

海信家电 (000921)

主业延续较好增长，盈利质量持续改善

事件：

海信家电发布 2023 年报：2023 年实现营收 856.0 亿元，同比+15.5%，实现归母净利润 28.4 亿元，同比+97.7%，实现扣非净利润 23.6 亿元，同比+160.1%；其中公司四季度实现营收 207.0 亿元，同比+21.1%，实现归母净利润 4.1 亿元，同比+12.7%，实现扣非净利润 2.9 亿元，同比+124.8%。此外公司拟每 10 股派发现金分红 10.13 元，总金额 13.9 亿元，分红率 49.0%。

各业务增长共振，东盟区表现亮眼

2023 年公司收入延续稳健增长，分业务看，中央空调同比+9.3%，简单剔除海信日立营收后家用空调同比+15%左右；冰箱/洗衣机/合计主营分别同比+18.7%/+53.6%/+22.9%；汽车空压&综合热管理业务全年实现收入 90.5 亿元，参考三电公司公告，预计同比实现增长。分地区看，公司境内/境外主营分别同比+15.0%/+12.3%，其中东盟区业务同比+20%以上，表现较为亮眼。

家空全年盈利修复，费用率短期提升

全年暖通/冰洗分部利润率分别同比+2.7/+2.4pct 至 12.7%/3.7%，供应链优化&效率提升成效正显现，其中海信日立净利率同比+1.1pct 至 14.6%，预计家空业务规模效应强化&产品结构升级对暖通盈利能力提升有所带动。Q4 公司毛利率同比+0.6pct，稳健提升，Q4 销售/管理/研发/财务费用率分别同比+1.6/+0.8/+0.3/+1.0pct，或主要由于公司年末计提一定长效激励。

盈利质量逐步改善，稳健增长可期

在上年同期减值拖累减少、当期公允价值变动收益增加基础上，公司 Q4 扣非净利率同比+1.1pct 至 1.9%，且 Q4 现金流同比+20 亿元，整体盈利质量逐步改善；在 2024 年体育大年背景下，公司有望充分运用营销资源、加快传统家电自主品牌出海步伐，中央空调有望凭借多品牌、多品类优势延续增长，三电未来有望逐步释放新能源业务高增长潜力，总体看公司稳健增长可期。

盈利预测、估值与评级

预计公司 24-26 年营收分别为 940、1033、1134 亿元，同比增速分别为 +10%/+10%/+10%，业绩分别为 32.6、37.5、43.0 亿元，同比增速分别为 +15%/+15%/+15%，EPS 分别为 2.4、2.7、3.1 元，23-26 年 CAGR 为+15%。鉴于海信家电经营持续改善，2024 年有望再创佳绩，中长期增长可期，我们给予公司 2024 年 15 倍 PE，目标价 35.20 元，并维持公司“买入”评级。

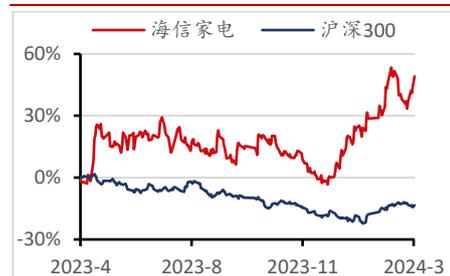
风险提示：1) 海内外需求不及预期；2) 原材料价格与汇率大幅波动。

行业：家用电器/白色家电
投资评级：买入（维持）
当前价格：30.42 元
目标价格：35.20 元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	1,387.94/1,362.42
流通 A 股市值(百万元)	27,464.13
每股净资产(元)	9.78
资产负债率(%)	70.59
一年内最高/最低(元)	31.34/19.69

股价相对走势



作者

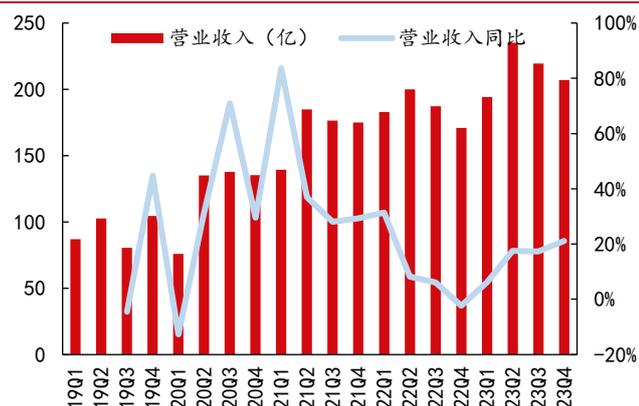
分析师：管泉森
执业证书编号：S0590523100007
邮箱：guanqs@glsc.com.cn
分析师：孙珊
执业证书编号：S0590523110003
邮箱：sunshan@glsc.com.cn
分析师：莫云皓
执业证书编号：S0590523120001
邮箱：moyh@glsc.com.cn

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	74115	85600	94040	103265	113395
增长率(%)	9.70%	15.50%	9.86%	9.81%	9.81%
EBITDA(百万元)	5013	6706	6381	7290	8240
归母净利润(百万元)	1435	2837	3257	3750	4299
增长率(%)	47.54%	97.74%	14.79%	15.14%	14.65%
EPS(元/股)	1.03	2.04	2.35	2.70	3.10
市盈率(P/E)	29.4	14.9	13.0	11.3	9.8
市净率(P/B)	3.7	3.1	2.6	2.2	1.8
EV/EBITDA	3.5	3.5	6.4	5.2	4.2

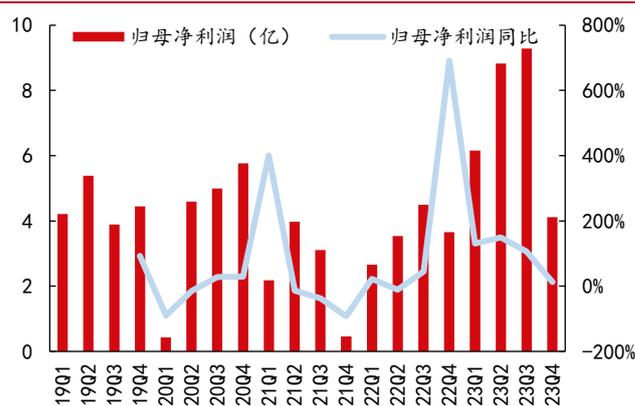
数据来源：公司公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为 2024 年 03 月 29 日收盘价

相关报告

1、《海信家电 (000921)：2023 年业绩预告点评：全年稳健收官，新起点继续前进》2024.01.31
2、《海信家电 (000921)：新一期员工持股计划推出，充分彰显未来发展信心》2024.01.09

图表1：23Q4 公司营收 207.0 亿元，同比+21.1%


资料来源：Wind，国联证券研究所

图表2：23Q4 公司业绩 4.1 亿元，同比+12.7%


资料来源：Wind，国联证券研究所

图表3：2023 年公司分产品及分销售模式表现

主营分产品	营收 (亿元)	营收YOY	毛利率	毛利率提升 (%)
暖通空调	386.52	12.04%	30.66%	2.74
冰洗	260.70	22.93%	19.11%	1.58
其他主营	122.37	3.81%	13.57%	0.26
主营分地区	营收 (亿元)	营收YOY	毛利率	毛利率提升 (%)
境内	490.35	15.04%	31.91%	2.40
境外	279.24	12.28%	10.20%	0.77

资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表4：2023 全年及 2023Q4 公司利润表各项目变动

项目	2023Q4	2022Q4	同比变动	2023A	2022A	同比变动
营业收入	100.00%	100.00%	-	100.00%	100.00%	-
营业成本	77.96%	78.61%	-0.65pct	77.92%	79.31%	-1.40pct
毛利率	22.04%	21.39%	0.65pct	22.08%	20.69%	1.40pct
营业税金及附加	0.64%	0.69%	-0.05pct	0.68%	0.65%	0.03pct
销售费用率	11.35%	9.73%	1.62pct	10.88%	10.89%	-0.01pct
管理费用率	3.49%	2.74%	0.75pct	2.68%	2.46%	0.23pct
研发费用率	4.16%	3.90%	0.27pct	3.25%	3.09%	0.16pct
财务费用率	0.50%	-0.51%	1.01pct	-0.24%	-0.25%	0.01pct
其他收益	1.05%	0.54%	0.51pct	0.70%	0.54%	0.16pct
投资净收益	0.75%	0.50%	0.25pct	0.84%	0.69%	0.15pct
公允价值变动净收益	0.66%	0.04%	0.61pct	0.02%	0.03%	-0.01pct
信用减值损失	-0.11%	-0.87%	0.76pct	-0.05%	-0.20%	0.15pct
资产减值损失	-0.41%	-1.09%	0.69pct	-0.22%	-0.37%	0.15pct
资产处置收益	0.00%	0.01%	-0.01pct	0.01%	0.00%	0.00pct
营业利润率	3.83%	3.97%	-0.14pct	6.13%	4.54%	1.59pct
营业外收入	1.23%	1.83%	-0.60pct	0.58%	0.72%	-0.13pct
营业外支出	0.17%	0.07%	0.11pct	0.07%	0.10%	-0.03pct
利润总额	4.89%	5.73%	-0.85pct	6.64%	5.16%	1.48pct
所得税	0.88%	1.23%	-0.34pct	1.04%	1.02%	0.03pct
净利润	4.00%	4.51%	-0.50pct	5.60%	4.14%	1.46pct
少数股东损益	2.02%	2.37%	-0.35pct	2.28%	2.21%	0.08pct
归母净利润率	1.99%	2.14%	-0.15pct	3.31%	1.94%	1.38pct

资料来源：Wind，国联证券研究所

财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	6001	4939	9404	10926	17681	营业收入	74115	85600	94040	103265	113395
应收账款+票据	12890	14646	16691	18329	20127	营业成本	58783	66696	73001	79863	87377
预付账款	262	389	414	455	499	营业税金及附加	479	579	636	699	767
存货	6553	6775	8969	9812	10735	营业费用	8071	9311	10156	11153	12247
其他	10923	18391	19457	20072	20746	管理费用	4111	5076	5360	5783	6237
流动资产合计	36629	45140	54935	59592	69788	财务费用	-182	-205	135	68	-44
长期股权投资	1518	1671	1921	2170	2419	资产减值损失	-275	-191	-215	-236	-259
固定资产	5499	5832	6037	6198	6317	公允价值变动收益	23	15	15	20	20
在建工程	525	444	370	296	222	投资净收益	513	719	580	580	580
无形资产	1460	1342	1363	1400	1429	其他	253	562	529	522	514
其他非流动资产	9744	11518	11480	11418	11377	营业利润	3367	5248	5660	6586	7666
非流动资产合计	18746	20807	21170	21482	21764	营业外净收益	457	437	450	450	400
资产总计	55376	65946	76105	81074	91551	利润总额	3824	5685	6110	7036	8066
短期借款	1462	2502	4356	0	0	所得税	755	893	1100	1266	1452
应付账款+票据	21040	26658	28884	31599	34572	净利润	3069	4791	5011	5769	6614
其他	13863	14881	16577	18133	19837	少数股东损益	1634	1954	1754	2019	2315
流动负债合计	36365	44042	49817	49732	54409	归属于母公司净利润	1435	2837	3257	3750	4299
长期带息负债	297	252	204	155	104	财务比率					
长期应付款	0	0	0	0	0		2022	2023	2024E	2025E	2026E
其他	2435	2256	2256	2256	2256	成长能力					
非流动负债合计	2732	2508	2460	2411	2361	营业收入	9.70%	15.50%	9.86%	9.81%	9.81%
负债合计	39097	46550	52277	52143	56770	EBIT	22.48%	50.48%	13.97%	13.73%	12.94%
少数股东权益	4761	5816	7570	9589	11904	EBITDA	20.93%	33.78%	-4.84%	14.25%	13.03%
股本	1363	1388	1388	1388	1388	归属于母公司净利润	47.54%	97.74%	14.79%	15.14%	14.65%
资本公积	2074	2115	2115	2115	2115	获利能力					
留存收益	8081	10077	12755	15839	19374	毛利率	20.69%	22.08%	22.37%	22.66%	22.94%
股东权益合计	16279	19396	23828	28931	34781	净利率	4.14%	5.60%	5.33%	5.59%	5.83%
负债和股东权益总计	55376	65946	76105	81074	91551	ROE	12.46%	20.89%	20.03%	19.39%	18.79%
						ROIC	19.29%	37.55%	52.95%	35.80%	40.77%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	资产负债率	70.60%	70.59%	68.69%	64.32%	62.01%
净利润	3069	4791	5011	5769	6614	流动比率	1.0	1.0	1.1	1.2	1.3
折旧摊销	1371	1226	136	187	218	速动比率	0.7	0.7	0.8	0.9	0.9
财务费用	-182	-205	135	68	-44	营运能力					
存货减少(增加为“-”)	1884	-222	-2194	-843	-923	应收账款周转率	5.8	6.2	5.8	5.8	5.8
营运资金变动	-92	5389	-1409	1136	1236	存货周转率	9.0	9.8	8.1	8.1	8.1
其它	-2017	-369	1892	537	608	总资产周转率	1.3	1.3	1.2	1.3	1.2
经营活动现金流	4032	10612	3570	6853	7709	每股指标(元)					
资本支出	-365	-1164	-250	-250	-250	每股收益	1.0	2.0	2.3	2.7	3.1
长期投资	1	-159	0	0	0	每股经营现金流	2.9	7.6	2.6	4.9	5.6
其他	-2234	-8235	53	57	66	每股净资产	8.3	9.8	11.7	13.9	16.5
投资活动现金流	-2598	-9557	-197	-193	-184	估值比率					
债权融资	-1528	995	1805	-4405	-50	市盈率	29.4	14.9	13.0	11.3	9.8
股权融资	0	25	0	0	0	市净率	3.7	3.1	2.6	2.2	1.8
其他	-251	-1641	-714	-734	-720	EV/EBITDA	3.5	3.5	6.4	5.2	4.2
筹资活动现金流	-1779	-621	1092	-5139	-770	EV/EBIT	4.8	4.3	6.6	5.4	4.3
现金净增加额	-401	399	4465	1522	6755						

数据来源: 公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 03 月 29 日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼
无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼
 电话：0510-85187583

上海：上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼