

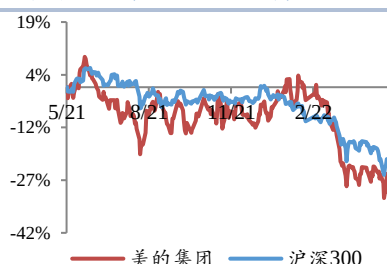
## 营收略超预期，龙头价值凸显

### 投资评级：增持（维持）

报告日期：2022-05-05

|                 |             |
|-----------------|-------------|
| 收盘价（元）          | 57.09       |
| 近 12 个月最高/最低（元） | 82.68/51.79 |
| 总股本（百万股）        | 6,997       |
| 流通股本（百万股）       | 6,844       |
| 流通股比例（%）        | 97.82       |
| 总市值（亿元）         | 3,995       |
| 流通市值（亿元）        | 3,907       |

### 公司价格与沪深 300 走势比较



### 分析师：尹沿技

执业证书号：S0010520020001

邮箱：yinyj@hazq.com

### 联系人：刘阳东

执业证书号：S0010121070040

邮箱：liuyd@hazq.com

### 相关报告

1. 价值链重塑精进效率，能力圈外移驱动成长 2021-12-30
2. 价值链重塑精进效率，能力圈外移驱动成长 2021-11-01

### 主要观点：

#### ● 事件：公司发布 2021 年年报及 2022 年一季报。

公司 2021 年实现营业总收入 3433.61.33 亿元，同比+20.18%，实现归母净利润 285.74 亿元，同比+4.96%，其中，21Q4 公司实现营业总收入 804.18 亿元，同比+18.34%，实现归母净利润 51.18 亿元，同比-1.66%；公司拟每 10 股派息 17 元（含税），合计分红 116.78 亿元，分红率为 40.87%；公司 2022Q1 实现营业总收入 909.39 亿元，同比+9.54%，实现归母净利润 71.78 亿元，同比+10.97%。

#### ● 2021 年营收略超预期，22Q1 延续回暖趋势。

2021 年公司经营稳健，营收增长略超预期。分产品看，暖通空调/消费电器/机器人及自动化系统分别实现营收 1418.79/1318.66/272.81 亿元，分别同比+17.05%/+15.78%/+26.37%，其中，空调/冰箱/洗衣机三大白电业务增长稳健，增速高于行业整体水平，带动市占率水平持续提升，据公司公告数据显示，空调/冰箱/洗衣机线下市占率分别+2.2/+2.0/+1.0pct 至 36.0%/14.5%/27.4%，线上市占率分别-1.3/+1.0/+0.1pct 至 34.6%/18.2%/33.7%，龙头地位得到进一步巩固；机器人及自动化业务经营拐点已现，库卡私有化后的经营调整和业务拓展成效逐步释放，产品推新明显加快，一系列新的机器人产品（KR DELTA robot）、操作系统（iiQKA.OS）、工业互联网平台（iiQoT）、工业仿真软件（KUKA.Sim 4.0）等陆续投放，机器人产品生态日益完备，用户订单增长和下游场景拓展打开局面，21 年库卡实现营收增长+27.7%，为私有化后之最，特别是，库卡中国取得较大突破，营收同比+48.4%，客户结构持续完善，除在汽车领域实现本土汽车客户同比+100%外，在电动车、工程机械、新能源和消费电子等行业的收入占比亦明显提升，且新客户销售占比超 10%，后续经营弹性值得期待。22Q1 公司经营延续回暖趋势，暖通空调预计双位数增速领跑，冰洗次之，小家电或仍一般；库卡 22Q1 营收同比+18.3%，订单量同比+42.0%，经营态势良好，我们长期看好其经营改善和发展前景。

#### ● 22Q1 净利率提升，盈利能力环比改善。

2021 年公司实现综合毛利率 22.48%，同比-2.63pct，主要受原材料价格上涨、运费会计准则调整和汇率升值等外部因素扰动所致。21 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 8.34%/2.99%/3.50%/-1.28%，同比-1.29/-0.25/-0.04/-0.36pct，销售费用受疫情影响有所削减，其他费用保持稳健。综合影响下，21 年实现净利率 8.50%，同比-1.18pct；22Q1 公司实现综合毛利率 22.18%，同比-0.82pct，上述外部因素虽仍在施加影响，但若剔除会计准则调整影响，22Q1 公司毛销差为 13.82%，同比-0.20pct，降幅较 21Q4（-0.88pct）进一步缩窄，主业盈利能力环比改善。22Q1 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 8.36%/2.62%/3.22%/-1.27%，同比-0.63/-0.28/+0.18/-0.11pct。综合影响下 22Q1 实现净利率 8.00%，同比+0.04pct。

#### ● 滚动激励持续推进，新增 ROE 考核注重经营质量

公司发布 2022 年限制性激励计划（拟授予 1263 万股，占总股本 0.18%）、第 9 期股票期权计划（拟授予 10907.4 万股，占总股本 1.56%）、第 8 期全球合伙人计划（计提 2.12 亿元专项基金）及第 5 期事业合伙人计划（计提 1.59 亿元专项基金），滚动激励持续推进，充

分绑定上下核心团队利益，保障公司中长期可持续发展。此外，公司新增 ROE 考核指标，如在限制性股票解除限售期的业绩考核中，要求 22-23 年平均 ROE 不低于 20%，24-25 年不低于 18%，彰显出公司在追求盈利增长的同时，亦注重经营质量提升。

#### ● 投资建议

2021 年面对上游原材料大幅上涨及人民币升值造成的经营压力，公司一方面通过加大研发投入和深化渠道变革，驱动价值链重塑，持续挖潜存量，保障 C 端业务稳健增长；另一方面通过产业延伸和全球突破，推动能力圈外移，不断探索增量，B 端业务逐步放量，海外市场有序拓展。两相作用下，21 年全年公司经营稳健，营收略超预期，22Q1 变革红利仍在释放，公司经营延续回暖趋势。向后展望，短期因素造成的经营压力有望逐步缓解，公司 C 端业务盈利修复仍具备较强确定性，B 端业务受益于公司长久经营积淀的技术、品牌、渠道、客户、资金等竞争优势，放量值得期待。综上，我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 320.4、352.6、384.3 亿元，当前股价对应 PE 分别为 12.5、11.3、10.4xPE，维持“增持”评级。

#### ● 风险提示

市场竞争加剧风险；原材料涨价风险；疫情反复影响线下销售和货物运输风险等。

#### ● 重要财务指标

单位:百万元

| 主要财务指标    | 2021A  | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入      | 343361 | 376848 | 412597 | 450055 |
| 收入同比 (%)  | 20.2%  | 9.8%   | 9.5%   | 9.1%   |
| 归属母公司净利润  | 28574  | 32037  | 35263  | 38430  |
| 净利润同比 (%) | 5.0%   | 12.1%  | 10.1%  | 9.0%   |
| 毛利率 (%)   | 22.9%  | 23.8%  | 23.8%  | 24.2%  |
| ROE (%)   | 22.9%  | 22.5%  | 21.7%  | 20.9%  |
| 每股收益 (元)  | 4.17   | 4.58   | 5.04   | 5.49   |
| P/E       | 18.07  | 12.47  | 11.33  | 10.39  |
| P/B       | 4.14   | 2.81   | 2.46   | 2.17   |
| EV/EBITDA | 19.06  | 10.27  | 8.91   | 7.68   |

资料来源：wind，华安证券研究所

**财务报表与盈利预测**

| 资产负债表          |       |       |       |       | 利润表             |        |        |        |        |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 单位:百万元         |       |       |       |       | 单位:百万元          |        |        |        |        |
| 会计年度           | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 会计年度            | 2021A  | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
| <b>流动资产</b>    | 24886 | 27033 | 30324 | 33689 | <b>营业收入</b>     | 343361 | 376848 | 412597 | 450055 |
| 现金             | 71876 | 88386 | 11180 | 13643 | 营业成本            | 264626 | 287176 | 314314 | 341328 |
| 应收账款           | 24636 | 27818 | 30627 | 33160 | 营业税金及附加         | 1609   | 1884   | 2063   | 2700   |
| 其他应收款          | 3104  | 3621  | 3941  | 4269  | 销售费用            | 28647  | 31278  | 34658  | 38255  |
| 预付账款           | 4353  | 4124  | 4648  | 5093  | 管理费用            | 10266  | 11305  | 12378  | 13952  |
| 存货             | 45924 | 46474 | 51121 | 56042 | 财务费用            | -4386  | -1356  | -1945  | -2438  |
| 其他流动资产         | 98971 | 99914 | 10109 | 10189 | 资产减值损失          | -483   | -58    | -49    | -34    |
| <b>非流动资产</b>   | 13908 | 14170 | 14451 | 14733 | 公允价值变动收益        | 166    | 0      | 0      | 0      |
| 长期投资           | 3797  | 3797  | 3797  | 3797  | 投资净收益           | 2366   | 2450   | 2682   | 2925   |
| 固定资产           | 22853 | 23440 | 24029 | 24623 | <b>营业利润</b>     | 33281  | 37350  | 41066  | 44829  |
| 无形资产           | 17173 | 18308 | 19627 | 20896 | 营业外收入           | 625    | 700    | 800    | 800    |
| 其他非流动资产        | 95259 | 96159 | 97061 | 98014 | 营业外支出           | 188    | 200    | 300    | 300    |
| <b>资产总计</b>    | 38794 | 41204 | 44775 | 48422 | <b>利润总额</b>     | 33718  | 37850  | 41566  | 45329  |
| <b>流动负债</b>    | 22285 | 22882 | 24420 | 25810 | 所得税             | 4702   | 5223   | 5736   | 6255   |
| 短期借款           | 5382  | 0     | 0     | 0     | <b>净利润</b>      | 29015  | 32627  | 35830  | 39074  |
| 应付账款           | 65984 | 69883 | 77392 | 83894 | 少数股东损益          | 442    | 590    | 567    | 644    |
| 其他流动负债         | 15148 | 15893 | 16681 | 17421 | <b>归属母公司净利润</b> | 28574  | 32037  | 35263  | 38430  |
| <b>非流动负债</b>   | 30270 | 30270 | 30270 | 30270 | EBITDA          | 26197  | 35124  | 37832  | 40714  |
| 长期借款           | 19734 | 19734 | 19734 | 19734 | EPS（元）          | 4.17   | 4.58   | 5.04   | 5.49   |
| 其他非流动负债        | 10536 | 10536 | 10536 | 10536 |                 |        |        |        |        |
| <b>负债合计</b>    | 25312 | 25909 | 27447 | 28837 |                 |        |        |        |        |
| 少数股东权益         | 9957  | 10547 | 11114 | 11758 |                 |        |        |        |        |
| 股本             | 6987  | 6987  | 6987  | 6987  |                 |        |        |        |        |
| 资本公积           | 20517 | 20517 | 20517 | 20517 |                 |        |        |        |        |
| 留存收益           | 97365 | 11490 | 13466 | 15659 |                 |        |        |        |        |
| 归属母公司股东权       | 12486 | 14240 | 16216 | 18409 |                 |        |        |        |        |
| <b>负债和股东权益</b> | 38794 | 41204 | 44775 | 48422 |                 |        |        |        |        |

| 现金流量表          |        |        |        |        | 主要财务比率         |        |        |        |        |
|----------------|--------|--------|--------|--------|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 单位:百万元         |        |        |        |        | 会计年度           | 2021A  | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
| 会计年度           | 2021A  | 2022E  | 2023E  | 2024E  | <b>成长能力</b>    |        |        |        |        |
| <b>经营活动现金流</b> | 35092  | 39674  | 41988  | 43943  | 营业收入           | 20.2%  | 9.8%   | 9.5%   | 9.1%   |
| 净利润            | 28574  | 32037  | 35263  | 38430  | 营业利润           | 5.7%   | 12.2%  | 10.0%  | 9.2%   |
| 折旧摊销           | 0      | 3110   | 3089   | 3096   | 归属于母公司净利       | 5.0%   | 12.1%  | 10.1%  | 9.0%   |
| 财务费用           | -3120  | 417    | 296    | 296    | <b>获利能力</b>    |        |        |        |        |
| 投资损失           | -2366  | -2450  | -2682  | -2925  | 毛利率（%）         | 22.9%  | 23.8%  | 23.8%  | 24.2%  |
| 营运资金变动         | 12014  | 6388   | 5902   | 4869   | 净利率（%）         | 8.3%   | 8.5%   | 8.5%   | 8.5%   |
| 其他经营现金流        | 16549  | 25820  | 29481  | 33738  | ROE（%）         | 22.9%  | 22.5%  | 21.7%  | 20.9%  |
| <b>投资活动现金流</b> | 13600  | -2864  | -2770  | -2520  | ROIC（%）        | 11.8%  | 13.6%  | 13.4%  | 13.2%  |
| 资本支出           | -6489  | -5314  | -5451  | -5446  | <b>偿债能力</b>    |        |        |        |        |
| 长期投资           | 14440  | 0      | 0      | 0      | 资产负债率（%）       | 65.2%  | 62.9%  | 61.3%  | 59.6%  |
| 其他投资现金流        | 5648   | 2450   | 2682   | 2925   | 净负债比率（%）       | 187.7% | 169.4% | 158.4% | 147.2% |
| <b>筹资活动现金流</b> | -31205 | -19799 | -15296 | -16296 | 流动比率           | 1.12   | 1.18   | 1.24   | 1.31   |
| 短期借款           | -4562  | -5382  | 0      | 0      | 速动比率           | 0.87   | 0.94   | 1.00   | 1.05   |
| 长期借款           | -23093 | 0      | 0      | 0      | <b>营运能力</b>    |        |        |        |        |
| 普通股增加          | -43    | 0      | 0      | 0      | 总资产周转率         | 0.89   | 0.91   | 0.92   | 0.93   |
| 资本公积增加         | -1971  | 0      | 0      | 0      | 应收账款周转率        | 13.94  | 13.55  | 13.47  | 13.57  |
| 其他筹资现金流        | -1534  | -14417 | -15296 | -16296 | 应付账款周转率        | 4.01   | 4.11   | 4.06   | 4.07   |
| <b>现金净增加额</b>  | 17002  | 16510  | 23422  | 24626  | <b>每股指标（元）</b> |        |        |        |        |
|                |        |        |        |        | 每股收益           | 4.17   | 4.58   | 5.04   | 5.49   |
|                |        |        |        |        | 每股经营现金流        | 5.02   | 5.67   | 6.00   | 6.28   |
|                |        |        |        |        | 每股净资产          | 17.85  | 20.35  | 23.18  | 26.31  |
|                |        |        |        |        | <b>估值比率</b>    |        |        |        |        |
|                |        |        |        |        | P/E            | 18.07  | 12.47  | 11.33  | 10.39  |
|                |        |        |        |        | P/B            | 4.14   | 2.81   | 2.46   | 2.17   |
|                |        |        |        |        | EV/EBITDA      | 19.06  | 10.27  | 8.91   | 7.68   |

资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。