

Q1 业绩超预期 治理精进盈利弹性兑现

核心观点

海信家电发布 2023 年第一季度报告。利润端在业务经营恢复叠加同期低基数背景下实现爆发式增长。年初公司股权激励顺利落地，利益绑定后公司治理迎来重大突破。海信家电的收入体量较大，中央空调稳固的基础上原主业竞争力同步提升，治理层面的改善若落地至盈利端有望带来较为可观的利润弹性。

事件

2023 年 4 月 27 日海信家电发布 2023 年第一季度报告。

23Q1 公司实现营业收入 194.30 亿元，同比增长 6.16%，归母净利润 6.15 亿元，同比增长 131.11%；扣非净利润 5.21 亿元，同比增长 179.80%。

简评

收入分析：内销快速恢复，外销表现回暖

受防疫放开及消费复苏等因素带动，公司全品类内销预计实现较好增长。其中空调因安装属性较重引致前期积压需求较多，有望释放显著的恢复弹性，预计中央空调及家空 Q1 均将实现双位数以上增长，冰洗与三电内销预计实现个位数左右增长。

外销端在去年同期基数影响下预计实现回暖，其中冰洗降幅预计收窄，空调销售有望逐月改善。

利润分析：原材料红利+结构改善，盈利大幅增长

23Q1 公司利润端实现翻倍以上增长，我们认为主因：①去年同期受原材料成本及疫情、俄乌冲突影响下的需求低迷，整体利润基数较低；②公司继续落实高端化与差异化竞争路线，近期渠道、产品结构改善明显，价格带整体上浮；③原材料成本较同期有所下降，叠加公司持续优化供应链管理体系，毛利率实现增长。

投资建议：海信家电产品矩阵覆盖全面，各增长曲线前景明朗，尤其是中央空调和新能源汽车热管理业务潜力突出。公司此前因为公司治理层面处于估值的折价，股权激励的推出意味着公司治理进入新的阶段，有望带来估值的修复和后续的业绩持续增长。

海信家电 (000921)

维持

买入

马王杰

mawangjie@csc.com.cn

18317068758

SAC 执证编号：S1440521070002

翟延杰

zhaiyanjie@csc.com.cn

010-86451610

SAC 执证编号：S1440521080002

发布日期：2023 年 05 月 04 日

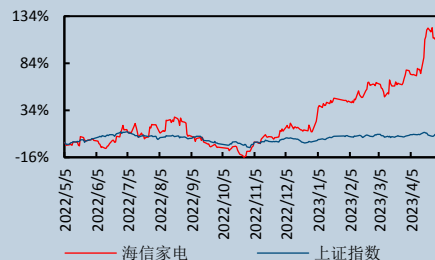
当前股价：25.39 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
21.83/20.19	49.0/46.33	118.42/108.47
12 月最高/最低价 (元)		26.59/9.9
总股本 (万股)		136,272.54
流通 A 股 (万股)		90,283.23
总市值 (亿元)		346.0
流通市值 (亿元)		229.23
近 3 月日均成交量 (万股)		1,032.33
主要股东		
青岛海信空调有限公司		37.92%

股价表现



相关研究报告

- 23.03.31 【中信建投白色家电】海信家电 (000921):Q4 业绩超预期，治理精进开启新篇章
- 23.01.02 【中信建投白色家电】海信家电 (000921):激励落地，公司治理迎重大突破

长。我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 840/936/1036 亿，增速分别为 13.3%、11.5%、10.7%；归母净利润分别为 18.2/24.3/30.1 亿元，增速分别为 27.0%、33.3%、23.8%，对应 PE 为 18.5X、13.9X、11.2X，维持“买入”评级。

风险提示：1) 宏观经济增长不及预期：家电产品属于耐用消费品，与居民收入预期息息相关。若宏观经济增长放缓，或对公司产品销售形成较大影响。

2) 市场竞争加剧：弱市场环境下，行业竞争更为激烈，公司存在份额丢失及低价竞争拖累盈利的风险。

3) 原材料价格波动风险：公司原材料成本占比较高，企业盈利对原材料价格波动敏感性较高。家电企业成本结构中大宗原材料占营业成本的比重超过 85%，若大宗价格再度上涨，公司盈利能力将会减弱。

4) 房地产市场波动风险：公司主营业务与地产市场关联度较高，2022 年以来住宅竣工和销售增速下滑，精装房规模减少。若房地产市场持续低迷，公司未来收入增长或降档

5) 三电业务整合不及预期：海外环境近年不确定性加剧。日本三电负债率最高的时候为 88%，三电业务整合进度延缓将影响公司业绩预期，难以实现扭亏。

报表预测

资产负债表 (百万元)

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	39700	36629	46505	51032	64746
现金	7023	6001	8136	16277	23998
应收票据及应收账款合计	8985	7810	11704	8787	10789
其他应收款	484	475	612	600	742
预付账款	346	262	427	342	509
存货	8437	6553	10344	8371	12243
其他流动资产	14425	15528	15282	16657	16465
非流动资产	16249	18746	18936	19153	19043
长期投资	1436	1518	1854	2190	2525
固定资产	5189	5318	5401	5302	5057
无形资产	1644	1460	1482	1519	1352
其他非流动资产	7979	10450	10200	10142	10108
资产总计	55949	55376	65441	70185	83789
流动负债	38012	36365	43667	42533	50469
短期借款	2859	1462	1462	1462	1462
应付票据及应付账款合计	23293	21040	29177	26301	34883
其他流动负债	11860	13863	13028	14770	14123
非流动负债	2345	2732	2728	2724	2719
长期借款	32	20	16	12	7
其他非流动负债	2312	2712	2712	2712	2712
负债合计	40357	39097	46395	45257	53188
少数股东权益	5249	4761	6836	9602	13025
股本	1363	1363	1363	1363	1363
资本公积	2069	2074	2074	2074	2074
留存收益	6817	7960	10490	13795	17784
归属母公司股东权益	10342	11518	12210	15326	17575
负债和股东权益	55949	55376	65441	70185	83789

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	4314	4032	3572	9246	8567
净利润	2343	3069	3898	5195	6429
折旧摊销	1137	1257	1012	1166	1285
财务费用	57	-182	-221	-241	-250
投资损失	-507	-513	-535	-506	-541
经营性应收项目的减少	613	-658	-4059	3003	-2170
经营性应付项目的增加	3487	-1270	7443	-1134	7935
其他经营现金流	671	1059	3478	629	3814
投资活动现金流	-4423	-2598	-789	-835	-593
资本支出	1107	883	35	-119	-446
长期投资	67	1	-336	-336	-336
其他投资现金流	-3249	-1713	-1089	-1289	-1374
筹资活动现金流	1475	-1779	-648	-270	-253
短期借款	2837	-1397	0	0	0
长期借款	32	-13	-4	-4	-4
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	8	5	0	0	0
其他筹资现金流	-1402	-374	-644	-266	-248
现金净增加额	1262	-401	2135	8141	7721

数据来源: 公司公告, 中信建投

利润表 (百万元)

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	67563	74115	83984	93614	103643
营业成本	54250	58783	66263	73393	80842
营业税金及附加	399	479	585	611	670
销售费用	7672	8071	8986	9923	10675
管理费用	1327	1821	2520	2434	2591
研发费用	1987	2289	2520	2528	2695
财务费用	57	-182	-221	-241	-250
资产减值损失	-61	-275	-90	-122	-153
公允价值变动收益	34	23	20	24	25
其他收益	414	403	366	388	393
投资净收益	507	513	535	506	541
营业利润	2781	3367	4439	6102	7628
营业外收入	191	531	288	329	335
营业外支出	56	75	43	47	55
利润总额	2917	3824	4683	6384	7908
所得税	574	755	786	1189	1479
净利润	2343	3069	3898	5195	6429
少数股东损益	1370	1634	2075	2766	3423
归属母公司净利润	973	1435	1822	2428	3006
EBITDA	4018	4991	5572	7273	8678
EPS (元)	0.71	1.05	1.34	1.78	2.21

主要财务比率

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	39.6	9.7	13.3	11.5	10.7
营业利润(%)	-13.0	21.1	31.8	37.5	25.0
归属于母公司净利润(%)	-38.4	47.5	27.0	33.3	23.8
获利能力					
毛利率(%)	19.7	20.7	21.1	21.6	22.0
净利率(%)	1.4	1.9	2.2	2.6	2.9
ROE(%)	15.0	18.9	20.0	21.5	21.4
ROIC(%)	-36.0	-34.2	-37.0	-29.5	-26.9
偿债能力					
资产负债率(%)	72.1	70.6	70.9	64.5	63.5
净负债比率(%)	-24.3	-21.9	-30.0	-58.0	-72.2
流动比率	1.0	1.0	1.1	1.2	1.3
速动比率	0.8	0.8	0.8	1.0	1.0
营运能力					
总资产周转率	1.4	1.3	1.4	1.4	1.3
应收账款周转率	8.8	9.0	9.0	9.0	9.0
应付账款周转率	5.7	5.5	5.6	5.5	5.6
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.71	1.05	1.34	1.78	2.21
每股经营现金流(最新摊薄)	3.05	2.21	2.62	6.78	6.29
每股净资产(最新摊薄)	7.56	8.43	9.23	10.64	12.48
估值比率					
P/E	34.7	23.5	18.5	13.9	11.2
P/B	3.3	2.9	2.7	2.3	2.0
EV/EBITDA	7.4	5.7	5.0	3.1	2.1

分析师介绍

马王杰：上海交通大学硕士，曾就职于申万宏源、天风证券和国盛证券。深度覆盖白电、厨电以及各类小家电公司。所在团队曾获得 2016 年新财富家电行业第五名、水晶球第二名；2017 年新财富入围；2018 年金牛奖家电行业最佳团队

翟延杰：家用电器行业研究员，北京大学金融硕士，专注于白色家电、厨电及小家电新消费等产业链研究。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的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。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层
电话：(8610) 8513-0588
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
电话：(8621) 6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
电话：(86755) 8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场2期18楼
电话：(852) 3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csc.hk