

海信家电（000921） 白电切入车用热管理，双龙头顺势协同

——家电切入新能源车产业链系列二

公司研究 · 深度报告

家用电器 · 空调

投资评级：买入（维持评级）

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

□ 海信家电：中央空调+家用白电压舱，并购三电控股积极切入新能源产业链

- 海信家电主营家/商用中央空调、家用白电、商用冷链、厨卫等的全球销售。拥有“日立”、“海信”、“约克”中央空调品牌，以及“海信”、“容声”、“科龙”、“Gorenje”等家用品牌。2021年海信旗下品牌合计中央空调国内销额份额达15%，2021年收入+40%至676亿元，归母净利润-38%至9.7亿元；
- 并购车用空调龙头三电控股，积极进军新能源产业链。日本三电控股主营汽车热管理系统及部件和商用冷柜，上世纪70年代即切入汽车空调压缩机领域，拥有大众、通用等大客户。受新能源转型较慢和疫情等影响，2020年收入利润大幅下滑，债务压力下在2021年6月被海信收购（75%股权）。

□ 增长展望：家电稳健，新能源扭亏锐意进取

- 中央空调行业处高增期，海信作为龙头乘行业红利仍有增长空间；冰洗外销市占率稳步提升，白电整体业务稳健向好；
- 三电进军新能源+海信入主望协同提效。全球新能源车热管理总规模有望实现35%的复合增速，到2025年全球规模望超1100亿元。而三电具有扎实的产品、品牌和客户口碑，海信入主后战略方向进一步向新能源领域集中，同时技术、供应链的协同也有助于三电的底部反转。

□ 投资建议：维持“买入”评级

- 维持盈利预测，2022-2024年归母净利润16.3、19.1、21.7亿元，同比增速67%、18%、14%；当前股价对应PE=10、9、8倍。考虑可比公司估值，给予12-13倍PE，对应2022年目标市值约为199-211亿元，维持“买入”评级；

□ 风险提示：三电新能源业务扩张不及预期；三电盈利能力改善不及预期；白电业务份额下滑；并购整合效率不及预期。

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)	10.6	17.2	10.3	8.7	7.7
EV/EBITDA	12.6	18.9	19.4	16.8	15.2
市净率 (PB)	1.71	1.62	1.47	1.32	1.19
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					

- [01] 海信家电：白电稳健发展，中央空调实力强劲
- [02] 新能源车热管理千亿空间可期，家电切入顺势而为
- [03] 海信收购三电控股：热管理龙头有望实现底部反转
- [04] 盈利预测及投资建议
- [05] 风险提示



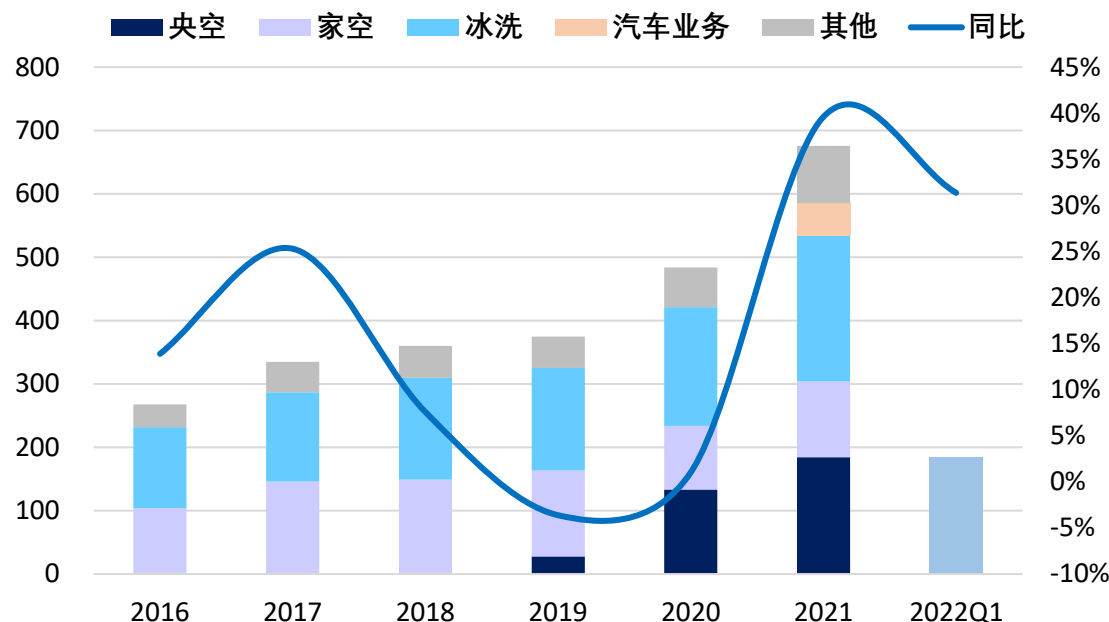
01

海信家电：白电稳健发展，中央空调实力强劲

□ 白电与核心零部件龙头

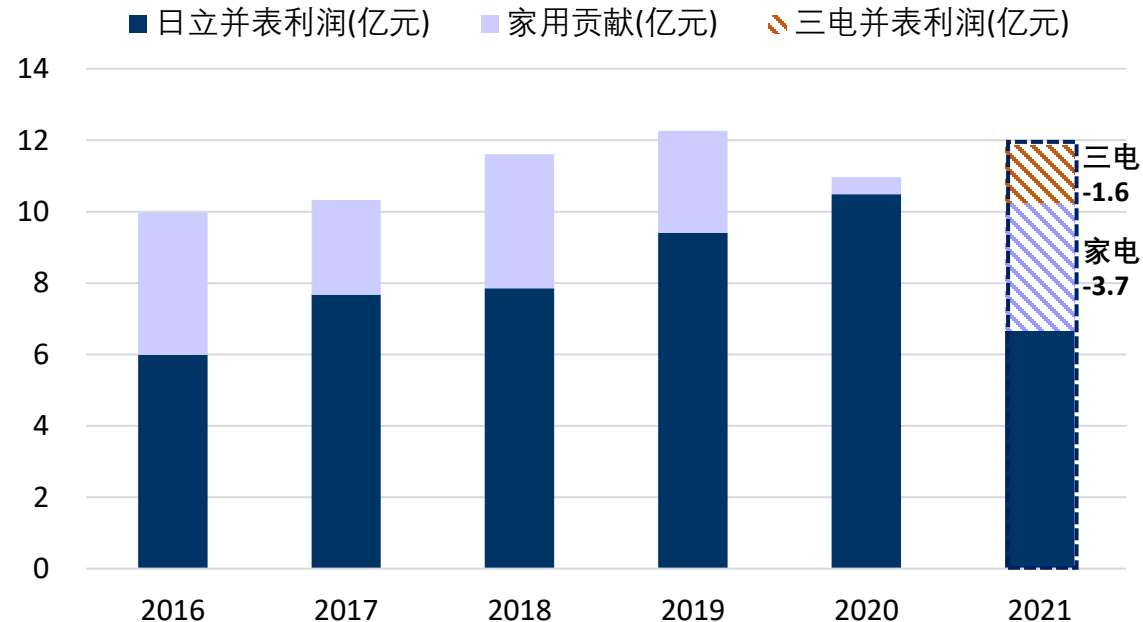
- 公司主要产品包括家用空调、冰箱、洗衣机等白电产品，同时拥有压缩机等核心零部件业务，2021收入676亿(+40%)，家用空调/冰洗占比超50%，中央空调贡献37%，2021年6月完成日本三电控股的收购后，汽车空调压缩机和热管理系统业务在2021年贡献收入约8%；
- 盈利能力整体维稳，2021年利润率下降不仅受原材料和海运成本上涨影响，还受盈利能力尚处爬坡的三电控股并表影响拖累，另一方面在研发、营销等费用端投入力度不减，使2021年整体盈利能力下行。

海信家电中央空调与家电业务贡献主要收入（单位：亿元）



资料来源：海信家电公告、国信证券经济研究所整理；注：中央空调为主的日立于2019Q4并表

盈利能力受成本、业务结构和费用投入等影响降低



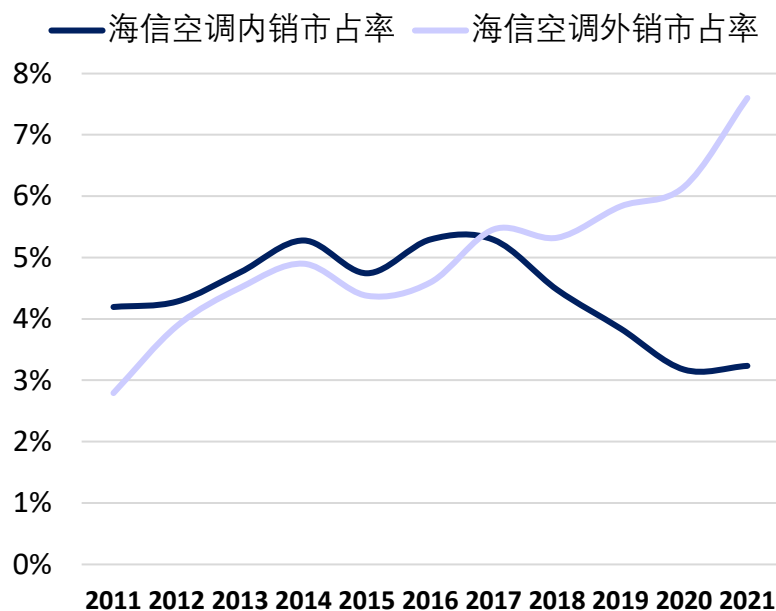
资料来源：海信家电公告、国信证券经济研究所整理

海信家电：家用空调/冰洗内销地位维稳，外销能力突出

□ 白电市占率国内维稳外销高增

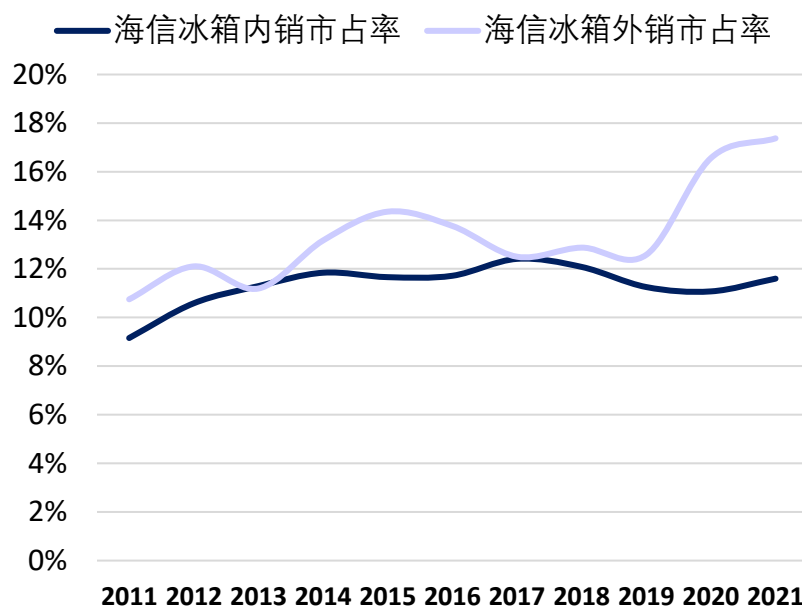
- 公司家用空调内销市占率保持相对稳定，近年保持在约3.2%的销量份额。而出口领域的市占率则持续提升，2021年外销销量市占率同比提升1.4pct至7.3%；
- 冰箱内销市占率则相对更高且整体略有提升，2021年销量份额+0.5pct至11.6%；而冰箱外销市占率持续攀升，2021年外销销量市占率提升0.8pct至17.4%；
- 洗衣机内销市占率相对平稳，2021年销量份额+0.2pct至11.1%；外销自2020高位以来维稳至25.4%。

海信家电空调外销出货份额高增



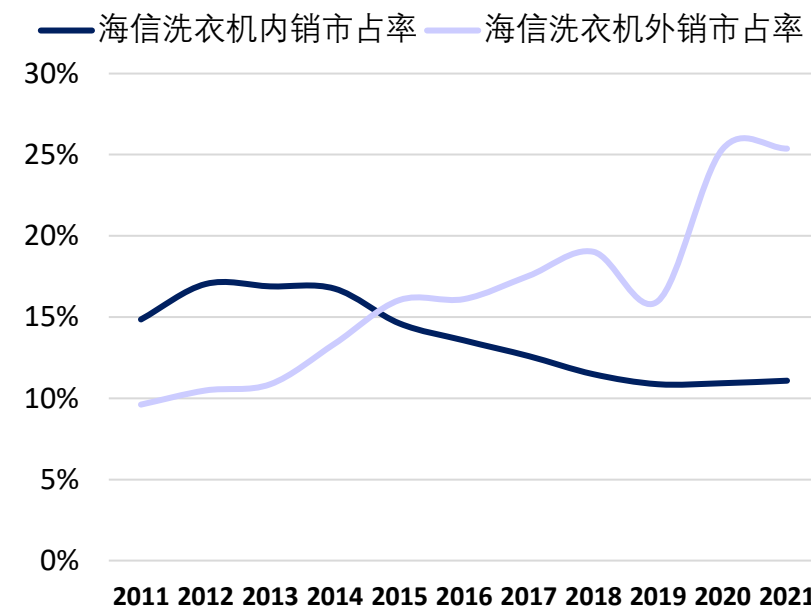
资料来源：产业在线、国信证券经济研究所整理

海信冰箱外销出货份额走高



资料来源：产业在线、国信证券经济研究所整理

海信洗衣机外销出货市占率维持高位



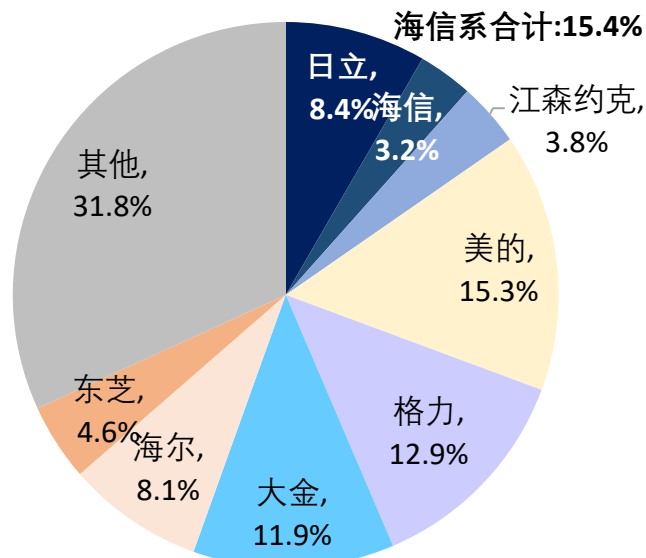
资料来源：产业在线、国信证券经济研究所整理

□ 海信旗下品牌市占率保持第一，收入利润表现稳健

- 中央空调行业目前处于寡头竞争格局，其中主要玩家包括海信系（日立（2019年并表海信）、海信、江森约克）、格力、海尔，以及大金、东芝等老牌日本品牌。其中海信系2021销额市占率15.4%位列国内中央空调市场份额第一。其中海信系在多联机领域市占率优势更明显，2021H1日立（18%）、海信（5%）合计拥有23%的销额份额；
- 海信日立近年收入利润表现同样亮眼，2016-2021收入复合增速23%，利润复合增速15%。同时在原材料成本压力大幅提升的2021年，日立的净利润率仍维持了13%的相对较好水平（2016-2020年净利润率均值16.2%）。

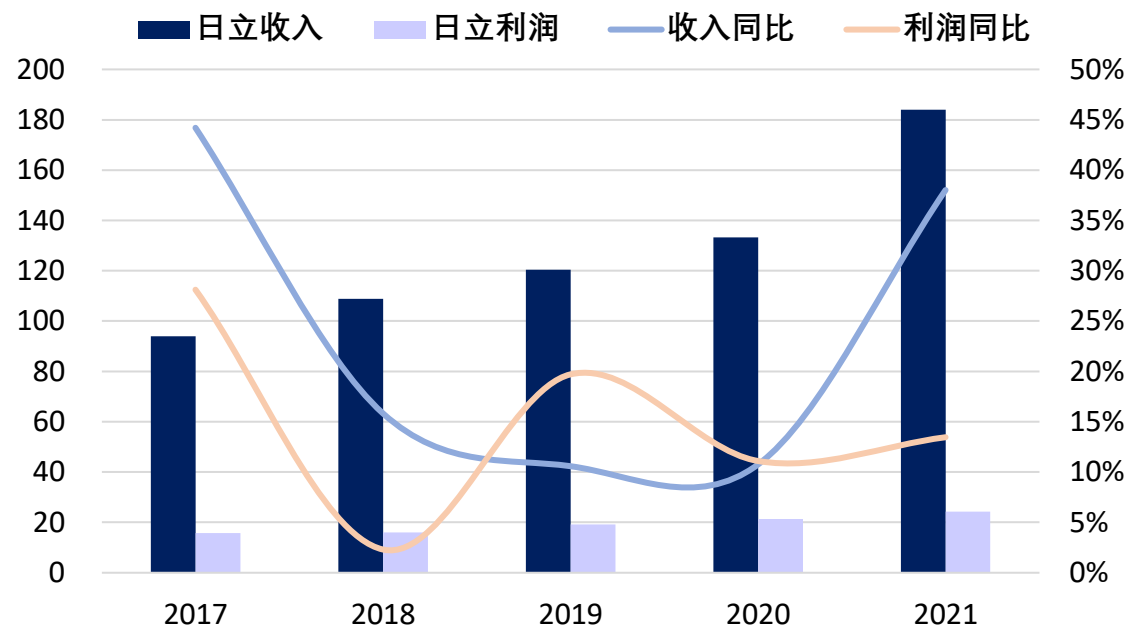
海信旗下品牌在中央空调市场销额份额第一

2021海信系中央空调销额市占率第一



资料来源：中央空调市场、国信证券经济研究所整理

日立近年收入利润保持稳健增长



资料来源：艾肯家电、国信证券经济研究所整理

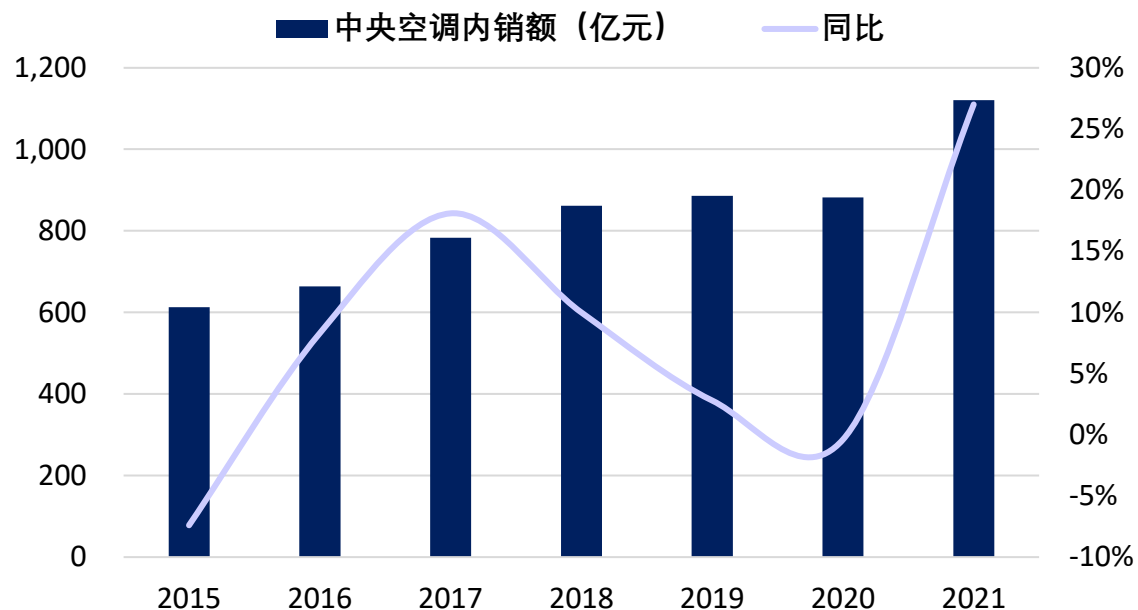
□ 中央空调低渗透率下依然保持良好增速

- 随着家用中央空调占比的持续提升，国内中央空调仍保持了亮眼增速，2021年行业内销实现27%的亮眼同比增长至1120亿元，但635万台的销量相比家用空调约9000万台的年均内销量，普及率仍处于不到8%的低位。

□ 结构升级下多联机占比逐步提升

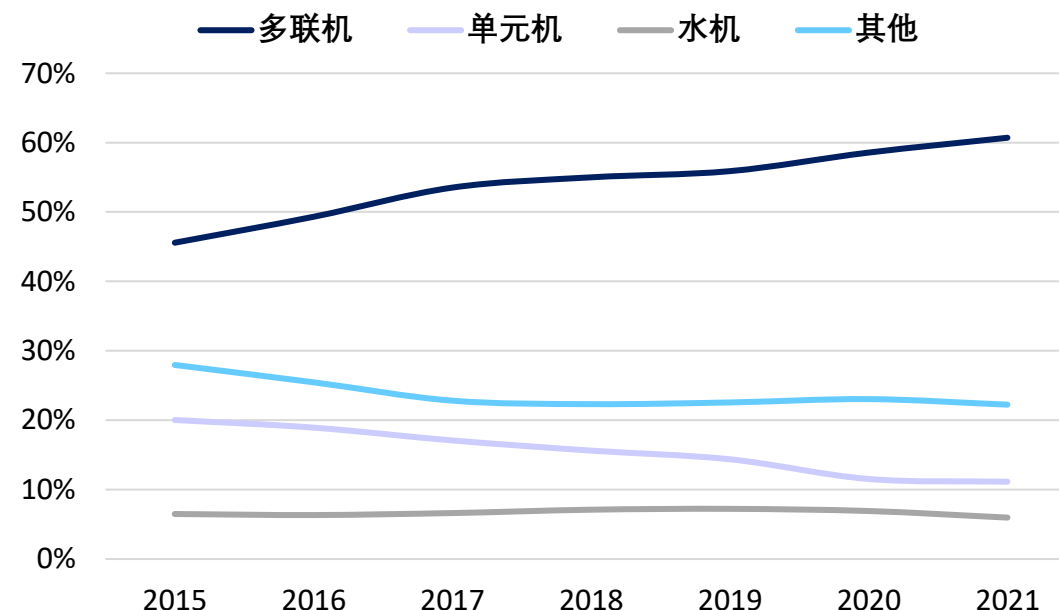
- 央空主要分为多联机（氟为冷媒，一台外机连接多台内机，家用占比高）、单元机（水多为冷媒，一台外机连接一台内机）、水机（循环更复杂，一般用于商用）等品类，其中多联机以舒适节能等优点近年占比不断提升。

中央空调近年保持景气高增



资料来源：产业在线、国信证券经济研究所整理

多联机销量占比持续提升

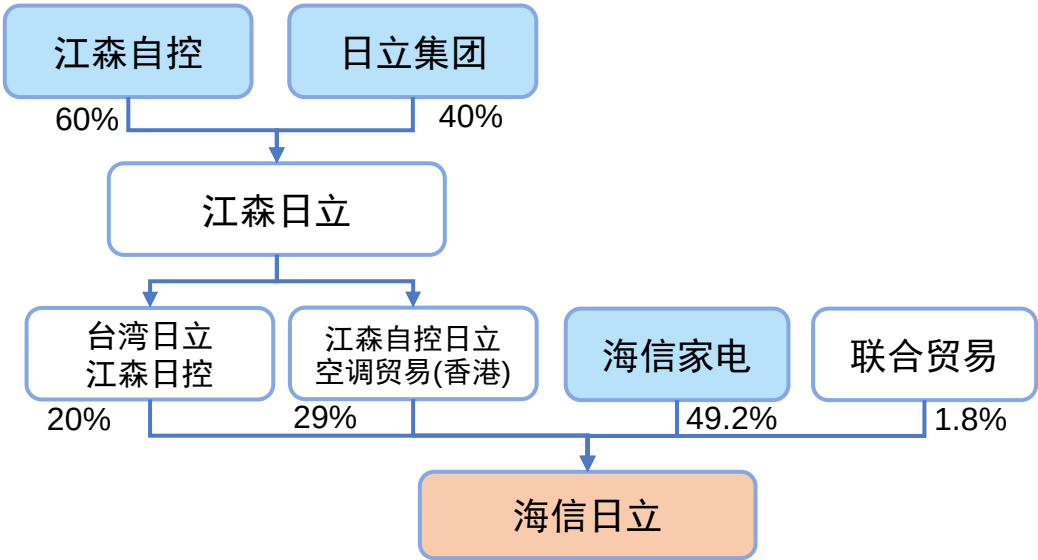


资料来源：产业在线、国信证券经济研究所整理

中央空调行业：技术与渠道是竞争要害，也是海信日立的优势

- 日立+江森自控技术加持，海信本土化运营实现强强联合
- 目前海信旗下不仅产品矩阵完善（日立+海信+江森自控约克分别对应高端、中端和专业），背后的技术支持也更为扎实。其中日立作为空调涡旋压缩机首发者和变频技术的引领者，30余年的技术积淀在产品力方面毋庸置疑；同时江森自控作为海信日立的股东，其水机的深厚技术积淀和旗下约克的品牌力也有望强化整体的技术优势。
- 渠道有望成为产品优势的放大器
- 日立在国内拥有超过2200家终端网点，同时海信在国内的终端渠道优势也有望进一步增强产品的协同。

日立技术加持的同时还有来自江森自控的股东协同



多联机销量占比持续提升

	指标/项目	海信日立	大金	格力	美的
技术	压缩机	自产，涡旋式为主	自产，摆动式为主	自产，双转子式为主(凌达)	自产，双转子式为主(美芝)
	变频器	自产无级变频器	部分外采自松下等	部分外采自东芝等	-
产品	SKU	家用主要包括“独墅一帜”、“智选”、“智慧一平方”及海信旗下家系列等7个系列	家用主要包括基础款VRB-B、高端集成VRV-U、多功能定制款等4个系列	GMV旗下5款主打产品	乐享、颐享、领航者、TR、理想家、Colmo 图灵、EVO、酷风等8个系列
	价格	0.6-11万	1.2-11.4万	0.8-10万	0.5-5.2万

资料来源：海信家电公司公告、国信证券经济研究所整理

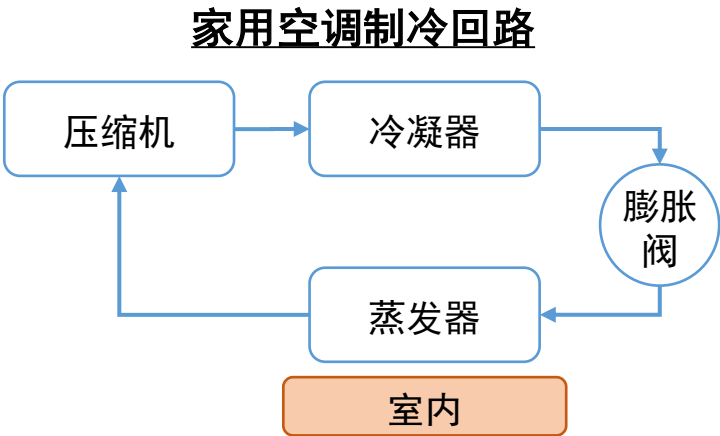
资料来源：各公司官网、京东、国信证券经济研究所整理



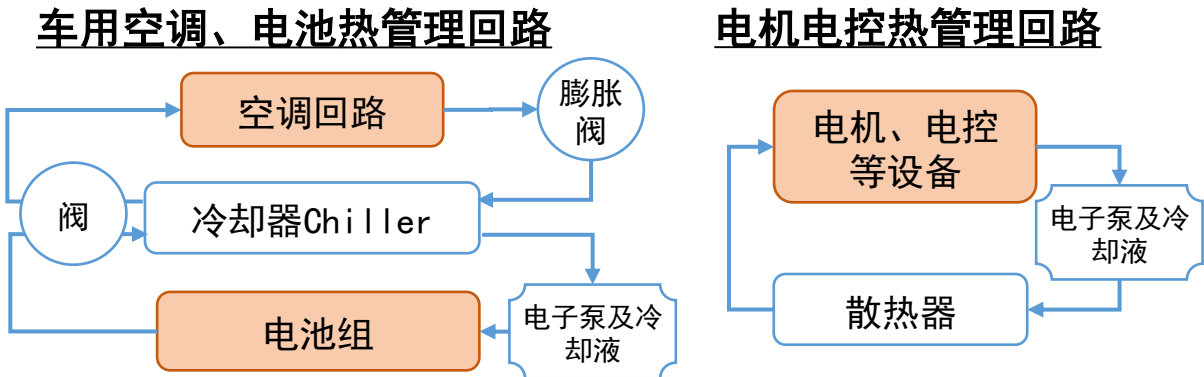
02

新能源车热管理千亿市场可期，
家电切入顺势而为

传统家用空调	新能源车用热管理
➢ 核心原理：室内冷/热循环	➢ 核心原理：车内外冷/热循环、电池、电机热循环
➢ 核心元器件：压缩机、节流(阀件)、蒸发器(内机)、冷凝器(外机)	➢ 核心元器件（车用分为三类） • 车用空调：压缩机、节流(阀件)、蒸发器、冷凝器 • 电池热管理：压缩机、节流(阀件)、冷却器Chiller、PTC加热器、泵件 • 电机电控热管理：节流(阀件)、泵件、散热器
➢ 产品重点：能耗与热/冷效率、寿命、个性化功能、安装与售后	➢ 产品重点：能耗与热/冷效率、阀泵类密封性、稳健性、适应性和灵敏度、寿命、系统的集成度



资料来源：大金年报、国信证券经济研究所整理



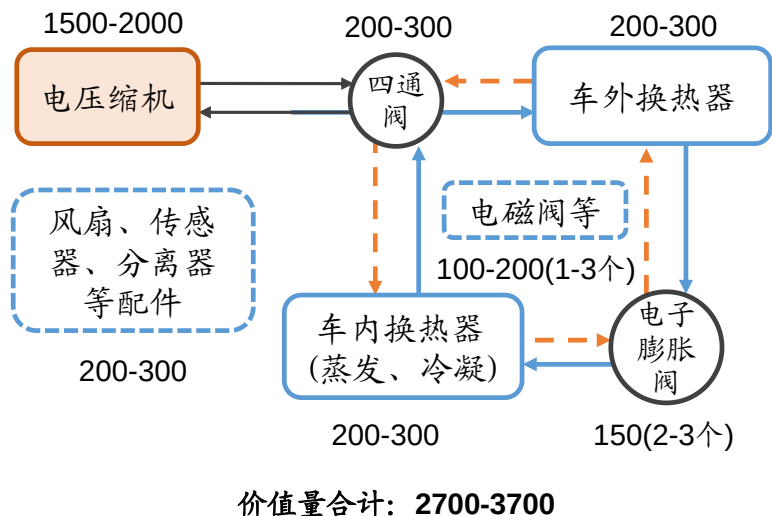
资料来源：翰昂年报、国信证券经济研究所整理

新能源车热管理：包含电池、电机电控热管理和空调系统

□ 车内空调系统

- 主流制热路线分为PTC（正温度系数热敏电阻）加热和热泵两种技术路线
- 热泵：通过**压缩机、泵/阀和散热器**交换车内外温度
- PTC：依靠**热敏电阻**加热空气/液体实现热传导

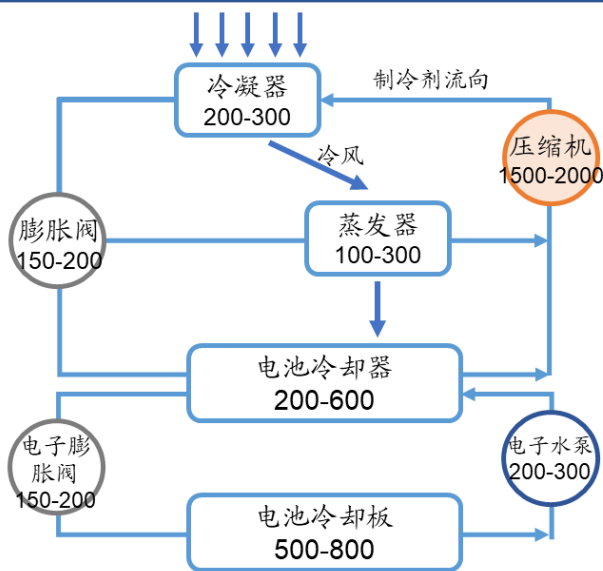
海信家电空调外销份额高增



□ 电池热管理

- 空气、直接液冷、独立回路液冷和相变材料等路线，核心原理都是利用介质的热传导使电池保持在最佳的工作温度区间
- 目前液冷是主流路线，其核心部件主要包括**压缩机、阀、蒸发器**和**冷却器Chiller**

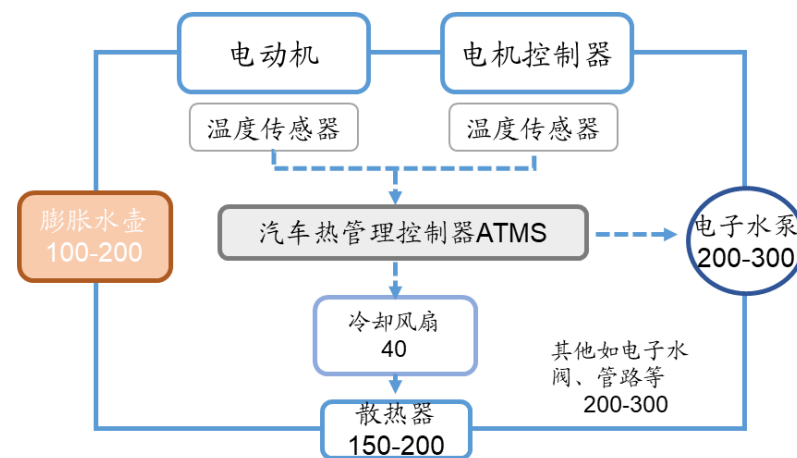
海信冰箱外销份额走高



□ 电机、电控热管理

- 与发动机冷却系统原理大致类似
- 主要组件包括电动水泵、散热器、冷却风扇、膨胀水壶和管路等

海信洗衣机外销市占率维持高位

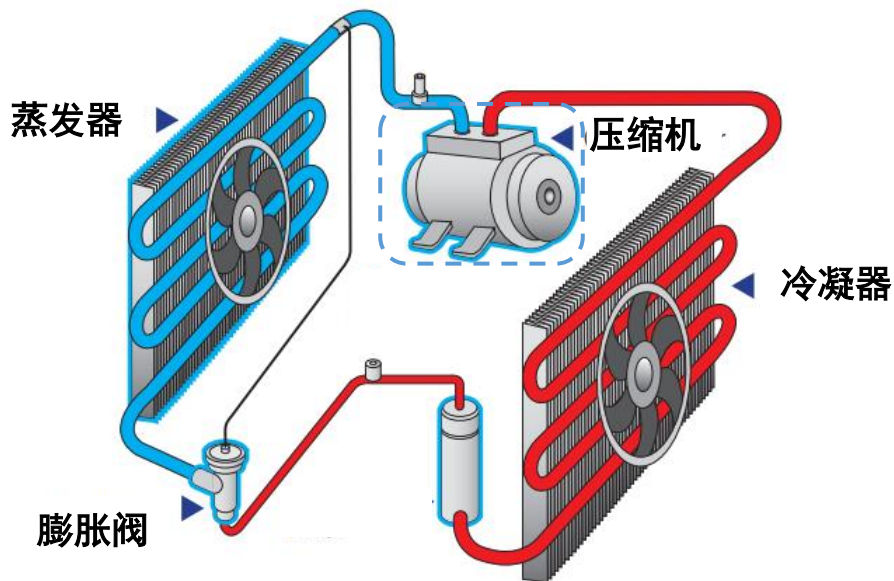


新能源车热管理：海内外高增，压缩机拥有百亿级市场

□ 新能源车热管理系统要求更高、更复杂，规模随新能源车高增，内外销均有百亿市场可期

- 内销百亿市场：新能源热管理中压缩机单车价值约2000元，对应内销市场的量级约为62亿（2021年）-180亿（2025年），整个热管理系统单台车价值量约6000元，对应内销量级则为186-540亿元
- 外销百亿市场：除中国外假设全球新能源车的销量2021-2025年保持40%增速至1000万辆，则海外新能源车的热管理系统和压缩机到2025年的市场规模预计达600亿/200亿元。
- 未来增值机遇：主动电池热管理、空调系统提效、高电压水冷零部件、轻量电池组保护、空气净化等增值服务

压缩机是新能源车热管理系统最重要的零部件之一



未来热管理和压缩机有望受益于新能源车的推广

市场	测算项	2021E	2025E
国内	新能源车销量（万台）	310	900
	热管理系统价值量（元）	6000	6000
	其中：压缩机价值（元）	2000	2000
	热管理系统规模（亿元）	186	540
	压缩机规模（亿元）	62	180
海外	海外新能源车销量（万台）	260	1000
	海外新能源热管理系统规模（亿元）	156	600
	海外新能源压缩机规模（亿元）	52	200

新能源车热管理格局：各有所长，各层级主体相互渗透

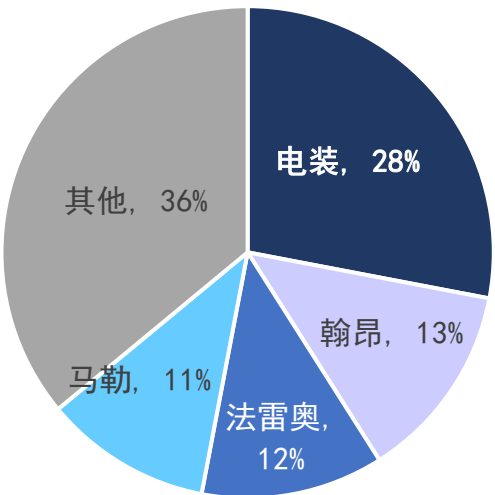
❑ 壁垒与格局：总成-阀泵压缩机-换热设备-配件

- 系统总成：电装、法雷奥、翰昂、马勒垄断，2020年前四大巨头占据全球近70%市场份额
- 阀：精密度要求下壁垒较高，国内三花领衔，
- 压缩机：最核心部件，龙头+三电、奥特佳、日立等，格局较阀类相对分散
- 其他配件：换热设备、内机、泵、配件等壁垒相对较低，银轮、拓普等产品成熟市占率较高

❑ 产业链趋势：各级主体相互渗透，传统Tier 1或受挤压

- 整车厂直接对接零部件：以特斯拉等为代表的整车厂直接绕过总成商对接零部件企业
- Tier 2 零部件企业产品延展：高技术壁垒产品掌握后，逐步向总成、模块化产品进军

四大热管理系统商(销额)市占率超60%



资料来源：翰昂年报、国信证券经济研究所整理

系统中各组成部分全球化分工，各有所长，其中盾安和三花在阀领域保持领先

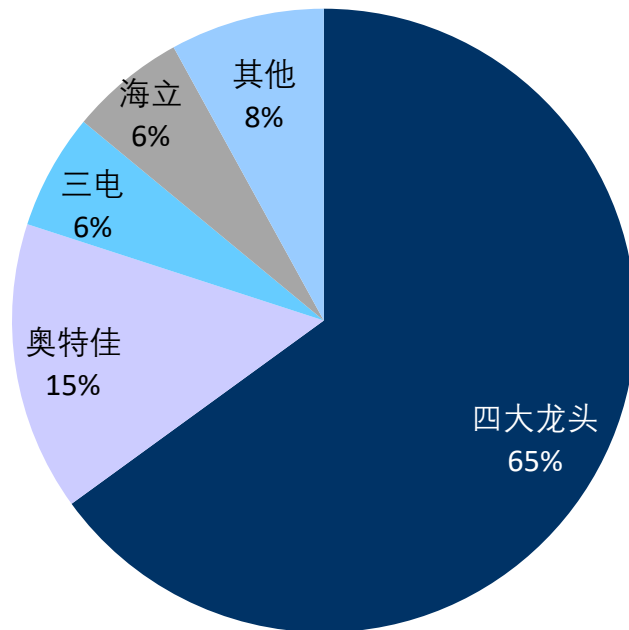
类型	企业	热管理系统	电动压缩机	冷却板	电池冷却器	电子水泵	电子膨胀阀
单车价值E（元）		5600-6950	2000	500-800	200-600	600-900	400-600
国际	电装	√	√				
	法雷奥	√	√				
	三电	√	√	√			
	翰昂	√	√				
	马勒	√	√				
国内	三花智控			√	√	√	√
	拓普集团					√	√
	奥特佳	√	√				
	银轮股份			√	√	√	

资料来源：电装、法雷奥、三电、翰昂、马勒、拓普集团、三花智控、奥特佳银轮股份官网产品页， 国信证券经济研究所整理 15

□ 外资龙头把握传统燃油车，新能源车玩家增多

- **全球-全口径：**全球约8000万套汽车压缩机基数下，根据各家收入推导，龙头份额依然较高，预计电装、翰昂等四大龙头占60%+
- **中国-新能源：**电装和翰昂等龙头仍处于强势地位，合计60%+；奥特佳2020年产能45万（15%）、三电根据收入结构和产能划分预计20万（6%）、海立20万（6%）、美的等小个位数

国内新能源车压缩机市场销量份额中龙头占比仍较高



03

海信收购三电控股：
热管理龙头有望实现底部反转

□ 日本三电控股是压缩机龙头，同时也在热管理系统总成中占据市场份额

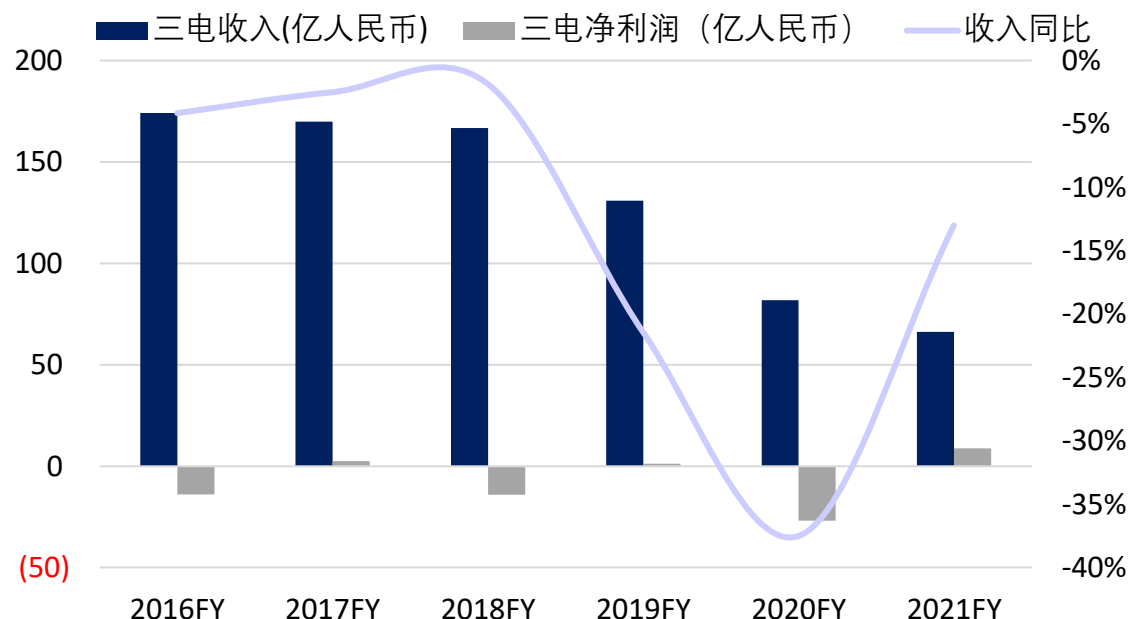
- 三电株式会社原主业以商用制冷整机为主，三电为集团旗下汽车空调设备部门，主要产品包括车用空调压缩机、各类换热器和空调内机单元。车载空调压缩机2019年全球销量1424万台，主要客户包括本田、福特、日产等。2020年由于疫情影响，收入下滑33%至82亿人民币，利润亏损至27亿人民币
- 2020年6月三电启动事业再生调解程序，对外定增以偿还债务并获得再发展机会。海信家电2021年6月完成对三电75%表决权的收购，对价约13亿人民币

三电主营压缩机等核心部件和热管理系统



资料来源：三电控股官网、国信证券经济研究所整理

三电收入受疫情影响收入利润大幅下降



资料来源：三电控股公告、国信证券经济研究所整理；
注：2021FY由于资产重组仅披露2021年4月-12月数据

□ 研发与生产领域保持了领先地位

- **产品基础牢固：**在电动车方面2009年即推出了电动压缩机，此后经历4代迭代，产品基本覆盖乘用、商用的各排量产品矩阵。产品在主要参数方面保持行业前列，同时也在推进R744机型、预计2024推出800V平台压缩机
- **研发强度稳步提升：**由于此前体内存在贸易、商用等业务，三电研发费用的历史水平并不高，但近年在电子压缩机、系统总成和电动车领域的研发不断增强，2020财年研发费用提升至4.1%
- **产能全球布局：**在全球范围内均具备产能，其在中国拥有上海、天津、沈阳、苏州、重庆、台北等分公司，2021年9月已在重庆建立全新的空调系统研发中心

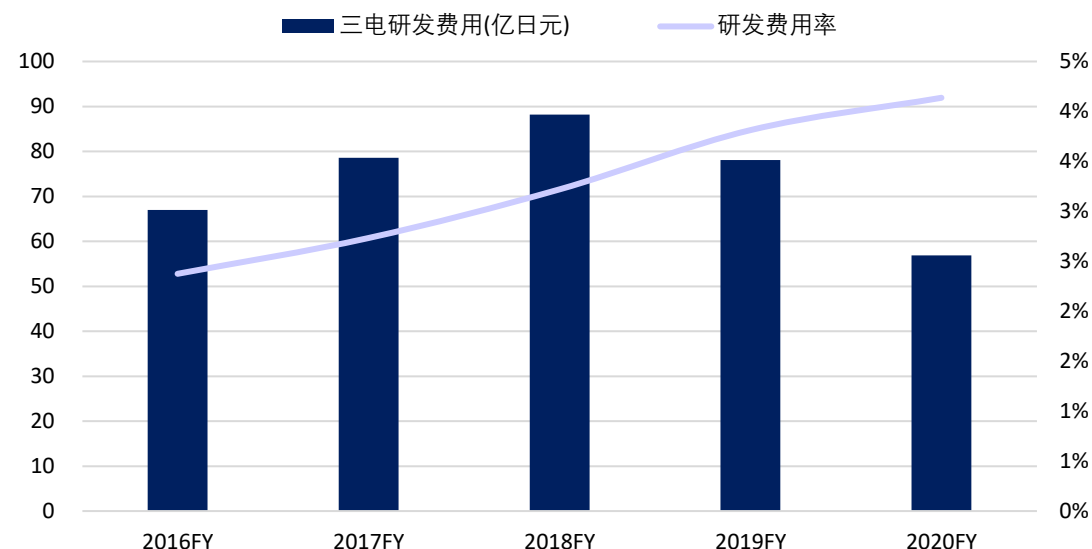
三电电动压缩机参数不弱于国内竞争对手

参数	三电	奥特佳	海立
排量(cc)	33	34	34
最大转速(rpm)	8500	8500	6000
最大制冷量(kW)	8.0	7.5	5.6
能效比(w/w)	2.30	2.15	2.30
重量(kg)	6.3	6.6	7.2

资料来源：三电控股、奥特佳、海立股份官网、国信证券经济研究所整理

注：三电-SHS33、奥特佳-E34PN、海立EVS34B，均为乘用车用电动压缩机

三电收入受疫情影响收入利润大幅下降

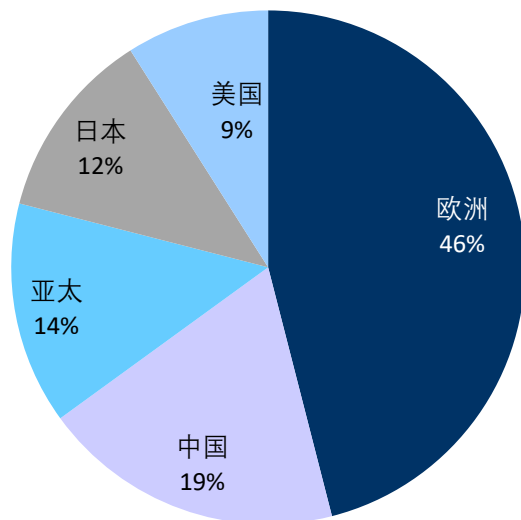


资料来源：三电控股公告、国信证券经济研究所整理

□ 传统车企客户奠定扎实口碑

- 公司欧洲客户覆盖较广，2020年前两大客户大众和戴姆勒收入占三电收入14%、12%；美国主要客户包括福特、通用、克莱斯勒等；同时在日本拥有本田、铃木等整车客户
- 中国则以参股的形式（华域控股的华域三电，三电持股43%）与上汽、长城、广汽等客户在压缩机和空调系统等领域维持长期密切合作
- 控股企业天津三电、重庆三电等则主要在HVAC、配件等与国内外Tier 1厂商保持合作

三电2021年欧洲收入占比高，整体收入均衡



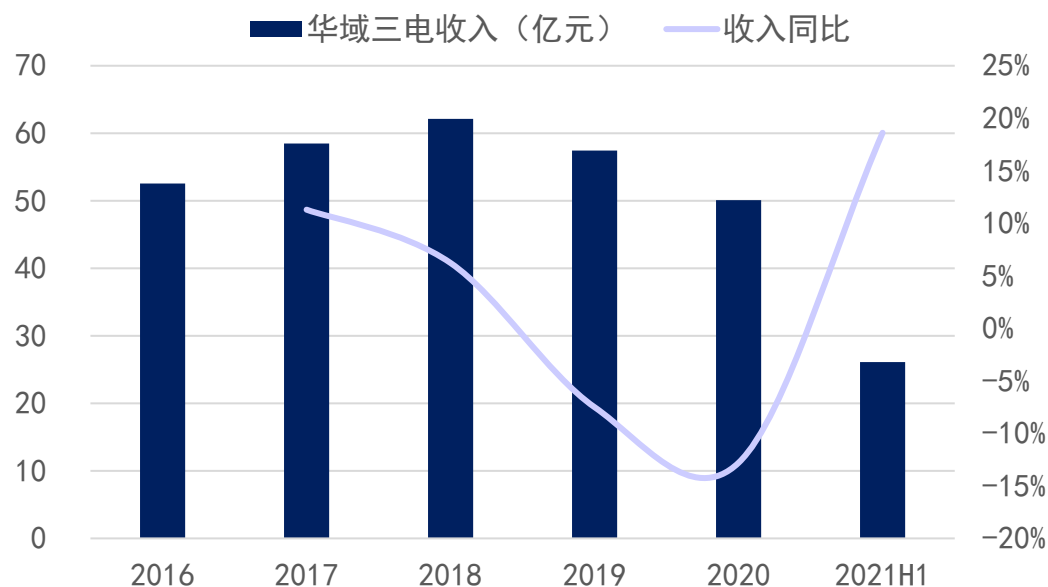
三电主要客户囊括传统车企龙头和新能源客户

区域	主要客户
日本	本田、铃木、尼桑
欧洲	大众、戴姆勒、宝马、雷诺、雪铁龙
美国	福特、通用、克莱斯勒
中国	上汽、沃尔沃、长城、广汽、江铃 (参股公司华域三电主导)

国内传统车企客户奠定扎实口碑

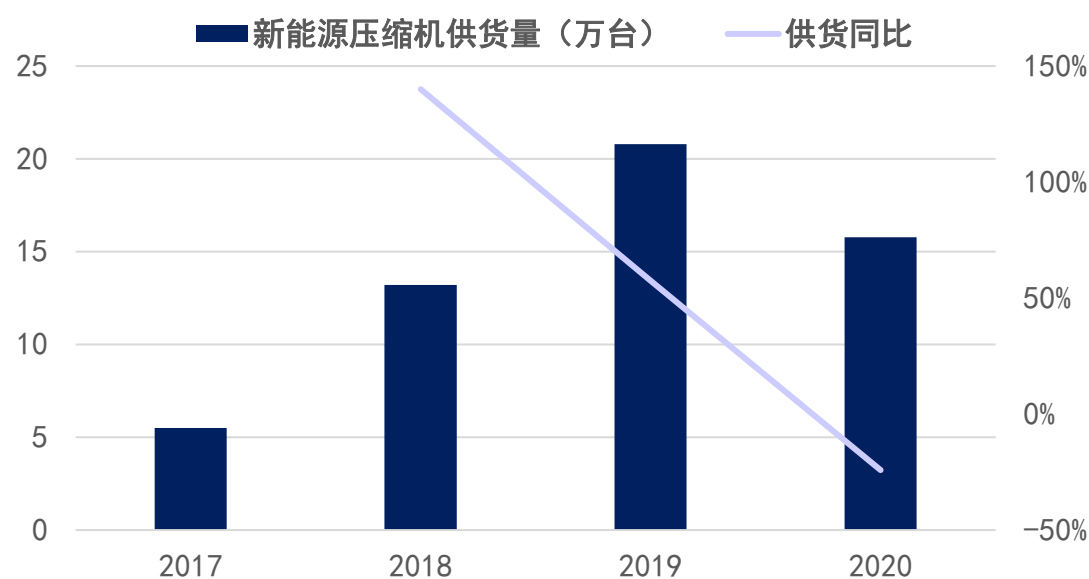
- 三电1990年即与上汽旗下华域汽车成立合资公司华域三电，主营国内汽车空调压缩机业务。华域三电在传统压缩机领域同样保持市场领先水平，2020年汽车压缩机销量778万台。收入则在疫情后实现恢复性增长；
- **新能源产能拓展，出货量稳定提升：**华域三电拥有电动压缩机自有产能，总产能预计超20万台。2020年电动压缩机批量供货15.8万台；
- **客户囊括各类车企：**2020 年成功为上汽乘用车、上汽大众、上汽大通、沃尔沃、长城汽车、广汽集团、江铃汽车等混动、纯电相关车型提供配套。

华域三电受行业下滑叠加疫情影响收入有所波动



资料来源：华域汽车公告、国信证券经济研究所整理

华域三电新能源电动压缩机供货达到20万台水平



资料来源：三电控股各国官网、三电控股公告、华域汽车公告、国信证券经济研究所整理

附录：三电国内新能源压缩机客户情况

主要客户	合作的新能源车型	发展规划与行业地位
上汽集团	荣威ei6 /550 /名爵/eMG6等	2021年H1上汽集团新能源车销量增速为市场2倍、整车出口国内行业第一；2021年1-11月，上汽乘用车新能源车销量达14.7万辆，主打中高端车型。 - 上汽集团将在新能源产业链建设、智能汽车研发应用等方面积极开展跨界合作，不断扩展“朋友圈”，共建产业新生态，协力推动汽车产业高质量发展。
沃尔沃	XC系列等	- 公司将进一步主推动电动化转型，以实现到2025年，纯电车型销量达到50%。 2021年11月公司新能源车销量同比增长达114.2%
长城汽车	H6系列等	- 公司将深耕新能源与智能化，在新能源核心技术和产业链深入布局，抢占新能源技术制高点，并与世界顶级供应商合作，打造国际一流的供应链体系 - 公司新能源车欧拉在2021年上半年累计销量超5万辆，同比大幅增长428.72%，持续稳居新能源汽车第一阵营
广汽集团	传祺gs系列等	2021H1广汽埃安陆续投放Aion Y、Aion S Plus两款新产品，进一步完善10-35万元新能源汽车核心市场车型矩阵。Aion S稳居A级纯电轿车市场冠军，新能源市场前三。 - 公司新能源产能项目于2021年7月正式投产，预计产能20万辆/年，并启动产能扩建（二期）项目，建成后广汽埃安将新增10万辆/年产能
江铃汽车	-	- 公司与雷诺集团合作整合资源，扩大在新能源市场影响力，2021年9月推出新能源车新品。 - 江铃新能源2021年11月新能源车销量同比增长达374.5%

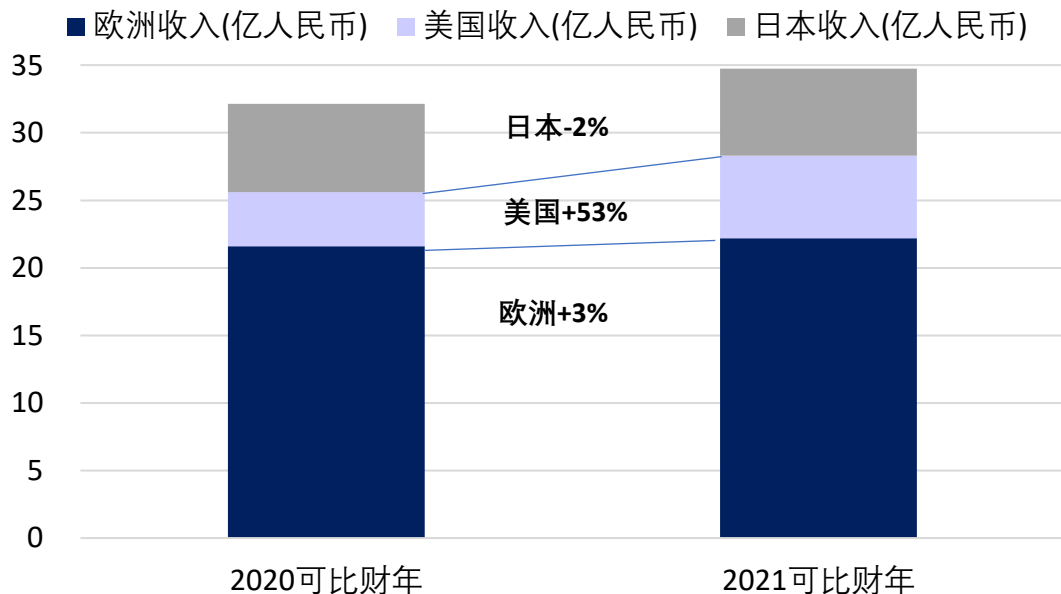
资料来源：上汽集团、沃尔沃、长城汽车、广汽集团、江铃汽车官网、上汽集团、沃尔沃、长城汽车、广汽集团、江铃汽车2021中报，国信证券经济研究所整理

注：合作品牌来自华域汽车公告，合作车型则根据收集各品牌旗下有公开压缩机铭牌的车型以及1688平台供应商信息抽样汇总

□ 传统车企大客户仍存拓展机遇，新客户积极对接

- 存量客户中传统龙头如戴姆勒早在2009年即和三电有混动车S400的电动压缩机合作，同时也拥有宝马等相对成熟的客户。其中传统客户车型中混动占比相对较高，纯电动车型有望成为未来新能源拓展的一大增量
- 增量方面在燃油车合作密切的大众、福特、通用等目前尚未开拓（大众在海外的ID系列主要是R744冷媒，采用翰昂压缩机）
- 以特斯拉为代表的新兴厂商目前采用翰昂（Model S/3）和电装（Model S/3/Y），其冷媒也为传统R134a和R1234yf，因此同样具备切入机遇

三电2021年在海外市场收入仍保持8%增长



三电海外客户已有基础，大众等潜在客户仍有望切入

海外现有客户		海外潜在客户	
品牌	车型	品牌	供应商情况
戴姆勒	E、S系列、Smart	大众	冷媒采用R744，压缩机由电装、翰昂供应
宝马	3、5、7		
雪铁龙	Berlingo		
沃尔沃	V60	特斯拉	电装、S/3部分采用翰昂
雷诺	Clio		
路虎	Rang Rover/sport		
捷豹	XF	福特	电装
本田	Civic、Fit Hybrid	通用	电装、LG

资料来源：三电控股公告、国信证券经济研究所整理；注：可比财年为4-12月

资料来源：Marklines、国信证券经济研究所整理

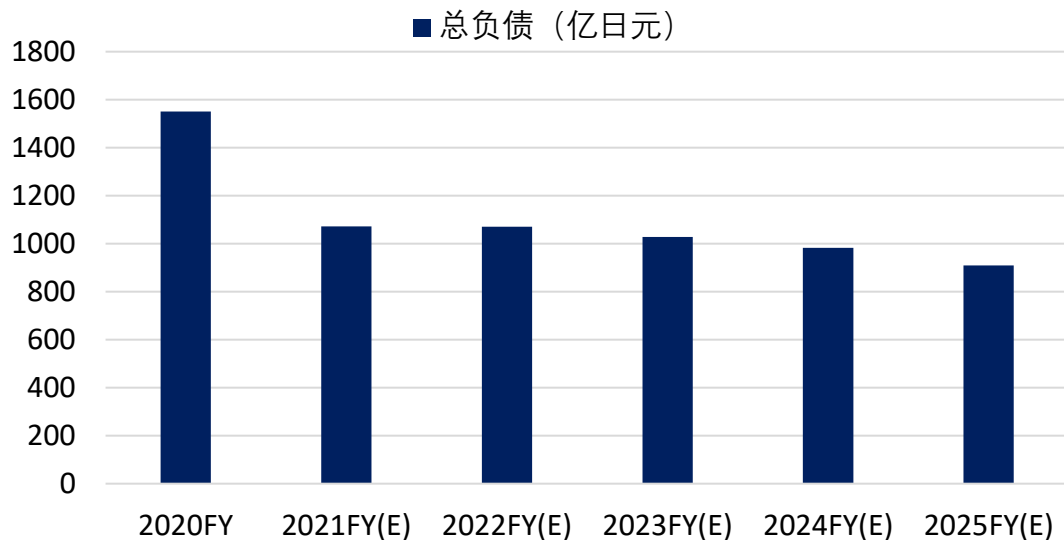
□ 流动性提升

- 三电增发后获得214亿日元，同时通过事业再生调解程序获得630亿日元的债务豁免，原有1008亿日元的净负债压力有效缓解

□ 产品与市场多维度协同强化

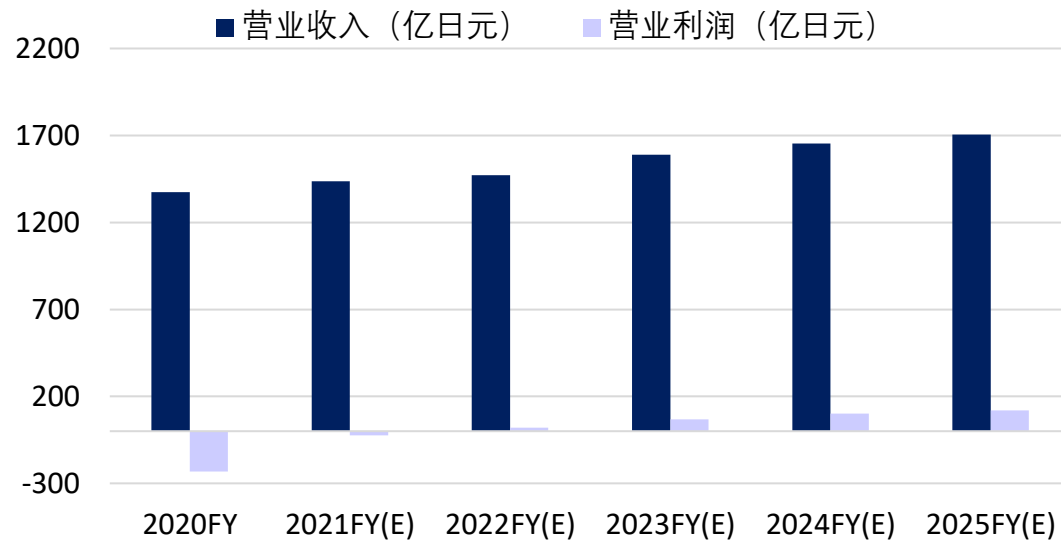
- 压缩机领域的研发、生产和供应链进一步协同优化成本和产品竞争力
- 市场协同，海信在零部件领域已经获取比亚迪、一汽、二汽等客户，也有助于三电空调系统在国内进一步进行客户拓展

三电负债水平有望显著下降



资料来源：三电控股公告、国信证券经济研究所整理

三电收入预期稳增，有望自2022年起实现扭亏



资料来源：三电控股公告预测、国信证券经济研究所整理

□ 为什么公司收入指引只有个位数而利润弹性很大？

- 三电传统燃油车业务占比非常高，因此油车和新能源车有此消彼长的交接时间
- 2020-2021年疫情、成本等多因素使盈利能力维持低位，2022年起，除了外生影响的减弱，新能源产品占比的提升+海信入主后的效率提升+采购供应链等协同可以给利润端带来更大的弹性
- 具体来看，油车为主时期，参考自身和各龙头稳态毛利率18%，净利润率5%；第一步先回到原有盈利中枢，第二步结构性有望进一步提升

□ 三电切入新能源的机会和挑战？成功可能性？

- 油车压缩机→新能源压缩机的不同之处有二：

- 1、机遇——产品与技术：需要空调电子压缩机的技术加持，三电+海信具备协同优势，而单纯油车企业 的活塞皮带轮压缩机转型会更吃力
- 2、挑战——客户与时间：产品稳健性与测试周期是所有厂家的硬性壁垒，三电的优势则在于传统车企（大众、福特等）的资源和关系优势

——目前三电已经在部分大客户取得阶段性进展

□ 海外并购管理和协同实现自我证明

- 海信集团1996年即在南非投产了海外产能，此后集团层面上先后进行了多起海外并购（2000年收购韩国大宇的南非工厂、2015年收购夏普墨西哥工厂、2018年收购东芝影像），积累了充分的经验
- 2018 年海信家电并购斯洛文尼亚家电龙头Gorenje，通过营销协同、产销模式变革等方式显著改善其经营情况并在2020年实现盈利
- 另外，2019年海信将日立空调注入后，日立收入利润也取得长足发展

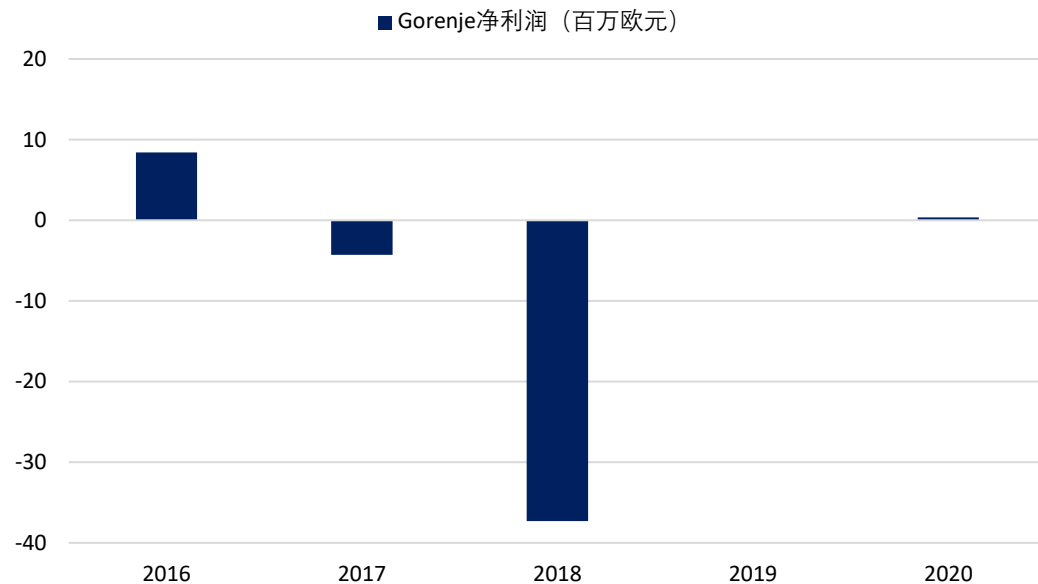
海信旗下多品牌/业务均源自于成功并购

海信品牌



资料来源：海信集团官网、国信证券经济研究所整理；注：图中Toshiba为东芝的电视业务

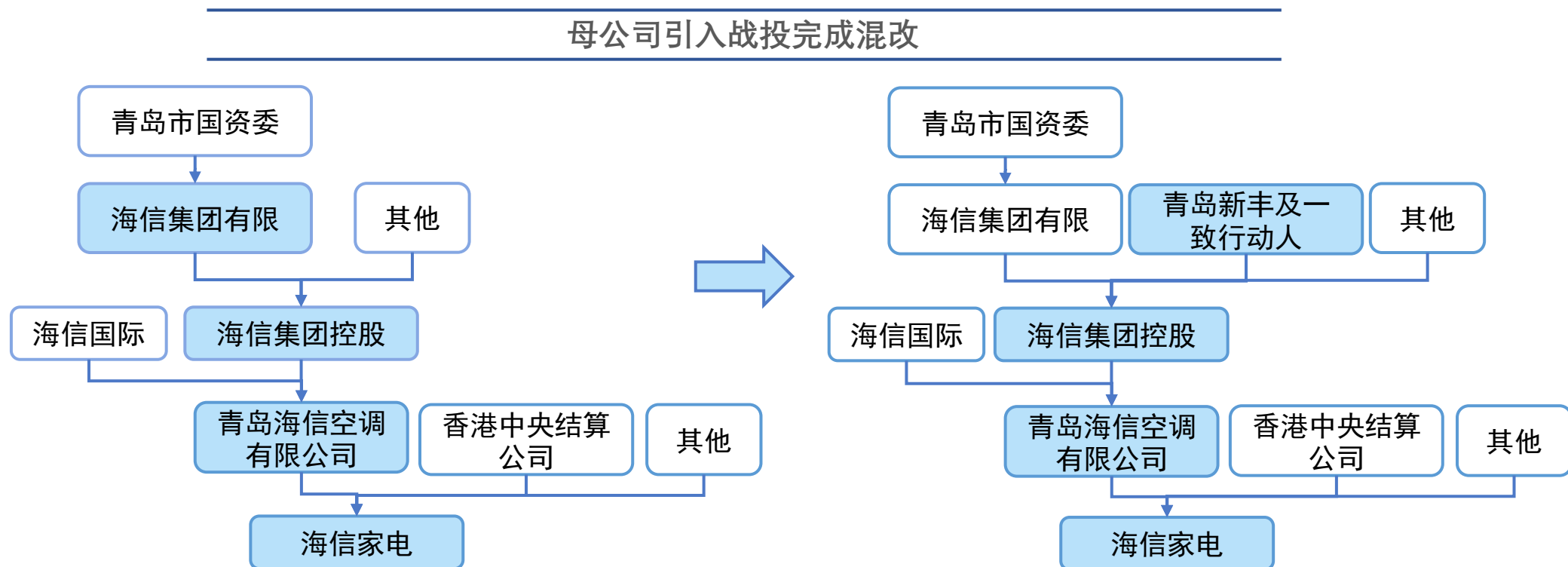
Gorenje（古洛尼）被收购1年后实现扭亏



资料来源：海信家电公告、国信证券经济研究所整理

□ 混改落地，母公司引入战投青岛新丰

- 2020 年 12 月 24 日青岛新丰以现金 37.5 亿元对公司母公司青岛海信集团控股增资。增资后青岛新丰及一致行动人合计持有公司股份 27%，青岛市国资委持股26.8%，完成国企混改
- 青岛新丰实控人旗下海丰国际是货船航运服务商，一方面有望在外销领域实现资源协同，另一方面混改完成也有利于海信整体运营和管理的提效，激发员工积极性



资料来源：海信家电公告、国信证券经济研究所整理

04 | 盈利预测及投资建议

□ 海信家电主业：中央空调高增家用稳健，盈利能力短期受原材料影响，长期实现结构性提升

- 中央空调在行业景气和多品牌矩阵协同拉动下，预计2022-2024收入增长20%、12%、10%；
- 家用空冰洗则在内销份额维稳、外销提升支撑下保持个位数稳定增长；
- 毛利率在2022年所有品类均受原材料影响承压，但长期看盈利能力更强的中央空调有望支撑毛利率回升企稳。整体2022-2024年家电业务收入增速9%、7%、6%，家电毛利率23%、23.5%、23.1%。

单位：亿元	2021A	2022E	2023E	2024E
家电总收入	624	682	727	768
同比	40%	14%	7%	5%
家电综合毛利率				
其中：中央空调收入	184	221	247	272
中央空调同比	38%	20%	12%	112%
家用空调	120	126	130	134
家空同比	20%	5%	3%	3%
冰洗	230	242	254	266
冰洗同比	23%	5%	5%	5%
其他	90	93	96	96

资料来源：Wind、海信家电公告、国信证券经济研究所整理及预测

□ 三电控股：扭亏后利润修复弹性较大

- 根据三电控股重整指引2022-2024年收入5%复合增长，但由于俄乌冲突预计对欧洲业务产生负面影响使2022收入短期承压，预计2022-2024收入增速-2%、8%、4%；
- 海信入主后三电在供应链协同、各环节提效等有望显著改善，但考虑到原材料和产品结构带来的短期压力，预计毛利率先降后升至2024年约11%的水平。

单位：亿人民币	2021A	2022E	2023E	2024E
三电控股收入	87	86	92	94
同比	7%	-2%	8%	4%
三电控股毛利率	9.3%	8.1%	9.1%	10.7%

资料来源：三电控股公告、国信证券经济研究所预测

- ## □ 长期展望：若以2025年全球新能源车2000万销量对应压缩机的销量，同时考虑到新能源压缩机在单机价值、技术研发壁垒方面带来的价值增值，预计有望从结构方面拉动三电整体盈利能力的提升

□ 收入稳步增长，盈利能力改善带来业绩弹性

- 预计2022-2024年收入增长14%、7%、5%，其中家电业务增长14%、7%、5%，三电控股收入增速-2%、8%、4%；
- 综合毛利率在2021-2022预计受原材料成本和并表影响承压明显，而随着央空业务占比的提升和终端价格的逐步传导，预计后续毛利率略有改善，2022-2024预计为21.3%、21.9%、21.7%；

单位：亿元人民币	2021	2022E	2023E	2024E
总收入	676	767	818	862
收入同比	40%	14%	7%	5%
综合毛利率	19.7%	21.3%	21.9%	21.7%
其中：中央空调	184	221	247	272
央空同比	38%	20%	12%	10%
家用空调	120	127	130	130
家空同比	19%	5%	3%	3%
冰洗	230	242	254	266
冰洗同比	23%	5%	5%	5%
其他	90	93	96	96
三电控股并表收入（亿人民币）	51	86	92	94
三电控股同比	-	68%	7%	3%
三电控股毛利率	9.3%	8.1%	9.1%	10.7%

资料来源：三电控股公告、海信家电公告、国信证券经济研究所预测

- 费用端考虑到海信入主三电后的并表影响以及效率提升，预计管理（含研发）/销售费用率先升后略降，由2021年的4.6%/11.4%提升至2024年5.0%、11.7%。

□ 维持盈利预测，预计海信家电2022-2024年归母净利润同比增长67%、18%、14%至16.3、19.1、21.7亿元。

□ 绝对估值：23.23-26.40元

- 若以现金流折现模型测算，则预计公司每股权益价值约为25.13元
- 考虑到目前公司现金充裕的同时资本性投入相对平稳，因此采用现金流折现模型的估值结果距当前股价差异较大
- 同时由于估值过程受永续增长率和折现率影响较大，因此通过敏感性测试的到每股权益价值约为23.23-26.40元

公司盈利预测假设条件（%）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
营业收入增长率	29.2%	39.6%	13.6%	6.7%	5.4%	5.2%	0.0%	5.1%
毛利率	24.0%	19.7%	21.3%	21.9%	21.7%	22.0%	22.2%	22.3%
管理费用/营业收入	3.5%	4.6%	5.3%	5.3%	5.0%	4.9%	4.9%	4.9%
销售费用/销售收入	14.2%	11.4%	12.0%	12.0%	11.6%	11.1%	11.1%	10.9%
所得税税率	18.3%	19.7%	19.1%	19.1%	19.1%	19.1%	19.1%	19.1%
股利分配比率	34.5%	53.5%	35.0%	35.0%	35.0%	60.0%	60.0%	60.0%

资料来源：公司数据、国信证券经济研究所预测

• 现金流折现模型的关键假设如下：

资本成本假设

无杠杆Beta	1.3	T	19.10%
无风险利率	2.85%	Ka	13.25%
股票风险溢价	8.00%	有杠杆Beta	1.45
公司股价（元）	12.11	Ke	14.41%
发行在外股数（百万）	1363	E/(D+E)	87.88%
股票市值(E, 百万)	16503	D/(D+E)	12.12%
债务总额(D, 百万)	2276	WACC	13.30%
Kd	6.50%	永续增长率(10年后)	0.5%

资料来源：国信证券经济研究所假设

• 绝对估值的敏感性分析（单位：元）

		WACC变化				
		13.4%	13.9%	14.41%	14.9%	15.4%
永续增长率变化	1.5%	28.36	26.91	25.59	24.38	23.25
	1.0%	27.77	26.40	25.13	23.97	22.89
	0.5%	27.24	25.92	24.71	23.59	22.55
	0.0%	26.74	25.48	24.31	23.23	22.23
	-0.5%	26.28	25.07	23.94	22.90	21.93

资料来源：国信证券经济研究所分析

□ 相对估值： 2023年目标市值区间270-282亿元

- 考虑到公司主业家电中央空调仍处于景气高增阶段，但家用部分受竞争影响市占率或存波动，因此估值可参考综合类白电企业龙头的估值水平约；而新能源业务中车热管理行业未来五年超30%的景气高增速，同时新能源汽车零部件企业整体估值水平较高，考虑到新能源业务占比相对不大，因此给予家电业务估值更大的权重，综合给予公司2022年12-13倍PE，对应2022年A股市值约为195-211亿元。
- 考虑到当前新能源业务仍处于发展阶段，因此主要参考相对估值，给予公司2022年12-13倍PE，对应市值为195-211亿元，维持“买入”评级

行业	公司	股价（元/股）	EPS（元/股）			PE			净利润CAGR
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	
白电	美的集团	56.03	4.26	4.62	4.95	13	12	11	7.8%
	海尔智家	24.04	1.39	1.59	1.84	17	15	13	15.1%
	格力电器	31.18	4.07	4.45	4.93	8	7	6	10.1%
白电平均						12	11	10	9.8%
汽车零部件	三花智控	14.80	0.47	0.63	0.79	31	24	19	29.9%
	拓普集团	48.60	0.92	1.47	1.98	53	33	25	46.8%
零部件平均						39	28	21	41.3%
白电+零部件	海信家电	11.85	0.71	1.22	1.46	17	10	8	42.9%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测，收盘价采用2022年4月21日收盘价

盈利预测估值附件

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	6751	6962	6912	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	9244	9858	10099
流动资产合计	30231	39700	45695	49835	53240	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	8	(35)	(43)
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	63466	69011	73777	其他收入	(970)	(1670)	(2043)	(2262)	(2373)
短期借款及交易性金融负债	52	3030	3060	3717	3154	营业利润	3195	2781	3543	4222	4827
应付款项	18067	23293	26846	28257	29858	营业外净收支	290	136	166	88	101
其他流动负债	8601	11689	13464	14241	14938	利润总额	3485	2917	3709	4310	4928
流动负债合计	26719	38012	43370	46215	47949	所得税费用	639	574	708	823	941
长期借款及应付债券	0	32	(768)	(1268)	(1768)	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	2555	2988	3429	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	27405	40357	45924	49203	51378	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	11398	12640	14051	折旧摊销	990	1088	639	720	787
负债和股东权益总计	41812	55949	63466	69011	73777	公允价值变动损失	(60)	(86)	(73)	(70)	(72)
						财务费用	(110)	57	8	(35)	(43)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	(382)	3533	1145	(211)	300
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	4230	3373	4366
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	(800)	(500)	(500)
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	29	657	(564)
净利润增长率	-12%	-38%	67%	18%	14%	融资活动现金流	(507)	2623	(1339)	(511)	(1823)
资产负债率	77%	82%	82%	82%	81%	现金净变动	990	(88)	(271)	210	(50)
股息率	5.8%	10.1%	3.4%	4.0%	4.5%	货币资金的期初余额	6121	7111	7023	6751	6962
P/E	10.6	17.2	10.3	8.7	7.7	货币资金的期末余额	7111	7023	6751	6962	6912
P/B	1.7	1.6	1.5	1.3	1.2	企业自由现金流	1759	3442	2873	2036	3102
EV/EBITDA	12.6	18.9	19.4	16.9	15.0	权益自由现金流	3194	9369	2096	2221	2074

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测，收盘价采用2022年4月21日收盘价

05 | 风险提示

- 对于三电控股来说，由于新能源车赛道除了产品外，对于集成能力、客户服务能力等综合维度都存在较高的壁垒和门槛，因此在进行能力迁移和延展中，需要关注：
 - 新业务的研发进展，存在研发和产品生产的进展不及预期风险，进而造成预期规模和盈利落地时间不及预期的风险
 - 新业务爬坡期效率较低对盈利能力造成拖累的风险
 - 在与国内外新兴零部件厂商竞争的过程中，存在竞争加剧影响盈利能力的风险
 - 新能源业务的推进对原有主业的经营、管理等造成负面影响的风险
- 对于海信整体而言，一方面需要关注来自于收购本身的风险（包括交易风险、管理风险等），另一方面也需要关注业务整合后新旧业务的协同性和潜在的相互影响，其中包括：
 - 并购企业整合效率不及预期的风险
 - 并购企业与收购主体的协同进展不及预期，进而对上市公司盈利水平造成拖累的风险
 - 并购企业业务与原主体的部分业务存在同业竞争，进而导致业务调整梳理不及预期影响增长的风险
- 另外需要注意家电和新能源车市场需求波动，以及上游原材料价格大幅波动对行业整体的量利造成不利影响的风险

□ 估值风险

- 我们采取绝对估值和相对估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本（WACC）的计算、TV增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断；
- 可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观，导致未来10年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算WACC时假设无风险利率为2.85%、风险溢价8.0%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致WACC计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 我们假定未来10年后公司TV增长率为0.5%，公司所处行业可能在未来10年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；
- 相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，选取了可比公司平均PE做为相对估值的参考，可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

□ 盈利预测风险

- 公司未来的高增长建立在家电主业稳健增长和三电控股扭亏的基础上，若未来家电业务销量波动或销售均价大幅下滑则存在盈利预测高估的风险，而三电控股则存在转型不及时扭亏不及预期的风险
- 公司的费用端和其他收益、投资收益科目采用基本维稳的预测假设，主要考虑到公司投资收益和政府补助连续四年均保持高水平，但若未来政府补助到期或联营公司和投资标的收益波动则有可能低于预测值，进而导致盈利预测不及预期的风险

免责声明

国信证券投资评级		
类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

分析师承诺

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。

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
GUOSEN SECURITIES

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楼

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