

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

尹圣迪 家电行业研究助理  
 联系电话：18800112133  
 邮箱：yinshengdi@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 收入加速增长，毛利率小幅改善

2022 年 10 月 27 日

- **事件：**Q3 公司实现营业收入 54.39 亿元，同比+34.44%，实现归母净利润 6.24 亿元，同比+33.06%；实现扣非后归母净利润 7.22 亿元，同比+61.66%。前三季度公司实现营业收入 155.99 亿元，同比+33.10%，实现归母净利润 16.28 亿元，同比+25.86%；实现扣非后归母净利润 17.52 亿元，同比+50.21%。
- **收入增速加快，制冷+汽零业务双线稳定发展。**Q3 公司收入增速环比 Q2 (+25.56%) 进一步提速，制冷空调控制元器件业务+新能源车热管理业务保障公司稳步增长。根据产业在线数据，2022 年我国纯电新能源汽车热管理系统规模预计将达到 354 亿，同比增长 80.6%，公司作为头部企业，有望持续受益于新能源汽车高速发展并扩大竞争优势。此外，公司于今年 3 月成立了三花新能源热管理科技有限公司，面向全球开展储能热管理业务，目前已拥有成熟的技术应用方案，未来有望成为公司制冷、汽零业务以外的另一大增长支撑点。
- **毛利水平改善，汇兑收益减少财务费用。**Q3 公司销售毛利率 26.89%，若考虑会计口径变更，Q3 公司毛利率实际同比+2.18pct。从费用率来看，Q3 公司销售（考虑会计口径变更）/管理/研发/财务费用率分别同比+0.13/+0.35/+0.57/-1.88pct，公司财务费用下降明显的主要原因为汇兑收益，销售、管理、研发费用率小幅上升，因此 Q3 公司归母净利润率小幅下滑 0.12pct 至 11.48%。
- **周转效率下降，货币资金增加。**1) 2022Q3 期末货币资金+交易性金融资产合计 55.44 亿元，较期初-18.67%；应收票据及应收账款合计 76.78 亿元，较期初+35.65%，主要系营业收入上涨导致应收账款增加；Q3 期末存货合计 40.24 亿元，较期初+10.62%。Q3 期末合同负债合计 1.11 亿元，同比+38.86%，主要因为公司预收货款增加所致，体现出公司未来收入增长的潜力。2) Q3 公司经营活动产生的现金流净额为 2.96 亿元，较去年同期-11.86%，主要因为 Q3 公司购买商品、接受劳务支付的现金增加所致。
- **盈利预测：**我们看好公司制冷板块稳健增长，汽零板块随着新能源车放量和公司产品结构升级实现营收利润双增。我们预计公司 22-24 年营业收入为 208.1/257.2/317.9 亿元，同比+29.9/23.6/23.6%，预计 22-24 年公司归母净利润分别为 23.0/28.9/35.7 亿元，分别同比变化 +36.4/25.9/23.4%，对应 PE34.6/27.5/22.3 倍。
- **风险因素：**疫情影响工厂开工、新能源汽车销售不及预期、新品推出不及预期、原材料成本价格维持高位，海外市场开拓不及预期

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	12,110	16,021	20,810	25,724	31,789
增长率 YoY %	7.3%	32.3%	29.9%	23.6%	23.6%
归属母公司净利润 (百万元)	1,462	1,684	2,297	2,892	3,568
增长率 YoY%	2.9%	15.2%	36.4%	25.9%	23.4%
毛利率%	27.8%	25.7%	25.2%	26.1%	26.5%
净资产收益率ROE%	14.5%	15.1%	18.2%	19.8%	20.6%
EPS(摊薄)(元)	0.41	0.47	0.63	0.79	0.97
市盈率 P/E(倍)	60.12	53.83	34.59	27.47	22.27
市净率 P/B(倍)	8.80	8.15	6.29	5.43	4.60

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2022 年 10 月 27 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>	11,584	16,571	17,619	19,260	21,872	
货币资金	3,490	6,708	5,936	5,588	4,917	
应收票据	2,324	2,144	2,166	2,467	3,048	
应收账款	2,356	3,516	4,846	5,286	6,822	
预付账款	69	94	123	150	185	
存货	2,308	3,638	4,049	5,231	6,320	
其他	1,038	471	499	538	580	
<b>非流动资产</b>	5,448	7,049	8,522	9,873	11,171	
长期股权投资	15	23	28	34	40	
固定资产(合)	3,839	4,233	4,951	5,693	6,439	
无形资产	508	696	816	959	1,094	
其他	1,086	2,097	2,727	3,187	3,598	
<b>资产总计</b>	17,033	23,620	26,141	29,132	33,043	
<b>流动负债</b>	4,728	8,351	8,371	9,337	10,540	
短期借款	383	738	1,038	1,138	1,238	
应付票据	1,239	1,892	2,382	2,602	2,882	
应付账款	2,280	3,215	3,196	3,643	4,163	
其他	826	2,507	1,754	1,953	2,256	
<b>非流动负债</b>	2,152	4,016	5,016	5,016	5,016	
长期借款	1,708	801	1,801	1,801	1,801	
其他	444	3,215	3,215	3,215	3,215	
<b>负债合计</b>	6,880	12,367	13,387	14,354	15,556	
少数股东权益	88	102	127	160	199	
归属母公司股东权益	10,065	11,150	12,627	14,619	17,287	
<b>负债和股东权益</b>	17,033	23,620	26,141	29,132	33,043	

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	12,110	16,021	20,810	25,724	31,789	
同比(%)	7.3%	32.3%	29.9%	23.6%	23.6%	
归属母公司净利润	1,462	1,684	2,297	2,892	3,568	
同比(%)	2.9%	15.2%	36.4%	25.9%	23.4%	
毛利率(%)	27.8%	25.7%	25.2%	26.1%	26.5%	
ROE%	14.5%	15.1%	18.2%	19.8%	20.6%	
EPS(摊薄)(元)	0.41	0.47	0.63	0.79	0.97	
P/E	60.12	53.83	34.59	27.47	22.27	
P/B	8.80	8.15	6.29	5.43	4.60	
EV/EBITDA	40.88	36.10	27.84	21.69	17.91	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>营业总收入</b>	12,110	16,021	20,810	25,724	31,789	
营业成本	8,738	11,907	15,556	18,998	23,379	
营业税金及附加	78	84	117	141	176	
销售费用	365	449	583	772	1,017	
管理费用	764	876	1,196	1,441	1,780	
研发费用	518	751	999	1,248	1,558	
财务费用	129	84	-116	-26	-14	
减值损失合计	-59	-93	-5	-6	-6	
<b>投资净收益</b>	89	142	104	116	111	
其他	154	69	110	123	174	
<b>营业利润</b>	1,702	1,987	2,684	3,384	4,173	
营业外收支	-10	-10	0	0	0	
<b>利润总额</b>	1,692	1,977	2,684	3,384	4,173	
所得税	219	272	362	459	565	
<b>净利润</b>	1,473	1,705	2,322	2,925	3,608	
少数股东损益	11	21	25	33	40	
<b>归属母公司净利润</b>	1,462	1,684	2,297	2,892	3,568	
EBITDA	2,135	2,501	2,869	3,703	4,527	
EPS(当年)(元)	0.41	0.47	0.63	0.79	0.97	

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>	2,087	1,556	1,806	2,397	2,097	
净利润	1,473	1,705	2,322	2,925	3,608	
折旧摊销	425	533	510	577	647	
财务费用	86	77	109	125	128	
投资损失	-93	-143	-104	-116	-111	
营运资金变动	80	-805	-1,037	-1,121	-2,182	
其它	117	189	6	7	7	
<b>投资活动现金流</b>	-795	-5,050	-1,885	-1,819	-1,841	
资本支出	-1,131	-1,927	-1,976	-1,924	-1,942	
长期投资	-1	-30	-13	-11	-11	
其他	336	-3,092	104	116	111	
<b>筹资活动现金流</b>	-396	2,823	-693	-925	-928	
吸收投资	119	3	4	0	0	
借款	2,020	4,375	1,300	100	100	
支付利息或股息	-843	-983	-1,007	-1,025	-1,028	
<b>现金流净增加额</b>	846	-710	-772	-347	-672	

## 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。

尹圣迪，家电行业研究助理。伦敦大学学院区域经济学硕士，布达佩斯考文纽斯大学经济学双硕士，对外经济贸易大学金融学学士，西班牙语双学位。2022年加入信达证券，从事家用电器行业研究，主要覆盖白电、小家电、零部件板块。

尤子吟，团队成员。伦敦大学学院金融学硕士，经济学与商业学学士。于2022年加入信达证券，从事家用电器行业研究，主要覆盖清洁电器、厨电板块。

## 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。