

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

## Q3 业绩承压，光伏新能源业务加速发展

2022年10月25日

**事件:** 2022年10月24日,星帅尔发布三季报,2022年前三季度公司预计实现营业收入12.51亿元,同比+18.15%;预计实现归母净利润1.08亿元,同比-19.37%。2022年Q3公司预计实现营业收入5.64亿元,同比+73.68%;预计实现归母净利润0.32亿元,同比-35.74%。

- **白电业务短期承压,光伏新能源业务持续放量。**传统业务方面,公司白色家电业务受原材料涨价、疫情、物流运输等影响,下半年经营压力有所增加。参考下游冰箱冷柜合计7月、8月销售量分别-9.7%、-12.8%。新能源板块方面,公司光伏组件业务订单饱满,目前富乐新能源产能已达1.5GW/年,公司预计明年年底建成2GW高发电量太阳能光伏组件项目并投产,并计划在不久的将来尽快实现5GW/年的产能,以满足下游需求。此外,公司正在积极接洽并开拓太阳能电池片、光伏电站建设、光伏电站运营运维等清洁能源相关业务,以及不久前子公司浙特电机拿到比亚迪供应链公司采购定点,正式进入比亚迪供应链体系。我们预计光伏、新能源车电机等业务将加速放量,有望持续为公司营收高增做出贡献。
- **业务结构变化较大,盈利能力下行。**2022年前三季度公司毛利率为16.68%,同比-7.01pct,净利率为8.88%,同比-4.20pct。单Q3公司毛利率为11.95%,同比-12.34pct,净利率为5.78%,同比-9.90pct。整体盈利能力下滑我们认为主要归因于公司业务结构较去年同期发生较大改变,毛利率较低的光伏业务占比大幅上升;以及Q3信用减值损失为345万元,较去年同期增加较多。费用率方面,前三季度公司销售、管理、研发费用率分别为0.96%、3.20%、3.94%,同比+0.28、-1.40、+0.82pct,单Q3公司销售、管理、研发费用率分别为1.03%、2.64%、3.96%,同比+0.37、+0.10、-0.25pct。
- **存货周转率提升,经营性现金流净额下滑。**1) 22年三季度末公司货币资金及其他流动资产合计4.00亿元,同比+62.29%,流动资金充足;存货为3.33亿元,同比+22.93%;应收账款及票据合计7.76亿元,同比+27.00%;应付账款及票据合计8.01亿元,同比+155.82%。2) 周转方面,公司三季度末存货/应收账款周转天数同比分别-2.24/+14.29天,环比上半年末分别-12.05/-6.00天。3) 现金流方面,公司前三季度经营性现金流净额为-0.30亿元,同比-164.27%;Q3单季度经营性现金流净额为169万元,同比-84.29%。
- **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18.13/27.73/39.27亿元,分别同比+32.5%/+52.9%/+41.6%;归母净利润1.40/1.83/2.34亿元,分别同比-2.5%/+30.3%/+28.2%,对应PE为29.01/22.26/17.36倍。
- **风险因素:** 原材料价格波动,汇率波动,下游市场需求不及预期,新冠

疫情反复，渠道开拓不及预期等。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	927	1,369	1,813	2,773	3,927
增长率 YoY %	30.9%	47.6%	32.5%	52.9%	41.6%
归属母公司净利润 (百万元)	108	144	140	183	234
增长率 YoY%	-17.9%	33.4%	-2.5%	30.3%	28.2%
毛利率%	26.1%	21.5%	16.0%	14.4%	13.3%
净资产收益率ROE%	10.4%	11.8%	10.6%	12.5%	14.3%
EPS(摊薄)(元)	0.35	0.47	0.46	0.60	0.76
市盈率 P/E(倍)	37.71	28.27	29.01	22.26	17.36
市净率 P/B(倍)	3.93	3.33	3.06	2.78	2.48

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2022年10月24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>	1,222	1,334	1,790	2,242	2,980
货币资金	198	285	484	370	695
应收票据	255	243	362	501	655
应收账款	280	328	427	621	820
预付账款	8	13	18	26	34
存货	200	257	292	499	542
其他	281	207	207	225	235
<b>非流动资产</b>	443	566	631	706	772
长期股权	0	0	0	0	0
固定资产	292	371	413	458	496
无形资产	71	74	75	77	79
其他	80	120	143	170	197
<b>资产总计</b>	1,664	1,899	2,421	2,948	3,752
<b>流动负债</b>	372	424	832	1,215	1,827
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	92	117	264	369	576
应付账款	218	241	477	683	1,020
其他	62	66	91	162	231
<b>非流动负债</b>	245	230	230	230	230
长期借款	0	0	0	0	0
其他	245	230	230	230	230
<b>负债合计</b>	617	654	1,062	1,445	2,058
少数股东权益	13	24	31	41	53
归属母公司股东权益	1,034	1,221	1,328	1,462	1,641
<b>负债和股东权益</b>	1,664	1,899	2,421	2,948	3,752

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	927	1,369	1,813	2,773	3,927
同比 (%)	30.9%	47.6%	32.5%	52.9%	41.6%
归属母公司净利润	108	144	140	183	234
同比	-17.9%	33.4%	-2.5%	30.3%	28.2%
毛利率 (%)	26.1%	21.5%	16.0%	14.4%	13.3%
ROE%	10.4%	11.8%	10.6%	12.5%	14.3%
EPS (摊薄)(元)	0.35	0.47	0.46	0.60	0.76
P/E	37.71	28.27	29.01	22.26	17.36
P/B	3.93	3.33	3.06	2.78	2.48
EV/EBITDA	15.73	12.38	19.78	15.45	11.40

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业总收入</b>	927	1,369	1,813	2,773	3,927
营业成本	685	1,074	1,522	2,374	3,405
营业税金及附加	5	7	9	14	20
销售费用	9	10	18	25	33
管理费用	59	63	67	89	122
研发费用	37	49	67	96	124
财务费用	12	15	-9	1	5
减值损失合计	0	-2	0	0	0
投资净收益	6	7	9	14	20
其他	0	8	15	22	31
<b>营业利润</b>	126	163	161	210	270
营业外收支	-2	3	0	0	0
<b>利润总额</b>	125	166	161	210	270
所得税	14	14	14	18	23
<b>净利润</b>	110	151	148	192	247
少数股东损益	2	8	7	10	12
<b>归属母公司净利润</b>	108	144	140	183	234
EBITDA	169	211	191	251	312
EPS (当年)(元)	0.55	0.72	0.46	0.60	0.76

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>	95	142	327	50	488
净利润	110	151	148	192	247
折旧摊销	38	41	47	53	57
财务费用	20	19	-9	1	5
投资损失	-6	-7	-9	-14	-20
营运资金变动	-73	-65	150	-183	199
其它	7	3	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-443	-50	-103	-114	-104
资本支出	-62	-131	-108	-123	-119
长期投资	-191	-30	-4	-5	-5
其他	-190	111	9	14	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	199	-114	324



## 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	秘侨	18513322185	miqiao@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
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@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。