

## 显示行业龙头，利润空间有望释放

### 投资要点

- 事件:**公司发布2024年年报,2024年公司实现营收585.3亿元,同比增长9.2%;实现归母净利润22.5亿元,同比增长7.2%;实现扣非净利润18.2亿元,同比增长4.9%。单季度来看,Q4公司实现营收178.8亿元,同比增长24.3%;实现归母净利润9.4亿元,同比增长100.1%;实现扣非后归母净利润8.3亿,同比增长121.6%。
- 外销持续表现亮眼。**分产品来看,公司智慧显示终端/新显示新业务/其他分别实现营收466.3亿元/67.7亿元/5.1亿元,分别同比+13%/+3.9%/-16.4%;分区域来看,公司内外销分别实现营收259.7亿元/279.5亿元,分别同比+9.8%/+13%,海信系电视在全球多区域市场地位持续巩固,在日本、澳大利亚、南非及斯洛文尼亚位居第一,加拿大、墨西哥、波兰、乌克兰、克罗地亚等国家位列第二,美国、德国、意大利、英国、葡萄牙、匈牙利、塞尔维亚、马来西亚、泰国等国家排名第三。
- 费用率持续改善,国补带动产品结构升级。**2024年公司综合毛利率为15.7%,同比-1.3pp。其中分产品来看,智慧显示终端/新显示新业务/其他毛利率分别为14.5%/30%/28.9%,分别同比-0.7pp/-1.3pp/+5pp;分地区来看,公司内外销毛利率分别为22.6%/10.9%,分别同比+0.1pp/-1.8pp。费用率方面,公司销售/管理/财务/研发费用率分别为5.8%/1.8%/0.1%/4.1%,分别同比-0.9pp/0pp/+0.1pp/-0.4pp,期间费用率改善主要得益于研产销全流程数字化转型,综合来看,公司净利率为4.4%,同比-0.4PP。单季度数据来看,Q4毛利率为16.4%,同比-0.3PP,主要系会计准则调整所致,以毛销差口径计算,Q4同比改善2pp,主要得益于上游面板价格趋稳+国补带动产品结构提升;净利率为5.6%,同比+1.3pp,环比+2.2pp。
- 全球电视大屏化趋势明朗,叠加产品升级释放利润空间。**根据Omdia统计数据,2024年全球电视平均尺寸同比增长1.1英寸至50.8英寸,其中中国市场以60.8英寸的平均尺寸持续领跑全球,同比增幅达3.1英寸。此外,2024年全球市场MiniLED电视销量占比达3.1%(同比+1.3pp),中国市场渗透率已提升至7.3%(同比+4.1pp),其伴随着大屏化趋势,同步抬升电视行业均价,释放利润空间。公司作为全球显示行业龙头,预计将在大屏化趋势下实现较好的利润增长。
- 盈利预测与投资建议。**我们预计公司2025-2027年EPS分别为2.04元、2.27元、2.52元,对应PE分别为12、11、10倍,首次覆盖,给予“持有”评级。
- 风险提示:**原材料价格波动、全球经济增速放缓导致需求下滑、汇率波动等风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	58530.24	65167.74	71196.45	77826.69
增长率	9.17%	11.34%	9.25%	9.31%
归属母公司净利润(百万元)	2246.22	2661.64	2956.88	3282.88
增长率	7.17%	18.49%	11.09%	11.03%
每股收益EPS(元)	1.72	2.04	2.27	2.52
净资产收益率ROE	10.29%	11.28%	11.64%	11.99%
PE	14	12	11	10
PB	1.64	1.52	1.41	1.31

数据来源:Wind,西南证券

### 西南证券研究院

分析师: 龚梦泓  
执业证号: S1250518090001  
电话: 023-63786049  
邮箱: gmh@swsc.com.cn  
联系人: 方建钊  
电话: 18428374714  
邮箱: fjj@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源:聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	13.05
流通A股(亿股)	12.95
52周内股价区间(元)	14.55-29.03
总市值(亿元)	304.58
总资产(亿元)	466.55
每股净资产(元)	15.00

### 相关研究

## 目 录

<b>1 显示行业龙头，持续释放潜力</b> .....	<b>1</b>
1.1 全球显示行业领军者，积极进行全球化布局 .....	1
1.2 混改后无实控人，股权激励绑定核心高管 .....	4
1.3 大屏化+高端化，打开盈利空间 .....	6
<b>2 盈利预测</b> .....	<b>7</b>
<b>3 风险提示</b> .....	<b>8</b>

## 图 目 录

图 1：公司产品及业务情况 .....	1
图 2：海信集团发展历程 .....	2
图 3：2019-2024 年公司营业收入及增速 .....	3
图 4：2019-2024 年公司归母净利润及增速 .....	3
图 5：2022-2024 年公司分产品营收结构 .....	3
图 6：2018-2024 年公司分地区营收结构 .....	3
图 7：2019-2024 年公司分产品毛利率情况 .....	4
图 8：2019-2024 年公司分地区毛利率情况 .....	4
图 9：2020-2024 年公司期间费用率 .....	4
图 10：2020-2024 年公司毛利率及净利率 .....	4
图 11：公司股权结构 .....	5
图 12：全球电视大屏化趋势明显 .....	6
图 13：2019-2024 年中国电视均价变化情况 .....	7
图 14：2023-2024 年中国高端电视均价变化 .....	7

## 表 目 录

表 1：公司“1+4+N”业务结构 .....	2
表 2：公司董事会成员 .....	5
表 3：分业务收入及毛利率 .....	7
附表：财务预测与估值 .....	9

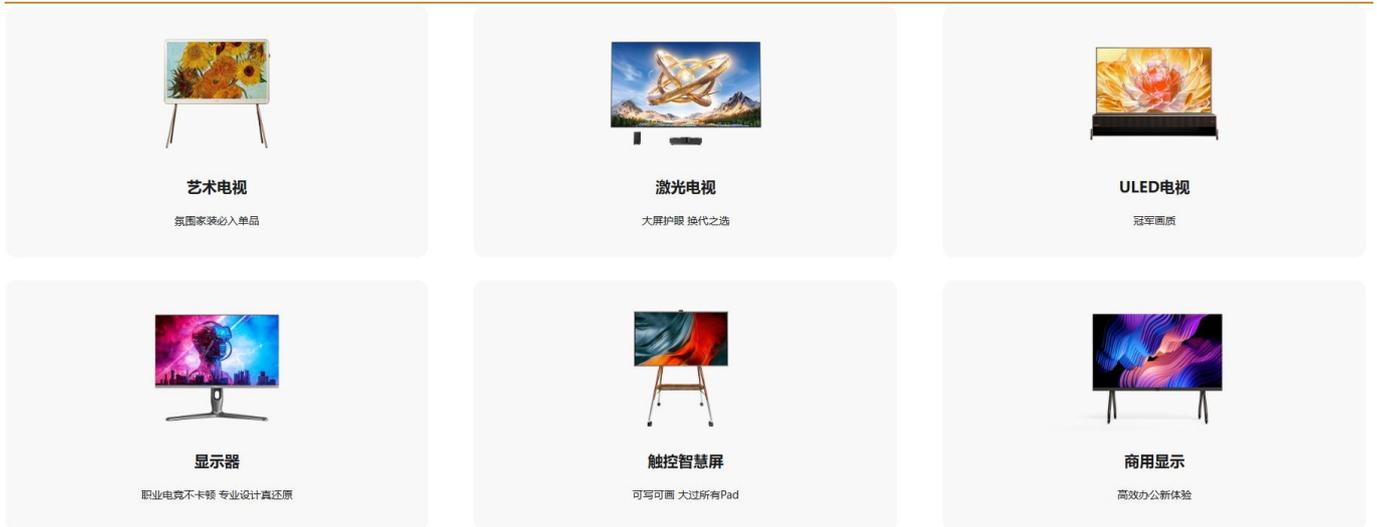
# 1 显示行业龙头，持续释放潜力

## 1.1 全球显示行业领军者，积极进行全球化布局

**全球显示行业领军者。**海信集团成立于 1969 年，总部位于中国青岛。旗下拥有海信视像、海信家电、三电控股、乾照光电、科林电气五家上市公司，拥有海信、东芝电视、容声、科龙、gorenje、ASKO 等多个品牌，其中海信视像主要从事显示行业。海信集团于 2020 年经历混改后从青岛国资委控股转变为无实控人状态，目前在全球拥有 30 所研发中心、36 个工业园和生产基地和 64 家海外公司和办事处。

公司于 1997 年上市，主要产品为电视、激光电视和投影等 C 端显示产品，以及商用显示解决方案、云服务、芯片业务等。公司秉承技术立企、稳健经营的发展战略，深耕研发，在全球范围内率先推出 ULED 超画质电视、4K 激光电视等高端差异化产品，成为电视行业的领跑者，同时发展互联网运营业务，打造领先的智能云平台。

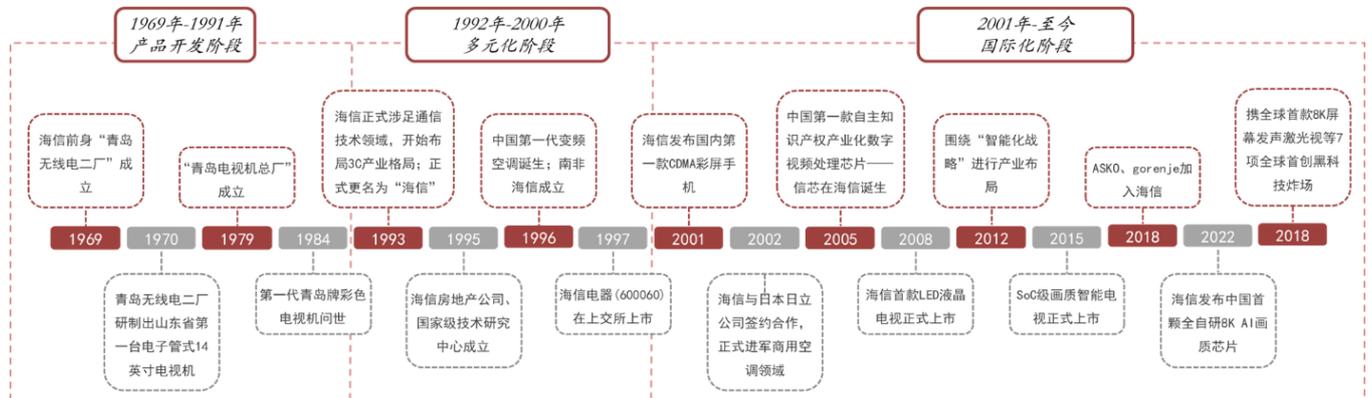
图 1：公司产品及业务情况



数据来源：公司官网，西南证券整理

### 海信集团发展经历过三个阶段：

- 1) 产品开发阶段:海信前身为青岛无线电二厂,于 1970 年生产出山东省第一台电视机,并于 1979 年成立青岛电视总厂,正式开始生产电视产品;
- 2) 1993 年正式更名为海信,并于次年成立海信电器公司和海信集团,并对国内同行进行兼并重组,产品也扩展至空调等白色家电;
- 3) 2002 年海信与日立公司签订合作,进军中央空调行业,2015 年海信集团收购夏普墨西哥工厂,2020 年完成混改,并设立“1+4+N”产业布局战略,持续进行全球化发展。

**图 2：海信集团发展历程**


数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

自 2020 年末海信集团经历混改后，公司确立并逐步完成“1+4+N”产业布局，立足高质量发展的智慧显示终端业务，延伸至激光显示、商用显示、云服务、芯片四大核心业务，并积极探索 VR、车载等新兴显示领域。

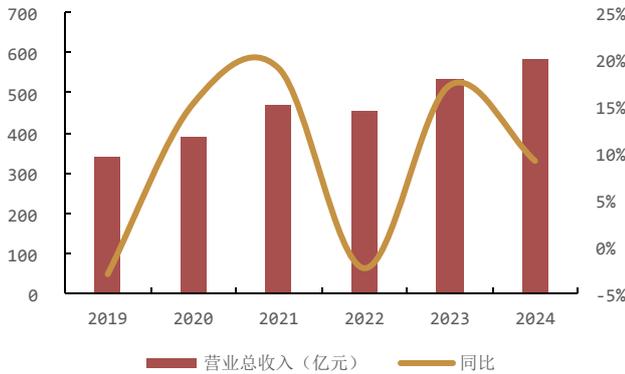
**表 1：公司“1+4+N”业务结构**

类别	类型	品牌/产品	定位
智能显示终端业务	智能电视	海信	主品牌
		Vidda	面向年轻人的品牌
		东芝 TOSHIBA	高端、全球化品牌
新显示新业务	激光显示	激光电视	探索显示技术前沿
	商用显示	智慧屏、云会议中心	主要用于智慧教育、智慧办公、智能显示
	云服务	聚好看	全域显示业务软件服务
	芯片	显示芯片、AIoT 芯片、MCU 芯片	提供芯片
	其他	VR、Micro LED、监视器、电竞显示器	探索新型显示技术

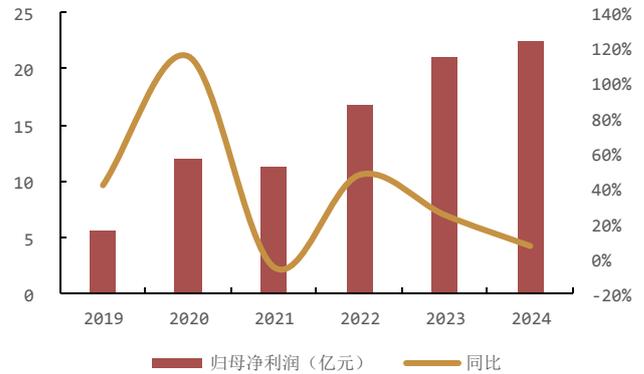
数据来源：公司公告，西南证券整理

从营收来看，2020 年至 2023 年期间，在疫情影响下电视需求随着居家时长增长而变强，叠加公司持续升级产品、品牌结构，公司营收实现 10.9% 的复合增长率自 393.2 亿元增长至 536.2 亿元，其中 2022 年营收因海外产品结构调整而承压，同比下滑 2.3%；2024 年一方面海外需求在全球体育赛事热背景下叠加库存周期表现景气，另一方面国内需求在家电国补刺激下得到释放，全年实现营收 585.3 亿元，同比增长 9.2%。

从利润端来看，2020 至 2023 年期间，公司归母净利润自 12 亿元增长至 21 亿元，期间 CAGR 为 20.6%，利润端表现优于营收端，主要得益于产品结构改善叠加产业链一体化。此外，电视行业净利率较低，因此利润率的改善对利润绝对值的贡献弹性较大。2024 年前三季度因面板价格上升，而电视产品提价弱于显示面板，因此利润同比有所下滑，四季度家电国补对电视产品的“消费升级”效应开始体现，产品结构实现较大改善，利润开始回升，全年实现归母净利润 22.5 亿元，同比增长 7.2%。

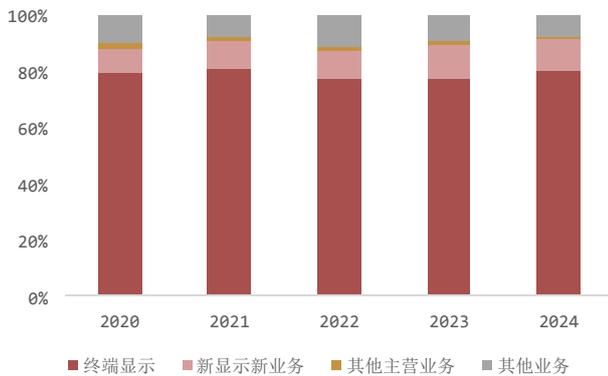
**图 3：2019-2024 年公司营业收入及增速**


数据来源：公司公告，西南证券整理

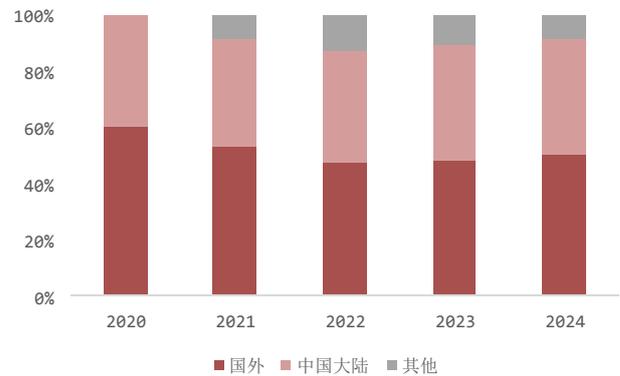
**图 4：2019-2024 年公司归母净利润及增速**


数据来源：公司公告，西南证券整理

分行业来看，公司基于“1+4+N”的产业布局，将智慧显示终端作为核心业务，营收占比维持在 80%左右水平；此外，新显示新业务近几年快速发展，营收占比自 2020 年的 8.3% 提升至 2024 年的 11.6%，成为公司的第二增长曲线。分地区来看，公司近几年来持续探索海外市场，自 2020 年起国外营收占比超过国内占比，目前内外销营收占比呈现五五开的分布。

**图 5：2022-2024 年公司分产品营收结构**


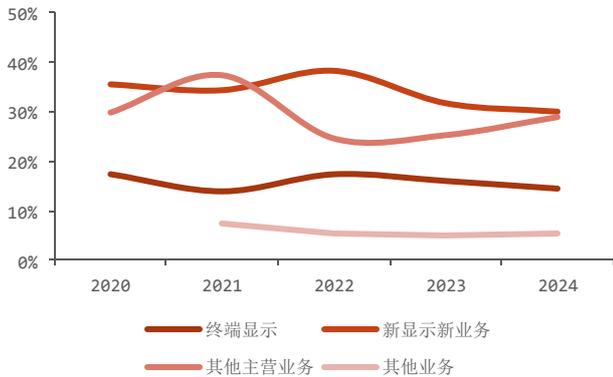
数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 6：2018-2024 年公司分地区营收结构**


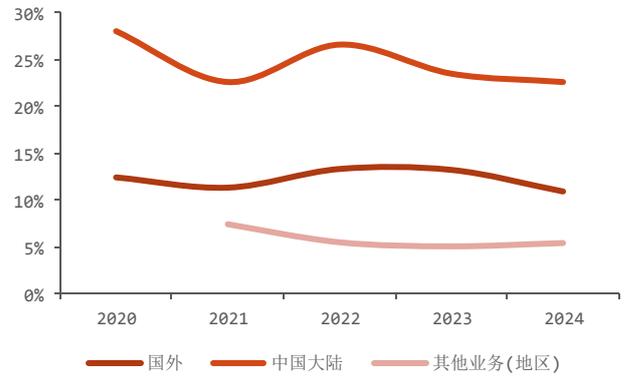
数据来源：公司公告，西南证券整理

毛利率情况来看，公司终端显示业务作为体量最大、最成熟的产品，毛利率弱于其新显示新业务，约为 15%左右水平，新显示新业务毛利率为 30%-35%水平，整体来看，公司各项业务毛利率因上游面板价格波动而有所波动。

分地区来看，公司国内业务毛利率高于海外业务，主要原因在于国内业务产品结构更优，海外产品定位相对低端，叠加运费等因素，因此毛利率较低，随着公司海外业务不断发展，提升产品结构，预计毛利率未来将持续提升。

**图 7：2019-2024 年公司分产品毛利率情况**


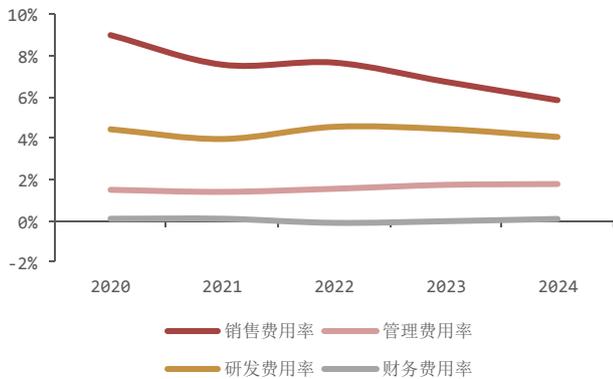
数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 8：2019-2024 年公司分地区毛利率情况**


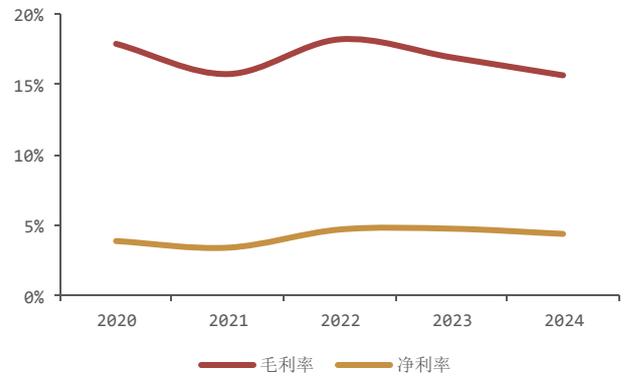
数据来源：公司公告，西南证券整理

费用率方面，公司自 2020 年混改以来，持续提升数字化水平，提高运营效率，期间费用率不断优化，自 2020 年的 15% 降低至 2024 年的 11.8%。其中销售费用率改善最为明显，自 2020 年的 9% 降低至 2024 年的 5.8%。

净利率角度来看，2020 年以来有所波动，主要受上游面板价格波动下毛利率变动所致，2024 年公司净利率为 4.4%，同比下降 0.4pp，而毛利率同比下降 1.2pp，总体来看，公司内在盈利能力仍有所改善，随后续面板价格稳定回落，预计净利率水平将得到提高。

**图 9：2020-2024 年公司期间费用率**


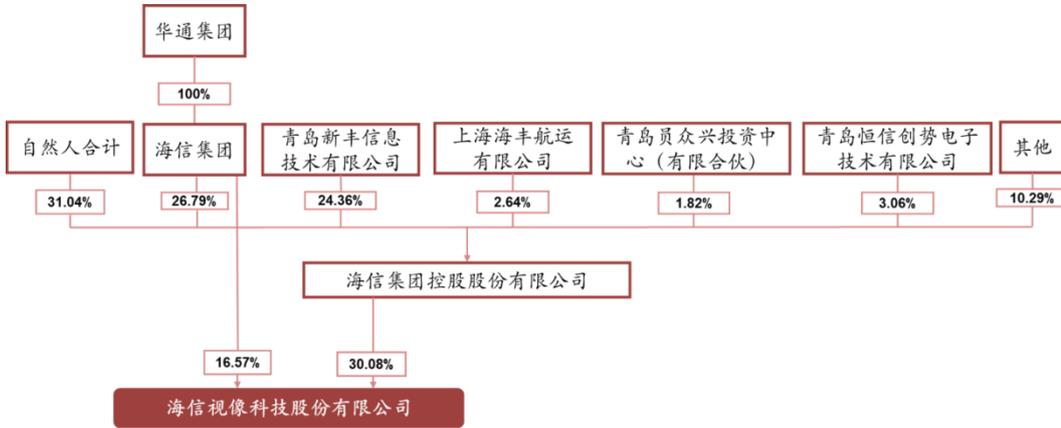
数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 10：2020-2024 年公司毛利率及净利率**


数据来源：公司公告，西南证券整理

## 1.2 混改后无实控人，股权激励绑定核心高管

2020 年，海信集团混改完成，为海信集团控股股份有限公司不存在单一股东（含一致行动人）持股比例或控制表决权超过 30% 的情形，各股东之间均不存在足以形成控制的一致行动关系。混改完成至今，海信集团控股的控制权情况和股权结构未发生重大变化，据此，海信视像无实际控制人。

**图 11：公司股权结构**


数据来源：wind，西南证券整理

2020 年海信完成混改后，公司引入新的核心管理层，其中海信控股董事长贾少谦任公司董事，助力公司提高管理效率。同时，公司于 2021 年推出限制性股票激励计划，绑定核心高管与公司利益，为公司发展保驾护航。2023 年，于芝涛总接任公司董事长职务。

公司在总结 2021 年股权激励计划实践经验基础上，2024 年进一步升级激励体系，推出涵盖 400 余人的《2024 员工持股计划》，股票来源为公司回购专用账户中的 A 股股票，参与对象包括公司（含控股子公司）的董事、高级管理人员、监事、中层管理人员及核心骨干人员。通过股票购买、权益分配与业绩考核相挂钩的创新设计，强化核心团队与企业价值的共同成长，有效激活组织活力。

**表 2：公司董事会成员**

姓名	职务	年龄	基本情况
于芝涛	董事长	48	历任海信集团有限公司研发工程师，青岛海信移动通信技术有限公司副总经理，本公司软件研发部、海外研发部总经理及研发中心副总经理，青岛海信传媒网络技术有限公司副总经理、总经理，聚好看科技股份有限公司总经理，海信集团控股常务副总裁、总裁以及本公司总裁等职务。现任海信集团控股董事及首席执行官、本公司董事长、海信家电董事、三电株式会社董事等职务。
贾少谦	董事	52	历任海信集团有限公司法律事务部法律顾问、总裁办公室主任，本公司监事长，海信家电集团股份有限公司副总裁，海信（山东）冰箱有限公司总经理，海信家电集团股份有限公司总裁，海信集团有限公司常务副总裁，海信集团控股股份有限公司总裁等职务；现任海信集团控股董事长、海信家电董事、本公司董事等职务。
刘鑫	董事	49	历任本公司计划财务部副经理、财务中心副总监、财务中心总监、信息化推进部部长、财务经营管理部部长、副总会计师、总会计师，海信集团有限公司副总会计师、财务经营管理部部长，青岛海信国际营销股份有限公司常务副总经理、总经理，海信集团控股财务负责人等职务。现任海信集团控股董事、本公司董事等职务。
朱聃	董事	50	历任青岛海信国际营销股份有限公司中东非区总经理、美洲区总经理、欧洲区总经理，青岛海信国际营销股份有限公司董事长兼总裁等职务；现任本公司董事、海信家电董事、三电株式会社董事等职务。

数据来源：公司公告，西南证券整理

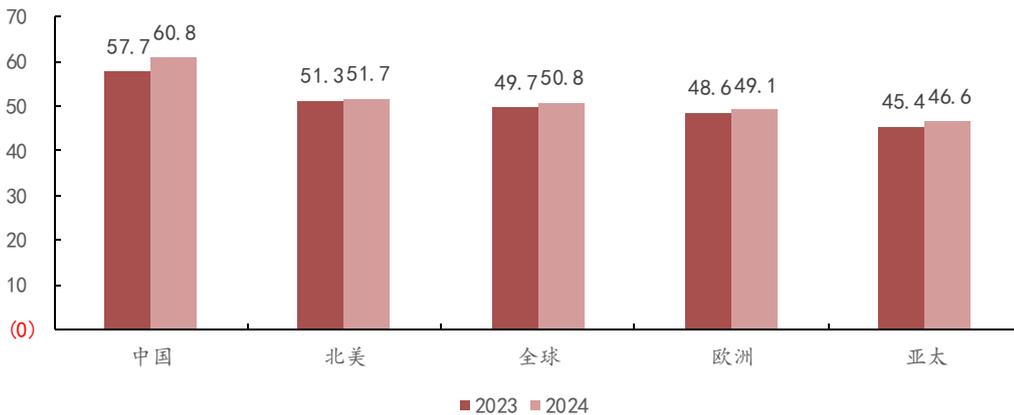
### 1.3 大屏化+高端化，打开盈利空间

中国电视市场自 2020 年起，受居家观影需求与 2024 年政策补贴推动，大尺寸产品市场渗透率持续攀升。奥维云网监测数据显示，2024 年 75 英寸及以上电视产品线上/线下零售量占比分别达 35.8%和 52.5%，较 2023 年分别提升 8.2 和 12.2 个百分点，较 2019 年累计增长超 34.1 和 49.1 个百分点。其中，75 英寸产品以 23.3%（线上）和 27.9%（线下）的市场份额取代 65 英寸成为消费首选，85 及 100 英寸超大尺寸产品份额呈现显著提升态势。

大尺寸化已成为驱动全球电视行业增长的核心动能。根据 Omdia 统计数据，2024 年全球电视平均尺寸同比增长 1.1 英寸至 50.8 英寸，其中中国市场以 60.8 英寸的平均尺寸持续领跑全球，同比增幅达 3.1 英寸，显著高于北美、欧洲等成熟市场。亚太及新兴市场虽然目前平均尺寸仍低于成熟市场（46.6 英寸，同比+1.2 英寸），但随着其消费能力升级，电视大屏化具有更大的增长空间。

我们认为，中国目前电视平均尺寸引领全球，主要得益于电视厂商所进行的消费者教育，欧美等成熟市场仍有较大增长潜力，亚太及新兴市场则会随着消费能力的提升带动平均尺寸增长。公司作为全球显示行业龙头，预计将在大屏化趋势下实现较好的利润增长。

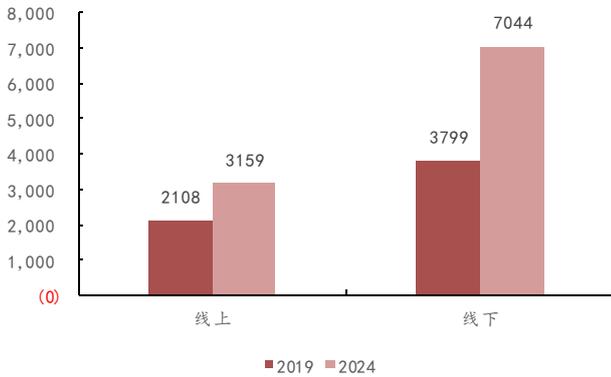
图 12：全球电视大屏化趋势明显



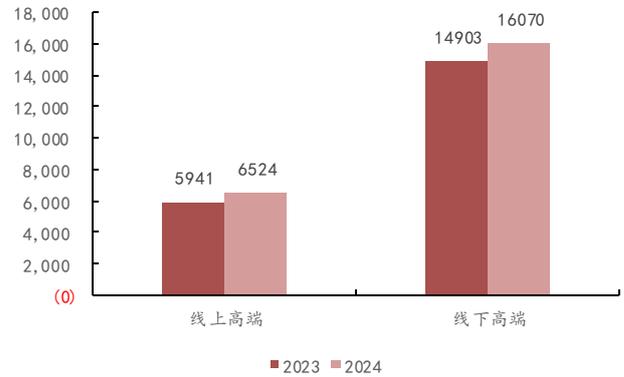
数据来源：wind，西南证券整理

**Mini-LED 技术成为驱动电视行业高端化的动力。**得益于产业链成熟度提升，Mini-LED 技术降本显著，叠加国内家电国补的催化，其渗透率迅速提升。根据 Omdia 统计显示，2024 年全球市场 MiniLED 电视销量占比达 3.1%（同比+1.3pp），中国市场渗透率已提升至 7.3%（同比+4.1pp）。

在 Mini-LED 技术驱动下，据奥维云网监测，2019-2024 年中国电视线上均价从 2108 元提升至 3159 元（CAGR8%），线下渠道均价从 3799 元升至 7044 元（CAGR13%）。根据奥维四分法划分，高端产品价格中枢持续上移，2024 年线上/线下高端价格线分别达 6524 元（同比+583 元）和 16070 元（同比+1167 元）。均价提升体现出电视高端化趋势的明朗，预计其伴随着大屏化趋势，同步抬升电视行业均价，释放利润空间。

**图 13：2019-2024 年中国电视均价变化情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 14：2023-2024 年中国高端电视均价变化**


数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2 盈利预测

### 关键假设：

假设 1：考虑到国外产品结构迭代，国内在家电国补刺激下 Mini-LED 技术加速下放，假设 2025-2027 年公司终端显示营收分别同比增长 12%、10%、10%；

假设 2：考虑到公司未来持续升级内外销产品结构，假设 2025-2027 年公司终端显示产品毛利率维持在 16%；

假设 3：考虑到公司不断推进数字化改革，假设 2025-2027 年公司销售费用率维持在 5.9% 水平。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

**表 3：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
合计	营业收入	58530.2	65167.7	71196.5	77826.7
	增速	9.2%	11.3%	9.3%	9.3%
	营业成本	49365.6	54093.1	59044.9	64491.0
	毛利率	15.7%	17.0%	17.1%	17.1%
终端显示	营业收入	46634.40	52230.5	57453.6	63198.9
	增速	13.0%	12.0%	10.0%	10.0%
	营业成本	39897.4	43,873.64	48,261.01	53,087.11
	毛利率	14.45%	16.0%	16.0%	16.0%
新显示新业务	营业收入	6770.8	7,786.4	8,565.1	9,421.6
	增速	3.9%	15.0%	10.0%	10.0%
	营业成本	4741.07	5,450.49	5,995.54	6,595.10
	毛利率	29.98%	30.0%	30.0%	30.0%
其他主营业务	营业收入	514.75	540.5	567.5	595.9
	增速	-16.4%	5.0%	5.0%	5.0%

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
	营业成本	366.02	389.15	408.61	429.04
	毛利率	28.89%	28.00%	28.00%	28.00%
其他	营业收入	4,610.30	4,610.3	4,610.3	4,610.3
	增速	-11.78%	0.0%	0.0%	0.0%
	营业成本	4,361.06	4,379.79	4,379.79	4,379.79
	毛利率	5.41%	5.00%	5.00%	5.00%

数据来源：Wind，西南证券

我们预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 2.04 元、2.27 元、2.52 元，对应 PE 分别为 12、11、10 倍，首次覆盖，给予“持有”评级。

### 3 风险提示

原材料价格波动、全球经济增速放缓导致需求下滑、汇率波动等风险。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	58530.24	65167.74	71196.45	77826.69	净利润	2571.61	3047.22	3385.22	3758.45
营业成本	49365.55	54093.07	59044.94	64491.03	折旧与摊销	920.76	1019.08	1351.36	1520.71
营业税金及附加	184.89	205.86	224.90	245.85	财务费用	52.25	41.06	83.35	58.91
销售费用	3420.69	3844.90	4200.59	4591.77	资产减值损失	-147.64	-50.00	-50.00	-50.00
管理费用	3414.68	3779.73	4058.20	4436.12	经营营运资本变动	689.90	-519.22	-483.74	-428.25
财务费用	52.25	41.06	83.35	58.91	其他	-492.24	-49.72	-132.58	27.62
资产减值损失	-147.64	-50.00	-50.00	-50.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>3594.65</b>	<b>3488.42</b>	<b>4153.61</b>	<b>4887.45</b>
投资收益	396.14	300.00	300.00	300.00	资本支出	-500.93	-3520.00	-4200.00	0.00
公允价值变动损益	181.62	-200.00	-200.00	-200.00	其他	537.52	101.28	100.00	100.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>36.59</b>	<b>-3418.72</b>	<b>-4100.00</b>	<b>100.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>2863.97</b>	<b>3353.11</b>	<b>3734.46</b>	<b>4153.01</b>	短期借款	-20.77	707.88	1545.63	-2936.18
其他非经营损益	19.59	16.79	17.84	17.78	长期借款	-284.36	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>2883.57</b>	<b>3369.90</b>	<b>3752.31</b>	<b>4170.79</b>	股权融资	-171.12	0.00	0.00	0.00
所得税	311.96	322.68	367.08	412.34	支付股利	-1051.24	-1126.66	-1335.03	-1483.11
净利润	2571.61	3047.22	3385.22	3758.45	其他	-1671.74	-379.09	-83.35	-58.91
少数股东损益	325.40	385.58	428.34	475.57	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-3199.23</b>	<b>-797.86</b>	<b>127.25</b>	<b>-4478.21</b>
归属母公司股东净利润	2246.22	2661.64	2956.88	3282.88	<b>现金流量净额</b>	<b>421.68</b>	<b>-728.16</b>	<b>180.86</b>	<b>509.24</b>
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	2683.20	1955.03	2135.89	2645.13	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	11759.14	12369.35	13682.98	15007.81	销售收入增长率	9.17%	11.34%	9.25%	9.31%
存货	5646.62	6204.85	6887.12	7469.19	营业利润增长率	3.61%	17.08%	11.37%	11.21%
其他流动资产	16887.47	17507.51	17989.81	18520.23	净利润增长率	0.86%	18.49%	11.09%	11.03%
长期股权投资	711.35	711.35	711.35	711.35	EBITDA 增长率	7.46%	15.02%	17.13%	10.90%
投资性房地产	852.79	852.79	852.79	852.79	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	4907.26	7177.82	9825.61	8504.05	毛利率	15.66%	16.99%	17.07%	17.14%
无形资产和开发支出	1962.08	2198.41	2405.24	2212.08	三费率	11.77%	11.76%	11.72%	11.68%
其他非流动资产	1245.42	1239.45	1233.47	1227.49	净利率	4.39%	4.68%	4.75%	4.83%
<b>资产总计</b>	<b>46655.34</b>	<b>50216.57</b>	<b>55724.27</b>	<b>57150.13</b>	ROE	10.29%	11.28%	11.64%	11.99%
短期借款	682.67	1390.55	2936.18	0.00	ROA	5.51%	6.07%	6.07%	6.58%
应付和预收款项	14517.52	15610.24	17119.74	18715.75	ROIC	24.23%	25.34%	22.18%	22.53%
长期借款	353.41	353.41	353.41	353.41	EBITDA/销售收入	6.56%	6.77%	7.26%	7.37%
其他负债	6102.74	5842.12	6244.50	6735.18	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>21656.34</b>	<b>23196.33</b>	<b>26653.84</b>	<b>25804.35</b>	总资产周转率	1.28	1.35	1.34	1.38
股本	1304.97	1304.97	1304.97	1304.97	固定资产周转率	13.10	11.49	8.81	9.03
资本公积	2289.87	2289.87	2289.87	2289.87	应收账款周转率	10.52	10.27	10.60	10.45
留存收益	16411.43	17946.41	19568.26	21368.03	存货周转率	8.44	8.96	8.95	8.95
归属母公司股东权益	19578.17	21213.84	22835.69	24635.46	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	99.11%	—	—	—
少数股东权益	5420.83	5806.40	6234.75	6710.32	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>24999.00</b>	<b>27020.24</b>	<b>29070.43</b>	<b>31345.78</b>	资产负债率	46.42%	46.19%	47.83%	45.15%
负债和股东权益合计	46655.34	50216.57	55724.27	57150.13	带息债务/总负债	4.78%	7.52%	12.34%	1.37%
					流动比率	1.81	1.73	1.60	1.77
					速动比率	1.53	1.45	1.33	1.47
					股利支付率	46.80%	42.33%	45.15%	45.18%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	1.72	2.04	2.27	2.52
					每股净资产	15.00	16.26	17.50	18.88
					每股经营现金	2.75	2.67	3.18	3.75
					每股股利	0.81	0.86	1.02	1.14
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E					
EBITDA	3836.99	4413.26	5169.17	5732.63					
PE	14.31	12.08	10.87	9.79					
PB	1.64	1.52	1.41	1.31					
PS	0.55	0.49	0.45	0.41					
EV/EBITDA	3.89	3.60	3.34	2.41					
股息率	3.27%	3.50%	4.15%	4.61%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究院

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wywf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljl@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn	

---

	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn