

海信家电 (000921.SZ)

2022 年中报点评：经营表现稳健，三电盈利改善

买入

核心观点

二季度经营稳健，盈利略承压。公司 2022H1 收入增长 18.1%至 383.1 亿，归母净利润增长 0.8%至 6.2 亿，扣非利润下滑 5.9%至 4.3 亿。其中 Q2 营收 200.0 亿/+8.2%，归母净利润 3.5 亿/-10.9%，扣非利润 2.4 亿/-24.7%。根据三电的公告，三电 2022H1 收入 823.5 亿日元（约 40.5 亿人民币），亏损 19.0 亿日元（约 0.9 亿人民币），Q2 营收 416.1 亿日元（约 20.4 亿人民币），亏损 22.6 亿日元（1.1 亿人民币）。剔除三电影响，预计公司 H1 营收增长 8.3%，利润增长 6.2%；Q2 营收增长 1.5%，利润下滑 3.7%。在疫情和海外需求疲软的拖累下，公司主业收入小幅增长，盈利略有波动，整体表现稳健。

空调业务增长较好，冰洗受外销拖累有所下滑。1) 中央空调业务，H1 海信日立收入增长 14.3%至 100.5 亿。根据产业在线数据，海信日立中央空调 Q1 及 Q2 收入增速为 22.1%和 4.8%，预计 Q2 受到疫情的影响。中央空调 H1 内销规模增长 3.8%至 570 亿，海信日立表现领先于行业。2) 家用空调业务，公司 H1 空调业务（含中央空调）收入增长 17.5%至 189 亿，预计家空收入增速快于空调业务整体。3) 冰洗业务，公司 H1 冰洗收入下滑 6.3%至 104.3 亿，预计主要受到外销高基数的影响。对比行业来看，根据产业在线的数据，H1 冰洗外销量均有 10%以上的下滑，预计公司的表现好于行业。

三电控股盈利改善，运营亏损明显收窄。2022H1 三电控股营收 823.5 亿日元，同比 2021 财年中期（2021 年 4 月-9 月，2022 财年跨度有调整，下同）增长 2.7%，其中 Q2 增长 18.0%。2022H1 三电控股毛利率同比提升 4.6pct 至 11.7%，运营利润率同比提升 9.5pct 至 -4.2%，盈利能力出现积极改善趋势。

盈利受原材料和并表三电影响，期待盈利复苏。公司 Q2 毛利率同比下滑 1.2pct 至 19.9%，主要受到原材料价格高企和并表低毛利率的三电业务影响。费用端，公司销售/管理/研发/财务费用率分别 -1.8/+0.6/+0.3/-0.3pct 至 10.7%/2.2%/2.8%/-0.2%，费用率合计降低 1.2pct。公司 Q2 净利率同比 -0.6pct 至 4.0%，归母净利率同比 -0.4pct 至 1.8%，H1 海信日立净利率同比 -1.2pct 至 12.8%。若剔除三电影响，Q2 公司归母净利率同比 -0.1pct 至 2.4%。

风险提示：原材料价格大幅波动、三电整合不及预期、行业竞争加剧。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。

考虑到原材料价格变化趋势和三电整合进度，下调盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润为 13.3/16.7/20.4 亿（前值为 14.2/18.5/22.2 亿），同比增速为 37%/25%/22%；EPS=0.98/1.22/1.50 元，对应 PE=13/10/8x，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	82,286	87,322
(+/-%)	29.2%	39.6%	13.6%	7.3%	6.1%
净利润(百万元)	1579	973	1334	1666	2038
(+/-%)	-12.0%	-38.4%	37.2%	24.9%	22.3%
每股收益(元)	1.16	0.71	0.98	1.22	1.50
EBIT Margin	5.2%	2.9%	2.9%	3.6%	4.2%
净资产收益率 (ROE)	16.1%	9.4%	11.9%	13.6%	15.0%
市盈率 (PE)	10.8	17.6	12.8	10.3	8.4
EV/EBITDA	12.7	19.1	22.0	18.4	15.6
市净率 (PB)	1.75	1.66	1.53	1.39	1.26

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 **证券分析师：王兆康**
 0755-81982606 0755-81983063
 chenweiqi@guosen.com.cn wangzk@guosen.com.cn
 S0980520110004 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	14.77 - 17.73 元
收盘价	12.57 元
总市值/流通市值	17133/17120 百万元
52 周最高价/最低价	17.38/10.62 元
近 3 个月日均成交额	308.24 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

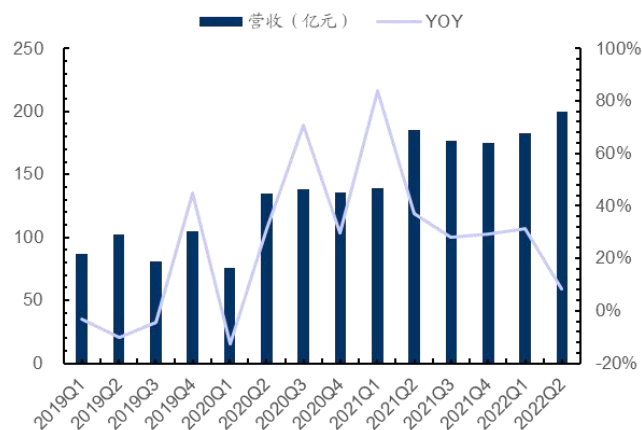
《海信家电 (000921) 白电切入车用热管理，双龙头顺势协同》
 ——2022-04-22
 《海信家电 (000921.SZ) -收入增长延续，盈利能力环比改善》
 ——2022-04-15
 《海信家电 (000921.SZ) -收入稳增，疫情致利润率短期波动》
 ——2022-04-07
 《海信家电-000921-事件快评：上调与江森日立交易上限，中央空调业务高景气》
 ——2021-12-29
 《海信家电-000921-重大事件快评：切入新能源车热管理，三电有望贡献新增长点》
 ——2021-12-08

图1: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



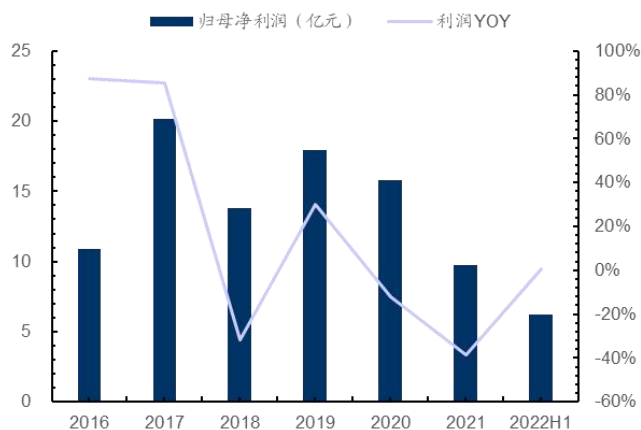
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



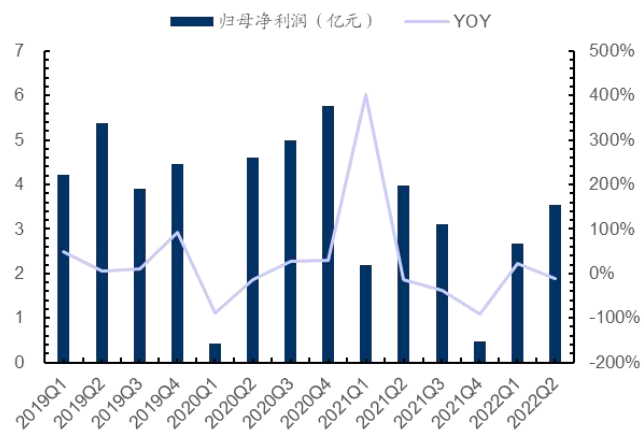
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



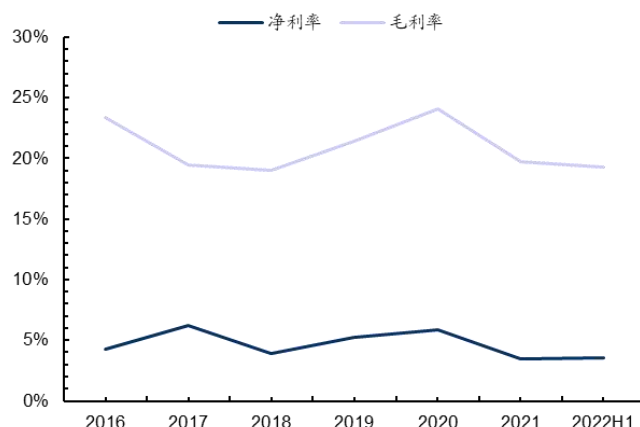
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



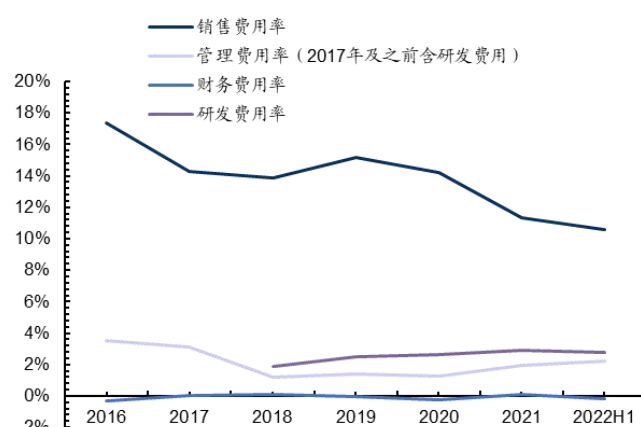
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司毛/净利率情况



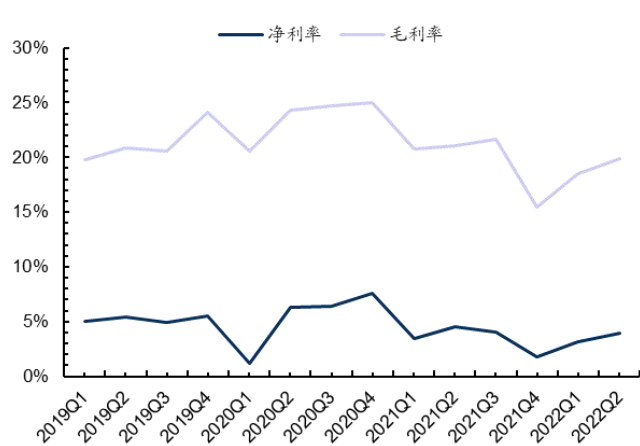
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司费用率情况



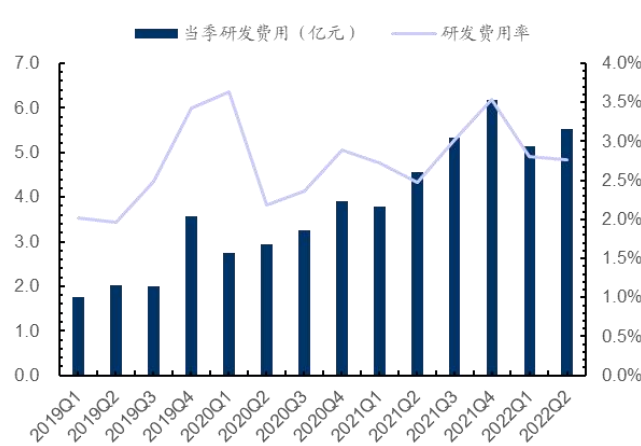
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司单季度毛/净利率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司单季度研发费用情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				PEG (22E)	投资评级
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E		
000651.SZ	格力电器	33.36	1,879	3.90	4.58	5.00	5.35	8.6	7.3	6.7	6.2	0.7	买入
600690.SH	海尔智家	25.58	2,238	1.39	1.59	1.84	2.11	18.4	16.1	13.9	12.1	1.1	买入
000333.SZ	美的集团	53.80	3,765	4.09	4.50	5.18	5.74	13.2	12.0	10.4	9.4	1.0	买入
000921.SZ	海信家电	12.57	147	0.71	0.98	1.22	1.50	17.6	12.8	10.3	8.4	0.5	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

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	6751	6962	6968	营业收入	48393	67563	76719	82286	87322
应收款项	7541	9316	12611	14654	16268	营业成本	36756	54250	60696	64573	68327
存货净额	4295	8437	8296	9349	10262	营业税金及附加	327	399	436	467	498
其他流动资产	8664	7088	9186	9608	10248	销售费用	6891	7672	9244	9917	10235
流动资产合计	30231	39700	45743	50117	53875	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	18	3	16
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	63514	69294	74413	其他收入	(970)	(1670)	(2043)	(2284)	(2577)
短期借款及交易性金融负债	52	3030	2277	2630	1830	营业利润	3195	2781	3183	3922	4683
应付款项	18067	23293	27001	28542	30225	营业外净收支	290	136	166	88	101
其他流动负债	8601	11689	13528	14373	15153	利润总额	3485	2917	3350	4010	4784
流动负债合计	26719	38012	42806	45545	47208	所得税费用	639	574	640	766	914
长期借款及应付债券	0	32	32	32	32	少数股东损益	1267	1370	1376	1577	1832
其他长期负债	686	2312	3322	4255	5196	归属于母公司净利润	1579	973	1334	1666	2038
长期负债合计	686	2345	3355	4288	5229	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	27405	40357	46161	49833	52436	净利润	1579	973	1334	1666	2038
少数股东权益	4627	5249	6143	7169	8359	资产减值准备	3	43	11	5	4
股东权益	9779	10342	11209	12293	13617	折旧摊销	990	1088	639	720	787
负债和股东权益总计	41812	55949	63514	69294	74413	公允价值变动损失	(60)	(86)	(73)	(70)	(72)
						财务费用	(110)	57	18	3	16
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	(382)	3533	1316	(195)	240
每股收益	1.16	0.71	0.98	1.22	1.50	其它	827	594	883	1021	1186
每股红利	0.71	1.23	0.34	0.43	0.52	经营活动现金流	2956	6144	4111	3146	4183
每股净资产	7.18	7.59	8.23	9.02	9.99	资本开支	(902)	(2727)	(1000)	(1054)	(1027)
ROIC	21%	17%	21%	28%	33%	其它投资现金流	(501)	(5216)	(1062)	(646)	(584)
ROE	16%	9%	12%	14%	15%	投资活动现金流	(1459)	(8855)	(3162)	(2706)	(2664)
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	0	0	0
EBITDA Margin	7%	4%	4%	4%	5%	支付股利、利息	(972)	(1683)	(467)	(583)	(713)
收入增长	29%	40%	14%	7%	6%	其它融资现金流	1435	5895	(753)	353	(800)
净利润增长率	-12%	-38%	37%	25%	22%	融资活动现金流	(507)	2623	(1220)	(231)	(1513)
资产负债率	77%	82%	82%	82%	82%	现金净变动	990	(88)	(271)	210	7
股息率	5.7%	9.8%	2.7%	3.4%	4.2%	货币资金的期初余额	6121	7111	7023	6751	6962
P/E	10.8	17.6	12.8	10.3	8.4	货币资金的期末余额	7111	7023	6751	6962	6968
P/B	1.8	1.7	1.5	1.4	1.3	企业自由现金流	1759	3442	2762	1838	2969
EV/EBITDA	12.7	19.1	22.0	18.4	15.6	权益自由现金流	3194	9369	1994	2188	2156

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