

美的集团 (000333.SZ) 2022Q1 盈利能力环比提升，第二增长曲线推进顺利

2022 年 05 月 02 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

吕明（分析师）

周嘉乐（分析师）

陆帅坤（联系人）

lvming@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

lushuaikun@kysec.cn

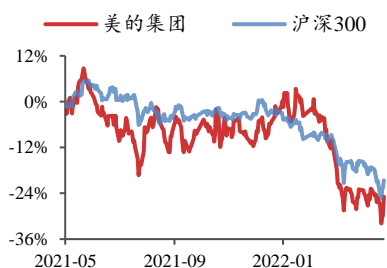
证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

证书编号：S0790121060033

日期	2022/4/29
当前股价(元)	57.09
一年最高最低(元)	85.03/50.50
总市值(亿元)	3,994.62
流通市值(亿元)	3,907.49
总股本(亿股)	69.97
流通股本(亿股)	68.44
近 3 个月换手率(%)	26.81

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《公司信息更新报告-Q3 业绩符合预期，收入增速和净利率有望双升》- 2021.10.31

《公司信息更新报告-2021H1 业绩符合预期，多元化业务齐头并进》- 2021.9.2

● **2022Q1 盈利能力环比提升，B 端第二增长曲线推进顺利，维持“买入”评级**
2021 年营业总收入 3433.6 亿元 (+20.2%)，营业收入 3412.3 亿元 (+20.1%)，归母净利润 285.7 亿元 (+5.0%)，扣非净利润 259.3 亿元 (+5.3%)。2022Q1 实现营业收入 903.8 亿元 (+9.6%)，归母净利润 71.8 亿元 (+11.0%)，扣非净利润 69.9 亿元 (+5.2%)。C 端业务全品类优势下稳健增长，B 端第二增长曲线推进顺利。考虑疫情反复，我们下调 2022-2023 年盈利预测，新增 2024 年盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润 315.7/349.0/385.7 亿元 (2022-2023 年原值为 334.1/370.1 亿元)，对应 EPS 为 4.5/5.0/5.5 元 (2022-2023 年原值为 4.8/5.3 元)，当前股价对应 PE 为 12.7/11.4/10.4 倍，第二增长曲线推进顺利，维持“买入”评级不变。

● B 端第二增长曲线推进顺利，海外自有品牌业务稳步推进

分产品看，2021 年公司暖通空调/消费电器/机器人及自动化系统收入分别增长 17.0%/15.8%/26.4%，传统品类份额持续保持领先，2021 年空调/冰箱/洗衣机全渠道分列第 1/2/2 名，线下份额分别提升 2.2/1.0/2.0pcts。分业务看，2021 年智能家居/工业技术/楼宇科技/机器人与自动化/数字化创新业务收入分别增长 13%/44%/55%/23%/51%。B 端业务保持较快增长，2021 年库卡中国完成发布 24 项新产品和应用，新客户销售占比超 10%。分区域看，2021 年国内/海外收入增速分别为 24.8%/13.7%，B 端拉动下国内业务表现亮眼，海外自有品牌业务稳步推进，2021 年新增自有品牌销售网点超过 43000 家，累积总数达到 15 万以上。

● 2022Q1 盈利能力环比提升，预计将保持稳中有升

2021 年毛利率 22.5% (-2.6pcts)，在运费调整至成本口径下，2021 年主营业务毛利率达 23.8%，同比下降约 1pct，在价格提升和效率提升拉动下降幅收窄。2022Q1 毛利率 22.2% (-0.8pct)，同口径下 2022Q1 主营业务毛利率达 22.8% (+1pct)。2021 年销售/管理费用率分别-1.3/-0.3pcts，主系数字化变革下降本提效所致。综合影响下 2021 年净利率 8.5% (-1.2pcts)，2022Q1 净利率 8.0% (+0.04pct)。

● **风险提示：**疫情反复风险；原材料价格风险；海外自有品牌开拓不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	284,221	341,233	375,859	405,790	438,274
YOY(%)	2.2	20.1	10.1	8.0	8.0
归母净利润(百万元)	27,223	28,574	31,572	34,904	38,573
YOY(%)	12.4	5.0	10.5	10.6	10.5
毛利率(%)	25.1	22.5	22.5	22.6	22.7
净利率(%)	9.7	8.5	8.5	8.7	8.9
ROE(%)	22.1	21.5	20.6	19.8	19.0
EPS(摊薄/元)	3.89	4.08	4.51	4.99	5.51
P/E(倍)	14.7	14.0	12.7	11.4	10.4
P/B(倍)	3.4	3.2	2.8	2.4	2.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 2022Q1 盈利能力环比提升，B 端第二增长曲线推进顺利	3
1.1、 按产品拆分：传统家电业务增长稳健，库卡业务持续向好	3
1.2、 按业务版块拆分：疫情扰动下 C 端业务有所承压，B 端业务第二增长曲线推进顺利	4
1.3、 按区域拆分：内销收入亮眼，外销自主品牌业务稳步推进	5
2、 2022Q1 盈利能力环比提升，预计将保持稳中有升	6
3、 继续推出股权激励计划，驱动公司业务长期增长	9
4、 盈利预测与投资建议	9
5、 风险提示	9
附：财务预测摘要	10

图表目录

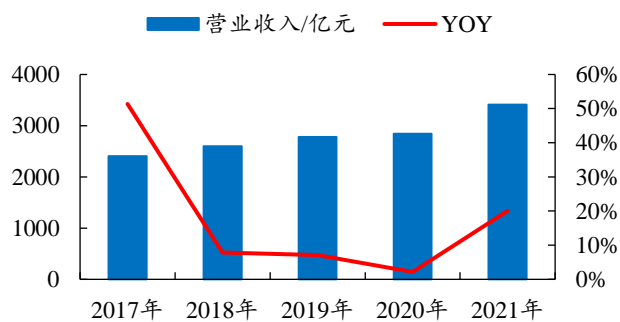
图 1： 2021 年公司实现营业收入 3412.3 亿元（+20.1%）	3
图 2： 2022Q1 实现营业收入 903.8 亿元（+9.6%）	3
图 3： 2021 年公司实现归母净利润 285.7 亿元（+5.0%）	3
图 4： 2022Q1 实现归母净利润 71.8 亿元（+11.0%）	3
图 5： 2021 年机器人及自动化系统收入占营业收入比例达 8.0%（+0.4pct）	4
图 6： 2021 年工业技术、楼宇科技业务占营业收入比例分别+1.0/+1.3pcts	5
图 7： 2021 年国内收入占营业收入比例达 59.7%，同比+2.3pcts	6
图 8： 2021 年公司毛利率 22.5%（-2.6pcts）	6
图 9： 2022Q1 公司毛利率为 22.2%，环比提升 4.0%	6
图 10： 2021 年暖通空调毛利率为 21.1%，同比-3.1pcts	7
图 11： 2021 年国内业务毛利率为 23.0%，同比-1.9pcts	7
图 12： 2021 年公司期间费用率为 13.6%（-1.9pcts）	8
图 13： 2022Q1 公司期间费用率为 12.9%（-0.8pcts）	8
图 14： 2021 年公司净利率 8.5%（-1.2pcts）	8
图 15： 2022Q1 公司净利率 8.0%（+0.04pct）	8
图 16： 2021 年存货周转率从 6.8 次提升到 7.0 次	8
图 17： 2021 年应收账款周转率从 13.8 次提升到 14.5 次	8
表 1： 新一轮股权激励计划对象数量 199 人，利益绑定下看好长期高质量发展	9

1、2022Q1 盈利能力环比提升，B 端第二增长曲线推进顺利

2021 年公司实现营业总收入 3433.6 亿元 (+20.2%)，营业收入 3412.3 亿元 (+20.1%)，疫情和大宗材料挑战下，公司坚持 ToB 和 ToC 业务并重，推动国内与海外业务的双重质变，在产品端推动高端套系化销售的同时积极拓展 B 端业务，整体收获较好增长。单季度来看 2021Q4/2022Q1 实现营业收入 798.9/903.8 亿元 (+18.4%/+9.6%)，2022Q1 营业收入增速有所放缓，主要系国内疫情对线下消费及供应链影响所致。

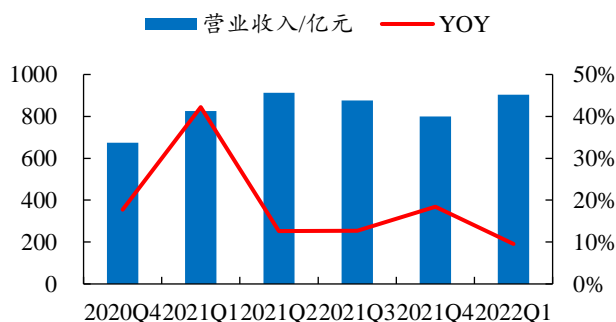
受原材料价格大幅上涨影响，公司 2021 年业绩有所承压。2021 年公司实现归母净利润 285.7 亿元 (+5.0%)。单季度来看 2021Q4/2022Q1 实现归母净利润 51.2/71.8 亿元 (-1.7%/+11.0%)，2022Q1 归母净利润增速环比提升，主要系公司通过提价传导等方式下盈利能力同步改善所致。

图1：2021 年公司实现营业收入 3412.3 亿元 (+20.1%)



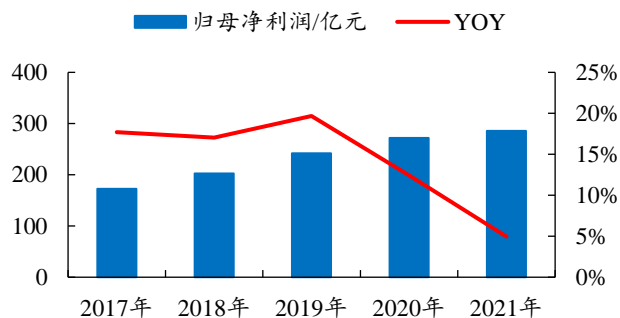
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2022Q1 实现营业收入 903.8 亿元 (+9.6%)



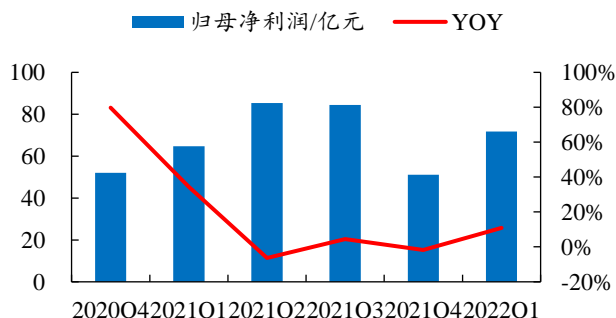
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2021 年公司实现归母净利润 285.7 亿元 (+5.0%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2022Q1 实现归母净利润 71.8 亿元 (+11.0%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.1、按产品拆分：传统家电业务增长稳健，库卡业务持续向好

(1) 暖通空调：2021 年公司暖通业务实现收入 1418.8 亿元 (+17.0%)，占公司营业收入比例 41.6% (-1.0pct)。据奥维云网的数据显示，2021 年公司家用空调继续保持双渠道第一，线下/线上销售额市占率分别为 36%/34.6%，同比分别+2.4/-1.3pcts。根据产业在线数据，2021 年美的中央空调过内市场占有率继续保持第一。

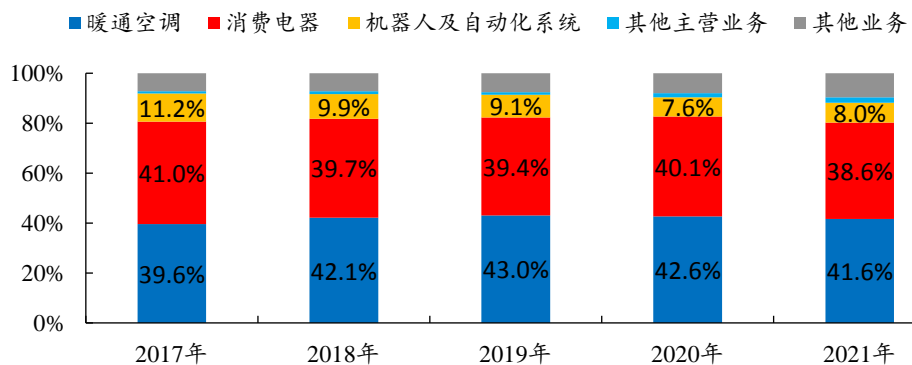
2021 年公司推出行业首获多联机盘管高温杀菌认证的产品领航者二代家用中央空调、7 款行业首批与华为 HarmonyOS 系统合作的空调产品，实现一触即连、极简

交互、服务直达等全场景用户体验，持续引领行业创新趋势。2022Q1 公司空调线上份额为 37.5%，环比+9.0pcts，继续保持提升态势。

(2) 消费电器（含冰箱、洗衣机、厨房电器及其它小家电）：2021 年公司消费电器业务实现收入 1318.7 亿元（+15.8%），占公司营业收入比例 38.6%（-1.5pcts）。根据奥维云网数据，2021 年公司洗衣机、冰箱、电饭煲、电压力锅、电暖器线下销售额市占率分别为 27.4%/14.5%/42.1%/43.8%/49.4%，同比分别+1.0/+2.0/+2.6/-1.3/+1.7pct，线上市占率 33.7%/18.2%/30.1%/40.4%/21.4%，同比分别+0.1/+1.0/-0.5/-2.0/-0.4pct，2021 年公司推出全新 DualFlow 对旋风扇，荣获 2021 年韩国好设计奖；推出一系列创新电饭煲产品，双阀低糖电饭煲在坚持做好米饭和低糖的基础上，通过创新双阀设计和控制技术优化，实现 18 分钟快速饭、30 分钟快速粥的功能，获得德国 iF 设计奖。2022Q1 公司洗衣机/冰箱线上份额为 10.3%/17.7%，同比+0.9/+2.6pcts，领先优势持续扩大。

(3) 机器人及自动化系统：2021 年公司机器人及自动化系统业务实现收入 27.2 亿元（+26.4%），占公司营业收入比例 8.0%（+0.4pct）。2021 年，库卡推出一系列新产品，其中库卡中国完成发布 24 项新产品和应用。在数字化方面，在汉诺威工业博览会上发布了新操作系统 iiQKA.OS，实现了机器人操控的简化。同时新的库卡 iiQoT 平台利用“工业物联网”（IIoT）优势，可汇集并实时提供同机器人的工况数据，涵盖硬件、软件、控制器各方面，从开始作为云解决方案，可使机器人系统的远监控更加高效。2021 年库卡中国的客户结构持续改善，在电动车、工程机械、新能源、消费电子等新客户销售占比超 10%，其中过内本土汽车客户同比增长超 100%，新能源锂电业务同比增长 350%以上，消费电子领域同比增长 300%以上。

图5：2021 年机器人及自动化系统收入占营业收入比例达 8.0%（+0.4pct）



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、按业务版块拆分：疫情扰动下 C 端业务有所承压，B 端业务第二增长曲线推进顺利

(1) 智能家居事业群：2021 年实现收入达 2349 亿元，同比增长 13%，占营业收入比例达 68.8%（-4.6pcts）。公司致力于为终端用户提供最佳体验的全屋智能家居及服务，2021 年美的全屋智能化终端已覆盖国内近 700 家门店，2021 年全屋空间场景方案销售达到 18 万单，实现交易额超过 140 亿元。截至 2021 年底，美的美居已累计上线超 300 个智能场景，智能场景当年度累计执行次数超过 2.8 亿，美的智能联网设备数同比增长 96%，多设备的家庭占比达到 20%。高端品牌 COLMO 拓展顺利，凭借高端智能产品服务菁英用户，2021 年整体销售突破 40 亿，同比增长 300%。根

据奥维云网数据，2021 年 COLMO 产品在高端市场占比提升显著，其中空调柜机达到 36%，空调挂机和净水产品均在 20% 以上，滚筒洗衣机则接近 15%。在渠道端，为向菁英用户提供更好的全屋智能体验，2021 年 COLMO 进一步开拓全屋渠道，布局超过 300 家全品类体验合厅和 40 家体验馆，目前国内市场已累计布局近 7000 家门店及网点。

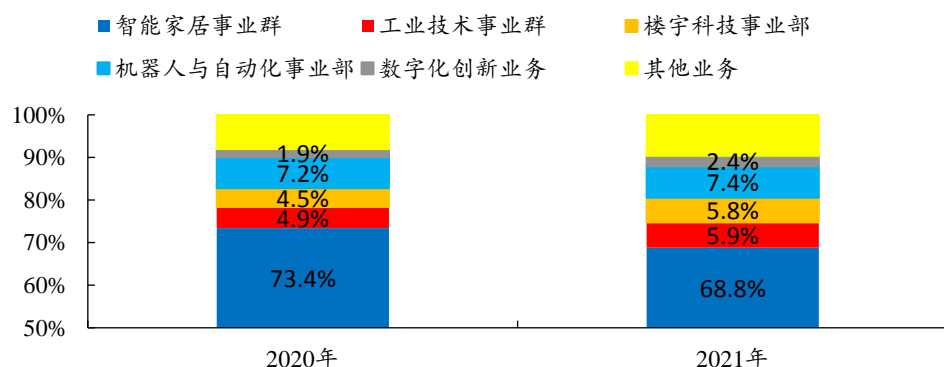
(2) 工业技术事业群：2021 年实现收入达 201 亿元，同比增长 44%，占营业收入比例达 5.9% (+1.0pct)。公司依托美芝、威灵、美仁、东芝、合康、日业、高创和东菱等多个品牌形成的品牌矩阵，产品涵盖压缩机、电机、芯片、变频器、伺服系统和散热模块等高精密核心部件，持续深耕消费电子领域，据产业在线数据，2021 年家用空调压缩机销量突破 1 亿台，同比提升 20%，全球市场占比提至 42% 并继续稳居全球第一；冰箱压缩机全球销量同比增加 13%，全球市场占比达到 13%，位居行业前列；家用空调与洗衣机的电机全球销量份额分别提升至 40% 和 20%；驻车空调压缩机国内市场份额实现翻番并达到 25%。

(3) 楼宇科技事业部：2021 年实现收入达 197 亿元，同比增长 55%，占营业收入比例达 5.8% (+1.3pcts)。公司以楼宇数字化服务平台为核心，打通楼宇交通流、信息流、体验流、能源流，为用户提供智能化、数字化、低碳化的楼宇建筑整体解决方案。2021 年度实现离心机累计下线超过千台，总冷量超过 120 万冷吨，突破外资技术壁垒。依托美的集团先进的工业体系，菱王电梯自主设计承建的 32 米公共交通型自动扶梯试验塔也已投入使用，产品持续实现突破。

(4) 机器人与自动化事业部：公司围绕未来工厂领域，提供包括工业机器人、物流自动化系统及传输系统解决方案，2021 年实现收入达 253 亿元，同比增长 23%，占营业收入比例达 7.4% (+0.2pct)。

(5) 数字化创新业务：主要包括智能供应链、工业互联网等新型业务以及影像类医疗器械产品和相关服务的万东医疗。2021 年实现收入达 83 亿元，同比增长 51%，占营业收入比例达 2.4% (+0.5pct)。

图6：2021 年工业技术、楼宇科技业务占营业收入比例分别+1.0/+1.3pcts



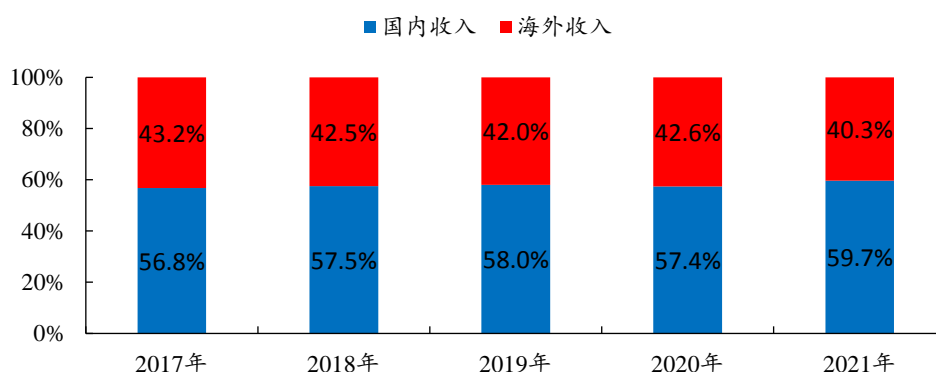
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、按区域拆分：内销收入亮眼，外销自主品牌业务稳步推进

营业收入按区域拆分来看，2021 年国内实现收入 2035.8 亿元 (+24.8%)，占营业收入比例 59.7% (+2.3pcts)，海外实现收入 1376.5 亿元 (+13.7%)，占营业收入比例 40.3% (-2.3pcts)。

2021 年国内营业收入增速高于境外主要系国内疫情控制较好，同时原材料成本上升及汇率波动所致，公司全球化战略仍在稳步进行。2021 年，公司持续推进海外渠道向零售终端转型，新增海外自有品牌销售网点超过 43000 家，累积总数达到 15 万以上。同时在线上业务方面持续加大海外电商业务投入，成立海外电商公司并组建海外电商 IT 系统专项团队，通过引入专业人才完善电商组织架构，根据业务需求开发数字化系统，2021 年海外电商整体销售额实现同比增长 65%。

图7：2021 年国内收入占营业收入比例达 59.7%，同比+2.3pcts



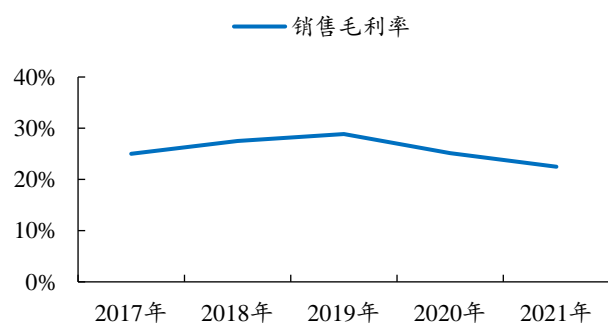
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、2022Q1 盈利能力环比提升，预计将保持稳中有升

毛利率：2021 年公司毛利率 22.5% (-2.6pcts)，考虑到运费由费用调整至成本科目对毛利率造成一些影响，同口径下 2021 年公司主营业务毛利率达 23.8%，同比下降约 1pct，经测算主系大宗原材料/汇率因素分别拉低 8/3pcts，价格提升与效率提升分别拉高 9/1pcts。

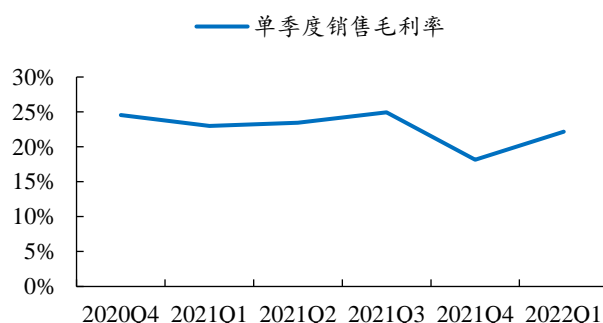
单季度来看 2022Q1 公司毛利率为 22.2%，环比提升 4.0%。同口径下 2022Q1 主营业务毛利率达 22.8%，同比提升约 1pct，在提价拉动下毛利率改善趋势向好。考虑到原材料价格预计趋于回落，以及产品结构优化，毛利率预计将迎来修复。

图8：2021 年公司毛利率 22.5% (-2.6pcts)



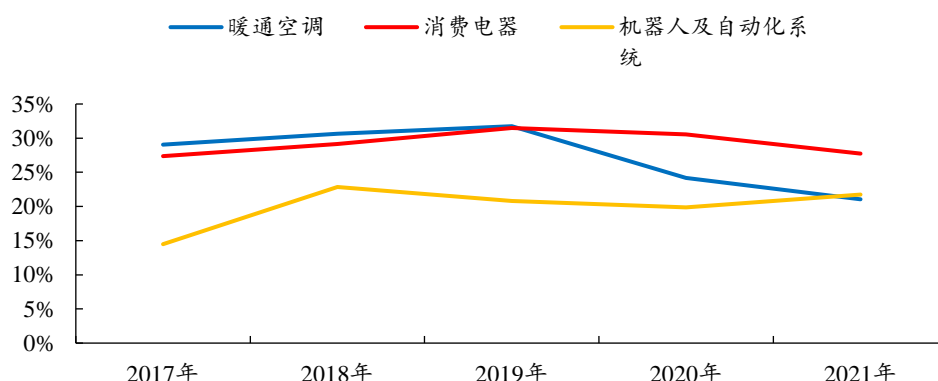
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2022Q1 公司毛利率为 22.2%，环比提升 4.0%



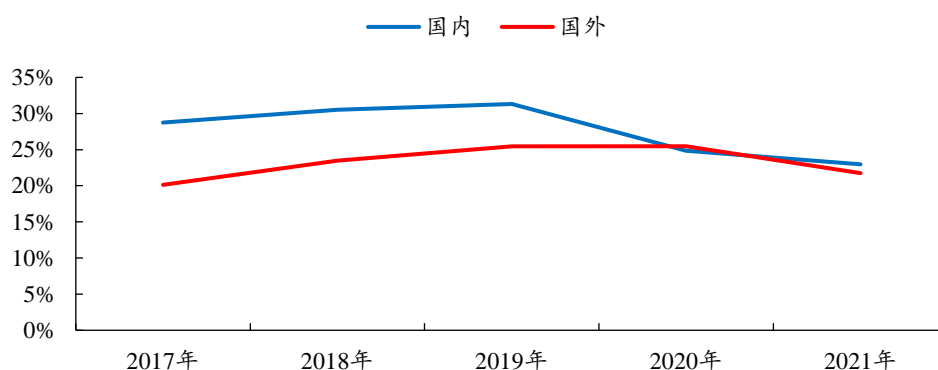
数据来源：Wind、开源证券研究所

分产品看，2021 年暖通空调/消费电子/机器人及自动化系统毛利率分别为 21.1%/27.8%/21.7%，同比分别-3.1/-2.8/+1.9pcts。

图10：2021 年暖通空调毛利率为 21.1%，同比-3.1pcts


数据来源：Wind、开源证券研究所

分区域看，2021 年境内业务毛利率 23.0% (-1.9pcts)，境外业务毛利率 21.8% (-3.7pcts)。境外业务毛利率下滑较快主要系汇率波动叠加运费上升所致。

图11：2021 年国内业务毛利率为 23.0%，同比-1.9pcts


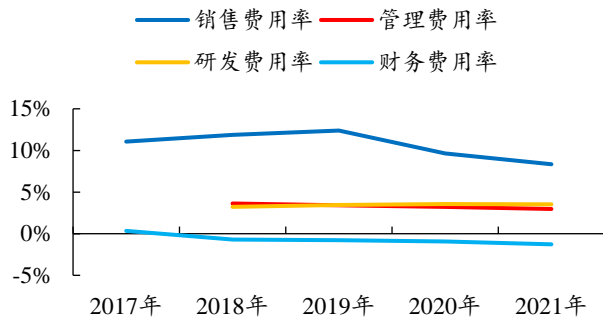
数据来源：Wind、开源证券研究所

费用端：2021 年公司期间费用率为 13.6% (-1.9pcts)，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 8.3%/3.0%/3.5%/-1.3%，同比分别-1.3/-0.3/-0.0/-0.4pcts。

费用优化主要系公司数字化智能化变革所致以及会计准则调整销售费用所致。公司围绕“数智驱动”，推进业务数字化，经过多年数字化实践，聚焦产业数字化发展趋势和产业数字化特性，已建立美的 SMART 数据业务化体系，以流程变革贯穿数据业务化全链路，数据治理保障数据规范可用。在数据实时化方面，通过大规模流计算，数据延迟降低至毫秒级，目前已覆盖超过 10 个业务领域，提升数据时效性以实现降本提效，在部分领域已实现超过 20%的成本降低和超过 50%的效率提升；在数据服务化方面，构建更加稳定、高效和灵活的数据服务，而且数据服务稳定性已提升至 99%以上。

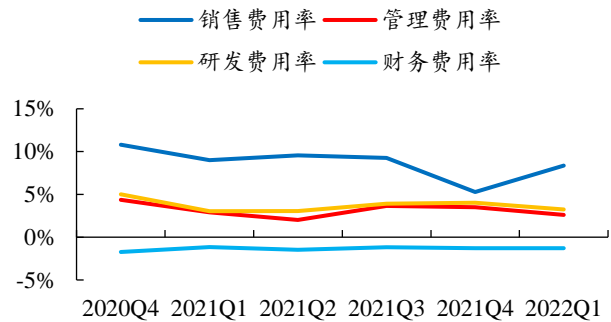
单季度看，2022Q1 公司期间费用率为 12.9% (-0.8pct)，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 8.4%/2.6%/3.2%/-1.3%，同比分别-0.6/-0.3/0.2/-0.1pct，整体保持稳定。

图12: 2021 年公司期间费用率为 13.6% (-1.9pcts)



数据来源: Wind、开源证券研究所

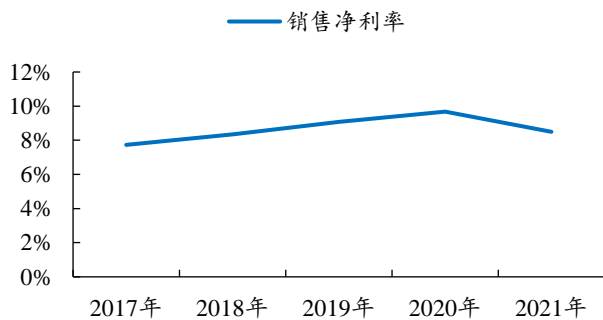
图13: 2022Q1 公司期间费用率为 12.9% (-0.8pcts)



数据来源: Wind 开源证券研究所

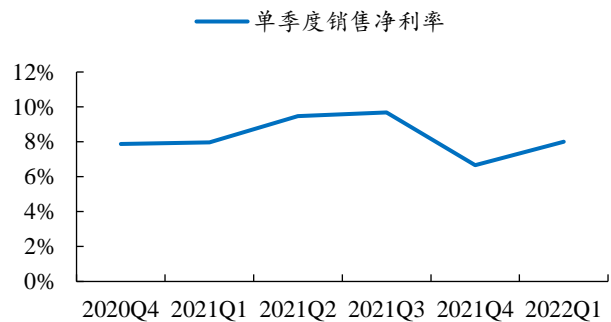
净利率: 2021 年公司净利率 8.5% (-1.2pcts), 同比承压主要系毛利率下滑所致, 但降费持续推进下综合影响较小。单季度来看 2022Q1 公司净利率 8.0%, 同比+0.04pct, 环比+1.3pcts, 环比改善主要系毛利率改善所致。未来看好公司高端创牌不断推进叠加数智化降费下净利率持续改善趋势。

图14: 2021 年公司净利率 8.5% (-1.2pcts)



数据来源: Wind、开源证券研究所

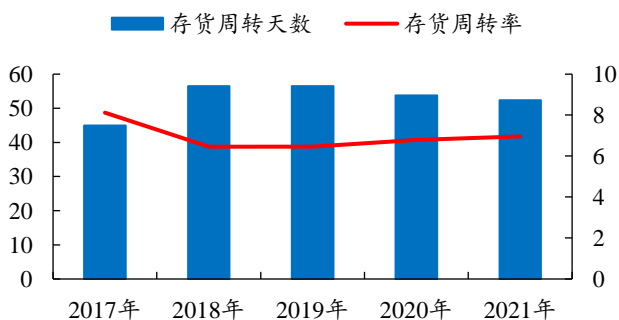
图15: 2022Q1 公司净利率 8.0% (+0.04pct)



数据来源: Wind、开源证券研究所

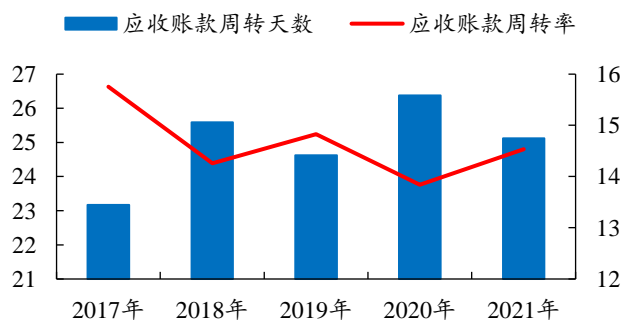
2021 年营运能力有所提升。截至 2021 年底, 公司存货为 459.2 亿元 (+47.8%), 存货周转天数为 52.4 天 (-1.3 天), 存货周转率从 6.8 次提升到 7.0 次, 看好数智化变革下持续优化全价值链管理效率。截止 2021 年底, 公司应收账款及应收票据为 294.2 亿元 (+4.0%), 应收账款周转天数为 25.1 天 (-1.3 天), 应收账款周转率从 13.8 次提升到 14.5 次, 回款能力有所提升。

图16: 2021 年存货周转率从 6.8 次提升到 7.0 次



数据来源: Wind、开源证券研究所

图17: 2021 年应收账款周转率从 13.8 次提升到 14.5 次



数据来源: Wind、开源证券研究所

现金流: 2021 年公司经营性现金流净额为 350.9 亿元 (+18.7%), 同比主要系所请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

致。单季度来看，2021Q4 公司经营性现金流净额为 79.8 亿元（-6.7%）。

3、继续推出股权激励计划，驱动公司业绩长期增长

2022 年 4 月 30 日，公司披露限制性股票激励计划草案，拟向各单位和部门承担主要管理责任的高管理及董事会认为对公司经营业绩和未来发展有直接影响的其他核心人员共 199 人授予限制性股票数合计 1263 万股，占美的集团已发行股本总额 0.18%，授予价格为 28.14 元/股。此次限制性股票激励计划考核要求为 2022/2023/2024/2025 的 ROE 不低于 20%/20%/18%/18%。综合来看，此次激励计划旨在充分绑定中高层、核心骨干人员与公司利益，设定相应的考核指标也有望调动公司员工积极性，提高公司整体经营活力。

表1：新一轮股权激励计划对象数量 199 人，利益绑定下看好长期高质量发展

激励时间	激励对象	授予股票数量	授予价格	考核指标
2022 年限制性股票激励计划	高管等 199 人	1263 万股	28.14 元/股	2022/2023/2024/2025 的 ROE 不低于 20%/20%/18%/18%

资料来源：公司公告、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

疫情和原材料挑战下，公司 C 端业务在高端化、套系化趋势下发挥全品类优势、保持稳健增长，B 端第二增长曲线推进顺利、保持较快增长。盈利能力方面，未来看好公司高端创牌不断推进叠加数智化降费下净利率保持稳中有升。

考虑疫情反复，我们下调 2022-2023 年盈利预测，新增 2024 年盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润 315.7/349.0/385.7 亿元（2022-2023 年原值为 334.1/370.1 亿元），对应 EPS 为 4.5/5.0/5.5 元（2022-2023 年原值为 4.8/5.3 元），当前股价对应 PE 为 12.7/11.4/10.4 倍，第二增长曲线推进顺利，维持“买入”评级不变。

5、风险提示

疫情反复风险；原材料价格风险；海外自有品牌开拓不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	241655	248865	256730	282184	327291
现金	81210	71876	82462	92342	139082
应收票据及应收账款	28283	29421	34138	34483	39632
其他应收款	2974	3104	3591	3637	4169
预付账款	2764	4353	3486	4977	4163
存货	31077	45924	38868	52559	46059
其他流动资产	95348	94186	94186	94186	94186
非流动资产	118727	139082	142762	144245	145309
长期投资	2901	3797	5147	6523	7893
固定资产	22239	22853	23983	24336	24506
无形资产	15422	17173	18272	18083	17814
其他非流动资产	78164	95259	95360	95303	95095
资产总计	360383	387946	399492	426429	472600
流动负债	184151	222851	217449	224642	247706
短期借款	9944	5382	5382	5382	5382
应付票据及应付账款	82180	98736	117036	124566	146463
其他流动负债	92026	118734	95032	94695	95861
非流动负债	51995	30270	27105	22996	18728
长期借款	42827	19734	16569	12461	8192
其他非流动负债	9168	10536	10536	10536	10536
负债合计	236146	253121	244554	247638	266434
少数股东权益	6721	9957	10365	10861	11384
股本	7030	6987	6997	6997	6997
资本公积	22488	20517	20517	20517	20517
留存收益	95041	112433	131157	151863	174743
归属母公司股东权益	117516	124868	144573	167930	194783
负债和股东权益	360383	387946	399492	426429	472600

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	29557	35092	49021	20762	56588
净利润	27507	29015	31980	35400	39097
折旧摊销	0	0	3478	3845	4190
财务费用	-2638	-4386	-5524	-7498	-8502
投资损失	-2362	-2366	-2280	-2324	-2358
营运资金变动	1574	4253	22123	-8388	24696
其他经营现金流	5477	8575	-756	-272	-535
投资活动现金流	-35311	13600	-4122	-2733	-2361
资本支出	4657	6825	2330	107	-306
长期投资	-34800	16281	-1350	-1388	-1370
其他投资现金流	-65454	36706	-3142	-4014	-4037
筹资活动现金流	-756	-31205	-34312	-8149	-7487
短期借款	4242	-4562	0	0	0
长期借款	1529	-23093	-3165	-4108	-4268
普通股增加	58	-43	10	0	0
资本公积增加	2848	-1971	0	0	0
其他筹资现金流	-9433	-1534	-31158	-4041	-3219
现金净增加额	-6893	17002	10586	9880	46740

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	284221	341233	375859	405790	438274
营业成本	212840	264526	291291	314082	338786
营业税金及附加	1534	1609	2117	2225	2326
营业费用	27522	28647	31948	34492	37253
管理费用	9264	10266	11276	12174	13148
研发费用	10119	12015	13155	14203	15340
财务费用	-2638	-4386	-5524	-7498	-8502
资产减值损失	-705	-483	-733	-683	-796
其他收益	1424	1308	1366	1337	1351
公允价值变动收益	1763	-166	798	316	557
投资净收益	2362	2366	2280	2324	2358
资产处置收益	-61	58	-42	-44	-22
营业利润	31493	33281	36731	40729	44963
营业外收入	385	625	505	565	535
营业外支出	215	188	249	255	227
利润总额	31664	33718	36987	41039	45271
所得税	4157	4702	5007	5639	6175
净利润	27507	29015	31980	35400	39097
少数股东损益	284	442	408	495	523
归母净利润	27223	28574	31572	34904	38573
EBITDA	32656	33190	39075	43067	46657
EPS(元)	3.89	4.08	4.51	4.99	5.51

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	2.2	20.1	10.1	8.0	8.0
营业利润(%)	6.1	5.7	10.4	10.9	10.4
归属于母公司净利润(%)	12.4	5.0	10.5	10.6	10.5
获利能力					
毛利率(%)	25.1	22.5	22.5	22.6	22.7
净利率(%)	9.7	8.5	8.5	8.7	8.9
ROE(%)	22.1	21.5	20.6	19.8	19.0
ROIC(%)	15.7	15.5	17.5	17.3	16.8
偿债能力					
资产负债率(%)	65.5	65.2	61.2	58.1	56.4
净负债比率(%)	-14.9	-9.3	-33.0	-36.4	-56.3
流动比率	1.3	1.1	1.2	1.3	1.3
速动比率	0.8	0.5	0.6	0.6	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0
应收账款周转率	11.0	11.8	11.8	11.8	11.8
应付账款周转率	2.9	2.9	2.7	2.6	2.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	3.89	4.08	4.51	4.99	5.51
每股经营现金流(最新摊薄)	4.22	5.02	7.01	2.97	8.09
每股净资产(最新摊薄)	16.80	17.85	20.66	24.00	27.84
估值比率					
P/E	14.7	14.0	12.7	11.4	10.4
P/B	3.4	3.2	2.8	2.4	2.1
EV/EBITDA	11.0	11.8	9.0	7.9	6.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn