

投资评级 **优于大市** 维持

2022 全年分红比例提高, Q1 业绩增长靓丽

股票数据

05月05日收盘价(元)	55.33
52周股价波动(元)	40.09-61.49
总股本/流通A股(百万股)	7022/6880
总市值/流通市值(百万元)	388511/380677

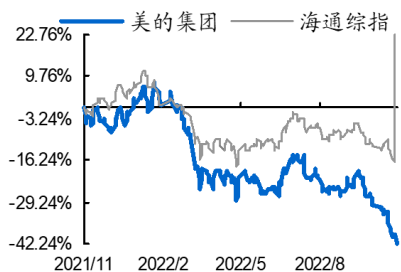
相关研究

《B端业务表现优异, KUKA上调全年预期》
2022.11.02

《经营稳健, 盈利改善, 龙头韧性十足》
2022.09.01

《经营韧性十足, 新战略主轴引领 C+B 共发展》
2022.05.05

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	8.1	10.8	15.4
相对涨幅(%)	7.3	11.8	19.0

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 年报及 2023Q1 季报。**2022 年公司营业总收入 3457 亿元, 同比增长 0.68%, 实现归母净利润 296 亿元, 同比增长 3.43%。扣非归母净利润 286 亿元, 同比增长 10.33%。其中 22Q4 实现营业总收入 739.34 亿元, 同比-8.06%; 实现归母净利润 50.84 亿元, 同比下滑 0.68%。
- **TOC 事业部保持稳健, TOB 事业部持续快速发展。**暖通空调全年实现收入 1506 亿元, 同比+6.17%; 消费电器收入略有下滑, 实现收入 1253 亿元, 同比-5%。工业技术事业群、楼宇科技事业部、机器人与自动化事业部全年收入分别为 216 亿元(同比+7%), 228 亿元(同比+16%), 277 亿元(同比+10%)。
- **2022 年毛利率持续增长, 净利率同比改善。**全年毛利率同比+1.76pct 至 24.24%。其中国内/海外毛利率分别+1.7/1.8pct 至 24.7%/23.6%。销售/管理/研发费用率分别同比-0.04/+0.36/+0.15pct 至 8.31%/3.35%/3.65%, 全年净利率同比+0.23pct 至 8.55%。
- **高端品牌东芝+COLMO 继续突破。**2022 年东芝品牌国内市场整体零售超 20 亿元, 同比+55%; COLMO 整体零售突破 80 亿元, 同比增长近 100%。
- **提高 2022 年度分红率至 58.2%, 回购金额超 26 亿元。**公司 2022 年派息方案为每 10 股派 25 元共现金分红 172 亿元, 占归母净利润比例达 58.2%, 结合 2022 年股份回购金额 26 亿元, 总计占归母净利润比例达 67%。
- **23Q1 实现营业总收入 966.36 亿元, 同比增长 6.27%; 实现归母净利润 80.42 亿元, 同比增长 12.04%。**扣非归母净利润 76.7 亿元, 同比增长 9.72%。分事业部看, 工业技术事业群、楼宇科技事业部、机器人与自动化事业部收入分别为 62 亿元(同比+10.6%), 78 亿元(同比+40.6%), 76 亿元(同比+27%)。Q1 毛利率同比+1.86pct 至 24.04%, 销售/管理/研发费用率分别同比 +0.38/+0.28/+0.18pct 至 8.74%/2.9%/3.4%, 单季度净利率同比+0.43pct 至 8.32%, 净利率继续改善。
- **投资建议。**公司 C 端业务稳健增长, B 端业务有望释放增长弹性, 利润率具备改善空间。公司经营稳健, 家电主业韧性十足, 今年权重板块空调在低基数下的产销两旺为收入端提供支持, 成本基数有望带来利润率持续改善; B 端业务亮点多多, 自身业务延展叠加产业链收购, 在储能、热泵、新能源热管理等方面均有资源积淀及布局, 为成长打开天花板。我们预计 2023 年实现归母净利润 322 亿元, 给予 2023 年 15-16xPE 估值, 对应合理价值区间 68.85 元-73.44 元, 维持“优于大市”评级。
- **风险提示。**原材料价格波动, B 端增速波动。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	343361	345709	371951	400747	431318
(+/-)YoY(%)	20.2%	0.7%	7.6%	7.7%	7.6%
净利润(百万元)	28574	29554	32205	35071	38483
(+/-)YoY(%)	5.0%	3.4%	9.0%	8.9%	9.7%
全面摊薄 EPS(元)	4.07	4.21	4.59	4.99	5.48
毛利率(%)	22.9%	24.6%	24.6%	25.0%	25.3%
净资产收益率(%)	22.9%	20.7%	20.2%	19.9%	19.7%

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)		
		2023/5/5		2021	2022	2023E	2021	2022	2023E
000651.SZ	格力电器	35.15	1,979.44	4.10	4.35	4.85	8.6	8.1	7.2
600690.SH	海尔智家	22.60	2,134.93	1.38	1.56	1.80	16.3	14.5	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
每股指标 (元)					营业总收入	345709	371951	400747	431318
每股收益	4.21	4.59	4.99	5.48	营业成本	260596	280331	300686	322279
每股净资产	20.43	22.67	25.10	27.87	毛利率%	24.6%	24.6%	25.0%	25.3%
每股经营现金流	4.95	6.31	5.56	6.70	营业税金及附加	1566	1714	1831	1979
每股股利	1.70	2.28	2.56	2.71	营业税金率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
价值评估 (倍)					营业费用	28716	30723	32861	36231
P/E	13.15	12.06	11.08	10.10	营业费用率%	8.3%	8.3%	8.2%	8.4%
P/B	2.71	2.44	2.20	1.99	管理费用	11583	12274	12664	13371
P/S	1.12	1.04	0.97	0.90	管理费用率%	3.4%	3.3%	3.2%	3.1%
EV/EBITDA	11.88	9.91	8.47	7.35	EBIT	31564	33333	38078	41715
股息率%	3.1%	4.1%	4.6%	4.9%	财务费用	-3387	-2213	-739	-861
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-1.0%	-0.6%	-0.2%	-0.2%
毛利率	24.6%	24.6%	25.0%	25.3%	资产减值损失	-533	-57	-57	-57
净利润率	8.5%	8.7%	8.8%	8.9%	投资收益	208	1393	871	1277
净资产收益率	20.7%	20.2%	19.9%	19.7%	营业利润	34763	37998	41296	45339
资产回报率	7.0%	7.2%	7.4%	7.6%	营业外收支	193	222	255	293
投资回报率	12.3%	12.3%	13.1%	13.2%	利润总额	34956	38219	41551	45632
盈利增长 (%)					EBITDA	31564	38370	43303	47131
营业收入增长率	0.7%	7.6%	7.7%	7.6%	所得税	5146	5626	6116	6717
EBIT 增长率	18.3%	5.6%	14.2%	9.6%	有效所得税率%	14.7%	14.7%	14.7%	14.7%
净利润增长率	3.4%	9.0%	8.9%	9.7%	少数股东损益	257	388	364	432
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	29554	32205	35071	38483
资产负债率	64.0%	62.2%	60.7%	59.2%					
流动比率	1.27	1.32	1.36	1.42	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	0.82	0.87	0.91	0.97	货币资金	55270	70971	84135	104726
现金比率	0.27	0.33	0.38	0.45	应收账款及应收票据	32996	33686	37272	39589
经营效率指标					存货	46045	49091	52892	56563
应收账款周转天数	29.81	28.00	28.91	28.45	其它流动资产	126788	127042	129813	131431
存货周转天数	64.49	63.92	64.21	64.06	流动资产合计	261099	280790	304112	332308
总资产周转率	0.82	0.83	0.85	0.85	长期股权投资	5189	6581	7973	9365
固定资产周转率	13.25	12.87	12.70	12.66	固定资产	26083	28890	31553	34070
					在建工程	3844	4747	5605	6420
					无形资产	16909	16645	16381	16116
					非流动资产合计	161456	165353	169058	172568
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	422555	446143	473169	504876
净利润	29554	32205	35071	38483	短期借款	5169	0	0	0
少数股东损益	257	388	364	432	应付票据及应付账款	89806	100601	105764	114507
非现金支出	1047	5094	5282	5472	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-5445	-1550	-1091	-1550	其它流动负债	111367	112711	117140	120189
营运资金变动	9245	8150	-565	4186	流动负债合计	206342	213312	222904	234696
经营活动现金流	34658	44287	39060	47022	长期借款	50686	50686	50686	50686
资产	-7113	-7419	-7420	-7366	其它长期负债	13604	13604	13604	13604
投资	-10532	-1351	-1348	-1343	非流动负债合计	64290	64290	64290	64290
其他	4135	1393	871	1277	负债总计	270631	277601	287193	298986
投资活动现金流	-13510	-7377	-7896	-7432	实收资本	6997	7022	7022	7022
债权募资	8401	-5169	0	0	归属于母公司所有者权益	142935	159165	176235	195718
股权募资	1348	24	0	0	少数股东权益	8989	9377	9741	10172
其他	-20604	-16065	-18000	-19000	负债和所有者权益合计	422555	446143	473169	504876
融资活动现金流	-10855	-21210	-18000	-19000					
现金净流量	10582	15701	13164	20590					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 05 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
1. 投资评级的比较和评级标准: 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。
2. 市场基准指数的比较标准: 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。