奥马电器（002668.SZ）

冰箱出口龙头扩市场升结构，轻装上阵迎增长

增持

核心观点

公司是国内冰箱出口龙头。公司主营冰箱冷柜的研发、生产和销售，以外销ODM为主，内销自有品牌和代工为辅。2022年收入78.4亿，同比下滑22.5%，2015-2022年冰箱业务收入复合增长7.4%，增长稳健；归母净利润从2015年的2.7亿增长至2022年4.2亿，年复合增长6.8%，主业盈利稳定。

海外冰箱市场发展成熟，近年结构升级带动价格提升明显。（1）**海外冰箱市场发展成熟，新兴市场仍存增量空间。**全球冰箱冷柜2022年销量1.68亿台，2018-2022年复合增长0.66%，发展较为成熟，但依然存在新兴发展中国家的增量市场，且随着产品结构不断优化，发展中国家的冰箱均价有望向发达国家看齐，均价存在提升空间。（2）**国内出口高基数压力或已度过高峰期。**在疫情扰动、海外需求不振和高库存的三重负向共振影响下，2022年国内冰箱出口显著下滑，而2023年以来降幅已明显收窄，基数压力得到缓解。我国仍是全球最大冰箱冷柜生产国，2022年出口冰箱冷柜超5000万台，占全球销量27%，其中奥马电器为我国冰箱出口龙头，市占率达到19.7%。

奥马技术、产能与客户优势深厚，扩市场升结构可期。（1）**生产和客户基础扎实，产品升级助力盈利优化。**公司连续14年成为我国冰箱出口第一，现有9大制造基地和13条高效自动化生产线，综合年产能可达1500万台，产能优势突出；**客户方面**，公司为全球130多个国家和地区超2000多合作伙伴提供优质产品，并与其建立了长期稳定的合作关系；**产品结构方面**，公司冰箱技术持续迭代，2022年大容积风冷产品销量占比提升至35.7%，产品升级叠加原材料压力降低，公司冰箱业务毛利率2022年同比提升3.2pct至24.6%，盈利能力持续优化；（2）**外销扩市场，内销提份额可期。**外销方面，欧洲是公司最大出口市场，但公司仍在积极开拓北美、亚太等占比较低的市场，2022年在亚太区域实现了10%的增长成绩。内销实行OBM+ODM双轮驱动策略，2022年境内收入增长43%，后续有望协同大股东TCL进一步扩份额。

轻装上阵再出发，全面回归并聚焦冰箱主业。公司2021年已完成金融科技板块全部资产处置，2022年资产结构进一步优化，2022年应收余额延续下降至11.5亿元，原金融业务的信用减值损失的影响也全面消除。2022年9月，公司新控股股东TCL家电主动承担起约3亿元的历史隐性债务的兜底偿付责任，新股东助力下业务有望持续协同向好。

盈利预测与估值：预计公司2023-2025年收入94/108/121亿（+20%/+14%/+12%），归母净利润5.3/6.1/6.9亿（+24%/+16%/+13%），对应PE为15/13/12x。综合绝对估值和相对估值，同时参考公司底部反转带来的业绩增速和估值重估，给予公司2023年目标市值84-95亿元，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：海外需求恢复不及预期，竞争加剧影响盈利能力，汇率大幅波动。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	10,122	7,843	9,438	10,798	12,104
（+/-%）	21.3%	-22.5%	20.3%	14.4%	12.1%
净利润（百万元）	-80	424	525	608	688
（+/-%）	-91.9%	-630.2%	24.0%	15.6%	13.3%
每股收益（元）	-0.07	0.39	0.48	0.56	0.63
EBIT Margin	8.7%	10.9%	12.7%	12.6%	12.7%
净资产收益率（ROE）	-18.3%	50.3%	40.8%	33.7%	28.8%
市盈率（PE）	-100.7	19.0	15.3	13.2	11.7
EV/EBITDA	13.4	13.0	10.5	9.4	8.5
市净率（PB）	18.43	9.56	6.24	4.46	3.37

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测　　注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

家用电器·白色家电

证券分析师：陈伟奇
0755-81982606
chenweiqi@guosen.com.cn
S0980520110004

证券分析师：王兆康
0755-81983063
wangzk@guosen.com.cn
S0980520120004

证券分析师：邹会阳
0755-81981518
zouhuiyang@guosen.com.cn
S0980523020001

基础数据

投资评级	增持（首次评级）
合理估值	7.75 - 8.76元
收盘价	7.47元
总市值/流通市值	8098/8098百万元
52周最高价/最低价	7.99/4.12元
近3个月日均成交额	124.92百万元

市场走势

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

奥马电器：国内冰箱出口龙头 5
TCL 为控股股东，管理层均为资深家电产业专家 5
收入利润短期承压，冰箱出口仍保持领先地位 7
海外冰箱市场发展成熟，近年结构升级带动均价提升明显 8
海外冰箱市场发展成熟，新兴市场仍存增量空间 8
国内出口高基数压力或已逐步消解 10
公司技术、产能与客户优势深厚，扩市场升结构可期 11
生产和客户基础扎实，产品升级助力盈利优化 11
外销扩市场，内销提份额可期 14
原股东带来的业务问题彻底消除，新股东 TCL 赋能发展 15
公司控制权变更梳理： 15
新股东入主后，业务资源等多项协同有望推进： 16
财务分析：业务回归正轨，财务和经营质量显著回升 16
盈利预测和投资建议 17
假设前提 17
未来 3 年业绩预测 18
盈利预测的敏感性分析 19
估值与投资建议 19
投资建议 21
风险提示 22
附表：财务预测与估值 24

图表目录

图1： 公司以冰箱高端产品内外销为主要业务 5
图2： 公司发展历程：历史风险已经消除，全面聚焦冰箱主业 5
图3： 公司股东情况：TCL 家电集团为公司的控股股东 6
图4： 公司业务主体为子公司奥马冰箱，奥马冰箱的少数股东主要为原管理团队 6
图5： 公司营业收入及增速 7
图6： 公司 2022 年外销承压，内销高增 7
图7： 公司利润净利波动后 2022 年实现扭亏 8
图8： 公司净利润率稳步回升 8
图9： 全球冰箱冷柜销量整体增速平稳 8
图10： 亚太和拉美、中非地区略有增长，欧洲市场降幅较大 8
图11： 2020 年以来原材料价格持续攀升 9
图12： 全球各地区冰箱冷柜价格持续上涨（单位:美元） 9
图13： 北美市场：海尔份额提升拉动行业集中度向上 9
图14： 西欧市场：海尔份额显著提高，位居 TOP1 9
图15： 中国占据全球冰箱冷柜 60%以上的产能（2021 年） 10
图16： 我国冰箱冷柜出口量占全球冰箱销量的比重有所提升 10
图17： 2022 年冰箱出口数显著下滑 10
图18： 冰箱出口额回落到疫情前水平 10
图19： 2022 年冰箱出口价格保持坚挺 11
图20： 500L 以上大容量冰箱出口占比持续上升 11
图21： 奥马电器在冰箱出口销量上份额领先（2021 年） 11
图22： 公司综合年产能可达 1500 万台 12
图23： 公司近年产销量均保持在 800 万台以上 12
图24： 近年来公司前五大客户占比稳中有升，接近 30% 12
图25： 公司研发投入占比行业领先 13
图26： 公司技术储备丰富、持续迭代 13
图27： 公司产品质量获得全球认证 13
图28： 公司风冷产品占比持续提升 13
图29： 公司冰箱毛利率经历 2021 年低点后提升 14
图30： 公司外销冰箱毛利率趋势向上 14
图31： 公司海外收入持续提升，2022 年受海外宏观影响下滑 14
图32： 公司产品阵容覆盖全球市场的各类型号和款式需求 14
图33： 奥马冰箱业务在国内的收入近年攀升 15
图34： “Homa 奥马”牌冰箱线上份额 15
图35： 公司资产负债率进一步下降 16
图36： 公司长期负债压力进一步降低，短期偿债压力微升 16
图37： 公司运营效率进一步提升 17

图38： 公司应付账款与应收账款周转天数情况 17
图39： 毛利率回升+费用率控制下，公司净利率升高 17
图40： 奥马电器费用率情况 17

表1： 核心管理层均来自 TCL，团队优秀、经验丰富 6
表2： 公司主要业务收入及毛利率预测 18
表3： 未来 3 年盈利预测表 18
表4： 公司盈利预测敏感性分析 19
表5： 可比公司估值表 19
表6： 公司盈利预测假设条件（%） 20
表7： 资本成本假设 20
表8： FCFE 估值表 20
表9： 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元） 21

奥马电器：国内冰箱出口龙头

公司主营冰箱冷柜的研发生产和销售，其中以出口 ODM 业务为主，2022 年外销收入占比约 76%，国内为自有品牌和部分代工业务为辅。公司 ODM 业务的客户囊括伊莱克斯等国际龙头，与海外客户常年建立了稳定的业务合作，内销自有品牌则以“Homa 奥马”品牌冰箱为主。

图1：公司以冰箱高端产品内外销为主要业务

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

TCL 为控股股东，管理层均为资深家电产业专家

公司的创始人蔡拾贰为国内制冷领域的领军人之一，曾是科龙电器的高管，2002 年创立公司后，逐步将公司打造成国内冰箱出口龙头。2015 年京东原副总裁赵国栋成为公司的控股股东，将互联网金融业务引入公司，但后续该业务出现较大风险，严重拖累公司利润。2021 年 TCL 家电集团通过司法拍卖、二级市场增持等方式成为公司新的控股股东。目前公司已经消除了历史股权和业务变动带来的风险影响，与新股东 TCL 一道协同推进冰箱业务的发展。

图2：公司发展历程：历史风险已经消除，全面聚焦冰箱主业

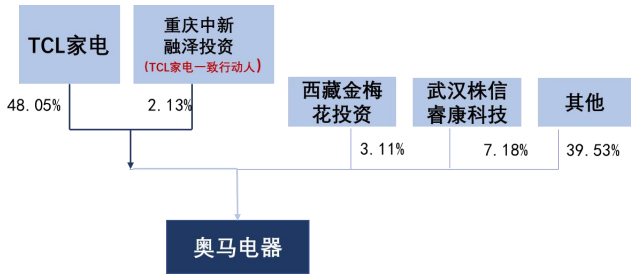
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司的控股股东为 TCL 家电、实际控制人为李东生。截至 2023Q1，TCL 家电集团为公司第一大股东，直接持股 48.05%，其一致行动人重庆中新融泽持股 2.13%，合计控股

50.18%。

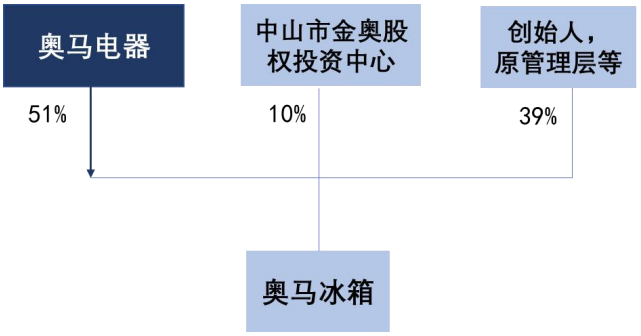
公司的业务主体为控股子公司奥马冰箱，奥马电器对其持股 51%，剩余 49%股权在奥马冰箱核心管理团队（持股 39%）和中山市国资委旗下的中山市金奥股权投资中心（有限合伙）（持股 10%）。该 49%的股权于 2020 年 3 月，为化解上市公司债务危机，以 11.27 亿元的对价转让。2022 年 3 月公司发布公告，拟行使回购奥马冰箱 49%的股权，回购价格等尚待确定。

图3：公司股东情况：TCL 家电集团为公司的控股股东



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司业务主体为子公司奥马冰箱，奥马冰箱的少数股东主要为原管理团队



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

TCL 入主后，上市公司管理层焕新，奥马冰箱保持原资深管理团队

公司管理层均来自 TCL，团队优秀、经验丰富。董事长胡殿谦先生为 TCL 实业首席财务官、TCL 家电集团董事，其余董事与高层管理人员也均为在 TCL 集团从业多年的高管。TCL 高管入主进一步厘清和整改公司相关业务，有望明晰公司长期战略规划、把握未来发展方向。奥马冰箱的管理层则依然为其创始团队，董事长为创始人蔡拾贰，总裁为创始人之一的姚友军。

表1：核心管理层均来自 TCL，团队优秀、经验丰富

胡殿谦（2021/4/9 至今）	董事长	2006-2014：中国香港高盛大中华地区企业客户提供战略资本市场相关服务，负责业务开发并执行交易、执行董事； 2014.6-2016.11：担任中国台湾电动车辆公司 Gogoro Inc.财务长； 2016.6-2016.12：担任格威传媒股份财务长\兼任策略投资部主管； 2017.3-2020.11：担任裕元执行董事； 2019.5-2020.11：担任鹰美(国际)执行董事； 截至目前，担任 TCL 实业首席财务官、TCL 电子执行董事兼首席财务官、TCL 家电集团董事、奥马电器董事长、TCL 半导体科技监事。
王成（2021/4/30 至今）	董事	1997 年加入 TCL，先后担任 TCL 多媒体海外业务管理岗位负责人、TCL 集团人力资源总监、高级副总裁等； 2017.10-2021.8：担任 TCL 电子首席执行官； 2019.1-2021.8：担任 TCL 实业首席执行官等职务。 2021.8-至今:担任 TCL 科技集团首席运营官。
徐荦荦（2021/4/30 至今）	董事	2012.9 加入 TCL 集团，历任 TCL 集团投资银行部总经理助理、副总经理，投资部部门长，战略投资部副部门长，董事长助理、董事长办公室主任。 截至目前，担任 TCL 科技集团助理总裁、战略投资部部长、天津普林电路副董事长、奥马电器董事。
张荣升（2021/4/30 至今）	董事	2013.8- 2016.8：担任 TCL 多媒体科技质量管理中心总监； 2016.8-2019.11：担任 TCL 王牌电器总经理； 2019.11-至今：担任 TCL 家用电器总经理，2021.2 至今担任 TCL 家电集团董事、总经理，2021.4 至今担任奥马电器董事。
周笑洋（2021/4/30 至今）	监事会主席	2010 年入职 TCL 通讯，历任 TCL 通讯、TCL 实业财务总监。 2021/4/30 至今担任奥马电器监事会主席。且在 TCL 通讯、TCL 实业数家关联公司担任董事等职务，现任 TCL 实业财务总监。
陈明（2021/4/30 至今）	监事	北京大学管理学硕士、中国香港大学金融学硕士、中山大学管理学学士学位。曾任招商证券投行总部高级经理、中国香港交易所市场发展及助理副总裁、中国平安金融壹账通中国香港业务总监。加入 TCL 后任董事会办公室负责人及财务中心办公室负责人

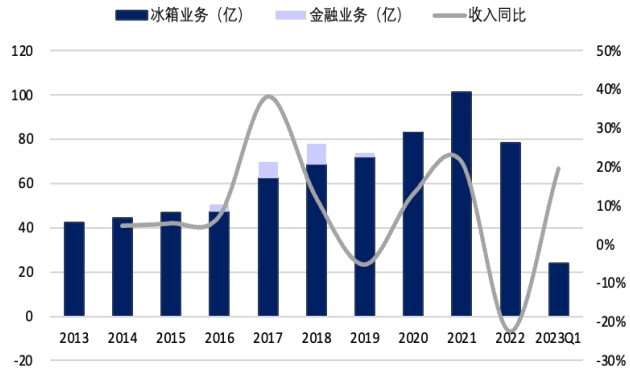
王浩 （2021/4/30 至今）	总经理兼财务总监	2011.3-2014.11：历任 TCL 多媒体科技控股总部财务部长、产品中心财务总监、研发中心财务总监； 2014.11-2016.8：任广州数码乐华科技财务总监； 2016.8-2020.12：任 TCL 电子财务总监； 2021.1-2021.4：任 TCL 电子执行力办公室总监； 2021/4/30 至今：担任奥马电器总经理兼财务总监。
温晓瑞 （2022/9/28 至今）	董事会秘书	曾任职于深圳九富投资顾问、广州东凌国际、苏州极目机器人科技公司； 2019/4 至今任职公司，先后担任证券事务代表、董事会秘书。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

收入利润短期承压，冰箱出口仍保持领先地位

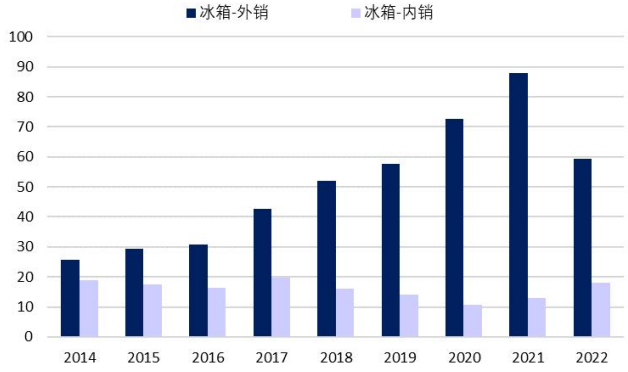
收入受冰箱出口行业影响承压。公司 2022 年收入 78.4 亿，同比下滑 22.5%，其中内销增长 42.8%，外销收入下滑 32.4%。外销收入下滑主要受到海外地缘冲突、通胀等导致的冰箱冷柜需求疲弱的负面影响，尤其是在公司销售占比较大的欧洲区域。但在北美、亚太等区域的积极拓展，以及欧洲份额稳中向好的支撑下，表现仍优于行业水平（行业整体冰箱冷柜出口量下滑 22%、欧洲下滑 42%）。2023Q1 公司实现收入 23.8 亿，同比增长 19.6%，冰箱业务出口订单取得恢复性增长，内销 ODM 战略客户销售增长。同时长期来看，2015-2022 年公司冰箱业务实现收入复合增长 7.4%，增长稳健。

图5：公司营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司 2022 年外销承压，内销高增

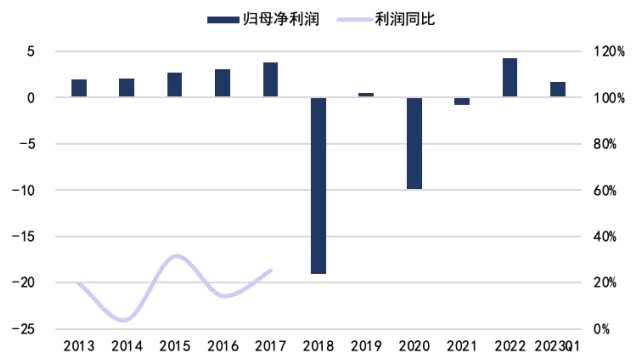


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

回归主业后盈利逐渐改善。公司归母净利润从 2015 年的 2.7 亿增长至 2022 年 4.2 亿，年复合增长 6.8%，主业盈利稳定。其中 2015-2020 年受互联网金融业务多元化的影响，公司利润波动较大，2021 年在新股东 TCL 入主后，公司主动调整，剥离互金业务并逐步解决历史遗留的风险问题，2022 年全面回归聚焦冰箱主业后，实现利润扭亏为盈。2023Q1 实现归母净利润 1.7 亿，同比增长 660%。

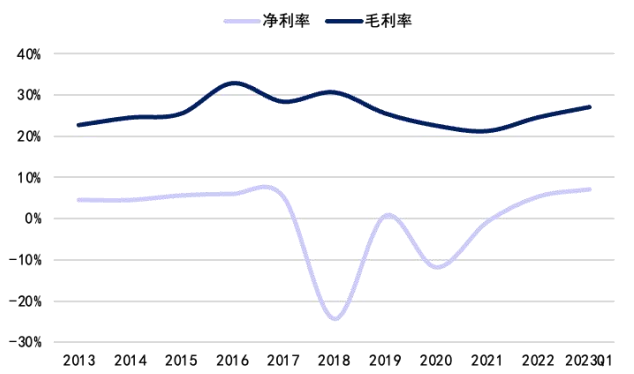
公司毛利率、净利率企稳回升。公司毛利率维持在 20%-30%之间，2021 年受到原材料成本较高、海运费较高的负面影响，毛利率较为承压。2022 年随着原材料成本改善及海运费下降，公司 2022 年毛利率提升 3.3pct 至 24.6%；2023Q1 毛利率同比提升 10.4pct 至 27.0%，预计主要系：1）Q1 人民币汇率贬值，美元口径结算下，对毛利率有直接拉升作用；2）2022 年底进行调价；3）2022 年下半年开始原材料价格走低，Q1 铜、铝等原材料价格同比降幅在 8%以上，成本显著降低。

图7：公司利润净利波动后 2022 年实现扭亏



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司净利润率稳步回升



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

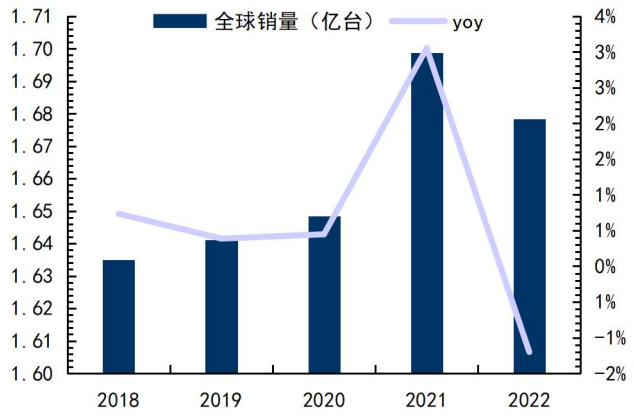
海外冰箱市场发展成熟，近年结构升级带动均价提升明显

海外冰箱市场发展成熟，新兴市场仍存增量空间

海外冰箱冷柜市场发展成熟，需求稳健。据 Euromonitor 数据，全球冰箱冷柜终端销量由 2018 年的 1.63 亿台增长至 2022 年 1.68 亿台，年复合增速 0.66%，发展较为成熟。其中，2022 年受 2021 年疫情激发囤货需求带来的高基数以及俄乌冲突、通胀高企背景下消费疲软等因素影响，海外冰箱市场销量同比-1.2%，略微承压。

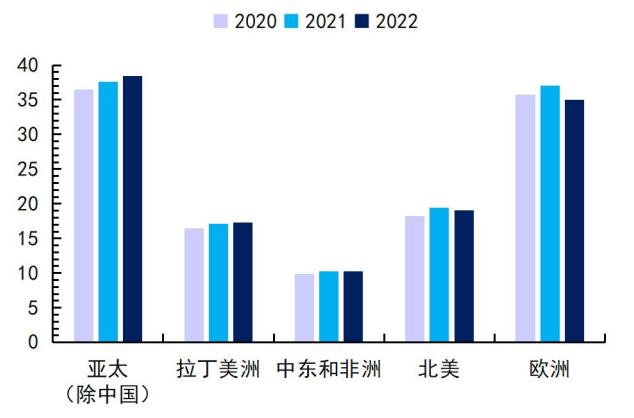
分地区看，2022 年亚太（除中国）销量增长亮眼，同比达 2.17%，拉美、中非的冰箱冷柜销量依然保持了小幅增长，同比分别为 1.07%、0.06%，整体看新兴市场仍存增量空间；欧洲、北美市场等发达国家冰箱销量略承压，分别同比-5.47%、-1.95%。

图9：全球冰箱冷柜销量整体增速平稳



资料来源：Euromonitor、国信证券经济研究所整理

图10：亚太和拉美、中非地区略有增长，欧洲市场降幅较大

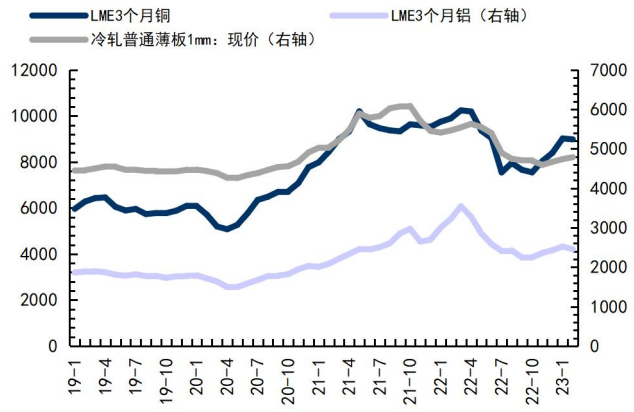


资料来源：Euromonitor、国信证券经济研究所整理

结构性升级下海外市场冰箱价格持续提升。2020 年以来大宗原材料价格和海运价格持续攀升，全球通胀压力下冰箱均价上涨，2021 年北美、西欧、亚太（除中国）、

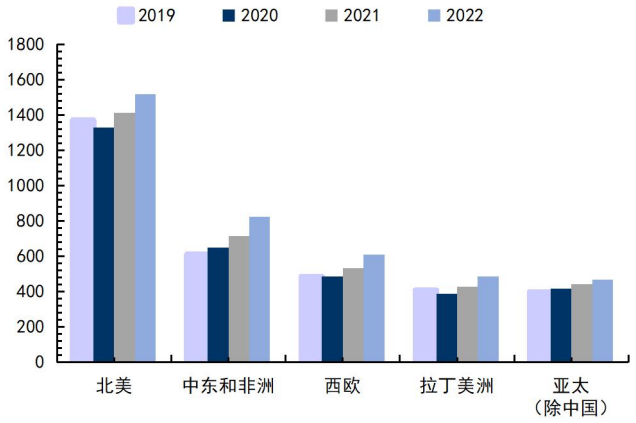
拉丁美洲、中东和非洲冰箱冷柜价格同比+6.13%、+9.56%、+6.34%、+9.99%、+10.27%。2022 年 4 月以来原材料和海运价格持续回落，但 2022 年全年北美、西欧、亚太（除中国）、拉丁美洲、中东和非洲冰箱冷柜价格同比分别+7.7%、+14.4%、+5.2%、+13.8%、+14.9%，均价上涨幅度更大，产品结构性升级或为全球价格持续提升的主导因素。此外，亚太（除中国）地区产品均价远不及欧洲，2022 年亚太/欧洲的冰箱冷柜均价为 467/611 美元，而亚太（除中国）地区的印度、东南亚等新兴国家冰箱保有量仍远未达到饱和，随着其收入水平提升，未来亚太（除中国）地区冰箱产品仍有较充足的量价齐升空间。

图11：2020 年以来原材料价格持续攀升



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图12：全球各地区冰箱冷柜价格持续上涨（单位:美元）

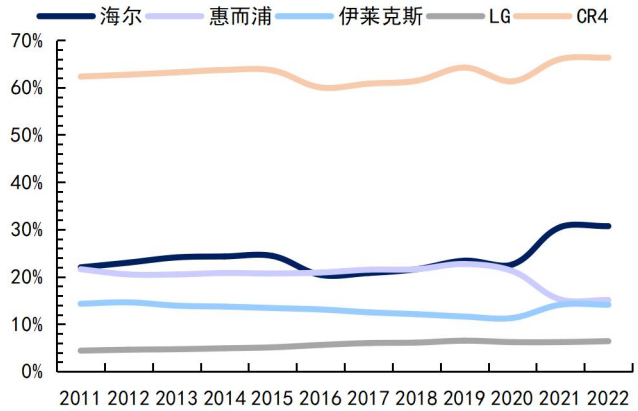


资料来源：Euromonitor、国信证券经济研究所整理

注：由于均采用 2022 年美元固定汇率换算，因此北美均价整体更高，可比口径下主要对比非北美区域价格

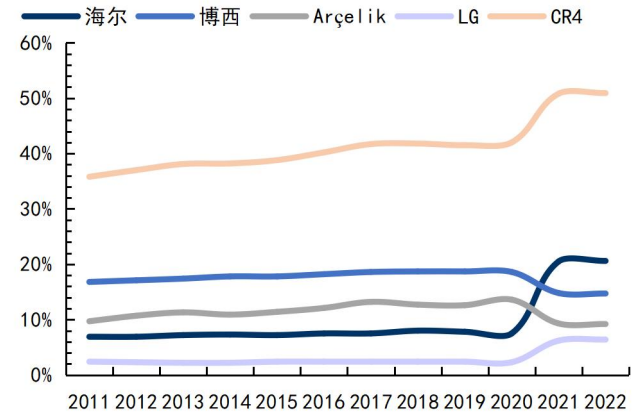
终端品牌格局方面，尽管以海尔为主导的行业集中度还在提升，但头部品牌份额在行业稳定运行区间稳中有增。海尔凭借全球及高端化布局，疫情期间在海外销量逆势增长，份额大幅提升，2022 年在北美/西欧市场份额分别为 30.7%/20.6%，相比 2020 年提升了 8.1pct/13.1pct。其他头部品牌份额亦整体稳定，2022 年北美/西欧市场 CR4 分别为 66.30%/50.91%。

图13：北美市场：海尔份额提升拉动行业集中度向上



资料来源：Euromonitor、国信证券经济研究所整理

图14：西欧市场：海尔份额显著提高，位居 TOP1

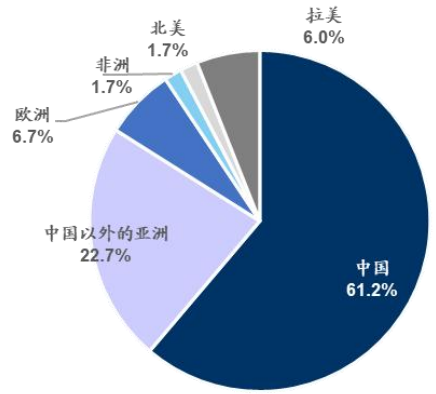


资料来源：Euromonitor、国信证券经济研究所整理

国内出口高基数压力或已逐步消解

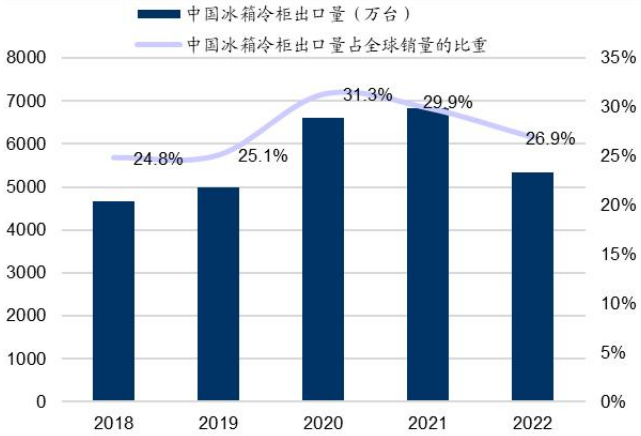
我国是全球最大的冰箱冷柜生产国，占全球产量的 54%，2022 年出口冰箱冷柜超 5000 万台。经过多年的发展，我国已拥有全球最大的冰箱冷柜产能，根据产业在线的数据，2021 年全球冰箱冷柜产能约 3 亿台，中国占比超过 60%，共有 1.82 亿台产能。我国冰箱冷柜的出口量也位于全球第一，2022 年共出口冰箱冷柜 5328 万台，2018-2022 年复合增长 3.4%，出口量占全球销量的比重从 2018 年的 24.8% 提升至 2022 年的 26.9%。

图15：中国占据全球冰箱冷柜 60%以上的产能（2021 年）



资料来源：产业在线、国信证券经济研究所整理

图16：我国冰箱冷柜出口量占全球冰箱销量的比重有所提升

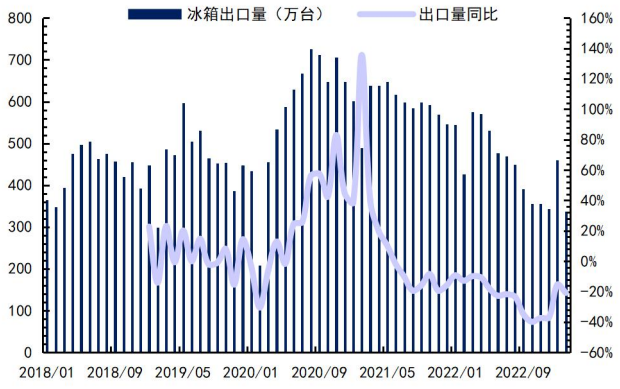


资料来源：产业在线、国信证券经济研究所整理

在疫情扰动、海外需求不振和高库存的三重负向共振影响下，2022 年国内冰箱出口显著下滑，2023 年以来降幅已明显收窄。2023 年 1-3 月我国冰箱出口 1327 万台/-14.2%，较 2022H2 的-30.8%的降幅已显著收窄，同时从绝对值来看，由于海外需求不振叠加 2022H2 去库存的影响，国内出口水平的绝对值已经降低到了 2019 年以前的水平，基数压力得到缓解。

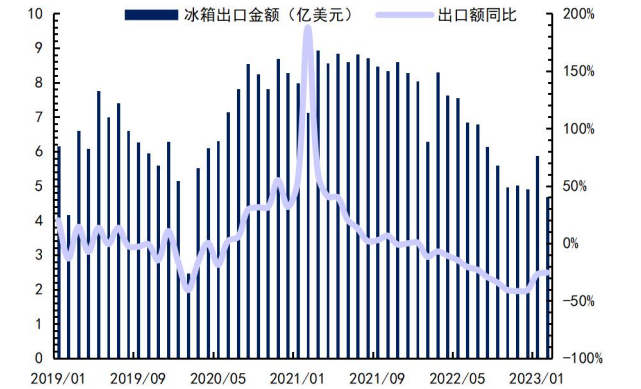
从结构上看，尽管需求不振，但价格依然相对坚挺，一方面是原材料提升之后的传导，另一方面也和产品升级的支撑有关，500L 以上大冰箱的出口比例在疫情高峰过后，依然保持了较高的水平。

图17：2022 年冰箱出口数显著下滑



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图18：冰箱出口额回落到疫情前水平

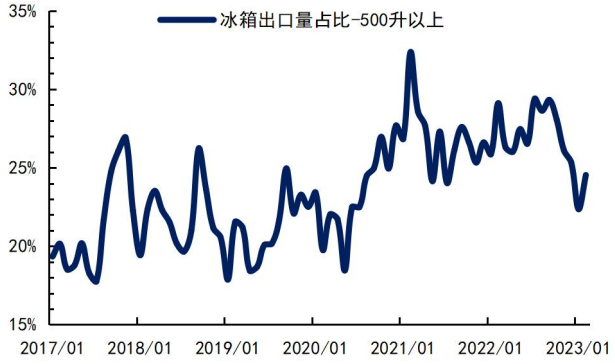


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图19：2022 年冰箱出口价格保持坚挺

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

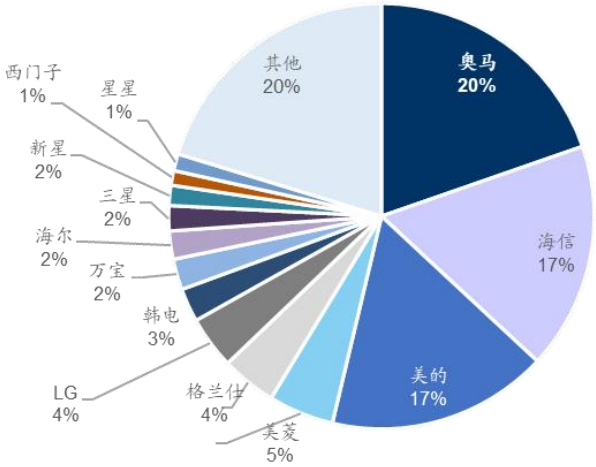
图20：500L 以上大容量冰箱出口占比持续上升



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

奥马电器连续 14 年成为我国冰箱出口销量第一，领先地位稳固。我国冰箱出口市场集中度相对较高，呈现出三强争霸的格局。根据产业在线的数据，2021 年我国冰箱出口中，奥马电器依然占据龙头地位，市占率达到 19.7%；其次为海信，占比为 17.2%；美的份额达到 16.8%，位居第三。行业 CR3 达到 53.7%，相对较高，其余企业份额均不足 5%，占比相对较小。

图21：奥马电器在冰箱出口销量上份额领先（2021 年）



资料来源：产业在线、国信证券经济研究所整理

公司技术、产能与客户优势深厚，扩市场升结构可期

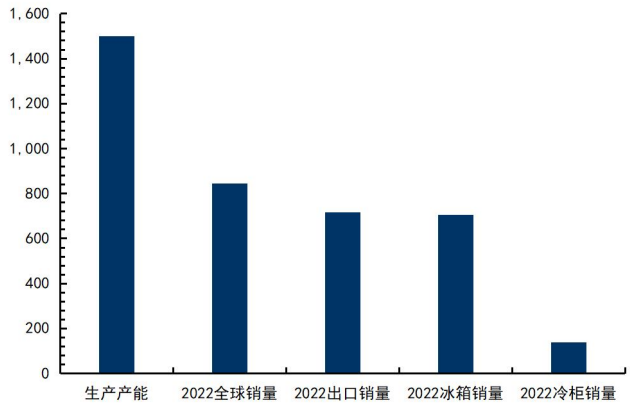
生产和客户基础扎实，产品升级助力盈利优化

公司产能优势突出，规模效应下成本优势显现。经过 20 年深耕，奥马冰箱现有 9 大制造基地和 13 条高效自动化生产线，**综合年产能可达 1500 万台**，生产基地占地超 550 亩，其中自有产权占地约 90%，拥有较强的生产供货与抗风险能力。公司近年来亦持

续升级自动化设备与生产线，驱动精益生产、打造高端智能工厂，280 万台高端冰箱智能制造项目正按计划建设，预计在 2023 年和 2024 年分阶段建成投产，将进一步提升公司产能和生产制造优势。

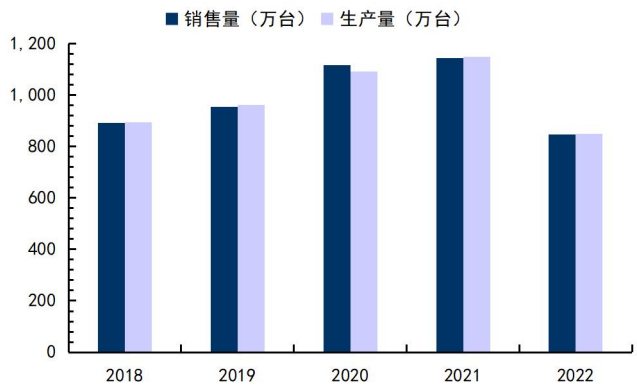
产能充足支撑公司产品快速落地、经营规模稳步增长，2022 年奥马全球销量达 846 万台，产销规模全球第七，并已连续 14 年为我国冰箱出口销量第一。受益于国内成熟稳定的供应链以及规模优势，叠加精益生产下的高效制造能力，公司在产品成本、人力成本等方面相较国外厂商更具竞争力。

图22：公司综合年产能可达 1500 万台



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

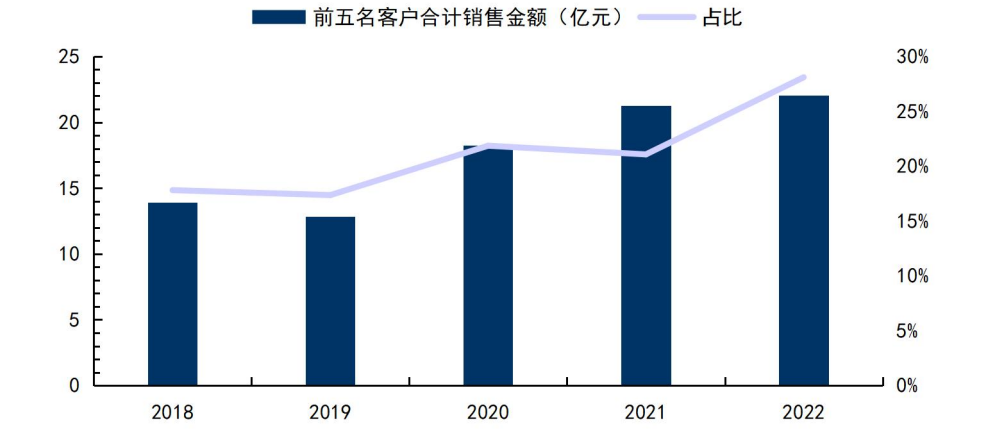
图23：公司近年产销量均保持在 800 万台以上



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

ODM 客户资源丰富，已建立长期稳定战略合作关系。公司国内市场为 OBM+ODM 双轮模式、海外采用 ODM 经营模式，高性价比产品及稳定的供货能力为公司积累大量客户口碑，产品品质也已通过市场检验获得全球大量客户认可。当前公司已成功进入多家国际知名冰箱龙头企业的全球采购系统，为全球 130 多个国家和地区超 2000 多合作伙伴提供优质产品，与全球 250 多个知名品牌、零售渠道及进口商建立了长期友好的战略合作关系，公司成熟的客户服务体系也进一步增强了客户粘性，近年前五大客户占总销售额比重稳中提升，2022 年达到 28.1%。

图24：近年来公司前五大客户占比稳中有升，接近 30%

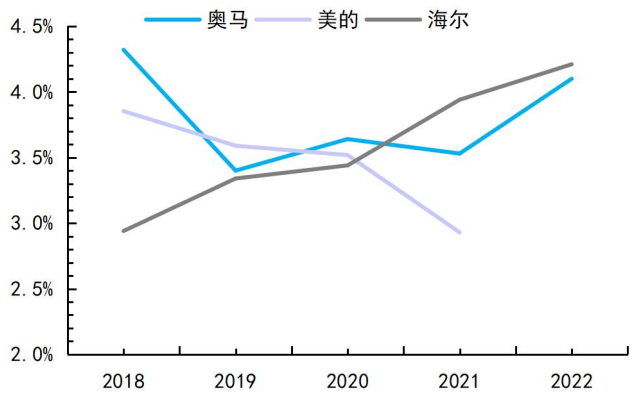


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

技术持续迭代、储备深厚，引领冰箱行业发展。公司研发投入稳中有升，在行业中位居前列，**2022 年研发投入占营收比重进一步提升至 4.1%**，高研发投入下产品竞争力与

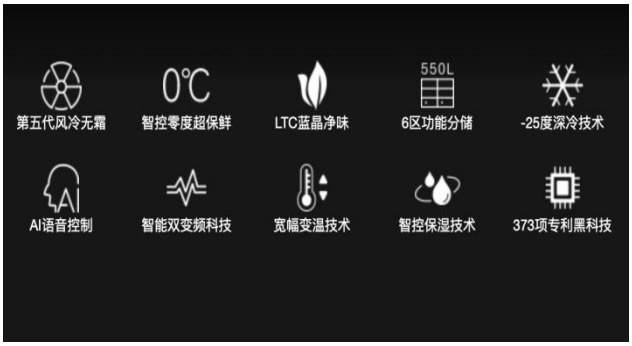
附加值持续提升。公司聚焦冰箱制冷技术、食物保鲜技术及冰箱智能化等领域的研发，在智控零度超保鲜技术、全自动制冰机创新技术、AI 智能双变频技术等方面技术领先，产品可搭载六区功能分储、AI 语音控制、智控双变频科技、第五代风冷无霜技术等科技，降低整机能耗与噪音，引领了风冷冰箱进入智能双变频时代。2022 年公司获得家用电器研究院“鲜储守护先锋奖”、“年度产品创新成果奖”等奖项，奥马鲜见 S550 产品获艾普兰优质产品奖，奥马冰箱风冷系列也获得欧盟品质奖。

图25：公司研发投入占比行业领先



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图26：公司技术储备丰富、持续迭代



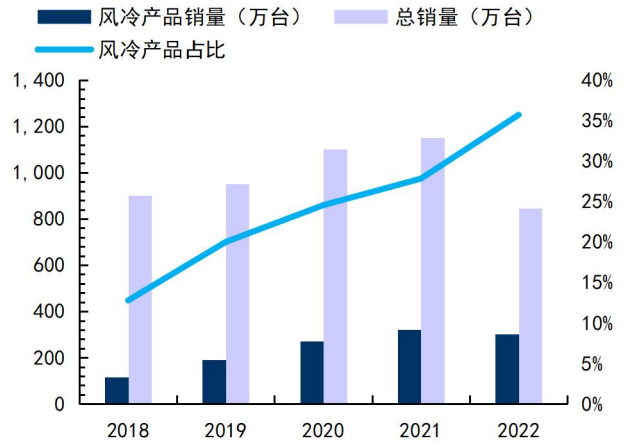
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

产品力获市场认可，产品升级助增盈利能力。作为国内最大的冰箱 ODM 生产商，公司产品品质已通过市场检验获得全球大量客户的认可，产品可满足严苛的欧洲能效标准，产品通过全球多个知名品牌设立的独立实验室测试，获得全球 100 多个国家和地区的安全、环保、能耗等认证。公司近年持续推动大容积风冷产品占比的提升，2022 年冰箱销售中高端风冷产品销量占比 35.7%，销量同比提升 5.9%；收入占比 56.3%，同比提升 8.6%。同时在原材料价格压力降低的背景下，公司冰箱业务毛利率 2022 年同比提升 3.2pct 至 24.6%。

图27：公司产品质量获得全球认证

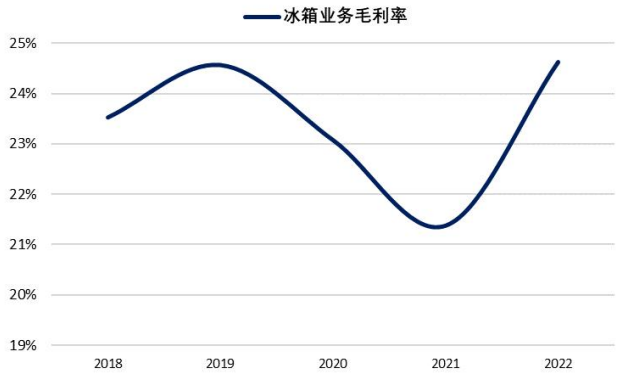
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图28：公司风冷产品占比持续提升



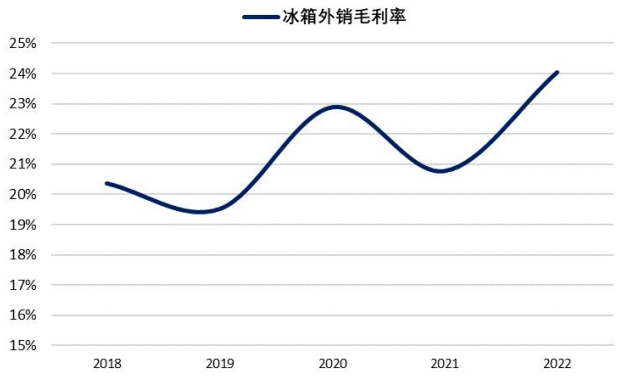
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图29：公司冰箱毛利率经历 2021 年低点后提升



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图30：公司外销冰箱毛利率趋势向上



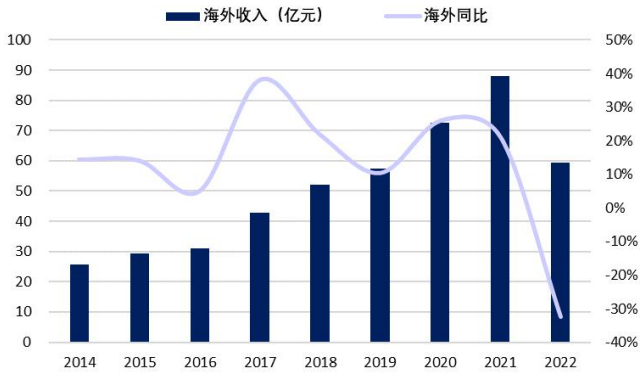
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

外销扩市场，内销提份额可期

欧洲市场低迷下，向美洲、亚洲等地区扩市场。欧洲是公司最大的出口市场，2022 年在地缘冲突+海外通货膨胀+库存压力三重压力下，国内出口欧洲的冰箱冷柜量下滑 42%，但区域方面公司积极开拓新市场，并在亚太区取得了 10%增长的成绩。

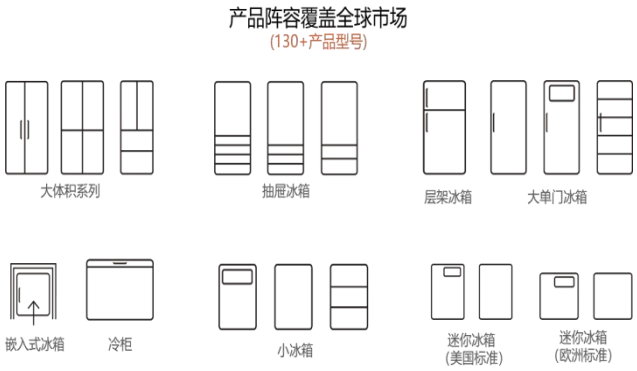
产品升级顺应海外需求，全产品线覆盖全球市场。欧洲等地区能效的提升以及东南亚等地区冰箱朝大容量高端方向发展都在不同程度上拉动了变频的出口，并且由于基数偏低，变频出口快速增长。奥马电器 AI 智能双变频技术历经五次迭代，达到行业领先水平；此外公司积极持续推动大容积风冷产品占比的提升，顺应大容量的需求。从直冷到风冷，从机械到智能，从定频到变频，从小冰箱到大容量，奥马拥有行业最丰富的产品线，可充分满足全球市场需求。

图31：公司海外收入持续提升，2022 年受海外宏观影响下滑



资料来源：公司招股说明书、Wind、国信证券经济研究所整理

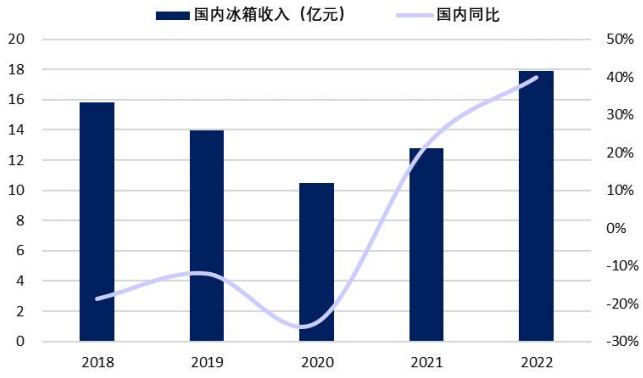
图32：公司产品阵容覆盖全球市场的各类型号和款式需求



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

内销方面，OBM+ODM 双轮驱动策略。2022 年公司境内收入 18.93 亿，同比增长+43%。公司在境内生产和销售自主品牌“Homa 奥马”牌冰箱和冷柜，并为战略客户提供 ODM 服务。随着国内的渠道和品牌力逐步树立，在强产品能力的支撑和大股东 TCL 的协同下，内销份额提升可期。

图33：奥马冰箱业务在国内的收入近年攀升



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图34：“Homa 奥马”牌冰箱线上份额

资料来源：奥维云、国信证券经济研究所整理

渠道建设仍有空间，国际国内齐发力。公司销售费用在 2017 年后大幅削减，销售费用率从 2017 年的 12.5%一路跌至 5%附近，2022 年仅为 3.8%，远低于同行业的 15%的水平，这与公司以 ODM 模式为主有关。经过 2022 年的休整，公司有望进一步在渠道端发力，国外渠道拓展和国内自有品牌渠道建设值得期待。国际方面，疫情放开背景下，公司的海外渠道建设需重新梳理逻辑并加大建设力度，公司开拓欧洲市场的成功经验若能成功复制，将有助于公司进一步拓展其他国际市场(如美洲、亚洲、非洲等），提升公司在全球市场的份额。国内方面，公司目前在国内市县乡镇一共 2000+服务网点，以国内家电龙头海尔的 33000 家门店（2020 年 6 月数据）作为对标，奥马电器国内渠道建设仍有巨大空间。

原股东带来的业务问题彻底消除，新股东 TCL 赋能发展

公司的创始人为国内制冷领域的领军人之一，陪伴公司创立至 2015 年。之后经历了股权变更-业务多元化-多元化风险事件-TCL 作为新股东入主等一系列变更，目前已经消除了历史股权和业务变动带来的风险影响，与新股东 TCL 一道协同推进冰箱业务发展。

公司控制权变更梳理：

- **2015 年第一次控制权交割，跨入互金领域导致大额亏损：**公司 2012 年深交所上市，2015 年奥马原创始人蔡拾贰等创始团队将股权转让给前京东副总裁赵国栋，赵国栋合计持股 20.4%成为奥马实控人。赵国栋在入主奥马后，通过主导奥马电器收购其旗下的公司中融金，将奥马电器业务拓展至互联网金融业务。但后续年度在连续遭遇互联网金融行业性风险后，公司 2018 年亏损高达 18 亿，陷入经营困难。
- **2021 年第二次控制权交割， TCL 家电入主：**2018 年起为应对资金问题，大股东及一致行动人股份被司法拍卖。为化解上市公司债务危机，2020 年 3 月，公司的业务主体奥马冰箱 49%的股权以 11.27 亿元的对价转让给奥马冰箱核心管理团队（持股 39%）和中山市国资委旗下的中山市金奥股权投资中心（有限合伙）（持股 10%）。2021 年 TCL 家电通过拍卖和后续的集中竞价、大宗交易和要约收购等，在 2021 年成为奥马电器第一大股东，TCL 及一致行动人持股奥马电器的股权比例达到 50.18%。

- **2021 年前股东历史遗留问题导致 ST：**2021 年由于原股东存在违规担保及质押，以及信息披露违规行为，被实施其他风险警示变更为 ST 奥马，同时新股东 TCL 家电也由于在收购公司过程中涉嫌违反证券法律法规被证监会立案。
- **2022 年历史问题完全解除：**经过公司与控股股东的共同努力，历史违规问题得到处理整改。2022 年 9 月撤销风险警示，历史风险事项全部消除。

新股东入主后，业务资源等多项协同有望推进：

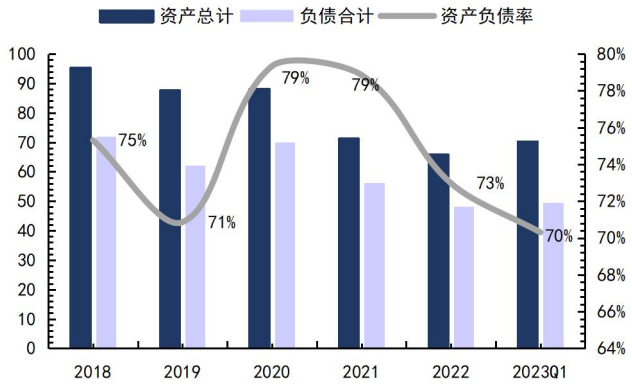
（1）TCL 入主以来对公司在银行授信、海运物流、资金周转、应收账款回收、市场开拓已经实现支持与协同。

（2）当前 TCL 旗下的家电业务与奥马仍存在部分同业竞争问题，TCL 家电集团承诺在成为上市公司控股股东之日起 5 年内，按照上市公司及其全体股东利益最大化的原则，采取法律法规允许的方式解决潜在同业竞争问题。

财务分析：业务回归正轨，财务和经营质量显著回升

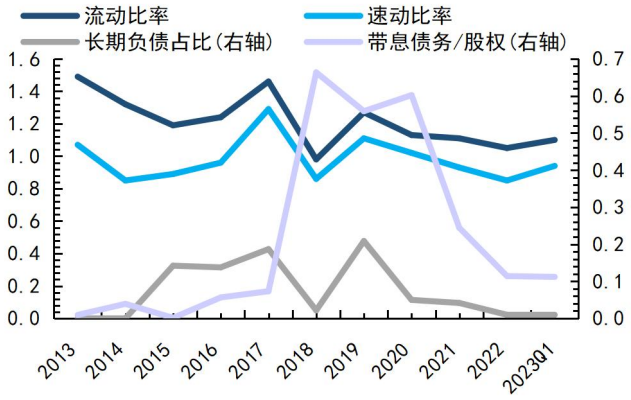
负债水平方面，资产负债率进一步下降。2022 年公司资产负债率为 72.98%/-5.88pct，处于历史低位，有进一步下降空间。具体来看，公司长期偿债压力下降，短期偿债压力微升。公司 2022 年长期负债占比为 0.97%/-3.19pct，主要系长期应付款的降低，公司近年来大力清理有息负债，带息债务/股权比例大幅下降至 11%，远低于 2018 年历史高峰的 66%，财务压力进一步降低。短期偿债能力发面，流动比率和速动比率略有下滑，分别为 1.05/0.85。

图35：公司资产负债率进一步下降



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

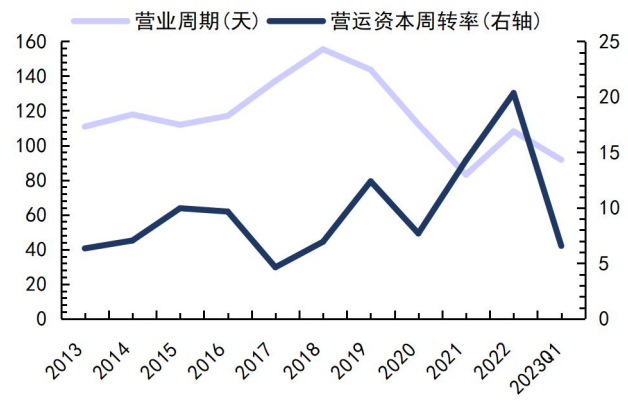
图36：公司长期负债压力进一步降低，短期偿债压力微升



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

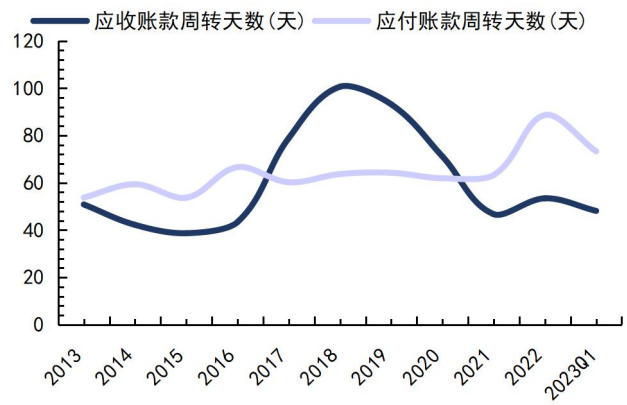
运营能力方面，公司运营效率进一步提升。2022 年公司营业周期为 108 天，虽然同比 2021 年+25 天，但是仍然处于历史低位。公司营运资本周转率显著提高，2022 年为 20.43%/+6.06pct，具体来看，公司应收应付账款的周转天数都在抬升，但是应付账款周转天数抬升幅度更大，两者之间的缺口进一步扩大表明公司在产业链中的话语权进一步提高。

图37：公司运营效率进一步提升



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

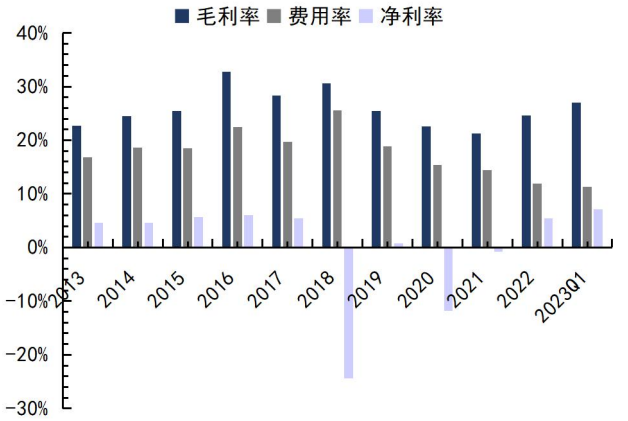
图38：公司应付账款与应收账款周转天数情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

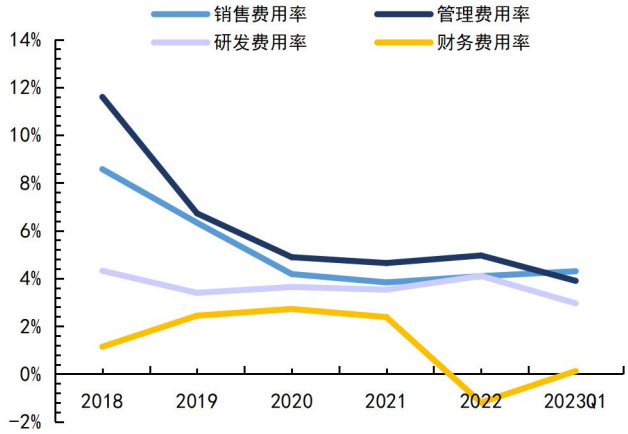
盈利能力方面，毛利率回升+费用率控制下，公司净利率升高。2022 年公司净利率、毛利率、费用率为 11.71%、24.56%、11.95%，同比+7.19pct、+3.31pct、-2.44pct。具体来看，费用率中销售、管理、研发费用率均有小幅上升，财务费用率下降-3.58pct，主要系 2022 年汇率波动产生汇兑收益 1.11 亿元。若不考虑汇兑收益，2022 年公司净利率为 10.29%/+6.49pct。2023Q1 公司毛利率、净利率、费用率分别+10.4pct、+6.0pct、-4.4pct 至 27.0%、7.2%、11.3%。

图39：毛利率回升+费用率控制下，公司净利率升高



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图40：奥马电器费用率情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

盈利预测和投资建议

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

1）外销：有望实现有质量的恢复性增长和扩张

公司外销在经历 2022 年低基数后有望迎来恢复性增长，同时随着高端产品占比提升及原材料价格上涨拉动出厂价上调，和欧洲以外区域市场积极扩张，预计公司冰箱外销

2023-2025 年收入增长 20%、13%、11%，其中外销量增长 13%、10%、8%，价格上涨 6%、3%、3%。同时高端风冷产品占比的提升也有利于拉动外销的内生毛利率稳中向好，预计 2023-2025 年毛利率为 25.8%、25.4%（考虑到人民币升值的影响）、25.4%。

2）内销：自有品牌有望贡献可观增量

我们预计公司代工业务保持稳健增长的同时，自有品牌业务份额持续提升，拉动内销收入 2023-2025 年增长 23%、18%、16%，而自有品牌占比的提升有效拉动毛利率提升至 25.5%、25.9%、26.3%。

整体来看，预计公司 2023-2025 年收入增长 20%、14%、12%至 94、108、121 亿元。综合毛利率在 2023 年原材料价格趋稳和出厂价调整之后，逐渐恢复至 2019 年之前较为正常的水平，预计 2023-2025 年毛利率为 25.6%、25.5%、25.6%。

表2：公司主要业务收入及毛利率预测

单位：亿元	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	77	94	111	128
收入同比	-23%	20%	18%	15%
综合毛利率	24.6%	25.6%	25.5%	25.6%
其中：外销收入	59	71	84	96
外销同比	-32%	20%	18%	15%
外销量（万台）	717	810	892	960
量 yoy	-31%	13%	10%	8%
外销价（人民币元）	827	877	904	931
价 yoy	-2%	6%	3%	3%
外销毛利率	24.0%	25.8%	25.4%	25.4%
内销收入	18	22	26	31
内销同比	39%	23%	18%	16%
内销毛利率	24.6%	25.5%	25.9%	26.3%
配件及其他	1.1	1.1	1.1	1.1
其他毛利率	18%	18%	18%	18%

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所

未来 3 年业绩预测

费用率方面，公司研发类力度预计保持 4%的费用率强度，而销售费用率和管理费用率则基本保持稳定，2023-2025 年销售费用率均为 3.9%，管理费用率保持在 4.5%。另外财务费用端的负债压力基本解除，在经历 2022 年汇兑收益相对较高的基数后，预计 2023 年开始随着人民币的升值，汇兑或将产生一定的损失，但总体财务费用保持相对稳定。

表3：未来 3 年盈利预测表

单位：百万元	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	7843	9438	10798	12104
营业成本	(5916)	(7020)	(8047)	(9008)
销售费用	(321)	(367)	(420)	(471)
管理费用	(706)	(799)	(914)	(1025)
财务费用	94	(21)	(2)	7
营业利润	986	1302	1485	1680
利润总额	1044	1177	1364	1562
归属于母公司净利润	424	525	608	688
EPS	0.39	0.48	0.56	0.63
ROE	50%	41%	34%	29%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

综合来看，预计公司 2023-2025 年收入同比增长 20%、18%、15%至 94、111、128 亿元，归母净利润同比增长 24%、16%、13%至 5.3、6.1、6.9 亿元。

盈利预测的敏感性分析

考虑到公司主要的外销 ODM 业务客户数量较多且量价相对繁杂，单一客户或产品的波动对公司的收入利润影响相对有限，因此我们采用整体情景分析，在乐观、中性、谨慎情况下，对公司业绩作敏感性测算。假设在乐观、中性、谨慎情况下，2023-2025 年的收入增速分别围绕中性情况波动±5%，毛利率围绕中性情况波动±0.5pct，则在乐观情况下，公司 2023-2025 年归母净利润预计同比增长 45%、24%、22%；谨慎情况下，公司未来三年归母净利润同比增长 4%、5%、2%。

表4：公司盈利预测敏感性分析

	2022	2023E	2024E	2025E
乐观预测				
营业收入(百万元)	7,843	9,830	11,738	13,745
(+/-%)	-22.5%	25.3%	19.4%	17.1%
归母净利润(百万元)	424	613	762	928
(+/-%)	-630.2%	44.6%	24.4%	21.9%
中性预测				
营业收入(百万元)	7,843	9,438	10,798	12,104
(+/-%)	-22.5%	20.3%	14.4%	12.1%
归母净利润(百万元)	424	525	608	688
(+/-%)	-630.2%	24.0%	15.6%	13.3%
悲观预测				
营业收入(百万元)	7,843	9,045	9,897	10,600
(+/-%)	-22.5%	15.3%	9.4%	7.1%
归母净利润(百万元)	424	442	465	477
(+/-%)	-630.2%	4.3%	5.4%	2.4%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所测算及整理

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

相对估值：参考白电龙头和公司的预期增速，采用 PE 和 PEG 综合角度，目标市值 84-95 亿

尽管公司以冰箱外销业务为主，但行业属性仍与国内三大白电龙头相似。因此参考行业 2023 年的 PE 和 2022-2025 年的复合增速下对应的 PEG 水平，并考虑公司与大股东潜在协同带来的业务扩张、同业竞争问题的解决以及成本费用优化等带来的底部反转，我们给予公司 2023 年 0.9-1.0 倍 PEG，对应 PE 为 16-18 倍，对应目标市值为 84-95 亿元。

表5：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS 21A	EPS 22E	EPS 23E	EPS 24E	PE 21A	PE 22E	PE 23E	PE 24E	PEG (23E)

002668.SZ	奥马电器	7.42	80	-0.07	0.39	0.48	0.56	-	19.0	15.3	13.2	0.8
000651.SZ	格力电器	39.80	2,241	3.90	4.63	5.12	5.47	10.2	8.6	7.8	7.3	0.9
600690.SH	海尔智家	22.45	2,017	1.39	1.56	1.82	2.10	16.1	14.4	12.3	10.7	0.8
000333.SZ	美的集团	57.26	4,021	4.09	4.27	4.74	5.13	14.0	13.4	12.1	11.2	1.2

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

绝对估值：以 FCFE 方法得到市值区间 88-96 亿

未来 6 年估值假设条件见下表：

表6：公司盈利预测假设条件（%）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
营业收入增长率	21.29%	-22.52%	20.34%	14.41%	12.10%	8.00%	4.00%	4.00%
毛利率	21.25%	24.56%	25.62%	25.48%	25.58%	25.58%	25.58%	25.58%
管理费用/营业收入	8.14%	9.00%	8.47%	8.47%	8.47%	8.27%	8.27%	8.27%
销售费用/销售收入	3.84%	4.09%	3.89%	3.89%	3.89%	4.50%	4.50%	4.50%
所得税税率	24.05%	12.07%	13.00%	14.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
股利分配比率	-107.76%	6.69%	15.00%	15.00%	15.00%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源：公司数据，国信证券经济研究所预测

表7：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.35	T	13.00%
无风险利率	2.85%	Ka	12.98%
股票风险溢价	7.50%	有杠杆 Beta	1.47
公司股价（元）	7.42	Ke	13.91%
发行在外股数（百万）	1084	E/(D+E)	90.43%
股票市值(E，百万元)	8044	D/(D+E)	9.57%
债务总额(D，百万元)	851	WACC	13.12%
Kd	6.50%	永续增长率（10 年后）	0.5%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得出公司价值区间为 7.91-9.02 元，对应市值为 86-98 亿元。

表8：FCFE 估值表

		2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
EBIT		1,197.2	1,355.8	1,532.7	1,602.6	1,667.0
所得税税率		13.00%	14.00%	15.00%	15.00%	15.00%
EBIT*(1-所得税税率)		1,041.6	1,166.0	1,302.8	1,362.2	1,417.0
折旧与摊销		104.8	129.5	147.2	168.3	190.8
营运资金的净变动		112.0	(175.8)	(457.3)	(471.2)	(239.8)
资本性投资		(193.1)	(230.7)	(320.0)	(350.0)	(335.0)
FCFF		1,065.4	889.0	672.7	709.3	1,033.0
PV(FCFF)		941.8	694.8	464.8	433.2	557.7
核心企业价值	**9,530.8**					
减：净债务	397.1					
股票价值	**9,133.7**					
每股价值	**8.43**					

资料来源：国信证券经济研究所预测

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于股权成本和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表9：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		股权成本变化				
		12.1%	12.6%	13.1%	13.6%	14.1%
永续增长率变化	1.5%	9.72	9.21	8.75	8.33	7.94
	1.0%	9.51	9.02	8.58	8.18	7.80
	0.5%	9.31	8.85	**8.43**	8.04	7.68
	0.0%	9.12	8.68	8.28	7.91	7.57
	-0.5%	8.95	8.53	8.15	7.79	7.46

资料来源：国信证券经济研究所分析

投资建议

因此综合绝对估值和相对估值，同时参考公司底部反转带来的业绩增速和估值重估，我们给予公司 2023 年目标市值 84-95 亿元，对应 2023 年 PE 为 16-18 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本（WACC）的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.85%、风险溢价 7.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 0.5%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，选取了可比公司平均 PE 做为相对估值的参考，可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

公司未来的增长建立在外销持续开拓市场、内销提升份额顺利的基础上，若未来外销产生波动或销售均价大幅下滑则存在盈利预测高估的风险，而内销则存在费用投放过于激进导致盈利能力受到负面影响的风险。

公司的费用端和其他收益等科目采用基本维稳的预测假设，但若未来政府补助到期则有可能低于预测值，进而导致盈利预测不及预期的风险。

经营风险

◆ 对于外销业务来说，存在：

出口业务风险：公司冰箱业务以出口为主，如果公司出口的国家和地区的贸易政策发生重大变化或经济形势恶化，我国出口政策产生重大变化或我国与这些国家或地区之间发生重大贸易争端等情况，将会影响到这些国家和地区的产品需求，进而影响到公司的出口业务。

海外冰箱下游品牌竞争加剧，导致公司 ODM 业务量下滑，以及盈利能力恢复不及预期的影响。

汇率波动风险：公司的出口业务主要以美元和欧元报价及结算，汇率随国内外政治环境及经济环境波动，具有不确定性，会对公司盈利能力产生影响。

出口退税及企业所得税优惠政策变化的风险：公司出口产品享受增值税出口退税“免、抵、退”相关政策，报告期内，公司出口产品执行的出口退税率为 13%。若未来国家调低出口退税率或取消出口退税政策，将增加公司的外销成本，对公司经营业绩造成重大影响。

◆ 对于内销业务来说，存在：

国内渠道拓展进度较慢，使内销增长不及预期。

国内代工业务受下游需求影响增长不及预期。

主要原材料价格大幅波动的风险：公司冰箱业务原材料及关键零部件主要是压缩机、大宗原材料等，占成本比重较高，因此大宗原材料及关键零部件价格的波动会对公司经营产生重大影响。

行业竞争加剧的风险：公司的主导产品为家用冰箱和冷柜，市场竞争激烈。公司面临综合性市场竞争风险，具体体现在研发能力、资金实力、人力资源、上下游产业链资源的获取等全产业链环节。

财务风险

应收账款风险：公司 2023Q1 应收账款账面价值为 14 亿元，占总资产的比例为 20%、占比较高。如果宏观经济形势及行业发展前景发生重大不利变化或个别客户经营状况发生困难，则公司存在因应收账款难以收回而产生坏账的风险。

存货跌价风险：公司存货账面价值为 8 亿元，占当期总资产的比例为 11%。若未来市场环境发生变化或竞争加剧导致产品滞销、存货积压等情况，将造成公司存货跌价损失增加，对公司的盈利能力产生不利影响。

内控风险

实际控制人控制不当的风险。公司控股股东及一致行动人持有公司超 50%的股权，对公司重大经营决策有实质性影响。如果实际控制人利用其控制地位，通过行使表决权或其他方式对公司整体经营决策与投资计划、股利分配政策和人事任免等进行控制，将可能对其他股东利益造成不利影响。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	3291	2399	3421	4013	4505
应收款项	1249	1217	1455	1775	2156
存货净额	891	909	1146	1421	1712
其他流动资产	301	152	202	227	256
流动资产合计	**5733**	**4927**	**6526**	**7781**	**9016**
固定资产	894	1169	1203	1290	1455
无形资产及其他	184	186	179	172	164
投资性房地产	328	308	308	308	308
长期股权投资	0	0	0	0	0
资产总计	**7138**	**6591**	**8216**	**9551**	**10943**
短期借款及交易性金融负债	626	675	804	702	727
应付款项	4062	3467	4032	4371	4525
其他流动负债	495	565	625	726	810
流动负债合计	**5182**	**4706**	**5461**	**5799**	**6062**
长期借款及应付债券	0	46	46	46	46
其他长期负债	447	57	57	57	57
长期负债合计	**447**	**103**	**103**	**103**	**103**
负债合计	**5629**	**4810**	**5565**	**5902**	**6166**
少数股东权益	1072	940	1363	1844	2388
股东权益	436	842	1288	1805	2390
负债和股东权益总计	**7138**	**6591**	**8216**	**9551**	**10943**

关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股收益	(0.07)	0.39	0.48	0.56	0.63
每股红利	0.57	0.58	0.07	0.08	0.10
每股净资产	0.40	0.78	1.19	1.66	2.20
ROIC	28%	35%	40%	39%	40%
ROE	-18%	50%	41%	34%	29%
毛利率	21%	25%	26%	25%	26%
EBIT Margin	9%	11%	13%	13%	13%
EBITDA Margin	10%	13%	14%	14%	14%
收入增长	21%	-23%	20%	14%	12%
净利润增长率	-92%	-630%	24%	16%	13%
资产负债率	94%	87%	84%	81%	78%
股息率	7.7%	7.8%	1.0%	1.1%	1.3%
P/E	(100.7)	19.0	15.3	13.2	11.7
P/B	18.4	9.6	6.2	4.5	3.4
EV/EBITDA	13.4	13.0	10.5	9.4	8.5

利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	**10122**	**7843**	**9438**	**10798**	**12104**
营业成本	7972	5916	7020	8047	9008
营业税金及附加	50	39	47	53	60
销售费用	388	321	367	420	471
管理费用	691	824	706	799	914
研发费用	357	322	378	433	485
财务费用	241	(94)	21	2	(7)
投资收益	330	115	40	25	28
资产减值及公允价值变动	515	31	(50)	(18)	(10)
其他收入	(1117)	86	(101)	(123)	(118)
营业利润	508	1069	1167	1361	1558
营业外净收支	(2)	(24)	10	3	4
利润总额	**507**	**1044**	**1177**	**1364**	**1562**
所得税费用	122	126	153	191	234
少数股东损益	465	495	498	566	639
归属于母公司净利润	**(80)**	**424**	**525**	**608**	**688**

现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	**(80)**	**424**	**525**	**608**	**688**
资产减值准备	(550)	(41)	12	3	5
折旧摊销	132	130	105	129	147
公允价值变动损失	(515)	(31)	50	18	10
财务费用	241	(94)	21	2	(7)
营运资本变动	(821)	(773)	112	(176)	(457)
其它	1516	502	411	477	538
经营活动现金流	**(318)**	**211**	**1216**	**1060**	**932**
资本开支	(77)	(391)	(193)	(231)	(320)
其它投资现金流	664	(251)	(51)	(43)	(42)
投资活动现金流	**589**	**(642)**	**(244)**	**(274)**	**(362)**
权益性融资	(87)	0	0	0	0
负债净变化	(349)	46	0	0	0
支付股利、利息	(616)	(626)	(79)	(91)	(103)
其它融资现金流	919	697	130	(103)	25
融资活动现金流	**(1097)**	**(462)**	**51**	**(194)**	**(78)**
现金净变动	**(827)**	**(893)**	**1023**	**592**	**492**
货币资金的期初余额	4118	3291	2399	3421	4013
货币资金的期末余额	3291	2399	3421	4013	4505
企业自由现金流	(94)	(281)	1065	889	673
权益自由现金流	476	463	1198	793	717

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032