

## 美的集团 (000333.SZ) 2023 年 C 端稳固 B 端突破, 盈利能力继续提升

2024 年 03 月 29 日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

吕明 (分析师)

周嘉乐 (分析师)

陈怡仲 (联系人)

lvming@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

chenyizhong@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

证书编号: S0790522030002

证书编号: S0790123070024

日期	2024/3/29
当前股价(元)	64.22
一年最高最低(元)	66.65/48.53
总市值(亿元)	4,475.46
流通市值(亿元)	4,390.30
总股本(亿股)	69.69
流通股本(亿股)	68.36
近 3 个月换手率(%)	27.03

### ● 2023 年 C 端稳固 B 端突破, 盈利能力继续提升, 维持“买入”评级

2023 年公司实现营业收入 3720.4 亿元(同比+8.2%, 下同), 归母净利润 337.2 亿元(+14.1%), 扣非归母净利润 329.7 亿元(+15.3%)。单 Q4 看, 公司实现营业收入 809.3 亿元(+10.0%), 归母净利润 60 亿元(+18.1%), 扣非归母净利润 61.3 亿元(+35.0%)。公司业绩整体符合预期, C 端业务保持稳健增长、B 端业务快速突破, 国外业务毛利率提高下, 盈利能力稳步提升。我们看好公司数字化变革下盈利能力稳步提升, 上调 2024-2025 年盈利预测(原值为 369.4/405.3 亿元), 并新增 2026 年盈利预测, 预计 2024-2026 年归母净利润 374.4/411.8/453.0 亿元, 对应 EPS 为 5.37/5.91/6.50 元, 当前股价对应 PE 为 12.0/10.9/9.9 倍, 维持“买入”评级。

### ● 家电主业份额稳固、稳健增长, B 端业务加速拓展、打造第二增长曲线

分产品看, 2023 年公司暖通空调业务实现营收 1611 亿 (+6.95%), 消费电器业务实现营收 1347 亿 (+7.51%), 机器人及自动化系统业务实现营收 373 亿 (+24.49%), 占比分别为 43.3%/36.2%/10.0%, 同比分别-0.5/-0.2/+2.3pcts。分事业群看, 公司 B 端收入占比从 2020 年的 18.5%提升至 2023 年的 26%以上, 其中新能源及工业技术事业群实现营收 279 亿 (+29%), 机器人与自动化事业群实现营收 311 亿 (+12%), 智能建筑科技事业群实现营收 259 亿 (+14%)。库卡集团的收入和盈利均创历史新高, 库卡中国的收入贡献由 2020 年的 15%上升至 2022 年的 22%以上。C 端看, 2023 年公司在家用空调、电风扇、电磁炉、空气炸锅等 8 个品类中的国内份额均实现线上与线下渠道第一, 我们看好公司持续高端突破叠加下沉发力, 巩固家电龙头份额优势, 助力家电主业实现稳健增长。

### ● 海外渠道毛利率提高显著拉动下, 盈利能力继续提升

2023 年毛利率 26.5%(+2.2pct), 其中中国外市场的毛利率同比+3.57pcts, 或系公司全面推行数字化变革、强化海外本地化运营、坚持提升自有品牌产品结构, 改善产品效率所致, 看好海外业务的盈利能力保持提升。2023 年公司期间费用率为 16.0%(+1.6pct), 其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别+1.0/+0.3/+0.3/+0.1pct。综合影响下净利率为 9.1%(+0.4pct)。单季度看, 2023Q4 毛利率 28.8%(+2.2pct), 期间费用率 20.5%(+2.2pct), 其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别+1.6/+0.3/+0.6/-0.2pct, 净利率为 6.7%(-0.2pct), 归母净利率为 7.4%(+0.5pct), 扣非净利率为 7.6%(+1.4pct), 主系科陆电子并表及公允价值变动损失影响。

● 风险提示: 需求下滑风险; 原材料价格风险; 海外自有品牌业务开拓不及预期。

### 财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	343,918	372,037	404,134	436,782	470,629
YOY(%)	0.8	8.2	8.6	8.1	7.7
归母净利润(百万元)	29,554	33,720	37,442	41,179	45,295
YOY(%)	3.4	14.1	11.0	10.0	10.0
毛利率(%)	24.2	26.5	25.9	26.0	26.1
净利率(%)	8.7	9.1	9.3	9.5	9.7
ROE(%)	19.6	19.4	17.7	17.1	16.6
EPS(摊薄/元)	4.24	4.84	5.37	5.91	6.50
P/E(倍)	15.1	13.3	12.0	10.9	9.9
P/B(倍)	3.1	2.7	2.2	1.9	1.7

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 业绩稳健增长, ToB 第二增长曲线加速拓展—公司信息更新报告》  
-2023.11.15

《Q2 业绩稳健增长, ToB 第二曲线加速拓展—公司信息更新报告》  
-2023.9.4

《B 端业务拉动 Q1 业绩稳增, 看好盈利能力持续提升—公司信息更新报告》  
-2023.5.5

## 目 录

1、 2023 年 C 端稳固 B 端突破， 盈利能力继续提升 .....	3
1.1、 按产品拆分： 机器人及自动化系统产品实现较快增长 .....	3
1.2、 按事业群拆分： C 端份额稳固、 业务稳健增长， B 端业务快速突破 .....	4
1.3、 按销售模式&区域拆分： 销售模式以线下为主， 业务以国内为主 .....	5
2、 盈利能力继续保持提升， 现金流状况良好 .....	6
2.1、 海外及线下渠道毛利率提高显著拉动下， 盈利能力继续提升 .....	6
2.2、 存货周转效率提升， 现金流状况良好 .....	8
3、 盈利预测与投资建议 .....	9
4、 风险提示 .....	9
附： 财务预测摘要 .....	10

## 图表目录

图 1： 2023 年公司实现营业收入 3720.4 亿元 (+8.2%) .....	3
图 2： 2023Q4 公司实现营业收入 809.3 亿元 (+10%) .....	3
图 3： 2023 年公司实现归母净利润 337.2 亿元(+14.1%) .....	3
图 4： 2023Q4 公司实现归母净利润 60 亿元(+18.1%) .....	3
图 5： 2023 年公司暖通空调/消费电器/机器人及自动化系统业务同比分别+6.95%/+7.51%/+24.49%， 收入占比分别为 43.3%/36.2%/10.0% .....	4
图 6： 公司的 B 端业务占比逐渐提高 .....	4
图 7： 公司的 B 端业务收入增速较快 .....	4
图 8： 2023 年公司国内/国外分别实现收入 2211/1509 亿元,收入占比同比分别+0.92/-0.92pcts .....	6
图 9： 2023 年公司线上/线下渠道分别实现收入 773/2947 亿元， 收入占比同比分别+1.01%/-1.01pcts .....	6
图 10： 2023 年公司毛利率为 26.5%(+2.2pct) .....	7
图 11： 单 Q4 看， 2023Q4 毛利率 28.8%(+2.2pct) .....	7
图 12： 2023 年暖通空调/消费电器/机器人及自动化系统业务的毛利率同比分别+2.73/+2.80/+2.78pcts。 .....	7
图 13： 2023 年国内/国外业务的毛利率分别为 26.03%/27.16%， 同比分别+1.33/+3.57pcts。 .....	7
图 14： 2023 年公司期间费用率 16.0%(+1.6pct) .....	8
图 15： 2023Q4 费用率 20.5%(+2.2pct) .....	8
图 16： 2023 年公司净利率为 9.1%(+0.4pct) .....	8
图 17： 2023Q4 净利率为 6.7%(-0.2pct) .....	8
图 18： 2023 年营运能力有所下降 .....	9
图 19： 2023 年经营性现金流净额为 579 亿元 (+67.1%) .....	9
表 1： 公司多个品类居于行业领先地位 .....	5

## 1、2023 年 C 端稳固 B 端突破，盈利能力继续提升

2023 年公司实现营业收入 3720.4 亿元(+8.2%)，归母净利润 337.2 亿元(+14.1%)，扣非归母净利润 329.7 亿元(+15.3%)。单季度上看，2023Q4 公司实现营业收入 809.3 亿元(+10.0%)，归母净利润 60 亿元(+18.1%)，扣非归母净利润 61.3 亿元(+35.0%)。

公司业绩整体符合预期，其中 C 端业务保持稳健增长、B 端业务快速增长，国外业务毛利率提高下，公司净利润呈现更快增长。

图1：2023 年公司实现营业收入 3720.4 亿元 (+8.2%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2023Q4 公司实现营业收入 809.3 亿元 (+10%)



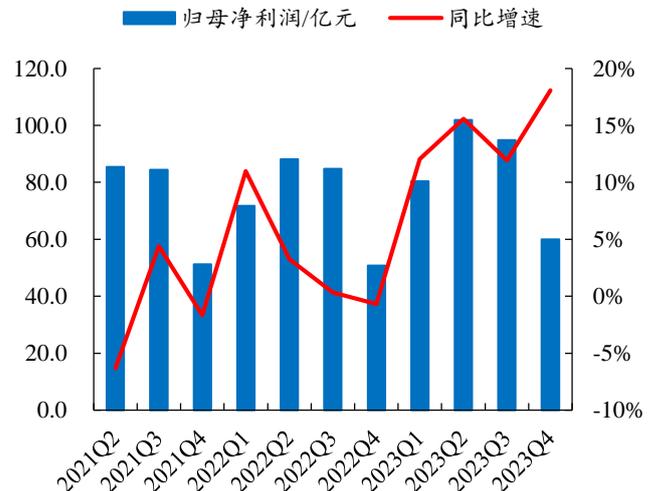
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2023 年公司实现归母净利润 337.2 亿元(+14.1%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2023Q4 公司实现归母净利润 60 亿元(+18.1%)

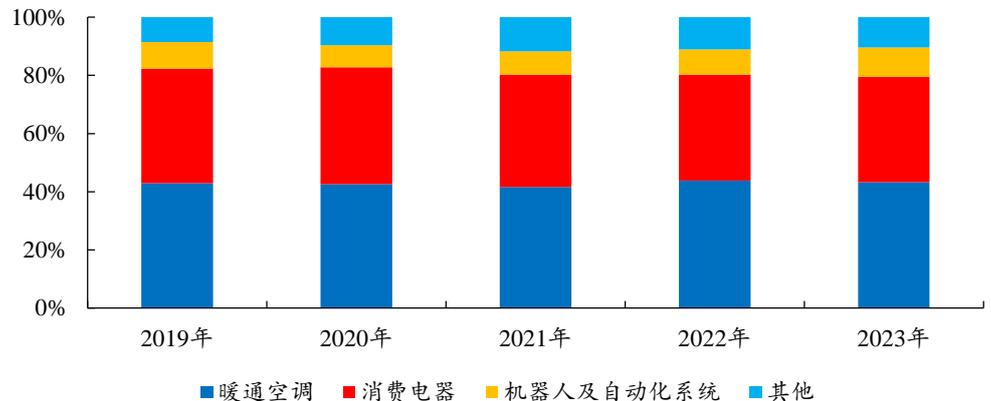


数据来源：Wind、开源证券研究所

### 1.1、按产品拆分：机器人及自动化系统产品实现较快增长

分产品看，2023 年公司暖通空调业务实现营收 1611 亿 (+6.95%)，消费电器业务实现营收 1347 亿(+7.51%)，机器人及自动化系统业务实现营收 373 亿(+24.49%)，占比分别为 43.3%/36.2%/10.0%，同比分别-0.5/-0.2/+2.3pcts。

**图5：2023 年公司暖通空调/消费电器/机器人及自动化系统业务同比分别 +6.95%/+7.51%/+24.49%，收入占比分别为 43.3%/36.2%/10.0%**



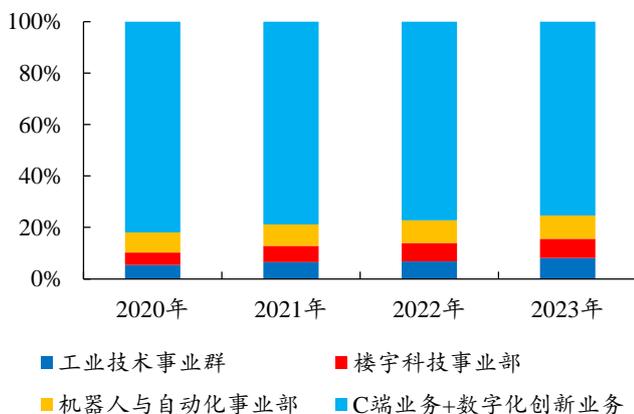
数据来源：Wind、开源证券研究所

## 1.2、按事业群拆分：C 端份额稳固、业务稳健增长，B 端业务快速突破

2023 年公司商业及工业解决方案业务占主营业务收入的占比超过 26%，相比 2020 年的 18.5%提升超 7pcts，成为美的业务持续增长的主要引擎之一。其中，新能源及工业技术事业群实现营收 279 亿 (+29%)，机器人与自动化事业群实现营收 311 亿 (+12%)，智能建筑科技事业群实现营收 259 亿 (+14%)。

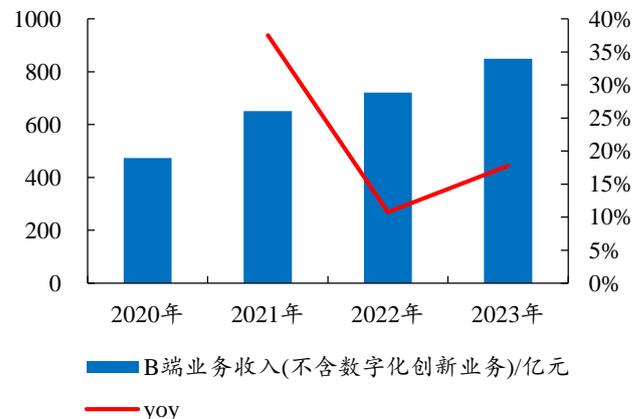
(1) 在智慧交通业务方面，公司快速打造车规级热管理、电驱动系统、底盘执行系统三大产品线，年出货量达 75 万台，同比增长 400%。(2) 暖通设备及电梯方面，公司在国内中央空调市场销售规模位居行业第一，离心机产品跃居国内市场销售份额第一，多联机产品在国内市场销售份额超 20%。(3) 2023 年库卡集团的收入和盈利均创历史新高，库卡中国的收入贡献由 2020 年的 15%上升至 2022 年的 22%以上。(4) 零部件方面，据产业在线数据，公司在 2023 年家用空调压缩机全球市场占比提至 45%，继续稳居全球第一；冰箱压缩机全球市场份额达到 16%，位居行业第二；家用空调电机与洗衣机电机全球销量份额分别约为 40%和 22%。

**图6：公司的 B 端业务占比逐渐提高**



数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图7：公司的 B 端业务收入增速较快**



数据来源：公司公告、开源证券研究所

**C 端业务看**，(1) 线上销售方面，2023 年美的国内市场电商销售占比超过 50% (含电商下沉)，“618”和“双 11”期间，美的系全网总销售额连续 11 年蝉联行业

第一；(2) 高端化方面，2023 年 COLMO&TOSHIBA 品牌收入同比增长 20%以上，其中 COLMO 家中产品零售同比增 58%，东芝国内市场零售额同比增长超过 60%。

(3) 下沉市场方面（新零售市场），公司在核心新零售渠道平台的整体份额均位居行业第一，全面进驻新零售门店，商品覆盖率超 98%。

**公司多个品类居于行业领先地位。**据奥维云网数据显示，2023 年公司在家用空调、台式泛微波、台式电烤箱、电暖器、电风扇、电磁炉、电热水壶、空气炸锅等 8 个品类中，实现国内线上与线下渠道市场份额均位列行业第一的成绩，家电龙头份额优势较为显著。

**表1：公司多个品类居于行业领先地位**

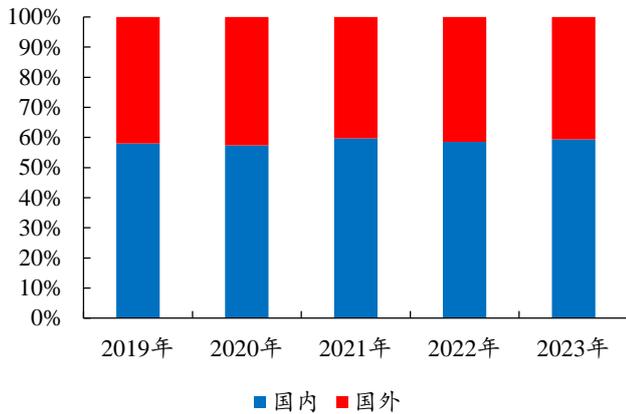
家电品类	线下份额	排名	家电品类	线上份额	排名
家用空调	34.90%	1	家用空调	34.50%	1
洗衣机	26.90%	2	洗衣机	38.10%	2
干衣机	23.80%	2	干衣机	40.50%	1
冰箱	15.20%	2	冰箱	19.00%	2
台式泛微波	61.50%	1	台式泛微波	51.60%	1
台式电烤箱	48.70%	1	台式电烤箱	25.90%	1
电磁炉	46.90%	1	电磁炉	55.20%	1
电暖器	43.90%	1	电热水壶	26.40%	1
电风扇	43.70%	1	电暖器	23.00%	1
电热水壶	41.90%	1	电风扇	22.80%	1
电饭煲	39.40%	1	空气炸锅	20.60%	1
空气炸锅	32.00%	1	净水器	18.30%	1
饮水机	26.20%	1	电压力锅	38.90%	2
电压力锅	40.50%	2	电饭煲	26.90%	2
电饼铛	32.50%	2	电热水器	29.50%	2
破壁机	28.70%	2	电饼铛	28.10%	2
净水器	17.80%	2	冰柜	12.50%	2
电热水器	22.30%	3	饮水机	14.20%	3
冰柜	11.50%	3	破壁机	13.30%	3

数据来源：公司公告、开源证券研究所

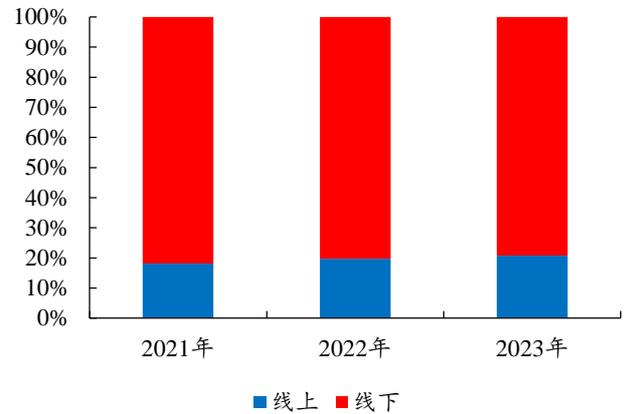
### 1.3、按销售模式&区域拆分：销售模式以线下为主，业务以国内为主

**(1) 按地区拆分：**分地区看，国内业务实现营收 2211 亿 (+9.87%)，国外业务实现营收 1509 亿 (+5.79%)，占比分别为 59.44%/40.56%，同比分别+0.92/-0.92pcts，国外收入占比有所降低。

**(2) 按销售模式拆分：**分销售模式看，线上渠道实现营收 773 亿 (+13.70%)。线下渠道实现营收 2947 亿 (+6.81%)。占比分别为 20.79%/79.21%，同比分别+1.01%/-1.01pcts。

**图8：2023 年公司国内/国外分别实现收入 2211/1509 亿元,收入占比同比分别+0.92/-0.92pcts**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图9：2023 年公司线上/线下渠道分别实现收入 773/2947 亿元, 收入占比同比分别+1.01%/-1.01pcts**


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、盈利能力继续保持提升，现金流状况良好

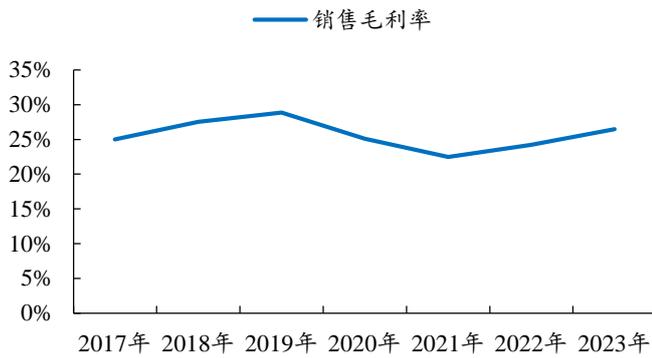
### 2.1、海外及线下渠道毛利率提高显著拉动下，盈利能力继续提升

**毛利率：**2023年毛利率26.5%(+2.2pct)，单Q4看，2023Q4毛利率28.8%(+2.2pct)。分产品看，暖通空调/家用电器/机器人及自动化系统业务的毛利率分别为25.57%/33.00%/23.71%，同比分别+2.73/+2.80/+2.78pcts。分地区看，国内/国外业务的毛利率分别为26.03%/27.16%，同比分别+1.33/+3.57pcts。分销售模式看，线上/线下渠道的毛利率分别为31.51%/25.17%，同比分别+1.17/+2.43pcts。

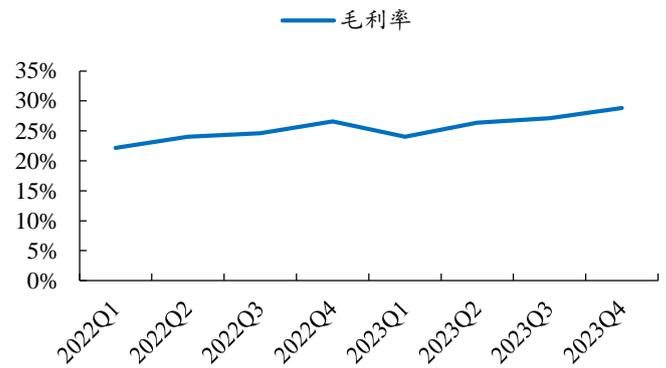
我们认为毛利率的提升或系汇率及原材料因素利好，以及公司全面推行数字化变革、强化海外本地化运营、坚持提升自有品牌结构、改善产品效率下，海外渠道贡献所致。

**在海外本地化运营方面，**2023年公司加速推进“中国供全球+区域供区域”模式，推动巴西、印尼、意大利、泰国、印度、墨西哥、埃及等制造基地建设；同时，启动海外制造体系632项目，实现制造流程与数据管理的规范化，一期项目已完成上线；此外，美的借鉴国内灯塔工厂的成功实践，在海外制造基地开展自动化改造试点项目；

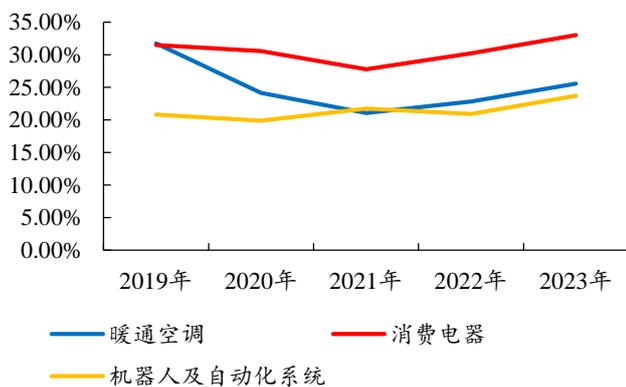
**在海外创牌方面，**公司通过海外电商业助力自有品牌发展，2023年电商销售收入同比增长16%。在北美市场，2023年变频窗机销售收入同比增长超过120%，变频移动空调销售收入同比增长超过140%，多门冰箱销售收入同比增长超过300%；在EMEA市场，双门冰箱(300L以上)的销售收入同比增长超过110%，洗衣机大容量滚筒产品的销售收入同比增长超过60%。

**图10: 2023 年公司毛利率为 26.5%(+2.2pct)**


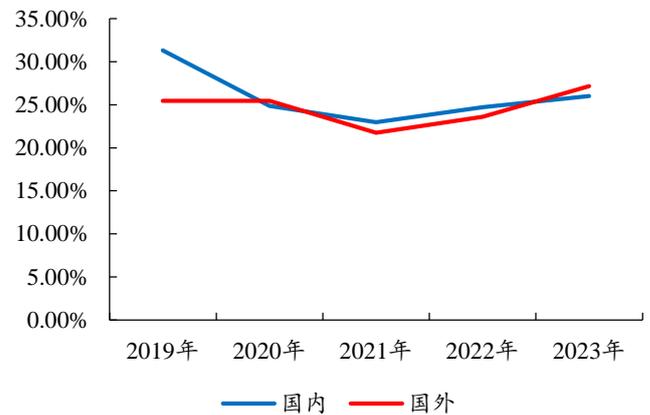
数据来源: Wind、开源证券研究所

**图11: 单 Q4 看, 2023Q4 毛利率 28.8%(+2.2pct)**


数据来源: Wind、开源证券研究所

**图12: 2023 年暖通空调/消费电器/机器人及自动化系统业务的毛利率同比分别+2.73/+2.80/+2.78pcts。**


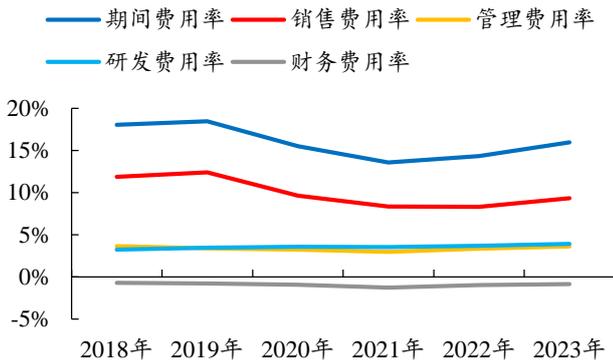
数据来源: Wind、开源证券研究所

**图13: 2023 年国内/国外业务的毛利率分别为 26.03%/27.16%，同比分别+1.33/+3.57pcts。**


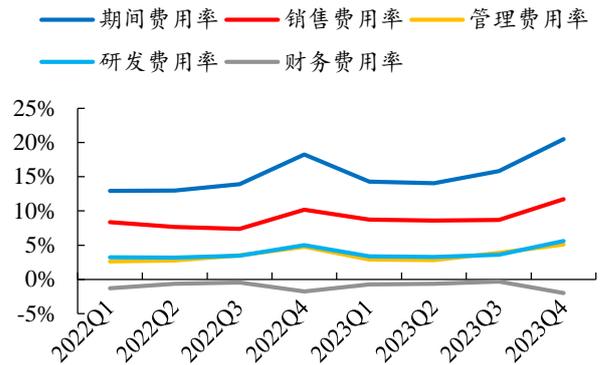
数据来源: Wind、开源证券研究所

**费用端:** 2023 年期间费用率 16.0%(+1.6pct), 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 9.3%/3.6%/3.9%/-0.9%, 同比分别+1.0/+0.3/+0.3/+0.1pct。

单 Q4 看, 2023Q4 毛利率 28.8%(+2.2pct), 期间费用率 20.5%(2.2pct), 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 11.7%/5.1%/5.6%/-2.0%, 同比分别+1.6/+0.3/+0.6/-0.2pct。

**图14：2023 年公司期间费用率 16.0%(+1.6pct)**


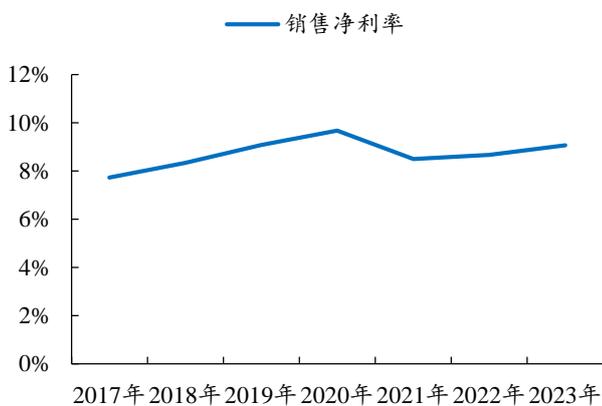
数据来源：Wind、开源证券研究所

**图15：2023Q4 费用率 20.5%(+2.2pct)**


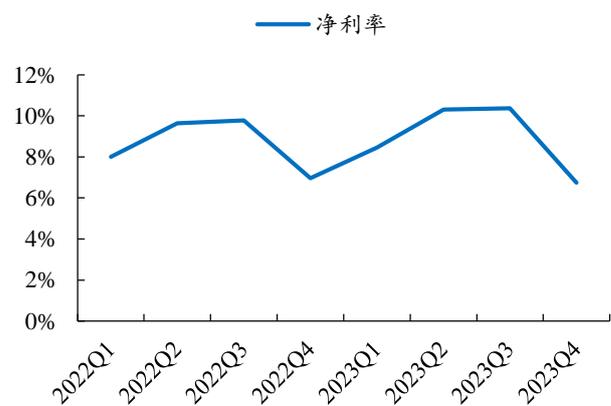
数据来源：Wind、开源证券研究所

**净利率：**综合影响下，2023 年公司净利率为 9.1%(+0.4pct)，归母净利率为 9.1%(+0.5pct)。单季度看，2023Q4 净利率为 6.7%(-0.2pct)，归母净利率为 7.4%(+0.5pct)。

年度净利率有所提升主系毛利率提升所致、Q4 净利率有所波动主系（1）子公司科陆电子亏损 4.5 亿元，当前美的对科陆电子的持股比例达 22.79%，剔除影响后 2023Q4 净利率为 7.4%(+0.4pct)。（2）公允价值变动影响（Q4 亏损 3.45 亿）。扣除非经常性损益后的净利率为 7.6%(+1.4pct)。

**图16：2023 年公司净利率为 9.1%(+0.4pct)**


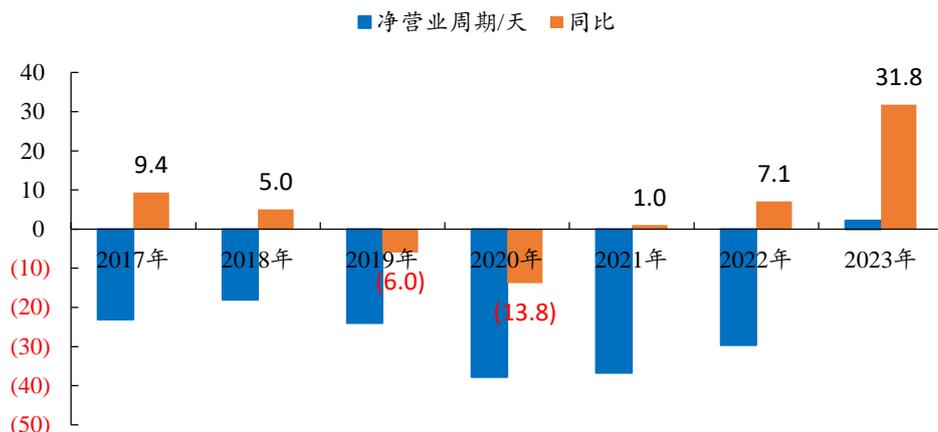
数据来源：Wind、开源证券研究所

**图17：2023Q4 净利率为 6.7%(-0.2pct)**


数据来源：Wind、开源证券研究所

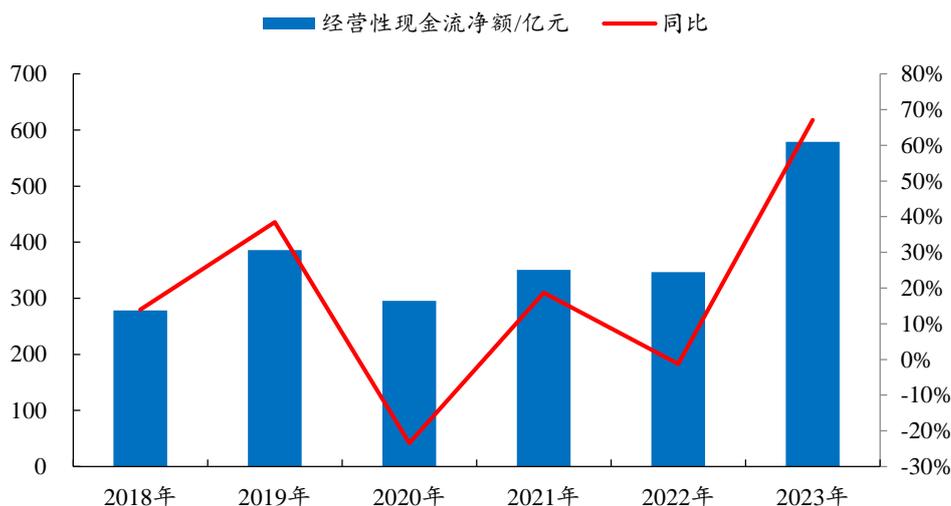
## 2.2、 存货周转效率提升，现金流状况良好

**2023 年营运能力有所降低。**截至 2023 年 12 月 31 日，公司存货为 473.4 亿元 (+2.8%)，存货周转天数为 67.1 天 (-2.2 天)；应收账款及应收票据为 384.1 亿元 (+16.4%)，应收账款及应收票据周转天数为 25.9 天 (-7.2 天)；应付账款及应付票据为 942.4 亿元 (+4.9%)，应付账款及应付票据周转天数为 90.9 天 (-41.2 天)，净营业周期为 2.1 天 (+31.8 天)。

**图18：2023 年营运能力有所下降**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**现金流：**2023 年经营性现金流净额为 579 亿元 (+67.1%)，经营质量较好。

**图19：2023 年经营性现金流净额为 579 亿元 (+67.1%)**


数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3、盈利预测与投资建议

公司业绩整体符合预期，C 端业务保持稳健增长、B 端业务快速增长，国外业务毛利率提高下，盈利能力稳步提升。我们看好公司通过拓展 B 端业务维系收入稳健增长、数字化变革下盈利能力稳步提升，上调 2024-2025 年盈利预测（原值为 369.4/405.3 亿元），并新增 2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润 374.4/411.8/453.0 亿元，对应 EPS 为 5.37/5.91/6.50 元，当前股价对应 PE 为 12.0/10.9/9.9 倍，维持“买入”评级。

### 4、风险提示

需求下滑风险；原材料价格风险；海外自有品牌业务开拓不及预期。

**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>	261099	281321	323769	336290	386289
现金	55270	81674	114731	119405	161288
应收票据及应收账款	32996	38407	36977	45654	42751
其他应收款	2211	2182	2590	2567	2990
预付账款	4367	3316	5030	3990	5729
存货	46045	47339	54848	55520	63159
其他流动资产	120210	108403	109593	109153	110371
<b>非流动资产</b>	161456	204717	205852	206421	206587
长期投资	5189	4976	5642	6173	6771
固定资产	26083	30938	31524	31812	31777
无形资产	16909	18458	17966	17672	17485
其他非流动资产	113275	150345	150720	150764	150553
<b>资产总计</b>	422555	486038	529622	542711	592875
<b>流动负债</b>	206342	251246	267071	260267	286506
短期借款	5169	8819	8819	8819	8819
应付票据及应付账款	89806	94238	113760	107106	132363
其他流动负债	111367	148188	144492	144342	145324
<b>非流动负债</b>	64290	60493	50772	40874	30816
长期借款	53850	49357	39636	29738	19680
其他非流动负债	10440	11136	11136	11136	11136
<b>负债合计</b>	270631	311739	317843	301141	317322
少数股东权益	8989	11421	11458	11665	12123
股本	6997	7026	7026	7026	7026
资本公积	19693	21243	21243	21243	21243
留存收益	130382	146987	168932	193139	219913
<b>归属母公司股东权益</b>	142935	162879	200321	229905	263430
<b>负债和股东权益</b>	422555	486038	529622	542711	592875

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	34658	57903	45318	21890	57913
净利润	29810	33745	37479	41386	45752
折旧摊销	6508	7349	4279	4687	5109
财务费用	-3387	-3262	-7092	-9300	-10805
投资损失	-208	-464	-601	-485	-546
营运资金变动	1709	20150	11392	-14315	18544
其他经营现金流	227	383	-140	-82	-141
<b>投资活动现金流</b>	-13510	-31220	-5083	-5027	-5007
资本支出	7352	6314	4748	4726	4676
长期投资	-9584	-30923	-666	-530	-598
其他投资现金流	3427	6018	331	229	267
<b>筹资活动现金流</b>	-10855	-17910	-7178	-12189	-11023
短期借款	-212	3650	0	0	0
长期借款	34116	-4493	-9721	-9898	-10058
普通股增加	11	28	0	0	0
资本公积增加	-824	1550	0	0	0
其他筹资现金流	-43945	-18646	2543	-2292	-964
<b>现金净增加额</b>	10582	8755	33057	4674	41883

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	343918	372037	404134	436782	470629
营业成本	260539	273481	299261	323219	347559
营业税金及附加	1566	1817	1918	2097	2257
营业费用	28716	34881	37867	40883	43768
管理费用	11583	13477	14549	15812	16943
研发费用	12619	14583	15235	17035	18119
财务费用	-3387	-3262	-7092	-9300	-10805
资产减值损失	-533	-440	-552	-557	-621
其他收益	1896	2082	1882	2034	1647
公允价值变动收益	-251	-226	-239	-233	-236
投资净收益	208	464	601	485	546
资产处置收益	-60	-61	-31	-23	-44
<b>营业利润</b>	34763	40317	43647	48407	53659
营业外收入	395	453	465	485	528
营业外支出	203	494	275	290	315
<b>利润总额</b>	34956	40277	43837	48601	53872
所得税	5146	6532	6358	7216	8119
<b>净利润</b>	29810	33745	37479	41386	45752
少数股东损益	257	25	37	207	458
<b>归属母公司净利润</b>	29554	33720	37442	41179	45295
EBITDA	37165	41619	51936	56218	60883
EPS(元)	4.24	4.84	5.37	5.91	6.50

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	0.8	8.2	8.6	8.1	7.7
营业利润(%)	4.5	16.0	8.3	10.9	10.8
归属于母公司净利润(%)	3.4	14.1	11.0	10.0	10.0
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	24.2	26.5	25.9	26.0	26.1
净利率(%)	8.7	9.1	9.3	9.5	9.7
ROE(%)	19.6	19.4	17.7	17.1	16.6
ROIC(%)	30.2	51.7	71.7	61.5	90.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	64.0	64.1	60.0	55.5	53.5
净负债比率(%)	9.8	-3.3	-25.1	-28.0	-43.4
流动比率	1.3	1.1	1.2	1.3	1.3
速动比率	0.5	0.6	0.7	0.7	0.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	13.0	12.2	12.6	12.4	12.5
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)	4.24	4.84	5.37	5.91	6.50
每股经营现金流(最新摊薄)	4.97	8.31	6.50	3.14	8.31
每股净资产(最新摊薄)	20.51	23.37	28.74	32.99	37.80
<b>估值比率</b>					
P/E	15.1	13.3	12.0	10.9	9.9
P/B	3.1	2.7	2.2	1.9	1.7
EV/EBITDA	12.7	10.9	7.9	7.0	5.6

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