings.cn



声明

本次评级为评级对象付费委托进行的评级。除因本次评级事项使评级机构与评级对象构成委托关系外，标普信评及其分析人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

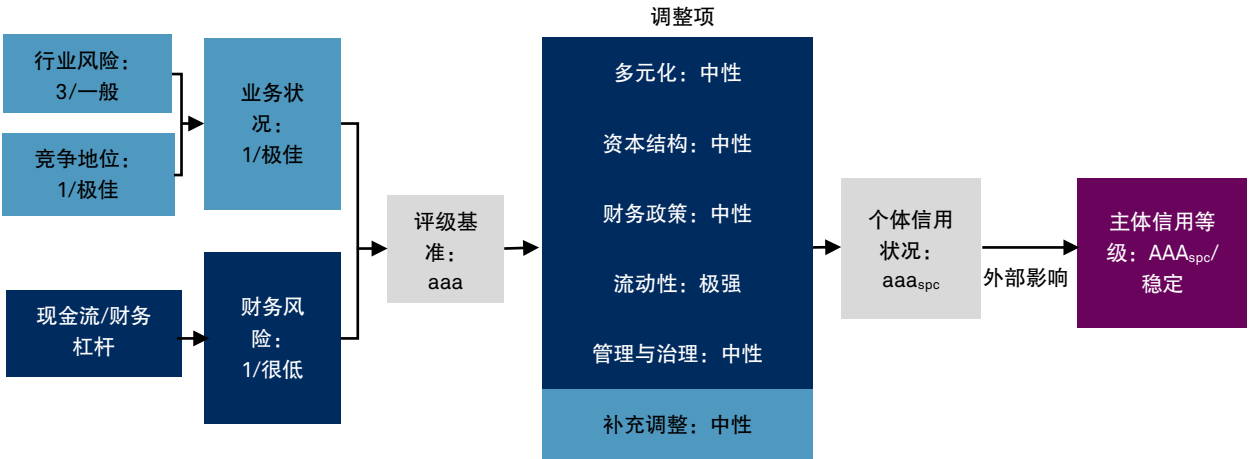
标普信评及其分析人员履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是标普信评依据其评级方法和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本信用评级报告对评级对象信用状况的表述和判断仅用于相关决策参考，并非某种决策的结论和建议。

信用等级概况

公司名称	等级类型	当前等级	评定日期	展望/观察
美的集团股份有限公司	主体信用等级	AAA _{spc}	2022 年 4 月 6 日	稳定



主要优势与风险

优势	风险
公司在白色家电和小家电领域稳定保持领先的市场占有率。	原材料成本上涨令公司利润率承压。
公司具备丰富的产品及多层次的品牌、广泛的渠道覆盖、全球化的业务布局，利润来源多元化，经营稳定性强。	
公司的经营效率和成本控制能力处于行业领先。	
公司货币资金充裕，财务风险很低。	

评级展望

美的集团股份有限公司（以下简称“美的集团”或“公司”）的评级展望为稳定。我们认为，稳定的展望反映了未来 24 个月内，美的集团能够在中国家电市场保持领先的市场份额，这主要得益于公司优秀的品牌认可度、丰富多元的产品和 品牌布局、强大的渠道体系、行业领先的经营效率及成本控制能力。尽管面临收入增速放缓、上游原材料涨价的挑战， 我们预计公司仍将维持强健的现金流和很低的债务水平，财务风险保持“很低”。

下调情形：出现如下情形时，标普信评有可能考虑下调公司的主体信用等级：1）公司的财务风险上升，以经调整总债 务/EBITDA 衡量的杠杆率显著超过 1.5 倍且难以好转。例如，公司发生大规模的资本开支或收并购投资，导致债务水平 大幅上升；或者 EBITDA 利润率的收缩程度远超过我们的预期；2）公司在中国家电市场的竞争地位弱化。例如，主要 白色家电及小家电的市场份额大幅下滑且难以改善，或者经营效率及成本优势显著减弱。

上调情形：不适用。

假设与预测

假设

- 2022 年中国 GDP 有望增长 4.9%。
- 2021 年，国内需求修复以及家电出口增长将带动公司实现 14-17% 的收入增速。2022 年，受国内房地产周期下行、海外通胀压力加大、全球供应链逐步修复等因素影响，收入增速将放缓至 4-7%。
- 受上游原材料上涨影响，2021-2022 年 EBITDA 利润率小幅下降至 9.5-10.5%。
- 2021-2022 年，研发支出收入占比保持在 3.3-3.5%。
- 2021 年，资本开支约 50-70 亿元。2022 年，资本开支上升至 60-80 亿元，收并购支出约 30-50 亿元，主要包括私有化库卡机器人剩余股权的资金支出。
- 2021-2022 年，分红比例保持在 40-45%。2022 年，股份回购金额约 25-50 亿元。

预测

重点信用指标预测

	2020A	2021E	2022F
EBITDA 利润率（%）	10.6	9.5-10.5	9.5-10.5
经调整总债务/EBITDA（倍）	0.7	0.5-1.0	0.5-1.0
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	23.1	19.0-23.0	19.0-23.0

注：以上数据为标普信评调整后数据。A 表示实际值，E 表示估计值，F 表示预测值。

调整后财务数据及指标

调整后财务数据及指标（百万元）

	2018A	2019A	2020A	2021.1-9A
营业收入	259,665	278,216	284,221	261,342
EBITDA	28,494	31,786	30,108	--
经营性现金流	27,157	37,710	28,251	--
资本开支	5,612	3,452	4,657	5,875
利息支出	704	881	1,306	989
经调整总债务	13,381	6,177	22,177	--
EBITDA 利润率（%）	11.0	11.4	10.6	--
经调整总债务/EBITDA（倍）	0.5	0.2	0.7	--
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	40.5	36.1	23.1	--

注：1、财务数据的主要调整详见“关键财务数据调整”；2、A 表示实际值；3、“--”代表数据不可得。

相关评级方法、模型及研究

评级方法：

- 标普信用评级（中国）-工商企业评级方法论，2020 年 7 月 28 日。
- 标普信用评级（中国）补充评级方法论-非必需消费品行业，2019 年 5 月 21 日。
- 标普信用评级（中国）-评级调整因子及偿付顺序的通用考量因素，2019 年 5 月 21 日。

相关研究：

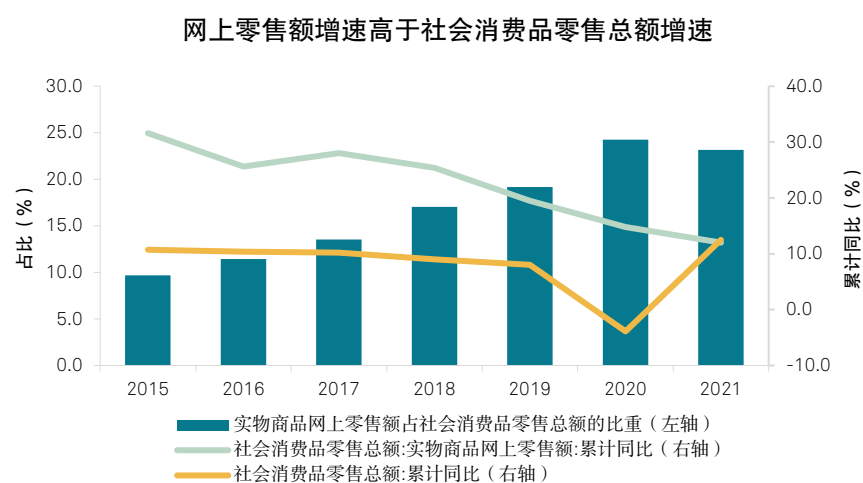
- 评论：解读标普信用评级（中国）工商企业评级方法论，2020 年 7 月 28 日。
- 评论：解读标普信用评级（中国）评级调整因子及偿付顺序的通用考量因素方法论，2020 年 6 月 29 日。

宏观经济与行业环境

我们预期 2022 年中国 GDP 有望增长 4.9%。中国的发展战略正在转变，新的政策法规以实现共同繁荣、实现高水平自立自强为目标。考虑到这样的情况，我们也逐渐将关注重点从中国经济增长速度向去杠杆、减少不平等等方面转移。

我们认为，线上、线下融合的业务模式是家电行业未来重要的发展方向，广泛深入的线上渠道布局有助于家电企业更好地应对疫情冲击和消费习惯的迁徙。新冠疫情影响之下，线下渠道的家电销量受到冲击，而线上渠道的家电销量和占比呈上升趋势。根据国家家用电器工业信息中心编制的《2021 年中国家电行业半年度报告》，2021 上半年家电线上市场销售规模为 1,851 亿元，同比增速为 21.5%，线下市场销售规模为 1,954 亿元，同比增速为 6.1%；线上市场零售额占比由 2020 年上半年的 45.3%进一步提升至 48.6%。

图1



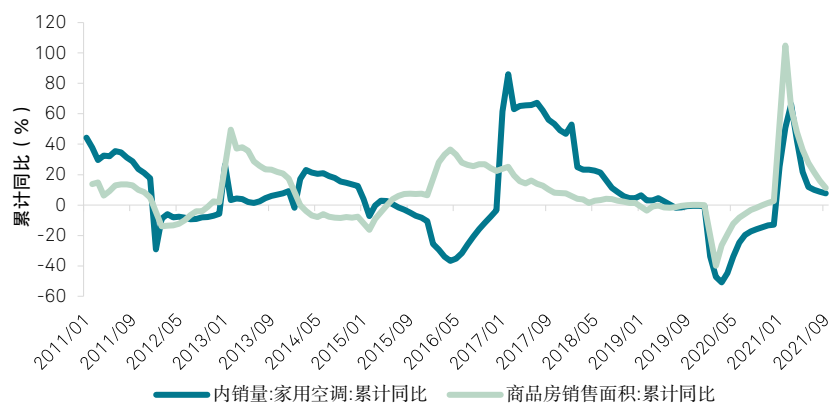
我们认为，新冠肺炎疫情给家电行业造成了一定冲击，但龙头家电企业凭借自身较强的品牌影响力、多元化的产品结构、广泛的销售渠道以及较高的经营效率等优势，竞争地位保持稳定，行业集中度呈上升态势。

我们认为，受房地产销售疲软的影响，家电企业的收入将承受一定压力，预计 2022 年家电市场的销售额增速约为 0-5%，主要由价格上涨驱动。家电行业属于地产后周期行业，行业景气度在一定程度上受到房地产周期的影响。2020 年以来，随着政府集中供地、“三道红线”、房地产贷款集中度管理等一系列房地产调控政策的出台，房地产企业无论是在融资端还是销售端方面均面临一定压力。我们预计，随着房地产行业的景气度下滑向家电行业传导，家电行业未来的销售将面临一定下行压力。

我们预计，受房地产销售疲软的影响，家电企业的收入将承受一定压力。

图2

地产—家电行业联动趋势



资料来源：Wind，标普信评。

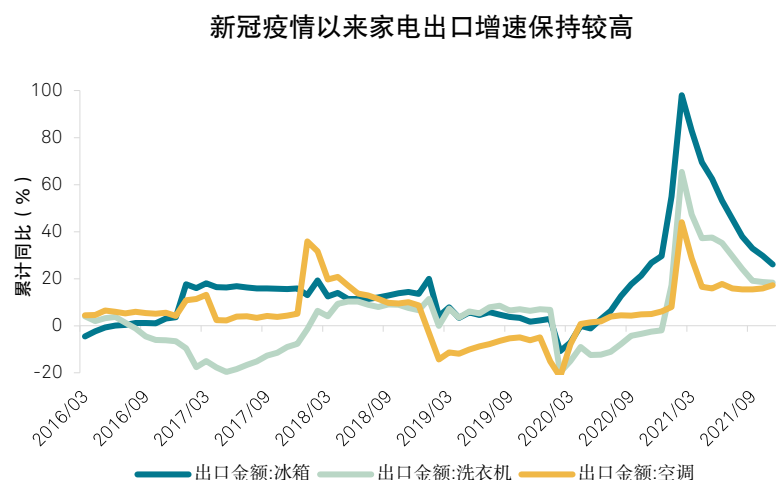
版权©2022标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为，上游原材料价格及运输成本的上涨将对家电企业的利润构成下行压力，对头部企业利润率的影响相对可控。2021 年上半年，我们观察的 64 家家电上市企业的毛利率中位数为 24.2%，较 2020 年同期的 26.4% 下滑 2.2 个百分点。上游钢材、铜等原材料价格及运输成本的上涨令家电企业的生产成本不断攀升，而行业激烈的竞争格局使家电企业对产品提价保持谨慎。不过，我们认为头部企业在供应链中具备较强的议价能力，较强的成本控制能力使他们的利润率表现更具韧性。

我们认为，海外市场是国内家电企业发展的重要增长点之一，全球化的业务布局和协同能力将使家电企业获得更广阔的发展空间，也利于家电企业对冲国内地产周期的波动，增强收入和利润的稳定性。在全球疫情蔓延的背景下，中国领先的复工复产节奏和完善的家电产业链布局推动家电出口迎来较强增长。据中国机电产品进出口商会的统计，2021 年中国白色家电产品全年累计出口 1,185 亿美元，较 2020 年出口规模增长 26.4%，较 2019 年增长 48.4%。

我们认为，上游原材料价格及运输成本的上涨将对家电企业的利润构成压力，对头部企业利润率的影响相对可控。

图3



资料来源：Wind，标普信评。

版权©2022标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

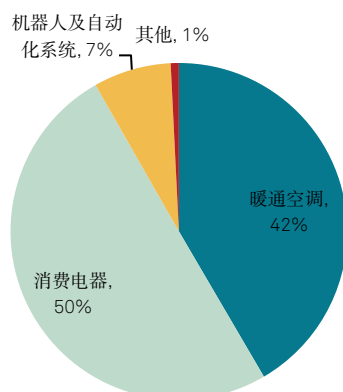
一、评级基准

公司概况

美的集团股份有限公司（以下简称“美的集团”或“公司”）是中国收入规模最大的家电生产企业，在家用空调、洗衣机、冰箱以及小家电领域常年占据领先的市场份额。公司的主营业务包括三大板块：暖通空调，消费电器，机器人、自动化系统及其他制造业。其中，以家用空调为主的暖通空调和消费电器板块构成公司最主要的收入和利润来源，在毛利润中合计占比超过 90%；机器人、自动化系统及其他制造业板块的毛利润占比小于 10%。公司的家电产品销往全球各主要市场，形成了国内和国外占比均衡的收入结构。2021 年 1-6 月，海外收入占比约 43%。

图4

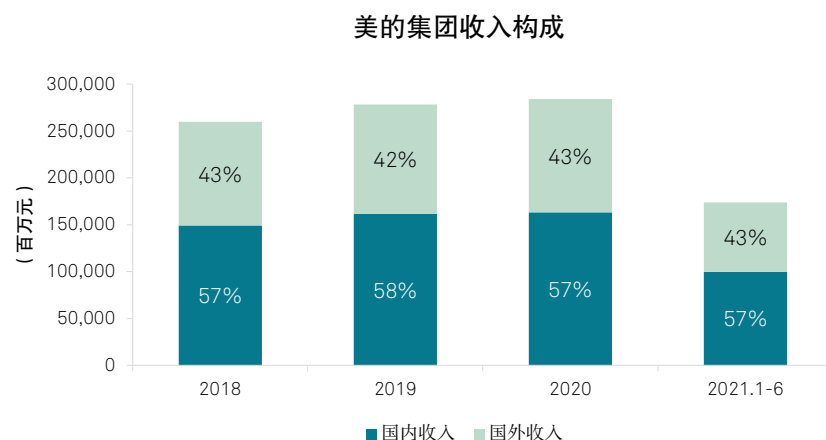
美的集团毛利润构成（2021年1-6月）



资料来源：公司年报，标普信评。

版权©2022标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图5



资料来源：公司年报，Wind，标普信评。
 版权©2022标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

业务状况

标普信评认为，美的集团“极佳”的业务状况反映了公司在中国家电市场优秀的品牌认可度、出色的供应链整合能力、强大的销售渠道，尤其是公司丰富多元的产品和品牌布局以及很强的经营效率和成本控制能力，使公司的竞争优势显著超越大部分同业。得益于上述优势，美的集团在中国家电市场长期保持领先的市场份额。此外，公司全球化的业务布局增强了收入和现金流的稳定性。但公司的海外业务模式仍以 OEM（“Original Equipment Manufacturer”）为主，自主品牌占比仍有一定提升空间。我们预计，上游原材料涨价将令公司的利润水平小幅收缩，通过产品提价、成本控制等举措，公司能够部分缓解成本上涨的压力。

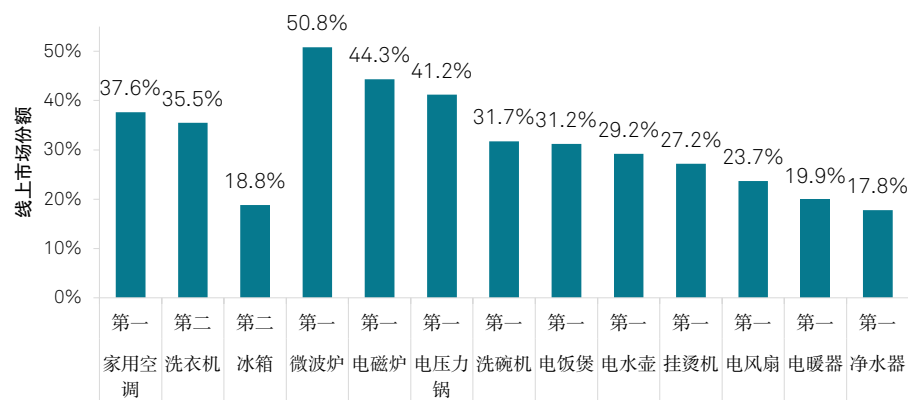
在中国市场，美的集团在家用空调、冰箱、洗衣机三大白色家电品类长期保持第一名或第二名的市场份额，在小家电市场保持第一名的市场份额。我们认为，对于耐用消费品行业，市场占有率是企业综合竞争实力的总体反映，领先的市场份额往往反映出企业在品牌、产品、渠道、效率等方面具备强于同业的竞争优势。

我们认为，丰富的产品品类及多层次的品牌矩阵使公司能够充分满足市场的差异化需求，建立多元化且稳定的盈利基础。公司是行业内少数具备全品类覆盖能力的家电企业，产品品类广泛覆盖空调、冰箱、洗衣机、厨电以及丰富多样的小家电。通过自主打造和外延收购，公司构建了多层次的品牌结构，包括满足大众消费需求的品牌“美的”、“小天鹅”、“东芝”等、面向高端市场和全屋智能概念的品牌 COLMO、以及针对个性化消费需求的互联网品牌“布谷”等。

我们认为，丰富的产品品类及多层次的品牌矩阵使公司能够充分满足市场的差异化需求，建立多元化且稳定的盈利基础。

图6

2021年上半年美的集团主要家电品类线上市场份额及排名

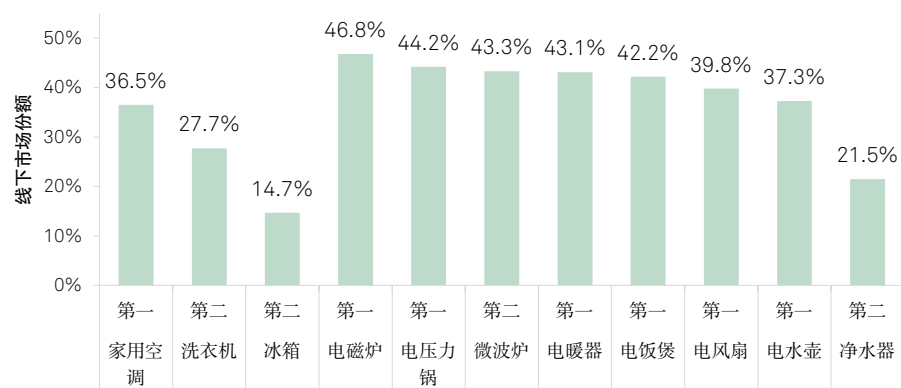


资料来源：公司年报，Wind，标普信评。

版权©2022标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图7

2021年上半年美的集团主要家电品类线下市场份额及排名



资料来源：公司年报，Wind，标普信评。

版权©2022标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为，对核心零部件生产和研发的深度整合使得公司具备引领产品更新换代的能力，有利于长期维持领先的产品竞争力，另一方面也增强了核心零部件供应链的稳定性。通过向上游整合家电核心零部件的生产和研发，公司建立了二线竞争对手很难超越的供应链壁垒。美的集团具备自主生产、研发空调核心零部件压缩机的实力。2021年上半年，公司生产的家用空调压缩机在全球市场的占有率超过 40%，位列全球第一。空调压缩机具备一定技术门槛，对规模化生产的要求高，在现有的市场格局下，二线竞争者较难向上游整合，挑战公司的占有率。

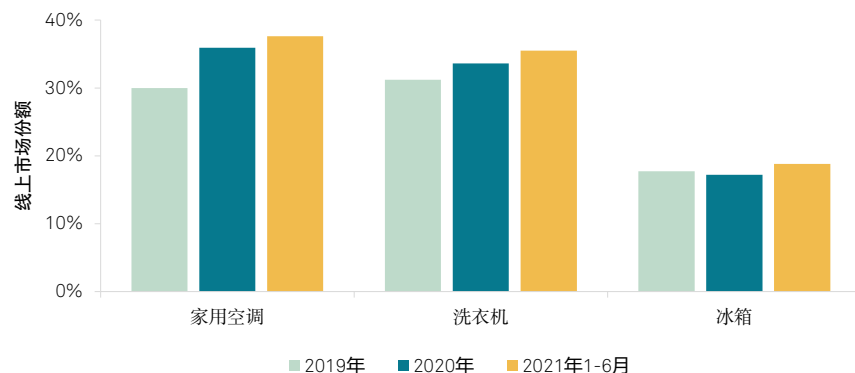
我们认为，美的集团通过建立扁平高效的渠道体系能够对终端需求进行快速反应，保障品牌战略和营销策略的有效执行。通过渠道变革，美的集团提升了对线下渠道的直营能力，目前超过 90%的线下专卖体系零售商可向公司直接下单采购，提升了渠道的运行效率。疫情期间，美的集团能够快速将线下销售转移到线上，实现收入 and 市场份额的平稳提升。2021 年上半年，美的集团家用空调和洗衣机的线上市场份额达 37.6%、35.5%，分别较 2019 年提升 7.6 个百分点和 4.3 个百分点。同期，美的集团

我们认为，美的集团通过建立扁平高效的渠道体系能够对终端需求进行快速反应，保障品牌战略和营销策略的有效执行。

全网销售规模超过 520 亿元，同比增幅超过 20%，电商销售占比继续保持在 45%以上，在主流电商平台的家电销量保持行业领先。

图8

疫情前后美的集团白色家电产品线上市场份额对比



资料来源：公司年报，Wind，标普信评。

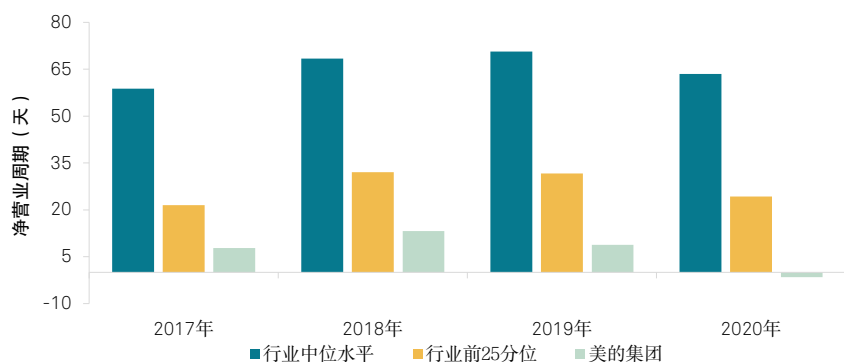
版权©2022标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为，美的集团高效的存货管理模式、快速的生产响应能力使其保持行业领先的经营效率，并对公司的供应链体系形成有力的支撑。依托数字化系统和自建大件物流服务能力，公司对全渠道库存建立了“统仓统配”的集中化管理，通过智能调拨和动态补货等方式，最大化渠道库存的共享，显著降低仓储物流成本，提升存货周转效率。此外，公司将家电行业传统的“以产定销”生产模式变革为“以销定产”，避免了渠道体系内积压大量存货。良好的供应链协同效应以及自动化生产能力使公司可以在很短的时间内完成大件家电的备货和生产，在快速响应市场需求的同时，将存货维持在较低的水平。

我们认为，美的集团高效的存货管理模式、快速的生产响应能力使其保持行业领先的经营效率。

图9

美的集团的净营业周期处于行业领先



注：净营业周期=应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数；行业数据包括131家耐用消费品行业样本企业。

资料来源：公司年报，Wind，标普信评。

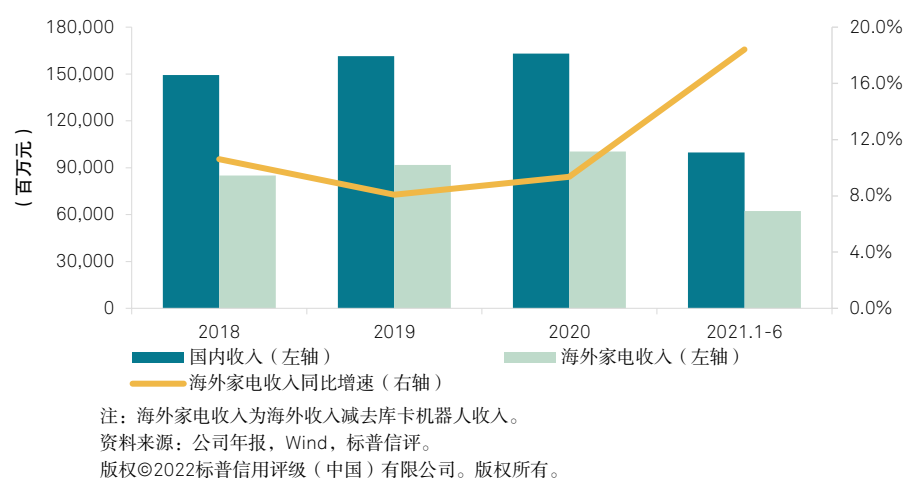
版权©2022标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为，公司全球化的收入来源能够一定程度上缓解中国市场需求波动对销售的影响，增强收入和利润的稳定性，全球供应链冲击对美的集团海外业务的影响相对可控。公司的海外业务正经历由 OEM 到 OBM（“Original Brand Manufacturer”）的转型，但目前仍以 OEM 模式为主，自主品牌收入占比 30%-40%，仍有一定的提升空间。截至 2021 年末，公司在全球共有 34 个生产基地，其中 17 个位于海外，但仍以中国制造出口为主。中国家电的配套产业链完整度很高，即使全球其他地区出现显著的供应链中断，中国工厂的生产能力也具备较强的稳定性。美的集团在新冠疫情影响下仍能保持较强的海外收入增长是很好的印证。2020 年及 2021 年上半年，美的集团海外家电收入同比增速保持较高水平，分别达 9.4%、18.4%。

我们认为，公司全球化的收入来源能够一定程度上缓解中国市场需求波动对销售的影响，增强收入和利润的稳定性。

图10

美的集团海外家电收入保持较高增速



我们预计，上游原材料涨价将使公司的利润率小幅下降，但公司具备较强的成本控制和灵活的固定费率调节能力，EBITDA 利润率将保持稳定。我们认为，一方面，美的集团能够向下游消费者传导一部分成本压力；另一方面，通过增加对原材料采购的套保比例、与海运企业建立战略合作、优化内部经营流程等具体举措，公司也能够一定程度上缓解成本上涨的影响。2021 年上半年，由于铜、钢等原材料价格持续上涨，美的集团暖通空调板块的毛利率由 2020 年的 24.2% 下滑至 20.9%，综合毛利率由 25.1% 下滑至 23.2%。同期，公司的销售、管理、研发费率均小幅压降，EBITDA 利润率由 2020 年的 10.6% 小幅下降至 10.3%，基本保持平稳。

我们预计，上游原材料涨价将使公司的利润率水平小幅收缩。

我们关注到，美的集团在传统家电领域之外也通过外部收购和自主培育不断拓展 ToB 工业板块，这些业务将增加公司的资本开支，经营情况有待观察，但对公司自身信用水平的影响可控。公司 ToB 业务主要包括以库卡机器人为代表的工业机器人，以电梯、中央空调为代表的楼宇科技，以家电、汽车零部件为代表的工业技术等。我们认为，非电器类 ToB 业务目前在美的集团的收入和利润中占比均不超过 10%，不会影响我们对公司业务状况的总体看法。ToB 业务的发展效果取决于公司的战略判断、收购整合效果、经营策略等诸多因素。如果 ToB 业务能够与家电主业形成良好的协同效应，那么有可能进一步增强公司业务多元化水平，但我们认为这有待更长时间的观察。

财务风险

标普信评认为，美的集团“很低”的财务风险反映了公司审慎的财务政策、强健的经营性现金流、充裕的在手货币资金和很低的债务水平。我们预计，公司的现金流能够

满足未来 1-2 年的各项资本开支及研发投入，以经调整总债务/EBITDA 衡量的杠杆水平将维持很低。

我们认为，得益于公司很强的经营性现金流和审慎的财务政策，公司能够稳定保持很低的杠杆水平。我们认为，公司在未来仍能保持审慎的财务政策和很低的杠杆水平，过去的经营成果也体现了这一特征。在过往的 10 年间，公司为了业务发展进行过诸多收购投资和资本开支，但杠杆水平始终保持很低。

我们预计，2021 年国内需求修复以及家电出口增长将带动公司实现 14-17%的收入增速。2022 年，受国内房地产周期下行、海外通胀压力加大、全球供应链逐步修复等因素影响，公司的收入增速将放缓至 4-7%。

我们预计，上游原材料涨价将令公司的利润率小幅收缩。鉴于家电行业竞争激烈，消费者价格敏感，为了保持市场份额，我们预计公司产品提价的节奏将滞后于成本的上涨。美的集团在过往的很长时间内保持着稳健的成本控制能力，因此我们预计公司能够将利润率的收缩控制在一定水平，2021-2022 年 EBITDA 利润率或将小幅下降至 9.5-10.5%。

我们预计，公司未来将在巩固家电主业竞争实力方面持续投入，并且适度拓展 ToB 工业板块的发展机会。公司对 ToB 工业板块的拓展或将带来资本开支和收并购支出的上升，但不会对财务风险构成显著影响。公司的财务指标对潜在的资本开支和收并购支出具备较强的容忍空间。我们预期，未来 1-2 年公司出现大型收并购交易的可能性较低。2022 年公司资本开支规模或将上升至 60-80 亿元，包括对新能源汽车零部件工厂的投资建设。同期，收并购支出将维持在 30-50 亿元，包括 2022 年私有化库卡机器人剩余股权的资金支出。我们认为，美的集团家电主业的现金流产生能力很强，在手货币资金充裕，能够满足公司适度多元化布局的尝试，并维持财务风险在很低的水平。

我们认为，得益于公司很强的经营性现金流和审慎的财务政策，公司能够稳定保持很低的杠杆水平。

表1

公司调整后主要财务数据及指标（单位：百万元）						
	2018A	2019A	2020A	2021E	2022F	
营业收入	259,665	278,216	284,221	2021 年收入增速为 14-17%；2022 年回落至 4-7%。	2021-2022 年 EBITDA 利润率小幅下降至 9.5-10.5%。	
EBITDA	28,494	31,786	30,108			
经营性现金流	27,157	37,710	28,251			
资本开支	5,612	3,452	4,657			
利息支出	704	881	1,306			
经调整总债务	13,381	6,177	22,177			
调整后核心财务指标						
EBITDA 利润率（%）	11.0	11.4	10.6	9.5-10.5	9.5-10.5	
经调整总债务/EBITDA（倍）	0.5	0.2	0.7	0.5-1.0	0.5-1.0	
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	40.5	36.1	23.1	19.0-23.0	19.0-23.0	

注：以上数据为标普信评调整后数据。A 表示实际值，E 表示估计值，F 表示预测值。

资料来源：Wind，标普信评。

表2

公司关键财务数据调整 - 截至 2020 年 12 月 31 日 (单位: 百万元)

	总债务	EBITDA	利息支出	构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	经营活动产生的现金流量净额
报表值	89,674	28,684	1,306	4,657	29,557
标普信评调整					
现金利息支出	-	-	-	-	-1,306
资本化利息	-	-	-	-	-
收到的联营合营企业股利	-	-	-	-	-
盈余现金	-67,496	-	-	-	-
其他调整	-	1,424	-	-	-
调整总额	-67,496	1,424	-	-	-1,306
标普信评调整值					
	经调整总债务	EBITDA	利息支出	资本开支	经营性现金流
调整后	22,177	30,108	1,306	4,657	28,251

注：总债务=长期债务+短期债务。

资料来源：公司年报，标普信评。

同业比较

我们选择了与美的集团同处于耐用消费品行业，并具有较高可比性的三家企业进行同业比较，分别是海尔智家股份有限公司（以下简称“海尔智家”）、珠海格力电器股份有限公司（以下简称“格力电器”）和海信家电集团股份有限公司（以下简称“海信家电”）。

我们认为，所选取的同业企业均凭借其品牌影响力在各自的优势领域建立了一定的市场份额，在家电行业的各个细分领域形成交叉竞争。其中，美的集团、海尔智家、格力电器是中国家电行业的龙头企业，3 家企业的综合实力均很强，竞争优势各具特色。美的集团在白色家电及小家电市场稳定保持第一或第二的市场份额。海尔智家在白色家电领域也保持领先的市场份额，其中冰箱、洗衣机品类的竞争力很强。格力电器在空调品类长期保持领先的市场份额。

我们认为，美的集团的业务规模较大，多元化程度较强。公司的收入和利润规模在同业中最大。美的集团的家电业务覆盖丰富的产品类别，具备多层次的品牌布局 and 全球化的利润来源，海外收入占比超过 40%。海尔智家在产品和品牌的丰富程度方面与美的集团相仿，也具备很强的海外业务布局。格力电器的业务聚焦在空调品类，收入主要来源于国内市场。海信家电的产品覆盖主要白色家电品类，具备一定海外收入来源，但是收入和利润规模小于其他同业。

我们认为，美的集团的营运效率在同业中处于很强水平。综合来看，公司的各项营运资金周转指标表现优秀，这得益于公司很强的供应链协同能力、先进的生产自动化水平、高效的存货管理模式。美的集团、格力电器与海尔智家的净营业周期相近。格力电器的应收账款和应付账款周转天数更好，反映出企业能够通过对上下游施加较强的

议价力获得营运资金周转优势。美的集团在存货周转天数方面更占优势。美的集团通过“以销定产”的生产模式配合集中化的渠道库存管理，能够将库存水平控制在很低的水平，优化营运资金周转效率。

我们认为，美的集团的盈利能力在行业中处于中等水平。由于美的集团覆盖多元化的产品品类，不同产品的利润水平存在差异，公司的毛利率在同业中处于中等水平，但 EBITDA 利润率较好，反映公司在成本控制能力方面具备优势。由于销售费用率明显更低，美的集团的 EBITDA 利润率好于海尔智家和海信家电，反映出美的集团渠道体系的综合效率更强。

表3

同业经营情况（数据截至 2020 年）				
	美的集团	海尔智家	格力电器	海信家电
主要产品国内市场占有率				
- 线下	家用空调 33.8%、冰箱 12.5%、洗衣 机 26.4%	家用空调 14.7%、冰箱 39.0%、洗衣 机 40.2%	家用空调 36.9%	--
- 线上	家用空调 35.9%、冰箱 17.2%、洗衣 机 33.6%	家用空调 11.2%、冰箱 36.0%、洗衣 机 39.9%		--
海外收入占比（%）	42.6	48.3	11.9	30.3
应收账款周转天数（天）	26	23	18	39
存货周转天数（天）	54	70	75	38
应付账款周转天数（天）	82	86	106	62
净营业周期（天）	-1	8	-12	16
毛利率（%）	25.1	29.7	26.1	24.0
销售费用率（%）	9.6	16.0	7.7	14.2
管理费用率（%）	3.2	4.8	2.1	1.3

注：市场份额采用各公司年报披露口径；格力电器披露空调整体市场份额；“--”代表公司未具体披露可比市场占有率数据。净营业周期=应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数，计算差异因四舍五入所致。

资料来源：Wind，标普信评。

表4

同业经调整财务情况（2019-2020 两年平均，单位：百万元）				
	美的集团	海尔智家	格力电器	海信家电
营业收入	281,219	205,244	183,176	42,923
EBITDA	30,947	15,154	28,873	3,130
资本开支	4,054	6,582	4,480	489
利息支出	1,093	1,537	1,343	7
经营性现金流	32,981	14,402	22,082	2,898
经调整总债务	14,177	37,094	-	6,138

EBITDA 利润率 (%)	11.0	7.4	15.8	7.3
经调整总债务/EBITDA (倍)	0.5	2.5	-	2.0
EBITDA 利息覆盖倍数 (倍)	29.6	10.1	22.0	580.8

资料来源：Wind，标普信评。

二、个体信用状况

流动性状况

标普信评认为，美的集团的流动性状况为“极强”，未来 12-24 个月，流动性来源对于流动性需求的覆盖倍数超过 2.5 倍。

未来 12 个月，公司的流动性来源主要为货币资金以及其他短期投资（以货币性投资产品为主）、营运现金流入，流动性需求主要为偿付到期债务、资本开支、分红、股份回购等。我们预计，公司将维持 40-45%的分红比例，同时根据股权激励计划和资本市场表现动态调整股份回购计划。

美的集团在银行金融机构拥有充足的授信储备，能够满足公司对流动性调配的需求。截至 2021 年 9 月末，公司共计获得银行授信 1,295 亿元，剩余可用授信额度 618 亿元。

表5

流动性来源	流动性用途
货币资金以及以货币性投资产品为主的其他短期投资约 1,259 亿元；	偿付债务到期 300-320 亿元；
营运现金流 300-350 亿元。	资本开支 60-80 亿元；
	收并购支出 30-50 亿元，包括私有化库卡剩余股权的支出；
	股利分红 120-130 亿元；
	股份回购 25-50 亿元。

注：数据截止至 2021 年 9 月末。

资料来源：公司财报，Wind，标普信评。

表6

债务到期分布情况	
到期年份	金额（单位：亿元）
2021	57
2022	326
2023	62
2024	134
2025 及以后	12
合计	590

注：由于四舍五入，合计数可能存在误差。数据截止至 2021 年 9 月末。

资料来源：公司提供，标普信评。

过往债务履约情况

根据美的集团提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2022 年 2 月末，美的集团所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至本报告出具日，美的集团在公开市场无信用违约记录。

三、主体信用等级

截至 2021 年 9 月末，美的集团由美的控股有限公司（“美的控股”）直接持股 31.06%，实际控制人何享健持有美的控股 94.55% 的股权。美的控股的业务和财务与美的集团高度重合，对美的集团的信用质量无负面影响。

综上所述，我们评定美的集团的主体信用等级为 AAA_{spc}。

分项评估

主体信用等级：AAA_{spc}/稳定

业务状况：1/极佳

行业风险：3/一般

竞争地位：1/极佳

财务风险：1/很低

评级基准：aaa

调整项

多元化：中性（无影响）

资本结构：中性（无影响）

财务政策：中性（无影响）

流动性：极强（无影响）

管理与治理：中性（无影响）

补充调整：中性（无影响）

个体信用状况：aaa_{spc}

外部影响：0

附录

附录1： 主要财务数据及指标

评级对象主要财务数据及指标 – 合并报表（单位：百万元）

	2018	2019	2020	2021.1-9
货币现金和交易性金融资产	27,888	72,004	109,450	67,090
可供出售金融资产	1,907	-	-	-
长期股权投资	2,713	2,791	2,901	3,762
固定资产	22,437	21,665	22,239	22,415
资产总计	263,701	301,955	360,383	376,334
短期借款	870	5,702	9,944	8,180
应付票据及应付账款	60,227	66,427	82,180	93,684
一年内到期的非流动负债	7,123	1,460	6,310	2,017
长期借款	32,091	41,298	42,827	48,637
应付债券	-	-	-	-
所有者权益合计	92,455	107,496	124,237	128,305
营业总收入	261,820	279,381	285,710	262,943
营业成本	188,165	197,914	212,840	199,138
销售费用	31,086	34,611	27,522	24,405
管理费用	9,572	9,531	9,264	7,455
财务费用	-1,823	-2,232	-2,638	-3,349
投资收益	907	164	2,362	1,999
利润总额	25,773	29,929	31,664	27,342
净利润	21,650	25,277	27,507	23,693
经营活动现金流入小计	226,342	252,123	252,985	242,529
经营活动现金流出小计	198,481	213,533	223,428	214,633
经营活动产生的现金流量净额	27,861	38,590	29,557	27,897
投资活动现金流入小计	67,998	89,005	147,013	109,680
投资活动现金流出小计	86,640	112,112	182,323	102,999
投资活动产生的现金流量净额	-18,642	-23,108	-35,311	6,681
筹资活动现金流入小计	5,238	20,016	54,749	18,390
筹资活动现金流出小计	18,625	23,289	55,506	46,056
筹资活动产生的现金流量净额	-13,387	-3,274	-756	-27,667

调整后财务数据及指标

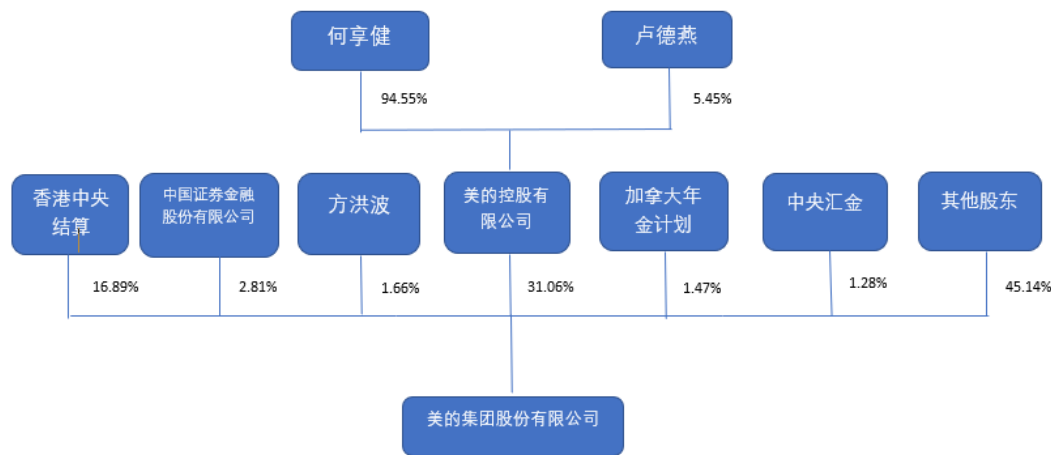
	2018	2019	2020	2021.1-9
营业收入	259,665	278,216	284,221	261,342
EBITDA	28,495	31,786	30,108	--
经营性现金流	27,157	37,710	28,251	--
资本开支	5,612	3,452	4,657	5,875
利息支出	704	881	1,306	989
经调整总债务	13,381	6,177	22,177	--

EBITDA 利润率（%）	11.0	11.4	10.6	--
经调整总债务/EBITDA（倍）	0.5	0.2	0.7	--
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	40.5	36.1	23.1	--

注：1、上表中财务数据基于公司披露的普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2018-2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年前三季度财务报表；2、调整后财务数据及指标为经标普信评调整后数据；3、“--”代表数据不可得。

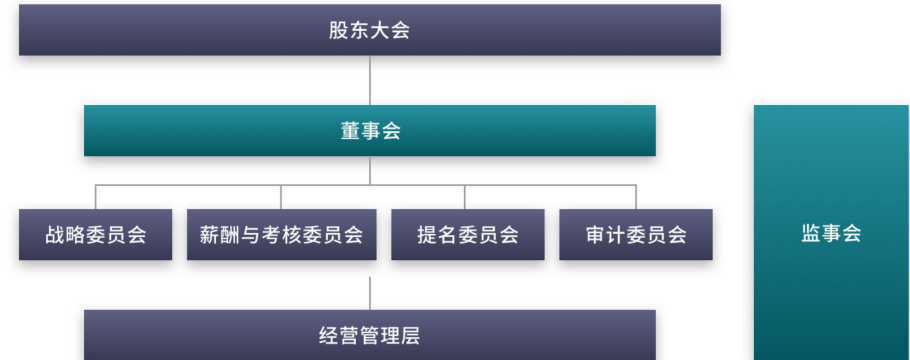
资料来源：公司年报，标普信评。

附录2： 评级对象股权结构图（截至 2021 年 9 月末）



资料来源：公司提供。

附录3： 评级对象组织结构图（截至 2021 年 9 月末）



资料来源：公司官网。

附录4： 主要财务指标计算公式

主要财务指标计算公式
EBITDA（调整前）=营业收入-营业成本-管理费用-销售费用-研发费用+折旧及摊销（报告值）-税金及附加-其他经营支出（收入）
EBITDA=EBITDA（调整前）+经营租赁租金调整-资本化的研发费用+营业成本中的资本化利息+收到的联合营企业股利+其他调整
折旧及摊销=折旧及摊销（报告值）+经营租赁折旧摊销调整+其他调整
EBIT=EBITDA（调整前）+经营租赁租金调整-资本化的研发费用+营业成本中的资本化利息-折旧及摊销+非经营收入（成本）+其他调整

利息支出=利息支出（报告值）+资本化利息+经营租赁利息调整+其他权益工具股利或利息+其他调整
已付现金利息=现金利息支出+已付其他权益工具股利或利息+其他调整
营运现金流=EBITDA-利息支出+利息及股利收入-当期所得税+其他调整
经营性现金流=经营活动产生的现金流量净额+经营租赁折旧摊销调整-资本化的研发费用-其他权益工具股利或利息-现金利息支出+现金股利收入+其他调整
资本开支=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-资本化的研发费用+其他调整
自由经营性现金流=经营性现金流-资本开支
股利=现金股利+子公司支付给少数股东的股利、利润-支付的其他权益工具股利或利息
可支配现金流=自由经营性现金流-股利
短期债务=短期借款+交易性金融负债+（应付票据-票据保证金）+一年内到期的非流动负债（有息部分）+应付利息+其他短期有息债务
长期债务=长期借款+应付债券+应付融资租赁款+租赁负债+预计负债中的对外担保及诉讼+其他长期有息债务
经调整总债务=短期债务+长期债务+经营租赁债务调整-盈余现金+资产弃置费用调整+其他权益工具+对外担保和诉讼+其他调整
资本=所有者权益合计-其他权益工具+经调整总债务+递延所得税负债+其他调整
EBITDA 利息覆盖倍数=EBITDA/利息支出
营运现金流利息覆盖倍数=（营运现金流+利息支出）/已付现金利息
资本回报率=EBIT/两年平均资本
EBITDA 利润率=EBITDA/营业收入

附录5： 信用等级符号及定义

等级	含义
AAA _{spc}	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA _{spc}	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A _{spc}	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB _{spc}	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB _{spc}	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B _{spc}	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC _{spc}	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC _{spc}	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C _{spc}	不能偿还债务。

注：除 AAA_{spc} 级，CCC_{spc} 级以下等级外，每一个信用等级可能用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或低于本等级。

附录6： 跟踪评级安排

标普信用评级（中国）有限公司（“标普信评”）将对受评主体和受评债项的信用状况进行定期跟踪和持续监测。如果发生任何可能影响受评主体和受评债项信用质量的重大事件，标普信评将开展不定期跟踪，评估是否有必要对相关信用等级进行调整。

©版权所有 2022 标普信用评级（中国）有限公司。保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，以及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的损害费用、开支、律师费或损失（包括且不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的联属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 www.spgchinaratings.cn 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。