

证券研究报告

公司研究

点评报告

万和电气 (002543. SH)

投资评级

上次评级

罗岸阳 家电行业首席分析师
执业编号: S1500520070002
联系电话: +86 13656717902
邮箱: luoanyang@cindasc.com

相关研究:

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

出口拖累短期业绩，利润率持续提升

2023年05月03日

事件:公司发布2022年报及2023年一季报,22年公司实现营业收入66.28亿元,同比-11.95%;实现归母净利润5.50亿元,同比+53.53%;实现扣非后归母净利润6.36亿元,同比+111.44%。拟每10股派发现金红利4元,分红率为80.09%,股息率为4.52%。23年Q1实现营业收入16.03亿元,同比-27.80%;实现归母净利润1.23亿元,同比-22.48%。

➤ **Q1 经营短期承压，出口端景气度低迷。**22年Q4公司实现营业收入15.52亿元,同比-18.54%,我们认为主要受到国内经济及地产周期下行、家电行业终端需求受损、主营业务出口景气度降低等影响。分品类来看,22年生活热水、厨房电器营收分别为32.67、28.07亿元,同比-5.67%/-18.78%。分地区来看,22年主营业务国内/出口收入分别为40.53/24.55亿元,同比-3.08%/-23.29%,出口端受到较大影响。分销售模式来看,22年主营业务国内线上/国内线下收入分别为17.82/22.71亿元,同比+9.88%/-11.29%,线上渠道开拓取得成效,逆势实现增长。

由于国内厨热行业市场复苏较缓、出口市场持续低迷,Q1公司收入端仍然承受压力。国内方面,根据奥维数据,Q1油烟机/燃气灶/燃气热水器/电热水器行业线下销售额分别同比-5.1%/-10.8%/-5.8%/-11.7%。线上销售额分别同比-1.6%/-6.3%/+1.9%/+1.6%。出口方面,参考Q1我国烧烤炉品类出口美国金额同比下滑约30%。

但从3月的行业单月增速来看,不论是国内厨热还是烧烤炉出口都呈现一定的逐步回暖趋势。此外,公司将持续加大对热泵业务、自主品牌出海方面投入,我们认为公司后续短、中、长期收入增速有望得到提振。

➤ **毛利率持续提升，各渠道利润率走势分化。**2022全年归母净利润略低于预告,毛利率为27.07%,同比+3.54pc,净利率为8.29%,同比+3.55pct。分产品来看,22年生活热水/厨房电器毛利率分别为31.20%/17.69%,同比+0.10/+5.19pct;分地区来看,主营业务国内、出口毛利率分别为33.21%/14.13%,同比+0.56/+5.01pct;分销售模式来看,主营业务国内线上/国内线下毛利率分别为40.38%/27.59%、同比+4.39%/-2.94%。

总体来看,厨房电器品类、国内线上及出口渠道毛利率显著增加,我们认为或主要得益于相关产品结构升级、人民币汇率贬值等因素。费用率方面,22全年销售、管理、研发费用率分别为10.04%、2.75%、3.78%,分别同比+1.66、-0.01、-0.02pct。

23年Q1公司整体毛利率为30.02%,同比+3.49pct,环比持续提升;净利率为7.69%,同比+0.53pct。费用率方面,23年Q1销售、管理、研发费用率分别为14.35%、1.95%、3.47%,分别同比+1.70、+0.54、+1.25pct,销售及研发费用投放力度明显加大。

➤ **经营性现金流恢复，存货周转提速。**1)截至23年Q1公司现金+其他

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 1

流动资产合计 19.30 亿元，同比+15.92%；应收票据和应收账款合计 8.02 亿元，同比-34.15%；公司存货为 6.73 亿元，同比-42.03%；合同负债+其他流动负债合计 3.93 亿元，同比-17.63%。2) 从周转情况来看，公司 23 年 Q1 期末存货周转天数同比-9.97 天，应收账款周转天数同比-0.06 天。3) 22 年公司经营性现金流净额为 8.15 亿元，同比+98.78%；23 年 Q1 经营性现金流净额为 3.61 亿，同比+756.36%。

- **盈利预测：**我们预计公司 23-25 年营业收入分别为 69.63/76.42/82.52 亿元，分别同比+5.1%/+9.7%/+8.0%；归母净利润 5.81/6.51/7.22 亿元，分别同比+5.6%/+12.1%/+10.9%，对应 PE 为 11.32/10.10/9.10 倍。
- **风险因素：**原材料价格波动、海内外需求复苏不及预期、渠道开拓不及预期、行业竞争加剧、汇率波动等。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	7,527	6,628	6,963	7,642	8,252
增长率 YoY %	20.1%	-11.9%	5.1%	9.7%	8.0%
归属母公司净利润 (百万元)	358	550	581	651	722
增长率 YoY%	-41.4%	53.5%	5.6%	12.1%	10.9%
毛利率%	23.5%	27.1%	28.3%	28.4%	28.6%
净资产收益率ROE%	8.9%	12.7%	11.9%	11.7%	11.5%
EPS(摊薄)(元)	0.48	0.74	0.78	0.88	0.97
市盈率 P/E(倍)	18.35	11.95	11.32	10.10	9.10
市净率 P/B(倍)	1.64	1.52	1.34	1.18	1.05

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 4 月 28 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	4,633	3,811	4,968	4,696	5,948	
货币资金	1,821	1,518	1,779	1,949	2,332	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	871	704	938	869	1,081	
预付账款	58	35	41	43	47	
存货	1,516	920	1,572	1,166	1,779	
其他	368	634	639	670	709	
非流动资产	3,494	3,080	3,103	3,126	3,149	
长期股权投资	94	94	94	94	94	
固定资产	955	908	922	953	983	
无形资产	299	289	281	272	263	
其他	2,147	1,788	1,806	1,807	1,808	
资产总计	8,128	6,891	8,071	7,823	9,097	
流动负债	3,830	2,324	2,923	2,022	2,573	
短期借款	711	100	-190	-586	-948	
应付票据	676	492	681	616	777	
应付账款	1,362	785	1,480	984	1,676	
其他	1,081	948	951	1,009	1,067	
非流动负债	287	248	248	248	248	
长期借款	186	170	170	170	170	
其他	100	78	78	78	78	
负债合计	4,117	2,573	3,171	2,270	2,821	
少数股东权益	2	0	1	2	4	
归属母公司股东权益	4,009	4,318	4,899	5,550	6,272	
负债和股东权益	8,128	6,891	8,071	7,823	9,097	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	7,527	6,628	6,963	7,642	8,252	
同比	20.1%	-11.9%	5.1%	9.7%	8.0%	
归属母公司净利润	358	550	581	651	722	
同比	-41.4%	53.5%	5.6%	12.1%	10.9%	
毛利率(%)	23.5%	27.1%	28.3%	28.4%	28.6%	
ROE%	8.9%	12.7%	11.9%	11.7%	11.5%	
EPS(摊薄)(元)	0.48	0.74	0.78	0.88	0.97	
P/E	18.35	11.95	11.32	10.10	9.10	
P/B	1.64	1.52	1.34	1.18	1.05	
EV/EBITDA	8.68	6.60	6.94	5.04	3.86	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	7,527	6,628	6,963	7,642	8,252	
营业成本	5,756	4,834	4,994	5,471	5,893	
营业税金及附加	43	49	48	54	57	
销售费用	630	665	905	917	990	
管理费用	208	182	195	214	231	
研发费用	286	250	279	306	330	
财务费用	37	-106	-116	-36	-49	
减值损失合	-116	-10	-1	-1	-1	
投资净收益	16	-11	14	6	17	
其他	-43	-109	2	28	17	
营业利润	425	623	673	750	833	
营业外收支	-10	9	-1	3	2	
利润总额	415	632	672	752	835	
所得税	59	83	90	100	111	
净利润	357	550	582	652	724	
少数股东损	-1	-1	1	1	1	
归属母公司	358	550	581	651	722	
EBITDA	651	806	688	836	897	
EPS(当年)(元)	0.48	0.74	0.78	0.88	0.97	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	410	815	737	686	832	
净利润	357	550	582	652	724	
折旧摊销	158	158	125	128	130	
财务费用	46	-85	-3	-23	-46	
投资损失	-16	11	-14	-6	-17	
营运资金变	-253	51	26	-62	43	
其它	119	131	21	-3	-2	
投资活动现金流	-123	-117	-155	-143	-133	
资本支出	-95	-115	-100	-117	-117	
长期投资	160	-7	-49	-32	-33	
其他	-188	5	-6	6	17	
筹资活动现金流	-194	-393	-322	-374	-315	
吸收投资	0	0	0	0	0	
借款	923	155	-290	-397	-361	
支付利息或股息	-262	-259	3	23	46	
现金流净增加额	66	310	261	170	384	

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。

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	hanqiyue@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
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	"
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@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	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	孙瞳	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@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
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@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
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@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。