

罗岸阳 家电行业首席分析师
 执业编号：S1500520070002
 联系电话：13656717902
 邮箱：luoanyang@cindasc.com

尹圣迪 家电行业研究助理
 联系电话：18800112133
 邮箱：yinshengdi@cindasc.com

自主品牌全球化进入收获期，Q2 盈利能力小幅改善

2023 年 8 月 30 日

➤ **事件：**23H1 公司实现营业收入 248.75 亿元，同比+23.06%，实现归母净利润 10.37 亿元，同比+74.65%，实现扣非后归母净利润 8.47 亿元，同比+110.06%。

➤ **中国市场量价齐升，Q2 公司营收增长提速。**Q2 公司实现营业收入 133.92 亿元，同比+33.52%，环比 Q1（+12.75%）增速进一步提升。

分板块来看，23H1 公司智慧显示终端收入 189.52 亿元，同比+19.58%，新显示业务同比增长 25.85%。

量：H1 智慧显示终端全球出货量同比提升 20.52%，境内境外分别同比提升 9.44%、25.81%；

价：从价格角度来看，根据奥维云网数据 H1 国内海信系电视全渠道零售价同比+1.4%，Q2 同比+10.7%。我们认为公司单价提升的重要支撑点在于公司引领行业大屏化趋势，H1 海信系 75 吋以上智慧显示终端销量同比提升 112%，平均尺寸段同比增大 2.82 吋，其中境内/境外分别同比增长 4.33 吋、2.54 吋。

分地区来看，H1 主营业务境内外收入分别同比+16.84%、22.22%，境外市场中北美、欧洲、亚太地区贡献了重要增量。

➤ **加强费用管控，Q2 盈利端小幅改善。**23H1 公司实现毛利率 17.19%，同比-0.39pct，Q2 公司实现毛利率 16.36%，同比-1.45pct。我们认为在平均价格同比提升的情况下毛利率有所下滑的原因在于：一方面关键原材料面板价格的上涨，二季度 65/55/50 吋液晶电视面板价格分别同比+3.78%、+18.15%、+22.36%，另一方面因为合并乾照光电增加了营业成本。7-8 月 65/55/50 吋液晶电视面板价格分别同比+56.05%、+55.62%、+51.39%，我们预计 Q3 公司智慧显示终端业务毛利率或有所承压。

从费用率的角度来看，公司加大了费用管控，Q2 公司销售、管理、研发、财务费用率分别同比-1.41、+0.15、-0.33、-0.05pct，财务费用的下降主要原因为汇兑贡献，H1 公司实现汇兑收益 4686.61 万元，去年同期汇兑损失 1816.59 万元。

从利润端来看，Q2 实现归母净利润 4.16 亿元，同比+41.01%，实现扣非后归母净利润 3.63 亿元，同比+102.44%，Q2 归母净利润率为 3.11%，同比+0.17pct，扣非后归母净利润率为 2.71%，同比+0.92pct。

➤ **应收票据增加影响经营性现金流净额，积极备货期末存货增加。**

1) 公司 23H1 期末货币资金+交易性金融资产合计 128.67 亿元，较 22 年期末+8.13%；23H1 期末应收票据及应收账款合计 103.98 亿元，较 22 年期末+28.90%，主要系收入规模上升影响应收票据增加；23H1 期末公司存货合计 54.31 亿元，较 22 年期末+29.66%，其中原材料期末

账面价值较期初+49.96%，我们认为主要为生产预备面板所致；23H1 期末公司合同负债合计 4.33 亿元，较 22 年期末-16.21%。

2) 现金流方面，公司 23Q2 经营性现金流净额为-12.02 亿元，去年同期为 21 亿元，经营性现金流净额大幅下降的原因为海外收入规模同比增大，应收票据同比增加，影响了现金流入，因此销售商品、提供劳务收的现金有所减少。

3) 周转方面，公司 23H1 期末存货/应收账款/应付账款周转天数较 22 年期末分别-2.85、-4.00、+0.79 天，存货和应收账款周转效率小幅提升。

- **盈利预测：**我们预计 2023-2025 年公司实现营业收入 523.21/578.11/630.24 亿元，同比+14.4%/+10.5%/+9.0%，实现归母净利润 21.92/25.28/28.89 亿元，同比+30.5%/+15.3%/+14.3%，对应 PE13.18/11.43/10.00 倍。
- **风险因素：**面板价格大幅度波动、激光电视市场开拓不及预期、海运费大幅波动、汇率波动等

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	46,801	45,738	52,321	57,811	63,024
增长率 YoY %	19.0%	-2.3%	14.4%	10.5%	9.0%
归属母公司净利润 (百万元)	1,138	1,679	2,192	2,528	2,889
增长率 YoY%	-4.8%	47.6%	30.5%	15.3%	14.3%
毛利率%	15.8%	18.2%	18.5%	18.8%	19.1%
净资产收益率ROE%	7.1%	9.6%	11.3%	11.8%	12.0%
EPS(摊薄)(元)	0.87	1.28	1.68	1.93	2.21
市盈率 P/E(倍)	15.46	10.58	13.18	11.43	10.00
市净率 P/B(倍)	1.09	1.01	1.49	1.35	1.20

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 8 月 29 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	27,980	29,294	31,222	35,355	39,747	
货币资金	4,055	3,075	2,997	4,980	7,532	
应收票据	4,728	4,574	6,451	6,679	7,444	
应收账款	4,282	3,492	3,584	4,111	4,427	
预付账款	107	72	94	99	109	
存货	5,135	4,189	5,036	5,446	5,951	
其他	9,672	13,891	13,061	14,040	14,284	
非流动资产	5,282	6,465	8,653	8,845	9,044	
长期股权投资	367	1,733	703	718	733	
固定资产(合计)	1,448	1,324	4,561	4,824	5,065	
无形资产	892	782	663	548	431	
其他	2,575	2,626	2,725	2,755	2,815	
资产总计	33,262	35,760	39,875	44,200	48,791	
流动负债	14,327	15,156	15,822	17,845	19,150	
短期借款	1,134	445	445	445	445	
应付票据	3,276	4,066	4,090	4,700	5,034	
应付账款	5,651	5,596	6,292	6,955	7,545	
其他	4,266	5,049	4,995	5,745	6,126	
非流动负债	755	704	1,594	1,094	894	
长期借款	7	0	900	400	200	
其他	749	704	694	694	694	
负债合计	15,083	15,860	17,415	18,939	20,044	
少数股东权益	2,093	2,348	3,047	3,822	4,719	
归属母公司股东权益	16,086	17,552	19,412	21,440	24,028	
负债和股东权益	33,262	35,760	39,875	44,200	48,791	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	46,801	45,738	52,321	57,811	63,024	
同比(%)	19.0%	-2.3%	14.4%	10.5%	9.0%	
归属母公司净利润	1,138	1,679	2,192	2,528	2,889	
同比(%)	-4.8%	47.6%	30.5%	15.3%	14.3%	
毛利率(%)	15.8%	18.2%	18.5%	18.8%	19.1%	
ROE%	7.1%	9.6%	11.3%	11.8%	12.0%	
EPS(摊薄)(元)	0.87	1.28	1.68	1.93	2.21	
P/E	15.46	10.58	13.18	11.43	10.00	
P/B	1.09	1.01	1.49	1.35	1.20	
EV/EBITDA	9.28	6.45	8.60	8.02	6.20	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	46,801	45,738	52,321	57,811	63,024	
营业成本	39,429	37,403	42,651	46,926	50,983	
营业税金及附加	175	219	232	264	285	
销售费用	3,536	3,504	3,558	3,989	4,349	
管理费用	654	710	889	983	1,040	
研发费用	1,851	2,080	2,354	2,630	2,899	
财务费用	46	-45	-7	-3	-29	
减值损失合计	-59	-58	-27	-31	-32	
投资净收益	341	251	262	299	322	
其他	218	280	223	272	287	
营业利润	1,609	2,340	3,101	3,561	4,075	
营业外收支	47	7	0	0	0	
利润总额	1,655	2,347	3,101	3,561	4,075	
所得税	60	195	210	259	290	
净利润	1,595	2,151	2,891	3,302	3,786	
少数股东损益	457	472	700	774	897	
归属母公司净利润	1,138	1,679	2,192	2,528	2,889	
EBITDA	1,648	2,360	3,185	3,106	3,572	
EPS(当年)(元)	0.87	1.28	1.68	1.93	2.21	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	663	5,005	1,875	3,004	3,066	
净利润	1,595	2,151	2,891	3,302	3,786	
折旧摊销	381	352	549	86	104	
财务费用	25	11	23	27	20	
投资损失	-297	-263	-262	-299	-322	
营运资金变动	-1,034	2,720	-1,341	-126	-535	
其它	-7	34	13	14	13	
投资活动现金流	1,729	-4,581	-2,488	7	6	
资本支出	-302	-263	-3,718	-195	-224	
长期投资	1,634	-6,839	968	-97	-92	
其他	398	2,521	262	299	322	
筹资活动现金流	-1,444	-972	535	-1,027	-520	
吸收投资	32	82	50	0	0	
借款	4,173	2,136	900	-500	-200	
支付利息或股息	-687	-383	-404	-527	-320	
现金流净增加额	960	-539	-78	1,983	2,552	

研究团队简介

罗岸阳，家电行业首席分析师。浙江大学电子信息工程学士，法国北方高等商学院金融学&管理学双学位硕士。曾任职于 TP-LINK 硬件研发部门从事商用通信设备开发设计。曾先后任职天风证券家电行业研究员、国金证券家电行业负责人，所在团队 2015、2017 年新财富入围。2020 年 7 月加盟信达证券研究开发中心，从事家电行业研究。

尹圣迪，家电行业研究助理。伦敦大学学院区域经济学硕士，布达佩斯考文纽斯大学经济学双硕士，对外经济贸易大学金融学学士，西班牙语双学位。2022 年加入信达证券，从事家用电器行业研究，主要覆盖白电、小家电、零部件板块。

尤子吟，团队成员。伦敦大学学院金融学硕士，经济学与商业学学士。于 2022 年加入信达证券，从事家用电器行业研究，主要覆盖清洁电器、厨电板块。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。