天风证券 TF SECURITIES

# 海信家电（000921）

证券研究报告
2020 年 04 月 29 日

## 疫情导致销售承压，整体毛利率略有改善

**事件**：公司 2020Q1 实现营业收入 75.86 亿元，同比-12.68%，归母净利润 0.44 亿元，同比-89.67%，扣非归母净利润-0.37 亿元，同比-109.58%。

**Q1 收入端承压，空调外销有所好转**：并表后的 20Q1 收入较未并表的 19Q1 仍有 12.68%的下滑。**空调业务方面**，从产业在线数据看，Q1 海信+科龙空调内销量同比下降 52.4%， 20 年 1-2 月单月外销量均出现双位数下滑，待国内疫情缓解后，3 月空调外销量迅速恢复，同比+24.0%，二季度海外疫情开始发酵，或对空调出口造成一定影响。**冰箱方面**，根据中怡康数据统计，疫情对线下冰箱销售影响程度较大，行业零售量同比-40.3%，其中容声品牌冰箱同比-36.3%，降幅略小于行业。**中央空调业务方面**，产业在线数据显示，20 年 1-2 月海信日立中央空调销量同比-36.5%，疫情对线下安装影响较大，展望全年，后续工程端在竣工的带动下或出现一定恢复。

**毛利率略有改善，期间费用率有所上升**：2020 年 Q1 毛利率、净利率为 20.55%、1.17%，同比分别+0.75pct、-3.81pct，基于收入下降的规模效应减弱的考虑，传统白电业务毛利率应该较同期有所下降，我们判断毛利率的提升或受中央空调业务较高的毛利率带动。**从费用率看**，公司 2020 年 Q1 季度销售、管理、研发、财务费用率同比分别+1.53、+0.8、+1.61、-0.65pct，从绝对值的角度看，销售费用基本与同期持平，管理费用则由于并表而出现较大幅度的提升，疫情期间刚性费用的存在以及单季度研发费用的投入加大等因素综合导致净利率下降明显。

**在手资金充裕，经营周期拉长**：**从资产负债表看**，20Q1 期末货币资金+交易性金融资产（主要为理财产品）+其他流动资产（主要包含一年以内到期定期存款及利息）为 110.15 亿元，环比-3.54 亿元。**从周转情况看**，公司 20 Q1 季度存货、应收账款和应付账款的周转天数同比分别+16.23、+9.89 和+16.92 天。存货和应付账款周转天数拉长或受疫情影响，产品销售受阻、回款周期延长。**从现金流量表看**，公司 20 Q1 经营活动产生的现金流量净额为 0.51 亿元，同比-76.68%，其中销售商品及提供劳务现金流入 77.42 亿元，同比+31.06%，现金流量表科目的大幅增加主要系海信日立并表所致。

**投资建议**：突发疫情对整体市场有较大影响，20 年公司传统白电业务承压，考虑到 20Q1 费用率有所提升的影响，我们预计公司 20-22 年净利润为 14.9、17.8、20.9 亿元（前值分别为 15.3、17.8、20.9 亿元），分别对应动态估值 8.4x、7.1x、6.0xPE，公司目前账上扣除借款后的净现金约为 106 亿元，在手现金充裕，同时考虑到海信日立在中央空调行业中的领先地位和技术优势，对应当前公司 126 亿元的市值水平看存在明显低估，在给予中央空调业务 10-15xPE 的假设下，2020 年仅该业务对应市值区间在 140-210 亿元，维持“增持”评级。

**风险提示**：原材料价格波动风险；空调业务竞争加剧风险；中央空调业务不及预期等。

| 财务数据和估值 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入(百万元) | 36,019.60 | 37,453.04 | 41,646.64 | 48,285.94 | 52,687.92 |
| 增长率(%) | 7.56 | 3.98 | 11.20 | 15.94 | 9.12 |
| EBITDA(百万元) | 2,601.51 | 3,432.66 | 2,421.81 | 2,925.16 | 3,414.26 |
| 净利润(百万元) | 1,377.46 | 1,793.67 | 1,489.66 | 1,778.18 | 2,086.84 |
| 增长率(%) | (31.75) | 30.22 | (16.95) | 19.37 | 17.36 |
| EPS(元/股) | 1.01 | 1.32 | 1.09 | 1.30 | 1.53 |
| 市盈率(P/E) | 9.11 | 7.00 | 8.43 | 7.06 | 6.01 |
| 市净率(P/B) | 1.71 | 1.44 | 1.29 | 1.14 | 1.01 |
| 市销率(P/S) | 0.35 | 0.34 | 0.30 | 0.26 | 0.24 |
| EV/EBITDA | 2.45 | 2.78 | 3.71 | 1.53 | 1.15 |

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

| | |
|---|---|
| 行业 | 家用电器/白色家电 |
| 6 个月评级 | 增持（维持评级） |
| 当前价格 | 9.21 元 |
| 目标价格 | 元 |

### 基本数据

| | |
|---|---|
| A 股总股本(百万股) | 903.14 |
| 流通 A 股股本(百万股) | 902.14 |
| A 股总市值(百万元) | 8,317.88 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 8,308.67 |
| 每股净资产(元) | 6.40 |
| 资产负债率(%) | 63.28 |
| 一年内最高/最低(元) | 14.33/8.50 |

### 作者

**蔡雯娟** 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516100008
caiwenjuan@tfzq.com
**卢璐** 联系人
llu@tfzq.com

### 股价走势

资料来源：贝格数据

### 相关报告

1 《海信家电-年报点评报告:日立正式并表增厚业绩，冰箱业务环比有所改善》 2020-04-15
2 《海信家电-季报点评:传统业务承压，期待并表后表现》 2019-10-30
3 《海信家电-半年报点评:传统白电业务短期承压，期待海信日立并表后表现》 2019-08-23

## 事件

公司 2020Q1 实现营业收入 75.86 亿元，同比-12.68%，归母净利润 0.44 亿元，同比-89.67%，扣非归母净利润-0.37 亿元，同比-109.58%，经营活动产生的现金流量净额 0.51 亿元，同比-76.68%。

## Q1 收入端承压，空调外销有所好转

在经历了 Q4 并表海信日立后收入端的大幅提升后，并表后的 20Q1 收入较未并表的 19Q1 仍有 12.68%的下滑，我们预计，20Q1 受疫情影响传统白电业务及中央空调业务均出现较大幅度的下滑。**空调业务方面，**从产业在线数据看，Q1 海信+科龙空调内销量同比下降 52.4%，外销业务方面，由于疫情带来的复产延后，20 年 1-2 月单月外销量均出现双位数下滑，待国内疫情缓解后，3 月空调外销量迅速恢复，同比+24.0%，Q1 内外销出货量合计同比下滑 28.4%，二季度海外疫情开始发酵，或对空调出口造成一定影响，我们预计公司 Q2 空调业务收入或将持续承压。

**冰箱方面，**根据中怡康数据统计，疫情对线下冰箱销售影响程度较大，行业零售量同比-40.3%，其中容声品牌冰箱同比-36.3%，降幅略小于行业。**中央空调业务方面，**产业在线数据显示，20 年 1-2 月海信日立中央空调销量同比-36.5%，疫情对线下安装影响较大，展望全年，后续工程端在竣工的带动下或出现一定恢复。

## 毛利率略有改善，期间费用率有所上升

2020 年 Q1 毛利率、净利率为 20.55%、1.17%，同比分别+0.75pct、-3.81pct，基于收入下降的规模效应减弱的考虑，传统白电业务毛利率应该较同期有所下降，我们判断毛利率的提升或受中央空调业务较高的毛利率带动。**从费用率看，**公司 2020 年 Q1 季度销售、管理、研发、财务费用率分别为 14.34%、2.21%、3.63%、-0.57%，同比+1.53、+0.8、+1.61、-0.65pct，从绝对值的角度看，销售费用基本与同期持平，管理费用则由于并表而出现较大幅度的提升，疫情期间刚性费用的存在以及单季度研发费用的投入加大等因素综合导致净利率下降明显。

## 在手资金充裕，经营周期拉长

**从资产负债表看，**20Q1 期末货币资金+交易性金融资产（主要为理财产品）+其他流动资产(主要包含一年以内到期定期存款及利息)为 110.15 亿元，环比-3.54 亿元，存货为 39.27 亿元，环比+4.28 亿元，同比+26.05%，应收票据和账款合计为 47.71 亿元，同比-28.03%，主要系本报告期票据回款减少所致。

**从周转情况看，**公司 2020 年 Q1 季度存货、应收账款和应付账款的周转天数分别为 55.44、47.49 和 73.41 天，同比+16.23、+9.89 和+16.92 天。存货和应付账款周转天数拉长或受疫情影响，产品销售受阻、回款周期延长。

**从现金流量表看，**公司 2020 年 Q1 经营活动产生的现金流量净额为 0.51 亿元，同比-76.68%，其中销售商品及提供劳务现金流入 77.42 亿元，同比+31.06%，现金流量表科目的大幅增加主要系海信日立并表所致。

## 投资建议

突发疫情对整体市场有较大影响，20 年公司传统白电业务承压，考虑到 20Q1 费用率有所提升的影响，我们预计公司 20-22 年净利润为 14.9、17.8、20.9 亿元（前值分别为 15.3、17.8、20.9 亿元），分别对应动态估值 8.4x、7.1x、6.0xPE，公司目前账上扣除借款后的净现金约为 106 亿元，在手现金充裕，同时考虑到海信日立在中央空调行业中的领先地位和技术优势，对应当前公司 126 亿元的市值水平看存在明显低估，在给予中央空调业务 10-15xPE 的假设下，2020 年仅该业务对应市值区间在 140-210 亿元，维持“增持”评级。

# 财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| 货币资金 | 3,648.46 | 6,120.56 | 5,362.31 | 9,644.26 | 10,013.44 |
| 应收票据及应收账款 | 6,068.20 | 5,063.43 | 7,661.94 | 7,896.87 | 7,616.80 |
| 预付账款 | 224.12 | 192.80 | 287.12 | 260.51 | 324.32 |
| 存货 | 2,955.75 | 3,498.95 | 3,900.25 | 4,223.38 | 4,563.80 |
| 其他 | 1,400.31 | 9,644.72 | 6,648.82 | 8,204.75 | 8,990.32 |
| **流动资产合计** | **14,296.85** | **24,520.46** | **23,860.43** | **30,229.76** | **31,508.67** |
| 长期股权投资 | 3,326.78 | 468.08 | 468.08 | 468.08 | 468.08 |
| 固定资产 | 3,263.93 | 3,813.54 | 3,249.38 | 2,653.21 | 2,021.84 |
| 在建工程 | 84.30 | 216.94 | 166.17 | 147.70 | 118.62 |
| 无形资产 | 714.71 | 1,918.06 | 1,793.57 | 1,669.07 | 1,544.58 |
| 其他 | 141.34 | 3,053.58 | 1,188.61 | 1,475.86 | 1,885.71 |
| **非流动资产合计** | **7,531.06** | **9,470.21** | **6,865.80** | **6,413.92** | **6,038.83** |
| **资产总计** | **21,827.91** | **33,990.66** | **30,726.23** | **36,643.68** | **37,547.50** |
| 短期借款 | 0.00 | 100.08 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付票据及应付账款 | 9,815.70 | 12,877.67 | 10,421.11 | 14,618.24 | 12,182.64 |
| 其他 | 3,690.78 | 7,860.66 | 5,993.79 | 6,044.84 | 7,419.44 |
| **流动负债合计** | **13,506.49** | **20,838.41** | **16,414.90** | **20,663.07** | **19,602.08** |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 432.01 | 671.39 | 504.88 | 536.10 | 570.79 |
| **非流动负债合计** | **432.01** | **671.39** | **504.88** | **536.10** | **570.79** |
| **负债合计** | **13,938.50** | **21,509.80** | **16,919.78** | **21,199.17** | **20,172.87** |
| 少数股东权益 | 537.58 | 3,759.27 | 4,068.41 | 4,461.75 | 4,931.08 |
| 股本 | 1,362.73 | 1,362.73 | 1,362.73 | 1,362.73 | 1,362.73 |
| 资本公积 | 2,076.47 | 2,056.06 | 2,056.06 | 2,056.06 | 2,056.06 |
| 留存收益 | 5,972.20 | 7,332.55 | 8,375.31 | 9,620.04 | 11,080.83 |
| 其他 | (2,059.58) | (2,029.74) | (2,056.06) | (2,056.06) | (2,056.06) |
| **股东权益合计** | **7,889.41** | **12,480.86** | **13,806.45** | **15,444.51** | **17,374.63** |
| **负债和股东权益总** | **21,827.91** | **33,990.66** | **30,726.23** | **36,643.68** | **37,547.50** |

| 利润表(百万元) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | **36,019.60** | **37,453.04** | **41,646.64** | **48,285.94** | **52,687.92** |
| 营业成本 | 29,171.52 | 29,424.81 | 31,710.83 | 36,347.44 | 39,542.27 |
| 营业税金及附加 | 311.64 | 326.71 | 287.60 | 386.29 | 395.16 |
| 营业费用 | 5,005.94 | 5,670.19 | 6,302.39 | 7,725.75 | 8,324.69 |
| 管理费用 | 425.69 | 515.21 | 631.85 | 676.00 | 711.29 |
| 研发费用 | 686.77 | 934.41 | 1,250.35 | 1,255.43 | 1,317.20 |
| 财务费用 | 34.61 | (8.01) | (43.27) | 4.83 | 5.27 |
| 资产减值损失 | 2.55 | (15.86) | 4.43 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动收益 | (2.27) | 2.56 | 1.84 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 828.69 | 1,122.35 | 161.35 | 211.00 | 182.00 |
| 其他 | (1,954.28) | (2,574.02) | (671.24) | (741.00) | (642.00) |
| **营业利润** | **1,508.73** | **2,054.70** | **2,010.49** | **2,420.20** | **2,852.05** |
| 营业外收入 | 74.02 | 126.23 | 49.52 | 0.00 | 0.00 |
| 营业外支出 | 17.84 | 28.68 | (0.18) | 0.00 | 0.00 |
| **利润总额** | **1,564.91** | **2,152.25** | **2,060.20** | **2,420.20** | **2,852.05** |
| 所得税 | 141.83 | 201.80 | 245.12 | 242.02 | 285.20 |
| **净利润** | **1,423.07** | **1,950.45** | **1,815.08** | **2,178.18** | **2,566.84** |
| 少数股东损益 | 45.62 | 156.78 | 325.42 | 400.00 | 480.00 |
| **归属于母公司净利润** | **1,377.46** | **1,793.67** | **1,489.66** | **1,778.18** | **2,086.84** |
| 每股收益（元） | 1.01 | 1.32 | 1.09 | 1.30 | 1.53 |

| 现金流量表(百万元) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| 净利润 | 1,423.07 | 1,950.45 | 1,489.66 | 1,778.18 | 2,086.84 |
| 折旧摊销 | 677.18 | 796.40 | 799.44 | 819.13 | 834.95 |
| 财务费用 | 13.22 | (86.66) | (43.27) | 4.83 | 5.27 |
| 投资损失 | (828.69) | (1,122.35) | (161.35) | (210.00) | (180.00) |
| 营运资金变动 | 937.72 | (4,151.46) | (3,597.08) | 2,240.01 | (2,111.42) |
| 其它 | (1,173.14) | 4,618.96 | 327.25 | 400.00 | 480.00 |
| **经营活动现金流** | **1,049.37** | **2,005.34** | **(1,185.35)** | **5,032.15** | **1,115.63** |
| 资本支出 | 1,415.18 | (304.14) | 226.51 | 48.79 | 15.31 |
| 长期投资 | 817.15 | (2,858.70) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (2,003.92) | 3,082.61 | 774.05 | (258.56) | (125.80) |
| **投资活动现金流** | **228.41** | **(80.23)** | **1,000.56** | **(209.78)** | **(110.50)** |
| 债权融资 | 0.00 | 140.82 | 13.58 | 18.11 | 24.14 |
| 股权融资 | (32.75) | (2.98) | 16.95 | (4.83) | (5.27) |
| 其他 | (1,128.42) | (1,060.29) | (603.99) | (553.70) | (654.82) |
| **筹资活动现金流** | **(1,161.18)** | **(922.45)** | **(573.46)** | **(540.42)** | **(635.95)** |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 1.00 | 2.00 |
| **现金净增加额** | **116.60** | **1,002.66** | **(758.25)** | **4,282.95** | **371.18** |

| 主要财务比率 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| **成长能力** | | | | | |
| 营业收入 | 7.56% | 3.98% | 11.20% | 15.94% | 9.12% |
| 营业利润 | -25.71% | 36.19% | -2.15% | 20.38% | 17.84% |
| 归属于母公司净利润 | -31.75% | 30.22% | -16.95% | 19.37% | 17.36% |
| **获利能力** | | | | | |
| 毛利率 | 19.01% | 21.44% | 23.86% | 24.72% | 24.95% |
| 净利率 | 3.82% | 4.79% | 3.58% | 3.68% | 3.96% |
| ROE | 18.74% | 20.57% | 15.30% | 16.19% | 16.77% |
| ROIC | 35.46% | 45.25% | 118.52% | 35.30% | 88.21% |
| **偿债能力** | | | | | |
| 资产负债率 | 63.86% | 63.28% | 55.07% | 57.85% | 53.73% |
| 净负债率 | -46.25% | -47.91% | -38.74% | -62.33% | -57.49% |
| 流动比率 | 1.06 | 1.18 | 1.45 | 1.46 | 1.61 |
| 速动比率 | 0.84 | 1.01 | 1.22 | 1.26 | 1.37 |
| **营运能力** | | | | | |
| 应收账款周转率 | 5.80 | 6.73 | 6.55 | 6.21 | 6.79 |
| 存货周转率 | 11.34 | 11.60 | 11.26 | 11.89 | 11.99 |
| 总资产周转率 | 1.66 | 1.34 | 1.29 | 1.43 | 1.42 |
| **每股指标（元）** | | | | | |
| 每股收益 | 1.01 | 1.32 | 1.09 | 1.30 | 1.53 |
| 每股经营现金流 | 0.77 | 1.47 | -0.87 | 3.69 | 0.82 |
| 每股净资产 | 5.39 | 6.40 | 7.15 | 8.06 | 9.13 |
| **估值比率** | | | | | |
| 市盈率 | 9.11 | 7.00 | 8.43 | 7.06 | 6.01 |
| 市净率 | 1.71 | 1.44 | 1.29 | 1.14 | 1.01 |
| EV/EBITDA | 2.45 | 2.78 | 3.71 | 1.53 | 1.15 |
| EV/EBIT | 3.31 | 3.59 | 5.54 | 2.13 | 1.53 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

**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。

**一般声明**

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及/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，天风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。

天风证券的销售人员、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。天风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。天风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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/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。

**投资评级声明**

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|---|---|---|---|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益-10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益-10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅-5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅-5%以下 |

**天风证券研究**


| 北京 | 武汉 | 上海 | 深圳 |
|---|---|---|---|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100031 | 邮编：430071 | 邮编：201204 | 邮编：518000 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(8627)-87618889 | 电话：(8621)-68815388 | 电话：(86755)-23915663 |
| | 传真：(8627)-87618863 | 传真：(8621)-68812910 | 传真：(86755)-82571995 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |