

## Q3 收入延续高增，减值影响短期利润表现

2023 年 10 月 27 日

- **事件:** Q3 公司实现营业收入 12.75 亿元，同比+69.43%，实现归母净利润 1446.91 万元，实现扭亏，扣非后归母净利润 147.98 万元。
- **重组完成聚焦冷热事业，收入端延续高增。** Q3 公司单季度收入再创历史新高，主要原因在于公司已完成松洋压缩机、松洋冷机和松洋制冷三家企业的收购重组，并表效应叠加业务协同发展效应，我们预计公司未来将进入新的稳态增长阶段。
- **毛利率同比改善，减值损失影响利润表现。** Q3 公司实现毛利率 17.54%，同比+3.67pct，我们认为公司毛利率提高的原因一方面在于公司提高生产效率，加速数字化转型，另一方面原因在于公司去年 11 月完成资产重组的松洋压缩机、松洋冷机业务毛利率相对较高，带动公司整体毛利率提升。从费用率角度来看，Q3 公司销售、管理、研发、财务费用率分别同比+0.61pct、+0.28pct、+0.88pct、+0.35pct，我们认为费用率有所提升的原因在于公司并表范围有所变化。Q3 公司计提信用减值损失 2349 万元，去年同期为 202 万元，对公司利润表现产生一定影响。
- **存货和应收账款效率小幅提升，经营性现金流改善。**
  - 1) 公司 Q3 期末货币资金为 8.10 亿元，较 23H1 期末-13.39%；Q3 应收账款+应收票据合计 20.82 亿元，较 23H1 期末+4.51%；Q3 期末合同负债合计 7.14 亿元，较 23H1 期末小幅减少 8.27%。
  - 2) 现金流方面，公司 23Q3 经营性现金流净额为-3948 万元，去年同期为-1.06 亿元，主要系销售商品、提供劳务收到的现金增加。
  - 3) 周转方面，公司 23Q3 期末存货/应收账款/应付账款周转天数较 22H1 期末分别-1.55、-3.86、-6.22 天，存货和应收账款效率小幅提升。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计 2023-2025 年公司实现营业收入 49.33/61.50/75.92 亿元，同比+70.5%/+24.7%/+23.4%，预计实现归母净利润 1.14/2.78/4.33 亿元，同比+522.2%/+144.9%/+55.6%。对应 PE 为 38.5/15.7/10.1 倍，维持“买入”评级。
- **风险因素:** 公司工程项目中标不及预期、高标项目推进不及预期、冷链物流政策推广力度不及预期、松下系制冷资产整合不及预期、原材料成本大幅波动等。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	2,089	2,893	4,933	6,150	7,592
增长率 YoY %	21.0%	38.5%	70.5%	24.7%	23.4%
归属母公司净利润 (百万元)	-269	18	114	278	433
增长率 YoY%	-1360.8%	106.8%	522.2%	144.9%	55.6%
毛利率%	11.5%	12.3%	16.8%	17.8%	18.4%
净资产收益率 ROE%	-9.0%	0.6%	3.7%	8.3%	11.5%
EPS(摊薄)(元)	-0.32	0.02	0.13	0.33	0.51
市盈率 P/E(倍)	—	239.73	38.53	15.73	10.11
市净率 P/B(倍)	1.46	1.46	1.42	1.31	1.16

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 10 月 26 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>流动资产</b>	2,961	4,875	5,467	7,058	7,872	
货币资金	523	1,006	911	1,486	1,172	
应收票据	166	506	590	606	1,081	
应收账款	822	1,410	1,575	1,963	2,215	
预付账款	183	172	205	283	334	
存货	1,015	1,395	1,558	1,924	2,164	
其他	253	385	628	797	906	
<b>非流动资产</b>	2,774	2,727	2,769	2,882	2,992	
长期股权投资	1,232	563	463	513	563	
固定资产(合计)	855	1,229	1,258	1,286	1,313	
无形资产	143	168	179	198	213	
其他	545	767	868	886	904	
<b>资产总计</b>	5,736	7,602	8,236	9,940	10,864	
<b>流动负债</b>	2,369	3,613	4,166	5,550	5,991	
短期借款	246	274	280	300	330	
应付票据	380	619	749	1,039	1,108	
应付账款	920	1,586	1,834	2,641	2,730	
其他	823	1,134	1,303	1,570	1,822	
<b>非流动负债</b>	317	928	938	988	1,038	
长期借款	150	715	725	775	825	
其他	167	213	213	213	213	
<b>负债合计</b>	2,686	4,542	5,105	6,539	7,030	
少数股东权益	47	54	54	67	76	
归属母公司股东权益	3,003	3,006	3,077	3,335	3,758	
<b>负债和股东权益</b>	5,736	7,602	8,236	9,940	10,864	

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	2,089	2,893	4,933	6,150	7,592	
同比(%)	21.0%	38.5%	70.5%	24.7%	23.4%	
归属母公司净利润	-269	18	114	278	433	
同比(%)	1360.8	106.8%	522.2%	144.9%	55.6%	
毛利率(%)	11.5%	12.3%	16.8%	17.8%	18.4%	
ROE%	-9.0%	0.6%	3.7%	8.3%	11.5%	
EPS(摊薄)(元)	-0.32	0.02	0.13	0.33	0.51	
P/E	—	239.73	38.53	15.73	10.11	
P/B	1.46	1.46	1.42	1.31	1.16	
EV/EBITDA	-27.28	-38.07	9.63	6.45	5.84	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>营业总收入</b>	2,089	2,893	4,933	6,150	7,592	
营业成本	1,850	2,538	4,104	5,058	6,192	
营业税金及附加	19	22	40	48	61	
销售费用	131	154	222	246	304	
管理费用	171	186	247	295	364	
研发费用	65	77	143	172	213	
财务费用	14	12	14	19	7	
减值损失合计	-50	-75	-58	-59	-48	
<b>投资净收益</b>	-47	307	25	49	61	
其他	-28	-122	-20	-6	-4	
<b>营业利润</b>	-284	14	110	296	461	
营业外收支	-5	7	10	10	5	
<b>利润总额</b>	-289	21	120	306	466	
所得税	-14	1	6	15	23	
<b>净利润</b>	-275	20	114	290	443	
少数股东损益	-6	2	0	12	10	
<b>归属母公司净利润</b>	-269	18	114	278	433	
EBITDA	-172	-101	472	627	760	
EPS(当年)(元)	-0.32	0.02	0.13	0.33	0.51	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>经营活动现金流</b>	2	-56	280	922	-3	
净利润	-275	20	114	290	443	
折旧摊销	100	98	254	262	265	
财务费用	19	19	40	41	44	
投资损失	47	-307	-25	-49	-61	
营运资金变动	38	-91	-181	308	-756	
其它	72	205	78	69	62	
<b>投资活动现金流</b>	248	-33	-309	-356	-337	
资本支出	-30	-50	-301	-220	-214	
长期投资	168	-92	-33	-185	-184	
其他	111	109	25	49	61	
<b>筹资活动现金流</b>	-126	570	-32	29	36	
吸收投资	0	0	0	0	0	
借款	264	848	16	70	80	
支付利息或股息	-25	-31	-48	-41	-44	
<b>现金流净增加额</b>	124	483	-61	595	-304	

## 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。	<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。