

Q2 毛利修复，静待消费复苏

2022 年 9 月 2 日

- **事件:** 2022H1 公司实现营业收入 47.10 亿元，同比-0.70%，实现归母净利润 3.46 亿元，同比-23.27%。Q2 公司实现营业收入 23.82 亿元，同比-4.76%，实现归母净利润 1.80 亿元，同比-33.60%。
- **疫情扰动公司收入承压，积极布局空气炸锅等热门品类。**分产品来看，上半年公司食品加工机/营养煲/西式电器/炊具/其他产品收入分别达到 15.11/16.40/11.35/2.78/0.91 亿元，分别同比 -9.96/-10.13/+32.85/+1.54/+30.98%，上半年公司抓住市场机遇，对空气炸锅品类积极进行产品和渠道布局，将空气炸锅产品调整至西式电器系列，所以西式小家电系列占比提升 6.07pct 达到 24.09%。分地区来看，上半年公司国内外收入分别达到 40.93/6.17 亿元，分别同比-0.26/-3.49%。
- **Q2 毛利改善，加大销售费用投入。**Q2 公司实现毛利率 30.86%，同比 +0.89pct，环比 Q1 (26.63%) 大幅改善，我们认为主要原因在于公司积极聚焦核心主流品类创新，调整产品结构。从费用率上来看，Q2 公司销售/管理/研发/财务费用率分别同比-2.48/+0.45/+0.46/-0.93pct，Q2 公司加大了销售费用投放，财务费用的减少我们认为主要原因在于汇率波动带来的汇兑收益，H1 公司汇兑收益 1033.46 万元，去年同期汇兑损失 611.02 万元。由于销售费用投入的增加，Q2 净利率下滑 2.93pct 至 7.42%。
- **经营性现金流净额改善，存货周转效率小幅下滑。**22H1 期末公司货币资金+交易性金融资产合计 20.21 亿元，较期初-18.51%；应收账款+应收票据合计 18.39 亿元，较期初-22.41%；期末存货合计 8.18 亿元，较期初-21.93%，主要原因在于上半年产品销售减少库存商品；22H1 期末应付票据+应付账款合计 27.95 亿元，同比-18.47%。2) 22H1 公司存货/应收账款/应付账款周转天数分别同比+2.92/+10.46/-16.02 天，存货/应收账款周转效率小幅下滑。3) Q2 公司经营活动产生的现金流量净额为-0.32 亿元，去年 Q2 为-1.52 亿元，现金流净额状况明显改善，主要因为购买商品、接受劳务支付的现金较去年同期有所减少。
- **盈利预测和投资评级:** 公司作为行业龙头具有品牌、渠道、供应链等多方面优势，且积极拓展清洁电器等新品类，调整渠道结构，承接 Ninja 订单转移，我们认为公司有望实现长期稳步增长。我们预计公司 22-24 年营业收入分别为 113.13/128.54/143.22 亿元，分别同比 7.3/+13.6/+11.4%；归母净利润 7.84/9.02/10.30 亿元，分别同比 +5.2/+14.9/+14.3%，对应 PE 为 15.59/13.56/11.86 倍。维持“买入”评级。
- **风险因素:** 国内外疫情反复、原材料价格大幅上涨、行业竞争加剧，新品开拓不及预期等。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	11,224	10,540	11,313	12,854	14,322
增长率 YoY %	20.0%	-6.1%	7.3%	13.6%	11.4%
归属母公司净利润 (百万元)	940	746	784	902	1,030
增长率 YoY%	14.1%	-20.7%	5.2%	14.9%	14.3%
毛利率%	32.1%	27.8%	28.0%	29.0%	29.7%
净资产收益率ROE%	21.9%	17.5%	18.3%	20.4%	22.0%
EPS(摊薄)(元)	1.23	0.97	1.02	1.18	1.34
市盈率 P/E(倍)	26.05	23.92	15.59	13.56	11.86
市净率 P/B(倍)	5.74	4.17	2.86	2.76	2.61

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 9 月 1 日收盘价



资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	7,300	6,522	7,040	7,732	8,533
货币资金	1,961	1,987	2,205	2,371	2,633
应收票据	1,895	1,780	1,841	2,131	2,367
应收账款	212	590	430	524	607
预付账款	16	21	21	23	26
存货	945	1,048	1,130	1,240	1,381
其他	2,269	1,097	1,414	1,442	1,519
非流动资产	1,835	1,994	1,809	1,661	1,514
长期股权投资	183	181	181	181	181
固定资产(合计)	646	577	597	580	575
无形资产	125	123	98	73	33
其他	881	1,113	933	827	725
资产总计	9,135	8,516	8,849	9,393	10,047
流动负债	4,800	4,179	4,507	4,948	5,387
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	1,228	1,349	1,354	1,542	1,706
应付账款	2,445	2,079	1,338	1,875	1,930
其他	1,127	750	1,815	1,531	1,751
非流动负债	53	96	116	116	116
长期借款	0	0	0	0	0
其他	53	96	116	116	116
负债合计	4,852	4,275	4,623	5,064	5,503
少数股东权益	-1	-22	-55	-96	-144
归属母公司股东权益	4,284	4,264	4,281	4,425	4,688
负债和股东权益	9,135	8,516	8,849	9,393	10,047

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	11,224	10,540	11,313	12,854	14,322
同比(%)	20.0%	-6.1%	7.3%	13.6%	11.4%
归属母公司净利润	940	746	784	902	1,030
同比(%)	14.1%	-20.7%	5.2%	14.9%	14.3%
毛利率(%)	32.1%	27.8%	28.0%	29.0%	29.7%
ROE%	21.9%	17.5%	18.3%	20.4%	22.0%
EPS(摊薄)(元)	1.23	0.97	1.02	1.18	1.34
P/E	26.05	23.92	15.59	13.56	11.86
P/B	5.74	4.17	2.86	2.76	2.61
EV/EBITDA	21.97	19.95	11.23	9.83	8.25

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	11,224	10,540	11,313	12,854	14,322
营业成本	7,626	7,612	8,142	9,123	10,066
营业税金及附加	59	43	57	64	72
销售费用	1,868	1,580	1,606	1,902	2,148
管理费用	398	351	373	437	501
研发费用	346	357	396	476	530
财务费用	1	-17	-38	-42	-45
减值损失合计	-1	-2	0	0	0
投资净收益	62	50	40	39	43
其他	80	111	46	53	30
营业利润	1,066	774	863	985	1,124
营业外收支	-4	17	-3	-3	-4
利润总额	1,063	790	860	982	1,120
所得税	147	89	108	121	137
净利润	916	701	751	861	982
少数股东损益	-24	-44	-33	-41	-48
归属母公司净利润	940	746	784	902	1,030
EBITDA	1,030	795	899	1,010	1,172
EPS(当年)(元)	1.23	0.97	1.02	1.18	1.34

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2,009	-35	904	899	1,011
净利润	916	701	751	861	982
折旧摊销	90	120	160	158	167
财务费用	13	11	2	2	2
投资损失	-75	-51	-40	-39	-43
营运资金变动	1,037	-793	29	-85	-100
其它	29	-22	2	2	3
投资活动现金流	-660	789	63	27	20
资本支出	45	42	23	-12	-23
长期投资	20	-12	0	0	0
其他	-724	759	40	39	43
筹资活动现金流	-780	-788	-749	-759	-769
吸收投资	25	25	-42	0	0
借款	0	0	0	0	0
支付利息或股息	-445	-768	-769	-759	-769
现金流净增加额	553	-38	218	166	262

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）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：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。