

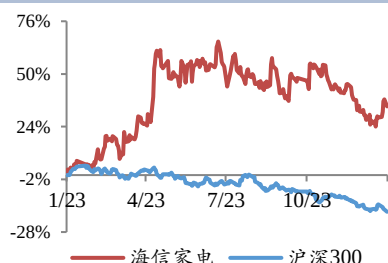
激励落地，增长中枢稳固

投资评级：买入（首次）

报告日期：2024-01-09

收盘价（元）	21.30
近 12 个月最高/最低（元）	26.38/16.11
总股本（百万股）	1,388
流通股本（百万股）	1,362
流通股比例（%）	98.16
总市值（亿元）	296
流通市值（亿元）	290

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：万鹏程

执业证书号：S0010523040002

主要观点：

事件：

公司推出 24 年 A 股员工持股计划（草案）。本计划拟授予限制性股票共 1391.6 万股，约占公司总股本 1.00%。参加本次员工持股计划的总人数不超过 279 人，其中包括董监高 8 人及核心管理层骨干人员。授予价格均为 10.78 元/股。限制性股票分 3 期，分别于股票过户后 12 月、24 月、36 月解锁，解锁比例分别为 40%、30%、30%。业绩考核以 22 年归母净利润为基数（剔除本期及其他股权激励所产生的股份支付费用），24-26 年归母净利增长率目标值不低于 122%、155%、194%，触发值不低于 98%、124%、155%。公司拟以 1.88-3.76 亿元，通过集中竞价方式回购不超过 1391.6 万股用于员工持股，上限为 27.0 元/股。

● 新激励落地，常态化激励稳固增长中枢

高目标牵引利润加速释放。根据测算，业绩考核对应 24-26 年归母净利 CAGR 分别为 15.1%（目标值）、13.5%（触发值）。本次激励对费用端影响较小，预计 24-27 年分别摊销 0.63、0.56、0.22、0.05 亿元，对各年度费率影响不超 0.1 pp。

激励常态化，有望稳固增长中枢。结合于 23 年 1 月推出的上期员工持股计划（共 1170 万股，占总股份 0.85%，授予董事长在内 6 人，授予价 6.6 元/股），近两期持股计划合计 2561.6 万股，合共占总股本 1.85%。高目标、常态化的激励有望进一步稳固公司的增长中枢。

● 投资建议：兼具高成长、高分红，首次覆盖，给予“买入”评级

预计 23-25 年收入分别为 839.1、912.3、974.1 亿元，对应增速分别为 13.2%、8.7%、6.8%，归母净利润分别为 27.5、32.5、36.9 亿元，对应增速分别为 91.6%、18.1%、13.6%，对应 PE 分别 10.75、9.10、8.01x。公司过去 5 年始终保持较高分红率，且 22 年分红率达 50%，我们预计高分红率有望持续。若按 24 年 50% 分红率测算，对应 1 月 8 日收盘价公司股息率约为 5.5%，为高成长与高分红俱佳的稀缺标的，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

原材料价格上涨，海运运费上涨，需求不及预期，市场竞争加剧。

相关报告

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	74115	83905	91230	97408
收入同比 (%)	9.7%	13.2%	8.7%	6.8%
归属母公司净利润	1435	2749	3248	3690
净利润同比 (%)	47.5%	91.6%	18.1%	13.6%
毛利率 (%)	20.7%	21.6%	22.1%	22.4%
ROE (%)	12.5%	20.6%	19.5%	18.2%
每股收益 (元)	1.05	1.98	2.34	2.66
P/E	12.54	10.75	9.10	8.01
P/B	1.56	2.21	1.78	1.46
EV/EBITDA	3.32	2.80	1.77	0.38

资料来源：wind，华安证券研究

注：数据截至 2024 年 1 月 8 日

正文目录

事件：	5
1 新激励落地，常态化激励稳固增长中枢	5
2 投资建议：兼具高成长、高分红，首次覆盖，给予“买入”评级	6
风险提示：	6
财务报表与盈利预测	7

图表目录

图表 1 2024 年员工持股计划对应净利目标值、触发值及增速	5
图表 2 公司营收及增速	6
图表 3 公司归母净利润及增速	6

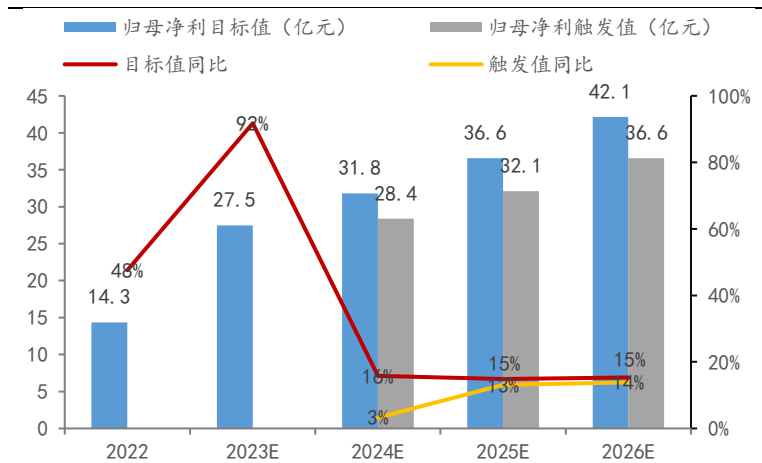
事件：

公司推出 24 年 A 股员工持股计划（草案）。本计划拟授予限制性股票共 1391.6 万股，约占公司总股本 1.00%。参加本次员工持股计划的总人数不超过 279 人，其中包括董监高 8 人及核心管理层骨干人员。授予价格均为 10.78 元/股。限制性股票分 3 期，分别于股票过户后 12 月、24 月、36 月解锁，解锁比例分别为 40%、30%、30%。业绩考核以 22 年归母净利润为基数（剔除本期及其他股权激励所产生的股份支付费用），24-26 年归母净利增长率目标值不低于 122%、155%、194%，触发值不低于 98%、124%、155%。公司拟以 1.88-3.76 亿元，通过集中竞价方式回购不超过 1391.6 万股用于员工持股，上限为 27.0 元/股。

1 新激励落地，常态化激励稳固增长中枢

高激励目标牵引利润加速释放，常态化激励有望稳固增长中枢。根据测算，业绩考核对应 2024-2026 年归母净利 CAGR 分别为 15.1%（目标值）、13.5%（触发值）。本次激励对费用端影响较小，预计 2024-2027 年分别摊销 0.63、0.56、0.22、0.05 亿元，对各年度费率影响不超 0.1 pp。结合于 2023 年 1 月推出的上期员工持股计划（共 1170 万股，占总股份 0.85%，授予董事长在内 6 人，授予价 6.6 元/股），近两期持股计划合计 2561.6 万股，合共占总股本 1.85%。高目标、常态化的激励有望进一步稳固公司的增长中枢。

图表 1 2024 年员工持股计划对应净利目标值、触发值及增速

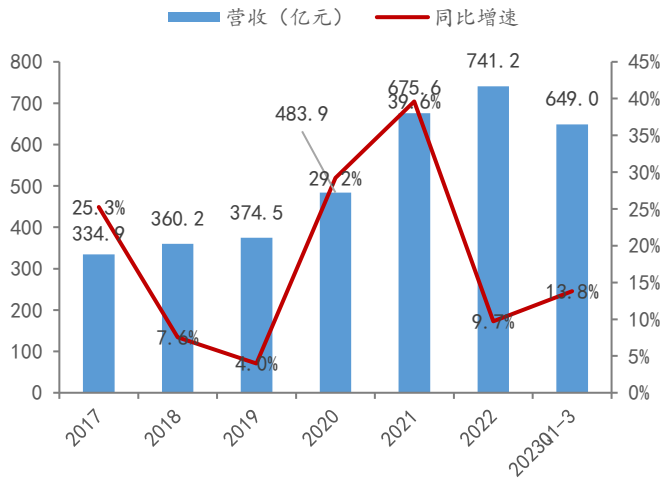


资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

注：2022A 数据为实际归母净利，2023E 数据为华安证券研究所预测值。

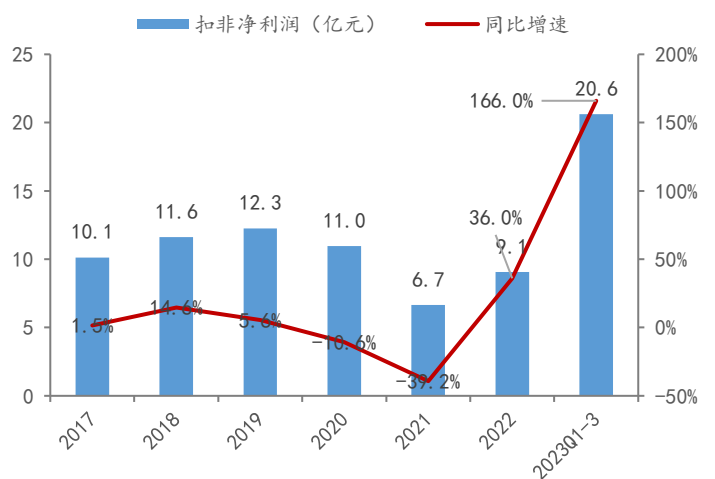
混改后治理改善，业绩持续超预期。公司于 2020 年进行混改，由原先青岛国资委 100%控股的国营企业转为无实际控制人的非国有控股企业。混改后公司治理显著改善，近两期股权激励落地，为昔日白电领军企业的增长再注入活力。2023Q1-3 公司实现营业收入 649.0 亿元，同比增长 13.8%；实现扣非净利润 20.6 亿元，同比增长 166.0%。其中，Q3 单季实现营业收入 219.6 亿元，同比增长 206.7%；实现扣非净利润 8.0 亿元，同比增长 130.1%，业绩持续大幅改善。

图表 2 公司营收及增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 3 公司扣非净利润及增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

2 投资建议：兼具高成长、高分红，首次覆盖，给予“买入”评级

常态化、高目标激励彰显发展信心,预计 2023-2025 年收入分别为 839.1、912.3、974.1 亿元,对应增速分别为 13.2%、8.7%、6.8%,归母净利润分别为 27.5、32.5、36.9 亿元,对应增速分别为 91.6%、18.1%、13.6%,对应 PE 分别 10.75、9.10、8.01x。公司过去 5 年始终保持较高分红率,且 2022 年分红率达 50%,我们预计高分红率有望持续。若按 2024 年 50%分红率测算,对应 1 月 8 日收盘价公司股息率约为 5.5%,为高成长与高分红俱佳的稀缺标的,首次覆盖,给予“买入”级。

风险提示：

原材料价格上涨,海运运费上涨,需求不及预期,市场竞争加剧。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	36629	49634	54654	68991	营业收入	74115	83905	91230	97408
现金	6001	14152	18757	30284	营业成本	58783	65782	71077	75587
应收账款	7666	9815	10459	10726	营业税金及附加	479	503	547	584
其他应收款	475	677	541	765	销售费用	8071	8391	8667	9059
预付账款	262	354	372	390	管理费用	1821	1930	2007	2046
存货	6553	7700	8095	8975	财务费用	-182	-307	-176	-196
其他流动资产	15672	16936	16430	17851	资产减值损失	-275	0	0	0
非流动资产	18746	18939	19051	19047	公允价值变动收益	23	0	0	0
长期投资	1518	1518	1518	1518	投资净收益	513	400	300	200
固定资产	5318	5558	5711	5778	营业利润	3367	6305	7532	8593
无形资产	1460	1403	1351	1271	营业外收入	531	400	350	350
其他非流动资产	10450	10460	10470	10480	营业外支出	75	50	20	10
资产总计	55376	68572	73705	88038	利润总额	3824	6655	7862	8933
流动负债	36365	45104	43888	50996	所得税	755	1264	1494	1697
短期借款	1462	2962	3462	3962	净利润	3069	5390	6368	7235
应付账款	9718	13780	11743	15435	少数股东损益	1634	2641	3121	3545
其他流动负债	25185	28362	28683	31599	归属母公司净利润	1435	2749	3248	3690
非流动负债	2732	2692	2672	2662	EBITDA	4170	6715	8272	9512
长期借款	20	30	40	50	EPS (元)	1.05	1.98	2.34	2.66
其他非流动负债	2712	2662	2632	2612	主要财务比率				
负债合计	39097	47796	46560	53658	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	4761	7402	10522	14068	成长能力				
股本	1363	1388	1388	1388	营业收入	9.7%	13.2%	8.7%	6.8%
资本公积	2074	1873	1873	1873	营业利润	21.1%	87.2%	19.5%	14.1%
留存收益	8081	10113	13361	17051	归属于母公司净利	47.5%	91.6%	18.1%	13.6%
归属母公司股东权	11518	13375	16622	20313	获利能力				
负债和股东权益	55376	68572	73705	88038	毛利率 (%)	20.7%	21.6%	22.1%	22.4%
现金流量表					净利率 (%)	1.9%	3.3%	3.6%	3.8%
单位:百万元					ROE (%)	12.5%	20.6%	19.5%	18.2%
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	ROIC (%)	12.4%	18.8%	18.4%	17.1%
经营活动现金流	4032	11779	4979	11988	偿债能力				
净利润	3069	5390	6368	7235	资产负债率 (%)	70.6%	69.7%	63.2%	60.9%
折旧摊销	1371	1118	1217	1317	净负债比率 (%)	240.2%	230.0%	171.5%	156.1%
财务费用	-118	113	157	179	流动比率	1.01	1.10	1.25	1.35
投资损失	-513	-400	-300	-200	速动比率	0.72	0.84	0.97	1.10
营运资金变动	-92	5909	-2132	3798	营运能力				
其他经营现金流	3476	-870	8169	3096	总资产周转率	1.33	1.35	1.28	1.20
投资活动现金流	-2598	-559	-697	-772	应收账款周转率	9.03	9.60	9.00	9.20
资本支出	-789	-959	-997	-972	应付账款周转率	5.47	5.60	5.57	5.56
长期投资	58	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	-1866	400	300	200	每股收益	1.05	1.98	2.34	2.66
筹资活动现金流	-1779	454	323	311	每股经营现金流薄)	2.91	8.49	3.59	8.64
短期借款	-1397	1500	500	500	每股净资产	8.45	9.64	11.98	14.64
长期借款	-13	10	10	10	估值比率				
普通股增加	0	25	0	0	P/E	12.54	10.75	9.10	8.01
资本公积增加	5	-201	0	0	P/B	1.56	2.21	1.78	1.46
其他筹资现金流	-374	-881	-187	-199	EV/EBITDA	3.32	2.80	1.77	0.38
现金净增加额	-401	11674	4605	11527					

资料来源：公司公告，华安证券研究所

注：数据截至 2024 年 1 月 8 日

分析师与研究助理简介

分析师：万鹏程，中央财经大学本科，乌尔姆大学硕士。曾就职于公募基金、券商资管、境外券商研究所等机构。主要覆盖白酒。

重要声明

分析师声明

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

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

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

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。