

## 海信家电 (000921.SZ) 分红比例维持近一半，看好盈利能力继续提升

2024年04月03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         | 2024/4/3    |
| 当前股价(元)    | 31.58       |
| 一年最高最低(元)  | 31.88/19.69 |
| 总市值(亿元)    | 438.31      |
| 流通市值(亿元)   | 285.11      |
| 总股本(亿股)    | 13.88       |
| 流通股本(亿股)   | 9.03        |
| 近3个月换手率(%) | 61.76       |

### ● 分红比例维持近一半，看好盈利能力继续提升，维持“买入”评级

2023年公司实现营收856亿(同比+15.5%，下同)，归母净利润28.4亿(+97.7%)，扣非归母净利润23.6亿(+160.1%)。2023Q4实现营收207亿(+21.1%)，归母净利润4.1亿(+12.7%)，扣非归母净利润2.9亿(+124.9%)，2023年公司合计分配利润约占归母净利润比率为49%。考虑公司改革α突出、股权激励彰显信心，我们上调2024-2025年盈利预测，新增2026年盈利预测，预计2024-2026年归母净利润32.7/37.7/43.4亿元(2024-2025年原值32.4/37.7亿元)，对应EPS为2.35/2.72/3.13元，当前股价对应PE为13.4/11.6/10.1倍，维持“买入”评级。

### ● 家空冰洗业务理顺、公司α整体突出，中央空调多元化战略稳步拓展

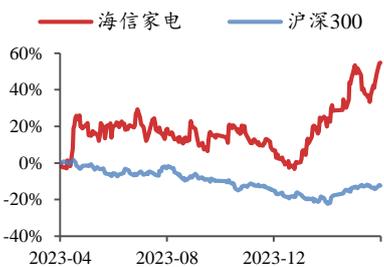
分产品看，2023年公司暖通空调/冰洗/其他主营的收入同比分别+12%/+23%/+4%。其中（1）**中央空调**：2023年收入/利润总额同比分别+9.3%/+20.5%。公司不断进行品类、地区和应用场景的多元化拓展，全年海信系在多联机/两联供/工装市场份额分别达20%/20%/10%以上，水机业务收入同比+50%。（2）**家空**：双品牌逐渐理顺、差异化突破下表现良好，2023年家用空调线上和线下零售额同比分别+41.4%/+14.3%，其中海信中高端零售额同比+43.7%，新风空调线下新风市场占有率同比提升12个百分点。（3）**冰箱**：2023年收入同比+18.7%，其中海信系在线下中高端冰箱产品额占率达到12.0%（+1.8pcts），抖音、快手等新兴渠道规模同比+151%。（4）**洗衣机**：收入同比+53.6%，其中罗马假日洗衣机上市首月全渠道销售创新品历史记录。（5）**厨电**：2023年规模同比+66%，出口同比+250.5%。（6）**三电**：2023年汽车空调压缩机及综合热管理板块实现收入90.5亿元，接单总额同比增长43%，预计逐渐释放。**海外方面，东盟区**：新设合资公司赋能下整体收入同比增长超过20%，其中自有品牌业务同比增长超70%。**欧洲**：中央空调收入同比+45%，冰洗业务在西欧销额同比+16.5%，额占率同比+1.2个pcts，东欧销售额同比+25.1%，额占率同比+2.4pcts；洗衣机在欧洲多个市场细分品类占比第一，销量同比+66.9%。**渠道方面**，公司在抖音、快手等新兴渠道的收入实现翻番增长，高端璀璨套系产品实现收入同比增长287%。

### ● 供应商优化、制造效率提升、产品结构优化下，盈利能力持续提升

**毛利率**：2023年毛利率22.1%(+1.4pct)，2023Q4毛利率22.0%(+0.6pct)，提升主系供应商优化、制造效率提升、产品结构提升所致。分产品看，2023年暖通空调/冰洗/其他主营的毛利率分别为30.66%/19.11%/13.57%，同比分别+2.73/+1.58/+0.26pcts。**费用端**：2023Q4公司销售/管理/研发/财务费用率同比分别+1.6/+0.8/+0.3/+1pct，主系激励费用增加所致。**净利率**：2023年公司扣非净利率为2.8%(+1.5pct)，提升主系毛利率提升、退税、减值损失影响降低所致。2023Q4销售净利率为4.0%(-0.5pct)，归母净利率为2.0%(-0.1pct)，主系激励费用增加、营业外收入减少所致，扣非净利率为1.4%(+0.7pct)，盈利能力进入上行区间。

### ● 风险提示：内销竞争加剧、原材料价格风险、海外自有品牌建设不及预期等。

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《Q3业绩略超预告中枢，白电盈利能力预计保持改善—公司信息更新报告》-2023.11.16

《Q3业绩持续超预期，净利率持续改善—公司信息更新报告》-2023.10.13

《盈利增长超预期预告，家空+冰洗得到明显改善—公司信息更新报告》-2023.8.31

### 财务摘要和估值指标

| 指标         | 2022A  | 2023A  | 2024E  | 2025E   | 2026E   |
|------------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)  | 74,115 | 85,600 | 94,841 | 103,984 | 114,092 |
| YOY(%)     | 9.7    | 15.5   | 10.8   | 9.6     | 9.7     |
| 归母净利润(百万元) | 1,435  | 2,837  | 3,265  | 3,769   | 4,342   |
| YOY(%)     | 47.5   | 97.7   | 15.1   | 15.4    | 15.2    |
| 毛利率(%)     | 20.7   | 22.1   | 22.8   | 23.2    | 23.6    |
| 净利率(%)     | 1.9    | 3.3    | 3.4    | 3.6     | 3.8     |
| ROE(%)     | 18.9   | 24.7   | 24.9   | 23.0    | 20.5    |
| EPS(摊薄/元)  | 1.03   | 2.04   | 2.35   | 2.72    | 3.13    |
| P/E(倍)     | 30.5   | 15.4   | 13.4   | 11.6    | 10.1    |
| P/B(倍)     | 3.8    | 3.2    | 2.6    | 2.2     | 1.8     |

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目 录

|   |    |
|---|----|
| 1、 2023 年产品线全面发力，归母净利润翻倍增长.....                           | 3  |
| 1.1、 按产品拆分：2023 年产品线全面发力，暖通空调、冰洗及其他主营产品收入稳健增长 .....       | 3  |
| 1.2、 海外业务改革进行中，东盟区自有品牌业务收入同比增长超 70%.....                  | 5  |
| 1.3、 深化线下渠道变革，积极拓展新兴渠道，套系化拓展顺利 .....                      | 6  |
| 2、 2023 年盈利能力持续提升，营运能力大幅增强.....                           | 6  |
| 2.1、 盈利能力：供应链优化+智能制造+产品结构优化带动 2023 年及 2023Q4 毛利率持续提升..... | 6  |
| 2.2、 2023 年存货/应收账款周转效率显著增强，现金流大幅提升 .....                  | 9  |
| 3、 现金分红比例接近一半，股权激励计划彰显发展信心 .....                          | 10 |
| 4、 盈利预测与投资建议 .....  | 10 |
| 5、 风险提示 .....   | 10 |
| 附：财务预测摘要 .....  | 11 |

## 图表目录

|   |    |
|---|----|
| 图 1： 2023 年公司实现营业收入 856 亿元 (+15.5%) .....                           | 3  |
| 图 2： 2023Q4 实现营收 207 亿元 (+21.1%) .....                              | 3  |
| 图 3： 2023 年公司实现归母净利润 28.4 亿元 (+97.7%) .....                         | 3  |
| 图 4： 2023Q4 实现归母净利润 4.1 亿元 (+12.7%) .....                           | 3  |
| 图 5： 2023 年公司暖通空调实现营收 386 亿元 (+12.04%)，实现稳健增长 .....                 | 5  |
| 图 6： 2023 年公司家空业务收入增速超越行业、实现快速增长 .....                              | 5  |
| 图 7： 2023 年公司国内/国外分别实现收入 490/279 亿元，同比分别+15.04%/+12.28%。 .....      | 6  |
| 图 8： 2023 年公司直销/经销模式分别实现收入 520/249 亿元,同比分别+15.31%/+11.43%.....      | 6  |
| 图 9： 2023 年毛利率 22.1%(+1.4pct) .....                                 | 7  |
| 图 10： 单季度看，2023Q4 毛利率 22.0%(+0.6pct).....                           | 7  |
| 图 11： 2023 年暖通空调/冰洗的毛利率分别为 30.66%/19.11%，同比分别+2.73/+1.58pcts .....  | 7  |
| 图 12： 2023 年国内/国外业务的毛利率分别为 31.91%/10.20%，同比分别为+2.41/+0.77pcts ..... | 7  |
| 图 13： 2023 年公司期间费用率 16.6%(+0.4pct) .....                            | 8  |
| 图 14： 2023Q4 毛利率 22.0%(+0.6pct) .....                               | 8  |
| 图 15： 2023 年公司销售净利率为 5.6%(+1.5pct) .....                            | 9  |
| 图 16： 2023Q4 销售净利率为 4.0% (-0.5pct) .....                            | 9  |
| 图 17： 2023 年营运能力大幅提升 .....  | 9  |
| 图 18： 2023 年公司经营性现金流净额为 106.1 亿元 (+163.2%) .....                    | 10 |

## 1、2023 年产品线全面发力，归母净利润翻倍增长

2023 年公司实现营收 856 亿元（同比+15.5%，下同），归母净利润 28.4 亿元（+97.7%），扣非归母净利润 23.6 亿元（+160.1%）。收入增长主系强化自有品牌建设（自有品牌业务比例已超过 80%）、积极拓展海外场所致，利润高速增长主要得益于毛利率提升、退税 4.2 亿、减值损失影响消除（减亏 1.9 亿）。

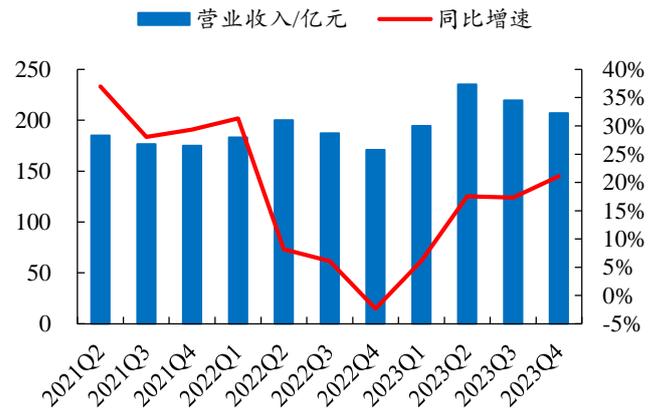
单季度上看 2023Q4 实现营收 207 亿元(+21.1%)，归母净利润 4.1 亿元(+12.7%)，扣非归母净利润 2.9 亿元（+124.9%），单季度业绩同比大幅上升。

图1：2023 年公司实现营业收入 856 亿元（+15.5%）



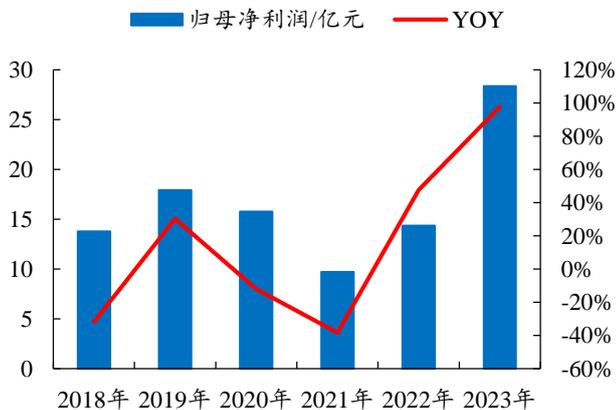
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2023Q4 实现营收 207 亿元（+21.1%）



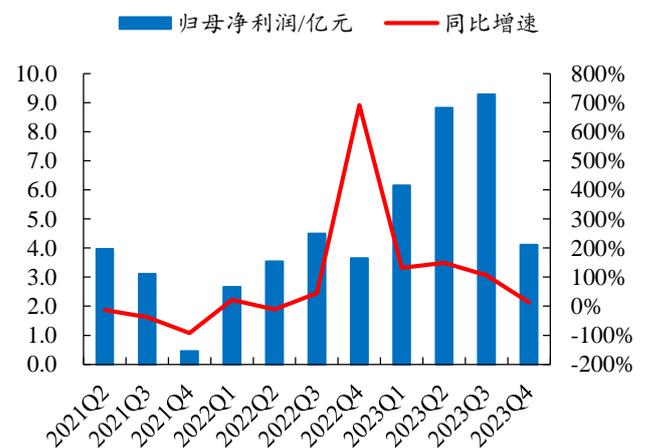
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2023 年公司实现归母净利润 28.4 亿元（+97.7%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2023Q4 实现归母净利润 4.1 亿元（+12.7%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

### 1.1、按产品拆分：2023 年产品线全面发力，暖通空调、冰洗及其他主营产品收入稳健增长

2023 年公司暖通空调/冰洗/其他产品分别实现收入实现营收 387/261/122 亿元，同比分别+12.04%/+22.93%/+3.81%，暖通空调/冰洗/其他产品收入在主营业务收入中的占比分别为 45.15%/30.46%/14.30%，同比分别-1.39/+1.84/-1.61pcts。

(1) 央空：公司不断进行品类和地区和应用场景的多元化拓展，有效分散地

**压力、扩大收入规模。**2023年，公司中央空调业务实现主营业务收入同比增长9.3%，利润总额同比增长20.5%，多联机市场份额达到20%以上，海信5G+荣耀家系列产品有效助力公司保持行业领先地位。其中，在**家装领域**公司不断完善两联供产品矩阵，约克VRF坚持天氟地水产品领先策略，成功打造行业首款天氟热水两联供中央空调；科龙天氟地氟两联供则搭载了空气源热泵技术，采用毛细铜管地暖制热，实现了高效制冷制热，有效降低了能源消耗，根据艾肯网统计，2023年海信系两联供产品市占率提升至20%以上。在**工程业务领域**，海信系工装市场占有率达到10%以上，公司日立天氟地水产品系列在楼盘配套领域实现较快增长，增长率超过100%。在**新产业领域**，公司热泵新风业务板块打造的新风Q5产品出货额同比增长100%。水机业务板块实现收入增长50%。

(2) **家空：**根据奥维云网（AVC）全渠道推总数据，2023年公司家用空调线上和线下零售额分别同比增长41.4%和14.3%，分别高于行业增幅26个点和10个点。分品牌看，海信品牌以中高端、新风为主线，推出了璀璨C2、C3、X6等系列高品质产品，其中5款机型成功跻身新风细分市场行业TOP10，海信璀璨72C310新风柜机更是荣登细分市场榜首，中高端零售额同比+43.7%，新风空调线下新风市场占有率同比提升12个百分点，稳居行业TOP2。科龙空调主攻互联网与年轻化群体，通过挖掘多元化需求，推出了专业的睡眠空调、智能空调、高效节能、环保健康的空调产品，荣获2022—2023中国空调行业年轻人优选的时尚空调品牌称号。

(3) **在冰箱产品方面，公司双品牌差异化竞争，新兴渠道拓展良好。**2023年冰箱业务实现主营业务收入增长18.7%。根据奥维云网（AVC）全渠道推总数据，期内零售额同比增长17.8%，市占率提升1.6个百分点。2023年，抖音、快手等新渠道规模同比提升151%，渠道拓展成效显著。

分品牌看，**容声冰箱**主打嵌入式、高容积率和极致养鲜，2023年推出平嵌大容积率506产品，在2023年下半年荣获行业TOP1的佳绩。此外容声WILL无边界系列605冰箱荣获2023年艾普兰优秀产品奖。容声60CM平嵌概念冰箱在线下市场零售量占比高达36%，稳居行业榜首。**海信冰箱**主打真空科技，璀璨503利用真空负压锁鲜技术有效减缓食材氧化，同时应用贵金属冷触媒抗菌技术，快速消灭嗜冷菌，抗菌率高达99.99%，上市后首销期即跻身行业TOP20。根据奥维云网（AVC）全渠道推总数据，2023年海信系线下中高端冰箱产品（8,700元单价以上）额占率达到12.0%，同比提升1.8个百分点，其中高端品牌璀璨系列收入同比增长68%。

(4) **在洗衣机产品方面，公司聚焦首创的活水洗科技，注重高能效、高品质、智能化和绿色环保，**2023年实现主营业务收入增长53.6%。

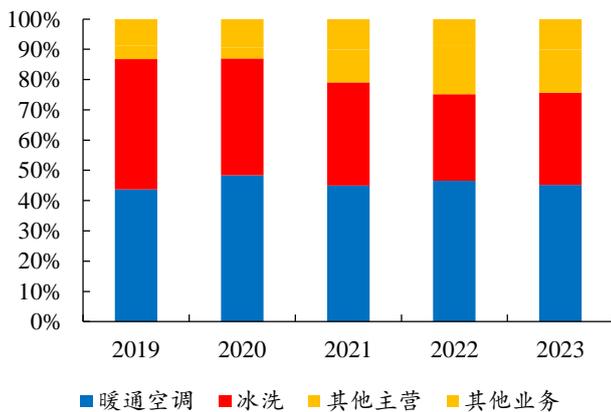
海信洗衣机应用首创的活水洗科技，在洗涤过程中充分激发水活性，使洗涤时间缩减20%、去污能力提升22%、除菌率达到99.99%；同时实现阻止水垢形成，杜绝衣物洗后发黄发硬，**海信活水洗科技**荣获中家院“2023年年度技术创新成果”大奖。公司针对Z世代年轻用户打造出与众不同的罗马假日洗衣机，上市首月全渠道销售创新品历史记录，并荣获奥维云网2023年“十大创品”。

(5) **厨电业务：**厨电业务将家电设计与家居美学融为一体，实现厨房全流程烹饪联动，2023年厨电规模同比增长66%，其中出口规模同比增长250.5%。海信洗碗机527套系凭借其独特的万向喷淋系统及巴氏高温消毒技术，荣获了“洗碗机零菌存储认证”及“母婴级洗碗机性能认证”，并获得了“2023年度中国厨卫产业创新产品奖”，2023年海信璀璨套系零售额增速达287%。海信油烟机也进行了性能、

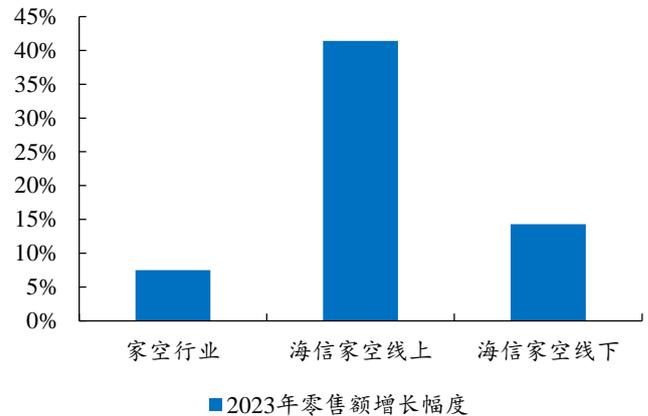
形态的迭代升级，推出了多款新品。灶具板块则完成了平板燃烧器技术的迭代，实现了行业首创的环缝平板匀火燃烧器研究和应用，达到了行业领先水平。

**(6) 三电公司：**三电公司深化全球客户发展战略，结合自身的优势及海信系的协同资源优势，持续推进从压缩机为主的零部件供应商向新能源汽车综合热管理系统供应商的转变。报告期内，汽车空调压缩机及综合热管理板块实现收入 90.5 亿元。在欧洲区成功获得了战略级客户在热管理核心零部件的 HVAC 和 ECH 业务，在日本区获得了重点客户的 ECH 业务，在中国区获得重点空调箱业务，签单总额同比增长 43%，签单总额同比增长 43%。

**图5：2023 年公司暖通空调实现营收 386 亿元 (+12.04%)，实现稳健增长**



**图6：2023 年公司家空业务收入增速超越行业、实现快速增长**



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 1.2、海外业务改革进行中，东盟区自有品牌业务收入同比增长超 70%

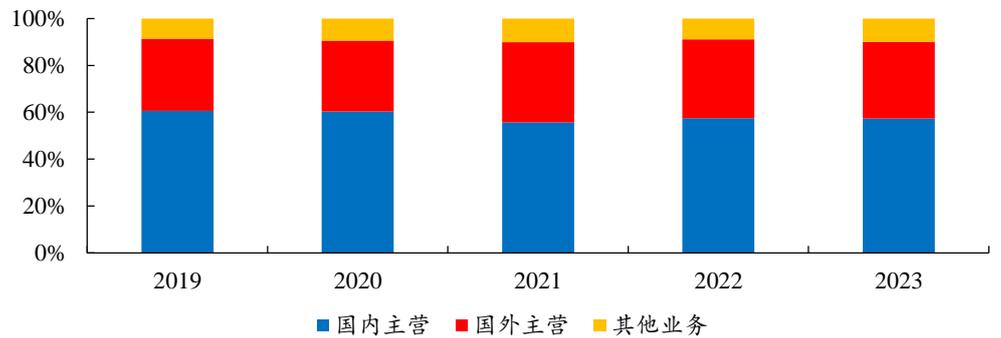
2023 年公司国内/国外分别实现收入 490/279 亿元，同比分别+15.04%/+12.28%。

**在欧洲市场，**中央空调业务规模同比增长 45%，带动自营业务整体增长 35%；冰冷业务在西欧区销售额同比增长 16.5%，额占率同比提升 1.2 个百分点，东欧区销售额同比增长 25.1%，额占率同比提升 2.4 个百分点；洗衣机业务在欧洲多个市场细分品类占比第一，海外市场销售量增幅 66.9%。

**在东盟市场，**新设合资公司赋能拓展东盟区品牌建设，2023 年东盟区整体收入同比增长超过 20%，其中自有品牌业务同比增长超过 70%。马来西亚的空调业务占有率同比提升 3.8 个百分点；冰冷业务中，泰国占有率同比提升 2.3 个百分点，马来西亚占有率同比提升 3.1 个百分点。

**在美洲市场，**墨西哥蒙特雷家电产业园首年投产运行为整个美洲冰冷业务提供了交付保障。

**图7：2023 年公司国内/国外分别实现收入 490/279 亿元，同比分别 +15.04%/+12.28%。**



数据来源：Wind、开源证券研究所

### 1.3、深化线下渠道变革，积极拓展新兴渠道，套系化拓展顺利

2023 年公司直销/经销模式分别实现收入 520/249 亿元，同比分别 +15.31%/+11.43%，占公司营业收入比例分别为 60.80%/29.11%，同比分别-0.1/-0.16pct。

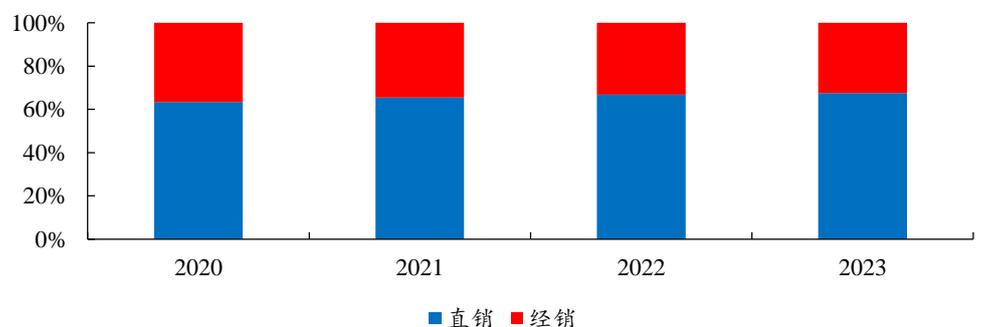
**线下渠道方面**，2023 年，海信专卖店规模实现同比增长 25%，在异业合作及家中渠道的销售同比提升超 200%，前置门店数量增长 80%；此外，公司大力拓展下沉渠道增长空间，2023 年下沉渠道收入增长 18.6%，其中空调下沉渠道收入增长 66%。

**线上渠道方面**，公司施行品销合一，通过布局专供产品、本地化运营、精准投放等方式积极拓展新兴渠道规模，其中抖音、快手平台收入实现翻番增长。

**套系化方面**，报告期内，璀璨发展到涵盖 7 大品类，3 大套系，5 个场景，78 款高端产品阵容，从艺术家、智慧家到以用户为中心的家场景，为用户提供全场景的高端智能家电解决方案。其中高端璀璨套系产品实现收入同比增长 287%，门厅新增 3562 个。

**数字化变革方面**，2023 年公司会员新增同比提升 23%，会员销售额同比提升 33%。

**图8：2023 年公司直销/经销模式分别实现收入 520/249 亿元，同比分别 +15.31%/+11.43%**



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、2023 年盈利能力持续提升，营运能力大幅增强

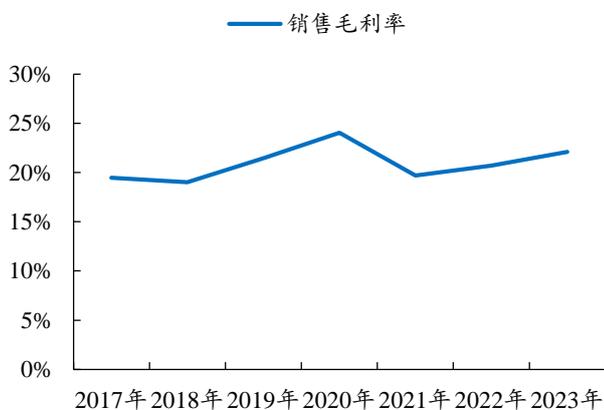
### 2.1、盈利能力：供应链优化+智能制造+产品结构优化带动 2023 年及

## 2023Q4 毛利率持续提升

**毛利率:**2023年毛利率22.1%(+1.4pct),单季度看,2023Q4毛利率22.0%(+0.6pct)。公司毛利率提升主系SKU优化、关联供应商数量的减少、制造环节的效率改善、产品结构优化所致。

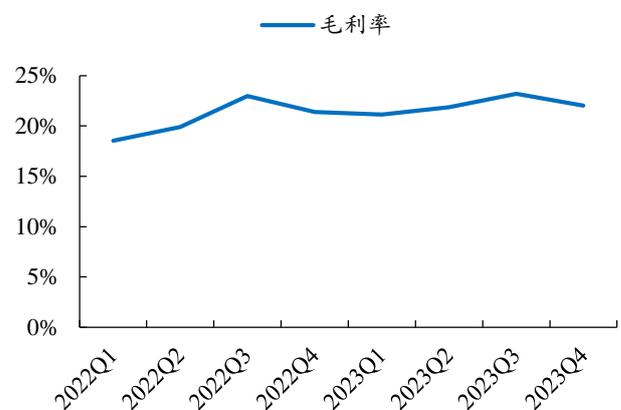
2023年公司打造以用户为中心的高效、敏捷、透明、可持续的全球化智慧型供应链,不断优化供应商布局,交货周期缩短8.6%,订单保障率同比提升7.5%;公司夯实精益运营基础,持续推进智能制造,大幅提升生产效率与质量,实现单台人工费整体同比改善10.0%,冰箱产线效率大幅提升,厨电产线同比改善16.3%。产品结构继续优化,中高端产品销售占比继续提升,海信空调的中高端零售额同比增长了43.7%,新风空调线下新风市场占有率也同比提升了12个百分点,稳居行业前列。

图9: 2023年毛利率22.1%(+1.4pct)



数据来源: Wind、开源证券研究所

图10: 单季度看, 2023Q4 毛利率22.0%(+0.6pct)



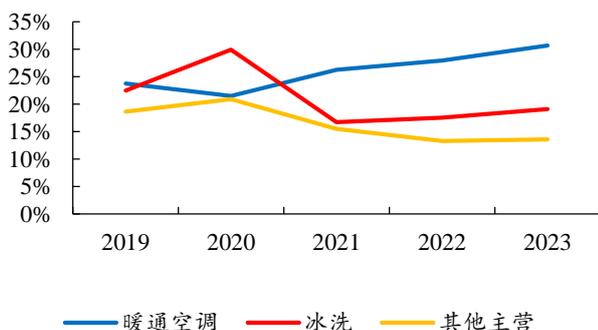
数据来源: Wind、开源证券研究所

**分产品看,**2023年暖通空调/冰洗/其他主营业务的毛利率分别为30.66%/19.11%/13.57%,同比分别+2.73/+1.58/+0.26pcts,暖通空调主业提升显著。

**分销售模式看,**2023年直销/经销渠道的毛利率分别为17.28%/38.14%,同比分别为+1.51/+3.23pcts,经销模式的毛利率提升显著。

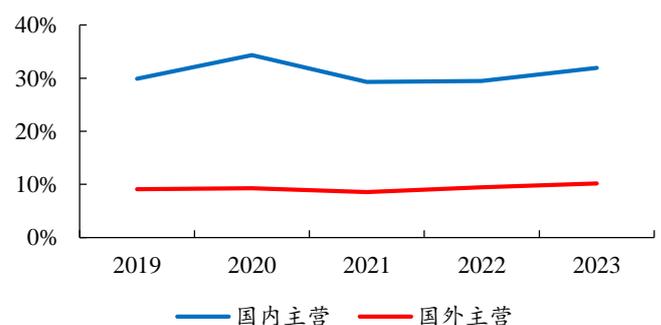
**分地区看,**2023年国内/国外业务的毛利率分别为31.91%/10.20%,同比分别为+2.41/+0.77pcts。

图11: 2023年暖通空调/冰洗的毛利率分别为30.66%/19.11%,同比分别为+2.73/+1.58pcts



数据来源: Wind、开源证券研究所

图12: 2023年国内/国外业务的毛利率分别为31.91%/10.20%,同比分别为+2.41/+0.77pcts



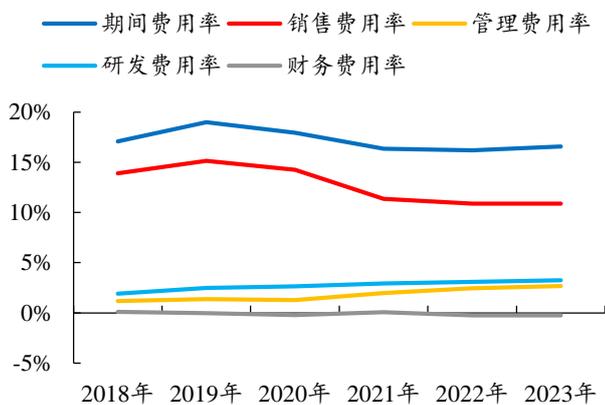
数据来源: Wind、开源证券研究所

**费用端：**2023 年公司期间费用率 16.6%(+0.4pct)，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 10.9%/2.7%/3.2%/-0.2%，同比分别-0.01/+0.2/+0.2/0pct。

公司研发费用率提升主系公司加大研发投入、应付职工薪酬上升所致。公司成立欧洲研发中心，进一步完善全球研发体系布局和资源协同；例如，公司在海信璀璨冰箱 607 投入核心研发，实现冰箱开门零距离，且成功突破了洗干一体机冷凝及控制技术，使得烘干效率提升了 25%以上，产品性能达到了行业领先水平。此外，公司还深入开展了护肤级蒸汽舱蒸烫洗、衣物和洗涤剂智能识别、洗涤水质提升及有害物质去除等技术，解决了衣物褶皱、发黄及串色等用户痛点。在绿色环保方面，公司也进行了一系列技术研究，如环保包装、低碳材料替代、塑料微粒子收集等，使得产品环保水平达到了行业领先。

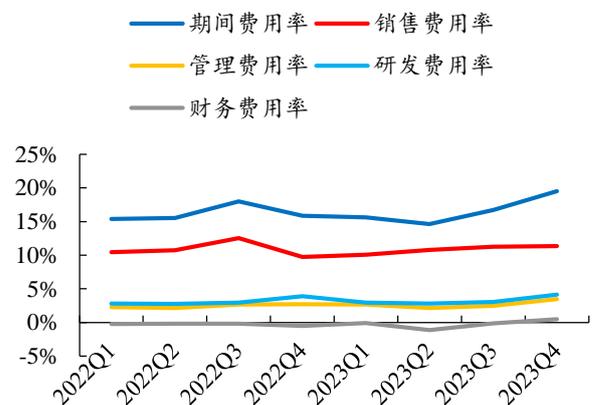
单季度看，2023Q4 期间费用率 19.5%(+3.7pct)，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 11.3%/3.5%/4.2%/0.5%，同比分别+1.6/+0.8/+0.3/+1pct，主系激励费用增加所致。

**图13：2023 年公司期间费用率 16.6%(+0.4pct)**



数据来源：Wind、开源证券研究所

**图14：2023Q4 毛利率 22.0%(+0.6pct)**

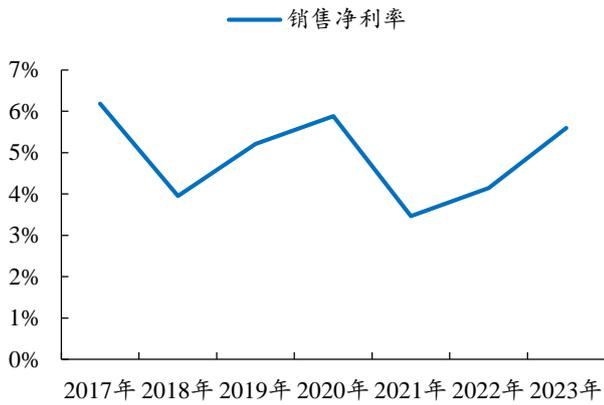


数据来源：Wind、开源证券研究所

**销售净利率：**2023 年公司销售净利率为 5.6%(+1.5pct)，归母净利率为 3.3%(+1.4pct)，扣非净利率为 2.8%(+1.5pct)。销售净利率上升主系主系毛利率提升、退税约 4.2 亿、减值损失影响（减亏约 1.9 亿）所致。

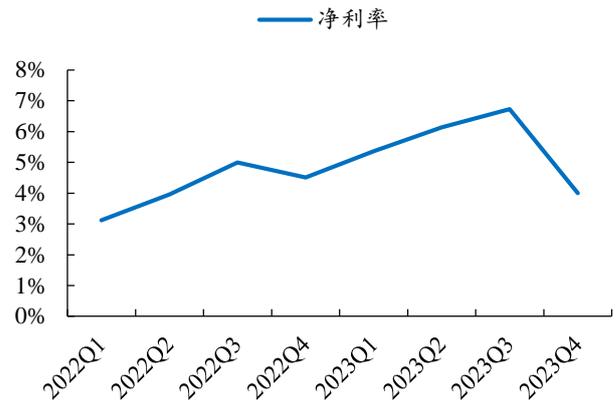
单季度看，综合影响下 2023Q4 销售净利率为 4.0% (-0.5pct)，归母净利率为 2.0% (-0.1pct)，扣非净利率为 1.4% (+0.7pct)。单季度销售净利率下降主系激励费用增加、营业外收入减少所致，扣除非经常性损益（主系交易性金融资产和负债产生的公允价值变动损益）后净利率同比保持提升。

图15: 2023 年公司销售净利率为 5.6%(+1.5pct)



数据来源: Wind、开源证券研究所

图16: 2023Q4 销售净利率为 4.0% (-0.5pct)



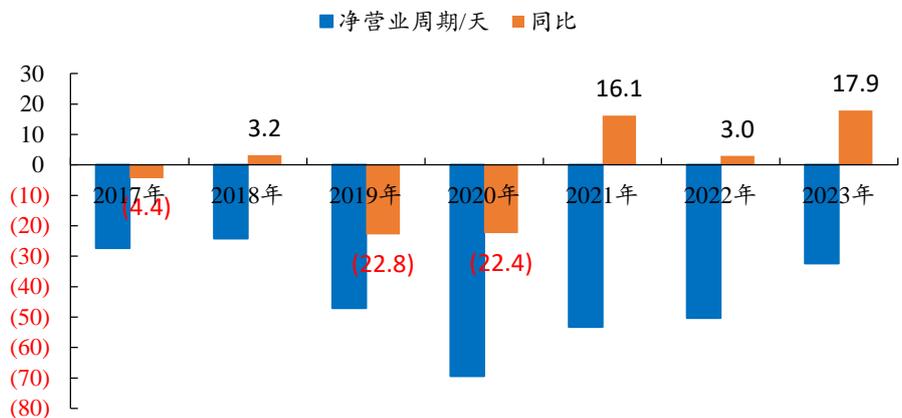
数据来源: Wind、开源证券研究所

## 2.2、2023 年存货/应收账款周转效率显著增强，现金流大幅提升

**2023 年营运能力大幅提升。**截至 2023 年 12 月 31 日，公司存货为 67.7 亿元(+3.4%)，存货周转天数为 36.1 天(-9.9 天)；应收账款及应收票据周转天数为 96.5 天(-41.1 天)，净营业周期为 -32.4 天 (+17.9 天)。

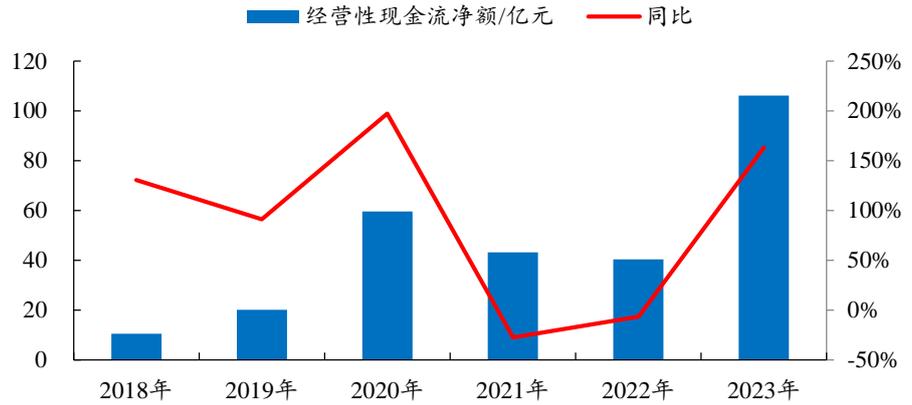
面对当前市场的不确定，公司始终将经营安全工作放在首位。公司通过产供销有效协同，缩短订单交付周期，细分存货安全库存管控标准，存货周转较同期大幅改善 21.6%；严格执行客户信用管理体系，前置风险识别和规避，后端增加保险覆盖，降低坏账风险。2023 年，公司应收账款周转同比改善 11.0%。

图17: 2023 年营运能力大幅提升



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 106.1 亿元 (+163.2%)。经营活动产生的现金流量净额增加主要系公司经营及营运资金周转改善所致。

**图18：2023 年公司经营现金净额为 106.1 亿元 (+163.2%)**


数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3、现金分红比例接近一半，股权激励计划彰显发展信心

**2023 年度现金分红比例为 49%**。根据公告，公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 10.13 元（含税），合计分配利润 1,391,284,501.87 元，约占当期归母净利润的比例为 49.0%。

**股权激励计划彰显发展信心**。2024 年 1 月 9 日，公司公布新一期员工持股计划草案，拟回购不超过 1391.60 万股 A 股股份用于员工持股计划，持股计划对象为包括 8 名董事、监事、高级管理人员，以及核心管理层及骨干，总计不超过 279 人。激励费用方面，受让价格为 10.78 元/股，合计产生约 1.46 亿元的股份支付费用，分别于 2024/2025/2026/2027 年摊销约 6343.84/5611.86/2195.94/487.99 万元；业绩考核方面，剔除全部股份支付费用后，触发值为 2024-2026 年度归母净利润较 2022 年增长+98%/+124%/+155%，目标值则为+122%/+155%/+194%。

### 4、盈利预测与投资建议

考虑公司改革 a 突出、股权激励彰显信心，我们上调 2024-2025 年盈利预测，新增 2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润 32.7/37.7/43.4 亿元（2024-2025 年原值 32.4/37.7 亿元），对应 EPS 为 2.35/2.72/3.13 元，当前股价对应 PE 为 13.4/11.6/10.1 倍，维持“买入”评级。

### 5、风险提示

内销竞争加剧、原材料价格风险、海外自有品牌建设不及预期等。

**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>      | 36629 | 45140 | 55233 | 62793 | 76953 |
| 现金               | 6001  | 4939  | 11741 | 19540 | 29934 |
| 应收票据及应收账款        | 7810  | 9967  | 11858 | 11558 | 13776 |
| 其他应收款            | 475   | 146   | 542   | 212   | 615   |
| 预付账款             | 262   | 389   | 333   | 459   | 410   |
| 存货               | 6553  | 6775  | 7859  | 8096  | 9314  |
| 其他流动资产           | 15528 | 22924 | 22900 | 22929 | 22905 |
| <b>非流动资产</b>     | 18747 | 20807 | 21302 | 21379 | 21109 |
| 长期投资             | 1518  | 1671  | 2299  | 2872  | 3125  |
| 固定资产             | 5319  | 5663  | 5608  | 5377  | 5086  |
| 无形资产             | 1460  | 1342  | 1324  | 1091  | 875   |
| 其他非流动资产          | 10450 | 12130 | 12071 | 12038 | 12022 |
| <b>资产总计</b>      | 55376 | 65946 | 76535 | 84173 | 98062 |
| <b>流动负债</b>      | 36365 | 44042 | 48204 | 48620 | 54446 |
| 短期借款             | 1462  | 2502  | 2502  | 2502  | 2502  |
| 应付票据及应付账款        | 21040 | 26658 | 29419 | 30369 | 34581 |
| 其他流动负债           | 13863 | 14881 | 16283 | 15749 | 17363 |
| <b>非流动负债</b>     | 2732  | 2508  | 2500  | 2490  | 2481  |
| 长期借款             | 20    | 43    | 34    | 25    | 15    |
| 其他非流动负债          | 2712  | 2465  | 2465  | 2465  | 2465  |
| <b>负债合计</b>      | 39097 | 46550 | 50704 | 51111 | 56927 |
| 少数股东权益           | 4761  | 5816  | 8986  | 12822 | 16901 |
| 股本               | 1363  | 1388  | 1388  | 1388  | 1388  |
| 资本公积             | 2074  | 2115  | 2115  | 2115  | 2115  |
| 留存收益             | 7960  | 10080 | 14761 | 20344 | 26597 |
| <b>归属母公司股东权益</b> | 11518 | 13580 | 16845 | 20240 | 24235 |
| <b>负债和股东权益</b>   | 55376 | 65946 | 76535 | 84173 | 98062 |

| 现金流量表(百万元)     | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 4032  | 10612 | 7871  | 8717  | 11236 |
| 净利润            | 3069  | 4791  | 6435  | 7605  | 8421  |
| 折旧摊销           | 1257  | 1156  | 1056  | 1152  | 1270  |
| 财务费用           | -182  | -205  | 179   | 71    | -287  |
| 投资损失           | -513  | -719  | -751  | -737  | -200  |
| 营运资金变动         | -92   | 5389  | 908   | 580   | 1969  |
| 其他经营现金流        | 493   | 199   | 43    | 46    | 63    |
| <b>投资活动现金流</b> | -2598 | -9557 | -768  | -463  | -773  |
| 资本支出           | 883   | 985   | 923   | 656   | 746   |
| 长期投资           | 1     | -159  | -628  | -573  | -253  |
| 其他投资现金流        | -1716 | -8413 | 783   | 766   | 227   |
| <b>筹资活动现金流</b> | -1779 | -621  | -301  | -455  | -69   |
| 短期借款           | -1397 | 1040  | 0     | 0     | 0     |
| 长期借款           | -13   | 23    | -9    | -9    | -10   |
| 普通股增加          | 0     | 25    | 0     | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | 5     | 41    | 0     | 0     | 0     |
| 其他筹资现金流        | -374  | -1751 | -293  | -445  | -60   |
| <b>现金净增加额</b>  | -401  | 399   | 6801  | 7800  | 10394 |

| 利润表(百万元)        | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E  | 2026E  |
|-----------------|-------|-------|-------|--------|--------|
| <b>营业收入</b>     | 74115 | 85600 | 94841 | 103984 | 114092 |
| 营业成本            | 58783 | 66696 | 73233 | 79844  | 87124  |
| 营业税金及附加         | 479   | 579   | 614   | 666    | 745    |
| 营业费用            | 8071  | 9311  | 9484  | 10398  | 11409  |
| 管理费用            | 1821  | 2296  | 2087  | 2168   | 2396   |
| 研发费用            | 2289  | 2780  | 2845  | 3016   | 3309   |
| 财务费用            | -182  | -205  | 179   | 71     | -287   |
| 资产减值损失          | -275  | -191  | 0     | 0      | 0      |
| 其他收益            | 403   | 599   | 446   | 466    | 478    |
| 公允价值变动收益        | 23    | 15    | 23    | 24     | 21     |
| 投资净收益           | 513   | 719   | 751   | 737    | 200    |
| 资产处置收益          | 1     | 6     | 10    | 6      | 6      |
| <b>营业利润</b>     | 3367  | 5248  | 7553  | 8976   | 10012  |
| 营业外收入           | 531   | 498   | 381   | 401    | 325    |
| 营业外支出           | 75    | 62    | 52    | 61     | 62     |
| <b>利润总额</b>     | 3824  | 5685  | 7883  | 9316   | 10275  |
| 所得税             | 754   | 893   | 1447  | 1711   | 1854   |
| <b>净利润</b>      | 3069  | 4791  | 6435  | 7605   | 8421   |
| 少数股东损益          | 1634  | 1954  | 3170  | 3836   | 4079   |
| <b>归属母公司净利润</b> | 1435  | 2837  | 3265  | 3769   | 4342   |
| EBITDA          | 4991  | 6847  | 9355  | 10666  | 11469  |
| EPS(元)          | 1.03  | 2.04  | 2.35  | 2.72   | 3.13   |

| 主要财务比率         | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 营业收入(%)        | 9.7   | 15.5  | 10.8  | 9.6   | 9.7   |
| 营业利润(%)        | 21.1  | 55.9  | 43.9  | 18.8  | 11.5  |
| 归属于母公司净利润(%)   | 47.5  | 97.7  | 15.1  | 15.4  | 15.2  |
| <b>获利能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 毛利率(%)         | 20.7  | 22.1  | 22.8  | 23.2  | 23.6  |
| 净利率(%)         | 1.9   | 3.3   | 3.4   | 3.6   | 3.8   |
| ROE(%)         | 18.9  | 24.7  | 24.9  | 23.0  | 20.5  |
| ROIC(%)        | 21.3  | 28.0  | 33.4  | 32.8  | 30.3  |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产负债率(%)       | 70.6  | 70.6  | 66.2  | 60.7  | 58.1  |
| 净负债比率(%)       | -21.0 | -7.2  | -32.2 | -48.8 | -64.5 |
| 流动比率           | 1.0   | 1.0   | 1.1   | 1.3   | 1.4   |
| 速动比率           | 0.7   | 0.7   | 0.9   | 1.0   | 1.1   |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率         | 1.3   | 1.4   | 1.3   | 1.3   | 1.3   |
| 应收账款周转率        | 9.0   | 10.1  | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 应付账款周转率        | 5.5   | 6.1   | 12.2  | 0.0   | 0.0   |
| <b>每股指标(元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)     | 1.03  | 2.04  | 2.35  | 2.72  | 3.13  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)  | 2.91  | 7.65  | 5.67  | 6.28  | 8.10  |
| 每股净资产(最新摊薄)    | 8.30  | 9.78  | 12.14 | 14.58 | 17.46 |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |       |
| P/E            | 30.5  | 15.4  | 13.4  | 11.6  | 10.1  |
| P/B            | 3.8   | 3.2   | 2.6   | 2.2   | 1.8   |
| EV/EBITDA      | 7.7   | 5.1   | 3.3   | 2.6   | 1.8   |

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