

2022年08月16日

日出东方 (603366.SH)

空气能景气高企，Q3 销售可期

■事件：日出东方公布 2022 年中报。公司 2022H1 实现收入 17.4 亿元，YoY-6.1%；实现业绩-0.2 亿元，上年同期为 0.3 亿元。折算 2022Q2 单季度实现收入 10.9 亿元，YoY-4.1%；实现业绩 0.4 亿元，YoY-31.6%。受疫情影响，公司 Q2 收入、业绩下滑。考虑到下半年进入空气能产品销售旺季，我们对公司经营持积极预期。

■受疫情影响，公司收入下滑：根据公告，因疫情影响，2022H1 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、物流受阻，产品延迟交付，对收入影响较大。分业务来看，2022H1 日出东方空气能业务实现收入 2.4 亿元，占比总收入比例 13.8%（与 2021 年比重相近）。根据海关数据，2022H1 我国空气能热泵出口金额为 5.8 亿美元，YoY+63%。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？》）。随着下半年出口旺季到来，我们预期日出东方空气能业务或有较好表现，收入端有望改善。

■Q2 公司业绩下滑：我们认为，日出东方 Q2 业绩下滑，原因为：1) 受原材料价格影响，公司 Q2 单季度毛利率为 29.4%，同比-3.1pct。2) 因公司实施股权激励，股份支付摊销费用同比增加，影响 2022H1 业绩 1512 万元。展望 2022H2，我们认为，公司盈利能力有望改善。一方面，疫情影响逐渐消退，公司生产恢复，规模效应显现。另一方面，欧洲对空气能采暖产品的需求增加，出口价格有望提升，改善盈利能力。根据海关数据，2022H1 我国空气能热泵外销均价 YoY+29%。

■投资建议：我们预期日出东方的太阳能热水器、厨电业务平稳发展，空气能业务高速增长。我们预计公司 2022~2023 年 EPS 为 0.31/0.37 元，首次覆盖，给予买入-A 的投资评级。

■风险提示：人民币大幅升值，原材料价格上涨。

100,000,000	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营收入	35.4	42.1	48.1	58.0	69.6
净利润	1.7	2.1	2.5	3.0	3.5
每股收益(元)	0.21	0.26	0.31	0.37	0.43
每股净资产(元)	4.06	4.37	4.62	4.86	5.11

盈利和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	49.0	39.2	33.2	27.8	23.7
市净率(倍)	2.5	2.3	2.2	2.1	2.0
净利润率	4.8%	5.1%	5.2%	5.2%	5.0%
净资产收益率	5.1%	5.9%	6.6%	7.5%	8.4%
股息收益率	1.2%	5.6%	0.9%	1.3%	1.7%
ROIC	9.9%	13.2%	29.4%	87.9%	87.4%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

白色家电

投资评级 买入-A

首次评级

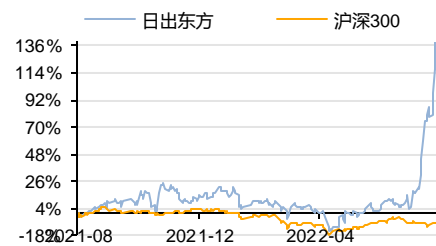
6 个月目标价：12.40 元

股价 (2022-08-15) 10.13 元

交易数据

总市值(百万元)	7,578.91
流通市值(百万元)	7,368.00
总股本(百万股)	822.90
流通股本(百万股)	800.00
12 个月价格区间	3.72/10.23 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	85.83	108.35	123.89
绝对收益	85.69	114.6	117.08

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
0755-82825392

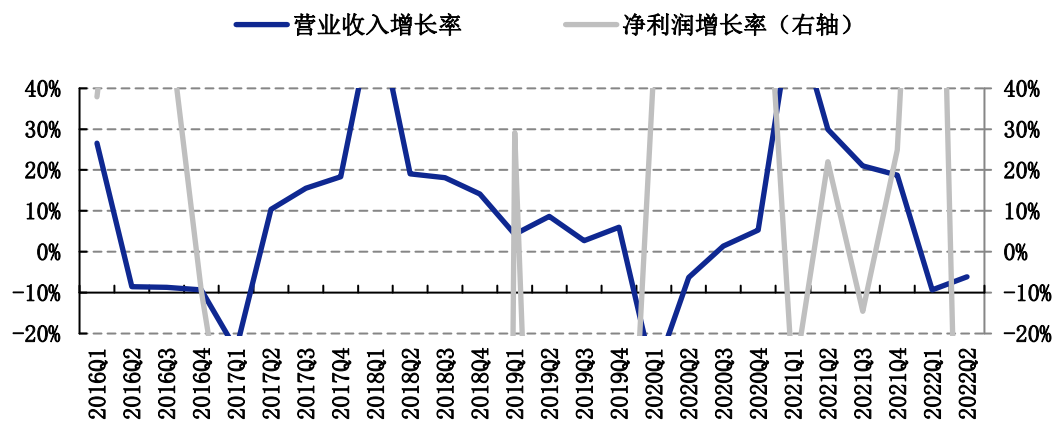
相关报告

表 1：财务指标分析

%	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2
营业收入 YoY	-31	11	16	14	60	16	7	14	-9	-4
归母净利 YoY	-45	62	48	160	33	-7	-39	54	-185	-32
扣非归母净利 YoY	2	120	120	419	34	-4	-51	131	106	-42
销售毛利率	32	33	34	27	31	33	28	28	29	29
销售费用率	27	18	21	13	27	20	20	14	28	20
毛利率-销售费用率	5	15	13	14	4	13	8	14	1	9
销售净利率	-8	6	5	8	-3	5	3	11	-10	4
ROE	-1	2	1	3	-1	2	1	4	-2	1
扣非后 ROE	-1	2	1	2	-1	1	0	4	-2	1
ROA	-1	1	1	2	0	1	0	3	-1	1
销售商品提供劳务收到的现金/收入	140	102	114	59	114	86	107	41	96	103
经营活动现金净流量/收入	-31	20	1	31	-28	12	-16	27	-31	6
经营活动现金净流量/经营净收益	0	267	27	0	0	272	-1,421	0	0	239
经营现金净额占比	107	63	-9	142	49	194	195	130	67	69
投资现金净额占比	-75	65	13	26	57	349	-67	-16	57	107
筹资现金净额占比	68	-28	96	-68	-5	-443	-27	-14	-24	-76

资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 1：收入与净利润增长率



资料来源：Wind，安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
100,000,000	2020	2021	2022E	2023E	2024E	100,000,000	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	35.4	42.1	48.1	58.0	69.6	成长性					
减:营业成本	24.3	29.6	34.0	40.8	48.7	营业收入增长率	5.2%	18.7%	14.3%	20.7%	19.9%
营业税费	0.3	0.3	0.4	0.5	0.6	营业利润增长率	117.5%	7.0%	28.0%	20.3%	17.5%
销售费用	6.6	8.0	9.1	11.0	13.2	净利润增长率	106.0%	24.9%	18.2%	19.6%	17.0%
管理费用	1.9	2.1	2.2	2.6	3.1	EBITDA 增长率	54.8%	-13.0%	36.0%	13.7%	12.5%
研发费用	1.2	1.5	1.5	1.9	2.3	EBIT 增长率	100.7%	-19.2%	12.6%	19.2%	15.6%
财务费用	0.1	0.0	-0.1	-0.2	-0.3	NOPLAT 增长率	79.2%	16.0%	4.6%	19.2%	15.6%
资产减值损失	-0.6	-0.3	-0.4	-0.5	-0.5	投资资本增长率	-13.2%	-53.2%	-60.1%	16.3%	-323.4%
加:公允价值变动收益	-0.1	0.0	-	-	-	净资产增长率	5.0%	8.2%	5.6%	5.1%	5.2%
投资和汇兑收益	1.4	1.7	1.5	1.6	1.6	利润率					
营业利润	2.1	2.3	2.9	3.5	4.1	毛利率	31.4%	29.5%	29.3%	29.8%	30.1%
加:营业外净收支	-0.1	-0.1	0.1	0.1	0.1	营业利润率	5.9%	5.4%	6.0%	6.0%	5.9%
利润总额	2.0	2.1	3.0	3.6	4.2	净利润率	4.8%	5.1%	5.2%	5.2%	5.0%
减:所得税	0.3	0.0	0.4	0.5	0.6	EBITDA/营业收入	12.6%	9.2%	11.0%	10.3%	9.7%
净利润	1.7	2.1	2.5	3.0	3.5	EBIT/营业收入	8.6%	5.9%	5.8%	5.7%	5.5%
资产负债表						运营效率					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E	固定资产周转天数	117	47	0	-6	-13
货币资金	9.4	6.8	13.8	15.6	29.9	流动营业资本周转天数	-94	-90	-102	-97	-107
交易性金融资产	0.7	1.2	1.2	1.2	1.2	流动资产周转天数	249	189	181	190	199
应收帐款	3.2	3.6	3.9	4.8	0.4	应收帐款周转天数	33	29	28	27	14
应收票据	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5	存货周转天数	53	53	52	51	50
预付帐款	0.4	0.6	0.5	0.9	0.7	总资产周转天数	635	534	501	457	416
存货	5.1	7.2	6.5	9.8	9.4	投资资本周转天数	187	108	42	21	-12
其他流动资产	4.2	1.2	1.2	1.2	1.2	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	5.1%	5.9%	6.6%	7.5%	8.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	2.8%	3.4%	3.6%	4.0%	4.2%
长期股权投资	10.5	12.2	12.2	12.2	12.2	ROIC	9.9%	13.2%	29.4%	87.9%	87.4%
投资性房地产	1.3	1.5	1.5	1.5	1.5	费用率					
固定资产	11.1	-	-0.1	-1.7	-3.4	销售费用率	18.6%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
在建工程	0.2	0.3	2.6	3.7	4.6	管理费用率	5.4%	4.9%	4.5%	4.5%	4.5%
无形资产	4.9	4.8	4.7	4.6	4.4	研发费用率	3.3%	3.7%	3.2%	3.3%	3.3%
其他非流动资产	11.0	23.1	22.7	22.3	22.2	财务费用率	0.4%	0.0%	-0.2%	-0.3%	-0.4%
资产总额	62.1	62.8	70.9	76.3	84.7	四费/营业收入	27.7%	27.6%	26.5%	26.5%	26.4%
短期债务	3.1	0.3	-	-	-	偿债能力					
应付帐款	13.7	14.5	18.0	21.2	25.9	资产负债率	45.2%	41.3%	43.9%	45.3%	48.2%
应付票据	2.9	2.6	3.8	4.1	5.6	负债权益比	82.4%	70.4%	78.2%	82.7%	93.2%
其他流动负债	6.7	6.8	6.8	6.8	6.8	流动比率	0.88	0.86	0.95	1.05	1.13
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	0.68	0.57	0.73	0.75	0.88
其他非流动负债	1.6	1.7	1.7	1.7	1.7	利息保障倍数	23.3	823.6	-25.1	-20.4	-15.2
负债总额	28.0	25.9	30.4	33.8	40.1	分红指标					
少数股东权益	0.6	0.9	0.9	0.9	1.0	DPS(元)	0.12	0.57	0.09	0.13	0.17
股本	8.0	8.2	8.2	8.2	8.2	分红比率	58.8%	221.2%	30.0%	35.0%	40.0%
留存收益	25.5	28.0	29.8	31.7	33.8	股息收益率	1.2%	5.6%	0.9%	1.3%	1.7%
股东权益	34.0	36.8	38.9	40.9	43.0						

现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
2020	2021	2022E	2023E	2024E	2020	2021	2022E	2023E	2024E		
净利润	1.7	2.1	2.5	3.0	3.5	EPS(元)	0.21	0.26	0.31	0.37	0.43
加:折旧和摊销	1.8	1.8	2.5	2.7	2.9	BVPS(元)	4.06	4.37	4.62	4.86	5.11
资产减值准备	0.6	0.3	-	-	-	PE(X)	49.0	39.2	33.2	27.8	23.7
公允价值变动损失	0.1	-0.0	-	-	-	PB(X)	2.5	2.3	2.2	2.1	2.0
财务费用	0.3	0.1	-0.1	-0.2	-0.3	P/FCF	229.3	8.7	15.4	33.6	5.4
投资损失	-1.4	-1.7	-1.5	-1.6	-1.6	P/S	2.4	2.0	1.7	1.4	1.2
少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	EV/EBITDA	5.7	3.6	9.2	7.9	4.9
营运资金的变动	4.5	-10.1	5.7	-0.8	11.2	CAGR(%)	20.5%	18.2%	41.8%	20.5%	18.2%
经营活动产生现金流量	4.3	1.4	9.1	3.2	15.8	PEG	2.4	2.1	0.8	1.4	1.3
投资活动产生现金流量	3.5	0.4	-1.5	-0.5	-0.4	ROIC/WACC	1.3	1.7	3.7	11.2	11.1
融资活动产生现金流量	-4.7	-3.1	-0.7	-0.9	-1.2	REP	1.2	1.0	4.1	1.1	-0.4

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 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 6-12 个月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 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 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。

■ 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。

■ 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 119 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