

白电表现突出，盈利逐季提升

四川长虹(600839)

事件概述

4月25日，公司发布2022年年度报告及2023年一季度报告：

2022年：公司实现营业收入924.8亿元，同比-7.2%，实现归母净利润4.7亿元，同比+64.4%，扣非归母净利润3.3亿元，同比+30%。

对应22Q4：公司实现营业收入253.7亿元，同比-5.2%，实现归母净利润2.4亿元，同比+110%，扣非归母净利润为3.7亿元，同比+14.4%。

23Q1：公司实现营业收入229.4亿元，同比+14.2%，实现归母净利润0.8亿元，同比+65%，扣非归母净利润0.9亿元，同比+149%。

分析判断：

► 2022年收入：白电表现突出，ICT、中间有所调整分业务看：

1) 黑电：22年营收135.2亿元，同比-2.3%。根据公司22年年报，公司大屏、高端产品放量，内销、外销销量同比均超30%，收入下降主因为面板价格下降带来的均价下跌。

2) 空冰：22年营收181亿元，同比+17.8%。根据公司22年年报，冰箱受益ODM增长、B端线上同比增长近30%。空调零售受高温天气拉动，下沉渠道、ODM业务增幅较大。行业方面，根据产业在线，2022年中国冰箱销售量同比下滑12.6%；根据奥维推总，2022年中国空调市场全渠道销售量同比下降3.3%；销售额同比略有增0.3%。

3) 中间业务：22年营收150.7亿元，同比-21%。根据公司22年年报，公司基于优化产业结构及风险控制考虑，对部分中间产品的贸易业务进行收缩。

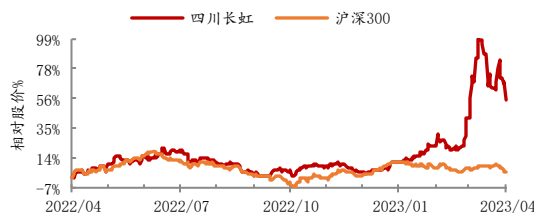
其中冰箱压缩机：22年营收92亿元，同比+2%。根据公司22年年报，公司商用/变频压缩机销量分别同比增长1.1%/18.5%，对冲家用压缩机销量下降影响。

4) ICT综合服务：22年营收331.2亿元，同比-12.2%。根据公司22年年报，营收下降主要受重点渠道合作规模下降、消费电子规模缩小影响。

5) 特种电源：22年营收15.2亿元，同比+20%。根据公司22年年报，公司在多个配套锂电电源系统领域取得市场突破，市场份额不断扩大，高铁轨交蓄电池系统批量生产供货。

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	3.97
股票代码：	600839
52周最高价/最低价：	5.34/2.46
总市值(亿)	183.26
自由流通市值(亿)	183.21
自由流通股数(百万)	4,614.96



分析师：陈玉卢

邮箱：chenyl@hx168.com.cn

SAC NO: S1120522090001

联系电话：

研究助理：喇睿萌

邮箱：larm@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话：

分区域看，公司 22 年国内/海外收入分别为 712/196 亿元 (YOY-8%/-3%)。根据公司 22 年年报，公司持续推进海外生产基地建设，完善面向北美及欧洲市场的生产基地布局，坚持电商国际化主线，国际化发展提速。

► **2022 年业绩：盈利能力逐季提升**

2022 年：整体毛利率为 11.6%，同比+1.7pct，归母净利率为 0.5%，同比+0.2pct，扣非归母净利率 0.35%，同比+0.1pct。

对应 22Q4：整体毛利率为 15.1%，同比+4pct，归母净利率为 1.0%，同比+0.5pct，扣非归母净利率 1.5%，同比+0.3pct。

前三个季度毛利率分别：9.7%、10.3%、10.8%。

分业务看：

1) **黑电：**22 年毛利率 16.1%，同比+1.2pct。根据公司 22 年年报，主要由于电视产品迭代、结构升级，我们预计今年大幅减亏。

2) **空冰：**22 年毛利率 16.1%，同比+1.4pct，预计主要受益原材料价格回落等。

3) **中间产品 (含冰箱压缩机)：**22 年毛利率 10.9%，同比+3.5pct。根据公司 22 年年报，我们预计主因为商用、变频等高端新品推广+成本优化。

4) **ICT：**22 年毛利率 3.5%，同比+0.5pct。

分区域看：22 年海外毛利率 16.3%，同比+7pct。根据国家统计局数据，22 年人民币兑美元平均汇率同比贬值 4.1%，我们预计汇率贬值提升了公司外销利润。

22 年非经常性损益方面：根据公司 22 年年报，受海外部分市场 (含巴基斯坦) 及国内部分渠道商 (含国美) 影响计提信用减值约全年 7 亿 (Q4 为 5 亿)。

► **23Q1：盈利同比提升**

公司整体毛利率为 10.2%，同比+0.5pct，归母净利率为 0.36%，同比+0.1pct，扣非归母净利率 0.38%，同比+0.2pct。根据公司 2023 年 3 月 9 日投资者问答，预计业绩增长主要由于 Q1 家电促消费政策落地，下游需求有所复苏。

► **未来展望：**

1) **激励制度明确：**根据公司 22 年年报，公司采用“利润分享”的中长期激励模式，有明确的激励基金的计提比例，22 年度考评预计 23 年 7 月实施，有利于激发管理团队积极性。

2) **家电业务转型升级：**根据公司 22 年年报，公司不断推进产品高端化转型，聚焦智慧家庭方向发展新业务，以新业务孵化促进转型升级，随着 23 年家电需求回升，有望贡献更大业绩增量。

投资建议

公司为全球化综合型企业，根据公司 22 年年报，黑电业务产品结构持续优化，推进大规模高端定制化生产；白电业务 22 年逆势增长，看好 23 年家电需求回升背景下持续改善；ICT

业务将加大技术投入，赋能客户价值提升；特种电源业务重点突破特种装备、民航等领域，有望成为公司新的利润增长点。

我们预计 23-25 年公司收入分别为 1018/1104/1195 亿元，同比分别+10%/+8%/+8%。预计 23-25 年归母净利润分别为 6.7/8.7/10.8 亿元，同比分别+44%/+30%/+23%，相应 EPS 分别为 0.15/0.19/0.23 元，以 23 年 4 月 26 日收盘价 3.97 元计算，对应 PE 分别为 27/21/17 倍，可比公司 23 年平均 PE 为 16 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

行业需求下滑、贸易摩擦及地缘政治影响、行业空间测算偏差、第三方数据失真风险、研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险、客户认证不通过、汇率波动等。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	99,632	92,482	101,806	110,380	119,474
YoY (%)	5.5%	-7.2%	10.1%	8.4%	8.2%
归母净利润(百万元)	285	468	673	874	1,076
YoY (%)	527.3%	64.4%	43.8%	29.9%	23.1%
毛利率 (%)	10.0%	11.6%	12.3%	12.5%	12.7%
每股收益 (元)	0.06	0.10	0.15	0.19	0.23
ROE	2.1%	3.4%	4.7%	5.7%	6.6%
市盈率	64.34	39.15	27.24	20.97	17.04

资料来源：Wind，华西证券研究所

正文目录

1. 事件概述	5
2. 分析判断:	5
3. 投资建议	6
4. 风险提示	7

图表目录

图 1 可比公司估值表	7
-------------------	---

1. 事件概述

4月25日，公司发布2022年年度报告及2023年一季度报告：

2022年：公司实现营业收入924.8亿元，同比-7.2%，实现归母净利润4.7亿元，同比+64.4%，扣非归母净利润3.3亿元，同比+30%。

对应22Q4：公司实现营业收入253.7亿元，同比-5.2%，实现归母净利润2.4亿元，同比+110%，扣非归母净利润为3.7亿元，同比+14.4%。

23Q1：公司实现营业收入229.4亿元，同比+14.2%，实现归母净利润0.8亿元，同比+65%，扣非归母净利润0.9亿元，同比+149%。

2. 分析判断：

► 2022年收入：白电逆势增长，ICT、中间有所调整

分业务看：

1) **黑电**：22年营收135.2亿元，同比-2.3%。根据公司22年年报，公司大屏、高端产品放量，内销、外销销量同比均超30%，收入下降主因为面板价格下降带来的均价下跌。

2) **空冰**：22年营收181亿元，同比+17.8%。根据公司22年年报，冰箱受益ODM增长、B端线上同比增长近30%。空调零售受高温天气拉动，下沉渠道、ODM业务增幅较大。行业方面，根据产业在线，2022年中国冰箱销售量同比下滑12.6%；根据奥维推总，2022年中国空调市场全渠道销售量同比下降3.3%；销售额同比略有增0.3%。

3) **中间业务**：22年营收150.7亿元，同比-21%。根据公司22年年报，公司基于优化产业结构及风险控制考虑，对部分中间产品的贸易业务进行收缩。

其中**冰箱压缩机**：22年营收92亿元，同比+2%。根据公司22年年报，公司商用/变频压缩机销量分别同比增长1.1%/18.5%，对冲家用压缩机销量下降影响。

4) **ICT综合服务**：22年营收331.2亿元，同比-12.2%。根据公司22年年报，营收下降主要受重点渠道合作规模下降、消费电子规模缩小影响。

5) **特种电源**：22年营收15.2亿元，同比+20%。根据公司22年年报，公司在多个配套锂电电源系统领域取得市场突破，市场份额不断扩大，高铁轨交蓄电池系统批量生产供货。

分区域看，公司22年国内/海外收入分别为712/196亿元（YOY-8%/-3%）。根据公司22年年报，公司持续推进海外生产基地建设，完善面向北美及欧洲市场的生产基地布局，坚持电商国际化主线，国际化发展提速。

► 业绩端：盈利能力逐季提升

2022年：整体毛利率为11.6%，同比+1.7pct，归母净利率为0.5%，同比+0.2pct，扣非归母净利率0.35%，同比+0.1pct。

对应22Q4：整体毛利率为15.1%，同比+4pct，归母净利率为1.0%，同比+0.5pct，扣非归母净利率1.5%，同比+0.3pct。

前三个季度毛利率分别：9.7%、10.3%、10.8%。

分业务看：

- 1) **黑电**：22 年毛利率 16.1%，同比+1.2pct。根据公司 22 年年报，主要由于电视产品迭代、结构升级，我们预计今年大幅减亏。
- 2) **空冰**：22 年毛利率 16.1%，同比+1.4pct，预计主要受益原材料价格回落等。
- 3) **中间产品（含冰箱压缩机）**：22 年毛利率 10.9%，同比+3.5pct。根据公司 22 年年报，我们预计主因为商用、变频等高端新品推广+成本优化。
- 4) **ICT**：22 年毛利率 3.5%，同比+0.5pct。

分区域看：22 年海外毛利率 16.3%，同比+7pct。根据国家统计局数据，22 年人民币兑美元平均汇率同比贬值 4.1%，我们预计汇率贬值提升了公司外销利润。

22 年非经常性损益方面：根据公司 22 年年报，受海外部分市场（含巴基斯坦）及国内部分渠道商（含国美）影响计提信用减值约全年 7 亿（Q4 为 5 亿）。

▶ 23Q1：盈利同比提升

公司整体毛利率为 10.2%，同比+0.5pct，归母净利率为 0.36%，同比+0.1pct，扣非归母净利率 0.38%，同比+0.2pct。根据公司 2023 年 3 月 9 日投资者问答，预计业绩增长主要由于 Q1 家电促消费政策落地，下游需求有所复苏。

▶ 未来展望：

1) **激励制度明确**：根据公司 22 年年报，公司采用“利润分享”的中长期激励模式，有明确的激励基金的计提比例，22 年度考核预计 23 年 7 月实施，有利于激活管理团队积极性。

2) **家电业务转型升级**：根据公司 22 年年报，公司不断推进产品高端化转型，聚焦智慧家庭方向发展新业务，以新业务孵化促进转型升级，随着 23 年家电需求回升，有望贡献更大业绩增量。

3. 投资建议

公司为全球化综合型企业，根据公司 22 年年报，黑电业务产品结构持续优化，推进大规模高端定制化生产；白电业务 22 年逆势增长，看好 23 年家电需求回升背景下持续改善；ICT 业务将加大技术投入，赋能客户价值提升；特种电源业务重点突破特种装备、民航等领域，有望成为公司新的利润增长点。

我们预计 23-25 年公司收入分别为 1018/1104/1195 亿元，同比分别 +10%/+8%/+8%。预计 23-25 年归母净利润分别为 6.7/8.7/10.8 亿元，同比分别 +44%/+30%/+23%，相应 EPS 分别为 0.15/0.19/0.23 元，以 23 年 4 月 26 日收盘价 3.97 元计算，对应 PE 分别为 27/21/17 倍，可比公司 23 年平均 PE 为 16 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

图 1 可比公司估值表

股票代码	公司	股价 (元)	EPS			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
600060.SH	海信视像	22.49	1.48	1.68	1.91	15.18	13.37	11.75
000921.SZ	海信家电	24.98	1.25	1.48	1.72	19.96	16.83	14.54
000333.SZ	美的集团	56.70	4.29	4.74	5.25	13.20	11.95	10.80
	平均值					16.11	14.05	12.36
600839.SH	四川长虹	3.97	0.15	0.19	0.23	27.24	20.97	17.04

资料来源: Wind, 华西证券研究所, 数据截至 2023 年 4 月 26 日

4. 风险提示

行业需求下滑、贸易摩擦及地缘政治影响、行业空间测算偏差、第三方数据失真风险、研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险、客户认证不通过、汇率波动等。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	92,482	101,806	110,380	119,474	净利润	468	1,682	2,125	2,637
YoY (%)	-7.2%	10.1%	8.4%	8.2%	折旧和摊销	1,229	230	243	256
营业成本	81,731	89,278	96,604	104,269	营运资金变动	623	1,020	573	34
营业税金及附加	570	631	662	717	经营活动现金流	3,295	3,612	3,653	3,476
销售费用	3,874	4,683	4,967	5,376	资本开支	-768	-379	-395	-418
管理费用	1,743	1,934	2,042	2,210	投资	-3,828	-330	-250	-330
财务费用	230	82	83	81	投资活动现金流	-4,657	-622	-605	-703
研发费用	2,303	2,647	2,870	3,106	股权募资	448	0	0	0
资产减值损失	-371	-300	-300	-200	债务募资	2,340	-50	130	-120
投资收益	95	102	55	60	筹资活动现金流	-3,381	-132	47	-201
营业利润	1,519	2,266	2,863	3,485	现金净流量	-4,655	2,857	3,096	2,572
营业外收支	-71	-110	-120	-120					
利润总额	1,448	2,156	2,743	3,365	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	313	474	618	728	成长能力				
净利润	1,134	1,682	2,125	2,637	营业收入增长率	-7.2%	10.1%	8.4%	8.2%
归属于母公司净利润	468	673	874	1,076	净利润增长率	64.4%	43.8%	29.9%	23.1%
YoY (%)	64.4%	43.8%	29.9%	23.1%	盈利能力				
每股收益	0.10	0.15	0.19	0.23	毛利率	11.6%	12.3%	12.5%	12.7%
					净利率	0.5%	0.7%	0.8%	0.9%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	0.5%	0.7%	0.9%	1.0%
货币资金	21,616	24,473	27,569	30,140	净资产收益率 ROE	3.4%	4.7%	5.7%	6.6%
预付款项	1,309	1,428	1,546	1,668	偿债能力				
存货	18,887	19,480	21,742	22,901	流动比率	1.04	1.06	1.08	1.11
其他流动资产	19,793	21,307	21,504	23,577	速动比率	0.62	0.65	0.66	0.69
流动资产合计	61,605	66,688	72,360	78,287	现金比率	0.36	0.39	0.41	0.43
长期股权投资	3,928	4,028	4,128	4,228	资产负债率	73.3%	73.1%	72.5%	71.6%
固定资产	7,645	7,902	8,146	8,376	经营效率				
无形资产	4,373	4,293	4,213	4,133	总资产周转率	1.12	1.15	1.17	1.19
非流动资产合计	23,933	24,298	24,650	24,989	每股指标 (元)				
资产合计	85,538	90,986	97,010	103,276	每股收益	0.10	0.15	0.19	0.23
短期借款	14,427	14,427	14,427	14,427	每股净资产	2.96	3.10	3.29	3.53
应付账款及票据	34,848	37,566	40,791	43,783	每股经营现金流	0.71	0.78	0.79	0.75
其他流动负债	10,073	11,202	11,777	12,564	每股股利	0.04	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	59,349	63,195	66,995	70,773	估值分析				
长期借款	1,552	1,472	1,572	1,422	PE	39.15	27.24	20.97	17.04
其他长期负债	1,800	1,800	1,800	1,800	PB	0.89	1.28	1.21	1.13
非流动负债合计	3,352	3,272	3,372	3,222					
负债合计	62,701	66,468	70,367	73,996					
股本	4,616	4,616	4,616	4,616					
少数股东权益	9,177	10,186	11,436	12,998					
股东权益合计	22,837	24,519	26,643	29,280					
负债和股东权益合计	85,538	90,986	97,010	103,276					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

陈玉卢：家电行业首席分析师，南开大学管理学学士和硕士，2022年8月加入华西证券，自2016年起有多年行业研究经验，复合背景，擅长自上而下进行宏观判断，自下而上挖掘投资价值，曾任职东北证券，担任家电首席分析师与银行首席分析师。

喇睿萌：家电行业研究助理，2023年3月加入华西证券，此前就职于中泰证券、东兴证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。