

Q2 盈利能力改善，汽零板块延续高增

2023年8月22日

➤ **事件：**23H1 公司实现营业收入 125.29 亿元，同比+23.32%，实现归母净利润 13.95 亿元，同比+39.03%。

Q2 公司实现营业收入 68.50 亿元，同比+27.89%，实现归母净利润 7.94 亿元，同比+44.22%。

➤ **制冷市场份额提升，汽零业务延续高增。**23H1 公司制冷/汽零业务分别实现营业收入 77.1/48.2 亿元，分别同比+10.7/+50.8%。制冷方面，上半年公司制冷主导产品市占率稳中有升，继续加大全球化制造、研发的布局和人才队伍建设；汽零方面，公司上半年抓住新能源汽车发展机遇，新能源车业务占比达到 89%，加速推进国内外生产基地建设，加大产能布局。分地区来看，23H1 国内外分别实现营业收入 67.8/57.5 亿元，分别同比+29.4/+16.9%。

➤ **制冷业务盈利能力提升。**23H1 公司制冷/汽零业务分别实现归母净利润 7.64/6.31 亿元，分别同比+27.73/+55.71%，制冷业务利润端增速高于营收端，盈利能力明显改善，我们认为主要原因在于：1）公司聚焦高毛利产品，产品结构升级；2）人民币贬值，外币结算的海外制冷业务受益。

从毛利率角度来看，23H1 公司制冷/汽零毛利率分别为 25.85%、25.73%，分别同比+2.20/+0.37pct；国内外销售毛利率分别为 24.90%、26.87%，分别同比+0.98/+2.40pct。

➤ **汇兑收益增厚利润，Q2 净利润率提升。**Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.06/-0.06/-0.43/-0.89pct。23H1 公司汇兑收益 1.94 亿元，同比增加 0.94 亿元。另有 23H1 期货+远期共损失 1.33 亿元，较 22H1（0.74 亿）多损失 0.59 亿元，计入非经常性损益。毛利率提升叠加费用率降低，Q2 公司实现归母净利润率 11.58%，同比+1.31pct。

➤ **经营性现金流净额增加，存货周转效率有所提升。**

1) 公司 23H1 期末货币资金+交易性金融资产合计 55.77 亿元，较 Q1 期末-13.65%，主要因为交易性金融资产减少；23H1 期末公司存货合计 40.05 亿元，较 Q1 期末-5.62%；23H1 期末公司合同负债合计 0.87 亿元，较 Q1 期末+11.75%。

2) 现金流方面，公司 23Q2 经营性现金流净额为 9.83 亿元，同比+54.75%，主要系本期销售商品、提供劳务收到的现金增加。

3) 周转方面，公司 23H1 期末存货/应收账款/应付账款周转天数较 22 年分别-10.2、+9.7、-2.8 天，存货周转效率有所提升。

➤ **半年度分红回馈股东，储能、机器人业务实现突破。**公司拟派发 23 年半年度分红，每 10 股派发现金 0.5 元，半年度分红率为 13.4%。其他业务方面，上半年公司储能业务成功突破行业标杆客户，已实现营收；

在机器人业务方面，公司聚焦机电执行器，目前正配合客户积极筹划海外生产布局。

- **盈利预测：**我们看好公司制冷板块稳健增长，汽零板块随着新能源车放量和公司产品结构升级实现营收利润双增，储能、机器人相关业务预计未来也会为公司带来更多增长动力。我们预计 23-25 年公司实现营业收入 267.2/325.2/388.4 亿元，同比+25.2%/21.7%/19.4%，预计实现归母净利润 33.0/40.2/48.6 亿元，分别同比+28.2%/+21.9%/+20.8%，对应 PE31.1/25.5/21.2 倍。
- **风险因素：**新能源汽车销售不及预期、新品推出不及预期、原材料成本价格维持高位，海外市场开拓不及预期、储能/机器人业务拓展不及预期

| 重要财务指标 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入(百万元) | 16,021 | 21,348 | 26,717 | 32,520 | 38,839 |
| 增长率 YoY % | 32.3% | 33.2% | 25.2% | 21.7% | 19.4% |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 1,684 | 2,573 | 3,300 | 4,024 | 4,860 |
| 增长率 YoY% | 15.2% | 52.8% | 28.2% | 21.9% | 20.8% |
| 毛利率% | 25.7% | 26.1% | 26.2% | 26.3% | 26.5% |
| 净资产收益率ROE% | 15.1% | 19.9% | 21.3% | 21.6% | 21.5% |
| EPS(摊薄)(元) | 0.47 | 0.72 | 0.88 | 1.08 | 1.30 |
| 市盈率 P/E(倍) | 53.83 | 29.47 | 31.14 | 25.54 | 21.15 |
| 市净率 P/B(倍) | 8.15 | 5.89 | 6.64 | 5.53 | 4.56 |

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 8 月 22 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 | 16,571 | 18,756 | 18,648 | 21,037 | 24,129 | |
| 货币资金 | 6,708 | 5,878 | 4,994 | 4,328 | 4,974 | |
| 应收票据 | 2,144 | 2,204 | 2,196 | 3,118 | 3,724 | |
| 应收账款 | 3,516 | 5,228 | 6,192 | 6,652 | 7,429 | |
| 预付账款 | 94 | 118 | 150 | 181 | 216 | |
| 存货 | 3,638 | 4,335 | 4,509 | 5,835 | 6,833 | |
| 其他 | 471 | 993 | 607 | 922 | 954 | |
| 非流动资产 | 7,049 | 9,206 | 11,530 | 13,450 | 15,358 | |
| 长期股权投资 | 23 | 32 | 41 | 51 | 60 | |
| 固定资产(合) | 4,233 | 6,375 | 8,009 | 9,753 | 11,377 | |
| 无形资产 | 696 | 727 | 811 | 877 | 948 | |
| 其他 | 2,097 | 2,071 | 2,668 | 2,770 | 2,972 | |
| 资产总计 | 23,620 | 27,961 | 30,177 | 34,488 | 39,487 | |
| 流动负债 | 8,351 | 9,456 | 9,900 | 11,233 | 12,218 | |
| 短期借款 | 738 | 1,294 | 1,294 | 1,294 | 1,294 | |
| 应付票据 | 1,892 | 2,580 | 2,702 | 3,283 | 3,519 | |
| 应付账款 | 3,215 | 3,885 | 4,053 | 4,596 | 5,084 | |
| 其他 | 2,507 | 1,697 | 1,850 | 2,059 | 2,321 | |
| 非流动负债 | 4,016 | 5,386 | 4,586 | 4,386 | 4,376 | |
| 长期借款 | 801 | 1,802 | 1,002 | 802 | 792 | |
| 其他 | 3,215 | 3,584 | 3,584 | 3,584 | 3,584 | |
| 负债合计 | 12,367 | 14,842 | 14,486 | 15,619 | 16,594 | |
| 少数股东权益 | 102 | 178 | 221 | 274 | 339 | |
| 归属母公司股东权益 | 11,150 | 12,941 | 15,470 | 18,594 | 22,554 | |
| 负债和股东权益 | 23,620 | 27,961 | 30,177 | 34,488 | 39,487 | |

| 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 | 16,021 | 21,348 | 26,717 | 32,520 | 38,839 | |
| 同比(%) | 32.3% | 33.2% | 25.2% | 21.7% | 19.4% | |
| 归属母公司净利润 | 1,684 | 2,573 | 3,300 | 4,024 | 4,860 | |
| 同比(%) | 15.2% | 52.8% | 28.2% | 21.9% | 20.8% | |
| 毛利率(%) | 25.7% | 26.1% | 26.2% | 26.3% | 26.5% | |
| ROE% | 15.1% | 19.9% | 21.3% | 21.6% | 21.5% | |
| EPS(摊薄)(元) | 0.47 | 0.72 | 0.88 | 1.08 | 1.30 | |
| P/E | 53.83 | 29.47 | 31.14 | 25.54 | 21.15 | |
| P/B | 8.15 | 5.89 | 6.64 | 5.53 | 4.56 | |
| EV/EBITDA | 36.10 | 23.57 | 23.91 | 20.34 | 16.95 | |

| 利润表 | | 单位:百万元 | | | | |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--|
| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | |
| 营业总收入 | 16,021 | 21,348 | 26,717 | 32,520 | 38,839 | |
| 营业成本 | 11,907 | 15,781 | 19,726 | 23,967 | 28,546 | |
| 营业税金及附加 | 84 | 110 | 138 | 168 | 201 | |
| 销售费用 | 449 | 513 | 601 | 829 | 971 | |
| 管理费用 | 876 | 1,267 | 1,336 | 1,691 | 2,058 | |
| 研发费用 | 751 | 989 | 1,336 | 1,626 | 1,942 | |
| 财务费用 | 84 | -178 | -71 | -8 | 6 | |
| 减值损失合计 | -93 | -94 | -88 | -82 | -82 | |
| 投资净收益 | 142 | -85 | -134 | -65 | -78 | |
| 其他 | 69 | 380 | 470 | 661 | 793 | |
| 营业利润 | 1,987 | 3,067 | 3,899 | 4,761 | 5,747 | |
| 营业外收支 | -10 | -16 | 0 | 0 | 0 | |
| 利润总额 | 1,977 | 3,051 | 3,899 | 4,761 | 5,747 | |
| 所得税 | 272 | 443 | 556 | 683 | 823 | |
| 净利润 | 1,705 | 2,608 | 3,343 | 4,077 | 4,924 | |
| 少数股东损益 | 21 | 35 | 43 | 53 | 64 | |
| 归属母公司净利润 | 1,684 | 2,573 | 3,300 | 4,024 | 4,860 | |
| EBITDA | 2,501 | 3,265 | 4,339 | 5,123 | 6,110 | |
| EPS(当年)(元) | 0.47 | 0.72 | 0.88 | 1.08 | 1.30 | |

| 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 | 1,556 | 2,510 | 3,518 | 2,878 | 4,027 | |
| 净利润 | 1,705 | 2,608 | 3,343 | 4,077 | 4,924 | |
| 折旧摊销 | 533 | 644 | 759 | 884 | 990 | |
| 财务费用 | 77 | 132 | 126 | 116 | 114 | |
| 投资损失 | -143 | 84 | 134 | 65 | 78 | |
| 营运资金变动 | -805 | -859 | -604 | -1,843 | -1,581 | |
| 其它 | 189 | -99 | -241 | -423 | -497 | |
| 投资活动现金流 | -5,050 | -2,671 | -2,836 | -2,327 | -2,357 | |
| 资本支出 | -1,927 | -2,857 | -2,686 | -2,248 | -2,266 | |
| 长期投资 | -30 | -5 | -17 | -14 | -14 | |
| 其他 | -3,092 | 191 | -134 | -65 | -78 | |
| 筹资活动现金流 | 2,823 | -597 | -1,565 | -1,216 | -1,024 | |
| 吸收投资 | 3 | 225 | 229 | 0 | 0 | |
| 借款 | 4,375 | 3,001 | -800 | -200 | -10 | |
| 支付利息或股息 | -983 | -1,022 | -1,126 | -1,016 | -1,014 | |
| 现金流净增加额 | -710 | -640 | -884 | -666 | 646 | |

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。

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。