

冰箱出口龙头，聚焦主业再启航

投资要点

- **事件：**公司发布 2023 年报，报告期间公司完成对 TCL 家用电器（合肥）有限公司（以下简称合肥家电）的收购。2023 年合肥家电纳入并表范围，并表后公司实现营收 151.8 亿元，同比增长 93.6%；归母净利润 7.9 亿元，同比增长 85.7%；扣非净利润 7.1 亿元，同比增长 67.4%；单季度来看，Q4 公司实现营收 70.9 亿元，同比增长 23.6%；归母净利润 1.9 亿元，同比增长 39.3%；扣非后归母净利润 1.3 亿，同比增长 40.3%。
- **收购合肥家电增厚营收，外销带动增长。**分经营主体来看，奥马冰箱/合肥家电营收分别为 109.3 亿元/43.7 亿元，分别同比增长 39.2%/12.4%；分产品来看，公司 2023 年冰箱（冰柜）产品/洗衣机产品分别销售 1419 万台/256 万台，分别实现营收 129.9 亿元/20.3 亿元，其中冰箱产品营收同比增长 67.8%，洗衣机产品为收购合肥家电后新增业务；分区域来看，公司 2023 年境内/境外分别实现营收 49.4 亿元/102.4 亿元，分别同比增长 32.6%/67.4%，外销的高景气度增长带动公司营收规模提升。
- **外销占比提升，带动毛利率改善明显。**公司 2023 年毛利率同比提升 3.8pp 至 23.7%。分产品来看，公司 2023 年冰箱（冰柜）产品/洗衣机产品毛利率分别为 25.4%/12.3%，其中冰箱产品毛利率同比提升 0.7pp，主要系大宗原材料下降及海外销售占比提升所致；从费用率来看，公司 2023 年销售/管理/研发费用率分别为 4.1%/4.2%/3.6%，分别同比 0pp/-0.7pp/-0.5pp，期间费用率整体保持稳定；分经营主体来看，
- **并购资产业绩超承诺值。**根据公司公告，TCL 实业与公司签订关于合肥家电的业绩承诺补偿协议。TCL 实业承诺合肥家电 2023 年扣非归母净利润不低于 3562.2 万元，而 2023 年合肥家电实际实现扣非归母净利润为 4452.9 万元，超出承诺值。我们认为，2023 年公司完成对合肥家电的并购，协同效应正在持续释放过程中，后续有望进一步高增，为公司贡献业绩。
- **盈利预测与投资建议。**公司作为国内冰箱出口龙头，在 2021 年完成对互金业务的剥离，开始专注冰箱主业，连续 14 年成为我国冰箱出口第一，现有 9 大制造基地和 13 条高效自动化生产线，综合产能达到 1500 万台。我们认为公司在 2023 年完成对合肥家电收购后，协同效应将持续释放，带动公司延续增长态势。预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 0.82 元、0.96 元、1.11 元。首次覆盖，给予“持有”评级。
- **风险提示：**原材料价格反弹的风险；海外需求不及预期的风险；汇率波动风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	15179.65	17060.15	18888.64	21252.28
增长率	93.55%	12.39%	10.72%	12.51%
归属母公司净利润（百万元）	786.59	889.93	1039.79	1205.90
增长率	85.67%	13.14%	16.84%	15.98%
每股收益 EPS（元）	0.73	0.82	0.96	1.11
净资产收益率 ROE	64.64%	39.84%	31.76%	26.92%
PE	11	9	8	7
PB	3.54	1.93	1.32	0.96

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

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：fjz@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)	10.84
流通 A 股(亿股)	10.84
52 周内股价区间(元)	5.24-9.04
总市值(亿元)	84.24
总资产(亿元)	125.72
每股净资产(元)	1.30

相关研究

目 录

1 冰箱出口龙头企业，蝉联冠军 15 年	1
1.1 整合聚焦冰箱出口，多系列产品显研发能力	1
1.2 摆脱包袱聚焦主业，盈利能力改善明显	3
1.3 TCL 入驻提效，两大经营主体齐头并进	5
2 盈利预测与估值	7
2.1 盈利预测	7
2.2 估值	8
3 风险提示	8

图 目 录

图 1：公司发展历程.....	1
图 2：奥马冰箱各冰箱产品系列	2
图 3：公司产品品质获得全球认证.....	3
图 4：2019-2023 年公司营业收入及增速	3
图 5：2019-2023 年公司归母净利润及增速	3
图 6：2019-2023 年公司各业务营收（亿元）	4
图 7：2019-2023 年公司冰箱产品营收占比	4
图 8：2019-2023 年公司各业务毛利率水平	4
图 9：2019-2023 年公司各业务毛利润情况（亿元）	4
图 10：2019-2023 年公司期间费用率	5
图 11：2019-2023 年公司毛利率及归母净利率	5
图 12：公司股权结构	5
图 13：公司两大核心经营主体.....	6

表 目 录

表 1：奥马电器高管情况梳理.....	5
表 2：奥马电器关于回购奥马冰箱 49%股权的相关表述	6
表 3：分业务收入及毛利率	7
表 4：可比公司估值.....	8
附表：财务预测与估值	9

1 冰箱出口龙头企业，蝉联冠军 15 年

1.1 整合聚焦冰箱出口，多系列产品显研发能力

奥马电器是中国冰箱出口龙头企业。公司成立于 2002 年，主营冰箱制造销售业务，旗下拥有合肥家电和奥马冰箱两大核心生产运营主体，主要产品包括冰箱（含冷柜）和洗衣机两大类。2023 年，公司冰箱冷柜全年销量达到 1,419 万台，同比增长 36%。截至 2023 年，公司已实现连续 15 年中国冰箱出口量排名第一，连续 16 年中国冰箱出口欧洲排名第一，公司旗下 TCL 品牌冰箱国内销量均稳居行业前五。

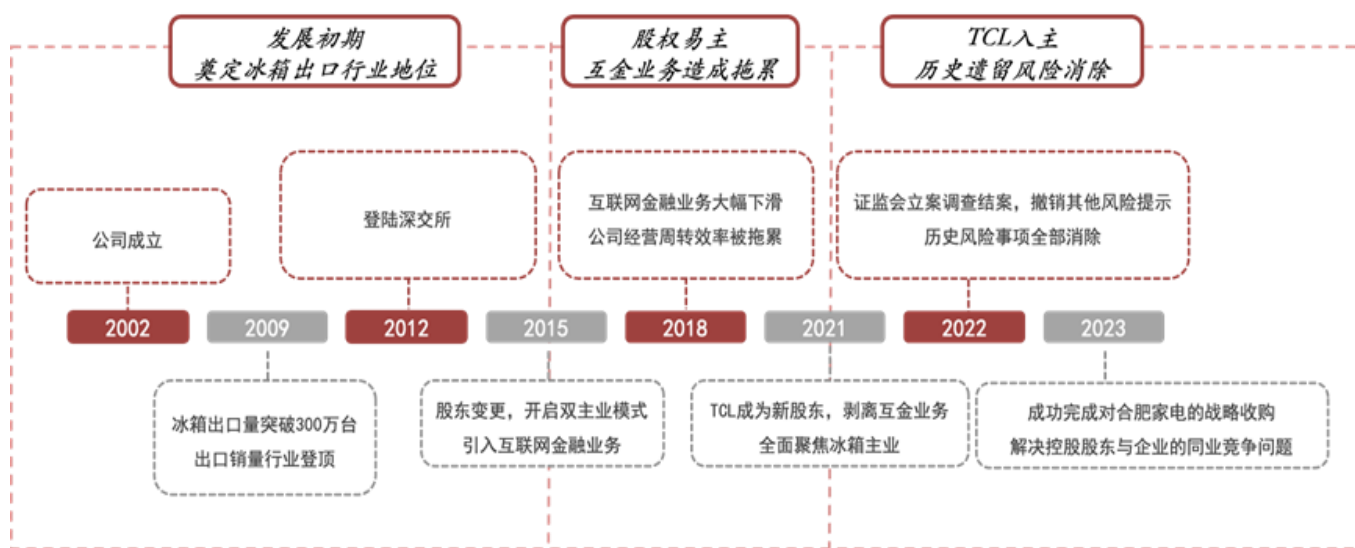
公司自成立之初发展至冰箱出口龙头企业，共经历三个发展阶段：

（1）专注冰箱出口，终成行业龙头（2002-2014）：2002 年，蔡拾贰先生创立公司，其为国内制冷领域的领军人之一，而后公司专注冰箱出口，出口销量持续增长；2009 年，公司冰箱出口量突破 300 万台，出口销量行业登顶；2012 年，公司登陆深交所上市。

（2）多元化扩张，互金拖累主业（2015-2020）：2015 年，公司创始人蔡拾贰先生等人转让 20.4% 的股权给赵国栋先生，同年公司收购中融金（北京）科技有限公司，将互联网金融业务引入公司；2018 年，公司互联网金融业务受到债务危机困扰，拖累公司整体经营周转效率。

（3）TCL 入主，重新聚焦主业（2021 年至今）：2021 年，TCL 家电集团通过司法拍卖、二级市场增持等方式入主奥马电器，并逐渐剥离、出售金融业务板块资产；2022 年，“TCL 家电集团违规收购”立案调查结案，撤销其他风险警示，历史风险事项全部消除，“历史包袱”全部放下，全力聚焦冰箱主业；2023 年，公司成功完成对 TCL 家用电器（合肥）有限公司（合肥家电）的重大战略收购，有效解决控股股东与奥马电器之间同业竞争问题，优化了业务结构，丰富了产品矩阵。

图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

两大经营主体，推出多系列冰箱产品。发展至今，公司旗下已拥有合肥家电和奥马冰箱两大核心生产运营主体，主要产品包括冰箱（含冷柜）和洗衣机两大类：

合肥家电：主要研发和生产 TCL 品牌冰箱、洗衣机产品。合肥家电具体产品包括两门冰箱、对开门冰箱、十字门冰箱、T 型门冰箱、法式四门冰箱等各类冰箱，以及复式洗衣机、滚筒洗衣机、热泵干衣机、衣物护理机、洗烘一体机等各类洗衣机。合肥家电已建立完备的研发体系，并在行业中处于领先地位。2023 年，合肥家电实现冰箱销量 216 万台，同比增长 8%；实现洗衣机销量 256 万台，同比增长 19%。

奥马冰箱：在国外市场采用 ODM 经营模式，以高性价比产品及稳定的供货能力赢得众多客户信赖；在国内市场生产和销售自主品牌“Homa 奥马”牌冰箱和冷柜，并为战略客户提供 ODM 服务，研发出多种系列的冰箱产品。奥马冰箱现设 9 大制造基地、13 条高效生产线、综合年产能达 1500 万台。与此同时，奥马电器方面还在不断扩大产能，根据奥马电器 11 月 10 日发布公告介绍，奥马冰箱年产 280 万台高端风冷冰箱智能制造项目（一期）已建成，并计划于 11 月中旬正式投产，二期正在按计划推进。2023 年，奥马冰箱实现冰箱（含冰柜）销量 1214 万台，同比增长 44%。

图 2：奥马冰箱各冰箱产品系列



数据来源：公司官网，西南证券整理

持续加强研发能力。公司持续加强研发能力，其中：**合肥家电**已建立完备的研发体系，并在行业中处于领先地位。近年来，合肥家电持续引进质量管控、震动噪音、仿真模块等方面的高级人才，研发人员数量不断增加，核心技术取得突破。截至 2023 年 12 月 31 日，合肥家电共取得境内专利 1,635 项，其中包括发明专利 156 项，实用新型专利 1,051 项，外观设计专利 428 项；**奥马冰箱**致力于打造符合全球市场高级品质标准的产品。产品经过全球多个知名品牌独立实验室的严格测试，并已全面通过了中国合格评定国家认可委员会（CNAS）以及其他国际知名检测机构如 SGS、CSA、TUV、ITS 以及德凯授权检测中心的认证，确保在安全、环保及能耗等方面达到国际一流水平，成功获得全球超 100 个国家和地区的官方认可。

图 3：公司产品品质获得全球认证



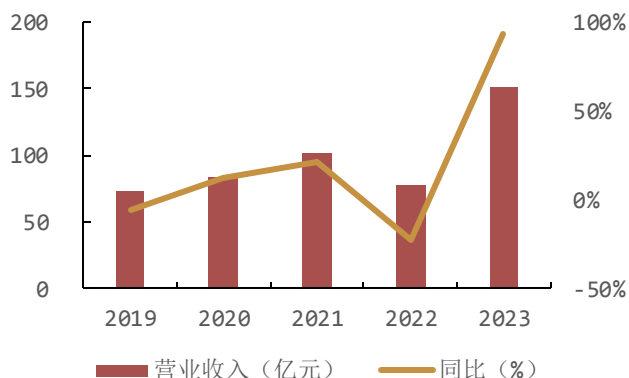
数据来源：公司公告，西南证券整理

1.2 摆脱包袱聚焦主业，盈利能力改善明显

聚焦冰箱主业，营收业绩维持高增。公司聚焦冰箱主业，主营冰箱制造销售业务。2022 年公司实现营收 78.4 亿元，同比下滑 22.5%，主要系海外地缘冲突、高通胀压制需求等因素影响；2023 年公司完成对合肥家电的收购并入，提升公司营收规模，全年实现营收 151.8 亿元，同比增长 30.2%，其中不考虑合肥家电影响，奥马冰箱营收自 2022 年的 78.4 亿元同比增长 39.2%至 2023 年的 109.3 亿元。

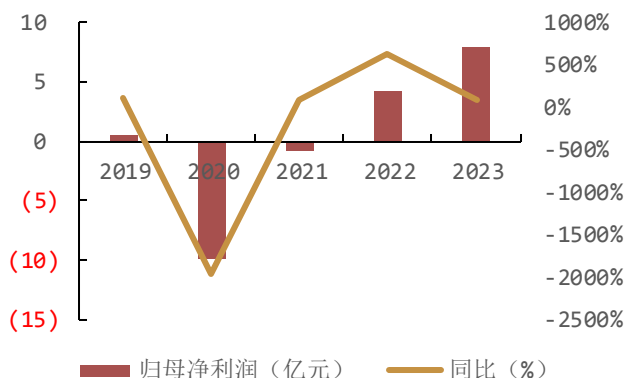
净利润方面，公司剥离互金业务后，2022 年公司归母净利润完成扭亏为盈，实现归母净利润 4.2 亿元，同比增长 630.6%；2023 年全年实现归母净利润 7.87 亿元，同比增长 85.5%。根据公司公告，其中全资子公司合肥家电 2023 年实现扣非归母净利润 4452.9 万元，非全资子公司奥马冰箱实现净利润 15.3 亿元，同比增长 51.8%。公司自剥离互金业务，专注主业以来，营收整体保持增长态势，随着合肥家电并入后的协同效应释放，预计后续有望继续维持冰箱主业的快速增长。

图 4：2019-2023 年公司营业收入及增速



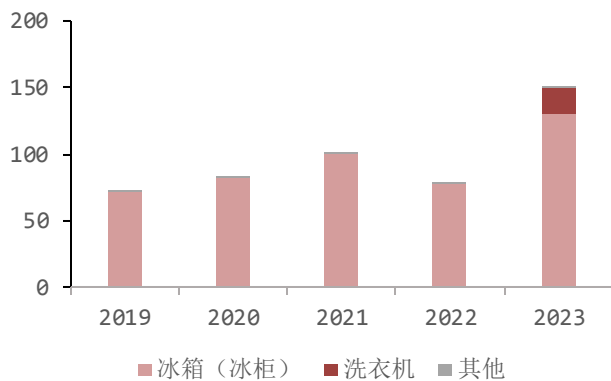
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：2019-2023 年公司归母净利润及增速

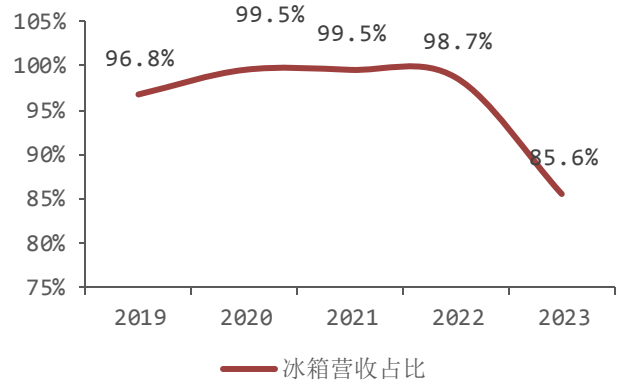


数据来源：公司公告，西南证券整理

冰箱冰柜为营收主要来源。从营收结构来看，公司主营业务可以分为冰箱（冰柜）、洗衣机和其他三大板块，其中冰箱冰柜为公司主要营收来源，2023 年该业务收入约为 129.9 亿元，同比增长 67.8%。从占比情况来看，冰箱营收占比因互金业务的逐步剥离，先提升至 2020 年的 99.5%，而后 2023 年因收购合肥家电而产生的洗衣机业务，营收占比下降至 85.6%。虽占比有所下降，但其仍为公司贡献营收的核心产品。

图 6：2019-2023 年公司各业务营收（亿元）


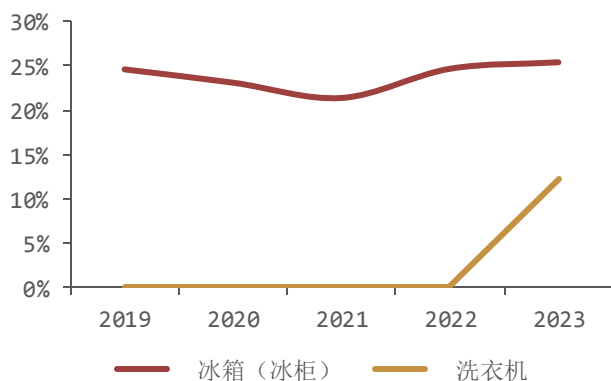
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：2019-2023 年公司冰箱产品营收占比


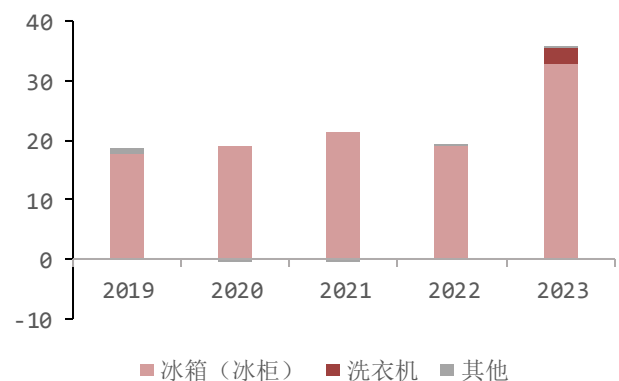
数据来源：公司公告，西南证券整理

冰箱毛利率稳中求进。从毛利率来看，公司冰箱冰柜业务毛利率较为稳定，2023 年，冰箱冰柜业务毛利率为 25.4%，较同期增长约 0.7pp。2023 年公司收购合肥家电所纳入的 TCL 洗衣机业务毛利率为 12.3%。

从毛利润来看，公司 2021 年剥离互金业务后，重新聚焦冰箱冰柜主业，冰箱冰柜业务为公司毛利润主要贡献来源，占比超过 90%；洗衣机业务为公司第二大毛利贡献业务，毛利润占比约 7%，预计未来将成为公司增长的第二动力。

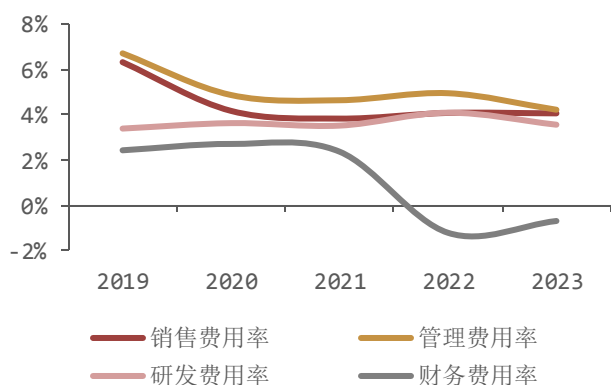
图 8：2019-2023 年公司各业务毛利率水平


数据来源：公司公告，西南证券整理

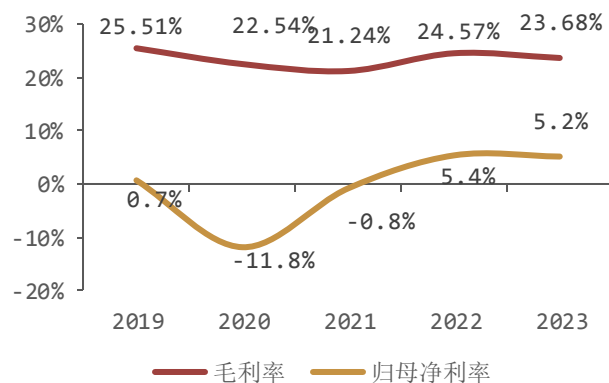
图 9：2019-2023 年公司各业务毛利润情况（亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

费用率稳中有降，净利率改善明显。公司 2023 年销售/管理/研发费用率分别为 4.1%/4.2%/3.6%，分别同比 0pp/-0.8pp/-0.5pp，期间费用率保持稳中有降。从更长维度来看，随着公司对互金业务的剥离，期间费用率实现不同程度的下降，改善明显。从归母净利润率水平来看，整体表现为上升态势。TCL 入主奥马电器后，帮助其财务改善，利润率在 2020 年后快速回升并于 2022 年完成转正，展现出公司冰箱主业的韧性和盈利能力。

图 10：2019-2023 年公司期间费用率


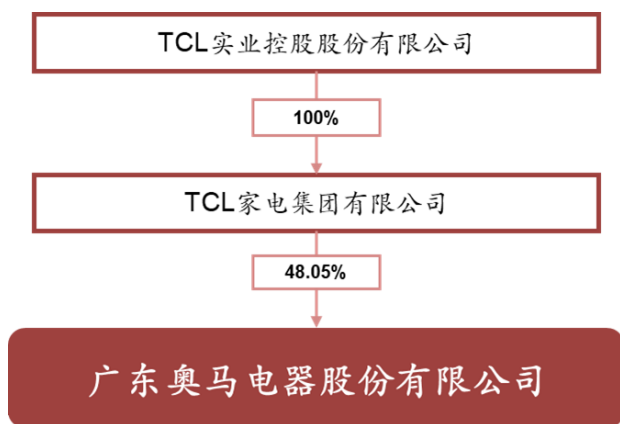
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 11：2019-2023 年公司毛利率及归母净利润率


数据来源：公司公告，西南证券整理

1.3 TCL 入驻提效，两大经营主体齐头并进

TCL 控股奥马，高管团队入驻。TCL 家电集团在 2021 年开始通过司法拍卖、二级市场增持等方式不断增持奥马电器，2021 年三季度成为奥马电器最大股东。TCL 家电集团在成为奥马电器最大的股东后，开始着手对公司组织和人事的调整，TCL 集团在 2021 年以来提出召开临时股东大会，提名董事、监事和高管人员。2021 年 4 月 30 日，拥有 TCL 集团工作经验和背景的高管层正式上任。

图 12：公司股权结构


数据来源：wind，西南证券整理

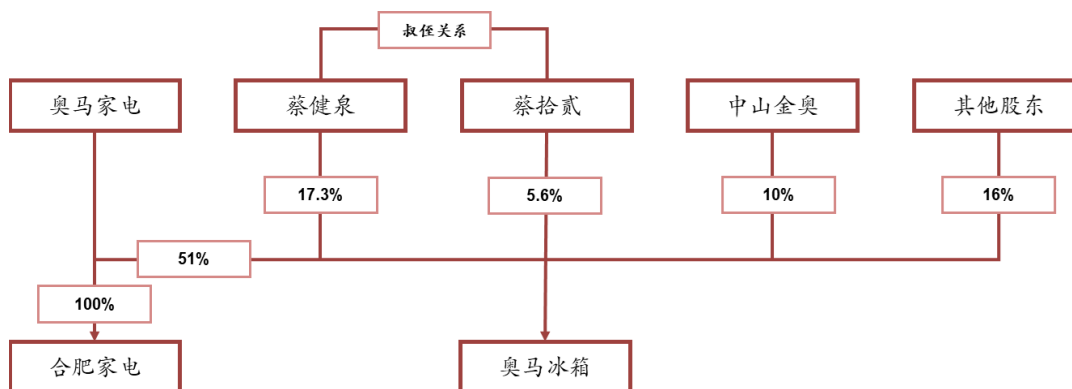
表 1：奥马电器高管情况梳理

姓名	职务	任职起始日	履历
胡殿谦	董事长	2021 年 4 月 30 日	截至目前,胡殿谦先生担任 TCL 实业控股股份有限公司副总裁、 <u>TCL 家电集团有限公司董事长</u> 、奥马电器董事长等职位
王浩	总经理	2021 年 4 月 30 日	曾担任 TCL 电子控股有限公司财务总监，目前担任奥马电器总经理职位。
周笑洋	监事会主席	2021 年 4 月 30 日	曾在 TCL 通讯数家关联公司担任董事等职务。

数据来源：公司公告，西南证券整理

控股两大经营主体，奥马冰箱有望回购剩余股权。公司主要通过控股两大经营主体进行生产经营，包含全资子公司合肥家电，以及非全资子公司奥马冰箱。奥马电器在 2020 年发布转让公告，公司计划出让奥马冰箱股权比例不超过 49%，且公司有权在约定期限内回购上述拟转让的股权。公司在 2023 年 3 月 17 日第五届董事会中通过了《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》，同意公司行使回购奥马冰箱 49% 的股权。后续若完成对核心资产奥马冰箱的股权回购，有望对上市公司主体业绩产生明显的正向拉动。

图 13：公司两大核心经营主体



数据来源：wind，西南证券整理

表 2：奥马电器关于回购奥马冰箱 49% 股权的相关表述

公告名称	时间	主要内容
《关于公司拟转让子公司部分股权及回购暨关联交易的公告》	2019.11.17	广东奥马电器股份有限公司拟转让全资子公司广东奥马冰箱有限公司部分股权，股权转让比例不超过 49%。公司有权依照正式协议各方书面约定的条件、以正式协议各方认可的评估机构所出具的评估报告为参考，在约定的时间期限，回购上述拟转让的股权。
《第五届董事会第二十次会议决议公告》	2023.3.17	审议通过《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》。截止 2023 年 3 月 13 日，前述目标股权转让之工商登记完成日已经届满 36 个月，公司已满足《股权转让及回购合同》约定的第一次行使回购权的条件。
《关于公司行使回购控股子公司少数股东股权的风险提示公告》	2023.3.17	尽管公司董事会已经审议同意行使对目标股权的回购事宜，但公司尚需就回购事宜与奥马冰箱少数股东进行沟通及磋商。奥马冰箱少数股东的转让意愿、回购目标股权的价格等关键回购条件均尚未确定，本次回购能否签署正式协议并实施完成存在重大不确定性。

数据来源：公司公告，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

公司作为国内冰箱出口龙头，在 2021 年完成对互金业务的剥离，开始专注冰箱主业。聚焦主业以来公司冰箱产品增长优于行业表现，连续 14 年成为我国冰箱出口第一，现有 9 大制造基地和 13 条高效自动化生产线，综合产能达到 1500 万台，已发展出众多冰箱产品系列。我们认为公司在 2023 年完成对合肥家电收购后，协同效应将持续释放，带动公司延续增长态势，故作出以下假设：

假设 1：公司冰箱（冰柜）产品延续增长态势，假设 2024-2026 年公司冰箱（冰柜）产品销量分别为 1532.5 万台/1639.8 万台/1803.8 万台；洗衣机产品销量分别为 294.4 万台/338.6 万台/389.3 万台。

假设 2：随着公司品牌力不断增强，产品结构持续升级，假设 2024-2026 年公司冰箱（冰柜）产品均价分别为 942.7 元/961.6 元/971.2 元；洗衣机产品均价分别为 831.7 元/873.2 元/916.9 元。

假设 3：随着收购合肥家电后的协同效应释放，规模效应增强，假设 2024-2026 年公司冰箱（冰柜）产品毛利率分别为 25%/25.3%/25.5%；洗衣机产品毛利率分别为 12.5%/13%/13.5%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 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		2023A	2024E	2025E	2026E
合计	营业收入	15,179.65	17,060.15	18,888.64	21,252.28
	增速	93.55%	12.39%	10.72%	12.51%
	营业成本	11,585.47	13,104.45	14,477.24	16,265.46
	毛利率	23.68%	23.19%	23.35%	23.46%
冰箱（冰柜）	营业收入	12987.2	14446.96	15767.41	17517.60
	增速	67.84%	11.24%	9.14%	11.10%
	营业成本	9689.79	10,835.22	11,778.26	13,050.61
	毛利率	25.39%	25.00%	25.30%	25.50%
洗衣机	营业收入	2027.65	2448.39	2956.43	3569.89
	增速	-	20.75%	20.75%	20.75%
	营业成本	1779	2,142.34	2,572.09	3,087.95
	毛利率	12.26%	12.50%	13.00%	13.50%
其他业务	营业收入	164.80	164.80	164.80	164.80
	增速	57.1%	0.00%	0.00%	0.00%
	营业成本	116.68	126.89	126.89	126.89
	毛利率	29.20%	23.00%	23.00%	23.00%

数据来源：Wind，西南证券

2.2 估值

综合考虑具体产品相似程度，我们选取了全球白电巨头美的集团、海尔智家、格力电器，以及二线龙头海信家电、长虹美菱等 5 家上市公司作为估值参考。

表 4：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
000651.SZ	格力电器	39.31	-	5.32	5.74	-	8.42	7.39	6.85	-
000333.SZ	美的集团	64.22	4.93	5.38	5.93	6.54	13.27	11.94	10.82	9.82
600690.SH	海尔智家	24.95	1.79	2.01	2.27	2.53	14.19	12.40	10.99	9.87
000921.SZ	海信家电	30.42	2.08	2.38	2.73	3.04	15.13	12.83	11.15	10.11
000521.SZ	长虹美菱	9.29	0.72	0.82	0.95	1.19	16.46	11.33	9.89	7.84
平均值							13.49	11.18	9.94	9.41

数据来源：Wind，西南证券整理

公司作为国内冰箱出口龙头，在 2021 年完成对互金业务的剥离，开始专注冰箱主业，连续 14 年成为我国冰箱出口第一，现有 9 大制造基地和 13 条高效自动化生产线，综合产能达到 1500 万台。我们认为公司在 2023 年完成对合肥家电收购后，协同效应将持续释放，带动公司延续增长态势。预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 0.82 元、0.96 元、1.11 元。首次覆盖，给予“持有”评级。

3 风险提示

原材料价格反弹的风险；海外需求不及预期的风险；汇率波动风险。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	15179.65	17060.15	18888.64	21252.28	净利润	1537.72	1739.74	2032.70	2357.43
营业成本	11585.47	13104.45	14477.24	16265.46	折旧与摊销	259.20	415.82	444.89	460.75
营业税金及附加	69.01	81.02	89.05	99.84	财务费用	-102.87	-58.64	-122.73	-202.67
销售费用	617.42	733.59	812.21	913.85	资产减值损失	-61.63	-5.00	-38.26	-34.96
管理费用	642.52	1194.21	1322.20	1487.66	经营营运资本变动	1296.63	-48.34	402.07	416.29
财务费用	-102.87	-58.64	-122.73	-202.67	其他	-131.14	50.25	31.28	37.72
资产减值损失	-61.63	-5.00	-38.26	-34.96	经营活动现金流净额	2797.92	2093.84	2749.94	3034.55
投资收益	-23.35	6.00	6.00	6.00	资本支出	-932.60	-400.00	-430.00	0.00
公允价值变动损益	13.33	7.89	8.87	9.28	其他	-1126.20	13.89	14.87	15.28
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-2058.80	-386.11	-415.13	15.28
营业利润	1787.05	2024.40	2363.79	2738.39	短期借款	-18.59	-618.97	0.00	0.00
其他非经营损益	-8.77	-12.49	-13.09	-12.17	长期借款	166.25	0.00	0.00	0.00
利润总额	1778.28	2011.91	2350.69	2726.22	股权融资	-72.02	0.00	0.00	0.00
所得税	240.56	272.17	318.00	368.80	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	1537.72	1739.74	2032.70	2357.43	其他	-656.16	258.31	122.73	202.67
少数股东损益	751.13	849.81	992.91	1151.53	筹资活动现金流净额	-580.52	-360.66	122.73	202.67
归属母公司股东净利润	786.59	889.93	1039.79	1205.90	现金流量净额	224.18	1347.06	2457.54	3252.50
资产负债表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2414.71	3761.78	6219.31	9471.82	成长能力				
应收和预付款项	3728.80	3786.16	4300.87	4863.15	销售收入增长率	93.55%	12.39%	10.72%	12.51%
存货	1540.74	1715.19	1902.20	2142.38	营业利润增长率	67.22%	13.28%	16.76%	15.85%
其他流动资产	2002.66	1829.08	1904.27	2001.45	净利润增长率	67.46%	13.14%	16.84%	15.98%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	75.97%	22.55%	12.78%	11.56%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	2088.09	2053.05	2018.95	1588.98	毛利率	23.68%	23.19%	23.35%	23.46%
无形资产和开发支出	274.81	294.03	313.25	282.47	三费率	7.62%	10.96%	10.65%	10.35%
其他非流动资产	522.37	522.37	522.37	522.37	净利率	10.13%	10.20%	10.76%	11.09%
资产总计	12572.19	13961.66	17181.22	20872.62	ROE	64.64%	39.84%	31.76%	26.92%
短期借款	618.97	0.00	0.00	0.00	ROA	12.23%	12.46%	11.83%	11.29%
应付和预收款项	8308.07	8597.32	9715.02	10958.89	ROIC	279.42%	214.19%	257.24%	723.71%
长期借款	212.72	212.72	212.72	212.72	EBITDA/销售收入	12.80%	13.96%	14.22%	14.10%
其他负债	1053.37	784.26	853.43	943.53	营运能力				
负债合计	10193.13	9594.30	10781.16	12115.14	总资产周转率	1.58	1.29	1.21	1.12
股本	1084.11	1084.11	1084.11	1084.11	固定资产周转率	11.04	8.89	10.35	13.54
资本公积	1583.91	1583.91	1583.91	1583.91	应收账款周转率	7.45	5.97	6.21	6.14
留存收益	-1005.54	-115.60	924.18	2130.08	存货周转率	9.25	7.98	7.89	7.96
归属母公司股东权益	1413.93	2552.41	3592.20	4798.10	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	93.40%	—	—	—
少数股东权益	965.14	1814.95	2807.86	3959.39	资本结构				
股东权益合计	2379.07	4367.36	6400.06	8757.49	资产负债率	81.08%	68.72%	62.75%	58.04%
负债和股东权益合计	12572.19	13961.66	17181.22	20872.62	带息债务/总负债	8.16%	2.22%	1.97%	1.76%
					流动比率	0.98	1.20	1.37	1.57
					速动比率	0.83	1.01	1.19	1.39
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标				
EBITDA	1943.39	2381.58	2685.94	2996.47	每股收益	0.73	0.82	0.96	1.11
PE	10.71	9.47	8.10	6.99	每股净资产	2.19	4.03	5.90	8.08
PB	3.54	1.93	1.32	0.96	每股经营现金	2.58	1.93	2.54	2.80
PS	0.55	0.49	0.45	0.40	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	2.70	1.35	0.29	-0.83					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

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。

西南证券研究发展中心

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
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
北京	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	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	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn