

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

冰轮环境：Q2 收入表现亮眼，业绩持续高增

2023 年 8 月 30 日

- **事件：**2023H1 公司实现营业收入 36.52 亿元，同比+39.05%，实现归母净利润 3.71 亿元，同比+106.62%，实现扣非后归母净利润 3.49 亿元，同比+133.95%。
- **Q2 收入增长超预期，中央空调业务利润增长亮眼。**Q2 公司实现营业收入 20.87 亿元，同比+52.42%，环比 Q1 收入增速（+24.49%）显著提升。分业务板块来看，23H1 公司工业产品销售/工程施工/其他业务分别实现营业收入 29.16/2.95/4.41 亿元，分别同比+54.77%、-29.72%、+36.78%。其中，负责中央空调设备制造的烟台冰轮集团（香港）有限公司上半年实现营业收入 11.11 亿元，同比+37.22%，实现净利润 9900.61 万元，同比+96.95%。负责节能换热业务的北京华源泰盟节能设备有限公司 H1 实现营业收入 2.15 亿元，同比+32.96%，净利润略有亏损。
分地区来看，H1 公司国内外分别实现营业收入 32.92/3.60 亿元，分别同比+35.93%、+75.95%。
- **费用管控加强，Q2 盈利能力改善。**H1 公司实现毛利率 24.54%，同比+2.55pct，Q2 公司实现毛利率 25.38%，同比+2.57%。从费用率来看，公司加强了费用投入管控，Q2 公司销售、管理、研发、财务费用率分别同比-1.75/+0.11/+0.90/+0.02pct。受益于毛利提升和销售费用管控，Q2 公司实现归母净利润 2.64 亿元，同比+102.76%，实现扣非后归母净利润 2.51 亿元，同比+114.66%。Q2 归母净利润率为 12.64%，同比+3.14pct，扣非后归母净利润率为 12.03%，同比+3.49pct。
- **经营性现金流净额大幅增加，合同负债同比增长体现营收增长潜力。**
 - 1) 公司 23H1 期末货币资金+交易性金融资产合计 26.34 亿元，较 22 年期末-8.54%；23H1 期末公司存货合计 14.00 亿元，较 22 年期末-1.74%；23H1 期末公司合同负债合计 10.01 亿元，较 22 年期末-7.22%，但较去年同期+13.79%，体现了今年公司良好的营收增长潜力。
 - 2) 现金流方面，公司 23Q2 经营性现金流净额为 2.03 亿元，较去年同比+1104%，主要原因为今年销售规模扩大收到的现金增加所致。
 - 3) 周转方面，公司 23H1 期末存货/应收账款/应付账款周转天数较 22 年期末分别-4.78、-5.76、-6.81 天，周转效率得到小幅提升。
- **盈利预测：**我们看好公司作为工商业制冷龙头企业的发展，我们预计 23-25 年公司实现营业收入 80.17/101.77/124.15 亿元，分别同比+31.4/+26.9%/+22.0%，预计实现归母净利润 6.59/8.48/10.48 亿元，同比+54.9%/+28.5%/+23.6%，对应 PE19.26/14.99/12.13x。
- **风险因素：**工程类业务回款不及预期、新增订单增长不及预期、原材料成本价格大幅波动等

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	5,383	6,102	8,017	10,177	12,415
增长率 YoY %	33.1%	13.3%	31.4%	26.9%	22.0%
归属母公司净利润 (百万元)	301	426	659	848	1,048
增长率 YoY%	35.2%	41.5%	54.9%	28.5%	23.6%
毛利率%	22.0%	22.7%	23.0%	23.5%	23.8%
净资产收益率ROE%	6.3%	8.6%	12.1%	13.5%	14.3%
EPS(摊薄)(元)	0.40	0.57	0.88	1.14	1.40
市盈率 P/E(倍)	42.22	29.83	19.26	14.99	12.13
市净率 P/B(倍)	2.67	2.57	2.34	2.02	1.73

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 8 月 30 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	5,991	6,881	7,850	9,483	11,662
货币资金	1,660	2,258	2,503	2,878	3,788
应收票据	221	292	366	472	573
应收账款	1,252	1,479	1,529	1,919	2,334
预付账款	138	255	290	384	459
存货	1,148	1,425	1,805	2,302	2,787
其他	1,572	1,172	1,358	1,529	1,721
非流动资产	3,873	4,012	4,136	4,309	4,467
长期股权投资	335	352	307	322	337
固定资产(合计)	1,084	1,231	1,345	1,450	1,544
无形资产	179	222	252	286	319
其他	2,275	2,207	2,232	2,251	2,268
资产总计	9,864	10,892	11,986	13,792	16,129
流动负债	4,184	5,294	5,782	6,752	8,053
短期借款	527	418	384	324	273
应付票据	834	851	1,029	1,189	1,445
应付账款	1,203	1,542	1,801	2,163	2,628
其他	1,619	2,483	2,568	3,076	3,706
非流动负债	724	315	425	409	393
长期借款	389	11	71	56	41
其他	335	303	354	353	352
负债合计	4,908	5,608	6,207	7,162	8,446
少数股东权益	200	344	350	354	359
归属母公司股东权益	4,756	4,939	5,429	6,276	7,324
负债和股东权益	9,864	10,892	11,986	13,792	16,129

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	5,383	6,102	8,017	10,177	12,415
同比(%)	33.1%	13.3%	31.4%	26.9%	22.0%
归属母公司净利润	301	426	659	848	1,048
同比(%)	35.2%	41.5%	54.9%	28.5%	23.6%
毛利率(%)	22.0%	22.7%	23.0%	23.5%	23.8%
ROE%	6.3%	8.6%	12.1%	13.5%	14.3%
EPS(摊薄)(元)	0.40	0.57	0.88	1.14	1.40
P/E	42.22	29.83	19.26	14.99	12.13
P/B	2.67	2.57	2.34	2.02	1.73
EV/EBITDA	24.12	16.17	12.82	9.89	7.41

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	5,383	6,102	8,017	10,177	12,415
营业成本	4,201	4,717	6,173	7,786	9,460
营业税金及附加	33	38	49	63	76
销售费用	434	537	665	855	1,043
管理费用	245	278	353	453	551
研发费用	190	226	273	346	422
财务费用	23	-27	-32	-38	-47
减值损失合计	-19	-11	-1	-1	-1
投资净收益	74	160	200	204	215
其他	36	-22	-6	17	31
营业利润	349	460	730	932	1,155
营业外收支	-2	3	0	0	0
利润总额	347	462	730	932	1,155
所得税	33	40	65	82	102
净利润	314	423	665	851	1,053
少数股东损益	13	-3	6	3	6
归属母公司净利润	301	426	659	848	1,048
EBITDA	448	427	858	1,067	1,292
EPS(当年)(元)	0.40	0.57	0.88	1.14	1.40

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	460	642	526	604	1,116
净利润	314	423	665	851	1,053
折旧摊销	152	152	160	172	184
财务费用	35	38	13	12	10
投资损失	-74	-160	-200	-204	-215
营运资金变动	84	112	-133	-257	63
其它	-51	77	21	30	20
投资活动现金流	-416	349	-74	-142	-127
资本支出	-196	-289	-322	-330	-327
长期投资	-345	535	45	-15	-15
其他	125	103	203	204	215
筹资活动现金流	-27	-252	-222	-88	-77
吸收投资	4	59	0	0	0
借款	1,310	604	25	-74	-66
支付利息或股息	-85	-188	-162	-12	-10
现金流净增加额	20	767	245	375	911



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。

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。