

## Q3 收入快速增长，盈利持续改善

### 投资要点

- **事件：**公司发布 2023 年三季度报告，2023 年前三季度公司实现营收 649 亿元，同比增长 13.8%；归母净利润 24.3 亿元，同比增长 126.8%。单季度来看，Q3 公司实现营收 219.6 亿元，同比增长 17.3%；归母净利润 9.3 亿元，同比增长 106.5%。
- **内外销齐恢复，公司 Q3 收入加速增长。**分地区来看，虽然国内传统家电消费需求相对较弱，但是公司积极拓展自有渠道，产品结构优化升级，传统家电销售延续 Q2 以来的向好趋势，我们推测公司 Q3 内销增速超过 10%。海外市场方面，在需求回暖，大型零售商补库存需求等因素推动下，公司海外市场销售向好，我们推测公司 Q3 外销表现优于内销。
- **多元业务协同发展。**分产品看，中央空调方面，公司份额领先，龙头地位稳固，我们推测公司中央空调业务 Q3 表现优于行业；暖通空调方面，随着公司渠道、产品布局的进一步完善，预期公司暖通空调保持延续上半年以来的增长势头，保持较快增长；冰洗业务方面，我们推测公司冰洗延续修复向好的趋势，考虑到基数影响，推测公司冰洗外销增速更优；三电业务方面，公司积极开拓新客户，优化内部管理，推测公司三电业务稳健增长。
- **盈利能力持续提升。**单季度数据来看，公司 Q3 毛利率为 23.2%，同比提升 0.2PP，环比 1.3PP。我们认为公司毛利率优化，原因可能有三：1) 产品结构升级助推公司盈利优化；2) 公司持续推进降本增效，运营效率提升。费用端来看，销售费用率为 11.2%，同比减少 1.3pp；管理费用率为 2.5%，同比减少 0.2pp；研发费用率为 3.1%，同比提升 0.1pp；财务费用率为 -0.1%，同比持平。综合来看，公司净利率为 6.7%，同比提升 1.7pp。
- **盈利预测与投资建议。**国内外消费需求稳步修复，公司内部管理持续优化，预期公司盈利持续改善，预计 2023-2025 年 EPS 分别为 2.16/2.38/2.73 元，对应估值为 11/10/9 倍，维持“持有”评级。
- **风险提示：**原材料价格大幅波动风险，人民币汇率大幅波动风险。

| 指标/年度         | 2022A    | 2023E    | 2024E    | 2025E    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入（百万元）     | 74115.15 | 83519.73 | 90521.08 | 97892.77 |
| 增长率           | 9.70%    | 12.69%   | 8.38%    | 8.14%    |
| 归属母公司净利润（百万元） | 1434.90  | 2993.42  | 3303.37  | 3790.61  |
| 增长率           | 47.54%   | 108.61%  | 10.35%   | 14.75%   |
| 每股收益 EPS（元）   | 1.03     | 2.16     | 2.38     | 2.73     |
| 净资产收益率 ROE    | 18.85%   | 28.75%   | 24.58%   | 22.41%   |
| PE            | 24       | 11       | 10       | 9        |
| PB            | 2.95     | 2.41     | 2.02     | 1.71     |

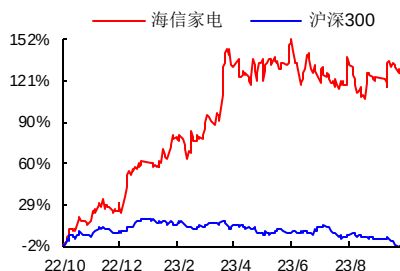
数据来源：Wind，西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师：龚梦泓  
执业证号：S1250518090001  
电话：023-63786049  
邮箱：gmh@swsc.com.cn

分析师：夏勤  
执业证号：S1250522080003  
电话：023-63786049  
邮箱：xiaqin@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源：聚源数据

### 基础数据

|              |             |
|--------------|-------------|
| 总股本(亿股)      | 13.88       |
| 流通 A 股(亿股)   | 9.03        |
| 52 周内股价区间(元) | 10.72-26.95 |
| 总市值(亿元)      | 340.10      |
| 总资产(亿元)      | 644.42      |
| 每股净资产(元)     | 9.51        |

### 相关研究

1. 海信家电（000921）：Q2 收入高增，盈利持续改善（2023-09-02）
2. 海信家电（000921）：Q1 收入稳健增长，盈利显著提升（2023-05-03）
3. 海信家电（000921）：多元化协同发展，盈利持续改善（2023-04-04）
4. 海信家电（000921）：老牌白电再出发，并购开启新篇章（2023-03-27）

## 盈利预测

### 关键假设：

假设 1：国内外冰洗保有量已经在 90%以上，市场需求以更新为主，预计未来行业保持相对稳健的增长，假设冰洗行业增速保持在 3%-5%的小幅增长。公司作为冰洗行业份额领先的优秀公司，假设公司冰洗业务增速与行业趋同；

假设 2：国内中央空调的渗透率不足 20%，参考海外市场发展，长期来看国内中央空调渗透率有望超过 30%。公司旗下央空品牌合计市场份额第一，产品力品牌力领先，预计将充分受益于国内中央空调渗透率的提升。叠加保交付政策的催化，预计公司中央空调销量有望快速释放。

假设 3：随着原材料价格的逐步回落，预计传统家电业务的盈利将稳步修复，假设冰洗业务 2023-2025 年毛利率分别为 19.5%/20%/20.3%；假设 2023-2025 年公司空调业务毛利率分别为 29.8%/30.2%/30.7%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

| 百万元           | 2022A    | 2023E   | 2024E   | 2025E   |
|---------------|----------|---------|---------|---------|
| <b>合计</b>     |          |         |         |         |
| 营业收入          | 74115.2  | 83519.7 | 90521.1 | 97892.8 |
| yoy           | 9.7%     | 12.7%   | 8.4%    | 8.1%    |
| 营业成本          | 58783.1  | 63783.3 | 68697.3 | 73790.3 |
| 毛利率           | 20.7%    | 23.6%   | 24.1%   | 24.6%   |
| <b>冰洗</b>     |          |         |         |         |
| 收入            | 21207.09 | 23751.9 | 26127.1 | 28739.9 |
| yoy           | -7.9%    | 12.0%   | 10.0%   | 10.0%   |
| 成本            | 17489.21 | 19120.3 | 20901.7 | 22905.7 |
| 毛利率           | 17.5%    | 19.5%   | 20.0%   | 20.3%   |
| <b>空调</b>     |          |         |         |         |
| 收入            | 34499.73 | 39386.2 | 42881.9 | 46691.7 |
| yoy           | 13.5%    | 14.2%   | 8.9%    | 8.9%    |
| 成本            | 24865.30 | 27644.5 | 29918.2 | 32376.1 |
| 毛利率           | 27.9%    | 29.8%   | 30.2%   | 30.7%   |
| <b>其他主营业务</b> |          |         |         |         |
| 收入            | 11787.91 | 12966.7 | 13355.7 | 13489.3 |
| yoy           | 60.6%    | 10.0%   | 3.0%    | 1.0%    |
| 成本            | 10218.76 | 11086.5 | 11352.3 | 11331.0 |
| 毛利率           | 13.3%    | 14.5%   | 15.0%   | 16.0%   |
| <b>其他业务</b>   |          |         |         |         |
| 收入            | 6620.41  | 7414.9  | 8156.4  | 8972.0  |
| yoy           | -2.6%    | 12.0%   | 10.0%   | 10.0%   |
| 成本            | 6209.85  | 5931.9  | 6525.1  | 7177.6  |
| 毛利率           | 6.2%     | 20.0%   | 20.0%   | 20.0%   |

数据来源：Wind，西南证券

**附表：财务预测与估值**

| 利润表（百万元）      | 2022A           | 2023E           | 2024E           | 2025E           | 现金流量表（百万元）        | 2022A           | 2023E           | 2024E          | 2025E          |
|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-------------------|-----------------|-----------------|----------------|----------------|
| 营业收入          | 74115.15        | 83519.73        | 90521.08        | 97892.77        | 净利润               | 3069.23         | 6402.86         | 7065.85        | 8108.04        |
| 营业成本          | 58783.12        | 63783.28        | 68697.30        | 73790.31        | 折旧与摊销             | 1257.07         | 816.69          | 816.69         | 816.69         |
| 营业税金及附加       | 479.24          | 524.49          | 574.08          | 618.80          | 财务费用              | -182.16         | -760.58         | -525.54        | -593.54        |
| 销售费用          | 8070.72         | 8351.97         | 9052.11         | 9789.28         | 资产减值损失            | -275.15         | -60.00          | -60.00         | -60.00         |
| 管理费用          | 1821.20         | 4426.55         | 4707.10         | 4992.53         | 经营营运资本变动          | 2543.23         | 6662.05         | 909.43         | 1312.42        |
| 财务费用          | -182.16         | -760.58         | -525.54         | -593.54         | 其他                | -2379.84        | -335.99         | -374.56        | -232.94        |
| 资产减值损失        | -275.15         | -60.00          | -60.00          | -60.00          | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>4032.38</b>  | <b>12725.03</b> | <b>7831.87</b> | <b>9350.68</b> |
| 投资收益          | 512.71          | 350.00          | 350.00          | 350.00          | 资本支出              | -122.80         | 0.00            | 0.00           | 0.00           |
| 公允价值变动损益      | 22.52           | 26.06           | 26.21           | 25.55           | 其他                | -2474.85        | 2362.90         | 376.21         | 375.55         |
| 其他经营损益        | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | <b>投资活动现金流净额</b>  | <b>-2597.65</b> | <b>2362.90</b>  | <b>376.21</b>  | <b>375.55</b>  |
| <b>营业利润</b>   | <b>3367.10</b>  | <b>7630.09</b>  | <b>8452.25</b>  | <b>9730.93</b>  | 短期借款              | -1396.73        | -1462.25        | 0.00           | 0.00           |
| 其他非经营损益       | 456.71          | 321.84          | 335.76          | 351.28          | 长期借款              | -12.57          | 0.00            | 0.00           | 0.00           |
| <b>利润总额</b>   | <b>3823.81</b>  | <b>7951.93</b>  | <b>8788.01</b>  | <b>10082.21</b> | 股权融资              | 4.92            | 0.00            | 0.00           | 0.00           |
| 所得税           | 754.58          | 1549.07         | 1722.16         | 1974.17         | 支付股利              | -291.62         | -286.98         | -598.68        | -660.67        |
| 净利润           | 3069.23         | 6402.86         | 7065.85         | 8108.04         | 其他                | -82.63          | 494.14          | 525.54         | 593.54         |
| 少数股东损益        | 1634.33         | 3409.45         | 3762.48         | 4317.43         | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>-1778.63</b> | <b>-1255.10</b> | <b>-73.15</b>  | <b>-67.14</b>  |
| 归属母公司股东净利润    | 1434.90         | 2993.42         | 3303.37         | 3790.61         | <b>现金流量净额</b>     | <b>-400.83</b>  | <b>13832.84</b> | <b>8134.94</b> | <b>9659.09</b> |
|               |                 |                 |                 |                 |                   |                 |                 |                |                |
| 资产负债表（百万元）    | 2022A           | 2023E           | 2024E           | 2025E           | 财务分析指标            | 2022A           | 2023E           | 2024E          | 2025E          |
| 货币资金          | 6001.30         | 19834.13        | 27969.07        | 37628.16        | <b>成长能力</b>       |                 |                 |                |                |
| 应收和预付款项       | 8394.73         | 10737.05        | 11342.84        | 12174.51        | 销售收入增长率           | 9.70%           | 12.69%          | 8.38%          | 8.14%          |
| 存货            | 6552.84         | 7148.59         | 7790.33         | 8321.10         | 营业利润增长率           | 21.08%          | 126.61%         | 10.78%         | 15.13%         |
| 其他流动资产        | 15680.32        | 8849.04         | 9024.31         | 9208.85         | 净利润增长率            | 31.01%          | 108.61%         | 10.35%         | 14.75%         |
| 长期股权投资        | 1518.34         | 1518.34         | 1518.34         | 1518.34         | EBITDA 增长率        | 11.76%          | 73.03%          | 13.75%         | 13.85%         |
| 投资性房地产        | 208.72          | 208.72          | 208.72          | 208.72          | <b>获利能力</b>       |                 |                 |                |                |
| 固定资产和在建工程     | 5842.84         | 5290.09         | 4737.34         | 4184.59         | 毛利率               | 20.69%          | 23.63%          | 24.11%         | 24.62%         |
| 无形资产和开发支出     | 1686.03         | 1426.25         | 1166.48         | 906.70          | 三费率               | 13.10%          | 14.39%          | 14.62%         | 14.49%         |
| 其他非流动资产       | 9490.43         | 9486.27         | 9482.11         | 9477.95         | 净利率               | 4.14%           | 7.67%           | 7.81%          | 8.28%          |
| <b>资产总计</b>   | <b>55375.55</b> | <b>64498.48</b> | <b>73239.54</b> | <b>83628.90</b> | ROE               | 18.85%          | 28.75%          | 24.58%         | 22.41%         |
| 短期借款          | 1462.25         | 0.00            | 0.00            | 0.00            | ROA               | 5.54%           | 9.93%           | 9.65%          | 9.70%          |
| 应付和预收款项       | 22748.03        | 27704.78        | 29070.45        | 31071.15        | ROIC              | 352.85%         | -143.23%        | -83.85%        | -83.34%        |
| 长期借款          | 19.81           | 19.81           | 19.81           | 19.81           | EBITDA/销售收入       | 5.99%           | 9.20%           | 9.66%          | 10.17%         |
| 其他负债          | 14866.70        | 14500.51        | 15408.73        | 16350.02        | <b>营运能力</b>       |                 |                 |                |                |
| <b>负债合计</b>   | <b>39096.79</b> | <b>42225.10</b> | <b>44498.99</b> | <b>47440.99</b> | 总资产周转率            | 1.33            | 1.39            | 1.31           | 1.25           |
| 股本            | 1362.73         | 1388.15         | 1388.15         | 1388.15         | 固定资产周转率           | 14.11           | 16.57           | 20.17          | 24.87          |
| 资本公积          | 2074.17         | 2048.75         | 2048.75         | 2048.75         | 应收账款周转率           | 8.76            | 9.22            | 8.67           | 8.80           |
| 留存收益          | 7960.10         | 10666.53        | 13371.22        | 16501.15        | 存货周转率             | 7.75            | 9.18            | 9.14           | 9.13           |
| 归属母公司股东权益     | 11518.26        | 14103.43        | 16808.11        | 19938.05        | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 84.76%          | —               | —              | —              |
| 少数股东权益        | 4760.51         | 8169.95         | 11932.44        | 16249.87        | <b>资本结构</b>       |                 |                 |                |                |
| <b>股东权益合计</b> | <b>16278.77</b> | <b>22273.38</b> | <b>28740.55</b> | <b>36187.92</b> | 资产负债率             | 70.60%          | 65.47%          | 60.76%         | 56.73%         |
| 负债和股东权益合计     | 55375.55        | 64498.48        | 73239.54        | 83628.90        | 带息债务/总负债          | 3.79%           | 0.05%           | 0.04%          | 0.04%          |
|               |                 |                 |                 |                 | 流动比率              | 1.01            | 1.18            | 1.34           | 1.51           |
|               |                 |                 |                 |                 | 速动比率              | 0.83            | 1.00            | 1.16           | 1.32           |
|               |                 |                 |                 |                 | 股利支付率             | 20.32%          | 9.59%           | 18.12%         | 17.43%         |
| 业绩和估值指标       | 2022A           | 2023E           | 2024E           | 2025E           | <b>每股指标</b>       |                 |                 |                |                |
| EBITDA        | 4442.01         | 7686.20         | 8743.40         | 9954.09         | 每股收益              | 1.03            | 2.16            | 2.38           | 2.73           |
| PE            | 23.70           | 11.36           | 10.30           | 8.97            | 每股净资产             | 8.30            | 10.16           | 12.11          | 14.36          |
| PB            | 2.95            | 2.41            | 2.02            | 1.71            | 每股经营现金            | 2.90            | 9.17            | 5.64           | 6.74           |
| PS            | 0.46            | 0.41            | 0.38            | 0.35            | 每股股利              | 0.21            | 0.21            | 0.43           | 0.48           |
| EV/EBITDA     | 2.74            | -0.34           | -1.23           | -2.05           |                   |                 |                 |                |                |
| 股息率           | 0.86%           | 0.84%           | 1.76%           | 1.94%           |                   |                 |                 |                |                |

数据来源：Wind，西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

|      |                                                  |
|------|--------------------------------------------------|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上          |
|      | 持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间   |
|      | 中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间  |
|      | 回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间 |
|      | 卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下         |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上        |
|      | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间  |
|      | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下       |

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名  | 职务         | 座机           | 手机          | 邮箱                   |
|----|-----|------------|--------------|-------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 总经理助理、销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn      |
|    | 崔露文 | 销售经理       | 15642960315  | 15642960315 | clw@swsc.com.cn      |
|    | 谭世泽 | 销售经理       | 13122900886  | 13122900886 | tsz@swsc.com.cn      |
|    | 薛世宇 | 销售经理       | 18502146429  | 18502146429 | xsy@swsc.com.cn      |
|    | 岑宇婷 | 销售经理       | 18616243268  | 18616243268 | cyrty@swsc.com.cn    |
|    | 汪艺  | 销售经理       | 13127920536  | 13127920536 | wyyf@swsc.com.cn     |
|    | 张玉梅 | 销售经理       | 18957157330  | 18957157330 | zymyf@swsc.com.cn    |
|    | 陈阳阳 | 销售经理       | 17863111858  | 17863111858 | cyyf@swsc.com.cn     |
|    | 李煜  | 销售经理       | 18801732511  | 18801732511 | yfly@swsc.com.cn     |
|    | 卞黎旸 | 销售经理       | 13262983309  | 13262983309 | bly@swsc.com.cn      |
|    | 龙思宇 | 销售经理       | 18062608256  | 18062608256 | lsyu@swsc.com.cn     |
|    | 田靖雯 | 销售经理       | 18817337408  | 18817337408 | tjw@swsc.com.cn      |
|    | 阚钰  | 销售经理       | 17275202601  | 17275202601 | kyu@swsc.com.cn      |
| 北京 | 魏晓阳 | 销售经理       | 15026480118  | 15026480118 | wxyang@swsc.com.cn   |
|    | 李杨  | 销售总监       | 18601139362  | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn     |
|    | 张岚  | 销售副总监      | 18601241803  | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
|    | 杨薇  | 高级销售经理     | 15652285702  | 15652285702 | yangwei@swsc.com.cn  |
|    | 王一菲 | 销售经理       | 18040060359  | 18040060359 | wyf@swsc.com.cn      |
|    | 姚航  | 销售经理       | 15652026677  | 15652026677 | yhang@swsc.com.cn    |
|    | 胡青璇 | 销售经理       | 18800123955  | 18800123955 | hqx@swsc.com.cn      |

|    |     |         |             |             |                      |
|----|-----|---------|-------------|-------------|----------------------|
|    | 王宇飞 | 销售经理    | 18500981866 | 18500981866 | wangyuf@swsc.com     |
|    | 路漫天 | 销售经理    | 18610741553 | 18610741553 | lmtyf@swsc.com.cn    |
|    | 马冰竹 | 销售经理    | 13126590325 | 13126590325 | mbz@swsc.com.cn      |
| 广深 | 郑龔  | 广深销售负责人 | 18825189744 | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |
|    | 杨新意 | 销售经理    | 17628609919 | 17628609919 | xyx@swsc.com.cn      |
|    | 龚之涵 | 销售经理    | 15808001926 | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn   |
|    | 丁凡  | 销售经理    | 15559989681 | 15559989681 | dingfyf@swsc.com.cn  |
|    | 张文锋 | 销售经理    | 13642639789 | 13642639789 | zwf@swsc.com.cn      |
|    | 陈紫琳 | 销售经理    | 13266723634 | 13266723634 | chzlyf@swsc.com.cn   |
|    | 陈韵然 | 销售经理    | 18208801355 | 18208801355 | cyryf@swsc.com.cn    |