

2022年11月30日
 日出东方(603366.SH)

ESSENCE


公司深度分析

证券研究报告

厨房电器 III

投资评级

买入-A
维持评级

6个月目标价

9.73元

股价(2022-11-30)

7.10元

交易数据

总市值(百万元)	5,833.06
流通市值(百万元)	5,723.59
总股本(百万股)	821.56
流通股本(百万股)	806.14
12个月价格区间	3.72/11.3元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.7	-20.6	67.9
绝对收益	7.1	-26.0	47.6

张立聪

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517070005

zhanglc@essence.com.cn

李奕臻

分析师

SAC 执业证书编号：S1450520020001

liyz4@essence.com.cn

陈伟浩

联系人

chenwh3@essence.com.cn

相关报告

汇兑收益增加，Q3 盈利改善	2022-10-25
空气能景气高企，Q3 销售可期	2022-08-16

切入空气能，打开新篇章

目 日出东方善于抓住发展机遇：日出东方主营太阳能热水器、空气能热泵、厨电等产品，旗下品牌包括“太阳雨”、“四季沐歌”、“帅康”。公司在传统厨电、热水器业务平稳发展的基础上，积极布局空气能热泵产品，该业务放量增长。我们认为，在空气能行业需求爆发的情况下，日出东方入局时间早，拥有技术、生产优势，前景发展可期。

目 欧洲补贴政策激发空气能热泵长期需求：海外国家（尤其是欧洲国家）推行碳中和，大力度补贴空气能采暖机组。海外消费者购买空气能产品的需求上升，刺激我国空气能热泵出口高速增长。根据海关总署数据，2015~2021年，空气能热泵外销额复合增速为28.7%，2022年1~10月，空气能热泵出口额增速60%以上。分地区来看，我国对欧洲的空气能热泵出口收入占比最高，2021年达73%。短期来看，天然气价格走高也对空气能热泵销售有拉动作用，但我们认为，海外的环保政策及补贴才是产业发展的更为长期的动力。展望未来，如果空气能产业持续成长，规模效应带动设备价格下降，消费者即使不拿补贴，也会购买空气能产品，则产业将进入自发良性循环的阶段。

目 空气能业务成为公司增长亮点：日出东方布局空气能业务已有10年时间，拥有顺德、连云港两个生产基地，产能充足。技术方面，日出东方的产品更加节能、能够稳定运行的极限温度（-30℃）也优于其他品牌（详见表2、表3）。我们看到，2013~2021年，公司空气能业务收入复合增速34.3%，2021年该业务占比公司总收入14.4%。我们预期，因海外需求较好、公司产品具有优势，今年，日出东方的空气能业务将放量，有力拉动收入端增长。

目 太阳能热水器业务稳健发展：太阳能热水器是公司主营产品，根据公司公告与产业在线数据，2018~2021年，公司太阳能热水器销量市占率（内销+出口）持续提升。根据产业在线与公司公告，2021年，日出东方的太阳能热水器销量（内销+出口）市占率为15.7%。我们认为，公司在太阳能热水器领域经营多年，产品、品牌优势领先，行业地位稳固，该业务未来平稳发展。在太阳能热水器市场的成功经验，展现了日出东方较强的运营能力。

目 投资建议：我们认为，欧洲环保补贴政策对空气能产业发展有长期拉动作用；短期而言，欧洲能源价格上涨也对空气能销售有催化影响（详见深度报告《空气能：短暂爆发的需求，还是长期拓宽的赛道？》）。随着出口旺季到来，我们预期公司空气能业务或有较好表现。们预计公司2022~2023年EPS为0.22/0.28元，维持买入-A的投资评级，12个月目标价为9.73元。

目 风险提示：新冠疫情影响、海外业务不及预期、原材料价格波动风险

(亿元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	35.4	42.1	40.8	41.9	44.0
净利润	1.7	2.1	1.8	2.3	2.7
每股收益(元)	0.21	0.26	0.22	0.28	0.33
每股净资产(元)	4.07	4.38	4.56	4.74	4.94

盈利和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	34.3	27.4	32.0	25.7	21.8
市净率(倍)	1.7	1.6	1.6	1.5	1.4
净利润率	4.8%	5.1%	4.5%	5.4%	6.1%
净资产收益率	5.1%	5.9%	4.9%	5.8%	6.6%
股息收益率	1.7%	8.1%	0.9%	1.4%	1.8%
ROIC	9.9%	13.2%	9.7%	12.3%	12.3%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

目 录

1. 投资概要.....	5
1.1. 核心观点.....	5
1.2. 有别于市场的观点.....	5
2. 清洁热能领域专家.....	6
3. 全球能源转型加速，公司下游市场需求旺盛.....	8
3.1. 欧洲能源紧张，空气能热泵需求迎来爆发.....	8
3.2. 全球碳中和背景下，太阳能热水器市场成长可期.....	10
4. 空气能：打开日出东方新增长点.....	13
4.1. 产品拥有性能优势，产能充足.....	13
4.2. 太阳能热水器是公司主要产品.....	14
4.3. 厨电业务毛利率较高.....	15
5. 财务分析.....	17
5.1. 盈利能力有望提升.....	17
5.2. 营运能力良好.....	19
5.3. 现金流情况良好.....	20
6. 盈利预测与投资建议.....	21
6.1. 盈利预测.....	21
6.2. 估值及投资建议.....	22
6.3. 风险提示.....	22

目 录

图 1. 公司主要产品及 2021 年收入占比.....	6
图 2. 公司发展历程.....	6
图 3. 公司一横一纵战略.....	6
图 4. 2017-2021 年公司营业收入.....	7
图 5. 2017-2021 年公司归母净利润.....	7
图 6. 2017-2021 年公司营收按产品拆分.....	7
图 7. 2021 年公司营收按销售区域拆分.....	7
图 8. 公司股权结构图.....	8
图 9. 空气能热泵的工作原理.....	8
图 10. 欧洲热泵销量及其在取暖设备中的渗透率.....	9
图 11. 欧洲热泵存量及普及率.....	9
图 12. 2021 年欧洲各国热泵销量（万台）.....	9
图 13. 我国热泵出口量.....	10
图 14. 我国热泵分地区出口量.....	10
图 15. 太阳能热水器原理图.....	10
图 16. 我国太阳能热水器内销量.....	11
图 17. 太阳能集热系统销量中工程、零售市场占比.....	11
图 18. 我国太阳能热水器出口量.....	11
图 19. 我国太阳能热水器分地区出口量占比.....	11
图 20. 2020 年全球太阳能集热系统累计装机量分布情况.....	12
图 21. 主要国家太阳能集热系统销量增速.....	12
图 22. 顺德、连云港生产基地.....	13

图 23. 公司空气能产品展示	13
图 24. 2013~2021 年空气能收入复合增速为 34.3%	13
图 25. 近几年公司空气能业务毛利率位于 20~25% 区间	13
图 26. 公司空气能产品均价	14
图 27. 公司空气能销量市占率呈上升态势（内销+出口）	14
图 28. 2017~2021 年，公司太阳能产品均价下滑	15
图 29. 太阳能业务平稳发展	15
图 30. 近年来，公司太阳能业务毛利率下滑	15
图 31. 帅康油烟机线上市占率较低	16
图 32. 帅康油烟机线上均价与华帝、美的相近	16
图 33. 2019 年帅康签约 CCTV《大国品牌》加大营销	16
图 34. 2018 年帅康在北京钓鱼台国宾馆发布潜吸式烟机	16
图 35. 2017~2021 年公司厨电收入复合增速为 12%	16
图 36. 公司厨电毛利率高于总体毛利率	16
图 37. 2017-2021 年可比公司 ROE 水平	17
图 38. 2017-2021 年可比公司净利率	17
图 39. 2017-2021 年可比公司总资产周转率	17
图 40. 2017-2021 年可比公司权益乘数	17
图 41. 2017-2021 年可比公司毛利率	18
图 42. 公司分产品毛利率情况	18
图 43. 日出东方原材料成本结构	18
图 44. 日出东方主要原材料价格走势	18
图 45. 2017-2021 年可比公司期间费用率水平	19
图 46. 2017-2021 年日出东方期间费用率拆分	19
图 47. 2017-2021 年可比公司应收账款周转率	19
图 48. 2017-2021 年可比公司存货周转率	19
图 49. 公司账面现金和经营活动现金流量净额（亿元）	20
图 50. 可比公司收到的现金占营业收入的比重	20
表 1: 空气能热泵、电取暖设备、燃气取暖设备 10 年使用成本测算	9
表 2: 家用空气能热水器对比：对比白电品牌，日出东方性价比突出	14
表 3: 家用空气能采暖机组对比：日出东方能效比占优	14
表 4: 日出东方和芬尼科技空气能产品毛利率对比	18
表 5: 收入分类预测表	21
表 6: 相对估值表（2022.11.30）	22

1. 投资概要

1.1. 核心观点

长期来看，日出东方将会调整经营方向，从主营太阳能产品，逐步转向景气度较高的空气能业务。我们认为，公司在转型过程中，具有投资价值：

- 1) 从行业层面来看，空气能外销放量增长。根据海关数据，2022 年 1~10 月，空气能热泵出口额增速 60%+。海外销售加速增长，得益于欧洲各国将淘汰化石能源加热设备，对空气能产品补贴力度增加，这是产业发展的长期逻辑，即补贴政策刺激了海外市场需求。短期来看，受地缘政治影响，能源价格走高，利好空气能热泵销售。
- 2) 公司空气能业务已有一定经营成果。根据公告与产业在线数据，2019~2021 年，日出东方空气能产品销量市占率（内销+出口）不断提升，2021 年，公司空气能业务收入 YoY+120.4%。日出东方从 2012 年开始布局空气能产品，至今，公司在品牌、渠道上已积累了一定优势资源，未来或成为主要增长点。
- 3) 太阳能热水器业务平稳发展。日出东方经营太阳能业务已有 20 年，行业地位领先。根据公告与产业在线，2021 年，公司太阳能热水器业务销量市占率（内销+出口）为 15.7%，近几年市场份额处于提升态势。考虑到太阳能热水器行业规模稳定，我们认为，未来，公司太阳能业务发展稳健，将为公司转型提供现金流支持。

1.2. 有别于市场的观点

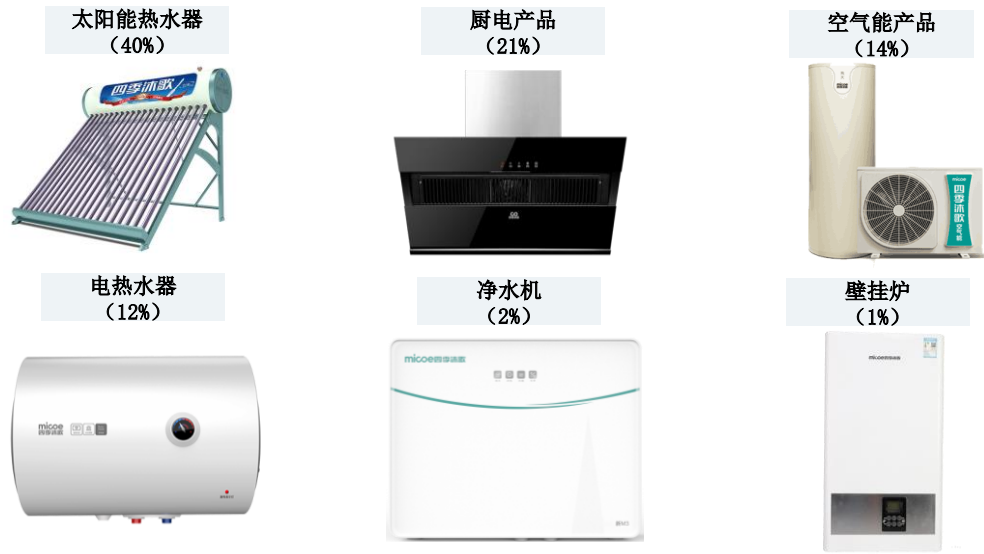
部分投资者忽视了空气能热泵的长期发展逻辑，认为欧洲能源价格上涨是空气能需求爆发的主要催化剂。我们认为，空气能外销态势较好，最主要的原因是欧洲各国推出环保政策，通过补贴吸引消费者购买空气能产品。根据海关数据，即使近期天然气价格下跌，空气能热泵出口额依然保持高速增长。长期来看，即使地缘政治因素消除，也不会改变海外空气能热泵需求增长的趋势。

资本市场忽视了日出东方具有一定的经营调整能力。我们认为，公司有望成功进行经营转型，将销售重心从传统太阳能产品切换到空气能赛道，主要因为：1) 日出东方经营太阳能业务 20 年，国内份额领先，体现出较强的运营能力，这是公司转型成功的基础。2) 日出东方从 2012 年就开始布局空气能业务，拥有顺德、连云港两个生产基地。从产品上来看，空气能热水器与传统主业产品有技术相似性。近年来，空气能外销景气度高，公司该业务也实现了快速增长。3) 长期股权投资、理财产品收益为公司提供转型支持。根据公告，2020~2021 年，日出东方投资收益为 1.4/1.7 亿元，分别占比当期业绩 82%/81%。我们认为，当前空气能产品处于高速增长阶段，公司拥有较强的调整能力，积极尝试转型发展，建议资本市场关注。

2. 清洁热能领域专家

日出东方是国内太阳能热水器龙头企业。公司成立于1997年，位于江苏省连云港市。日出东方主营太阳能热水器、空气能热泵、厨电等产品以及供热及光伏工程项目。公司实施“一横一纵”战略，“一横”是以卫生间、厨房为场景的智能家居家电业务；“一纵”是以清洁能源供电、供暖、供热水为核心的业务。公司旗下拥有太阳雨、四季沐歌、帅康等品牌。目前公司产品主要销往国内市场，内销收入占比超过80%。公司旗下拥有“太阳雨”、“四季沐歌”、“帅康”三个品牌。

图1. 公司主要产品及2021年收入占比



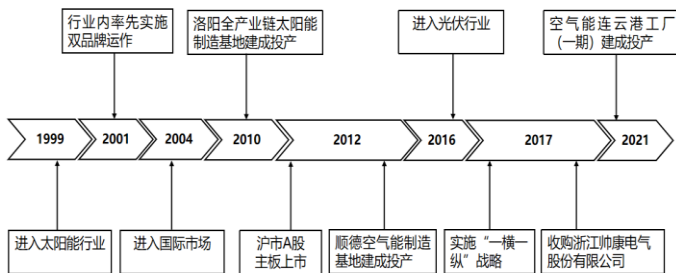
资料来源：公司年报，公司官网，安信证券研究中心

表 1: 日出东方拥有太阳雨、四季沐歌、帅康三个品牌

品牌名称	创立时间	主营业务
太阳雨	1999年	太阳能热水器、太阳能采暖机、电热水器、燃气热水器、厨电、空气能等
四季沐歌	2000年	太阳能、空气能、热水器、壁挂炉、厨电等
帅康	1984年	吸油烟机、燃气灶具、集成灶、消毒柜、热水器等

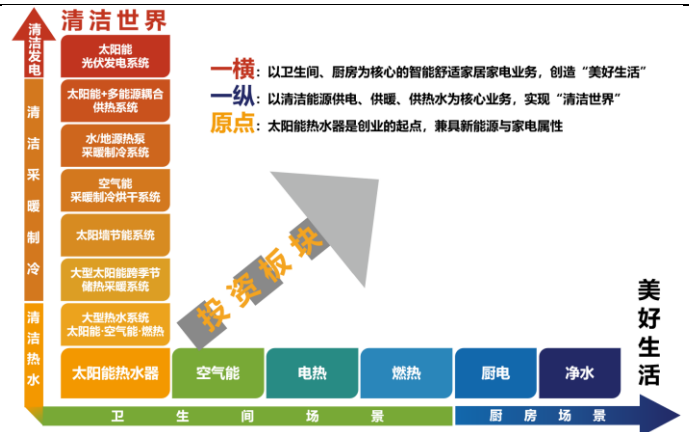
资料来源：公司公告，公司官网，安信证券研究中心

图2. 公司发展历程



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

图3. 公司一横一纵战略

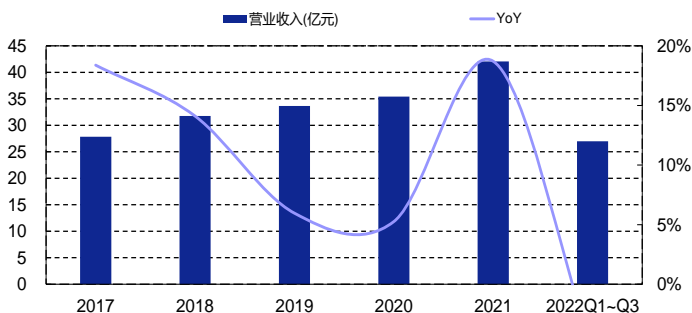


资料来源：公司官网，安信证券研究中心

近年公司收入业绩快速增长，空气能热泵、电热水器为主要驱动力。2017~2021年，日出东方营收从27.8亿元增长至42.1亿元，CAGR为10.9%；归母净利润从0.6亿元增长至2.1亿

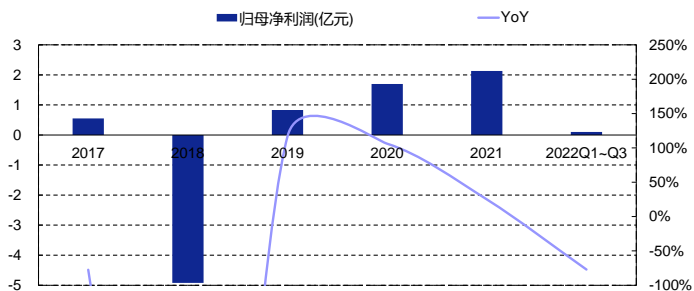
元, CAGR 为 40.3%。近年公司空气能业务快速增长, 主要原因为: 1) 公司开发出能满足热水、采暖、泳池三大需求的空气能产品, 迎合了欧洲能源转型和国内碳中和的需求; 2) 公司积极拓展国内零售、工程渠道以及海外营销网络。公司电热水器业务保持较快增长, 得益于公司大力推进品牌建设, 在全国开启热水科普巡展。

图4. 2017-2021 年公司营业收入



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

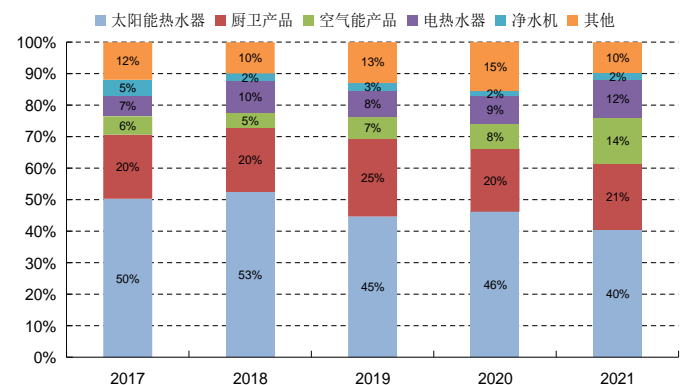
图5. 2017-2021 年公司归母净利润



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

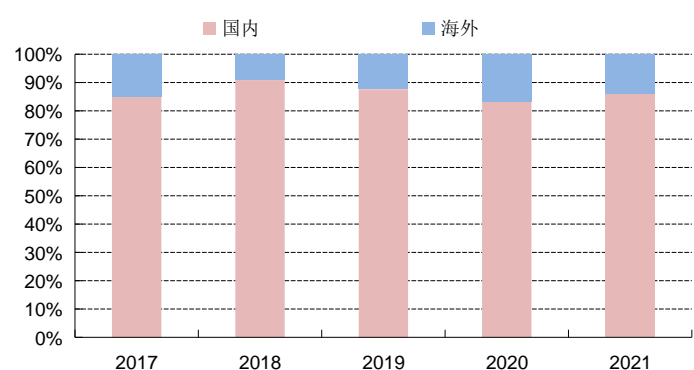
注: 2018 年受商誉减值、投资减值损失影响, 净利润为负值。

图6. 2017-2021 年公司营收按产品拆分



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

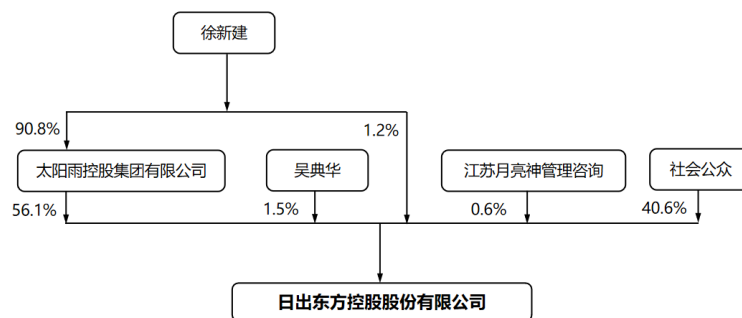
图7. 2021 年公司营收按销售区域拆分



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

公司股权结构集中稳定, 员工股权激励到位。公司董事长徐新建通过太阳雨控股集团持有公司 56.1% 的股权, 是实际控制人。2021 年公司推出限制性股票激励计划, 向董事、副总经理及核心员工等 497 人授予 2290 万股限制性股票, 占总股本的 3.0%。公司激励机制进一步完善, 深度绑定管理层和公司利益。

图8. 公司股权结构图



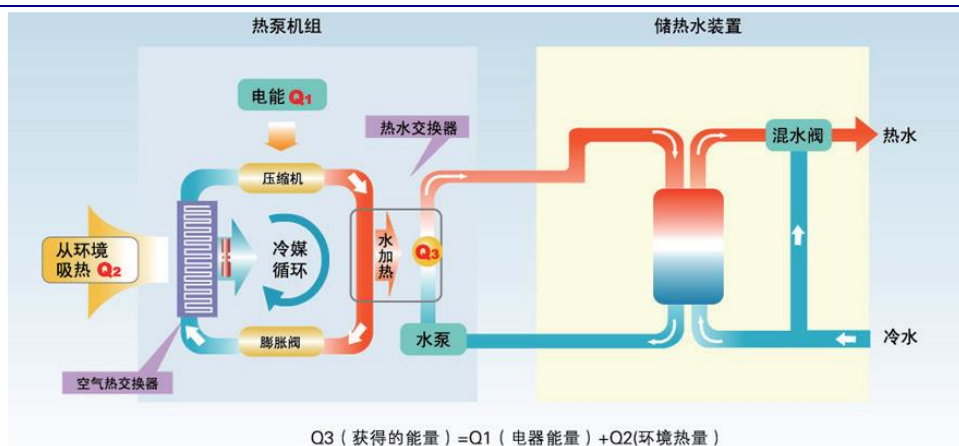
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

3. 全球能源转型加速，公司下游市场需求旺盛

3.1. 欧洲能源紧张，空气能热泵需求迎来爆发

空气能热泵是一种高效节能、零污染的热泵产品。空气能热泵是利用少量电能驱动热泵机组，通过热泵系统中的工作介质进行变相循环，进而利用空气中热能的装置。空气能热泵主要用于家用和商用热水、采暖、烘干等领域。从技术方面来看，空气能热泵基本原理与空调行业相关技术具有相似性，但在换热器等核心换热部件的设计、智能除霜技术方面不同于空调的使用技术。空气能热泵在热效率上具有优势。根据欧洲热泵协会（EHPA）资料，空气能热泵的加热效率在 300%~400%，而电加热器、燃油锅炉、燃气锅炉的加热效率在 100% 以下。

图9. 空气能热泵的工作原理

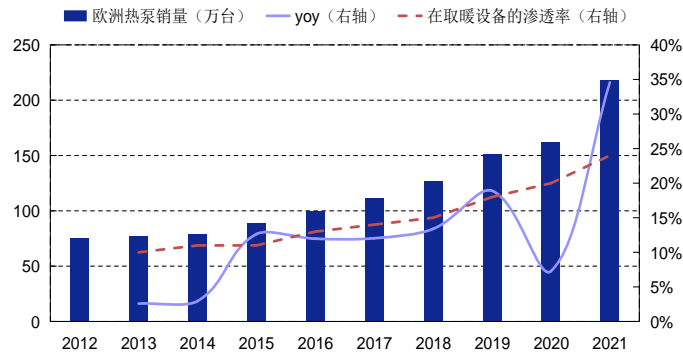


资料来源:《浅谈空气能热泵加热技术在油井加温系统的应用》，安信证券研究中心

空气能热泵经济性凸显，欧洲渗透率将加速提升。欧洲热泵市场以空气能热泵为主。根据欧洲热泵协会（EHPA）资料，2021 年，空气能热泵占欧洲热泵销量的比例超过 80%。2012-2020 年欧洲热泵销量增长稳健，CAGR 为 10.1%。受能源价格上涨和补贴政策刺激，2021 年欧洲热泵销量加速增长，突破 200 万台。根据产业在线，法国、意大利、德国、西班牙是欧洲热泵的主要消费市场，占 2021 年热泵销量的比例合计超过 55%。我们测算，在 2022 年 7 月能源价格水平下，空气能热泵与电取暖设备、燃气取暖设备相比，在 10 年内的使用成本更低。根据 EHPA 数据，2013~2021 年，热泵在欧洲取暖设备中的渗透率由 10% 提高至 24%；在欧洲家庭的普及率由 3.2% 提高至 7.6%。欧洲各国从 2020 年起就颁布了一系列补贴政策和法律法规，以禁止燃油燃气锅炉销售、鼓励热泵在供暖领域的应用。未来空气能热泵在欧洲的渗透率提升空间大。EHPA 预测，到 2026 年欧洲热泵年销量将达到 400 万台。

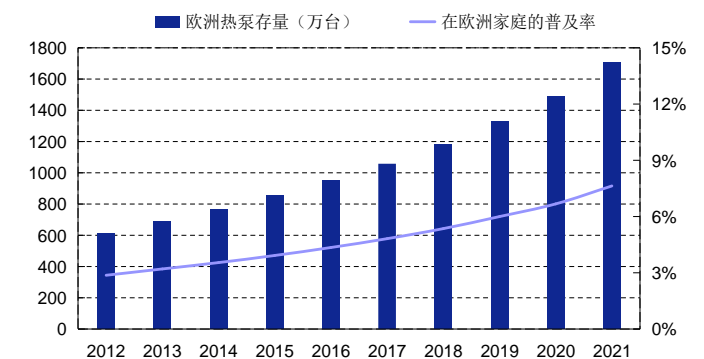
俄乌冲突后，欧洲能源结构急需转型。根据《世界能源统计报告》，2021年天然气在欧洲能源消费结构中的占比为25%；从俄罗斯进口的天然气占天然气消费量的比例接近40%。2021年上半年电荒席卷欧洲，能源价格迅速上涨。2022年俄乌冲突后，欧洲石油、天然气价格暴涨。2022H1，英国天然气期货价、布伦特原油期货价分别同比上涨278%、61%。能源价格高企背景下，空气能热泵将满足欧洲家庭对高效节能取暖方案的需求。

图10. 欧洲热泵销量及其在取暖设备中的渗透率



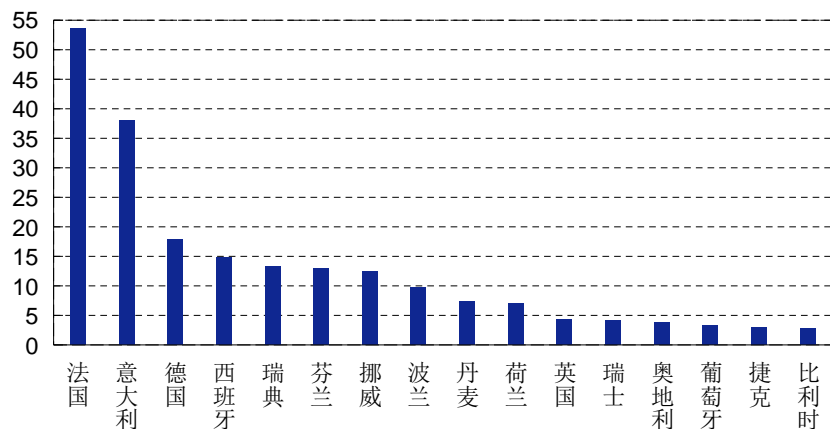
资料来源: EHPA, 安信证券研究中心

图11. 欧洲热泵存量及普及率



资料来源: EHPA, 安信证券研究中心

图12. 2021年欧洲各国热泵销量 (万台)



资料来源: EHPA, 安信证券研究中心

表1: 空气能热泵、电取暖设备、燃气取暖设备 10 年使用成本测算

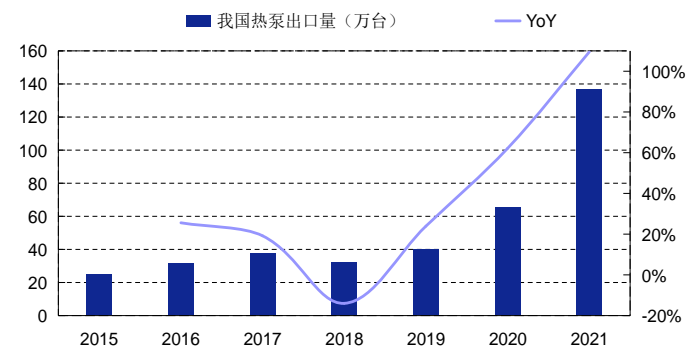
	空气能热泵	燃气取暖设备	电取暖设备
户均取暖量需求 (kWh)	12,037	12,037	12,037
每年使用成本 (欧元)	856	1,917	3,605
整机成本 (欧元)	7,000	2,000	1,500
安装费用 (欧元)	3,000	2,000	1,000
补贴金额 (欧元)	5,000		
补贴后, 10 年的使用成本 (欧元/户, 现金流折现)	12,690	21,223	34,880

资料来源: Eurostat, RAP, EHPA, EEB, 安信证券研究中心 (假设: 1) 以英国 90 平米户型作为取暖需求基准, 户均取暖量为 12037kWh; 2) 电价和燃气价取欧盟 2022 年 7 月均价, 分别为 0.285 欧元/kWh、0.135 欧元/kWh; 3) 根据芬尼科技招股书假设, 空气能热泵能效比 4.0、燃气取暖能效比 0.85、电取暖能效比 0.95; 4) 空气能热泵、燃气取暖设备、电取暖设备的整机成本和安装费用参考欧洲生态设计调查; 5) 空气能热泵补贴额参考法国补贴额, 假设为 5000 欧元。

欧洲需求强劲将带动空气能热泵出口延续高景气。我国热泵产业链体系完备，具备规模和成本优势，已成为全球热泵生产和出口的主要国家。根据《热泵助力碳中和白皮书（2022）》，2020年我国热泵产品生产量占全球的比例接近60%。近年我国空气能热泵出口维持高景气。

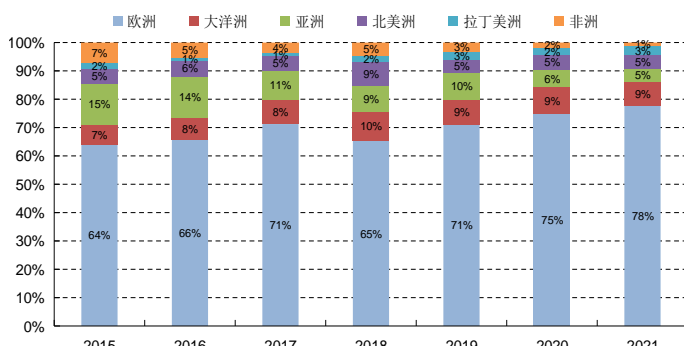
根据海关数据，2015-2021 年我国空气能热泵出口量 CAGR 为 32.5%。欧洲是我国空气能热泵出口的主要市场，近年占我国出口总量的比例超过 70%。受益于欧洲补贴政策刺激消费者需求，2021 年我国空气能热泵对欧洲的出口量增速超过 110%，呈现加速增长的趋势。欧洲能源转型节奏加快背景下，国内空气能热泵企业将持续承接空气能热泵出口订单。

图13. 我国热泵出口量



资料来源：海关总署，安信证券研究中心

图14. 我国热泵分地区出口量

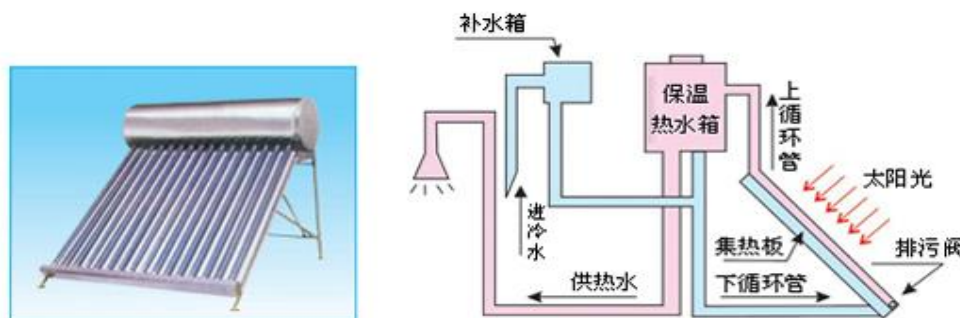


资料来源：海关总署，安信证券研究中心

3.2. 全球碳中和背景下，太阳能热水器市场成长可期

太阳能热水器具备节能环保的优点。太阳能热水器利用热辐射原理，通过集热器将太阳光能转化为热能，把水从低温度加热到高温。太阳能热水器具有节能、环保、安全、容量大、使用寿命长等优点。太阳能热水器按结构形式可分为真空管式和平板式。目前国内太阳能热水器市场以真空管式为主。根据《中国太阳能热利用行业运行状况报告》，2021 年真空管型在我国太阳能集热系统的销量占比为 74%。

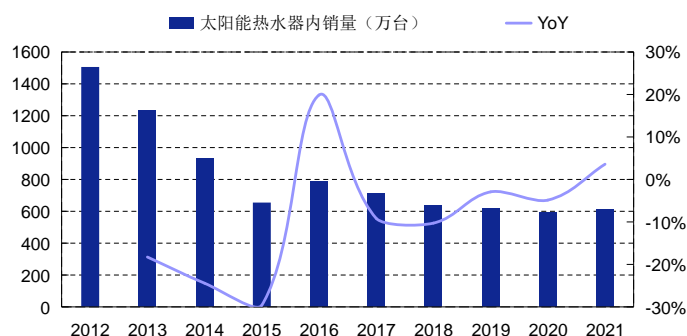
图15. 太阳能热水器原理图



资料来源：家电维修资料网，安信证券研究中心

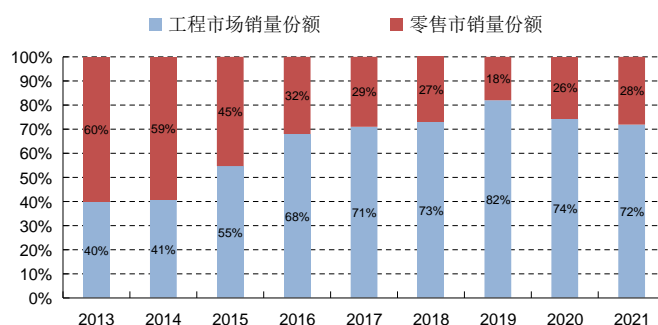
我国太阳能热水器行业发展受政策驱动明显。1987 年，我国制造出第一支玻璃真空集热管，太阳能热水器行业进入初步产业化阶段。1997 年后，我国逐渐形成江苏、北京、山东等太阳能热水器产业基地，皇明、日出东方、清华阳光等企业纷纷成立。2000 年后随着住宅商品化以及家庭对热水需求大幅增长，太阳能热水器下游需求稳步增长。2007 年，国家发改委发布《推进全国太阳能热利用工作实施方案》，全面推动太阳能热水器使用。海南、广东、山西、辽宁等地都纷纷出台了太阳能热水器强制安装政策。2009 年，太阳能热水器被纳入家电下乡范围，进一步打开农村市场，行业进入高速增长阶段。2012 年后，家电下乡政策退出，由于家电下乡政策透支了部分农村市场需求，产品在城市推广又受场地等因素制约，太阳能热水器市场销量持续下滑。

图16. 我国太阳能热水器内销量



资料来源：产业在线，安信证券研究中心

图17. 太阳能集热系统销量中工程、零售市场占比

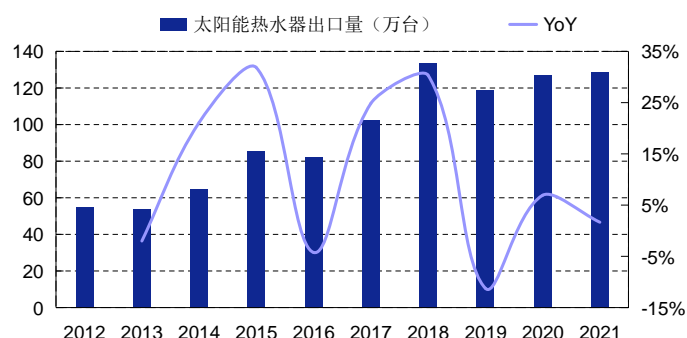


资料来源：中国节能协会太阳能专业委员会，安信证券研究中心

太阳能热水器符合环保趋势。近年国内太阳能热水器销量在 600 万台左右，占整体热水器市场的销量份额 14% 左右。随着城镇化进程加速、各地积极部署绿色建筑、太阳能与建筑相结合的技术不断成熟，太阳能热水器工程市场快速发展。工程市场主要包括民用建筑热水、公共建筑热水、工农业采暖供热领域。2014 年后，工程市场在太阳能集热系统市场的销量占比快速提升至 70% 以上。在环保背景下，我国加快建筑节能减排刻不容缓。2022 年，住建部出台《建筑节能与可再生能源利用通用规范》，要求新建建筑应安装太阳能系统；太阳能建筑一体化应用系统的设计应与建筑设计同步完成。预计兼具环境和经济效益的太阳能集热系统将被更广泛地应用在公共建筑、工农业生产领域。

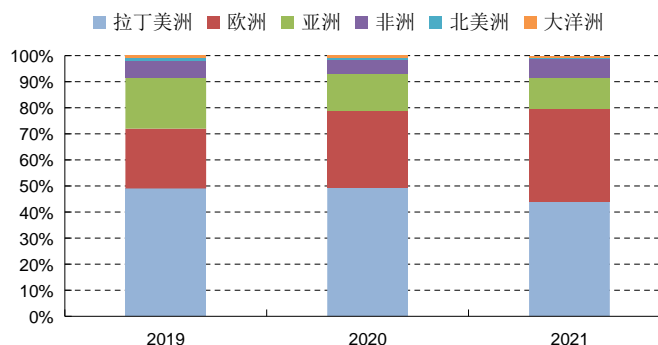
海外能源紧张，我国太阳能热水器出口景气向好。我国是全球最大的太阳能热水器生产国和使用国，建立了从玻璃原材料、玻璃集热管加工到热水器生产的全产业链。2021 年我国太阳能电热水器出口量接近 130 万台，过去 5 年的复合增速为 9.4%。从出口地区来看，拉美和欧洲是主要市场，占 2021 年我国出口总量的比例合计超过 75%。根据国际能源机构数据，2020 年海外各国太阳能集热系统累计装机量占全球的比例不到 25%，未来提升潜力大。REN21 数据显示，2021 年印度、巴西、美国、墨西哥的太阳能集热系统销量快速增长。能源紧张背景下，欧洲太阳能热水器市场有望实现快速增长，国内太阳能热水器出口景气向好。

图18. 我国太阳能热水器出口量



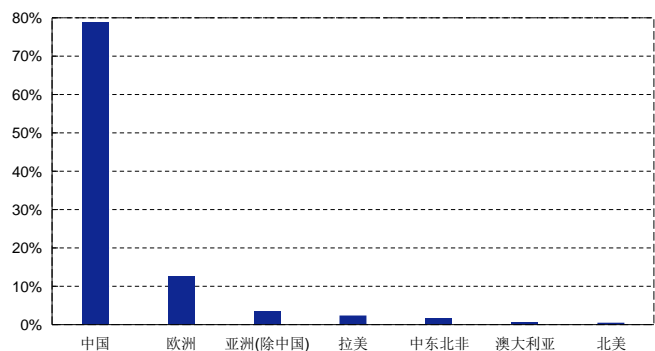
资料来源：产业在线，安信证券研究中心

图19. 我国太阳能热水器分地区出口量占比



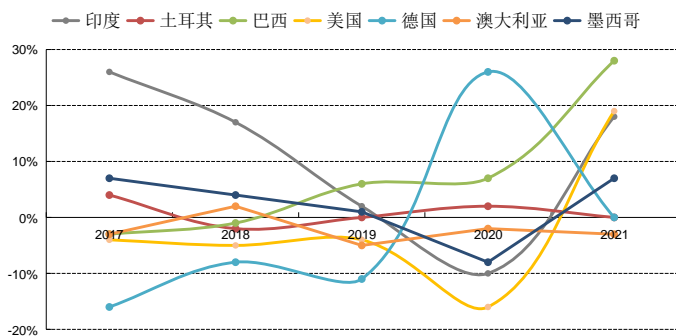
资料来源：海关总署，安信证券研究中心

图20. 2020 年全球太阳能集热系统累计装机量分布情况



资料来源：国际能源机构，安信证券研究中心

图21. 主要国家太阳能集热系统销量增速



资料来源：REN21，安信证券研究中心

4. 空气能：打开日出东方新增长点

4.1. 产品拥有性能优势，产能充足

日出东方已深度布局空气能领域。公司从 2012 年开始布局空气能业务，目前拥有顺德、连云港两大空气能制造基地，其中顺德基地于 2012 年建成并投产、2022 年连云港基地产能将进一步扩大。公司空气能产品覆盖热水、采暖（制冷）、泳池恒温、烘干产品。2021 年，公司空气能业务实现收入 6.05 亿元，内销占比高于外销，其中内销以自主品牌为主、出口以代工为主。

图22. 顺德、连云港生产基地



连云港总部基地

顺德空气能制造基地

资料来源：公司官网，安信证券研究中心

图23. 公司空气能产品展示

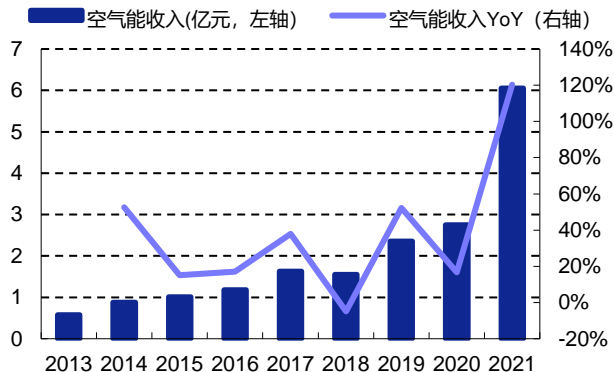


空气能热水器

空气能热泵机组

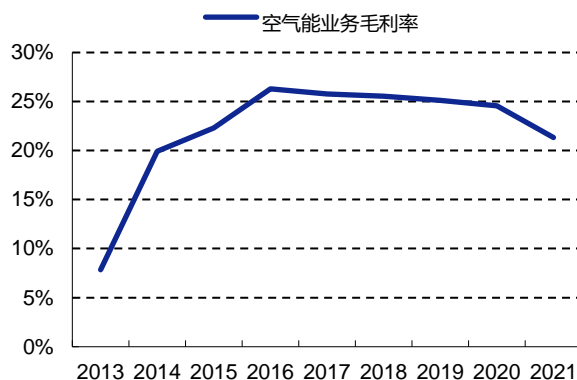
资料来源：公司官网，安信证券研究中心

图24. 2013~2021 年空气能收入复合增速为 34.3%



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图25. 近几年公司空气能业务毛利率位于 20~25% 区间



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

日出东方空气能业务具有一定发展优势。我们认为，公司空气能业务优势为：1) 产能优势。欧洲能源价格高企，空气能海外需求释放。公司拥有顺德、连云港两个空气能生产基地，其中连云港基地今年产能将进一步扩大，可及时承接订单。2) 技术优势。2016 年公司突破智能除霜和低环高效技术，使空气能热泵机组能够在 -30°C 环境下平稳运行，在 -12°C 低温环境下达到 2.64 的高能效比，解决了北方低温环境下设备运行不稳定的痛点。需要补充的是，今年，公司空气能产品结构调整，均价或有提升。往年公司出口产品以泳池恒温类为主，从今年开始，公司将重视采暖类产品出口，空气能产品均价、毛利率有望改善（参考芬尼科技，采暖类产品均价是泳池恒温类的 4-5 倍）。公司空气能产品市占率近两年呈上升态势，说明该业务竞争力获得客户认可。我们判断，空气能业务将成为日出东方未来重点发力的业务，一方面，在欧洲能源价格、海外环保政策催化下，外销需求放量，该业务可有力拉动公司收入增长；另一方面，空气能产品工作原理，与热水器有相似之处，与原有业务也有协同作用。

公司空气能采暖类产品具有性能优势。日出东方产品在使用中更加节能，同时，公司产品能够稳定运行的极限温度（ -30°C ）也优于综合品牌。

表2: 家用空气能热水器对比: 对比白电品牌, 日出东方性价比突出

对比项	帅康	海尔	美的	格力
价格(元)	5399	6999	6399	6799
容量	200L	200L	200L	200L
能效等级	一级能效	一级能效	一级能效	一级能效
制热量(W)	3350	2900	2800	3500
制热功率(W)	788	675	667	820
能效比 COP	4.25	4.30	4.20	4.27
制热水能力(L/h)	72	60	67	75
冷媒	R22	R410A	R410A	R410A
室外噪音(dB)	53	50	50	50
使用环境(°C)	-7	-15	-15	-7

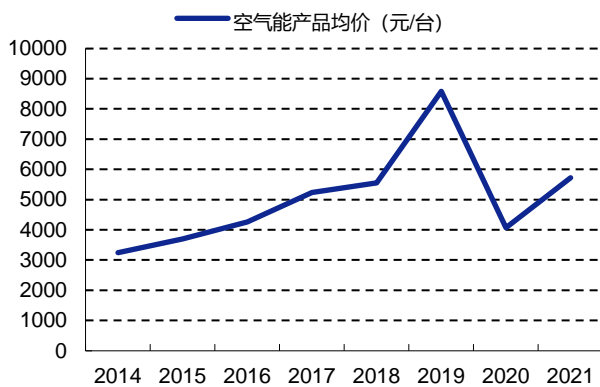
资料来源: 京东, 公司官网, 安信证券研究中心

表3: 家用空气能采暖机组对比: 日出东方能效比占优

对比项	太阳雨	帅康	海尔	纽恩泰
价格(元)	25800	23600	24000	29900
规格	7P	7P	7P	6P
能效等级	一级能效	一级能效	一级能效	一级能效
制热量(kW)	12.5	12.5	14	11.2
制热功率(kW)	4.7	4.7	5.8	4.9
能效比 COP	2.66	2.66	2.41	2.29
制冷	可制冷	可制冷	可制冷	可制冷
噪音(dB)	<=60	60	60	<=62
使用环境(°C)	-30	-30	-25	-30
冷媒类型	R410A	R410A	R410A	R410A

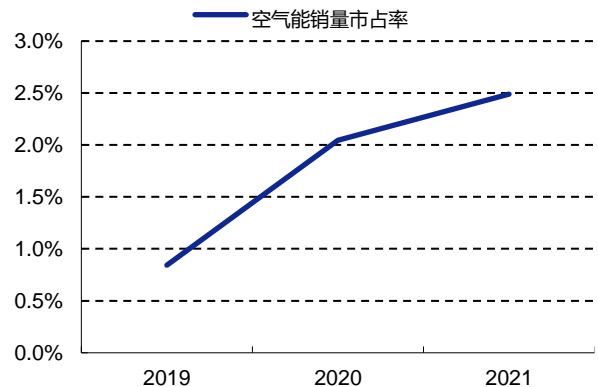
资料来源: 京东, 公司官网, 安信证券研究中心

图26. 公司空气能产品均价



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图27. 公司空气能销量市占率呈上升态势(内销+出口)



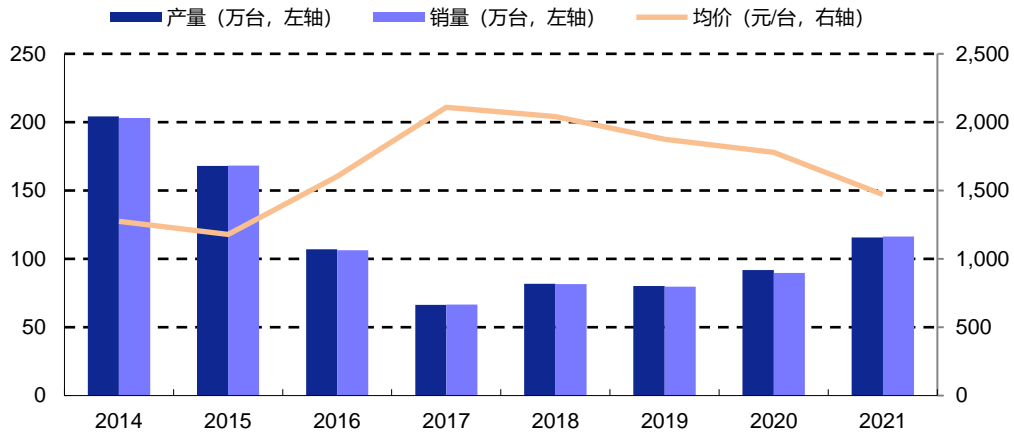
资料来源: 公司公告, 产业在线, 安信证券研究中心

4.2. 太阳能热水器是公司主要产品

太阳雨和四季沐歌均有明确的市场定位, 太阳雨更注重性价比, 四季沐歌性能参数有明显优势。太阳雨和四季沐歌的热水器产品均定位中高端, 但价格带有一定区分。以太阳雨、四季沐歌、海尔三品牌同规格(24管)产品对比: 1) 价格方面, 太阳雨热水器价格更低, 四季沐歌价位最高; 2) 集热能力方面, 太阳雨极限温度略低, 四季沐歌集热效率95%, 高于海尔91%的水平; 3) 保温方面, 四季沐歌表现最好, 海尔好于太阳雨。

公司太阳能热水器产能充足。公司太阳能热水器工厂主要为河南洛阳基地（占地 21 万 m²）和连云港总部基地（占地 42 万 m²）。根据公司公告，2011 年太阳能热水器零售机和工程机产能合计已达到 200 万台。2017 年后，太阳能产品产销量有趋势性上升，相对应均价逐年下降，我们分析，这可能由于工程业务占比提升，影响了产品销售价格。

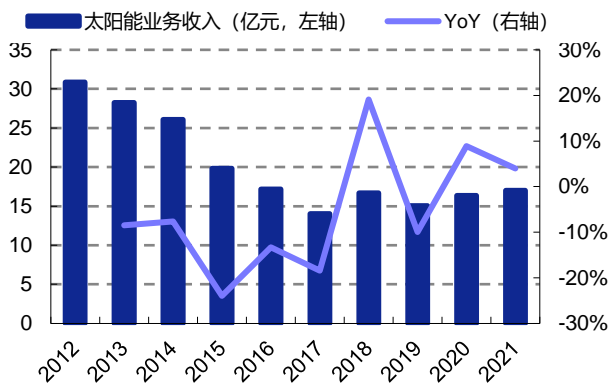
图28. 2017~2021 年，公司太阳能产品均价下滑



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

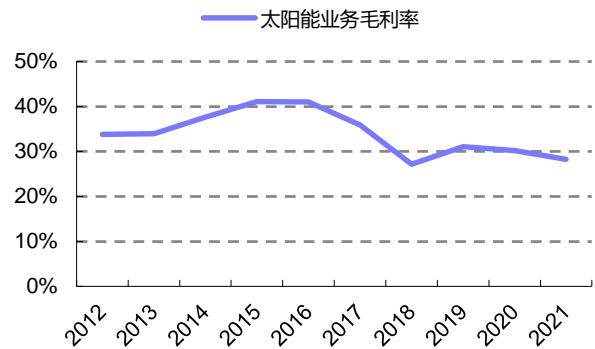
太阳能产品贡献公司主要收入。2021 年，公司太阳能业务收入 17.0 亿元，YoY+4.0%，占比当年总收入 40%。我们认为，日出东方经营太阳能业务已有 20 年，行业地位稳固，2021 年公司太阳能热水器销量市占率（内销+出口）为 15.7%。从该业务增长态势来看，因国内行业趋于饱和，公司近几年太阳能业务规模稳定，成为日出东方现金流业务，为公司开拓其他新业务提供了发展基础。

图29. 太阳能业务平稳发展



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图30. 近年来，公司太阳能业务毛利率下滑

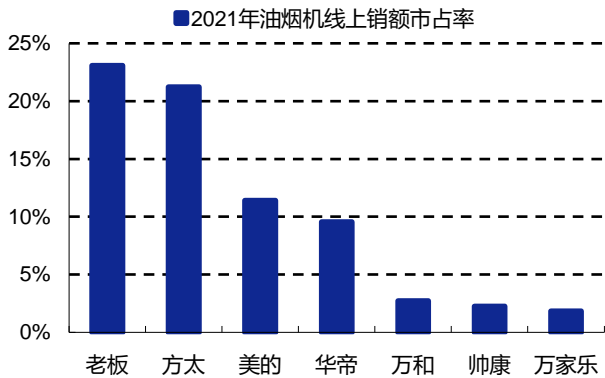


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

4.3. 厨电业务毛利率较高

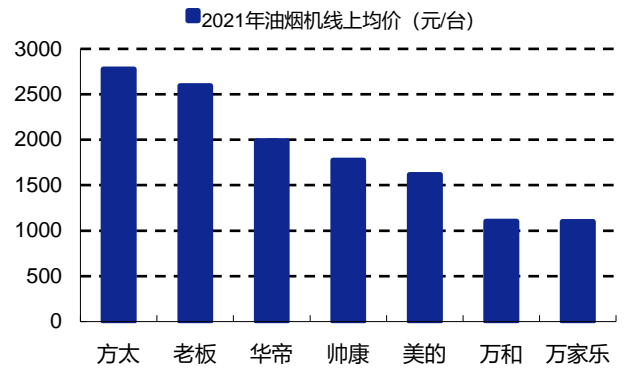
日出东方通过“帅康”品牌销售厨电产品。1984 年，帅康成立于浙江余姚市，1993 年进入油烟机市场。2017 年，公司收购帅康 75% 股份，次年收购帅康剩余 15% 股份，目前合计持有帅康 90% 股份。完成收购后，帅康更加聚焦于厨电业务，此外，帅康拥有一二线城市经销商体系、KA 和电商渠道资源，与公司在三四线城市及农村所积累的经销商体系资源形成互补。2019 年，帅康开始进行渠道下沉。目前帅康油烟机市占率与万和、万家乐相近，仍待提高。

图31. 帅康油烟机线上上市占率较低



资料来源：奥维云网，安信证券研究中心

图32. 帅康油烟机线上均价与华帝、美的相近



资料来源：奥维云网，安信证券研究中心

日出东方对厨电产品的营销和研发投入较多。2017~2019 年公司厨电收入增长快，期间公司对帅康进行较多营销与研发投入。2020~2021 年受制于疫情、原材料涨价，营收增长放缓且毛利率下降，但期间公司持续投入新品研发和营销推广，提升品牌和产品附加值，公司厨电业务能够实现较高的毛利率水平。

图33. 2019 年帅康签约 CCTV 《大国品牌》加大营销



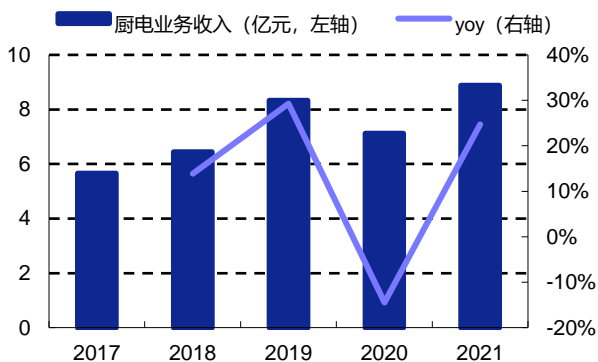
资料来源：帅康集成灶，安信证券研究中心

图34. 2018 年帅康在北京钓鱼台国宾馆发布潜吸式烟机



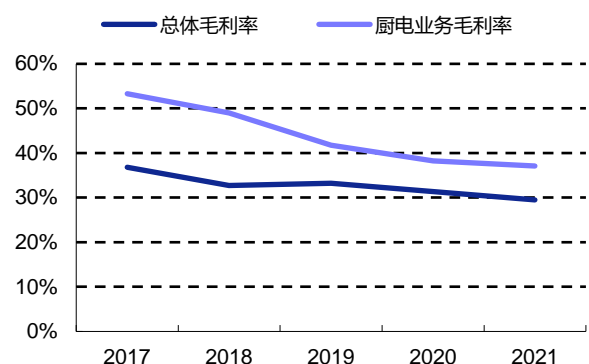
资料来源：中国质量新闻网，安信证券研究中心

图35. 2017~2021 年公司厨电收入复合增速为 12%



资料来源：公司公告，安信证券研究中心 (注：2017 年 3 月 31 日帅康厨电业务并表)

图36. 公司厨电毛利率高于总体毛利率



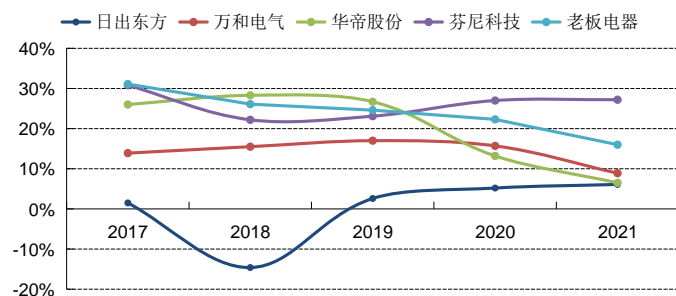
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

5. 财务分析

5.1. 盈利能力有望提升

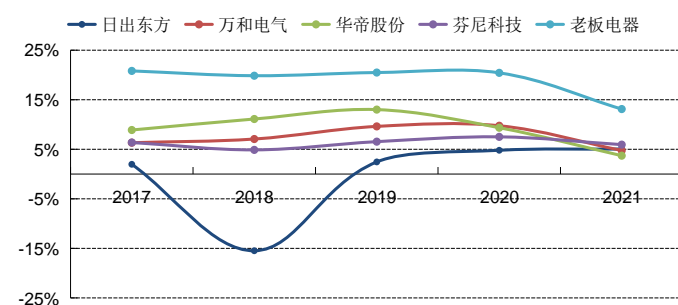
我们选取产品范围涵盖空气能热泵、热水器、厨电的万和电气、芬尼科技、华帝股份、老板电器作为日出东方的财务可比公司。2018年，日出东方业绩为-4.9亿元，主要因：1) 帅康经营不及预期，计提商誉减值损失2.4亿元。2) 可供出售的金融资产减值损失¹、理财产品减值损失共计1.5亿元。2019-2021年，日出东方ROE稳步提高，主要受净利率和总资产周转率提升推动。近年公司净利率提升主要是因为期间费用率下降和投资收益增加（苏宁银行股权投资收益等），这也为日出东方业务转型提供发展基础。展望未来，随着空气能产品结构优化以及原材料价格回落到正常水平，公司ROE有进一步提升的空间。

图37. 2017-2021年可比公司ROE水平



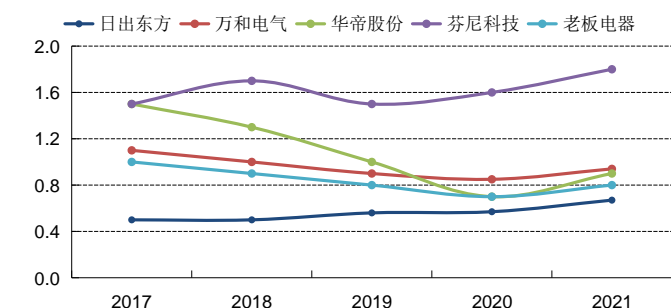
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图38. 2017-2021年可比公司净利率



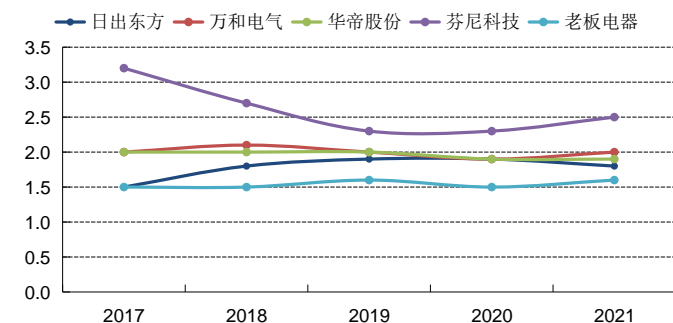
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图39. 2017-2021年可比公司总资产周转率



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图40. 2017-2021年可比公司权益乘数



资料来源：Wind，安信证券研究中心

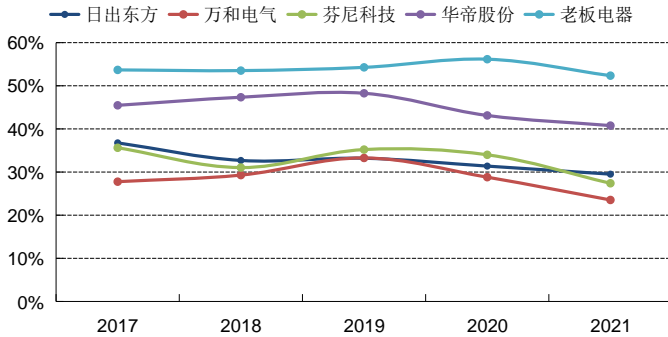
公司毛利率变动主要受产品结构变动、原材料价格变动影响。日出东方从2020年起执行新收入准则，将原销售费用中的运输费计入营业成本。我们以“毛利率-销售费用率”计算毛销差，以衡量公司的盈利能力。2020年，公司毛销差由11.1%提高至12.8%，主要原因为1) 毛利率较高的太阳能热水器和电热水器收入占比提高；2) 公司生产所需的钢、聚氨酯等主要原材料价格下跌。2021年公司毛销差下降至10.5%，主要是因为1) 钢、聚氨酯等原材料价格大幅上涨；2) 毛利率较低的空气能产品收入占比提升明显，对整体毛利率有所影响。

采暖类空气能产品有望拉动公司盈利能力提升。2022年，日出东方将开发大功率全直流变频冷暖产品、大型100-200HP模块采暖机组，加速开拓海外采暖市场。参考芬尼科技，采暖类

¹2018年，公司主要的可供出售金融资产减值情况：上海国泰君安日出东方投资中心（股权并购基金）计提资产减值约5400万元；亚锦科技股票减值2760万元；南京同兴赢典投资管理有限公司旗下的同兴赢典壹号基金计提减值1005万元；这三项合计约9165万元。

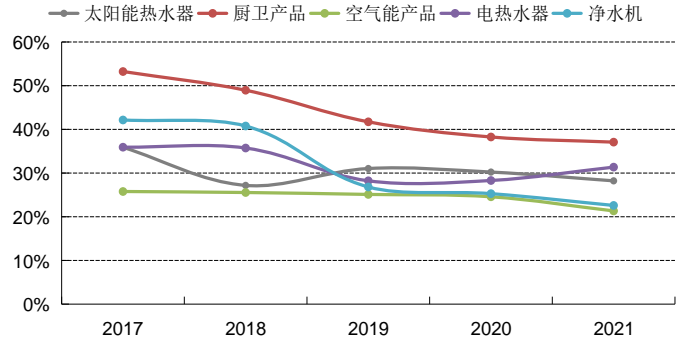
空气能热泵的毛利率高于泳池类、热水类。我们预计，随着采暖类产品在空气能产品的收入占比不断提高，未来公司空气能产品毛利率将持续提升。

图41. 2017-2021 年可比公司毛利率



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

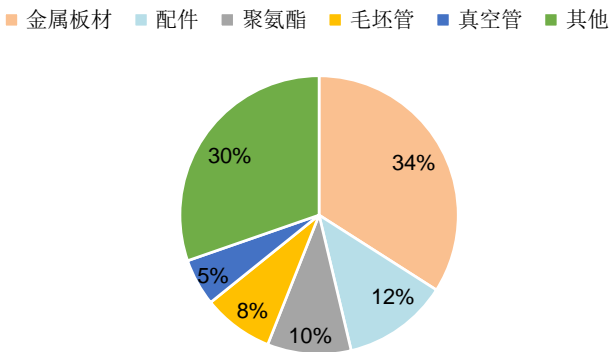
图42. 公司分产品毛利率情况



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

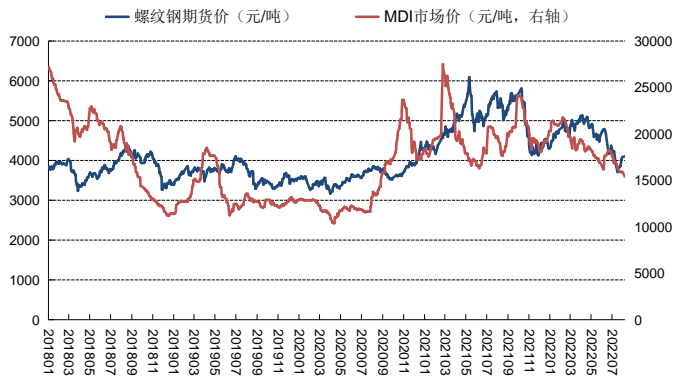
下半年公司业绩有望快速修复。受疫情和原材料涨价影响, 2022H1 公司收入业绩承压。2022H1 公司收入 YoY-6.1%。受上半年疫情影响, 公司连云港基地 (涉及太阳能、空气能等产品) 停工停产近一个月、物流配送受阻, 产品交付延迟, 对收入影响较大。2022H1 公司业绩转负, 主要是因为 1) 原材料价格上涨压力仍在, 公司产品毛利率同比下降 2.7pct。2) 公司实施股权激励, 股份支付费用同比增加 1512 万元。展望下半年, 随着国内疫情得到稳定控制, 公司生产和物流配送恢复正常, 积压订单将陆续交付, 收入有望恢复快速增长。盈利端, 2022 年 7~8 月公司主要原材料钢、MDI 价格分别同比-25.3%、-16.3%。公司产品毛利率将受益于原材料成本下行。公司销售规模扩大后, 规模效应也将摊薄成本费用。

图43. 日出东方原材料成本结构



资料来源: 公司招股说明书, 安信证券研究中心

图44. 日出东方主要原材料价格走势



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

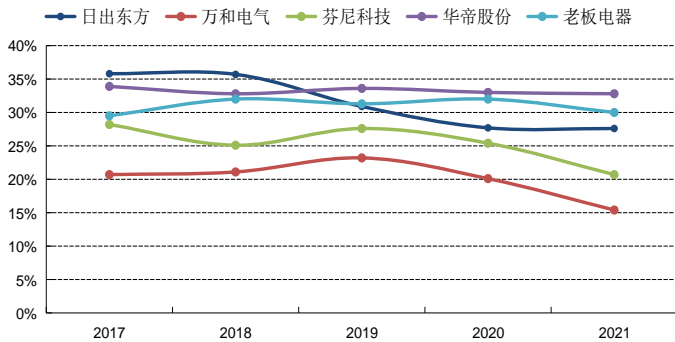
表4: 日出东方和芬尼科技空气能产品毛利率对比

		2019 年	2020 年	2021 年
日出东方	空气能产品	25.1%	24.6%	21.3%
	泳池恒温类空气能产品	34.3%	33.6%	25.5%
芬尼科技	采暖类空气能产品	37.9%	37.1%	32.8%
	生活热水类空气能产品	33.7%	30.4%	25.3%
	烘干类空气能产品	44.8%	39.6%	31.6%

资料来源: 公司招股说明书, 安信证券研究中心

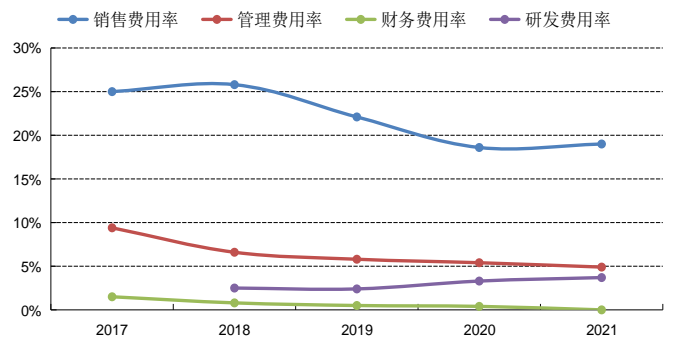
近年日出东方期间费用率呈下降趋势。2018年后，公司期间费用率大幅下降，主要是因为销售费用率和管理费用率降低。2019年，公司加强销售费用管控，销售人员薪酬和广告费支出下降。近年公司管理费用率持续下降，主要因为公司推行了合伙人机制和阿米巴机制，打造了100多个独立经营体，激发了各经营体的节本意识，实现公司整体管理效率和运营效率提升。

图45. 2017-2021年可比公司期间费用率水平



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图46. 2017-2021年日出东方期间费用率拆分



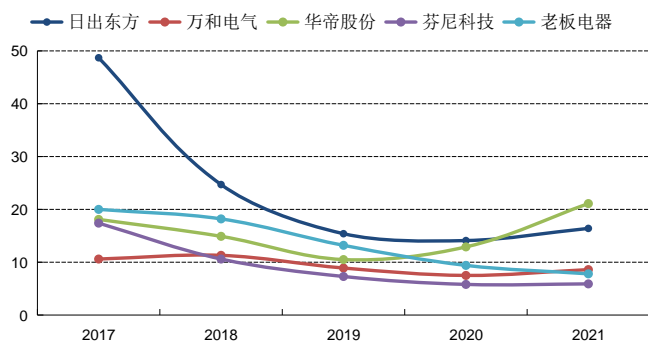
资料来源：Wind，安信证券研究中心

5.2. 营运能力良好

日出东方的应收账款周转率高于可比公司平均水平。公司较高的应收账款周转率得益于谨慎的应收账款政策。公司的零售太阳能、空气能产品以线下经销商模式为主。公司将产品销售给经销商，再由经销商以专卖店的形式进行批发或者零售。公司和经销商之间的产品购销主要采用“先付款，后生产，再发货”模式。经销商下订单且预付全款后，公司才进行生产、发货。2017-2020年公司应收账款周转率下降幅度较大，主要是因为1) 2017年公司收购厨电企业帅康电气后，合并了帅康的应收账款；2) 太阳能和空气能产品的工程渠道收入占比提高。太阳能、空气能产品的工程项目一般采用分期收款的结算方式，应收账款账期较长。

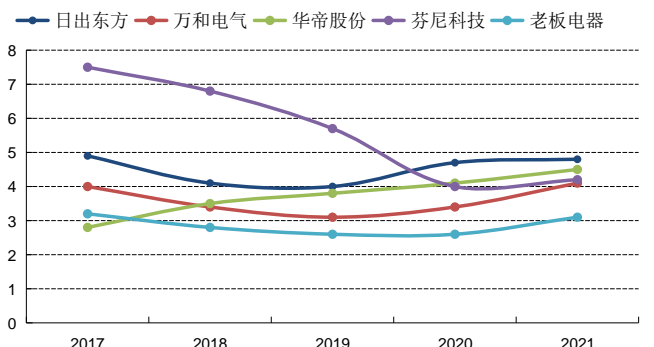
近年日出东方的存货周转率呈提升趋势，高于可比公司平均水平。公司的存货周转率较高，主要是因为1) 采购端，辅助物料由各独立经营体的采购部门负责，根据订单实际需求及时调整采购策略，实现了对原材料库存的优化管理；2) 生产端，公司的太阳能产品主要采用“以销定产”模式，按需生产，能有效降低产品库存。

图47. 2017-2021年可比公司应收账款周转率



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图48. 2017-2021年可比公司存货周转率

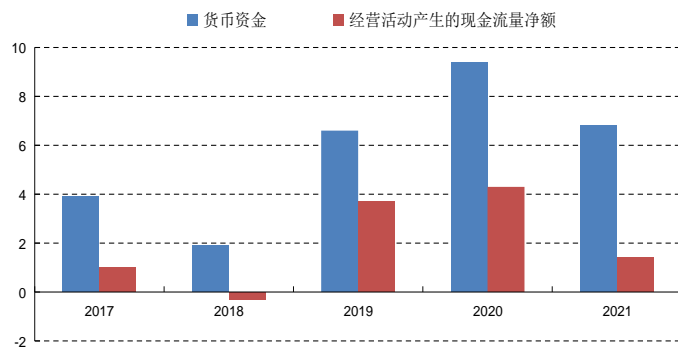


资料来源：Wind，安信证券研究中心

5.3. 现金流情况良好

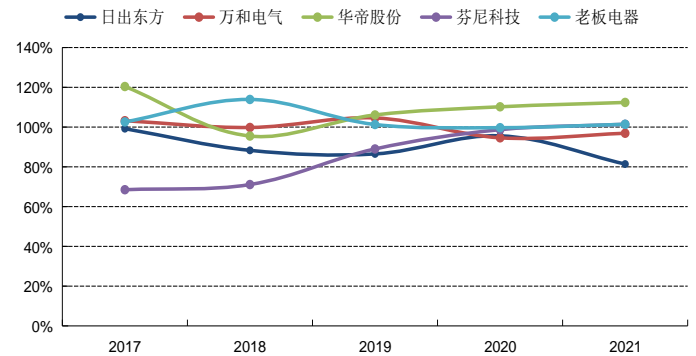
公司在手现金充足，抗风险能力较强。2018-2020 年日出东方货币资金逐年增加。2021 年公司货币资金有所下降，主要因为 1) 公司增加了原材料战略储备和产成品备货；2) 公司增加了债权投资和交易性金融资产投资。近年公司销售商品、提供劳务收到的现金占营收的比例波动较大。这主要是因为公司采用“先付款，再发货”的销售模式，年度间现金流会受到各期期末预收经销商的贷款规模影响。

图49. 公司账面现金和经营活动现金流量净额（亿元）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图50. 可比公司收到的现金占营业收入的比重



资料来源：Wind，安信证券研究中心

6. 盈利预测与投资建议

6.1. 盈利预测

主要盈利预测假设：

- 太阳能热水器业务：根据产业在线，太阳能热水器行业内外销总量稳定，我们预期公司该业务平稳发展。
- 空气能业务：受益于欧洲产业政策、能源价格上涨，我们预期日出东方该业务高速发展。
- 厨卫产品&电热水器业务：受地产景气下行影响，公司厨卫、电热水器产品销量下滑，但因产品结构优化，均价提升。

综上，我们对日出东方 2022~2024 年经营预期如下：

表5：收入分类预测表

	2021	2022E	2023E	2024E
太阳能热水器				
单价 YoY	-19.7%	-11.0%	-5.0%	-5.0%
销量 YoY	29.4%	5.0%	-1.0%	-1.0%
收入 YoY	4.0%	-6.5%	-6.0%	-6.0%
毛利率	28.2%	27.5%	27.0%	27.0%
空气能-内销				
收入 YoY	-	20.0%	18.0%	12.0%
空气能-外销泳池				
收入 YoY	-	-19.0%	17.6%	12.2%
空气能-外销采暖				
收入 YoY	-	417.5%	124.0%	98.0%
空气能-外销其他品类				
收入 YoY	-	20.0%	15.0%	10.0%
空气能-合计				
收入 YoY	120.4%	25.4%	32.3%	31.8%
毛利率	21.3%	25.0%	27.0%	28.0%
厨卫产品				
单价 YoY	4.3%	2.0%	2.0%	2.0%
销量 YoY	19.6%	-15.0%	-6.0%	-4.0%
收入 YoY	24.7%	-13.3%	-4.1%	-2.1%
毛利率	37.1%	39.0%	41.0%	42.0%
电热水器				
单价 YoY	65.2%	5.0%	5.0%	5.0%
销量 YoY	-2.4%	-15.0%	-10.0%	-10.0%
收入 YoY	61.2%	-10.8%	-5.5%	-5.5%
毛利率	31.4%	33.0%	34.0%	34.0%
其他				
收入 YoY	-17.0%	1.0%	2.4%	3.7%
毛利率	28.4%	29.3%	29.5%	29.7%
合计				
收入 YoY	18.7%	-3.0%	2.6%	5.0%
毛利率	29.5%	30.0%	30.5%	30.7%

资料来源：Wind，安信证券研究中心测算

6.2. 估值及投资建议

考虑到公司既有传统厨卫业务，又在发力空气能业务（属于新能源方向），我们选取派能科技、华宝新能、老板电器、万和电气、华帝股份作为日出东方的可比公司。根据安信家电盈利预测，日出东方 2023 年可实现 42 亿元收入、净利率 5.4%。其中：

1) 空气能业务 10 亿元收入，按 7% 净利率估算，可实现 7000 万元业绩。我们认为，2023 年，公司空气能外销产品中，采暖类热泵翻倍，展现出较好的成长性，而采暖类外销产品的价格更高，也会拉升空气能业务盈利能力。长期来看，在海外环保政策影响下，该业务成长确定性较高，我们给予 2023 年 80 倍 PE，对应 56 亿市值；

2) 传统业务 32 亿元收入，可实现 1.6 亿元业绩，给予 2023 年 15 倍 PE，对应 24 亿市值。2023 年，公司合计市值为 80 亿元。按目前总股本计算，对应 2023 年目标价 9.73 元/股。

表6：相对估值表（2022.11.30）

代码	公司名称	市值（亿元）	EPS			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
688063.SH	派能科技	508	6.67	14.83	20.51	49.1	22.1	16.0
301327.SZ	华宝新能	206	3.99	7.62	10.89	53.7	28.2	19.7
平均估值						51.4	25.1	17.8
002508.SZ	老板电器	247	1.95	2.14	2.32	13.3	12.2	11.2
002543.SZ	万和电气	74	0.96	1.17	1.38	10.3	8.5	7.2
002035.SZ	华帝股份	53	0.51	0.55	0.59	12.3	11.4	10.5
平均估值						12.0	10.7	9.7

资料来源：Wind，安信证券研究中心预测

投资建议

我们认为，欧洲环保补贴政策对空气能产业发展有长期拉动作用；短期而言，欧洲能源价格上涨也对空气能销售有催化影响（详见深度报告《空气能：短暂爆发的需求，还是长期拓宽的赛道？》）。随着出口旺季到来，我们预期公司空气能业务或有较好表现。我们预计公司 2022~2023 年 EPS 为 0.22/0.28 元，维持买入-A 的投资评级，12 个月目标价为 9.73 元。

6.3. 风险提示

1. 新冠疫情影响。

国内消费和生产受到新冠疫情的影响，公司线下销售的客流短期内有所减少，自 2020 年 2 月底，海外地区疫情亦呈现不断加剧和反复的态势。如新冠疫情的影响持续时间较长，将对公司的经营发展产生不利影响。

2. 海外业务不及预期。

公司持续推进海外布局与新产业拓展，但全球资产配置可能面临着资源整合与协同效应不达预期的风险，海外市场拓展可能面临当地政治经济局势是否稳定、法律体系和监管制度是否发生重大变化、生产成本是否大幅上升等无法预期的风险。

3. 原材料价格波动风险。

公司核心部件产品的主要原材料为各种等级的铜材、钢材、铝材和塑料等，且家电制造属于劳动密集型行业，如原材料价格出现较大增长，或因宏观经济环境变化和政策调整使劳动力、水、电等生产要素成本出现较大波动，将会对公司经营业绩产生一定影响。

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 ■■■

安信证券股份有限公司（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 ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（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“安信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。

安信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。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

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