

2022年11月01日

海立股份 (600619.SH)

Q3 收入稳健增长，毛销差同比改善

■事件：海立股份公布 2022 年三季报。公司前三季度实现收入 123.9 亿元，YoY+4.1%；实现业绩 0.6 亿元，YoY-54.6%。经折算，2022Q3 单季度实现收入 38.2 亿元，YoY+4.3%；实现业绩-0.2 亿元，去年同期 0.3 亿元。我们认为，海立原主业经营稳定，汽零业务稳步推进，Q3 收入同比小幅提升；受海立马瑞利业绩未达预期影响，Q3 公司盈利能力承压。

■Q3 单季度收入同比回升：据产业在线，Q3 转子压缩机、空调电机、洗涤电机行业销量 YoY-3.4%/-3.0%/-2.7%（Q2 分别为 -1.9%/-1.4%/-4.4%）。白电上游零部件行业景气平稳，海立压缩机在非自配市场份额领先，市场地位持续稳固，我们判断，海立原主业收入延续小幅增长趋势。公司有序推动汽零业务发展，为日产全新高端电动车型 ARIYA 配套的汽车空调已投入量产，并获得本田汽车的高压温水加热器新定点，以及雷诺及日产等多款车型的汽车空调新定点。前三季度，海立新能源车用电动压缩机销量 YoY+143.4%。展望后续，公司持续优化主业产品结构，加速新能源产业发展，收入规模有望稳步提升。

■Q3 单季度毛销差改善，净利率同比下降：剔除运费调整影响，Q3 海立毛销差同比+0.3pct，环比+2.6pct，主要因为原材料价格持续下降，且公司生产效率提升。Q3 管理、研发、财务费用率同比分别+1.1pct、-2.3pct、-1.6pct。公司原主业和汽零业务研发协同效应提升，Q3 研发费用率有所下降。美元升值增厚汇兑损益，Q3 财务费用率同比减少。Q3 海立马瑞利业绩补偿的公允价值变动收益同比-1.2 亿元，导致 Q3 公允价值变动收益占收入的比例同比-3.3pct。综合影响之下，Q3 海立净利率为-0.6%，同比-1.3pct。后续，随着汽零业务不断拓展新客户，销量逐步提升，有望带动整体盈利能力改善。

■Q3 经营现金流净流出：Q3 海立经营性现金流净额-1.2 亿元，去年同期+1.9 亿元。公司现金流状况下降，主要因为加速汽零业务发展，材料采购支出增加，Q3 购买商品、接受劳务支付的现金同比+4.9 亿元。

■投资建议：海立股份是我国转子式压缩机行业的优势品牌，在非自配套市场保持领先地位。公司积极布局新能源汽车零部件领域，有望实现多元化增长，开启第二成长曲线。我们预计公司 2022~2024 年 EPS 为 0.18/0.24/0.28 元；给予买入-A 的投资评级，12 个月目标价 7.19 元，对应 2023 年的 PE 估值 30x。

■风险提示：原材料大幅涨价，人民币大幅升值，竞争格局恶化

100,000,000	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营收入	110.7	157.7	164.4	173.8	183.8
净利润	1.6	3.2	2.0	2.6	3.0

公司快报

证券研究报告

家电零部件

投资评级 买入-A

维持评级

12 个月目标价：7.19 元
 股价 (2022-11-01) 5.76 元

交易数据	
总市值 (百万元)	6,105.28
流通市值 (百万元)	4,009.58
总股本 (百万股)	1,084.42
流通股本 (百万股)	712.18
12 个月价格区间	5.63/9.09 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.52	-17.59	-3.65
绝对收益	-5.85	-28.64	-22.08

张立聪 分析师
 SAC 执业证书编号：S1450517070005
 zhanglc@essence.com.cn

余昆 分析师
 SAC 执业证书编号：S1450521070002
 yukun@essence.com.cn

相关报告

海立股份：收购马瑞利香港，积极布局新能源汽车零部件/张立聪 2021-08-03

每股收益(元)	0.15	0.30	0.18	0.24	0.28
每股净资产(元)	4.16	5.74	6.02	6.20	6.39

盈利和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	38.4	19.3	31.9	24.0	20.7
市净率(倍)	1.4	1.0	1.0	0.9	0.9
净利润率	1.5%	2.0%	1.2%	1.5%	1.6%
净资产收益率	3.6%	5.2%	3.0%	3.9%	4.3%
股息收益率	2.1%	2.6%	0.6%	1.0%	1.4%
ROIC	7.4%	10.7%	5.7%	-4.9%	-12.2%

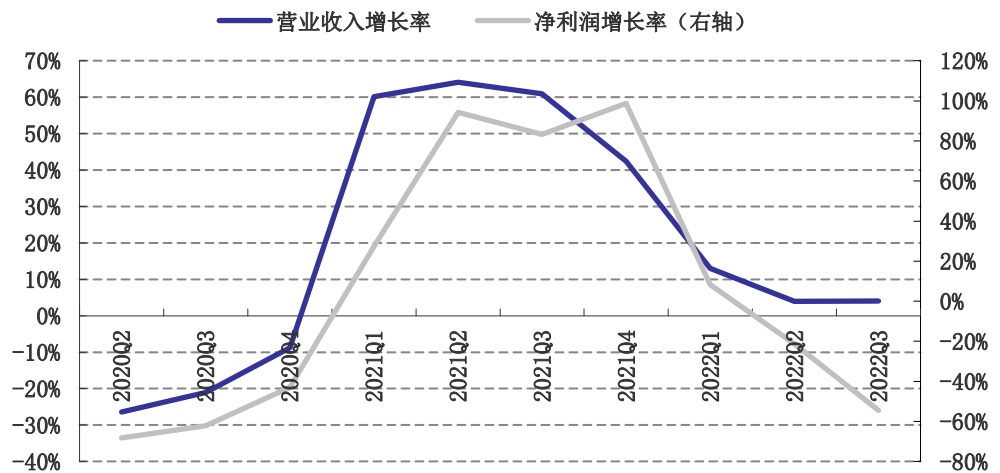
数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

表 1: 单季度财务指标分析

	%	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3
营业收入 YoY		-23	-7	32	60	68	54	5	13	-4	4
归母净利 YoY		-66	-15	-4	27	184	52	111	8	-39	-178
扣非归母净利 YoY		-105	-10 0	-36	25	-2,54 5	52,58 3	-112	-154	-136	-40
销售毛利率		13	14	13	12	13	11	8	10	7	10
销售费用率		3	3	2	3	2	3	-2	2	0	1
毛利率-销售费用率		10	11	11	9	11	9	9	8	6	9
销售净利率		1	1	3	1	2	1	3	1	0	-1
ROE		1	0	2	1	1	1	3	1	1	0
扣非后 ROE		0	0	1	1	1	-1	0	0	0	-1
ROA		0	0	1	0	0	0	1	0	0	0
销售商品提供劳务收到的 现金/收入		97	113	84	75	96	109	43	81	116	110
经营活动现金净流量/收入		-4	-6	40	-19	9	5	14	-16	12	-3
经营活动现金净流量/经营 净收益		-2,37 0	0	2,053	-1,69 1	424	0	0	0	0	0
经营现金流净额占比		-229	206	97	98	416	11	147	73	63	7
投资现金流净额占比		-474	-86	1	122	-29	-11	-69	-1	-15	33
筹资现金流净额占比		802	-20	2	-119	-287	99	22	28	52	60

资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 1: 收入与归母净利润同比



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	110.7	157.7	164.4	173.8	183.8	成长性					
减:营业成本	96.2	140.0	146.4	154.5	162.1	营业收入增长率	-8.8%	42.4%	4.3%	5.7%	5.7%
营业税费	0.4	0.5	0.8	1.0	0.9	营业利润增长率	-45.0%	27.3%	-20.2%	32.9%	15.9%
销售费用	2.7	2.6	2.1	2.2	2.4	净利润增长率	-43.0%	98.7%	-39.4%	32.9%	15.9%
管理费用	3.9	6.1	6.9	7.3	7.7	EBITDA 增长率	-14.0%	30.0%	26.2%	-2.1%	2.1%
研发费用	4.9	7.3	7.4	7.6	7.9	EBIT 增长率	-32.1%	38.1%	-27.3%	-9.9%	10.7%
财务费用	1.3	1.6	0.8	-0.1	-0.3	NOPLAT 增长率	-22.3%	54.1%	-52.0%	-9.9%	10.7%
资产减值损失	-0.4	-0.4	-	-	-	投资资本增长率	5.7%	-9.0%	-204.2%	-55.6%	230.1%
加:公允价值变动收益	0.1	1.3	2.2	1.5	-	净资产增长率	-0.3%	39.9%	3.6%	2.1%	2.2%
投资和汇兑收益	-0.2	1.1	-	-	-	利润率					
营业利润	2.0	2.6	2.1	2.7	3.2	毛利率	13.2%	11.2%	10.9%	11.1%	11.8%
加:营业外净收支	0.0	-0.2	-	-	-	营业利润率	1.8%	1.6%	1.3%	1.6%	1.7%
利润总额	2.0	2.4	2.1	2.7	3.2	净利润率	1.5%	2.0%	1.2%	1.5%	1.6%
减:所得税	-0.0	-0.5	0.3	0.4	0.5	EBITDA/营业收入	7.6%	7.0%	8.4%	7.8%	7.6%
净利润	1.6	3.2	2.0	2.6	3.0	EBIT/营业收入	2.6%	2.5%	1.8%	1.5%	1.6%
资产负债表						运营效率					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E	固定资产周转天数	121	52	9	-13	-33
货币资金	22.8	38.7	86.3	63.5	111.5	流动营业资本周转天数	20	31	-46	-88	-83
交易性金融资产	0.1	2.4	2.3	2.3	2.3	流动资产周转天数	299	277	311	275	288
应收帐款	31.1	42.5	20.1	10.8	20.8	应收帐款周转天数	98	84	69	32	31
应收票据	11.3	17.6	3.0	1.9	2.7	存货周转天数	70	57	49	52	51
预付帐款	4.7	5.7	2.8	4.0	4.1	总资产周转天数	470	411	444	379	364
存货	20.4	29.3	15.5	35.2	17.0	投资资本周转天数	151	104	-2	-68	-85
其他流动资产	7.3	8.9	8.8	8.8	8.8	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	3.6%	5.2%	3.0%	3.9%	4.3%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	1.4%	1.4%	0.9%	1.4%	1.3%
长期股权投资	0.8	2.4	2.4	2.4	2.4	ROIC	7.4%	10.7%	5.7%	-4.9%	-12.2%
投资性房地产	1.7	0.5	0.5	0.5	0.5	费用率					
固定资产	36.8	9.1	-1.2	-11.5	-21.8	销售费用率	2.5%	1.6%	1.3%	1.3%	1.3%
在建工程	2.6	3.7	5.7	5.7	5.7	管理费用率	3.5%	3.9%	4.2%	4.2%	4.2%
无形资产	4.8	6.4	5.8	5.1	4.4	研发费用率	4.4%	4.6%	4.5%	4.4%	4.3%
其他非流动资产	5.0	43.6	43.0	42.4	42.4	财务费用率	1.1%	1.0%	0.5%	-0.1%	-0.2%
资产总额	149.5	211.0	195.0	171.1	201.0	四费/营业收入	11.6%	11.1%	10.5%	9.8%	9.6%
短期债务	16.8	26.8	-	-	-	偿债能力					
应付帐款	25.5	42.3	30.9	38.9	35.1	资产负债率	63.4%	63.8%	59.4%	52.7%	58.8%
应付票据	28.5	28.8	47.8	32.4	46.0	负债权益比	173.5%	175.9%	146.1%	111.4%	142.9%
其他流动负债	13.0	21.1	32.2	14.1	32.3	流动比率	1.17	1.22	1.25	1.48	1.48
长期借款	2.7	10.5	-	-	-	速动比率	0.92	0.97	1.11	1.07	1.33
其他非流动负债	8.4	4.9	4.9	4.9	4.9	利息保障倍数	2.3	2.4	3.5	-18.0	-9.5
负债总额	94.8	134.5	115.8	90.2	118.2	分红指标					
少数股东权益	9.6	14.2	14.0	13.7	13.4	DPS(元)	0.12	0.15	0.04	0.06	0.08
股本	8.8	10.8	10.8	10.8	10.8	分红比率	81.5%	50.4%	20.0%	25.0%	30.0%
留存收益	37.2	52.8	54.4	56.3	58.4	股息收益率	2.1%	2.6%	0.6%	1.0%	1.4%
股东权益	54.7	76.4	79.2	80.9	82.7						

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	2.1	2.9	2.0	2.6	3.0	EPS(元)	0.15	0.30	0.18	0.24	0.28
加:折旧和摊销	6.1	7.6	11.0	11.0	11.0	BVPS(元)	4.16	5.74	6.02	6.20	6.39
资产减值准备	0.4	0.4	-	-	-	PE(X)	38.4	19.3	31.9	24.0	20.7
公允价值变动损失	-0.1	-1.3	2.2	1.5	-	PB(X)	1.4	1.0	1.0	0.9	0.9
财务费用	0.9	1.4	0.8	-0.1	-0.3	P/FCF	5.2	1.8	1.4	-2.8	1.3
投资损失	-0.1	-1.3	-	-	-	P/S	0.6	0.4	0.4	0.4	0.3
少数股东损益	0.4	-0.3	-0.2	-0.3	-0.3	EV/EBITDA	7.8	6.3	-3.5	-1.8	-5.3
营运资金的变动	-1.4	-44.7	80.2	-35.5	35.3	CAGR(%)	4.2%	-2.3%	-21.5%	4.2%	-2.3%
经营活动产生现金流量	3.5	4.2	95.9	-20.8	48.7	PEG	9.3	-8.4	-1.5	5.8	-9.0
投资活动产生现金流量	-1.7	-13.8	-4.0	-1.6	-	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	9.4	23.6	-44.3	-0.5	-0.6	REP					

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