

证券研究报告

公司研究

点评报告

星帅尔 (002860.SZ)

投资评级 买入

上次评级 买入

罗岸阳 家电行业首席分析师  
执业编号: S1500520070002  
联系电话: +86 13656717902  
邮箱: luoanyang@cindasc.com

相关研究:

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 业绩符合预期，光伏业务快速放量

2022年08月31日

**事件:** 2022年8月30日，星帅尔发布半年度报告，2022年上半年公司实现营业收入 6.87 亿元，同比-6.41%；实现归母净利润 0.77 亿元，同比-9.94%；实现扣非后归母净利润 0.68 亿元，同比-12.47%。2022年Q2公司实现营业收入 3.99 亿元，同比+2.11%；实现归母净利润 0.39 亿元，同比+9.36%；实现扣非后归母净利润 0.33 亿元，同比+8.13%。

- **白电零部件主业短期承压，光伏组件业务高增。**分业务板块来看，22年H1公司白电行业业务实现营收 3.59 亿元，同比-35.48%，电机行业业务实现营收 0.74 亿元，同比-18.51%，光伏组件业务实现营收 2.33 亿元，同比+303.43%。白电、电机业务上半年由于全国疫情多点频发、房地产市场低迷、原材料价格高企、物流运输困难等因素短期承压下滑，公司预计下半年外部扰动因素排除后，家电制造业供给端将逐渐恢复，需求端也开始呈现向好的趋势。光伏组件业务虽也受到上述宏观因素影响，但下游市场供不应求订单饱满，上半年公司组件产能扩张至 1.5GW/年后，与之对应的销售收入快速增长，我们认为全年达成公司指引的 8 亿元以上收入是大概率事件。此外，公司持续积累海内外优质客户资源，同时正在筹划发行可转债投建“年产 2GW 高效太阳能光伏组件建设项目”，以及正逐步以点带面开展光伏电站业务，未来公司光伏板块有望进一步做大做强，继续维持高速增长。
- **盈利能力稳健，研发投入有所增加。**2022年H1公司毛利率为 20.56%，同比-2.86pct，净利率为 11.41%，同比-0.52pct。单Q2公司毛利率为 17.72%，同比-3.53pct，净利率为 9.84%，同比+0.14pct。整体毛利率下滑我们认为主要源于公司业务结构较去年同期发生较大变化，毛利率较高的白电业务占比下滑至 52%，而毛利率相对较低的光伏业务占比大幅上升至 34%。分板块来看，上半年白电/电机/光伏业务毛利率分别同比+2.40/+19.83/+0.72pct，盈利能力持续向好，公司整体净利率则保持稳健。费用率方面，H1公司销售、管理、研发费用率分别为 0.90%、3.65%、3.92%，同比+0.22、-1.85、+1.29pct，单Q2公司销售、管理、研发费用率分别为 0.83%、3.41%、3.57%，同比+0.14、-3.48、+0.78pct。管理费用率下降主要因为上半年职工薪酬总额减少；研发投入则有所增加。
- **流动资金充足，存货与应收周转率环比改善。**1) 22H1 期末公司货币资金及其他流动资产合计 4.35 亿元，同比+55.37%，流动资金充足；22H1 期末存货为 2.79 亿元，同比+14.19%，主要是库存成品增加；H1 期末应收账款及票据合计 6.63 亿元，同比-0.16%；H1 期末应付账款及票据合计 4.76 亿元，同比+5.38%。2) 周转方面，公司 22H1 期末存货/应收账款周转天数同比分别+17.30/+15.19 天，环比 Q1 分别-14.88/-5.91 天。3) 现金流方面，公司 H1 经营性现金流净额为-0.31 亿元，同比-188.66%；Q2 单季度经营性现金流净额为-0.52 亿元，同比-190.4%。

经营性现金流净额下降主要因为上半年销售收入减少。

- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 22-24 年营业收入分别为 20.70/29.34/39.75 亿元，分别同比+51.2%/+41.8%/+35.5%；归母净利润 1.93/2.48/3.06 亿元，分别同比+33.8%/+29.0%/+23.3%，对应 PE 为 25.70/19.92/16.16 倍，给予“买入”评级。
- **风险因素：**原材料价格波动，白电下游市场需求不及预期，新冠疫情反复，新业务市场拓展不及预期，产能扩张进度不及预期等。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	927	1,369	2,070	2,934	3,975
增长率 YoY %	30.9%	47.6%	51.2%	41.8%	35.5%
归属母公司净利润 (百万元)	108	144	193	248	306
增长率 YoY%	-17.9%	33.4%	33.8%	29.0%	23.3%
毛利率%	26.1%	21.5%	18.3%	16.4%	15.0%
净资产收益率ROE%	10.4%	11.8%	13.9%	15.6%	16.7%
EPS(摊薄)(元)	0.35	0.47	0.63	0.81	1.00
市盈率 P/E(倍)	45.87	34.39	25.70	19.92	16.16
市净率 P/B(倍)	4.79	4.05	3.56	3.12	2.70

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 8 月 30 日收盘价

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	1,222	1,334	1,990	2,330	3,240	<b>营业总收入</b>	927	1,369	2,070	2,934	3,975
货币资金	198	285	425	572	815	营业成本	685	1,074	1,691	2,453	3,377
应收票据	255	243	447	466	705	营业税金及附加	5	7	10	15	20
应收账款	280	328	534	575	883	销售费用	9	10	10	12	16
预付账款	8	13	20	27	34	管理费用	59	63	72	94	123
存货	200	257	353	465	567	研发费用	37	49	75	95	120
其他	281	207	211	226	236	财务费用	12	15	16	17	18
<b>非流动资产</b>	443	566	627	694	753	减值损失合计	0	-2	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	6	7	10	15	20
固定资产	292	371	412	455	489	其他	0	8	17	23	32
无形资产	71	74	75	77	79	<b>营业利润</b>	126	163	222	286	353
其他	80	120	140	162	185	营业外收支	-2	3	0	0	0
<b>资产总计</b>	1,664	1,899	2,617	3,024	3,993	<b>利润总额</b>	125	166	222	286	353
<b>流动负债</b>	372	424	964	1,160	1,866	所得税	14	14	19	24	30
短期借款	0	0	0	0	0	<b>净利润</b>	110	151	203	261	322
应付票据	92	117	306	349	590	少数股东损益	2	8	10	13	16
应付账款	218	241	557	642	1,046	<b>归属母公司</b>	108	144	193	248	306
其他	62	66	101	168	230	EBITDA	169	211	274	342	407
<b>非流动负债</b>	245	230	230	230	230	EPS(当年)(元)	0.55	0.72	0.63	0.81	1.00
长期借款	0	0	0	0	0						
其他	245	230	230	230	230						
<b>负债合计</b>	617	654	1,194	1,390	2,097						
少数股东权益	13	24	34	47	63						
归属母公司股东权益	1,034	1,221	1,389	1,587	1,833						
<b>负债和股东权益</b>	1,664	1,899	2,617	3,024	3,993						

  

重要财务指标						现金流量表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	927	1,369	2,070	2,934	3,975	<b>经营活动现金流</b>	95	142	262	303	399
同比(%)	30.9%	47.6%	51.2%	41.8%	35.5%	净利润	110	151	203	261	322
归属母公司净利润	108	144	193	248	306	折旧摊销	38	41	47	53	57
同比	-17.9%	33.4%	33.8%	29.0%	23.3%	财务费用	20	19	0	0	0
毛利率(%)	26.1%	21.5%	18.3%	16.4%	15.0%	投资损失	-6	-7	-10	-15	-20
ROE%	10.4%	11.8%	13.9%	15.6%	16.7%	营运资金变动	-73	-65	23	3	40
EPS(摊薄)(元)	0.35	0.47	0.63	0.81	1.00	其它	7	3	0	0	0
P/E	45.87	34.39	25.70	19.92	16.16	<b>投资活动现金流</b>	-443	-50	-98	-105	-96
P/B	4.79	4.05	3.56	3.12	2.70	资本支出	-62	-131	-104	-115	-111
EV/EBITDA	17.62	23.17	17.16	13.36	10.61	长期投资	-191	-30	-4	-5	-5
						其他	-190	111	10	15	20
						<b>筹资活动现金流</b>	249	-30	-25	-50	-60
						吸收投资	0	0	15	0	0
						借款	275	0	0	0	0
						支付利息或股息	-25	-32	-40	-50	-60
						<b>现金流净增加额</b>	-100	60	139	147	243

## 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	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@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）；  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。