

春光科技 (603657)

证券研究报告

2022年04月12日

整机业务高速增长，原材料上涨利润承压

事件：公司2021年全年实现营业收入12.95亿元，同比+51.59%，归母净利润1.1亿元，同比-22.47%；其中2021Q4实现营业收入4.33亿元，同比+45.92%，归母净利润0.21亿元，同比-57.16%。每股派发现金红利0.30元（含税）。

整机业务增速亮眼，传统业务平稳增长：21年公司吸尘器软管及配件营收8.8亿，同比+3.6%，新增整机代工业务4.1亿，占总营收的32%。其中21H2软管及配件营收4.2亿，同比-24.5%，整机代工业务3.2亿，环比上半年的0.9亿元有大幅提升。公司下半年软管及配件业务营收下滑我们认为一方面是由于原材料价格上升和海运的影响对客户下单有所抑制，另一方面由于海外疫情的原因对海外工厂的正常生产有一定的影响。整机业务大幅上升主要由于公司在21年切入洗地机代工市场，绑定如追觅、顺造等核心大客户，同时公司也为美的、uwant等品牌进行清洁电器的整机代工，叠加下半年双十一大促的正向贡献，使公司在整机业务上呈现高速增长。

公司加大整机投入，成本和计提影响利润水平：2021年公司毛利率为20.7%，同比-9.82pct，净利率为8.26%，同比-8.42pct；其中2021Q4毛利率为16.45%，同比-12.61pct，净利率为4.41%，同比-11.97pct。分子公司看，子公司越南CGH公司/越南suntone公司/苏州尚腾公司净利润皆为负值。公司利润水平下滑有几方面原因：1. 2021年由于ABS等大宗物料的涨价幅度比较大，因此会造成原材料成本变动幅度较大。2. 公司在21年新开拓整机代工业务，因此在整机模具的投入、研发人员的投入等需要投入一定的成本。3. 由于美元汇率较低，因此公司涉及海外业务部分的汇兑损失预计也有一定的影响。此外我们预计公司由于在海外设有工厂需要自行承担运费，因此海运运费成本可能也有部分影响。公司此前披露了子公司苏州尚腾的审计表，尚腾合计计提费用-1007.2万元（资产减值+信用减值）。若还原计提费用，则尚腾净利润为222.4万元，公司归母净利润为1.2亿元，同比-15.6%。

公司2021年销售、管理、研发、财务费用率分别为1.03%、5.86%、3.54%、0.74%，同比-0.08、-0.82、+0.35、+1.1pct；其中21Q4季度销售、管理、研发、财务费用率分别为0.63%、3.99%、4.12%、2.38%，同比-0.27、-1.29、+1.55、+1.87pct。公司财务费用率显著上升，主要由于利息支出增加和利息收入减少所致。公司Q4研发费用上升主要由于公司全年增大整机的研发费用投入，同比+68.41%，其中控股子公司苏州尚腾研发投入1070.23万元，占总研发投入的23.4%。

投资建议：公司此前披露对苏州尚腾子公司的收购计划充分显示出对整机业务的重视以及增长的信心。目前公司绑定多个核心客户，未来订单量有一定的保证。同时公司积极扩大产能规模，保证有充足产能完成客户机动性的订单需求。根据公司21年年报和业绩快报，我们暂不改变此前22-23年的预测，预计公司2022-2024年净利润分别为为1.74/2.28/2.84亿元（22-23年前值为1.73/2.28亿元）；对应动态估值分别为13.6x、10.4x、8.3x。维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动风险；市场竞争风险；替代产品风险；汇率风险；代工渗透率不及预期等。

投资评级

行业 家用电器/家电零部件

6个月评级 买入（维持评级）

当前价格 17.58元

目标价格 元

基本数据

A股总股本(百万股) 134.40

流通A股股本(百万股) 134.40

A股总市值(百万元) 2,362.75

流通A股市值(百万元) 2,362.75

每股净资产(元) 7.43

资产负债率(%) 41.28

一年内最高/最低(元) 35.88/16.46

作者

孙谦 分析师
SAC执业证书编号：S1110521050004
sunqiana@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

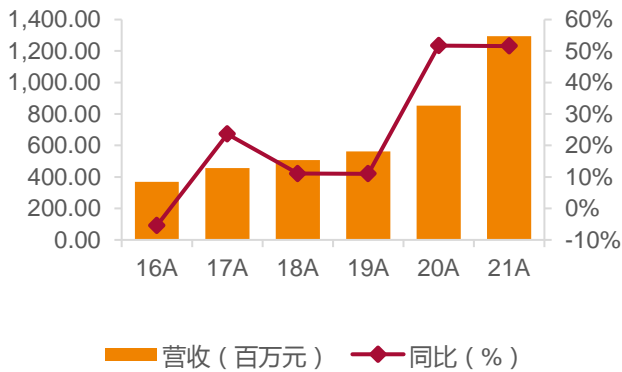
- 1 《春光科技-公司点评:营收水平符合预期，整机业务放量增长》2022-03-28
- 2 《春光科技-公司点评:股权激励方案落地，中长期高速发展有》2022-01-27
- 3 《春光科技-首次覆盖报告:家电成长股系列研究二：专精特新小巨人，布局整机增长可期》2021-12-19

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	854.00	1,294.57	1,924.03	2,544.30	3,167.18
增长率(%)	51.72	51.59	48.62	32.24	24.48
EBITDA(百万元)	212.14	209.37	231.82	297.47	361.63
净利润(百万元)	142.45	110.43	174.26	228.13	284.20
增长率(%)	33.62	(22.47)	57.80	30.91	24.58
EPS(元/股)	1.06	0.82	1.30	1.70	2.11
市盈率(P/E)	16.59	21.40	13.56	10.36	8.31
市净率(P/B)	2.46	2.36	1.64	1.47	1.10
市销率(P/S)	2.77	1.83	1.23	0.93	0.75
EV/EBITDA	9.19	15.41	8.38	5.29	3.92

资料来源：wind，天风证券研究所

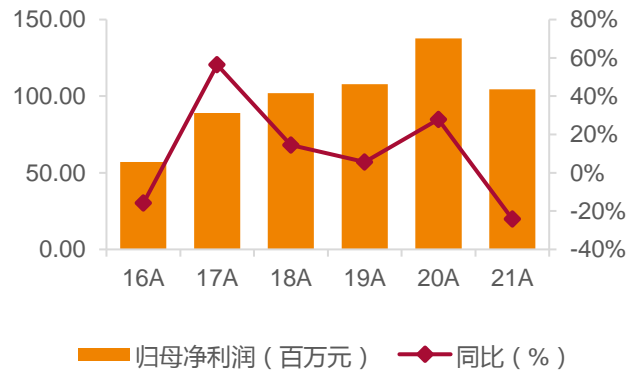
事件：公司 2021 年全年实现营业收入 12.95 亿元，同比+51.59%，归母净利润 1.1 亿元，同比-22.47%；其中 2021Q4 实现营业收入 4.33 亿元，同比+45.92%，归母净利润 0.21 亿元，同比-57.16%。每股派发现金红利 0.30 元（含税）。

图 1：公司营收情况



资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：公司利润情况



资料来源：wind，天风证券研究所

整机业务增速亮眼，传统业务平稳增长

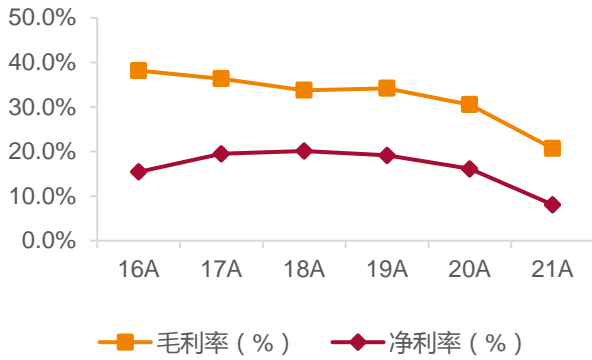
分业务看，21 年公司吸尘器软管和配件营收 8.8 亿，同比+3.6%，新增整机代工业务 4.1 亿，占总营收的 32%。其中 21H2 软管和配件营收 4.2 亿，同比-24.5%，整机代工业务 3.2 亿，环比上半年的 0.9 亿元有大幅提升。公司下半年软管和配件业务营收下滑我们认为一方面是由于原材料价格上升和海运的影响对客户下单有所抑制，另一方面由于海外疫情的原因对海外工厂的正常生产有一定的影响。整机业务大幅上升主要由于公司在 21 年切入洗地机代工市场，绑定如追觅、顺造等核心大客户，同时公司也为美的、uwant 等品牌进行清洁电器的整机代工，叠加下半年双十一大促的正向贡献，使公司在整机业务上呈现高速增长。

公司加大整机投入，成本和计提影响利润水平

2021 年公司毛利率为 20.7%，同比-9.82pct，净利率为 8.26%，同比-8.42pct；其中 2021Q4 毛利率为 16.45%，同比-12.61pct，净利率为 4.41%，同比-11.97pct。分子公司看，子公司越南 CGH 公司/越南 suntone 公司/苏州尚腾公司净利润皆为负值。公司利润水平下滑有几方面原因：1. 2021 年由于 ABS 等大宗物料的涨价幅度比较大，因此会造成原材料成本变动幅度较大。2. 公司在 21 年新开拓整机代工业务，因此在整机模具的投入、研发人员的投入等需要投入一定的成本。3. 由于美元汇率较低，因此公司涉及海外业务部分的汇兑损失预计也有一定的影响。此外我们预计公司由于在海外设有工厂需要自行承担运费，因此海运运费成本可能也有部分影响。公司此前披露了子公司苏州尚腾的审计表，尚腾合计计提费用-1007.2 万元（资产减值+信用减值）。若还原计提费用，则尚腾净利润为 222.4 万元，公司归母净利润为 1.2 亿元，同比-15.6%。

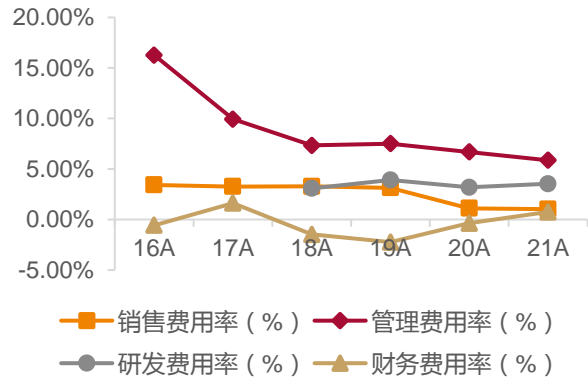
公司 2021 年销售、管理、研发、财务费用率分别为 1.03%、5.86%、3.54%、0.74%，同比-0.08、-0.82、+0.35、+1.1pct；其中 21Q4 季度销售、管理、研发、财务费用率分别为 0.63%、3.99%、4.12%、2.38%，同比-0.27、-1.29、+1.55、+1.87pct。公司财务费用率显著上升，主要由于利息支出增加和利息收入减少所致。公司 Q4 研发费用上升主要由于公司全年增大整机的研发费用投入，同比+68.41%，其中控股子公司苏州尚腾研发投入 1070.23 万元，占总研发投入的 23.4%。

图 3：公司利润率变化



资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：公司四费率变化



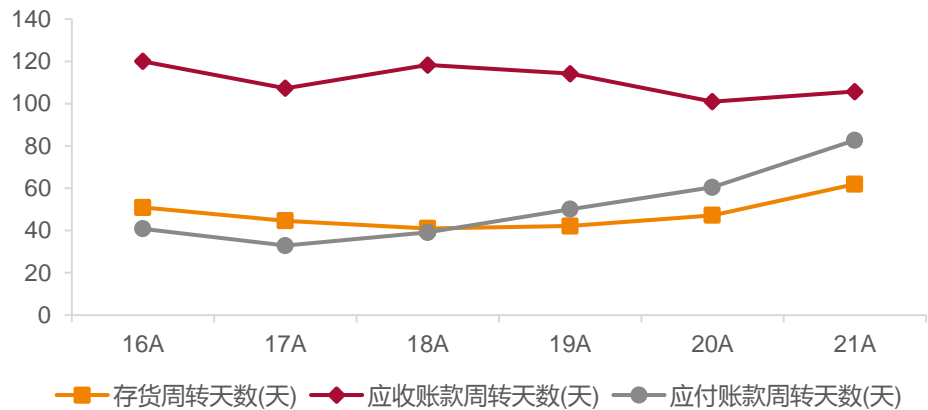
资料来源：wind，天风证券研究所

整机业务扩大增加库存，公司经营情况平稳

从资产负债表看，公司 2021 年货币资金+交易性金融资产为 4.35 亿元，同比 16.46%。应收票据和账款合计为 5.33 亿元，同比+35.54%。公司 2021 年存货为 2.44 亿元，同比+124.93%，主要由于整机代工业务销售收入增加，整机业务存货备货增加所致，其中库存商品账面价值为 1.11 亿元，占总存款的 44%。从周转看，公司 2021 年全年期末存货、应收账款和应付账款的周转天数分别为 61.93、105.67 和 82.73 天，同比+14.76、+4.73 和+22.31 天。

从现金流看，公司 2021 年全年经营活动产生的现金流量净额为 0.79 亿元，同比+33.88%，其中销售商品及提供劳务现金流入 11.84 亿元，同比+75.23%，主要是整机代工的收入增加所致；其中 2021Q4 经营活动产生的现金流量净额为 0.32 亿元，同比-0.7%，其中购买商品、接受劳务支付的现金 1.66 亿元，同比+46.36%。

图 5：公司营运情况



资料来源：wind，天风证券研究所

公司此次同步公布 22-24 年股东分红回报规划，每年以现金方式分配的利润不少于当年实现的可分配利润的 15%。同时：1) 公司发展处于成熟期且无重大资金安排时，现金分红在利润分配中所占比例最低应达到 80%；2) 公司处于成熟期且有重大资金安排时，现金分红在利润分配中所占比例最低应达到 40%；3) 公司处于成长期且有重大资金安排时，现金分红在利润分配中所占比例最低应达到 20%。充分彰显对公司未来发展的信心，且从侧面也可看出公司对自身业绩有相应的内部要求。

投资建议

公司此前披露对苏州尚腾子公司的收购计划充分显示出对整机业务的重视以及增长的信心。目前公司绑定多个核心客户，未来订单量有一定的保证。同时公司积极扩大产能规模，保证有充足产能完成客户机动性的订单需求。根据公司 21 年年报和业绩快报，我们暂不改变此前 22-23 年的预测，我们预计公司 2022-2024 年净利润分别为为 1.74/2.28/2.84 亿元（22-23 年前值为 1.73/2.28 亿元）；对应动态估值分别为 13.6x、10.4x、8.3x。维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动风险；市场竞争风险；替代产品风险；汇率风险；代工渗透率不及预期等。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	373.53	434.03	645.08	853.04	1,061.87
应收票据及应收账款	393.33	533.12	819.92	859.55	1,226.28
预付账款	2.27	5.75	4.85	9.02	9.04
存货	108.70	244.49	180.65	412.27	353.04
其他	36.63	32.02	43.15	38.34	46.96
流动资产合计	914.46	1,249.41	1,693.65	2,172.22	2,697.19
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	189.87	310.68	277.38	244.07	210.76
在建工程	59.26	52.20	52.20	52.20	52.20
无形资产	59.06	66.73	63.87	61.00	58.14
其他	14.41	45.50	27.98	28.35	29.61
非流动资产合计	322.60	475.12	421.42	385.62	350.71
资产总计	1,237.06	1,724.53	2,115.08	2,557.84	3,047.89
短期借款	0.00	179.68	213.26	53.14	103.50
应付票据及应付账款	222.53	446.37	360.44	785.96	674.07
其他	46.40	60.05	59.93	68.61	78.87
流动负债合计	268.93	686.11	633.64	907.71	856.44
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	5.59	19.29	10.17	11.68	13.72
非流动负债合计	5.59	19.29	10.17	11.68	13.72
负债合计	275.30	711.83	643.81	919.39	870.16
少数股东权益	0.00	13.63	30.19	30.19	30.19
股本	134.40	134.40	134.40	134.40	134.40
资本公积	479.79	479.79	795.57	795.57	1,105.07
留存收益	348.63	391.86	512.56	681.45	911.94
其他	(1.06)	(6.98)	(1.46)	(3.17)	(3.87)
股东权益合计	961.75	1,012.69	1,471.27	1,638.45	2,177.74
负债和股东权益总计	1,237.06	1,724.53	2,115.08	2,557.84	3,047.89

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	142.45	106.90	174.26	228.13	284.20
折旧摊销	19.71	31.62	36.17	36.17	36.17
财务费用	8.83	13.81	(1.92)	(2.54)	(3.17)
投资损失	(1.21)	(2.55)	(2.75)	(2.73)	(2.31)
营运资金变动	(103.71)	(88.04)	(313.83)	164.06	(417.88)
其它	(7.27)	16.97	0.58	0.58	0.58
经营活动现金流	58.80	78.71	(107.48)	423.67	(102.40)
资本支出	93.60	144.69	9.12	(1.51)	(2.03)
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(231.26)	(156.32)	(6.38)	3.66	3.76
投资活动现金流	(137.67)	(11.63)	2.75	2.15	1.73
债权融资	3.09	176.17	31.46	(156.90)	54.42
股权融资	(71.93)	(5.92)	284.31	(60.95)	255.09
其他	20.79	(68.73)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(48.05)	101.52	315.78	(217.86)	309.51
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(126.92)	168.60	211.04	207.96	208.83

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	854.00	1,294.57	1,924.03	2,544.30	3,167.18
营业成本	593.31	1,026.53	1,518.35	2,007.34	2,497.06
营业税金及附加	5.10	6.24	10.58	13.99	17.42
销售费用	9.48	13.31	19.24	25.44	31.67
管理费用	57.02	75.87	107.75	139.94	174.19
研发费用	27.18	45.78	76.96	101.77	126.69
财务费用	(3.09)	9.57	(1.92)	(2.54)	(3.17)
资产/信用减值损失	(10.60)	(11.45)	(5.16)	(7.14)	(8.59)
公允价值变动收益	0.00	0.58	0.58	0.58	0.58
投资净收益	1.21	2.55	2.75	2.73	2.31
其他	7.06	4.62	(9.14)	(9.11)	(10.50)
营业利润	167.34	120.97	200.38	263.64	328.11
营业外收入	0.07	3.61	2.21	1.49	1.85
营业外支出	2.02	1.04	1.14	1.40	1.40
利润总额	165.40	123.54	201.46	263.74	328.56
所得税	22.95	16.63	27.20	35.60	44.36
净利润	142.45	106.90	174.26	228.13	284.20
少数股东损益	0.00	(3.53)	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	142.45	110.43	174.26	228.13	284.20
每股收益(元)	1.06	0.82	1.30	1.70	2.11

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	51.72%	51.59%	48.62%	32.24%	24.48%
营业利润	33.19%	-27.71%	65.64%	31.57%	24.45%
归属于母公司净利润	33.62%	-22.47%	57.80%	30.91%	24.58%
获利能力					
毛利率	30.53%	20.70%	21.08%	21.10%	21.16%
净利率	16.68%	8.53%	9.06%	8.97%	8.97%
ROE	14.81%	11.05%	12.09%	14.19%	13.23%
ROIC	35.04%	19.69%	23.65%	22.12%	34.26%
偿债能力					
资产负债率	22.25%	41.28%	30.44%	35.94%	28.55%
净负债率	-38.84%	-24.52%	-29.21%	-48.66%	-43.84%
流动比率	3.39	1.80	2.67	2.39	3.15
速动比率	2.99	1.45	2.39	1.94	2.74
营运能力					
应收账款周转率	2.84	2.79	2.84	3.03	3.04
存货周转率	10.98	7.33	9.05	8.58	8.28
总资产周转率	0.76	0.87	1.00	1.09	1.13
每股指标(元)					
每股收益	1.06	0.82	1.30	1.70	2.11
每股经营现金流	0.44	0.59	-0.80	3.15	-0.76
每股净资产	7.16	7.43	10.72	11.97	15.98
估值比率					
市盈率	16.59	21.40	13.56	10.36	8.31
市净率	2.46	2.36	1.64	1.47	1.10
EV/EBITDA	9.19	15.41	8.38	5.29	3.92
EV/EBIT	10.13	17.94	9.93	6.03	4.35

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com