

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 收入利润高增，松下系资产整合初见成效

2023年8月27日

**事件:** 23H1 公司实现营业收入 23.28 亿元, 同比+80.17%, 实现归母净利润 0.57 亿元, 同比+94.18%; 扣非后归母净利润 0.45 亿元, 同比+324.64%。

Q2 公司实现营业收入 12.55 亿元, 同比+76.33%, 实现归母净利润 0.32 亿元, 同比-24.35%, 实现扣非后归母净利润 0.32 亿元, 同比+559.04%。

➤ **松下系整合效果显著, Q2 收入端延续高增。** 23H1 公司工业产品/安装工程分别实现营业收入 15.85/6.72 亿元, 分别同比+73.73%/+104.24%, 受益于松下系资产收购, 公司上半年收入端实现了高速增长。其中, H1 松洋压缩机实现营收 6.35 亿, 6 月份公司完成了冰山松洋制冷(大连)有限公司的收购, 上半年该公司贡献营业收入 5509.84 万元。

➤ **Q2 毛利率大幅改善, 松洋压缩机贡献大额利润。** 23H1 公司实现毛利率 16.59%, 同比+4.21pct, Q2 公司毛利率 16.48%, 同比+5.51pct。分业务来看, 工业产品/安装工程板块毛利率上半年分别提升 4.56/3.01pct。我们认为公司毛利率实现显著提升的原因一方面在于公司提高生产效率, 加速数字化转型, 另一方面原因在于公司去年 11 月完成资产重组的松洋压缩机、松洋冷机业务毛利率相对较高, 带动公司整体毛利率提升。松洋压缩机上半年实现净利润 0.55 亿元, 净利润达到 8.7%。

从费用率来看, Q2 公司销售、管理、研发、财务费用率分别同比+0.47pct、-1.65pct、+0.58pct、+0.19pct, 公司管理费用率明显下降。

受益于产品毛利率的提升, Q2 公司扣非后归母净利润率达到了扣非后归母净利润率 2.56%, 同比+1.88pct。

➤ **经营性现金流净额增加, 周转效率显著提升。**

1) 公司 23H1 期末货币资金为 9.35 亿元, 较 22 年期末-7.04%; 23H1 期末公司存货合计 15.64 亿元, 较 23 年期末 12.09%, 我们认为主要因为公司业务规模扩大积极备货; 23H1 期末公司合同负债合计 7.78 亿元, 较 23 年期末+20.19%, 体现公司后续良好的收入增长潜力。

2) 现金流方面, 公司 23Q2 经营性现金流净额为 3163 万元, 去年同期为-8257 万元, 主要系销售商品、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-33.40/-24.15/-22.04 天, 存货周转效率大幅提升。

➤ **盈利预测:** 我们预计 2023-2025 年公司实现营业收入 48.26/59.88/72.94 亿元, 同比+66.8/24.1/21.8%, 预计实现归母净利润 1.41/2.75/4.05 亿元, 同比+671.7/95.4/47.2%。维持“买入”评级。

➤ **风险因素:** 公司工程项目中标不及预期、高标项目推进不及预期、冷链物流政策推广力度不及预期、松下系制冷资产整合不及预期、原材料成

本大幅波动等。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	2,089	2,893	4,826	5,988	7,294
增长率 YoY %	21.0%	38.5%	66.8%	24.1%	21.8%
归属母公司净利润 (百万元)	-269	18	141	275	405
增长率 YoY%	-1360.8%	106.8%	671.7%	95.4%	47.2%
毛利率%	11.5%	12.3%	15.9%	16.9%	17.5%
净资产收益率ROE%	-9.0%	0.6%	4.5%	8.2%	10.8%
EPS(摊薄)(元)	-0.32	0.02	0.17	0.33	0.48
市盈率 P/E(倍)	—	236.49	30.64	15.68	10.66
市净率 P/B(倍)	1.44	1.44	1.39	1.29	1.15

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 08 月 25 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>	2,961	4,875	5,245	6,622	7,166	
货币资金	523	1,006	685	1,158	605	
应收票据	166	506	567	598	1,023	
应收账款	822	1,410	1,509	1,933	2,079	
预付账款	183	172	203	278	325	
存货	1,015	1,395	1,525	1,902	2,072	
其他	253	385	756	754	1,063	
<b>非流动资产</b>	2,774	2,727	3,082	3,381	3,637	
长期股权投资	1,232	563	463	513	563	
固定资产(合计)	855	1,229	1,530	1,548	1,566	
无形资产	143	168	179	198	213	
其他	545	767	910	1,123	1,295	
<b>资产总计</b>	5,736	7,602	8,327	10,004	10,803	
<b>流动负债</b>	2,369	3,613	4,231	5,590	5,935	
短期借款	246	274	280	300	330	
应付票据	380	619	733	1,026	1,062	
应付账款	920	1,586	1,795	2,609	2,615	
其他	823	1,134	1,422	1,655	1,928	
<b>非流动负债</b>	317	928	938	988	1,038	
长期借款	150	715	725	775	825	
其他	167	213	213	213	213	
<b>负债合计</b>	2,686	4,542	5,169	6,578	6,973	
少数股东权益	47	54	54	66	76	
归属母公司股东权益	3,003	3,006	3,104	3,359	3,755	
<b>负债和股东权益</b>	5,736	7,602	8,327	10,004	10,803	

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	2,089	2,893	4,826	5,988	7,294	
同比(%)	21.0%	38.5%	66.8%	24.1%	21.8%	
归属母公司净利润	-269	18	141	275	405	
同比(%)	-1360.8	106.8%	671.7%	95.4%	47.2%	
毛利率(%)	11.5%	12.3%	15.9%	16.9%	17.5%	
ROE%	-9.0%	0.6%	4.5%	8.2%	10.8%	
EPS(摊薄)(元)	-0.32	0.02	0.17	0.33	0.48	
P/E	—	236.49	30.64	15.68	10.66	
P/B	1.44	1.44	1.39	1.29	1.15	
EV/EBITDA	-27.28	-38.07	9.66	7.07	6.77	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>营业总收入</b>	2,089	2,893	4,826	5,988	7,294	
营业成本	1,850	2,538	4,057	4,977	6,021	
营业税金及附加	19	22	39	47	58	
销售费用	131	154	208	222	270	
管理费用	171	186	217	263	314	
研发费用	65	77	140	174	212	
财务费用	14	12	14	24	15	
减值损失合计	-50	-75	-16	-29	-28	
<b>投资净收益</b>	-47	307	24	48	58	
其他	-28	-122	-20	-6	-4	
<b>营业利润</b>	-284	14	139	292	431	
营业外收支	-5	7	10	10	5	
<b>利润总额</b>	-289	21	149	302	436	
所得税	-14	1	7	15	22	
<b>净利润</b>	-275	20	141	287	414	
少数股东损益	-6	2	0	12	9	
<b>归属母公司净利润</b>	-269	18	141	275	405	
EBITDA	-172	-101	488	609	730	
EPS(当年)(元)	-0.32	0.02	0.17	0.33	0.48	

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>	2	-56	355	986	-105	
净利润	-275	20	141	287	414	
折旧摊销	100	98	283	271	274	
财务费用	19	19	40	41	44	
投资损失	47	-307	-24	-48	-58	
营运资金变动	38	-91	-121	394	-822	
其它	72	205	36	39	42	
<b>投资活动现金流</b>	248	-33	-610	-522	-473	
资本支出	-30	-50	-601	-385	-348	
长期投资	168	-92	-33	-185	-184	
其他	111	109	24	48	58	
<b>筹资活动现金流</b>	-126	570	-32	29	36	
吸收投资	0	0	0	0	0	
借款	264	848	16	70	80	
支付利息或股息	-25	-31	-48	-41	-44	
<b>现金流净增加额</b>	124	483	-287	493	-543	

## 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。	<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。