

罗岸阳 家电行业首席分析师
 执业编号：S1500520070002
 联系电话：13656717902
 邮箱：luoanyang@cindasc.com

信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO., LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编：100031

疫情扰动短期承压，热泵业务有望加速扩张

2022年08月16日

- **事件：**2022H1 公司实现营业收入 17.38 亿元，同比-6.12%，实现归母净利润-2255 万元，同比-164.77%。
- **疫情扰动生产，Q2 收入降幅逐渐收窄。**Q2 公司实现营业收入 10.94 亿元，同比-4.11%，实现归母净利润 3845 万元，同比-31.57%。公司收入、利润减少主要原因在于公司连云港基地 3-4 月停产近 1 个月，同时物流受阻影响公司厨电、净水器等具有安装属性的产品的交付、安装。同时，公司上半年因实行股权激励增加摊销费用影响利润 1512 万元。随着疫情改善和物流恢复，我们预计下半年公司厨电、净水器、太阳能热水器等业务将有所改善。
- **加大空气源热泵产品布局。**上半年公司加大对于空气能产品研发投入，成功推出 60P、120P 超低温空气能冷暖机组，三联供机组等产品也在不断推进。品牌方面，公司加大对于“太阳雨”、“四季沐歌”的品牌建设，强化展示太阳雨空气能等产品及解决方实力。上半年，公司空气源能产品收入约 2.4 亿元，我们预计下半年随着生产/交货恢复、进入热泵产品销售高峰期，公司空气能业务有望实现加速增长。
- **光伏订单贡献新增长点。**2022H1 公司光伏业务收入 572 万，目前公司已公告在手光伏 EPC 订单达 9.46 亿元。我们认为光伏业务或成为公司未来收入增长的另一动力。
- **控制管理费用投入减轻盈利端压力。**Q2 公司实现毛利率 29.43%，同比-3.10pct。费用率方面，Q2 公司销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.17/-1.6/+0.89/-0.35pct，公司在加大研发和销售费用投放的同时对管理费用进行了管控。Q2 公司实现净利率 3.57%，同比-1.37pct。
- **上半年存货量明显提升。**1) 22H1 期末公司货币资金及其他流动资产合计 6.02 亿元，同比-22.07%；应收账款及票据合计 2.85 亿元，同比-6.96%；22H1 期末存货为 7.22 亿元，同比+19.69%；H1 期末应付账款及票据合计 8.85 亿元，同比+6.48%。2) 周转方面，公司 22H1 期末存货/应收账款周转天数分别同比+26.65/+3.58 天。3) 现金流方面，公司 H1 经营性现金流为-1.29 亿元，同比-132.89%；Q2 单季度经营性现金流为 0.67 亿元，同比-51.83%，我们认为现金流下降主要受上半年疫情拖累产品销售及出货影响。
- **盈利预测：**我们看好全球热泵行业发展趋势，公司作为国内热泵出口的重要企业有望收益于海外热泵需求爆发。同时公司光伏 EPC 业务也将为公司提供业务全新增长点。我们预计 2022-2024 年公司实现营业收入 53.24/66.49/81.25 亿元，同比+26.6/24.9/22.2%，实现归母净利润 1.93/3.31/4.08 亿元，同比-9.3/+71.5/+23.4%。
- **风险因素：**热泵出口不及预期、疫情影响生产交付、原材料成本上涨、房地产影响热水器、净水器等产品需求等

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	3,543	4,206	5,324	6,649	8,125
增长率 YoY %	5.2%	18.7%	26.6%	24.9%	22.2%
归属母公司净利润 (百万元)	170	213	193	331	408
增长率 YoY%	106.0%	24.9%	-9.3%	71.5%	23.4%
毛利率%	31.4%	29.5%	24.4%	23.4%	22.5%
净资产收益率ROE%	5.1%	5.9%	5.1%	8.0%	9.0%
EPS(摊薄)(元)	0.21	0.27	0.23	0.40	0.50
市盈率 P/E(倍)	47.65	38.14	43.23	25.21	20.43
市净率 P/B(倍)	2.42	2.32	2.20	2.02	1.84

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2022 年 08 月 15 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2020	2021A	2022E	2023E	2024E	
流动资产	2,315	2,094	3,541	4,723	6,134	
货币资金	937	681	1,750	2,526	3,472	
应收票据	34	29	38	50	59	
应收账款	235	277	363	446	546	
预付账款	37	64	76	97	122	
存货	506	725	929	1,180	1,469	
其他	566	318	386	424	465	
非流动资产	3,893	4,182	4,146	4,102	4,054	
长期股权投资	1,050	1,217	1,267	1,317	1,367	
固定资产(合计)	1,110	1,034	1,030	998	958	
无形资产	494	482	474	464	454	
其他	1,239	1,449	1,375	1,323	1,275	
资产总计	6,208	6,276	7,687	8,825	10,188	
流动负债	2,641	2,421	3,635	4,436	5,383	
短期借款	313	31	111	61	31	
应付票据	288	259	423	517	631	
应付账款	653	652	993	1,230	1,508	
其他	1,386	1,478	2,107	2,628	3,213	
非流动负债	163	172	172	172	172	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	163	172	172	172	172	
负债合计	2,804	2,593	3,806	4,608	5,555	
少数股东权益	60	86	91	97	104	
归属母公司股东权益	3,344	3,597	3,790	4,120	4,528	
负债和股东权益	6,208	6,276	7,687	8,825	10,188	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2020	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	3,543	4,206	5,324	6,649	8,125	
同比(%)	5.2%	18.7%	26.6%	24.9%	22.2%	
归属母公司净利润	170	213	193	331	408	
同比(%)	106.0%	24.9%	-9.3%	71.5%	23.4%	
毛利率(%)	31.4%	29.5%	24.4%	23.4%	22.5%	
ROE%	5.1%	5.9%	5.1%	8.0%	9.0%	
EPS(摊薄)(元)	0.21	0.27	0.23	0.40	0.50	
P/E	47.65	38.14	43.23	25.21	20.43	
P/B	2.42	2.32	2.20	2.02	1.84	
EV/EBITDA	24.05	32.69	72.11	34.50	26.91	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	3,543	4,206	5,324	6,649	8,125	
营业成本	2,431	2,965	4,025	5,095	6,293	
营业税金及附加	34	32	46	56	68	
销售费用	659	800	902	1,034	1,219	
管理费用	192	206	213	226	260	
研发费用	116	155	181	206	244	
财务费用	13	0	4	4	2	
减值损失合计	-60	-25	1	0	0	
投资净收益	141	173	213	268	328	
其他	33	30	42	59	67	
营业利润	211	225	208	354	434	
营业外收支	-11	-11	0	0	0	
利润总额	199	215	208	354	434	
所得税	26	0	11	17	18	
净利润	173	215	197	337	415	
少数股东损益	3	2	4	6	7	
归属母公司净利润	170	213	193	331	408	
EBITDA	311	235	93	170	182	
EPS(当年)(元)	0.21	0.27	0.23	0.40	0.50	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	430	139	880	658	745	
净利润	173	215	197	337	415	
折旧摊销	180	180	136	139	141	
财务费用	27	8	4	4	2	
投资损失	-144	-173	-213	-268	-328	
营运资金变动	121	-109	755	445	513	
其它	74	18	0	1	1	
投资活动现金流	345	38	113	172	233	
资本支出	-87	-130	-39	-33	-31	
长期投资	385	39	-61	-63	-63	
其他	47	130	213	268	328	
筹资活动现金流	-472	-313	76	-54	-32	
吸收投资	18	77	0	0	0	
借款	850	76	80	-50	-30	
支付利息或股息	-73	-102	-4	-4	-2	
现金流净增加额	298	-138	1,069	776	946	

研究团队简介

罗岸阳，家电行业首席分析师。浙江大学电子信息工程学士，法国北方高等商学院金融学&管理学双学位硕士。曾任职于TP-LINK硬件研发部门从事商用通信设备开发设计。曾先后任职天风证券家电行业研究员、国金证券家电行业负责人，所在团队2015、2017年新财富入围。2020年7月加盟信达证券研究开发中心，从事家电行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiatie@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	sun tong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。