

## 海尔智家 (600690.SH) 2023 年业绩稳健增长，推出 3 年股东回报计划加大分红比例

2024 年 03 月 29 日

投资评级：买入（维持）

——公司信息更新报告

日期	2024/3/28
当前股价(元)	25.08
一年最高最低(元)	25.44/19.86
总市值(亿元)	2,367.08
流通市值(亿元)	1,582.19
总股本(亿股)	94.38
流通股本(亿股)	63.09
近 3 个月换手率(%)	28.36

吕明（分析师）	周嘉乐（分析师）	刘文鑫（联系人）
lvming@kysec.cn	zhoujiale@kysec.cn	liuwenxin@kysec.cn
证书编号：S0790520030002	证书编号：S0790522030002	证书编号：S0790123070038

● **2023 年业绩稳健增长，高端化套系化带动盈利提升，维持“买入”评级**  
2023 年营收 2614.28 亿元（同比+7.3%，下同），归母净利润 165.97 亿元（+12.8%），扣非归母净利润 158.24 亿元（+13.3%），经营利润 169 亿元（+15.8%）。稳健发展主系多品牌布局、产品结构优化、数字化变革降本增效等多种因素。考虑到宏观需求变化及行业竞争加剧，我们下调 2024-2025 年、新增 2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润 187.1/212.6/239.0 亿元（2024-2025 年原值 195.8/223.2 亿元），对应 EPS 分别为 2.0/2.3/2.5 元，当前股价对应 PE 为 12.6/11.1/9.9 倍，公司高端化趋势向好，维持“买入”评级不变。

● **高端化带动国内外份额提升，空调分部收入利润较高增长**  
分地区来看，（1）国内：2023 年国内收入 1250.16 亿元（+7.1%），占比 47.8%，中国市场份额为 28%（+1pct），冰箱冷柜/厨电/洗衣机/智慧楼宇份额持续提升。卡萨帝零售额增幅 14%，三翼鸟零售额同比提升 84%，成套占比超过 60%，持续引领高端升级；（2）海外：2023 年公司海外收入 1364.12 亿元（+7.6%），占比为 52.2%，其中美洲/澳洲/南亚/欧洲/东南亚/中东非/日本收入分别同比 +4.1%/-11.8%/+14.9%/+23.9%/+11.6%/-1.8%/+2.6%，各地区境外收入占比分别为 58.5%/4.5%/7.0%/20.9%/4.2%/1.4%/2.7%，公司在北美/欧洲/澳新市场份额持续提升。分部业务来看，根据最新口径，2023 年公司冰箱冷柜/厨电/空调/洗衣机/水家电/其他业务收入分别同比+5.2%/+6.9%/+13.1%/+6.2%/+8.5%/+6.1%。

● **盈利能力稳步提升，推出三年股东回报计划，现金分红比例不低于 50%**  
2023 年公司毛利率达到 31.5%（+0.2pct），国内毛利率提升，国外受竞争加剧影响毛利率下降。2023 年公司电冰箱/洗衣机/空调/厨卫电器/水家电/渠道综合服务/其他业务毛利率分别为 32.2%/33.3%/29.4%/32.0%/46.1%/8.6%/65%，同比分别 +0.3/+0.1/+0.8/-0.4/+0.1/-1.2/+5.1pcts。费用率端，2023 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 15.7%/4.4%/3.9%/0.2%，同比分别 -0.18/-0.06/+0.01/+0.30pcts。综合影响下 2023 年公司净利率为 6.35%（+0.31pcts），扣非净利率 6.05%（+0.32pcts）。2023 年现金分红比例提升至 45%，加上回购达到 54.74%，推出股东回报计划，2025-2026 年现金分红比例不低于 50%。

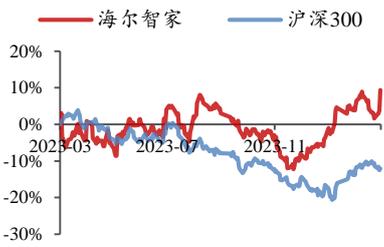
● **风险提示：**降费提效不达预期；高端市场需求不达预期；海外行业竞争加剧。

### 财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	243,579	261,428	280,038	300,025	321,169
YOY(%)	7.3	7.3	7.1	7.1	7.0
归母净利润(百万元)	14,712	16,597	18,713	21,257	23,898
YOY(%)	12.5	12.8	12.8	13.6	12.4
毛利率(%)	31.3	31.5	31.7	32.0	32.2
净利率(%)	6.0	6.4	6.7	7.1	7.5
ROE(%)	15.5	15.8	15.1	15.0	14.7
EPS(摊薄/元)	1.56	1.76	1.98	2.25	2.53
P/E(倍)	16.1	14.3	12.6	11.1	9.9
P/B(倍)	2.5	2.3	1.9	1.7	1.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

- 《Q3 收入稳健增长、盈利能力持续提升——公司信息更新报告》-2023.11.1
- 《Q2 业绩稳健增长，延续净利率提升趋势——公司信息更新报告》-2023.9.4
- 《2022Q4 业绩阶段性承压，不改高端化全球化盈利能力提升长逻辑——公司信息更新报告》-2023.4.2

## 目 录

1、 营收增长稳健、利润保持较快增速 .....	3
1.1、 国内：收入增速趋快，多品类份额提升，卡萨帝和三翼鸟带动高端、场景化升级 .....	3
1.2、 海外：融合全球资源推进高端创牌，优于行业增长，多品牌布局+拓市场提份额 .....	6
1.2.1、 分区域：欧洲/南亚/东南亚双位数增长，北美/欧洲/澳新份额持续提升 .....	6
1.2.2、 分产业：融合全球研发资源，各产业全球开花，份额领先 .....	7
1.3、 分产品：空调分部收入实现双位数增长，利润率提升明显 .....	8
2、 盈利能力持续提升，数字化持续驱动降本增效 .....	9
3、 现金分红比例提升，推出未来三年股东回报计划 .....	12
4、 盈利预测与投资建议 .....	12
5、 风险提示 .....	12
附： 财务预测摘要 .....	13

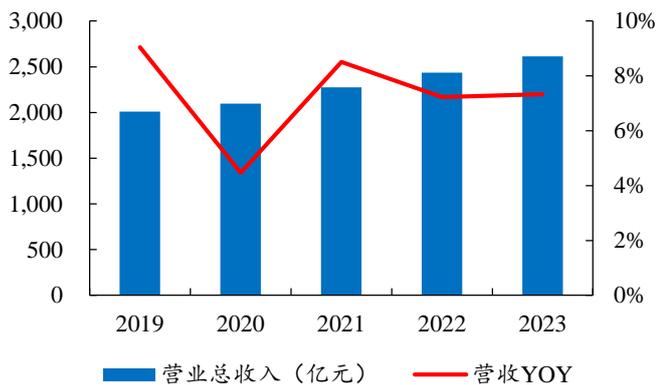
## 图表目录

图 1： 2023 年营收 2614.28 亿元，同比+7.3% .....	3
图 2： 2023 年公司归母净利润 165.97 亿元，同比+12.8% .....	3
图 3： 2023Q4 实现收入 627.7 亿元（同比+6.8%） .....	3
图 4： 2023Q4 实现归母净利润 34.5 亿元（同比+13.2%） .....	3
图 5： 2023 年国内收入 1250.16 亿元（+7.1%），2019 年以来国内收入增速不断提升 .....	4
图 6： 2023 年公司国内收入占比 47.8% .....	4
图 7： 2023 年中国市场份额为 28%（+0.8pcts），连续三年份额提升 .....	4
图 8： 2023 年公司冰箱冷柜/厨电/洗衣机的线下份额分别为 45%/9%/48%，线上份额分别为 40%/4%/40% .....	4
图 9： 2023 年公司冰箱冷柜/厨电/洗衣机的线下份额均实现同比增长 .....	4
图 10： 2023 年卡萨帝零售额增幅 14% .....	5
图 11： 2023 年公司海外收入 1364.12 亿元（+7.6%） .....	6
图 12： 公司海外占比不断提升，2023 年占比为 52.2% .....	6
图 13： 2023 年公司在欧洲/南亚/东南亚收入双位数增长，澳洲/日本个位数增长，南亚/中东非收入下降 .....	7
图 14： 2023 年公司美洲/欧洲收入占比分别为 58.5%/20.9% .....	7
图 15： 2023 年公司空调分部同比增长 13%，其他分部个位数增长 .....	8
图 16： 2023 年冰箱冷柜/厨电/空调/洗衣机/水家电占比分别为 23.9%/12.1%/13.4%/17.9%/4.5% .....	8
图 17： 2023 年公司冰箱冷柜/厨电/空调/洗衣机/水家电/其他业务分部利润+18%/+9%/+71%/+8%/+14%/+8% .....	8
图 18： 2023 年公司电冰箱/洗衣机/空调/厨卫电器/水家电收入分别同比+5.2%/+6.2%/+14.0%/+7.4%/+8.9% .....	9
图 19： 2023 年空调收入占比提升 1pct，达到 17.5% .....	9
图 20： 2023 年公司毛利率达到 31.5%（+0.2pct），自 2020 年以来毛利率不断提升 .....	9
图 21： 2023Q4 毛利率为 34.03%，同比+0.06pct，环比+2.78pcts .....	9
图 22： 2023 年公司电冰箱/洗衣机/空调毛利率同比分别+0.3/+0.1/+0.8pcts .....	10
图 23： 2023 年公司冰箱冷柜/厨电/空调/洗衣机/水家电/其他业务利润率分别同比+0.7/+0.1/+1.4/+0.2/+0.6/+0.1pcts .....	10
图 24： 2023 年公司销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率同比分别-0.18/-0.06/+0.01/+0.30pcts .....	11
图 25： 2023 年公司净利率 6.35%（同比+0.31pcts），扣非净利率为 6.05%（同比+0.32pcts） .....	11
图 26： 2023Q4 公司销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率同比分别-0.07/-0.004/-0.01/+0.34pcts .....	11
图 27： 2023Q4 净利率为 5.49%，同比+0.31pcts；扣非净利率为 4.94%，同比+0.28pcts .....	11
图 28： 2023 年公司经营活动产生的现金流量净额为 252.62 亿元，同比增长 24.7% .....	12

## 1、营收增长稳健、利润保持较快增速

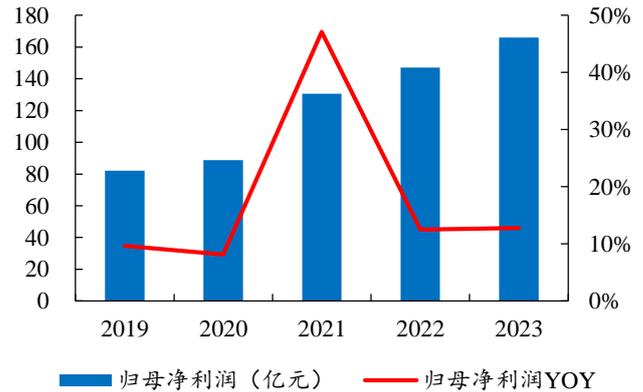
2023年营收2614.28亿元(+7.3%)，归母净利润165.97亿元(+12.8%)，扣非归母净利润158.24亿元(+13.3%)，经营利润169亿元(+15.8%)。稳健发展主系：(1)多品牌布局，充实各品牌产品阵容，精准把握细分市场增长机会。(2)海外提份额，高端转型，提升海外产品价格指数；(3)国内市场推进热水器、暖通空调、厨电变革；(4)三翼鸟场景催化带动高端、成套销售，实现单用户价值提升；(5)开拓干衣机、洗碗机、家用清洁机器人、热泵等新品类，丰富产品布局。

图1：2023年营收2614.28亿元，同比+7.3%



数据来源：Wind、开源证券研究所

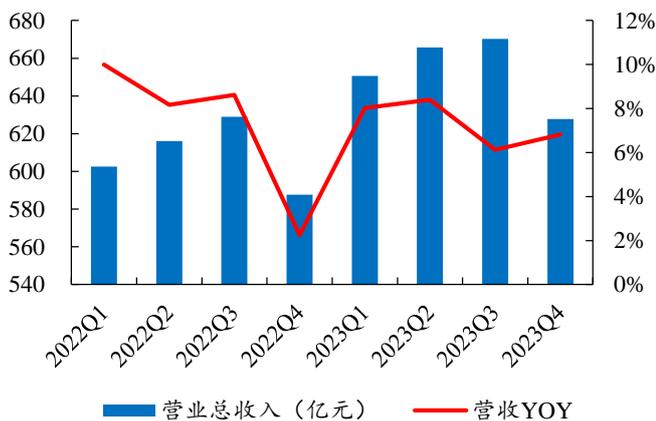
图2：2023年公司归母净利润165.97亿元，同比+12.8%



数据来源：Wind、开源证券研究所

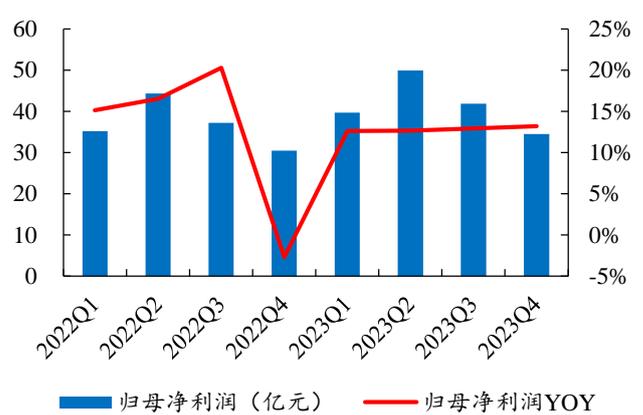
单季度看，2023Q4实现收入627.7亿元(同比+6.8%)，归母净利润34.5亿元(+13.2%)，扣非净利润31亿元(+13.2%)。

图3：2023Q4实现收入627.7亿元(同比+6.8%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2023Q4实现归母净利润34.5亿元(同比+13.2%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

### 1.1、国内：收入增速趋快，多品类份额提升，卡萨帝和三翼鸟带动高端、场景化升级

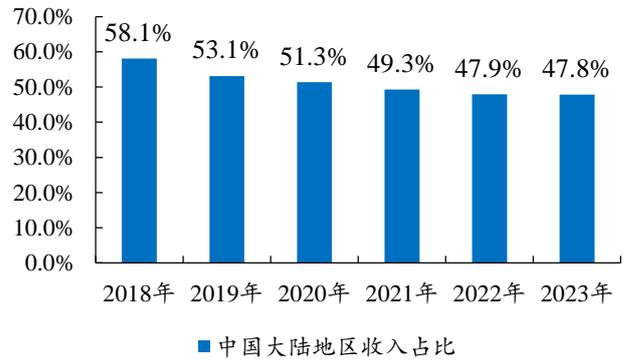
2023年国内收入1250.16亿元(+7.1%)，占比47.8%，2019年以来国内收入增速不断提升，营收占比小幅下降。

**图5：2023 年国内收入 1250.16 亿元 (+7.1%)，2019 年以来国内收入增速不断提升**



数据来源：Wind、开源证券研究所

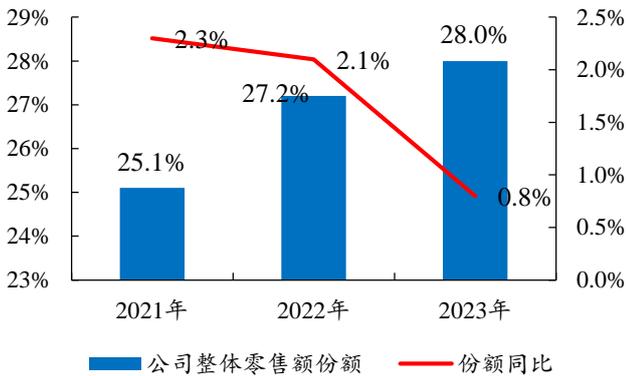
**图6：2023 年公司国内收入占比 47.8%**



数据来源：Wind、开源证券研究所

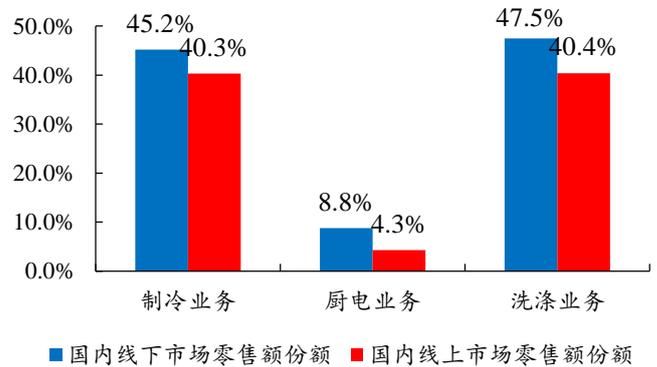
**2023 年中国市场份额为 28% (+0.8pcts)，连续三年份额提升。分产品看，根据中怡康数据，2023 年公司冰箱冷柜/厨电/洗衣机的线下份额分别为 45%/9%/48%，线上份额分别为 40%/4%/40%，冰箱冷柜/厨电/洗衣机的线下线上份额均实现同比增长；根据产业在线数据，智慧楼宇份额达到 9.5% (+0.8pct) 排名第四。**

**图7：2023 年中国市场份额为 28% (+0.8pcts)，连续三年份额提升**



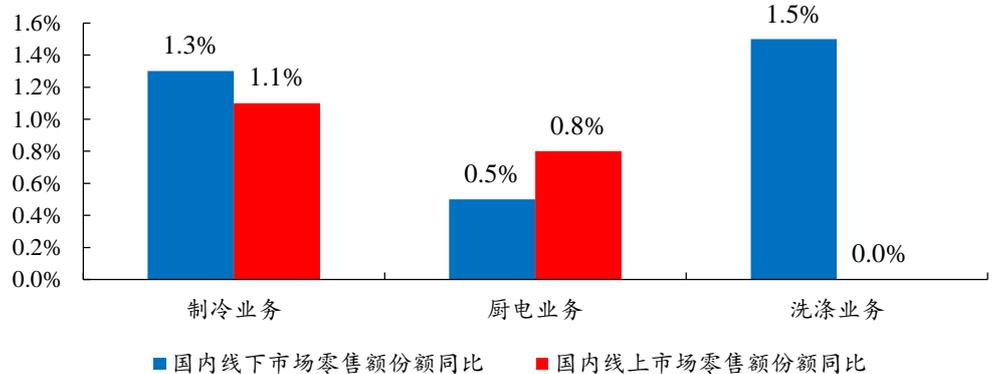
数据来源：Wind、开源证券研究所

**图8：2023 年公司冰箱冷柜/厨电/洗衣机的线下份额分别为 45%/9%/48%，线上份额分别为 40%/4%/40%**



数据来源：Wind、中怡康、开源证券研究所

**图9：2023 年公司冰箱冷柜/厨电/洗衣机的线下份额均实现同比增长**



数据来源：Wind、中怡康、开源证券研究所

中国市场分业务来看，

**(1) 制冷产业：高端市场显著提升份额。**卡萨帝冰箱丰富平嵌冰箱产品阵容，实现平嵌产品销量同比增长 120%；海尔冰箱拓展博观家族阵容，在 20,000 元以上价位段实现份额第一。根据中怡康数据，线下市场公司冰箱产品在 10,000 元价位段零售额份额达 52.8% (+4.0pcts)。推进全流程降本提效，2023 年上合制冷园区一期建成投产，产能增加 150 万台。

**(2) 厨电业务：**2023 年全年收入增长超过 10%。卡萨帝厨电零售额增长 30%，高端市场份额达到 10%。

**(3) 洗涤产业：**2023 年干衣机收入同比增长 20%。上海干衣机工厂的投产，增加产能 200 万台。根据 Gfk 数据，公司干衣机线下零售额份额达到 40.4%，线上零售额 34%。

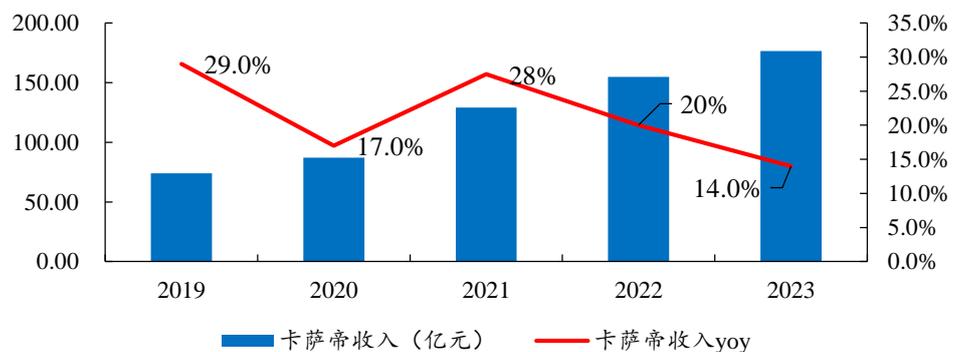
**(4) 家空业务：**2023 年上市行业首台集成式高能空气机——卡萨帝星云空调，上市一年销售 11 万套，拉动 10,000 元以上高端份额达到 37%，位居高端市场第一。深化供应链布局，强化零部件自制能力，提升成本竞争力。(a) 2023 年 3 月郑州电脑板自制工厂正式量产，年产 200 万套，预计优化成本超千万；(b) 公司与海立股份成立的压缩机合资公司将在 2024 年 Q1 投产，有助于进一步补全产业链，建立深度融合的压缩机供应能力。

**(5) 智慧楼宇产业：**热泵业务产品收入增长 20%，2023 年 9 月公司控股收购同方能源科技发展有限公司，增强公司在供热、供冷运营一体化服务能力与清洁能源综合利用、工业余热回收等节能改造方案实施能力。

**(6) 全屋用水解决方案：**2023 年国内收入突破 120 亿元，燃气热水器业务 2021 年~2023 年的收入复合增长率超过 20%。

**高端品牌卡萨帝实施品牌升级计划，2023 年卡萨帝零售额增幅 14%。**2023 年，卡萨帝在小红书高端家电用户关注度排名第一；线下卡萨帝已在 240 家 Shopping mall 建立体验中心，并进驻全国知名的高端商业综合体——南京德基广场，开设卡萨帝艺术中心，通过打造家电与家居艺术的融合为消费者带来全新的购物体验。根据中怡康数据，2023 年卡萨帝品牌高端份额绝对领先，在高端市场冰箱、洗衣机、空调等品类的零售额份额排名第一。卡萨帝品牌冰箱及空调在中国一万五千元以上市场的线下零售额份额达到 50%、28%，洗衣机在中国万元以上市场的份额达到 84%。

图10：2023 年卡萨帝零售额增幅 14%



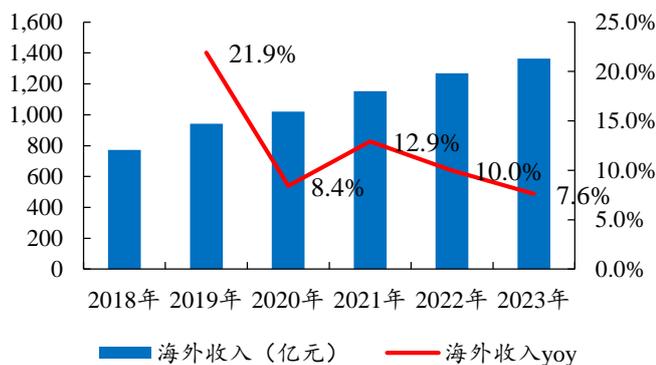
数据来源：Wind、开源证券研究所

2023年三翼鸟场景交易额超过51亿，全国触点2900家，定制落地方案超8万套，三翼鸟门店零售额同比提升84%，成套占比超过60%，卡萨帝占比40%，前置占比35%。①公司研发的筑巢设计工具拥有超500个3D版家电设计模块和全国超90%小区的真实户型图，为用户制定专业家电设计成套方案。②三翼鸟触点新增近1500家，通过本地化的场景方案定制与专业交付服务能力提升成套产品销售效率。

## 1.2、海外：融合全球资源推进高端创牌，优于行业增长，多品牌布局+拓市场提份额

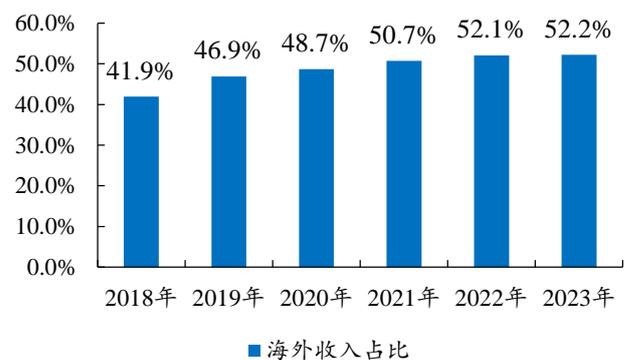
2023年公司海外收入1364.12亿元(+7.6%)，占比为52.2%。收入增长缘于：(1)坚持高端创牌战略，通过融合全球研发资源、推出原创技术，引领行业趋势；(2)升级产品结构，提升价格指数；(3)丰富产品组合策略，涵盖高端旗舰产品、中端主力产品以及入门级产品，以满足市场多元化需求；(4)市场拓展方面，扩大终端触点覆盖度、提升主流渠道展示形象、推进暖通产业的专业渠道建设，优化用户体验、提升品牌美誉度；(5)在“一带一路”国家深化产能布局，把握市场发展机遇。

图11：2023年公司海外收入1364.12亿元(+7.6%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：公司海外占比不断提升，2023年占比为52.2%

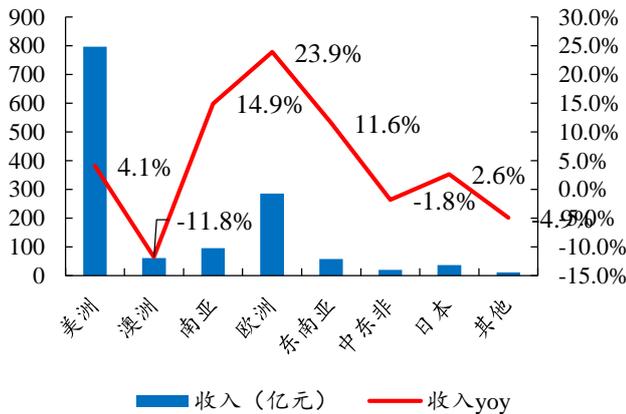


数据来源：Wind、开源证券研究所

### 1.2.1、分区域：欧洲/南亚/东南亚双位数增长，北美/欧洲/澳新份额持续提升

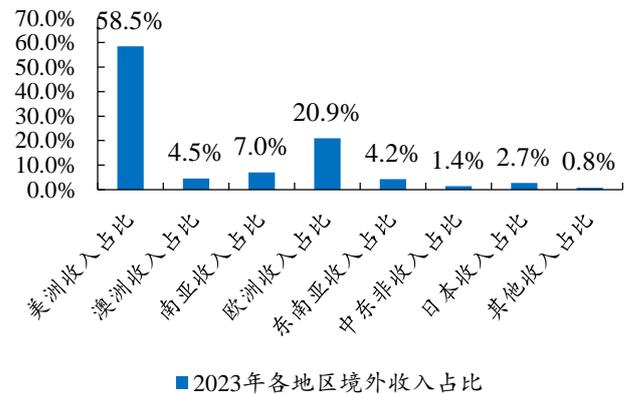
海外分区域看，美洲/澳洲/南亚/欧洲/东南亚/中东非/日本收入分别同比+4.1%/-11.8%/+14.9%/+23.9%/+11.6%/-1.8%/+2.6%，各地区境外收入占比分别为58.5%/4.5%/7.0%/20.9%/4.2%/1.4%/2.7%。

图13：2023年公司在欧洲/南亚/东南亚收入双位数增长，澳洲/日本个位数增长，南亚/中东非收入下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：2023年公司美洲/欧洲收入占比分别为58.5%/20.9%



数据来源：Wind、开源证券研究所

### 公司在北美/欧洲/澳新市场份额持续提升：

- (1) 欧洲市场：**零售量份额提升1个百分点，达到9.1%。
- (2) 澳新市场：**公司在澳大利亚销量份额增长了1pct，零售额份额增长0.7pct；在新西兰，公司厨房家电和洗碗机的市场份额分别增长4%和2%。
- (3) 南亚市场：**在印度市场高端占比提升4pct，在巴基斯坦市场市场份额达到了40%。
- (4) 东南亚市场：**在泰国和越南空调产业市场份额位居行业第一，在越南洗衣机市场份额第一，超过20%。
- (5) 日本市场：**成功推出行业领先的TX超薄大冰箱和大容积热泵滚筒等差异化新品，推动冰洗品类零售量份额提升。

### 1.2.2、分产业：融合全球研发资源，各产业全球开花，份额领先

- (1) 制冷产业：**根据欧睿数据，海外零售量份额14.1%。欧洲市场高端多门冰箱份额行业第一，海尔冰箱价格指数达到122；日本市场超大型冰箱快速增长；以约6.4亿美元现金收购开利商用制冷业务，从家用制冷领域拓展至商用制冷，创造新的增长点，预计交易将在2024年内完成。
- (2) 厨电产业：**根据欧睿国际数据，公司在欧洲市场行业下行挑战下实现两位数增长；澳洲市场通过FPA和Haier双品牌发力，份额提升3个百分点。
- (3) 洗涤产业：**根据欧睿数据，公司在澳大利亚、新西兰、越南等10个国家实现份额第一。在北美市场上市Combo洗干一体机；在西欧市场，海尔品牌推出IPRO高差异化产品带动599欧元以上高端份额增长4个百分点；印度市场样板渠道份额由4%提升16%，价格指数由89提升到101。
- (4) 家空业务：**公司在巴基斯坦和泰国市场份额位居第一，同时在东南亚和西欧的零售渠道中也实现了品牌份额增长。
- (5) 智慧楼宇产业：**T3变频系列产品获得中东客户超亿元订单；欧洲市场以热泵产品为基础，搭载本地存储数据的海尔智慧hOn平台，融合储能系统，实现从

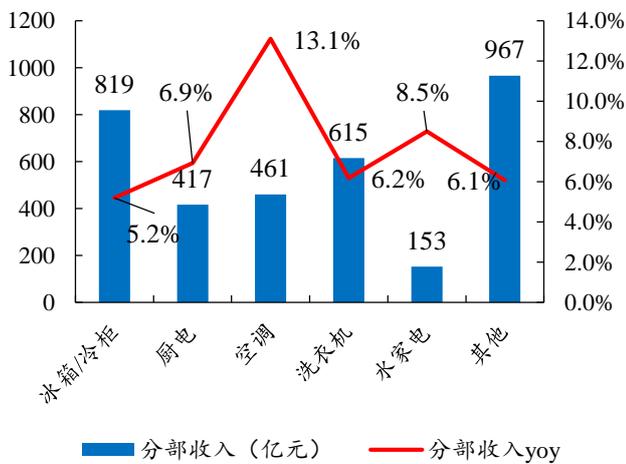
单一产品到多能源互补到智慧能源管理的综合性能源产品解决方案。

(6) **全屋用水解决方案**：在北美市场推出了燃气存储热水器；在欧洲市场上燃气即热热水器、燃气采暖锅炉产品等。

### 1.3、分产品：空调分部收入实现双位数增长，利润率提升明显

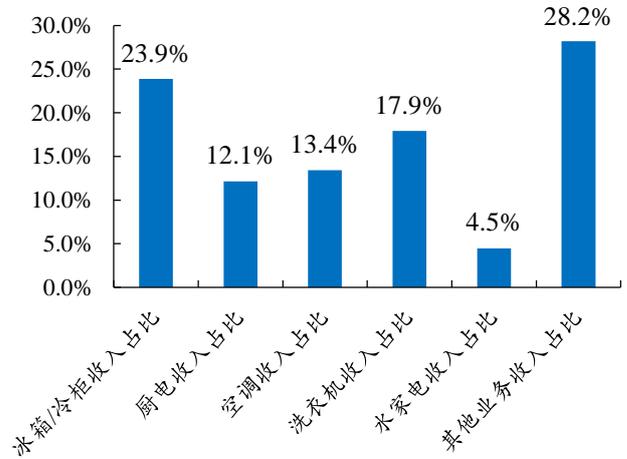
分部业务来看，根据最新口径，2023年公司冰箱冷柜/厨电/空调/洗衣机/水家电/其他业务收入分别实现 819/417/461/615/153/967 亿元，分别同比 +5.2%/+6.9%/+13.1%/+6.2%/+8.5%/+6.1%，各分部收入占比分别为 23.9%/12.1%/13.4%/17.9%/4.5%/28.2%。

图15：2023年公司空调分部同比增长13%，其他分部个位数增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

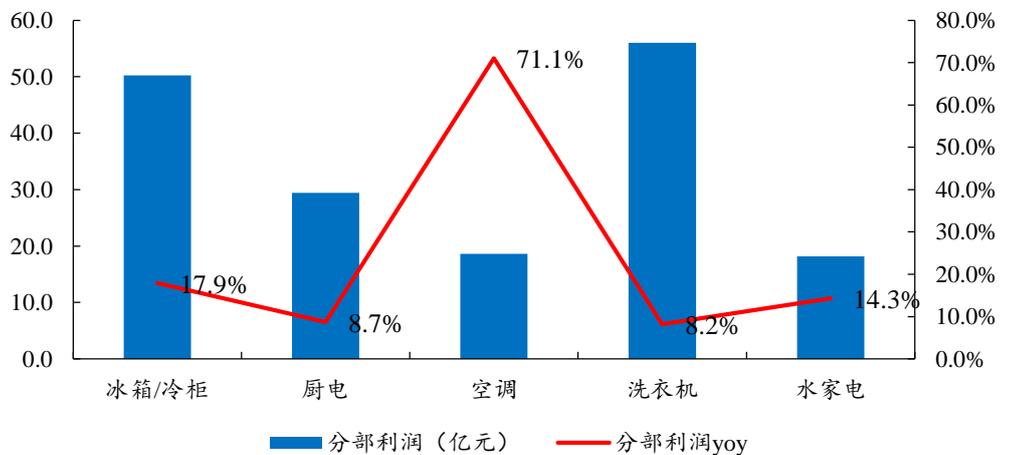
图16：2023年冰箱冷柜/厨电/空调/洗衣机/水家电占比分别为23.9%/12.1%/13.4%/17.9%/4.5%



数据来源：Wind、开源证券研究所

**空调分部收入利润增长较快**。2023年公司冰箱冷柜/厨电/空调/洗衣机/水家电/其他业务分部利润分别实现 50.3/29.4/18.6/56.0/18.2/0.6 亿元，分别同比 +18%/+9%/+71%/+8%/+14%/+8%。

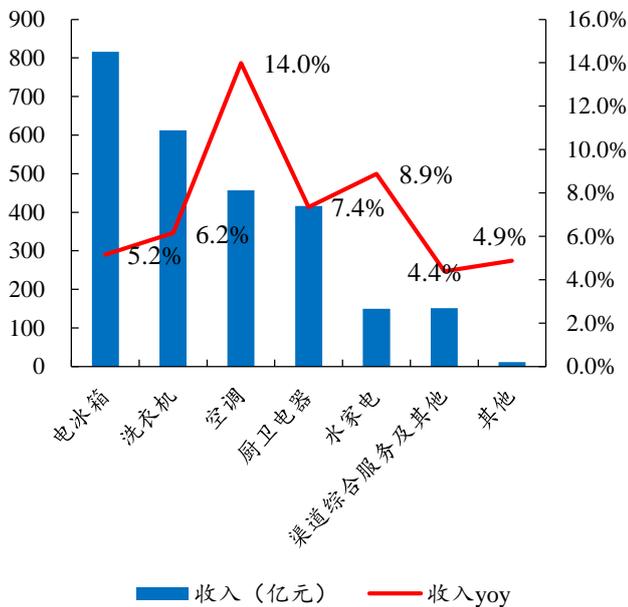
图17：2023年公司冰箱冷柜/厨电/空调/洗衣机/水家电/其他业务分部利润+18%/+9%/+71%/+8%/+14%/+8%



数据来源：Wind、开源证券研究所

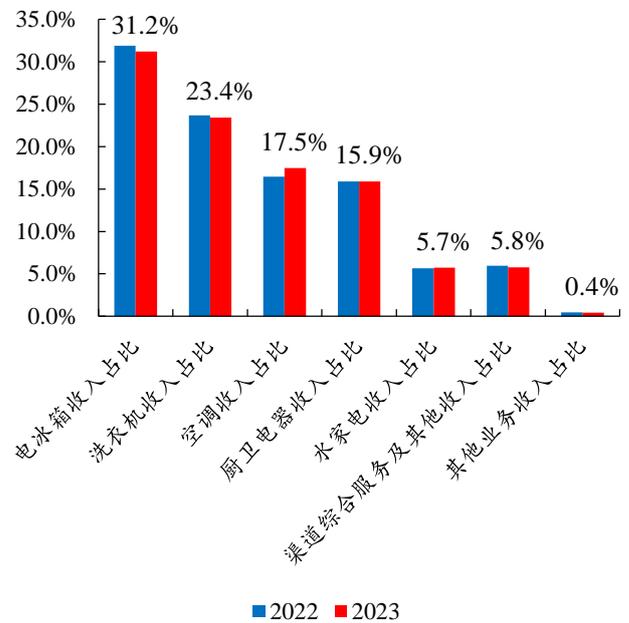
营收分产品看，2023 年公司电冰箱/洗衣机/空调/厨卫电器/水家电/渠道综合服务及其他/其他业务收入分别同比+5.2%/+6.2%/+14.0%/+7.4%/+8.9%/+4.4%/+4.9%。营收占比看，空调收入占比提升 1pct，达到 17.5%。

图18：2023 年公司电冰箱/洗衣机/空调/厨卫电器/水家电收入分别同比+5.2%/+6.2%/+14.0%/+7.4%/+8.9%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：2023 年空调收入占比提升 1pct，达到 17.5%。



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、盈利能力持续提升，数字化持续驱动降本增效

2023 年公司毛利率达到 31.5% (+0.2pct)，国内市场毛利率实现同比提升，主要受益于大宗原材料价格下降、采购与研发端数字化变革、数字化产销协同体系构建、产品结构改善；海外市场毛利率同比回落，主系持续优化产品结构、提升产能利用率带来的积极影响受主要区域行业竞争加剧因素抵消。

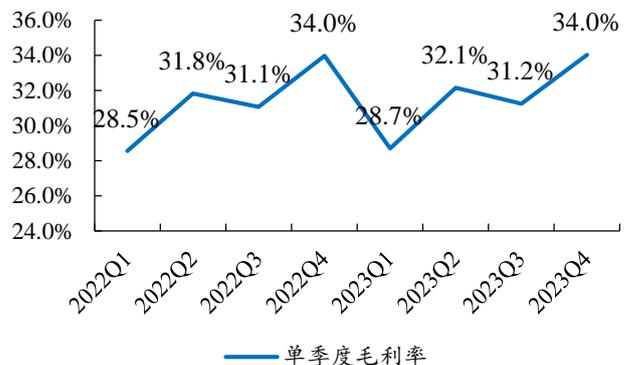
2023Q4 毛利率为 34.03%，同比+0.06pcts，环比+2.78pcts。

图20：2023 年公司毛利率达到 31.5%(+0.2pct)，自 2020 年以来毛利率不断提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

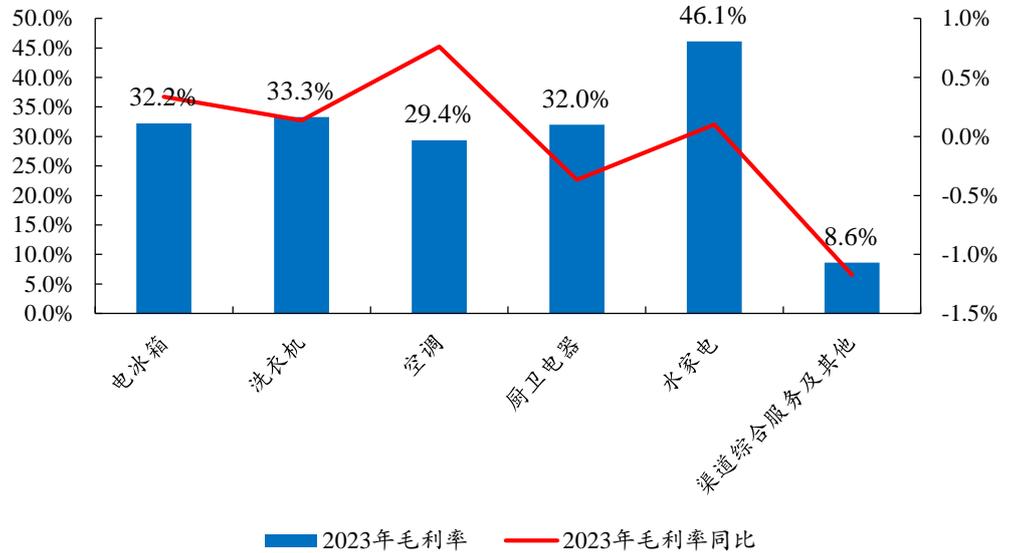
图21：2023Q4 毛利率为 34.03%，同比+0.06pct，环比+2.78pcts



数据来源：Wind、开源证券研究所

毛利率分产品看，空调毛利率提升明显。2023 年公司电冰箱/洗衣机/空调/厨卫电器/水家电/渠道综合服务及其他/其他业务毛利率分别为 32.2%/33.3%/29.4%/32.0%/46.1%/8.6%/65%，同比分别+0.3/+0.1/+0.8/-0.4/+0.1/-1.2/+5.1pcts。

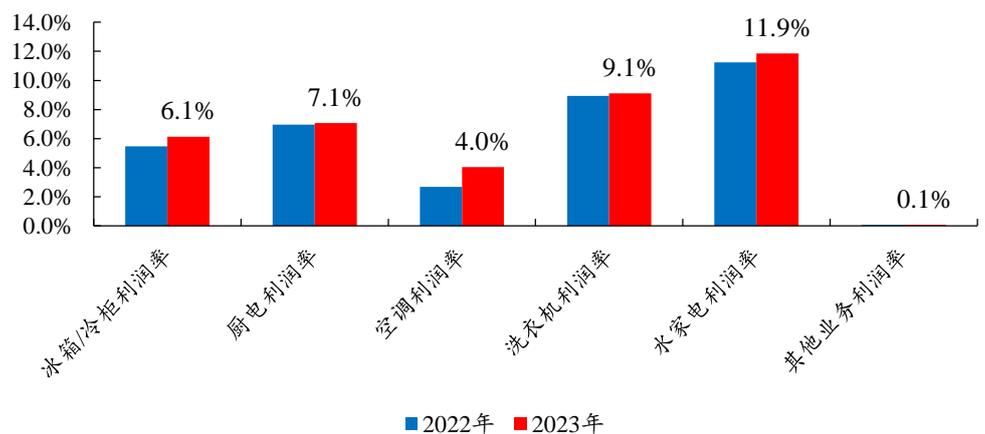
**图22：2023 年公司电冰箱/洗衣机/空调毛利率同比分别+0.3/+0.1/+0.8pcts**



数据来源：Wind、开源证券研究所

分部业务经营利润率来看，2023 年公司冰箱冷柜/厨电/空调/洗衣机/水家电/其他业务分部利润率分别为 6.1%/7.1%/4.0%/9.1%/11.9%/0.1%，利润率分别同比+0.7/+0.1/+1.4/+0.2/+0.6/+0.1pcts。

**图23：2023 年公司冰箱冷柜/厨电/空调/洗衣机/水家电/其他业务利润率分别同比+0.7/+0.1/+1.4/+0.2/+0.6/+0.1pcts**



数据来源：Wind、开源证券研究所

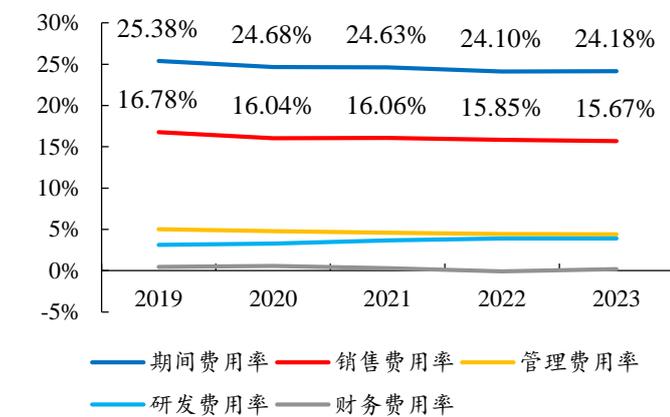
费用端看，2023 年公司期间费用率为 24.18%（同比+0.08pcts），其中销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 15.67%/4.39%/3.91%/0.20%，同比分别-0.18/-0.06/+0.01/+0.30pcts。综合影响下，2023 年公司净利率 6.35%（同比+0.31pcts），扣非净利率为 6.05%（同比+0.32pcts）。

**(1) 销售费用率变动：**国内市场推进数字化变革，在营销资源配置、物流配送及仓储运营等方面实现效率提升，销售费用率同比优化；海外受市场竞争加剧，在终端渠道拓展、新品上市推广、店面形象升级的投入增加，销售费用率同比上升。

**(2) 管理费用率变动：**得益于公司通过数字化工具，优化业务流程，提升组织效率。

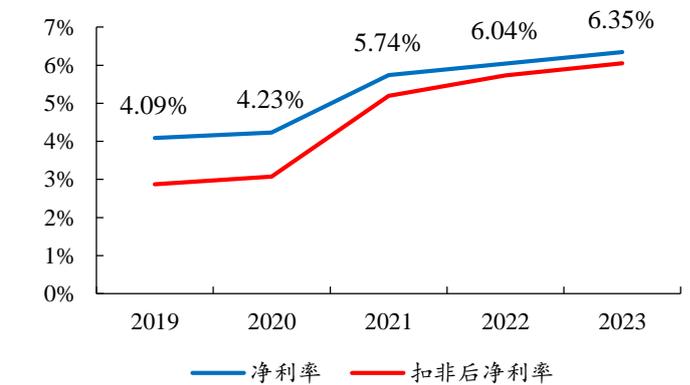
**(3) 财务费用率变动：**财务费用率增加原因主要系海外受加息影响利息支出增加，抵消了公司通过提升资金管理效率增加的利息收入。2023 年公司利息费用达到 21.1 亿元，同比增加 11.2 亿元。

**图24：2023 年公司销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率同比分别-0.18/-0.06/+0.01/+0.30pcts**



数据来源：Wind、开源证券研究所

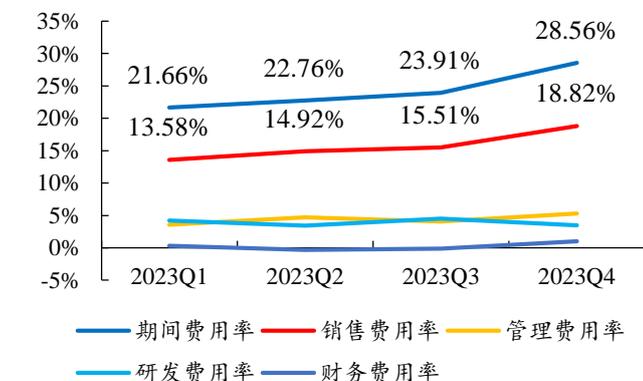
**图25：2023 年公司净利率 6.35%（同比+0.31pcts），扣非净利率为 6.05%（同比+0.32pcts）**



数据来源：Wind、开源证券研究所

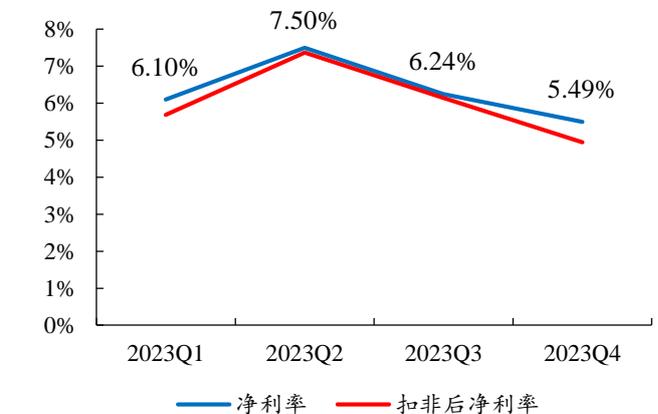
**2023Q4 公司期间费用率为 28.56%，同比+0.25pcts，环比+4.65pcts，其中销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 18.82%/5.28%/3.47%/0.99%，同比分别-0.07/-0.004/-0.01/+0.34pcts，环比分别+3.32/+1.24/-1.04/+1.14pcts。综合影响下 2023Q4 净利率为 5.49%，同比+0.31pcts，环比-0.75pcts；扣非净利率为 4.94%，同比+0.28pcts，环比-1.20pcts。**

**图26：2023Q4 公司销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率同比分别-0.07/-0.004/-0.01/+0.34pcts**



数据来源：Wind、开源证券研究所

**图27：2023Q4 净利率为 5.49%，同比+0.31pcts；扣非净利率为 4.94%，同比+0.28pcts**

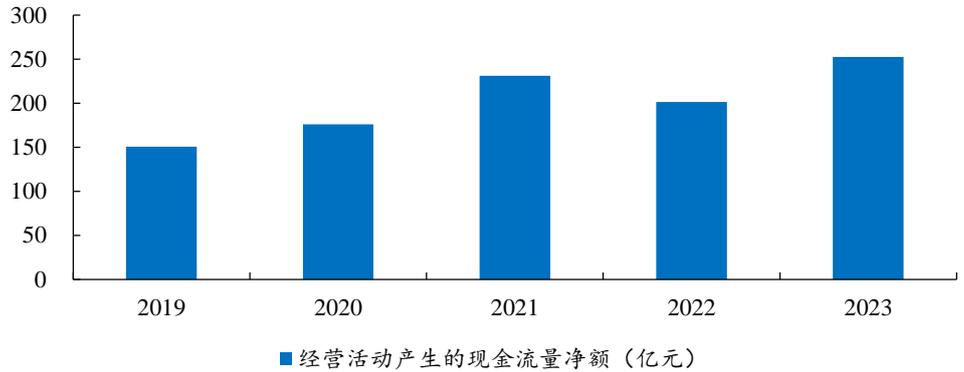


数据来源：Wind、开源证券研究所

**经营质量良好。**2023 年公司经营活动产生的现金流量净额为 252.62 亿元，同比

增加人民币 50.06 亿元，同比增长 24.7%。

**图28：2023 年公司经营活动产生的现金流量净额为 252.62 亿元，同比增长 24.7%**



数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3、 现金分红比例提升，推出未来三年股东回报计划

**2023 年现金分红比例提升至 45%**，拟分配现金 74.71 亿元；2023 年度，公司分别以 14.3 亿元人民币回购 A 股、2.0 亿元港币回购 H 股，若将此计入现金分红，合计金额 90.84 亿，**占公司净利润比例达到 54.74%**。

公司推出《未来三年（2024 年-2026 年）股东回报规划》，2024 年~2026 年公司现金分红比例较 2023 年分红比例实现稳步提升；2025 年、2026 年度公司以现金方式分配的利润占当年实现的合并报表归属于母公司所有者的净利润的比例**不低于 50%**。

此外，公司拟对公司 2021 年度回购计划的全部剩余回购股份 54,051,559 股的使用用途进行变更。回购股份用途由“用于股权激励/员工持股计划”变更为“用于注销以减少注册资本”。**注销完成后，总股本预计减少 0.57%**。

### 4、 盈利预测与投资建议

从公司层面看：（1）国内卡萨帝套系化销售、三翼鸟生态品牌打造的带动下，公司业务边界有望持续外延，单用户价值不断提升。（2）依托全球品牌矩阵、本土化精细运作，公司海外市场份额预计将持续提升。（3）产品高端化、全球资源协同、数字化改革赋能驱动下，公司净利率提升逻辑有望持续兑现。

考虑到国内外宏观需求变化，海外行业竞争加剧，我们下调 2024-2025 年、新增 2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润 187.1/212.6/239.0 亿元（2024-2025 年原值 195.8/223.2 亿元），对应 EPS 分别为 2.0/2.3/2.5 元，当前股价对应 PE 为 12.6/11.1/9.9 倍，公司高端化趋势向好，维持“买入”评级不变。

### 5、 风险提示

降费提效不达预期；高端市场需求不达预期；海外行业竞争加剧。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	130479	132620	158492	171501	203946
现金	54162	54486	71060	83368	104856
应收票据及应收账款	25511	28890	30392	32446	35142
其他应收款	2401	2650	2761	3036	3169
预付账款	1111	1238	1278	1418	1468
存货	41588	39524	47080	45357	53343
其他流动资产	5706	5833	5922	5876	5968
<b>非流动资产</b>	105539	120759	121145	120982	120859
长期投资	24528	25547	28250	31005	33734
固定资产	27158	29604	28713	27442	25782
无形资产	10660	11273	10505	9565	8763
其他非流动资产	43192	54336	53677	52971	52580
<b>资产总计</b>	236018	253380	279637	292482	324805
<b>流动负债</b>	118771	119981	131491	130439	146090
短期借款	9672	10318	10318	10318	10318
应付票据及应付账款	66984	69278	80040	77237	91801
其他流动负债	42115	40385	41132	42883	43971
<b>非流动负债</b>	22496	27488	23368	19174	15053
长期借款	13591	17936	13817	9623	5501
其他非流动负债	8905	9551	9551	9551	9551
<b>负债合计</b>	141267	147468	154859	149613	161143
少数股东权益	1291	2398	2550	2724	2919
股本	9447	9438	9438	9438	9438
资本公积	23882	23762	23762	23762	23762
留存收益	61998	73378	81868	91297	101657
<b>归属母公司股东权益</b>	93459	103514	122228	140145	160743
负债和股东权益	236018	253380	279637	292482	324805

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	20257	25262	24181	22779	31097
净利润	14733	16732	18866	21431	24093
折旧摊销	5155	5736	5524	5997	6144
财务费用	-242	514	-509	-604	-1456
投资损失	-1833	-1910	-1871	-2181	-2254
营运资金变动	-2497	-150	2762	-1269	5156
其他经营现金流	4940	4340	-591	-594	-585
<b>投资活动现金流</b>	-8926	-17085	-3853	-3541	-3644
资本支出	8210	9907	3207	3079	3292
长期投资	-1391	-8016	-2703	-2754	-2729
其他投资现金流	675	838	2058	2292	2377
<b>筹资活动现金流</b>	-3900	-7841	-3755	-6930	-5965
短期借款	-1554	646	0	0	0
长期借款	10218	4345	-4119	-4194	-4122
普通股增加	48	-8	0	0	0
资本公积增加	1217	-120	0	0	0
其他筹资现金流	-13829	-12704	364	-2735	-1844
<b>现金净增加额</b>	8190	585	16573	12309	21488

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	243579	261428	280038	300025	321169
营业成本	167263	179054	191177	204053	217878
营业税金及附加	814	1016	976	1020	1060
营业费用	38600	40978	43686	46744	49845
管理费用	10846	11490	12238	12961	13810
研发费用	9507	10221	10940	11725	12549
财务费用	-242	514	-509	-604	-1456
资产减值损失	-1500	-1505	-1668	-1800	-1920
其他收益	1070	1559	1042	1238	1200
公允价值变动收益	-122	20	31	22	14
投资净收益	1833	1910	1871	2181	2254
资产处置收益	207	-15	155	89	109
<b>营业利润</b>	17845	19880	22558	25374	28677
营业外收入	137	128	165	246	200
营业外支出	191	296	222	217	231
<b>利润总额</b>	17791	19712	22501	25403	28646
所得税	3058	2980	3635	3972	4553
<b>净利润</b>	14733	16732	18866	21431	24093
少数股东损益	21	135	153	173	195
<b>归属母公司净利润</b>	14712	16597	18713	21257	23898
EBITDA	22805	25623	27391	30195	32941
EPS(元)	1.56	1.76	1.98	2.25	2.53

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	7.3	7.3	7.1	7.1	7.0
营业利润(%)	12.3	11.4	13.5	12.5	13.0
归属于母公司净利润(%)	12.5	12.8	12.8	13.6	12.4
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	31.3	31.5	31.7	32.0	32.2
净利率(%)	6.0	6.4	6.7	7.1	7.5
ROE(%)	15.5	15.8	15.1	15.0	14.7
ROIC(%)	33.3	30.9	36.8	42.1	55.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	59.9	58.2	55.4	51.2	49.6
净负债比率(%)	-23.7	-19.1	-32.9	-40.3	-50.8
流动比率	1.1	1.1	1.2	1.3	1.4
速动比率	0.7	0.7	0.8	0.9	1.0
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0
应收账款周转率	16.0	14.5	15.2	14.8	15.0
应付账款周转率	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.56	1.76	1.98	2.25	2.53
每股经营现金流(最新摊薄)	2.15	2.68	2.56	2.41	3.29
每股净资产(最新摊薄)	9.90	10.97	12.95	14.85	17.03
<b>估值比率</b>					
P/E	16.1	14.3	12.6	11.1	9.9
P/B	2.5	2.3	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	9.4	8.5	7.2	6.0	4.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 特别声明

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

## 分析师承诺

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

## 股票投资评级说明

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

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

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

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

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

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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

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

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

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

### 深圳

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

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

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