

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

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 盈利改善，汇兑收益增厚利润发

2022 年 08 月 28 日

- **事件：**2022H1 公司实现营业收入 71.26 亿元，同比+7.26%，实现归母净利润 4.86 亿元，同比+54.72%，实现扣非后归母净利润 4.93 亿元，同比+72.62%。Q2 公司实现营业收入 34.84 亿元，同比+1.46%，实现归母净利润 3.08 亿元，同比+113.90%，实现扣非后归母净利润 3.41 亿元，同比+201.17%。
- **内销增速表现优异，积极推动自主品牌发展。**分产品来看，上半年公司电热/电动类厨房电器/家居电器/其他产品分别实现营业收入 34.11/15.92/11.02/8.79 亿元，分别同比+0.82/+4.06/+10.32/+46.25%。其他产品收入占总营收比例同比上升 3.29pct 达到 12.33%，主要原因在于电动牙刷产品收入较去年同期增长 1.62 亿元。分地区来看，上半年分别实现国内外收入 54.47/16.79 亿元，分别同比+5.81/+12.27%，我们认为公司内销增速较快主要由国内疫情推动厨房、生活等小家电需求增长所致，同时公司也进一步加大摩飞、东菱、歌岚、百胜图等自主品牌推广力度。
- **Q2 盈利能力显著提升，汇兑收益增厚利润。**Q2 公司实现毛利率 20.78%，同比+4.27pct，公司毛利的提升主要归功于产品调价和技术创新、生产效率提升等降本增效措施；分地区来看，上半年国内外业务毛利率分别同比-4.82/+2.46%，海外产品盈利能力改善显著。费用率方面，Q2 公司销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.25/+1.12/+0.05/-4.80pct。公司财务费用显著减少，主要受益于美元汇率波动导致的汇兑收益，上半年公司实现汇兑收益 1.27 亿元，较去年同期增加 1.64 亿元。毛利率提升叠加汇兑收益，Q2 公司销售净利率同比+4.91pct 达到 9.28%。
- **原材料价格回落库存备货减少，经营性现金流净额大幅增加。**净额公司 H1 期末货币资金+其他流动资产合计 39.27 亿元，较 2022 年期初 +4.11%；应收账款及票据合计 17.61 亿元，较期初小幅增长 6.51%；22H1 期末存货为 19.91 亿元，较期初-24.96%，其中原材料/自制半成品/发出商品/委托加工物资/在产品/库存商品/分别同比-8.80/-17.17/-13.90/-55.34/-31.69/-32.26%，随着原材料成本涨价趋势减缓，公司减少了原材料、库存商品的备货；H1 期末应付账款及票据合计 39.28 亿元，较期初-12.40%；H1 期末其他应付款为 4.74 亿元，较期初+49.66%，主要由本期增加员工持股计划认购款所致。2) 周转方面，公司 22H1 期末存货/应收账款/应付账款周转天数较 2021 年分别+2.17/+0.16/-4.05 天，应付账款周转效率小幅提升。3) 现金流方面，公司 Q2 经营性现金流净额 5.86 亿元，去年同期经营性现金流净额为-1.73 亿元，主要原因在于本期购买商品、接受劳务支付的现金及支付其他与经营活动有关的现金减少。
- **盈利预测：**我们看好公司自主品牌摩飞、东菱、百胜图多矩阵发展空间，公司多举措降本增效叠加原材料成本压力缓解创造盈利修复空间。我们

预计公司 22-24 年营业收入分别为 164.72/181.61/198.92 亿元，分别同比+10.5%/+10.3%/+9.5%；归母净利润 9.72/11.92/13.39 亿元，分别同比+22.7%/+22.6%/+12.4%，对应 PE 为 17.3/14.1/12.5 倍。

- **风险因素：**自主品牌新品推广不及预期、人民币大幅波动、大宗原材料价格上涨、海运费上涨等。

| 重要财务指标            | 2020A  | 2021A  | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入(百万元)        | 13,191 | 14,912 | 16,472 | 18,161 | 19,892 |
| 增长率 YoY %         | 44.6%  | 13.0%  | 10.5%  | 10.3%  | 9.5%   |
| 归属母公司净利润<br>(百万元) | 1,118  | 792    | 972    | 1,192  | 1,339  |
| 增长率 YoY%          | 62.7%  | -29.2% | 22.7%  | 22.6%  | 12.4%  |
| 毛利率%              | 23.3%  | 17.6%  | 17.7%  | 18.5%  | 18.7%  |
| 净资产收益率ROE%        | 18.5%  | 13.0%  | 13.2%  | 13.9%  | 13.5%  |
| EPS(摊薄)(元)        | 1.40   | 0.96   | 1.18   | 1.44   | 1.62   |
| 市盈率 P/E(倍)        | 30.27  | 25.69  | 17.26  | 14.08  | 12.53  |
| 市净率 P/B(倍)        | 5.61   | 3.36   | 2.28   | 1.96   | 1.70   |

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 08 月 26 日收盘价

| 资产负债表          |        |        |        |        |        |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 单位:百万元         |        |        |        |        |        |
| 会计年度           | 2020A  | 2021A  | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
| <b>流动资产</b>    | 8,940  | 8,374  | 9,809  | 10,853 | 12,362 |
| 货币资金           | 4,285  | 3,603  | 4,420  | 5,029  | 6,002  |
| 应收票据           | 21     | 157    | 124    | 155    | 163    |
| 应收账款           | 1,765  | 1,496  | 1,836  | 1,957  | 2,169  |
| 预付账款           | 71     | 92     | 99     | 109    | 119    |
| 存货             | 2,120  | 2,653  | 2,897  | 3,177  | 3,465  |
| 其他             | 678    | 373    | 432    | 426    | 444    |
| <b>非流动资产</b>   | 3,554  | 4,253  | 5,253  | 5,907  | 6,543  |
| 长期股权投资         | 99     | 106    | 121    | 133    | 146    |
| 固定资产(合计)       | 2,318  | 2,583  | 3,251  | 3,535  | 3,814  |
| 无形资产           | 519    | 511    | 512    | 518    | 523    |
| 其他             | 618    | 1,053  | 1,369  | 1,721  | 2,061  |
| <b>资产总计</b>    | 12,495 | 12,627 | 15,062 | 16,760 | 18,905 |
| <b>流动负债</b>    | 6,326  | 6,393  | 7,518  | 7,977  | 8,730  |
| 短期借款           | 99     | 438    | 438    | 438    | 438    |
| 应付票据           | 3,103  | 2,908  | 3,524  | 3,736  | 4,121  |
| 应付账款           | 1,593  | 1,575  | 1,870  | 1,995  | 2,196  |
| 其他             | 1,532  | 1,471  | 1,686  | 1,808  | 1,976  |
| <b>非流动负债</b>   | 66     | 78     | 78     | 78     | 78     |
| 长期借款           | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 其他             | 66     | 78     | 78     | 78     | 78     |
| <b>负债合计</b>    | 6,391  | 6,471  | 7,596  | 8,056  | 8,808  |
| 少数股东权益         | 66     | 73     | 111    | 158    | 211    |
| 归属母公司股东权益      | 6,038  | 6,083  | 7,355  | 8,547  | 9,886  |
| <b>负债和股东权益</b> | 12,495 | 12,627 | 15,062 | 16,760 | 18,905 |

| 重要财务指标     |        |        |        |        |        |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 单位:百万元     |        |        |        |        |        |
| 会计年度       | 2020A  | 2021A  | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
| 营业总收入      | 13,191 | 14,912 | 16,472 | 18,161 | 19,892 |
| 同比(%)      | 44.6%  | 13.0%  | 10.5%  | 10.3%  | 9.5%   |
| 归属母公司净利润   | 1,118  | 792    | 972    | 1,192  | 1,339  |
| 同比(%)      | 62.7%  | -29.2% | 22.7%  | 22.6%  | 12.4%  |
| 毛利率(%)     | 23.3%  | 17.6%  | 17.7%  | 18.5%  | 18.7%  |
| ROE%       | 18.5%  | 13.0%  | 13.2%  | 13.9%  | 13.5%  |
| EPS(摊薄)(元) | 1.40   | 0.96   | 1.18   | 1.44   | 1.62   |
| P/E        | 30.27  | 25.69  | 17.26  | 14.08  | 12.53  |
| P/B        | 5.61   | 3.36   | 2.28   | 1.96   | 1.70   |
| EV/EBITDA  | 16.16  | 12.32  | 9.99   | 7.84   | 6.45   |

| 利润表             |        |        |        |        |        |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 单位:百万元          |        |        |        |        |        |
| 会计年度            | 2020A  | 2021A  | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
| <b>营业总收入</b>    | 13,191 | 14,912 | 16,472 | 18,161 | 19,892 |
| 营业成本            | 10,116 | 12,287 | 13,552 | 14,810 | 16,170 |
| 营业税金及附加         | 83     | 79     | 87     | 96     | 105    |
| 销售费用            | 435    | 440    | 478    | 530    | 583    |
| 管理费用            | 701    | 779    | 865    | 952    | 1,044  |
| 研发费用            | 394    | 442    | 489    | 539    | 591    |
| 财务费用            | 237    | 49     | 0      | 0      | 0      |
| 减值损失合计          | -30    | -7     | 3      | 4      | 4      |
| <b>投资净收益</b>    | 33     | 158    | 130    | 160    | 169    |
| 其他              | 145    | -11    | 72     | 81     | 88     |
| <b>营业利润</b>     | 1,375  | 977    | 1,205  | 1,479  | 1,661  |
| 营业外收支           | -1     | 9      | 0      | 0      | 0      |
| <b>利润总额</b>     | 1,374  | 986    | 1,205  | 1,479  | 1,661  |
| 所得税             | 219    | 161    | 195    | 240    | 269    |
| <b>净利润</b>      | 1,156  | 825    | 1,010  | 1,239  | 1,392  |
| 少数股东损益          | 37     | 33     | 38     | 47     | 53     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 1,118  | 792    | 972    | 1,192  | 1,339  |
| EBITDA          | 1,848  | 1,406  | 1,288  | 1,565  | 1,750  |
| EPS(当年)(元)      | 1.40   | 0.96   | 1.18   | 1.44   | 1.62   |

| 现金流量表          |       |        |       |       |       |
|----------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元         |       |        |       |       |       |
| 会计年度           | 2020A | 2021A  | 2022E | 2023E | 2024E |
| <b>经营活动现金流</b> | 2,510 | 846    | 1,666 | 1,422 | 1,777 |
| 净利润            | 1,156 | 825    | 1,010 | 1,239 | 1,392 |
| 折旧摊销           | 384   | 464    | 288   | 331   | 350   |
| 财务费用           | 16    | 19     | 0     | 0     | 0     |
| 投资损失           | -33   | -158   | -130  | -160  | -169  |
| 营运资金变动         | 1,063 | -376   | 507   | 24    | 217   |
| 其它             | -75   | 71     | -9    | -13   | -13   |
| <b>投资活动现金流</b> | -574  | -805   | -849  | -813  | -805  |
| 资本支出           | -919  | -1,061 | -965  | -962  | -962  |
| 长期投资           | 313   | 99     | -14   | -11   | -12   |
| 其他             | 32    | 157    | 130   | 160   | 169   |
| <b>筹资活动现金流</b> | 559   | -661   | 0     | 0     | 0     |
| 吸收投资           | 946   | 5      | 0     | 0     | 0     |
| 借款             | 702   | 790    | 0     | 0     | 0     |
| 支付利息或股息        | -334  | -533   | 0     | 0     | 0     |
| <b>现金流净增加额</b> | 2,354 | -660   | 817   | 609   | 973   |

## 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 | 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    | 章嘉婕 | 13693249509 | zhangjiajie@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    | 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    | 孙瞳  | 18610826885 | suntong@cindasc.com       |
| 华东区销售    | 贾力  | 15957705777 | jiali@cindasc.com         |
| 华东区销售    | 石明杰 | 15261855608 | shimingjie@cindasc.com    |
| 华东区销售    | 曹亦兴 | 13337798928 | caoyixing@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    | 胡洁颖 | 13794480158 | hujieying@cindasc.com     |
| 华南区销售    | 郑庆庆 | 13570594204 | zhengqingqing@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）；<br><br>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。