

证券研究报告

公司研究

点评报告

星帅尔 (002860.SZ)

投资评级 买入

上次评级 买入

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

## 光伏业务持续放量，利润率受上游扰动

2023年04月28日

**事件:** 公司发布 2022 年报及 2023 年一季报, 2022 年公司实现营业收入 19.49 亿元, 同比+42.43%; 实现归母净利润 1.19 亿元, 同比-17.21%。拟每 10 股派发现金红利 1 元, 分红率为 25.75%, 股息率为 0.79%。23 年 Q1 公司实现营业收入 5.75 亿元, 同比+99.47%; 实现归母净利润 0.45 亿元, 同比+19.71%。

- **光伏业务扩张带动收入持续高增。** 22 年公司收入在光伏相关业务的带动下快速增长, Q4 实现营业收入 6.99 亿元, 同比+125.36%。分品类来看, 22 年白色家电/电机/光伏行业分别实现营收 6.29/1.64/11.20 亿元, 分别同比-27.44%/-10.42%/+340.91%。白色家电零部件及其他电机业务在 22 年的增速下滑, 我们认为主要受到宏观经济及地产周期下行、家电终端需求低迷等影响, 后续随着经济与消费需求逐步复苏、产品应用领域进一步开拓, 有望得到改善。23 年 Q1 公司营收持续高增, 我们认为主要也得益于光伏组件产能同比大幅提高, 相关销售规模扩大。
- **业务结构变化及原材料波动拉低利润率, 三费支出占比总体收窄。** 2022 全年毛利率为 14.94%, 同比-6.59pct; 净利率为 6.33%, 同比-4.74pct。23 年 Q1 公司整体毛利率为 16.33%, 同比-8.15pct; 净利率为 8.26%, 同比-5.33pct。利润率下滑的首要原因是公司业务结构变化较大, 光伏相关业务收入占比由 21 年的 18.56%大幅提升至 22 年的 57.45%。分品类来看, 22 年白色家电/电机/光伏行业全年毛利率分别为 31.13%/10.99%/6.34%, 同比+2.82/+0.51/-2.28pct, 我们认为主要均受到各自行业上游原材料价格波动影响。费用率方面, 22 全年销售、管理、研发费用率分别为 1.31%、3.51%、3.38%, 分别同比+0.56、-1.12、-0.21pct; 23 年 Q1 销售、管理、研发费用率分别为 1.22%、3.17%、3.76%, 分别同比+0.22、-0.82、-0.65pct。
- **整体营运稳健, 存货环比提升。** 1) 截至 23 年 Q1 公司现金+其他流动资产合计 3.67 亿元, 同比+51.03%; 应收票据和应收账款合计 7.13 亿元, 同比+19.23%, 环比-12.84%; 公司存货为 4.50 亿元, 同比+85.19%, 环比+17.19%。2) 从周转情况来看, 公司 23 年 Q1 期末存货周转天数同比-25.42 天, 应收账款周转天数同比-17.00 天。3) 22 年公司经营性现金流净额为 1.48 亿元, 同比+4.23%; 23 年 Q1 经营性现金流净额为 -0.54 亿, 同比-357.14%, 我们认为或主要由于提前备货支付原材料款所致。
- **盈利预测:** 我们预计公司 23-25 年营业收入分别为 39.90/73.33/93.92 亿元, 分别同比+104.7%/+83.8%/+28.1%; 归母净利润 1.91/2.71/3.26 亿元, 分别同比+60.5%/+41.6%/+20.5%, 对应 PE 为 20.23/14.29/11.86 倍。维持“买入”评级。
- **风险因素:** 原材料价格波动、汇率波动、市场需求不及预期、行业竞争

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

加剧等。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	1,369	1,949	3,990	7,333	9,392
增长率 YoY %	47.6%	42.4%	104.7%	83.8%	28.1%
归属母公司净利润 (百万元)	144	119	191	271	326
增长率 YoY%	33.4%	-17.2%	60.5%	41.6%	20.5%
毛利率%	21.5%	14.9%	11.6%	9.7%	9.2%
净资产收益率ROE%	11.8%	8.7%	12.5%	15.5%	16.2%
EPS(摊薄)(元)	0.47	0.39	0.62	0.88	1.06
市盈率 P/E(倍)	26.88	32.47	20.23	14.29	11.86
市净率 P/B(倍)	3.17	2.81	2.54	2.21	1.92

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2023年4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	
<b>流动资产</b>	1,334	1,841	2,260	2,721	3,404	
货币资金	285	517	529	542	849	
应收票据	243	198	245	366	417	
应收账款	328	620	710	838	988	
预付账款	13	13	28	52	67	
存货	257	384	557	620	706	
其他	207	109	190	303	378	
<b>非流动资产</b>	566	647	922	1,154	1,206	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产	371	433	578	850	887	
无形资产	74	109	133	161	188	
其他	120	105	211	142	130	
<b>资产总计</b>	1,899	2,488	3,183	3,874	4,610	
<b>流动负债</b>	424	1,024	1,562	2,023	2,481	
短期借款	0	2	5	7	9	
应付票据	117	575	699	773	885	
应付账款	241	342	638	834	1,061	
其他	66	105	220	409	526	
<b>非流动负债</b>	230	48	48	48	48	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	230	48	48	48	48	
<b>负债合计</b>	654	1,072	1,610	2,071	2,529	
少数股东权益	24	40	47	57	69	
归属母公司股东权益	1,221	1,376	1,525	1,746	2,012	
<b>负债和股东权益</b>	1,899	2,488	3,183	3,874	4,610	

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	1,369	1,949	3,990	7,333	9,392	
同比	47.6%	42.4%	104.7%	83.8%	28.1%	
归属母公司净利润	144	119	191	271	326	
同比	33.4%	-17.2%	60.5%	41.6%	20.5%	
毛利率(%)	21.5%	14.9%	11.6%	9.7%	9.2%	
ROE%	11.8%	8.7%	12.5%	15.5%	16.2%	
EPS(摊薄)(元)	0.47	0.39	0.62	0.88	1.06	
P/E	26.88	32.47	20.23	14.29	11.86	
P/B	3.17	2.81	2.54	2.21	1.92	
EV/EBITDA	11.75	19.47	13.59	9.27	7.39	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>营业总收入</b>	1,369	1,949	3,990	7,333	9,392	
营业成本	1,074	1,658	3,528	6,625	8,527	
<b>营业税金及附加</b>	7	7	20	29	47	
销售费用	10	25	44	66	85	
<b>管理费用</b>	63	68	132	205	254	
研发费用	49	66	128	213	254	
财务费用	15	-3	-15	0	0	
减值损失合	-2	-2	0	0	0	
<b>投资净收益</b>	7	4	20	37	47	
其他	8	3	36	66	85	
<b>营业利润</b>	163	131	210	297	358	
营业外收支	3	0	0	0	0	
<b>利润总额</b>	166	130	210	297	358	
所得税	14	7	12	16	20	
<b>净利润</b>	151	123	198	280	338	
少数股东损	8	4	7	10	12	
<b>归属母公司</b>	144	119	191	271	326	
EBITDA	211	173	246	360	410	
EPS(当年)(元)	0.50	0.40	0.62	0.88	1.06	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>经营活动现金流</b>	142	148	364	355	470	
净利润	151	123	198	280	338	
折旧摊销	41	48	72	100	99	
财务费用	19	1	-15	0	0	
投资损失	-7	-4	-20	-37	-47	
营运资金变	-65	-32	129	11	80	
其它	3	12	0	0	0	
<b>投资活动现金流</b>	-50	30	-327	-294	-104	
资本支出	-131	-121	-343	-326	-147	
长期投资	-30	146	-5	-4	-5	
其他	111	5	20	37	47	
<b>筹资活动现金流</b>	-30	-101	165	-48	-58	
吸收投资	0	0	203	0	0	
借款	0	65	2	2	2	
支付利息或股息	-32	-41	-40	-50	-60	
<b>现金流净增加额</b>	60	80	202	12	308	

## 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	孙憧	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。	<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。