

2021年04月24日

科力尔 (002892.SZ)

下游需求强劲，Q1 收入超预期

■ **事件：**科力尔公布 2020 年报和 2021 年一季报。公司 2020 年实现收入 9.9 亿元，YoY+16.8%；实现业绩 1.0 亿元，YoY+11.6%；折算公司 2020Q4 单季度实现收入 3.2 亿元，YoY+45.4%；实现业绩 0.2 亿元，YoY+7.9%。公司 2021Q1 单季度实现收入 2.9 亿元，YoY+73.9%，实现业绩 0.2 亿元，YoY+32.8%。相比于 2019Q1，公司 2021Q1 收入增长 59.6%，业绩下降 6.0%。我们认为，下游白电和厨房小家电行业需求较高，公司近两季收入增速超预期。

■ **近两季收入增速明显提升：**国内疫情得到控制后，科力尔积极调整营销策略，重点拓展国内市场，公司 2020Q4 和 2021Q1 收入同比均大幅提升，且 2021Q1 收入相比 2019 年同期仍有较大涨幅。我们认为，近两季下游冰箱、洗衣机行业持续复苏，厨房小家电景气度较高，且持续受益于海外订单转移，科力尔下游客户需求旺盛。据产业在线，2020Q4 冰箱、洗衣机总出货量 YoY+25.7%/+6.6%，2021 年前两月冰箱、洗衣机总出货量 YoY+61.5%/+34.9%。天猫数据显示，2020Q4 厨房小家电天猫销售量 YoY+23.9%。后续，我们预计随着白电行业景气度持续提升，叠加小家电公司外销订单饱满，公司近几个季度的收入将保持较快增速。

■ **近两季度公司盈利能力有所下降：**科力尔 2020Q4 和 2021Q1 毛利率分别同比 -9.6pct/-5.6pct。我们判断，毛利率下滑主要因为：1) 原材料铜和硅钢等价格持续上涨，人民币升值，影响公司盈利能力。2) 公司执行新会计准则，将合同履行成本（运输费用、报关费、销售服务费）计入当期营业成本。剔除会计准则变化的影响，科力尔 2020Q4 和 2021Q1 毛销差分别同比 -1.8pct/-3.5pct。

■ **Q1 单季度经营性现金流有所下降：**Q1 公司经营性现金流 YoY-98.3%，主要因为 Q1 金属原材料价格大幅上涨，存货占用资金增加导致，Q1 期末存货余额 YoY+67.9%。值得注意的是，2021Q1 公司销售商品、提供劳务收到的现金相比 2020Q1 和 2019Q1 分别增长 56.2%/60.2%，显示公司销售状况向好。Q1 期末公司合同负债余额 YoY+123.9%，显示出下游客户需求较高。

■ **投资建议：**科力尔专注于电机和智能驱控技术的研发、生产，有望受益于家居智能化趋势。除了将电机应用于智能家电领域，科力尔还积极开拓健康护理、运动控制等新领域的应用。我们预期公司未来业绩或将保持快速增长。预计公司 2021 年~2023 年的 EPS 分别为 0.92/1.21/1.50 元，首次给予增持-A 的投资评级。

■ **风险提示：**原材料价格大幅上涨，人民币汇率大幅升值

100,000,000	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	8.5	9.9	15.0	19.0	23.7
净利润	0.9	1.0	1.3	1.7	2.1
每股收益(元)	0.62	0.69	0.92	1.21	1.50
每股净资产(元)	4.82	5.02	5.52	6.12	6.87

盈利和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
市盈率(倍)	34.0	30.5	23.0	17.5	14.0
市净率(倍)	4.4	4.2	3.8	3.4	3.1
净利润率	10.4%	9.9%	8.7%	9.0%	9.0%
净资产收益率	12.9%	13.8%	16.6%	19.7%	21.9%
股息收益率	2.1%	4.0%	2.2%	2.9%	3.6%
ROIC	15.7%	29.0%	29.8%	24.5%	25.4%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

小家电

投资评级 **增持-A**

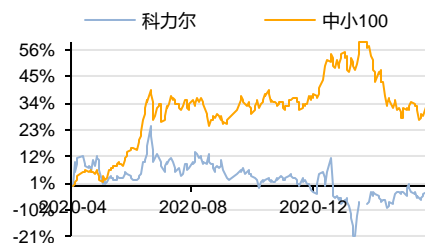
首次评级

股价 (2021-04-23) **21.05 元**

交易数据

总市值(百万元)	2,991.63
流通市值(百万元)	1,750.63
总股本(百万股)	142.12
流通股本(百万股)	83.17
12 个月价格区间	17.15/27.19 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.59	17.98	-34.57
绝对收益	-0.66	4.62	-2.26

张立聪

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517070005

zhanglc@essence.com.cn

余昆

报告联系人

yukun@essence.com.cn

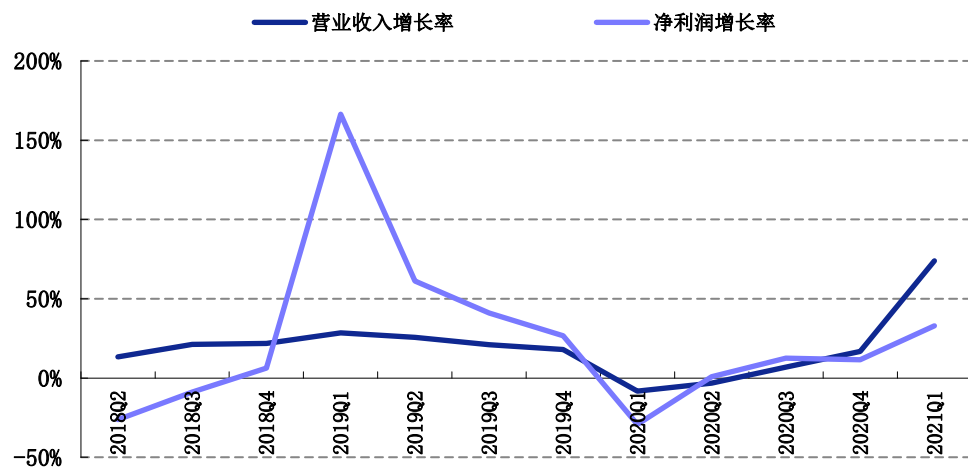
相关报告

表 1：财务指标分析

%	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1
营业收入 YoY	29	24	14	10	-8	1	24	45	74
归母净利润 YoY	166	13	16	-7	-29	33	33	8	33
扣非归母净利润 YoY	315	4	9	0	-9	57	2	-18	3
销售毛利率	23	23	24	25	23	27	24	15	17
销售费用率	4	4	4	5	3	4	4	-3	1
毛利率-销售费用率	19	19	20	19	19	24	20	18	16
销售净利率	12	9	11	9	10	12	12	7	7
ROE	4	3	4	3	2	4	5	3	3
扣非后 ROE	3	3	4	2	3	4	4	2	3
ROA	3	3	3	2	2	3	4	2	2
销售商品提供劳务收到的现金/收入	92	80	83	105	102	72	67	83	92
经营活动现金净流量/收入	13	-1	7	18	32	-2	-8	1	0
经营活动现金净流量/经营净收益	128	-5	53	217	237	-19	-81	30	4
经营现金流净额占比	-	31	-62	34	298	5	-62	12	9
投资现金流净额占比	-	-652	158	69	-178	36	151	110	110
筹资现金流净额占比	-	721	4	-2	-20	58	10	-22	-19

资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 1：收入与净利润增长率



资料来源：Wind，安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
100,000,000	2019	2020	2021E	2022E	2023E	100,000,000	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	8.5	9.9	15.0	19.0	23.7	成长性					
减:营业成本	6.5	7.8	11.7	14.5	18.2	营业收入增长率	18.0%	16.8%	51.4%	26.1%	24.9%
营业税费	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	营业利润增长率	29.0%	13.9%	29.6%	33.9%	24.1%
销售费用	0.4	0.2	0.6	0.9	1.1	净利润增长率	26.6%	11.6%	32.5%	31.6%	24.9%
管理费用	0.3	0.3	0.6	0.8	1.0	EBITDA 增长率	40.5%	22.8%	15.1%	31.0%	23.8%
研发费用	0.3	0.4	0.6	0.8	0.9	EBIT 增长率	44.8%	23.7%	12.5%	32.8%	24.1%
财务费用	-0.0	0.1	-0.0	-0.1	-0.1	NOPLAT 增长率	30.3%	25.3%	17.5%	30.6%	24.8%
资产减值损失	-0.0	-0.0	-	-	-	投资资本增长率	-32.2%	14.3%	59.0%	20.4%	21.7%
加:公允价值变动收益	0.0	0.0	-	-	-	净资产增长率	9.4%	4.2%	9.9%	10.9%	12.3%
投资和汇兑收益	0.1	0.1	-	-	-	利润率					
营业利润	1.0	1.1	1.5	2.0	2.5	毛利率	23.6%	21.6%	22.2%	23.4%	23.3%
加:营业外净收支	0.0	-0.0	-	-	-	营业利润率	11.8%	11.5%	9.8%	10.4%	10.4%
利润总额	1.0	1.1	1.5	2.0	2.5	净利润率	10.4%	9.9%	8.7%	9.0%	9.0%
减:所得税	0.1	0.1	0.2	0.3	0.3	EBITDA/营业收入	14.0%	14.8%	11.2%	11.7%	11.6%
净利润	0.9	1.0	1.3	1.7	2.1	EBIT/营业收入	12.2%	12.9%	9.6%	10.1%	10.0%
资产负债表						运营效率					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E	固定资产周转天数	78	60	33	28	26
货币资金	1.9	1.8	6.8	8.5	10.7	流动营业资本周转天数	114	79	84	92	89
交易性金融资产	1.1	0.3	0.3	0.3	0.3	流动资产周转天数	249	238	250	294	292
应收帐款	1.5	2.3	2.7	3.5	4.1	应收帐款周转天数	60	69	60	59	58
应收票据	0.0	0.0	0.1	0.1	0.2	存货周转天数	51	56	62	68	69
预付帐款	0.2	0.3	0.2	0.5	0.3	总资产周转天数	336	322	305	340	337
存货	1.4	1.7	3.5	3.7	5.4	投资资本周转天数	195	145	132	142	137
其他流动资产	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	12.9%	13.8%	16.6%	19.7%	21.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	10.5%	10.5%	8.1%	8.7%	8.7%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	15.7%	29.0%	29.8%	24.5%	25.4%
投资性房地产	0.0	-	-	-	-	费用率					
固定资产	1.9	1.4	1.4	1.6	1.8	销售费用率	4.2%	1.6%	4.3%	4.6%	4.6%
在建工程	0.0	-	0.6	1.1	1.4	管理费用率	3.8%	3.5%	3.9%	4.0%	4.1%
无形资产	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	研发费用率	3.9%	4.5%	3.8%	4.0%	3.9%
其他非流动资产	0.1	1.1	0.0	0.0	0.0	财务费用率	-0.2%	0.9%	-0.2%	-0.3%	-0.3%
资产总额	8.4	9.4	16.1	19.7	24.6	四费/营业收入	11.7%	10.5%	11.8%	12.2%	12.2%
短期债务	-	-	5.7	8.0	10.8	偿债能力					
应付帐款	1.0	1.6	1.6	2.2	3.0	资产负债率	18.5%	24.1%	51.3%	55.9%	60.3%
应付票据	0.1	0.1	0.3	0.2	0.3	负债权益比	22.6%	31.7%	105.4%	126.7%	152.0%
其他流动负债	0.3	0.5	0.5	0.5	0.6	流动比率	4.22	3.24	1.72	1.56	1.45
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	3.30	2.42	1.29	1.22	1.09
其他非流动负债	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	利息保障倍数	-54.1	13.7	-40.4	-30.1	-29.8
负债总额	1.6	2.3	8.3	11.0	14.8	分红指标					
少数股东权益	-	-	-	-	-	DPS(元)	0.45	0.84	0.46	0.60	0.75
股本	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	分红比率	72.5%	122.2%	50.0%	50.0%	50.0%
留存收益	5.4	5.8	6.4	7.3	8.3	股息收益率	2.1%	4.0%	2.2%	2.9%	3.6%
股东权益	6.8	7.1	7.8	8.7	9.8						

现金流量表						业绩和估值指标					
2019	2020	2021E	2022E	2023E	2019	2020	2021E	2022E	2023E		
净利润	0.9	1.0	1.3	1.7	2.1	EPS(元)	0.62	0.69	0.92	1.21	1.50
加:折旧和摊销	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4	BVPS(元)	4.82	5.02	5.52	6.12	6.87
资产减值准备	0.0	0.1	-	-	-	PE(X)	34.0	30.5	23.0	17.5	14.0
公允价值变动损失	-0.0	-0.0	-	-	-	PB(X)	4.4	4.2	3.8	3.4	3.1
财务费用	-0.0	0.0	-0.0	-0.1	-0.1	P/FCF	11.3	37.5	6.6	11.5	9.4
投资损失	-0.1	-0.1	-	-	-	P/S	3.5	3.0	2.0	1.6	1.3
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	32.3	20.2	17.1	13.3	11.0
营运资金的变动	1.8	-1.8	-0.8	-0.8	-1.2	CAGR(%)	24.8%	29.6%	23.2%	24.8%	29.6%
经营活动产生现金流量	0.8	0.3	0.7	1.2	1.2	PEG	1.4	1.0	1.0	0.7	0.5
投资活动产生现金流量	0.8	0.3	-0.9	-0.9	-0.9	ROIC/WACC	2.0	3.7	3.8	3.1	3.2
融资活动产生现金流量	-0.3	-0.7	5.2	1.5	1.8	REP	5.2	1.9	1.1	1.2	0.9

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

张立聪声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
北京联系人	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	刘晓萱	北京区域销售副总监	18511841987	liuwx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	游倬源	北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
	侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
深圳联系人	张秀红	深圳基金组销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳基金组销售经理	18503038620	yucong@essence.com.cn
	马田田	深圳基金组销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034