

2024年02月07日

证券研究报告·公司研究报告

雪祺电气 (001387) 家用电器

持有 (首次)

当前价: 17.75 元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

大容积冰箱隐形龙头，募资扩产开启新征程

投资要点

- **推荐逻辑:** 1) 大容积冰箱占比持续提升，公司作为龙头充分受益。公司自建立以来专注于 400L 以上大容积冰箱研发及代工生产，近年冰箱“大容积化”趋势明显，公司 2022 年大容积冰箱出货量市占率为 53.1%，作为龙头充分受益；2) 商用展柜、境外占比提升，带动盈利能力改善。公司近年来商用展柜、境外的营收占比提升明显，商用展柜毛利率相较于冰箱高出约 10pp，境外市场毛利率相较于境内市场高出 5pp，其占比提升能够带动公司盈利能力稳步优化；3) 募资扩产后产能有望进一步释放。公司冰箱产能利用率维持在 90% 左右水平，后续公司募集资金将用于“年产 100 万台嵌入式冰箱等冰箱产品项目”，进一步释放公司的产能潜力，同时从成本端改善盈利能力。
- **专注大容积冰箱赛道，终成隐形冠军。**公司自创立之初专注于大容积冰箱的研发、生产与销售，并于 2012 年正式投产第一条大冰箱生产线，同时获得 500L 以上冰箱生产许可证。经过多年的发展，大容积冰箱线下/线上销量占比分别自 2016 年的 28.5%/13.4% 增长至 2022 年的 63.5%/40.1%，以我国 2022 年大容积冰箱代工领域出货量统计，公司市场份额为 53.1%，已成为大冰箱代工细分赛道的隐形冠军。
- **商用展柜、境外占比提升，优化盈利能力。**凭借冰箱行业多年生产经验，公司已与商用展示柜领域大型企业（太古集团、中粮集团等）建立合作关系，商用展柜的营收占比自 2020 年的 3.9% 增长至 2022 年的 11.2%；在区域上，公司积极拓展海外市场，境外销售额占比自 2020 年的 14.8% 增长至 2022 年的 18.4%。商用展柜毛利率相较于冰箱高出约 10pp，境外销售毛利率相较于境内高出约 5pp，商用展柜、境外的占比提升，能够从结构上持续改善公司盈利能力。
- **柔性生产保证效率，募资扩产释放增长潜力。**公司通过大规模高精度柔性生产体系持续保持较高生产效率，其中冰箱产能利用率维持在 90% 左右水平，商用展示柜及其他产品产能利用率不断提高，目前已达到 90% 以上，现有产能基本饱和。本次公司公开发行新股，募集资金将用于 100 万台嵌入式冰箱、冰箱零部件自制能力提升等项目，一方面突破公司产能瓶颈，把握嵌入式冰箱发展机遇，另一方面新建产线持续降本，改善公司盈利能力，提升竞争优势。
- **盈利预测与投资建议:** 公司作为大容积冰箱隐形冠军，持续通过提升商用展柜、境外营收占比带动盈利能力改善，产能利用高效，本次公开发行新股一方面突破产能瓶颈，另一方面通过零部件自制从成本端优化盈利能力。我们预计未来三年归母净利润复合增长率为 31.6%，首次覆盖给予“持有”评级。
- **风险提示:** 原材料价格大幅波动风险、海外销售不及预期风险、募投项目建设不及预期风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1927.48	2282.35	2690.58	3180.43
增长率	-6.98%	18.41%	17.89%	18.21%
归属母公司净利润(百万元)	100.34	140.32	181.06	228.01
增长率	22.67%	39.84%	29.03%	25.94%
每股收益 EPS(元)	0.73	1.03	1.32	1.67
净资产收益率 ROE	17.63%	19.88%	20.42%	20.41%
PE	24	17	13	11
PB	4.17	3.34	2.66	2.12

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 龚梦涵

执业证号: S1250518090001

电话: 023-63786049

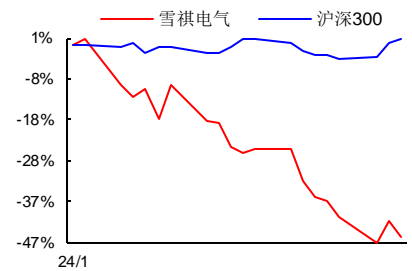
邮箱: gmh@swsc.com.cn

联系人: 方建利

电话: 18428374714

邮箱: fjl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.37
流通 A 股(亿股)	0.34
52 周内股价区间(元)	17.33-33.18
总市值(亿元)	24.27
总资产(亿元)	16.57
每股净资产(元)	6.50

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 公司概况：家用大容量冰箱龙头，业绩稳健	1
2 行业分析：家电需求修复，大容积冰箱空间广阔	3
2.1 冰箱产销量增长迅速，外销市场景气回升	3
2.2 大容积和嵌入式冰箱加快放量，公司产品大有可为	4
3 公司分析：产能利用高效，盈利能力持续改善	6
3.1 柔性生产效率高，募投扩产释放增长潜力	6
3.2 商柜、境外占比提升，结构优化推动盈利向好	7
3.3 专利储备充足，核心团队经验丰富	8
4 盈利预测与估值	9
4.1 盈利预测	9
4.2 估值	10
5 风险提示	10

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 2020 年-2023 年前三季度公司营业收入.....	1
图 3: 2020 年-2023 年前三季度公司归母公司净利润.....	1
图 4: 2020-2022 年公司产品营收 (亿元).....	2
图 5: 2020-2022 年公司分行业毛利率.....	2
图 6: 公司股权结构和子公司.....	2
图 7: 2006-2022 年我国家用冰箱年产量.....	3
图 8: 2018-2021 年我国冰箱线上渠道消费占比.....	4
图 9: 2010-2022 年我国冰箱内外销量统计.....	4
图 10: 2016-2020 年我国线上、线下渠道冰箱销售平均容积.....	4
图 11: 2020 年线下各容积段冰箱零售额占比.....	5
图 12: 2013-2021 年我国大容积冰箱出口占比.....	5
图 13: 2019-2021 年我国嵌入式冰箱产品销售额及增长率.....	5
图 14: 2022 年冰箱研发设计与制造市场竞争格局.....	6
图 15: 2020-2022 年公司冰箱产品的产能、产能利用率.....	6
图 16: 2020-2022 年公司商用展示柜产品的产能、产能利用率.....	6
图 17: 2020-2022 年公司 550-700L 商用展示柜销售规模.....	8
图 18: 商用展示柜具有更高的毛利率.....	8
图 19: 2020-2023H1 公司境外销售额及占比.....	8
图 20: 境外具有更高的毛利率.....	8

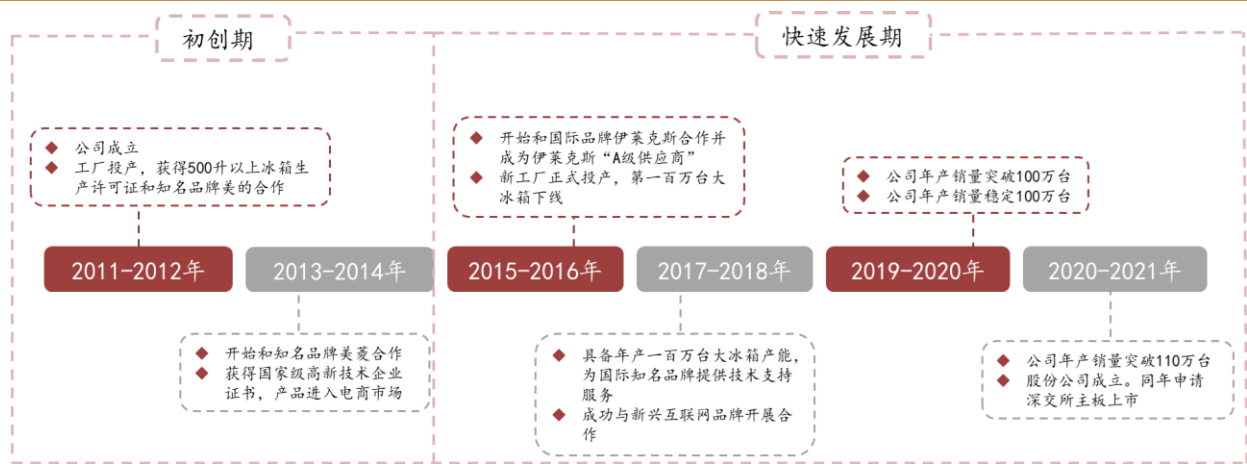
表 目 录

表 1: 公司本次募集资金拟投入项目.....	7
表 2: 公司高管及其履历.....	9
表 3: 分业务收入及毛利率.....	9
表 4: 可比公司估值.....	10
附表: 财务预测与估值.....	11

1 公司概况：家用大容量冰箱龙头，业绩稳健

合肥雪祺电气股份有限公司成立于 2011 年，成立之初即专注于大容积冰箱的研发、生产与销售，并于 2012 年正式投产第一条大冰箱生产线，同时获得 500L 以上冰箱生产许可证。为丰富产品品类，2018 年开拓商用展示柜等相关产品市场。2019 年随着产能产量的提升，公司进一步调整客户结构，在巩固国内市场的同时积极拓展海外市场。2022 年公司整体变更为股份有限公司，并于同年申请深交所主板上市。目前，公司凭借卓越的产品设计能力、研发能力和优秀的产品质量管理水平，历经多年的行业积累以及与国内外知名客户的稳定合作，已经成为中国领先的 400L 以上大容积冰箱、商用展示柜、高端嵌入式冰箱等产品研发、设计及制造企业。

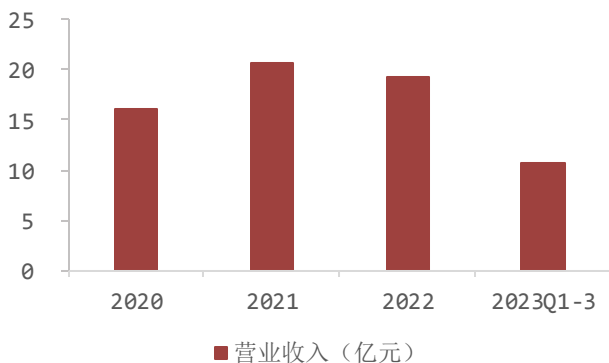
图 1：公司发展历程



数据来源：招股说明书，西南证券整理

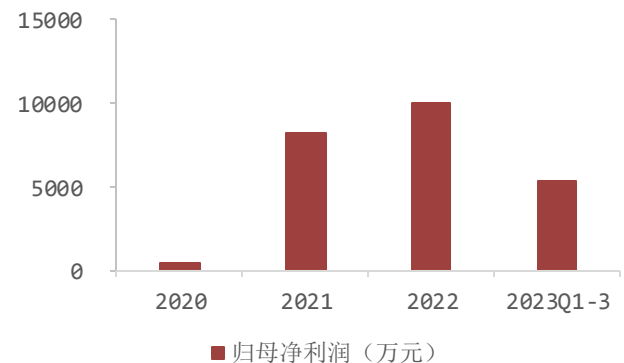
公司历史业绩稳健。近年公司凭借自身的技术优势、产品优势、质量优势、制造优势等，与上下游供应商和客户建立了长期稳定的合作关系，保证了公司的稳定发展。2020年-2023年前三季度公司营业收入分别为 16.1 亿元、20.7 亿元、19.3 亿元和 16.9 亿元，复合增长率为 9.3%；公司归母净利润分别为 417.2 万元、8180.2 万元、10034.2 万元和 9667.2 万元。公司的营业收入和经营业绩较为稳定，并呈现增长趋势。同时，由于公司所处行业市场空间较大，主要产品符合市场发展方向，未来实现稳步增长可期。

图 2：2020 年-2023 年前三季度公司营业收入



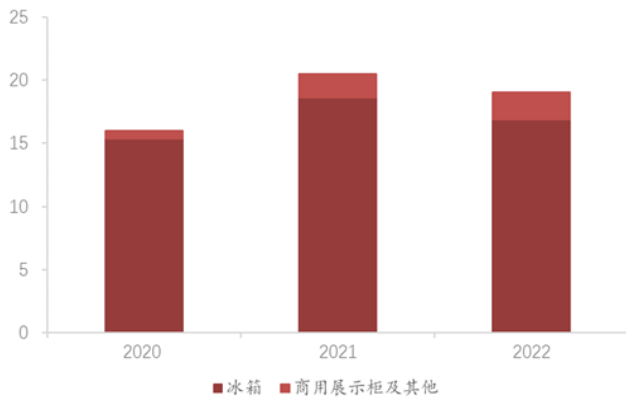
数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 3：2020 年-2023 年前三季度公司归母公司净利润

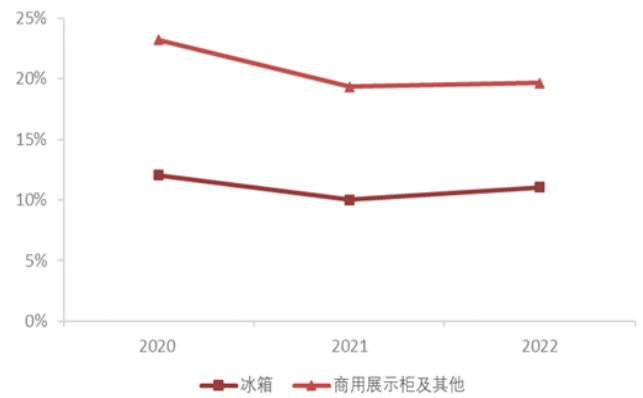


数据来源：招股说明书，西南证券整理

分产品来看，冰箱为公司核心产品。2020-2022 年公司冰箱产品销售收入在总营业收入里面的占比一直维持在 85%以上。随着公司在产品端的多元化布局，2020-2022 年公司商用展示柜及其他产品收入从 0.6 亿元增长到 2.1 亿元，收入占比从 3.8%提升到 11.1%。从盈利表现来看，2020-2022 年公司冰箱、商用展示柜及其他产品的毛利率总体保持稳定，只在 2021 年有所下降，主要是当年大宗商品采购价格持续上涨及运输成本上升所致。

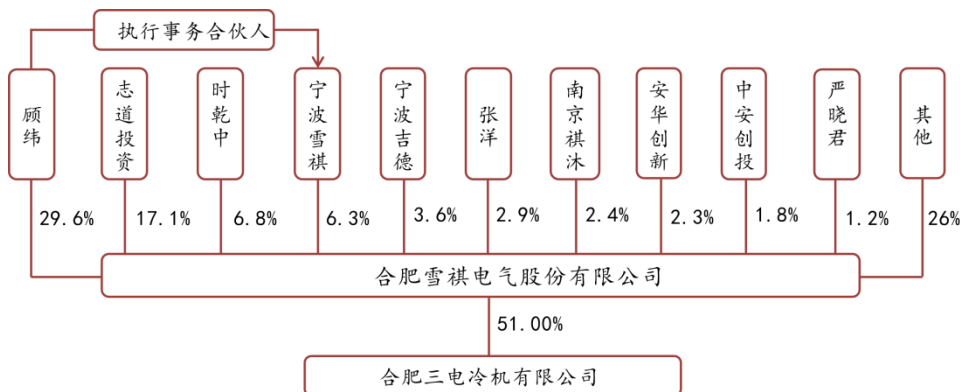
图 4：2020-2022 年公司产品营收（亿元）


数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 5：2020-2022 年公司分行业毛利率


数据来源：招股说明书，西南证券整理

顾维为公司实际控制人，股权结构稳定。目前，董事长顾维为公司第一大股东，直接持有雪祺电气 29.6%的股份。同时顾维还为宁波雪祺执行事务合伙人，间接控制雪祺电气 6.3%的表决权，合计控制 35.9%的表决权。

图 6：公司股权结构和子公司


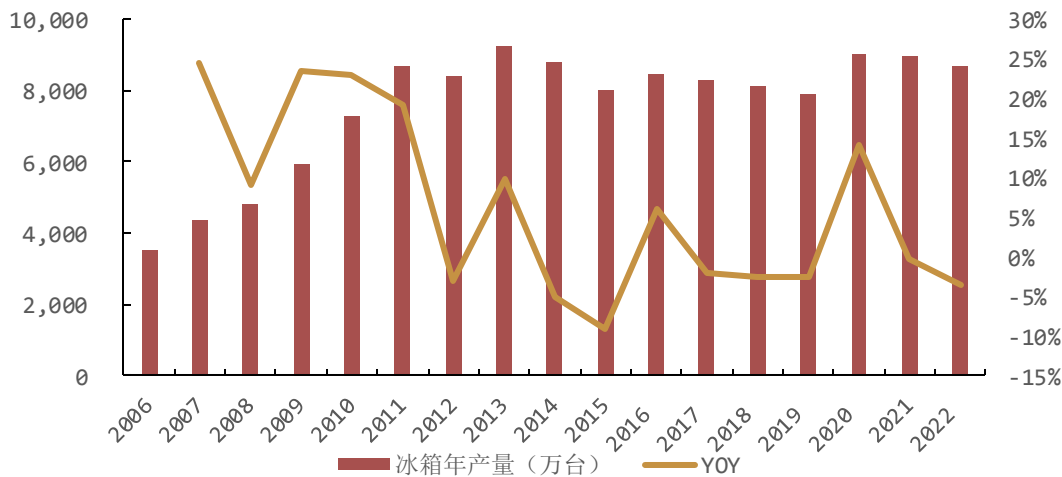
数据来源：招股说明书，西南证券整理

2 行业分析：家电需求修复，大容积冰箱空间广阔

2.1 冰箱产销量增长迅速，外销市场景气回升

我国冰箱产销量增长迅速。根据国家统计局、产业在线、智研咨询的统计数据，中国冰箱产量从 2006 年的 3530.9 万台增长至 2022 年的 8664.4 万台，年复合增长率为 5.8%；冰箱销量从 2006 年的 3197.2 万台增长至 2021 年的 8643.3 万台，年复合增长率达 6.9%。2020 年疫情期间，由于国外处于长期的隔离状态中，部分冰箱厂商停工，对冰箱的需求提升同时本土冰箱厂商产能缺位，因此大量海外需求订单转移至国内，推动了国内冰箱行业的进一步发展。2020 年冰箱产量达到 9014.7 万台，较 2019 年增加了 1110.5 万台，同比增长 14.1%；冰箱销量达到 8446.9 万台，同比增长 9.2%。

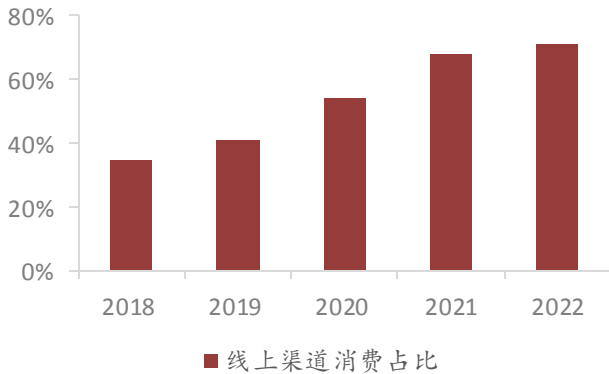
图 7：2006-2022 年我国家用冰箱年产量



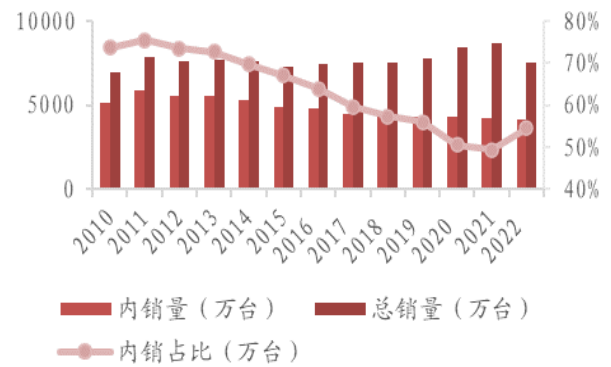
数据来源：国家统计局，招股说明书，西南证券整理

从销售渠道来看，线上渠道逐渐成为冰箱销售的主力渠道。随着互联网经济的渗透，我国冰箱线上渠道销售量占比呈逐年上升趋势，根据奥维云网的统计数据，2021 年我国冰箱线上渠道销售量占比为 67.8%，较 2020 年提升 13.8pp。线上销售渠道的形式和业态越来越丰富，除了传统的综合电商平台外，直播、社交电商等已经成为受消费者青睐的新方式，线上渠道成为厂家突破的重点。

从销售区域来看，冰箱内销市场进入存量时代，外销市场景气回升。根据产业在线的统计数据，冰箱境内销售量呈现逐年下降趋势，由 2011 年的 5897 万台下降至 2022 年的 4123 万台，境内销售量占总销量比重也由 75.5% 下降至 54.6%，冰箱内需市场有所缩小，主要是因为中国冰箱普及率逐年升高，冰箱市场以存量更新需求为主；同时，出口形势近年来高速增长，海外市场成为推动冰箱销量的主要动力。2020 年及 2021 年，国外大部分地区仍处于隔离状态。因此冰箱作为居家生活、食材存储的必需品，海外需求增长较大。

图 8：2018-2021 年我国冰箱线上渠道消费占比


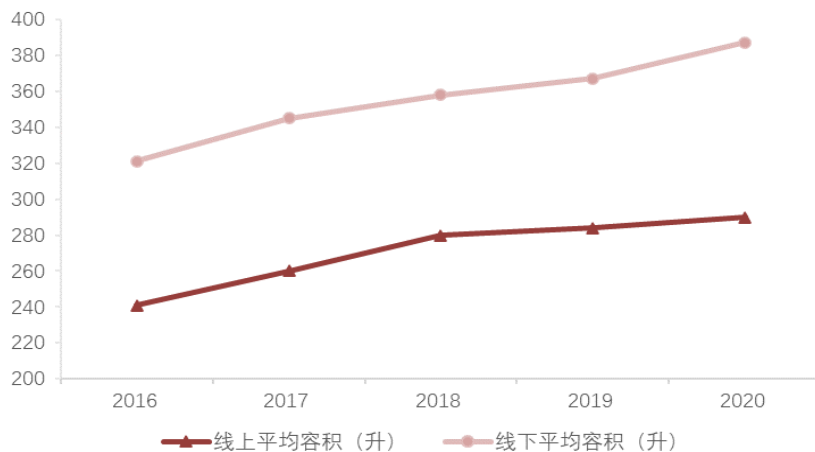
数据来源：奥维云网，招股说明书，西南证券整理

图 9：2010-2022 年我国冰箱内外销量统计


数据来源：产业在线，招股说明书，西南证券整理

2.2 大容积和嵌入式冰箱加快放量，公司产品大有可为

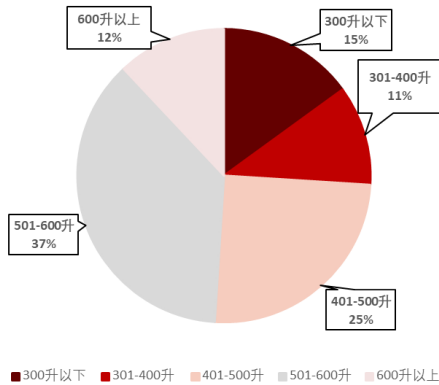
大容积多温区冰箱逐步取代小容积单温区冰箱。随着居民收入提高、家庭住房面积的增大，消费者对化妆品、药品、酒类的储藏需求不断增加，冰箱容量也随之不断增大。同时，受居民对饮料等食品口感要求和消费量的提升、奶制品低温存储保鲜技术的变革、食物采购和存储习惯的改变等多种因素影响，下游消费端对冰箱产品容量的需求逐步增加，大容积冰箱产品占比不断提升，消费需求持续增长。根据奥维云网统计数据显示，2020 年我国线上、线下冰箱销售平均容积分别为 290L、387L，相较于 2016 年的 241L、321L，年复合增长率分别为 4.7%、4.8%。

图 10：2016-2020 年我国线上、线下渠道冰箱销售平均容积


数据来源：招股说明书，西南证券整理

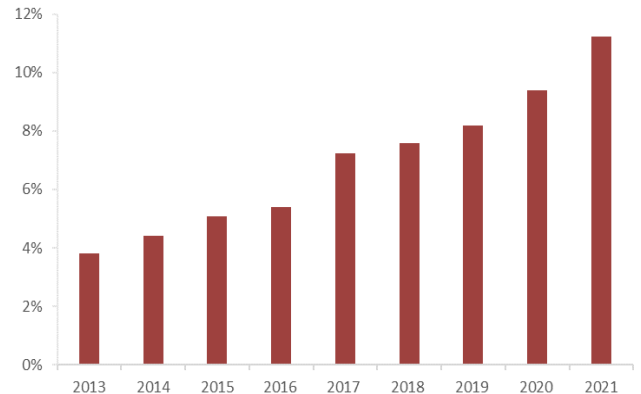
大容量冰箱线下销量大，海外市场广阔。根据中国电子信息产业研究院发布的《2020 年中国家电市场报告》，现阶段 401-600L 的大容积冰箱产品已经成为主流产品，2020 年线下销售的冰箱产品中 501-600L 销售额占比最高，达到 37%，其次是 401-500L 冰箱产品，线下零售额占比达到 25%。同时大容积冰箱在海外的销售前景也十分广阔，2013-2021 年我国冰箱境外销售中，500L 以上容积的大冰箱占比持续增加，由 3.8% 上升到 11.2%。

图 11：2020 年线下各容积段冰箱零售额占比



数据来源：招股说明书，西南证券整理

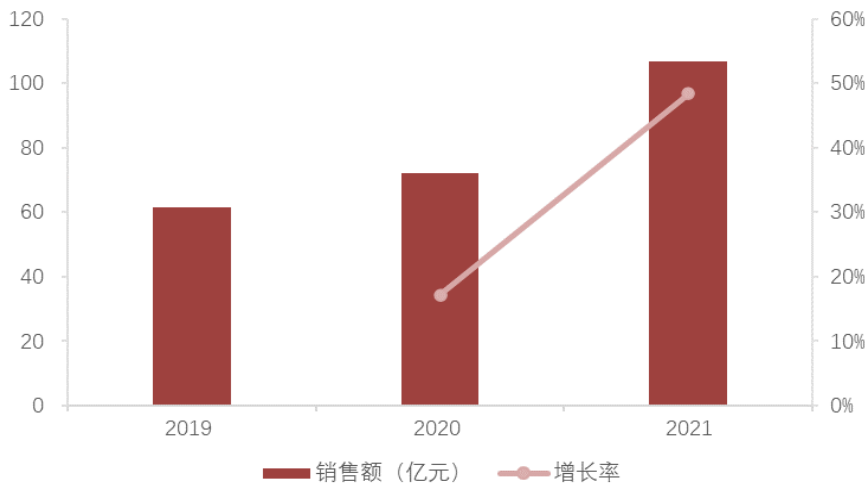
图 12：2013-2021 年我国大容积冰箱出口占比



数据来源：产业在线，中国海关总署，西南证券整理

嵌入式冰箱成为冰箱行业新的增长点。近年来，随着大容积冰箱产品需求持续增加，冰箱产品结构呈现出向大容积转变的发展态势，但大容积冰箱意味着占地面积也大，由此能降低占地面积、提升空间利用率的嵌入式冰箱逐渐出现并发展。根据奥维云网统计，2020 年我国自由嵌入式冰箱销售额达 72 亿元，同比增长 17.2%；2021 年自由嵌入式产品销售额为 106.8 亿元，同比增长 48.4%，占当年冰箱市场整体销售额的比例高达 11%。未来，随着冰箱产品容积和体积的进一步扩张和消费习惯的持续转变，嵌入式冰箱产品市场规模将持续增加，为冰箱行业带来新的发展机会。

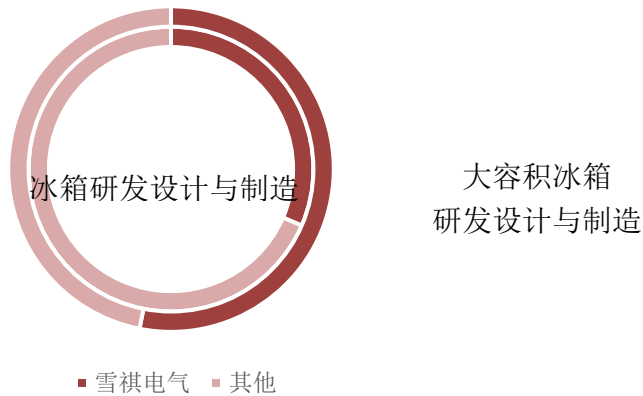
图 13：2019-2021 年我国嵌入式冰箱产品销售额及增长率



数据来源：奥维云网，招股说明书，西南证券整理

公司为大容积赛道绝对龙头。根据奥维云网数据，以我国 2022 年冰箱研发设计与制造出货量统计，公司市场份额 31.5%；以我国 2022 年大容积冰箱设计与制造出货量统计，公司市场份额 53.1%，位于绝对龙头位置。在大容积冰箱赛道，公司已完成对国内主要品牌商公司的基本覆盖，公司合作的下游品牌商在大容积冰箱市场零售量约占 95.5%。

图 14：2022 年冰箱研发设计与制造市场竞争格局



数据来源：奥维云网，西南证券整理

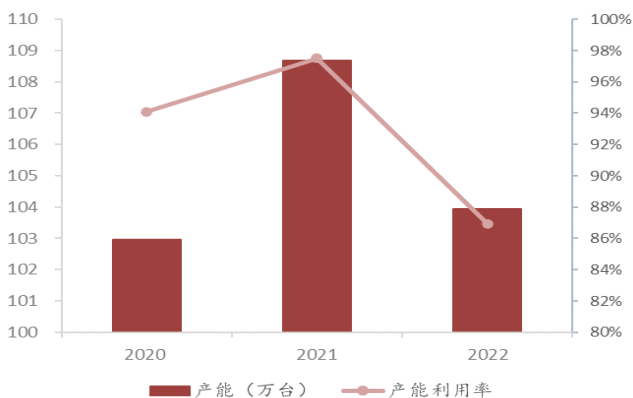
3 公司分析：产能利用高效，盈利能力持续改善

3.1 柔性生产效率高，募投扩产释放增长潜力

大规模高精度柔性化生产体系保证高效率生产。在该体系下，公司既可以保障订单量较大的单一型号产品的批量化生产，又可以保障单条生产线上多类产品的“混合式”生产，实现小批量、多批次、多型号并线生产。柔性化生产管理体系使得公司的生产更加机动灵活，能够针对不同客户的不同需求提供综合解决方案，保证了公司产品在多样化、差异化的前提下持续提升生产效率。

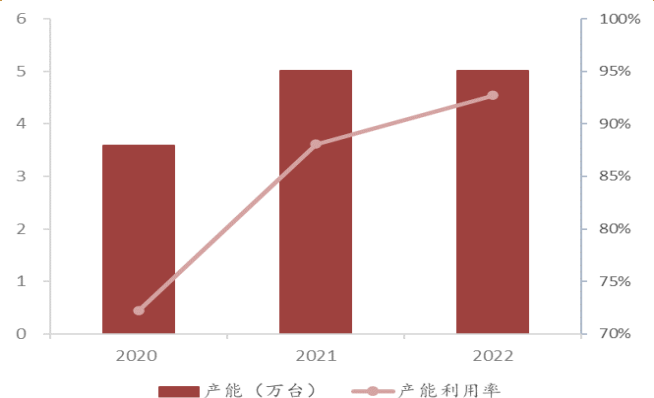
冰箱产能利用高效，商柜产能完成爬坡，公司注重关键生产设备的布局 and 投入，先后引进国外先进核心生产、检测设备，可以满足不同系列的高档、中档、普通型对开门、多门等超大超宽冰箱的生产和质量要求。目前，公司拥有员工 1000 余人，公司生产厂房面积约 12.4 万平方米，拥有三条年产能超 100 万台的高自动化生产线。我们认为，2020-2022 年公司冰箱产品产能利用率维持在高位，商用展示柜及其他产品产能利用率不断提高，目前已达到 90% 以上水平，公司整体产能接近饱和，有待新增产能释放增长潜力。

图 15：2020-2022 年公司冰箱产品的产能、产能利用率



数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 16：2020-2022 年公司商用展示柜产品的产能、产能利用率



数据来源：招股说明书，西南证券整理

募投扩产进一步释放增长潜力。公司于2024年1月11日向社会公众公开发行3419万股新股，募集资金净额为4.57亿元，将全部用于年产100万台嵌入式冰箱等冰箱产品项目、冰箱零部件自制能力提升项目、研发中心建设项目、补充流动资金。上述募集资金投资项目紧密围绕公司的主营业务，是公司依据未来发展规划做出的战略性安排，契合公司现有技术能力、管理能力、财务状况和生产经营规模。

表 1：公司本次募集资金拟投入项目

序号	项目名称	总投资额(亿元)	募集资金投入金额(亿元)
1	年产100万台嵌入式冰箱等冰箱产品项目	3.35	1.93
2	冰箱零部件自制能力提升项目	0.95	0.63
3	研发中心建设项目	1.39	1.16
4	补充流动资金项目	1	0.85
	合计	6.69	4.57

数据来源：招股说明书，公司公告，西南证券整理

我们认为，本次募投项目有望从两方面提升公司经营效率：

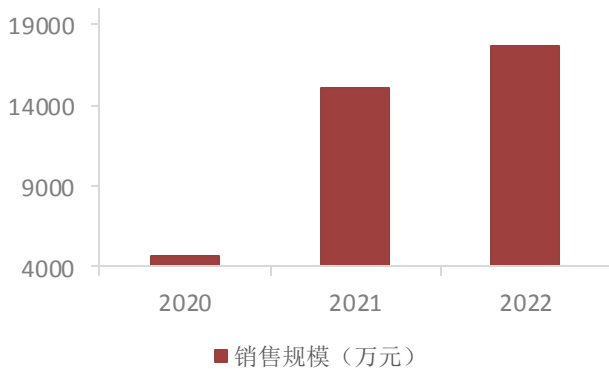
- **“年产100万台嵌入式冰箱等冰箱产品项目”**：一方面有利于缓解公司现有生产线面临的产能瓶颈问题，提高公司产品生产能力；另一方面也能帮助公司抓住嵌入式冰箱和住商用展示柜行业的发展机遇，完善公司业务的多元化布局，提升公司未来的盈利能力。
- **“冰箱零部件自制能力提升项目”**：有助于降低公司原材料的成本、增加原材料供给的可控性，一定程度上降低公司的经营风险，同时通过该项目公司可以实现重点原材料的自产自用，提升产品的质量，增强公司行业竞争力；“研发中心建设项目”有利于改善当前研发团队的技术研发环境，进一步提升公司研发新产品的能力，提升公司的行业地位和核心竞争力。

公司本次募投项目的实施将全面提升公司的综合竞争力，推动公司主营业务规模的快速增长，实现公司未来战略目标和可持续发展。

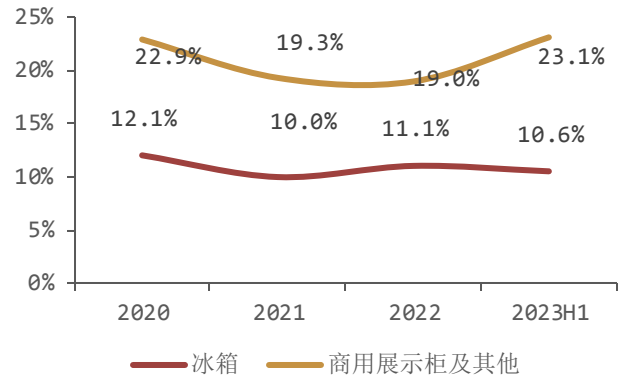
3.2 商柜、境外占比提升，结构优化推动盈利向好

通过深度调研橱柜行业板式家居的尺寸标准和制作规则，公司用家居和橱柜的思维反向设计嵌入式冰箱。如今，公司的嵌入式冰箱产品已经涵盖了400L以上的平嵌到全嵌品类，实现了产品的全方位布局，并坚持销售一代、储存一代、开发一代的策略，持续保持产品终端的更新迭代。

公司开拓商柜等高毛利新品类。凭借冰箱行业多年生产经营经验和较高的产品品质，公司已成功进入可口可乐商用展示柜产品供应链体系，与商用展示柜领域大型企业建立了合作关系，为公司持续拓展商用展示柜产品市场提供了客户口碑支撑。公司积极开拓550-700L容积段的商用展示柜产品市场，2020-2022年，公司550-700L商用展示柜产品的销售规模稳步增长，从2020年的4666.4万元增至2022的17740.7万元，复合增长率达95%。商柜产品毛利率约为20%水平，高于冰箱10%左右的毛利率水平，随着商柜产品的销售规模逐渐提升，有效带动公司盈利能力改善。

图 17：2020-2022 年公司 550-700L 商用展示柜销售规模


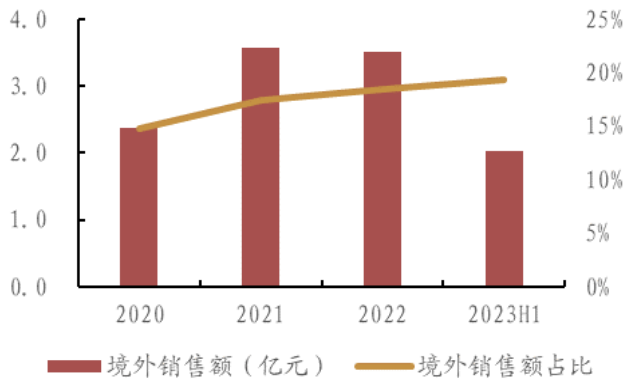
数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 18：商用展示柜具有更高的毛利率


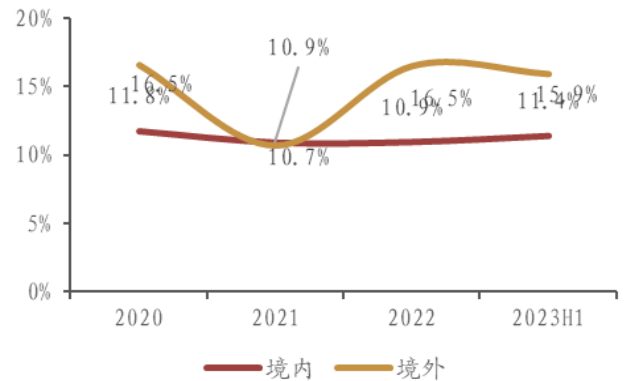
数据来源：招股说明书，西南证券整理

境外销售占比提升，毛利率改善。2019 年至今，随着产能产量的进一步提升，公司不断调整产品结构与客户结构，积极拓展海外市场，境外销售额占比自 2020 年的 14.8% 提升至 2023 年 H1 的 19.4%，目前产品销售已拓展至韩国、德国、美国等境外多个国家和地区。

2021 年大宗商品原材料价格上升叠加国际集装箱短缺，境外销售额毛利率较低，为 10.7%，除 2021 年外，其余年度境外毛利率皆高于境内毛利率水平。总体而言，公司通过产品结构和销售区域的结构调整，不断优化其盈利能力。

图 19：2020-2023H1 公司境外销售额及占比


数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 20：境外具有更高的毛利率


数据来源：招股说明书，西南证券整理

3.3 专利储备充足，核心团队经验丰富

公司拥有多项专利技术，技术创新优势突出。公司自成立以来便坚持自主研发，凭借核心技术团队在大容积、嵌入式冰箱工程技术领域的多年耕耘，实现了多项冰箱制造核心技术的升级。截止 2022 年末，公司及下属子公司共计拥有 282 项专利权，其中发明专利 10 项，实用新型专利 176 项，外观设计专利 96 项。

公司高管均在冰箱行业企业有多年的从业经历，经验丰富。自 2011 年成立以来，公司核心管理团队和关键技术人员未发生过重大改变，团队的骨干人员平均拥有 15 年以上的本行业从业经验，对行业市场需求趋势把握准确。

表 2：公司高管及其履历

姓名	职务	个人简历
顾维	董事长	冰箱从业 37 年，曾任扬子集团、博西华家电总工程师；美的华凌冰箱副总经理、海信科龙冷柜副总经理
王力学	总经理	1991 年 7 月至 2011 年 9 月，历任合肥美菱股份有限公司技术员、工程院院长、副总经理；2011 年 11 月加入雪祺，为公司初创团队核心成员，深入理解工艺工程及制造体系
王士生	技术副总	曾就职于扬子集团、西门子，为初创团队核心成员，产品研发经验丰富
徐园生	财务负责人、董事会秘书	曾就职美的的集团冰箱事业部财务职位 6 年，在冰箱行业具备丰富的管理经验

数据来源：招股说明书，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：假设 2023-2025 年大容积冰箱线下销售占比分别为 67%、70%、73%；线上销售占比分别为 44%、47%、50%。

假设 2：海外市场毛利率水平相较于中国市场更高，同时考虑到公司募投项目有望通过零部件自制从成本端改善盈利能力，假设公司 2023-2025 年中国市场毛利率分别为 11.5%、11.7%、11.8%；海外市场毛利率分别为 16.5%、16.5%、16.7%。

假设 3：公司已基本覆盖国内主要品牌商公司，预计销售费用率保持稳定，假设 2023-2025 年销售费用率维持在 1%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 3：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
中国市场	收入	1,552.81	1801.26	2071.45	2382.17
	增速	-8.2%	16.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	10.92%	11.50%	11.70%	11.80%
海外市场	收入	350.73	455.95	592.73	770.55
	增速	-1.6%	30.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	16.47%	16.50%	16.50%	16.70%
其他	收入	23.94	25.14	26.39	27.71
	增速	-0.8%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	33.44%	30.00%	30.00%	30.00%
合计	收入	1,927.48	2,282.35	2,690.58	3,180.43
	增速	-6.98%	18.41%	17.89%	18.21%
	毛利率	12.21%	12.70%	12.94%	13.15%

数据来源：Wind，西南证券

4.2 估值

综合考虑具体产品相似程度及 ODM 业务模式相似性，选取了奥马电器、比依股份、新宝股份 3 家上市公司作为估值参考，其中奥马电器是国内最大的冰箱 ODM 生产基地，目前冰箱业务为 ODM 业务与 OBM 业务并行发展的模式；比依股份主要进行空气炸锅、烤箱等加热类厨房小家电的 ODM/OEM/OBM 业务；新宝为国内最大的小家电 ODM/OBM 制造商之一。

表 4：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
002668.SZ	奥马电器	5.45	0.39	0.68	0.77	0.86	13.95	8.00	7.06	6.31
603215.SH	比依股份	14.41	0.94	1.22	1.38	1.69	15.27	11.77	10.41	8.54
002705.SZ	新宝股份	13.30	1.17	1.21	1.39	1.56	11.37	10.96	9.55	8.51
平均值							10.24	9.01	7.79	10.24

数据来源：Wind，西南证券整理

从 PE 角度看，公司 2023 年估值为 17 倍，高于可比公司平均 PE，我们认为主要系公司作为大容积冰箱隐形冠军，技术壁垒以及细分赛道的竞争优势更为显著所致。此外，公司持续通过提升商用展柜、境外营收占比带动盈利能力改善，产能利用高效，本次公开发行新股一方面突破产能瓶颈，另一方面通过零部件自制从成本端优化盈利能力。我们预计未来 2023-2025 年 EPS 分别为 1.03、1.32、1.67 元，对应 PE 分别为 17、13、11x，首次覆盖给予“持有”评级。

5 风险提示

原材料价格大幅波动风险、海外销售不及预期风险、募投项目建设不及预期风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1927.48	2282.35	2690.58	3180.43	净利润	102.72	144.32	186.30	233.95
营业成本	1692.08	1992.43	2342.50	2762.34	折旧与摊销	60.63	77.35	83.54	91.38
营业税金及附加	7.10	8.62	9.83	11.77	财务费用	-6.15	-4.25	-9.76	-16.22
销售费用	17.71	22.82	26.91	31.80	资产减值损失	-0.82	-1.00	-1.00	-1.00
管理费用	46.08	114.12	129.15	149.48	经营营运资本变动	-80.65	144.05	-2.65	12.88
财务费用	-6.15	-4.25	-9.76	-16.22	其他	-54.79	3.57	4.86	5.68
资产减值损失	-0.82	-1.00	-1.00	-1.00	经营活动现金流净额	20.94	364.05	261.28	326.67
投资收益	-0.94	0.00	0.00	0.00	资本支出	-102.68	-100.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	-0.58	0.00	0.00	0.00	其他	25.52	0.19	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-77.15	-99.81	-100.00	-100.00
营业利润	103.57	149.60	192.96	242.26	短期借款	-36.24	237.85	-68.99	-120.43
其他非经营损益	2.71	-0.28	-0.21	-0.21	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	106.28	149.32	192.75	242.05	股权融资	188.49	0.00	0.00	0.00
所得税	3.56	5.00	6.45	8.10	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	102.72	144.32	186.30	233.95	其他	-143.44	0.66	9.76	16.22
少数股东损益	2.38	4.00	5.24	5.94	筹资活动现金流净额	8.81	238.51	-59.23	-104.21
归属母公司股东净利润	100.34	140.32	181.06	228.01	现金流量净额	-44.55	502.75	102.06	122.46
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	67.84	570.59	672.64	795.11	成长能力				
应收和预付款项	699.58	798.55	945.38	1121.94	销售收入增长率	-6.98%	18.41%	17.89%	18.21%
存货	138.01	162.51	191.06	225.30	营业利润增长率	18.47%	44.45%	28.98%	25.55%
其他流动资产	136.65	16.90	19.92	23.55	净利润增长率	24.08%	40.50%	29.08%	25.58%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	1.81%	40.91%	19.77%	19.00%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	459.96	486.43	506.71	519.14	毛利率	12.21%	12.70%	12.94%	13.15%
无形资产和开发支出	31.85	28.03	24.21	20.39	三费率	2.99%	5.81%	5.44%	5.19%
其他非流动资产	27.46	27.46	27.46	27.46	净利率	5.33%	6.32%	6.92%	7.36%
资产总计	1561.35	2090.46	2387.38	2732.89	ROE	17.63%	19.88%	20.42%	20.41%
短期借款	10.01	247.86	178.87	58.44	ROA	6.58%	6.90%	7.80%	8.56%
应付和预收款项	640.20	751.25	873.33	1036.31	ROIC	10.27%	14.57%	17.62%	19.50%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	8.20%	9.76%	9.91%	9.98%
其他负债	328.46	365.23	422.77	491.77	营运能力				
负债合计	978.67	1364.34	1474.97	1586.53	总资产周转率	1.32	1.25	1.20	1.24
股本	102.57	136.76	136.76	136.76	固定资产周转率	5.11	5.15	6.24	7.39
资本公积	340.42	306.23	306.23	306.23	应收账款周转率	5.91	6.28	6.49	6.43
留存收益	125.40	265.72	446.77	674.79	存货周转率	13.15	13.26	13.25	13.27
归属母公司股东权益	569.27	708.71	889.76	1117.77	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	74.26%	—	—	—
少数股东权益	13.41	17.41	22.65	28.59	资本结构				
股东权益合计	582.68	726.11	912.41	1146.37	资产负债率	62.68%	65.27%	61.78%	58.05%
负债和股东权益合计	1561.35	2090.46	2387.38	2732.89	带息债务/总负债	1.02%	18.17%	12.13%	3.68%
					流动比率	1.11	1.17	1.27	1.40
					速动比率	0.96	1.04	1.14	1.25
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.73	1.03	1.32	1.67
					每股净资产	4.26	5.31	6.67	8.38
					每股经营现金	0.15	2.66	1.91	2.39
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	158.05	222.71	266.73	317.42					
PE	24.19	17.30	13.41	10.65					
PB	4.17	3.34	2.66	2.12					
PS	1.26	1.06	0.90	0.76					
EV/EBITDA	11.00	9.33	7.15	5.24					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	岑宇婷	高级销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyif@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	阙钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn

	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
