

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

尹圣迪 家电行业研究助理
联系电话: 18800112133
邮箱: yinshengdi@cindasc.com

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

Q1 盈利能力大幅改善，周转效率显著提升

2023年04月28日

- **事件:** 23Q1 公司实现营业收入 194.30 亿元, 同比+6.16%, 实现归母净利润 6.15 亿元, 同比+131.11%。
- **原材料成本下行叠加治理改善, 公司盈利能力持续优化。** 23Q1 公司毛利率为 21.12%, 同比+2.59pct。从费用来看, 23Q1 公司销售、管理、研发费用分别同比+2.37%、+22.20%、+12.07%, 财务费用为-1700 万元, 同比 22Q1 有所上升, 主要原因为 23Q1 的利息费用的增加。从费用率来看, 销售、管理、研发、财务费用率分别同比-0.37、+0.35、+0.16、+0.11pct。尽管管理、研发、财务费用略有上升, 但是受益于毛利率的改善趋势, 公司 23Q1 归母净利率同比+1.71pct 至 3.17%。
- **经营性现金流净额大幅增加, 周转效率显著提升。** 1) 23Q1 期末应收款项融资金额合计 74.18 亿元, 较期初+46.22%, 主要系公司规模增长所致。23Q1 期末合同负债合计 18.70 亿元, 较期初+63.29%, 我们认为体现出了公司收入未来的增长潜力。2) 现金流方面, 公司 23Q1 经营性现金流净额为 8.86 亿元, 去年同期为-2.03 亿元, 我们认为经营性现金流显著改善的原因为购买商品、接受劳务支付的现金、支付给职工的现金减少。3) 周转方面, 公司 23Q1 期末存货/应收账款/应付账款周转天数较 22 年分别-17.57、-2.10、-5.65 天, 经营效率显著提升。
- **盈利预测:** 我们看好公司今年白电内销板块的增长, 公司治理改善、产品结构调整有利于推动公司盈利能力改善, 同时我们认为三电热管理业务有望为公司打造第二增长曲线。我们预计公司 23-25 年营业收入为 818.27/886.51/948.09 亿元, 同比+10.4/8.3/6.9%, 预计 23-25 年公司归母净利润分别为 17.69/20.15/22.57 亿元, 分别同比变化 +23.3/13.9/12.0%, 对应 PE19.25/16.90/15.09 倍。
- **风险因素:** 国内空调需求不及预期、中央空调配套率不及预期、新能源车增速不及预期、三电业务整合拓展不及预期。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	67,563	74,115	81,827	88,651	94,809
增长率 YoY %	39.6%	9.7%	10.4%	8.3%	6.9%
归属母公司净利润(百万元)	973	1,435	1,769	2,015	2,257
增长率 YoY%	-38.4%	47.5%	23.3%	13.9%	12.0%
毛利率%	19.7%	20.7%	20.9%	21.0%	21.2%
净资产收益率ROE%	9.4%	12.5%	13.9%	14.0%	14.0%
EPS(摊薄)(元)	0.71	1.05	1.30	1.48	1.66
市盈率 P/E(倍)	35.01	23.73	19.25	16.90	15.09
市净率 P/B(倍)	3.29	2.96	2.68	2.37	2.12

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 04 月 27 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	39,700	36,629	46,662	47,879	58,879	
货币资金	7,023	6,001	15,759	14,465	25,367	
应收票据	228	144	219	224	250	
应收账款	8,757	7,666	8,235	8,490	8,872	
预付账款	346	262	324	338	364	
存货	8,437	6,553	6,033	7,580	6,938	
其他	14,909	16,003	16,092	16,783	17,088	
非流动资产	16,249	18,746	19,394	19,615	19,860	
长期股权投资	1,436	1,518	1,877	2,144	2,441	
固定资产(合)	5,189	5,318	5,632	5,737	5,792	
无形资产	1,644	1,460	1,303	1,137	974	
其他	7,979	10,450	10,582	10,598	10,653	
资产总计	55,949	55,376	66,056	67,494	78,739	
流动负债	38,012	36,365	43,730	41,205	48,032	
短期借款	2,859	1,462	1,477	1,021	722	
应付票据	11,514	11,322	14,307	13,240	16,199	
应付账款	11,779	9,718	13,648	11,735	15,295	
其他	11,860	13,863	14,298	15,210	15,816	
非流动负债	2,345	2,732	2,677	2,622	2,567	
长期借款	32	20	15	10	5	
其他	2,312	2,712	2,662	2,612	2,562	
负债合计	40,357	39,097	46,407	43,827	50,599	
少数股东权益	5,249	4,761	6,923	9,327	12,042	
归属母公司股东权益	10,342	11,518	12,726	14,341	16,098	
负债和股东权益	55,949	55,376	66,056	67,494	78,739	

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	67,563	74,115	81,827	88,651	94,809	
同比(%)	39.6%	9.7%	10.4%	8.3%	6.9%	
归属母公司净利润	973	1,435	1,769	2,015	2,257	
同比(%)	-38.4%	47.5%	23.3%	13.9%	12.0%	
毛利率(%)	19.7%	20.7%	20.9%	21.0%	21.2%	
ROE%	9.4%	12.5%	13.9%	14.0%	14.0%	
EPS(摊薄)(元)	0.71	1.05	1.30	1.48	1.66	
P/E	35.01	23.73	19.25	16.90	15.09	
P/B	3.29	2.96	2.68	2.37	2.12	
EV/EBITDA	4.92	3.32	3.85	3.70	1.53	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	67,563	74,115	81,827	88,651	94,809	
营业成本	54,250	58,783	64,730	70,012	74,662	
营业税金及附加	399	479	514	576	609	
销售费用	7,672	8,071	8,837	9,574	10,239	
管理费用	1,327	1,821	1,876	2,083	2,181	
研发费用	1,987	2,289	2,487	2,748	2,920	
财务费用	57	-182	-143	-495	-467	
减值损失合计	-61	-275	-74	-86	-82	
投资净收益	507	513	582	625	670	
其他	464	276	442	474	511	
营业利润	2,781	3,367	4,477	5,165	5,763	
营业外收支	136	457	420	340	430	
利润总额	2,917	3,824	4,897	5,505	6,193	
所得税	574	755	965	1,086	1,221	
净利润	2,343	3,069	3,931	4,419	4,972	
少数股东损益	1,370	1,634	2,162	2,405	2,715	
归属母公司净利润	973	1,435	1,769	2,015	2,257	
EBITDA	3,469	4,170	5,233	5,667	6,320	
EPS(当年)(元)	0.71	1.05	1.30	1.48	1.66	

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	4,314	4,032	11,504	503	12,583	
净利润	2,343	3,069	3,931	4,419	4,972	
折旧摊销	1,172	1,371	1,362	1,490	1,565	
财务费用	121	-118	67	56	40	
投资损失	-507	-513	-582	-625	-670	
营运资金变动	1,405	-92	7,051	-4,605	7,003	
其它	-219	315	-325	-232	-327	
投资活动现金流	-4,423	-2,598	-1,078	-829	-788	
资本支出	-1,104	-789	-1,158	-1,066	-1,033	
长期投资	67	58	-500	-387	-425	
其他	-3,387	-1,866	581	624	670	
筹资活动现金流	1,475	-1,779	-669	-968	-894	
吸收投资	29	0	0	0	0	
借款	3,478	1,478	9	-461	-304	
支付利息或股息	-1,683	-1,774	-417	-456	-540	
现金流净增加额	1,262	-401	9,757	-1,293	10,902	

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	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。