

海信家电 (000921.SZ)

收入增长延续，盈利能力环比改善

买入

核心观点

2022年一季度收入利润均实现稳健高增。公司 2022Q1 收入+31%至 183 亿元，归母净利润+22%至 2.7 亿元，扣非利润+39%至 1.9 亿元。收入延续了四季度以来的高速增长，盈利能力则相比 2021Q4 显著改善。

家电业务中预计空调提速、冰洗降速，但整体仍稳中有升。参考内外销出货及内销终端监控数据，预计**家用空调** 2022Q1 销售实现 35%+增速，其中外销增速预计大于内销，或得益于公司 2021 年外销订单的积极获取、内销营销发力以及中央空调的协同效应；**冰冷洗**则由于基数相对较高，根据出货及终端数据预计 2022Q1 收入增速放缓至个位数水平；**中央空调**预计增速慢于家用空调但仍处于高增状态，而根据份额变动推断海信品牌增速高于日立品牌。**新能源**则根据收入增速倒推预计同样延续了 Q4 以来的增长态势。公司 2022Q1 在基数压力下依然通过积极抢份额、协同发力实现了收入的良性增长。

盈利能力多维并举实现改善。2022Q1 公司毛利率同比-2.2pct 至 18.5%，但环比 21Q4 提升 3.0pct，毛利率环比改善或来自于 2021Q4 以来，公司在空调领域实施的均衡生产，进而在产成品储备、原材料积极管控以及中央空调协同方面显著提效，同时公司家用空冰洗终端价格自 2022 年以来仍保持了正向提升。**费用率**方面公司积极提效的效果展现，Q1 毛销差同比+0.4pct，其中管理费用率受三电并表等影响略增 1.1pct 至 2.3%但仍维持低位，销售费用率在规模效应和各业务提效拉动下-2.6pct 至 10.5%。叠加 Q1 三电联营公司华域三电确认的投资收益拉动，Q1 扣非净利润率同比持平略增至 1.0%。

资产与运营质量维持稳健。公司 Q1 经营性净现金流为-2.0 亿，主要由于备货力度仍较大且原材料成本仍处高位，对应存货余额增长 32%至 80 亿元。但目前公司在手现金余额 67 亿依然充足，面对行业压力应对手段仍充足。

风险提示：白电盈利能力改善不及预期、三电整合及扭亏进度不及预期。

投资建议：公司白电业务效率显著提升，尽管毛利率未来或有波动但费用率的下行或已体现出了协同和提效在报表端的积极作用，因此调增白电和三电盈利改善的预期，维持“买入”评级。

调整 2022-2024 年归母净利润 16.3、19.1、21.7 亿元（前值为 14.2、18.5、22.2 亿元），同比增速 67%、18%、14%；摊薄 EPS=1.19、1.40、1.59 元，当前股价对应 PE=10、8、7 倍。维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	48,393	67,563	76,719	81,826	86,239
(+/-%)	29.2%	39.6%	13.6%	6.7%	5.4%
净利润(百万元)	1579	973	1625	1910	2171
(+/-%)	-12.0%	-38.4%	67.1%	17.5%	13.7%
每股收益(元)	1.16	0.71	1.19	1.40	1.59
EBIT Margin	5.2%	2.9%	3.4%	4.0%	4.4%
净资产收益率 (ROE)	16.1%	9.4%	14.3%	15.1%	15.5%
市盈率 (PE)	10.0	16.3	9.8	8.3	7.3
EV/EBITDA	12.3	18.6	19.1	16.5	15.0
市净率 (PB)	1.62	1.53	1.39	1.25	1.13

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

家用电器·白色家电

证券分析师：陈伟奇

0755-81982606

chenweiqi@guosen.com.cn

S0980520110004

证券分析师：王兆康

0755-81983063

wangzk@guosen.com.cn

S0980520120004

联系人：邹会阳

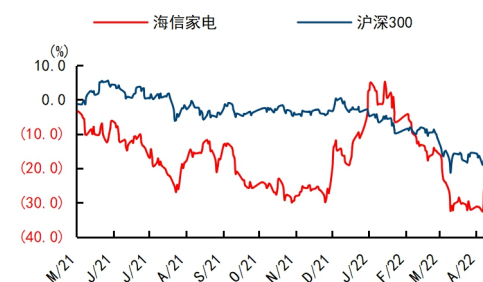
0755-81981518

zouhuiyang@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	14.35 - 15.60 元
收盘价	12.48 元
总市值/流通市值	17010/16998 百万元
52 周最高价/最低价	17.89/10.62 元
近 3 个月日均成交额	97.15 百万元

市场走势

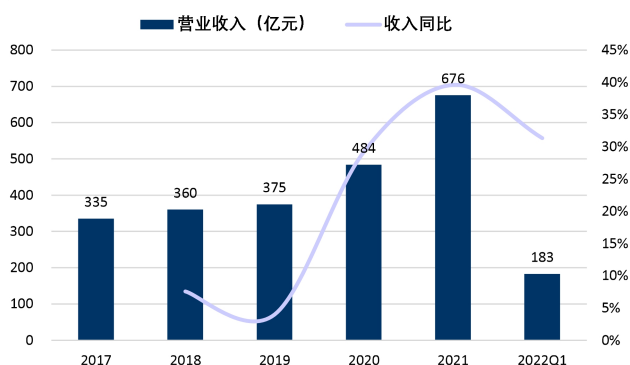


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

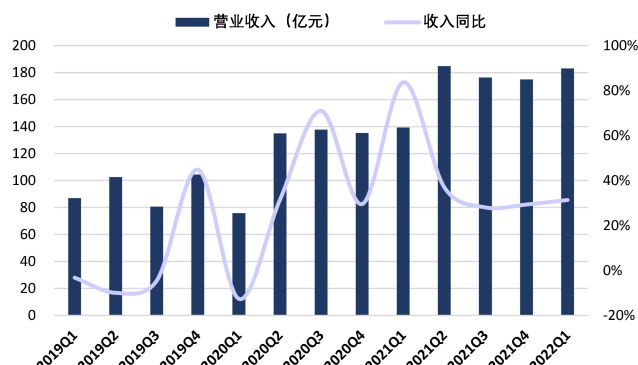
- 《海信家电 (000921.SZ) - 收入稳增，疫情致利润率短期波动》——2022-04-07
- 《海信家电-000921-事件快评：上调与江森日立交易上限，中央空调业务高景气》——2021-12-29
- 《海信家电-000921-重大事件快评：切入新能源车热管理，三电有望贡献新增长点》——2021-12-08
- 《海信科龙-000921-盈利能力有望持续改善》——2014-05-22
- 《国信证券-海信科龙-000921-2013 年财报点评-新品价值提升、改善持续显现》——2014-03-28

图1: 海信家电营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



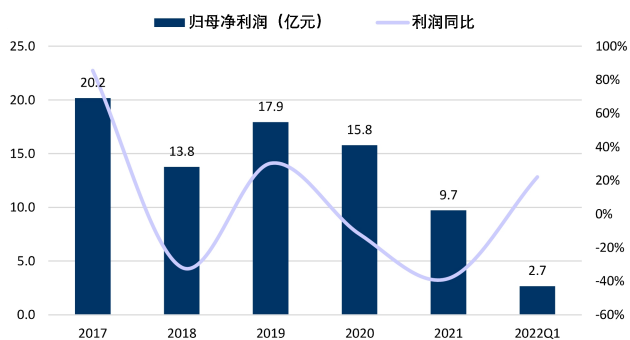
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 海信家电单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



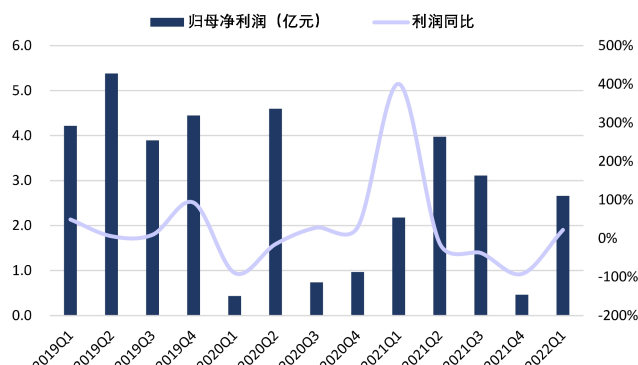
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 海信家电归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



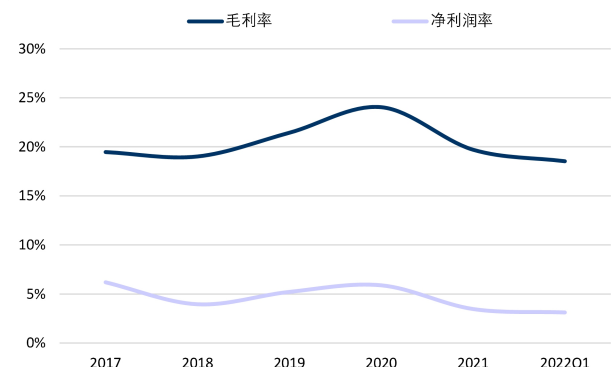
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 海信家电单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



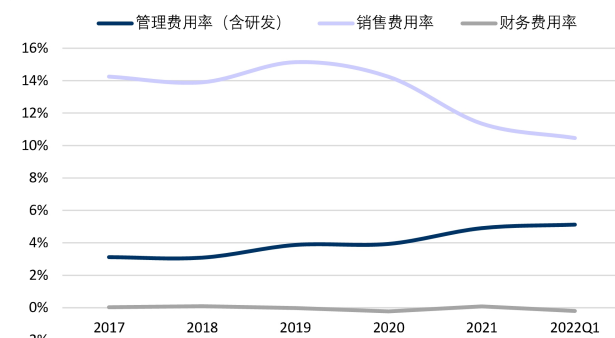
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 海信家电毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 海信家电三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

代码	公司简称	股价	总市值	EPS				PE				PEG	投资评级
			亿元	20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E	(21E)	
000921.SZ	海信家电	12.48	159	1.16	0.71	1.19	1.40	11	17	10	9	0.4	买入
000333.SZ	美的集团	58.72	3,957	3.87	4.26	4.62	4.95	15	14	13	12	1.8	买入
000651.SZ	格力电器	32.49	1,890	3.69	3.86	4.51	5.02	9	8	7	6	0.6	买入
600690.SH	海尔智家	24.85	2,255	0.98	1.39	1.64	1.93	25	18	15	13	1.0	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理；注：海信家电、海尔智家 2021 年为实际值

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	7111	7023	7557	7421	8579	营业收入	48393	67563	76719	81826	86239
应收款项	7541	9316	12611	14572	16066	营业成本	36756	54250	60347	63934	67506
存货净额	4295	8437	8248	9256	10137	营业税金及附加	327	399	436	464	491
其他流动资产	8664	7088	9186	9555	10121	销售费用	6891	7672	9196	9807	10045
流动资产合计	30231	39700	46501	50294	54907	管理费用	619	1327	1647	1670	1537
固定资产	4108	5855	6343	6808	7182	研发费用	1285	1987	2463	2710	2845
无形资产及其他	1745	1644	1579	1513	1447	财务费用	(110)	57	55	60	48
投资性房地产	5203	7313	7313	7313	7313	投资收益	196	507	476	479	479
长期股权投资	524	1436	2536	3542	4596	资产减值及公允价值变动	60	86	73	70	72
资产总计	41812	55949	64272	69471	75445	其他收入	(970)	(1670)	(2043)	(2262)	(2373)
短期借款及交易性金融负债	52	3030	1074	1385	1830	营业利润	3195	2781	3543	4179	4790
应付款项	18067	23293	26846	28257	29858	营业外净收支	290	136	166	132	139
其他流动负债	8601	11689	13456	14231	14928	利润总额	3485	2917	3710	4311	4929
流动负债合计	26719	38012	41375	43874	46616	所得税费用	639	574	709	823	941
长期借款及应付债券	0	32	2032	1532	1232	少数股东损益	1267	1370	1376	1577	1816
其他长期负债	686	2312	3322	4255	5196	归属于母公司净利润	1579	973	1625	1910	2171
长期负债合计	686	2345	5355	5788	6429	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	27405	40357	46730	49662	53044	净利润	1579	973	1625	1910	2171
少数股东权益	4627	5249	6143	7169	8349	资产减值准备	3	43	11	5	4
股东权益	9779	10342	11399	12640	14051	折旧摊销	990	1088	639	720	787
负债和股东权益总计	41812	55949	64272	69471	75445	公允价值变动损失	(60)	(86)	(73)	(70)	(72)
						财务费用	(110)	57	55	60	48
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	(382)	3533	1136	(212)	299
每股收益	1.16	0.71	1.19	1.40	1.59	其它	827	594	883	1021	1176
每股红利	0.71	1.23	0.42	0.49	0.56	经营活动现金流	2956	6144	4222	3373	4365
每股净资产	7.18	7.59	8.36	9.28	10.31	资本开支	(902)	(2727)	(1000)	(1054)	(1027)
ROIC	21%	17%	24%	30%	34%	其它投资现金流	(501)	(5216)	(1062)	(592)	(512)
ROE	16%	9%	14%	15%	15%	投资活动现金流	(1459)	(8855)	(3162)	(2652)	(2592)
毛利率	24%	20%	21%	22%	22%	权益性融资	2	29	0	0	0
EBIT Margin	5%	3%	3%	4%	4%	负债净变化	0	32	2000	(500)	(300)
EBITDA Margin	7%	4%	4%	5%	5%	支付股利、利息	(972)	(1683)	(569)	(668)	(760)
收入增长	29%	40%	14%	7%	5%	其它融资现金流	1435	5895	(1956)	311	445
净利润增长率	-12%	-38%	67%	18%	14%	融资活动现金流	(507)	2623	(525)	(857)	(615)
资产负债率	77%	82%	82%	82%	81%	现金净变动	990	(88)	535	(136)	1158
息率	6.1%	10.6%	3.6%	4.2%	4.8%	货币资金的期初余额	6121	7111	7023	7557	7421
P/E	10.0	16.3	9.8	8.3	7.3	货币资金的期末余额	7111	7023	7557	7421	8579
P/B	1.6	1.5	1.4	1.3	1.1	企业自由现金流	1759	3442	2902	2077	3145
EV/EBITDA	12.3	18.6	19.1	16.5	15.0	权益自由现金流	3194	9369	2902	1839	3251

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032