

**投资评级 优于大市 维持**

## 分红比例偏低，23Q1 合同负债及现金流大增

### 股票数据

|               |               |
|---------------|---------------|
| 05月15日收盘价(元)  | 34.47         |
| 52周股价波动(元)    | 28.49-42.62   |
| 总股本/流通A股(百万股) | 5631/5592     |
| 总市值/流通市值(百万元) | 194115/192761 |

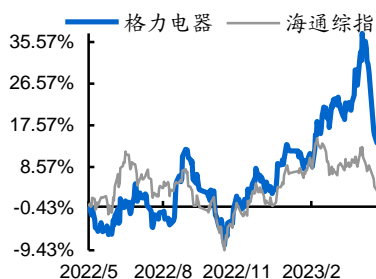
### 相关研究

《收入稳健增长，盈利能力显著恢复》  
2022.09.02

《Q1 利润增速环比改善，高股息配置价值凸显》  
2022.05.05

《单季度收入利润同比下滑，盈利能力同比稳定》  
2021.10.27

### 市场表现



| 沪深 300 对比 | 1M    | 2M   | 3M  |
|-----------|-------|------|-----|
| 绝对涨幅 (%)  | -10.2 | -8.0 | 2.6 |
| 相对涨幅 (%)  | -8.0  | -8.3 | 5.6 |

资料来源：海通证券研究所

分析师:陈子仪

Tel:(021)23219244

Email:chenzy@haitong.com

证书:S0850511010026

分析师:刘璐

Tel:(021)23214390

Email:ll11838@haitong.com

证书:S0850519100003

分析师:李阳

Tel:(021)23154382

Email:ly11194@haitong.com

证书:S0850518080005

### 投资要点:

- **公司发布 2022 年报和 2023Q1 季报。**公司 2022 年实现营业总收入 1901.51 亿元,同比+0.26%;归母净利润 245.07 亿元,同比+6.26%;扣非归母净利润 239.86 亿元,同比+9.78%。其中 22Q4 实现营业总收入 418.07 亿元,同比-16.56%;归母净利润 62.02 亿元,同比-16.4%;扣非归母净利润 54.19 亿元,同比-23.54%。
- 2022 年分收入构成看,空调业务(占比 71%,同比+2.4%)增速稳健,买卖原材料为主的其他业务(占比 19%,同比-16.75%)规模有所下降,工业制品(占比 4%,同比+138%)及绿色能源业务(占比 2.5%,同比+61.7%)发展迅速。分内外销看,主营业务中内销收入达 1299 亿元同比+6.2%;外销收入 233 亿元同比+3.26%。
- **2022 全年毛利率上提,净利率改善。**2022 年毛利率同比+1.75pct 至 26.04%。其中,空调业务毛利率同比+1.2pct 至 32.44%。分内外销看,内销/外销毛利率分别同比+0.05/4.55pct 至 34.06%/14.39%。销售/管理/财务费用率同比-0.17/+0.63/+0.03pct 至 5.94%/2.77%/-1.16%,最终净利率同比+0.73pct 至 12.89%。单 22Q4 毛利率同比+3.1pct 至 27.8%,最终净利率同比+0.03pct 至 14.84%。
- **年度分红比例 23%。**2022 年度派息方案为每 10 股派发现金股利 10 元(含税),共现金分红 56.1 亿元,占归母净利润比例为 23%,低于往年年度分红率。但结合 2022 年中期分红每 10 股派 10 元,全年看公司董事会实现了年度每股派 2 元的分红承诺。
- 23Q1 实现营业总收入 356.92 亿元,同比+0.44%;实现归母净利润 41.09 亿元,同比+2.65%;扣非归母净利润 37.23 亿元,同比-1.36%。
- 23Q1 毛利率同比+3.76pct 至 27.42%。销售/管理/财务费用率同比+1.81/+0.59/+0.04pct 至 7.3%/4.08%/-1.55%,最终净利率同比+0.25pct 至 11.5%。
- **23Q1 合同负债及现金流大增,我们判断经销商提货情况良好。**23Q1 合同负债 234 亿元环比增长 60%;经营活动现金流净额 150.7 亿元,环比增长了 88.6 亿。从预收及现金流状况我们判断经销商旺季备货热情高,提货积极。
- **投资建议。**空调排产及销售的稳健增长为公司收入端提供支撑。大宗原材料跌价带来的成本端基数利好将至少延续至 23H1。我们预计 2023 年公司实现归母净利润 269 亿元,给予 2023 年 10-11XPE 估值,对应合理价值区间 47.7-52.47 元。低估值提供充分安全垫及修复弹性,维持“优于大市”评级。
- **风险提示。**原材料价格波动,终端需求波动。

### 主要财务数据及预测

|             | 2021   | 2022   | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)   | 189654 | 190151 | 197765 | 206702 | 218307 |
| (+/-)YoY(%) | 11.2%  | 0.3%   | 4.0%   | 4.5%   | 5.6%   |
| 净利润(百万元)    | 23064  | 24507  | 26857  | 29177  | 31453  |
| (+/-)YoY(%) | 4.0%   | 6.3%   | 9.6%   | 8.6%   | 7.8%   |
| 全面摊薄 EPS(元) | 4.10   | 4.35   | 4.77   | 5.18   | 5.59   |
| 毛利率(%)      | 24.7%  | 26.4%  | 26.7%  | 27.2%  | 27.2%  |
| 净资产收益率(%)   | 22.3%  | 25.3%  | 24.8%  | 23.8%  | 22.7%  |

资料来源:公司年报(2021-2022),海通证券研究所

备注:净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 可比公司估值情况

| 代码        | 公司   | 收盘价 (元)   | 市值 (亿元) | EPS (元/股) |      |       | PE (倍) |      |       |
|-----------|------|-----------|---------|-----------|------|-------|--------|------|-------|
|           |      | 2023/5/15 |         | 2021      | 2022 | 2023E | 2021   | 2022 | 2023E |
| 000333.SZ | 美的集团 | 56.59     | 3973.58 | 4.07      | 4.21 | 4.73  | 13.9   | 13.4 | 12.0  |
| 600690.SH | 海尔智家 | 22.45     | 2120.76 | 1.38      | 1.56 | 1.80  | 16.2   | 14.4 | 12.5  |

注: 表中可比公司的 EPS, PE 均来自于万得一致预期  
资料来源: wind, 海通证券研究所

## 财务报表分析和预测

| 主要财务指标             | 2022          | 2023E         | 2024E         | 2025E         | 利润表 (百万元)          | 2022          | 2023E         | 2024E         | 2025E         |
|--------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>每股指标 (元)</b>    |               |               |               |               | <b>营业总收入</b>       | <b>190151</b> | <b>197765</b> | <b>206702</b> | <b>218307</b> |
| 每股收益               | 4.35          | 4.77          | 5.18          | 5.59          | 营业成本               | 139867        | 144884        | 150562        | 158830        |
| 每股净资产              | 17.18         | 19.20         | 21.79         | 24.59         | 毛利率%               | 26.4%         | 26.7%         | 27.2%         | 27.2%         |
| 每股经营现金流            | 5.09          | 7.40          | 5.50          | 5.98          | 营业税金及附加            | 1612          | 1088          | 1344          | 1346          |
| 每股股利               | 3.00          | 2.38          | 2.59          | 2.79          | 营业税金率%             | 0.8%          | 0.6%          | 0.7%          | 0.6%          |
| <b>价值评估 (倍)</b>    |               |               |               |               | 营业费用               | 11285         | 11866         | 12402         | 13098         |
| P/E                | 7.92          | 7.23          | 6.65          | 6.17          | 营业费用率%             | 5.9%          | 6.0%          | 6.0%          | 6.0%          |
| P/B                | 2.01          | 1.79          | 1.58          | 1.40          | 管理费用               | 5268          | 5537          | 5581          | 5894          |
| P/S                | 1.02          | 0.98          | 0.94          | 0.89          | 管理费用率%             | 2.8%          | 2.8%          | 2.7%          | 2.7%          |
| EV/EBITDA          | 3.52          | 3.26          | 2.56          | 1.90          | EBIT               | 25837         | 27864         | 29785         | 31716         |
| 股息率%               | <b>9.3%</b>   | <b>6.9%</b>   | <b>7.5%</b>   | <b>8.1%</b>   | 财务费用               | -2207         | -2297         | -2790         | -3200         |
| <b>盈利能力指标 (%)</b>  |               |               |               |               | 财务费用率%             | -1.2%         | -1.2%         | -1.3%         | -1.5%         |
| 毛利率                | 26.4%         | 26.7%         | 27.2%         | 27.2%         | 资产减值损失             | 967           | 106           | 13            | 4             |
| 净利率                | 12.9%         | 13.6%         | 14.1%         | 14.4%         | 投资收益               | 87            | 158           | 207           | 327           |
| 净资产收益率             | 25.3%         | 24.8%         | 23.8%         | 22.7%         | <b>营业利润</b>        | <b>27284</b>  | <b>31047</b>  | <b>33925</b>  | <b>36498</b>  |
| 资产回报率              | 6.9%          | 8.6%          | 8.7%          | 8.9%          | 营业外收支              | -67           | -70           | -74           | -77           |
| 投资回报率              | 89.3%         | 207.1%        | 258.5%        | 356.5%        | <b>利润总额</b>        | <b>27217</b>  | <b>30977</b>  | <b>33852</b>  | <b>36420</b>  |
| <b>盈利增长 (%)</b>    |               |               |               |               | EBITDA             | 30807         | 29712         | 31649         | 33599         |
| 营业收入增长率            | 0.3%          | 4.0%          | 4.5%          | 5.6%          | 所得税                | 4206          | 4646          | 5247          | 5584          |
| EBIT 增长率           | 8.2%          | 7.8%          | 6.9%          | 6.5%          | 有效所得税率%            | 15.5%         | 15.0%         | 15.5%         | 15.3%         |
| 净利润增长率             | 6.3%          | 9.6%          | 8.6%          | 7.8%          | 少数股东损益             | -1495         | -527          | -572          | -617          |
| <b>偿债能力指标</b>      |               |               |               |               | <b>归属母公司所有者净利润</b> | <b>24507</b>  | <b>26857</b>  | <b>29177</b>  | <b>31453</b>  |
| 资产负债率              | 71.3%         | 64.0%         | 62.0%         | 59.9%         |                    |               |               |               |               |
| 流动比率               | 1.1           | 1.3           | 1.3           | 1.4           | <b>资产负债表 (百万元)</b> | <b>2022</b>   | <b>2023E</b>  | <b>2024E</b>  | <b>2025E</b>  |
| 速动比率               | 1.0           | 1.0           | 1.1           | 1.2           | 货币资金               | 157484        | 128419        | 144037        | 161200        |
| 现金比率               | 0.7           | 0.8           | 0.8           | 0.9           | 应收账款及应收票据          | 35805         | 21135         | 23722         | 24479         |
| <b>经营效率指标</b>      |               |               |               |               | 存货                 | 38314         | 39944         | 42220         | 44288         |
| 应收帐款周转天数           | 47.6          | 39.0          | 41.9          | 40.9          | 其它流动资产             | 16083         | 17713         | 18979         | 20973         |
| 存货周转天数             | 105.8         | 100.6         | 102.4         | 101.8         | 流动资产合计             | 247686        | 207212        | 228958        | 250940        |
| 总资产周转率             | 0.6           | 0.6           | 0.6           | 0.6           | 长期股权投资             | 5892          | 5902          | 5912          | 5922          |
| 固定资产周转率            | 5.9           | 6.0           | 6.6           | 7.4           | 固定资产               | 33817         | 32068         | 30355         | 28671         |
|                    |               |               |               |               | 在建工程               | 5967          | 6445          | 6593          | 6851          |
|                    |               |               |               |               | 无形资产               | 11622         | 11622         | 11622         | 11622         |
|                    |               |               |               |               | 非流动资产合计            | 104327        | 103267        | 101711        | 100296        |
| <b>现金流量表 (百万元)</b> | <b>2022</b>   | <b>2023E</b>  | <b>2024E</b>  | <b>2025E</b>  | <b>资产总计</b>        | <b>354878</b> | <b>313344</b> | <b>333534</b> | <b>354101</b> |
| 净利润                | 24507         | 26857         | 29177         | 31453         | 短期借款               | 52896         | 0             | 0             | 0             |
| 少数股东损益             | -1495         | -527          | -572          | -617          | 应付票据及应付账款          | 71466         | 73060         | 77183         | 80978         |
| 非现金支出              | 4970          | 1954          | 1877          | 1887          | 预收账款               | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 非经营收益              | -3419         | 1323          | 372           | 205           | 其它流动负债             | 92010         | 90919         | 92969         | 94632         |
| 营运资金变动             | 4106          | 12041         | 123           | 774           | 流动负债合计             | 216372        | 163979        | 170153        | 175610        |
| <b>经营活动现金流</b>     | <b>28668</b>  | <b>41648</b>  | <b>30976</b>  | <b>33702</b>  | 长期借款               | 30784         | 30784         | 30784         | 30784         |
| 资产                 | -6013         | -648          | -370          | -534          | 其它长期负债             | 5846          | 5846          | 5846          | 5846          |
| 投资                 | -8534         | -260          | -110          | -160          | 非流动负债合计            | 36630         | 36630         | 36630         | 36630         |
| 其他                 | -22509        | 23            | 317           | 487           | <b>负债总计</b>        | <b>253002</b> | <b>200609</b> | <b>206783</b> | <b>212240</b> |
| <b>投资活动现金流</b>     | <b>-37057</b> | <b>-885</b>   | <b>-164</b>   | <b>-207</b>   | 实收资本               | 5631          | 5631          | 5631          | 5631          |
| 债权募资               | 42019         | -52896        | 0             | 10            | 归属于母公司所有者权益        | 96759         | 108144        | 122733        | 138459        |
| 股权募资               | 32            | 0             | 0             | 0             | 少数股东权益             | 5117          | 4591          | 4019          | 3402          |
| 其他                 | -32128        | -16933        | -15194        | -16342        | <b>负债和所有者权益合计</b>  | <b>354878</b> | <b>313344</b> | <b>333534</b> | <b>354101</b> |
| <b>融资活动现金流</b>     | <b>9923</b>   | <b>-69829</b> | <b>-15194</b> | <b>-16332</b> |                    |               |               |               |               |
| <b>现金净流量</b>       | <b>1534</b>   | <b>-29065</b> | <b>15618</b>  | <b>17163</b>  |                    |               |               |               |               |

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 15 日; (2) 以上各表均为简表  
 资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

陈子仪 家电行业  
刘璐 家电行业  
李阳 家电行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 格力电器,德业股份,萤石网络,美的集团,欧普照明,极米科技,苏泊尔,石头科技,大元泵业,小熊电器,富佳股份,三花智控,新宝股份,光峰科技,德昌股份,海尔智家,老板电器,浙江美大,科沃斯,九阳股份,飞科电器,赛特新材

### 投资评级说明

|  | 类别     | 评级   | 说明                            |
|--|--------|------|-------------------------------|
| <b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b><br>以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; | 股票投资评级 | 优于大市 | 预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;           |
|  |        | 中性   | 预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;     |
|  |        | 弱于大市 | 预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;        |
|  |        | 无评级  | 对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。    |
| <b>2. 市场基准指数的比较标准:</b><br>A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。                | 行业投资评级 | 优于大市 | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;      |
|  |        | 中性   | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间; |
|  |        | 弱于大市 | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。     |

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下,本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,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波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。