

# 业务优化盈利爆发 冷链驱动迎高弹性

——澳柯玛 (600336.SH) 2019 年报点评

家用电器/白色家电



申港证券  
SHENGANG SECURITIES

## 事件:

公司发布 2019 年年报, 营业总收入为 64.3 亿元, 同比增速 14%, 归母净利润实现 1.92 亿元, 同比大增 176.1%, 经营性活动现金流净额 5.6 亿元, 增速 157.1%。公司拟派发现金红利每 10 股 0.8 元 (含税)。

## 投资摘要:

**业务结构优化, 盈利爆发式释放。**公司全年营收增速 14%, 归母净利润增速 176.1%, 扣非归母净利润则为 7.4 亿元, 增速 108.4%。盈利端的爆发式释放与公司产业优化直接相关, 报告期内公司剥离了原有亏损的电动自行车业务, 进一步将重心聚焦于“互联网+全冷链”的核心主营战略并实现了医用冷链业务的超预期发展, 优化盈利结构, 提升资源分配运营效率。公司销售毛利率实现 21.1% 同比提升 1.2pct, 而净利率更是由 18 年的 1.33% 大幅提升至 3.12%, 实现了盈利模式的跨步式优化。

**制冷业务整体稳健提升, 医用超低温规模提升超预期。**

- 公司核心主营冰柜/冰箱业务实现 36.2 亿元, 增速达 15.6%, 占总营收 56.3%, 业务毛利率 15.6% 提升 0.88pct, 业务毛利占总毛利的 66.2%。
- 其中高盈利的医用超低温业务成长超预期, 对应的澳柯玛超低温子公司营收 1.68 亿元, 增速达 87.6%, 净利润实现 1591.4 万元, 增速高达 146.9%, 子公司净利率则实现 9.5% 同比提升 2.3pct。
- 其他主营中小家电业务增速大增 89%, 空调、洗衣机业务提升稳健, 厨洁具则出现小幅下滑, 各业务占总营收的 4.5-8% 之间。营收占比低于 1.5% 的电动车及自动售货机业务则出现显著下滑。各业务变化进一步证明公司全冷链战略下业务重心聚焦制冷核心业务, 业务优化带动盈利结构优化。

**以央视推广为核心进行品牌升级, 强力塑造品牌价值。**2020 年起公司成为央视《星光大道》甄选品牌, 在综艺、电影频道大力投放广告, 全面开启品牌升级, 这也是近年公司最大力度地展开市场推广。以央视推广为核心公司展开营销革新, 整合线上线下营销策略, 并创新开发京东专卖、网批、C2M、直播带货等销售模式, 而商用端进一步整合资源, 推进全套制冷解决方案, 加快速冻和新零售等新兴市场开发。品牌升级带来的营收提升值得期待。

**重大项目持续推进落地, 公司加速转型前期投入逐步释放。**此前公司在“互联网+全冷链”战略下展开多层项目投入, 并于 2017 年 4 月募资 7.46 亿展开全冷链体系建设, 且 2018 年 3 月再度对项目升级。目前公司项目中超低温智能化工厂、智能物流仓库一期工程、智慧冷链产业园主体土建工程、数字化人力资源项目均已完成。后续工业园升级改造、智能物流仓库二期及三期工程、智慧冷链产业园、创新中心、信息化管控平台等项目也将加速落地。伴随项目推进公司加速转型, 有望为业务结构优化、产能供给、内部管理带来长效提升。

**食品冷链及医用冷链市场蓬勃发展的, 公司全冷链战略下有望率先分享红利。**近年食品冷链在生鲜电商及跨境贸易的产业级驱动下规模持续增长, 疫情影响下新基建也明确对重大冷链物流项目的推进落地, 食品冷链的供需矛盾为冷链设备市场配置带来红利; 医用冷链方向伴随《生物安全法》的加速推动, 医用冷链监管升级、政策释放下设备端有望短期集中需求释放。在冷链主体竞争者有限, 尤其医用冷链国内设备全覆盖企业仅有含公司在内的三家的背景下, 公司有望在冷链释放下率先分享红利, 相关具体分析欢迎参阅我们前期深度报告。

**投资建议:**疫情影响食品冷链及医用冷链设备短期具释放红利, 而公司近年重

敬请参阅最后一页免责声明

评级

增持 (维持)

2020 年 04 月 25 日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号: S1660519040001

秦一超

研究助理

qinyichao@shgsec.com

021-20639326

## 交易数据

时间 2020.04.24

总市值/流通市值 (亿元)	47.63/46.29
总股本 (万股)	79,918.33
资产负债率 (%)	67.14
每股净资产 (元)	2.53
收盘价 (元)	5.96
一年内最低价/最高价 (元)	3.85/7.37

## 公司股价表现走势图



资料来源: 申港证券研究所

## 相关报告

- 1、《澳柯玛公司深度研究: 冷链双驱 转型节点下爆发的盈利高弹性》2020-03-15

心全冷链战略下，家电业务短期承压的同时冷链项目持续释放，公司迎来冷链转型节点，盈利结构优化预期下具有高弹性契机。疫情影响下调整后预计公司20-22年归母净利润实现2.7、3.1、4.5亿元，对应EPS为0.34、0.39、0.57元，对应PE为17.6、15.3、10.5倍，维持“增持”评级。

**风险提示：**冷链项目落地不及预期；食品冷链配置释放不及预期；医药相关政策推进不及预期。

### 财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5,645.16	6,433.36	7,414.36	8,676.49	9,959.47
增长率(%)	21.09%	13.96%	15.25%	17.02%	14.79%
归母净利润(百万)	69.90	192.97	270.00	311.83	454.71
增长率(%)	113.83%	176.06%	39.92%	15.49%	45.82%
净资产收益率(%)	3.79%	9.56%	11.85%	12.38%	15.84%
每股收益(元)	0.09	0.24	0.34	0.39	0.57
PE	66.22	24.83	17.64	15.27	10.48
PB	2.58	2.36	2.09	1.89	1.66

资料来源：公司财报、申港证券研究所

### 公司单季度财务指标

指标	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4
主营收入(百万元)	1658.92	1407.64	1282.13	1508.25	1884.53	1515.72	1524.86
增长率(%)	22.47%	19.80%	17.69%	16.33%	13.60%	7.68%	18.93%
毛利率(%)	19.23%	18.27%	21.16%	21.33%	19.69%	20.16%	23.72%
期间费用率(%)	15.14%	18.05%	19.02%	16.89%	15.00%	19.38%	22.81%
净利润(百万元)	31.64	-8.86	21.11	37.53	45.05	10.32	107.71
增长率(%)	120.94%	-9.70%	-713.16%	20.67%	42.37%	-216.41%	410.24%
每股盈利(季度, 元)	0.04	-0.01	0.03	0.05	0.05	0.01	0.13
资产负债率(%)	60.52%	60.38%	60.60%	66.27%	66.84%	69.14%	67.14%
净资产收益率(%)	1.58%	-0.44%	1.05%	1.83%	2.17%	0.49%	4.89%

资料来源：公司财报、申港证券研究所

表1: 公司盈利预测表

利润表		单位:百万元					资产负债表					单位:百万元					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	5645	6433	7414	8676	9959	流动资产合计	3101	4354	4864	5679	6427						
营业成本	4519	5073	5847	6712	7582	货币资金	933	1549	1785	2089	2397						
营业税金及附加	60	53	61	72	82	应收账款	607	1021	987	1155	1326						
营业费用	705	884	938	1097	1260	其他应收款	95	86	100	117	134						
管理费用	146	162	179	210	242	预付款项	200	189	238	273	309						
研发费用	112	135	155	182	209	存货	845	1126	1195	1372	1550						
财务费用	7	-2	56	59	52	其他流动资产	79	122	138	159	180						
资产减值损失	34	-8	13	3	8	非流动资产合计	2014	2342	2170	2137	2013						
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	长期股权投资	269	268	222	268	245						
投资净收益	7	2	2	2	2	固定资产	568	583	629	649	650						
营业利润	94	237	334	387	566	无形资产	535	468	455	443	431						
营业外收入	7	10	9	9	9	商誉	0	0	0	0	0						
营业外支出	1	4	3	3	3	其他非流动资产	2	2	3	3	4						
利润总额	100	243	340	392	572	资产总计	5115	6697	7034	7816	8440						
所得税	25	42	59	68	99	流动负债合计	2635	4061	4009	4360	4432						
净利润	75	201	281	324	473	短期借款	300	614	545	426	41						
少数股东损益	5	8	11	12	18	应付账款	1041	1368	1442	1655	1869						
归属母公司净利润	70	193	270	312	455	预收款项	194	191	237	278	319						
EBITDA	691	762	471	537	713	一年内到期的非流动负债	10	41	41	41	41						
EPS (元)	0.09	0.24	0.34	0.39	0.57	非流动负债合计	464	435	554	732	915						
主要财务比率						长期借款	320	258	418	583	753						
						应付债券	0	0	0	0	0						
成长能力						负债合计	3100	4496	4563	5092	5347						
营业收入增长	21.09%	13.96%	15.25%	17.02%	14.79%	少数股东权益	172	182	192	205	223						
营业利润增长	72.60%	153.45%	40.74%	15.81%	46.48%	实收资本(或股本)	799	799	799	799	799						
归属于母公司净利润增长	113.83%	176.06%	39.92%	15.49%	45.82%	资本公积	1165	1172	1172	1172	1172						
获利能力						未分配利润	-149	15	214	443	778						
毛利率(%)	19.94%	21.14%	21.14%	22.64%	23.87%	归属母公司股东权益合计	1843	2019	2279	2520	2870						
净利率(%)	1.33%	3.12%	3.79%	3.74%	4.75%	负债和所有者权益	5115	6697	7034	7816	8440						
总资产净利润(%)	1.37%	2.88%	3.84%	3.99%	5.39%	现金流量表						单位:百万元					
ROE(%)	3.79%	9.56%	11.85%	12.38%	15.84%							2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
偿债能力						经营活动现金流						218	561	257	455	662	
资产负债率(%)	61%	67%	65%	65%	63%	净利润						75	201	281	324	473	
流动比率	1.18	1.07	1.21	1.30	1.45	折旧摊销						70	74	81	91	95	
速动比率	0.86	0.80	0.92	0.99	1.10	财务费用						7	-2	56	59	52	
营运能力						应付账款减少						-190	-414	34	-168	-171	
总资产周转率	1.13	1.09	1.08	1.17	1.23	预收账款增加						-70	-3	46	40	41	
应收账款周转率	11	8	7	8	8	投资活动现金流						-196	-148	8	-67	18	
应付账款周转率	6.27	5.34	5.28	5.60	5.65	公允价值变动收益						0	0	0	0	0	
每股指标(元)						长期股权投资减少						-93	1	46	-46	23	
每股收益(最新摊薄)	0.09	0.24	0.34	0.39	0.57	投资收益						7	2	2	2	2	
每股净现金流(最新摊薄)	-0.38	0.53	0.30	0.38	0.39	筹资活动现金流						-327	9	-29	-84	-371	
每股净资产(最新摊薄)	2.31	2.53	2.85	3.15	3.59	应付债券增加						0	0	0	0	0	
估值比率						长期借款增加						90	-62	160	165	170	
P/E	66.22	24.83	17.64	15.27	10.48	普通股增加						22	0	0	0	0	
P/B	2.58	2.36	2.09	1.89	1.66	资本公积增加						31	7	0	0	0	
EV/EBITDA	6.45	5.41	8.45	6.94	4.49	现金净增加额						-305	422	236	304	309	

资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

## 研究助理简介

**秦一超**，家电及轻工首席研究员，2018年wind平台影响力家电行业第三名。浙江大学学士及硕士学位，曾就职于德州仪器任职东亚区域国际家电企业客户经理，具备家电行业产业链深入实业经验及理解研究。2018年初于东兴证券负责家电行业研究。2019年3月加入申港证券。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

### 申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

### 申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上