

压缩机零部件龙头，进军光储业务

星帅尔(002860)

推荐(维持)

核心观点:

- **家电零部件龙头地位稳健，营收稳步增长。**公司家电零部件产品主要为压缩机用热保护器、启动器和密封接线柱等，产品销往欧美、中东、东南亚及国内主要压缩机厂家，现已成为国内压缩机两器生产和出口的主要基地。公司在深耕压缩机零部件的同时，通过并购切入温控器、电机等家电零部件领域。公司业绩稳步增长，营业收入呈上升趋势，从2018年的4.09亿元提升至2022年的19.49亿元，近五年年均复合增长率达36.65%。
- **从光伏制造业切入，积极布局新能源产业。**公司通过收购富乐新能源切入光伏赛道，开展光伏组件业务。目前，富乐新能源光伏组件项目年产达1.5GW，公司继续加大产能建设，预计2023年年底可转债项目建成投产，届时年产能达3.5GW。富乐新能源已积累了众多优秀的海内外客户，海外销售量约占总出货量的50%，国内主要客户包括正泰、中来、安徽大恒、泰恒新能源等。
- **拓展光伏产业链，跨入储能新赛道。**公司计划开拓储能、光伏电站建设、光伏电池片等相关业务，进一步做大、做优公司的新能源产业。1) 储能：签约长风智能，跨入储能新赛道。2022年11月，富乐新能源与长风智能签署《储能业务战略合作协议》，富乐新能源向长风智能采购储能设备。2) 电站：以点带面，积累经验。2022年6月，富乐新能源厂区厂房屋顶1.2MW光伏电站正式建成并完成并网发电。3) 电池片：计划布局电池片业务，降低光伏组件生产成本，提高公司竞争力。
- **投资建议：**公司压缩机配件细分龙头地位稳固，业绩有望伴随下游需求回暖稳健增长，光伏组件业务和储能业务将为公司创造新的盈利增长点。预计公司2023-2025年归母净利润2.03、2.65和3.21亿元，对应的EPS为0.66、0.86和1.05元，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧的风险，原材料价格上涨的风险、光伏业务拓展不及预期的风险。

主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1949.29	3408.81	5973.08	8991.79
收入增长率%	42.43	74.87	75.22	50.54
净利润(百万元)	119.11	202.52	264.89	321.02
利润增速%	-17.21	70.03	30.79	21.19
毛利率%	14.94	13.23	11.09	10.25
摊薄 EPS(元)	0.39	0.66	0.86	1.05
PE	33.94	19.96	15.26	12.59
PB	2.94	2.56	2.19	1.87
PS	2.07	1.19	0.68	0.45

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

分析师

李冠华

☎: 010-80927662

✉: liguanhua_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130519110002

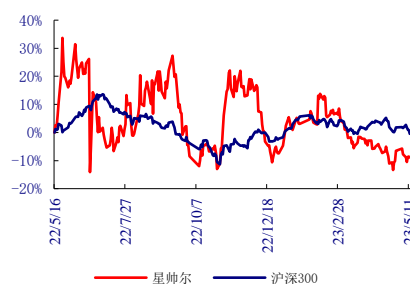
特此鸣谢：周晓彤

市场数据

2023-05-16

A股收盘价(元)	13.18
股票代码	002860
A股一年内最高价(元)	18.77
A股一年内最低价(元)	12.06
上证指数	3,290.99
市盈率	31.9
总股本(万股)	30,673
实际流通A股(万股)	21,927
流通A股市值(亿元)	29

相对沪深300表现图



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

【银河家电】公司年报及一季报点评_家电行业_星帅尔(002860.SZ)_光伏产能释放，一季度营收高增

【银河家电】公司半年报点评_家电行业_星帅尔(002860.SZ)_光伏业务高增长，盈利能力改善

【银河家电】公司三季报点评_家电行业_星帅尔(002860.SZ)_营收延续高增，新项目推进顺利

目 录

一、压缩机零部件龙头，进军新能源业务.....	2
（一）压缩机零部件龙头，进军新能源业务.....	2
（二）公司营收稳步增长.....	3
（三）股权激励彰显信心.....	4
二、切入新能源板块.....	5
（一）光伏行业：高景气板块，需求维持高增长.....	5
（二）光伏组件业务：从光伏制造业切入，积极布局新能源产业.....	8
（三）未来看点：拓展光伏产业链，跨入储能新赛道.....	11
三、盈利预测.....	14
四、风险提示.....	15
五、附录：.....	16
（一）公司财务预测表.....	16

一、压缩机零部件龙头，进军新能源业务

（一）压缩机零部件龙头，进军新能源业务

杭州星帅尔电器股份有限公司于 2017 年 4 月 12 日在深圳证券交易所成功挂牌上市。母公司星帅尔主营产品为热保护器、起动机，主要应用于冰箱、冷柜、空调、制冷饮水机等领域的制冷压缩机以及带烘干功能的洗衣机。公司已成为国内电动机热保护器、起动机行业的龙头企业之一。

公司在 2013 和 2015 年分两次收购了华锦电子，分别在 2017 和 2019 年收购了新都安及浙特电机，华锦电子、浙江特种电机、新都安电器的主要业务都为小家电制造业，与星帅尔在客户构成上有较强的互补性。

表 1：公司收购情况

序号	收购时间	公司名称	收购价格	收购股份	备注
1	2013 年 3 月	杭州华锦电子有限公司	777.75 万元	51%	
2	2015 年 3 月	杭州华锦电子有限公司		49%	成为全资子公司
3	2017 年 7 月	常熟新都安电器股份有限公司	5100 万	51%	
4	2017 年 11 月	浙江特种电机有限公司	9,743.4 万元	24.98%	
5	2019 年 1 月	浙江特种电机有限公司	8,066.11 万元	21.77%	
6	2019 年 7 月	浙江特种电机有限公司	19,725.98 万元	53.24%	成为全资子公司
7	2019 年 12 月	常熟新都安电器股份有限公司	3,400 万元	34%	持股比例 85%
8	2021 年 2 月	黄山富乐新能源科技有限公司	3,060 万元	51%	
9	2022 年 4 月	黄山富乐新能源科技有限公司		39.2%	持股比例 90.2%

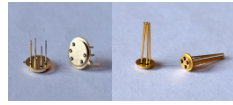
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

2021 年、2022 年公司分两次共收购富乐新能源 90.2% 的股份，进入市场空间巨大的光伏行业。富乐所处行业与公司现有主营行业跨度较大，但其本身也是制造业。公司制造经验丰富，能在开拓新市场的同时，与富乐形成良性发展。2022 年 11 月，富乐新能源与长凤智能签署储能业务战略合作协议，向储能赛道迈进。

表 2：公司主营产品及客户

公司名称	主营项目	主要产品	主要客户
星帅尔	热保护器、起动机	应用于冰箱、冷柜、空调、制冷饮水机等领域的制冷压缩机以及带烘干功能的洗衣机	华意系公司、东贝系公司、美芝系公司、钱江公司、四川丹甫、LG 电子、尼得科电机、恩布拉科等
杭州华锦电子有限公司	密封接线柱	主要应用于冰箱、冷柜、空调、制冷饮水机等领域的制冷压缩机上，以及新能源汽车、通信、额温枪	志高空调、扎努西、万宝、钱江、格兰仕、白雪、LG、华意、美芝等公司

光通信、光传感器组件 等领域



浙江特种电机有限公司

中小型电动机、微型电动机

应用于冰箱、空调、电梯、清洗机、新能源汽车、厨余粉碎机、水泵等领域

海立电器、海立新能源技术、江菱机电、绿田机械、艾纶锐祈、蒂森电梯、比亚迪等



常熟新都安电器股份有限公司

主营温度控制器

主要应用于变压器、微波炉、饮水机、咖啡机、热水器、吸尘器等小家电领域

美的、格兰仕、苏泊尔、利仁、科沃斯、方太、松下、夏普、惠而浦、三星、LG等



黄山富乐新能源科技有限公司

光伏组件

应用于集中式发电站、分布式发电站，以集中式发电站为主

正泰、中来、安徽大恒、泰恒新能源等

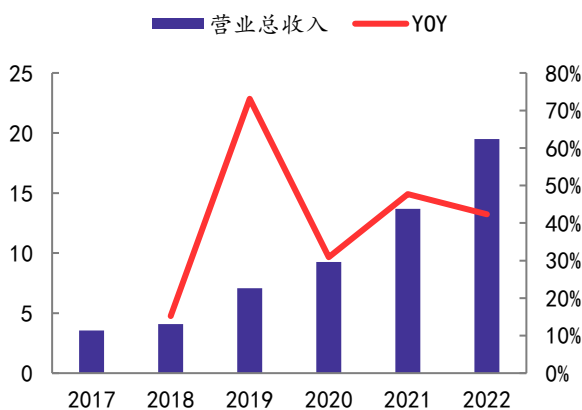


资料来源：公司公告，公司官网，中国银河证券研究院

(二) 公司营收稳步增长

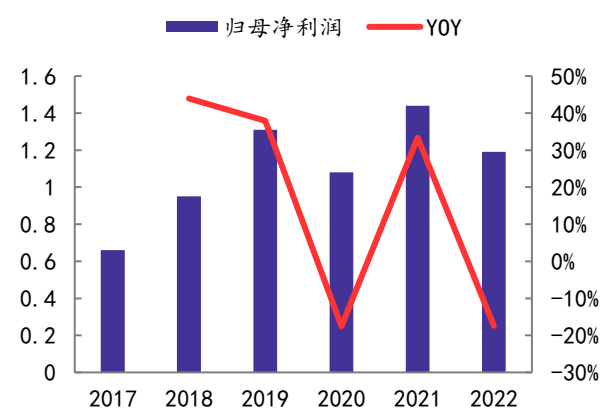
自上市以来，公司营业收入呈上升趋势，从2018年的4.09亿元提升至2022年的19.49亿元，近五年年均复合增长率达36.65%。23Q1实现营业收入5.75亿元，同比增长99.47%；实现归母净利润0.45亿元，同比增长19.71%。

图 1：公司营收（亿元）及增长率



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

图 2：公司归母净利润（亿元）及增长率

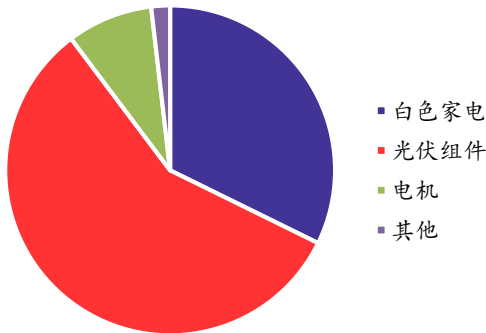


资料来源：WIND，中国银河证券研究院

光伏业务营收高增长，已成为公司最大的营收来源。2022年公司白色家电行业业务实现营收6.29亿元，占比由2021年的63.38%下降到32.27%。公司光伏业务快速增长，2022年实

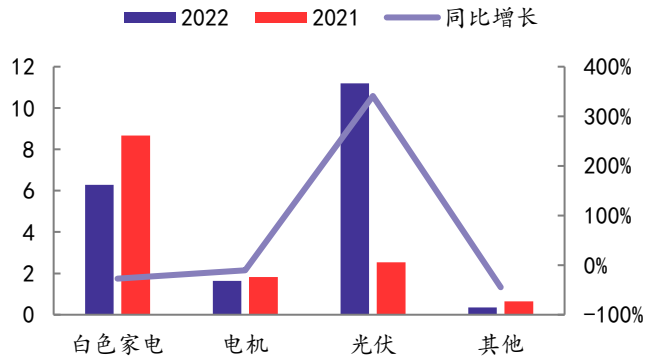
现营收 11.20 亿元，同比增长 340.94%，营收占比提升至 57.47%。

图 3：2022 年公司按行业营收占比



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

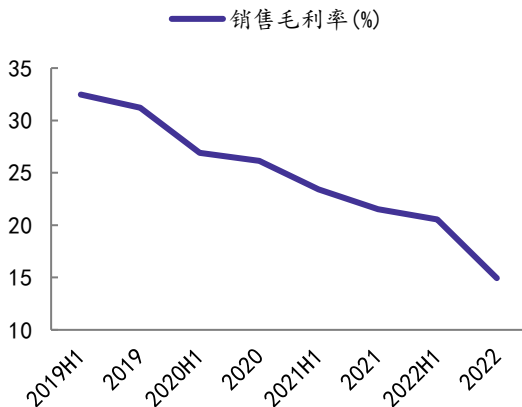
图 4：公司各行业营收(亿元)及 2022 年同比增长



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

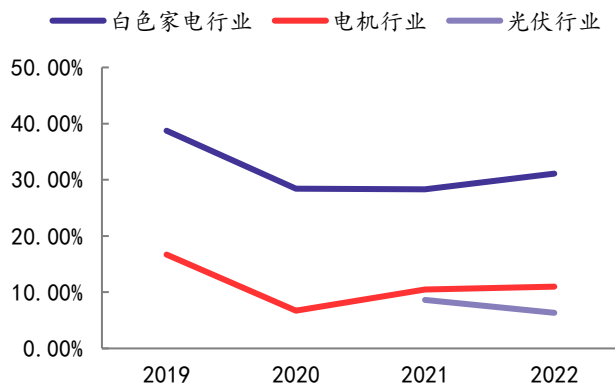
在毛利率方面，整体来看，公司销售毛利率呈下降趋势，2019-2022 年分别为 31.31%、26.15%、21.53%、14.94%，主要原因为公司并购了浙特电机和富乐新能源，电机和光伏部分毛利率相对较低。分行业看，2022 年公司白色家电、电机、光伏行业毛利率分别为 31.13%、10.99%、6.34%。

图 5：公司销售毛利率



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

图 6：公司各行业毛利率



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

(三) 股权激励彰显信心

2018 年、2022 年公司两次实施股权激励计划，共授予限制性股票约 930 万股。2022 年公司限制性股票激励计划拟授予限制性股票 609.58 万股，首次激励对象共计 93 人，包括公司董事、高级管理人员及其他核心人员。业绩考核目标分别为以 2021 年净利润为基数，2022-2024 年净利润增长率不低于 10%、20%、30%，或者以 2021 年营业收入为基数，2022-2024 年营业收入增长率不低于 20%、40%、60%。本次激励计划有效将股东、公司和核心团队三方利益结合在一起，吸引和留住优秀人才，调动各方积极性，共同关注公司的长远发展，确保公司发展

战略和经营目标的实现。

表 3：公司 2022 年限制性股票激励解除限售安排及公司层面业绩考核目标

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	公司需满足下列两个条件之一：1、以 2021 年净利润为基数，2022 年净利润增长率不低于 10.00%；2、以 2021 年营业收入为基数，2023 年营业收入增长率不低于 20.00%。
首次授予的限制性股票	第二个解除限售期 公司需满足下列两个条件之一：1、以 2021 年净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 20.00%；2、以 2021 年营业收入为基数，2023 年营业收入增长率不低于 40.00%。
第三个解除限售期	公司需满足下列两个条件之一：1、以 2021 年净利润为基数，2024 年净利润增长率不低于 30.00%；2、以 2021 年营业收入为基数，2024 年营业收入增长率不低于 60.00%。
预留授予的限制性股票	第一个解除限售期 公司需满足下列两个条件之一：1、以 2021 年净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 20.00%；2、以 2021 年营业收入为基数，2023 年营业收入增长率不低于 40.00%。
第二个解除限售期	公司需满足下列两个条件之一：1、以 2021 年净利润为基数，2024 年净利润增长率不低于 30.00%；2、以 2021 年营业收入为基数，2024 年营业收入增长率不低于 20.00%。

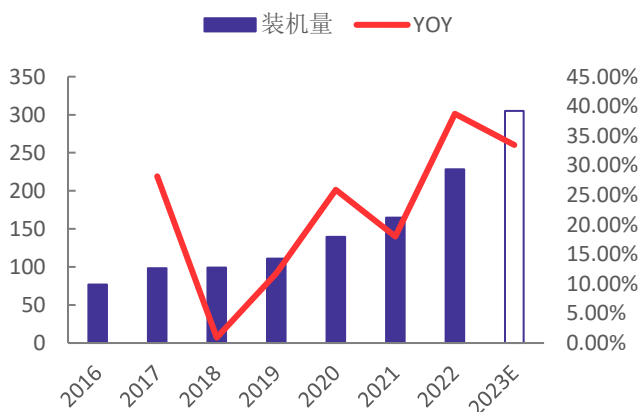
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

二、切入新能源板块

（一）光伏行业：高景气板块，需求维持高增长

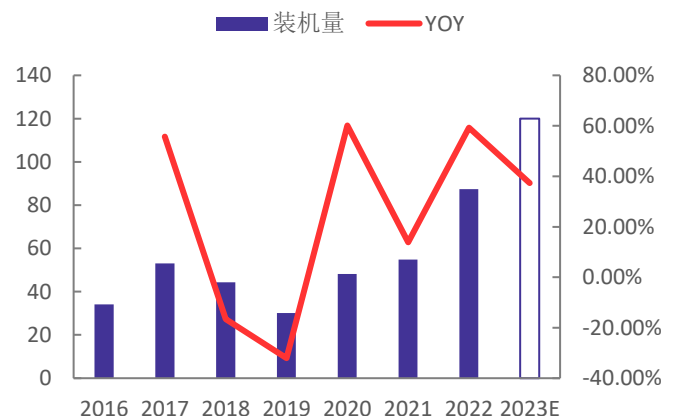
光伏行业景气度较高。2022 年全球光伏新增装机 230GW，同比增长 35.3%；据中国光伏行业协会预测，2023 年全球新增装机保守预测为 280GW，乐观预测为 330GW。2022 年我国新增装机 87.41GW，同比增长 59.3%，连续 10 年位居全球首位，其中，分布式光伏新增装机首次突破 50GW，达到 51.11GW，同比增长 74.56%。随着上游硅料产能释放，储能配套机制日益健全，需求得到充分释放，预计 2023 年我国光伏新增装机将超过 120GW。

图 7：全球光伏年度新增装机(GW)及增长率 YOY



资料来源：Trendforce, CPIA, 中国银河证券研究院

图 8：中国光伏年度新增装机(GW)及增长率 YOY



资料来源：CPIA, 中国银河证券研究院

2013年，国务院印发《关于促进光伏产业健康发展的若干意见》，国家发改委发布《关于发挥价格杠杆作用促进光伏产业健康发展通知》，完善光伏发电项目价格政策，明确光伏电站上网电价补贴。在利好政策的引导下，中国光伏产业发展明显加快，逐渐壮大，屡创新高。在双碳背景下，我国积极布局新型电力系统，2022年光伏行业相关政策进一步健全完善。2022年5月30日，国务院办公厅转发《关于促进新时代新能源高质量发展的若干意见》，提出7方面21项具体措施，锚定到2030年风电、光伏总装机容量达到12亿千瓦以上的目标，提出要加快构建清洁低碳、安全高效的能源体系，在巩固领先地位的基础上追求新发展。同时，针对光伏产业链失衡问题，相关部门联合印发《关于做好光伏产业链供应链协同发展工作的通知》《关于促进光伏产业链健康发展有关事项的通知》，指出加强监管，优化产业区域布局；多措并举保障多晶硅合理产量，创造条件支持多晶硅先进产能按期达产，纾解光伏产业链上下游产能、价格堵点，提升光伏发电产业链供应链配套供应保障能力，支撑我国清洁能源快速发展。

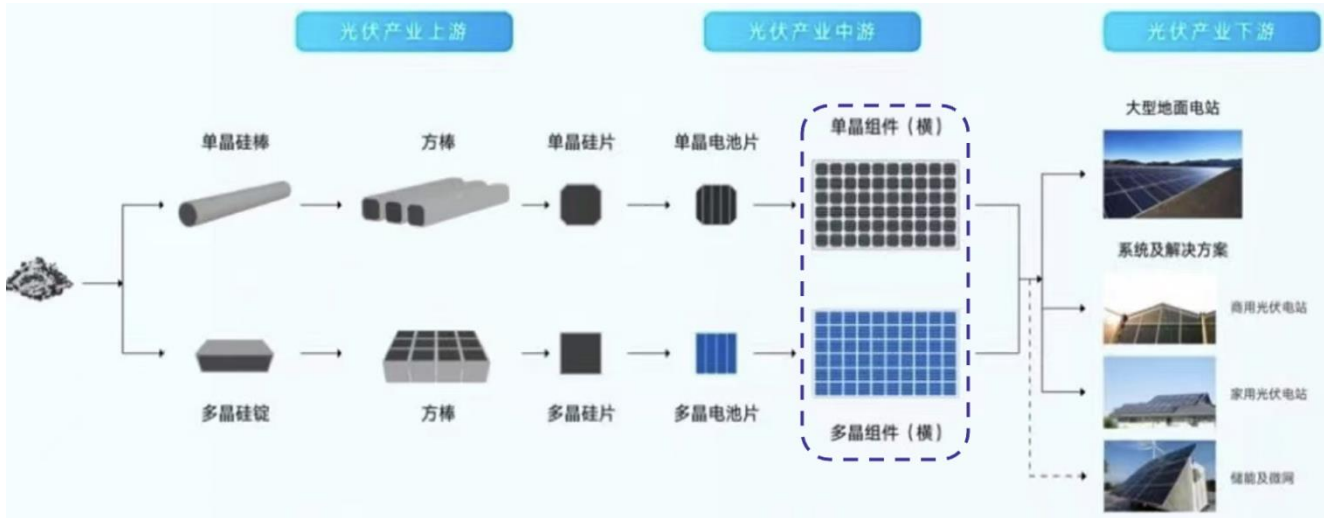
表 4：2022 年中国光伏行业政策梳理

时间	文件	内容
2022.01.05	《加快农村能源转型发展助力乡村振兴的实施意见》	文件明确到 2025 年，建成一批农村能源绿色低碳试点，新能源产业成为农村经济的重要补充和农民增收的重要渠道，绿色、多元的农村能源体系加快形成。
2022.06.01	九部门联合印发《“十四五”可再生能源发展规划》	提出“十四五”可再生能源总量目标，可再生能源发电目标、可再生能源消纳目标。
2022.05.30	《关于促进新时代新能源高质量发展的实施方案》	锚定到 2030 年我国风电、太阳能发电总装机容量达到 12 亿千瓦以上的目标，加快构建清洁低碳、安全高效的能源体系。
2022.06.24	《财政部关于下达 2022 年可再生能源电价附加补助地方资金预算的通知》	本次下达总计新能源补贴资金 27.5496 亿元。其中，风电 14.7061 亿元、光伏 12.545 亿元、生物质 2890 万元。
2022.08.24	《关于促进光伏产业链供应链协同发展的通知》	优化产业区域布局，避免产业趋同、恶性竞争和市场垄断。
2022.10.28	《关于促进光伏产业链健康发展有关事项》	多措并举保障多晶硅合理产量，纾解光伏产业链上下游产能、价格堵点，提升光伏发电产业链供应链配套供应保障能力。
2022.12.26	国家能源局印发关于《光伏电站开发建设管理办法》的通知	明确光伏电站的管理思路与要求，涵盖各相关部门、机构、企业等各类主体的职责要求以及光伏电站从规划、开工、建设、运行、改造升级、退役等各阶段的全生命周期管理要求。

资料来源：各政府公告，中国银河证券研究院

光伏组件是光伏发电系统中的核心部分，位于光伏产业链中游。光伏产业链包括硅料、硅片、电池片、光伏组件和发电站。光伏组件是基于电池整合的具有封装及内部联结的，能单独提供直流电输出的、最小不可分割的光伏电池组合装置。组件封装对光伏电池使用的安全性和寿命具有重要作用：1) 满足用电高压需求，单体电池片输出电压较低，将一定量单体电池片串、并联后的光伏电池组件可作为电池使用；2) 增加电池耐用性，电极在空气中易被腐蚀、脱落，且硅片薄化趋势使得电池片更加易碎，组件封装在保护电池受外界环境影响的同时，有效避免电池破碎，还方便搬运和安装。

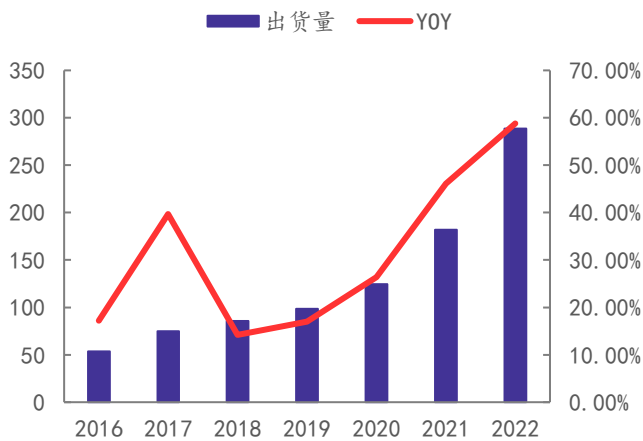
图 9：光伏产业链



资料来源：天合光能招股说明书，中国银河证券研究院

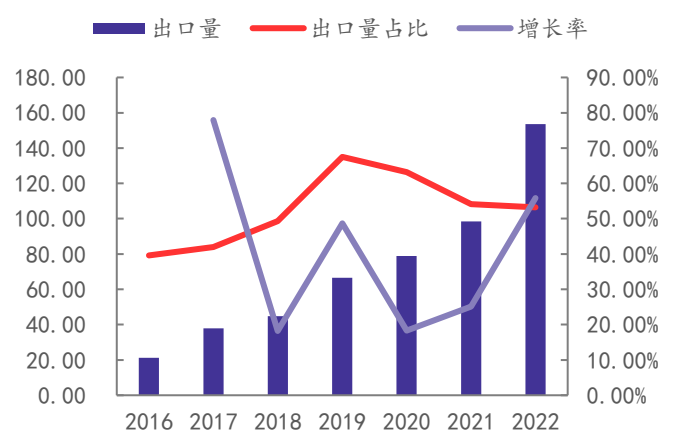
2022 年全年光伏组件产量达到 288.7GW，连续十六年位居全球首位，同比增长 58.8%，光伏产品全年出口总额为 512.5 亿美元，同比增长 80.3%，其中光伏组件出口量再创新高，达 153.6GW，同比增长 55.8%，占总出货量的 53.2%。

图 10：中国光伏组件年总出货量(GW)及增长率 YOY



资料来源：CPIA，中国银河证券研究院

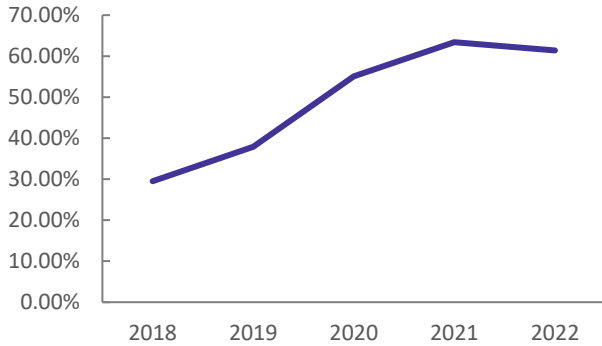
图 11：中国光伏组件出口量(GW)、出口量占比及增长率



资料来源：CPIA，中国银河证券研究院

光伏组件行业集中度较高。据 PV-tech 统计，2022 年全球光伏组件前十供应商出货量为 245GW，占供求供应量的 75% 以上，中国企业共有八家。其中，隆基绿能以超过 45GW 的组件出货量位居第一，晶科能源紧随其后，全年出货量超 44GW，天合光能、晶澳科技、阿特斯分别位列 3-5 位，行业 CR5 达 61.4%。

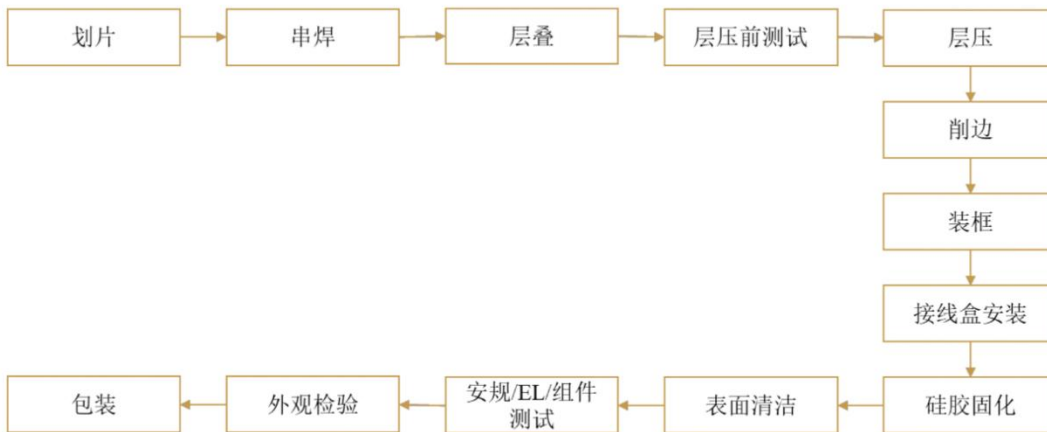
图 12：中国光伏组件 CR5



资料来源：CPIA，中国银河证券研究院

组件性能持续提升，高功率组件是未来发展趋势。光伏组件的工艺流程包括划片、串焊、层叠、测试、层压等工艺组成，其中技术和价值含量最高的工艺为串焊和层压。作为光伏行业的终端产品，组件生产与市场结合紧密，产品更新换代较快，要求有很强的市场应变机制，对设计开发能力要求较高，各个工艺环节都会直接影响产品的品质。未来，技术进步将持续推动光伏组件的性能提升，随着大尺寸技术、高密度封装等技术在新增产能中更广泛的应用，组件性能将进一步提高，高效组件产能及产品占比将持续上升。

图 13：组件生产的工艺流程



资料来源：晶科能源招股说明书，中国银河证券研究院

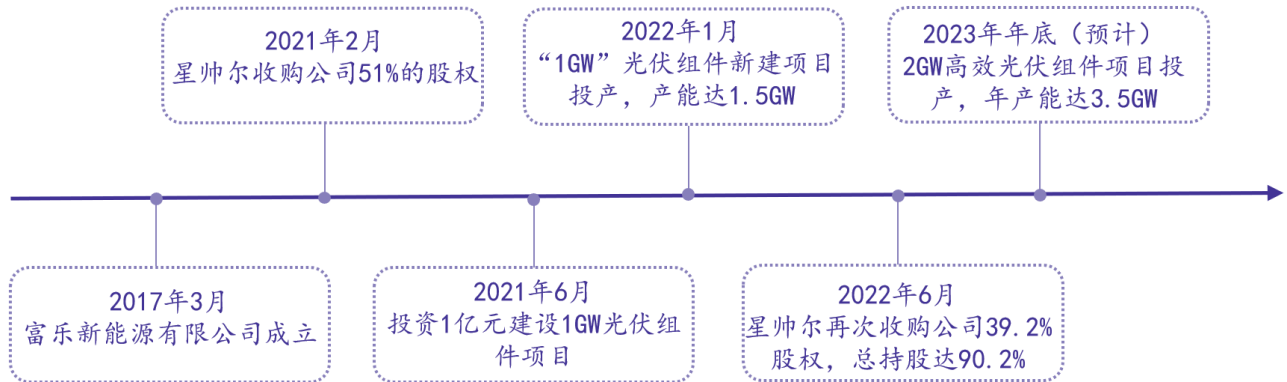
（二）光伏组件业务：从光伏制造业切入，积极布局新能源产业

公司通过收购富乐新能源切入光伏赛道，开展光伏组件业务。2021年，公司以3060万元收购黄山富乐新能源51%的股权。2022年4月，公司再次收购其39.2%的股份。目前，公司持有富乐新能源90.2%的股份。

富乐新能源科技有限公司成立于2017年3月，主要从事光伏组件的研发、生产和销售。

2022年1月，公司年产1GW光伏组件项目建成投产，日产量约5000片，年产达1.5GW；富乐新能源2022年实现营收11.32亿元，净利润0.16亿元。公司计划继续建设2GW高发电量光伏组件项目，预计2023年年底建成投产，届时年产能达3.5GW，并计划在最短时间内，进一步实现5GW/年的产能。

图 14：富乐新能源光伏产业发展历程



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司管理层资历深厚，有多年的光伏行业从业经验。在技术层面上，公司搭建了良好的人员管理体系，技术副总张伟负责研发过历代光伏产品，曾任国家级光伏实验室主任，能紧跟光伏行业动态，推动产品改善升级。在商务方面，销售副总万峰作为十几年从事光伏行业的管理人员，从2019年开始向海外客户供货，深得客户好评。

富乐新能源产品种类丰富，主要产品为166半片、450W组件，182半片、540W组件，新产品210半片已通过第三方实验室高标准检测，即将量产。公司光伏组件产品终端应用于集中式发电站、分布式发电站，以集中式发电站为主。此外，公司不断进行产品创新研发，全黑组件、双面发电组件产品也已经通过Intertek认证，产品性能进一步提升。

图 15：富乐新能源光伏组件产品





资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

凭借出众的光伏组件生产技术与制造工艺，公司产品具备较好的弱光性能和可靠性。公司产品可在阴天、早晨和傍晚等弱光条件下输出更多电量；在严酷环境下，如沙漠、农场和海岸附近也能拥有较好的可靠性；并可减少热斑效应，最小化组件衰减。公司双玻双面光伏组件寿命可达到 30 年，良品率达 99.6% 以上，其中 182PERC 系列组件单块最高功率达 550W，组件转换效率高达 21.3%，年衰减率低至 0.45%，在雪地和沙地等高反射环境下可提升 5%-25% 的发电量，获多家国际公司的测试与认证机构认可。

图 16：富乐新能源光伏产品已获国际质量认证



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

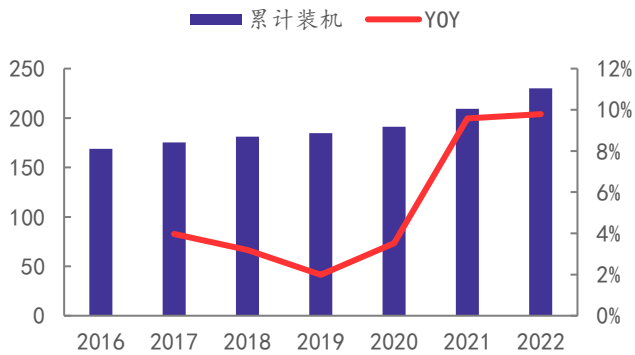
公司不断创新，提升研发能力以便高效响应客户需求，研发适合市场所需的定制产品。富乐新能源拥有成熟的产品开发流程，擅长为客户提供定制化产品开发服务，能生产 P 型、N 型、HJT 等各种类型的个性化定制组件，帮助客户完成新产品从技术资料，小试、中试，到批量生产、送检全套流程。凭借优秀的研发与服务能力，公司下游订单充足。

经过多年的经营发展，富乐新能源已经积累了众多优秀的海内外客户。富乐新能源国内主要客户包括正泰、中来，安徽大恒、泰恒新能源等，光伏组件业务订单饱满。富乐新能源积极拓展海外市场，光伏组件海外销售量约占总出货量的 50%，直接或者间接销往加拿大、美国、德国、韩国、日本等，并与国外客户 A 建立稳定的供货关系。

(三) 未来看点：拓展光伏产业链，跨入储能新赛道

随着新能源发电行业的稳步发展，“新能源+储能”的消纳模式带动储能装机量快速提升。据 CNESA 统计，2022 年全球已投运电力储能项目累计装机规模为 237.2GW，同比增长 15%，新增投运电力储能项目装机规模 30.7GW，同比增长 98%。据 TrendForce 预测，2023 年全球储能新增装机有望达到 34.9GW/77.9GWh。我国储能市场发展较晚，但增速较快，据 CNESA 统计，截至 2022 年底，中国已投运的电力储能项目累计装机达 59.8GW，同比增长 38%。其中，抽水蓄能占比最大，达 77.1%；新型储能维持高增长，累计装机量首次突破 10GW，达到 13.1GW/27.1GWh，超过 2021 年同期的 2 倍。

图 17：全球储能累计装机规模(GW)及增速 YOY



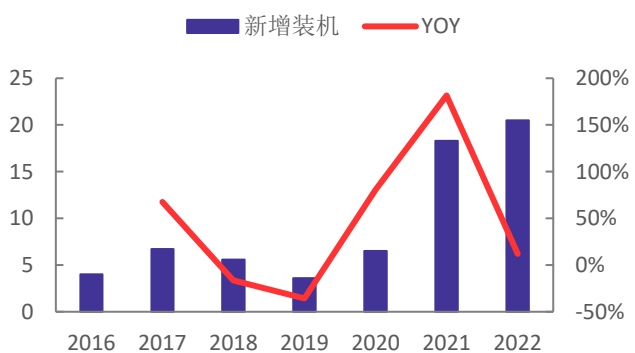
资料来源：CNESA、TrendForce，中国银河证券研究院

图 18：中国储能累计装机规模(GW)及增速 YOY



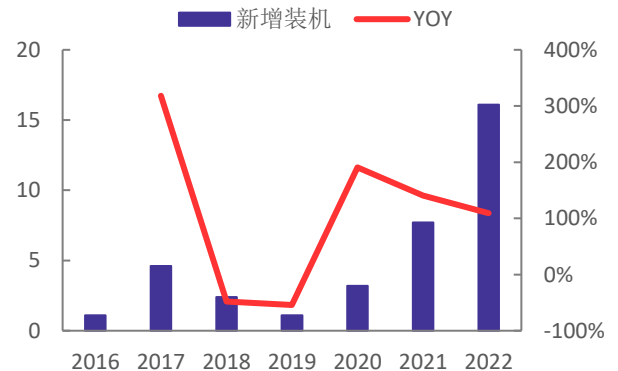
资料来源：CNESA、中国银河证券研究院

图 19：全球储能新增装机规模(GW)及增速 YOY



资料来源：CNESA、TrendForce，中国银河证券研究院

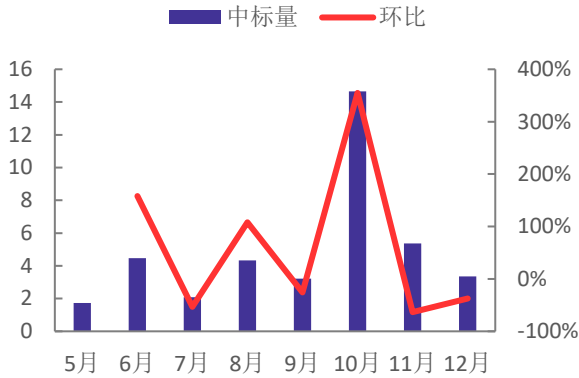
图 20：中国储能新增装机规模(GW)及增速 YOY



资料来源：CNESA、中国银河证券研究院

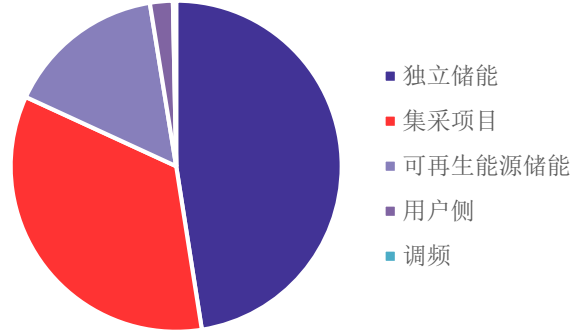
2022 年我国储能市场实现跨越式发展，市场参与度较高。据储能与电力市场统计，2022 年我国储能项目招标共 44GWh，完成超 300 次项目招标投标工作，涉及项目 278 个，包括独立储能、集采、可再生能源、用户侧和调频等不同类型。其中，独立储能项目占比最高，为 48%，容量达 20.93GWh；集采项目占比 34%，总量达 15.13GWh。按季度来看，2022 年储能项目中标量呈逐季上升趋势，22Q4 中标量为 23.37GWh，环比增长 142.68%。

图 21: 2022 年中国储能项目中标量(GWh)及环比增长



资料来源: 储能与电力市场、中国银河证券研究院

图 22: 2022 年中国招标已完成储能项目分布领域

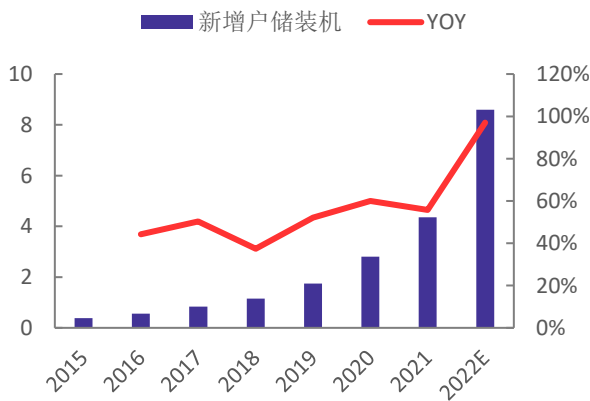


资料来源: 储能与电力市场、中国银河证券研究院

凭借高自发自用电效率、降低经济成本等优势,近年来,户用储能高速增长。据 GGII 预测,2022 年全球户用家储装机规模有望突破 15GWh,同比增长超 134%,2025 年全球装机规模有望达到 100GWh。

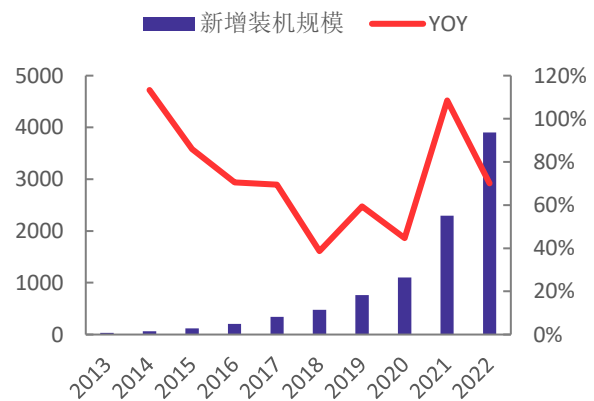
受俄乌冲突影响,欧洲天然气供应不足,电价屡创新高,户储渗透率有望进一步提升。据 EVTank 统计,2022 年欧洲家庭储能新增装机量为 5.68GWh,累计装机量超 10GWh。据 SolarPowerEurope 预测,在各国对于户用光储支持政策的推动下,2026 年欧洲新增户储装机有望超过 7GWh,累计装机达 32.2GWh,年增长率超 30%。

图 23: 全球户储新增装机(GWh)及 YOY



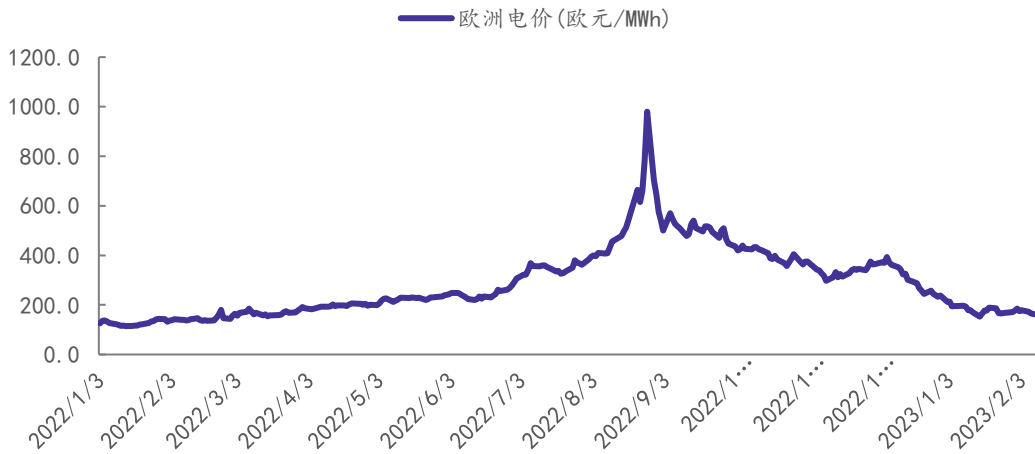
资料来源: BNEF、GGII、中国银河证券研究院

图 24: 欧洲户储新增装机(MWh)及 YOY



资料来源: SolarPowerEurope、中国银河证券研究院

图 25: 2022 年 1 月-2023 年 2 月欧洲电价(欧元/MWh)



资料来源: 欧洲能源交易所, 中国银河证券研究院

公司继续打造一体两翼“以家电板块为基础、以新能源板块为先导”的发展模式, 从光伏组件制造业务切入新能源行业, 积极布局, 计划开拓储能、光伏电站建设、光伏电池片等相关业务, 进一步做大、做优公司的新能源产业。

(1) 储能: 签约长风智能, 跨入储能新赛道。2022 年 11 月, 富乐新能源与长风智能签署《储能业务战略合作协议》, 有效期自 2022 年 11 月 30 日起到 2023 年 12 月 31 日, 富乐新能源向长风智能采购储能设备, 长风智能向富乐新能源优先提供储能设备产品、储能设备技术培训、技术支持以及对应采购产品的相关售后服务, 标志着公司跨入储能新赛道。

长风智能是一家一流的储能及微电网供应商, 主要从事锂电池储能及微电网系统研发和生产业务, 产品广泛应用于发电侧储能、工商业侧储能、储能调频服务、户用储能、便携式储能等领域。公司已顺利通过 IATF16949、ISO9001、14001、45001 体系认证, 储能产品已通过了 UL、IEC、TUV、UN 等国际严格认证, 产品销往海外多个国家及地区。

我们认为, 凭借公司深耕光伏产业多年积累的客户与技术经验, 在销售渠道的带动下, 光伏储能一体化的趋势下, 储能有望成为公司新能源领域的下一个增长点。

(2) 电站: 以点带面, 积累经验。2022 年 1 月, 富乐新能源设立孙公司富恒电力, 主要负责运营未来公司电站建设等方面的事务。富恒电力于 2022 年 5 月相继设立子公司富星电力、富轩电力, 标志着公司逐步以点带面的规划建设光伏电站, 公司的光伏产业链正在不断延伸、完善, 为今后光伏电站的建设积累丰富经验。2022 年 6 月, 富乐新能源厂区厂房屋顶 1.2MW 光伏电站正式建成并完成并网发电。光伏电站作为光伏产业链的终端, 是公司光伏组件业务的向下延伸, 拓展电站建设业务, 有助于提升公司盈利能力, 推动公司可持续发展。

(3) 电池片: 计划布局电池片业务, 降低光伏组件生产成本, 提高公司竞争力。光伏电池片是光伏组件的核心部件, 占组件整体成本的比例超 60%。2022 年光伏产业链上游硅料硅片环节价格持续位于高位, 带动电池片价格大幅上涨, 压缩组件环节利润, 自 2022 年 4 月开始, 组件环节出现持续亏损。公司计划布局电池片产业, 有望保障电池片供应的稳定性, 提升公司光伏产业竞争力。

三、盈利预测

盈利预测基本假设如下：

1. 冰箱、冷柜、空调等压缩机及小家电用配套产品：白色家电需求以更新为主，趋于稳定，但产品结构升级趋势明显。公司产品市占率较高，白电零部件业务收入有望稳健增长，预计 2023-2025 年营收增速分别为 10.0%、8.0%和 6.0%。

2. 光伏组件：随着公司产能逐步释放，公司光伏业务有望快速增长，预计 2023-2025 年光伏组件业务营收增速分别为 120%、100%和 60%。

3. 电机业务：公司已成功进入比亚迪产业链，新能源电机业务收入有望实现较高增速，预计 2023-2025 年营收增速分别为 30%、20%和 6%。

表 5：公司各业务收入毛利预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
合计					
营业收入（百万元）	1368.59	1949.29	3408.81	5973.08	8991.79
yoy	47.64%	42.43%	74.87%	75.22%	50.54%
毛利率	21.53%	14.94%	13.23%	11.09%	10.25%
光通信、光传感器组件					
营业收入（百万元）	15.54	16.91	20.29	22.32	23.44
yoy	37%	9%	20%	10%	5%
毛利率	8%	1%	8%	8%	8%
冰箱、冷柜、空调等压缩机及小家电用配套产品					
营业收入（百万元）	851.92	612.52	673.77	727.67	771.33
yoy	11%	-28%	10%	8%	6%
毛利率	29%	32%	32%	33%	33%
厨余粉碎机、新能源汽车、清洁水泵、电梯等电机					
营业收入（百万元）	182.93	163.88	213.04	255.65	270.99
yoy	53%	-10%	30%	20%	6%
毛利率	10%	11%	11%	12%	12%
太阳能硅片、太阳能光伏组件等					
营业收入（百万元）	253.98	1119.93	2463.84	4927.68	7884.29
yoy	0%	341%	120%	100%	60%
毛利率	9%	6%	7%	7%	8%
其他业务					
营业收入（百万元）	64.21	36.06	37.86	39.76	41.74
yoy	167%	-44%	5%	5%	5%
毛利率	12%	18%	18%	18%	18%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

投资建议：公司家电零部件龙头地位稳固，业绩有望伴随下游需求回暖稳健增长，光伏组件业务和储能业务有望为公司创造新的盈利增长点。预计公司 2023-2025 年归母净利润 2.03、

2.65 和 3.21 亿元，对应的 EPS 为 0.66、0.86 和 1.05 元，维持“推荐”评级。

表 6：公司主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1949.29	3408.81	5973.08	8991.79
收入增长率 (%)	42.43	74.87	75.22	50.54
归母净利润 (百万元)	119.11	202.52	264.89	321.02
利润增速 (%)	-17.21	70.03	30.79	21.19
毛利率 (%)	14.94	13.23	11.09	10.25
摊薄 EPS(元)	0.39	0.66	0.86	1.05
PE	32.47	19.10	14.60	12.05
PB	2.81	2.45	2.10	1.79
PS	1.98	1.13	0.65	0.43

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

四、风险提示

行业竞争加剧的风险，原材料价格上涨的风险、光伏业务拓展不及预期的风险。

五、附录：

(一) 公司财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1840.99	2595.66	4138.32	5741.07	营业收入	1949.29	3408.81	5973.08	8991.79
现金	517.07	634.33	702.68	783.74	营业成本	1658.06	2957.81	5310.85	8069.80
应收账款	619.96	800.37	1356.57	2140.23	营业税金及附加	7.22	11.93	20.91	31.47
其它应收款	3.39	15.87	17.42	32.93	营业费用	25.50	34.09	47.78	71.93
预付账款	12.97	27.24	46.45	71.83	管理费用	68.47	119.31	173.22	242.78
存货	383.54	618.83	1180.96	1553.80	财务费用	-2.52	-10.25	-12.54	-13.86
其他	304.06	499.02	834.23	1158.54	资产减值损失	-2.42	-0.04	-0.02	-0.03
非流动资产	647.19	729.92	806.28	876.50	公允价值变动收益	0.03	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	3.80	6.82	11.95	17.98
固定资产	433.48	483.65	526.31	563.20	营业利润	130.82	224.13	293.27	355.86
无形资产	109.02	133.47	161.42	188.20	营业外收入	0.54	0.00	0.00	0.00
其他	104.70	112.80	118.56	125.10	营业外支出	0.99	0.00	0.00	0.00
资产总计	2488.18	3325.59	4944.60	6617.57	利润总额	130.38	224.13	293.27	355.86
流动负债	1023.74	1651.49	2995.15	4334.43	所得税	7.06	14.48	17.92	22.16
短期借款	2.30	3.83	5.62	7.32	净利润	123.32	209.65	275.35	333.70
应付账款	341.77	644.17	1126.11	1563.82	少数股东损益	4.21	7.13	10.46	12.68
其他	679.68	1003.49	1863.42	2763.29	归属母公司净利润	119.11	202.52	264.89	321.02
非流动负债	47.76	47.76	47.76	47.76	EBITDA	172.52	269.12	337.61	398.85
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	0.39	0.66	0.86	1.05
其他	47.76	47.76	47.76	47.76					
负债合计	1071.50	1699.26	3042.92	4382.19	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	40.36	47.49	57.95	70.63	营业收入	42.43%	74.87%	75.22%	50.54%
归属母公司股东权益	1376.32	1578.84	1843.73	2164.75	营业利润	-19.71%	71.32%	30.85%	21.34%
负债和股东权益	2488.18	3325.59	4944.60	6617.57	归属母公司净利润	-17.21%	70.03%	30.79%	21.19%
					毛利率	14.94%	13.23%	11.09%	10.25%
					净利率	6.11%	5.94%	4.43%	3.57%
					ROE	8.65%	12.83%	14.37%	14.83%
					ROIC	8.26%	11.84%	13.19%	13.51%
					资产负债率	43.06%	51.10%	61.54%	66.22%
					净负债比率	75.63%	104.48%	160.01%	196.04%
					流动比率	1.80	1.57	1.38	1.32
					速动比率	1.39	1.17	0.96	0.94
					总资产周转率	0.78	1.03	1.21	1.36
					应收帐款周转率	3.14	4.26	4.40	4.20
					应付帐款周转率	5.70	5.29	5.30	5.75
					每股收益	0.39	0.66	0.86	1.05
					每股经营现金	0.48	0.83	0.65	0.67
					每股净资产	4.49	5.15	6.01	7.06
					P/E	33.94	19.96	15.26	12.59
					P/B	2.94	2.56	2.19	1.87
					EV/EBITDA	20.16	12.70	9.93	8.20
					P/S	2.07	1.19	0.68	0.45

数据来源：公司数据 中国银河证券研究院

插图目录

图 1: 公司营收(亿元)及增长率	3
图 2: 公司归母净利率(亿元)及增长率	3
图 3: 2022 年公司按行业营收占比	4
图 4: 公司各行业营收(亿元)及 2022 年同比增长	4
图 5: 公司销售毛利率	4
图 6: 公司各行业毛利率	4
图 7: 全球光伏年度新增装机(GW)及增长率 YOY	5
图 8: 中国光伏年度新增装机(GW)及增长率 YOY	5
图 9: 光伏产业链	7
图 10: 中国光伏组件年总出货量(GW)及增长率 YOY	7
图 11: 中国光伏组件出口量(GW)、出口量占比及增长率	7
图 12: 中国光伏组件 CR5	8
图 13: 组件生产的工艺流程	8
图 14: 富乐新能源光伏产业发展历程	9
图 15: 富乐新能源光伏组件产品	9
图 16: 富乐新能源光伏产品已获国际质量认证	10
图 17: 全球储能累计装机规模(GW)及增速 YOY	11
图 18: 中国储能累计装机规模(GW)及增速 YOY	11
图 19: 全球储能新增装机规模(GW)及增速 YOY	11
图 20: 中国储能新增装机规模(GW)及增速 YOY	11
图 21: 2022 年中国储能项目中标量(GWh)及环比增长	12
图 22: 2022 年中国招标已完成储能项目分布领域	12
图 23: 全球户储新增装机(GWh)及 YOY	12
图 24: 欧洲户储新增装机(MWh)及 YOY	12
图 25: 2022 年 1 月-2023 年 2 月欧洲电价(欧元/MWh)	13

表格目录

表 1: 公司收购情况	2
表 2: 公司主营产品及客户	2
表 3: 公司 2022 年限制性股票激励解除限售安排及公司层面业绩考核目标	5
表 4: 2022 年中国光伏行业政策梳理	6
表 5: 公司各业务收入毛利预测	14
表 6: 公司主要财务指标	15

分析师简介及承诺

李冠华，工商管理硕士，2018年加入银河证券研究院投资研究部，从事家用电器行业研究工作

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tanganmanling_bj@chinastock.com.cn