

2021年04月15日

海信家电 (000921.SZ)

公司快报

证券研究报告

白色家电

中央空调业务持续复苏，Q1 业绩表现稳健

■事件：海信家电公布 2021 年第一季度业绩预告。公司预计 2021Q1 实现业绩 2.1 亿元~2.3 亿元，YoY+379.9%~+425.8%。相较于 2019Q1，公司 2021Q1 业绩增速-50.4%~45.7%。Q1 公司中央空调业务持续复苏，单季业绩表现较为稳健。

■外销业务高增长，内销业务持续复苏：外销方面，受益于海外订单持续转移至中国，及海外消费者居家时间延长，对空调和食物储存的需求提升，我们判断 Q1 海信家电的家用空调和冰箱外销业务收入延续高增速。据产业在线数据，2021 年前两月公司家用空调、冰箱外销累计出货量 YoY+127.9%/+83.6%。内销方面，Q1 国内疫情影响减弱，线下消费活动复苏带动白电景气提升。据产业在线数据，2021 年前两月公司家用空调、冰箱内销累计出货量 YoY+22.7%/+63.4%。后续，我们预计公司外销业务有望延续较好增速；内销方面，2020 年下半年以来，地产销售和竣工数据向好，且空调和冰箱均价持续提升，我们预计内销收入将持续改善。

■中央空调业务规模持续增长：Q1 疫情对中央空调安装的制约影响减弱，叠加前期地产销售竣工数据较好，公司中央空调业务持续复苏。据产业在线数据，2021 年前两月海信日立多联机累计内销额 YoY+50.1%。

■投资建议：中央空调行业成长空间较大，龙头海信日立有望长期受益于行业发展。后续随着地产竣工改善带动原主业的逐步恢复，公司的估值也具备一定提升空间。据海信家电公告，公司拟持有三电控股约 75% 的表决权，将助力公司进入汽车空调压缩机和汽车空调系统领域，打开新的市场空间，并有望与公司现有业务产生协同效应。我们预计公司 2021 年~2023 年 EPS1.30/1.54/1.67 元，维持增持-A 的投资评级。

■风险提示：贸易壁垒加剧，人民币汇率大幅升值，原材料成本大幅上涨

100,000,000	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	374.5	483.9	577.2	637.8	694.0
净利润	17.9	15.8	17.7	21.0	22.7
每股收益(元)	1.32	1.16	1.30	1.54	1.67
每股净资产(元)	6.40	7.18	8.06	9.14	10.30

盈利和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
市盈率(倍)	13.3	15.1	13.4	11.3	10.5
市净率(倍)	2.7	2.4	2.2	1.9	1.7
净利润率	4.8%	3.3%	3.1%	3.3%	3.3%
净资产收益率	20.6%	16.1%	16.1%	16.9%	16.2%
股息收益率	2.3%	2.3%	2.2%	2.6%	2.9%
ROIC	45.2%	172.6%	-627.5%	-111.6%	27.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 增持-A

维持评级

股价 (2021-04-14) 17.46 元

交易数据

总市值(百万元)	23,793.18
流通市值(百万元)	15,750.99
总股本(百万股)	1,362.73
流通股本(百万股)	902.12
12 个月价格区间	9.21/18.50 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	19.33	24.21	67.98
绝对收益	17.34	16.4	92.66

张立聪

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517070005
zhanglc@essence.com.cn

余昆

报告联系人

yukun@essence.com.cn

相关报告

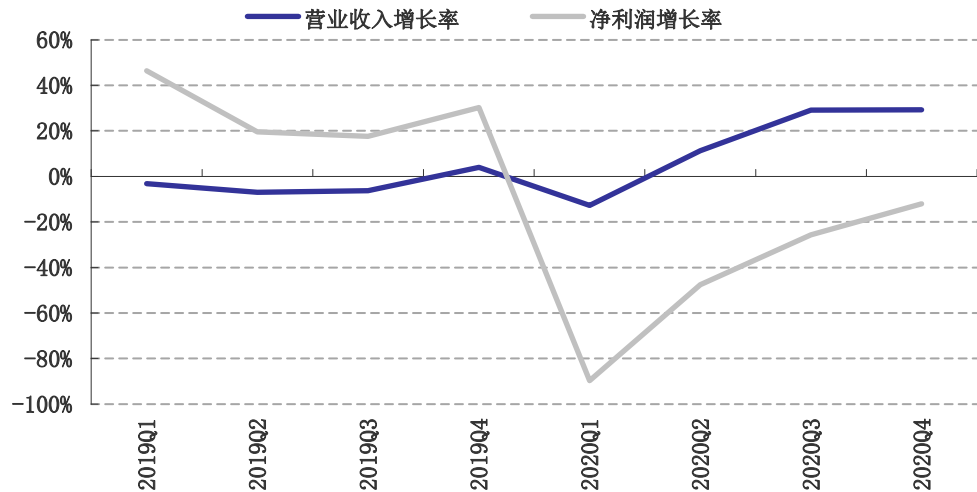
- 海信家电：外销高增长+中央空调业务复苏，Q4 经营超预期/张立聪 2021-04-05
- 海信家电：空冰外销提速，Q3 经营超预期/张立聪 2020-10-30
- 海信家电：中央空调业务持续发力，Q2 收入增速亮眼/张立聪 2020-08-26
- 海信家电：并表中央空调业务增厚收入——2020 一季报点评/张立聪 2020-04-29

表 1: 财务指标分析

	%	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4
营业收入 YoY		-3	-10	-4	45	-13	32	71	30
归母净利 YoY		49	6	10	93	-90	-15	28	30
扣非归母净利 YoY		44	2	-13	-19	-110	-24	97	159
销售毛利率		20	21	21	24	21	24	25	25
销售费用率		13	15	16	17	14	14	14	15
毛利率-销售费用率		7	6	4	8	6	11	10	10
销售净利率		5	5	5	5	1	6	6	8
ROE		6	7	5	5	0	5	6	6
扣非后 ROE		5	6	3	2	0	4	5	4
ROA		2	2	1	2	0	2	2	3
销售商品提供劳务收到的现金/收入		68	73	83	82	102	75	75	78
经营活动现金净流量/收入		3	17	6	-5	1	18	11	14
经营活动现金净流量/经营净收益		94	828	0	-327	407	263	188	234
经营现金流净额占比		55	567	18	18	-9	446	-259	1,261
投资现金流净额占比		21	-207	102	96	88	-114	235	-924
筹资现金流净额占比		23	-260	-20	-14	22	-232	124	-237

资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 1: 收入与净利润增长率



资料来源: wind、安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
100,000,000	2019	2020	2021E	2022E	2023E	100,000,000	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	374.5	483.9	577.2	637.8	694.0	成长性					
减:营业成本	294.2	367.6	441.0	482.3	520.5	营业收入增长率	4.0%	29.2%	19.3%	10.5%	8.8%
营业税费	3.3	3.3	3.9	4.3	4.7	营业利润增长率	36.2%	55.5%	-7.0%	17.1%	13.3%
销售费用	56.7	68.9	83.7	95.7	106.2	净利润增长率	30.2%	-12.0%	12.1%	18.7%	8.0%
管理费用	5.2	6.2	7.5	8.5	9.3	EBITDA 增长率	30.5%	49.7%	2.0%	13.3%	10.4%
研发费用	9.3	12.8	13.3	15.9	17.4	EBIT 增长率	38.7%	59.6%	2.3%	17.9%	13.4%
财务费用	-0.1	-1.1	-1.6	-1.7	-1.8	NOPLAT 增长率	32.2%	35.9%	2.1%	17.9%	13.4%
资产减值损失	-0.2	-0.2	-	-0.1	-0.1	投资资本增长率	-64.4%	-128.1%	562.9%	-568.1%	-145.8%
加:公允价值变动收益	0.0	0.2	-1.2	1.0	0.5	净资产增长率	58.2%	15.4%	15.9%	16.3%	15.6%
投资和汇兑收益	11.2	2.0	1.5	1.0	1.0						
营业利润	20.5	32.0	29.7	34.8	39.4	利润率					
加:营业外净收支	1.0	2.9	1.5	1.8	1.0	毛利率	21.4%	24.0%	23.6%	24.4%	25.0%
利润总额	21.5	34.9	31.2	36.6	40.4	营业利润率	5.5%	6.6%	5.1%	5.5%	5.7%
减:所得税	2.0	6.4	2.7	3.1	3.4	净利润率	4.8%	3.3%	3.1%	3.3%	3.3%
净利润	17.9	15.8	17.7	21.0	22.7	EBITDA/营业收入	6.7%	7.7%	6.6%	6.8%	6.9%
						EBIT/营业收入	4.6%	5.7%	4.9%	5.2%	5.4%
资产负债表						运营效率					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E	固定资产周转天数	33	31	25	17	11
货币资金	61.2	71.1	142.0	63.8	218.1	流动资产周转天数	34	28	22	16	10
交易性金融资产	21.2	26.2	25.0	26.0	26.5	流动营业资本周转天数	-35	-39	-43	3	0
应收帐款	42.6	69.9	51.9	89.8	64.2	流动资产周转天数	187	204	203	210	224
应收票据	11.0	5.5	26.6	79.7	35.9	应收帐款周转天数	37	42	38	40	40
预付帐款	1.9	2.2	4.6	2.9	4.3	存货周转天数	31	29	27	29	29
存货	35.0	43.0	42.8	61.7	51.1	总资产周转天数	268	282	265	256	264
其他流动资产	72.3	84.4	55.8	70.8	70.4	投资资本周转天数	27	4	-10	28	18
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	20.6%	16.1%	16.1%	16.9%	16.2%
长期股权投资	4.7	5.2	5.2	5.2	5.2	ROA	5.7%	6.8%	6.6%	7.0%	6.8%
投资性房地产	0.2	0.4	0.4	0.4	0.4	ROIC	45.2%	172.6%	-627.5%	-111.6%	27.1%
固定资产	38.1	38.1	31.4	23.7	15.9	费用率					
在建工程	2.2	2.3	2.2	2.1	2.0	销售费用率	15.1%	14.2%	14.5%	15.0%	15.3%
无形资产	19.2	17.5	15.3	13.1	10.9	管理费用率	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
其他非流动资产	30.3	52.3	28.1	36.6	38.9	研发费用率	2.5%	2.7%	2.3%	2.5%	2.5%
资产总额	339.9	418.1	431.3	475.8	543.8	财务费用率	0.0%	-0.2%	-0.3%	-0.3%	-0.3%
短期债务	1.0	0.2	-	58.6	-	四费/营业收入	19.0%	17.9%	17.8%	18.6%	18.9%
应付帐款	72.4	93.0	105.6	84.5	140.1	偿债能力					
应付票据	75.6	107.8	100.5	73.7	114.3	资产负债率	63.3%	65.5%	61.3%	59.2%	58.8%
其他流动负债	59.4	66.2	52.3	58.4	58.7	负债权益比	172.3%	190.2%	158.4%	145.2%	142.4%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.18	1.13	1.35	1.43	1.50
其他非流动负债	6.7	6.9	6.0	6.5	6.4	速动比率	1.01	0.97	1.18	1.21	1.34
负债总额	215.1	274.1	264.3	281.7	319.5	利息保障倍数	-214.98	-25.02	-17.61	-20.09	-20.66
少数股东权益	37.6	46.3	57.1	69.6	83.9	分红指标					
股本	13.6	13.6	13.6	13.6	13.6	DPS(元)	0.40	0.39	0.39	0.46	0.50
留存收益	73.3	83.8	96.2	110.9	126.8	分红比率	30.0%	34.1%	30.0%	30.0%	30.0%
股东权益	124.8	144.1	166.9	194.1	224.3	股息收益率	2.3%	2.3%	2.2%	2.6%	2.9%

现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
2019	2020	2021E	2022E	2023E	2019	2020	2021E	2022E	2023E		
净利润	19.5	28.5	17.7	21.0	22.7	EPS(元)	1.32	1.16	1.30	1.54	1.67
加:折旧和摊销	8.0	10.2	10.0	10.0	10.1	BVPS(元)	6.40	7.18	8.06	9.14	10.30
资产减值准备	0.2	0.2	-	-	-	PE(X)	13.3	15.1	13.4	11.3	10.5
公允价值变动损失	-0.0	-0.2	-1.2	1.0	0.5	PB(X)	2.7	2.4	2.2	1.9	1.7
财务费用	-0.9	-1.2	-1.6	-1.7	-1.8	P/FCF	5.2	7.1	5.9	-3.2	1.6
投资损失	-11.2	-2.0	-1.5	-1.0	-1.0	P/S	0.6	0.5	0.4	0.4	0.3
少数股东损益	1.6	12.7	10.8	12.5	14.3	EV/EBITDA	3.8	2.5	2.6	5.6	0.8
营运资金的变动	-41.5	-3.1	38.3	-173.0	173.1	CAGR(%)	19.7%	9.1%	26.1%	19.7%	9.1%
经营活动产生现金流量	20.1	59.6	72.5	-131.1	217.9	PEG	0.7	1.6	0.5	0.6	1.1
投资活动产生现金流量	-0.8	-39.0	2.9	-1.0	-0.0	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-9.2	-25.1	-4.6	53.9	-63.6	REP					

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

张立聪声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
北京联系人	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	刘晓萱	北京区域销售副总监	18511841987	liuwx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	游倬源	北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
	侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
深圳联系人	张秀红	深圳基金组销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳基金组销售经理	18503038620	yucong@essence.com.cn
	马田田	深圳基金组销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034