



## 光伏业务快速放量，驱动业绩实现高增

### 核心观点：

- 事件：**公司发布 2023 年半年度报告，2023H1 公司实现营业收入 15.54 亿元，同比增长 126.23%；归母净利润达 1.16 亿元，同比增长 50.78%；扣非归母净利润达 1.10 亿元，同比增长 60.66%。分季度来看，2023Q2 公司实现营业收入 9.79 亿元，同比增长 145.60%；归母净利润达 7,067.11 万元，同比增长 80.68%；扣非归母净利润达 6,741.55 万元，同比增长 106.56%。
- 光伏业务高增，释放收入增长弹性。**2023H1 公司光伏业务实现营业收入 11.07 亿元，同比增长 375.86%，受益于光伏行业的蓬勃发展，公司下游客户需求旺盛，光伏组件订单持续增长，公司合理增投生产线，扩大产能，推动光伏业务收入持续增长。电机业务实现收入 7626.21 万元，同比增长 3.38%。白电业务基本盘稳健，上半年实现营业收入 3.56 亿元，与去年同期基本持平。
- 转型推进导致收入结构变动，毛利率中枢下移。**2023H1 公司毛利率 15.53%，同比下降 5.03pct，主要由于公司收购富乐新能源切入竞争激烈的光伏赛道后，毛利率水平偏低的光伏业务在公司收入中占比快速提升，导致公司毛利率中枢下移。分业务来看，2023H1 白色家电业务的毛利率达到 30.52%，同比上升 0.83pct；光伏业务毛利率 11.14%，同比上升 3.23pct，规模效应逐步显现；电机业务毛利率 8.38%，同比减少 12.22pct，主要系成本抬升导致。费用端来看，2023Q2 销售/管理/财务/研发费率为 0.44%/1.49%/-0.30%/3.42%，同比分别变动-0.38/-1.92/+0.45/-0.15pct，提质降费效果较为稳健。
- 多元化布局新能源赛道，打开未来成长空间。**光伏业务方面，公司通过向不特定对象发行可转换债券的方式投资建设“年产 2GW 高效太阳能光伏组件建设项目”，预计 9 月完成基建工作，今年年底前逐步投产，未来计划逐步实现 5GW/年的产能。电机业务方面，子公司浙特电机与比亚迪供应链管理有限公司签署《生产性物料采购通则》，正式进入比亚迪供应链体系，有望带动公司电机技术水平和应用空间的提升。此外，富乐新能源与长风智能签署了《储能业务战略合作协议》，跨入储能新赛道。公司未来将强力打造“以家电板块为基础、以新能源板块为先导”的一体两翼发展模式，绘制新的成长曲线。
- 投资建议：**公司积极布局新能源赛道，光伏、新能源车、储能等相关业务蓬勃发展，为业绩增长提供新动能。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 1.93/2.46/3.07 亿元，EPS 分别为 0.63/0.80/1.00 元，对应 PE 分别为 20/16/13 倍，维持“推荐”评级。
- 风险提示：**产品销售不及预期的风险；产能建设及投放不及预期的风险；市场竞争加剧的风险；原材料价格波动风险。

星帅尔(002860.SZ)

推荐(维持)

杨策

电：010-80927615

邮：yangce\_yj@chinastock.com.cn

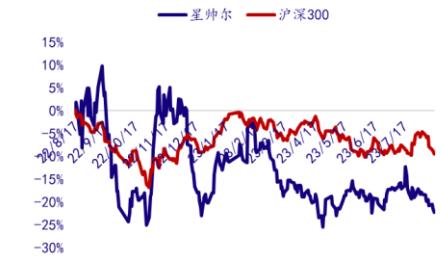
分析师登记编码：S0130520050005

### 市场数据

2023-08-17

|               |           |
|---------------|-----------|
| A 股收盘价(元)     | 12.79     |
| 股票代码          | 002860.SZ |
| A 股一年内最高价(元)  | 18.27     |
| A 股一年内最低价(元)  | 11.92     |
| 上证指数          | 3,163.74  |
| 市盈率 TTM       | 24.82     |
| 总股本 (万股)      | 30,673    |
| 实际流通 A 股 (万股) | 22,813    |
| 流通 A 股市值(亿元)  | 29.18     |

### 相对沪深 300 表现图



资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

### 主要财务指标

|             | 2022A   | 2023E   | 2024E   | 2025E   |
|-------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)   | 1949.29 | 3620.54 | 5066.08 | 7216.05 |
| 收入增长率 (%)   | 42.43   | 85.74   | 39.93   | 42.44   |
| 归母净利润 (百万元) | 119.11  | 192.91  | 245.74  | 306.71  |
| 利润增速 (%)    | -17.21  | 61.96   | 27.39   | 24.81   |
| 摊薄 EPS(元)   | 0.39    | 0.63    | 0.80    | 1.00    |
| PE          | 32.94   | 20.34   | 15.96   | 12.79   |

数据来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 公司财务预测表

| 资产负债表 (百万元)       | 2022A        | 2023E        | 2024E        | 2025E        | 利润表 (百万元)     | 2022A        | 2023E        | 2024E        | 2025E        |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 流动资产              | 1840.99      | 2544.28      | 3323.07      | 4822.07      | 营业收入          | 1949.29      | 3620.54      | 5066.08      | 7216.05      |
| 现金                | 517.07       | 95.21        | 30.47        | 189.83       | 营业成本          | 1658.06      | 3186.86      | 4511.83      | 6485.60      |
| 应收账款              | 619.96       | 1151.56      | 1538.97      | 2191.90      | 营业税金及附加       | 7.22         | 14.48        | 20.26        | 28.86        |
| 其它应收款             | 3.39         | 10.06        | 14.07        | 20.04        | 营业费用          | 25.50        | 32.58        | 35.46        | 50.51        |
| 预付账款              | 12.97        | 31.87        | 45.12        | 64.86        | 管理费用          | 68.47        | 86.89        | 101.32       | 144.32       |
| 存货                | 383.54       | 742.60       | 1050.76      | 1510.31      | 财务费用          | -2.52        | 1.02         | 8.90         | 2.95         |
| 其他                | 304.06       | 512.98       | 643.68       | 845.13       | 资产减值损失        | -2.42        | -1.30        | -1.20        | -1.20        |
| 非流动资产             | 647.19       | 1527.41      | 1612.03      | 1682.13      | 公允价值变动收益      | 0.03         | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| 长期投资              | 0.00         | 798.00       | 808.00       | 818.00       | 投资净收益         | 3.80         | 18.10        | 25.33        | 36.08        |
| 固定资产              | 433.48       | 491.18       | 542.49       | 587.90       | 营业利润          | 130.82       | 209.13       | 266.57       | 332.64       |
| 无形资产              | 109.02       | 136.02       | 162.52       | 179.52       | 营业外收入         | 0.54         | 1.20         | 1.00         | 0.80         |
| 其他                | 104.70       | 102.21       | 99.02        | 96.71        | 营业外支出         | 0.99         | 0.99         | 0.90         | 0.60         |
| 资产总计              | 2488.18      | 4071.69      | 4935.10      | 6504.19      | 利润总额          | 130.38       | 209.34       | 266.67       | 332.84       |
| 流动负债              | 1023.74      | 2029.23      | 2870.30      | 4123.19      | 所得税           | 7.06         | 10.47        | 13.33        | 16.64        |
| 短期借款              | 2.30         | 2.30         | 2.30         | 2.30         | 净利润           | 123.32       | 198.88       | 253.34       | 316.20       |
| 应付账款              | 341.77       | 708.19       | 1002.63      | 1441.24      | 少数股东损益        | 4.21         | 5.97         | 7.60         | 9.49         |
| 其他                | 679.68       | 1318.74      | 1865.38      | 2679.65      | 归属母公司净利润      | 119.11       | 192.91       | 245.74       | 306.71       |
| 非流动负债             | 47.76        | 334.38       | 103.38       | 103.38       | EBITDA        | 172.52       | 260.00       | 330.76       | 395.49       |
| 长期借款              | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         | EPS (元)       | 0.39         | 0.63         | 0.80         | 1.00         |
| 其他                | 47.76        | 334.38       | 103.38       | 103.38       |               |              |              |              |              |
| 负债合计              | 1071.50      | 2363.61      | 2973.69      | 4226.58      | <b>主要财务比率</b> | <b>2022A</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> |
| 少数股东权益            | 40.36        | 46.33        | 53.93        | 63.41        | 营业收入          | 42.43%       | 85.74%       | 39.93%       | 42.44%       |
| 归属母公司股东权益         | 1376.32      | 1661.75      | 1907.49      | 2214.20      | 营业利润          | -19.71%      | 59.86%       | 27.47%       | 24.78%       |
| 负债和股东权益           | 2488.18      | 4071.69      | 4935.10      | 6504.19      | 归属母公司净利润      | -17.21%      | 61.96%       | 27.39%       | 24.81%       |
|                   |              |              |              |              | 毛利率           | 14.94%       | 11.98%       | 10.94%       | 10.12%       |
| <b>现金流量表(百万元)</b> | <b>2022A</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> | 净利率           | 6.11%        | 5.33%        | 4.85%        | 4.25%        |
| 经营活动现金流           | 147.95       | 118.99       | 291.17       | 256.48       | ROE           | 8.65%        | 11.61%       | 12.88%       | 13.85%       |
| 净利润               | 123.32       | 198.88       | 253.34       | 316.20       | ROIC          | 8.26%        | 10.00%       | 12.95%       | 13.65%       |
| 折旧摊销              | 48.04        | 49.64        | 55.18        | 59.71        | 资产负债率         | 43.06%       | 58.05%       | 60.26%       | 64.98%       |
| 财务费用              | 1.32         | 8.77         | 10.33        | 3.40         | 净负债比率         | 75.63%       | 138.38%      | 151.61%      | 185.57%      |
| 投资损失              | -3.80        | -18.10       | -25.33       | -36.08       | 流动比率          | 1.80         | 1.25         | 1.16         | 1.17         |
| 营运资金变动            | -32.45       | -125.74      | -7.46        | -91.75       | 速动比率          | 1.39         | 0.86         | 0.77         | 0.79         |
| 其它                | 11.52        | 5.54         | 5.10         | 5.00         | 总资产周转率        | 0.89         | 1.10         | 1.12         | 1.26         |
| 投资活动现金流           | 30.29        | -911.11      | -114.57      | -93.72       | 应收账款周转率       | 4.11         | 4.09         | 3.77         | 3.87         |
| 资本支出              | -121.18      | -129.79      | -129.90      | -119.80      | 应付账款周转率       | 5.69         | 6.07         | 5.27         | 5.31         |
| 长期投资              | 146.00       | -798.00      | -10.00       | -10.00       | 每股收益          | 0.39         | 0.63         | 0.80         | 1.00         |
| 其他                | 5.46         | 16.68        | 25.33        | 36.08        | 每股经营现金        | 0.48         | 0.39         | 0.95         | 0.84         |
| 筹资活动现金流           | -101.28      | 370.77       | -241.33      | -3.40        | 每股净资产         | 4.49         | 5.42         | 6.22         | 7.22         |
| 短期借款              | 2.30         | 0.00         | 0.00         | 0.00         | P/E           | 32.94        | 20.34        | 15.96        | 12.79        |
| 长期借款              | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         | P/B           | 2.85         | 2.36         | 2.06         | 1.77         |
| 其他                | -103.58      | 370.77       | -241.33      | -3.40        | EV/EBITDA     | 20.16        | 15.84        | 11.95        | 9.59         |
| 现金净增加额            | 79.78        | -421.86      | -64.74       | 159.36       | PS            | 2.01         | 1.08         | 0.77         | 0.54         |

数据来源：公司数据 中国银河证券研究院

### 分析师简介及承诺

杨策，家电行业分析师，伦敦国王大学理学硕士，于 2018 年加入中国银河证券股份有限公司研究院，从事家电行业研究工作。

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

### 评级标准

#### 行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

#### 公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

### 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户提供。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

### 联系：

#### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址： [www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

#### 机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 [suyiyun\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:suyiyun_yj@chinastock.com.cn)

程 翔 0755-83471683 [chengxi\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:chengxi_yj@chinastock.com.cn)

上海地区：李洋洋 021-20252671 [liyangyang\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:liyangyang_yj@chinastock.com.cn)

陆韵如 021-60387901 [luyunru\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:luyunru_yj@chinastock.com.cn)

北京地区：田 薇 010-80927721 [tianwei@chinastock.com.cn](mailto:tianwei@chinastock.com.cn)

唐曼羚 010-80927722 [tangmanling\\_bj@chinastock.com.cn](mailto:tangmanling_bj@chinastock.com.cn)