

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

尹圣迪 家电行业研究助理
 联系电话：18800112133
 邮箱：yinshengdi@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

前三季度顺利扭亏，热泵业务快速增长

2022年10月26日

- **事件：**Q3 公司实现营业收入 9.58 亿元，同比-4.45%；实现归母净利润 0.37 亿元，同比 37.93%。前三季度公司实现营业收入 26.96 亿元，同比-5.53%；实现归母净利润 0.14 亿元，同比-77.18%。
- **厨电主业承压，热泵收入放量可期。**Q3 公司收入降幅与 Q2（-4.11%）基本持平，前三季度利润成功实现扭亏。我们认为收入下滑的主要原因在于公司厨电、热水器等主业受行业景气度下行影响销售出货。Q3 我国热泵海关出口规模同比+62%，我们预计 Q4 随着取暖季的到来热泵收入有望继续保持稳定增长。
- **盈利能力改善，加大研发费用投入。**盈利水平方面，Q3 公司实现毛利率 29.61%，同比+1.77pct，环比+0.18pct，我们认为公司毛利的改善主要原因在于：1）原材料成本压力下降；2）公司热泵业务规模上升，规模效应提升公司毛利水平。费用方面，公司 Q3 销售、管理、研发、财务费用分别同比-1.27/+1.70/+3.88/+0.15pct，公司对销售费用管控力度明显增大，同时加大了研发费用的投入。受毛利提升和汇兑收益影响，Q3 公司实现销售净利率 3.81%，同比+1.17pct。
- **存货水平小幅增长，经营现金流净额增加。**1）22Q3 期末货币资金+交易性金融资产合计 6.98 亿元，较期初-12.35%，主要因为公司营业收入下滑所致；应收票据及应收账款合计 3.34 亿元，较期初+9.37%；期末存货合计 7.37 亿元，较期初+1.64%；Q3 应付票据及应付账款合计 9.60 亿元，较期初+5.35%；2）Q3 经营活动产生的现金流净额为 0.62 亿元，去年同期为-1.64 亿元，主要原因为去年购买商品、接受劳务支付的现金较多。
- **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受益于海外热泵需求快速增长。我们预计 2022-2024 年公司实现营业收入 40.44/49.84/60.55 亿元，同比-3.8/+23.2/+21.5%，实现归母净利润 1.94/3.31/4.14 亿元，同比-8.6/+70.3/+25.0%。
- **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	4,044	4,984	6,055
增长率 YoY %	5.2%	18.7%	-3.8%	23.2%	21.5%
归属母公司净利润(百万元)	170	213	194	331	414
增长率 YoY%	106.0%	24.9%	-8.6%	70.3%	25.0%
毛利率%	31.4%	29.5%	28.0%	27.2%	26.5%
净资产收益率ROE%	5.1%	5.9%	5.1%	8.0%	9.1%
EPS(摊薄)(元)	0.21	0.27	0.24	0.40	0.50
市盈率 P/E(倍)	24.41	19.09	31.59	18.55	14.84
市净率 P/B(倍)	1.24	1.16	1.61	1.48	1.35

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 10 月 25 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	2,145	3,184	4,258	
货币资金	937	681	380	1,215	1,913	
应收票据	34	29	29	37	44	
应收账款	235	277	276	334	407	
预付账款	37	64	116	108	142	
存货	506	725	758	894	1,115	
其他	566	318	586	596	637	
非流动资产	3,893	4,182	4,286	4,247	4,203	
长期股权投资	1,050	1,217	1,218	1,268	1,318	
固定资产(合计)	1,110	1,034	1,101	1,085	1,049	
无形资产	494	482	474	464	454	
其他	1,239	1,449	1,492	1,430	1,382	
资产总计	6,208	6,276	6,430	7,431	8,461	
流动负债	2,641	2,421	2,354	3,018	3,627	
短期借款	313	31	31	36	38	
应付票据	288	259	306	368	446	
应付账款	653	652	558	776	924	
其他	1,386	1,478	1,458	1,838	2,219	
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	2,526	3,190	3,798	
少数股东权益	60	86	91	97	104	
归属母公司股东权益	3,344	3,597	3,813	4,144	4,558	
负债和股东权益	6,208	6,276	6,430	7,431	8,461	

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	4,044	4,984	6,055	
同比(%)	5.2%	18.7%	-3.8%	23.2%	21.5%	
归属母公司净利润	170	213	194	331	414	
同比(%)	106.0%	24.9%	-8.6%	70.3%	25.0%	
毛利率(%)	31.4%	29.5%	28.0%	27.2%	26.5%	
ROE%	5.1%	5.9%	5.1%	8.0%	9.1%	
EPS(摊薄)(元)	0.21	0.27	0.24	0.40	0.50	
P/E	24.41	19.09	31.59	18.55	14.84	
P/B	1.24	1.16	1.61	1.48	1.35	
EV/EBITDA	11.34	14.98	36.40	19.72	15.06	

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	4,044	4,984	6,055	
营业成本	2,431	2,965	2,912	3,627	4,449	
营业税金及附加	34	32	30	39	47	
销售费用	659	800	748	822	969	
管理费用	192	206	216	234	272	
研发费用	116	155	142	155	182	
财务费用	13	0	2	2	2	
减值损失合计	-60	-25	1	0	0	
投资净收益	141	173	174	199	249	
其他	33	30	40	49	55	
营业利润	211	225	210	354	440	
营业外收支	-11	-11	0	0	0	
利润总额	199	215	210	354	440	
所得税	26	0	11	17	18	
净利润	173	215	199	337	421	
少数股东损益	3	2	4	6	8	
归属母公司净利润	170	213	194	331	414	
EBITDA	311	235	159	252	283	
EPS(当年)(元)	0.21	0.27	0.24	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	-40	731	541	
净利润	173	215	199	337	421	
折旧摊销	180	180	163	145	147	
财务费用	27	8	2	2	2	
投资损失	-144	-173	-174	-199	-249	
营运资金变动	121	-109	-219	454	231	
其它	74	18	-10	-7	-10	
投资活动现金流	345	38	-282	100	157	
资本支出	-87	-130	-444	-36	-29	
长期投资	385	39	-12	-63	-63	
其他	47	130	174	199	249	
筹资活动现金流	-472	-313	21	3	0	
吸收投资	18	77	18	0	0	
借款	850	76	0	5	2	
支付利息或股息	-73	-102	-2	-2	-2	
现金流净增加额	298	-138	-301	835	698	

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。

尹圣迪，家电行业研究助理。伦敦大学学院区域经济学硕士，布达佩斯考文纽斯大学经济学双硕士，对外经济贸易大学金融学学士，西班牙语双学位。2022年加入信达证券，从事家用电器行业研究，主要覆盖白电、小家电、零部件板块。

尤子吟，团队成员。伦敦大学学院金融学硕士，经济学与商业学学士。于2022年加入信达证券，从事家用电器行业研究，主要覆盖清洁电器、厨电板块。

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	秘侨	18513322185	miqiao@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	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjiali@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
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@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。