


2024年04月26日  
长虹华意(000404.SZ)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

其他家电

投资评级

**买入-A**  
**首次评级**

6个月目标价

9.07元

股价(2024-04-25)

6.65元

交易数据

总市值(百万元) 4,628.37

流通市值(百万元) 4,612.71

总股本(百万股) 696.00

流通股本(百万股) 693.64

12个月价格区间 4.57/8.02元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-5.9	6.2	8.0
绝对收益	-5.8	11.8	-2.9

李奕臻

分析师

SAC 执业证书编号: S1450520020001

liyiz4@essence.com.cn

余昆

分析师

SAC 执业证书编号: S1450521070002

yukun@essence.com.cn

相关报告

## Q1 冰压主业快速增长，盈利能力改善

**事件:** 长虹华意公布 2024 年一季报。公司 Q1 实现收入 33.4 亿元，YoY-21.2%；实现归母净利润 0.8 亿元，YoY+27.0%；实现扣非归母净利润 0.8 亿元，YoY+34.2%。我们认为，受原材料及配件收入减少影响，Q1 长虹华意单季收入有所下降，但冰压主业收入持续增长，盈利能力有所改善。

**Q1 单季收入有所承压:** Q1 长虹华意收入同比有所下降，主要因为原材料及配件收入减少，且公司退出扫地机业务，而去年同期有相关业务收入。主业方面，公司持续优化产品结构，加速拓展国内外客户，我们推断 Q1 冰压收入同比快速增长。据产业在线数据，1-2 月，长虹华意压缩机内销/外销出货量 YoY+34.4%/+8.0%。展望后续，家电“以旧换新”政策有望推出，或将有效刺激冰箱更新需求释放和产品结构升级，进而拉动冰箱压缩机销量提升（详见专题报告：《以旧换新政策如何影响家电消费？》）。长虹华意作为冰箱压缩机行业龙头，有望充分受益于“以旧换新”政策。

**Q1 盈利能力同比提升:** Q1 长虹华意归母净利率 2.4%，同比 +0.9pct。公司盈利能力改善，主要因为：1) 公司持续优化产品结构，不断强化增收降本工作，Q1 毛利率同比 +1.1pct；2) 本期应收票据、应收账款期末结构变动，预期信用损失减少，Q1 信用减值损失/收入同比 +0.8pct；3) 汇率因素导致汇兑收益增加，Q1 财务费用率同比 -0.5pct。后续，随着公司持续优化产品结构，推动生产效率提升，盈利能力有望稳步改善。

**Q1 经营性现金流净流出有所扩大:** 长虹华意 Q1 经营性现金流净额 -4.4 亿元，去年同期为 -4.1 亿元。公司经营性现金流净流出金额有所扩大，主要因为收入规模下降，Q1 销售商品、提供劳务收到的现金 YoY-28.8%。Q1 期末货币资金余额 56.1 亿元，YoY+49.4%，现金储备较为充裕。

**投资建议:** 长虹华意在冰压行业的龙头地位稳固，公司持续优化产品结构，且积极拓展新能源汽车空调压缩机业务，经营表现有望稳步提升。预计公司 2024 年~2026 年的 EPS 分别为 0.60/0.71/0.83 元，首次覆盖给予买入-A 的投资评级，给予公司 2024 年 15 倍动态市盈率，相当于 6 个月目标价 9.07 元。

**风险提示:** 行业竞争加剧，原材料价格大幅上升，海外贸易冲入风险、相关假设及预测不及预期。

(亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	131.0	128.9	110.1	117.6	127.6
净利润	2.6	3.6	4.2	5.0	5.8
每股收益(元)	0.38	0.52	0.60	0.71	0.83
每股净资产(元)	5.16	5.49	5.86	6.36	7.01

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	19.0	13.8	11.8	10.1	8.6
市净率(倍)	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0
净利润率	2.0%	2.8%	3.8%	4.2%	4.5%
净资产收益率	7.3%	9.5%	10.3%	11.2%	11.8%
股息收益率	2.8%	0.0%	3.1%	3.0%	2.6%
ROIC	7.8%	9.4%	10.9%	11.4%	12.1%

数据来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

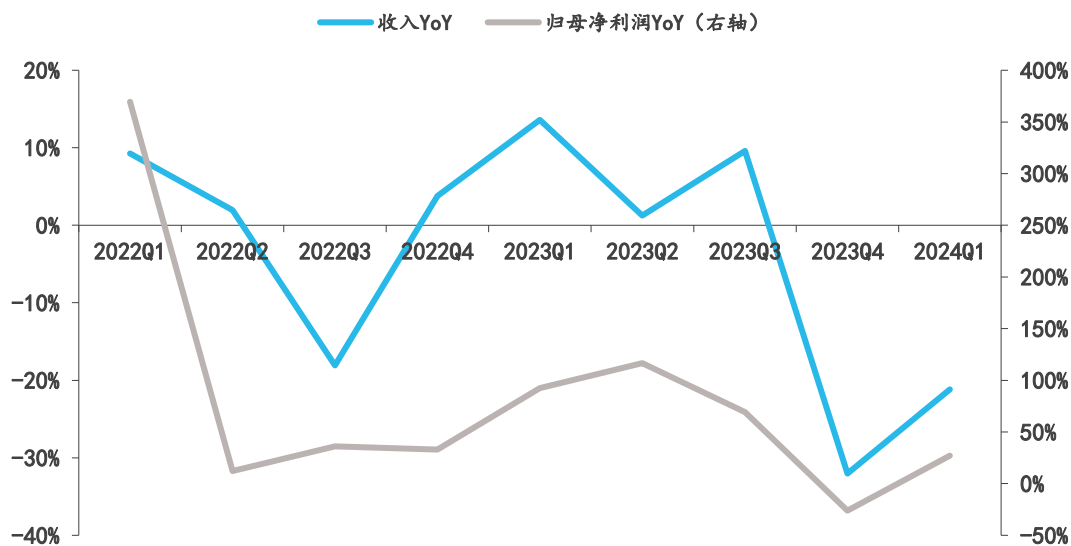
## 1. 财务指标

表1: 财务指标分析

%	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
营业收入 YoY	36.5	23.9	-3.7	9.3	2.0	-18.1	3.8	13.6	1.3	9.6	-32.0	-21.2
归母净利润 YoY	5.0	69.8	123.0	369.5	12.3	36.2	32.8	92.5	116.5	69.3	-26.1	27.0
扣非归母净利润 YoY	-14.3	-1,319.8	-147.7	-210.4	65.2	109.9	-810.0	167.5	155.4	43.9	-64.6	34.2
销售毛利率	10.1	5.6	11.4	7.1	9.1	11.1	16.4	8.9	11.3	15.2	22.0	10.0
销售费用率	1.9	-1.3	1.7	0.9	1.2	0.6	2.5	0.9	1.4	1.7	3.4	1.2
毛利率-销售费用率	8.2	6.9	9.6	6.2	7.9	10.5	13.8	7.9	9.9	13.6	18.7	8.8
销售净利率	1.9	2.5	3.7	1.5	2.0	3.7	6.0	2.1	4.3	5.5	5.9	3.5
ROE	1.3	1.4	2.6	0.9	1.4	1.9	3.3	1.7	2.8	3.0	2.3	2.1
扣非后 ROE	0.8	1.0	-0.3	0.6	1.4	2.1	2.3	1.6	3.3	2.8	0.8	2.0
ROA	0.5	0.7	1.0	0.5	0.5	0.8	1.5	0.7	1.1	1.2	0.9	0.8
销售商品提供劳务收到的现金/收入	89.7	87.7	106.6	60.2	104.4	92.6	80.9	64.5	101.2	77.2	122.9	58.2
经营活动现金净流量/收入	23.7	7.8	19.4	-9.2	34.6	1.1	0.2	-9.6	28.1	-2.8	17.1	-13.2
经营活动现金净流量/经营净收益	1,669.9	408.4	2,505.7	-761.2	1,940.1	27.3	3.4	-432.3	545.4	-44.3	1,414.2	-350.2
经营现金流净额占比	311.9	126.4	201.3	-55.9	-177.3	21.3	-293.9	279.1	138.1	-137.3	144.8	-42.0
投资现金流净额占比	-100.8	52.0	-77.3	51.0	241.5	167.9	-4,347.5	96.0	51.2	-103.6	-76.2	51.5
筹资现金流净额占比	-111.1	-78.4	-24.0	105.0	35.8	-89.2	4,741.4	-275.1	-89.3	340.9	31.3	90.5

资料来源: Wind, 国投证券研究中心

图1. 收入与归母净利润同比



资料来源: wind, 国投证券研究中心

## 2. 盈利预测及估值

### 2.1. 盈利预测

基于冰箱压缩机行业发展趋势和长虹华意的竞争力，我们对公司 2024 年-2026 年的收入和业绩进行测算。关键假设如下：

- 1) 全球冰箱需求空间较大，公司作为冰箱压缩机龙头，在技术研发、客户资源、生产制造和品牌知名度方面具有较强竞争力，其国内外市场份额有望持续提升，且有望受益于以旧换新政策刺激的更新需求释放。考虑到过去三年该产品销量年均复合增速+9%，假设 2024 年-2026 年销量增速分别为+7%、+8%、+8%。公司持续优化产品结构，重点深耕变频、商用市场，预计未来几年冰箱压缩机均价将持续提升，假设 2024 年-2026 年均价增速分别为+1%、+1%、+1%。随着产品销量和均价持续提升，该类产品毛利率有望稳步增加，假设 2024 年-2026 年毛利率分别为 16.35%、16.39%、16.43%。
- 2) 考虑到公司不再把原材料及配件业务作为发展重点，我们预计未来几年该项业务收入将逐步减少，毛利率将逐渐下降。假设 2024 年-2026 年原材料及配件收入增速分别为-80%、-50%、-50%；毛利率分别为 3.68%、2.72%、2.33%。
- 3) 公司于 2024 年 1 月完成对所持有的格兰博股份转让，已退出扫地机业务。假设未来几年公司扫地机业务收入为 0。
- 4) 公司电池业务规模较小，且非公司主业，我们预计未来几年电池业务收入和毛利率保持稳定。假设 2024 年-2026 年电池收入增速分别为+1%、+1%、+1%；毛利率分别为 27.55%、27.55%、27.55%。
- 5) 近几年我国新能源汽车市场规模不断扩大且持续保持快速发展趋势。公司子公司浙江威乐抓住新能源汽车高速增长机会，聚焦资源，加强重点客户开发，市场份额持续提升。预计公司新能源汽车空调压缩机销量将保持快速增长态势，产品升级带动均价和毛利率提升。假设 2024 年-2026 年销量增速分别为+35%、+30%、+30%；均价增速分别为+2%、+2%、+2%；毛利率分别为 9.98%、10.07%、10.16%。

费用假设如下：

- 1) 销售费用：公司持续完善国内外销售网络，预计销售费用将有所提升，但销售费用率随着收入规模扩大而有所下降。假设 2024-2026 年销售费用率分别为 2.10%、2.00%、1.95%。
- 2) 管理费用：随着公司业务规模增长和业务领域的拓展，预计公司管理费用会有所提升，管理费用率有所下降。假设 2024-2026 年管理费用率分别为 3.11%、3.00%、2.95%。
- 3) 研发费用：公司持续加大对变频、商用压缩机的研发力度，且不断拓展新能源汽车空调压缩机领域，预计研发投入将有所增加，但研发费用率随着收入规模扩大而有所下降。假设 2024-2026 年研发费用率分别为 3.90%、3.80%、3.75%。
- 4) 财务费用：公司货币现金规模较大，预计将产生较多的利息收入。假设 2024-2026 年财务费用率分别为-0.48%、-0.50%、-0.64%。

综上，我们对公司 2024-2026 年经营预期如下：

表2：长虹华意收入与业绩预测

		2022	2023	2024E	2025E	2026E
冰箱冰柜压缩机	销量 (万台)	6731.0	7273.0	7782.1	8404.7	9077.1
	YoY	-0.9%	8.1%	7.0%	8.0%	8.0%
	均价 (元/台)	136.6	125.8	127.0	128.3	129.6
	YoY	2.0%	-7.9%	1.0%	1.0%	1.0%
	收入 (亿元)	92.0	91.5	98.9	107.8	117.6
	YoY	1.1%	-0.5%	8.1%	9.1%	9.1%
	毛利率	12.16%	16.33%	16.35%	16.39%	16.43%
原材料及配件	收入 (亿元)	32.9	27.9	5.6	2.8	1.4
	YoY	-8.7%	-15.4%	-80.0%	-50.0%	-50.0%
	毛利率	6.19%	4.16%	3.68%	2.72%	2.33%
智能扫地机	收入 (亿元)	1.6	4.9	0	-	-
	YoY	-18.9%	203.3%	-100%	-	-
	毛利率	3.48%	5.66%	-	-	-
电池	收入 (亿元)	1.6	1.1	1.1	1.2	1.2
	YoY	-21.1%	-30.7%	1.0%	1.0%	1.0%
	毛利率	18.90%	27.55%	27.55%	27.55%	27.55%
新能源汽车空调压缩机	销量 (万台)	23.4	38.0	51.3	66.7	86.7
	YoY		62.4%	35.0%	30.0%	30.0%
	均价 (元/台)	883.8	729.0	743.5	758.4	773.6
	YoY		-17.5%	2.0%	2.0%	2.0%
	收入 (亿元)	2.1	2.8	3.8	5.1	6.7
	YoY		33.9%	37.7%	32.6%	32.6%
	毛利率	17.00%	9.94%	9.98%	10.07%	10.16%
其他收入	收入 (亿元)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
	YoY	-16.2%	-2.6%	1.0%	1.0%	1.0%
	毛利率	16.94%	10.33%	10.33%	10.33%	10.33%
合计	<b>总收入 (亿元)</b>	<b>131.0</b>	<b>128.9</b>	<b>110.1</b>	<b>117.6</b>	<b>127.6</b>
	YoY	-0.8%	-1.6%	-14.6%	6.8%	8.6%
	毛利率	10.74%	13.22%	15.56%	15.86%	16.01%
	销售费用率	1.34%	1.63%	2.10%	2.00%	1.95%
	管理费用率	2.48%	3.13%	3.11%	3.00%	2.95%
	研发费用率	3.56%	3.70%	3.90%	3.80%	3.75%
	财务费用率	-0.63%	-0.33%	-0.48%	-0.50%	-0.64%
	<b>归母净利润 (亿元)</b>	<b>2.6</b>	<b>3.6</b>	<b>4.2</b>	<b>5.0</b>	<b>5.8</b>
	YoY	41.7%	37.8%	16.2%	17.7%	16.5%

资料来源：wind，公司年报，国投证券研究中心

## 2.2. 估值

可比公司选择：长虹华意主要产品为冰箱压缩机，所处行业为家电上游的零部件行业。我们选择同为家电零部件行业的三花智控、盾安环境、华翔股份、汉宇集团、星帅尔作为可比公司。

**绝对估值：**我们利用 FCFE DCF 法测算长虹华意的权益价值。

主要假设如下：

- 1) 我们选用十年期国债到期收益率作为无风险利率，参数设置为 2.26%。
- 2) 选择近十年沪深 300 指数的年化平均收益率作为市场投资组合预期收益率  $R_m$ ，参数设置为 6.71%，风险溢价为 4.45%。
- 3) 根据可比公司来确定公司的  $\beta$  系数，近一年三花智控、盾安环境、华翔股份、汉宇集团、星帅尔的  $\beta$  值分别为 1.07/1.03/1.15/1.48/1.06。参考可比公司  $\beta$  系数，我们选取均值 1.16 作为长虹华意的  $\beta$  系数。

- 4) 根据 CAPM 模型，计算公司股权收益率  $K_e$  为 7.44%。
- 5) 将公司预测期分为三个阶段：1) 2024-2027 年为第一阶段，逐年预测；2) 2028-2035 年为第二阶段，考虑到公司持续拓展海外市场，海外业务收入有望保持较快增长，且公司积极拓展发展潜力较高的新能源汽车空调压缩机业务。我们预计公司自由现金流保持提升趋势，给予公司半显性期增长率 5%；3) 2035 年以后为第三阶段，预计公司各项业务发展进入成熟期，将保持稳中有升的增长趋势，此时现金流充足，业务稳定。以我国 GDP 增速预期为依据，随着经济体量的不断增大，十年后我国 GDP 增速可能有所下降。参考美国近几年非疫情年份的 GDP 增速在 2%-3%徘徊，我们认为中国 GDP 远期稳定增速有望保持 2%，给予公司永续增长率 2%。

表3: 长虹华意 FCFE DCF 模型中的关键假设及估值 (数据截至 2024. 04. 23)

估值假设	权益 FCFE 估值		
无风险利率	2.26%	显性预测 (亿元)	19.2
风险溢价	4.45%	半显性预测 (亿元)	20.4
$\beta$ 系数	1.16	永续价值 (亿元)	44.0
$R_m$	6.71%	权益价值 (亿元)	83.5
$K_e$	7.44%	总股本 (亿股)	7.0
半显性期增长率	5.00%	每股权益价值 (元)	12.00
永续增长率	2.00%		

资料来源: wind, 国投证券研究中心

根据 FCFE DCF 模型，我们预计公司的合理每股权益价值中枢为 12.00 元。

表4: 长虹华意 FCFE 预测 (单位: 亿元)

	显性预测				半显性预测								终值
	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2035E
FCFE	0.3	7.9	11.0	3.7	3.9	4.1	4.3	4.5	4.7	4.9	5.2	5.4	101.8
贴现	0.2	7.0	9.1	2.8	2.8	2.7	2.6	2.6	2.5	2.5	2.4	2.3	44.0
													83.5

资料来源: wind, 国投证券研究中心

敏感性分析结果表明，当永续增长率取值在 1.0%~3.0% 区间范围内， $K_e$  取值区间在 7.0%~9.0% 区间范围内时，公司合理的每股权益价值在 8.87 元~14.93 元之间。

表5: 长虹华意每股权益价值敏感性分析 (单位: 元)

$K_e$ \ 永续增长率	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%
10.00%	7.59	7.90	8.29	8.80	9.47
9.00%	8.44	8.87	9.42	10.16	11.20
8.00%	9.50	10.11	10.93	12.07	13.79
7.00%	10.87	11.77	13.03	14.93	18.08
6.00%	12.70	14.10	16.19	19.68	26.66

资料来源: wind, 国投证券研究中心

**相对估值:** 考虑公司的主营业务，我们选择三花智控、盾安环境、华翔股份、汉宇集团、星帅尔作为可比公司。可比公司 2024 年 PE 估值均值为 13.92X。考虑到长虹华意全球市场份额仍有提升空间，且积极拓展新能源汽车空调压缩机业务，我们预计公司收入业绩有望保持较高增速。考虑到公司未来增长潜力，我们给予公司 2024 年 15X 的 PE 估值，对应 6 个月目标价为 9.07 元。



表6: 可比公司估值情况

股票代码	公司名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)				PE			
				2022A	2023A	2024E	2025E	2022A	2023A	2024E	2025E
002050.SZ	三花智控	21.84	815.20	0.72	0.87	1.09	1.31	30.33	25.10	20.04	16.67
002011.SZ	盾安环境	11.53	122.84	0.91	0.70	0.87	1.01	12.67	16.47	13.32	11.39
603112.SH	华翔股份	12.64	55.26	0.61	0.90	1.10	1.35	20.72	14.04	11.50	9.34
300403.SZ	汉宇集团	7.63	46.01	0.34	0.44	0.49	-	22.53	17.17	15.60	-
002860.SZ	星帅尔	9.76	29.92	0.40	0.66	1.07	1.39	24.40	14.79	9.12	7.02
<b>均值</b>								22.13	17.52	13.92	11.11

资料来源: wind, 国投证券研究中心

备注: 华翔股份、汉宇集团的盈利预测采用Wind一致预期, 其余标的盈利预测为国投证券家电团队最新报告的预期, 股价为2024年4月25日收盘价。





## 目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034