

证券研究报告

公司研究

点评报告

万和电气(002543.SZ)

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

## 主业改善轻装上阵, 空气源热泵同比翻番

2022年08月25日

事件: 2022年8月24日, 万和电气发布半年度报告, 2022年上半年公司实现营业收入38.29亿元, 同比-2.81%; 实现归母净利润4.23亿元, 同比-5.66%; 实现扣非后归母净利润4.35亿元, 同比+53.65%。2022年Q2公司实现营业收入16.09亿元, 同比-11.85%; 实现归母净利润2.65亿元, 同比-10.13%; 实现扣非后归母净利润2.67亿元, 同比+107.01%。

- **主业轻装上阵稳健发展, 空气能产品内外销实现高速增长。**分产品来看, 生活热水产品(含热泵热水器及采暖)营收为16.98亿元, 同比+0.90%; 厨房电器产品营收为17.96亿元, 同比-10.39%。分地区来看, 内销营收达21.17亿元, 同比+7.64%; 外销营收达16.47亿元, 同比-13.54%。在上半年国内疫情扰动、海外需求回落之下整体业务走势仍然保持稳健, 彰显公司韧性。聚焦空气能热泵板块, 上半年空气能品类产品实现销售收入为8649.90万元, 同比增长超110%, 其中出口销售收入为784.10万元, 同比增长超143%, 内外销均实现高速增长。此外, 公司在北京、山西、东北等地区持续完善空气能业务渠道, 上半年新增专卖店13家、零售网点89个, 目前总专卖店数达到41家、零售网点达到278个。展望下半年, 我们认为摆脱去年Q4信用减值困境后的万和电气有望延续上半年亮眼表现, 轻装上阵实现主业稳中有升、空气源热泵快速增长。
- **汇兑收益增加, 扣非后盈利能力大幅提升。**2022年H1公司毛利率为25.92%, 同比+3.10pct; 净利率为11.07%, 同比-0.29pct。单Q2公司毛利率为25.07%, 同比+2.22pct; 净利率为16.45%, 同比+0.36pct。值得注意的是, 去年H1公司公允价值变动净收益为1.80亿元, 今年为-0.1亿元, 如剥离非经常性损益影响, 今年H1盈利能力实质上实现大幅提升。我们认为盈利能力显著改善的主要原因有: 1) 人民币汇率贬值, 公司汇兑收益大幅增加, H1财务费用为-8311万元; 2) 大宗原材料价格有所回落, 制造成本得以降低。费用率方面, H1公司销售、管理、研发、财务费用率分别为9.19%、1.86%、3.16%、-2.17%, 同比+1.47、-0.07、+0.23、-2.82pct, 上半年销售费用中市场及售后费用有所增加; Q2公司销售、管理、研发、财务费用率分别为4.41%、2.48%、4.46%、-5.64%, 同比-1.39、-0.34、+0.89、-7.56pct, Q2研发投入有所提升。
- **库存积压有所减少, 现金流大幅增加, 经营质量明显改善。**1) 22H1期末公司货币资金及其他流动资产合计14.99亿元, 同比-16.46%; 22H1期末存货为9.70亿元, 同比-19.89%, 公司优化资源配置, 减少库存积压; H1期末应付账款及票据合计14.23亿元, 同比-37.94%。2) 周转方面, 公司22H1期末存货/应收账款周转天数分别同比+4.60/+0.24天, 应收周转率保持平稳。3) 现金流方面, 公司H1经营性现金流净额为4.22亿元, 同比+31.58%; Q2单季度经营性现金流净额为4.77亿元,

同比+169.01%，单季度现金流大幅增加。

- **盈利预测：**在全球能源转型政策支持下，我们认为公司空气能热泵业务内外销有望持续放量，驱动公司业绩稳健提升。同时，公司摆脱信用减值困境，轻装上阵焕发经营活力。我们预计公司 22-24 年营业收入分别为 77.37/88.03/99.07 亿元，分别同比+2.8%/+13.8%/+12.5%；归母净利润 8.15/9.53/11.22 亿元，分别同比+127.5%/+17.0%/+17.7%，对应 PE 为 8.06/6.89/5.85 倍。
- **风险因素：**市场需求不及预期，原材料价格波动、汇率波动、海内外宏观环境波动、市场竞争加剧等风险。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	6,270	7,527	7,737	8,803	9,907
增长率 YoY %	0.8%	20.1%	2.8%	13.8%	12.5%
归属母公司净利润 (百万元)	611	358	815	953	1,122
增长率 YoY%	2.2%	-41.4%	127.5%	17.0%	17.7%
毛利率%	28.8%	23.5%	27.3%	28.5%	29.8%
净资产收益率ROE%	15.0%	8.9%	17.8%	17.2%	16.9%
EPS(摊薄)(元)	0.82	0.48	1.10	1.28	1.51
市盈率 P/E(倍)	10.74	18.33	8.06	6.89	5.85
市净率 P/B(倍)	1.62	1.64	1.43	1.19	0.99

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 8 月 24 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>流动资产</b>	4,091	4,633	5,538	7,325	8,908	
货币资金	1,155	1,821	2,633	3,902	5,265	
应收票据	267	0	0	0	0	
应收账款	877	871	1,013	1,097	1,291	
预付账款	49	58	59	65	72	
存货	1,298	1,516	1,406	1,796	1,765	
其他	445	368	428	465	515	
<b>非流动资产</b>	3,714	3,494	3,406	3,322	3,236	
长期股权投资	166	94	94	94	94	
固定资产	1,040	955	873	791	708	
无形资产	306	299	292	285	278	
其他	2,202	2,147	2,147	2,152	2,155	
<b>资产总计</b>	7,805	8,128	8,944	10,647	12,144	
<b>流动负债</b>	3,609	3,830	4,076	4,823	5,195	
短期借款	358	711	885	1,118	1,332	
应付票据	599	676	583	820	731	
应付账款	1,356	1,362	1,430	1,641	1,770	
其他	1,296	1,081	1,179	1,244	1,362	
<b>非流动负债</b>	126	287	287	287	287	
长期借款	3	186	186	186	186	
其他	123	100	100	100	100	
<b>负债合计</b>	3,734	4,117	4,363	5,110	5,482	
少数股东权益	6	2	4	5	8	
归属母公司股东权益	4,065	4,009	4,578	5,532	6,654	
<b>负债和股东权益</b>	7,805	8,128	8,944	10,647	12,144	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	6,270	7,527	7,737	8,803	9,907	
同比	0.8%	20.1%	2.8%	13.8%	12.5%	
归属母公司净利润	611	358	815	953	1,122	
同比	2.2%	-41.4%	127.5%	17.0%	17.7%	
毛利率(%)	28.8%	23.5%	27.3%	28.5%	29.8%	
ROE%	15.0%	8.9%	17.8%	17.2%	16.9%	
EPS(摊薄)(元)	0.82	0.48	1.10	1.28	1.51	
P/E	10.74	18.33	8.06	6.89	5.85	
P/B	1.62	1.64	1.43	1.19	0.99	
EV/EBITDA	8.18	8.67	4.99	3.25	2.04	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>营业总收入</b>	6,270	7,527	7,737	8,803	9,907	
营业成本	4,463	5,756	5,627	6,290	6,951	
营业税金及附加	41	43	46	51	58	
销售费用	797	630	696	792	921	
管理费用	168	208	240	264	337	
研发费用	237	286	289	348	426	
财务费用	57	37	-76	-2	-33	
减值损失合	-62	-116	-11	-13	-13	
投资净收益	32	16	24	25	26	
其他	255	-43	37	39	45	
<b>营业利润</b>	733	425	966	1,110	1,305	
营业外收支	-20	-10	-15	2	4	
<b>利润总额</b>	713	415	951	1,112	1,309	
所得税	101	59	134	157	185	
<b>净利润</b>	612	357	817	955	1,124	
少数股东损	1	-1	2	2	2	
<b>归属母公司</b>	611	358	815	953	1,122	
EBITDA	706	651	1,002	1,221	1,384	
EPS(当年)(元)	0.82	0.48	1.10	1.28	1.51	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>经营活动现金流</b>	1,207	410	971	1,122	1,246	
净利润	612	357	817	955	1,124	
折旧摊销	180	158	127	125	127	
财务费用	23	46	48	60	73	
投资损失	-32	-16	-24	-25	-26	
营运资金变	512	-253	-21	-4	-61	
其它	-88	119	25	10	7	
<b>投资活动现金流</b>	-248	-123	-39	-26	-22	
资本支出	-64	-95	-34	-17	-15	
长期投资	-246	160	-30	-34	-33	
其他	61	-188	24	25	26	
<b>筹资活动现金流</b>	-573	-194	-120	173	140	
吸收投资	2	0	0	0	0	
借款	532	923	173	233	213	
支付利息或股息	-267	-262	-293	-60	-73	
<b>现金流净增加额</b>	377	66	812	1,269	1,364	

## 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	hanqiuyue@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	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@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	李若琳	13122616887	liruolin@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	孙僮	18610826885	sun tong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@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

## 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。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：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。