雪球专刊305期——2022雪球投资炼金季

第305期

2022/05/31

出品人：方三文

策划：冯冬杰 张书浩

封面设计：贺永桢

浙版数媒

目录

关于《雪球专刊》

内容概要

章节介绍

1、茅台 2021 年报印象：继续彰显“股王”风范

2、唯一的超级选手——海天味业 2021 年报分析

3、中国平安 2021 年报首发点评—好事多磨，玉汝于成

4、鸡蛋里挑骨头——2021 年招商银行年报点评

5、市值前九银行：2021 年报横向对比分析

6、万科 2021 年报点评：活下去的代价

7、奋楫六载结硕果——中远海控年报详细分析

8、利润都到哪儿去了——聊一聊比亚迪的缺点与进步

9、超预期格力电器 2021 年报解读，渠道改革已初有成效

10、解读腾讯 2021 年财报

11、小米集团 2021 年 Q4 及全年财报点评

12、沃森生物炼金，疫苗行业独行者

关于《雪球专刊》

《雪球专刊》是国内领先的投资交流交易平台“雪球”上的用户讨论集锦。本专刊全部内容均由雪球社区每日产生的大量高质量财经类UGC产生,按照不同专题进行组织、编辑和校对。专门为渴望财务自由，想拓展财经知识却无法长时间使用雪球的朋友，提供最好的阅读体验。

关于雪球:

雪球公司成立于 2010 年，起步于投资社区，现已经成为国内领先的集投资交流交易一体的综合财富管理平台。

经过十年的发展，雪球已拥有超过 4300 万注册用户，聚集了中国对投资最感兴趣、最有见解、对权益类资产接纳度最高的人群 。

雪球在市场上的独特品牌、用户和商业模式，获得了顶级资本的青睐和加持，公司先后获得包括红杉、五源、千橡、蚂蚁、兰馨等机构总金额数亿美元的融资。

雪球公募基金代销业务依托雪球旗下雪球基金开展。雪球基金拥有第三方基金销售牌照，由浦发银行全程监管资金，是合规开展业务的持牌机构。

知识产权：

此电子周刊中内容版权由对应的用户和雪球共同所有。第三方若出于非商业目的，此电子专刊的内容转载，应当在作品正文开头显著位置，注明原作者和来源于雪球。

若需要对作品用于商业目的，第三方需要获得原作者和雪球的单独授权，并按照原作者规定的方式使用该内容。转载授权等相关事宜，请发邮件到 secretary@xueqiu.com。

本刊部分图片和文字来源于网络，如有侵权，请和我们联系。

内容概要

今年以来，A 股市场持续震荡调整，投资者担忧情绪明显，迷茫之中存在无数疑问：哪些因素引发了热门赛道大跌？“宁组合”、“茅指数”集体杀跌，是否跌出了价值？2022 年市场会如何演绎？哪些公司更具备投资价值？随着上市公司年报的披露、大量业绩数据公开，更多新的价值挖掘机会也逐渐清晰。

为使投资者更清晰地了解上市公司的价值，2021 年，@投资炼金季 历时两季，鼓励众多投资者参与财报解读。在“炼金”过程中，数千名专业球友深度参与，覆盖 1000+ 上市公司的年报、中报数据解读，产生 2300 余篇专业深度的财报解读文章，成为财报季全网热点事件，也涌现出近百名优秀的"炼金师"。

2022 年#投资炼金季# 征文活动圆满结束，本期雪球专刊我们选取 12 篇公司财报分析好文，希望对你分析公司，发现投资机会有所帮助。

章节介绍

1、茅台 2021 年报印象：继续彰显“股王”风范

摘要： 世上最难是估值，这个“难”主要是不同的投资者之间扯不清。当下茅台公司市值 2.24 万亿，依我推算的 610.59 亿净利润计算（比较保守），市盈率 36 倍左右，考虑到明年、后年，或者更长时间的增长，当下市场的定价贵与不贵呢？

2、唯一的超级选手——海天味业 2021 年报分析

摘要： 海天虽有隐忧，但更多的可能要靠宏观环境的改善，而我们要强调宏观的影响是对所有公司都会产生影响的。我们看到公司进行了提价及各种精耕细作，在去年如此艰难的情况下，依然实现了正增长，所以相较而言，海天作为唯一的超级选手，我们有理由相信其所受到的影响也会更轻。

3、中国平安 2021 年报首发点评—好事多磨，玉汝于成

摘要： 中国平安个人客户数多达 2.27 亿， 单在雪球平台关注"中国平安"这只股票的就有 195 万人之多。平安的产品、改革以及股价表现，或多或少的都会与我们相关。有的人经常在股价涨的时候来说股票，而我通常是在季报以及一些大事件写点文章记录一下，涨跌与我写不写东西无关！教主今天照例在年报当晚给大家来一篇详细的解读。

4、鸡蛋里挑骨头——2021 年招商银行年报点评

摘要： 我给这份年报打 88 分，比三季报扣除 2 分。净息差环比继续反弹，存款成本略有上升，这些因素目前都还在可控范围内波动，并不影响招行的优秀。扣除的 2 分主要是在招行对于信用减值的处理让人感觉有点缺乏章法，以及营运费用的管控始终没有显著改善，可以算是鸡蛋里挑骨头吧。

5、市值前九银行：2021 年报横向对比分析

摘要： 每个投资者心有都有自己最好的银行，在里面寄托了自己财富增长的厚望。有的银行这里好，有的银行那里好。有的基本面较完美的但是市盈率市净率却比较高，有的基本面不怎么完美的却市盈率/市净率很低。笔者一直都是招商银行与建设银行及平安银行的粉丝。你是哪个银行的粉丝呢?

6、万科 2021 年报点评：活下去的代价

摘要： 万科的年报出台，引起一片哗然。净利润的增速比之前所有悲观的数据还要悲观，原来有券商预测到归母净利润会跌到 250 亿，结果实际数据竟然是 225 亿，基本上超出了市场上所有人的预料。

房企的营收大都是两到三年前销售额的转化，2018 年万科公开喊出了"活下去"，大幅放慢了发展速度。

7、奋楫六载结硕果——中远海控年报详细分析

摘要： 外围集运股不断新高，中远海控(SH601919)迟迟不涨属实磨人。根据年报显示，股东人数由三季度的 64.44 万人大幅度下降至 54.8 万人，三个月磨走了 15%的股东。果然，价值投资从来都是知易行难。虽然市场给予了海控冷眼和嘲笑，但理性告诉我，此刻的海控依旧是市场上最具性价比的标的。当然本文所有看法仅针对公司或者说这个行业，公司毋庸置疑是好公司，行业也是好行业，至于管理层我不过多评价，但失望确实是有。

8、利润都到哪儿去了——聊一聊比亚迪的缺点与进步

摘要： 无论怎么分析：2021 年比亚迪财报中的盈利数据的确太不好看了！但有些时候，"蹲下是为了跳得更高"。别的事情不知道，但在比亚迪 2022 年的销量、单车均价和毛利方面，2022 年只会比 2021 年好的更多！

9、超预期格力电器 2021 年报解读，渠道改革已初有成效

摘要：格力的目前的经营可以说是总体稳健向好，从 2021 年年报中现金流的大幅降低，看到支出项是巨额的商品采购，毫无意外应该是对大宗原材料进行了备货，这一系列操作，到目前为止，可以说是押对了 2022 的大势，原材料如果 2022 年全年维持高位震荡，那么 2022 年格力的利润指标可能会大幅超常发挥。也随便可以完成业绩考核的双位数目标，看完格力电器的年报和一季报，格力电器估值被低估到令人震惊的程度，真是活久见。

10、解读腾讯 2021 年财报

摘要： 游戏公司、社交平台、广告公司都不足以形容腾讯，如果一定要用一个词来形容腾讯，"伯克希尔.哈撒鹅"可能更为贴切。2021 年，腾讯 1.6 万亿资产中，现金资产 4024 亿，经营类资产 4308 亿，对外投资 7792 亿（已扣除分红的京东），对外投资资产占了腾讯总资产的 48%。

11、小米集团 2021 年 Q4 及全年财报点评

摘要： 本季财报整体表现符合预期，虽然没有惊喜，但在当前脆弱的环境下已经让人满意。本季财报没有改变我持有小米集团股票的长期逻辑，无任何需要调仓事项。当前小米集团的股价很大程度上取决于宏观因素（Beta），而非小米的基本面。相比于 2021 年，我更关心 2022 年 Q1 和 Q2 的财务数据，两季将都面临着高基数的问题；雷军和管理层如何在历史最好业绩的基础上，继续交出增长的答卷是我短期较为关心的。

12、沃森生物炼金，疫苗行业独行者

摘要： 这几年沃森的变化以肉眼可见的速度在走向正轨，大家都在抱怨沃森的同时，多应该看看企业的基本面，以往研发一个新疫苗可是需要十几年的，新冠让沃森在 mRNA 技术上再次追赶国际巨头，大家所谓的觉得沃森执行力不够，我觉得是大家对沃森的期望太高，把疫苗研发生产想的太理所当然。

1、茅台 2021 年报印象：继续彰显“股王”风范

作者：@闲来一坐 s 话投资

发表时间：2022-04-07

我说过，茅台公司的年报是最不值得细读的，只要抓住它生产了多少茅台酒，然后推算一下它五年之后能够卖出多少酒就可以了。当然，作为小股东，闲来无事之时还是要读一读的。

一、基酒数据

茅台基酒：

2017 年，42829 吨；

2018 年，49672 吨；

2019 年，49923 吨；

2020 年，50235 吨；

2021 年，56472 吨。

注：2018 年茅台基酒比 2017 年，增加 6843 吨，增加 15.98%。

茅台及系列基酒：

2017 年，63788 吨；

2018 年，70217 吨；

2019 年，75044 吨；

2020 年，75161 吨；

2021 年，84721 吨。

二、年报数据

收入 1061.90 亿，增长 11.88%，或 112.75 亿；

净利润 524.60 亿，增长 12.34%，或 57.63 亿；

扣非净利 525.81 亿，增长 11.84%，或 55.65 亿；

经营活动现金流量净额 640.29 亿，**净利润含金 122.05%。**

收入 1-4 季度分别为：

280.6 亿、226.6 亿、263.3 亿、324.1 亿；

分别增长 10.93%、11.41%、9.99%、**14.05%**；

净利润 1-4 季度分别为：

139.5 亿、107.0 亿、126.1 亿、151.9 亿；

分别增长 6.57%、12.53%、12.35%、**18.06%。**

收入与净利润的增长在第四季度有加速迹象。

毛利率 91.54%，比上年 91.41%，提高 0.13 个百分点；

净利率 52.47%，比上年 52.18%，提高 0.29 个百分点。

销售费用 27.3 亿，同比 25.48 亿，增长 7.14%；

管理费用 84.50 亿，同比 67.90 亿，增长 24.45%。

公司解释：管理费用增加主要是职工薪酬费用、维修费用增加。

分产品：

茅台酒收入 934.65 亿，增长 10.18%；

毛利率 94.03%，同比提高 0.04 个百分点。

其他系列酒：

收入 125.95 亿，增长 26.06%；

毛利率 73.69%，同比提高 3.55 个百分点。

销售渠道：

批发代理收入 820.30 亿，增长 0.55%；

毛利率 90.30%，同比减少 0.50 个百分点；

直销收入 240.29 亿，同比增长 81.49%；

毛利率 96.12%，同比提高 0.50 个百分点。

直销收入占比 22.66%。

适度提高直销占比，也是茅台保持利润增长的一张王牌。

产能情况：

茅台酒设计产能 42742.50 吨，实际产能 **56472.25 吨**；

系列酒 31660.00 吨，实际产能 28248.92 吨。

半成品（含基础酒）库存：250463.82 吨。

行业情况：

根据国家统计局数据，2021 年全国规模以上白酒企业完成酿酒总产量 715.63 万吨，同比微降 0.59%；实现销售收入 6033.48 亿元，同比增长 18.6%；实现利润总额 1701.94 亿元，同比增长 32.95%。

依茅台 524.60 亿利润计算，茅台占行业利润总额的 30.83%，即三分天下有其一。何为行业王者？何为“股王”风范？由此可见一斑！

三、2022 年经营目标

一是营业总收入较上年度**增长 15%**左右；二是完成基本建设投资 69.69 亿元。

四、2021 年分红

以 2021 年年末总股本 125,619.78 万股为基数，对公司全体股东每 10 股派发现金红利 216.75 元（含税），共分配利润 27,228,087,315.00 元，剩余 133,488,774,605.19 元留待以后年度分配。依 524.60 亿净利润计算，**分红率 51.90%**。

五、总体印象

1、关于增长

2021 年的收入与净利润实现两位数的增长，均在意料之中。在我大 A 股 4000 多家上市公司之中，管理层能够“规定”增长的公司可谓寥寥，但茅台公司就可以做到，这也算是“奇葩”之一。所以，对于这个增长，我个人感觉没有多少惊喜可言，仅仅是感觉很平淡。

唯一的“喜点”，是公司提出 2022 年收入增长 15%的经营目标，按照这个增长速度，年收入有望达到 1221.19 亿。按照净利率 50%计算，净利润会达到 610.59 亿，对比 2021 年净利润 524.60 亿，增长 16.39%。

丁总去年走马上任，新官上任不三把火，也总得需要做出些业绩来的嘛，更何况丁总上任之后，公司的文风也大有改变（若不是丁总亲笔所写，我估计也够难为

秘书写作班子的），发表了一系列文词华美的发展蓝图，如高质量发展、大踏步前进云云，所以，按照“超额完成”任务的惯例，估计今年的净利润增长还会超预期的，比如增长 18%-20%或者更多，也是很有可能的。果如是，茅台幸甚，小股东幸甚！

2、关于分红

与众多上市公司最愁缺乏现金流不同，茅台公司账上现金 518.10 亿，拆出资金 1350.67 亿，两项合计 1868.77 亿，钱多得花不了，也可谓是“甜蜜的烦恼”！

按照巴菲特投资思想，上市公司多余的现金流，在满足扩大再生产的前提下，如果现金多得仍无处安放（用于理财顶多获得货币基金收益，实在低效），就应分给股东，或者择机进行回购股份并注销也可，如此这般，才不会贬损其内在价值，但茅台公司毕竟不是伯克希尔，丁雄军也不是巴菲特，公司治理不同、文化不同，作为小股东对有些东西也要无奈承受。

退而求其次地想一想，2021 年分红率 51.90%，每股分红 21.675 元（含税），假如按照这一分红比例不变，那么未来茅台公司净利润的增长速度，也可以视为其分红的增长速度，毛估估未来五年或者更长一点的时间，每股分红有望 40 元、50 元，如此一合计，作为小股东也是有一种妥妥的幸福在心里头呢！

在此，我也真诚地感谢茅台股份公司全体员工的辛勤付出，感谢“赤水河的水还在流淌”！

3、关于涨价

茅台公司出厂价与终端价格巨大的价差，造成渠道利润十分丰厚，这一点一直被市场广泛诟病，因此关于主导产品涨价的呼声也一直没有停止。但我认为，在当前这种大背景下，管理层走出这一步是十分慎重的，对此，我个人认为也不要有太高的预期。但是管理层手中的牌仍然很多，比如调整产品结构（1935 大单品）、提高直销比例、推动线上销售等（已经在这样做），所以，完成今年的年度增长任务，我认为仍然是难度不大的。

着眼于长远，我认为茅台量价齐升（或量升，或价升）的发展态势仍然没有改变，正所谓一座金矿摆在那儿，今天不挖，明天挖，或者后天再挖，慢慢挖就是了，这也是茅台公司的长期投资价值之所在。

4、关于周期

历史经验表明，白酒行业也是有周期的，只是这个周期的时间比较长，比如上一次白酒“黄金周期”达 10 年以上。现在就整个白酒行业来讲，也已经进入行业缩量发展时期，或者叫进入碾压式增长时期。如据茅台公司年报露，2021 年全国规模以上白酒企业完成酿酒总产量 715.63 万吨，同比微降 0.59%，而行业前几年的高点产量在 1200 万吨以上。所以，已经有人大声惊呼：行业下行周期的拐点已经出现！

不过且慢，因为有一点还是耐人寻味的，即目前以茅台为首的高端白酒表现出了逆行业周期增长的特点。之所以出现这种逆周期增长，我认为还是与更多的中国人钱袋子越来越鼓有关（消费升级），与“少喝酒、喝好酒”的消费时尚有关，在这种情况下，更彰显了高端白酒整体而言是稀缺资源的属性（2021 高端合计 10 万吨左右，茅台 4 万吨左右，五、泸、汾、洋合计 5.5 万吨左右）。

但是，万物皆有周期，只是强弱程度、时间周期不同。那么，茅台高端白酒的下行周期何时出现呢？说老实话，我本人是没有办法判断的（我也从不判断），因为造成行业周期性波动的因素会很多，仅仅依靠分析一些数据模型是没有办法准确判断的，而且我也发现，世上也少有人能够依靠每次准确地判断周期而赚到很多钱。所以，万物皆有周期，但周期总是胜在后。在这个方面，我看还是芒格说得睿智：“长期投资者需要忍受一些周期性的波动，有些周期会令人痛苦，但它就像白天和黑夜一样固定交替发生。”不过，我在这里再补充一句，即茅台渠道巨大的利润空间虽然广受市场诟病，但是一旦处于行业周期的低点，这反而又是一个厚厚的安全垫，从这个角度讲，我觉得长期持有茅台更不怕所谓的“周期说”。

5、关于估值

世上最难是估值，这个“难”主要是不同的投资者之间扯不清。当下茅台公司市值 2.24 万亿，依我推算的 610.59 亿净利润计算（比较保守），市盈率 36 倍左右，考虑到明年、后年，或者更长时间的增长，当下市场的定价贵与不贵呢？

我想，每个人机会成本的不同会得出不同的结论，不过，对于我本人而言，茅台仍然是自己的非卖品、收藏品。不是吗？在股价高点时自己都没有择时卖出，目前这个价位还想让我卖出？自己虽然愚笨，至少还没有愚笨到这个程度吧！

2、唯一的超级选手——海天味业 2021 年报分析

作者：@七彩云龙

发表时间：2022-04-22

一、总览概括

$海天味业(SH603288)$ （以下简称“海天”）2021 年的营收为 250.04 亿，同比+9.71%；净利润为 66.71 亿，同比+4.18%；扣非净利润 64.30 亿，同比+ 4.09%。其中 2021Q4 营收 70.10 亿，同比+22.85%；净利润 19.63 亿元，同比增长 7.19%；扣非净利润 18.49 亿元，同比+4.02%。

海天味业	2021	2020	同比	2021Q4	2020Q4	同比
营收	25,004,031,043.49	22,791,873,936.49	9.71%	7,009,621,368.55	5,705,717,564.12	22.85%
净利润	6,670,757,811.72	6,402,859,991.91	4.18%	1,963,118,918.50	1,831,456,135.76	7.19%
扣非净利润	6,429,852,856.56	6,177,209,312.74	4.09%	1,849,068,595.41	1,777,574,682.66	4.02%

雪球：七彩云龙

2021Q1 高增之后，2021Q2 营收和净利均有所下滑，但 2021Q3 开始恢复正增长，而 2021Q4 的增速又有所加快——Q4 营收增速在各季中最高，而净利润增速虽不是最高，却显著高于 Q3 达 4.08 个百分点，请注意海天是去年的十月份公告提价的，这说明提价效果还是非常明显。



二、从产品看

公司的主营业务为调味品，其中酱油、蚝油、调味酱为核心三大品类。以下为各项在 2021 年的营收：

酱油 141.88 亿，同比+8.78%；蚝油 45.32 亿，同比+10.18%；调味酱 26.66 亿，同比+5.61%；合并 213.85 亿，同比+8.66%。

从营收看：最核心的品类仍为酱油、其次是蚝油、然后是调味酱。从增速来看：蚝油快速增长，而酱油和调味酱保持稳定增长。

除了三大品类外，“其他”品类，包括但不限于料酒、醋等，营收达到 22.11 亿，同比+13.37%。虽然总额比三大品类都要小，但增速却是四类中最快的。这说明公司的其他品类取得了一定的成功，推测料酒和醋极有可能成为三大品类后第四大、第五大品类。

单位：元　币种：人民币

产品分项	2021 年	2020 年	同比变动
酱油	14,188,105,305.90	13,043,396,033.15	8.78%
调味酱	2,665,847,293.87	2,524,151,981.16	5.61%
蚝油	4,531,513,070.84	4,112,934,207.41	10.18%
其他	2,211,055,393.21	1,950,378,346.86	13.37%
小计	23,596,521,063.82	21,630,860,568.58	9.09%

雪球：七彩云龙

三、分渠道看

公司目前仍是以线下经销商渠道为主，其营收 228.92 亿，同比+7.73%，呈稳步增长态势。而线上营收为 7.04 亿，同比+85.20%，呈高速增长态势。虽然线上总额相较线下不大，但高增显示公司在新零售渠道的布局和发展初显成效。

单位：元　币种：人民币

渠道	2021 年度	2020 年度	同比变动
线下渠道	22,892,290,113.16	21,250,608,428.77	7.73%
线上渠道	704,230,950.66	380,252,139.81	85.2%
小计	23,596,521,063.82	21,630,860,568.58	9.09%

雪球：七彩云龙

从不同区域来看：营收由大到小依次为北部 60.56 亿，同比+6.69%；中部 53.09 亿，同比+14.03%；东部 48.18 亿，同比+7.47%；南部 44.70 亿，同比+8.40%；西部 29.44 亿，同比 9.34%。由此可见，除西部区域略显薄弱外，其余区域较为均衡，基本与我国不同地区的发展程度相吻合。中部增速较快，其余地区为稳定增长。

单位：元　　币种：人民币

地区分部	2021 年度	2020 年度	同比变动
东部区域	4,817,801,203.90	4,483,055,272.96	7.47%
南部区域	4,470,393,014.38	4,123,886,956.90	8.40%
中部区域	5,308,544,892.60	4,655,474,647.36	14.03%
北部区域	6,056,076,865.03	5,676,312,535.22	6.69%
西部区域	2,943,705,087.91	2,692,131,156.14	9.34%
小计	23,596,521,063.82	21,630,860,568.58	9.09%

雪球：七彩云龙

对应区域看经销商，由多到少依次为“北、西、中、南、东”，除西部外其余基本和营收对应。前面我们看到西部区域较为薄弱，而公司就在西部区域发展了更多的经销商，为这样的到位管理点赞。

单位：家

地区分部	报告期末经销商数量	报告期内增加数量	报告期内减少数量
东部区域	945	192	96
南部区域	972	189	105
中部区域	1657	208	120
北部区域	2173	216	190
西部区域	1683	219	134
小计	7430	1024	645

雪球：七彩云龙

四、产量佐证

由上可见，公司专注于调味品业务，看完了营收，让我们看看产量：2021 总产量为 430 万吨，而总销量达到 433.5 万吨。重点三大类品类是酱油、蚝油、调味酱，产量分别为酱油近 265 万吨、蚝油约 96 万吨、调味酱 30 多万吨，合计 390 万吨，其余为料酒、醋等。

主要产品	单位	生产量	销售量	库存量	生产量比上年增减（%）	销售量比上年增减（%）	库存量比上年增减（%）
酱油	吨	2,647,215	2,660,282	89,856	11.26	8.44	-12.70
调味酱	吨	300,458	309,553	7,614	2.66	5.19	-54.43
蚝油	吨	955,618	961,373	32,960	13.42	11.46	-11.87

雪球：七彩云龙

如红框所示，销售量均大于生产量，说明当年所产均能全部销掉，而且还得消耗点库存，正如蓝框所示。综合说明海天的管理是精细的，产销管控是精准的。

最核心的酱油产销量连续二十五年稳居全国第一，遥遥领先于各竞品。第二大单品蚝油亦处于绝对领先地位。第三大品类调味酱处于领先地位。

由此可见，无论是最核心的酱油还是主要的三大品类，海天都不仅仅是第一，而是远远甩开竞争对手。这也就是我常说的调味品的竞争格局是一超多强，而海天是那个唯一的超级选手。

五、核心竞争力

通过以上分析，我们可以得到海天的核心竞争力如下：

1、卓越的企业管理能力：由**三**和**四**可见一斑。

2、持续精耕的销售渠道：如**三**可见。

3、质量保障体系和领先的技术优势：如**一二三四**可见——好品质，才能支撑卖的那么多。

4、高美誉度的品牌优势：这个需要补充一下，2021 年的凯度消费者指数《2021 年亚洲品牌足迹报告》，海天味业以 6.2 亿消费者触及数、79.4%的渗透率，入选中国消费者十大首选品牌榜单。并且在 2021 中国品牌力指数（C-BPI）榜单中再次勇夺“酱油、蚝油、酱料、食醋“四冠。

5、可持续发展的战略布局：这从产销量的平衡即可见一斑。2022 年会继续释放酱油和酱产能 30 万吨、蚝油和醋的产能 20 万吨，这是今年的量增。上面我们也已说过去年的十月份海天进行了提价，Q4 已有显现。由此“量增”+“价涨”，为今年海天顺利完成目标打下了坚实的基础。（后面我们将提到海天 2022 的计划目标。）

6、独特的企业文化：这个由于本人目前尚未去过海天实地调研，但根据网络及业绩发布会可见一二：高管面前放着海天的各色产品，宣传片中无论是生产基地还是办公场所以及产品或人员等都给人一种干净、舒适的感觉，我想这可能就是文化所散发出来的吧……当然这些感受比较表面，希望以后有机会能去海天进行实地调研，近距离感受企业文化。

六、几点隐忧

以上全是优点，难道海天就没有缺点了？若无缺点，为何目标并未达到？为何增速持续降低、且一度出现同比下滑的态势呢？

让我们回头看下：海天 2021 年报和年初计划相差还是挺多的，营收计划目标为 264.4 亿元，利润目标为 75.6 亿元。实际完成情况是营收为 250.04 亿，利润为 66.71 亿。

其偏差率分别为-5.43%和-11.76%，两项目标均未完成，且净利润下滑比营收下滑更为明显，所以我们得思考这是为什么呢？

我们分析海天 2021 半年报当时的主要困扰有原材料等成本上升、社区团购困局、库存高企等。而年报中重述的主要挑战为：外部环境发生了非常大的变化，新冠疫情余波未平、消费需求疲软、各种原材物料价格上涨、社区团购恶性竞争、限电限产导致供应趋紧……

新冠疫情影响聚餐、消费疲软因为没钱，由此动销不畅，于是库存高企，而公司更大的压力则是成本上涨和社区团购的低价竞争。笼统地讲，这些都是公司很难控制的，完全的解决之道恐怕只能是新冠疫情过去，所有的限制取消，重新恢复疫情前的生活，则可预期消费信心增长，动销自然开启，而库存高企将不复存在。关于重中之重的成本上涨，公司虽已进行提价，但目前原材料等价格仍在上涨，若今年持续，公司恐怕仍然会面临巨大压力。除了疫情的影响外，原材料等价格上涨或许更多的是俄乌战争等国际形势紧张造成的，然而这些何时结束我们无法判断，唯有一种信仰就是相信这些终将过去。公司在去年十月已经进行了提价，前面我们也已分析了“量增”+“价涨”为今年顺利完成目标打下了坚实的基础，除非成本上涨超预期或其他特殊情况。我在业绩发布会上对所关心的问题进行了提问，董秘进行了回答，问答如下：



公司的挖潜增效内部消化需要管理层的精耕细作：2021 公司整体毛利率 38.66%，同比减少 3.51 个百分点，其中营业成本同比+16.36%，远高于营收增速。而整体净利率 26.68%，仅减少 1.44 个百分点。虽然其中有利息收入和税率优惠的贡献，但我们亦能看到销售费用的减少、管理费用的增长小于营收增长等管理层的努力。

海天味业	2021	2020	同比
营业成本	15,336,858,254.40	13,180,788,066.91	16.36%
毛利率	38.66%	42.17%	-3.51%
净利润	6,671,470,525.66	6,409,030,013.71	4.09%
净利率	26.68%	28.12%	-1.44%

雪球：七彩云龙

单位：元　币种：人民币

科目	本期数	上年同期数	变动比例（%）
营业收入	25,004,031,043.49	22,791,873,936.49	9.71
营业成本	15,336,858,254.40	13,180,788,066.91	16.36
销售费用	1,356,919,480.01	1,365,533,071.16	-0.63
管理费用	394,035,474.57	361,389,131.13	9.03
财务费用	-584,217,366.43	-392,238,055.13	48.94
研发费用	771,919,701.92	711,748,662.76	8.45
经营活动产生的现金流量净额	6,323,508,784.06	6,950,432,014.98	-9.02
投资活动产生的现金流量净额	-4,925,149,228.81	-1,919,576,130.45	-156.57
筹资活动产生的现金流量净额	-2,911,298,284.23	-2,948,974,958.14	1.28

营业成本变动原因说明：主要是本期产品销售增加及材料价格上涨所致。

财务费用变动原因说明：主要是本期利息收入增加所致。

雪球：七彩云龙

关于社区团购，公司深化了与各平台的合作，并且也已积极拥抱新零售，所以我们应会在未来看到更积极的变化。

因此海天虽有隐忧，但更多的可能要靠宏观环境的改善，而我们要强调宏观的影响是对所有公司都会产生影响的。我们看到公司进行了提价及各种精耕细作，在去年如此艰难的情况下，依然实现了正增长，所以相较而言，海天作为唯一的超级选手，我们有理由相信其所受到的影响也会更轻。

七、值不值得投资

看过海天的喜与忧，接下来就要看海天值不值得投资。答案自然是肯定的。雪球有这样一种说法，那就是海天真的很优秀，就是估值有点高——于是问题就不是海天值不值得投资，而是怎么投资了。

前述也说了，海天是调味品行业中唯一的超级选手，且已经上市八年，积累了大量的公开资料和数据。故而我们在盯海天的同时，自然也有其他人在看海天，所以通常有短期剧烈波动时，或许就是机会。远的不说，就说半年报出来后的跌停，后来股价一度跌至80多，再后来随着一纸涨价公告，反弹了近50%。此时股价又是80多，那么海天值不值得投资呢？我们希望给你如下参考，也就是公司财务总监管总在业绩发布会所提到的四个不变：

首先是宏观经济向好不变：这个无需解释，有句俗话叫长期投资要看国运，因为相信中国经济未来会继续向好，所以才会进行投资。如果不相信，那可能也不会投资了，也就不存在要不要投资海天这个问题了。

其次是行业向好不变：纵观历史，调味品行业也曾历经风雨，但最终都能走出来，行业的规模潜力还是很大。

接着是公司向好不变：虽然过去的一年很艰难，今年或许更艰难，但海天在过去的八年，尤其是过去的一年如此艰难的情况下依然实现了正增长，对比一下竞争对手，你应该会相信这就是海天作为行业龙头的力量。

最后是未来向好不变：调味品是刚需消费、是必选消费，在这一点上它的优势甚至要强于白酒。白酒我们可以认为它是可选消费，或者算是主要消费，但简单地说：你或许可以不喝白酒，但不可能不吃调味品。

宏观、行业、公司、未来给了我们四个维度的向好希望，最后让我们看看海天 2022 年所定的目标：营收目标为 280 亿元，利润目标为 74.7 亿元。

由这一目标来看，我们需要注意的风险点仍然集中于国际形势是否动荡、疫情是否快速结束，原材料等成本是否会持续上涨等等，当这些影响因素消除时，相信海天的增长亦会快马加鞭。

假如我们以 74.7 亿计净利润的话，那么今日市值对应 PE 不到 50 倍。而若以 2021 的净利润 66.71 亿计的话，今日市值对应 PE 约为 56 倍。

估值高不高呢？恐怕得说有点高。海天好不好呢？不得不说真是好。当一切尘埃落定，海天作为唯一的超级选手，我认为它赚到 100 亿的净利润肯定不是问题，那么再看 PE 也就是 37 倍了，所以你要不要趁着现在的跌跌不休入手呢？就让我们结束今天的海天 2021 年报分析，给点时间各自思考一下吧！

3、中国平安 2021 年报首发点评—好事多磨，玉汝于成

作者：@明大教主

发表时间：2022-03-17

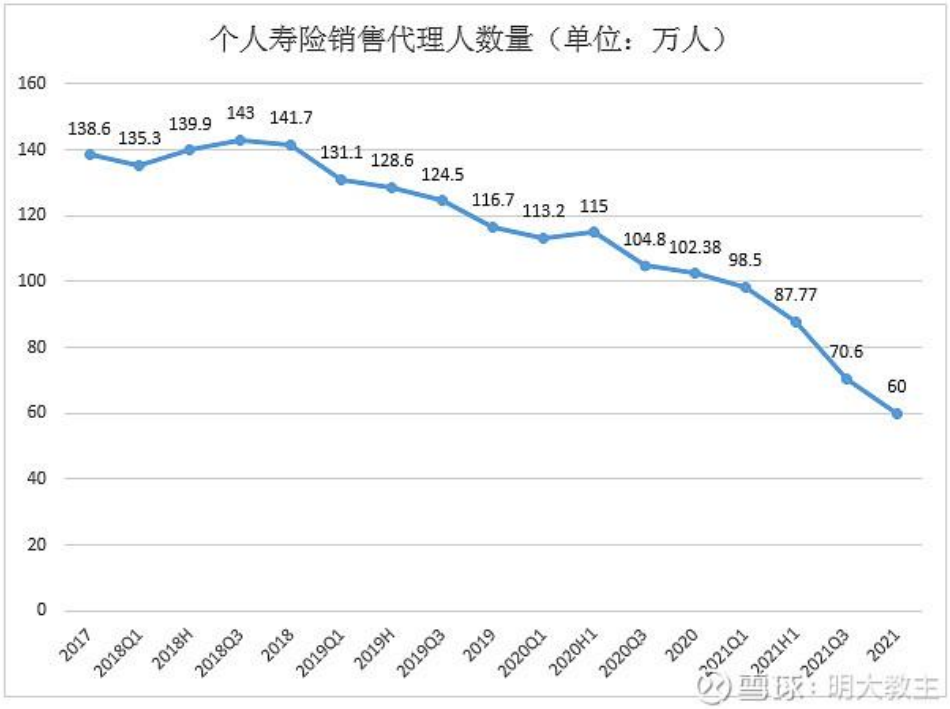
教主今天看了下，中国平安个人客户数多达 2.27 亿，单在雪球平台关注“中国平安”这只股票的就有 195 万人之多。$中国平安(SH601318)$ 产品、改革以及股价表现，或多或少的都会与我们相关。有的人经常在股价涨的时候来说股票，而我通常是在季报以及一些大事件写点文章记录一下，涨跌与我写不写东西无关！教主今天照例在年报当晚给大家来一篇详细的解读。

一、保险业务。

（一）寿险。

1.人力规模。

平安人力从 2018 年三季度巅峰的 143 万下降至目前的 60 万，已经连续下降了 13 个季度。



有很多人觉得友邦改革只用了 3 年（2010-2012），平安从 2018 年四季度就开启“寿险改革”，为什么耗时比友邦长呢?

一是因为我国内地保险业深度不足，远不及中国香港 12 年前的保费深度。2020 年以来又受到疫情影响，民众接受度相对一般；

二是因为友邦“最优代理人”改革主要涉及渠道，平安寿险改革是产品+渠道，难度自然更大。网上很多人将马明哲 2018 年四季度的讲话当作平安寿险改革的开始，诚然，那是一个明显的讯号。**但教主认为，平安寿险改革的加速期是在 2020 年 3 季度，从那时起，平安开始不再使用一边改革，一边给保代费用激励的老办法，并出台了《个险寿险业务人员基本管理办法》，捋顺了前期准备，开启“真改革”！**

手续费及佣金支出增速	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
中国人寿	0.70%	1.20%	-7.40%	5.70%	31%	46.30%	24.50%	-3.20%	29.80%	3.60%	
平安人寿	29.10%	11.70%	24.60%	44.30%	52.80%	61.50%	38.20%	8.20%	-4.90%	-18.60%	-19.80%
太平洋人寿	16.70%	5.40%	5.10%	15%	39.70%	53.60%	34.90%	9%	-12.10%	-26.10%	
新华人寿	1.20%	-4.20%	-11%	22.90%	40.10%	26.80%	17.60%	5%	1%	5.70%	

寿险对平安新业务价值最大，保代又是对寿险销售贡献率最高的一个渠道，平安股价能否出现反转，很大程度取决于传统保代人力能否见底？人效能否提升？保代活动率数据经常被平安投资者拿来判断人力是否见底的佐证。

截至6月30日止6个月（人民币百万元）	2021年	2020年	变动(%)
代理人产能及收入			
代理人渠道新业务价值	**23,684**	27,705	(14.5)
月均代理人数量（万）	**94.0**	110.8	(15.2)
代理人人均新业务价值（元／人均每半年）	**25,185**	25,003	0.7
代理人活动率[1](%)	**43.9**	53.0	下降9.1个百分点
代理人收入（元／人均每月）	**5,889**	6,189	(4.8)
其中：寿险收入（元／人均每月）	**4,954**	5,127	(3.4)

	2021年6月30日	2020年12月31日	变动(%)
个人寿险销售代理人数量（人）	**877,751**	1,023,836	(14.3)

注：(1) 代理人活动率=当年各月出单代理人数量之和／当年各月在职代理人数量之和。

(2) 因四舍五入，直接计算未必相等。

图源：明大教主

2021 中报期，平安代理人活动率从 2020 年中的 53%，下滑至 2021 年中的 43.9%。而 2019 年末时这个数字是 60.9%，如果追溯到 2015 年，保代活动率始终维持在 60%以上。

（人民幣百萬元）	2021年	2020年	變動(%)
代理人產能及收入			
代理人渠道新業務價值	**31,076**	42,913	(27.6)
月均代理人數量（萬）	**79.6**	105.5	(24.5)
代理人人均新業務價值（元／人均每年）	**39,031**	40,688	(4.1)
代理人活動率[1](%)	**47.0**	49.3	下降2.3個百分點
代理人收入（元／人均每月）	**5,758**	5,793	(0.6)
其中：壽險收入（元／人均每月）	**4,651**	4,629	0.5

	2021年12月31日	2020年12月31日	變動(%)
個人壽險銷售代理人數量（人）	**600,345**	1,023,836	(41.4)

註：(1) 代理人活動率=當年各月出單代理人數量之和／當年各月在職代理人數量之和。

(2) 因四捨五入，直接計算未必相等。

图源：明大教主

虽说 2021 年末保代活动率比照中报期的 43.9%只提升了 3.1 个百分点，但至少保代活动率连续 7 年下滑的趋势按下了“暂停键”！

教主认为，保代活动率下滑主要因为以下几点原因：

一是**平安管理层近两年对“自保件”、“互保件”做了约束，不再将这些保单作为“有效保单”，没有能力开拓新业务的保代自然出单率上不去**；

二是高层文件要求人身险销售人员“分级”。“认定等级”的过程包括了保代“客户方案制作”，“展 E 宝”、“口袋 E”等使用情况，也包括了一些线下拜访客户的数据量支撑（如金管家扫码）。**一些年纪较大的保代不能流畅使用新式销售手段，他们评级较低，能销售的产品种类变得有限**；

三是除了短期人身险和长期趸交人身险之外，险企首年给付的佣金率不得高于保单直接佣金的 40%，剩下的要在较长周期中陆续给付（在保单销售的过程中要求实名制，未完成回访或者回访有问题的保单后续佣金不能给付）。**保代短期收入的爆炸性不及以往，人员遵从度下降。**

为了应对这种现实情况，2021 年 10 月中旬，**平安 10 月中旬开启“招才季”，提高了“新人津贴”、“升级津贴”并追加了“MDRT 特别奖励”，代理人收入激励明显提高，同时保代年龄筛选范围从之前的 25-35 岁拓宽到 25-45 岁，优才保代替换开始加速。**大家不要认为保代是销售岗，门槛比较低，现在信息化时代，信息差变得很小，只有一些精通金融知识，认可保险行业，并愿意为之付出的人才能取得好的销售数据。2021 年平安优才入职人数不是特别多，优才替换需要耐心。

2.新业务价值/率。

2020 年 2-3 季度，时任高管用了激励的策略推“守护百分百”等多款产品，2020 年四季度至 2021 年 1 季度又恰逢“重疾险新定义”落地。

2018-2021年寿险及健康险个人新业务保费收入(万元)

	2018年	2019年	2020年	2021年
一季度	6105468	5306731（↓13.1%）	4295708（↓19.06%）	5117538（↑19.13%）
二季度	3148603	3158899（↑0.32%）	2894176（↓8.39%）	2240320（↓22.6%）
三季度	2999188	2924536（↓2.49%）	2587243（↓11.54%）	2269246（↓12.3%）
四季度	3102301	3415656（↑10.1%）	2101094（↓38.5%）	1913805（↓8.92%）

雪球：明大教主

这样的操作透支了一部分重疾险的潜在客户，换来了短期新业务价值的增长，但也带来了中期高价值率重疾险销售不旺的“后遗症”。



2021 年全年，平安新业务价值率在 3 季度 30.7%的基础上继续下滑至 27.8%。其中有两方面的原因：

一是**平安新招收的“优才”都是先卖老客户的单子，而后经过一定的培训期再去拓展新客户，再加上人力大幅脱落的影响，于是看起来新业务价值率在不断走低**；

二是平安在《人身保险销售管理办法（征求意见稿）》下发前就提前“试水”，实行了保险产品、保代人员分级匹配的原则，即并非所有保代能销售全部的产品。条款复杂、价值率高的人身险销售占比下降。

中国平安2019-2021年保代寿险新业务产能变化表

	2021年12月31日	2020年12月31日	2019年12月31日
月均代理人数量（万人）	79.6	105万	120万
代理人人均新业务价值（元）	39031	40688	56791

雪球：明大教主

数据上则是“人均新业务价值”继续下降。**但比照去年人均新业务下降的幅度已经大为减少，背后反映的是“清虚”已经进入深水期。**

3.剩余边际。

人身险公司主要利润来源都是剩余边际的摊销。从近两年剩余边际、新业务表现来看，新业务贡献由于寿险改革的原因持续减少，同时带来了退保引起的“脱退”负面影响加大。

2021 年中报，剩余边际仅比照 2020 年末微增 0.6%。

截至6月30日止6个月（人民币百万元）	2021年	2020年	变动(%)
期初剩余边际	**960,183**	918,416	4.5
新业务贡献	**41,480**	59,354	(30.1)
预期利息增长	**18,287**	18,034	1.4
剩余边际摊销	**(41,589)**	(40,342)	3.1
脱退差异及其他	**(10,148)**	6,872	不适用
期末剩余边际	**968,212**	962,333	0.6

注：因四舍五入，直接计算未必相等。

雪球：明大教主

2021 年，因新业务增长放缓，剩余边际摊销金额增加以及脱落的影响，**期末剩余边际进入负增长区间。**

（人民币百万元）	2021年	2020年	变动(%)
期初剩餘邊際	**960,183**	918,416	4.5
新業務貢獻	**55,905**	88,571	(36.9)
預期利息增長	**36,505**	36,319	0.5
剩餘邊際攤銷	**(82,488)**	(81,583)	1.1
脫退差異及其他	**(29,373)**	(1,539)	1,808.4
期末剩餘邊際	**940,733**	960,183	(2.0)

註：因四捨五入，直接計算未必相等。

雪球：明大教主

相对好一些的消息是，认定有效保单的“13 个月保单继续率”终于实现了正增长。

	2021年	2020年	变动（百分点）
平安壽險			
13個月保單繼續率(%)	**86.3**	85.5	0.8
25個月保單繼續率(%)	**78.1**	80.9	(2.8)

雪球：明大教主

这是平安寿险改革以来的首次，**也预示着后面“脱落”影响会缩减。**

（二）财产险。

2021 年，平安产险全年理赔金额 1484 亿元，仅河南雨灾一次，平安就赔付了 31 亿元。

平安产险的综合成本率从去年的 99.1%，下降到了 98%。

财產保險業務關鍵指標

（人民幣百萬元）	2021年	2020年	變動(%)
營運利潤	**16,192**	16,159	0.2
營運ROE(%)	**14.8**	16.4	下降1.6個百分點
綜合成本率(%)	**98.0**	99.1	下降1.1個百分點
其中：費用率[1](%)	**31.0**	38.6	下降7.6個百分點
賠付率[2](%)	**67.0**	60.5	上升6.5個百分點

雪球：明大教主

其第一大功臣就是 AI 坐席产品，大大降低了综合成本率。全年 AI 智能坐席服务 20.7 亿次（同增 7%）；“智能拜访助手”月均会客时间 15 万小时，同增 2 倍，人力成本开支得以缩减。

$$k_1=\begin{cases}-0.05 & C_{车险}\in(0,\ 95\%]\\ 0 & C_{车险}\in(95\%,\ 100\%]\\ 0.05 & C_{车险}\in(100\%,\ 105\%]\\ 0.1 & C_{车险}\in(105\%,\ +\infty)\end{cases}$$

雪球：明大教主

偿二代 II 期新规对于综合成本率 95%以下的企业有着资本折扣，而 100%以上的企业资本消耗则有所增加。政策进一步促进财产险公司提高管控能力，致力于信息化降成本，这无疑对平安是有利的。

（四）养老险及健康险。

养老险方面，2021 年，“国民养老保险公司”快速获批筹建，工银理财、建信理财、招银理财和光大理财四城四地的银行理财子公司四季度产品也开始陆续发行。

贝莱德建信理财试点城市为广州和成都；

保险系养老保险公司获准在全国范围内试点；

随后银行系“四地四城”试点扩围到“十地十城”。

但单从收益来看，**养老理财产品的长期复合收益在 7%左右，算不上高，而且资金锁定期限还比较长，投资者选择的余地广泛。“税延”型产品抵税额度、产品种类过于有限，群众购买热情不是很高。**

平安养老险受竞争加剧影响，今年前两个月保费收入相比去年出现了一定的下滑。未来养老商业险还需要政策发力，打开成长空间。健康险由于平安保险+医疗的生态搭建，保费增速领先同业平均水平。

（人民幣百萬元）	2021年	2020年
分紅險	**83,437**	129,096
萬能險	**90,233**	101,779
傳統壽險	**115,738**	117,318
長期健康險	**117,305**	115,826
意外及短期健康險	**47,127**	51,968
年金	**112,801**	82,211
投資連結險	**640**	1,234
合計	**567,281**	599,432

雪球：明大教主

从保费收入结构来看，分红险继续遭遇大幅压降，寿险、长期健康险几乎与去年持平，年金险有了较大幅度的提升。

（人民幣百萬元）	用來計算新業務價值的首年保費 2021年	2020年	變動(%)	新業務價值 2021年	2020年	變動(%)
個人業務	**97,202**	102,808	(5.5)	**37,330**	48,756	(23.4)
代理人渠道	**72,131**	78,230	(7.8)	**31,076**	42,913	(27.6)
長期保障型	**14,429**	26,815	(46.2)	**12,512**	25,756	(51.4)
長交保障儲蓄混合型	**15,926**	12,941	23.1	**7,560**	7,195	5.1
短交保障儲蓄混合型	**36,715**	32,860	11.7	**7,178**	6,187	16.0
短期險	**5,062**	5,614	(9.8)	**3,827**	3,775	1.4
電銷、互聯網及其他渠道	**15,919**	15,477	2.9	**4,485**	4,234	5.9
銀保渠道	**9,152**	9,100	0.6	**1,769**	1,609	9.9
團險業務	**39,088**	46,108	(15.2)	**568**	820	(30.8)
合計	**136,290**	148,915	(8.5)	**37,898**	49,575	(23.6)

註：(1) 因四捨五入，直接計算未必相等。
(2) 長期保障型指終身壽險、定期壽險、疾病險、長期意外險等；長交保障儲蓄混合型指交費期為10年及以上的兩全險、年金險等；短交保障儲蓄混合型指交費期為10年以下的兩全險、年金險等。
(3) 電銷、互聯網及其他渠道包含電銷、互聯網及平安健康險個人業務。
(4) 用來計算新業務價值的首年保費與在「經營情況討論及分析」中披露的新業務保費差異詳見本章附錄。

雪球：明大教主

保费结构的变化一方面是提升长期险种以应对可能出现的“利差损”风险，另一方面增加长交产品占比也为后续保费带来更多稳定的递延收入。

在年报披露之前，教主曾统计过单月保费收入表现情况，2021 年 12 月之前，平安保费收入收入连续 14 个月同比下降。

中国平安2019-2022年2月保费数据（万元）

	2019年	2020年	2021年	2022年
1月	15654663	14275558 ↓	13484943 ↓	13648600 ↑
2月	5051224	4657654 ↓	4609798 ↓	4666669 ↑
3月	6721048	6849603 ↑	6282724 ↓	
4月	5736247	6337279 ↑	5881524 ↓	
5月	5669723	6156001 ↑	5849250 ↓	
6月	5791049	6248390 ↑	6112796 ↓	
7月	5320845	5844694 ↑	5532610 ↓	
8月	5475152	5805074 ↑	5424833 ↓	
9月	6052796	6456562 ↑	5955500 ↓	
10月	5383940	5253248 ↓	5058658 ↓	
11月	5410669	5088660 ↓	4969410 ↓	
12月	7192846	6761316 ↓	6871220 ↑	

“↑”、“↓”代表保费同比数据变动情况。

雪球：明大教主

2021 年 12 月，以及今年 1、2 月份，保费收入终于重回正增长趋势。不过，新业务价值/率没有企稳，呈现了典型“筑底期”的特征。

股价底部取决于悲观情绪蔓延后的利空出尽，股价上涨则因为主营业务恢复成长。**2021 年，平安新业务价值率依旧没有脱离下滑区间，负债端未见明显改善，这也是平安中报期回购利好托底，股价却始终在震荡的主要原因。**

二、银行。

在寿险改革进入深水期的 2021 年，银行业务对集团利润的贡献充分体现了公司“综合金融”的优势。

2021 年，平安银行净利润创历史新高，为集团归母利润贡献良多。

	2021年								
（人民幣百萬元）	壽險及健康險業務	財產保險業務	銀行業務	信託業務	證券業務	其他資產管理業務	科技業務	其他業務及合併抵銷	集團合併
歸屬於母公司股東的淨利潤	**59,468**	**16,117**	**21,060**	**229**	**3,614**	**8,378**	**(1,957)**	**(5,291)**	**101,618**
少數股東損益	835	75	15,276	-	215	1,516	1,500	767	20,184
淨利潤(A)	**60,303**	**16,192**	**36,336**	**229**	**3,829**	**9,894**	**(457)**	**(4,524)**	**121,802**
剔除項目：									
短期投資波動(B)	**(23,491)**	-	-	-	-	-	-	-	**(23,491)**
折現率變動影響(C)	**(13,281)**	-	-	-	-	-	-	-	**(13,281)**
管理層認為不屬於日常營運收支而剔除的一次性重大項目及其他(D)	-	-	-	-	-	-	**(9,905)**	-	**(9,905)**
營運利潤(E=A-B-C-D)	**97,075**	**16,192**	**36,336**	**229**	**3,829**	**9,894**	**9,448**	**(4,524)**	**168,479**
歸屬於母公司股東的營運利潤	**95,906**	**16,117**	**21,060**	**229**	**3,614**	**8,378**	**7,948**	**(5,291)**	**147,961**
少數股東營運利潤	1,169	75	15,276	-	215	1,516	1,500	767	20,518

雪球：明大教主

其次，银行渠道推保险金额续创新高。出于大财富管理的目标，平安银行再推“新银保渠道”，综合金融渠道再升级。

要知道“保险经纪”的大门已经对外资敞开，一些汽车企业也成立了保险经纪公司，渠道、生态之争在保险业中越发明显。如友邦保险豪掷 120 亿，拿下了中邮保险 24.99%

的股权，完全是为了邮储银行广泛的线下渠道，而有银行渠道和有“好的”银行渠道是不一样的！

银行掌握着庞大的客户群，未来不论是财富管理还是寿险业务，率先掌握了优质客户群的银行先发优势更明显。平安等一些股份制银行近年在“零售”、“私行”业务做的风生水起。

平安私行的 AUM 截止至 2020 年末排在国内全部银行的第六位，这与中国平安日渐高端化的品牌战略是“不谋而合”的！

除了银行推保险销售之外，银行也是平安综合金融实践的重要载体。平安银行的保险金信托可以助力高净值客户完成资产的传承；绑定平安银行的卡使用平安证券，资金使用更有效率；平安银行的理财产品在非工作日也可以“部分应急赎回”以应对资金周转。省时、省力、省钱的服务让平安在与同业的竞争中占有先机！

三、科技业务。

科技业务方面，由于陆金所股价受互联网政策影响，股价连续下跌，以至于可转债计提减值。但陆金所的净利润却是实打实的增长，同比增长 36%，来到了 168 亿。

於2021年12月31日，本集團主要聯營企業和合營企業的財務信息如下：

（人民幣百萬元）	主要經營地	註冊地	業務性質	對集團活動是否具有戰略性	年末資產總額	年末負債總額	本年營業收入總額	本年淨利潤／（虧損）[1]
聯營企業								
平安健康	中國	開曼	互聯網醫療	是	17,881	3,795	7,334	(1,538)
金融壹賬通	中國	開曼	金融科技雲服務平台	是	9,341	5,506	4,132	(1,282)
陸金所控股	中國	開曼	金融科技	是	360,433	265,874	61,835	16,804

於2020年12月31日，本集團主要聯營企業和合營企業的財務信息如下：

（人民幣百萬元）	主要經營地	註冊地	業務性質	對集團活動是否具有戰略性	年末資產總額	年末負債總額	本年營業收入總額	本年淨利潤／（虧損）[1]
聯營企業								
平安健康	中國	開曼	互聯網醫療	是	18,563	2,707	6,866	(948)
金融壹賬通	中國	開曼	金融科技雲服務平台	是	10,885	5,600	3,312	(1,354)
陸金所控股	中國	開曼	金融科技	是	248,890	165,739	52,046	12,354

上述聯營企業和合營企業不存在對本集團具有重大影響的或有負債。

雪球：明大教主

去年，《关于银行业保险业数字化转型的指导意见》公布，**偿二代 II 期中对科技类保险公司也有着资本折扣，科技赋能金融企业更安全、高效发展趋势明显。**

平安一直是以“高政策敏感度”著称。比如率先尝试综合金融，2015 年后保代率先扩军，最先施行 IFRS9，寿险改革最先开启。金融壹账通 2 月末选择回港“二次上市”同样值得仔细品味：

（一）去年末，银保监会发布《银行保险机构信息科技外包风险监管办法》，而金融壹账通很多客户都是国内的中小金融机构。回港上市能避免有信息泄露的嫌疑；

（二）去年的下跌主要是《个人信息保护法》等金融监管措施引发，而不是所谓的“财务问题”，港股对公司、审核、信披要求较高。能够在港二次上市，质疑不攻自破；

（三）去年关于公司所谓的一些 “举报” 后来没有下文了，但传说举报是来自于海外。金融壹账通在连续减亏之下，股价却仍一路下跌，回港二次上市除避免信息泄露质疑外，也有可能是远离做空势力，让公司能有更匹配的定价。

平安几大科技独角兽下跌主要是互联网监管政策的影响，与其是否是“平安系”没有半点关系！

四、投资端。

（一）与海外相悖的货币周期带来了国债收益率阶段性低点。

近 1 年内，海外多个重要经济体开启加息，我国因为“降准”、1 年期 LPR 调降、MLF 中标利率下降等因素，“10 年期国债收益率”走弱（一度跌破 2.7），对保险行业有一定负面影响。

美联储于昨晚正式加息 25 个基点，给出了年内加息 6 次，本轮加息目标利率 2.8%的指引，均超出了此前的预计。**尽管国内去年两度上调外汇存款准备金率，但中美利差已然缩窄。根据流动性、汇率、货币政策独立性的“不可能三角”，我国大概率“两害相权取其轻”，宽松的大门也将阶段性关闭，国债收益率将跟随世界趋势走高。**

我国国债收益率或正处于上扬的拐点期。不论是对平安的资产配置端还是保险准备金来说，后续都面临着否极泰来的改善型机会。

（二）股权类投资压力将大大缓解。

股票资产方面，险资持有最大的两个行业是银行、保险。银行板块中，汇丰从本次低点反弹起来一倍左右。地产板块在“保证刚需”、“风险可控”、“中短票据发行重启”、“贷款利率下调”等连环政策刺激下，股价出现分化，“股债双杀”事件大幅减少。**年内蓝筹风格占优是对保险公司股权投资压力的大大缓解。**

偿二代 II 要求保险公司不得将投资性房地产的评估增值计入实际资本；物权方式持有的投资性房地产，基础风险因子 0.15，较之前的计量方式有较大的上调（成本法 0.08，权益法 0.12），泰康清仓减持阳光城或只是保险对房地产板块投资态度的一个缩影。

2021 年末，平安不动产投资余额 2161.38 亿元，占总资产包的 5.5%，其中物权 1006.47 亿元，股权 583.63 亿元，债权 586.28 亿元。大家关心的华夏幸福，中报时计提 359 亿，三季报的时候没有计提，年末因股价持续下跌，平安本着审慎的原则将计提额增至 432 亿，自此华夏幸福股、债 540 亿风险敞口减值已经相对充分。

（人民幣百萬元）	2021年12月31日 賬面值	佔總額比例(%)	2020年12月31日 賬面值	佔總額比例(%)
以公允價值計量且其變動計入當期損益的金融資產	**829,375**	**21.2**	705,757	18.9
固收類	**513,711**	**13.1**	398,101	10.6
股票	**83,395**	**2.1**	117,099	3.1
權益型基金	**91,263**	**2.3**	67,021	1.8
其他股權型金融資產	**141,006**	**3.7**	123,536	3.4
以公允價值計量且其變動計入其他綜合收益的金融資產	**451,686**	**11.5**	513,703	13.7
以攤餘成本計量的金融資產	**2,373,438**	**60.6**	2,301,869	61.5
其他(1)	**261,913**	**6.7**	219,252	5.9
投資資產合計	**3,916,412**	**100.0**	3,740,581	100.0

註：(1) 其他包括長期股權投資、投資性物業、衍生金融資產等。
(2) 因四捨五入，直接計算未必相等。

雪球：明大教主

2021 年，平安明显减少弹性较大的“以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产”中的股票，增配了固收产品，回头来看还是比较明智的。

平安建投换帅后，明显转型 ESG 绿色投资，积极参与 Reits 和各类收租资产投资。

1 月 20 日晚，平安公告有丰富经验的投资老将邓斌出任集团首席投资执行官。资产管理端再添强援。

平安投资端不论是国债收益率、股票类资产收益率还是内控的组织架构均处于好转的“前夜”。

五、股价后续展望。

教主认为只要新业务价值的拐点确认，股价就会出现快速的修复（目前尚未见到确切拐点，但利好因素开始增加）。至于保险+医疗的 HMO+家庭医生+O2O 的模式，需要 5-10 年的时间验证不说，模式落地也面临着较大的挑战。

谈到“中国的联合健康”的时候，我们要清醒地认识到：美国以私人医疗体系为主，美国医疗费用支出占 GDP 比例约 18%；我国以公立医疗为主，医疗费用支出占 GDP 比例仅为 7%。现阶段，商保支付的话语权没有那么大，天花板不会像联合健康那么高。

专栏1 “十四五”时期主要指标与预期目标				
指标维度	主要指标	2020 年	2025 年	指标属性
参保覆盖	基本医疗保险参保率	95%	>95%	约束性
基金安全	基本医疗保险基金收入(亿元)	190.6	收入规模与经济规模更加适应	预期性
	基本医疗保险基金支出(亿元)	160.4	支出规模与经济发展水平、群众基本医疗需求相适应	预期性
保障程度	职工基本医疗保险政策范围内住院费用报销比例	79.8%	保持稳定	预期性
	居民基本医疗保险政策范围内住院费用报销比例	68.4%	保持稳定	预期性
	重点救助对象符合规定的住院医疗费用救助比例	70%	保持稳定	预期性
	个人卫生支出占卫生总费用的比例(%)	28.67%	27%	约束性

雪球：明大教主

以教主所在的辽宁省为例，“十三五”末期，个人卫生支出占总费用的比例是 28.67%（全国大多都在 30%上下)。全球做的比较好的国家，个人支付费用的占比在 10%-15%之间，挤出的十多个点的空间，要么医保体系支付，要么商保支付。

2019 年，商保总赔款占全国卫生支出总费用比例为 3.6%，2020 年这个数字上升至了 4.04%，商保的话语权有所提升，但是速度并不够快。

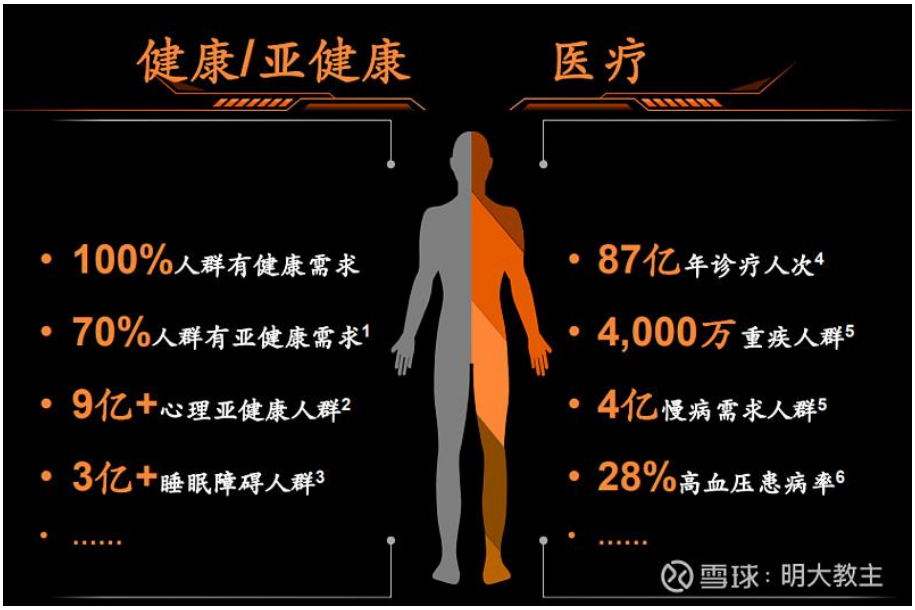
考虑到医保基金的增速和符合集采条件的药品，医保局“十四五”期间大概每年会新纳入超过 100 种药品。

指标维度	主要指标	2020 年	2025 年	指标属性
精细管理	实行按疾病相关分组和按病种付费的住院费用占全部住院费用的比例	居民 70%，职工 78%	70%	预期性
	公立医疗机构通过省级集中采购平台采购药品金额占全部采购药品（不含中药饮片）金额的比例	85%	90%	预期性
	公立医疗机构通过省级集中采购平台采购高值医用耗材金额占全部采购高值医用耗材金额的比例	67%	80%	预期性
	药品集中带量采购品种（个）	244	>500	预期性
	高值医用耗材集中带量采购品种（类）	2	>5	预期性
优质服务	住院费用跨省直接结算率	70%	>70%	预期性
	医疗保障政务服务事项线上可办率	—	80%	预期性
	医疗保障政务服务事项窗口可办率	—	100%	约束性

雪球：明大教主

目前仅全自费的丙类药物有多达十几万种之多。去到医院，医生会告诉患者/患者家属，自费药物的药物、耗材治疗效果更好，家庭条件允许的患者治疗出院结算下来，医保报销比例并没有 70%那么高！

去年下半年，医保局重点布局了 DRG/DIP 控费改革试点工作，主旨思想是将通过模块的方式，将更多的医保资金用在重症患者身上。换言之，轻症、慢病的医保报销比例或不及现在。



而我国轻症人群的基数是非常庞大的。教主理解平安之所以没有加快线下医院的建设，可能是想要将“轻症”作为 HMO 的切入点，包括“平安臻享 RUN”运动增加保费或者换取实物的方式，都是避免轻症“重症化”的情况出现。

如果像联合健康那样一个一个的医院去布局，超级重资产不说，健康险这拨政策红利可能也会错失。**优秀医生资源扎堆国有三甲医院的状况，未来长期恐怕也难有改变，平安在北大国际、深圳龙华去年铺开的也主要是高端体检，面对更广泛的轻症，或许是平安 HMO 的差异化竞争之道。**但乡亲们也要清醒地认识到，轻症意味着更多患者不会着急就医，焦虑感不强，平安 HMO 模式铺开需要政策和保代的双重引导。

平安健康的优势在于线上的客户资源体量最大；自有医生数量最多；辅助诊断 AI 在与人类全科医生 PK 的过程中多次占据上风，医疗科技水平全球领先；平安医保科技中标 24 个省区的医保系统建设，医疗信息完整度明显高于竞争对手。

但也需要注意的是，其线下几大医疗机构尚未重组完成/试运营，而线上端也由于政策和行业本身的变化由 C 端切换到 B 端（医生数量比照去年三季度几乎无增长），目前没有看到一个非常明确的盈利变现模式或者好转的预期。中期股价更多的还是取决于保代数量、新业务价值这些传统因素，而非 HMO 的预期。

4、鸡蛋里挑骨头——2021 年招商银行年报点评

作者：@ice_招行谷子地

发表时间：2022-03-19

2022 年 3 月 18 日收盘后，银行业龙头招商银行发布了 2021 年年报。首先按照惯例回顾一下我 3 个月前做出的招行 21 年业绩预测中关键数据：

营收部分：

净息差第四季 2.48%，我的评估范围 2.41%~2.45%，净息差好于我的预期。资产规模增速 10.62%，我的评估范围是 10%~11%，总资产增速完全符合我的判断。第四季单季净利息收入 532.81 亿，我的评估范围 511~530 亿，实际净利息收入略超我的评估范围上限，主要是净息差超预期造成的。年报手续费收入增速 18.82%，我的评估范围 17.67%~18.93%，符合我的预期且贴近增速上限。第四季其他非息收入 78.49 亿，我的评估范围 78~88 亿，符合评估范围略高于下限。总体营收 3312.53，介乎于我的中性预期和乐观预期之间，偏向乐观预期。

支出部分：

年报费用及其他支出增速 13.68%，我的评估范围是 9.19%~10.75%，大幅超出我的评估范围，这一点有点出乎意料。全年信用减值损失 659.62 亿，我的评估范围 708~728 亿，比我的评估要显著偏低。支出部分是令我不甚满意的地方，特别是费用支出偏高，而第四季单季的信用减值较少，有释放减值反哺利润的嫌疑。

1，股东分析

招行 2021 年年报显示:前十大股东中沪股通第四季增持了 0.84 亿股,持股比例 6.02%。大家保险第四季度减持 1.61 亿股，其他大股东持股不变。持股股东数从三季报的 44.68 万户上升到 52.19 万户，大幅增加了 7.51 万户，这和去年 4 季度招行的走势偏弱相匹配，应该是大家保险抛售筹码的原因。但是好在到了 2 月底，股东总数又降回到 44.81 万户，这和今年沪股通前两个月大幅增持招行相匹配。

2，营收分析

营业收入3312.53亿同比增长14.04%。其中净利息收入2039.19亿,同比增速10.21%。年报非息收入中手续费收入 944.47 亿同比增速 18.82%。其他非息收入 328.87 亿，同比去年增速 26.66%。净利润 1199.22 亿同比增 23.2%。更多的数据参考表 1：

招商银行	21年年报	20年报	20年第4季	21年第3季	21年第4季	同比	环比
营业收入	3312.53	2904.82	690.52	826.61	798.43	14.04%	-3.41%
净利息收入	2039.19	1850.31	464.96	512.97	532.81	10.21%	3.87%
手续费收入	944.47	794.86	162.09	234.8	187.13	18.82%	-20.30%
其他非息收入	328.87	259.65	63.47	78.84	78.49	26.66%	-0.44%
营运费用及其它	1168.79	1028.14	319.52	279.36	383.16	13.68%	37.16%
减值损失	659.62	648.71	123.8	143.79	96.88	1.68%	-32.62%
税前利润	1481.73	1224.4	245.35	403.33	315.17	21.02%	-21.86%
归母净利润	1199.22	973.42	207.39	324.69	263.03	23.20%	-18.99%

价投谷子地

在净利息收入中净息差的表现好于我的预期，第四季净息差延续了第三季的环比反弹。通过分析单季资产收益率和负债成本，如下图 1 所示。可以看出，净息差的表现有一喜一忧。一喜是总资产收益率和贷款收益率巩固了去年第三季度的成果，进一步验证了资产收益率摸到了底部。其中贷款收益率首次出现了环比持平，说明占资产最大块的贷款收益率稳住了。

(人民币百万元，百分比除外)	2021年10-12月 平均余额	利息收入	年化平均收益率%	2021年7-9月 平均余额	利息收入	年化平均收益率%
生息资产						
贷款和垫款	5,549,219	64,921	4.64	5,400,330	63,204	4.64
投资	1,777,841	14,902	3.33	1,702,824	14,357	3.35
存放中央银行款项	545,610	1,979	1.44	518,982	1,919	1.47
存拆放同业和其他金融机构款项	639,506	3,348	2.08	631,111	3,183	2.00
合计	**8,512,176**	**85,150**	**3.97**	**8,253,247**	**82,663**	**3.97**

(人民币百万元，百分比除外)	平均余额	利息支出	年化平均成本率%	平均余额	利息支出	年化平均成本率%
计息负债						
客户存款	6,209,004	22,560	1.44	5,945,087	21,389	1.43
同业和其他金融机构存拆放款项	1,044,468	4,396	1.67	1,101,292	4,693	1.69
应付债券	437,500	3,302	2.99	426,539	3,183	2.96
向中央银行借款	217,919	1,474	2.68	282,004	1,974	2.78
租赁负债	13,932	137	3.90	13,249	127	3.80
合计	**7,922,823**	**31,869**	**1.60**	**7,768,171**	**31,366**	**1.60**
净利息收入	／	**53,281**	／	／	**51,297**	／
净利差	／	／	**2.37**	／	／	**2.37**
净利息收益率	／	／	**2.48**	／	／	**2.47**

所谓一忧是存款成本持续反弹，在第三季反弹 4bps 的基础上第四季度环比又反弹了 1bp。这验证了我在第三季度给出的预判：存款成本反弹可能是未来的大趋势。特别是现在降息变成了单边调降 LPR，存款的基准利率并不下降。虽然，央行去年调整了存款自主定价的规则，但是这些调整更多利好定期存款较多的银行，对于招行控制成本作用不大。

虽然，资产收益率和负债成本都环比持平，但是招行通过提高生息资产的增速来达到提升净息差的目的。

招行的营收中，比较特别的一点是招行更改了手续费的披露口径。从过去的托管及其他受托手续费，代理手续费等，替换为年报的财富管理手续费和资管手续费。这种新的划分更有利于投资者按照资产管理和财富管理来划分。其中，资产管理更多和资产管理规模以及资产管理能力相关，典型的比如理财产品收取的管理费和浮动管理费。而财富管理更多和客户委托管理财富规模有关，比如理财，基金，信托等收取的代理手续费和销售手续费等，如下图 2 所示：

(人民币百万元)	2021年	2020年	本年比上年增减(%)
手续费及佣金收入[注]	102,318	86,684	18.04
财富管理手续费及佣金	35,841	27,783	29.00
资产管理手续费及佣金	10,856	6,892	57.52
银行卡手续费	19,377	19,551	-0.89
结算与清算手续费	13,902	12,651	9.89
信贷承诺及贷款业务佣金	6,321	6,191	2.10
托管业务佣金	5,433	4,253	27.75
其他	10,588	9,363	13.08
手续费及佣金支出	(7,871)	(7,198)	9.35
净手续费及佣金收入	94,447	79,486	18.82
其他净收入	32,887	25,965	26.66
投资收益	21,852	19,162	14.04
公允价值变动收益／(损失)	92	(1,660)	不适用
汇兑净收益	3,351	2,202	52.18
其他业务收入	7,592	6,261	21.26
非利息净收入总额	127,334	105,451	20.75

可以看出和大财富相关的财富管理手续费，资管手续费和托管业务佣金增速较高。而过去的手续费大头银行卡手续费受到国内市场信用卡相对饱和以及线下消费不振的影响。银行卡手续费已经 2 年没有增长了。而信贷承诺和贷款业务佣金受到国家减费让利的影响，增速也不尽如人意。

在支出部分，整体上招行的费用控制看起来不错，但是细分项确实不能令人满意。因为，招行的营运费用开支增速大幅增加。全年同比增长 13.68%，其中第四季单季同比去年第四季增长了 19.92%。这一费用开支的表现和管理层年初谈及的控制费用增长不一致。

另一个，就是信用减值，在第四季度显著降低了减值力度。单季信用减值只有 96.88 亿，远低于前三季的水平，总让人有一种信用减值反哺利润的感觉。而且，不仅如此，这部分支出的结构和三季报也发生了翻天覆地的变化。三季报贷款减值损失只有 112.41 亿，而其他资产计提了 450.33 亿，而且第三季贷款减值损失是-32.16 亿。但是，到了年报变成了贷款 370.2 亿，其他资产减值之和为 289.42 亿。相比之下，第四季贷款减值损失计提了 258 亿左右，而其他资产减值是-160 亿左右。

我当然可以理解在三阶段模型下，信用减值确实可以有跨季度的微调。但是，如此大规模的信用减值调整，让人新生疑窦。最初我怀疑第四季招行的资产质量出了问题，但是读者看到后面的不良分析就会发现情况不是这样的。至于原因，我也在找答案，但是这种报表的大幅调整总让我感到一丝不适。

3，资产分析

总资产 92490.21 亿同比增长 10.62%，其中贷款总额 53353.91 亿，同比增速 11.05%。总负债 83833.4 亿同比增长 9.86%，其中存款 63851.54 亿，同比增长 12.73%。从资产负债表披露的信息看，对公贷款同比增长较弱，而零售贷款增速超过贷款增速也不多，

这说明招行配置了较多的票据，而我们都知道票据的利率是低于贷款的。这体现出招行在去年确实存在一定的资产荒问题。更多的数据参考表：

招商银行	21年年报	21年3季报	20年年报	年报同比	环比
总资产	92490.21	89174.4	83614.48	10.62%	3.72%
总负债	83833.4	81216.25	76310.94	9.86%	3.22%
存款总额	63851.54	60516.82	56641.35	12.73%	5.51%
零售存款	22881.54		20326.46	12.57%	
对公存款	40589.24		35956.9	12.88%	
贷款总额	53353.91	52843.95	48043.61	11.05%	0.97%
零售贷款	29877.91		26811.6	11.44%	
对公贷款	21509.38		20172.32	6.63%	

价投谷子地

4，不良分析

根据年报披露招商银行不良贷款率 0.91%比三季报的 0.93%下降了 2 个基点。不良贷款余额 508.62 亿比三季报的 513.02 亿减少了 4.4 亿。拨备覆盖率 483.87%比三季报的 443.14%提高了 40.73 个百分点。拨贷比 4.42%比三季报的 4.13%提高了 29 个基点，基本恢复到中报的水平。全年贷款减值准备 2461.04 比三季报从覆盖率反推出的贷款减值准备 2273.4 亿增加了 187.64 亿。

年报公司口径的不良生成率（年化）0.95%，和前三季度的数据一致，非常稳定。从金额看，全年新生成不良 473.19 亿，比三季报的 351.98 亿增加了 121.21 (第四季单季)。从这个数据看，新生成不良是非常平稳的。最后，我们再来看一下正常贷款迁徙率，1.53%和 2020 年持平。但是，我们注意到上半年这个数据是 0.68%，这说明下半年招行的正常贷款迁徙率有所提高。结合前后两条，说明正常贷款向关注贷款的迁徙变多了。当然，招行在三季报说明中已经解释过，主要是监管更改了对于信用卡关注贷款的认定标准发生了变化。

综上所述，招行在信贷资产质量上面保持了稳定向好，这里就让我更不能理解招行在第四季度大幅增加贷款减值损失的原因，难道就是为了让贷款的减值准备好上加好？那为何第三季度的策略完全相反呢？

5，资本充足率分析

在高级法下核心一级资本充足率 12.66%比三季报的 12.31%大幅提升了 35 个基点。同比去年年报的 12.29%，招行的核充率提升了 0.37%。对应的资产同比增速是 10.62%，分红率是 33%。说明招行的内生性增长非常优秀。

6，问题

年报看到的主要问题是营运费用增长太高，最近 3，4 年招行的营运费用增速一直偏高。作为股东还是希望看到金融科技不仅仅是一个烧钱的噱头，而是能够切实降低招行的营运费用增速，提升招行的营运效率。另外，对于第三季度和第四季度招行信用减值的大幅调整，我表示无法理解，这和招行以往给投资者留下的稳健可靠形象反差较大，希望业绩说明会的时候高管能够给出一个令人信服的说法。

7，点评

2021 年年报，招行的大多数的财务数据表现都非常好，无论是规模增速，营收增速，净利润增速，大财富管理业务的表现，甚至于客群的营运都无可指摘。只是在信用减值和费用管控上还是让我不太舒服。

我给这份年报打 88 分，比三季报扣除 2 分。净息差环比继续反弹，存款成本略有上升，这些因素目前都还在可控范围内波动，并不影响招行的优秀。扣除的 2 分主要是在招行对于信用减值的处理让人感觉有点缺乏章法，以及营运费用的管控始终没有显著改善，可以算是鸡蛋里挑骨头吧。

5、市值前九银行：2021 年报横向对比分析

作者：@估值的救赎

发表时间：2022-04-08

银行股里面市值前九的基本上都是市场关注度非常高的主流银行。他们分别是以工商银行为首的六大国有银行（工建农中邮交）和以招商银行为首的股份制银行（招兴平）。我们来到市场投资，不是企业高管，我们做的不是问答题，也不应该去做问答题，而是做选择题。因此横向对比不同的公司才能作出正确的选择。

股票代码	银行名字	当前价格	市净率PB	市盈率PE	21年EPS	20年EPS	每股收益增长	21归母净利润	20归母净利润	归母净利润增长	10股派现	EPS股息率	EPS分红率	股息/净资产
601398	工商银行	4.79	0.59	5.04	0.95	0.86	10.47%	3483.38	3159.06	10.27%	2.933	6.12%	30.87%	3.60%
601939	建设银行	6.30	0.63	5.29	1.19	1.06	12.26%	3025.13	2710.50	11.61%	3.640	5.78%	30.59%	3.66%
600036	招商银行	47.10	1.62	10.22	4.61	3.79	21.64%	1199.22	973.42	23.20%	15.220	3.23%	33.02%	5.25%
601288	农业银行	3.08	0.52	4.74	0.65	0.59	10.17%	2411.83	2159.25	11.70%	2.068	6.71%	31.82%	3.52%
601988	中国银行	3.29	0.51	4.70	0.70	0.61	14.75%	2165.59	1928.70	12.28%	2.210	6.72%	31.57%	3.42%
601658	邮储银行	5.64	0.82	7.23	0.78	0.71	9.86%	761.70	641.99	18.65%	2.474	4.39%	31.72%	3.59%
601166	兴业银行	21.40	0.74	5.68	3.77	3.08	22.40%	826.80	666.26	24.10%	10.350	4.84%	27.45%	3.59%
601328	交通银行	5.12	0.48	4.65	1.10	0.99	11.11%	875.81	782.74	11.89%	3.550	6.93%	32.27%	3.34%
000001	平安银行	15.75	0.94	9.10	1.73	1.40	23.57%	363.36	289.28	25.61%	2.280	1.45%	13.18%	1.36%

以上表格是笔者统计的九大银行基本信息。笔者非常重视银行股的**每股收益增长**和**分红**。因为部分银行股需要经常再融资导致净利润增速与每股收益增速不匹配，所以观察一个银行的成长性应该以**长期数年的每股收益**为基础。另一方面，因为分红涉及投资资产的现金流，所以一个银行**长期数年的分红**是投资标的的首要考量因素。

股票代码	银行名字	21年EPS	20年EPS	19年EPS	18年EPS	17年EPS	16年EPS	15年EPS	总增长	复合增长	21每股分红/每股净资产	结合分红增速
601398	工商银行	0.95	0.86	0.86	0.82	0.79	0.77	0.77	23.38%	3.56%	3.60%	7.29%
601939	建设银行	1.19	1.06	1.05	1.00	0.96	0.92	0.91	30.77%	4.57%	3.66%	8.40%
600036	招商银行	4.61	3.79	3.62	3.13	2.78	2.46	2.29	101.31%	12.37%	5.25%	18.26%
601288	农业银行	0.65	0.59	0.59	0.59	0.58	0.55	0.55	18.18%	2.82%	3.52%	6.45%
601988	中国银行	0.70	0.61	0.61	0.59	0.56	0.54	0.56	25.00%	3.79%	3.42%	7.33%
601658	邮储银行	0.78	0.71	0.72	0.62	0.59	0.55	0.61	27.87%	4.18%	3.59%	7.92%
601166	兴业银行	3.77	3.08	3.10	2.85	2.74	2.77	2.63	43.35%	6.19%	3.59%	10.00%
601328	交通银行	1.10	0.99	1.00	0.96	0.91	0.89	0.90	22.22%	3.40%	3.34%	6.85%
000001	平安银行	1.73	1.40	1.56	1.39	1.30	1.32	1.08	60.19%	8.17%	1.36%	9.64%

经过统计 2015 年-2021 年这 9 个银行股的每股收益增长统计，笔者得到图表里的金色数据。而通过观察部分银行股某几年的每股收益表现，其股价不涨也是情有可原的。由于银行股分红水平不同，每次分红都从净资产里面扣掉了一部分本可以留存的净资产，因此笔者加入了 21 年每股分红/每股净资产的数据与每股收益复合增长率相乘结合，形成红色数据。最后没有意外地看到**招商银行**果然是横竖对比都是最强的。（以上统计观察方法为笔者自我研究股票使用，觉得对某银行不公平可以使用其他方法）而笔者一直重仓配置的**建设银行**却不是最强的。

笔者配置**建设银行**主要原因是使用了平安证券 5.88%融资利率的金融工具，当建设银行股息率高于 5.88%时（如 2021 年每股 0.364 元，股价低于 6.19 时），分红收入将会覆盖融资利息支出，实现负债与资产现金流的匹配。

一、收入结构横向对比

银行股的净息差决定着他们营业收入的大头净利息收入（今年能把 9 个银行直接放在一起研究，主要是因为国家统一了利息收入统计口径）。2021 年报里，平安银行和招商银行的净息差是最高的，交通银行的净息差是最低的。净息差不高的银行，总入水口就小，无论后期怎么进行内部分配都是比较乏力的（巧妇难为无米之炊）。这也是交通银行长期增长比慢的原因。深入研究其原因，交通银行资产收益率和四大银行差不多，但是负债成本率比四大银行高一届，以至于净息差上不去。

银行名字	负债成本率	资产收益率	净利差	净息差NIM	吸收存款	计息负债	存款占比	贷款和垫款	生息资产	贷款占比
工商银行	1.64%	3.56%	1.92%	2.11%	244771.11	288376.95	84.88%	199964.14	326568.47	61.23%
建设银行	1.77%	3.71%	1.94%	2.13%	213976.97	271567.98	78.79%	180283.04	284831.97	63.29%
招商银行	1.59%	3.98%	2.39%	2.48%	59734.73	77515.52	77.06%	53641.95	82196.98	65.26%
农业银行	1.74%	3.70%	1.96%	2.12%	204822.67	246765.10	83.00%	163969.03	272376.05	60.20%
中国银行	1.63%	3.25%	1.62%	1.75%	173563.52	224095.93	77.45%	151732.95	242716.88	62.51%
邮储银行	1.65%	3.95%	2.30%	2.36%	107238.90	110368.16	97.16%	61330.63	114386.47	53.62%
兴业银行	2.34%	4.36%	2.02%	2.36%	41009.23	72396.05	56.65%	42073.00	71743.36	58.64%
交通银行	2.17%	3.64%	1.47%	1.56%	67081.00	99618.84	67.34%	61542.22	103881.02	59.24%
平安银行	2.21%	6.23%	4.02%	2.79%	27902.35	42166.10	66.17%	27383.68	43149.98	63.46%

净息差想要大，一方面要找高收益的资产，而这样的代价是资产质量的下降。另一方面是找到低负债成本率的负债。又有谁愿意把资产放在你的银行却只得到很低的利息呢？这是一个困难的工作。从表格的数据可以看出，负债成本率兴业银行最高，招商银行最低。招商银行很多年前通过**资产管理战略**来派生存款，两三年前负债成本率还是和四大银行差不多，到了 2021 年已经低于四大银行。这标志着资产管理派生存款的方法超过通过铺网点获得存款的方法。在这九个银行里**邮储银行**比较特殊，其负债成本体现在业务及管理费里面。2021 年大约有 900 亿的负债成本在业务及管理费里面。

各档次	截至2021年12月31日止年度 日均余额	分档费率(%)	储蓄代理费
活期	1,934,703	2.30	44,498
定活两便	14,133	1.50	212
通知存款	44,300	1.70	753
三个月	140,764	1.25	1,760
半年	190,345	1.15	2,189
一年	3,640,495	1.08	39,317
两年	510,853	0.50	2,554
三年	769,341	0.30	2,308
五年	4,895	0.20	10
每日储蓄现金(含在途)余额	14,995	1.50	(225)[1]
合计	7,249,829	1.29	93,376

因此邮储银行的净息差其实不高。而邮储银行在这个基础上**净资产收益率**依然能保持和四大银行差不多，主要原因还是其非常优质的资产质量和较高的权益乘数。

A	B	T	U	V	W	X	Y	Z	AA	AB	AC	AD
股票代码	银行名字	营业收入	成本收入比	利息净收入	非息收入	非息占比	非息/净资产	净手续费收入	手续费/净资产	手续费/总资产	手续费/总收入	业务及管理费
601398	工商银行	9427.62	23.97%	6906.80	2520.82	26.74%	8.68%	1330.24	4.58%	0.38%	14.11%	2259.45
601939	建设银行	8242.46	25.46%	6054.20	2188.26	26.55%	8.80%	1214.92	4.88%	0.40%	14.74%	2098.64
600036	招商银行	3312.53	33.12%	2039.19	1273.34	38.44%	17.40%	944.47	12.91%	1.02%	28.51%	1097.27
601288	农业银行	7199.15	30.46%	5779.87	1419.28	19.71%	6.91%	803.29	3.91%	0.28%	11.16%	2193.08
601988	中国银行	6055.59	28.17%	4251.42	1804.17	29.79%	9.47%	814.26	4.28%	0.30%	13.45%	1706.02
601658	邮储银行	3187.62	59.01%	2693.82	493.80	15.49%	7.76%	220.07	3.46%	0.17%	6.90%	1881.02
601166	兴业银行	2212.36	25.07%	1456.79	755.57	34.15%	12.63%	426.80	7.13%	0.50%	19.29%	554.68
601328	交通银行	2693.90	27.67%	1616.93	1076.97	39.98%	13.63%	475.73	6.02%	0.41%	17.66%	745.45
000001	平安银行	1693.83	28.30%	1203.36	490.47	28.96%	15.07%	330.62	10.16%	0.67%	19.52%	479.37

净手续费收入方面，招商银行和平安银行最高，兴业银行和交通银行次之，四大银行和邮储银行较低。

成本收入比方面，工商银行、兴业银行、建设银行、交通银行、中国银行、平安银行都在 30%以下。邮储银行 59.01%，差不多是其他银行的两倍。

平安银行虽然资产质量一般般，但是其手续费收入和成本控制方面比其他银行要好。

二、资产质量横向对比

判断一个银行的资产质量从来都不是从资产质量指标开始看的，而是从资产配置开始的，也可以通过资产配置和息差看到一些端倪。因为银行资产配置决定着未来资产质量。等投资者看到不良贷款逾期核销这些指标以后已经比较迟了。当某个银行在某个不好的时点突然加大了某个不好资产的配置，那么该银行未来几年可能遭遇较大的资产质量压力。这个可以通过零售贷款或公司贷款**占比及增速**看出来端倪，还有公司贷款里的行业**占比及增速**看出其端倪。通常零售贷款的净息差较高，业务及管理费支出较高，资产质量较好，公司类贷款净息差较低，业务及管理费较低，资产质量低于零售资产。

通过净息差那张表的数据，可以看到，贷款占生息资产一般是 60%左右以上，还有很多资产不是贷款。因此平常很多投资者研究的拨备覆盖率，不良贷款率，逾期贷款只能代表 **60%的资产**。

（人民币百万元，百分比除外）	2021 年			2020 年		
	平均余额	利息收入/支出	平均收益率/成本率(%)	平均余额	利息收入/支出	平均收益率/成本率(%)
资产						
发放贷款和垫款总额	**18,028,304**	**767,061**	**4.25**	16,191,067	710,531	4.39
金融投资	**6,609,659**	**225,706**	**3.41**	5,946,763	209,803	3.53
存放中央银行款项	**2,530,647**	**36,775**	**1.45**	2,454,146	35,537	1.45
存放同业款项及拆出资金	**726,819**	**14,898**	**2.05**	1,075,685	21,672	2.01
买入返售金融资产	**587,768**	**12,894**	**2.19**	604,669	11,966	1.98
总生息资产	**28,483,197**	**1,057,334**	**3.71**	26,272,330	989,509	3.77
总减值准备	**(626,618)**			(542,594)		
非生息资产	**1,757,377**			1,817,863		
资产总额	**29,613,956**	**1,057,334**		27,547,599	989,509	

以**建设银行**为例子，资产里除了贷款以外还有**金融投资、央行、同业等资产**。这些基本上都是各种债券，有政府债券也有金融机构债券也有公司债券，央行里面的是存款准备金。由于资管新规的原因，金融投资资产近年来出现一些回表计提现象，有的银行甚至核销了里面的资产，这些都是贷款资产以外的资产。金融投资类资产计提成为贷款减值损失之外的另一个重要计提项目。

A	B	BX	BY	BZ	CA	CB	CC	CD	CE	CF	CG	CH	CI	CJ	CK	CL
股票代码	银行名字	21贷款减值准备	20贷款减值准备	贷款信用减值损失	准备增长	拨备覆盖率	贷款拨备率	贷款信用成本	准备损失	损失率	2021贷款总额	2020贷款总额	贷款增长	信用减值损失	总资产信用成本	贷款/信用减值损失
601398	工商银行	6037.64	5303.00	1682.67	13.85%	205.76%	2.92	0.81%	**948.03**	0.46%	206672.45	186243.08	10.97%	2026.23	0.58%	83.04%
601939	建设银行	6373.38	5560.63	1603.24	14.62%	239.54%	3.40	0.85%	**790.49**	0.42%	187641.46	167457.68	12.05%	1679.49	0.56%	95.46%
600036	招商银行	2461.04	2346.64	370.20	4.88%	483.87%	4.42	0.66%	**255.80**	0.46%	55700.34	50291.28	10.76%	659.62	0.71%	56.12%
601288	农业银行	7205.70	6180.09	1689.99	16.60%	293.17%	4.20	0.98%	**664.38**	0.39%	171750.73	151361.21	13.47%	1658.86	0.57%	101.88%
601988	中国银行	3900.90	3681.73	982.98	5.95%	186.83%	2.49	0.63%	**763.81**	0.49%	156749.94	141833.85	10.52%	1030.79	0.39%	95.36%
601658	邮储银行	2169.00	2038.97	287.28	6.38%	411.69%	3.37	0.45%	**157.25**	0.24%	64347.53	56977.15	12.94%	466.38	0.37%	61.60%
601166	兴业银行	1309.09	1086.61	454.84	20.47%	268.73%	2.96	1.03%	**232.36**	0.52%	44281.83	39656.74	11.66%	668.41	0.78%	68.05%
601328	交通银行	1611.62	1405.61	633.39	14.66%	166.50%	2.49	0.98%	**427.38**	0.66%	64636.04	58484.24	10.52%	663.71	0.57%	95.43%
000001	平安银行	902.02	632.19	594.07	42.68%	288.42%	2.94	1.94%	**324.24**	1.06%	30634.48	26662.97	14.90%	726.19	1.48%	81.81%

通过统计 2021 年九个银行的贷款减值损失和信用减值损失数据，可以看到，CL 栏的数据，五大银行（工建农中交）在其他资产方面计提是比较小的。

（货币单位：人民币百万元）

项　目	金　额
年初数	63,219
加：计提	59,407
减：核销	(40,418)
加：收回的已核销贷款的转回	15,888
减：处置资产时转出	(7,666)
减：贷款因折现价值上升导致减少	(109)
加：其他变动	(119)
年末数	90,202

而贷款减值准备方面，2021 年平安银行的计提是最猛的，而**贷款拨备率**已经积攒到了 2.94%。和当初 2018 年我刚刚买入平安银行时的平安银行大有改观，那时平安银行各项指标都是刚刚及格。现在基本上利息收入已经可以覆盖坏账的损失，减值准备安全垫

进一步增厚。从当年被投资者放在华夏银行、民生银行一起讨论的银行变成了今天和兴业银行、招商银行放在一起讨论的银行。

A	B	BP	BQ	BR	BS	BT	BU	BV	BW	BX	BY
股票代码	银行名字	不良贷款率	2020不良贷款	2019不良贷款	正常迁徙率	重组贷款率	重组贷款	逾期贷款率	逾期贷款	>90逾期	偏离率
601398	工商银行	1.58%	2939.78	2401.87	1.70%	0.06%	119.60	1.44%	2675.07	1685.44	57.33%
601939	建设银行	1.56%	2607.29	2124.73	2.29%	0.06%	100.90	1.09%	1822.23	1279.24	**49.06%**
600036	招商银行	1.07%	536.15	522.75	1.53%	0.49%	248.78	1.12%	565.68	409.84	76.44%
601288	农业银行	1.57%	2371.13	1872.10	3.19%	0.47%	714.66	1.29%	1954.33	1172.05	**49.43%**
601988	中国银行	1.46%	2072.73	1782.35	1.21%	0.15%	216.92	1.26%	1793.84	1250.42	60.33%
601658	邮储银行	0.88%	503.67	428.44	1.02%	0.01%	3.39	0.80%	453.79	318.26	63.19%
000001	平安银行	1.18%	313.90	382.33	2.30%	0.59%	156.27	1.61%	430.52	235.24	74.94%
601166	兴业银行	1.25%	496.56	530.22	2.07%	0.10%	38.40	1.32%	523.19	326.03	65.66%
601328	交通银行	1.67%	976.98	780.43	1.84%	0.00%		1.54%	902.03	647.23	66.25%

A	B	BP	BQ	BR	BS	BT	BU	BV	BW	BX	BY
股票代码	银行名字	正常迁徙率	重组贷款率	重组贷款	逾期贷款率	逾期贷款	>90逾期	偏离率	>90天不良率	21贷款减值准备	20贷款减值准备
601398	工商银行	1.60%	0.09%	191.34	1.23%	2549.01	1824.57	62.18%	0.88%	6037.64	5303.00
601939	建设银行	1.64%	0.05%	92.43	0.94%	1764.61	1276.15	**47.96%**	0.68%	6373.38	5560.63
600036	招商银行	1.53%	0.30%	165.17	1.03%	574.26	350.99	69.01%	0.63%	2461.04	2346.64
601288	农业银行	1.13%	0.11%	183.07	1.08%	1849.21	1105.62	**44.98%**	0.64%	7205.70	6180.09
601988	中国银行	1.18%	0.15%	232.13	1.07%	1677.37	1237.23	59.26%	0.79%	3900.90	3681.73
601658	邮储银行	0.90%	0.00%		0.89%	573.59	390.65	74.15%	0.61%	2169.00	2038.97
601166	兴业银行	2.27%	0.13%	58.23	1.47%	649.83	376.12	77.21%	0.85%	1309.09	1086.61
601328	交通银行	1.86%	0.14%	87.92	1.35%	871.62	639.98	66.12%	0.99%	1611.62	1405.61
000001	平安银行	3.19%	0.37%	114.17	1.88%	575.03	226.88	72.54%	0.74%	902.02	632.19

不良贷款和**逾期贷款**方面（上图为 2020 年数据，下图为 2021 年数据），2021 年**建设银行**和**农业银行**的 BV 栏**不良贷款偏离率**依然保持在 50%以下，其他银行都在 50%以上，建设银行不愧为六大银行最好的银行，估值又低。除了平安银行以外，其他银行都实现了**正常贷款迁徙率**的下降，逾期贷款率总体都在下降。**银行们整体的资产质量在 2021 年都变好了。**

每个投资者心有都有自己最好的银行，在里面寄托了自己财富增长的厚望。有的银行这里好，有的银行那里好。有的基本面较完美的但是市盈率市净率却比较高，有的基本面不怎么完美的却市盈率/市净率很低。笔者一直都是招商银行与建设银行及平安银行的粉丝。你是哪个银行的粉丝呢?

6、万科 2021 年报点评：活下去的代价

作者：@朱酒

发表时间：2022-04-01

一、净利润大幅下滑的原因

万科的年报出台，引起一片哗然。净利润的增速比之前所有悲观的数据还要悲观，原来有券商预测到归母净利润会跌到 250 亿，结果实际数据竟然是 225 亿，基本上超出了市场上所有人的预料。

房企的营收大都是两到三年前销售额的转化，2018 年万科公开喊出了“活下去”，大幅放慢了发展速度。2019 年万科的权益金额比 2018 年是下降的，今年能做到 8%的营收增速已经不容易，相比之下招商蛇口的营收增速是 23%，保利发展是 17%，可以做到以量补价，净利润下降的幅度相对就小很多，而万科则无货可补。

当初喊“活下去”，市场认为万科是审慎拿地，控制数量提升质量，但从如今的结算毛利率来看，万科并没体现当初“活下去”的收获。房地产开发及相关资产经营业务的毛利率同比下滑了 7.63%，为 21.74%，比同行业略好，但不足以弥补营业收入下降的幅度。

量缩率减，是净利润下跌了 45%的主因。从结果来看，万科的“活下去”更多是体现在净负债率上，2021 年的净负债率低到了 29.7%，大大少于同行，用利润换来了安全，一得一失吧。

净利润大幅下滑的另外两个因素，一个是投资收益下降 69 亿元，另一个则是公司对部分项目、个别股权投资等进行减值，合计减少归属上市公司股东的净利润约 26 亿元。这两项是当前市场不景气状况下的客观反映，无可厚非。

从净利润下滑的结构上来看，报表整体净利润是从 592 亿下滑到 380 亿，下跌了 35.8%，但少数股东损益只下滑了 12.58%，而归母净利润的下滑幅度却高达 45.75%。有人会表示怀疑，但因为投资收益和资产减值两项的下降金额较高，这个差额也是可以解释的，从万科过往少数股东损益和归母净利润的变化对比，以及参照保利、招商蛇口的公司的可比数据变化来看，性质也相差不多。

二、回购缺少力度

年报中关于回购的说法，引起了更多争议。公司拟出资 20 亿-25 亿，对 A 股股票进行回购，回购价格不超过人民币 18.27 元/股，回购的股份将全部用于出售。公告前万科 A 的收盘价是 18.98 元，比预计在 4 月底可以进行的回购高出了 0.71 元。这种以后要用于出售的股票，给出这个目标价位，是托市还是砸盘呢？

公告是之前拟好的，18.98 元的价格应该是在收盘前确定的，但 3 月 29 日的收盘价就有 17.48 元了，0.8 元只是不到 5%的空间，一个上市公司，应该不会考虑不到吧？万科目前的净资产是 20.3 元，现在这个回购说法，更像是为了安慰一直要求回购的小股东：确实是提出回购了啊！

三、现金大幅下降

年报里最出乎我意料的数字，是经营活动产生的现金流量净额同比下降了 92.27%，只有 41.13 亿。虽然前三个季度的数据也不好看，但房企四季度数据才是最重要的，去年

4季度就大增了近200亿，2019年前三个季度只有17.34亿，而年报时就增长到456.87亿。同时，期末现金及现金等价物余额为1407.08亿，这是2016年以来最少的一次。

“活下去”是为了捡到更便宜的战利品，万科也确实捡到了一些，但与期末现金及现金等价物余额继续保持增长态势的招商蛇口、华润置地相比，还存在着国企背景与央企背景的差距。很多投资者对万科过去几个月拿地的速度并不满意，现在看起来，这不是态度问题，而是钱的问题。

四、分红体现诚意

年报中为数不多的亮点，是分红。“2021 年度拟合计派发现金股息人民币 11,276,621,873.75 元（含税），占公司 2021 年归属于母公司股东的净利润的比例为 50.06%，不送红股，不以公积金转增股本。如以 2021 年末公司总股份数 11,625,383,375 股计算，每 10 股派送人民币 9.70 元（含税）现金股息。”

这对小股东们是个安慰，如果从经营角度来看，现在满地战利品的时候，这112亿如果去并购和拿地，对股东的长期回报会更好。但考虑到万科股价持续低迷，大比例分红也是稳定市值的重要手段，可以理解。

整体来说，这份年报真实地体现了房企的现状，尤其是万科这样国有背景混合所有制企业的现状。从各项数据的呈现来看，还是比较客观的。2020年万科的权益金额相比2019年有10%左右的增长，毛利率也基本不会有更大的下降空间，如果今年后三个季度，房地产市场整体稳定回暖，万科2022年的年报数据应该会恢复增长态势。

就目前的情况来看，关键点还是在能否尽快恢复融资速度，多购置一些当前质量好、毛利润又高的好地，现在拿到一块地，收益会是去年同期的倍数。去年年底万科提过“春天里”，现在春天到了，拭目以待吧。

7、奋楫六载结硕果——中远海控年报详细分析

作者：@小白在投资

发表时间：2022-04-02

外围集运股不断新高，$中远海控(SH601919)$ 迟迟不涨属实磨人。根据年报显示，股东人数由三季度的64.44万人大幅度下降至54.8万人，三个月磨走了15%的股东。果然，价值投资从来都是知易行难。虽然市场给予了海控冷眼和嘲笑，但理性告诉我，此刻的海控依旧是市场上最具性价比的标的。当然本文所有看法仅针对公司或者说这个

行业，公司毋庸置疑是好公司，行业也是好行业，至于管理层我不过多评价，但失望确实是有。

本文将就刚发布的年报进行详细分析，由于在百川异源，而皆归于海——中远海控财报详细分析我已详尽分析过海控从 16 年以来所有的年报，因此本文主要起补充完善作用，琐碎的科目和细节就不重复了，但绕不开的部分还会重复说明。在过往发表的中报和三季报分析文章中我曾反复强调中远海控的财务将于这份年报开始正式迈入优秀行列，那么是否真是如此呢?

为方便读者阅读，本文分为以下三个部分。

1.当前读者较为关心的问题（1）消失的利润（2）分红问题

2.摘要（正文部分的重要结论）

3.正文

4.结论

读者朋友们当下最关心的问题恐怕就是那消失的利润了吧，在其他集运公司净利润都环比增长的情况下，海控居然出现环比下跌，实在不可思议。具体看年报会发现四季度单季度的营业收入(1022.15 亿)是大于三季度的（922.55 亿），然而四季度单季度的营业利润（352.03 亿）反而小于三季度（452.39 亿），前后一增一减，差值 199.96 亿。想必消失的利润就出现在此环节吧。由于营业利润=营业总收入-营业总成本，既然收入是环比上涨的，那么问题便出在成本上了。通过观察，营业总成本中出现异常上涨的一栏是营业成本。



遗憾的是，再细看附注发现并没有更进一步的信息透露这两百亿去了哪里。

61、营业收入和营业成本

(1). 营业收入和营业成本情况

√适用 □不适用

单位：元　币种：人民币

项目	本期发生额		上期发生额	
	收入	成本	收入	成本
主营业务	333,479,108,545.21	192,422,009,867.21	171,042,030,761.82	146,786,532,121.11
其他业务	214,502,205.75	118,542,959.61	216,803,051.89	138,491,029.05
合计	333,693,610,750.96	192,540,552,826.82	171,258,833,813.71	146,925,023,150.16

161 / 199

雪球：小白在投资

按公司的说法是为了保证客户的供应链稳定，提前为 2022 年一季度做了更多的准备。我认为之所以做低利润主要是保证利润增长的连续性和稳定性，弱化周期属性，当然仅代表个人观点。因此有理由相信 2022 年将会轻装上阵，会有更为理想的业绩。

随着年报的披露，分红也终于尘埃落定。有些令我意外，原以为会 277.8 亿全分，没想到只分了 139.32 亿，每股分 0.87 元，股息率（每股分红/每股股价）为 5.4%。不得不说，有点失望，账上躺着一千多亿的现金却只分一百多亿确实不够理想。我认为中期需要也必须进行分红，提高资金周转率，进而提高 ROE；若中期没有分红，那么管理层的资本配置能力和回报股东的决心将非常值得怀疑。另外，公司并没有如期公布了最新的三年股东回报计划……除了失望还是失望。

摘要

1.资产负债率和有息负债率进一步下降，达到 16 年以来最低值。短期负债基本还清，长期负债还处于高位，有存贷双高的意味。

2.海控已经完成从重资产向轻资产的过渡。

3.应收账款/营业收入比值低，且多为一年以内的应收账款，坏账率低。

4.货币资金持续增长，账上现金超千亿，但货币资金收益率偏低，公司对现金的利用存疑。

5.营业收入常年保持两位数增长率；营业利润率变动剧烈，预计未来将趋于平稳；净资产增长率和总资产增长率除 16 年行业低谷是发生下滑，其余年份均以两位数增长，预计未来能持续保持增长。

6.市盈率和市净率都处于极度低估区间，我认为自此年报为节点，海控已没有下跌空间，除了上涨已无路可走。

7.16 年至 20 年毛利率均低于 20%，吃力不讨好。今年毛利率大幅提高，高达 42.3%，实现凤凰涅槃。

8.净利率水平大幅提高，已达到中端白酒水平，盈利质量高。

9.收现比稳定在 0.99 以上；净现比均大于 1 且 18 年高达 6.61。说明公司赚到的都是实打实的现金，而非空有利润却不产生现金。

10.近三年 ROE 水平均高于 15%，今年更是大幅增长，创纪录地达到 101.15%。预计未来 ROE 水平能稳定在 15%以上。

11.结论：奋楫六载结硕果，我单方面宣布中远海控的财务正式迈入优秀行列。

正文

	2021年报	2021三季报	2020	2019	2018	2017	2016
总资产	4136.68	3736.68	2719.26	2622.24	2281.44	1331.9	1196.53
总负债	2348.08	2209.9	1932.29	1930.99	1717.91	894.79	821.04
所有者权益总额	1788.61	1526.78	786.97.	691.25.	563.53	437.11	375.49.
资产负债率	56.76%	59.14%	71.06%	73.64%	75.30%	67.18%	68.62%

1. 先看总资产，由去年的 2719.26 亿增加到 4136.68 亿，同比增长 52.13%。其中总负债为 2348.08 亿，所有者权益总额为 1788.61 亿。四季度总资产的增长少于三季度的增长主要是所有者权益部分拖了后腿，追本溯源还是营业成本上涨导致。另外资产负债率为 56.76%，进一步下降，处于 16 年以来最低值，负债状况越发稳健。

	2021年报	2021三季报	2020	2019	2018	2017	2016
有息负债	838.67	942.73	987.82.	1258.08.	1159.09	629.9	570.77
短期借款	16.56	11.47	41.3.	147.52.	482.21.	109.4.	32.47.
长期借款	558.97	613.3	634.99.	795.03.	470.52.	300.38.	292.53.
有息负债率	35.72%	42.66%	51.12%	65.15%	67.17%	70.49%	69.52%
货币资金/总资产	43.11%	32.70%	19.44%	19.19%	14.90%	19.59%	27.17%

2. 接着我们再细看有息负债部分。有息负债从 18 年高点的 1159.09 亿大幅下降至 838.67 亿，短期借款仅剩 16.56 亿，这点很好；美中不足的是长期借款依旧处于高位，本期虽还款 54.33 亿，但和 600 亿左右的借款数额相比还是太少了。有球友告诉我这是要照顾原来在困难时期帮助海控渡过难关的银行，原因是否真是如此难以求证，但确实有点道理。进一步计算有息负债率为 35.72%，为历史最低水平。再看货币资金/总资产，该比例为 43.11%，两者均大于 20%，有存贷双高的意味。因此，我希望海控未来一年能把长期负债给还了，让报表更加漂亮一些。

	2021年报	2021三季报	2020	2019	2018	2017	2016
生产资产/总资产	26.41%	28.17%	38.53%	40.48%	52.34%	43.55%	41.83%
税前利润/生产资产	117.11%	88.38%	13.31%	11.24%	3.19%	9.83%	7

3. 在分析三季报的一文中我曾提出一个观点，即海控已经完成从重资产向轻资产的过渡。这是根据上图数据得出的结论，可以看到海控的生产资产/总资产这一比例一直处于下降状态，并于该份年报达到历史最低值，仅 26.41%。实际上，所谓轻资产或重资产并没有一个明确的界限，因此结论必然带有主观性。我在这里放两个轻重资产区别明显的公司的数据，各位读者可以自己进行判断，茅台（三季报）该比例为 10.97%，上海机场（三季报）该比例为 37.16%。另外也可以用税前利润/生产资产这一比例与社会

平均回报率（12%）进行对比，超过越多，说明资产性质越轻，可以看到海控该比例已高达 117.11%。

	2021年报	2021三季报	2020	2019	2018	2017	2016
应收/营收	3.38%	5.20%	5.58%	5.85%	7.45%	7.18%	8.69%
应收账款周转率	32.42	21.43	18.62	16.94	15.59	14.27	/

4. 接着看应收款占营业收入的比例，可以看到该比例一直处于低位且 95%都是一年内到期的应收款，说明海控在上下游具有较高的话语权，收入的高增长并不是以放宽销售策略而实现的。另外，应收账款周转率逐年提高，今年应收账款平均周转 32.42 次，可见公司地位一年比一年强势，从原来看货主脸色到货主看船公司脸色行事。

	2021年报	2021三季报	2020	2019	2018	2017	2016
货币资金	1783.28	1443.71	528.51	503.3	339.95	260.9	325.12
货币资金收益率	0.95%	0.49%	1.23%	2.02%	1.60%	1.61%	/
利息收入	11.03	6.02	6.34	8.52	5.43	4.71	/

5. 至于货币资金这一科目，我认为是最令人眼前一亮的科目了。年报显示海控货币资金高达 1783.28 亿，在整个市场上除开金融系公司恐怕已没有对手了吧？若用货币资产/市值会发现仅用账上现金就能买下公司 73.74%的股份(79.05%的 A+20.95%的 H)，除开大股东持有的部分，完全可以把整个公司买下。我认为目前资本市场对海控熟视无睹是对账上上千亿资金最大的侮辱。美中不足的是今年货币资金收益率偏低，现金数目较之去年翻了三番，但利息收入却不到去年两倍，因此公司对现金的利用存疑。

	2021年报	2021三季报	2020	2019	2018	2017	2016
营业收入	3336.94	2314.79	1712.59	1510.57	1268.3	904.64	711.6
营业收入增长率	94.85%	96.65%	13.37%	25.02%	33.57%	27.13%	9.42%

6. 资产负债表看完接下来就该看利润表了。第一个重要的成长性指标是营业收入增长率，可以看到从 17 年以来营业收入增长率都是双位数增长，今年更是高达 94.85%。可以说海控具备一定的成长性，随着世界经济继续发展，我想该指标也会继续保持增长。

	2021年报	2021三季报	2020	2019	2018	2017	2016
营业利润	1282.42.	930.39	139.31	120.62.	30.75	49.57	-79.03
营业利润率	38.43%	40.19%	8.13%	7.99%	2.52%	5.48%	/

7. 第二成长性指标即营业利润增长率，该指标上下波动剧烈，这是受运价上下变化的影响。随着三大联盟的巩固，集运市场将慢慢趋于稳定，未来营业利润率也会趋稳。随着运价中枢的提高，亏损的时代也将一去不复返。

	2021年报	2021三季报	2020	2019	2018	2017	2016
净资产	1788.61	1526.78	786.97	691.25	563.53	437.11	375.49
净资产增长率	127.28%	109.55%	13.85%	22.66%	28.92%	16.41%	-29.38%
总资产	4136.68	3736.68	2719.26	2622.24	2281.54	1331.9	1196.53
总资产增长率	52.13%	50.93%	3.70%	14.94%	71.29%	11.31%	-25.45%

8. 净资产增长率和总资产增长率也是两个重要的成长性指标。可以看到这两个指标自 17 年来都在以两位数的速度增长，今年更是分别达到 127.28%和 52.13%的增长。预计这两个指标也会随着集运市场的繁荣继续长期保持增长。

另外，净资产也从去年的 786.97 亿大幅增长至 1788.61 亿，以今天收盘价计算，市净率仅 1.44。不管从市盈率或市净率来看，都是极度低估的，虽然短期股价的涨跌具有任意性，但我依然想提出：自此年报为节点，海控已没有下跌空间，除了上涨已无路可走。

	2021年报	2021三季报	2020	2019	2018	2017	2016
毛利率	42.30%	43.74%	14.21%	10.74%	8.46%	8.69%	-0.99%

雪球：小白在投资

9.毛利润用于观察公司所在行业赚钱是否轻松，一般来说毛利润在 20%以下就算辛苦行业了，像茅台这种 90%以上毛利率就是躺着赚钱了。海控自今年开始毛利率开始超过 20%，年报显示今年毛利率为 42.3%，不得不说今年集运确实有些暴利了。未来集运行业趋于稳定后，我认为毛利率依然能保持在 20%以上。

	2021年报	2021三季报	2020	2019	2018	2017	2016
净利率	31.12%	33.71%	7.70%	6.85%	2.50%	5.34%	-12.79%

雪球：小白在投资

10.今年海控净利率也达到了 31.12%之高，处于中端白酒的水平。未来行业稳定后的净利率还有待观察，但我想保持 15%以上还是有机会的。

	2021年报	2021三季报	2020	2019	2018	2017	2016
净利润	892.96	675.9	99.27.	67.64.	1.28.	26.62	-99.06.
扣非净利润	891.79	674.2	95.93.	15.85	1.9.	9.5	-70.94.

雪球：小白在投资

11.净利润，说起来就是每位海控投资者心中的伤啊。同比高达 8 倍的增长却换来了长达九个月的横盘。一定有人会说，不是已经涨过十倍了吗？但需要注意的是，所谓十倍的增长是开始于 2020 年上半年，那时对应的业绩是 2019 年。若用 21 年的利润（扣非净利润）对比 19 年会发现两年间利润增长了 56 倍，可笑的是，若以今天收盘计算，股价从最低点仅上涨了 6.65 倍。

经营活动产生的现金流量净额	1709.48
投资活动产生的现金流量净额	-85.43
筹资活动产生的现金流量净额	-351.3

雪球：小白在投资

12.由于现金流量表并没有前两张表重要，因此我就稍微带过一下。可以看到，海控是典型的“+--”型企业，能够仅靠经营活动产生的现金来满足投资和还债的需求，还可以剩下 1272.75 亿，妥妥的现金奶牛。

	2021年报	2021三季报	2020	2019	2018	2017	2016
收现比	0.99	0.99	1	1.03	1	1.01	0.99
净现比	1.91	1.68	4.54	3.13	6.61	2.66	-0.15

雪球：小白在投资

13.2021 年海控收现比为 0.99，说明赚到的钱绝大部分以现金的方式流入公司；净现比 1.91，可以看出每一元的净利润海控能收到 1.91 元的现金，之所以能收到远高于净利润的现金，我想是因为折旧拉低了净利润，而固定资产的支出实际上很早就支付完了。我认为作为投资者，比起净利润这种经过大量会计手段修饰过的数据，实打实的现金流入才是我们真正需要关注的。

	2021年报	2021三季报	2020	2019	2018	2017	2016
现金及现金等价物	1253.17	1441.36	526.3.	497.65.	328.38.	257.39.	321.89.

14.现金及现金等价物，这一科目的数据约等于前文的货币资金，就不过多赘述了。

	2021年报	2021三季报	2020	2019	2018	2017	2016
自由现金流	1613.98	1075.9	383.62	101.19	-117.57	-40.54	-39.32

15.自由现金流是巴菲非常看重的一个指标，通过该指标可以大致推算一家公司的内在价值几何。关于自由现金流和海控的内在价值，展开来讲篇幅较长且我在百川异源，而皆归于海——中远海控财报详细分析正文部分的第 26 点有过较详细的阐述，读者有兴趣可以参考。这里只说一个结论：以自由现金流折现法来估算，取未来 5 年增长率为 6%，永续增长率为 6%，折现值为 10%，以 2020 年自由现金流为基础（非 21 年）计算，得到公司内在价值为 5983.3 亿，约合股价 37.37 元，较今日收盘价有 2.32 倍的上升空间。此外，所取用的数据极为保守，实际内在价值应高于 5983.3 亿。

	2021年报	2021三季报	2020	2019	2018	2017	2016
上市股东ROE	101.15%	87.18%	25.05%	21.57%	5.52%	10.77%	-44.19%
上市股东ROE（摊薄）	67.09%	60.36%	22.61%	19.13%	5.37%	12.88%	-54.06%

16.最后一个我认为最重要的指标就是 ROE 了。海控今年的 ROE 达到了惊人的 101.15%。当然这并没有太大的参考意义，毕竟这一水平的 ROE 是不可能长期维持的。至于未来 ROE 会处于何水平，我认为只要管理慷慨分红，长期保持在 15%以上是很有可能的。要知道，ROE 能够长期保持在 15%以上绝非易事，这是优秀公司共同的标志。

结论

综上所述，中远海控的财报相较于往年，提升已相当显著，部分科目更是处于市场领先水平，但还是有些科目（如长期负债）需要时间来慢慢优化完善。虽仍存在瑕疵，但瑕不掩瑜，我单方面宣布中远海控的财务正式迈入优秀行列，并将在未来继续行稳致远。

奋楫六载结硕果，中远海运集团重组成立 6 年来以看得见的速度高速发展。最后，我想以中远海运集团一部宣传短片里的一句话结束本文：在未来新的征程上，我们将稳中求进，持续推动高质量发展，向着星辰大海，继续乘风破浪，领航未来！

8、利润都到哪儿去了——聊一聊比亚迪的缺点与进步

作者：@痛快舒畅

发表时间：2022-04-07

昨天晚上比亚迪和长城前后脚发出了财报：**一个利润 67.26 亿元，同比增长 25%！一个利润 30.45 亿元，同比下降 28%！**

对于那些只看最表面的利润和扣非利润的朋友们，自然又是惊呼：比亚迪卖车不赚钱！

真的是这样吗？接下来就和大家聊一聊，从两个维度来看，**第一个是财报的分析；第二个是与同行的横向对比，当然看到最后，还有一个的彩蛋（也是比亚迪隐藏的彩蛋，非常有意思）。**

写财报分析之前，还是要吐槽一句：2021 年的利润太难看了！那究竟为什么会这样呢？

第一部分：财报分析

一、槽点与亮点都在第一张图上显示了：

	2021 年	2020 年	本年比上年增减	2019 年
营业收入（元）	216,142,395,000.00	156,597,691,000.00	38.02%	127,738,523,000.00
归属于上市公司股东的净利润（元）	3,045,188,000.00	4,234,267,000.00	-28.08%	1,614,450,000.00
归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润（元）	1,254,619,000.00	2,953,923,000.00	-57.53%	230,506,000.00
经营活动产生的现金流量净额（元）	65,466,682,000.00	45,392,668,000.00	44.22%	14,741,007,000.00
基本每股收益（元/股）	1.06	1.47	-27.89%	0.50
稀释每股收益（元/股）	1.06	1.47	-27.89%	0.50
加权平均净资产收益率	3.73%	7.43%	-3.70%	2.62%
	2021 年末	2020 年末	本年末比上年末增减	2019 年末
总资产（元）	295,780,147,000.00	201,017,321,000.00	47.14%	195,641,593,000.00
归属于上市公司股东的净资产（元）	95,069,671,000.00	56,874,274,000.00	67.15%	56,762,289,000.00

1、先说槽点：

营收增长：595.45 亿元，其中比亚迪电子营收增长 159.36 亿元，其他业务（主要是乘用车）增长 436.09 亿元。

归母利润下滑 11.89 亿元，扣非利润下滑 16.99 亿元，如果只看到这里，**2021 年比亚迪的利润简直不能看呀！**

2、再说亮点：

经营性现金流 654.67 亿元！总资产增长 947.63 亿元！这数据说明比亚迪的现金流没有问题呀，快速扩张的总资产也说明比亚迪依旧处在高速扩张期！

二、比亚迪的利润都到哪里去了？

首先，比亚迪的年报非常复杂，包含了交通、比亚迪电子和电池三个不同种类的事项，如果想要真正了解比亚迪汽车业务的利润，至少需要剔除比亚迪电子的那部分收入、成本及相关费用来看。

在花费了一个多小时仔细拆解比亚迪电子的数据之后，得到了一下这张表。大家可能会的发现，**剔除比亚迪电子之后无论是营收还是毛利率一下子正常起来了？全年 17.4%的毛利率放在汽车行业也算是一个相对较高的毛利了，最重要的是在 Q4 整车上游普遍涨价的前提下，毛利率仅仅比 Q3 下滑 0.8 个 pct，可以算是基本上保持稳定了（相比较而言，小鹏的 Q4 毛利比 Q3 下滑了 2.4 个 pct）。**

比亚迪扣除比电后	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	全年数据
营业收入（亿元）	211.02	252.53	329.03	478.27	1270.9
营业成本（亿元）	172.21	205.94	272.08	399.48	1049.7
毛利率（%）	18.39%	18.45%	17.31%	16.48%	17.40%
销售费用（亿元）					58.07
管理费用（亿元）					46.69
研发费用（亿元）					46.83
财务费用（亿元）					17.44
销售费用率（%）					2.69%
管理费用率（%）					2.16%
研发费用率（%）					2.17%
财务费用率（%）					0.81%

@雪球：

没错，就是比亚迪电子在 Q4 的表现拖累了比亚迪整体的利润，这可是同比下滑 57.55%的利润呀。单纯依靠汽车业务增长的盈利是无法同时补上 2020 年口罩盈利和比亚迪电子盈利的损失的（这部分损失大约 2 亿多）。

但这并非全部原因，我们接着往下看——但最起码，**通过上面的数据可以说：比亚迪汽车部分的营收、毛利基本上是非常健康的，并非很多人一打眼就看到的——比亚迪造车根本不赚钱！**

第二，减值损失进一步拖累了第四季度利润

56、信用减值损失

单位：千元

项目	本期发生额	上期发生额
应收款项类坏账损失(注 1)	-410,218	-934,578
财务担保合同减值损失	22,144	-17,324
合计	-388,074	-951,902

注1：本年无其他流动资产信用减值损失。(2020年：人民币192,000千元)。

57、资产减值损失

单位：千元

项目	本期发生额	上期发生额
存货跌价损失	-707,703	-499,218
固定资产减值损失	-212	-5,885
开发支出减值损失	-93,081	-96,876
无形资产减值损失		-90,185
合同资产减值损失	-56,479	-214,366
合计	-857,475	-906,530

雪球：痛快解构

减值损失影响大约 8 亿元。其中，Q4 资产减值损失 6.18 元，Q3 损失 0.26 亿元，环比增长 5.92 亿元；Q4 信用减值损失 2.82 亿，Q3 损失 0.48 亿元，环比增加 2.34 亿元。总体 Q4 环比 Q3 资产减值+信用减值增加 8.26 亿元。

第三，比亚迪为了扩产，新增了大量员工，并支付了超过 10 亿元的薪酬。

1、员工数量、专业构成及教育程度

报告期末母公司在职员工的数量（人）	2,502
报告期末主要子公司在职员工的数量（人）	285,684
报告期末在职员工的数量合计（人）	288,186
当期领取薪酬员工总人数（人）	288,186
母公司及主要子公司需承担费用的离退休职工人数（人）	0
专业构成	
专业构成类别	专业构成人数（人）
生产人员	216,674
销售人员	11,342
技术人员	44,318
财务人员	1,588
行政人员	14,264
合计	288,186

雪球：痛快解构

比亚迪一直是一个员工非常多的公司，**2021 年末共有员工 285684 名，对你没有看错比亚迪解决了 28 万的就业问题。**这个数据与 2020 年的数据相比如何呢?

年份	2021	2020	差额
人员总数	288186	224280	63906
生产人员	216674	148468	68206
销售人员	11342	6094	5248
技术人员	44318	35776	8542
财务人员	1588	1192	396
行政人员	14264	32750	-18486
人员薪酬（亿元）	Q4期末	Q3期初	差额
	89.02	73.42	15.60
销售费用中的薪酬	17.22	11.76	5.47
管理费用中的薪酬	34.66	24.24	10.42
研发费用中的薪酬	37.14	37.42	-0.28

2021 年，员工总数增加了 63906 人，其中生产员工增加 68206 人，技术人员增加 8542 人，销售人员增加了 5248 人，行政人员减少了 18486 人。

为什么会增加 6.8 万的生产员工呢？**其实大家都知道 2021 年比亚迪一直在面临着产能不足的窘态，哪怕是到 22 年上半年也大概率不会缓解。所以，在 2021 年下半年一直在扩产、增加班次，同时为 2022 年 Q1 投产的几个工厂提前储备员工（新招的员工需要到总部或者成熟工厂实习后才能上岗，一般核心岗位至少提前 4-5 个月招聘到位）。**

而**从薪酬角度来看，21 年 Q4 比 Q3 多指出了大约 15.6 亿元的薪酬**，当然这部分薪酬的增加并非全部都是新招聘员工，也有一部分奖励的提前计提（哪怕少支出一半，也能增加 6-7 个亿的利润不是？）。

最重要的是，这些储备的新员工在 2021 年是无法直接产出效益的（但都是必须要付出的成本），他们对于 2022 年上半年新工厂的投产与产能爬坡起到最大的保障作用。

第四，研发费用的资本化比例

我们先来看看**友商长城的研发费用与资本化比例：2021 年，长城的研发投入为 90.67 亿元，其中资本化投入为 57.98 亿元，占总研发投入的 63.95%。**

4. 研发投入

(1). 研发投入情况表

√适用 □不适用

单位：元

本期费用化研发投入	3,268,858,822.46
本期资本化研发投入	5,798,080,047.23
研发投入合计	9,066,938,869.69
研发投入总额占营业收入比例（%）	6.65
研发投入资本化的比重（%）	63.95

再来看看**比亚迪的研发费用与资本化比例：2021 年，比亚迪的研发投入为 106.27 亿元，其中资本化投入为 26.37 亿元，占总研发投入的 24.8%。**

	2021 年	2020 年	变动比例
研发投入金额（元）	10,626,587,000.00	8,555,951,000.00	24.20%
研发投入占营业收入比例	4.92%	5.46%	-0.54%
研发投入资本化的金额（元）	2,635,613,000.00	1,091,090,000.00	141.56%
资本化研发投入占研发投入的比例	24.80%	12.75%	12.05%

雪球：痛快舒畅

不同的资本化比例造成的直接后果就是，**长城仅仅只有 32.69 亿元计入研发费用；而比亚迪则有 79.9 亿元计入研发费用。**

如果比亚迪想要实现更高的利润，一个简单的做法就是提高研发费用资本化率就可以了，只要提高 10 个点（也才 35%），就是 10 亿元的利润。

大家如果看看 2020 年比亚迪的研发费用资本化率仅仅只有可怜的 12.75%，而同期自主品牌大厂的研发费用资本率都保持在 50%以上！

看到这里，还会接着说比亚迪造车不赚钱么？

第五，有细心的朋友该说了：比亚迪的新能源单车均价怎么下滑的这么明显？怎么合计 860 亿元的销售收入和年报里公告的汽车板块 1124 亿元的数据对不上呀？

我们先来看第一个问题：**2020 年，比亚迪新能源乘用车的单车均价为 15.6 万元，2021 年，单车均价仅仅只有 14.3 万元，下降了 8.26%。**导致如此的原因在于，**产品的销量结构：2020 年汉的销量占比例相对较高，所以均价自然高，而 2021 年 8-15 万的元 Pro EV 和秦 Plus DMi 的销量占比上来了，自然整体单车均价就降下来了。同时，14.31 万元的均价为厂商收入，需要扣除经销商返利（2%-3%）和增值税，实际消费者购买的均价在 16 万元左右。**

2020年产销	产能状况	产量	销量	销售收入	销售单价	产能转化率	产销转化率
新能源 - 乘用车	600,000	183,513	156,242	243.72	15.60	30.59%	26.04%
新能源 - 商用车	8,500	10,635	6,651	69.73	104.84	125.12%	78.25%
合计		194,148	162,893	313.45	19.24		
2021年产销	产能状况	产量	销量	销售收入	销售单价	产能转化率	产销转化率
新能源 - 乘用车	600,000	597,081	554,980	794.18	14.31	99.51%	92.50%
新能源 - 商用车	8,500	10,038	10,038	66.09	65.84	118.09%	118.09%
合计		607,119	565,018	860.26	15.23		

雪球：痛快舒畅

更重要的是 **2022 年从 2 月份开始的两次提价及燃油车的销量萎缩，会让 2022 年比亚迪的整体均价进入到 17 万元的水平，不仅仅能够覆盖成本的增长，预计还会增加 1-2 个点的毛利水平。**

至于第二个问题，**860 亿元仅仅只是新能源车的销售收入，别忘了 2021 年比亚迪还有 16 万辆的燃油车呢，即便按照均价 8-10 万计算，也有 120-160 亿元的销售收入呢。合计的汽车销售收入大约在 980-1020 亿元。距离财报披露的 1124 亿元，相差的部分是零部件等其他收入，这部分收入一般车企大约占到总收入的 10%-15%。**

三、财报的其他亮点或者潜力点：强势主机厂在疯狂扩展阶段

1、固定资产：2021 年为 612.21 亿元，2020 年为 546.56 亿元，增长了 65.65 亿元，这些固定资产在 2022 年都将转化成为销量。

2、在建工程：2021 年为 202.77 亿元，2020 年为 61.12 亿元，也是增长了 141.65 亿元，从三大生产基地扩张到九大生产基地，也一样是要真金白银投入的。

3、合同负债：2021 年为 149.33 亿元，2020 年为 81.86 亿元，增加了 67.47 亿元，属于未交付的产品。

4、应付账款：2021 年为 731.60 亿元，2020 年为 429.83 亿元，增加了 301.77 亿元，这部分属于强势主机厂对于上游的占款，这也是比亚迪经营性现金流爆棚的一个原因。

第二部分：与头部自主车企，吉利 + 长城的对比

所有的数据还是需要和行业的数据对比才能更显示出价值，也能对比出在行业里面的地位。

2020-2021年 吉利 长城 比亚迪 经营数据对比			
企业	吉利	长城	比亚迪
数据	2021	2021	2021
交付量（万辆）	1328031	1280951	721328
总收入（亿元）	1016.11	1364.05	2161.42
汽车业务收入（亿元）	876.97	1213.07	1124.89
其它收入（亿元）	139.14	150.98	1036.53
整体毛利（亿元）	174.12	220.37	281.45
整体毛利率（%）	17.14%	16.16%	13.02%
汽车业务毛利润（亿元）	174.12	180.58	195.63
汽车业务毛利率（%）	17.14%	14.89%	17.39%
其它业务毛利率（万元）		39.79	85.82
其它业务毛利率（%）		26.35%	8.28%
净利润（亿元）	43.53	67.26	30.45
净利润率（%）	4.28%	4.93%	1.41%
营销费用（亿元）	54.4	51.92	58.07
营销费率（%）	6.20%	4.28%	5.16%
单车营销费用（万元）	0.4096	0.4053	0.8051
研发支出（亿元）	55.18	44.90	46.83
研发占比（%）	5.43%	3.29%	2.17%
单车售价（万元）	6.60	9.47	15.59
单车成本（万元）	5.29	7.75	12.88
单车毛利（万元）	1.31	1.41	2.71
客户购买单车均价（万元）	7.46	10.70	17.62
市场购买单车均价涨幅（%）	15.3	15.30	15.30
新能源销售（万辆）	82170	136037	562871
新能源占比（%）	6.19%	10.62%	78.03%
产能（万辆）	483	243	60
产能利用率（%）	27.50%	52.71%	120.22%
经营性净现金流	153.48	353.16	654.70
现金及现金等价物	280.14	279.08	498.20

@痛快舒畅
雪球·痛快舒畅

1、销量：2021 年吉利依旧是自主品牌一哥，但是长城距离吉利也仅仅只差 4 万辆而已。虽然**比亚迪**在 21 年还是弟弟，但 2022 年的势头最猛，已经超越长城成为自主品牌第二名了。预计到年底这自主一哥的位置可能要更换一波主人了。

2、汽车业务营收：长城以 1213 亿元领跑，**比亚迪**以 1124 亿跟跑，吉利则有点掉队仅仅只有 876.97 亿元。

3、汽车业务毛利率：**比亚迪**以 17.39%排名第一，吉利以 17.14%排名第二，长城则以 14.89%排名第三。

4、净利润：长城 67.28 亿元第一，吉利 43.53 亿元第二，**比亚迪** 30.45 亿元最后（虽然都分析了利润去哪了，但没有到 40 亿元的利润，还是会让不少人大跌镜的！）。

5、营销费用：**比亚迪** 58.07 亿元第一（主要是比亚迪开展了部分直营店面，导致营销费用偏高）、吉利以 54.4 亿元第二，长城以 51.92 亿元第三。这个数据，和我们平常感受到的吉利、长城愿意在营销方面大投入的认知有点相反。

6、研发费用：吉利以 55.18 亿元第一，**比亚迪**以 46.83 亿元第二，长城以 44.90 亿元第三。

7、单车售价：**比亚迪**以 15.59 万元遥遥领先，长城以 9.47 万元排名第二，吉利则是 8.9 万元排名第三。

8、单车毛利：**比亚迪**以 2.71 万元领先，长城以 1.41 万元排名第二，吉利以 1.31 亿元排名第三。

9、**新能源**占比：**比亚迪**以 78.03%领跑全场，长城和吉利都未能达到 13.8%的行业平均渗透率。

10、产能利用率：**比亚迪**的产能利用率超过了 100%，长城为 52%，吉利只有 30%不到。

11、经营性现金流：**比亚迪**以 654.7 亿元超越吉利与长城之和。

12、现金及现金等价物：**比亚迪** 498.2 亿元排名第一，吉利和长城都在 280 亿元左右。

第三部分：彩蛋

知道大家还关心一个事情：**2021 年比亚迪的电池外供到底怎么样？56 号客户到底搞定了没有。**

单位：千元

合同分类	二次充电电池及光伏	手机部件、组装及其他产品	汽车、汽车相关产品及其他产品	其他	合计
商品类型	16,471,206	86,454,452	112,489,244	727,493	216,142,395
其中：					
二次充电电池及光伏	16,471,206				16,471,206
手机部件、组装及其他产品		86,454,452			86,454,452
汽车、汽车相关产品及其他产品			112,489,244		112,489,244
其他				727,493	727,493
市场或客户类型	16,471,206	86,454,452	112,489,244	727,493	216,142,395
其中：					
中国（包括港澳台地区）	8,337,677	38,445,100	104,725,108	727,493	152,235,378
境外	8,133,529	48,009,352	7,764,136	-	63,907,017
合同类型	16,471,206	86,454,452	112,489,244	727,493	216,142,395
其中：					
销售商品及建造服务	16,437,784	86,118,266	111,569,058	726,403	214,851,511
提供劳务	33,422	336,186	920,186	1,090	1,290,884
按商品转让的时间分类	16,471,206	86,454,452	112,489,244	727,493	216,142,395
其中：					
在某一时点确认收入	16,437,784	86,118,266	110,171,860	726,403	213,454,313
在某一时段内确认收入	33,422	336,186	2,317,384	1,090	2,688,082
合计	16,471,206	86,454,452	112,489,244	727,493	216,142,395

*手机部件、组装及其他产品和汽车、汽车相关产品及其他产品的收入金额包括防疫物资产品。

与分摊至剩余履约义务的交易价格相关的信息：

本报告期末已签订合同、但尚未履行或尚未履行完毕的履约义务所对应的收入金额为 14,932,576 千元，其中，14,308,186 千元预计将于 2022 年度确认收入，624,390 千元预计将于 2023 年确认收入。

220

雪球：痛快舒畅

接下来就看财报第 220 页不经意的一句话披露的信息吧：“**本报告期末已签订合同、但尚未履行或尚未履行完毕的履约义务所对应的收入金额为 14,932,576 千元,其中,14,308,186 千元预计将于 2022 年度确认收入,624,390 千元预计将于 2023 年确认收入。**”

据了解到的信息这大概是 20Gwh 的电池订单,对应的电池价位大约为 7.5 亿元/Gwh。

如果我们对应第 257 页的“二次充电电池内部交易”的数据，229 亿元，按照统一的对外售价 7.5 亿元/Gwh 计算，大约对应 30.5Gwh 的动力电池。而结合比亚迪在业绩快报披露的 2021 年电池装机量为 37.912Gwh，大致可以推断出 2021 年比亚迪外供＋储能的电池在 7-8Gwh（大约是 3:5 的比例），这个数据也基本上和我通过销量结构数据测算的保持基本一致。

写在最后

1、无论怎么分析：2021 年比亚迪财报中的盈利数据的确太不好看了！还是该说。

2、但有些时候，“蹲下是为了跳得更高”。别的事情不知道，但在比亚迪 2022 年的销量、单车均价和毛利方面，2022 年只会比 2021 年好的更多！

9、超预期格力电器 2021 年报解读，渠道改革已初有成效

作者：@佛系小资

发表时间：2022-04-30

4 月 29 日，格力电器公布了 2021 年全年报。财报显示，公司 2021 年营业收入 1878.69 亿元，同比增长 11.69%；实现归母净利润 230.64 亿元，同比增长 4.01%。基本每股收益 4.04 元。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 20 元（含税）。（重点点名今年年报的分红大超预期）

六、主要会计数据和财务指标

公司是否需追溯调整或重述以前年度会计数据

□ 是 √ 否

	2021 年	2020 年	本年比上年增减	2019 年
营业收入（元）	187,868,874,892.71	168,199,204,404.53	11.69%	198,153,027,540.35
归属于上市公司股东的净利润（元）	23,063,732,372.62	22,175,108,137.32	4.01%	24,696,641,368.84
归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润（元）	21,850,050,895.31	20,285,816,036.00	7.71%	24,171,511,911.32
经营活动产生的现金流量净额（元）	1,894,363,258.72	19,238,637,309.16	-90.15%	27,893,714,093.59
基本每股收益（元/股）	4.04	3.71	8.89%	4.11
稀释每股收益（元/股）	4.04	3.71	8.89%	4.11
加权平均净资产收益率	21.34%	18.88%	2.46%	25.72%

6

雪球·佛系小资

去年的营收还是双位数增长，这点是我没有想到的，我个人前面自己判断 2021 年营收利润不要负增长就可以了。去年格力的 ROE 表现不错，21.34%符合继续持有的要求。

但格力这份 2021 年的业绩对于员工持股计划的，股权激励的要求利润增速还是没有达标。格力员工持股计划要想拿到股权激励，那么格力今年的营收和利润压力比较大的，

今年基本上要利润和营收要求都要进行双位数的增长，格力员工持股计划股权激励要拿到的话，两年净利润合计不低于 2020 年净利润的 230%，2022 年目标净利润是同比要增长 23%，才能完成“公司层面的考核目标”也就是说今年格力利润要做到 280 亿才可以，这是硬指标。

如果完成不了上述目标，270 亿元的股票回购将全部注销，包括第三期未注销的部分（45 亿元回购款）看来格力只有完成目标任务。

今年净利润 23%增速要求对于今年原材料还是在高位走势格力管理层的压力比较大，如果今年营收利润都达到目标格力基本上今年就是开始恢复增速的开始，基本上判断格力 21 年稳住业绩，22 年恢复了增长，搞不好接下去有双击机会。

这里重点提一下，格力去年年报经营活动产生的现金流同比减少了 90%，很多人搞不清楚了。**这是因为：主要购买商品、接受劳务支付的现金、客户贷款及垫款净增加额增加所致。这也是渠道改革后效果，客户没有集中统一提前的打款，格力去年也帮助供应商渡过难关。**

单位：人民币元

	第一季度	第二季度	第三季度	第四季度
营业收入	33,189,408,213.61	57,862,663,732.52	47,082,608,837.26	49,734,194,109.32
归属于上市公司股东的净利润	3,442,899,755.09	6,013,919,597.77	6,187,957,163.99	7,418,955,855.77
归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润	3,299,482,181.81	5,492,272,396.33	5,970,530,098.50	7,087,766,218.67
经营活动产生的现金流量净额	-4,265,483,021.72	-1,805,736,890.49	12,533,051,153.77	-4,567,467,982.84

上述财务指标或其加总数是否与公司已披露季度报告、半年度报告相关财务指标存在重大差异

□ 是 √ 否

去年的四季度营收比 2020 年高，但是利润是比 2020 年低。所以我这里怀疑格力把年报四季度一些利润搞今年一季度了。所以今年一季度的营收增速小于利润的增速，所以这里不排除小范围的财报上的调节。



	A	B	C	D	E	F	G	H	I
1	GREE								
2	2022								
3	报告季度	营收	利润	单季度营收	单季度利润	净利润率	总利润率	备注	
4	1	352.6	40.03	352.6	40.03	11.4	11.4		
5	2								
6	3								
7	4								
8	2021								
9	报告季度	营收	利润	单季度营收	单季度利润	净利润率	总利润率	备注	
10	1	335.17	34.43	335.17	34.43	10.3	10.3	原材料价格上涨	
11	2	920.11	94.57	584.94	60.14	10.3	10.3		
12	3	1395.49	156.45	475.38	61.88	13	11.2	经销商策略	
13	4	1878.69	230.64	483.2	74.19	15.4	12.3		
14	2020								
15	报告季度	营收	利润	单季度营收	单季度利润	净利润率	总利润率	备注	
16	1	209.09	15.58	209.09	15.58	7.5	7.5	新冠疫情突发	
17	2	706.02	63.62	496.93	48.04	9.7	9		
18	3	1274.68	136.99	568.66	73.37	12.9	10.7		
19	4	1704.97	221.75	430.29	84.76	19.7	13	返利调整影响营收	
20	2019								
21	报告季度	营收	利润	单季度营收	单季度利润	净利润率	总利润率	备注	
22	1	410.06	56.72	410.06	56.72	13.8	13.8		
23	2	983.41	137.5	573.35	80.78	14.1	14		
24	3	1566.76	221.17	583.35	83.67	14.3	14.1		
25	4	2005.08	246.97	438.32	25.8	5.9	12.3	价格战主导	
26	2018								

雪球：佛系小资

行业情况里面几点亮点；

格力把自己公司划分消费领域和工业领域；

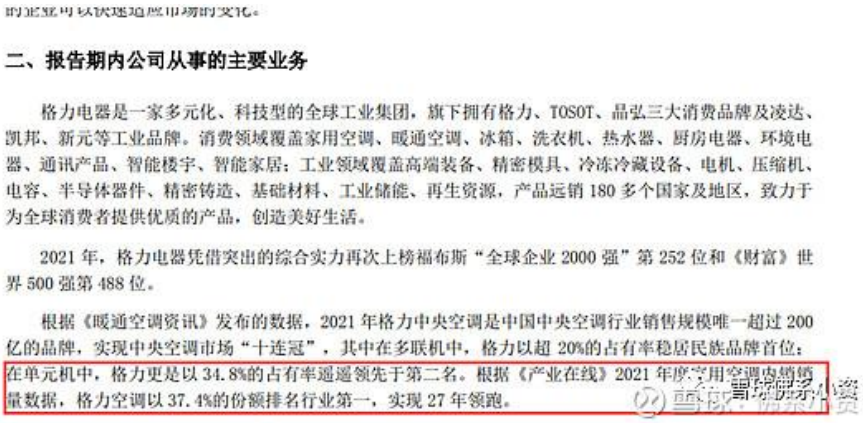
空调销量恢复至疫情前水平，出口成为主要增长引擎。根据产业在线数据，2021 年，家用空调销量 15259 万台，同比增长 7.9%，也略高于 2019 年水平；出口是家用空调行业的主要增长引擎，2021 年家用空调出口 6789 万台，同比增长 11.0%；内销 8470 万台，同比增长 5.5%。2021 年中央空调销售额约 1232 亿元，同比增长 25.4%。

中国线上渠道家电零售额再次超过线下。线上线下市场规模增速均由负转正，而且在疫情持续深刻影响下，2021 年我国线上渠道零售额占整体家电市场达 52.9%，连续两年占比超过 50%。



看年报几个主要指标，销售毛利率下降还好，保持在 20%以上。格力的净资产收益率也回到 20%以上。每股收益大比例增长。年报经营现金流大比例下降，我后面再详细解释。

格力电器的工业领域产品涵盖高端装备、精密模具、压缩机、电机、工业储能、新能源客车、新能源专用车等。



的主要可以快速适应市场的变化。

二、报告期内公司从事的主要业务

格力电器是一家多元化、科技型的全球工业集团，旗下拥有格力、TOSOT、晶弘三大消费品牌及凌达、凯邦、新元等工业品牌。消费领域覆盖家用空调、暖通空调、冰箱、洗衣机、热水器、厨房电器、环境电器、通讯产品、智能楼宇、智能家居；工业领域覆盖高端装备、精密模具、冷冻冷藏设备、电机、压缩机、电容、半导体器件、精密铸造、基础材料、工业储能、再生资源，产品远销 180 多个国家及地区，致力于为全球消费者提供优质的产品，创造美好生活。

2021 年，格力电器凭借突出的综合实力再次上榜福布斯“全球企业 2000 强”第 252 位和《财富》世界 500 强第 488 位。

根据《暖通空调资讯》发布的数据，2021 年格力中央空调是中国中央空调行业销售规模唯一超过 200 亿的品牌，实现中央空调市场“十连冠”，其中在多联机中，格力以超 20%的占有率稳居民族品牌首位；在单元机中，格力更是以 34.8%的占有率遥遥领先于第二名。根据《产业在线》2021 年度家用空调内销销量数据，格力空调以 37.4%的份额排名行业第一，实现 27 年领跑。

根据《产业在线》2021 年度家用空调内销销量数据，格力空调以 37.4%的份额排名行业第一，实现 27 年领跑。

2021 年，格力电器不断丰富生活电器品类，加强新媒体渠道营销，取得了不俗的成绩 2021 年格力电器的电暖器、电风扇、除湿机、空气能热水器等产品的线上零售额份额位居行业前二。（我们也看到格力这几款小家电京东还是直播上都卖的挺不错的，目前格力小家电两季产品是王者，其他品类小家电还是要继续努力。向美的多学习学习如何打开其他品的小家电产品。）

电子信息产业发展研究院发布的《2021 年中国家电市场报告》显示，2021 年，我国家电市场全面复苏，整体基本恢复至疫情前的水平，线上渠道家电零售额再次超过线下。

绿色智能家电下乡将启，下沉市场潜力巨大。占我国人口 70%的下沉市场，2021 年其家电市场规模达到 2775 亿元，占比为 31.5%，同比增长 8.9%，增幅远高于整体市场，是家电市场最重要的增长极。普及型家电产品仍然是下沉市场的销售主力，农村每百户主要家电产品拥有量与城市还有较大差距。例如空调的城市百户拥有量为 150 台，农村只有 74 台，农村的厨房电器、环境家电和个护家电的渗透率更低。随着农村居民消费能力不断提升、网络与物流基础设施逐渐完善、城乡家电消费观念迅速融合，下沉市场已成为我国人口基数最大、面积最大、潜力最大的家电消费市场。

格力在智能家居领域布局了智能连接、智能感知、智能交互、智能云平台、智慧能源、人工智能在内的六大技术，并具有“格力+”App、智能语音空调、物联手机、智能门锁、魔方精灵五大控制入口，可以覆盖全系格力智能产品。格力电器将从空调、地暖、新风、净水、智能化全方位多系统产品线发力，结合新时代“恒温、恒湿、恒氧、恒洁、恒静、恒智”六恒系统概念，为消费者打造格力“健康智慧舒适家”生态家居体系。

格力电器坚持自主管控、互利共赢的销售渠道建设及销售模式，构建稳固的线上、线下业务布局，两种渠道彼此互补深度融合，打造全渠道销售平台。格力建立了覆盖全国的线下销售网络，通过 27 家销售公司、3 万多家专卖店，为消费者提供服务。格力董明珠店已转型升级为综合网络零售电商平台，销售家用电器、食品饮料、美妆个护、精品服饰、在线旅游等多大类多品种优质商品。随着市场环境的变化，格力电器开启双线融合的“新零售”营销模式变革。线上第三方电商平台、格力董明珠店与三万多家线下专卖店深度融合，提供线下体验、线上下单、全国统一配送和安装的双线联动一体化服务。

信息化、数字化、智能化技术在格力“新零售”营销模式中得到了深入的应用。线上，通过商城平台、订单履约系统、网批系统、售后派工系统等新零售全链条建设与运营，实现格力新零售的用户触达，用信息化能力为渠道业务赋能，驱动营销数字化升级。今年格力新零售还是需要继续发展，目前可以看出来小有发展了。

目前，格力电器根据不同产品的市场需求特征，区域生产要素禀赋差异等因素，在珠海、重庆、合肥、中山、郑州、武汉、石家庄、芜湖、长沙、杭州、宿迁、洛阳、南京、成都、赣州、临沂以及巴西、巴基斯坦等地建有空调、生活电器、工业制品等生产制造基地，形成了产业集聚和上下游产业链的高度协同发展，保证了核心零部件的自主制造，并带动了当地经济的发展。

有空调、生活电器、工业制品等生产制造基地，形成了产业集聚和上下游产业链的高度协同发展，保证了核心零部件的自主制造，并带动了当地经济的发展。这也是为什么格力近几年大力发展扩大基地的原因。

1、概述

2021 年，面对原材料成本高企，疫情反复多变等严峻复杂的宏观经济形势，公司坚持自主创新，加快多元化布局，加强电商运营，实施爆款策略，在高质量发展道路上不断取得新的突破。公司 2021 年实现营业总收入 1896.54 亿元，同比增长 11.24%；实现归母净利润 230.64 亿元，同比增长 4.01%。

（一）以市场为中心，持续为用户提供创新产品

（1）家用空调板块

（1）家用空调板块（2）暖通空调板块（3）生活电器板块（4）冰箱洗衣机板块（5）工业产品板块

加速产业布局，多元化格局逐步显现（1）智能装备板块（3）光伏（储）空调板块（4）新能源汽车和锂电池板块（5）再生资源板块（6）半导体板块（7）医疗健康板块

珠海格力智能装备有限公司是集研发、生产、销售、服务于一体的智能装备企业，拥有 15 个研发单位，7 大技术服务中心，600 多名技术人员。

在“传统制造”向“智能制造”转型升级的大趋势下，格力抢抓机遇，面向产业链前端核心持续发力，在高性能伺服系统、直驱电主轴、直线电机、减速器、控制器以及驱控一体方面，相继取得关键技术的突破，助力国产机器人和数控机床核心竞争力提升。同时，公司还研发突破了重负载高刚性机器人技术、智能物流核心技术和产品缺陷视觉检测等多项关键技术。

公司重视自主技术的研发和积累，现阶段已经申请专利 3180 余项，其中发明专利 2143 项，拥有授权专利 1294 件，2021 年获得日内瓦国际发明展金奖 1 项。格力智能装备公司凭借卓越的研发制造能力荣获了 2021 年广东省制造企业 500 强第 247 位、广东省工业机器人骨干企业、广东省人工智能培育企业、广东省智能制造生态合作伙伴等荣誉。

格力智能装备主打数控机床、工业机器人、智能仓储物流、工厂自动化四大板块的系列产品，并为国内外多家行业龙头企业提供智能装备，助力其自动化升级。

数控机床方面，对现有产品进行了优化升级，在 5G 通信、机械制造、医疗等领域不断扩大市场规模，聚焦高转速、大扭矩电主轴、直线电机高速移动及高加速度的新能源汽车结构件加工机床，并与知名零部件制造企业建立合作，为全球新能源汽车制造龙头企业提供一站式解决方案。

智能仓储物流，基于智能仓储物流的技术规划路线，在国内的电力、机械制造、食品冷链、汽车零部件等行业的头部企业以及海外市场取得了智能物流立体库示范项目落地，同时在橡胶轮胎、图书出版、美妆制造等新的领域取得了项目突破。

工业机器人及自动化解决方案，基于在电机、小家电、冲压、机械加工等制造领域积累的丰富项目经验和应用案例，不断开拓外部市场；同时，迅速入局光伏、木业等新兴市场或细分领域，拓展应用场景。目前已为多家知名企业提供机器人及自动化解决方案，助力企业智能制造升级。

核心关键；格力钛的新能源汽车业务涵盖公交车、公路车、机场摆渡车、城市环卫车、物流车、冷链车、矿用重卡、核酸检测车、叉车等全品类产品，已经在北京、武汉、长沙、青岛、杭州、哈尔滨、海口等全国 220 多个城市运营。截至目前，超过 8000 辆搭载格力钛电池的公交车持续在北京运营。目前，格力钛新能源汽车已在北京首都国际

机场及大兴国际机场、杭州萧山国际机场等多个机场运营，为机场客运提供安全、快捷、经济的服务。

目前拥有废旧家电拆解资质能力超 1300 万台、汽车拆解资质能力 9.4 万辆，以及再生塑料加工能力 18 万吨，废线路板处理资质能力 6 万吨。2021 年处理废旧家电 650 万台套。

格力目前半导体非常重点数据披露；格力电器在半导体领域的研究已取得重大进展。2021 年，格力电器全资子公司零边界集成电路有限公司营业收入实现超过 50%的增长，产品出货量突破 7000 万颗。

格力“新零售”以 27 家销售公司、70 多家线上经销商店铺、3 万多家线下专卖店、第三方电商平台官方旗舰店为基础。格力线上销售取得了快速的增长。2021 年，格力电风扇和空气能热水器销售火爆，生活电器新品销量快速增长。

储能业务

经权威机构评定，格力钛自主研发实施的“高安全大倍率储能系统关键技术研发与应用”项目达到“国际领先”水平，具有显著的经济和社会效益。近期，该项目荣获 2021 年度广东省科学技术科技进步奖、广东省机械工业科学技术奖一等奖等，格力钛储能技术再获权威认可。

格力钛电池储能系统凭借高安全、耐低温、大倍率、长寿命等特性拓展了众多项目，在市场均取得了显著突破，标杆项目包括：①成功应用于国家光伏、储能实证实验平台(大庆基地)，这是我国首个光伏储能实证实验平台，推动产业技术进步、成果转化、产业发展；②超低温区域发电厂调频项目，在内蒙古乌拉特发电厂配合火力发电机组联合参与调频辅助服务，提高发电侧的调频能力，促进电网的安全平稳运行；③高海拔超低温区域通信基站项目，在四川阿坝州等多个地区落地通讯基站储能系统，以高安全、长寿命、耐低温等性能为通信基站安全工作和通讯畅通提供有力保障；④加油站“光储”项目，与青海省加油站共同打造光储综合能源加油站，为超低温地区的光储安全工作提供有力保障、为加油站能源综合改造提供绿色方案。

2021 年，格力钛获得了中国国际储能大会颁发的“中国产业最佳储能电池供应商”、“中国储能产业最佳光储充一体化解决方案”等奖项。

（5）再生资源板块

格力电器积极践行生产者责任延伸制度，创新提出“绿色设计—绿色制造—绿色回收”的循环发展模式，保证全产业链的绿色高效。自 2010 年起，格力电器相继在长沙、郑州、石家庄、芜湖、天津和珠海建立六个再生资源基地，主要从事废弃电器电子产品、报废汽车等回收处理，以及废旧线路板、废旧塑料深加工资源化业务。通过近十年的高速发展，已成为行业内领先企业，目前拥有废旧家电拆解资质能力超 1300 万台、汽车拆解资质能力 9.4 万辆，以及再生塑料加工能力 18 万吨，废线路板处理资质能力 6 万吨。2021 年处理废旧家电 650 万台套。

截至 2021 年底，格力再生资源已累计处理各类废弃电器电子产品超 4000 万台（套），报废汽车 7 万多吨，已转化再生铜料、铁料、铝料、塑料总计约 60 余万吨。据相关估算，通过格力的资源再生，实现减少原油资源开采约 160 万吨，节水约 390 万立方米，减少碳排放量约 200 余万吨，助力碳达峰、碳中和目标达成。

成立至今，格力再生资源公司先后获得工信部授予的“电器电子产品生产者责任延伸首批试点单位”、“2025 中国制造绿色集成系统试点单位”、“绿色工厂”、“2020 年绿色制[illegible]

（6）半导体板块

格力电器在半导体领域的研究已取得重大进展。2021 年，格力电器全资子公司零边界集成电路有限公司营业收入实现超过 50%的增长，产品出货量突破 7000 万颗。零边界集成电路有限公司先后获得“国家高新技术企业”、“国家鼓励的重点集成电路设计企业”、“珠海市科技中小型企业”等认证，相关产品被评定为“广东省高新技术产品”、“珠海市创新产品”、“第十六届‘中国芯’优秀市场表现产品”等。格力电器及其子公司累计申请半导体相关专利 719 件，其中国内授权专利 292 件，申请国际专利 71 件，并荣获第二十二届中国专利优秀奖。

格力半导体产品主要包括工业级 32 位系列 MCU、AIoT SoC 和功率半导体等。其中 32 位系列 MCU 具有高性能、高可靠性、低功耗、低成本等优点，已在家用空调、商用多联机、线控器、遥控器等系列产品上实现批量应用，年用量超千万颗；可广泛应用于消费类电子、可穿戴设备、家居产品、健康医疗配套、商用大型机组、工业传感、高性能电机控制等领域。

格力智慧家庭系列芯片（AIoT SoC）融合高性能 AI 算力及嵌入式 MCU，针对图像识别、人机交互、电机驱动、安全加密等功能进行智能控制，已在智能空调、智能家电产品上推广应用，并配套提供了完整的软硬件解决方案；可广泛应用于智能家居、端侧 AIot、智慧家庭、工业计算、工业自动化等领域。功率半导体已完成 IGBT、IPM 等多个系列产品的研发和量产，已在变频空调上实现批量推广应用；可广泛应用于家电、智能装备、新能源等领域。

（7）医疗健康板块

成都格力新晖医疗装备有限公司成立于 2020 年，是格力电器控股子公司，主要从事医疗器械、实验室设备的研发、生产、销售和技术服务、技术咨询。

2021 年，基于国内外严峻抗疫形式，格力新晖医疗积极升级移动 P2+核酸检测车，目前已升级至四代产品。该产品采用格力自主研发的全新新风空调系统，满足生物安全性要求，符合 PCR 核酸检测实验室和二级生物安全实验室相关标准要求，每日检测量在 2-6 万人份（10/1 混采），平均 3 小时可出具一轮检测结果，能够有效缓解疫情突发地的核酸检测压力。格力移动 P2+核酸检测车，已[illegible]安徽、湖南、河南、河北、山东、山西、四川等多地的疫情防控工作。2021 年成都格力新晖医疗荣获“抗

我觉得上面这几块应该是格力未来发展，重点板块和业务布局，具体怎么体现到业绩报告上，持续的跟踪，2021 年工业制品同比增长 38.6%；智能装备同比增长 42.77%；绿色能源同比增长 63.13%。但是目前这些板块体量一般还是比较小，和空调业务比这些板块需要努力的空间很大。

提高出口产品竞争力，大力发展自主品牌

格力电器在海外市场持续发力，在新兴市场表现抢眼。2021 年，格力产品已销往 180 多个国家和地区，其中自主品牌占比 51%，销售额同比增长 23%。

2021 年中国空调市场基本上恢复至疫情前水平。根据产业在线数据，2021 年，家用空调销量 15259 万台，同比增长 7.9%，也略高于 2019 年水平。

具体业务方面；

2021 年格力空调收入 1317.13 亿元，占营收比例为 70.11%，较 2020 年同期 1155.77 亿元的空调收入增长了 13.96%；

2021 年生活电器收入为 48.82 亿元，同比增长 7.96%；

工业制品收入为 31.95 亿元，同比增长 38.6%；

智能装备 8.58 亿元，同比增长 42.77%；

绿色能源 29 亿元，同比增长 63.13%；

其他主营业务收入为 12.87 亿元，同比下降 77.19%；

其他业务收入为 430.28 亿元，同比增长 13.92%。

分产品					
空调	131,712,664,218.81	70.11%	115,576,822,921.57	68.71%	13.96%
生活电器	4,881,607,693.72	2.60%	4,521,756,518.81	2.69%	7.96%
工业制品	3,194,552,084.04	1.70%	2,304,816,992.20	1.37%	38.60%
智能装备	857,741,120.95	0.46%	600,778,785.76	0.36%	42.77%
绿色能源	2,907,445,769.91	1.55%	1,782,282,335.29	1.06%	63.13%
其他主营	1,286,526,714.47	0.68%	5,641,308,919.91	3.35%	-77.19%
其他业务	43,028,337,290.81	22.90%	37,771,437,930.99	22.46%	
分地区					

雪球·佛系小资

去年在这么惨的环境下，格力空调板块还保持双位数的增长实在不容易。

这报表重要看点；还是工业制品、智能装备、绿色能源。这几块表现大幅度的增长，未来独立上市可能最大也是，在这几个板块里面。

里面其他主营大幅度下滑可能因为这样，其他主营主要包含除空调、生活电器、智能装备产品以外的其他主营业务，如公司再生资源板块、医疗健康板块等业务；我考虑格力今年报告把里面的再生资源板块独立出去了，所以同比造成大幅度的下滑。

其他业务主要涉及大宗原材料集采与调拨，包括钢板、塑胶原料、铜材和泡沫等，既能保证大宗原材料质量，制造优质产品。说明格力去年还是继续囤了不少材料等公司可能判断今年原材料不会暴跌。

分地区					
内销-主营业务	122,305,111,567.10	65.10%	110,407,002,220.87	65.64%	10.78%
外销-主营业务	22,535,426,034.80	12.00%	20,020,764,252.67	11.90%	12.56%
其他业务	43,028,337,290.81	22.90%	37,771,437,930.99	22.46%	

雪球·佛系小资

分地区看，内销-主营业务收入 1223.05 亿元，占营业收入比重 65.10%；外销-主营业务收入 225.35 亿元，占营业收入比重 12.00%；其他业务 430.28 亿元，占营业收入比重 22.90%。

和去年对比都有双位数的提高。2021 年，格力产品已销往 180 多个国家和地区，其中自主品牌占比 51%，销售额同比增长 23%这是不错表现！

分地区						
内销-主营业务	122,305,111,567.10	80,703,210,957.38	34.01%	10.78%	14.75%	-2.29%
外销-主营业务	22,535,426,034.80	20,318,027,264.37	9.84%	12.56%	15.50%	-2.29%
其他业务	43,028,337,290.81	41,230,400,368.12	4.18%	13.92%	13.56%	0.31%

公司主营业务数据统计口径在报告期发生调整的情况下，公司最近 1 年按报告期末口径调整后的主营业务数据

□ 适用 √ 不适用

雪球·佛系小资

去年还是因为疫情和原材料非常上涨，海外运费涨价等。内销外销的毛利率下降这也是适合正常的。

（5）营业成本构成

单位：人民币元

行业分类	项目	2021 年		2020 年		同比增减
		金额	占营业成本比重	金额	占营业成本比重	
家电制造	原材料	86,226,905,186.28	88.27%	75,879,070,146.39	86.90%	13.64%
	人工成本	4,402,642,502.15	4.51%	4,261,563,030.87	4.88%	3.31%
	折旧	1,734,054,331.37	1.78%	1,693,963,131.00	1.94%	2.37%
	能源	708,881,983.14	0.73%	779,821,409.66	0.1	

雪球·明珠小资

我们这里也可以看出去年因为原材料成本增长了不少，影响公司的毛利率。

成本方面，2021 年营业成本为 1175.02 亿元，2020 年同期营业成本是 1078.41 亿元；2021 年销售费用为 97.34 亿元，管理费用为 8.76 亿元，研发费用为 49.65 亿元。

单位：人民币元

	2021 年	2020 年	同比增减
销售费用	11,581,735,617.31	13,043,241,798.27	-11.21%
管理费用	4,051,241,003.05	3,603,782,803.64	12.42%
财务费用	-2,260,201,997.18	-1,937,504,660.07	-16.66%
研发费用	6,296,715,941.03	6,052,563,105.10	

雪球·明珠小资

公司的研发费用继续增加，以及管理费用增加，因为渠道改革疫情不能举行大规模的线下销售活动，去年的销售费用和财务费用减少比较厉害。

单位：人民币元

项目	2021 年	2020 年	同比增减
经营活动现金流入小计	177,201,260,717.00	163,892,764,321.22	8.12%
经营活动现金流出小计	175,306,897,458.28	144,654,127,012.06	21.19%
经营活动产生的现金流量净额	1,894,363,258.72	19,238,637,309.16	-90.15%
投资活动现金流入小计	55,391,360,332.62	14,155,332,757.58	291.31%
投资活动现金流出小计	25,639,376,773.27	14,057,602,607.40	82.39%
投资活动产生的现金流量净额	29,751,983,559.35	97,730,150.18	30,342.99%
筹资活动现金流入小计	89,991,092,450.05	37,614,461,534.80	139.25%
筹资活动现金流出小计	115,321,676,340.53	58,725,959,033.00	96.37%
筹资活动产生的现金流量净额	-25,330,583,890.48	-21,111,497,498.20	-19.98%
现金及现金等价物净增加额	5,726,694,119.85	-2,147,522,183.34	

雪球·明珠小资

这里经营现金流减少厉害，你们可以去看一季报情况就明白了，这重点看投资现金流增加很多，和现金等价物增加。投资活动产生的现金流量净额同比增加 30,342.99%，主要系收到其他与投资活动有关的现金增加所致。

再细看，购买商品、接受劳务支付的现金增加了 248 亿；存放央行和同业款项净增加额减少了 6 亿，客户贷款及垫款净增加额是减少了 11 亿，职工薪酬增加了 9 亿，税费增加了 2 亿。

综合毛利率与净利率都在下降，综合 ROE 有提升是因为公司加强了对上游供应商的资金占用能力，同时也放宽了下游经销商的收款能力，但总体上上游-下游>0，也就是通过放大负债杠杆率得到的，在总资产周转率上也体现出了下降。当下渠道改革导致的库存上涨，周转下降，应收增加等相对于之前的格力总有点不好，存在不确定性。格力能过降低销售费用率，减少人工成本(研发人员减少，但占比还升，说明公司更走自动化减人力了)

还有一点销售渠道改革后，原来由渠道承担的库存改由公司承担，同时变化的还应该会有每季度的利润占比和不同季节的产能利用率。现在经销商不压货。现在渠道改革后格力自己压货自己建设仓库情况。可能是为了二季度旺季做准备这块中报的时候再观察。



GREE 格力 珠海格力电器股份有限公司 2021 年年度报告全文

单位：人民币元

证券品种	证券代码	证券简称	最初投资成本	会计计量模式	期初账面价值	本期公允价值变动损益	计入权益的累计公允价值变动	本期购买金额	本期出售金额	报告期损益	期末账面价值	会计核算科目	资金来源
境内外股票	600745	闻泰科技	884,999,996.60	公允价值计量	3,550,040,505.00	1,086,527,548.50	3,751,568,056.90			5,916,734.18	4,636,568,053.50	其他权益工具投资	自有
境内外股票	600703	三安光电	2,000,000,000.00	公允价值计量	3,093,928,974.37	1,208,476,515.35	2,302,405,489.72			17,182,130.55	4,302,405,489.72	其他权益工具投资	自有
境内外股票	600619	海立股份	1,141,510,131.07	公允价值计量	667,802,216.81	88,370,312.43	-386,430,427.61					其他	

雪球牌务小资

GREE 格力 珠海格力电器股份有限公司 2021 年年度报告全文

单位：人民币万元

衍生品投资操作方名称	关联关系	是否关联交易	衍生品投资类型	衍生品投资初始投资金额	起始日期	终止日期	期初投资金额	报告期内购入金额	报告期内售出金额	计提减值准备金额（如有）	期末投资金额	期末投资金额占公司报告期末净资产比例	报告期实际损益金额
期货公司	非关联方	否	期货套保合约	4,482.29	2021 年 01 月 01 日	2021 年 12 月 31 日	4,482.29						

雪球牌务小资

主要投资闻泰科技和三安光电等收益，公司材料套期保值赚 17333 万

固定资产增加较多，由 190 亿元增加到 311 亿元，增加部分来自于在建工程转固定投资、收购，尤其是收购所增加的固定资产。去年格力投资的不少基地，我估计有几十亿投资下来的，但是这里格力去年的固定资产增加长 3%。

负债部分，应付票据、应付账款、合同负债都有所增加。——产业地位没有太大变化，竞争力仍在。

目前原材料还是高位区域，原材料存货增加说明囤了不少货包括半成品和成品，公司判断目前材料一时半会下不了。

单位：人民币元

	2021 年末		2021 年初		比重增减
	金额	占总资产比例	金额	占总资产比例	
货币资金	116,939,298,776.87	36.59%	136,413,143,859.81	48.85%	-12.26%
应收账款	13,840,898,802.76	4.33%	8,738,230,905.44	3.13%	1.20%
合同资产	1,151,228,472.63	0.36%	78,545,525.60	0.03%	0.33%
存货	42,765,598,328.01	13.38%	27,879,505,159.39	9.98%	3.40%
投资性房地产	454,854,822.63	0.14%	463,420,861.39	0.17%	-0.03%
长期股权投资	10,337,008,014.57	3.23%	8,119,841,062.14	2.91%	0.32%
固定资产	31,188,726,142.99	9.76%	18,990,525,087.94	6.80%	2.96%
在建工程	6,481,236,333.38	2.03%	4,016,082,730.07	1.44%	0.59%
使用权资产	14,603,282.99	0.00%	38,952,103.28	0.01%	-0.01%
短期借款	27,617,920,548.11	8.64%	20,304,384,742.34	7.27%	1.37%
合同负债	15,505,499,178.75	4.85%	11,678,180,424.65	4.18%	0.67%
长期借款	8,960,864,258.30	2.80%	1,860,713,816.09	0.67%	2.13%
租赁负债	3,313,452.52	0.00%	9,410,352.55	0.00%	0.00%

境外资产占比较高

雪球·佛系小资

下面仔细看报表存货增加了 149 亿，预付款项增加了 16 亿。再细看存货，原材料只增加了 15 亿，产成品增加了 120 亿。最终原因找到了，格力现金流减少的原因主要是产成品的增加。

项目	期末余额		
	账面余额	存货跌价准备或合同履约成本减值准备	账面价值
在产品及合同履约成本	1,974,184,596.76		1,974,184,596.76
产成品	27,845,565,162.22	1,296,652,950.63	26,548,912,211.59
开发成本	4,073,114,036.86		4,073,114,036.86
合计	44,906,569,971.15	2,140,971,643.14	42,765,598,328.01

（续表）

项目	期初余额		
	账面余额	存货跌价准备或合同履约成本减值准备	账面价值
原材料	8,959,268,217.85	388,954,526.10	8,570,313,691.75
在产品及合同履约成本	2,046,139,363.33		2,046,139,363.33
产成品	15,761,579,871.16	108,259,680.25	15,653,320,190.91
开发成本	1,609,731,913.40		1,609,731,913.40
合计	28,376,719,365.74	497,214,206.35	

雪球·佛系小资

再解释；格力电器库存增加较多，相对于 2020 年增加了 130 亿；不过按照营业收入来看，产成品大约占据营业收入 15%。可见，2021 年还比较艰难，当然总体库存尚处于合理范围之内。

目前还不知道产成品这么巨大增加的原因是什么？一部分原因格力现在自建渠道库存自己囤，但是看增加这么猛，是不是接下去旺季时候准备打干一场？还是因为公司判断原材料要暴涨，格力提早布局，降低这块的成本？ 也有可能 21 年那么困难的情况下，格力把钱拿去帮扶供应链企业了而已，我们看到到了 22 年一季度就恢复正常了。

去年收购格力钛，亏损！

单位：人民币元

被投资公司名称	主要业务	投资方式	投资金额	持股比例	资金来源	合作方	投资期限	产品类型	截至资产负债表日的进展情况	预计收益	本期投资盈亏	是否涉诉	披露日期（如有）	披露索引（如有）
格力钛新能源股份有限公司	新能源技术研发、锂离子动力电池和储能电池的生产销售	收购	1,828,275,113.56	30.47%	自有	无	长期	新能源汽车、锂离子电池、储能产品等	完成	-	-126,989,002.82	否	2021 年 08 月 31 日	格力电器：对外投资暨关联交易的公告（2021-060）
合计	-	-	1,828,275,113.56	-	-	-	-	-	-	-	-126,989,002.82	-	-	-

3、报告期内正在进行的重大的非股权投资情况

雪球：佛系小资

截至购买日 2021 年 10 月 31 日，格力钛新能源归属于母公司所有者的可辨认净资产公允价值为 1,215,497,529.64 元，相应可辨认净资产公允价值经中联资产评估集团有限公司评估。

这里说一下去年格力收购格力钛后 18 亿元，格力就 4 亿，董总个人亏损 2.26 亿，其他人共亏损约 7.1 亿。格力只需要承担 30%股份的亏损和收益。我个人估计不排除格力钛今年要准备正增长了。

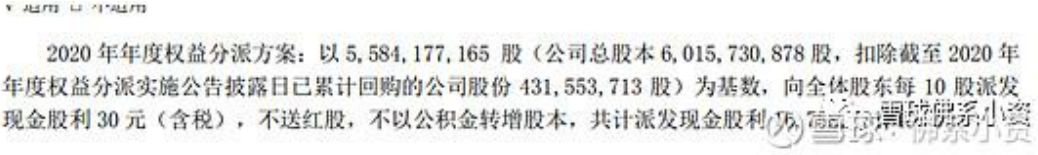
21 年的返利提了大概 31.39 亿的返利，按照净利润率 12.5%来算，贡献的利润大概是在 3.9 亿上下。

37、 其他流动负债

项目	期末余额	期初余额
维修费	1,913,804,227.53	1,893,012,124.81
销售返利	52,669,278,982.00	55,808,250,764.80
未终止确认的商业票据支付义务	852,128,009.63	4,588,589,780.94
待转销项税	1,925,767,413.76	1,469,269,506.13
短期应付债券【注】	4,048,840,948.73	
其他	1,004,287,682.55	623,132,106.86
合计	62,414,107,264.20	64,382,254,283.54

雪球：佛系小资

我非常认同格力的文化依旧发展战略目标，立足家电行业，稳步拓展智能装备、精密模具、新能源、半导体、核心零部件等新兴产业，打造更具竞争力的多元化、科技型全球工业集团。继续深耕国内市场，深化数字化渠道营销服务网络建设，拓展商用领域业务布局，扩大光伏（储）空调、储能产品、智能装备、精密模具、特种压缩机、高端电机等产品销售规模，同时把握好“一带一路”建设机遇和大湾区区位优势，提升品牌国际竞争力。



2020 年年度权益分派方案：以 5,584,177,165 股（公司总股本 6,015,730,878 股，扣除截至 2020 年年度权益分派实施公告披露日已累计回购的公司股份 431,553,713 股）为基数，向全体股东每 10 股派发现金股利 30 元（含税），不送红股，不以公积金转增股本，共计派发现金股利 [illegible]

今年的分红真的大超我的预期，我还以为今年年报分红每股分 1.3 元以上不得了，结果直接分 2 元，格力董明珠以及管理层们还是靠谱的，一直倡导理念赚公司分红钱，靠分红回本。其实现在高分红也是计划里的事情，公司的管理层以及高瓴资本等他们也需要高分红。



本报告期利润分配及资本公积金转增股本情况

√ 适用 □ 不适用

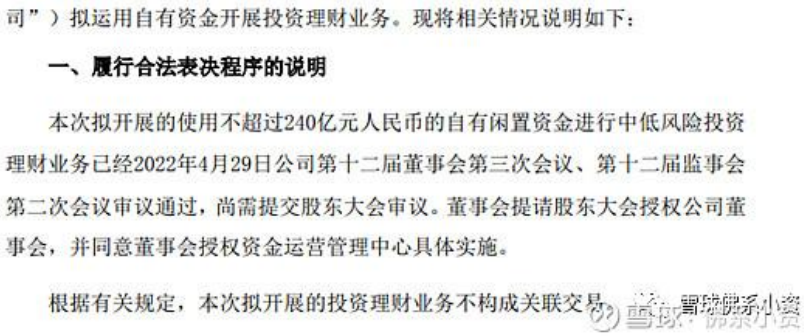
每 10 股送红股数（股）	0
每 10 股派息数（元）（含税）	20.00
分配预案的股本基数（股）	5,536,677,733
现金分红金额（元）（含税）	11,073,355,466.00
以其他方式（如回购股份）现金分红金额（元）	21,817,510,524.13
现金分红总额（含其他方式）（元）	32,890,865,990.13
可分配利润（元）	60,491,410,176.15

64

按此计算，格力电器现金分红总额将为 110.74 亿元，占其 2021 年净利比例为 48.01%。中期分红 4 月份刚刚到账，每股 1 元。年终分红每股 2 元，一年之内，总共每股分红 3 元。按照现在股价 31 元，股息率 9%以上。



本次公司拟使用总额不超过 240 亿人民币开展中低风险投资理财业务。公司分了红还有理财的钱，赚的是真的钱。


司”）拟运用自有资金开展投资理财业务。现将相关情况说明如下：

一、履行合法表决程序的说明

本次拟开展的使用不超过240亿元人民币的自有闲置资金进行中低风险投资理财业务已经2022年4月29日公司第十二届董事会第三次会议、第十二届监事会第二次会议审议通过，尚需提交股东大会审议。董事会提请股东大会授权公司董事会，并同意董事会授权资金运营管理中心具体实施。

根据有关规定，本次拟开展的投资理财业务不构成关联交易。

格力目前还有 600 亿可以分红，只能说明地主家非常有钱。

根据草案，担任珠海格力电器股份有限公司董事长兼总裁的董明珠，个人最高认购 3000 万股，你们持续喷，董明珠实际拿了多少？计划 3 千万，董总只认购了 1 千万股，可能是董总现在也缺钱所以高分红这也是有原因的。

前面因为股权激励计划被指利益倾斜，媒体黑子把董明珠管理层黑得不行。激励方案一经披露，“五折行权价”和“不难完成的考核指标”便成为多个股吧、论坛中投资者热议的话题，更有多名投资者表达了“激励条件等于没有”，是否涉嫌输送利益等质疑。网络上媒体很多基本上是收钱黑带节奏。

报告期内董事、监事、高级管理人员在员工持股计划中的持股情况

姓名	职务	报告期初持股数(股)	报告期末持股数(股)	占上市公司股本总额的比例
董明珠	董事长、总裁	0	10,000,000	0.17%

65

雪球·佛系小资

根据年报披露，格力电器董事长兼总裁董明珠在 2021 年从公司获得的税前报酬总额为 1098 万元，比上一年度的 950 万元增加近 150 万元，增速为 15.6%。董明珠也是唯一超过千万元和超过 500 万元的董监高。此外董明珠还直接持有大约 4449 万股（限售 3336 万股），按照每股分红 2 元，她将获得近 8900 万元，两项相加，差不多近 1 亿元。这是她应该得的了，其他上市公司的高管工资都几千万甚至上亿元。

格力年报的股东数才 95 万左右，居然还没有超过 100 万我以为年报股东数要过百万了。洗股东其实也是简单的，什么时候股价大幅度拉升起来，散户股东掉的非常快。

1、公司股东数量及持股情况

单位：股

报告期末普通股股东总数	949,288	年度报告披露日前上一月末普通股股东总数	926,919	报告期末表决权恢复的优先股股东总数（如有）（参见注 8）	0	年度报告披露日前上一月末表决权恢复的优先股股东总数（如有）（参见注 8）	0

持股 5%以上的股东或前 10 名股东持股情况

股东名称	股东性质	持股比例	报告期末持股数量	报告期内增减变动情况	持有有限售条件的股份数量	持有无限售条件的股份数量	质押、标记或冻结情况	
							股份状态	数量
珠海明骏投资合伙企业（有限合伙）	境内非国有法人	15.26%	902,359,632				质押	902,359,632
香港中央结算有限公司	境外法人	11.15%	659,345,659	-465,565,385				
京海互联网科技发展有限公司	境内非国有法人	8.34%	493,140,455					
中国证券金融股份有限公司	国有法人	3.04%	179,870,800					
珠海格力集团有限公司	国有法人	2.87%	169,519,792	-24,376,200				
前海人寿保险股份有限公司－海利年年	其他	0.79%	46,660,192	-13,426,669				
珠海格力电器股份有限公司－第一期员工持股计划	其他	0.78%	46,334,473	46,334,473				
董明珠	境内自然人	0.75%	44,488,492		33,366,369	11,122,123	质押	17,162,750

雪球·佛系小资

珠海格力电器股份有限公司-第一期员工持股计划持股 4633.4473 万股，占流通股比例 0.79%，HHLR 管理有限公司-HHLR 中国基金持股 4339.6407 万股，占流通股比例 0.74%；共有 1 股东增持，阿布达比投资局增持 297.3075 万股，该股东持股占流通股比例 0.48%；



前10名无限售条件股东持股情况			
股东名称	报告期末持有无限售条件股份数量	股份种类	
		股份种类	数量
珠海明骏投资合伙企业（有限合伙）	902,359,632	人民币普通股	902,359,632
香港中央结算有限公司	659,345,659	人民币普通股	659,345,659
京海互联网科技发展有限公司	493,140,455	人民币普通股	493,140,455
中国证券金融股份有限公司	179,870,800	人民币普通股	179,870,800
珠海格力集团有限公司	169,519,792	人民币普通股	169,519,792
前海人寿保险股份有限公司－海利年年	46,660,192	人民币普通股	46,660,192
珠海格力电器股份有限公司－第一期员工持股计划	46,334,473	人民币普通股	46,334,473
HHLR 管理有限公司－HHLR 中国基金	43,396,407	人民币普通股	43,396,407
阿布达比投资局	28,401,951	人民币普通股	28,401,951
中央汇金资产管理有限责任公司	26,291,256	人民币普通股	26,291,256

104

共有 3 股东减持，珠海格力集团有限公司减持 691.97 万股，该股东持股占流通股比例 2.89%，香港中央结算有限公司减持 16171.5817 万股，该股东持股占流通股比例 11.23%，中央汇金资产管理有限责任公司减持 1375.6644 万股，该股东持股占流通股比例 0.45%；

但大股东变化从一季度看到，格力集团，中央汇金资产他们又是重新买，我怀疑他们洗一拨人又是降低成本反复 T。

对于格力这份年报我个人比较满意的，有一些地方还超我的预期，2021 年格力电器空调业务营收为 1317 亿元，同比增长 13.94%，跑赢了行业大市。同时，由于空调业务的增长，使得空调业务营收占比继续提高至 70%，2020 年这一比例为 68.71%今年持续看看，其他板块营收比例能不能稍微提高起来，特别是工业板块这几项业务。

近年，格力电器进行多元化布局，进入智能装备、半导体、新能源等业务领域，从 2021 年财报看，空调业务之外的其他业务虽有不错的增长，但整体业务占比依然很小。2021 年，格力电器收购了格力钛，进一步完善布局公司的新能源产业布局，新增锂离子电池、新能源商用车、专用车等业务领域，构建了涵盖锂电池材料、锂电池、模组/PACK、新能源汽车核心零部件以及下游新能源整车、工商业储能、光伏(储)空调、能源互联网系统的一体化产业链。

格力电器称，目前格力与格力钛的业务关系已理顺并取得了初步成果，包括合作开发了多个高海拔、超低温地区储能系统项目、彼此导入各自的优势产品等，未来将持续推动全面整合和协同发展。



格力 2021 年 1896 亿营收，230 亿净利润，市值 1845 亿。



美的 2021 年 3412 亿营收，286 亿净利润，市值 3994 亿。



海尔 2021 年 2275 亿营收，130 亿净利润，市值 2447 亿。
格力的净利润率是最好的，其实空调是家电行业最好的品类了。时髦的话是个好赛道，格局稳定，国内市场虽然稳定，但出口增长潜力还很大。格力空调的盈利能力最强，美的海尔很多出口销售净利率很低。

分红依然不负众望更是大超我预期，2021 年报每股派息 2 元，加上半年度每股派息 1 元，合计全年每股派息 3 元。

1、合并资产负债表

编制单位：珠海格力电器股份有限公司

2022 年 3 月 31 日

单位：人民币元

项目	期末余额	年初余额
流动资产：		
货币资金	128,735,596,908.28	116,939,298,776.87
拆出资金		
交易性金融资产	296,730,101.31	
衍生金融资产	199,151,862.55	198,773,198.65
应收票据		
应收账款	14,817,031,839.44	13,840,898,802.76
应收款项融资	28,153,333,413.27	25,612,056,693.07
预付款项	3,081,316,278.21	4,591,886,517.34
其他应收款	323,506,179.57	334,161,870.18
其中：应收利息		
应收股利	615,115.33	615,115.33
买入返售金融资产		
存货	42,268,726,915.10	42,765,598,328.01
合同资产	1,066,835,444.36	1,151,228,472.63
持有待售资产		
一年内到期的非流动资产	11,087,463,566.54	11,033,571,932.60
其他流动资产	13,718,375,563.28	9,382,177,587.07
流动资产合计	243,748,068,071.91	225,849,652,179.18
非流动资产：		

雪球：佛系小资

格力电器一季报显示，格力目前货币资金还有 1280 亿元，格力市值只有 1845 亿。你们自己去思考现在格力贵还是便宜，有没有价值。

以 2022 年 4 月 29 日收盘价 31.21 元，计算股息率为 3/(1+31.21)=9.31%。30 元以下的价格估计目前遇不到了，但即使以当前的价格甚至再高一点的价格购买，仍然是一笔挺划算的买卖。



这两年格力不容易的，疫情、渠道改革、原材料涨价、房地产低迷、多元化没大进展，最重要的股价不断下跌等等。回购了几百亿，注销几亿股，分红了几百亿。困难的时期应该差不多过去了。目前这个价格这个业绩还有分红，已经没有什么好悲观的了，有钱便宜时候考虑多买投资才对。

时间	2022/3/30				2021/12/30				2021/9/30			
股东名称	持股总数	持股家数	户均持股数	占总股本比	持股总数	持股家数	户均持股数	占总股本比	持股总数	持股家数	户均持股数	占总股本比
珠海明骏投资合伙企业（有限合伙）	902359632	1	902359632	0.152568155	902359632	1	902359632	0.152568155	902359632	1	902359632	0.15
京海互联网科技发展有限公司	493140455	1	493140455	0.083378652	493140455	1	493140455	0.083378652	493140455	1	493140455	0.081975152
珠海格力电器股份有限公司——第一期员工持股计划	46334473	1	46334473	0.007834088	46334473	1	46334473	0.007834088	525387618	1	525387618	0.087335625
珠海格力集团有限公司	190427792	1	190427792	0.032196938	169519792	1	169519792	0.028661878	176439492	1	176439492	0.029329685
中国证券金融股份有限公司	179870800	1	179870800	0.030411995	179870800	1	179870800	0.030411995	179870800	1	179870800	0.029900074
中央汇金资产管理有限责任公司	26291256	0	#DIV/0!	0.004445244	0	0	#DIV/0!	0	40047900	1	40047900	0.006657196
董明珠	44488492	1	44488492	0.007521976	44488492	1	44488492	0.007521976	44488492	1	44488492	0.007395359
高瓴资本管理有限公司-HCM中国基金	43396407	1	43396407	0.007337329	43396407	1	43396407	0.007337329	43396400	1	43396400	0.00721382
香港中央结算有限公司https://www.wldata.com/hsgt/ss000651	582735557	83	7020910.325	0.098527113	659349659	81	8140069.864	0.111519911	821064476	81	10136581.43	0.136485739
真正的在机构手中的股票	165309137	125	1322473.096	0.027949954	259672443	560	463700.7911	0.043904243	697[illegible]	1175446.51	[illegible]	0.115673254
真正的在散户手中的股票	3240115039	926704	3496.386159	0.547828557	3116340887	949640	3285.061654	0.526[illegible]	[illegible]	887[illegible]	[illegible]	0.517034094
合计	5914469040	926919	6380.783048	1	5914469040	949288	6230.428425	1	6015738878	887991	6774.54037	1

目前机构手上格力股票的确不少，剩下很多在散户钉支户上

格力的目前的经营可以说是总体稳健向好，从 2021 年年报中现金流的大幅降低，看到支出项是巨额的商品采购，毫无意外应该是对大宗原材料进行了备货，这一系列操作，到目前为止，可以说是押对了 2022 的大势，原材料如果 2022 年全年维持高位震荡，那么 2022 年格力的利润指标可能会大幅超常发挥。也随便可以完成业绩考核的双位数目标，看完格力电器的年报和一季报，格力电器估值被低估到令人震惊的程度，真是活久见。

我已经现在满仓躺平的，现在只是拿公司的分红钱。A 股真是价值投资的友好市场，只要活得久，总会遇到难得的机遇，这种企业让我最踏实的地方就是越跌我越买,期待格力电器 2022 的价值回归!

家电三巨头业绩都还是不错的，2021 年业绩基本上就已经是底部了。去年的大宗商品的突然快速增长对家电股的利润挤压本来就很重，接下去大宗商品可能会慢慢回落，今年将作为家电股们的磨底期，而家电股们的业绩也会在未来开始慢慢进行释放。2022 年，格力电器将秉承创新理念打造更具竞争力的多元化、科技型全球工业集团

等我写这篇格力年报分析文章差不多快要凌晨 1 点了，以上观点只是代表我小资个人想法，也有可能屁股决定脑子，投资盈亏自负。

10、解读腾讯 2021 年财报

作者：@顿牛

发表时间：2022-03-27

此前写了几万字复盘腾讯的历史，分析腾讯财报还是头一回。本文分为上下两部分，上半部分介绍如今的腾讯是一家怎样的公司，让不熟悉腾讯的同学快速了解当下的基本面，下半部分解读腾讯 2021 年财报。

一、盘一盘腾讯的家底

多年前，在被问到为什么不喜欢面对媒体时，小马哥说：“不知道怎么跟外界讲述腾讯的故事”。吴小波写作《腾讯传》时，也发出类似的感叹：“腾讯难以定义”。

盘完腾讯的家底，答案逐渐浮出。游戏公司、社交平台、广告公司都不足以形容腾讯，如果一定要用一个词来形容腾讯，“伯克希尔.哈撒鹅”可能更为贴切。

2021 年，腾讯 1.6 万亿资产中，现金资产 4024 亿，经营类资产 4308 亿，对外投资 7792 亿（已扣除分红的京东），对外投资资产占了腾讯总资产的 48%。

腾讯简化资产负债表

单位：亿元人民币

资产	类现金资产	现金及现金等价物	2999	4024
		持有待分配资产（京东）	1025	
	对外投资	联/合营公司投资	3232	7792
		以公允价值计量的金融资产	4531	
		其他金融资产	29	
	经营类资产	实物类资产	1075	4308
		应收账款、预付款项	1519	
		无形资产	1714	
	资产合计		16124	16124
负债	有息负债	借款	1559	3015
		长期票据	1456	
	应付	长期应付款	100	2826
		应付账款	1701	
		应付股息	1025	
	其他负债	其他	1516	1516
	负债合计		7357	7357
净资产	净资产合计		8767	8767

制表： 顿牛

雪球：顿牛

从小企鹅到伯克希尔.哈撒鹅的蜕变之路始于 2010 年。

2010 年 11 月 11 日，正值腾讯成立 12 周年纪念日。庆典结束后，马化腾给全体员工写了一封邮件，说道：“过去，我们总在思考什么是对的。但是现在，我们要更多地想一想什么是能被认同的”——这是 3Q 大战给马化腾最大的启示。3Q 大战让马化腾意识到，互联网行业对腾讯的敌对看法已经到了非解决不可的程度，解决的办法就是开放。由此，腾讯从过去“一直在模仿从来不创新”、“走自己的路让别人无路可走”的零和战略，逐渐张开怀抱，让资源和资本走出去，和互联网各个细分行业的优秀企业携手，共同成长。

“被认同”既是精神需求，也生存策略，2020 年，想必“对钱没兴趣”的老马对这句话颇有感触。

从腾讯对外投资占比，我们可以清晰地看到腾讯的这一转变。



雪球：顿牛

腾讯的对外投资，大体可分成如下 4 类：**①附属公司；②联/合营公司；③、以公允价值计量且其变动计入损益的金融资产；④以公允价值计量且其变动计入其他全面收益的金融资产；**

①、附属公司很容易理解，即控股子公司，完全并表。

②、联/合营公司，指的是不控股但有重大影响的公司。联营公司和合营公司的区别是控制力不同，联营公司无控制权，合营公司无单独控制权（否则就是子公司），但可以通过联合其他股东共同控制。可以理解成对合营公司的控制力高于联营公司。联/合营公司对应 A 股财务准则中的长期投资，资产以账面成本计量，利润/亏损和分红按持有比例并入利润表。

③、以公允价值计量且其变动计入损益的金融资产。大抵可以理解成你的股票账户，资产价值变化体现在当期损益表，即《综合收益表》。

④、以公允价值计量且其变动计入其他全面收益的金融资产。跟③类似，但资产价格变动不计入《综合收益表》，而是计入《综合全面收益表》。《综合全面收益表》是第四张报表，它与《综合收益表》的区别是：《综合收益表》主要体现经营成果，《综合全面收益表》则包含了经营成果和投资成果。有人可能有疑问，为什么要两张收益表？因为以公允价值计量的金融资产价格波动很大（比如这一年来中概股），如果这些变动实时体现在利润表中，那么企业财报的业绩波动很大，投资者难以观察真实的经营情况。因此用《综合全面收益表》观察企业的经营成果，用《综合全面收益表》补充观察企业的投资成果。

有人统计过，腾讯是全球第二大投资公司，排名第一的是大名鼎鼎的伯克希尔.哈撒韦，二三四分别是腾讯的大股东 Naspers、高盛、软银。这个排名本人略有怀疑，应该不是全口径的，可能是以风险投资为口径，但也足以证明腾讯的投资规模确实很大。

二、腾讯的主营业务



腾讯的投资并非以单独的财务投资为导向，而是以产业完整度为导向，围绕主营业务展开，缺啥补啥。

腾讯的主营业务分为三大块**①增值服务、②网络广告、③金融科技及企业服务。**

①、增值服务。基本上直接向用户收费的业务都囊括其中，如：游戏、视频会员、数字音乐、虚拟道具、各种会员、直播打赏等。

增值服务是腾讯的基本盘，这个提法来源于电信时代，最早分为移动/电信增值服务和互联网增值服务，2013 年起统称增值服务。2021 年增值服务增收 2916 亿，其中游戏 1288 亿，占比 44%，说腾讯是一家游戏公司，便是这么来的。

②、网络广告。所有卖屏幕位置的业务都可归为此类。包括微信公众号广告、朋友圈广告、视频广告、腾讯新闻广告等。

腾讯流量最大的 APP 是微信，然而微信对广告的投放一直非常克制，这部分业务增长速度相对较慢。近几年我们能够感受到微信广告位在增加，包括朋友圈、公众号等。

③、金融科技及企业服务。基本上 2B 业务都囊括其中，如：支付、云计算、企业服务等；

腾讯 2018 年起开始在财报中披露金融科技及企业服务，这块业务是腾讯未来的战略重心和增长引擎，目前处于密集投入期。

三、不理想的 2021

介绍完腾讯的家底，可以开始看腾讯 2021 年财报了。

2021 年，腾讯营收 5601 亿，同比+16%，归母净利润 2248 亿，同比+41%，看起来似乎不错。

然而，经“非国际财务报告准则经营盈利调整”后，归母净利润为 1238 亿，同比+1%。

这个“非国际财务报告准则经营盈利调整”相当于 A 股上市公司的“扣非净利润”。

“扣非”的“非”指的是不是经常发生的，今年有来年不一定有。我们还原一下“扣非”过程：

归母净利润 2248 亿+股权激励成本 301 亿-投资收益 1667 亿+无形资产摊销 108 亿+减值准备 255 亿+共同富裕计划及其他 22.4 亿-所得税影响 31 亿=扣非归母净利润 1238 亿。

二者的主要差别是 1667 亿的投资收益。这 1667 亿包含“视同处置收益”1181 亿(780 亿的京东处置收益、38 亿的私有化搜狗收益、其他处置/视同处置收益 302 亿等）、公允价值变动收益 474 亿等。

所谓**处置收益**，指的是卖出后一次性把卖出价和成本价的差额计入利润。

所谓**视同处置收益**，并没有实际卖出，分两种情况：

①、某项投资本来以成本计价（比如联营公司），股价变动不计入收益，但由于变更会计科目，则该项投资的公允价值和成本之间的差额一次性计入利润。

比如腾讯对京东集团的持股以成本价 390 亿元放在联营公司中，京东每年的利润按持股比例计入腾讯的损益表，但过去京东股价的变化不体现在腾讯报表上。此次京东股票用来分红后，腾讯持股比例下降，因此将京东这笔投资的会计科目从“联营公司”调整为“以公允价值计量且变动计入全面收益的金融资产”，这一变动就需要将京东股价变化的收益一次性计入利润表。

②、持股比例变动导致的净资产增加。举个例子：投资者 A 持有 X 公司 30%股份，因发展需要，X 公司引入 B 股东。引入 B 后，A 原来的持股需要分一部分给 B，B 新增的资金也有 A 的一部分，于是 A 的财报上对 X 持股的净资产增加了，增加的部分就叫“视同处置收益”，知道这个道理就好，没必要深究算法。

“扣非”后，腾讯 2021 年主营业务利润原地踏步，从公布年报后腾讯的股价可以看出，投资者不太满意。那么，问题出在哪里?

四、业绩不理想的原因

腾讯 2021 年 4 季度营收 1442 亿，同比+8%，归母净利润 950 亿，同比+60%，看起来也不错。

然而，经“非国际财务报告准则经营盈利调整”后，归母净利润为 249 亿，同比-25%，**2021 年利润降幅主要集中在 4 季度。**

根据财报表述，大体有如下原因：

①、增值服务

按官方披露，下滑主要原因是本土游戏受未成年人保护措施限制，2021 年未成年人游戏时长同比减少 88%，未成年人付费同比减少 73%。看数字不小，**但我认为这不是主要原因，未成年人减少的这部分时长和付费只占 0.9%和 1.5%，绝对值可以忽略不计。网易 2021 年游戏营收也有显著增长，可见对未成年人游戏时长的控制并非主因，更核心的原因可能是游戏老化**，新游戏版号迟迟未发放，青黄不接。新版号发放只是时间问题，随着新版号的发放，游戏应该能重拾增长。按管理层的说法，预期 2022 年下半年全面消化不利影响，重拾增长。基于对管理层归因的不认可，因此本人对这个预期的时间不置可否。

值得一提的是，国际手游表现亮眼，将在第五部分介绍。

②、网络广告

上半年增长强劲，但下半年大幅放缓，财报中认为原因是在线教育、房地产、保险企业广告投放减少，以及监管限制开屏广告。我不太认可这个说法，宏观和监管的影响是全局性的，2021 年微博广告收入同比增长 30%+，头条，哔哩哔哩也有增长。

个人认为腾讯广告增长放缓的核心原因是短视频平台对用户时长的争夺，使得微信朋友圈、腾讯新闻、长视频等场景使用时间被挤占。这部分的影响实际上已经持续多年，腾讯在短视频赛道几经尝试都没能止血。目前看来视频号尝试最为成功，但不能过于乐观。按方丈的说法，视频号只是微信总流量里面重新分配，相当于公众号的视频版，最终很难动摇抖音快手。

但我也不悲观，**在腾讯的历史上，经常有后发制人的成功案例。**举两个例子：腾讯在电商上曾经有过巨大的投入，最终败北。时隔多年，在阿里巴巴拿着望远镜也找不到对手之后，腾讯硬是扶持京东和拼多多让淘系方寸大乱；互联网从桌面转向移动端之初，微博横空出世，一时让马化腾万分焦虑，担心社交的霸主地位在移动时代被瓦解，然而在

微博领跑了一年多的情况下，通过微信一举赶超。So，短视频领域还不能说腾讯完全没有机会。

③、金融科技及企业服务

此部分业务 2021 年营收 1722 亿，增长 34%。增长主要来源于支付金额的增加、传统行业数字化和合并易车的收入。云计算业务毛利较低，还处在大规模投入阶段。只要腾讯能保住中国云计算前二的位置，未来高速增长便确定无疑。

④、合/联营公司亏损

2021 年合/联营公司扣非后亏损 10 亿，2020 年该数字为盈利 67 亿，亏损主要原因为美团对社区零售的大额投入和滴滴的亏损。

⑤、成本上升

2021 年营收增长 16%，成本增加 21%。4 季度营收同比增长 8%，成本同比增加 15%。成本上升的主要原因是交易成本、云服务部署和带宽投入成本的增加，以及金融科技服务占比的提升（这部分毛利低）。

以上 5 点，除了受短视频平台分流有一定的持续性，其他都是阶段性困难或现象，总会过去的。

五、2021 年的亮点

①、视频号人均使用时长及总视频播放量同比增长一倍以上，直播取得重大突破。

②、健康码累计用户 13 亿，累计访问量达 1800 亿次，平均每人访问 138 次。前两年人口普查的时候，腾讯的技术支持也功不可没。

③、国际游戏业务。日活前十的国际手游中，腾讯占了 5 款。2021 年国际游戏业务收入 132 亿，同比增长 34%。这是腾讯投资之外为数不多的出海业务。

④、朋友圈广告有三分之一直接落地到小程序和企业微信。这意味着这部分广告有一定的不可替代性和附加值，拉近了用户与广告主的距离，提升转化率。

⑤、金融科技及企业服务营收高速增长，同比+34%。

六、腾讯的估值贵还是便宜

给腾讯估值可分两部分：**①对外投资+②主营业务。**

①、对外投资

截止至 2021 年 12 月 31 日，腾讯于上市公司投资权益公允价值为 9828 亿。考虑到中概股年后的下跌(约 20%)，再保守一些计算，给该部分估值打 7 折，即 9828*70%=6879 亿。

②、主营业务

腾讯当前市值 3.43 万亿港币，换算成人民币 2.79 万亿人民币，扣掉上述对外投资市值 6879 亿后，主营业务估值后约 2.1 万亿人民币。按 2021 年扣非利润计算，腾讯主营业务市盈率为 17 倍。中国 5 年期定期存款利率和 10 年期国债收益率都不到 3%，市盈率约 35 倍，17 倍的腾讯绝对不能算贵。

但凡对腾讯未来的增长还抱有一丝预期，这个估值都可以算便宜。

以上估值算法未考虑联/合营公司中按成本价计算的非上市公司增值部分，这部分资产有多少，隐含了多少增加收益，我不知道，权当意外惊喜。

我在《此时加入“概”帮 想不赚钱都难》写道：

互联网其实是个二维元宇宙，现实中的一切依然在越来越多地映射在互联网上，大家把越来越多的时间和金钱花在互联网上，即便没有用户红利，互联网的经济规模依然会不断膨胀，正如实体经济也会不断膨胀，背后的原因只有一个——人们生活水平越来越好。

中国网民为互联网产品和服务付费的习惯近十年才有，尚未普及，还有很大的提升空间。打赏、电视会员、音乐会员、阅读会员、这些付费行为，十年前大部分人都没有过，当下还有相当比例的人没有成为互联网的直接付费用户，比如老年人。当我们这一代人老去，依然会为互联网付费，这就是增量。这些付费业务即便和腾讯没有直接关系，微信也依然免费，但是可以提升流量的价值，守着第一流量入口的腾讯，想不赚钱都难。

以上两段话，是我对中国互联网的乐观，也是对腾讯的乐观。

由于港股财务看得少，有一些财务准则了解不一定准确，纰漏之处，请多包涵，望不吝赐教。

11、小米集团 2021 年 Q4 及全年财报点评

作者：@粮厂研究员 Will

发表时间：2022-03-29

22 年 3 月 22 日晚间，小米集团发布了 2021 年 Q4 及全年的经审计财务数据。这是一份久违的财报，除了 Q3 和 Q4 财报间隔长达四个月以外，还因为在年报前漫长的回购静默期，让小米在前两周的中国科技股暴跌中无能为力。

一、整体情况

2021 年度，小米集团总营收录得 3,283.1 亿元人民币，同比增长 33.5%，调整后净利润 220.4 亿元人民币，同比增长 69.5%，整体略超预期。

其中，2021 年第 4 季度，小米集团营收录得 855.8 亿元人民币，同比增长 21.5%，调整后净利润 44.7 亿元人民币，同比增长 39.5%。



紧随财报，小米董事会也宣布了新的一轮回购计划：“**以不定期按最高总额 100 亿港币于公开市场回购股份。**”

XIAOMI CORPORATION
小米集团
(於開曼群島註冊成立以不同投票股權控制的有限公司)
(股份代號：1810)

自願性公告
有意於市場上進行股份購回

此乃小米集团(「**本公司**」)之自願性公告，旨在向股東及潛在投資者提供有關本公司最新發展之資料。

根據本公司股東(「**股東**」)於2021年6月10日通過的決議案，本公司董事(「**董事**」)會(「**董事會**」)獲授一般授權(「**股份購回授權**」)，購回本公司股份(「**股份**」)，數目不超過本公司於2021年6月10日已發行股份總數10%(「**建議股份購回**」)，該授權將於下列最早者屆滿：(a)本公司下屆股東週年大會結束時；(b)本公司組織章程大綱及細則或任何相關法例規定本公司下屆股東週年大會舉行期限屆滿時；及(c)股東通過普通決議案撤銷或修訂批准股份購回授權之普通決議案所給予授權之日。

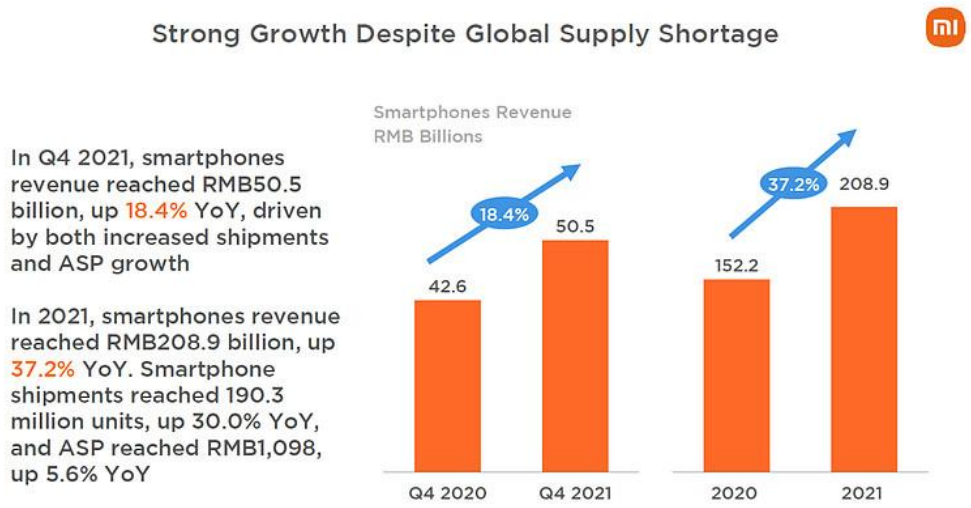
2022年3月22日，董事會正式決議行使上述股份購回授權，以不定期按最高總額100億港元於公開市場購回股份。我們會在符合上市規則的情況下進行購回股份。

我对整体财报业绩是满意的，个人此前预测是营收 3,220 亿和调整后净利 212 亿，收入利润均略超预期；另外，对于新一轮的百亿回购计划，我认为也是雷军和管理层多次提到小米股价低估的知行合一。

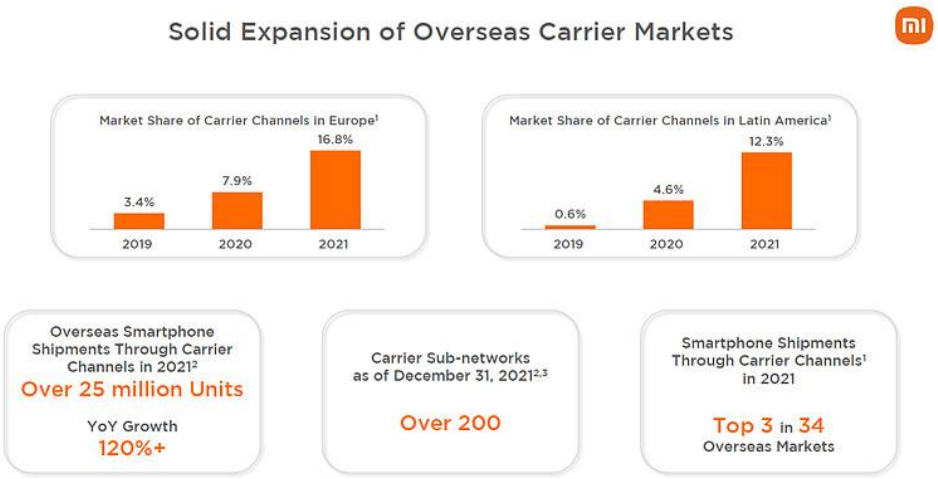
二、智能手机业务

2021 年度，小米集团智能手机业务总营收录得 2,088.7 亿元人民币，同比增长 37.2%；全球出货量 1.903 亿台，同比增长 30.0%；毛利率为 11.9%，较 2020 年 8.7%有所提升；ASP 为 1097.5 元人民币，同比增长 5.6%。

其中，2021 年 4 季度，小米集团智能手机业务营收录得 504.6 亿元人民币，同比增长 18.4%；全球出货量 4,410 万台，同比增长 4.4%；毛利率为 10.1%，较 20 年 Q4 的 10.5%略有下降；ASP 为 1,143.6 元人民币，同比增长 13.3%。



区别于以往，小米本季财报还披露了**海外最重要的销货渠道——运营商合作**的细节：(1) 截止至 2021 年底合作的运营商网络超过 200 个；（2）2021 年通过运营商渠道销售的智能手机超过 2500 万台，增长超过 120%。



首先，**我依然认为出货量、ASP 和毛利率是观察小米智能手机业务的核心指标**，小米在三者之中寻找微妙的平衡：

出货量：（1）小米 2021 年全年智能手机出货量达到 1.9 亿台，即便受到缺芯的影响，依然创下历史最高水平。和其他手机厂商一样，**主要原因在于华为（还有 LG）几乎退出了全球智能手机市场**；（2）小米 21 年 Q4 的实际出货量较 Strategy Analytics 及 Coutnerpoint 公布的 4500 万台略低，全球出货量市占率占比 12%，同比保持不变，但排在苹果（22%）和三星（19%）之后。首要原因是 **Q4 延续小米自 21 年下半年开始遭遇的严重芯片短缺问题**；次要原因是四季度是苹果的出货旺季，连三星都难以正面竞争；（3）小米 2022 年的手机出货量预期是 2.1 亿台（更新后数据），其中预计今年上半年依然将存在芯片短缺的情况，**可能在今年 Q3 首次尝试冲击全球出货量第一。**

客单价（ASP）： 2021 年度全年，小米智能手机 ASP 为 1,097.5 元人民币，其中 Q4 的 ASP 为 1,143.6 元人民币。**纵观上市以来，小米的 ASP 在稳步提升**，分别为 959.1 元（2018 年）、979.9 元（2019 年）和 1,039.8（2020 年）；财报进一步披露，2021 年高端手机销量为 2400 万台，同比增长 140%，占当年出货量比例也上升至 13%。不过，**手机 ASP 整体提升的幅度依然较弱，主要围绕着 1000 元人民币波动（这也是小米财报预测性较强的原因），说明小米的手机产品线组合有进一步优化的空间。**

毛利率：2021 年度全年，小米智能手机毛利率为 11.9%，其中 Q4 的毛利率为 10.1%。首先，2021 年手机毛利率较 2020 年有显著提升的原因，除了要考虑高端手机占比提升，**也需要考虑缺芯造成的手机价格刚性较高**；其次，四季度是消费电子的传统促销旺季，包括中国的双十一、印度的排灯节、全球多个市场的圣诞节。因此，**历来四季度的毛利率（包括客单价）都会因为促销而承压。**

其次，从驱动逻辑的角度，**小米智能手机业务的中国区应当观察线下新零售、荣耀竞争和高端化；全球市场应当观察自研 SoC 的进展。**原因在于：

线下新零售：中国区智能手机的线下/线上出货比例是 7:3，**而小米在中国区的出货是 3:7。**因此，中国区线下市场，尤其是 T4-6 线城市的线下，是小米不能回避的问题。我个人认为，当前的中国区线下新零售来到了拐点，在整体手机市场萎缩和消费疲软的前提下，**只有效率和数字化更高的渠道可以胜出，而传统的压货模式可能面临问题。**

荣耀竞争：荣耀在 2021 年度的强劲复苏给小米能否持续抢占华为市场份额打上了问号，**这种影响更多是作用于投资者情绪和用户品牌认知上。**原因是荣耀 2021 年出货量只有 6000 万台，且几乎没有国际市场存在感（运营商的合作落地需要时间）；2022 年荣耀的出货量预测最高也只有 9000 万，同时赵明也明确没有 SoC 和造车计划。因此，荣耀无论在短期全球出货量，还是中长期公司竞争力上，**都暂时看不到对小米的实质打击**；但是小米在高端之路上，荣耀（以及背后华为的影子）是绕不开的对手。

高端化：高端化的重要性不言而喻，**前五的手机厂商都寄希望于通过高端化完成出货量、ASP 和毛利率的 triple strike（即对标苹果）**，但事实情况是除了苹果，没有人抢到了华为让出的份额，小米 Mix、Oppo Find、Vivo Nex 在去年都难言成功。因此，整个安卓阵营的玩家今年面临的共同选择是，还要不要继续高端化？小米给出的答案是肯定的。除了期待今年的小米 Mix 系列以外，**我们也可以观察 Redmi 品牌对于 ASP 的贡献**（3 月 17 日发布的 K 系列起售价已经从 1999 元提高至 2399 元）。

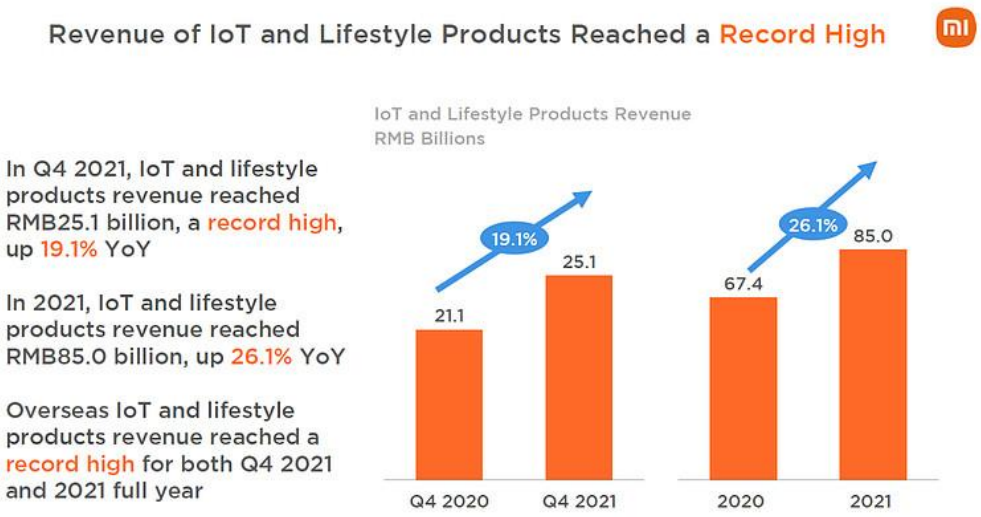
SoC 芯片：SoC 芯片更是老生常谈，除了技术和战略重要性以外，SoC 对于全球市场的格局亦有影响。**具体而言，SoC 芯片的存在可以直接改变小米和芯片厂商的谈判地位**（传闻高通曾劝说小米放弃研发 SoC，可以给予相当的芯片价格折扣），否则小米在 2021 年可能不会受到如此严重的缺货影响（小米 21 年的手机出货量数次下调）。

对于以上四点驱动逻辑的实现节点，我在 2022 年小米集团的展望文章中都有详细分析，核心结论是：**这些驱动逻辑在 2022 年依然需要补课，可能在 2023 年迎来重大的进展及突破**，在财报分析里也不再赘述。当然，这些驱动逻辑最终仍会落实到出货量、ASP 和毛利率这三项核心指标上，大家可以在未来的季度财报里持续关注。

三、IoT 业务

2021 年度，小米集团 IoT 业务总营收录得 850 亿元人民币，同比增长 26.1%；毛利率为 13.1%，较 2020 年 12.8%有所提升。

其中，2021 年 4 季度，小米集团 IoT 业务总营收录得 251 亿元人民币，同比增长 19.1%；毛利率为 13%，较 2020 年 12.1%有所提升。

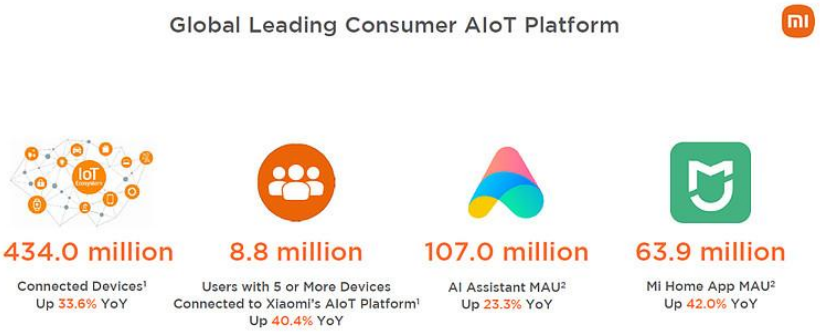


我在 2020 年 Q4 的财报点评里批评过 IoT 业务，20 年 Q4 的 IoT 业务同比增长只有 8%，毛利率下滑 2.1%，甚至电视和笔记本收入同比下滑 10.1%。

然而，**自 2021 年 Q1 张峰接手电视和大家电以来，整体情况有了明显好转**：（1）2021 年在全球电视出货量下滑的情况下，小米电视出货量逆势增长达 1230 万台，连同 ASP 增长，电视收入同比增长 25%；（2）大家电品类（空冰洗）2021 年收入同比增长超 60%。**这说明了小米管理模式的良好韧性，能够理性看待错误，并迅速改正。**

关于造车（当前我还是认为是一个大号 IoT 产品），小米集团在财报里进一步披露了进展：截至当前，**小米汽车业务研发团队规模已经超过 1000 人**，未来将继续自动驾驶、智能座舱等核心领域的研发，并且保持 2024 年上半年量产的预期。

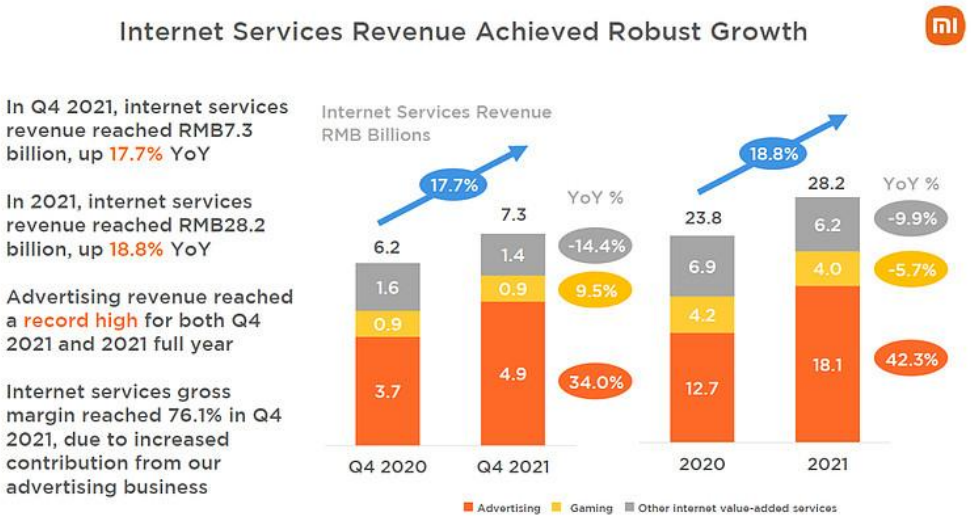
最后，IoT 长线指标角度，根据财报披露，MIUI 用户 5.09 亿（同比增长 28.4%）；IoT 连接数量 4.34 亿台(同比+33.6%)、超过 5 个 IoT 设备用户数量 880 万(同比+40.4%)、小爱助理 MAU1.07 亿（同比+23.3%）、米家 APP MAU6390 万（同比+42%），基本都处于正常增长的区间。



四、互联网业务

2021 年度，小米集团互联网业务营收录得 282 亿元人民币，同比增长 18.8%，全年广告业务增长 42.3%，游戏业务同比增长 9.5%。

其中，2021 年第 4 季度，小米集团互联网营收录得 73 亿元人民币，同比增长 17.7%，毛利率创单季历史新高 76.1%，广告业务同比增长 34%，游戏业务下降 5.7%。



在观察了数个季度小米财报后，**我的个人判断是小米的互联网变现更加克制**（这一点体现在 ARPU 上），原因有以下三点：

（1）可控的互联网利润至关重要：小米财报的利润绝大多数来自于互联网企业，因为硬件的综合净利润率不能超过 5%，本季财报披露的 2021 年实际硬件利润率只有 2%。因此，相比起美团或拼多多，**稳定且可控的互联网利润增长对于小米的业绩表现更加重要；**

（2）不再纠结硬件还是互联网：如果大家梳理近期的公开信息，会发现小米已经很久没有宣传自己是互联网公司了，取而代之的是强调自己是智能制造企业，例如智能工厂和新能源汽车。**因此，抛开“硬件 vs. 互联网”的心魔，小米可以更加灵活的定义自己的未来；**

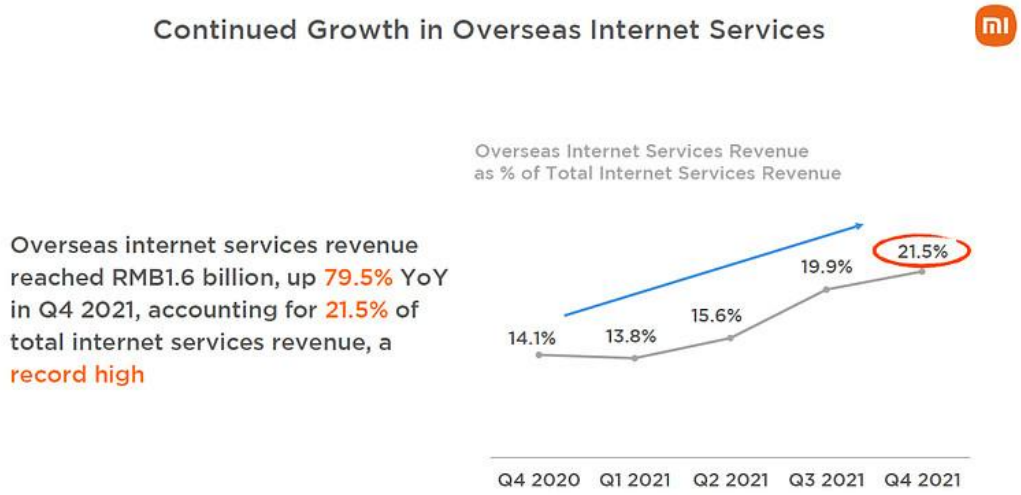
（3）互联网监管不确定性：由于众所周知的互联网监管事件，**小米对于互联网业务的探索（无论模式还是规模）也变得更为谨慎**，很多传统的互联网模式可能会就此消失在历史长河中。一个很有意思的细节是，小米虽然拥有科技企业中最全面的金融牌照，但却将金融业务归类在互联网业务的 Other 里，在财报里也几乎没有提及。

五、海外业务

2021 年度，小米集团海外营收录得 1,636 亿元人民币，同比增长 33.7%，占总收入比例为 49.8%。

其中，2021 年第 4 季度，小米集团海外营收录得 416 亿元人民币，同比增长 23.4%，占总收入比例为 48.7%。

小米集团在本季财报里也单独披露了海外互联网业务的情况：（1）2021 年海外互联网收入 50 亿元，整体互联网收入占比达 17.8%；（2）2021 年 Q4 海外互联网收入 16 亿元，同比增长 79.5%，整体互联网收入占比达 21.5%。



由于近期的地缘危机和反全球化趋势，很多投资者对小米的海外业务都持怀疑态度。小米全球业务的巨大潜力已经分析了很多次，**我再简单说一下全球业务的必要性：**

首先，全球业务可以对冲区域风险。最典型的例子是，2020 年新冠疫情暴发，**小米通过在国家区域和产品条线上的分散对冲，在 20 年每个季度都保证了健康良好的营收利润增长**，这是很多制造企业不能达到的。再例如，在中国区对于互联网业务严格监管的背景下，**小米全球的互联网业务并没有受到影响，相反呈现诸多亮点**，例如印度区的 Fintech 业务。

其次，智能手机业务必须依赖全球。首先看两个数字（1）Strategy Analytics 对 2022 年全球智能手机出货量的增长预期只有 1%；（2）中国信通院数据 1-2 月中国区手机整体出货量下降 22.6%。撇开量化的角度，**中国区原本已经内卷无比的市场还需要进一步承担经济消费下滑的压力，但全球市场仍能寻找到很多待开发的蓝海市场**，例如非洲、南美，甚至小米完全没有触及的北美（这也是荣耀迫切想重回国际市场的原因）。题外话，我觉得小米汽车未来区别于蔚小理的重要竞争优势也在于海外市场。

因此，我不认为小米全球业务趋势不会扭转，**2021 年也看到了小米在更加成熟地应对全球管理的不确定性：**

首先，小米集团布局了多个全球工厂，包括印度、孟加拉国、土耳其、阿根廷等，在降低制造成本（人工和运输）的同时，可以深度绑定当地政府（提供就业和税收），**并且对冲供应链的不确定性，保证全球出货量的稳定。**

其次，优秀的危机公关能力，近期具有代表性的是美国军事清单事件、立陶宛手机隐私事件和印度专利税收事件。值得注意的是，本次财报在“或有事项”部分也披露了印度税收事件进展，基于外部专业意见和管理层评估，认为小米集团会承担罚款的概率很小，因此没有计提相关损失（该事项需要继续关注）。

最后，说说大家关心的俄罗斯市场：（1）美国商务部工业及安全局（BIS）发出的高科技产品制裁主要针对俄罗斯政府、军事和情报部门，**并没有限制民用产品（包括消费电子）**，三星也已经拿到了美国的相关出口豁免；（2）即便极端事件发生，即民用手机无法在俄罗斯销售，在全球缺芯的大背景下，小米俄罗斯多出来的手机存货（不到 1000 万台）**应该可以很快被其他市场所消化**；（3）汇率风险：卢布一直是汇率波动率很大的货币，过去十年贬值超过 20%是常有的事情，小**米有成熟的财资团队利用衍生品或非金融手段（即转移给上下游）管理汇率风险**，个人觉得不用特别担心。



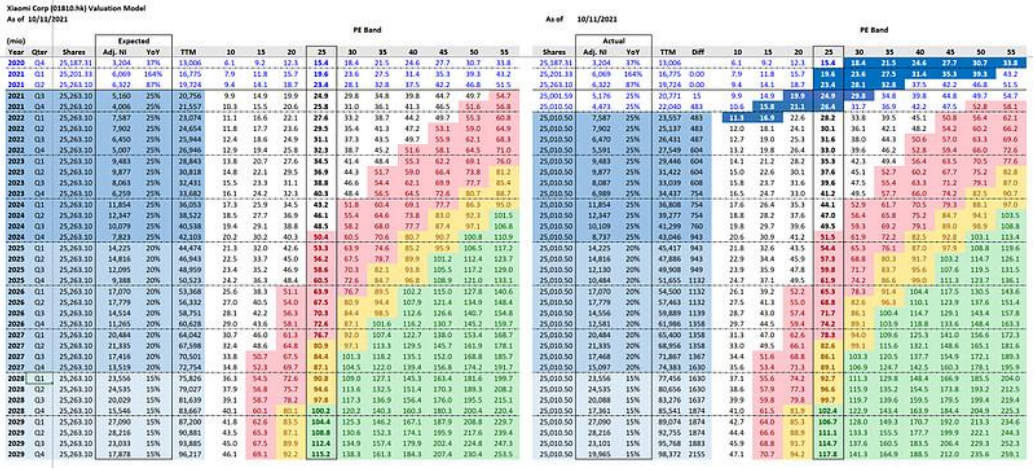
六、估值模型

延续上一季的财报分析文章，我会继续更新以下估值模型：

（1）因为 Q4 超预期表现，2021 年整体调整后净利润 220 亿元，略超左侧 215 亿元；

（2）当前调整后例如 PE 已经低至 13x 区间，如果按照合理的 25x PE 区间，小米股价可以回到 26.4 港币区间（未考虑前瞻性因素）；

（3）同样以 25x 调整后利润 PE 为基准，小米在 24 年 Q4 首次达到 50 港元，27 年 Q2 达到 80 港元，28 年 Q4 达到 100 港元。



Xiaomi Corp (01810.hk) Valuation Model
As of 10/11/2021

(mio)			Expected			PE Band										Actual				PE Band							
Year	Qter	Shares	Adj. NI	YoY	TTM	10	15	20	25	30	35	40	45	50	55	Shares	Adj. NI	YoY	TTM	Diff	10	15	20	25	30	35	40	45	50	55
2020	Q4	25,187.31	3,204	37%	13,006	6.1	9.2	12.3	15.4	18.4	21.5	24.6	27.7	30.7	33.8	25,187.31	3,204	37%	13,006		6.1	9.2	12.3	15.4	18.4	21.5	24.6	27.7	30.7	33.8
2021	Q1	25,201.33	6,069	164%	16,775	7.9	11.8	15.7	19.6	23.6	27.5	31.4	35.3	39.3	43.2	25,201.33	6,069	164%	16,775	0:00	7.9	11.8	15.7	19.6	23.6	27.5	31.4	35.3	39.3	43.2
2021	Q2	25,263.10	6,322	87%	19,724	9.4	14.1	18.7	23.4	28.1	32.8	37.5	42.2	46.8	51.5	25,263.10	6,322	87%	19,724	0:00	9.4	14.1	18.7	23.4	28.1	32.8	37.5	42.2	46.8	51.5
2021	Q3	25,263.10	5,160	25%	20,756	9.9	14.9	19.9	24.9	29.8	34.8	39.8	44.7	49.7	54.7	25,001.59	5,176	25%	20,771	15	9.9	14.9	19.9	24.9	29.8	34.8	39.8	44.8	49.7	54.7
2021	Q4	25,263.10	4,006	25%	21,557	10.3	15.5	20.6	25.8	31.0	36.1	41.3	46.5	51.6	56.8	25,010.50	4,473	25%	22,040	483	10.6	15.8	21.1	26.4	31.7	36.9	42.2	47.5	52.8	58.1
2022	Q1	25,263.10	7,587	25%	23,074	11.1	16.6	22.1	27.6	33.2	38.7	44.2	49.7	55.3	60.8	25,010.50	7,587	25%	23,557	483	11.3	16.9	22.6	28.2	33.8	39.5	45.1	50.8	56.4	62.1
2022	Q2	25,263.10	7,902	25%	24,654	11.8	17.7	23.6	29.5	35.4	41.3	47.2	53.1	59.0	64.9	25,010.50	7,902	25%	25,137	483	12.0	18.1	24.1	30.1	36.1	42.1	48.2	54.2	60.2	66.2
2022	Q3	25,263.10	6,450	25%	25,944	12.4	18.6	24.9	31.1	37.3	43.5	49.7	55.9	62.1	68.3	25,010.50	6,470	25%	26,431	487	12.7	19.0	25.3	31.6	38.0	44.3	50.6	57.0	63.3	69.6
2022	Q4	25,263.10	5,007	25%	26,946	12.9	19.4	25.8	32.3	38.7	45.2	51.6	58.1	64.5	71.0	25,010.50	5,591	25%	27,549	604	13.2	19.8	26.4	33.0	39.6	46.2	52.8	59.4	66.0	72.6
2023	Q1	25,263.10	9,483	25%	28,843	13.8	20.7	27.6	34.5	41.4	48.4	55.3	62.2	69.1	76.0	25,010.50	9,483	25%	29,446	604	14.1	21.2	28.2	35.3	42.3	49.4	56.4	63.5	70.5	77.6
2023	Q2	25,263.10	9,877	25%	30,818	14.8	22.1	29.5	36.9	44.3	51.7	59.0	66.4	73.8	81.2	25,010.50	9,877	25%	31,422	604	15.0	22.6	30.1	37.6	45.1	52.7	60.2	67.7	75.2	82.8
2023	Q3	25,263.10	8,063	25%	32,431	15.5	23.3	31.1	38.8	46.6	54.4	62.1	69.9	77.7	85.4	25,010.50	8,087	25%	33,039	608	15.8	23.7	31.6	39.6	47.5	55.4	63.3	71.2	79.1	87.0
2023	Q4	25,263.10	6,259	25%	33,682	16.1	24.2	32.3	40.3	48.4	56.5	64.5	72.6	80.7	88.7	25,010.50	6,989	25%	34,437	754	16.5	24.7	33.0	41.2	49.5	57.7	66.0	74.2	82.5	90.7
2024	Q1	25,263.10	11,854	25%	36,053	17.3	25.9	34.5	43.2	51.8	60.4	69.1	77.7	86.3	95.0	25,010.50	11,854	25%	36,808	754	17.6	26.4	35.3	44.1	52.9	61.7	70.5	79.3	88.1	97.0
2024	Q2	25,263.10	12,347	25%	38,522	18.5	27.7	36.9	46.1	55.4	64.6	73.8	83.0	92.3	101.5	25,010.50	12,347	25%	39,277	754	18.8	28.2	37.6	47.0	56.4	65.8	75.2	84.7	94.1	103.5
2024	Q3	25,263.10	10,079	25%	40,538	19.4	29.1	38.8	48.5	58.2	68.0	77.7	87.4	97.1	106.8	25,010.50	10,109	25%	41,299	760	19.8	29.7	39.6	49.5	59.3	69.2	79.1	89.0	98.9	108.8
2024	Q4	25,263.10	7,823	25%	42,103	20.2	30.2	40.3	50.4	60.5	70.6	80.7	90.7	100.8	110.9	25,010.50	8,737	25%	43,046	943	20.6	30.9	41.2	51.5	61.9	72.2	82.5	92.8	103.1	113.4
2025	Q1	25,263.10	14,225	20%	44,474	21.3	32.0	42.6	53.3	63.9	74.6	85.2	95.9	106.5	117.2	25,010.50	14,225	20%	45,417	943	21.8	32.6	43.5	54.4	65.3	76.1	87.0	97.9	108.8	119.6
2025	Q2	25,263.10	14,816	20%	46,943	22.5	33.7	45.0	56.2	67.5	78.7	89.9	101.2	112.4	123.7	25,010.50	14,816	20%	47,886	943	22.9	34.4	45.9	57.3	68.8	80.3	91.7	103.2	114.7	126.1
2025	Q3	25,263.10	12,095	20%	48,959	23.4	35.2	46.9	58.6	70.3	82.1	93.8	105.5	117.2	129.0	25,010.50	12,130	20%	49,908	949	23.9	35.9	47.8	59.8	71.7	83.7	95.6	107.6	119.5	131.5
2025	Q4	25,263.10	9,388	20%	50,523	24.2	36.3	48.4	60.5	72.6	84.7	96.8	108.9	121.0	133.1	25,010.50	10,484	20%	51,655	1132	24.7	37.1	49.5	61.9	74.2	86.6	99.0	111.3	123.7	136.1
2026	Q1	25,263.10	17,070	20%	53,368	25.6	38.3	51.1	63.9	76.7	89.5	102.2	115.0	127.8	140.6	25,010.50	17,070	20%	54,500	1132	26.1	39.2	52.2	65.3	78.3	91.4	104.4	117.5	130.5	143.6
2026	Q2	25,263.10	17,779	20%	56,332	27.0	40.5	54.0	67.5	80.9	94.4	107.9	121.4	134.9	148.4	25,010.50	17,779	20%	57,463	1132	27.5	41.3	55.0	68.8	82.6	96.3	110.1	123.9	137.6	151.4
2026	Q3	25,263.10	14,514	20%	58,751	28.1	42.2	56.3	70.3	84.4	98.5	112.6	126.6	140.7	154.8	25,010.50	14,556	20%	59,889	1139	28.7	43.0	57.4	71.7	86.1	100.4	114.7	129.1	143.4	157.8
2026	Q4	25,263.10	11,265	20%	60,628	29.0	43.6	58.1	72.6	87.1	101.6	116.2	130.7	145.2	159.7	25,010.50	12,581	20%	61,986	1358	29.7	44.5	59.4	74.2	89.1	103.9	118.8	133.6	148.4	163.3
2027	Q1	25,263.10	20,484	20%	64,042	30.7	46.0	61.3	76.7	92.0	107.4	122.7	138.0	153.4	168.7	25,010.50	20,484	20%	65,400	1358	31.3	47.0	62.6	78.3	94.0	109.6	125.3	141.0	156.6	172.3
2027	Q2	25,263.10	21,335	20%	67,598	32.4	48.6	64.8	80.9	97.1	113.3	129.5	145.7	161.9	178.1	25,010.50	21,335	20%	68,956	1358	33.0	49.5	66.1	82.6	99.1	115.6	132.1	148.6	165.1	181.6
2027	Q3	25,263.10	17,416	20%	70,501	33.8	50.7	67.5	84.4	101.3	118.2	135.1	152.0	168.8	185.7	25,010.50	17,468	20%	71,867	1367	34.4	51.6	68.8	86.1	103.3	120.5	137.7	154.9	172.1	189.3
2027	Q4	25,263.10	13,519	20%	72,754	34.8	52.3	69.7	87.1	104.5	122.0	139.4	156.8	174.2	191.7	25,010.50	15,097	20%	74,383	1630	35.6	53.4	71.3	89.1	106.9	124.7	142.5	160.3	178.1	195.9
2028	Q1	25,263.10	23,556	15%	75,826	36.3	54.5	72.6	90.8	109.0	127.1	145.3	163.4	181.6	199.7	25,010.50	23,556	15%	77,456	1630	37.1	55.6	74.2	92.7	111.3	129.8	148.4	166.9	185.5	204.0
2028	Q2	25,263.10	24,535	15%	79,027	37.9	56.8	75.7	94.6	113.6	132.5	151.4	170.3	189.3	208.2	25,010.50	24,535	15%	80,656	1630	38.6	57.9	77.3	96.6	115.9	135.2	154.5	173.8	193.2	212.5
2028	Q3	25,263.10	20,029	15%	81,639	39.1	58.7	78.2	97.8	117.3	136.9	156.4	176.0	195.5	215.1	25,010.50	20,088	15%	83,276	1637	39.9	59.8	79.8	99.7	119.7	139.6	159.5	179.5	199.4	219.4
2028	Q4	25,263.10	15,546	15%	83,667	40.1	60.1	80.1	100.2	120.2	140.3	160.3	180.3	200.4	220.4	25,010.50	17,361	15%	85,541	1874	41.0	61.5	81.9	102.4	122.9	143.4	163.9	184.4	204.9	225.3
2029	Q1	25,263.10	27,090	15%	87,200	41.8	62.6	83.5	104.4	125.3	146.2	167.1	187.9	208.8	229.7	25,010.50	27,090	15%	89,074	1874	42.7	64.0	85.3	106.7	128.0	149.3	170.7	192.0	213.3	234.6
2029	Q2	25,263.10	28,216	15%	90,881	43.5	65.3	87.1	108.8	130.6	152.3	174.1	195.9	217.6	239.4	25,010.50	28,216	15%	92,755	1874	44.4	66.6	88.9	111.1	133.3	155.5	177.7	199.9	222.1	244.3
2029	Q3	25,263.10	23,033	15%	93,885	45.0	67.5	89.9	112.4	134.9	157.4	179.9	202.4	224.8	247.3	25,010.50	23,101	15%	95,768	1883	45.9	68.8	91.7	114.7	137.6	160.5	183.5	206.4	229.3	252.3
2029	Q4	25,263.10	17,878	15%	96,217	46.1	69.1	92.2	115.2	138.3	161.3	184.3	207.4	230.4	253.5	25,010.50	19,965	15%	98,372	2155	47.1	70.7	94.2	117.8	141.3	164.9	188.5	212.0	235.6	259.1

模型说明：（1）模型核心逻辑是在给定调整后净利润年化增长率的情况下，预测不同 PE 倍数区间对应的估值；该模型没有预测短期股价的能力，仅作为**小米集团**内在价值参考（2）假设调整后净利润增长率分阶段，其中 2022-2024 年为 25%，2025-2027 为 20%，2028-2029 为 15%，汇率和总股数不变；（3）红色区域是 50-80 块，黄色区域是 80-100 块，绿色区域是 100 块以上；（4）左侧为 2021 年 11 月的预测值，右侧为每次季报后的实际更新值。

七、总结及展望

从我个人投资的角度，三点总结和展望：

（1）本季财报整体表现符合预期，虽然没有惊喜，但在当前脆弱的环境下已经让人满意。本季财报没有改变我持有**小米集团**股票的长期逻辑，无任何需要调仓事项。

（2）当前**小米集团**的股价很大程度上取决于宏观因素（Beta），而非小米的基本面。但是，小米集团当前 13x 的调整后净利润 PE，结合新增的 100 亿回购计划，我个人对小米股价是乐观的。

（3）相比于 2021 年，我更关心 2022 年 Q1 和 Q2 的财务数据，两季将都面临着高基数的问题；雷军和管理层如何在历史最好业绩的基础上，继续交出增长的答卷是我短期较为关心的。

12、沃森生物炼金，疫苗行业独行者

作者：@好公司长期拿

发表时间：2022-04-08

很荣幸受雪球@投资炼金季 邀请写这篇文章，今天从几个方面说说我了解的沃森生物，也希望能够从我的角度带大家了解一下这个企业，这一群疫苗狂热爱好者，我一直在努力尝试让更多人摒弃对沃森生物的偏见，希望更多的长期价值投资者与沃森同行。

今天的内容可能有点长，主要从公司介绍、研发能力、产品管线、行业趋势、盈利水平、认知偏差几个维度来炼一炼沃森这块金砖，以下分享内容仅为企业炼金解读，不作为投资建议，交易需谨慎：

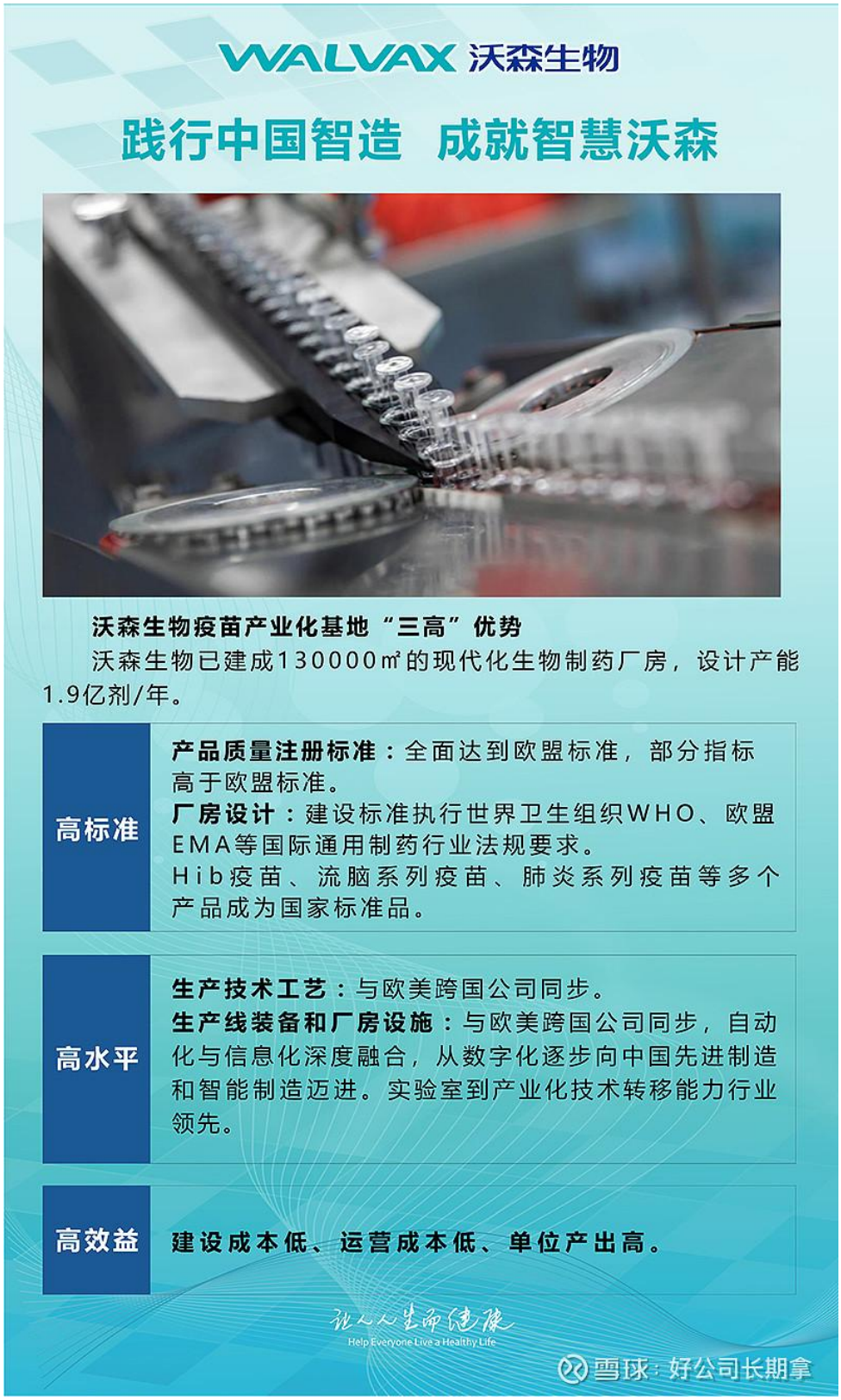
一、《沃森生物的介绍》（**方便不了解的朋友快速了解公司业务和产业化能力。**）

云南沃森生物技术股份有限公司成立于 2001 年，是专业从事人用疫苗等生物技术药集研发、生产、销售于一体的高科技生物制药企业。于 2010 年在创业板上市，是云南省首家在创业板上市的企业。

今年是沃森成立第 21 个年头，公司拥有全球两大重磅疫苗品种 13 价肺炎结合疫苗（传统疫苗辉瑞制药全球销量第一品类）和 HPV 疫苗（传统疫苗默沙东全球销量第二品类），并构建了国内领先的疫苗研发和产业化技术平台，聚集了一大批中西合璧的专业技术和管理人才，获得了一批国家“863 计划”和“重大新药创制”科技重大专项支持，与盖茨基金会等国际著名机构建立了紧密的合作关系。

公司目前投产上市的疫苗品种已达 7 个（10 个品规），分别为 b 型流感嗜血杆菌结合疫苗、A 群 C 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗、A 群 C 群脑膜炎球菌多糖疫苗、ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗、吸附无细胞百白破联合疫苗、23 价肺炎球菌多糖疫苗、13 价肺炎球菌多糖结合疫苗。

- 埃及政府国家免疫规划中流脑二价多糖疫苗的全球唯一供应商
- 中国疫苗行业首家民营企业产品被纳入国外政府国家免疫规划



子公司：玉溪沃森生物技术有限公司（主要子公司）

“玉溪沃森”成立于 2005 年，为云南沃森生物技术股份有限公司控股子公司，位于云南省玉溪市高新技术产业开发区，占地面积 128 亩。已建成现代化疫苗生产厂房，包

括百白破原液车间、分包装中心，流脑疫苗原液、Hib 结合疫苗原液、肺炎疫苗原液车间等。是目前国内符合欧盟标准的现代化生物制药厂，配备大量国际先进的疫苗生产和检测设备，设计年产能可达 3.9 亿剂，已有 7 个产品通过 GMP 认证并投入生产。公司现有员工 1060 人，生产和质量人员占员工总数的 89%，人员的配备符合 GMP 对药品生产企业的要求。公司力争打造成世界级高端疫苗生产基地，成为国际疫苗组织采购大型供应商。

公司现有 b 型流感嗜血杆菌结合疫苗、A 群 C 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗、A 群 C 群脑膜炎球菌多糖疫苗、ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗、吸附无细胞百白破联合疫苗、23 价肺炎球菌多糖疫苗、13 价肺炎球菌多糖结合疫苗七个品种十个品规的产品上市销售。

子公司：玉溪泽润生物技术有限公司（HPV 生产）

“玉溪泽润”于2016年1 月成立于玉溪高新区东风南路83号沃森生物疫苗产业园区，隶属于云南沃森生物控股的上海泽润生物科技有限公司，是一家专门从事新型疫苗研究、开发、生产及销售的现代生物制药企业，目前的主要目标为实现上海泽润生物科技有限公司自主研发的新型宫颈癌疫苗产业化。玉溪泽润投资 3.4 亿元，已建成同时符合中国 GMP 和 WHO PQ 标准的约 18000 ㎡新型宫颈癌疫苗生产厂房，可实现年产双价人乳头瘤病毒疫苗 3000 万支。

玉溪泽润坚持沃森生物“让人人生而健康”的核心理念，致力成为以高端技术平台为基础的新型重组蛋白疫苗生产企业。玉溪泽润现有员工 140 人，是一支具有丰富疫苗产业化经验的生产、质量及工程核心骨干组成的产业化团队。沃森生物就泽润的二价宫颈癌疫苗项目与比尔梅琳达盖茨基金会达成战略合作，产品通过世界卫生组织预认证后将保障一定产能向全球疫苗免疫联盟市场供货。二价宫颈癌疫苗项目上市进程的推进，不仅能够有效解决宫颈癌疫苗依靠进口、售价昂贵的现实问题，较好满足不断增长的巨大市场需求，同时也能够为国内外妇女的健康贡献沃森生物的力量。

子公司：上海泽润生物科技有限公司（HPV 研发）

“上海泽润”成立于 2003 年，位于上海市浦东新区张江高科技园区，为国家重大新药创制项目承担单位和国家高新技术企业。2012 年底，上海泽润被深圳创业板上市公司云南沃森生物技术股份有限公司（沃森生物）收购，成为其控股子公司。2016 年上海泽润成立全资子公司玉溪泽润生物技术有限公司，进行人乳头瘤病毒疫苗（HPV 疫苗）的产业化生产。

上海泽润专注于新型重组人用疫苗的研发和产业化，拥有完整的新型重组疫苗研究与开发团队。现有员工近 130 人，其中硕士和博士比例超过 50%，涵盖基础研究、临床评价、中试研究与生产、技术转移和产业化设计。公司建立了完整的新型疫苗研究与开发

平台，包括酵母重组蛋白/病毒样颗粒（Virus-Like Particle，VLP）技术平台、CHO 重组蛋白表达技术平台、mRNA 疫苗技术平台和新型佐剂评估平台等。

上海泽润疫苗研发产品管线丰富，主要在研产品 HPV 2 已完成 III 期临床试验及产业化，并已于 2022 年 3 月获药监局批准上市；HPV 9 已进入 III 期临床试验准备阶段；重组蛋白新冠疫苗已于 2021 年 7 月启动 I/II 期临床试验，并获得 CEPI 1310 万美元和 815 万美元资助。上海泽润是国内首家获得 BMGF 和 CEPI 资助的民营疫苗企业。此外，若干其他新型疫苗已在进行初期概念验证。公司至今获得 6 项国家重大专项和 16 项上海科研专项资助，拥有国内发明专利 35 项，国际 PCT 发明专利 30 项。

子公司：北京沃森创新生物技术有限公司（九价 HPV、黑猩猩腺病毒新冠、重组蛋白新冠）

“北京沃森”是云南沃森生物技术股份有限公司旗下从事创新型疫苗产业化的生物医药高新技术企业。目前即将建成国际最先进的生物技术尖端制造基地，完成系列三大重磅产品投产上市，打破国外专利疫苗市场垄断，填补国内需求空白，为中国患者提供急需的、物美价廉的高端疫苗产品。同时，借助与国际顶级机构（盖茨基金会、世界卫生组织等）合作的契机，沃森生物将成为国际公益市场大宗采购供应商，为中国疫苗产品走出国门、中国制造走向世界做出贡献。

正在实施三大重磅疫苗产品产业化，其中，九价 HPV 宫颈癌疫苗采用的是重组酵母表达 VLP 类病毒颗粒平台技术，黑猩猩腺病毒载体新冠疫苗采用的是重组腺病毒载体平台技术，重组蛋白新冠疫苗采用的是重组 CHO 细胞表达三聚体蛋白平台技术。三大创新路线技术平台产品的产业化，为后续研发品种推进和企业的创新发展注入了强劲动力。产品上市后可实现数十亿销售额，公司发展前景广阔。

子公司：江苏沃森生物技术有限公司（四价流感）

“江苏沃森”为云南沃森生物技术股份有限公司控股子公司，成立于 2009 年 4 月 27 日，是国内专业从事疫苗等生物药品研发、生产、销售的现代生物制药企业,占地面积 100 亩，土地证为泰州国用（2011）第 17231 号；投入约 3.5 亿元建成了国内领先，并符合欧盟标准的国际一流现代化疫苗生产厂房,共 63257 平方米，同时配备了大量国际先进的流感疫苗生产和检测设备，形成约 6000 万瓶/年的生产分装能力。

根据江苏沃森生物发展规划，公司致力于病毒性疫苗的研究、生产和销售，公司正在按规划有序的推进产品研发和生产任务。2017 年，公司获得国家药品监督管理局批准的“灭菌注射用水”药品注册批件、“4 价流感病毒裂解疫苗”药物Ⅲ期临床试验批件。公司正在规划研发的研发项目包括狂犬病毒疫苗、甲肝疫苗、EV71 疫苗带状疱疹疫苗，水痘疫苗等。同时根据国家对疫苗的战略规划及管控，结合公司发展需要，逐步考虑从市场收购相应的疫苗品种，为公司病毒性疫苗发展注入新的品种。

二、沃森生物的研发能力

公司是国内单体拥有已上市疫苗品种数量最多的企业，在 2020 年全球十大畅销疫苗中，沃森生物是国内唯一拥有五个畅销大品种的疫苗企业，其中 PCV13、PPV23、HPV 疫苗已经实现获批上市，带状疱疹疫苗、流感疫苗两个产品正在研发中。同时公司是国内唯一布局三大新冠技术平台企业，分别布局了 mRNA 新冠疫苗（国内 III 期、海外 III 期）、黑猩猩腺病毒重组新冠疫苗（国内 II 期）、重组蛋白新冠疫苗研发（国内海外 I/II 期）。

公司取得了包括国家高新技术企业、国家认定企业技术中心、国家创新型试点企业、国际科技合作基地、国家高技术产业化示范基地、国家级工程实践教育中心、国家知识产权优势企业等在内的多项国家级科技平台。



沃森在细菌多糖蛋白结合疫苗技术平台、病毒疫苗技术平台、基因工程疫苗技术平台、核酸疫苗技术平台、重组蛋白疫苗技术平台、新型疫苗佐剂研究技术平台、菌毒种技术研究平台、发酵技术研究平台、纯化技术研究平台、制剂技术研究平台等十余项核心技术上具有丰富经验。

- 已获得授权中国发明专利 41 项
- 授权中国实用新型专利 9 项
- 通过 PCT 专利申请途径在多个国家或地区（美国、韩国、俄罗斯、印度、欧盟、墨西哥、印尼、南非等）申请发明专利，并已获得 27 项国际发明专利授权。
- 公司共提交商标申请并获得注册 131 件。
- 2021 年，公司重磅疫苗产品 13 价肺炎球菌多糖结合疫苗发明专利“一种 13 价肺炎球菌多糖-蛋白结合物组合物及其制备方法和应用”荣获 2021 年云南省专利奖一等奖。

沃森非常重视内部的研发人才和管理人才培养

这里我要重点说的是沃森的研发团队，沃森这二十年来，培育了不少“沃二代”，这些人大多都是黄镇董事长和李云春董事长一手带出来的，这些“沃二代”对企业和事业有情感，有情怀，很忠诚，很热爱，人才对沃森来说是很强大的核心竞争力，沃森有一个“沃森学院”，专门用来培育内部人才，充实管理干部队伍，专业担负起培养公司所需要的各个业务领域关键人才的责任。学院具有公司特色的“2345 培训”管理模式，培训项目覆盖了新入职员工、基层员工、中层骨干、高层领导。

沃森学院从 2020 年开始，启动了“沃森生物战略人才工程四大项目”，包含：EMBA 课程、MBA 课程、疫苗科学素养课程和君子人格与管理者修养课程。其中疫苗科学素养班 1 期待课程已于 2021 年 4 月顺利结业，并在 2021 年 9 月开启第 2 期课程；四大项目以学历、岗位及专业性质为基础定制培训课程，不断普及专业知识；推进各部门、岗位之间的协调配合，提升全员素质，提高工作效率与工作质量，促进全员成长；改善管理习惯、提升管理效能，推动公司管理规范化、智能化，凝聚核心竞争力，为实现公司发展战略夯实基础。

三、沃森生物的产品管线

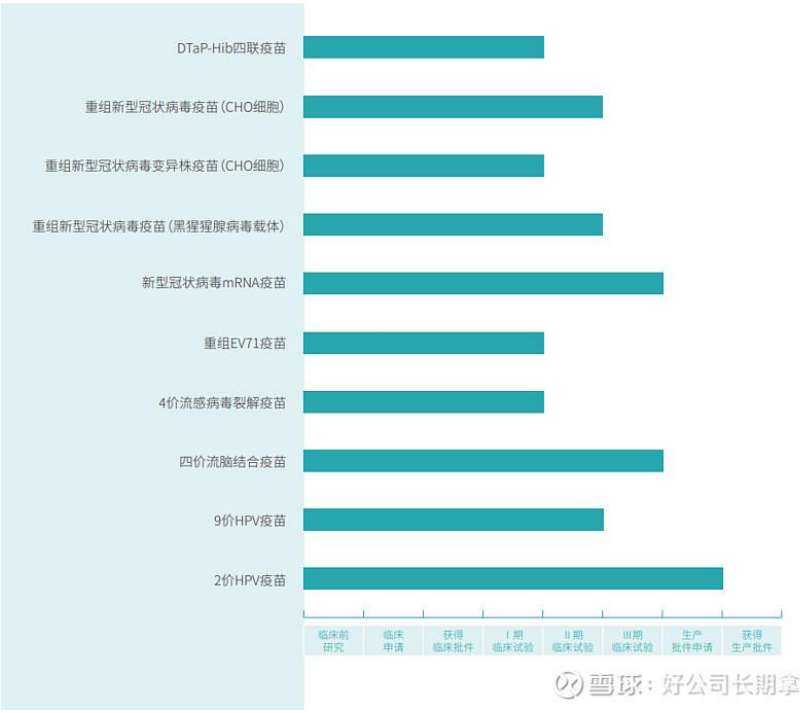
13 价肺炎结合疫苗为全球最畅销疫苗产品之一，沃森生物 PCV13 于 2019 年 12 月 31 日获批，成为继美国辉瑞之后全球第二家、中国首家生产厂商，具有市场先发优势。

已上市 7 大品种

	产品名称	作用与用途	
非免疫规划疫苗（非EPI）	13价肺炎球菌多糖结合疫苗	接种本品后,可刺激机体产生免疫力,用于预防由本品包含的13种血清型肺炎球菌引起的感染性疾病。	
	23价肺炎球菌多糖疫苗	通过接种23价肺炎疫苗以预防因23种血清型引起的肺炎球菌性疾病。	
	b型流感嗜血杆菌结合疫苗	通过接种Hib疫苗以预防b型流感嗜血杆菌引起的相关疾病。	
	A群C群脑膜炎球菌多糖结合疫苗	通过接种AC结合疫苗以预防因A群或C群脑膜炎球菌引起的相关疾病。	
	ACYW135群脑膜炎球菌多糖疫苗	通过接种流脑四价多糖疫苗以预防因相应菌群引起的脑膜炎疾病。	
免疫规划疫苗（EPI）	A群C群脑膜炎球菌多糖疫苗	用于预防A群和C群脑膜炎球菌引起的流行性脑脊髓膜炎。	
	吸附无细胞百白破联合疫苗	用于预防百日咳，白喉，破伤风三种疾病。	

雪球：好公司长期拿

在研产品



雪球：好公司长期拿

研发管线我重点说一下 mRNA 技术平台，这个是目前疫苗技术里最领先的，国内企业也开始陆续布局，这里我推荐大家看一下我前几天转发的一篇文章《国际巨头布局

mRNA》，其实国内正儿八经举全公司之力投入 mRNA 的也就只有沃森生物了，从下面几点可以看一下沃森在 mRNA 研发上国内领先地位：

1、mRNA 研发合作上，沃森最早抓住了国内 mRNA 头部实力企业，艾博生物和蓝鹊生物。

2、mRNA 产业链上下游布局上，沃森优先与生产上游企业金斯瑞生物、近岸蛋白质签署合作以及投资了 siRNA 第一股圣诺生物。

3、mRNA 产学研上，沃森与军科院、复旦大学等国内顶尖科研机构和高校合作，可以为企业未来培养人才。

4、mRNA 产业化合作上，沃森再次体现了生产标准的要求，与国际生产设备头部企业森松合作，实现了国内一系列第一、高标准的 mRNA 生产厂房。

5、生产数字化转型方面，沃森与国际企业霍尼韦尔签署合作，实现疫苗数字化生产转型。

6、mRNA 多国际合作研发，沃森国内外同步进行，国际批准的企业有印尼、菲律宾、墨西哥、尼泊尔，批准就说明二期数据好。

而且沃森是国内新冠疫苗唯一把临床 Ia 和 Ib 期、II 期、III 期、IIIa 和 IIIb 期、海外临床 III 期，国内 18-60 岁和 60 岁以上实验都做了的企业，对安全性要求有多高，且不论这个要求是企业要求的还是国家要求的至少都做了，这就充分体现出一个具有社会责任的企业对生命安全的负责。



说完 mRNA 布局，我们再看看沃森整体上和产业化能力：

1、追加投资至 3.17 亿元建设昆明沃森“沃森生物科技创新中心”，提高创新能力建设。

2、2021 年新设立了 4 家全资子公司，实现产品全产业链业务布局。

3、5.2 亿元建设（子公司泽润生物）重组新型冠状病毒疫苗产业化项目，处于Ⅱ期临床研究阶段，该项目获得 CEPI 两次资助，分别是 1310 万美元和 815 万美元，折合人民币近 1.5 亿元。

4、与蓝鹊生物合作开发流感病毒 mRNA 疫苗、呼吸道合胞病毒 mRNA 疫苗，加大对 mRNA 疫苗布局，与苏州艾博双战线发展。

5、云南玉溪生产基地、北京大兴“北京沃森创新疫苗产业园”项目、昆明科技创新中心项目，产业化准备就绪。

6、与圣诺生物、美国圣诺合作开发针对通用流感病毒的 siRNA 药物，与摩洛哥 MarocVax Sarl 达成 13 价肺炎结合疫苗合作，拓展国际市场、合作空间。

沃森生物致力于通过构建在现代生物制药领域的产业化平台，形成强大的技术、产品转移转 化核心能力，针对国内外市场实施进口取代和全面国际化战略。

1、强化与 WHO、盖茨基金会、CEPI 国际组织合作与交流，推进产品在海外市场的注册和出口，推动全面国际化战略实施。

2、推进二价 HPV 疫苗申报生产和上市工作，加快新冠疫苗、九价 HPV 疫苗、ACYW135 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗、多联疫苗等产品的临床研究和产业化进度，确保产品临床研究和申报生产无缝衔接。

四、沃森生物的行业趋势（高速发展）

沃森生物所处的行业是生物医药行业，医药行业正处于高速发展阶段，特别是新冠病毒出现以后，医药行业发展更加刻不容缓，无论是企业还是国家生物医药技术突破与储备。

2021 年是我国“十四五”规划的开局之年，随着“健康中国行动”的深入推进及人民群众健康观念的不断转变，国家持续加大医药产业的投入，优化药品审评审批程序，我国生物医药产业持续蓬勃发展，自主创新能力显著增强。

近年来，我国医药行业规模不断壮大，成为我国经济的一个重要增长点。根据国家统计局发布的 2021 年统计公报，2021 年，我国国内生产总值（GDP）达 114.4 万亿元，比上年增长 8.1%，GDP 增速在全球主要经济体中名列前茅。2021 年，我国规模以上工业企业实现营业收入 127.92 万亿元，比上年增长 19.4%，实现利润总额 87,092.1 亿元，比上年增长 34.3%，医药制造业实现营业收入 29,288.5 亿元，比上年增长 20.1%，实现利润总额 6,271.4 亿元，比上年增长 77.9%，医药制造业的增速高于规模以上工业企业的增速。

2021 年，在消费结构升级、全国居民人均可支配收入增长、医保体系进一步健全、人口老龄化及三孩政策等多重因素助推下，我国生物医药企业正通过研发国际化、资本国

际化、产品国际化和市场国际化来实现全球资源的有效整合与配置，不断拓展发展空间，加速产业升级。在未来一定阶段内，我国生物医药行业集中度还将不断提升，优势企业将逐步具备与国际医药巨头同台竞技的实力。

中国疫苗行业将实现全面升级。新冠疫情发生后，我国按照五条技术路线部署疫苗研发，包括灭活疫苗、腺病毒载体疫苗、重组蛋白疫苗、减毒流感病毒载体疫苗以及核酸疫苗，国内疫苗企业积极投入资源到新冠疫苗的研发和产业化，目前我国已有灭活疫苗、腺病毒疫苗、重组蛋白疫苗 3 条技术路线的新冠疫苗产品获批上市。新冠疫苗的研发、临床和产业化切实加快了我国疫苗产业在临床前研究、临床研究、产业化能力和国际化等方面追赶国外疫苗巨头的步伐。中国疫苗企业纷纷出海开展新冠疫苗的临床研究和注册工作，并通过成品出口、原液出口和技术许可等方式在数十个国家进行销售，实现了我国疫苗行业走出去的重大突破。我国自主研发的新冠 mRNA 疫苗已进入Ⅲ期临床试验阶段，显示出我国疫苗行业具备较强的自主创新能力。

疫苗产业产能快速增长，产业链配套全面提升。在应对新冠疫情的过程中，我国疫苗行业的整体产能与产业链配套水平也快速提升，根据国务院联防联控机制科研攻关组公布数据显示，目前我国新冠疫苗年产能超过 50 亿剂，同时，与之配套的原辅材料、生产设备、批签发能力和人才队伍等得到了全面提升。

国际化整体进程加快。从全球来看，目前具有疫苗研发与生产能力的国家或地区主要集中在欧美、中国、印度、日本以及印尼、孟加拉国、巴西等综合技术实力较强、人口相对较多的国家和地区。近几年，国内申请 WHO PQ 认证的疫苗企业数量在逐年上升，参与国际竞争的企业和疫苗产品也在不断增加。随着我国疫苗产能的提升，中国正向世界，特别是向发展中国家提供更多安全、有效的疫苗，促进疫苗在全球公平分配和使用。

以 mRNA 技术为代表的新技术平台前景可期。mRNA 技术具有广泛的应用前景，与其他技术相比，其具有递送效率更高、开发周期短、生产成本低等显著优势。据 Nature Reviews DrugDiscovery 发表的关于 mRNA 药物市场分析的文章显示，对 31 家公司的 mRNA 管线进行了梳理，76 款预防性疫苗中，22 款用于预防 COVID-19；32 款治疗性疫苗中，21 款与癌症相关；72 款治疗性药物中，肿瘤（13 款）、罕见病（20 款）、呼吸疾病（17 款）居前。

目前 mRNA 技术相关的药物研发主要集中在预防性疫苗和治疗性疫苗领域。从技术应用上看，除新冠 mRNA 疫苗外，未来 mRNA 技术在呼吸道合胞病毒疫苗、流感疫苗等病毒性疫苗的开发上将有广阔的应用空间。从中长期来看，随着 mRNA 治疗性癌症疫苗和 mRNA 新疗法的成熟，mRNA 技术将给生物医药行业带来新一轮技术变革。

五、沃森生物的盈利水平

公司主要生产和销售的自主疫苗产品为：13 价肺炎球菌多糖结合疫苗（西林瓶型和预灌封型）、23 价肺炎球菌多糖疫苗（西林瓶型和预灌封型）、b 型流感嗜血杆菌结合疫苗（西林瓶型和预灌封型）、A 群 C 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗、ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗、A 群 C 群脑膜炎球菌多糖疫苗和吸附无细胞百白破联合疫苗共 7 个产品（10 个品规）。上述疫苗产品主要用于预防由特定病原微生物感染所引起的相关疾病。

2021 年，公司实现营业收入 34.62 亿元，实现归属于上市公司股东的净利润 4.27 亿元，其中，13 价肺炎结合疫苗实现销售收入 27.46 亿元，较 2020 年同比增长 65.59%，2021 年公司资产达历史新高，公司净利润主要受研发费用提升和公允价值变动的影响，公司 2021 年研发投入金额为 7.54 亿元,资本化研发支出占比为 17.56%，公司持有的嘉和生物股票期末价格下跌，导致公司报告期内公允价值变动收益较上年同期减少 200.30%，据推算 2021 年公司公允价值变动收益约为-2.81 亿元，公司经营性现金流净额约为 7.05 亿元，同比增长 517.62%，公司期末资产 136.7 亿元，同比增长 41.87%，其中货币资金增值 34.43 亿元。



沃森的基本盈利主要看已获批的 13 价肺炎疫苗和二价 HPV 疫苗为看点：

未来 13 价肺炎结合疫苗出海增量值得期待，2022 年 1 月 29 日，公司公告 13 价肺炎疫苗获得摩洛哥药监部门批准上市。此前合作方 MarocVax 预计摩洛哥每年销售量 200 万剂，MarocVax 承诺每年至少达到 80%的预测销售量，合作协议持续 5 年。

2020 年 11 月 17 日，世卫组织发布了《加速消除宫颈癌全球战略》，这是包括我国在内的全球 194 个国家首次共同承诺要消除的一种癌症。宫颈癌疫苗接种无疑是预防宫颈癌最经济和最有效的手段。但此前全球仅有四款宫颈癌疫苗面世，供应量远远不能满

足市场需求，且进口宫颈癌疫苗一直保持高价。中国食品药品检定研究院一项研究数据显示，按照 3.56 亿的适龄女性、每人 3 针来计算，我国 HPV 疫苗市场缺口超过 10 亿支。

2022 年 3 月底，沃森生物 HPV2 疫苗获批上市，公司再度收获大品种。适应人群为 9-30 岁女性，免疫程序 3 针，9-14 岁女性也可采用 2 针程序，定价 319 元/329 元，HPV 疫苗能够有效降低宫颈癌风险，近年来关注度日益提升，市场教育程度高，且供不应求，已有超过 15 个省市透露普及意愿，公司 HPV 疫苗产能已基本准备就绪，年产能约 3000 万剂。

2021 年国产二价 HPV 疫苗企业万泰生物实现疫苗收入 32.78 亿元，毛利润 30.41 亿元，毛利率 92.78%。从大品种上来看，双价 HPV 疫苗合计实现签批发 181 批次，同比增长 269%，九价 HPV 疫苗实现批签发 44 批次，同比增长 83%，四价流感疫苗合计实现批签发 318 批次，同比增长 75%，13 价肺炎结合疫苗合计实现批签发 111 批次，同比增长 61%。2021 年，国产 13 价肺炎疫苗（沃森生物）、二价 HPV 疫苗（万泰生物）等产品持续放量，标志疫苗行业正式进入国产大品种时代。

适龄女性目前完成接种的大约 7%，市场空间广阔，还不包括每个周期新增人口数据。万泰+沃森满产（6000 万剂）+进口 4 价，9 价只够每年 3000 万人接种。未来至少 3 年 HPV 疫苗可以说都处于供不应求状态。



积极贡献全球抗疫力量，联手多方助力国产新冠疫苗突破，未来沃森生物还有核弹型重磅产品 mRNA 新冠疫苗和重组蛋白疫苗，未来均可能实现超市场预期的收入。

2021 年，公司与合作方共同开发的新冠 mRNA 疫苗获得墨西哥、印度尼西亚等多个国家的临床批件，并于 9 月中下旬陆续启动 III 期临床试验入组工作。成为我国首个、全球第四个进入临床试验的新冠 mRNA 疫苗。此外，公司重组新型冠状病毒疫苗（黑猩猩腺病毒载体）、重组新型冠状病毒疫苗（CHO 细胞）也顺利进入Ⅱ期临床研究阶段。

2021 年，公司陆续与清华大学、蓝鹊生物、圣诺生物等多家机构开展合作，继续加大在腺病毒载体技术、mRNA 平台技术等方面合作研发布局。沃森生物将与各合作方一

起，共同推动新冠 mRNA 疫苗的临床试验和产品上市，为全球新冠疫情的遏制、为全球公共卫生事业的发展贡献一份力量。

六、沃森生物的认知偏差

很多朋友说沃森生物至今都没有实际控股人，可公司自上市起至今均无实际控制人，未发现对公司经营发展存在不利影响，我反而看到了这个公司的韧性和对疫苗事业的热爱！

很多朋友说沃森生物的高管一直在减持公司股票，却看不到李总为了让公司生存而付出的代价，公司 20 多年走来，从“苗贩子”一步步试错，成长到现在的国产疫苗研发龙头代表企业，从投资布局试错到研发布局试错，再到人才培育的付出，李总和黄总都值得被尊敬，所有从事生物医药研发的从业者更值得尊敬！

很多朋友说沃森生物销售做得不好，却不看数据张嘴就来，23 价肺炎疫苗国内多家企业，这些年沃森的市场也没有被挤压，13 价肺炎疫苗上市两年，沃森国内销量已经超过垄断 12 年的辉瑞，在销售这块沃森确实有缺陷，但是也不至于说的那么差，毕竟疫苗不单单靠推广销售，更重要的看产品质量和用户口碑。



很多朋友说沃森生物得罪了机构，基金机构都不认他家股票，却没看到沃森生物是指数基金配置权重不差的股，一个公司股权分散，流通股太多，是会让那些所谓的机构不愿意买，因为不好“操作”啊！至于现在的那些机构都是什么德行我就不说了，一个公司如果能够真正跟散户投资人站在一起，这个样的企业我反而觉得很难得。

很多朋友说沃森生物上面没有关系，毕竟天高皇帝远，确实离得有点远，但是我看到了地方在努力保护这个企业，以前可能觉得云南政策不给力，但是这两年随着领导班子调整，云南省越来越重视生物医药产业发展，最近云南省政府发布《云南省人民政府关于加快疫苗产业发展的意见》，从设立地方批签发到产业规划，以及对企业的补贴扶持和贷款等方面，均可看出沃森的重要性和未来的优势，相信以后天高皇帝远的问题都不是问题。

还有人说沃森没有实控人，存在被野蛮人收购的可能，这个问题可能真存在，但是我觉得不会发生，而且沃森也在努力构建成都喜云的持股集中度，通过公司高管的股权集中加上地方国资的资金，放大成都喜云的持股比例，同时作为野蛮人，也需要把握住公司

的核心价值，我历来认为沃森的核心价值是人才和黄总李总的眼光，这个是企业发展的根本，所以野蛮人也会考虑这些问题，毕竟大家投资或者收购的目的是一致的。

这几年沃森的变化以肉眼可见的速度在走向正轨，大家都在抱怨沃森的同时，多应该看看企业的基本面，以往研发一个新疫苗可是需要十几年的，新冠让沃森在 mRNA 技术上再次追赶国际巨头，大家所谓的觉得沃森执行力不够，我觉得是大家对沃森的期望太高，把疫苗研发生产想的太理所当然。

总结一下，沃森生物是一个重研发、重人才、重产业化、重国际化，从研发到生产都有很高的标准和要求的疫苗生产企业，同样没有完美的企业，沃森生物也存在我说的认知偏差，至于沃森生物是不是真金，还需要各位朋友用火眼金睛辨别一下。

风险提示：上述文章所涉及个股仅供参考，不构成投资建议，据此买入风险自负。

更多优质内容可以登录雪球免费查看。