



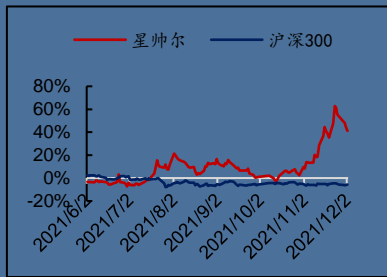
Research and  
Development Center

# 压缩机配件全球龙头，强势切入光伏新能源

— 制造力外溢系列报告之星帅尔（002860.SZ）深度报告

2021年12月04日

罗岸阳 家电首席分析师  
S1500520070002  
+86 13656717902  
luoanyang@cindasc.com

**证券研究报告**
**公司研究**
**深度报告**
**星帅尔 (002860.SZ)**
**投资评级 买入**


资料来源：万得，信达证券研发中心

**公司主要数据**

收盘价(元)	24.81
52周内股价	29.61-15.38
波动区间(元)	
最近一月涨跌幅(%)	32.96
总股本(亿股)	2.04
流通A股比例(%)	71.96
总市值(亿元)	50

资料来源：万得，信达证券研发中心

 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

# 压缩机配件全球龙头，强势切入光伏新能源

2021年12月04日

**本期内容提要：**

- ◆ **公司为国内压缩机热保护器、起动机龙头，市场地位稳固客户资源充足。**公司自成立以来始终扎根冰箱与冷柜等领域的压缩机关键零部件研发、生产与销售，2017~2020年，公司保护器、起动机+密封接线柱产品 CAGR 复合增长率为 11.1%，为公司多年稳健发展中流砥柱。作为细分行业龙头，公司热保护器、起动机、密封接线柱全球市占率各近四分之一，下游客户涵盖国内外知名压缩机厂商，包括华意系、东贝系、美的系公司，深得客户信赖。同时，公司产品盈利能力明显优于竞争对手，生产规模效应显著，自动化水平走在行业前列。
- ◆ **电机、温控器、光通信组件成为公司稳定增长点，新能源汽车用空调电机有望打开营收成长空间。**上市之后，公司在保持传统业务优势的同时陆续收购、增资新都安电器、浙特电机、富乐新能源等公司，切入温控器、中小型与微特电机、光伏组件领域，逐步打造多元业务矩阵。其中，浙特电机近年来积极布局新能源汽车领域，我们预计新能源车用空调电机收入占比已超过整体电机收入五成以上。在国家政策支持和相关技术发展突破之下，新能源汽车产业将迎来飞跃式发展，公司有望乘产业发展东风打开自身营收成长空间。
- ◆ **强势切入光伏组件赛道，在手订单充足，产能即将大放量。**2021年2月，公司收购黄山富乐新能源科技有限公司 51% 股权，切入市场空间巨大的光伏产业。公司产品涵盖 166 半片/450W、182 半片/540W 组件，直接或间接销售至美国、加拿大、德国等多国，为加拿大 A 公司在华唯一认证供应商，在国内市场已与巨力新能源、泰恒新能源、嘉兴 36 所等大客户展开合作，行业认可度大幅提升。目前公司在手订单火爆，产能紧张快速扩产，公司预计 2023 年达产后将拥有 3.5GW 组件产能，为公司长期发展提供第二主线。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 21-23 年营业收入分别为 14.64/32.92/50.56 亿元，分别同比+57.9%/+124.9%/+53.6%；归母净利润 1.52/2.05/2.66 亿元，分别同比+41.1%/+34.7%/+29.6%，对应 PE 为 33.18/24.62/19.00 倍。首次覆盖。给予“买入”评级。
- ◆ **风险因素：**下游白电行业需求不及预期、新能源车用电机业务拓展不及预期、光伏产业政策变化、订单获取不及预期、公司盈利能力不及预期等。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	708	927	1,464	3,292	5,055
增长率 YoY %	73.1%	30.9%	57.9%	124.9%	53.6%
归属母公司净利润(百万元)	131	108	152	205	266
增长率 YoY%	37.7%	-17.9%	41.1%	34.7%	29.6%
毛利率%	31.2%	26.1%	20.3%	12.8%	10.7%
净资产收益率ROE%	15.7%	10.4%	12.8%	14.7%	16.0%
EPS(摊薄)(元)	0.65	0.53	0.75	1.01	1.31
市盈率 P/E(倍)	38.43	46.81	33.18	24.62	19.00
市净率 P/B(倍)	6.02	4.88	4.24	3.62	3.04

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2020 年 12 月 02 日收盘价

## 目录

一、国内热保护器、起动机龙头，长期经营优良稳健 .....	6
1.1 长期经营优良稳定，逐步打造多元业务矩阵 .....	6
1.2 深耕制冷压缩机零部件领域，细分行业龙头地位稳固 .....	8
1.3 零部件产业链延伸，电机、温控器、光通信组件等业务步入正轨 .....	12
二、制造力外溢：强势切入光伏赛道 .....	16
三、“一体两翼”，完善内控管理静待振翅腾飞 .....	21
四、盈利预测、估值与投资评级 .....	23
五、风险因素 .....	24

## 表目录

表 1：热保护器产品类型 .....	8
表 2：起动机产品类型 .....	9
表 3：组合式继电器及重锤启动继电器产品类型 .....	9
表 4：密封接线柱产品类型 .....	10
表 5：热保护器、起动机行业格局 .....	11
表 6：新都安温控器系列产品 .....	14
表 7：公司收购富乐新能源过程 .....	16
表 8：光伏产业受国家政策支持 .....	17
表 9：富乐新能源产品矩阵 .....	17
表 10：富乐新能源公司高管经验丰富 .....	17
表 11：富乐新能源客户矩阵 .....	18
表 12：可比公司光伏组件净利率（%） .....	20
表 13：公司未来营收和利润贡献测算（元/个，W，GW，万片，亿元，%） .....	20
表 14：公司营业收入预测（百万元，%） .....	23
表 15：可比公司估值（截至 2021/12/02） .....	24

## 图目录

图 1：公司主营业务营收占比 .....	6
图 2：收入及同比增速（亿元、%） .....	7
图 3：归母净利润及同比增速（亿元、%） .....	7
图 4：星帅尔股权结构图 .....	7
图 5：公司制冷压缩机零部件业务营收及同比（%） .....	8
图 6：制冷压缩机零部件主要客户 .....	10
图 7：冰箱制冷压缩机集中度高 .....	11
图 8：公司热保护器起动机和密封接线柱毛利率（%） .....	11
图 9：公司与天银机电制冷压缩机零部件毛利率（%） .....	11
图 10：公司保护器、起动机、组合式两器产量（万件） .....	12
图 11：浙特电机公司荣誉 .....	12
图 12：浙特电机主营产品 .....	12
图 13：星帅尔电机业务总营收（万元） .....	13
图 14：浙特电机业务矩阵 .....	13
图 15：公司温控器营收及同比（万元、%） .....	14
图 16：公司温控器毛利率（%） .....	14
图 17：各国吸尘器渗透率（%） .....	15
图 18：我国吸尘器市场规模及同比（亿元、%） .....	15
图 19：我国微波炉销量及同比（万台、%） .....	15
图 20：淘系平台饮水机销售额（亿元、%） .....	15
图 21：华锦电子光通信、光传感器组件产品 .....	16
图 22：富乐新能源现有股权结构 .....	16

图 23: 公司产品矩阵丰富 .....	19
图 24: 富乐新能源投产时间线 .....	20
图 25: 公司人均创收、人均创利 (万元) .....	21
图 26: 销售、管理、研发费用及费用率 (万元、%) .....	21
图 27: 近年公司毛利率与净利率 (%) .....	22
图 28: 公司存货周转天数 (天) .....	22
图 29: 公司应收账款周转天数 (天) .....	22

## 投资聚焦：我们与市场不同的观点

### 公司分业务板块来看：

- 1) **公司深耕制冷压缩机部件领域，细分行业龙头地位稳固。**公司作为国内热保护器、起动器和密封接线柱细分龙头，市场地位稳固，与下游主要客户深度合作，产品盈利能力稳健且显著优于竞争对手，同时具备规模效应和行业领先自动化生产水平，我们预计制冷压缩机部件业务将长期稳定发展。
- 2) **电机、温控器、光通信与光传感器组件业务步入正轨，为公司增添新的增长点。**公司上市之后在家电零部件产业链拓展延伸，逐步进入电机、温控器、光通信、光传感器组件领域，其产品终端应用范围广泛，包含新能源车、清洁电器、小家电等高成长性赛道，近年来板块营收和业务占比持续提升，未来发展将与终端产业高景气度共振。
- 3) **积极布局扩大产能，光伏组件业务即将大放量。**在国家政策方针支持下，推动光伏产业发展是实现我国“碳中和、碳达峰”意向的重要举措之一。公司以多年积累的制造和生产管理优势，从熟悉的制造环节切入光伏组件代工领域，将有效提高自身业务板块延伸成功率。公司在手订单火爆，行业认可度高，积极建设扩大现有产能，公司预计2022年初富乐新能源光伏组件产能将达到1.5GW，2023年将达到3.5GW，营收和利润将在未来两年得到快速增长。

总体来看，公司业务矩阵完整多元，根基稳固前景开阔，以传统白电制冷压缩机零部件业务为守，以光伏、新能源车用电机等新业务为攻，一体两翼、攻守兼备，业务规模有望迎来新的爆发期。

## 一、国内热保护器、起动机龙头，长期经营优良稳健

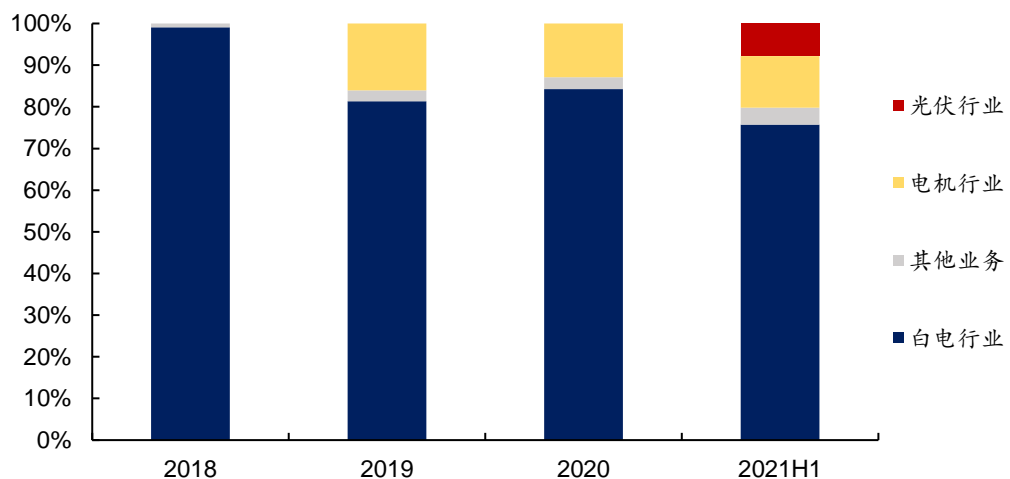
### 1.1 长期经营优良稳定，逐步打造多元业务矩阵。

公司为国内制冷压缩机热保护器、起动机龙头。星帅尔最早成立于1997年11月，前身“星帅尔有限”在设立时名称为“杭州帅宝电器有限公司”，系由杭州富阳电子集团公司下属杭州继电器厂通过股份制改造设立的有限公司，从事保护器、起动机等压缩机零部件研发、生产和销售。2015~16年，公司新增全资子公司华锦电子及欧博电子，正式切入密封接线柱领域。2017年4月，星帅尔于A股首次公开发行股票上市。

成立以来，公司始终扎根冰箱与冷柜等领域的压缩机关键零部件的研发、生产和销售，以热保护器、起动机为核心，产品覆盖国内外主要压缩机生产厂家，包括钱江系、华意系、东贝系公司、美芝系公司等，为国内知名制冷压缩机零部件供应商。

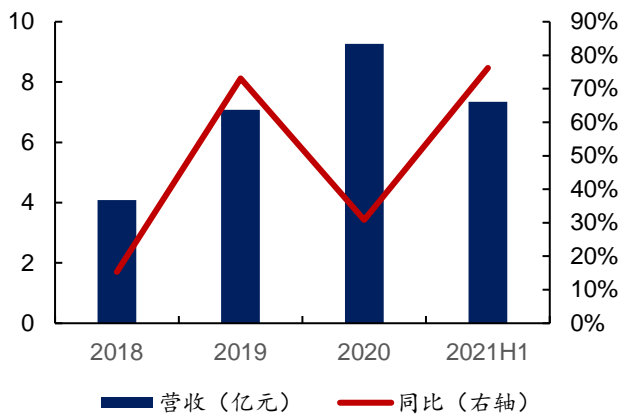
上市之后，在保持传统业务优势的同时，公司陆续收购、增资新都安电器、浙特电机、富乐新能源等公司，切入温控器、中小型与微特电机、光伏组件领域，逐步打造多元业务矩阵。2021年上半年白电行业相关业务营收5.56亿元，占整体营收比重为75.76%，较去年同期降低约10个百分点；电机行业营收为0.91亿元，占12.33%，同比增长约1pct；光伏行业收入为0.58亿元，占比7.86%，其他业务占比为4.05%。

图 1：公司主营业务营收占比（%）

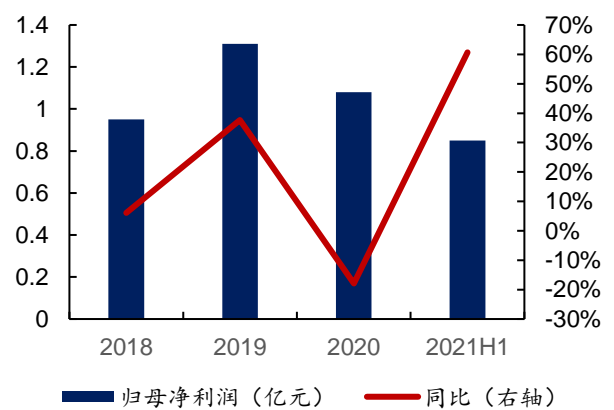


资料来源：星帅尔年报及半年报，信达证券研发中心

公司营业收入高速增长，整体规模步入发展快车道。18-20年公司总营收分别达到4.09、7.08、9.27亿元，同比增长15.33%、73.08%、30.89%，归母净利润分别为0.95、1.31、1.08亿元，同比分别+6.72%、+37.71%、-17.79%。今年上半年公司营收为7.34亿元，同比增长76.20%，归母净利润为0.85亿元，同比+60.68%；即使剔除富乐新能源并表影响，上半年公司营收仍同比+62.35%，业绩增速表现十分亮眼。

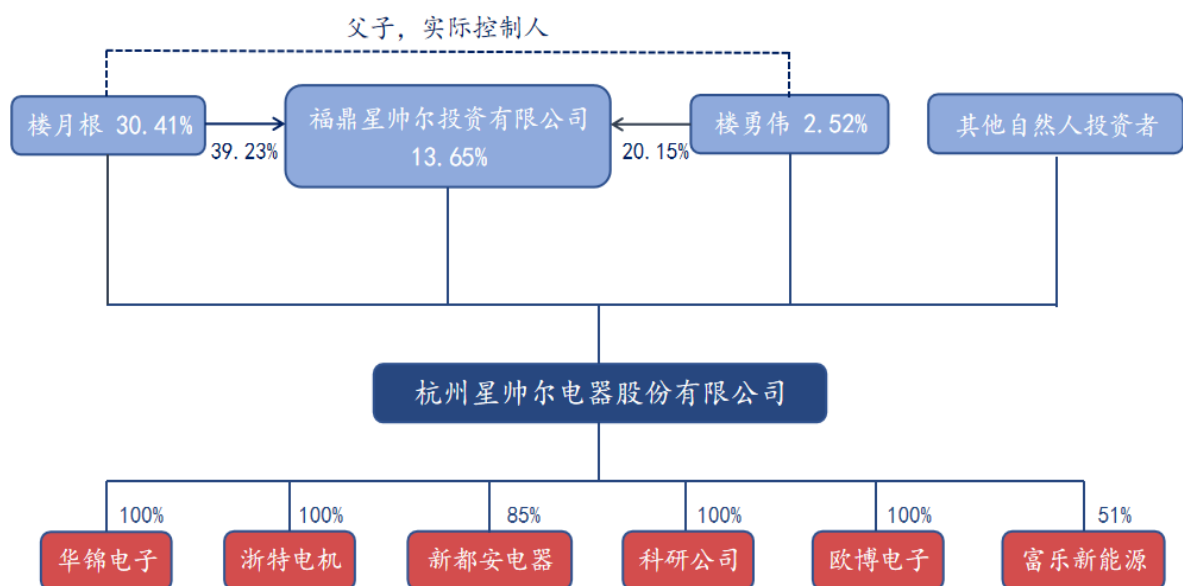
**图 2：收入及同比增速（亿元、%）**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图 3：归母净利润及同比增速（亿元、%）**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

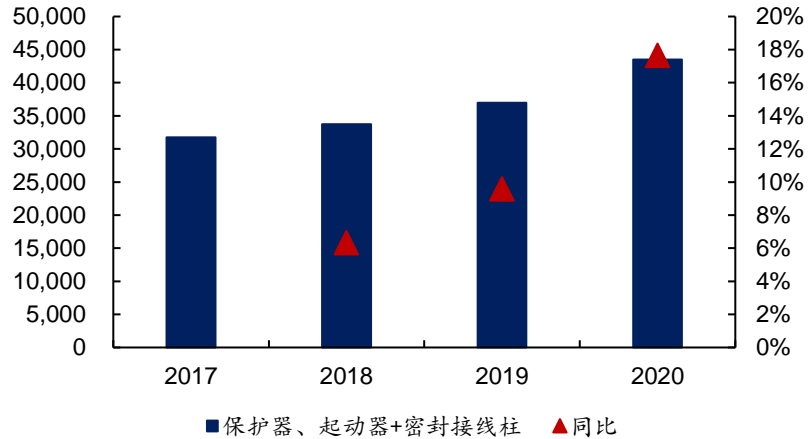
公司实际控制权集中，股权结构稳定。星帅尔实际控制人为楼月根、楼勇伟父子，根据公司 2021 年三季报，二人直接持有公司 30.41%、2.52% 股权，且通过福鼎星帅尔投资有限公司间接持有 8.11% 的上市公司股权，合计持股比例约 41%。公司上市之后前十大股东及持有股票数量变化较小，股权结构十分稳定。

**图 4：星帅尔股权结构图**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

## 1.2 深耕制冷压缩机部件领域，细分行业龙头地位稳固

公司深耕热保护器、起动器和组合式继电器的研发、生产与销售，在细分领域具有显著的技术和市场优势，龙头地位稳固，业绩增长稳健。2017~2020 年，公司保护器、起动器+密封接线柱产品 CAGR 复合增长率为 11.1%；21 年上半年营收共计 3.46 亿元，占总收入比重为 37.4%，为公司多年稳健发展的中流砥柱，并在过去几年内一直保持稳定增长。

**图 5：公司保护器、起动机+密封接线柱业务营收及同比（万元、%）**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

### 组合式热保护器、扁形保护器和超低耗能起动机是公司优势产品：

#### 1) 热保护器

热保护器主要作用是制冷压缩机提供电动机的过流、过温保护，通常被串联在压缩机回路中，当回路中运转的电流或温度超过规定标准值时，热保护器中的热敏元件（双金属片）将变形和翻转，切断电路，从而起到防止电动机因温度过高或电流过大而烧毁的作用。

公司生产的热保护器产品不但具有体积小、重量轻、反应灵敏等特点，可以满足当下压缩机小型化、轻量化、低能耗的趋势和要求，同时具备安全防爆优势，已认证通过 IEC/EN 60079-15: 2010 防爆标准，可有效解决部分环保制冷剂易燃易爆的缺点，使用更加稳定流畅。

表 1：热保护器产品类型

序号	产品名称	产品图片	用途
1	冰箱（饮水机）用压缩机热保护器（扁形保护器）		冰箱、冰柜压缩机起动机 满足IEC60079-15-2010标准
2	冰箱压缩机用热保护器（圆形保护器）		冰箱、冰柜压缩机起动机
3	空调压缩机用热保护器		空调压缩机

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

#### 2) 起动机

起动机主要用于帮助压缩机完成起动机工作。压缩机在起动机时通常需要较大的电流和转矩，而起动机后正常运转时需要的电流和转矩会大幅下降，因此，为了节省能耗，起动机通过给压缩机的电动机加上一组辅助线圈，并在起动机或运行时连通或切断辅助线圈，即可有效控制不同



状态下压缩机的电流和转矩。PTC 类起动器没有触点，不会产生火花，具有结构简单、可靠性较高等特点。公司自主研发超低功耗 PTC 起动器，功耗低于 0.4W，具有显著节能优势，并且能使正常工作时起动芯片不发热，大幅延长使用寿命。

**表 2：起动器产品类型**

序号	产品名称	产品图片	用途
1	普通冰箱压缩机用 PTC 起动器	 QP2-15 EP15 1PIN	冰箱、冰柜压缩机起动
2	低功耗安全型 PTC 起动器 QPS2	 QPS2-A	冰箱、冰柜压缩机起动
3	超低功耗冰箱压缩机用 QPE2 起动器	 QPE2-A	冰箱、冰柜压缩机起动

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

### 3) 组合式起动热保护器

组合式起动热保护器是通过工艺技术将起动器和热保护器组合起来，不仅能够有效缩小产品占用空间，还可以在组合式继电器上增加多个接线端，连接压缩机内外部不同功能部件电路，保障压缩机的工作安全。

**表 3：组合式继电器及重锤起动继电器产品类型**

序号	产品名称	产品图片	用途
组合式继电器	1 组合式 PTC 起动器		家用冰箱、冰柜压缩机起动
	2 组合式起动保护器		家用冰箱、冰柜压缩机起动
	3 组合式起动保护器		家用冰箱、冰柜压缩机起动
重锤起动继电器	1 冰箱压缩机用起动继电器		可承受较大电流 商用冰箱、冰柜压缩机起动

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

此外，星帅尔全资子公司华锦电子主营业务包含制冷压缩机密封接线柱，终端产品主要包括家用冰箱、空调、商用冷柜、电动汽车空调等。密封接线柱主要用于实现压缩机内外电源线

的连接、绝缘和密封等功能，具有气密性高、绝缘度强、耐腐蚀性强和安全性高等优势。

**表 4：密封接线柱产品类型**

序号	1	2	3	4
产品图片				
产品名称	冰箱制冷压缩机接线端	空调制冷压缩机接线端	商用制冷压缩机接线端	电动汽车空调压缩机接线端

资料来源：华锦电子官网，信达证券研发中心

公司客户涵盖国内外知名压缩机厂商，产品销路稳定畅通。公司的直接下游主要客户涵盖国内外大多数知名压缩机生产厂家，包括华意系、东贝系、美的系公司、钱江公司、江苏白雪、四川丹甫、LG 电子、尼得科电机、恩布拉科等。其终端下游行业客户则包含为海尔、海信、美的、美菱、奥马、惠而浦、西门子、夏普、伊莱克斯、三星、LG 电子等国内和国际知名企业，深得客户信赖。

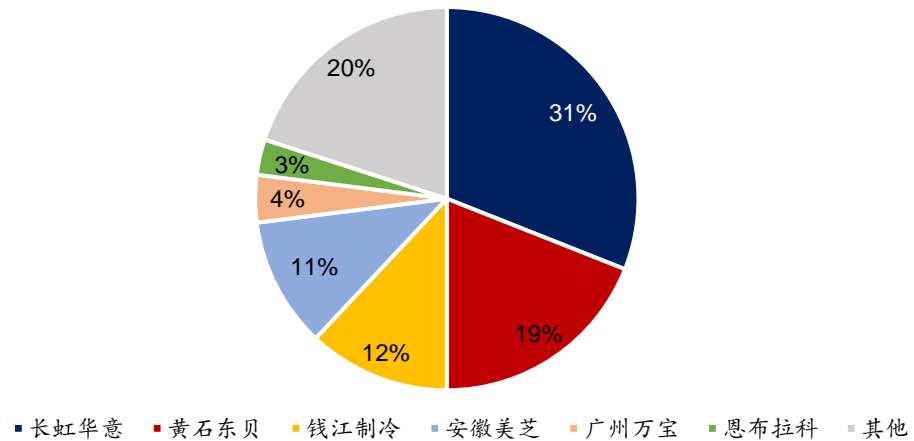
**图 6：制冷压缩机零部件主要客户**



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

目前国内下游制冷压缩机产业格局较为成熟稳定，市场集中度较高。这使得上游配件厂商具有较为稳定的市场，业务体量和集中度也随着主要客户的发展而上升。目前，下游知名客户多集中于泛长三角地区，而公司及子公司位于江浙等交通便利之处，具有优良的区位优势，可满足客户零库存管理、即时补货，采购周期短等条件。

零部件供应商由于与客户深入“绑定”的行业特殊性，对于主要大客户的依赖程度通常较高，而公司却没有对单一客户产生依赖。2020 年前五大客户合计销售金额虽占总营收比例的 64.5%，但订单分布较为均衡，单一客户占比较低，不存在订单高度集中的情况。

**图 7：冰箱制冷压缩机市场集中度高**


资料来源：头豹研究院，信达证券研发中心

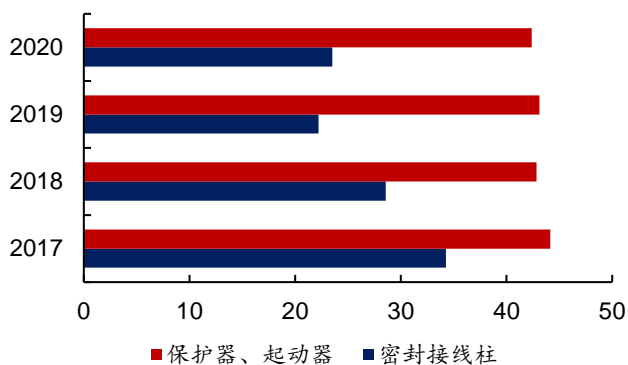
目前公司在热保护器和起动机行业内的主要竞争对手包括森萨塔科技、天银机电、广州森宝，星帅尔与以上三家公司占据了国内冰箱、冷柜等压缩机热保护器、起动机市场的大部分份额，而公司在密封接线柱行业内的主要竞争者有艾默生富塞、三环集团。从2017年公司招股书披露来看，公司在热保护器、起动机和密封接线柱全球市场占有率分别达到25.16%、25.12%和26.70%。

**表 5：热保护器、起动机行业格局**

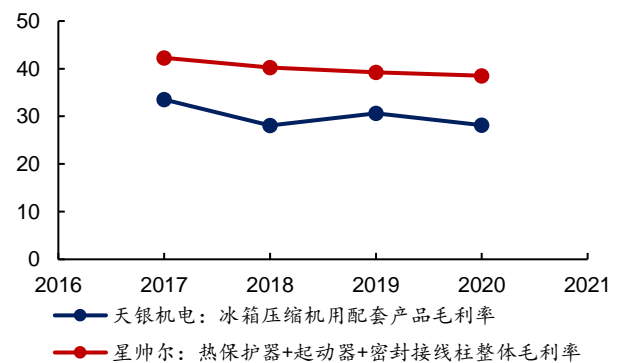
公司名称	公司披露市场占有率
星帅尔	2016年公司在热保护器、起动机和密封接线柱全球市场占有率分别达到25.16%、25.12%和26.70%
天银机电	2017年公司 PTC类起动机与无功耗类起动机合计销售量为3,835.02万只，全国市场占有率约为25.52%
广州森宝	其18~20年保护器、起动机业务营收均在1亿元左右，约为星帅尔的1/3。

资料来源：公司年报，Wind，信达证券研发中心

公司保护器和起动器的毛利率长期稳定，盈利能力显著好于主要竞争对手。由于公司主要竞争对手之一天银机电从2014年起不披露细分产品的毛利率，我们可大致以星帅尔热保护器起动机+密封接线柱整体毛利率与天银冰箱压缩机配套产品整体毛利率进行对比，星帅尔在制冷压缩机零部件主营业务盈利能力上优于竞争对手。

**图 8：公司热保护器起动机和密封接线柱毛利率（%）**


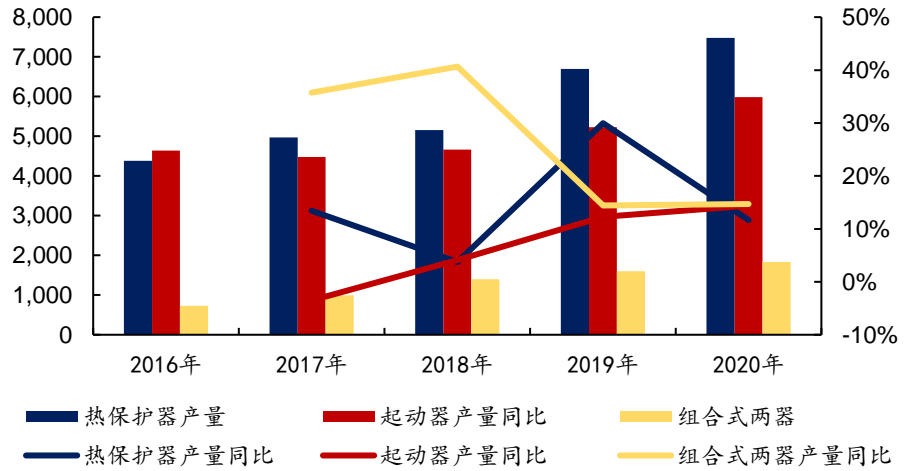
资料来源：wind，信达证券研发中心

**图 9：公司与天银机电制冷压缩机零部件毛利率（%）**


资料来源：wind，信达证券研发中心

星帅尔作为行业龙头，其规模效应优势显著。和天银热保护器、起动器产品毛利率的直接对比来看，公司同样较天银机电具有更亮眼的盈利表现。2014 年星帅尔起动器产量约为天银机电的 1.5 倍，生产规模效应使得相对固定的生产成本被摊薄。参考历史产能数据，公司每年一直保持较为平稳的增产速度，持续放大自身规模优势。

图 10：公司保护器、起动器、组合式两器产量（万件）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司在自动化程度上走在同行业前列，自上市之后与相关设备厂商合作改造建设了自动化生产线，目前自动化水平已显著提高。例如，对于热保护器的核心部件“双金属片”的冲压成型，公司目前采用的相关设备在制作工艺和精度上达到业内领先水平。

### 1.3 零部件产业链延伸，电机、温控器、光通信组件等业务步入正轨

#### （一）浙特电机：发力新能源车、电梯等新领域

公司全资子公司浙特电机为国家级高新技术企业，拥有国家级电机实验室、省级高新技术企业研究开发中心、国际先进的电机生产专用设备和检测设备等，生产产品包括中小型电机、风力发电机、清洗泵电机、微特电机系列产品，其中中小型和微型电机产品主要涵盖电梯门电机、新能源汽车驱动电机、新能源汽车空调压缩机电机、家用、商用空调压缩机交流电机、冰箱压缩机交流和无刷直流电机等。终端产品应用于冰箱、空调、电梯、清洗机、新能源汽车、厨余粉碎机、水泵等领域。

图 11：浙特电机公司荣誉



资料来源：浙特电机官网，信达证券研发中心

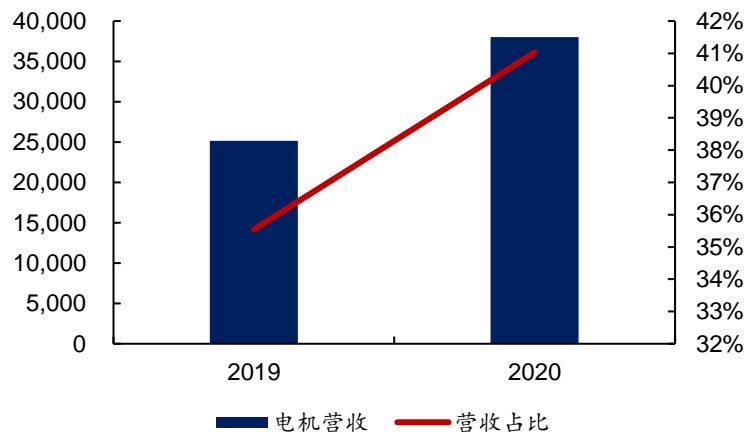
图 12：浙特电机主营产品



资料来源：浙特电机官网，信达证券研发中心

目前下游客户包括上海海立电器、上海海立新能源、上海江菱机电、绿田机械、威特电梯部件、永大（电梯）中国等，相关产品在市场和技术研发方面均建立了一定的竞争优势。2020年电机产品营收达到3.80亿元，占上市公司收入比重为41.03%，较19年明显上升。若除去白电相关电机产品，其余产品营收占上市公司总收入12.33%。

图 13：星帅尔集团电机业务总营收（万元、%）



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

浙特电机具有较强的技术创新和产品研发能力，积极布局新能源汽车电机领域。浙特电机成立院士专家工作站，开展永磁电机、电机与控制器结合等新产品、新领域的研究和技术合作，多次获得省市级荣誉，例如被评为“浙江省博士后工作站”、“工业亩均效益领跑者企业”，YMZT851系列车用涡旋式压缩机永磁同步电机被评为浙江省制造精品，新能源汽车用超高效多级冷却电机及系统开发被评为浙江省重点技术创新项目。目前公司已获得电机设计、工艺等方面的相关发明专利，并已开始实现专利技术产业化应用，产品质量及先进技术受到客户的一致好评。

近年来公司积极在新能源汽车用电机产品方面布局，我们预计新能源车用空调收入占比已超过公司整体电机收入五成以上。在国家及地方政府配套政策的支持下，目前我国新能源汽车已实现产业化和规模化的飞跃式发展，整体产业由“培育期”进入“成长期”。

图 14：浙特电机业务矩阵




资料来源：浙特电机官网，信达证券研发中心

## （二）温度控制器

公司控股子公司新都安专业从事于温度控制器的研发、生产和销售，主营产品为 KSD 系列突跳式温控器（双金属片突跳式温控器），将定温后的双金属片作为热敏感反应组件，从而起到控制电路的作用。公司生产温控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，目前公司主要客户包含美的、格兰仕、苏泊尔、利仁、科沃斯、方太、松下、夏普、惠而浦、三星、LG 等公司。

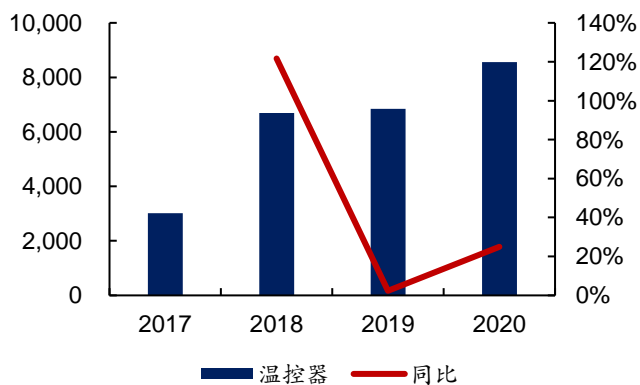
表 6：新都安温控器系列产品

产品系列	KSD1	KSDS系列	CWK-4PB系列
产品图片			
概述	小型带外壳的热敏双金属片式温度控制器。通过外界温度对碟形热敏双金属片的作用，使碟形热敏双金属片产生变形，并瞬间跳动，带动触点动作，从而达到断开或关闭电器其工作温度固定，动作可靠，使用寿命长，无干扰。		一款专门为对汽车空调压缩机起到保护作用而开发的温控器，与常规温控器具有相同功能，体积小，成本低。

资料来源：新都安官网，信达证券研发中心

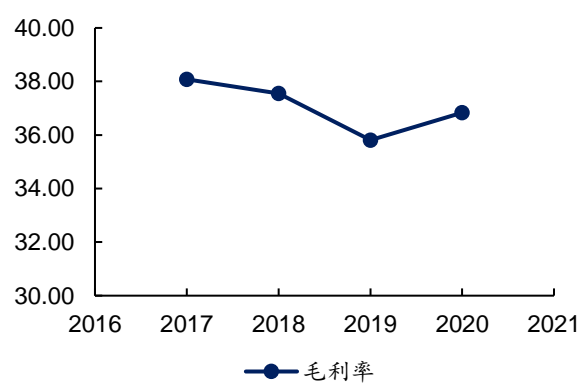
2020 年公司温控器产品贡献销售额为 8563.08 万元，较去年同期增长 25%，占公司总营收比重为 9.24%。毛利率方面，温控器产品在过去几年起伏不大，盈利能力较为平稳。

图 15：公司温控器营收及同比（万元、%）



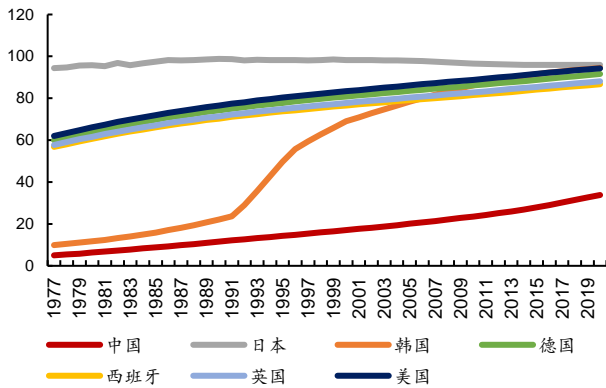
资料来源：wind，信达证券研发中心

图 16：公司温控器毛利率 (%)

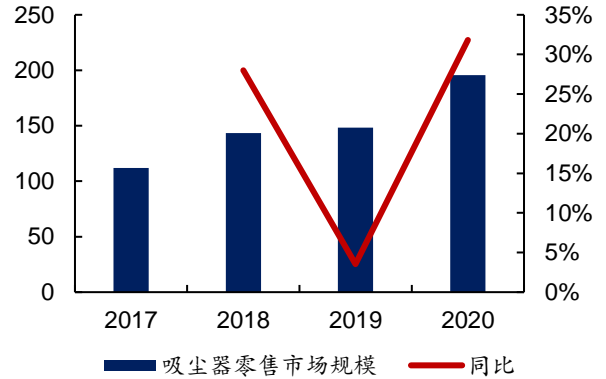


资料来源：wind，信达证券研发中心

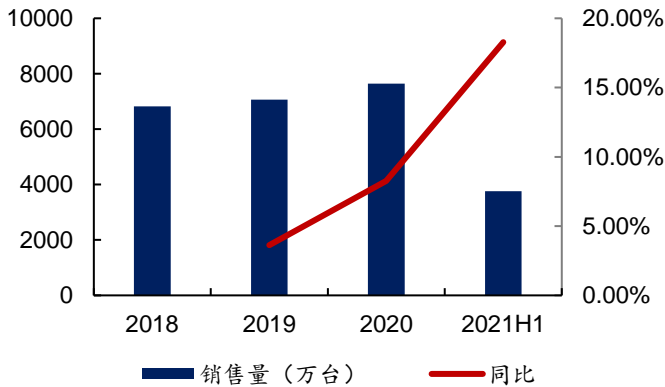
由于温度控制器是很多小家电的必备零部件之一，因此温控器市场景气度很大程度上将与终端小家电市场共振。对标发达国家，目前我国长尾小家电保有量仍处于较低水平，未来成长空间较为广阔。以温控器主要应用产品之一的吸尘器举例，我国吸尘器渗透率目前为 33.8%，而欧美、日韩等发达国家吸尘器渗透率都已达到 90% 以上。疫情催化下，2020 年我国吸尘器市场规模为 195.53 亿元，同比+31.82%，清洁小家电赛道崛起正当时。其他终端小家电产品例如微波炉和饮水机市场规模同样在稳步提升中。

**图 17：各国吸尘器渗透率（%）**


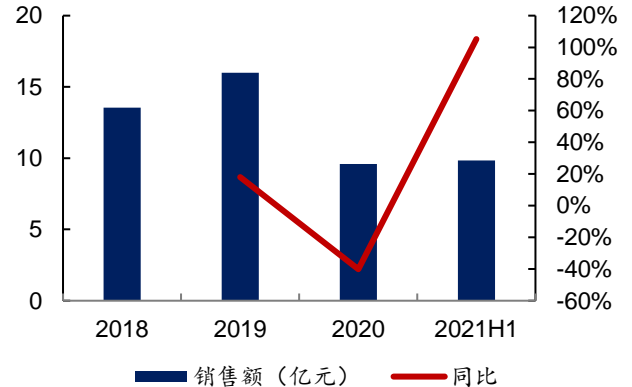
资料来源：Euromonitor，信达证券研发中心

**图 18：我国吸尘器市场规模及同比（亿元、%）**


资料来源：智研咨询，信达证券研发中心

**图 19：我国微波炉销量及同比（万台、%）**


资料来源：产业在线，信达证券研发中心

**图 20：淘系平台饮水机销售额（亿元、%）**


资料来源：淘数据，信达证券研发中心

### （三）光通信、光传感组件

华锦电子在 2015 年正式成为星帅尔全资子公司，当时主营业务仅为密封接线柱，而光通信、传感器组件是近年来华锦电子在新兴领域的研发投入与市场布局。光通信、传感器组件的用途是与专用芯片封装，通过光电转换能起到信号放大与滤波作用，广泛应用于通讯信号的发射与接收装置，其终端产品品类十分丰富，涵盖儿童玩具、照明、开关、消磁电路、限流元件、ETC、GPS、微波通讯等等。目前华锦电子就已光通信、光传感器组件与厦门三优光电、海宁光通电子科技、福州中科光芯科技等客户建立了良好的沟通、供货等关系。

光通信、光传感器组件业务对星帅尔整体集团营收的贡献还比较小，2020 年全年、2021 年上半年占比分别为 1.22%、1.08%，但规模增长速度非常迅猛，2020 年全年、2021 年上半年营收分别为 1132、790 万元，同比增长 1761.93%、60.38%。光通信、光传感器组件终端市场空间广阔，期待未来业务加速放量成为公司营收稳定贡献点。

**图 21：华锦电子光通信、光传感器组件产品**


资料来源：华锦电子官网，信达证券研发中心

## 二、制造能力外溢：强势切入光伏赛道

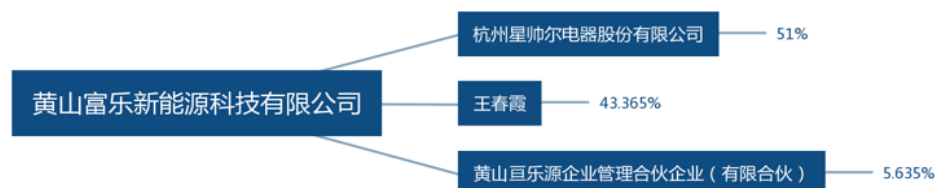
公司多年积累的制造和生产管理优势，成为公司切入光伏组件代工领域的重要基石。光伏行业技术变化快，前期研发投入大，星帅尔率先选择较为熟悉的制造环节切入，有利于降低经营风险，提高业务板块延伸的成功概率。

2021年2月，公司通过现金收购的方式以3060万元的价格收购黄山富乐新能源科技有限公司51%股权，通过控股富乐新能源进入市场空间巨大的光伏产业。2021年6月，富乐新能源发布公告拟以自有资金购买不动产用于建设“1GW光伏组件项目”，进一步扩大产能。

**表 7：公司收购富乐新能源过程**

时间	事件
2021.2.9	公司与富乐新能源股东签署收购股权的《股权转让意向书》
2021.2.25	公司以3060万元现金收购富乐新能源51%股权，
2021.3.11	富乐新能源完成工商变更，公司持有富乐新能源51%股权
2021.6.23	黄山富乐新能源以自有新能源购买不动产用于建设“1GW光伏组件项目”
2021.9.29	一期投资计划基建方已确认，公司预计今年年底前厂房建设完成，明年公司将在一期厂区屋顶安装2.5MW光伏电站
2021.11.25	富乐新能源在黄山市国有建设用地使用权挂牌出让活动中，竞拍取得编号为2114号地块的国有建设用地使用权，用于建设“1GW光伏组件项目”

资料来源：万得，信达证券研发中心

**图 22：富乐新能源现有股权结构**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心



从行业来看，推动光伏产业发展是实现我国为实行碳中和、碳达峰的意向重要举措之一。今年5月份，国家能源局提出2021年全国风电和光伏发电量占全社会用电量比重要达到11%。7月份国家能源局再次出台关于分布式光伏试点政策。分布式光伏和集中式光伏的原理、组件和一次设备基本相同，其主要的区别在于分布式光伏可安装于平时的房顶、农业大棚，且分布式光伏电站使用低压380V，并网所以使用的逆变器等安装简单，体型较小；此外，分布式光伏发电一般就地并网，线路损耗较低，更适合供当地及附近居民用电。因此我们认为分布式光伏的特点天然适配于国家对于推进清洁能源普及的大政方针。未来两年，分布式光伏将迎来一轮发展热潮。

表 8：光伏产业受国家政策支持

时间	文件	内容
2021.5.11	国家能源局关于2021年风电、光伏发电开发建设有关事项的通知	2021年，全国风电、光伏发电发电量占全社会用电量的比重达到11%左右，后续逐年提高，确保2025年非化石能源消费占一次能源消费的比重达到20%左右。抓紧推进项目储备和建设
2021.7.22	《中共中央国务院关于新时代推动中部地区高质量发展得意见》	因地制宜发展绿色小水电、分布式光伏发电，支持山西煤层气、鄂西页岩气开发转化，加快农村能源服务体系建设。
2021.9.15	国家能源局综合司发布《关于公布整县（市、区）屋顶分布式光伏开发试点名单的通知》	676个试点县全部列为整县（市、区）屋顶分布式光伏开发试点

资料来源：中国政府网，信达证券研发中心

**富乐新能源产品结构多样化，适用于各类型光伏电站及储能等领域。**公司收购的黄山富乐新能源科技有限公司是一家集研发、生产、销售为一体的光伏企业。富乐新能源的主要产品为光伏组件，具体涵盖了单晶组件、多晶组件和半片组件，可以满足市场上大部分对于分布式光伏组件的需求。

单晶光伏组件具有高功率，应用于光伏地面电站能够节省汇流箱、直流电缆、支架、光伏场区安装等 BOS 成本，集约利用土地，尤其适用于山地、水面等应用条件及搭配跟踪支架。多晶组件具有稳定的功率输出和出色的抗衰减。广泛应用于地面、企业和大型发电太阳能项目，可靠、稳定的多晶组件使得系统有更高的性价比。超高效半片电池组件可在降低内阻损耗的同时又降低了热斑风险，进一步提高了组件的发电效率，满足对品质和效率具有极致要求的客户。

表 9：富乐新能源产品矩阵

类型	具体型号
单晶组件	60片单晶（全黑）组件、72片单晶组件
多晶组件	60片多晶组件、72片多晶组件
半片组件	半片高效组件-166/144 /132/120 版型、高功率组件-120 版型/144 版型、富乐全黑美学产品

资料来源：富乐新能源官网，信达证券研发中心

**富乐新能源具备成熟资深的研发团队，切入标志性大客户，行业认可度大幅提升。**公司目前拥有高级工程师及技术人员 10 余人，公司负责技术、研发、销售的副总均为光伏产业专业出身，均拥有超过 10 年的光伏经历，经验丰富。公司对生产流程拥有完善的质量检测体系，全程超过 40 道步骤，确保客户收到的每一块太阳能组件的质量都符合客户要求。

表 10：富乐新能源公司高管经验丰富

姓名	职位	履历
张伟	技术、品质、研发副总	2004-11 至 2006-03 深圳莱宝高科技股份有限公司 线长
		2006-03 至 2006-11 美特科技（苏州）有限公司 PE 工程师

	2006-11 至 2010-08	阿特斯阳光电力集团	工艺主管、实验室主管
	2010-08 至 2012-08	张家港永能光电有限公司	技术质量经理
	2012-08 至 2015-08	江苏爱康科技股份有限公司	国家级实验室主任
	2015-08 至 2018-10	苏州市乐能光伏有限公司	生产运营总监
	2018-10 至今	黄山富乐新能源科技有限公司	副总、技术总监
万峰 销售副总	2009-11 至 2010-10	无锡尚德太阳能电力有限公司	国际销售经理
	2011-03 至 2016-11	江阴英富光电科技有限公司	销售总监
	2016-11 至 2019-03	江苏光动智慧能源有限公司	总经理
	2019-03 至今	黄山富乐新能源科技有限公司	销售副总

资料来源：公司资料，信达证券研发中心

公司光伏产品直接或间接销售至美国、加拿大、德国、韩国、日本等多国，公司是加拿大 A 公司在华认证唯一供应商。A 公司是北美知名供应商，在美国与加拿大各州有多个上百兆瓦分布式光伏项目。国内市场方面公司与河北巨力索具（巨力新能源）、中国电子科技（嘉兴 36 所）、泰恒新能源等均有业务往来。

表 11：富乐新能源客户矩阵

合作客户			
客户名称	订单情况	预计全年订单量	备注
巨力	182	300MW	上市公司
三十六所	182		央企
加拿大 A 公司（210 产品认证由公司协助客户进行）	182、210		出口订单
泰恒新能源	182	5GW	三年
大恒新能源	182	200MW	光伏企业
洽谈客户			
客户名称	订单情况	预计全年订单量	备注
中节能（已合作）	182 双玻组件	1.2GW	央企
东磁（组件已验厂、目前电磁片采购合作）	182		上市公司
顺风（组件已验厂、目前电磁片采购合作）	182		上市公司
晶科（组件已验厂）	182、210		上市公司
天合（准备验厂）	182、210		上市公司
嘉悦（组件已验厂通过、目前电磁片采购合作，第三方 TUV 报备已经完成）	182、210		上市公司子公司
尚德（组件已验厂）	182		上市公司

资料来源：公司资料，信达证券研发中心

公司目前的主要产品包括 166 半片/450W 组件，182 半片/540W 组件。半片产品和普通的整片组件相比可以有效降低热斑风险，多主栅的设计可以有效减少功率损耗；公司的全黑组件和双面发光组件产品可以进一步提高产品整体效益。166/182 半片相比之前占据主流位置的 155.75mm 提升了尺寸，更加充分利用组件面积减少封装过程中的损失，可有效降低全产业链成本，是现在市场上的主流尺寸之一。未来，大尺寸组件占比将进一步扩大，182mm/210mm 或将成为下一代主流，公司在 182 半片方面的技术储备将很好地应对行业的未来发展趋势，公司新建年产 1GW 的光伏组件项目中按照 210 半片尺寸投产，兼容 182 半片。

**图 23：公司产品矩阵丰富**

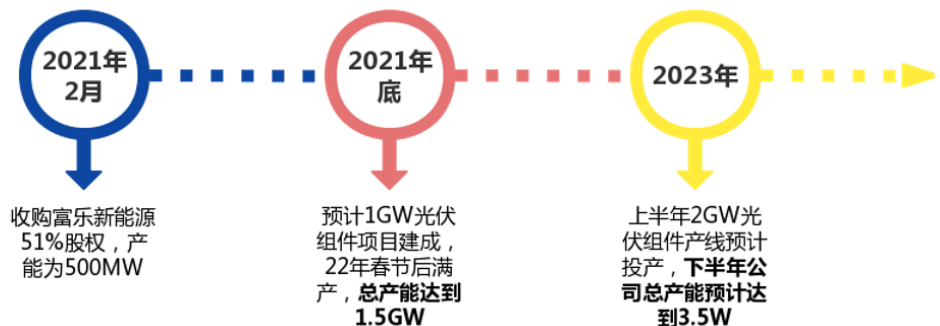

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

在手订单火爆，产能紧张快速扩张，公司预计 2023 年二期 2GW 项目建成达产后富乐将拥有 3.5GW 组件产能。2021 年，公司与巨力、三十六所、加拿大 A 公司预计全年订单达到接近 300MW，泰恒新能源合作订单框架预计达到 5GW。而正在洽谈的客户预计全年订单将达到 1.2GW。目前公司产能为 500MW 每年，日产量 2200 片，公司在 6 月份公布了“1GW 光伏组件项目”，项目建成后年产值将达到 18 亿元。

根据星帅尔在收购富乐新能源时达成的业绩承诺要求，富乐新能源需要在 2021~2023 年期间分别实现 800/960/1150 万元承诺扣非净利润，合计 2910 万元，此业绩承诺是基于存量 500MW 产能条件下预测的，并没有考虑到产能扩张带来的增量。

我们预计：

- 1) 2021 年年底富乐将建成“1GW 光伏组件项目”，产能共计 1.5GW；2022 年春节后 1.5GW 产线将满负荷运转。
- 2) 同时，公司正在筹划黄山富乐二期募投项目，最快到 22 年底二期项目建成，2023 年上半年完成投产，下半年开始公司总产能将达到 3.5GW。

**图 24：富乐新能源投产时间线**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

若假设：

- 1) 公司 1.5GW 产线从明年 3 月起投产并满负荷运转，另 3.5GW 产线从 2023 年下半年起

满产；

2) 平均每个组件收入 700~800 元/个，取平均值 750 元/个；

3) 因未来大尺寸组件占比将进一步扩大，21~24 年公司整体产品平均输出功率分别设为 500/540/570/570W；

4) 根据可比公司天合光能、海泰新能 2020 年公司整体净利润表现，我们预估 2021 年星帅尔光伏组件业务净利率为 3%。考虑到生产规模扩大之后产生的规模效应将降低平均成本，我们假设 22~24 年公司光伏组件业务净利率分别为 3.3%/3.6%/3.8%。

表 12: 可比公司光伏组件净利率 (%)

可比公司名称	2020 年光伏组件业务规模及占比	2020 年公司整体净利率
天合光能	光伏组件业务营收为 221 亿元，占公司总体营收比例为 75%	4.19%
海泰新能	光伏组件销售收入为 24 亿元，占公司总体营收比例为 89%	2.90%

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

我们预计 21~24 年满产营业收入为 7.2、18.5、32.9、46.1 亿元，满产净利润为 0.2、0.6、1.2、1.8 亿元。

表 13: 公司未来营收和利润贡献测算

测算	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
假设组件平均单价 (元/个)	750	750	750	750
假设单个整机平均输出功率为 (W)	500	540	570	570
假设公司产能 (GW)	全年 0.5GW	1~2 月 0.5GW 3 月起 1.5GW	H1 为 1.5GW H2 起 3.5GW	全年 3.5GW
预计当年满产产量 (万片)	96.15	246.91	438.60	614.04
预计满产营业收入 (亿元)	7.21	18.52	32.89	46.05
假设业务净利率	3%	3.3%	3.6%	3.8%
预计满产净利润 (亿元)	0.22	0.61	1.18	1.75

资料来源: 信达证券研发中心测算

星帅尔通过富乐新能源光伏组件业务切入光伏赛道，公司通过上市公司的资本、管理优势，可以为富乐新能源的日常运营提供资金、人才的支持，将两者优势结合不断增强公司光伏板块核心竞争力。我们认为，公司在组件代工领域已经初步崭露头角，未来不排除向组件上下游如电池片、材料、电站建设等领域布局的可能，将以多样化的方式继续拓展业务版图，为公司长期发展提供第二主线。

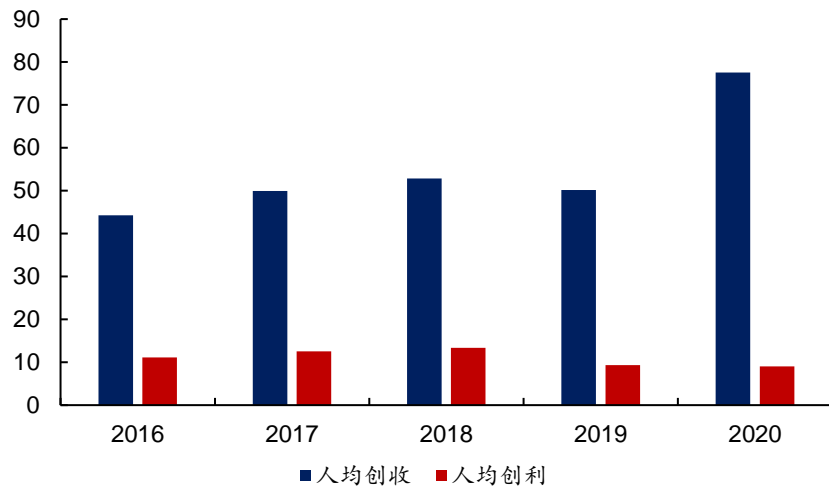
### 三、“一体两翼”，完善内控管理静待振翅腾飞

随着各个板块完成整合，公司提出“一体两翼”的发展战略，将家电相关业务和光伏业务作为两大主营路线，以家电板块为基础、以新能源板块为先导，谋求可持续发展。在热保护器和起动机板块，公司计划同时向上中下游产业链上延伸，利用现有技术和客户资源，积极开拓空调、除湿机等热保护器、起动机市场，不断丰富公司产品类型，增加公司利润增长点，增强自身规模化、专业化、国际化水平。与此同时，公司拟加大研发投入，利用现有平台、现有技术，研发新产品。未来将着重在新能源汽车电机业务、光伏组件、厨余粉碎机、光通

信组件、传感器组件以及小家电产业链上下游布局，营收贡献值得期待。

此外，公司将持续加强人员管理，优化费用结构，完善公司治理，内外兼修提升企业效益。公司将继续建立与落实全员薪酬绩效考核机制，提升员工的工作积极性与成长性，重点加强培育销售和研发团队，提升人均创收和创利能力。2020年公司人均创收77.51万元/人，同比大幅提高54.53%；人均创利9.02万元，与19年持平。

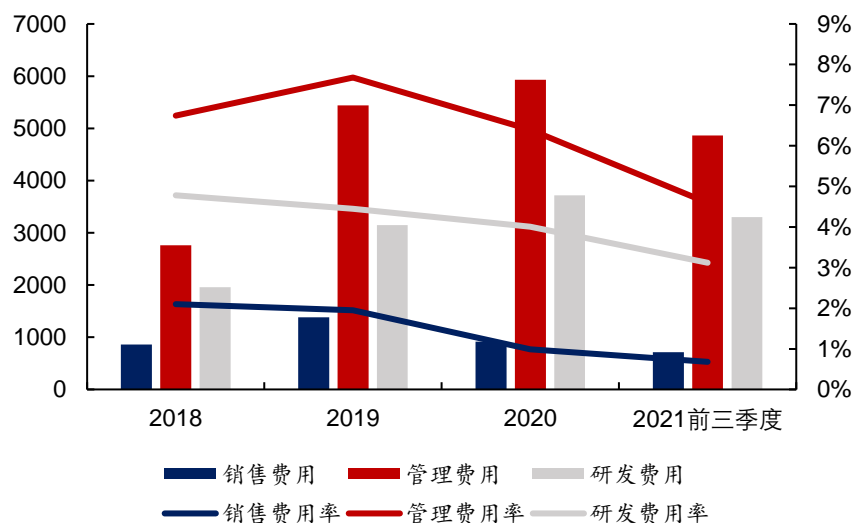
图 25：公司人均创收、人均创利（万元）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

费用结构有所优化，研发投入逐年提升。过去几年中，星帅尔的销售费用率、管理费用率均呈现小幅下滑趋势，说明公司的费控能力有所增强，费用结构得到优化；研发费用率虽也伴随着小幅下滑，但整体研发费用逐年攀升，公司研发投入与营收增长较为匹配，可为公司持续发展提供源源不断的动力。

图 26：销售、管理、研发费用及费用率（万元、%）

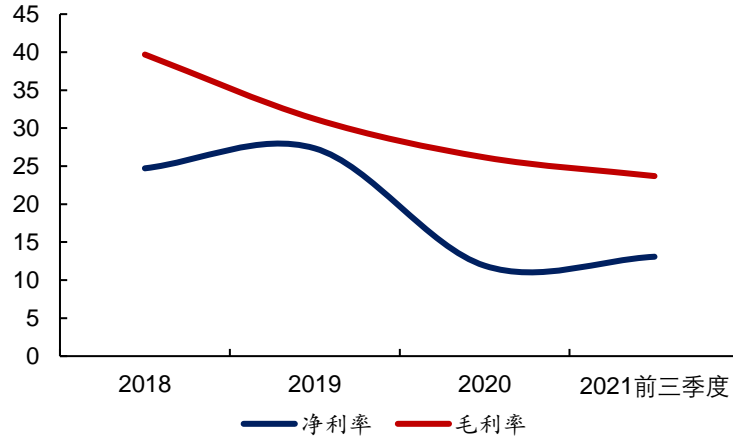


资料来源：Wind，信达证券研发中心

因业务结构调整及原材料涨价，公司利润率有所稀释，但盈利能力未受影响。公司今年上半年归母净利润为0.85亿元，同比+60.68%，盈利能力显著提高。从利润率来看，公司毛利率与净利率在过去三年中总体呈现下滑趋势，这或是由于（1）业务结构调整，传统白电制

冷压缩机零部件业务毛利率大幅高于电机、光通信光传感器及光伏组件业务，而白电业务占比在缩小。(2) 20 年至今大宗原材料价格大幅上涨，产品出厂价格随之水涨船高，因公司光伏组件、新能源电机等业务向下游整机厂收取加工费多为每件固定费用，利润率被稀释，但公司整体利润受原材料影响较小。

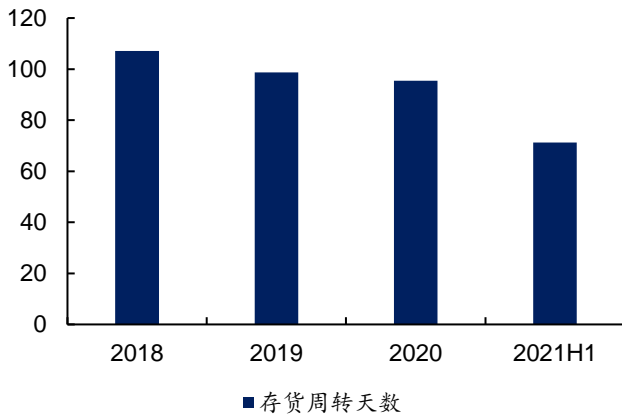
图 27：近年公司毛利率与净利率 (%)



资料来源：Wind，信达证券研发中心

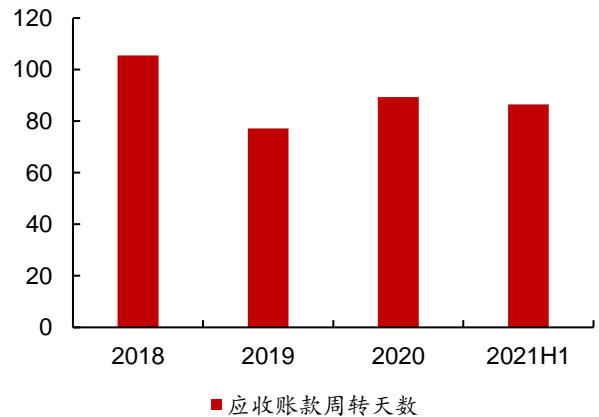
公司加强库存管理和应收账款管理，在生产管理方面更加规范高效，严格按照营销部订单排产，及时清理公司积压库存，有利于盘活资金加大设备投入，提高公司产能。2021 年上半年公司存货周转天数为 71.22 天，较 2020 年减少 24.29 天；应收账款周转天数为 86.5 天，较 2020 年减少 2.8 天，回款能力得到提高。

图 28：公司存货周转天数 (天)



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 29：公司应收账款周转天数 (天)



资料来源：Wind，信达证券研发中心

相信未来通过持续完善生产、销售等各个环节的管理，公司的运营水平与效率将全面提升，建设成为具有可持续化发展能力的国际先进制造企业。

## 四、盈利预测、估值与投资评级

我们根据公司业务发展结构、扩产情况、在手订单对公司收入按业务板块进行拆分：

1) 家电配件业务（热保护器、起动机、密封接线柱、温控器）业务整体预计 21-23 年分别同比+20.4%/+18.3%/+17.5%；

2) 电机板块业务（含白电配套电机）预计 21-23 年分别同比+32.3%/+30%/+27.9%；

3) 光伏行业业务预计 22-23 年分别同比+517.3%/+77.6%，公司“1GW 光伏组件项目”即将在明年初投产，23 年下半年计划将再建成 2GW 产线，在手订单充足供不应求，我们预计该板块将迎来迅速成长。

综上，我们预计公司 21-23 年营业收入分别为 14.6/32.9/50.5 亿元，分别同比+57.9%/+124.9%/+53.6%。

表 14：公司营业收入预测（百万元，%）

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入总额(百万元)	926.98	1463.87	3291.78	5054.98
YoY	30.9%	57.9%	124.9%	53.6%
家电配件业务（百万元）	520.80	627.09	742.11	871.95
YoY	18.8%	20.4%	18.3%	17.5%
电机（百万元）	380.32	503.16	654.11	836.74
YoY	51.1%	32.3%	30.0%	27.9%
光伏组件（百万元）		300.00	1851.85	3289.47
YoY			517.3%	77.6%
其他业务（百万元）	25.86	33.52	43.71	56.82
YoY	42.97%	30%	30%	30%

资料来源：信达证券研发中心预测

### 可比公司估值和投资建议

基于公司目前传统业务和光伏组件新业务，我们采取分部估值：

1) 家电配件业务：基于传统家电零部件公司历史估值情况以及产业链地位，综合考虑 23 年我们给予 15xPE；

2) 电机业务：参考可比公司平均 PE，考虑到新能源汽车用空调电机的成长性，综合考虑 23 年我们给予其 25xPE；

3) 在光伏组件板块，参考一致性预期下可比公司平均 PE，综合考虑 23 年给予其 60xPE。

考虑到公司目前光伏组件业务订单饱满，产能扩张及收入确认节奏确定性较强，以 23 年营收和净利润为参考，我们预计 23 年公司家电配件（保护器、起动机、密封接线柱等）/电机/光伏业务归母净利润分别为 1.62/0.33/0.60 亿元，考虑到公司以代工作为先行业务切入广阔光伏赛道，未来不排除在光伏产业链上进一步扩张的可能，我们给予整体目标市值 80 亿元，对应 23 年约 19 倍 PE。我们预计公司 21-23 年营业收入分别为 14.64/32.92/50.56 亿

元，分别同比+57.9%/+124.9%/+53.6%；归母净利润 1.52/2.05/2.66 亿元，分别同比+41.1%/+34.7%/+29.6%，对应 PE 为 33.18/24.62/19.00 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 15：可比公司估值（截至 2021/12/02）

证券简称	股价	EPS			市盈率 PE			总收入(百万元)		
		20A	21E	22E	20A	21E	22E	20A	21E	22E
家电配件业务（保护器、起动器等）										
海立股份	9.09	0.18	0.22	0.30	40.93	30.21	24.00	11,073	17,599	20,133
盾安环境	14.12	-1.09	0.46	0.59	-3.62	30.51	24.10	7,381	9,507	10,876
	平均				17.65	30.36	24.05			
中小型电机、微特电机业务										
卧龙电驱	19.98	0.66	0.79	0.95	23.56	25.16	20.99	12,565	14,259	16,272
宁波韵升	15.34	0.18	0.47	0.68	35.50	32.91	22.68	2,399	3,256	4,501
	平均				29.53	29.04	21.84			
光伏组件业务										
隆基股份	83.13	2.27	2.06	2.74	40.66	40.43	30.35	54,583	88,832	114,014
天合光能	67.99	0.59	0.94	1.63	38.95	71.96	41.58	29,418	56,006	74,545
	平均				39.80	56.20	35.97			
本公司										
星帅尔	24.81	0.53	0.75	1.01	27.45	33.18	24.62	927	1,464	3,292

资料来源：可比公司股价为 2021/12/02 收盘价，盾安、星帅尔盈利预测来自信达证券研发中心，其余盈利预测为万得一致性预期

## 五、风险因素

下游白电行业需求不及预期、新能源车用电机业务拓展不及预期、光伏产业政策变化、订单获取不及预期、公司盈利能力不及预期等。



单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	925	1,222	1,517	2,494	3,524
货币资金	292	198	422	311	290
应收票据	165	255	0	0	0
应收账款	180	280	419	942	1,459
预付账款	4	8	15	34	55
存货	163	200	364	887	1,386
其他	120	281	298	321	333
<b>非流动资产</b>	440	443	561	681	805
长期股权投资	0	0	30	70	120
固定资产(合计)	292	292	353	412	462
无形资产	74	71	89	99	113
其他	74	80	89	99	110
<b>资产总计</b>	1,365	1,664	2,078	3,175	4,329
<b>流动负债</b>	238	372	625	1,513	2,395
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	62	92	173	402	640
应付账款	116	218	317	808	1,284
其他	60	62	135	303	471
<b>非流动负债</b>	20	245	245	245	245
长期借款	0	0	0	0	0
其他	20	245	245	245	245
<b>负债合计</b>	258	617	871	1,758	2,641
少数股东权益	268	13	17	21	27
归属母公司股东权益	839	1,034	1,190	1,395	1,661
<b>负债和股东权益</b>	1,365	1,664	2,078	3,175	4,329

单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	708	927	1,464	3,292	5,055
同比(%)	73.1%	30.9%	57.9%	124.9%	53.6%
归属母公司净利润	131	108	152	205	266
同比(%)	37.7%	-17.9%	41.1%	34.7%	29.6%
毛利率(%)	31.2%	26.1%	20.3%	12.8%	10.7%
ROE%	15.7%	10.4%	12.8%	14.7%	16.0%
EPS(摊薄)(元)	0.65	0.53	0.75	1.01	1.31
P/E	38.43	46.81	33.18	24.62	19.00
P/B	6.02	4.88	4.24	3.62	3.04
EV/EBITDA	17.71	29.30	25.10	21.73	18.81

单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业总收入</b>	708	927	1,464	3,292	5,055
营业成本	487	685	1,167	2,870	4,513
营业税金及附加	5	5	7	13	20
销售费用	14	9	10	16	20
管理费用	54	59	73	105	142
研发费用	31	37	60	105	138
财务费用	-4	12	-22	-35	-51
减值损失合计	-1	0	0	0	0
投资净收益	0	6	7	16	25
其他	108	0	2	6	10
<b>营业利润</b>	227	126	178	239	308
营业外收支	-1	-2	-2	-2	-1
<b>利润总额</b>	227	125	176	237	307
所得税	33	14	20	27	35
<b>净利润</b>	194	110	156	210	272
少数股东损益	62	2	3	5	6
<b>归属母公司净利润</b>	131	108	152	205	266
EBITDA	148	169	193	228	265
EPS(当年)(元)	0.65	0.53	0.75	1.01	1.31

单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金</b>	189	95	386	48	129
净利润	194	110	156	210	272
折旧摊销	31	38	46	47	43
财务费用	0	20	7	7	7
投资损失	0	-6	-7	-16	-25
营运资金变动	-43	-73	182	-201	-168
其它	8	7	2	2	1
<b>投资活动现金流</b>	-24	-443	-160	-153	-143
资本支出	-103	-62	-136	-129	-118
长期投资	-70	-191	-30	-40	-50
其他	149	-190	7	16	25
<b>筹资活动现金流</b>	-45	249	-2	-7	-7
吸收投资	6	0	4	0	0
借款	0	275	0	0	0
支付利息或股息	-40	-25	-7	-7	-7
<b>现金流净增加额</b>	120	-100	224	-112	-21

## 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。

## 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	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售副总监 (主持工作)	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@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
华东区销售副总监 (主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@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
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	黄夕航	16677109908	huangxihang@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。	<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。