

证券研究报告

公司研究

点评报告

万和电气(002543.SZ)

投资评级

上次评级

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 收入承压，热泵业务顺利推进

2022 年 10 月 30 日

事件: 2022 年 10 月 28 日，万和电气发布三季报，2022 年前三季度公司实现营业收入 50.76 亿元，同比-9.71%；实现归母净利润 5.45 亿元，同比+3.70%；实现扣非后归母净利润 5.50 亿元，同比+59.66%。2022 年 Q3 公司实现营业收入 12.47 亿元，同比-25.88%；实现归母净利润 1.21 亿元，同比+58.69%；实现扣非后归母净利润 1.15 亿元，同比+87.37%。

- **主业内外销双承压，热泵业务进展顺利。**内销方面，参考奥维数据，Q3 燃气热水器、电热水器、油烟机、燃气灶行业全渠道销额分别同比-17/-23/-22/-20%，我们预计公司主业热水类、厨电类业务 Q3 内销收入同比下滑约 15-20%。外销方面，参考海关出口数据，Q3 我国向美国出口电炉、烧烤炉金额同比下降约 35%，因此我们预计 Q3 公司外销收入下滑约 30~40%。热泵业务方面，我们预计 Q3 有望延续上半年快速增长表现。公司热泵两联供、三联供产品大概率在今年底完成出口欧洲认证，我们预计明年起公司热泵业务有望放量。
- **盈利能力提升，汇兑收益环比缩窄。**2022 年前三季度公司毛利率为 26.67%，同比+3.14pct，净利率为 10.73%，同比+1.41pct。单 Q3 公司毛利率为 29.00%，同比+3.81pct，净利率为 9.69%，同比+5.17pct。Q3 在主业收入下滑的情况下，盈利能力显著提升，我们认为主要得益于：1) 原材料价格同比下降；2) 汇兑收益贡献，单 Q3 汇兑收益约为 2802 万元；3) 出口销售额减少，毛利率较高的内销业务占比或有所提升。其中汇兑收益环比 Q2 有所收窄，我们预计主要由于公司办理了部分远期锁汇。费用率方面，前三季度公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 10.05%、2.21%、3.46%、-2.18%，同比+0.94、-0.15、+0.27、-2.70pct，单 Q3 公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 12.70%、3.27%、4.39%、-2.21%，同比+0.33、-0.12、+0.59、-2.44pct，销售费用投放比例小幅提升。
- **优化资源配置，提高库存周转。**1) 22 年三季度末公司货币资金及其他流动资产合计 16.19 亿元，同比-9.31%；存货为 9.76 亿元，同比-22.58%，公司通过优化资源配置，提高存货周转速度，减少库存积压；应收账款及票据合计 5.43 亿元，同比-36.06%；合同负债+其他流动负债合计 6.33 亿元，同比-8.87%。2) 现金流方面，公司前三季度经营性现金流净额为 6.97 亿元，同比+122.03%；Q3 单季度经营性现金流净额为 2.75 亿元，转负为正。
- **盈利预测：**我们预计公司 22-24 年营业收入分别为 66.42/72.94/79.30 亿元，分别同比-11.8%/+9.8%/+8.7%；归母净利润 7.03/7.80/8.63 亿元，分别同比+96.2%/+11.0%/+10.6%，对应 PE 为 9.98/8.99/8.13 倍。
- **风险因素：**国内疫情反复、地产市场景气度低迷、原材料价格波动、汇率波动、出口销售不及预期、产品开拓不及预期等。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	6,270	7,527	6,642	7,294	7,930
增长率 YoY %	0.8%	20.1%	-11.8%	9.8%	8.7%
归属母公司净利润 (百万元)	611	358	703	780	863
增长率 YoY%	2.2%	-41.4%	96.2%	11.0%	10.6%
毛利率%	28.8%	23.5%	27.8%	28.8%	29.5%
净资产收益率ROE%	15.0%	8.9%	15.7%	14.9%	14.1%
EPS(摊薄)(元)	0.82	0.48	0.95	1.05	1.16
市盈率 P/E(倍)	11.47	19.57	9.98	8.99	8.13
市净率 P/B(倍)	1.73	1.75	1.57	1.34	1.15

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 10 月 28 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	4,091	4,633	4,605	6,500	7,078	
货币资金	1,155	1,821	2,467	3,373	4,499	
应收票据	267	0	0	0	0	
应收账款	877	871	747	1,002	909	
预付账款	49	58	50	53	58	
存货	1,298	1,516	975	1,668	1,197	
其他	445	368	367	404	415	
非流动资产	3,714	3,494	3,497	3,508	3,520	
长期股权	166	94	94	94	94	
固定资产	1,040	955	964	977	993	
无形资产	306	299	292	285	278	
其他	2,202	2,147	2,147	2,152	2,155	
资产总计	7,805	8,128	8,102	10,008	10,598	
流动负债	3,609	3,830	3,346	4,470	4,196	
短期借款	358	711	885	1,118	1,332	
应付票据	599	676	397	760	487	
应付账款	1,356	1,362	1,018	1,516	1,228	
其他	1,296	1,081	1,046	1,075	1,149	
非流动负债	126	287	287	287	287	
长期借款	3	186	186	186	186	
其他	123	100	100	100	100	
负债合计	3,734	4,117	3,633	4,757	4,483	
少数股东权益	6	2	3	5	7	
归属母公司股东权	4,065	4,009	4,466	5,246	6,109	
负债和股东权益	7,805	8,128	8,102	10,008	10,598	

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	6,270	7,527	6,642	7,294	7,930	
同比 (%)	0.8%	20.1%	-11.8%	9.8%	8.7%	
归属母公司净利润	611	358	703	780	863	
同比	2.2%	-41.4%	96.2%	11.0%	10.6%	
毛利率 (%)	28.8%	23.5%	27.8%	28.8%	29.5%	
ROE%	15.0%	8.9%	15.7%	14.9%	14.1%	
EPS (摊薄)(元)	0.82	0.48	0.95	1.05	1.16	
P/E	11.47	19.57	9.98	8.99	8.13	
P/B	1.73	1.75	1.57	1.34	1.15	
EV/EBITD A	7.67	7.23	6.52	4.86	3.69	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	6,270	7,527	6,642	7,294	7,930	
营业成本	4,463	5,756	4,798	5,192	5,591	
营业税金及附加	41	43	39	43	47	
销售费用	797	630	626	689	764	
管理费用	168	208	199	219	254	
研发费用	237	286	252	277	317	
财务费用	57	37	-76	4	-15	
减值损失合计	-62	-116	-2	-3	-3	
投资净收益	32	16	13	15	16	
其他	255	-43	21	24	17	
营业利润	733	425	835	907	1,002	
营业外收支	-20	-10	-15	2	4	
利润总额	713	415	820	910	1,006	
所得税	101	59	116	128	142	
净利润	612	357	704	782	864	
少数股东损益	1	-1	1	2	2	
归属母公司净利润	611	358	703	780	863	
EBITDA	706	651	861	1,017	1,092	
EPS (当年)(元)	0.82	0.48	0.95	1.05	1.16	

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	1,207	410	886	846	1,099	
净利润	612	357	704	782	864	
折旧摊销	180	158	114	119	119	
财务费用	23	46	48	60	73	
投资损失	-32	-16	-13	-15	-16	
营运资金变动	512	-253	16	-99	61	
其它	-88	119	17	0	-2	
投资活动现金流	-248	-123	-120	-114	-113	
资本支出	-64	-95	-103	-94	-96	
长期投资	-246	160	-30	-34	-33	
其他	61	-188	13	15	16	
筹资活动现金流	-573	-194	-120	173	140	
吸收投资	2	0	0	0	0	
借款	532	923	173	233	213	
支付利息或股息	-267	-262	-293	-60	-73	
现金流净增加额	377	66	646	906	1,126	

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	孙瑾	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都不曾与，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。