

长虹美菱 (000521.SZ) / 家电

证券研究报告/公司深度报告

2024年3月14日

评级：买入（首次）

市场价格：8.86

分析师：姚玮

执业证书编号：S0740522080001

Email: yaowei@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

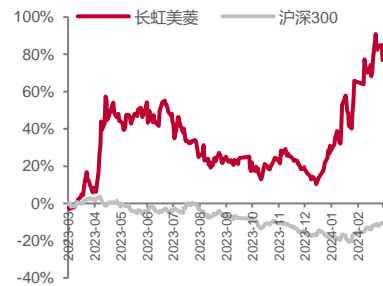
指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	18,033	20,215	25,917	28,416	31,354
增长率 yoy%	17%	12%	28%	10%	10%
净利润(百万元)	52	245	741	890	1,024
增长率 yoy%	161%	371%	203%	20%	15%
每股收益(元)	0.05	0.24	0.72	0.86	0.99
每股现金流量	0.16	1.42	4.97	-2.66	6.00
净资产收益率	1%	4%	12%	13%	13%
P/E	176	37	12	10	9

备注：股价取自 20240313 收盘价

基本状况

总股本(百万股)	1,030
流通股本(百万股)	875
市价(元)	8.86
市值(百万元)	9,125
流通市值(百万元)	7,755

股价与行业-市场走势对比



相关报告

行业深度：

《从冰箱变化看二线白电红利》——
2024.2.21

报告摘要

■ 公司概况：主营冰空，较多的净现金体现价值与成长

公司 1983 年开始生产冰箱，是国内驰名冰箱品牌，2005 年被长虹集团收购，于 2009 和 2015 年注入空调和厨小业务。当前公司业务以冰箱和空调为主，2022 年收入占比分别近 4 成和 5 成，其中 7 成收入来自内销。

公司财务上一大特征即为在手现金充足，公司净现金达到 24/3/12 市值的 87%，持有性价比高。公司净现金价值达到 78 亿。对比家电企业，我们发现公司在相同的买入成本下，美菱的单位成长性最佳的。我们认为美菱的价值不仅体现在净现金，更体现在内销提利润、外销拓增量的持续成长上。

■ 内需：提利润率是核心看点

冰箱：产品升级 β 与 α 兼具，提价逻辑顺畅。市场普遍低估冰箱对美菱的重要性和弹性，但我们认为面对冰箱十年一遇的加速渗透的红利期，美菱 2021 年以后逐步通过推出质价比的高端新品满足升级需求，优化整体 SKU 结构，2023 年美菱冰箱的高端结构占比已高于行业水平。我们预计美菱 2023 年内销冰箱净利率仅 2%，对标龙头 5%+ 以上的冰箱净利率，预计 2024 年美菱结构改善有望进一步提升冰箱利润。

空调：自主品牌占比提升，带动利润增长。2024 年空调行业 β 压力客观存在。我们认为公司空调业务的看点在于自有品牌扩张对利润率的拉动。长虹做高质价比空调符合当前理性消费趋势，在下沉渠道和新品带动下，净利率更高的自主品牌空调增速高于小米代工，优化空调销售结构。

■ 外销：我国优质产能输入新兴市场，公司增长潜力大

行业贝塔优势：美菱海外经营范围以新兴市场和欧洲等增量市场为主，随着一带一路政策的支持带动，我国对发展中地区的出口增速快于发达国家；且美的等龙头强化品牌出海策略，给予美菱等制造商更多机会。

公司重视海外白电和品牌拓展：公司于 2019/6 成立“长虹美菱国际”，与海信集团类似，该国际营销公司统一白电和黑电的海外营销服务平台。2021 年长美国际提出以强化白电和电商为阶段工作重心。主要落地措施包括，强化各区域黑白电渠道协同拓展+以电商强化自主品牌。美菱外销净利率高于内销，海外拓展带动净利率提升。

■ 公司治理：持续兑现，具备长期逻辑

美菱属地方国企，乘着国企改革浪潮，内部提效放利润。①2020 年起提出通过“三条主线”强化盈利的目标，主要是强化现金和利润的管理，并在 2021-2023 年不断兑现，有望熨平公司长期存在的利润波动问题。②公司内部渠道改革，以产品拉通全链路，增强产品效率。公司 2023Q3 已完成国美渠道的大额计提，2024 年轻装上阵。③2024 年是新领导班子上任第一年，利润有望加速释放。

■ 投资建议：长虹美菱是市面稀缺的资产负债表质地好、利润率改善逻辑清晰、过去两年多次证明自己的公司。我们预计公司 2023-2025 年收入 259、284、314 亿元，YOY+28%、+10%和+10%，归母净利为 7.4、8.9、10.2 亿元，YOY+203%、+20%、+15%，对应收盘价为 12、10 和 9X PE，24 年略低于可比公司均值。首次覆盖，给予“买入”评级。

■ 风险提示：空调竞争加剧、地产景气度影响白电需求、原料和海运成本提升、三方数据不准确和测算有误、使用公开资料滞后的风险。

内容目录

一、长虹美菱：现金价值稳定，提利润率为增长核心	- 5 -
二、内销：提利润率是核心看点	- 7 -
1、冰箱：行业升级进入加速期，带动内销利润释放	- 7 -
2、空调：自主品牌占比提升，带动利润增长	- 11 -
三、外销：我国优质产能输入新兴市场，公司增长潜力大	- 15 -
四、公司治理：持续兑现，具备长期逻辑	- 18 -
1、经营提效：“三条主线”策略夯实现金流和利润	- 18 -
2、渠道改革：产品负责制，提高经营质量和效率	- 20 -
3、管理层变更：新官上任，吹响加速高质量拓展的号角	- 21 -
五、投资建议	- 22 -
六、风险提示	- 25 -

图表目录

图表 1: 美菱收入以空调和冰箱为主.....	- 5 -
图表 2: 美菱收入内外销各占 3:1	- 5 -
图表 3: 长虹美菱收入利润从 2021 年起不断改善.....	- 5 -
图表 4: 相对同行, 美菱利润率偏低.....	- 5 -
图表 5: 长虹美菱拥有较多货币资金 (亿元)	- 6 -
图表 6: 公司货币资金变动的贡献度 (亿元)	- 6 -
图表 7: 市值 30 亿+ 家电企业前 20 (市值-净现金) 占市值比例的排名	- 6 -
图表 8: 冰箱是公司营收利润的核心组成部分.....	- 7 -
图表 9: 历史上冰洗利润波动率较大.....	- 7 -
图表 10: 2023 年 1-11 月家电均价 (元), 冰箱电视表现亮眼.....	- 8 -
图表 11: 按嵌入方式分, 线上冰箱销量份额.....	- 8 -
图表 12: 按嵌入方式分, 线上冰箱均价 (元)	- 8 -
图表 13: 按嵌入方式分, 线下冰箱销量份额.....	- 8 -
图表 14: 按嵌入方式分, 线下冰箱均价 (元)	- 8 -
图表 15: 按门数分, 线上冰箱销量份额.....	- 8 -
图表 16: 按门数分, 线上冰箱均价 (元)	- 8 -
图表 17: 按门数分, 线下冰箱销量份额.....	- 9 -
图表 18: 按门数分, 线下冰箱均价 (元)	- 9 -
图表 19: 按容积分, 线上冰箱销量份额.....	- 9 -
图表 20: 按容积分, 线上冰箱均价 (元)	- 9 -
图表 21: 按容积分, 线下冰箱销量份额.....	- 9 -
图表 22: 按容积分, 线下冰箱均价 (元)	- 9 -
图表 23: 美菱冰箱线上均价明显提升.....	- 10 -
图表 24: 2023 年美菱高端冰箱渗透斜率高增.....	- 10 -
图表 25: “冻鲜生”冰箱和传统冰箱对比.....	- 10 -
图表 26: “冻鲜生”冰箱包含多种规格可供选择.....	- 10 -
图表 27: 2023 年美菱冰箱推出高端产品拉升新品 SKU 均价 (元/台)	- 10 -
图表 28: 23 年线上美菱冰箱质价比较高 (元/台)	- 11 -
图表 29: 23 年线下美菱冰箱质价比较高 (元/台)	- 11 -
图表 30: 长虹美菱空调业务拆分 (亿元)	- 12 -
图表 31: 长虹美菱空调出货量增速较高.....	- 12 -
图表 32: 23 年长虹和小米空调线上均价和增速.....	- 12 -
图表 33: 2024 年小米延续此前长虹空调产品认证.....	- 12 -

图表 34: 小米空调近年快速增长.....	- 12 -
图表 35: 家电行业渠道销售额占比变迁.....	- 13 -
图表 36: “长虹空调”搜索指数变化.....	- 14 -
图表 37: 以京东为例, 长虹美菱和下沉/电商渠道合作时间较长, 逐步全国化.....	- 14 -
图表 38: 长虹空调性价比较为显著.....	- 14 -
图表 39: 长虹空调的线上爆款以高性价比取胜.....	- 14 -
图表 40: 以空调为例, 外销占比提升有利于改善整体利润.....	- 15 -
图表 41: 美菱海外收入拆分 (亿元).....	- 16 -
图表 42: 四川长虹海外主要经营范围.....	- 16 -
图表 43: 新兴市场大家电渗透率亟待提升.....	- 16 -
图表 44: 近年我国对新兴地区出口家电的增速较高.....	- 16 -
图表 45: 2021 年长美国际营销总部策略.....	- 17 -
图表 46: ChiQ 有部分型号冰箱在亚马逊 (德国站) best seller 榜单排名靠前.....	- 17 -
图表 47: 长虹美菱收入及增速.....	- 18 -
图表 48: 长虹美菱毛利率自 2022 年来明显改善.....	- 18 -
图表 49: 公司控费效果显著.....	- 18 -
图表 50: 2020 年起公司盈利能力明显提升.....	- 18 -
图表 51: 长虹美菱周转效率提升, 减少存货跌价准备.....	- 19 -
图表 52: 2023 年长虹美菱各产品战略布局.....	- 19 -
图表 53: 美菱的人效还有很大的提升空间 (2022 年).....	- 20 -
图表 54: 长虹美菱中国区营销转型逻辑图.....	- 20 -
图表 55: 长虹美菱 2022-2023 年有减值 (亿元).....	- 21 -
图表 56: 还原减值后 2021 年公司净利率稳定向上.....	- 21 -
图表 57: 长虹集团股权梳理.....	- 22 -
图表 58: 长虹美菱收入拆分和预测.....	- 23 -
图表 59: 长虹美菱财务和估值数据摘要.....	- 24 -
图表 60: 可比公司估值.....	- 24 -
图表 61: 长虹美菱财务数据预测.....	- 26 -

一、长虹美菱：现金价值稳定，提利润率为增长核心

长虹美菱前身（合肥第二轻工机械厂）于 1983 年起生产家用冰箱，1993 年以“皖美菱”于深交所上市，后开启多元并购拓展家电业务之路。

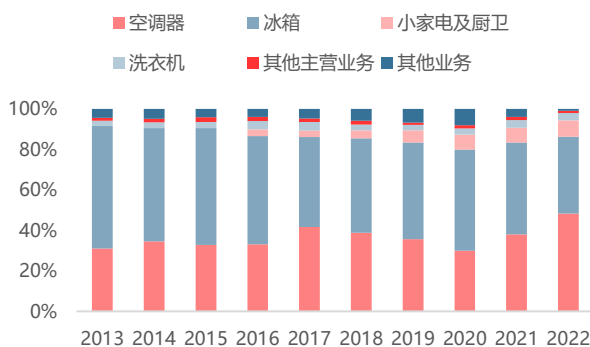
➢ 2002 年美菱与中科院合资成立中科美菱（2022 年于北交所上市），拓展低温生物医疗设备存储业务。

➢ 2005 年底美菱冰箱被长虹集团收购。

➢ 为了解决长虹与美菱在白电的潜在同业竞争问题，以及完善家电产业线，2009 年美菱收购四川长虹下属的长虹空调业务。2015 年底美菱拍下四川长虹旗下主营厨卫和小家电的长虹日电。

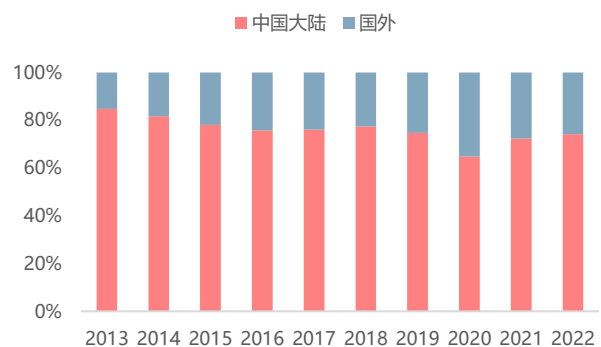
2022 年公司实现收入 202 亿，归母净利 2.45 亿。毛利率和净利率分别为 13.7% 和 1.2%。其中主营业务冰箱和空调 2022 年收入占比分别为 38% 和 48%，另有小家电和厨卫占 8%、洗衣机占 4%。从内外销看，外销占比约 1/4，其中冰箱内销以自主品牌为主，空调内销自主品牌和代工并存；外销多为代工。我们预计公司 2023 年收入约 260 亿，归母约 7.4 亿，当年净利率进一步创新高达到 2.9%。相较其他白电企业，公司净利率仍有优化空间，中期成长有望依托在利润改善主线上。

图表 1：美菱收入以空调和冰箱为主



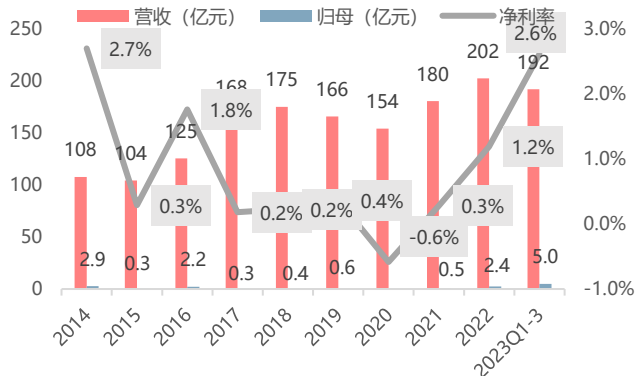
来源：WIND、中泰证券研究所

图表 2：美菱收入内外销各占 3:1



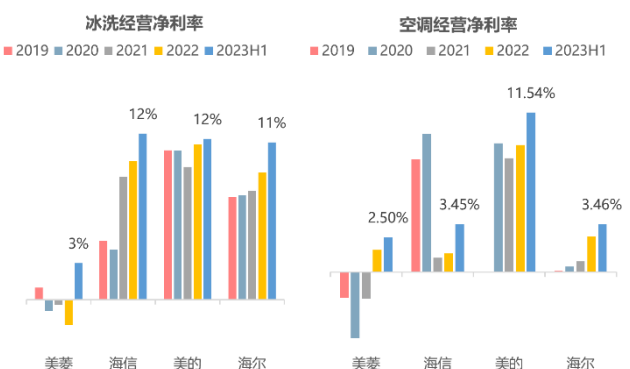
来源：WIND、中泰证券研究所

图表 3：长虹美菱收入利润从 2021 年起不断改善



来源：WIND、中泰证券研究所

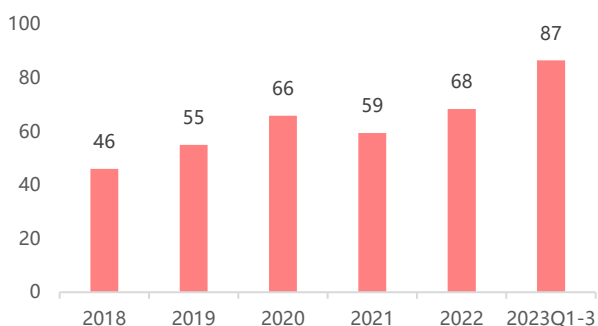
图表 4：相对同行，美菱利润率偏低



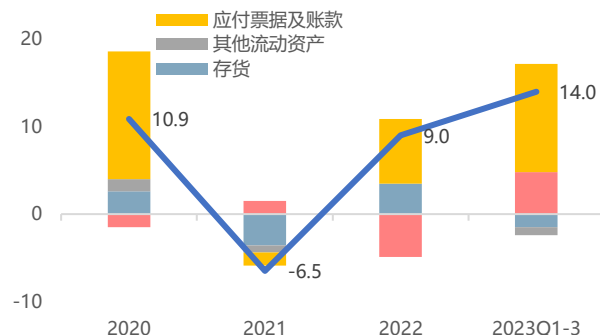
来源：美的集团/海尔智家/海信家电/长虹美菱年报、中泰证券研究所整理

公司财务上一大特征即为在手现金充足，较好的上游占款能力保证优质现金流。美菱 2023 年 Q3 净现金（货币资金+交易性金融资产-有息负债）78 亿，且在手现金逐年稳步增长，主要来源是收入扩张以及上游应付账款增加的贡献。充足的在手现金可为公司每年贡献稳定的利息净收入（公司每年利息收入约在 1-1.5 亿元）。

公司净现金达到 24/3/12 市值的 87%，持有性价比高。净现金是公司的静态价值，而“市值-净现金”体现动态成长性。我们通过排序“单位成长性市值占比对应的业绩增速”（市值 30 亿以上的家电企业前 20 排名）发现，在相同的买入成本下美菱的单位成长性最佳的。不过考虑到优质标的的成长性溢价以及可能出现的低估值陷阱，在二级市场较少使用该方式估值。我们也认为，美菱的价值不仅体现在净现金，更体现在内销提利润、外销拓增量的持续成长上。

图表 5：长虹美菱拥有较多货币资金（亿元）


来源：WIND、中泰证券研究所

图表 6：公司货币资金变动的贡献度（亿元）


来源：WIND、中泰证券研究所

图表 7：市值 30 亿+家电企业前 20（市值-净现金）占市值比例的排名

证券代码	证券简称	总市值 2 (亿元)	交易性金融资产+货币资金 (亿元)	有息负债 (亿元)	净现金 (亿元)	成长性占比=(市值-净现金)/市值	24 年业绩 YOY	单位成长性占比对应的业绩增速
000521.SZ	长虹美菱	89	91	12	78	12%	19%	1.58
000404.SZ	长虹华意	42	43	16	28	34%	12%	0.37
603303.SH	得邦照明	55	36	0	36	34%	22%	0.63
002035.SZ	华帝股份	50	25	1	24	53%	16%	0.30
301362.SZ	民爆光电	36	17	0	17	53%	19%	0.35
000651.SZ	格力电器	2,189	1,867	912	955	56%	8%	0.15
002668.SZ	奥马电器	75	35	3	32	57%	13%	0.23
603515.SH	欧普照明	123	53	2	51	58%	13%	0.22
600060.SH	海信视像	319	134	16	118	63%	18%	0.28
000921.SZ	海信家电	408	180	30	149	63%	16%	0.25
002508.SZ	老板电器	234	86	1	85	64%	12%	0.19
002543.SZ	万和电气	68	30	7	23	66%	12%	0.18
300911.SZ	亿田智能	33	10	0	10	69%	13%	0.19
002614.SZ	奥佳华	44	28	15	12	71%	54%	0.75
603519.SH	立霸股份	35	9	0	9	73%	15%	0.20
603551.SH	奥普家居	41	11	0	11	74%	14%	0.20
002959.SZ	小熊电器	89	28	5	23	74%	19%	0.26
000541.SZ	佛山照明	88	28	7	21	76%	41%	0.54
300217.SZ	东方电热	70	18	2	17	76%	-18%	-0.23
301332.SZ	德尔玛	58	16	4	13	78%	24%	0.31

来源：WIND、中泰证券研究所

注：总市值的收盘日期为 2024/2/27；有息负债=短期借款+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款；净现金=交易性金融资产+货币资金-有息负债；单位成长性占比对应的业绩增速=24 年业绩 YOY/成长性占比；24 年业绩 YOY 取 WIND 一致预期。

2023 年是白电大年：①上半年热夏带动空调需求猛增；②下半年出海补库带动外销高增。展望 2024 年，市场普遍担心红利释放完毕后，二线成长的持续性。

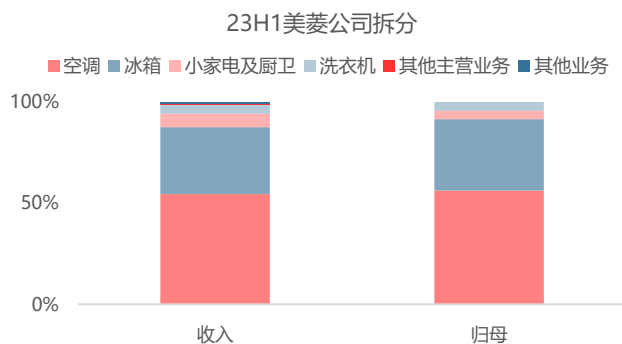
我们认为 2024 年美菱仍有看点。内销看：①冰箱：2024 年仍是冰箱的红利期，利润释放斜率仍在加速期。②空调：代工业务表现或优于预期；自主品牌乘渠道变革打开生存空间。外销看：代工业务天时地利人和下成长持续，中期可展望品牌出海节奏。

二、内销：提利润率是核心看点

1、冰箱：行业升级进入加速期，带动内销利润释放

市场普遍低估冰箱对美菱的重要性和弹性。大多数投资者将长虹美菱当做二线空调弹性标的看待，认为其冰箱是稳定业务、对其业绩影响较小。但实际上，从弹性上看，2023 年冰箱行业结构升级红利下，公司冰箱业务净利率大幅改善；2024 年行情延续下，有望为公司贡献更多的利润弹性。

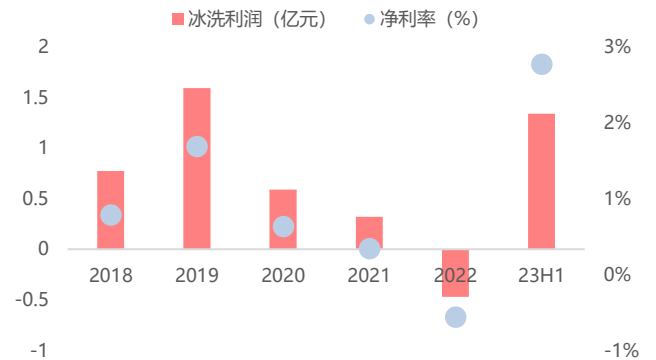
图表 8：冰箱是公司营收利润的核心组成部分



来源：公司公告、中泰证券研究所测算

注：冰洗等其他业务指剔除中山及四川长虹、日电及中科美菱后的业务后，冰箱和洗衣机分别假设拆分的。

图表 9：历史上冰洗利润波动率较大



来源：公司公告、中泰证券研究所测算

行业贝塔：2023 年冰箱行业结构升级 β 显著释放。冰箱行业当前有望迎来集中更换期，加速升级需求释放：①2009-2012 年间家电下乡潮中销售的冰箱在 10-15 年后有望迎来换新周期；②疫后消费者更重视食物保鲜诉求，释放冰箱的替换势能。从 2023 年 1-11 月零售均价可见，冰箱和电视是唯二在结构驱动下有明显升级的品类，推总均价分别提升 8% 和 12%。**分嵌入方式、门数、容积看冰箱高端化进程：**

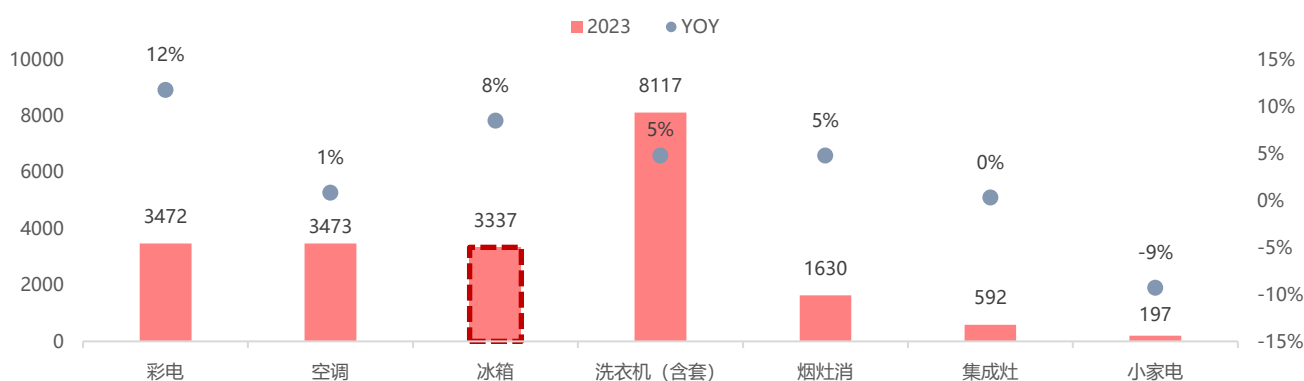
- **嵌入方式：**嵌入式冰箱指能嵌入橱柜内的冰箱，优点在于减少空间占用、提升美观度。2023 年嵌入式冰箱的销量渗透率加速提升，线上从 2% 提至 7%，线下从 12% 提至 23%。
- **门数：**十字四门冰箱渗透提升速度最快，2023 年线上从 14% 提升至 21%，

线下从 25% 提升至 31%。

- **容积：**400L 以上的大冰箱 2023 年线上渗透率从 42% 提升至 48%，线下从 65% 提升至 72%，特别是线上 400-500L 冰箱渗透在 2023 年显著加速。

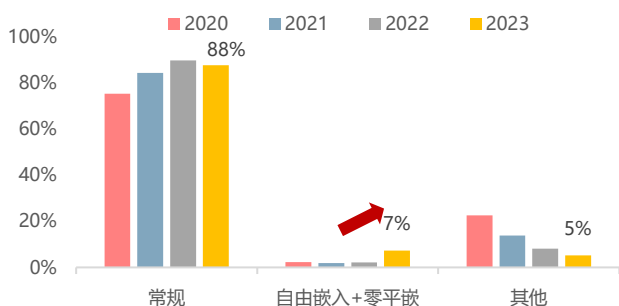
2024 年明确仍是冰箱升级红利期。在我们此前发布的《从冰箱变化看二线白电红利》的行业深度中可见，2023 年冰箱的高端升级为环比加速期，2024 年若延续 2023 年年末均价，则全年行业均价同比大概率有较好表现。以嵌入式冰箱为例，假设 2024 年维持 2023 年 11 月的渗透率，预计可拉动行业乐观情况下实现双位数的均价涨幅。且冰箱 CR3 企业短期多有股权激励等利润目标，预计行业竞争格局将维持良好局面，有望携手驱动冰箱升级。

图表 10：2023 年 1-11 月家电均价（元），冰箱电视表现亮眼



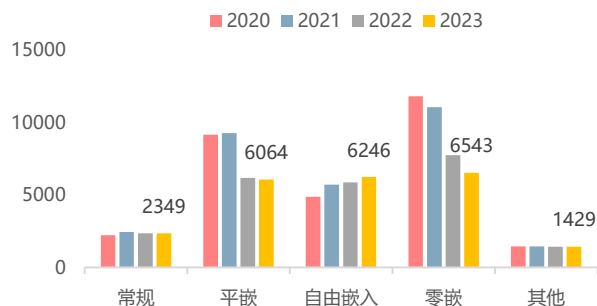
来源：奥维、中泰证券研究所

图表 11：按嵌入方式分，线上冰箱销量份额



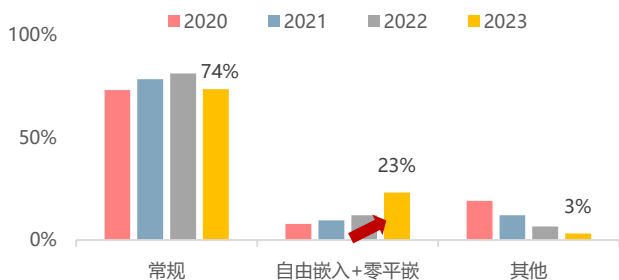
来源：奥维、中泰证券研究所

图表 12：按嵌入方式分，线上冰箱均价（元）



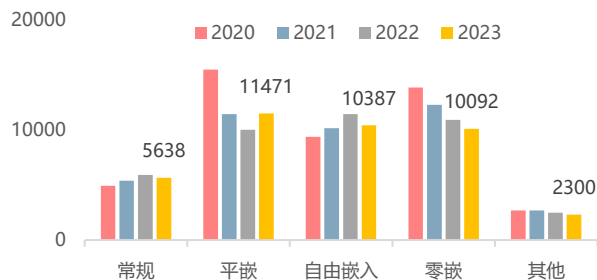
来源：奥维、中泰证券研究所

图表 13：按嵌入方式分，线下冰箱销量份额



来源：奥维、中泰证券研究所

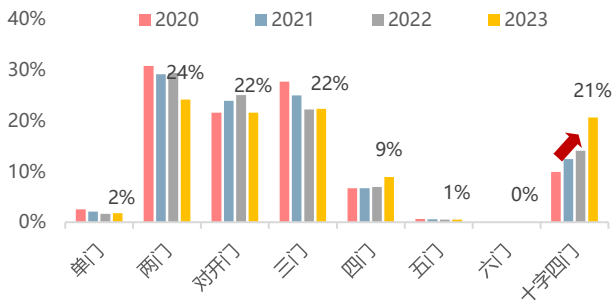
图表 14：按嵌入方式分，线下冰箱均价（元）



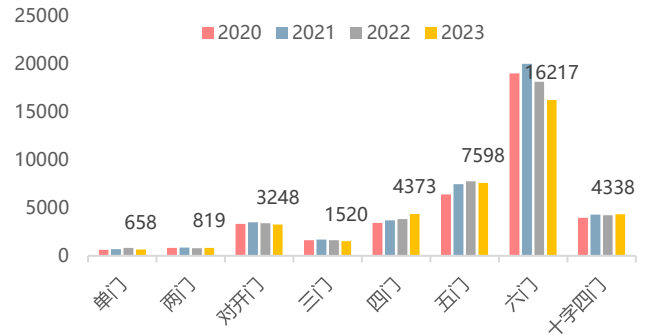
来源：奥维、中泰证券研究所

图表 15：按门数分，线上冰箱销量份额

图表 16：按门数分，线上冰箱均价（元）

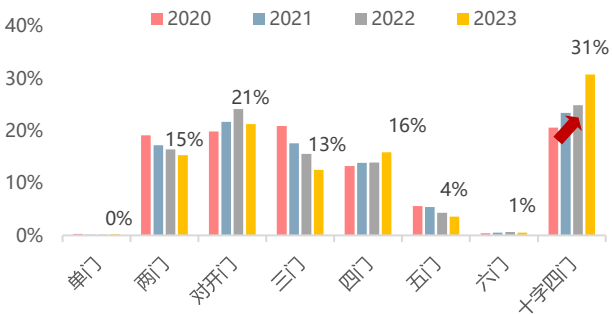


来源：奥维、中泰证券研究所



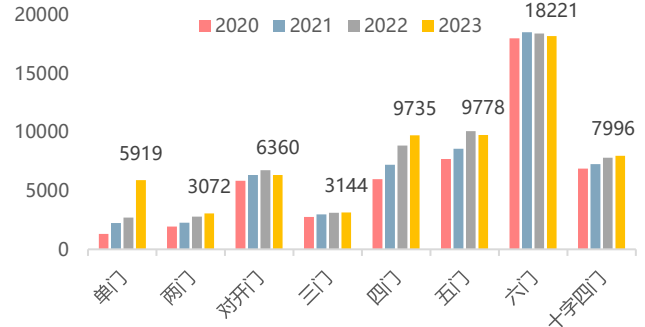
来源：奥维、中泰证券研究所

图表 17: 按门数分, 线下冰箱销量份额



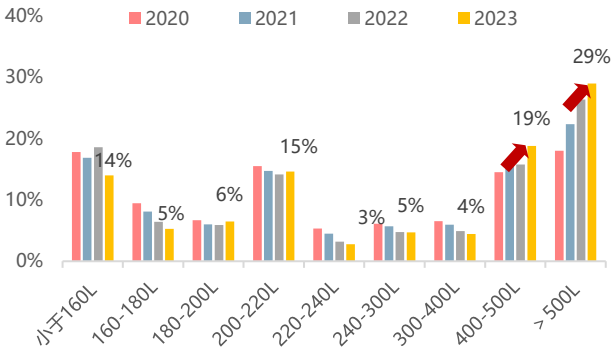
来源：奥维、中泰证券研究所

图表 18: 按门数分, 线下冰箱均价 (元)



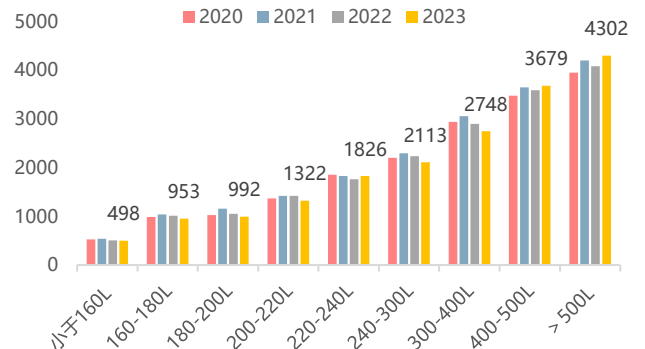
来源：奥维、中泰证券研究所

图表 19: 按容积分, 线上冰箱销量份额



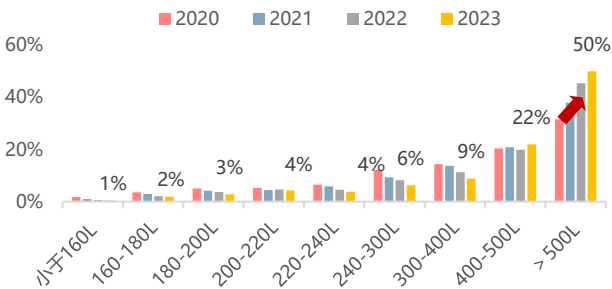
来源：奥维、中泰证券研究所

图表 20: 按容积分, 线上冰箱均价 (元)



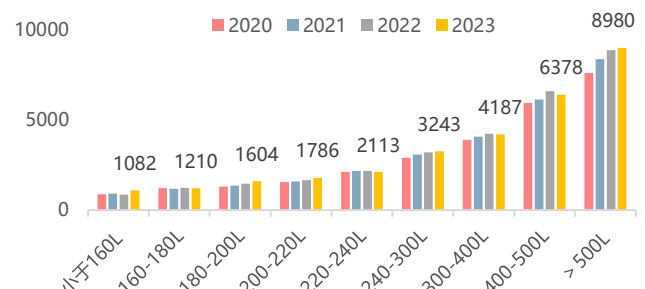
来源：奥维、中泰证券研究所

图表 21: 按容积分, 线下冰箱销量份额



来源：奥维、中泰证券研究所

图表 22: 按容积分, 线下冰箱均价 (元)

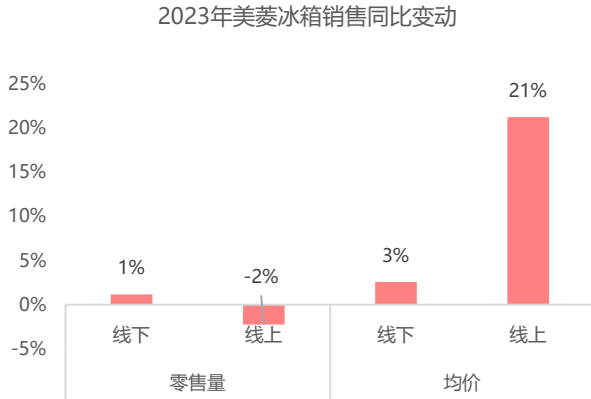


来源：奥维、中泰证券研究所

公司阿尔法：冰箱行业高端升级红利期下，美菱作为二线品牌有望享有更大弹性

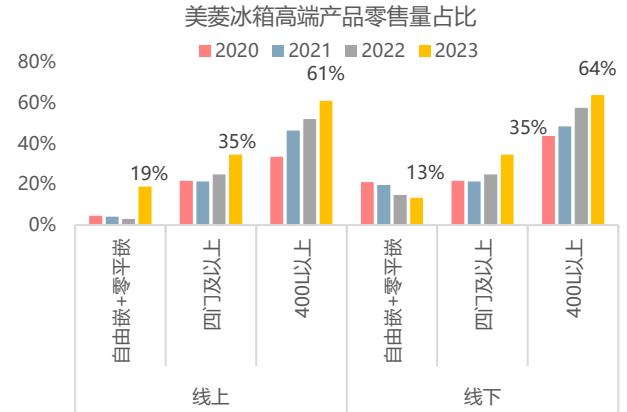
性。更新升级需求下美菱线上均价已见有显著提升，有望兑现成财务上的收入、利润释放。据奥维，2023年美菱线上均价提升21%，线下均价提升3%。均价提升主要靠冰箱结构优化：其中线上升级更显著，嵌入式、多门（四门以上）、大容量（400L以上）三类高端产品合计线上销量渗透率较2022年提升35pct，线下为+15pct。

图表 23：美菱冰箱线上均价明显提升



来源：奥维、中泰证券研究所

图表 24：2023年美菱高端冰箱渗透斜率高增

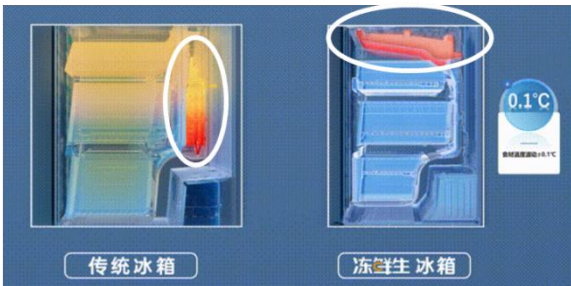


来源：奥维、中泰证券研究所

公司借升级浪潮持续发布高价高质量新品：典型案例为2023年8月发布的“冻鲜生”冰箱，显著拉动零售均价。美菱推出的“冻鲜生”冰箱，解决反复冷冻的行业痛点，实现鲜冻。“冻鲜生”定价近1万元，作为美菱高端系列的又一力作，在价格维持高位的基础上，动销好于以往推出的相同价位产品，是当前美菱新品中销售最佳的产品之一。2024年初美菱再推“零零嵌”系列冰箱，有望迎合高端嵌入式冰箱趋势，进一步拉动均价表现提升。

图表 25：“冻鲜生”冰箱和传统冰箱对比

公司创新性地发明了顶置恒温鲜冻技术，把冷源放在顶部。与普通冰箱冷冻相比，化霜升温降低55%，完全避开冰晶生成带，食材温度波动小于0.1℃，细菌滋生降低50%，挥发性盐基氮减少30%，鲜味流失降低50%，彻底解决了反复冷冻的行业痛点，实现恒温鲜冻



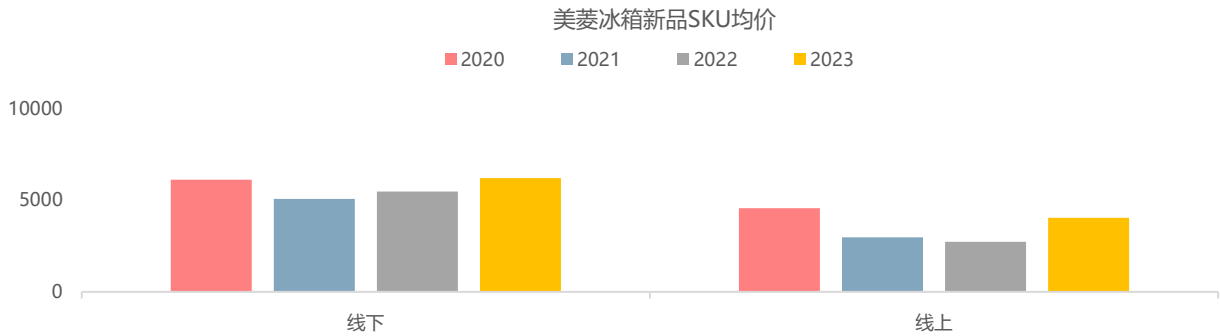
来源：微长虹公众号、美菱冰箱公众号、中泰证券研究所

图表 26：“冻鲜生”冰箱包含多种规格可供选择



来源：长虹美菱营销总部公众号、中泰证券研究所

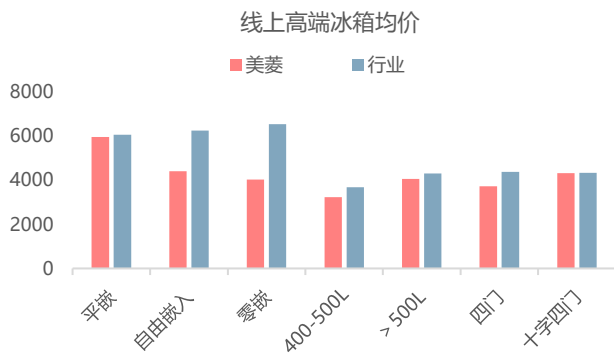
图表 27：2023年美菱冰箱推出高端产品拉升新品SKU均价（元/台）



来源：奥维、中泰证券研究所

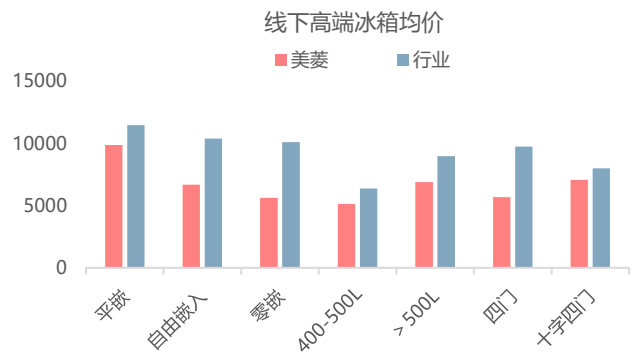
从竞争角度看，美菱在冰箱提价同时仍保持了高质价比，契合当前消费环境需求。2023年美菱线上线下高端产品较行业定价平均优惠15%和27%，特别是美菱的自由嵌和零嵌冰箱较行业便宜30-40%。在高端冰箱上，美菱冰箱以较高的品牌知名度和实惠的价格满足消费者升级需求，且后续也有进一步补足高价产品的空间。在常规产品上，美菱产品价格高于行业，体现品牌价格的韧性和保持相对高端形象。

图表 28：23 年线上美菱冰箱质价比较高（元/台）



来源：奥维、中泰证券研究所

图表 29：23 年线下美菱冰箱质价比较高（元/台）



来源：奥维、中泰证券研究所

总结：美菱 2021 年以后通过推出质价比的高端新品满足需求，优化整体 SKU 结构。当前冰箱行业正处高端升级红利期，美菱的前期布局优势有望逐步得到释放。
 ①收入端：我们看好 2024 年冰箱升级持续，美菱持续推出高价新品，均价提升将拉动收入向上。
 ②利润端：预计美菱 2023 年内销冰箱净利率仅 2%。对标海尔 12% 以上的冰箱净利率，美菱在红利期有望在低利润率基数下释放出更大弹性。

2、空调：自主品牌占比提升，带动利润增长

如何看 2024 年空调的持续性？2024 年空调行业 β 压力客观存在，但公司的小米代工业务有望维持相对稳健，自有品牌空调扩张 α 有望抵御行业周期。分析如下：

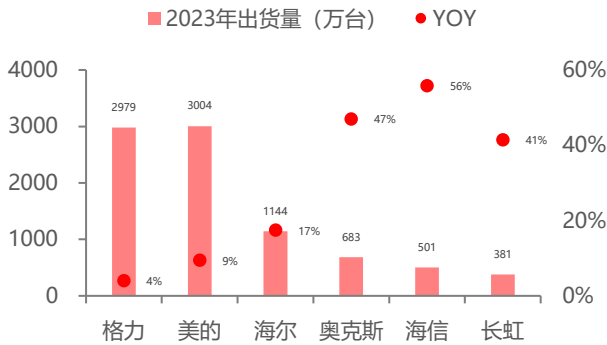
从收入拆分看，长虹美菱的空调业务有 70% 是内销，其中约一半是给小米代工，剩下大部分为自主品牌。小米和自主品牌下的长虹空调均为高性价比产品，均价比行业低 11%。23 年热夏刺激+龙头提价的背景下，美菱受益二线高弹性需求。根据产业在线，长虹空调 23 年出货量增速达 41%（含自主品牌和代工）。

图表 30：长虹美菱空调业务拆分（亿元）

	收入			YOY			占比		
	2021	2022	2023E	2021	2022	2023E	2021	2022	2023E
内销收入	49	70	87	72%	42%	25%	67%	72%	69%
小米代工		38	50			32%		54%	57%
自主品牌		25	30			20%		36%	34%
线上		8	9			8%		33%	30%
线下		17	21			26%		67%	70%
其他(其他ODM+中央空调)		7	7			2%		10%	8%
外销收入	24	27	40	4%	13%	48%	33%	28%	31%
合计	73	97	127	42%	33%	31%	100%	100%	100%

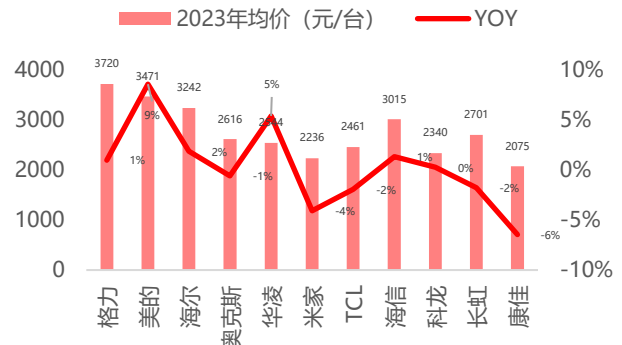
来源：公司公告、中泰证券研究所测算

图表 31：长虹美菱空调出货量增速较高



来源：产业在线、中泰证券研究所

图表 32：23 年长虹和小米空调线上均价和增速



来源：奥维、中泰证券研究所

24 年展望看：①小米代工有望相对维稳。预计小米代工约占公司空调内销收入 60%。目前长虹给小米代工的产品净利率预计不高，但代工量规模大，可达到消耗产能以及摊销费用等目的。

市场此前担心公司和小米的合作持续性：原因在于 2023 年 6 月小米官宣和松下空调广州工厂合作，市场认为小米的空调代工订单将从美菱逐步向松下转移。但根据中国质检认证中心，2023 年底长虹空调给小米的代工型号全部延续更新，我们预计 2024 年小米代工有望相对维稳。

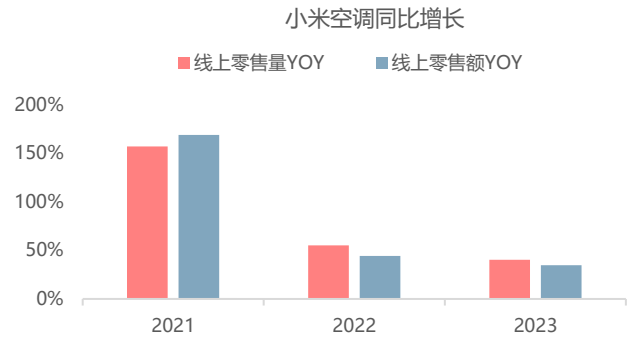
悲观考虑下：即使 24 年行业格局收紧，小米代工订单规模受损；考虑小米代工业务净利率天然较薄，我们认为其对内销空调利润绝对额的影响仍相对有限。

图表 33：2024 年小米延续此前长虹空调产品认证

图表 34：小米空调近年快速增长

发证日期	首次发证日期	有效期至	现状态	型号个数	匹数
2023/12/25	2022/4/18	2027/3/1	有效 Valid	11	1 匹
2023/10/17	2020/10/28	2025/9/25	有效 Valid	3	2 匹
2023/10/17	2020/8/24	2025/7/22	有效 Valid	3	2 匹
2023/9/19	2020/12/18	2025/11/25	有效 Valid	1	3 匹
2023/7/25	2022/8/26	2027/7/29	有效 Valid	6	1.5 匹
2023/6/9	2022/11/14	2027/10/14	有效 Valid	6	1 匹
2023/6/9	2020/10/28	2025/9/25	有效 Valid	6	3 匹
合计				36	

来源：中国质量认证中心、中泰证券研究所



来源：奥维、中泰证券研究所

②自主品牌：渠道契机下迎来全国拓张机会

电商及下沉渠道的崛起近两年正带给二线品牌更好的机会。参考奥维，2018-2022年间，随电商（含下沉）兴起，KA及专卖业态的占比迅速下滑。

过去专卖+KA的业态对应着对高坪效的强势要求，显著利好一线品牌。对于二线品牌而言：①难以支撑专卖店的坪效要求，导致线下空白区域多、无力开拓全国市场（如此前长虹空调线下主要市场仅川渝地区）；②KA强势下线下净利率水平低、账期长周转弱。

电商及其下沉渠道的崛起则对二线品牌有望带来阶段性利好：过去低利润率的KA所承载的人流量/需求开始被电商等新业态分流，而电商对于一、二线品牌在区域布局、渠道加价、账期谈判上都是一个较KA更平等的对手方。①有利于二线品牌的利润率、周转率向上回升。②有利于二线品牌从局限在区域性品牌，变为借电商下沉渠道逐步开启全国性的布局。

图表 35：家电行业渠道销售额占比变迁

渠道分类		2018	2022
线上	电商（含下沉）	25%-30%	50%
	直播电商	0	3%
	线上合计	25%-30%	53%
线下	KA-全国连锁	15%-20%	10%
	KA-地方连锁+百货商超	16%-19%	16%-18%
	专卖店等	30%-35%	14%-16%
	精装、家装等	4%-9%	5%
	线下合计	70%-75%	47%

来源：奥维、中泰证券研究所（注：KA-地方连锁+百货商超含奥维口径的TOP渠道、超市等；精装、家装渠道含工程、家装等；奥维除KA、精装家装外的线下渠道我们归类为专卖店等）

可以看到在电商及下沉渠道兴起下，长虹空调的全国化步伐正阶段性加速。京东为公司借力的核心抓手之一。公司自2017年开始和京东合作定制产品，2019年长虹美菱开始借助京东家电专卖店进入4-6线县乡级下沉渠道，加速线下渠道全国化扩张。除了京东家电，公司和其他三大下沉渠道天猫优品、苏宁零售云均有合作。经过下沉渠道的带动，从百度指数看长虹空调在广东及华北地区关注度明显提升。

2023 冷年自主品牌内销+29%，渠道逻辑下预计 2024 年延续增长。

图表 36: “长虹空调”搜索指数变化



来源：百度指数、中泰证券研究所

图表 37: 以京东为例，长虹美菱和下沉/电商渠道合作时间较长，逐步全国化

2017年美菱和京东签订协议，京东以智能服务赋能硬件，美菱则发挥优势降本量产，向京东提供特供机型

2018年美菱和京东合作首发冰箱、空调、电视三款产品，美菱依托京东加快电商渠道拓展

2019年美菱和京东深化C2M产品定制及渠道合作，加速在全国县乡级市场的下沉和拓展

长虹美菱作为京东家电专卖店首个战略合作品牌，致力于为其提供更优质的长虹美菱品牌的特供产品。2021年美菱持续推新。

自确立长虹空调为京东包销品牌以来，长虹空调在京东每年均有大的增长，2022年深化合作，提高指标。

2023年长虹参与京东星火计划，和京东专卖店建立更深的合作关系。2023冷年，长虹空调内销+29%，主推核心产品+40%。

长虹电器和京东五星电器达成2024年全面战略合作，发布了3年倍增战略规划，加码渠道下沉。

来源：京东智能、宅配机电、长虹美菱营销总部、京东黑板报、秋实财经、艾肯家电网、电器微刊、中泰证券研究所整理

除渠道催化外，公司空调产品力亦有基础，高质价比打开生存空间。公司主打爆品策略，SKU精简，线上挂机定价 2000 元附近，柜机定价 4000 元附近。相对于参数相同的格力、美的、海尔、海信的产品，长虹性价比更高。

图表 38: 长虹空调性价比较为显著

2023 年线上均价 (元/台)	1 匹	1.5 匹	3 匹
格力	2902	3072	7373
美的	2507	2941	6632
海尔	2439	2673	6569
海信	2033	2463	5347
奥克斯	2000	2314	5225
华凌	1970	2186	4836
科龙	1761	2020	4783
TCL	1731	2259	4700
米家	1866	2016	4686
长虹	1827	2392	4413
康佳		1777	3767
东宝	1144	1250	

来源：奥维、中泰证券研究所

图表 39: 长虹空调的线上爆款以高性价比取胜

参数	一匹、一级能效、变频、冷暖、自清洁、支持 WIFI				
品牌	长虹	格力	海尔	美的	海信
型号	KFR-26GW/ZDHQW1+R1	KFR-26GW/NhAe1BG	KFR-26GW/B1KGC81U1	KFR-26GW/N8KS1-1	KFR-26GW/EF20A1
价格(元)	1799	2999	2299	2499	1949
评价(条)	5万+	10万+	1万+	2万+	5万+
图片					

来源：京东、中泰证券研究所

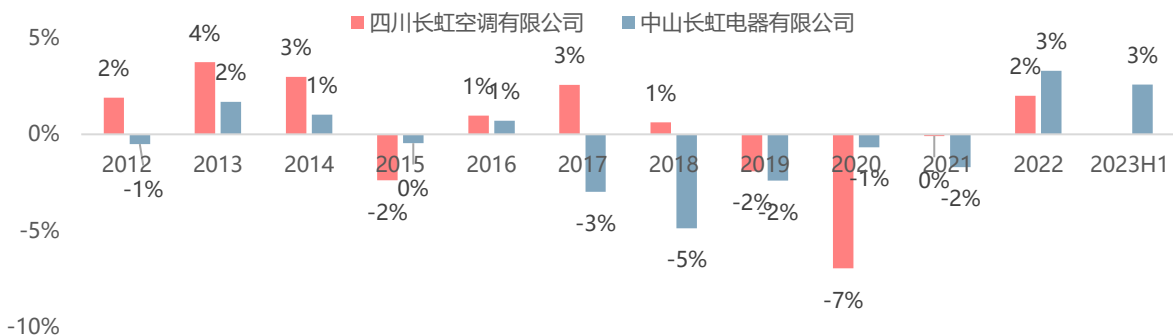
总结：我们认为 2024 年美菱的空调表现或比市场想象乐观。第一是低利润率的小米代工对整体利润的影响有限；第二是自有品牌除阶段性的二线弹性外，更展现出了较好的经营红利，渠道拓张有望成为其 alpha 持续兑现的抓手。中期看亦可展望：随自有品牌占比提升，空调业务的盈利能力或有进一步有效上行。

三、外销：我国优质产能输入新兴市场，公司增长潜力大

美菱外销当前聚焦新兴市场为主，存保有量提升红利。短期看外销占比提升对整体利润率预计有拉动；中期看，随着一带一路，海外拓张更是持续成长的来源。

外销业务在公司收入、利润端均形成较好拉动。①收入端：我们预计 2019-2023E 海外收入年化增速 20%，快于公司整体 12% 的年化增速。2023 年得益于海运费用下行、南美热夏及海外补库需求，美菱外销整体增速预计达到 50+%，冰洗收入增速接近翻倍。②利润端：以空调业务为例，2022 年起外销净利率达到 3% 水平高于公司整体，外销占比提升将有利于整体盈利能力上升。

图表 40：以空调为例，外销占比提升有利于改善整体利润

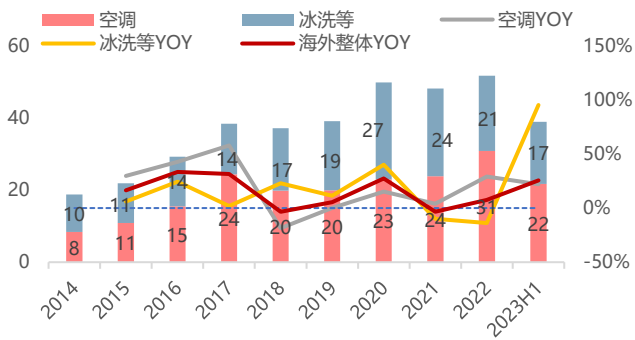


来源：公司公告、中泰证券研究所

公司外销增长来源上可谓“天时地利人和”俱备：

地利：美菱海外以新兴市场和欧洲等增量市场为主，存有量提升红利。公司核心经营区域包括东南亚、拉美、东欧、非洲、中亚、西欧等。这些新兴地区的大家电渗透率较低，2023年发展中国家（含中国）的空冰洗渗透率为49%、76%和65%，是全球为数不多的增量市场。近年随着一带一路政策的支持带动，我国凭借强劲的制造能力，生产的产品物美价廉，向新兴地区输出优质产能，我国对中亚、拉美、东欧、南欧、东南亚、非洲等地区的出口增速快于发达国家。

图表 41：美菱海外收入拆分（亿元）



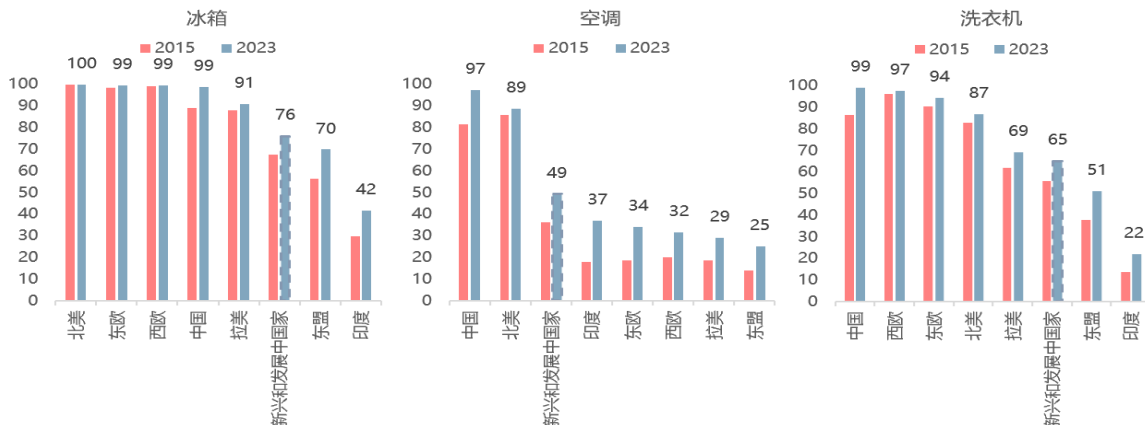
来源：WIND、中泰证券研究所

图表 42：四川长虹海外主要经营范围



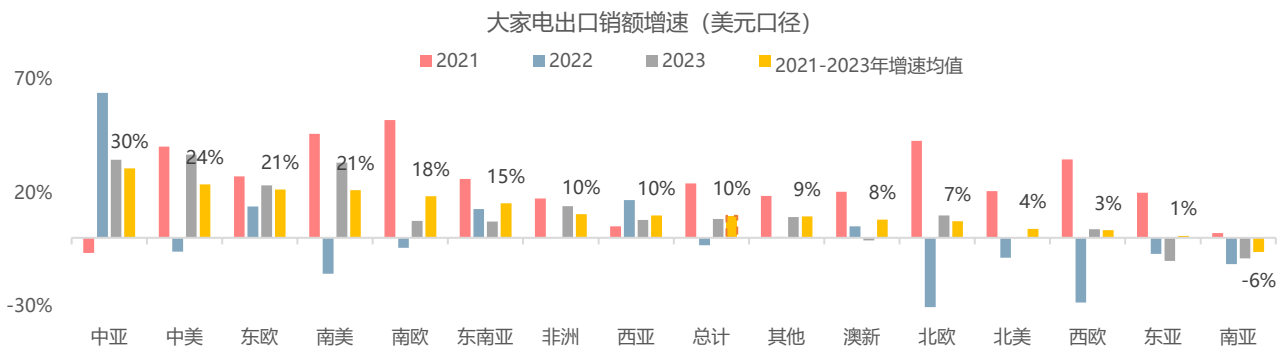
来源：chiq网站、中泰证券研究所

图表 43：新兴市场大家电渗透率亟待提升



来源：欧睿、中泰证券研究所

图表 44：近年我国对新兴地区出口家电的增速较高



来源：海关总署、中泰证券研究所

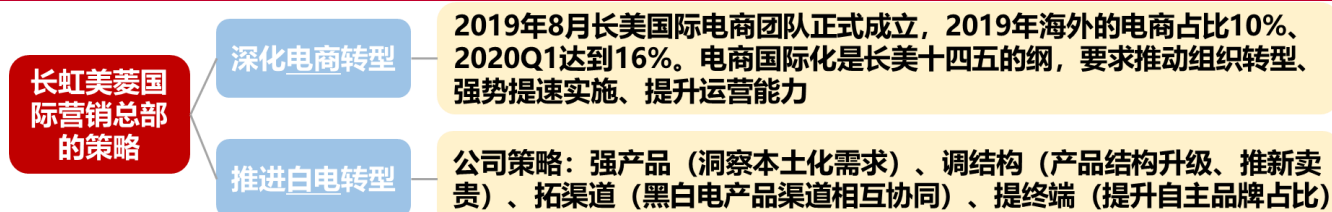
注：大家电包括冰箱、空调、洗衣机和电视。

天时：一线龙头近年来加大品牌出海力度，代工业务调整下给予国内二线品牌

代工机会。2023 年美的强化品牌出口的策略，OBM 占出口比例提升。随着美的强化自主品牌，下游大客户寻求新供应商，有望给予美菱等制造商新机会。

人和：公司推进各区域的产品部门之间的渠道协同，以黑白电协同拓展海外。公司于 2019/6 成立“长虹美菱国际”，与海信集团类似，该国际营销公司统一白电和黑电的海外营销服务平台。此前公司黑白电出口业务相对独立，客户发展上各自为战，协同较少；成立长美国际后，黑白电加快协同发展，客户相互导流下有望获得订单量进一步提升。

图表 45: 2021 年长美国际营销总部策略



来源：长虹美菱国际公众号、中泰证券研究所

公司当前以代工出海为主，长期展望品牌出海，目前以电商拓展市场。公司 2017 年开始在海外做自主品牌 ChiQ，从大洋洲切入，后续导入欧洲、东南亚，主要由电商作为出海主战场，既发挥公司制造能力优势、又在低成本下推广品牌。2019 年成立长美电商团队，公司在中山已搭配跨境电商团队，目前进驻全球 30+ 电商平台、40+ 个国家和地区，以高性价比多次登陆亚马逊 best seller 榜单。公司在品牌营销上小步快走，通过多次赞助海外球队逐步提升 ChiQ 的海外知名度。

图表 46: ChiQ 有部分型号冰箱在亚马逊（德国站）best seller 榜单排名靠前

分类	Freezers&Refrigerators	Freezers	
	排名	18	20
价格	299欧元	299欧元	187欧元
评分	4.3	4.5	4.3
照片			

来源：亚马逊、中泰证券研究所

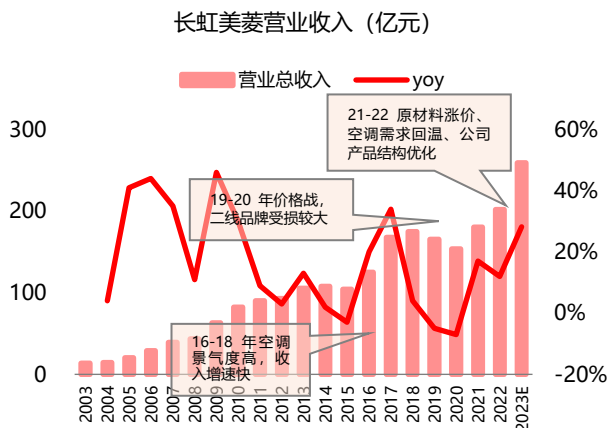
四、公司治理：持续兑现，具备长期逻辑

除内销行业红利及外销出海机会外，乘国企改革浪潮，公司内部的提效改善也在持续释放，助推整体利润率提升。

1、经营提效：“三条主线”策略夯实现金流和利润

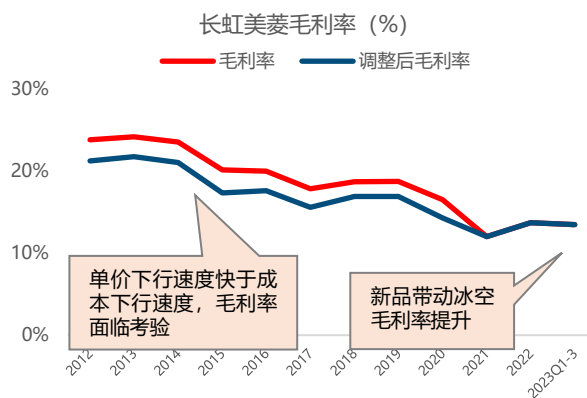
2020 年美菱提出强化盈利的目标，并在 2021-2023 年不断兑现，有望熨平公司长期存在的利润波动问题。2020 年起公司提出“以盈利前提下，提升份额”的目标，并通过“效率为王、产品领先、对标对阵之路”三条主线实现该目标。2023Q1-3 公司毛利率提升，同时得益于控费，净利率明显回温。

图表 47：长虹美菱收入及增速



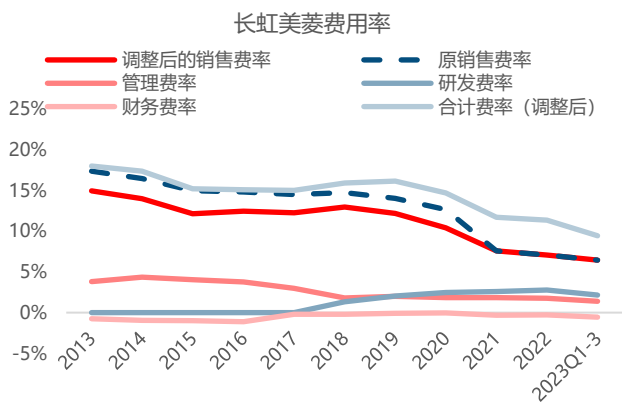
来源：WIND、中泰证券研究所

图表 48：长虹美菱毛利率自 2022 年来明显改善



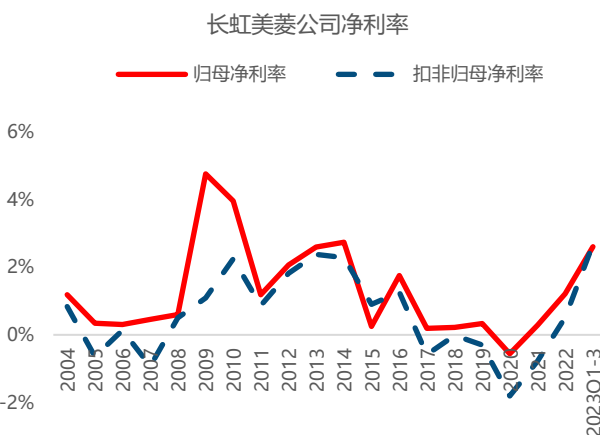
来源：WIND、中泰证券研究所

图表 49：公司控费效果显著



来源：WIND、中泰证券研究所

图表 50：2020 年起公司盈利能力明显提升

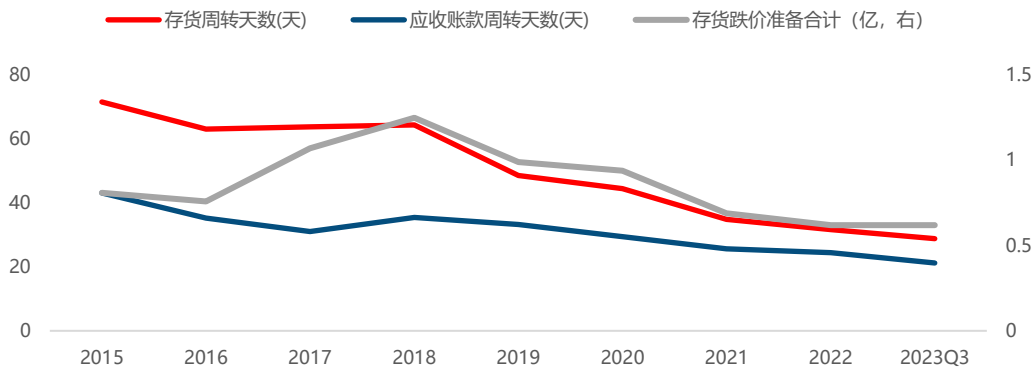


来源：WIND、中泰证券研究所

➤ **效率为王：周转率持续提升，缩小减值影响**

公司持续提高回款和存货周转效率，减少存货减值。2014 年公司与四川长虹共同设立智易家智慧交易平台，实现了从订单到物流、从信用到收款、从商务到结算的过程，让交易过程更清晰加快回款，同时减少存货周转天数以及存货损耗。2018 年起公司周转效率持续提升。

图表 51：长虹美菱周转效率提升，减少存货跌价准备



来源：WIND、中泰证券研究所

➤ **产品领先：坚持打造高质量“爆品”**

公司产品上走爆款战略，优化低效品，改善毛利率。举例看：

1) 空调：21-22 年全无尘+远投近柔的爆品空调推出后，公司空调出货单价从 2020 年的 1465 元/台提升至 2022 年的 1561 元/台，爆品打法获得较大成功。2023 年公司更新无尘系列 3.0，封闭性更高，进一步改善产品痛点。

2) 冰箱：围绕保鲜、门体薄、容量大、嵌入式的核心需求做产品布局，23 年 8 月新推定价接近 1 万元的、不会反复冷冻的“冻鲜生”冰箱。

图表 52：2023 年长虹美菱各产品战略布局

冰箱	<ul style="list-style-type: none"> 坚持“精品”+“爆品”+“精爆品”产品策略 围绕“鲜、薄、大、嵌”进行产品布局 8月推出不会反复冷藏的“冻鲜生”冰箱 	
空调	<ul style="list-style-type: none"> 挂机围绕“全无尘” 柜机围绕“远投近柔客餐厅共享” 	
洗衣机	<ul style="list-style-type: none"> 围绕“薄、大、简、净” 	
厨卫和小家电	<ul style="list-style-type: none"> 围绕茶饮生态电器与服务，清洁电器，和燃气类热水器产品线，培养核心竞争力，打造行业有影响力的品牌 	

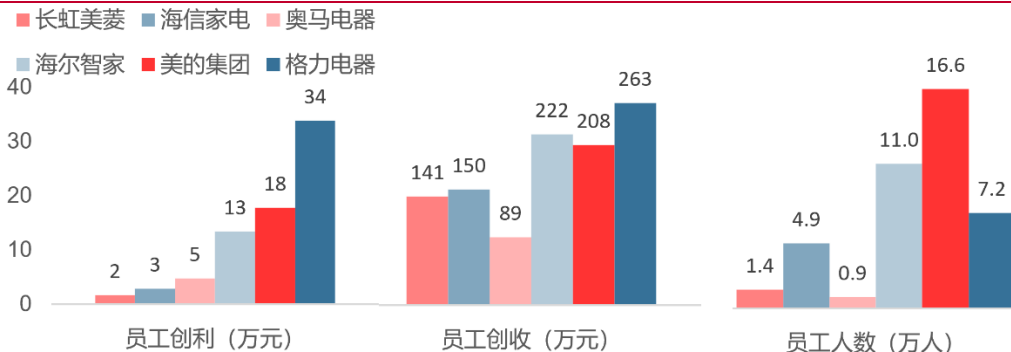
来源：公司公告、中泰证券研究所

➤ **对标对阵：对比龙头补齐制造短板**

根据母公司公告，长虹美菱冰空的销量在 1000+万台，根据产业在线，美的冰

空销量 6000+万台、格力空调销量约 4000 万、海尔冰空销量 3000 万+, 长虹美菱产量低于白电龙头。白电巨头在积累了众多生产经验后, 形成最优方案。美菱对标龙头, 人效处于较低水平, 在生产管理效率上仍有提升空间。

图表 53: 美菱的人效还有很大的提升空间 (2022 年)



来源: WIND、中泰证券研究所

2、渠道改革: 产品负责制, 提高经营质量和效率

2019 年 2 月公司成立营销总部中国区, 2022 年深化营销转型。美菱此前是分段经营, 产品与市场相互切割, 造成产品总部与市场需求脱钩、渠道为完成任务压货等问题频出。2019 年开始成立中国区后, 取消分段经营的模式, 以“产品公司”为中心, 即产业负责制下实现总部经营、分布执行。总部管控影响价值链关键环节 (零售价、商业库存、费用管理) 等, 实现全价值链拉通, 总部精细化管理, 大大减少通过“压货、降价”等损害自身利益的方式来增收的情况, 提升经营质量。

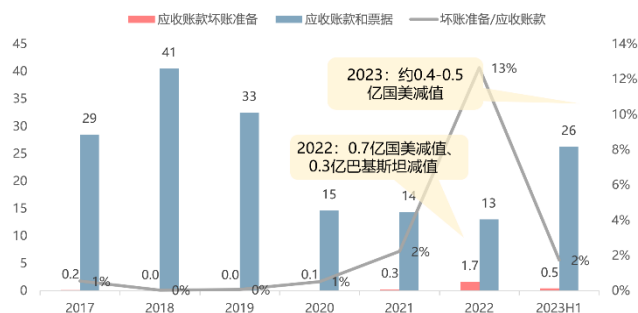
在实际经营上, 营销总部中国区合并白电、黑电的营销渠道, 在销售上以强势品类带动弱势品类。2021 年渠道整合基本完成走出调整期, 家空在渠道上受强势品类冰箱带动, 增长效果显著。

图表 54: 长虹美菱中国区营销转型逻辑图

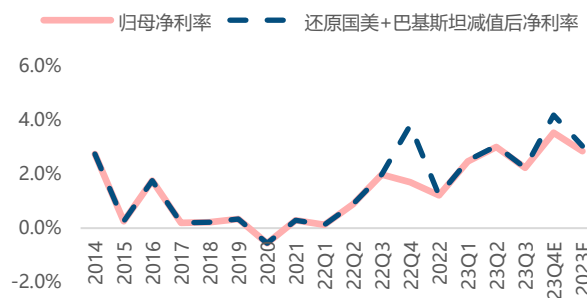


来源: 长虹美菱营销总部公众号、中泰证券研究所整理

渠道坏账基本完成计提，2024 年轻装上阵。一般来说，美菱需要计提应收账款/票据的坏账的情况较少，2022-2023 年情况特殊，2024 年利润释放空间更大。2022 年国美和巴基斯坦的坏账分别计提 0.7 亿和 0.3 亿，2022 年整体合计计提 1.65 亿坏账，其中巴基斯坦已计提完毕，国美约剩下 0.5 亿未计提的应收。2023H1 计提部分、Q3 计提 0.44 亿，截至 2023Q3 国美坏账已完全计提完毕，2024 年能更好的释放净利率。

图表 55: 长虹美菱 2022-2023 年有减值 (亿元)


来源：长虹美菱公告、中泰证券研究所

图表 56: 还原减值后 2021 年公司净利率稳定向上


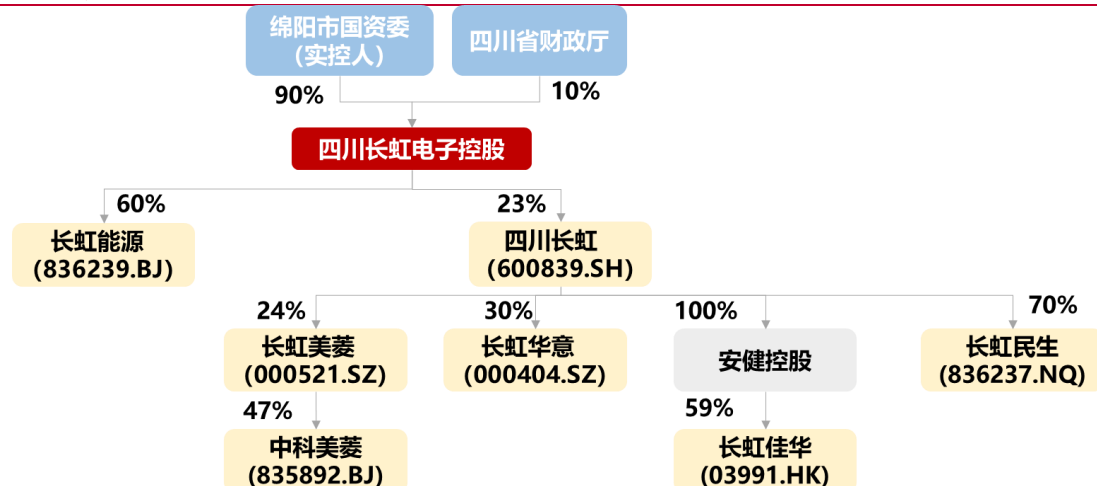
来源：长虹美菱公告、WIND、中泰证券研究所整理

2021 年改革效果初显，目前公司渠道改革仍在持续，有望在行业渠道变化下进一步走向全国、增强产品渠道协同、降低费用释放利润。外加 2023 年已计提完国美渠道坏账，预计 2024 年更好地释放利润。

3、管理层变更：新官上任，吹响加速高质量拓展的号角

2023 年长虹控股新官上任，以柳江、杨军为首的领导班子逐步形成。美菱的母公司是四川长虹，再上一级母公司是长虹控股集团。2023 年前董事长赵勇退休，新上任的董事长柳江来自绵阳市政府。22 年 10 月柳江总从绵阳政府秘书长改任长虹控股总经理，2023 年 7 月任四川长虹、长虹控股董事长。2023 年 12 月杨军任长虹控股总经理。柳江、杨军现年 55、54 岁，国企领导一般 60 岁退休，预计两位领导在任期间会有更新的措施加速长虹控股整体实现高质量发展。2024 年是新领导班子上任第一年，美菱作为长虹控股的重要孙公司，预计在新领导班子带领下会持续提效策略、释放利润。

图表 57: 长虹集团股权梳理



来源: WIND、中泰证券研究所整理

五、投资建议

我们认为冰箱结构升级、空调自主品牌占比提升、出口增长持续，是公司 24-25 年业绩增长核心逻辑。以下从收入和利润拆解公司，

- **空调:** ①收入端，内销在 2023 年的高基数下，2024 年内需预计稳健，收入 +1%；外销预计延续此前积极抢单的趋势，收入+15%。2025 年预计空调内销修复，整体增速+10%。②利润端，自主品牌夯实川渝基础，并凭借渠道扩张至全国化，占比逐步提升改善利润。
- **冰箱:** 内外销冰箱主要靠结构升级，大冰箱、嵌入式冰箱占比提升带动单价、收入和净利率提升。
- **厨小:** 公司大单品茶吧机近两年快速发展，公司在抖音、快手有较多动作，且基数小，预计 2023-2025 年年化增长 20%，净利率保持稳定。
- **洗衣机:** 整体基数小，海外增速更高，预计 2023 年收入翻倍、2024-2025 年增长 30-35%，保守预计净利率稳健。

图表 58：长虹美菱收入拆分和预测

单位：亿元；%	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	180.3	202.2	259.2	284.2	313.5
YOY	17%	12%	28%	10%	10%
归母净利润	0.5	2.5	7.4	8.9	10.2
YOY	-160%	371%	205%	19%	15%
归母净利率	0.3%	1.2%	2.9%	3.1%	3.2%
其中，					
空调	68.7	97.8	127.2	134.0	147.4
YOY	49%	42%	30%	5%	10%
四川长虹空调（内销）	49.2	69.2	87.2	88.0	
YOY	72%	41%	26%	1%	
中山长虹电器（外销）	23.8	30.8	40.0	46.0	
YOY	4%	29%	30%	15%	
冰箱	81.7	76.7	93.3	102.0	107.0
YOY	6%	-6%	22%	9%	5%
冰箱利润	0.7	-0.2	3.0	3.8	4.1
归母净利率	0.9%	-0.3%	3.3%	3.7%	3.8%
中科美菱（2022 年及后持股 47.45%）	4.6	4.1	3.3	3.3	3.3
YOY	25%	-13%	-18%	0%	0%
家用冰箱	77.0	72.6	90.0	98.7	103.6
YOY	5%	-6%	24%	10%	5%
小家电及厨卫	13.3	16.1	19.3	23.1	27.8
YOY	16%	21%	20%	20%	20%
洗衣机	6.7	7.5	15.0	20.3	26.3
YOY	43%	13%	99%	35%	30%
其他主营业务	3.0	2.3	2.4	2.6	2.7
YOY	21%	-22%	5%	5%	5%
其他业务	7.0	1.8	2.0	2.2	2.4
YOY	-43%	-75%	10%	10%	10%

来源：WIND、中泰证券研究所测算

综上，我们预计公司 2023-2025 年收入 259、284、314 亿元，YOY+28%、+10%和+10%，归母净利为 7.4、8.9、10.2 亿元，YOY+203%、+20%、+15%，对应收盘价为 12、10 和 9XPE。我们选取同样作为白电的格力、美的、海尔和海信作为可比公司，同时选取同一母公司控股、受益于国企改革、经营冰箱上游压缩机的华意作为可比公司。24 年美菱 PE 略低于可比公司均值。长虹美菱是市面稀缺的资产负债表质地好、利润率改善逻辑清晰的白电公司，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 59：长虹美菱财务和估值数据摘要

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (亿元)	180	202	259	284	314
增长率 yoy%	17%	12%	28%	10%	10%
净利润 (亿元)	0.5	2.4	7.4	8.9	10.2
增长率 yoy%	161%	371%	203%	20%	15%
每股收益 (元)	0.05	0.24	0.72	0.86	0.99
每股现金流量	0.16	1.42	4.97	-2.66	6.00
净资产收益率	1%	4%	12%	13%	13%
P/E	176	37	12	10	9
P/B	1.9	1.8	1.6	1.4	1.3

来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 60：可比公司估值

代码	简称	收盘价 (元/股)	EPS					PE				
			2021	2022	2023E	2024E	2025E	2021	2022	2023E	2024E	2025E
000404.SZ	长虹华意	7.0	0.3	0.4	0.6	0.7	0.7	26	18	12	11	10
000651.SZ	格力电器	39.5	3.9	4.4	5.1	5.3	5.7	10	9	8	7	7
000333.SZ	美的集团	64.1	4.1	4.2	4.8	5.4	5.9	16	15	13	12	11
600690.SH	海尔智家	24.3	1.4	1.6	1.8	2.0	2.3	17	16	14	12	11
000921.SZ	海信家电	28.6	0.7	1.1	2.0	2.4	2.7	40	27	14	12	11
均值								22	17	12	11	10
000521.SZ	长虹美菱	8.9	0.1	0.2	0.7	0.9	1.0	176	37	12	10	9

来源：WIND、中泰证券研究所测算

注：收盘价日期为 2024/3/13；可比公司取 WIND 一致盈利预测。

六、风险提示

- 1) **空调竞争加剧**：若行业弱周期下龙头加强份额诉求，加大竞争力度，可能削弱公司自主品牌的竞争力。
- 2) **地产景气度影响白电需求**。假设房地产竣工或者销售低于预期，不利于家电销售，导致行业格局恶化，影响美菱提利润逻辑。
- 3) **原材料和海运成本由于需求回温而提升，降本不及预期**。根据测算，家电直接材料的成本占比85%，上下波动10%会对毛利率有0.2-1.7%的影响。另外，长虹美菱约30%收入源于外销，冰箱等体积较大，海运费用上升意味着公司需要让渡部分利润。
- 4) **三方数据不准确和测算有误风险**。有可能会因为更新不及时、三方数据统计疏漏，收入利润拆分不准确等影响最终结果。
- 5) **研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险**。

图表 61：长虹美菱财务数据预测

资产负债表					利润表				
会计年度	单位:百万元				会计年度	单位:百万元			
	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	6,839	10,871	8,525	13,249	营业收入	20,215	25,917	28,416	31,354
应收票据	0	0	0	0	营业成本	17,445	22,340	24,424	26,905
应收账款	1,307	1,669	1,588	1,653	税金及附加	159	220	236	249
预付账款	46	335	366	404	销售费用	1,429	1,659	1,790	1,944
存货	1,710	2,253	7,562	3,919	管理费用	359	360	423	498
合同资产	4	1	2	2	研发费用	560	561	587	616
其他流动资产	1,887	2,227	2,451	2,720	财务费用	-55	-155	-158	-123
流动资产合计	11,789	17,355	20,492	21,944	信用减值损失	-164	-15	-15	-15
其他长期投资	53	53	53	53	资产减值损失	-56	-70	-70	-70
长期股权投资	100	100	100	100	公允价值变动收益	24	21	14	20
固定资产	2,197	2,385	2,613	2,879	投资收益	33	0	0	0
在建工程	67	167	167	67	其他收益	103	0	0	0
无形资产	901	945	983	1,007	营业利润	286	868	1,043	1,200
其他非流动资产	1,094	1,094	1,096	1,098	营业外收入	9	8	9	9
非流动资产合计	4,411	4,744	5,012	5,204	营业外支出	8	8	8	8
资产合计	16,200	22,099	25,504	27,148	利润总额	287	868	1,044	1,201
短期借款	674	97	1,221	335	所得税	10	29	35	40
应付票据	4,964	6,671	7,532	8,049	净利润	277	839	1,009	1,161
应付账款	2,918	6,702	7,400	8,233	少数股东损益	33	99	119	136
预收款项	0	166	46	63	归属母公司净利润	244	741	890	1,024
合同负债	359	467	511	564	NOPLAT	224	690	856	1,041
其他应付款	823	823	823	823	EPS (按最新股本摊薄)	0.24	0.72	0.86	0.99
一年内到期的非流动负债	30	30	30	30					
其他流动负债	498	505	569	645					
流动负债合计	10,267	15,461	18,134	18,743					
长期借款	148	198	128	208					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	247	247	247	247					
非流动负债合计	395	445	375	455					
负债合计	10,661	15,906	18,508	19,197					
归属母公司所有者权益	5,168	5,724	6,408	7,226					
少数股东权益	371	469	588	724					
所有者权益合计	5,539	6,193	6,996	7,951					
负债和股东权益	16,200	22,099	25,504	27,148					

现金流量表				
会计年度	单位:百万元			
	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,465	5,122	-2,739	6,178
现金收益	597	1,000	1,190	1,403
存货影响	-354	-542	-5,309	3,642
经营性应收影响	177	-582	120	-32
经营性应付影响	820	5,657	1,439	1,366
其他影响	225	-411	-180	-201
投资活动现金流	-506	-512	-613	-566
资本支出	-260	-648	-605	-555
股权投资	-14	0	0	0
其他长期资产变化	-232	136	-8	-11
融资活动现金流	-755	-579	1,006	-888
借款增加	-271	-528	1,054	-806
股利及利息支付	-110	-2,491	-1,943	-2,842
股东融资	368	0	0	0
其他影响	-742	2,440	1,895	2,760

主要财务比率				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	12.1%	28.2%	9.6%	10.3%
EBIT增长率	643.9%	208.2%	24.2%	21.6%
归母公司净利润增长率	371.2%	202.9%	20.2%	15.0%
获利能力				
毛利率	13.7%	13.8%	14.0%	14.2%
净利率	1.4%	3.2%	3.6%	3.7%
ROE	4.4%	12.0%	12.7%	12.9%
ROIC	4.4%	13.0%	12.1%	14.5%
偿债能力				
资产负债率	65.8%	72.0%	72.6%	70.7%
债务权益比	19.8%	9.2%	23.2%	10.3%
流动比率	1.1	1.1	1.1	1.2
速动比率	1.0	1.0	0.7	1.0
营运能力				
总资产周转率	1.2	1.2	1.1	1.2
应收账款周转天数	24	21	21	19
应付账款周转天数	54	78	104	105
存货周转天数	32	32	72	77
每股指标 (元)				
每股收益	0.24	0.72	0.86	0.99
每股经营现金流	1.42	4.97	-2.66	6.00
每股净资产	5.02	5.56	6.22	7.02
估值比率				
P/E	37	12	10	9
P/B	2	2	1	1
EV/EBITDA	712	420	352	299

来源：中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。