

2023 年 04 月 28 日  
海信家电 (000921.SZ)

ESSENCE

公司快报

证券研究报告

白色家电 III

投资评级

**买入-A**  
**维持评级**

6 个月目标价

29.0 元

股价 (2023-04-27)

24.99 元

交易数据

总市值(百万元)	34,054.51
流通市值(百万元)	22,561.78
总股本(百万股)	1,362.73
流通股本(百万股)	902.83
12 个月价格区间	9.95/26.27 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	31.4	48.3	119.7
绝对收益	30.8	43.7	122.1

张立聪

分析师

SAC 执业证书编号: S1450517070005

zhanglc@essence.com.cn

相关报告

渠道及产品结构优化, Q1 业绩高增	2023-04-15
中央空调业务带动 Q4 盈利持续修复	2023-03-31
股权激励方案落地, 完善整体激励机制	2023-01-03
Q3 内销快速增长, 盈利能力同比回升	2022-10-28

## Q1 毛利率同比提升

■ **事件:** 海信家电公布 2023 年一季度报。公司 2023 年一季度实现收入 194.3 亿元, YoY+6.2%; 实现归母净利润 6.2 亿元, YoY+131.1%。公司归母净利润接近此前业绩预增上限, Q1 净利率同比提升主要由家空盈利能力修复带动, 后续我们认为中央空调及家空内销端将受持续受益地产政策触底。

■ **Q1 单季收入增速环比转正:** 根据产业在线数据, 海信日立多联机 2022Q4/2023M1-2 内销额 YoY-4.1%/+23.9%; 2022Q4 及 2023Q1 海信家用空调内销量 YoY+17.4%/+30.9%, 海信冰箱内销量 YoY-2.4%/4.3%。外销方面, 产业在线数据显示 2022Q4 及 2023Q1 海信家用空调外销量 YoY-11.0%/-17.1%, 冰箱外销量 YoY-43.0%/-12.4%。我们认为, 在国内消费环境整体改善, 地产政策触底的背景下, 公司 2023Q1 收入增速转正主要由中央空调和家用空调内销增长所贡献。

■ **Q1 毛利率同比提升:** 海信家电 Q1 毛利率 21.1%, 同比+2.6pct, 主要因为家空产品及渠道结构升级带动, 且原材料成本压力有所缓解。其中 Q1 销售、管理、研发费用率同比分别 -0.4/+0.4/+0.2pct。Q1 管理费用率有所增加, 主要因为公司今年开始计提股权激励费用。Q1 海信家电归母净利率 3.2%, 同比+1.7pct。展望后续, 随着产品和渠道的持续升级, 盈利能力有望进一步改善。

■ **Q1 经营性现金流净额同比大幅增加:** 海信家电 Q1 经营性现金流净额+10.9 亿元, 其中购买商品、接受劳务支付的现金用笔减少 16.1 亿元。公司现金流净额同比增加主要是因为原材料价格下降, 公司备货成本同比降低。公司 Q1 末存货余额 65.0 亿元, YoY-19.1%。合同负债 18.7 亿元, YoY+21.5%。公司存货消化良好, 下游客户预期同比改善。

■ **投资建议:** 中央空调是家电领域的成长性赛道 (详见深度报告《中央空调: 家电最后的堡垒, 有望被本土品牌攻下》), 海信家电的竞争优势突出, 有望受益于下游需求的提升。公司整合三电控股后, 三电盈利水平持续改善。我们预计公司 2023 年~2025 年 EPS 1.16/1.34/1.52 元, 给予买入-A 的投资评级, 6 个月目标价为 29.0 元, 相当于 2023 年 25 倍的动态市盈率。

■ **风险提示:** 地产政策变化风险, 原材料价格波动风险

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	67,562.6	74,115.2	81,561.9	92,571.3	105,288.6
净利润	972.6	1,434.9	1,587.4	1,828.2	2,077.0
每股收益(元)	0.71	1.05	1.16	1.34	1.52
每股净资产(元)	7.59	8.45	8.95	9.62	10.38

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	28.7	19.4	17.6	15.3	13.4
市净率(倍)	2.7	2.4	2.3	2.1	2.0
净利润率	1.4%	1.9%	1.9%	2.0%	2.0%
净资产收益率	9.4%	12.5%	13.0%	14.0%	14.7%
股息收益率	1.0%	2.6%	2.8%	3.3%	3.7%
ROIC	19.3%	23.6%	30.6%	35.3%	32.7%

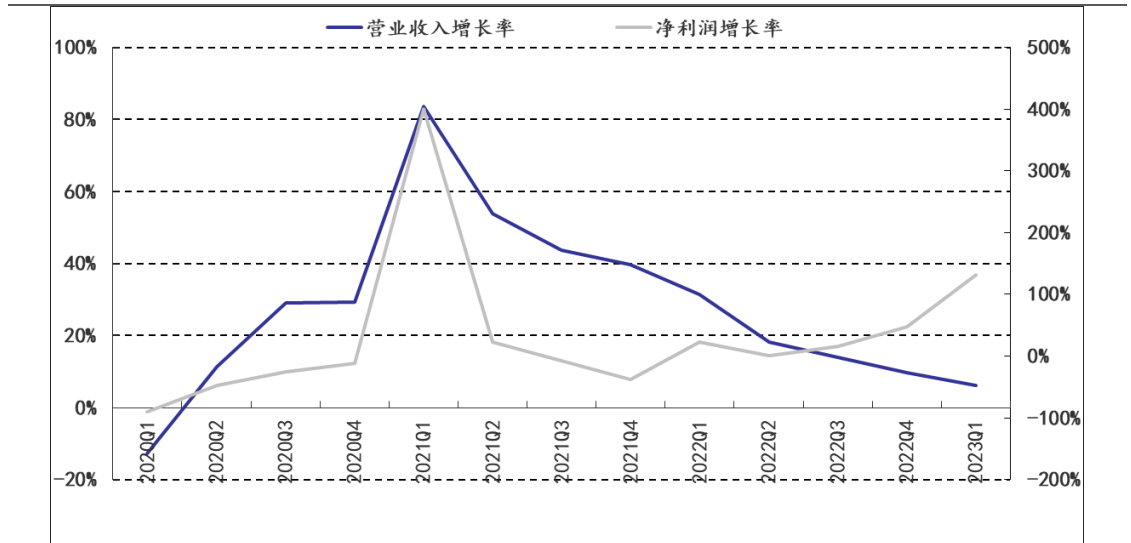
数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

表1：单季度财务指标分析

	%	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1
营业收入 YoY		71	30	84	37	28	29	31	8	6	-2	6
归母净利 YoY		28	30	401	-14	-38	-92	22	-11	45	691	131
扣非归母净利 YoY		97	159	-457	-13	-48	-104	39	-25	55	-1,067	180
销售毛利率		25	25	21	21	22	15	19	20	23	21	21
销售费用率		14	15	13	13	12	8	10	11	13	10	10
毛利率-销售费用率		10	10	8	9	9	8	8	9	10	12	11
销售净利率		6	8	3	5	4	2	3	4	5	5	5
ROE		6	6	2	4	3	0	3	3	4	3	5
扣非后 ROE		5	4	1	3	2	0	2	2	3	1	4
ROA		2	3	1	2	1	1	1	1	2	1	2
销售商品提供劳务收到的现金/收入		75	78	76	72	81	109	81	79	92	88	78
经营活动现金净流量/收入		11	14	0	12	8	5	-1	5	18	0	5
经营活动现金净流量/经营净收益		188	234	-10	307	240	2,560	-44	133	435	-16	98
经营现金流净额占比		-259	1,261	13	82	-204	-522	-499	96	-266	112	120
投资现金流净额占比		235	-924	173	47	363	1,560	1,783	82	281	753	-105
筹资现金流净额占比		124	-237	-86	-29	-59	-938	-1,184	-79	86	-764	85

资料来源：Wind，安信证券研究中心

图1. 收入与净利润同比



资料来源：Wind，安信证券研究中心

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	67,562.6	74,115.2	81,561.9	92,571.3	105,288.6	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	54,250.1	58,783.1	64,182.1	72,485.0	82,211.5	营业收入增长率	39.6%	9.7%	10.0%	13.5%	13.7%
营业税费	399.1	479.2	529.3	600.7	683.2	营业利润增长率	-13.0%	21.1%	7.7%	17.4%	14.7%
销售费用	7,672.0	8,070.7	8,888.7	10,319.9	12,000.9	净利润增长率	-38.4%	47.5%	10.6%	15.2%	13.6%
管理费用	1,326.9	1,821.2	2,416.4	2,649.9	2,908.7	EBITDA 增长率	-3.2%	30.6%	1.4%	14.4%	11.3%
研发费用	1,986.7	2,289.3	2,526.9	2,867.9	3,261.9	EBIT 增长率	-8.0%	37.6%	1.4%	17.6%	13.8%
财务费用	56.7	-182.2	-95.7	-107.9	-162.5	NOPLAT 增长率	-9.5%	12.2%	9.7%	17.6%	13.8%
资产减值损失	-61.4	-275.2	-	-	-	投资资本增长率	-8.6%	-15.3%	2.0%	22.7%	21.3%
加: 公允价值变动收益	34.1	22.5	22.6	-	-	净资产增长率	8.2%	4.4%	15.2%	16.1%	15.7%
投资和汇兑收益	507.1	512.7	490.0	503.3	502.0						
<b>营业利润</b>	2,780.9	3,367.1	3,627.0	4,259.0	4,886.8	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	135.6	456.7	646.6	685.2	730.5	毛利率	19.7%	20.7%	21.3%	21.7%	21.9%
<b>利润总额</b>	2,916.5	3,823.8	4,273.6	4,944.2	5,617.3	营业利润率	4.1%	4.5%	4.4%	4.6%	4.6%
减: 所得税	573.7	754.6	878.2	1,016.0	1,154.2	净利润率	1.4%	1.9%	1.9%	2.0%	2.0%
<b>净利润</b>	972.6	1,434.9	1,587.4	1,828.2	2,077.0	EBITDA/营业收入	5.4%	6.4%	5.9%	5.9%	5.8%
						EBIT/营业收入	3.7%	4.7%	4.3%	4.5%	4.5%
						<b>运营效率</b>					
<b>资产负债表</b>						固定资产周转天数	24	26	22	16	11
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	流动营业资本周转天数	-43	-56	-52	-53	-51
货币资金	7,022.6	6,001.3	4,783.9	12,963.8	13,751.8	流动资产周转天数	186	185	176	183	191
交易性金融资产	5,625.8	6,758.2	7,434.1	8,177.5	8,995.2	应收帐款周转天数	43	41	42	42	42
应收帐款	9,087.6	7,988.1	11,113.5	10,390.5	14,167.8	存货周转天数	34	36	35	35	35
应收票据	228.3	144.2	529.6	85.4	699.2	总资产周转天数	260	270	258	254	252
预付帐款	346.1	262.4	407.2	346.1	510.0	投资资本周转天数	60	49	41	40	43
存货	8,436.7	6,552.8	9,161.7	8,953.7	11,383.9						
其他流动资产	8,952.7	8,922.1	9,591.2	10,310.6	11,083.9	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	9.4%	12.5%	13.0%	14.0%	14.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	4.2%	5.5%	5.5%	5.7%	5.7%
长期股权投资	1,436.2	1,518.3	1,518.3	1,518.3	1,518.3	ROIC	19.3%	23.6%	30.6%	35.3%	32.7%
投资性房地产	235.3	208.7	208.7	208.7	208.7	<b>费用率</b>					
固定资产	5,188.8	5,318.3	4,583.6	3,754.2	2,834.4	销售费用率	11.4%	10.9%	10.9%	11.1%	11.4%
在建工程	666.0	525.2	472.7	425.4	382.9	管理费用率	2.0%	2.5%	3.0%	2.9%	2.8%
无形资产	1,644.5	1,459.6	1,149.4	823.7	498.0	研发费用率	2.9%	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%
其他非流动资产	7,078.0	9,716.2	10,409.5	11,155.8	11,963.9	财务费用率	0.1%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.2%
<b>资产总额</b>	55,948.5	55,375.6	61,363.6	69,113.6	77,998.2	四费/营业收入	16.3%	16.2%	16.8%	17.0%	17.1%
短期债务	2,859.0	1,462.3	-	-	-	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	15,204.7	14,869.4	16,046.2	19,953.4	20,261.8	资产负债率	72.1%	70.6%	69.4%	68.5%	67.7%
应付票据	11,514.0	11,322.3	14,329.6	14,235.2	18,392.6	负债权益比	258.8%	240.2%	227.1%	217.4%	209.5%
其他流动负债	8,434.9	8,711.0	9,313.1	10,017.5	10,776.7	流动比率	1.04	1.01	1.08	1.16	1.23
长期借款	32.4	19.8	-	-	-	速动比率	0.82	0.83	0.85	0.96	1.00
其他非流动负债	2,312.4	2,712.0	2,915.4	3,134.1	3,369.2	利息保障倍数	44.66	-19.11	-36.89	-38.46	-29.08
<b>负债总额</b>	40,357.3	39,096.8	42,604.3	47,340.2	52,800.2	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	5,248.9	4,760.5	6,568.6	8,668.7	11,054.7	DPS(元)	0.21	0.53	0.58	0.67	0.76
股本	1,362.7	1,362.7	1,362.7	1,362.7	1,362.7	分红比率	30.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%
留存收益	8,886.1	10,034.3	10,827.9	11,742.0	12,780.5	股息收益率	1.0%	2.6%	2.8%	3.3%	3.7%
<b>股东权益</b>	15,591.3	16,278.8	18,759.3	21,773.5	25,198.0						
						<b>现金流量表</b>					
						(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
						净利润	2,342.8	3,069.2	1,587.4	1,828.2	2,077.0
						加: 折旧和摊销	1,136.9	1,257.1	1,263.3	1,331.6	1,375.6
						资产减值准备	61.4	275.2	-	-	-
						公允价值变动损失	-34.1	-22.5	22.6	-	-
						财务费用	120.7	-117.7	-95.7	-107.9	-162.5
						投资收益	-507.1	-512.7	-490.0	-503.3	-502.0
						少数股东损益	1,370.2	1,634.3	1,808.1	2,100.1	2,386.0
						营运资金的变动	4,578.8	-2,275.9	-2,453.2	4,847.5	-2,957.2
						<b>经营活动产生现金流量</b>	4,313.8	4,032.4	1,642.3	9,496.1	2,216.9
						<b>投资活动产生现金流量</b>	-4,423.3	-2,597.6	-524.4	-529.3	-575.4
						<b>融资活动产生现金流量</b>	1,474.9	-1,778.6	-2,335.3	-787.0	-853.5
						<b>业绩和估值指标</b>					
						EPS(元)	0.71	1.05	1.16	1.34	1.52
						BVPS(元)	7.59	8.45	8.95	9.62	10.38
						PE(X)	28.7	19.4	17.6	15.3	13.4
						PB(X)	2.7	2.4	2.3	2.1	2.0
						P/FCF	4.0	8.6	-47.1	3.2	22.5
						P/S	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
						EV/EBITDA	1.9	-	2.1	0.4	0.3
						CAGR(%)	18.8%	13.3%	6.1%	18.8%	13.3%
						PEG	1.5	1.5	2.9	0.8	1.0
						ROIC/WACC	1.8	2.3	2.9	3.4	3.1
						REP	0.4	-	0.4	0.1	-

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## 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 ■■■

安信证券股份有限公司（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** ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（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“安信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。

安信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。

**安信证券研究中心**

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 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