

海信家电 (000921) / 家电

证券研究报告/公司点评

2024 年 4 月 25 日

## 评级：买入（维持）

市场价格：34.97 元/股

分析师：姚玮

执业证书编号：S0740522080001

Email: yaowei@zts.com.cn

## 公司盈利预测及估值

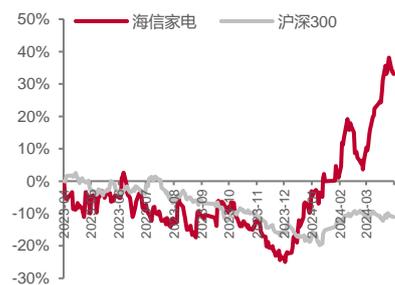
指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	74,115	85,600	94,913	103,052	109,613
增长率 yoy%	10%	15%	11%	9%	6%
净利润 (百万元)	1,435	2,837	3,398	3,968	4,500
增长率 yoy%	48%	98%	20%	17%	13%
每股收益 (元)	1.0	2.0	2.4	2.9	3.2
每股现金流量	2.9	7.6	5.4	5.7	6.7
净资产收益率	9%	15%	14%	13%	12%
P/E	34	17	14	12	11
P/B	4	4	3	3	2

备注：收盘价取自于 2024/4/24。

## 基本状况

总股本(百万股)	1,388
流通股本(百万股)	903
市价(元)	34.97
市值(百万元)	48,536
流通市值(百万元)	31,572

## 股价与行业-市场走势对比



## 相关报告

- 公司点评：  
 《海信家电 23 年年报：期待利润持续改善的 2024》2024/4/3  
 《海信家电 2023 年年度预告点评：Q4 符合预期，改善逻辑持续兑现》2024/2/3  
 《海信家电 23Q3：内生动力充足，持续超预期》2023/10/12  
 《海信家电 23H1：各业务全面修复，达预告上限》2023/9/1  
 《海信家电 23H1 预告：高增预期被持续验证》2023/7/17  
 《海信家电 23Q1：超预期，重视产业拐点》2023/4/17  
 《海信家电 22 年：盈利改善在路上》2023/4/2  
 《激励落地，发展或提速》2023/1/3  
 《海信家电 22Q3：经营向好，盈利修复》2022/10/28  
 《海信家电 22H1：稳健向好，期待三电协调》2022/9/1  
 深度报告：  
 《海信家电：外延整合，持续成长》2022/7/31

## 投资要点

### ■ 公司发布 24Q1 业绩：

24Q1 收入 235 亿(+21%)，归母净利润为 9.8 亿(+59%)，扣非归母净利润 8.4 亿(+61%)，业绩大超预期。

### ■ 收入拆分：冰洗和外销显著驱动。

① 分内外销看，我们预计外销略快于内销。

② 分产品看，我们预计冰洗+40%（内+20%、外+70%），外销高增主要是行业进入补库+23H1 低基数+公司积极拓展自主品牌的缘故；

家空+15%（内外均+15%）；

中央空调高个位数（内+高个位数、外+20%），内销源于公司积极扩张家装渠道。

### ■ 盈利端：高于预期。

① 毛利率提升，费率持平，主要是外销冰冷毛利率提升&公司运营效率升级&中央空调利润提升，毛利率 21.6%（+0.5pct），净利率 4.2%（+1pct）。

② 分产品看，我们预计中央空调经营贡献 4.8 亿归母利润；家空贡献 1.5-2 亿利润；冰洗贡献约 2 亿利润。

③ 24Q1 公允价值变动损益（主要是理财收益）&其他收益（主要是增值税加计抵扣）带来较多利润增量，扣掉其他损失后，仅增加 0.8 亿利润，剔除后公司归母仍有 35% 增量，体现公司成长。

### ■ 投资建议：维持买入评级

① 中期看公司可充分享受今年冰箱红利和海外补库逻辑。

② 长期看，24Q1 公司归母净利率为 4.2%，白电利润率和海尔/美的的相比仍有较大差距，主要是外销净利率稍弱，但公司出海具备自身强阿尔法。公司 2020-2023 年家电外销年化+24%，是市场为数不多的以自主品牌拓展高增的珍稀标的，公司在海外拥有产能、渠道、品牌等优势，利润率改善指日可待。

基于亮眼的一季报，我们预计 24/25/26 年归母为 34/40/45 亿（+20%/+17%/+13%）（前值为 33/38/43 亿），24/25/26 年对应 PE 为 14/12/11X，维持“买入”评级。

■ 风险提示：地产竣工风险，空调增长不及预期风险，冰箱行业竞争加剧风险，原材料价格波动风险，外销不及预期，汇率波动风险，研报信息更新不及时风险。

**盈利预测表**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	4,939	28,005	30,224	32,158	营业收入	85,600	94,913	103,052	109,613
应收票据	742	95	103	110	营业成本	66,696	73,067	78,456	82,677
应收账款	9,225	9,514	9,531	9,794	税金及附加	579	606	674	719
预付账款	389	1,096	1,177	1,240	销售费用	9,311	10,229	11,106	11,813
存货	6,775	8,050	8,473	8,929	管理费用	2,296	2,451	2,661	2,831
合同资产	36	16	21	24	研发费用	2,780	2,987	3,243	3,450
其他流动资产	23,070	23,406	24,219	24,926	财务费用	-205	0	0	0
流动资产合计	45,140	69,636	73,090	76,538	信用减值损失	-43	-50	-50	-50
其他长期投资	178	178	178	178	资产减值损失	-191	-10	-10	-10
长期股权投资	1,671	1,671	1,671	1,671	公允价值变动收益	15	24	20	20
固定资产	5,663	4,744	3,983	3,351	投资收益	719	600	500	400
在建工程	444	454	464	474	其他收益	599	550	500	500
无形资产	1,342	1,286	1,217	1,157	营业利润	5,248	6,693	7,879	8,988
其他非流动资产	11,509	11,528	11,544	11,553	营业外收入	499	400	400	400
非流动资产合计	20,807	19,862	19,057	18,384	营业外支出	62	20	20	20
<b>资产合计</b>	<b>65,946</b>	<b>89,497</b>	<b>92,147</b>	<b>94,922</b>	<b>利润总额</b>	<b>5,685</b>	<b>7,073</b>	<b>8,259</b>	<b>9,368</b>
短期借款	2,502	17,817	13,286	7,246	所得税	894	1,153	1,346	1,527
应付票据	14,608	16,751	16,733	17,655	<b>净利润</b>	<b>4,791</b>	<b>5,920</b>	<b>6,913</b>	<b>7,841</b>
应付账款	12,050	13,152	14,122	14,882	少数股东损益	1,954	2,522	2,945	3,341
预收款项	4	1	1	2	<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,837</b>	<b>3,398</b>	<b>3,968</b>	<b>4,500</b>
合同负债	1,440	1,708	1,855	1,973	NOPLAT	4,619	5,920	6,913	7,841
其他应付款	4,600	4,600	4,600	4,600	EPS (按最新股本摊薄)	2.04	2.45	2.86	3.24
一年内到期的非流动负债	122	122	122	122					
其他流动负债	8,716	9,309	9,909	10,429					
流动负债合计	44,042	63,050	60,075	56,408					
长期借款	43	43	43	43					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	2,465	2,465	2,465	2,465					
非流动负债合计	2,508	2,508	2,508	2,508					
<b>负债合计</b>	<b>46,550</b>	<b>65,558</b>	<b>62,583</b>	<b>58,916</b>					
归属母公司所有者权益	13,580	16,016	19,248	23,013					
少数股东权益	5,816	8,338	11,283	14,624					
<b>所有者权益合计</b>	<b>19,396</b>	<b>24,354</b>	<b>30,531</b>	<b>37,637</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>65,946</b>	<b>89,497</b>	<b>92,147</b>	<b>94,922</b>					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>10,612</b>	<b>7,101</b>	<b>7,134</b>	<b>8,294</b>
现金收益	5,743	7,077	7,903	8,692
存货影响	-222	-1,276	-423	-456
经营性应收影响	-2,093	-339	-96	-322
经营性应付影响	5,071	3,242	952	1,682
其他影响	2,113	-1,251	-427	-339
<b>投资活动现金流</b>	<b>-9,557</b>	<b>1,300</b>	<b>151</b>	<b>81</b>
资本支出	-1,302	-192	-170	-168
股权投资	-153	0	0	0
其他长期资产变化	-8,102	1,492	321	249
<b>融资活动现金流</b>	<b>-621</b>	<b>14,664</b>	<b>-5,065</b>	<b>-6,442</b>
借款增加	1,040	15,315	-4,531	-6,040
股利及利息支付	-1,913	-1,672	-2,179	-2,113
股东融资	228	0	0	0
其他影响	24	1,021	1,645	1,711

主要财务比率				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	15%	11%	9%	6%
EBIT增长率	50%	29%	17%	13%
归母公司净利润增长率	98%	20%	17%	13%
<b>获利能力</b>				
毛利率	22%	23%	24%	25%
净利率	6%	6%	7%	7%
ROE	15%	14%	13%	12%
ROIC	-87%	42%	46%	51%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	71%	73%	68%	62%
债务权益比	26%	85%	54%	27%
流动比率	1	1	1	1
速动比率	1	1	1	1
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1	1	1	1
应收账款周转天数	36	36	33	32
应付账款周转天数	59	62	63	63
存货周转天数	36	37	38	38
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	2	2	3	3
每股经营现金流	8	5	5	6
每股净资产	10	12	14	17
<b>估值比率</b>				
P/E	17	14	12	11
P/B	4	3	3	2
EV/EBITDA	162	131	116	105

来源: wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。  
。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的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，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。