

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

Q2 业绩大超预期，头部制冷企业强者恒强

2023年07月15日

事件：公司发布 23 年半年度业绩预告，上半年公司预计实现归母净利润 3.40~3.96 亿元，同比+89%~120%，预计实现扣非后归母净利润 3.17~3.73 亿元，同比+113~150%。

- **Q2 业绩延续高增，减持青达环保增厚利润。** Q2 公司预计实现归母净利润 2.32~2.88 亿元，同比+79~122%，预计实现扣非后归母净利润 2.19~2.75 亿元，同比 87~135%。我们预计 Q2 公司减持青达环保股份贡献投资收益 2000 万以上。
- **积极挖掘细分新赛道，头部企业市占率有望提升。** 公司不断寻求压缩换热技术在新场景中的应用，目前在天然气压缩液化、硅化工冷却工艺段、锂化工冷凝工艺段、CCUS 等领域取得了相对优势，能源化工领域装备国产化替代为公司提供了更多市场潜在空间。冷链系统方面，今年许多项目重启，国家级大项目增加，对投标方规模、技术、资质等要求提高，我们认为该趋势有利于冰轮等头部企业市场占有率提升。此外公司在氢能应用方面也进行了积极布局，未来氢能装备或为公司提供新的增长助力。
- **发布股权激励计划，锚定长期发展。** 公司发布 2023 年限制性股票激励计划，拟授予限制性股票数量 1784 万股，授予价格为 7.85 元/股，激励对象为董事、高管、管理骨干和核心技术人员共 642 人。公司考核目标主要分为净利润增长率、平均净资产收益率和资产负债率三部分：

净利润增长率：以 20 年至 22 年净利润均值为基数，23 年净利润增长不低于 34%；23-24 年净利润平均值增长率不低于 42%，或 24 年增长率不低于 50%；23-25 年净利润平均值增长率不低于 50%或 25 年增长率不低于 66%；或 23-25 年的净利率增速不低于同行平均水平或对标企业 75 分位数。

平均净资产收益率：要求 23 年平均净资产收益率 6.00%，23-24 年平均或 24 年平均净资产收益率分别不低于 6.3/6.6%，23-25 年平均或 25 年平均净资产收益率分别不低于 6.63/7.30%。或 23-25 年的平均净资产收益率不低于同行平均水平或对标企业 75 分位数

资产负债率：要求 23-25 年公司资产负债率分别不高于 60%。
- **我们认为公司针对净利润增长率、平均净资产收益率和资产负债率三个方面进行考核，体现了公司高质量均衡发展的信心和目标，较低的授予价格也有利于激励公司员工努力工作，推动公司长期经营发展。**
- **盈利预测：**我们看好公司作为工商业制冷龙头企业的发展，我们预计 23-25 年公司实现营业收入 78.38/97.26/116.30 亿元，分别同比 +28.5/24.1/19.6%，预计实现归母净利润 6.45/8.10/9.82 亿元，同比 +51.4/25.7/21.2%，对应 PE18.05/14.36/11.84x。
- **风险因素：**工程类业务回款不及预期、新增订单增长不及预期、原材料

成本价格大幅波动等

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	5,383	6,102	7,838	9,726	11,630
增长率 YoY %	33.1%	13.3%	28.5%	24.1%	19.6%
归属母公司净利润 (百万元)	301	426	645	810	982
增长率 YoY%	35.2%	41.5%	51.4%	25.7%	21.2%
毛利率%	22.0%	22.7%	23.0%	23.5%	23.8%
净资产收益率ROE%	6.3%	8.6%	11.9%	13.0%	13.6%
EPS(摊薄)(元)	0.40	0.57	0.86	1.09	1.32
市盈率 P/E(倍)	38.67	27.32	18.05	14.36	11.84
市净率 P/B(倍)	2.45	2.36	2.15	1.87	1.61

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 07 月 14 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	5,991	6,881	7,752	9,199	11,119
货币资金	1,660	2,258	2,509	2,859	3,706
应收票据	221	292	358	451	536
应收账款	1,252	1,479	1,494	1,831	2,181
预付账款	138	255	283	367	430
存货	1,148	1,425	1,765	2,200	2,610
其他	1,572	1,172	1,343	1,491	1,655
非流动资产	3,873	4,012	4,146	4,319	4,477
长期股权投资	335	352	307	322	337
固定资产(合计)	1,084	1,231	1,345	1,450	1,544
无形资产	179	222	252	286	319
其他	2,275	2,207	2,242	2,261	2,278
资产总计	9,864	10,892	11,898	13,518	15,597
流动负债	4,184	5,294	5,755	6,578	7,685
短期借款	527	418	384	324	273
应付票据	834	851	1,006	1,137	1,354
应付账款	1,203	1,542	1,760	2,067	2,462
其他	1,619	2,483	2,605	3,050	3,596
非流动负债	724	315	377	361	345
长期借款	389	11	71	56	41
其他	335	303	306	305	304
负债合计	4,908	5,608	6,132	6,939	8,030
少数股东权益	200	344	350	353	359
归属母公司股东权益	4,756	4,939	5,415	6,226	7,208
负债和股东权益	9,864	10,892	11,898	13,518	15,597

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	5,383	6,102	7,838	9,726	11,630
同比(%)	33.1%	13.3%	28.5%	24.1%	19.6%
归属母公司净利润	301	426	645	810	982
同比(%)	35.2%	41.5%	51.4%	25.7%	21.2%
毛利率(%)	22.0%	22.7%	23.0%	23.5%	23.8%
ROE%	6.3%	8.6%	11.9%	13.0%	13.6%
EPS(摊薄)(元)	0.40	0.57	0.86	1.09	1.32
P/E	38.67	27.32	18.05	14.36	11.84
P/B	2.45	2.36	2.15	1.87	1.61
EV/EBITDA	24.12	16.17	11.89	9.34	7.10

利润表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	5,383	6,102	7,838	9,726	11,630
营业成本	4,201	4,717	6,036	7,440	8,862
营业税金及附加	33	38	48	60	71
销售费用	434	537	651	817	977
管理费用	245	278	345	433	516
研发费用	190	226	267	331	395
财务费用	23	-27	-32	-38	-47
减值损失合计	-19	-11	-1	-1	-1
投资净收益	74	160	196	195	201
其他	36	-22	-6	15	27
营业利润	349	460	714	892	1,083
营业外收支	-2	3	0	0	0
利润总额	347	462	714	892	1,083
所得税	33	40	63	78	95
净利润	314	423	651	813	988
少数股东损益	13	-3	6	3	5
归属母公司净利润	301	426	645	810	982
EBITDA	448	427	842	1,026	1,220
EPS(当年)(元)	0.40	0.57	0.86	1.09	1.32

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	460	642	523	588	1,065
净利润	314	423	651	813	988
折旧摊销	152	152	160	172	184
财务费用	35	38	13	12	10
投资损失	-74	-160	-196	-195	-201
营运资金变动	84	112	-133	-245	65
其它	-51	77	28	30	20
投资活动现金流	-416	349	-89	-151	-141
资本支出	-196	-289	-322	-330	-327
长期投资	-345	535	45	-15	-15
其他	125	103	187	195	201
筹资活动现金流	-27	-252	-174	-88	-77
吸收投资	4	59	0	0	0
借款	1,310	604	25	-74	-66
支付利息或股息	-85	-188	-162	-12	-10
现金流净增加额	20	767	252	350	847

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	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	sunrong@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	粟琳	18810582709	sulin@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	胡浩颖	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。