

Q4 盈利能力改善, 内销稳健增长

2023年4月2日

- **事件:** 2022年公司实现营业收入201.71亿元, 同比-6.55%, 实现归母净利润20.68亿元, 同比+6.36%。Q4公司实现营业收入51.90亿元, 同比-12.34%, 实现归母净利润7.59亿元, 同比+7.95%。Q4毛利率为26.07%, 同比+10.65pct。
- **海外需求下滑, 内销逐步企稳。**分行业来看, 22H2公司电器行业/炊具行业收入分别为66.29/30.55亿元, 分别同比-9.82/-15.69%。全年维度分产品看, 22年公司烹饪电器/食品料理电器/炊具及用具/其他家用电器营业收入分别为85.07/30.87/61.22/24.55亿元, 分别同比-5.84/-13.39/-8.66/+7.43%。分地区来看, 22H2内外销分别实现收入75.56/23.48亿元, 分别同比+4.32/-39.92%, 海外地缘政治、通货膨胀等不利因素影响海外消费需求复苏, 叠加SEB集团存货水平仍处于较高位, 因此公司外销业务下滑明显; 内销方面, 得益于线上渠道转型战略成功落地、产品结构持续优化, 随着国内经济复苏带动消费需求回暖, 公司内销逐步企稳。
- **Q4毛利率大幅改善。**22Q4公司实现毛利率26.07%, 同比+10.65pct, 环比Q3+0.41pct。分产品来看, 22年烹饪电器/食物料理电器/炊具及用具/其他家用电器毛利率分别同比+1.99/+1.48/+4.06/+3.54pct。分地区来看, 22年公司内销/外销毛利率分别为28.32/18.48%, 分别同比+1.18/+3.55pct。从费用率来看, Q4销售/管理/研发/财务费用率分别同比+9.37/+0.01/+0.07/-0.32pct, 我们认为公司财务费用的减少主要系利息收入增加所致, 22Q4利息收入2542万元, 同比+137%。受益于Q4毛利水平的大幅提升, Q4归母净利润率同比+2.75pct至14.62%。
- **货币资金充足, 运营周转效率下降。**1) 2022年期末货币资金+交易性金融资产合计39.95亿元, 较期初+40.93%, 主要系22年公司经营业务所产生的现金增加所致; 应收票据及应收账款合计19.54亿元, 较期初-29.51%, 主要系22年期末外销应收账款减少所致; 期末存货合计24.95亿元, 较期初-19.43%, 主要原因为22年公司合理控制存货库存; 22年期末合同负债合计11.54亿元, 同比+29.11%, 主要系22年下属子公司预售部分经销商贷款增加所致。2) Q4经营活动产生的现金流净额为11.35亿元, 较去年同比-23.39%。3) 2022年公司存货/应收账款/应付账款周转天数分别同比+7.61/+0.20/+0.98天, 周转效率均有所下降。
- **盈利预测:** 尽管海外需求减弱影响公司短期业绩, 但在国内市场公司积极推动生活电器、集成灶等新品类发展, 加大渠道改革力度, 我们认为未来仍具备稳健发展的能力, 且随着疫情、原材料成本压力改善, 公司盈利能力也有望回升。我们预计公司2023-2025年收入为225.00/246.07/269.58亿元, 同比增速为11.6/9.4/9.6%; 归母净利润为22.96/26.14/28.46亿元, 同比增速为11.1/13.8/8.9%; 对应PE19.07/16.75/15.39x。

- **风险因素:**原材料价格大幅上涨、SEB 集团订单不及预期、海运费大幅上涨、国内厨房小电需求不振、新品推出不及预期等。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	21,585	20,171	22,500	24,607	26,958
增长率 YoY %	16.1%	-6.6%	11.6%	9.4%	9.6%
归属母公司净利润 (百万元)	1,944	2,068	2,296	2,614	2,846
增长率 YoY%	5.3%	6.4%	11.1%	13.8%	8.9%
毛利率%	23.0%	25.8%	26.2%	27.0%	27.2%
净资产收益率ROE%	25.5%	29.4%	29.7%	29.7%	28.5%
EPS(摊薄)(元)	2.40	2.57	2.84	3.23	3.52
市盈率 P/E(倍)	25.93	19.28	19.07	16.75	15.39
市净率 P/B(倍)	6.60	5.68	5.66	4.98	4.38

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 3 月 31 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	11,159	9,518	9,463	12,262	13,930	
货币资金	2,654	3,563	3,365	5,347	6,571	
应收票据	55	27	31	34	37	
应收账款	2,717	1,927	1,849	2,311	2,434	
预付账款	385	340	353	396	430	
存货	3,097	2,495	2,731	3,034	3,277	
其他	2,251	1,167	1,134	1,140	1,182	
非流动资产	2,741	3,434	3,241	3,143	3,037	
长期股权投资	66	62	62	62	62	
固定资产(合计)	1,292	1,303	1,220	1,129	1,030	
无形资产	452	440	440	440	440	
其他	931	1,629	1,519	1,511	1,505	
资产总计	13,899	12,953	12,705	15,404	16,967	
流动负债	6,069	5,715	4,778	6,406	6,765	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	500	1,058	683	1,231	1,344	
应付账款	3,770	2,636	2,048	2,955	2,996	
其他	1,799	2,022	2,047	2,220	2,425	
非流动负债	172	165	160	170	180	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	172	165	160	170	180	
负债合计	6,241	5,880	4,938	6,576	6,945	
少数股东权益	36	37	34	32	30	
归属母公司股东权益	7,623	7,036	7,732	8,796	9,992	
负债和股东权益	13,899	12,953	12,705	15,404	16,967	

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	21,585	20,171	22,500	24,607	26,958	
同比(%)	16.1%	-6.6%	11.6%	9.4%	9.6%	
归属母公司净利润	1,944	2,068	2,296	2,614	2,846	
同比(%)	5.3%	6.4%	11.1%	13.8%	8.9%	
毛利率(%)	23.0%	25.8%	26.2%	27.0%	27.2%	
ROE%	25.5%	29.4%	29.7%	29.7%	28.5%	
EPS(摊薄)(元)	2.40	2.57	2.84	3.23	3.52	
P/E	25.93	19.28	19.07	16.75	15.39	
P/B	6.60	5.68	5.66	4.98	4.38	
EV/EBITDA	19.27	14.18	15.00	12.37	11.24	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	21,585	20,171	22,500	24,607	26,958	
营业成本	16,622	14,969	16,615	17,973	19,626	
营业税金及附加	93	131	130	148	160	
销售费用	1,910	2,156	2,250	2,436	2,696	
管理费用	401	374	412	443	539	
研发费用	450	416	574	677	809	
财务费用	-6	-97	-52	-49	-79	
减值损失合计	-14	-11	-5	-5	-5	
投资净收益	91	54	45	37	40	
其他	193	271	201	196	241	
营业利润	2,385	2,535	2,814	3,206	3,484	
营业外收支	1	10	10	9	5	
利润总额	2,386	2,545	2,824	3,215	3,489	
所得税	444	479	530	604	645	
净利润	1,941	2,066	2,294	2,612	2,843	
少数股东损益	-3	-1	-2	-2	-2	
归属母公司净利润	1,944	2,068	2,296	2,614	2,846	
EBITDA	2,485	2,583	2,707	3,124	3,329	
EPS(当年)(元)	2.40	2.57	2.84	3.23	3.52	

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	2,050	3,160	1,605	3,578	2,922	
净利润	1,941	2,066	2,294	2,612	2,843	
折旧摊销	197	199	186	194	201	
财务费用	15	-12	1	2	2	
投资损失	-91	-54	-45	-37	-40	
营运资金变动	8	974	-930	811	-85	
其它	-21	-13	98	-3	1	
投资活动现金流	339	-472	-196	-55	-56	
资本支出	-225	-160	-91	-92	-96	
长期投资	0	0	0	0	0	
其他	565	-312	-105	37	40	
筹资活动现金流	-1,594	-2,766	-1,606	-1,492	-1,492	
吸收投资	3	3	0	0	0	
借款	4	6	0	0	0	
支付利息或股息	-1,049	-2,568	-1,601	-1,502	-1,502	
现金流净增加额	788	-48	-198	1,981	1,224	

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。

尹圣迪，家电行业研究助理。伦敦大学学院区域经济学硕士，布达佩斯考文纽斯大学经济学双硕士，对外经济贸易大学金融学学士，西班牙语双学位。2022 年加入信达证券，从事家用电器行业研究，主要覆盖白电、小家电、零部件板块。

尤子吟，团队成员。伦敦大学学院金融学硕士，经济学与商业学学士。于 2022 年加入信达证券，从事家用电器行业研究，主要覆盖清洁电器、厨电板块。

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	zhanglanxi@cindasc.com
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	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjiali@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	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。