

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

美的系总裁上任， Q3 扣非利润超预期

2023 年 10 月 26 日

- **事件：**Q3 公司实现营业收入 17.84 亿元，同比+153.20%，实现归母净利润 5927.37 万元，同比+11.90%，实现扣非后归母净利润 6843.12 万元，同比+377.07%。
- **海外储能业务放量，营收大幅增长。**我们认为 Q3 公司营业收入大幅度增长的原因主要在于公司储能业务收入大幅增长，Q3 期末公司合同负债为 4.20 亿元，较 23H1 期末的 10.40 亿元下降 59.66%，此前已收大额预收款项的海外储能合同本期确认了收入。我们估计 Q3 公司储能业务收入贡献或超过 11 亿元。
- **费用率显著改善，扣非后归母净利润转正。**Q3 公司实现毛利率 26.08%，同比小幅下滑 0.1pct。从费用率来看，Q3 销售、管理、研发、财务费用率分别同比-7.13pct、-4.92pct、-5.02pct、-3.45pct，费用率得到了显著改善。23Q3 公司扣非后归母净利润实现转正。
- **美的系接任公司总裁，储能业务放量在即。**为更好专注于储能业务发展，公司总裁周涵先生辞去总裁职务，仍担任储能产品公司总经理，新任总裁姜华方先生曾出任美的集团工业技术事业群电机产品公司总经理。10 月，公司与美洲某客户签订电池储能系统供应合同，将向该客户销售集装箱式电池储能系统合计 437MWh，我们认为随着公司储能产能的扩张，以及海外储能子公司的设立，公司储能业务将进入加速发展阶段。
- **盈利预测：**我们认为随着美的集团入主，公司业务规划有望进一步明确，借助美的集团在供应链、制造、渠道、资金等多方优势，公司经营效率提升空间较大。我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别实现 51.11/72.64/114.25 亿元，分别同比+44.4%/+42.1%/+57.3%，实现归母净利润 1.08/2.87/5.61 亿元，分别同比+206.3%/+166.3%/+95.5%，对应 PE79/30/15x。
- **风险因素：**外围业务剥离减值风险、原材料价格波动、储能业务订单不及预期、电表订单不及预期、公司过去 2 年归母净利为负值。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	3,198	3,539	5,111	7,264	11,425
增长率 YoY %	-4.2%	10.7%	44.4%	42.1%	57.3%
归属母公司净利润 (百万元)	-665	-101	108	287	561
增长率 YoY%	-458.9%	84.8%	206.3%	166.3%	95.5%
毛利率%	29.0%	26.4%	29.9%	28.2%	23.9%
净资产收益率ROE%	-86.7%	-15.6%	9.1%	19.5%	27.6%
EPS(摊薄)(元)	-0.40	-0.06	0.06	0.17	0.34
市盈率 P/E(倍)	—	—	78.70	29.55	15.11
市净率 P/B(倍)	11.04	13.06	7.14	5.75	4.17

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 10 月 25 日收盘价

	单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	3,614	4,225	4,637	7,845	12,053
货币资金	762	1,118	2,362	2,306	5,697
应收票据	111	98	15	106	85
应收账款	1,412	1,366	1,170	2,826	3,481
预付账款	69	23	54	42	92
存货	719	1,159	730	2,159	2,574
其他	541	461	306	406	124
非流动资产	4,667	4,573	4,930	5,087	5,199
长期股权投资	139	442	642	876	1,099
固定资产(合)	1,223	1,023	1,138	1,260	1,292
无形资产	489	463	434	406	378
其他	2,816	2,644	2,716	2,544	2,431
资产总计	8,281	8,797	9,568	12,932	17,252
流动负债	6,412	7,252	7,398	10,382	14,016
短期借款	2,524	2,954	3,354	3,454	3,764
应付票据	487	271	724	726	1,690
应付账款	1,707	1,766	1,418	2,931	3,834
其他	1,695	2,260	1,902	3,270	4,727
非流动负债	895	851	926	981	1,036
长期借款	185	219	269	319	369
其他	711	632	657	662	667
负债合计	7,308	8,103	8,324	11,363	15,053
少数股东权益	206	45	57	96	166
归属母公司股东权益	767	649	1,186	1,473	2,033
负债和股东权益	8,281	8,797	9,568	12,932	17,252

	单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3,198	3,539	5,111	7,264	11,425
同比(%)	-4.2%	10.7%	44.4%	42.1%	57.3%
归属母公司净利润	-665	-101	108	287	561
同比(%)	-458.9%	84.8%	206.3%	166.3%	95.5%
毛利率(%)	29.0%	26.4%	29.9%	28.2%	23.9%
ROE%	-86.7%	-15.6%	9.1%	19.5%	27.6%
EPS(摊薄)(元)	-0.40	-0.06	0.06	0.17	0.34
P/E	—	—	78.70	29.55	15.11
P/B	11.04	13.06	7.14	5.75	4.17
EV/EBITDA	100.26	100.05	13.34	12.52	7.41

	单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3,198	3,539	5,111	7,264	11,425
营业成本	2,272	2,605	3,582	5,219	8,699
营业税金及附加	24	29	26	36	57
销售费用	312	334	409	581	743
管理费用	284	254	358	509	686
研发费用	214	234	307	436	628
财务费用	312	314	220	213	230
减值损失合计	-128	-191	-187	-56	34
投资净收益	-43	358	26	9	91
其他	-217	-83	108	162	226
营业利润	-607	-148	158	385	734
营业外收支	-51	-27	-25	7	7
利润总额	-659	-175	133	392	741
所得税	7	-55	13	68	110
净利润	-666	-119	120	325	631
少数股东损益	0	-18	12	38	71
归属母公司净利润	-665	-101	108	287	561
EBITDA	114	163	846	919	1,144
EPS(当年)(元)	-0.47	-0.07	0.06	0.17	0.34

	单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	246	444	850	380	3,546
净利润	-666	-119	120	325	631
折旧摊销	240	176	319	342	379
财务费用	298	293	242	261	276
投资损失	43	-358	-26	-9	-91
营运资金变动	-64	175	15	-498	2,486
其它	395	277	180	-40	-135
投资活动现金流	-436	-39	-612	-330	-245
资本支出	-432	-372	-395	-65	-73
长期投资	-7	346	-247	-279	-268
其他	3	-12	31	14	96
筹资活动现金流	10	45	1,388	-106	89
吸收投资	0	0	813	0	0
借款	4,262	4,641	450	150	360
支付利息或股息	-269	-266	-242	-261	-276
现金流净增加额	-207	451	1,624	-55	3,390

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。