

海信视像 (600060)

证券研究报告

2021年01月26日

内外销毛利率增长，业绩表现大超预期

事件：海信视像 20 年全年归母净利润约为 11.12~12.23 亿元，同比+100%~120%；扣非归母净利润约为 4.11~4.54 亿元，同比+280%~320%。

根据公司 20A 业绩预告中披露的数据测算，公司 20 全年收入同比约+15%，对应全年营业收入约 392 亿元，其中 20Q4 公司收入约 117 亿元，同比约 12%。拆分内外销来看，公司内销较为稳定，外销实现双位数增长，Q4 公司收入端的优异表现主要来自于海外疫情下对电视机需求的大幅增加，以及面板价格提升所带来的均价的上涨。

内销表现优于行业，龙头优势凸显

行业零售额同比呈现双位数下滑，海信表现优于行业。根据中怡康数据显示，20 全年我国电视机零售量 4133 万台，同比-10%，其中线上同比+5.64%，占比达 63%；零售额 1142 亿元，同比-13%，其中线上同比+9.25%，占比达 48%。公司受益于多年来品牌积累，龙头地位稳固，以 18% 的品牌份额位列行业第 1 位，整体均价位于行业较高水平，整体零售额增速表现显著优于行业。

外销市场需求强劲，出口订单稳定高增长

8 月份之前，出口量的增幅远大于出口额的增幅，但 8 月份追平之后，出口额的增幅大幅反超出口量的增幅，根据产业在线数据，10-11 月电视机行业外销量同比分别+6%和 14.1%。

公司盈利能力得到大幅加强

公司得益于多年来积累的品牌及产品结构的持续优化，公司内外销毛利率同比均有提升，盈利能力大幅改善。20 年公司归母净利率约为 3%左右，19A 则为 1.63%，同比大幅提升，盈利能力进一步加强。大屏化带来的消费升级仍是主要牵引力，中怡康数据显示，20 年 12 月海信品牌 58 寸及以上电视机占比达 60%以上。

投资建议：公司混改已落地，股权结构更加多元化，治理结构更加市场化，期待后续进一步激发企业活力；与战略投资者在产业上的协同，有望加速公司国际化发展战略；积极改善产品结构、拓展新品类，持续提升毛利率水平，体现了公司作为彩电龙头的强大韧性；构建 VIDDA+海信+东芝的品牌矩阵，形成差异化竞争；TVS 日本市场表现出色，看好公司未来发展前景。预计公司 20-22 年公司归母净利润 11.76/13.11/14.67 亿元（20-22 年前值 8.8/11.2/13.1 亿元），当前股价对应 20-22 年 13.07/11.73/10.48 xPE，对应 20 年预测值 PB 为 1.0，维持“买入”评级。

风险提示：面板价格增长，原材料成本提高；海外增速不及预期；行业竞争加剧。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	35,128.28	34,104.74	39,214.92	43,503.15	46,849.29
增长率(%)	6.87	(2.91)	14.98	10.94	7.69
EBITDA(百万元)	1,934.89	2,351.55	1,655.01	1,777.21	2,075.21
净利润(百万元)	392.40	556.07	1,175.95	1,310.88	1,466.75
增长率(%)	(59.40)	41.71	111.47	11.47	11.89
EPS(元/股)	0.30	0.42	0.90	1.00	1.12
市盈率(P/E)	39.18	27.65	13.07	11.73	10.48
市净率(P/B)	1.09	1.05	1.00	0.94	0.89
市销率(P/S)	0.44	0.45	0.39	0.35	0.33
EV/EBITDA	5.50	2.42	11.07	1.72	7.70

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	家用电器/视听器材
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	11.75 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,308.48
流通 A 股股本(百万股)	1,308.48
A 股总市值(百万元)	15,374.65
流通 A 股市值(百万元)	15,374.65
每股净资产(元)	11.43
资产负债率(%)	45.22
一年内最高/最低(元)	15.45/9.22

作者

蔡雯娟 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516100008
caiwenjuan@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《海信视像-公司点评:混改落地:股权结构更加多元化,产业协同效应加强》2020-12-25
- 《海信视像-季报点评:外销市场表现出色,大屏化消费趋势愈发显著》2020-10-30
- 《海信视像-半年报点评:产品结构持续改善,H1业绩大超预期》2020-08-25

1. 事件

海信视像 20 年全年归母净利润约为 11.12~12.23 亿元，同比+100%~120%；扣非归母净利润约为 4.11~4.54 亿元，同比+280%~320%。

根据公司 20A 业绩预告中披露的数据测算，公司 20 全年收入同比约+15%，对应全年营业收入约 392 亿元，其中 20Q4 公司收入约 117 亿元，同比约 12%。拆分内外销来看，公司内销表现较为稳定，外销实现双位数增长，Q4 公司收入端的优异表现主要来自于海外疫情下对电视机需求的大幅增加，以及面板价格提升所带来的均价的上涨。

2. 内销表现优于行业，龙头优势凸显

行业零售额同比呈现双位数下滑，海信表现优于行业。根据中怡康数据显示，20 全年我国电视机零售量 4133 万台，同比-10%，其中线上同比+5.64%，占比达 63%；零售额 1142 亿元，同比-13%，其中线上同比+9.25%，占比达 48%。公司受益于多年来品牌积累，龙头地位稳固，以 18%的品牌份额位列行业第 1 位，整体均价位于行业较高水平，整体零售额增速表现显著优于行业。

20Q4 行业销量同比大幅放缓，均价整体上涨，其中线上销额实现大幅提升。分渠道看，Q4 面板价格上涨等因素所导致的均价上调使得今年双十一促销并未出现大幅度提升的情况。但得益于均价提升，12 月线上零售额同比达 20%以上。

3. 外销市场需求强劲，出口订单稳定高增长

外销市场自今年 5 月份之后备货需求强劲，虽然面板价格涨价带来终端价格跟涨，但是由于市场需求强劲拉动，出货未受影响。8 月份之前，出口量的增幅远大于出口额的增幅，但 8 月份追平之后，出口额的增幅大幅反超出口量的增幅，根据产业在线数据，10-11 月电视机行业外销量同比分别+6%和 14.1%。

4. 公司盈利能力得到大幅加强

公司得益于多年来积累的品牌及产品结构的持续优化，公司内外销毛利率同比均有提升，盈利能力大幅改善。20 年公司归母净利率约为 3%左右，19A 则为 1.63%，同比大幅提升，盈利能力进一步加强。大屏化带来的消费升级仍是主要牵引力，中怡康数据显示，20 年 12 月海信品牌 58 寸及以上电视机占比达 60%以上。

5. 投资建议

公司混改已落地，股权结构更加多元化，治理结构更加市场化，期待后续进一步激发企业活力；与战略投资者在产业上的协同，有望加速公司国际化发展战略；积极改善产品结构、拓展新品类，持续提升毛利率水平，体现了公司作为彩电龙头的强大韧性；构建 VIDDA+海信+东芝的品牌矩阵，形成差异化竞争；TVS 日本市场表现出色，看好公司未来发展前景。预计公司 20-22 年公司归母净利润 11.76/13.11/14.67 亿元(20-22 年前值 8.8/11.2/13.1 亿元)，当前股价对应 20-22 年 13.07/11.73/10.48 xPE，对应 20 年预测值 PB 为 1.0，维持“买入”评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	4,043.12	3,317.58	3,921.49	13,677.78	4,684.93
应收票据及应收账款	10,746.37	5,393.02	17,512.91	4,352.13	19,194.71
预付账款	74.49	92.27	58.20	119.97	80.50
存货	3,527.83	3,062.11	4,517.41	3,750.74	5,281.47
其他	6,553.01	12,664.36	8,159.55	9,134.06	9,985.01
流动资产合计	24,944.82	24,529.35	34,169.57	31,034.66	39,226.62
长期股权投资	443.12	478.24	478.24	478.24	478.24
固定资产	1,401.13	1,319.72	1,185.10	1,047.23	907.40
在建工程	36.01	16.44	9.87	5.98	3.65
无形资产	957.51	1,011.05	977.35	943.65	909.94
其他	1,616.78	1,920.12	1,453.69	1,587.99	1,599.33
非流动资产合计	4,454.56	4,745.57	4,104.24	4,063.08	3,898.57
资产总计	29,399.37	29,274.92	38,273.81	35,097.75	43,125.19
短期借款	1,951.16	1,868.40	6,739.92	1,800.00	5,685.54
应付票据及应付账款	7,676.76	7,013.09	9,342.26	8,937.04	10,887.23
其他	2,485.05	2,831.00	2,616.26	3,284.40	3,237.90
流动负债合计	12,112.97	11,712.49	18,698.44	14,021.44	19,810.68
长期借款	1,207.85	538.45	1,647.35	1,800.00	2,659.62
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	720.73	757.23	527.20	668.39	650.94
非流动负债合计	1,928.58	1,295.68	2,174.55	2,468.39	3,310.56
负债合计	14,041.56	13,008.17	20,872.99	16,489.83	23,121.24
少数股东权益	1,266.47	1,688.14	2,004.18	2,291.94	2,658.63
股本	1,308.48	1,308.48	1,308.48	1,308.48	1,308.48
资本公积	2,467.16	2,467.59	2,467.59	2,467.59	2,467.59
留存收益	12,788.63	13,261.62	14,088.16	15,007.50	16,036.84
其他	(2,472.93)	(2,459.08)	(2,467.59)	(2,467.59)	(2,467.59)
股东权益合计	15,357.82	16,266.75	17,400.83	18,607.92	20,003.94
负债和股东权益总计	29,399.37	29,274.92	38,273.81	35,097.75	43,125.19

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	546.77	806.89	1,175.95	1,310.88	1,466.75
折旧摊销	427.92	450.50	174.90	175.56	175.96
财务费用	64.31	60.32	38.24	8.70	9.37
投资损失	(347.45)	(348.62)	(274.75)	(281.54)	(301.25)
营运资金变动	(1,940.16)	2,776.72	(11,971.56)	14,028.09	(14,125.94)
其它	1,161.47	(1,961.39)	346.09	287.76	366.69
经营活动现金流	(87.14)	1,784.43	(10,511.13)	15,529.44	(12,408.41)
资本支出	1,144.45	308.05	230.04	(141.09)	17.55
长期投资	76.67	35.12	0.00	0.00	0.00
其他	(2,716.61)	(2,015.89)	5,340.51	(464.85)	(900.09)
投资活动现金流	(1,495.50)	(1,672.71)	5,570.55	(605.94)	(882.55)
债权融资	3,241.07	2,507.55	8,448.19	3,681.23	8,426.11
股权融资	141.91	6.52	(39.40)	(1.35)	(2.02)
其他	(752.45)	(2,989.61)	(2,864.30)	(8,847.09)	(4,125.99)
筹资活动现金流	2,630.52	(475.54)	5,544.49	(5,167.22)	4,298.11
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	1.00	2.00
现金净增加额	1,047.88	(363.83)	603.91	9,757.29	(8,990.85)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	35,128.28	34,104.74	39,214.92	43,503.15	46,849.29
营业成本	29,967.93	27,978.75	32,173.34	35,605.07	38,449.51
营业税金及附加	210.42	209.61	142.52	174.01	178.03
营业费用	2,954.13	3,605.45	3,392.28	3,828.28	3,982.19
管理费用	576.65	578.20	603.69	696.05	749.59
研发费用	1,193.69	1,426.23	1,653.11	1,870.64	1,873.97
财务费用	89.93	15.54	38.24	8.70	9.37
资产减值损失	77.80	(68.68)	74.66	10.00	20.00
公允价值变动收益	(1.51)	9.56	30.05	0.00	0.00
投资净收益	347.45	269.07	274.75	282.54	303.25
其他	(893.83)	(656.29)	(899.98)	(832.90)	(853.60)
营业利润	605.63	737.30	1,732.26	1,860.75	2,136.99
营业外收入	35.77	84.31	34.12	60.00	60.00
营业外支出	36.05	58.15	29.47	40.00	40.00
利润总额	605.36	763.47	1,736.91	1,880.75	2,156.99
所得税	58.59	(43.43)	244.92	282.11	323.55
净利润	546.77	806.89	1,490.99	1,598.64	1,833.44
少数股东损益	154.36	250.82	316.04	287.76	366.69
归属于母公司净利润	392.40	556.07	1,175.95	1,310.88	1,466.75
每股收益(元)	0.30	0.42	0.90	1.00	1.12

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	6.87%	-2.91%	14.98%	10.94%	7.69%
营业利润	-47.07%	21.74%	134.95%	7.42%	14.85%
归属于母公司净利润	-59.40%	41.71%	111.47%	11.47%	11.89%
获利能力					
毛利率	14.69%	17.96%	17.96%	18.16%	17.93%
净利率	1.12%	1.63%	3.00%	3.01%	3.13%
ROE	2.78%	3.81%	7.64%	8.03%	8.46%
ROIC	5.38%	5.95%	25.01%	8.66%	45.58%
偿债能力					
资产负债率	47.76%	44.43%	54.54%	46.98%	53.61%
净负债率	-5.22%	-4.98%	26.01%	-53.72%	18.70%
流动比率	2.06	2.09	1.83	2.21	1.98
速动比率	1.77	1.83	1.59	1.95	1.71
营运能力					
应收账款周转率	3.24	4.23	3.42	3.98	3.98
存货周转率	10.39	10.35	10.35	10.52	10.37
总资产周转率	1.30	1.16	1.16	1.19	1.20
每股指标(元)					
每股收益	0.30	0.42	0.90	1.00	1.12
每股经营现金流	-0.07	1.36	-8.03	11.87	-9.48
每股净资产	10.77	11.14	11.77	12.47	13.26
估值比率					
市盈率	39.18	27.65	13.07	11.73	10.48
市净率	1.09	1.05	1.00	0.94	0.89
EV/EBITDA	5.50	2.42	11.07	1.72	7.70
EV/EBIT	6.31	2.74	12.38	1.91	8.41

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com