

2024年04月09日  
奥马电器 (002668.SZ)

SDIC

 **公司动态分析**

证券研究报告

白色家电 III

投资评级

**买入-A**  
**维持评级**

6个月目标价

9.6元

股价 (2024-04-08)

7.94元

交易数据

总市值(百万元)	8,607.84
流通市值(百万元)	8,607.84
总股本(百万股)	1,084.11
流通股本(百万股)	1,084.11
12个月价格区间	5.24/9.04元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.1	12.5	42.7
绝对收益	-0.1	20.1	28.5

李奕臻

分析师

SAC 执业证书编号: S1450520020001

liyiz4@essence.com.cn

相关报告

收入延续高增，并购资产业绩超承诺值 2024-03-20

## 三个维度看奥马电器的成长空间

■ **冰箱冷柜出口高增，奥马有望持续受益：**随着海运费下降以及欧洲终端零售景气回升，我国冰箱冷柜出口景气自 2023H2 以来持续恢复。根据产业在线数据，冰箱 2024M1~2 出口量 YoY+38%。奥马电器作为冰箱出口量龙头企业（详见深度报告《奥马电器：冰箱出口隐形冠军的复出》），有望持续受益于冰箱冷柜出口的高景气。

■ **维度一：中国对欧洲冰箱冷柜的出口量有望长期增长。**根据欧洲家电协会数据，欧洲各国过去近十年从亚洲进口冰箱冷柜的占比持续提升，从欧洲本土国家的进口占比下降。其中，欧洲对中国进口额占比从 2015 年的 18%，提升至了 2021 年的 29%。欧洲对中国冰箱冷柜的需求持续提升，主要由欧洲家电企业产能转移所致。欧睿数据显示，博西家电、伊莱克斯等欧洲企业的本土产量/销量比例自 2015 年来持续下降。此外，欧洲本土高能效家电产品渗透率提升，中国企业仍有发展空间。我们认为，奥马多年耕耘欧洲出口市场，有望长期受益欧洲冰箱冷柜进口需求的提升。

■ **维度二：TCL 冰洗业务正式并表，协同效应长期显现。**2023 年 12 月 20 日奥马完成对 TCL 家用电器（合肥）的收购。TCL 家用电器（合肥）为 TCL 实业下经营冰箱和洗衣机的主要实体。2022 年，TCL 冰箱及洗衣机销量分别为 205 万台及 224 万台，冰箱年销量约为奥马电器同期的 24%，以内销为主。TCL 家电（合肥）在内外销市场上能和奥马冰箱形成良好互补，有望在原材料采购及研发设计上互相借力。根据公司公告，TCL 家用电器（合肥）2023 年的毛利率约为 11.0%。随着 TCL 品牌营销投入加大，黑白电渠道融合打通，盈利能力有望持续改善。近期以旧换新政策的出台，也能够拉动 TCL 冰洗产品内销额提升。

■ **维度三：主要子公司少数股权回购进入关键期。**2020 年奥马电器为缓解流动性压力，将主要子公司奥马冰箱 49% 的股权进行了转让。根据转让时的相关回购协议规定，公司需最晚在 2025 年 3 月前完成回购。如果奥马冰箱少数股东权益全数回购，以奥马电器 2023 年的归母净利润进行测算，当期归母净利润将增加 95%。

■ **投资建议：**冰冷海外市场规模较大，中国冰箱外销增速长期高于内销。奥马电器作为冰箱出口龙头企业，在大客户关系及规模上具有优势，公司冰箱外销毛利率较高。从以上三个维度来看，奥马电器长期具有较大成长空间。我们预计公司 2024~2025 年的 EPS 分别为 0.80/0.94 元，给予 6 个月目标价 9.6 元/股，对应 2024 年 12x 的动态市盈率，维持买入-A 的投资评级。

■ **风险提示：**原材料价格波动、并购整合风险、汇率波动、行业竞争加剧、假设及预测不及预期

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	7,842.7	15,179.6	17,355.7	19,026.6	20,862.1
净利润	423.7	786.6	864.1	1,014.0	1,155.2
每股收益(元)	0.39	0.73	0.80	0.94	1.07
每股净资产(元)	0.78	1.30	2.33	3.27	4.33

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	20.2	10.9	9.9	8.4	7.4
市净率(倍)	10.1	6.0	3.4	2.4	1.8
净利润率	5.4%	5.2%	5.0%	5.3%	5.5%
净资产收益率	50.3%	55.6%	34.2%	28.6%	24.6%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	40.1%	58.2%	52.2%	33.7%	33.1%

数据来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

## 目 录

1. 家电出口持续景气，奥马电器收入有望延续高增	4
2. TCL 冰洗业务正式并表，长期增长空间进一步提升	6
3. 奥马冰箱少数股权回购即将进入关键期	8
4. 盈利预测及投资建议	9
5. 风险提示	10

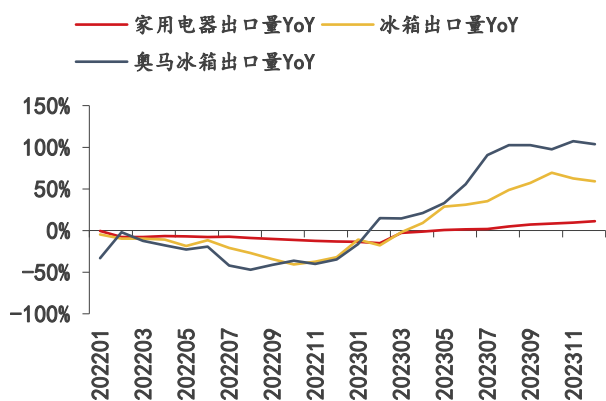
## 目 录

图 1. 家电及冰箱出口量同比增速	4
图 2. 欧洲消费者信心指数及零售指数同比	4
图 3. 中国冰箱冷柜分洲别年度出口量占比	4
图 4. 欧洲各国冰箱冷柜总进口额及亚洲进口额占比	5
图 5. 欧洲各国冰箱前 5 进口国进口金额（亿欧元）	5
图 6. 欧洲洗衣机高能效销量占比持续提升	5
图 7. 欧洲 EPREL 注册的冰箱冷柜产品型号能效分布情况	5
图 8. 欧洲本土家电企业冰箱冷柜欧洲年产量（万台）	5
图 9. 欧洲家电企业欧洲冰箱冷柜产量/销量比值	5
图 10. 奥马电器部分产品认证	6
图 11. 奥马中高端冰箱占比持续提升	6
图 12. 奥马电器及 TCL 冰洗业务收入及增速（亿元）	6
图 13. 奥马电器及 TCL 冰洗业务主要产品销量（万台）	6
图 14. 奥马冰箱自动化生产基地	7
图 15. TCL 家用电器（合肥）760 亩冰洗产业园	7
图 16. 2018 年内马尔成为 TCL 品牌形象大使	7
图 17. TCL 冰箱在机场的品牌广告	7
图 18. 2022 年部分公司冰箱及洗衣机产品毛利率	7
图 19. 子公司奥马冰箱《股权转让及回购合同》对应关键节点	8
图 20. 子公司少数股东损益及奥马电器净利润（亿元）	8

## 1. 家电出口持续景气，奥马电器收入有望延续高增

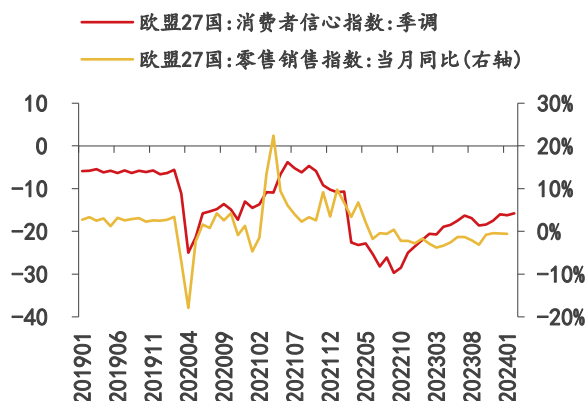
**冰箱出口高增，奥马电器有望受益。**根据欧盟统计局数据，欧盟消费者信心及零售景气度自2022年中以来持续恢复。根据海关总署数据，2023年我国对欧洲/亚洲/北美洲/大洋洲/拉丁美洲/非洲的冰箱冷柜出口量分别同比+558/+241/-91/-17/+309/+172万台，同比增速分别为+40%/+16%/-7%/-8%/+70%/+41%，2023年冰箱冷柜出口量高增主要由对欧洲出口拉动。根据产业在线数据，2024M1-2冰箱行业出口量YoY+38%，同期奥马冰箱出口量增速为53%。奥马电器作为冰箱出口龙头企业，外销收入中欧洲市场占比较高（详见深度报告《奥马电器：冰箱出口隐形冠军的复出》）。我们认为，奥马电器有望受益于冰箱出口高增态势。

图1. 家电及冰箱出口量同比增速



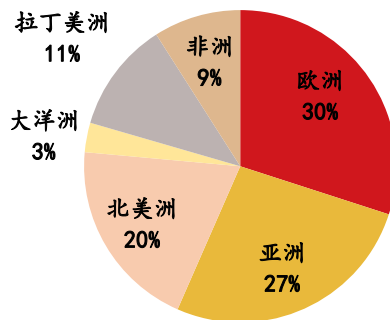
资料来源：海关总署，Wind，产业在线，国投证券研究中心

图2. 欧洲消费者信心指数及零售指数同比



资料来源：欧盟统计局，Wind，国投证券研究中心

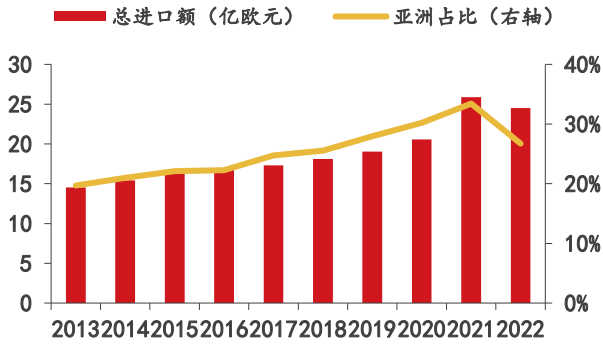
图3. 中国冰箱冷柜分洲别年度出口量占比



资料来源：海关总署，产业在线，国投证券研究中心

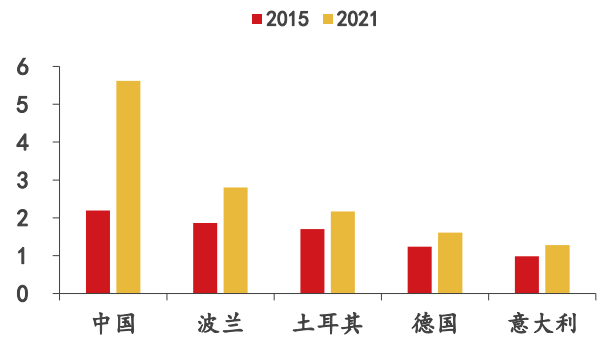
**冰箱出口欧洲长期有望提速，欧洲高能效家电需求提升。**根据欧洲家电协会数据，2013年以来，欧洲从亚洲进口家电产品的金额比例持续提升。其中欧洲从中国进口冰箱冷柜的金额，从2015年的3.0亿欧元增长到2021年的7.5亿欧元，CAGR为16.5%。2021年4月起，由于高能效产品占比持续提升，欧洲能效标签迎来升级，曾经的最高能效等级的A+++级只相当于现在的D级。在EPREL (European Product Database for Energy Labelling) 注册的冰箱冷柜型号中，三星、LG、博世、西门子等制造商A、B级高能效型号数量占比较高，说明海外市场对产品能效的重视。

图4. 欧洲各国冰箱冷柜总进口额及亚洲进口额占比



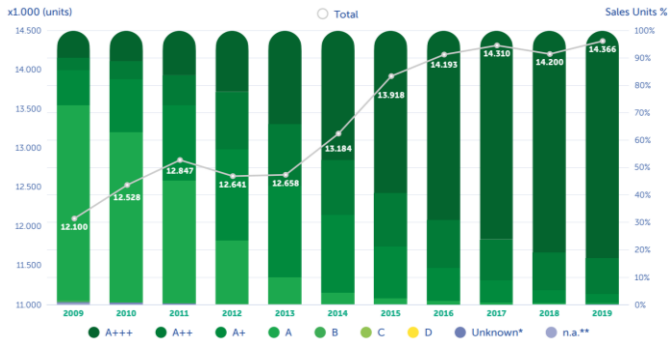
资料来源: APPLiA, 国投证券研究中心

图5. 欧洲各国冰箱前 5 进口国进口金额 (亿欧元)



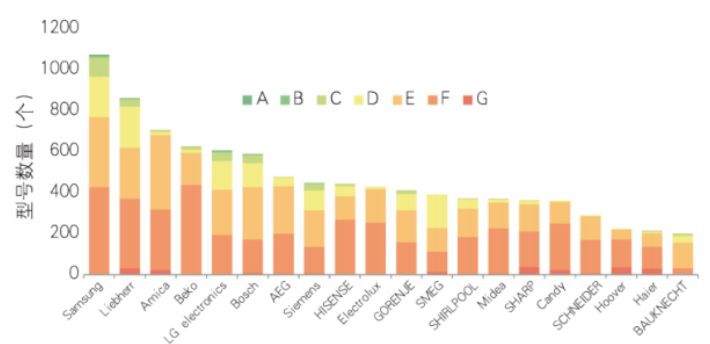
资料来源: APPLiA, 国投证券研究中心

图6. 欧洲洗衣机高效销量占比持续提升



资料来源: APPLiA, 国投证券研究中心

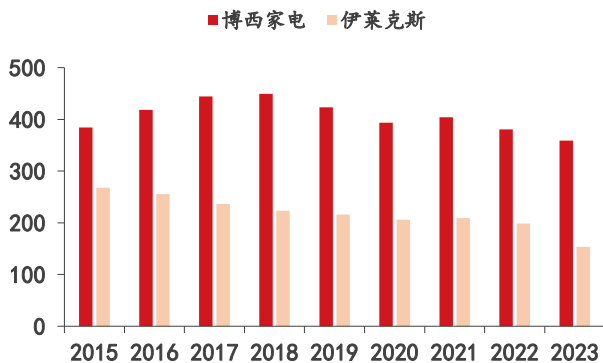
图7. 欧洲 EPREL 注册的冰箱冷柜产品型号能效分布情况



资料来源: 《电器杂志》, 国投证券研究中心 注: 从左到右按型号数量排序, 奥马因冰箱冷柜型号数量较为精简, 未在此列出。

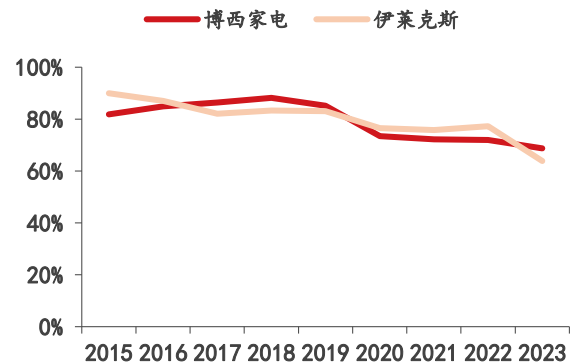
欧洲家电企业产能转移, 奥马有望长期受益欧洲进口需求增长。欧睿数据显示, 欧洲家电企业无论是冰箱冷柜的本土产量, 还是本土产量/销量的比值, 都存在下降趋势。近年部分东欧国家通胀抬升、能源价格上涨, 也进一步增加了欧洲本土的生产成本。奥马冰箱从创立之初就坚持欧盟出口标准, 出口至欧洲大多为高效产品。公司产品获得全球 100 多个国家和地区的安全、环保、能耗等认证, 奥马冰箱出口有望受益于欧洲对高效产品需求的提升。为满足市场中高端风冷冰箱需求, 奥马冰箱新增年产 280 万台高端风冷冰箱智能制造项目, 项目预计在 2024 年 12 月前陆续投产。根据公司公告, 2022 年中高端风冷冰箱占整体冰箱销量的 35.7%, 仍有较大的提升空间。随着公司中高端风冷冰箱产能投放, 公司盈利能力有望持续改善。

图8. 欧洲本土家电企业冰箱冷柜欧洲年产量 (万台)



资料来源: 欧睿数据, 国投证券研究中心

图9. 欧洲家电企业欧洲冰箱冷柜产量/销量比值



资料来源: 欧睿数据, 国投证券研究中心

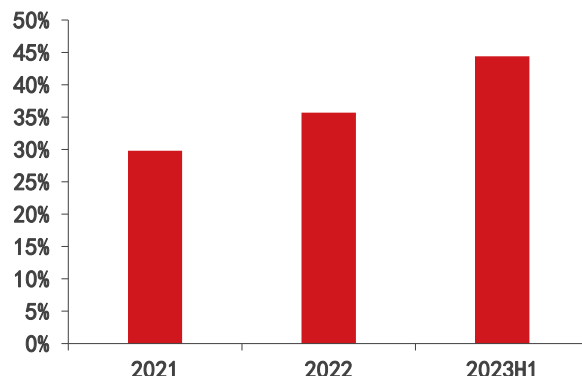


图10. 奥马电器部分产品认证



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

图11. 奥马中高端冰箱占比持续提升



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

## 2. TCL 冰洗业务正式并表，长期增长空间进一步提升

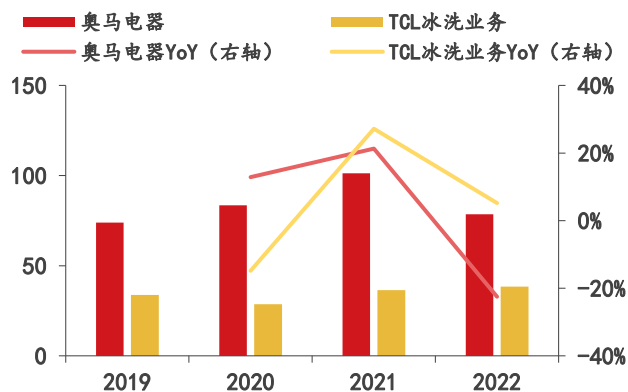
**TCL 冰洗业务并表增厚收入，协同优势有望显现。**根据公司公告，2023年12月20日为奥马电器收购TCL家用电器（合肥）的交割日，自交割日起被纳入奥马电器报表范围。TCL家用电器（合肥）此前主要向TCL实业下属家电销售平台销售冰箱及洗衣机，也向TCL实业采购推广服务，是此前经营TCL品牌冰洗业务的主要实体。根据公司公告计算，TCL家用电器（合肥）2023H1收入约为奥马电器同期收入38%，2024年并表后奥马电器收入有望大幅增厚。被奥马电器收购之前，TCL冰洗业务2022年冰箱及洗衣机销量分别为205万台及224万台，冰箱年销量约为奥马电器同期的24%，且TCL冰洗业务以内销为主。奥马电器作为中国冰箱出口龙头企业，在冰箱零部件自产能力、原材料采购议价上都具有较强优势。收购TCL冰洗后，双方有望通过在原材料集采及冰箱专利技术上的合作，进一步提升TCL家用电器（合肥）整体盈利能力，同时补足奥马电器内销短板。

表1: TCL 冰洗业务并购细节

并购公司名称	TCL家用电器（合肥）有限公司	交易对价	3.3亿元
并购方式	现金方式收购	并表时间	2023年12月20日（全年并表）
2023年收入	43.7亿元	2023年净利润	0.6亿元

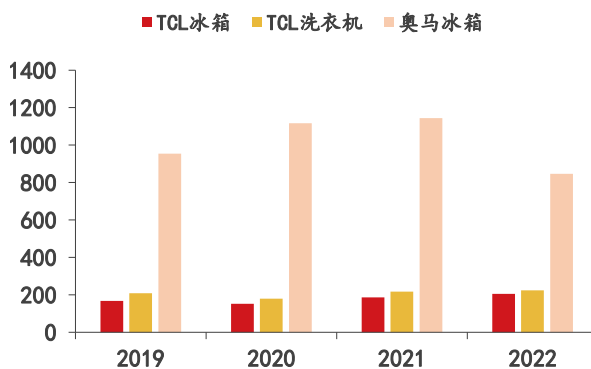
资料来源：公司公告，国投证券研究中心

图12. 奥马电器及TCL冰洗业务收入及增速（亿元）



资料来源：TCL实业年报，公司公告，Wind，国投证券研究中心

图13. 奥马电器及TCL冰洗业务主要产品销量（万台）



资料来源：TCL实业年报，公司公告，国投证券研究中心

图14. 奥马冰箱自动化生产基地



资料来源：中山 plus，国投证券研究中心

图15. TCL 家用电器（合肥）760 亩冰洗产业园



资料来源：TCL 公众号，国投证券研究中心

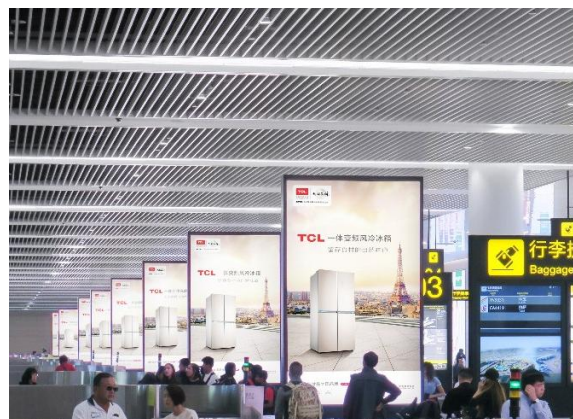
TCL 品牌持续投入，并购资产盈利改善空间显著。TCL 对品牌形象进行着持续的投入，2023 年谷歌联合凯度发布的中国全球化品牌排名中，TCL 排名第 11 位，较上一年提升 7 位。TCL 家用电器（合肥）聚焦于冰箱的研发设计和生产，毛利率接近国内冰箱代工企业水平。2022 年 TCL 电子下属全品类营销业务毛利率 13.2%，同比提升 2.1pct，TCL 家电销售渠道利润改善。随着 TCL 家电产品整体品牌知名度提升，品牌溢价有望带动家电全产业链利润率改善。

图16. 2018 年内马尔成为 TCL 品牌形象大使



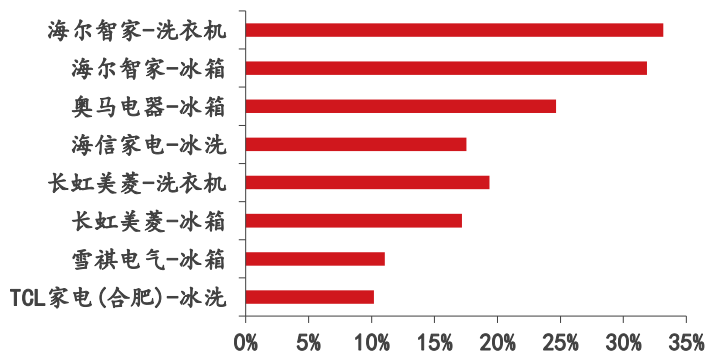
资料来源：ZCOOL，国投证券研究中心

图17. TCL 冰箱在机场的品牌广告



资料来源：网易，国投证券研究中心

图18. 2022 年部分公司冰箱及洗衣机产品毛利率



资料来源：TCL 实业年报，公司公告，Wind，国投证券研究中心

黑白电渠道融合，奥马及 TCL 冰洗有望借力 TCL 全球渠道。TCL 黑电业务竞争力较强，欧睿数据显示 2023 年 TCL 电视全球零售量份额接近海信，位居全球第四。根据中怡康全渠道数据，TCL 智屏 2023H1 零售额市占率提升至 17.5%，位居中国市场前二。TCL 作为率先出海的中国制造企业之一，销售机构遍布多个国家和地区。奥马电器及 TCL 白电产品有望凭借 TCL 广泛的海外渠道和客户资源，进一步提升海外市场的收入规模。内销方面，TCL 冰洗亦可通过开展多品类联合营销，大幅提升渠道效。

### 3. 奥马冰箱少数股权回购即将进入关键期

公司此前为缓解流动性压力，将子公司部分股权转让。2020 年上市公司为缓解流动性压力（详见深度报告《奥马电器：冰箱出口隐形冠军的复出》），与中山市国资委旗下中山市金奥股权投资中心及奥马冰箱中的八位核心管理团队成员签订了《股权转让及回购合同》，以 11.27 亿元将奥马冰箱 49% 股权进行了转让。

奥马电器具有两次回购行权期。根据协议奥马电器拥有两次回购主张行权期，分别在股权转让工商登记完成日满 36 个月及 48 个月后。如奥马电器在两次行权期内主张回购，则需在股权转让工商登记完成日之后 60 个月内完成，否则丧失回购奥马冰箱股权的权利。

少数股权回购即将进入关键时点。根据奥马电器公告，董事会已于 2023 年 3 月 17 日审议通过了《关于公司行使回购控股子公司少数股东股权暨发出回购股权告知函的议案》，同意公司行使少数股东回购权。公司已在第一次行权期主张回购，根据回购协议，奥马电器需最晚在 2025 年 3 月前完成回购。

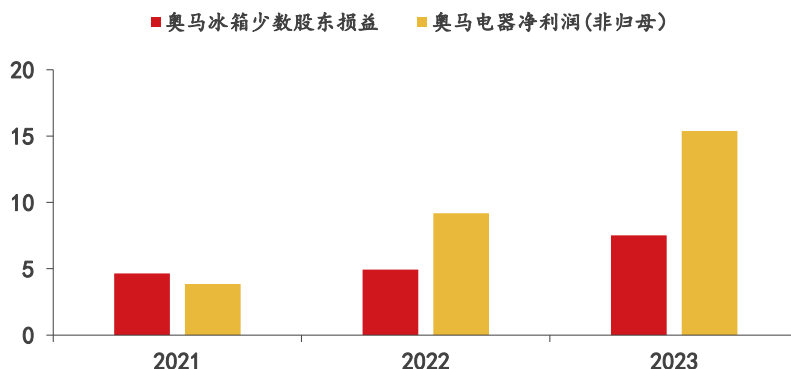
图19. 子公司奥马冰箱《股权转让及回购合同》对应关键节点

2020年2月	2020年3月	2023年3月	2025年3月
奥马电器董事会通过了《关于转让子公司部分股权及回购暨关联交易的议案》	奥马电器完成奥马冰箱公司变更手续	进入第一次行权期 奥马电器董事会同意公司行使回购权	《股权转让及回购合同》中的回购权结束

资料来源：公司公告，国投证券研究中心

回购少数股权能大幅增厚业绩。目前上市公司奥马电器主要利润来源于控股子公司奥马冰箱，奥马电器目前仅持有奥马冰箱 51% 的股权。根据公司公告计算，奥马冰箱 2023 年当期少数股东损益约为 7.5 亿元，规模约为母公司奥马电器当期净利润的 49%。如果子公司少数股东权益全数回购，奥马电器的归母净利润规模将接近翻倍。

图20. 子公司少数股东损益及奥马电器净利润（亿元）



资料来源：公司公告，Wind，国投证券研究中心



#### 4. 盈利预测及投资建议

基于对行业发展趋势和公司经营前景的分析，我们对公司 2024-2025 年的主要业务收入和毛利率的假设如下：

**奥马冰箱冷柜出口：**奥马冰箱冷柜出口以外销为主。根据欧睿数据，海外冰箱冷柜销量增速长期内销增速，奥马电器将长期受益冰箱冷柜外销市场较高增速。具体来看，公司出口地区较为广泛，我们认为欧洲及亚太或为公司主要出口地区。随着奥马冰箱冷柜出口在 2023 年实现了大幅恢复性增长，我们认为 2024 年奥马冰箱冷柜出口将回归稳健增长，但增速仍高于行业整体。公司出口产品均价稳定提升，仅 2021 年因原材料价格大幅上涨，随着公司中高端风冷冰箱销量占比提升，公司出口均价仍将维持上行趋势。成本端来看，公司持续在智能化、数字化生产方面进行投入，而原材料价格同比趋势相对稳定。综合来看，我们预计奥马冰箱冷柜出口收入增速 2024~2025 年分别为 20%/12%，毛利率分别为 28%/29%。

**奥马冰箱冷柜内销：**根据产业在线数据，奥马冰箱内销量 2023 年同比增长 3%，2024 年 1-2 月累计销量同比持平。奥马冰箱内销 OBM 及 ODM 业务收入相对均衡，整体增长趋势接近冰箱冷柜行业增长。随着奥马电器内销市场在 ODM 及 OBM 业务同时发力，公司均价及收入规模都将维持稳定增长。综合来看，我们预计奥马冰箱冷柜内销 2024~2025 年收入增速分别为 11%/8%，毛利率分别为 29%/29%。

**TCL 合肥业务：**根据产业在线数据，TCL 冰箱和洗衣机 2023 年总销量分别增长 15%/22%，其中外销量分别增长 71%/80%，外销增速远高于内销增速。TCL 对于品牌持续投入，黑白电渠道趋于融合打通。黑电海外影响力较高，白电有望通过 TCL 海外渠道资源实现外销的较快增长。综合考虑，我们预计 TCL 合肥冰箱冷柜 2024~2025 年收入增速分别为 4%/4%，洗衣机增速分别为 8%/8%。

冰冷海外市场规模较大，中国冰箱外销增速长期高于内销。奥马电器作为冰箱出口龙头企业，在大客户关系及规模上具有优势，公司冰箱外销毛利率较高。从以上三个维度来看，奥马电器长期具有较大成长空间。我们预计公司 2024~2025 年的 EPS 分别为 0.80/0.94 元，给予 6 个月目标价 9.6 元/股，对应 2024 年 12x 的动态市盈率，维持买入-A 的投资评级。

表2：公司分业务预测情况

		2022	2023	2024E	2025E
奥马冰冷出口	收入增速	-32%	47%	20%	12%
	毛利率	24%	29%	28%	29%
奥马冰冷内销	收入增速	37%	4%	11%	8%
	毛利率	27%	28%	29%	29%
TCL 合肥冰冷	收入增速	-	6%	4%	4%
	毛利率	9%	10%	10%	10%
TCL 合肥洗衣机	收入增速	-	21%	8%	8%
	毛利率	11%	12%	12%	12%
其它业务	收入增速	124%	57%	0%	0%
	毛利率	18%	29%	29%	29%
合计	收入(亿元)	78	152	174	190
	收入增速	-23%	94%	14%	10%
	毛利率	25%	24%	23%	23%

资料来源：公司公告，国投证券研究中心预测

## 5. 风险提示

### 原材料价格波动的风险

公司生产所需的原材料包括钢材、铜、铝、塑料等，而原材料成本在主营业务成本中占据较大比例。受宏观经济环境和下游需求的影响，这些原材料的采购价格可能会出现波动。如果原材料价格大幅上涨，公司可能面临毛利率下降的风险，对其盈利能力产生不利影响。

### 并购整合风险

TCL 与公司的合并将涉及到公司结构、业务模式和组织文化的整合。若管理团队无法有效地协调和整合两个实体的运营，可能导致业务中断、资源浪费和员工不稳定等风险。

### 汇率波动风险

公司海外业务占比较高，若人民币汇率大幅波动，将直接影响到海外产品的成本和终端市场竞争力，从而对公司海外业务盈利能力产生冲击。

### 行业竞争加剧的风险

冰箱冷柜行业竞争激烈，市场上存在众多的竞争对手，包括国内外知名品牌以及新兴企业。行业竞争的加剧可能导致价格战的出现，产品差异化的减少，市场份额的争夺等。如果公司无法有效应对激烈的行业竞争，包括但不限于提升产品品质、创新研发、市场营销和客户服务等方面，公司的市场份额和盈利能力可能面临下降的风险。

### 假设及预测不及预期的风险

报告中做出了相关假设，假设基于冰箱冷柜行业历史数据做出，包括行业销量、均价、世界人口增速等数据。因存在假设不完全成立、预测模型不准确、行业格局及宏观经济变化等可能性，因此存在假设及预测不及预期的风险。

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	7,842.7	15,179.6	17,355.7	19,026.6	20,862.1	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	5,916.5	11,585.5	13,361.4	14,618.2	16,005.8	营业收入增长率	-22.5%	93.6%	14.3%	9.6%	9.6%
营业税费	38.8	69.0	78.7	86.4	94.9	营业利润增长率	110.2%	67.2%	10.2%	17.9%	13.8%
销售费用	320.7	617.4	677.4	744.2	817.7	净利润增长率	-630.2%	85.7%	9.9%	17.4%	13.9%
管理费用	388.8	642.5	675.4	729.1	786.6	EBITDA 增长率	-18.8%	76.6%	7.5%	12.1%	12.5%
研发费用	321.8	542.1	604.7	662.6	726.2	EBIT 增长率	-20.5%	73.7%	12.6%	11.4%	11.0%
财务费用	-94.3	-102.9	-	-126.6	-198.4	NOPLAT 增长率	50.5%	70.0%	16.8%	11.5%	11.4%
资产减值损失	-48.1	-61.6	-	-	-	投资资本增长率	-69.3%	76.9%	-159.3%	-273.6%	-86.7%
加: 公允价值变动收益	2.9	13.3	-	-	-	净资产增长率	18.1%	33.5%	81.9%	46.1%	36.0%
投资和汇兑收益	114.5	-23.3	40.0	40.0	40.0						
<b>营业利润</b>	1,068.7	1,787.1	1,969.4	2,322.0	2,643.4	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	-24.4	-8.8	-1.0	-11.7	-7.2	毛利率	24.6%	23.7%	23.0%	23.2%	23.3%
<b>利润总额</b>	1,044.2	1,778.3	1,968.4	2,310.3	2,636.2	营业利润率	13.6%	11.8%	11.3%	12.2%	12.7%
减: 所得税	126.0	240.6	268.0	314.8	359.5	净利润率	5.4%	5.2%	5.0%	5.3%	5.5%
<b>净利润</b>	423.7	786.6	864.1	1,014.0	1,155.2	EBITDA/营业收入	14.7%	13.4%	12.6%	12.9%	13.2%
						EBIT/营业收入	13.0%	11.7%	11.5%	11.7%	11.8%
						<b>运营效率</b>					
<b>资产负债表</b>						固定资产周转天数	37	33	41	38	35
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	流动营业资本周转天数	-89	-57	-50	-46	-46
货币资金	2,398.7	2,414.7	3,471.1	5,502.7	7,034.9	流动资产周转天数	245	173	183	200	221
交易性金融资产	250.8	1,127.6	1,127.6	1,127.6	1,127.6	应收账款周转天数	56	49	44	44	44
应收账款	1,208.4	2,903.9	1,315.8	3,310.2	1,762.1	存货周转天数	41	29	25	22	22
应收票据	8.7	733.3	124.7	815.9	215.4	总资产周转天数	315	227	244	256	272
预付账款	65.6	91.6	89.6	108.6	108.5	投资资本周转天数	-45	-15	-3	-3	-8
存货	908.7	1,540.7	913.1	1,365.5	1,129.3						
其他流动资产	86.3	875.0	918.8	964.7	1,013.0	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	50.3%	55.6%	34.2%	28.6%	24.6%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	13.9%	12.2%	15.6%	12.3%	14.9%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	40.1%	58.2%	52.2%	33.7%	33.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	777.9	1,972.1	1,991.8	1,977.3	2,033.9	销售费用率	4.1%	4.1%	3.9%	3.9%	3.9%
在建工程	391.4	116.0	166.0	166.0	33.2	管理费用率	5.0%	4.2%	3.9%	3.8%	3.8%
无形资产	186.4	268.6	258.5	248.3	238.1	研发费用率	4.1%	3.6%	3.5%	3.5%	3.5%
其他非流动资产	308.4	528.6	554.7	582.1	610.9	财务费用率	-1.2%	-0.7%	0.0%	-0.7%	-1.0%
<b>资产总额</b>	6,591.4	12,572.2	10,931.7	16,168.9	15,307.0	四费/营业收入	11.9%	11.2%	11.3%	10.6%	10.2%
短期债务	637.6	619.0	899.2	-	-	<b>偿债能力</b>					
应付账款	1,508.8	5,123.2	2,154.3	5,807.7	2,910.0	资产负债率	73.0%	81.1%	60.4%	60.9%	43.8%
应付票据	2,095.9	3,257.6	2,174.2	2,956.4	2,661.3	负债权益比	270.0%	428.5%	152.6%	155.7%	78.0%
其他流动负债	464.3	856.6	899.8	944.5	991.8	流动比率	1.05	0.98	1.30	1.36	1.89
长期借款	46.5	212.7	345.9	-	-	速动比率	0.85	0.83	1.15	1.22	1.72
其他非流动负债	56.8	124.0	130.2	136.7	143.6	利息保障倍数	-10.84	-17.25	-	-17.58	-12.45
<b>负债总额</b>	4,809.8	10,193.1	6,603.7	9,845.3	6,706.7	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	939.8	965.1	1,801.5	2,783.0	3,904.5	DPS(元)	-	-	-	-	-
股本	1,084.1	1,084.1	1,084.1	1,084.1	1,084.1	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	-3.6	578.4	1,442.5	2,456.5	3,611.8	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>股东权益</b>	1,781.6	2,379.1	4,328.1	6,323.6	8,600.3						
						<b>现金流量表</b>					
						(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
						净利润	918.3	1,537.7	864.1	1,014.0	1,155.2
						加: 折旧和摊销	130.0	259.2	187.6	223.9	284.1
						资产减值准备	28.3	82.1	-	-	-
						公允价值变动损失	-2.9	-13.3	-	-	-
						财务费用	-59.3	-40.9	-	-126.6	-198.4
						投资收益	-114.5	23.3	-40.0	-40.0	-40.0
						少数股东损益	494.6	751.1	836.4	981.5	1,121.5
						营运资金的变动	-849.0	332.0	-1,250.6	1,252.2	-835.3
						<b>经营活动产生现金流量</b>	300.2	2,797.9	597.5	3,305.0	1,487.1
						<b>投资活动产生现金流量</b>	-938.7	-2,058.8	-207.2	-159.2	-157.7
						<b>融资活动产生现金流量</b>	527.9	-580.5	666.1	-1,114.3	202.9

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

## 目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。



## 目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034