

海信家电 (000921.SZ)

收入稳增，疫情致利润率短期波动

买入

核心观点

2021年收入高增但盈利承压。公司2021收入+40%至676亿元，归母净利润-38%至9.7亿元，扣非利润-39%至6.7亿元，剔除收购三电的影响后利润-29%至11.3亿元。2021Q4收入+29%至175亿元，归母净利润-92%至0.5亿元。

家电业务受原材料等负面影响较大。公司2021年家电收入40%的增长中，中央空调、家用空调、冰洗分别+38%、19%、23%，日立中央空调依然在行业高景气叠加品牌优势下实现了份额提升，而家用一方面受益出口拉动，另一方面内销市占率也实现了量价均衡贡献的平稳增长。但由于原材料成本上行压力致空调、冰洗毛利率分别下滑3.7、4.8pct至26.3%、16.7%，其中中央空调仍保持优质盈利，日立并表净利润约为12亿元，净利润率同比略下滑至13%；剔除日立和三电并表影响预计传统家用等业务亏损约为0.6亿。整体看毛利率承压的基础上，公司通过费用效率优化（销售费用率降低2.9pct，管理/研发/财务费用率略增0.7/0.3/0.3pct）降低了负面影响。

新能源业务整合推进，成本费用端提效有望显著收窄亏损。5月底海信家电对三电控股收购完成后，对三电控股在管理层、管理制度、子公司的合并、劳动效率的提升等诸多方面采取强有力的措施，重组改革稳步快速推进。2021Q2-Q4三电收入端实现了27%的恢复性高增，其中汽车配件及系统业务在美国、亚洲市场实现53%、64%的高增（中国区口径为2021全年收入，若剔除Q1收入则亚洲区增速会慢于披露口径），欧洲和日本分别增长3%、下滑2%。但受原材料和供应链影响营业利润同比下滑29%，对海信的并表亏损约为1.6亿人民币。基于重组后的提效措施三电对2022年汽车业务收入预期维持在3%的增长至1588亿日元（约83亿人民币），同时叠加成本费用端的持续优化，2022年预期亏损大幅收窄76%至-50亿日元（约2.6亿人民币）。

资产与运营质量仍保持优质。行业压力下公司应收、存货周转天数略提升3天、7天，在手现金余额同比基本持平于70亿，整体营运保持健康。另外存货、应收余额的增长主要来自于三电并表，随着海信入主后对供应链和效率的进一步整合提效，周转效率有望的到进一步增强。

风险提示：新能源业务拓展不及预期、三电整合及扭亏进度不及预期。

投资建议：考虑到空受原材料影响，同时三电受减值等一次性拖累影响，下调盈利预测，维持“买入”评级。

预计2022-2024年归母净利润14.2、18.5、22.2亿元（2022-23前值为17.4、20.9亿元），同比增速46%、30%、20%；摊薄EPS=1.04、1.36、1.63元，当前股价对应PE=11、8、7倍。维持“买入”评级。

| 盈利预测和财务指标 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 48,393 | 67,563 | 75,799 | 82,004 | 86,375 |
| (+/-%) | 29.2% | 39.6% | 12.2% | 8.2% | 5.3% |
| 净利润(百万元) | 1579 | 973 | 1420 | 1852 | 2221 |
| (+/-%) | -12.0% | -38.4% | 46.0% | 30.4% | 20.0% |
| 每股收益(元) | 1.16 | 0.71 | 1.04 | 1.36 | 1.63 |
| EBIT Margin | 5.2% | 2.9% | 3.5% | 4.2% | 4.3% |
| 净资产收益率(ROE) | 16.1% | 9.4% | 12.6% | 14.9% | 16.0% |
| 市盈率(PE) | 9.6 | 15.6 | 10.7 | 8.2 | 6.8 |
| EV/EBITDA | 12.1 | 18.4 | 18.7 | 15.7 | 15.1 |
| 市净率(PB) | 1.55 | 1.47 | 1.35 | 1.22 | 1.09 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

家用电器·白色家电

证券分析师：陈伟奇 0755-81982606
chenweiqi@guosen.com.cn
S0980520110004

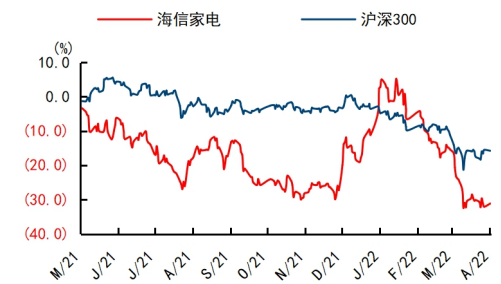
证券分析师：王兆康 0755-81983063
wangzk@guosen.com.cn
S0980520120004

联系人：邹会阳
0755-81981518
zouhuiyang@guosen.com.cn

基础数据

| | |
|------------|----------------|
| 投资评级 | 买入(维持) |
| 合理估值 | 12.00 - 14.05元 |
| 收盘价 | 11.13元 |
| 总市值/流通市值 | 15170/15159百万元 |
| 52周最高价/最低价 | 18.09/10.62元 |
| 近3个月日均成交额 | 96.10百万元 |

市场走势

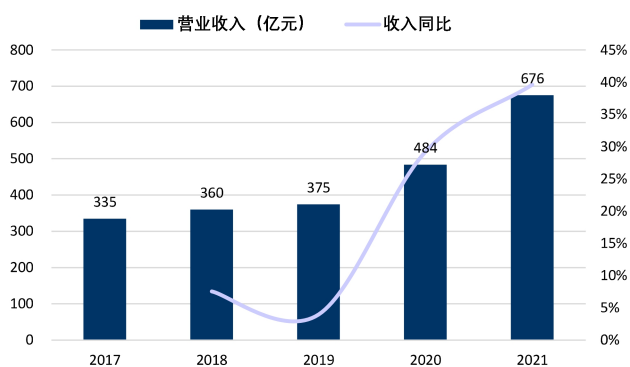


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

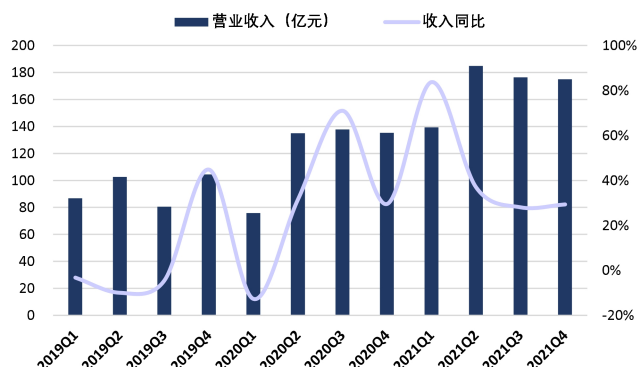
《海信家电-000921-事件快评：上调与江森日立交易上限，中央空调业务高景气》——2021-12-29
《海信家电-000921-重大事件快评：切入新能源车热管理，三电有望贡献新增长点》——2021-12-08
《海信科龙-000921-盈利能力有望持续改善》——2014-05-22

图1: 海信家电营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



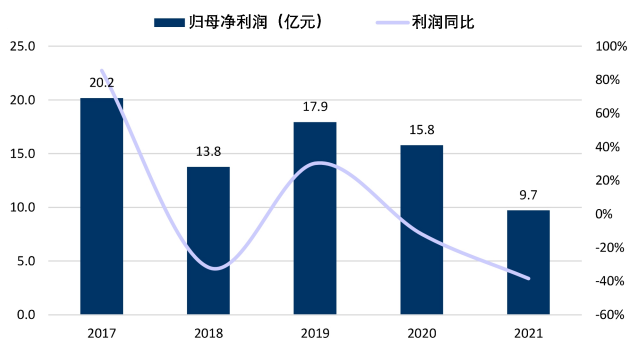
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 海信家电单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



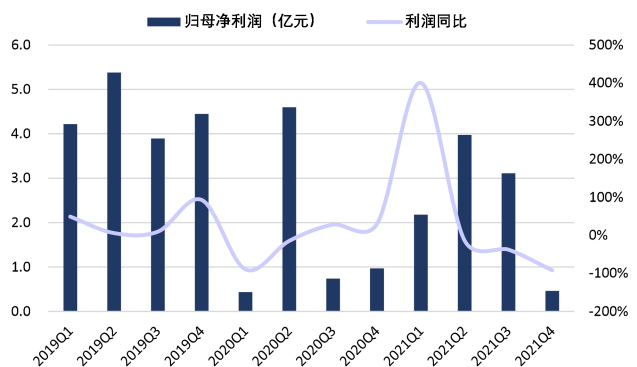
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 海信家电归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



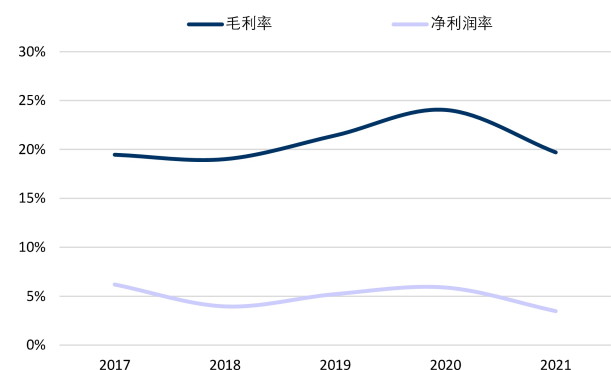
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 海信家电单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



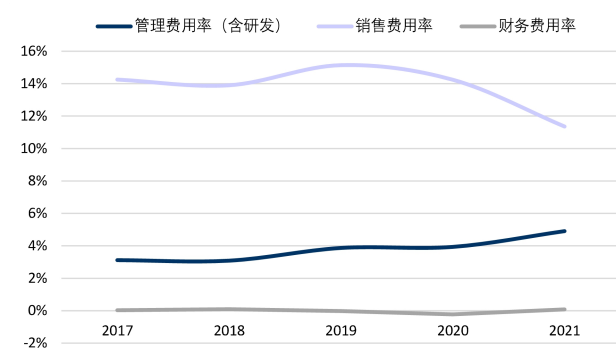
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 海信家电毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 海信家电三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

| 代码 | 公司简称 | 股价 | 总市值 | | EPS | | | | PE | | | PEG | 投资评级 |
|-----------|------|-------|-------|------|------|------|------|-----|-----|-----|-----|-------|------|
| | | | 亿元 | 20A | 21E | 22E | 23E | 20A | 21E | 22E | 23E | (21E) | |
| 000921.SZ | 海信家电 | 11.12 | 152 | 1.16 | 0.71 | 1.04 | 1.36 | 10 | 16 | 11 | 8 | 0.4 | 买入 |
| 000333.SZ | 美的集团 | 57.00 | 3,987 | 3.87 | 4.26 | 4.62 | 4.95 | 15 | 13 | 12 | 12 | 1.7 | 买入 |
| 000651.SZ | 格力电器 | 32.30 | 1,910 | 3.69 | 3.86 | 4.51 | 5.02 | 9 | 8 | 7 | 6 | 0.6 | 买入 |
| 600690.SH | 海尔智家 | 23.10 | 2,182 | 0.98 | 1.39 | 1.64 | 1.93 | 24 | 17 | 14 | 12 | 0.9 | 买入 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理；注：海信家电 2021 年为实际值

附表：财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | | | | | | 利润表 (百万元) | | | | | |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| 现金及现金等价物 | 7111 | 7023 | 7551 | 7564 | 8681 | 营业收入 | 48393 | 67563 | 75799 | 82004 | 86375 |
| 应收款项 | 7541 | 9316 | 12460 | 14603 | 16092 | 营业成本 | 36756 | 54250 | 59586 | 64269 | 67707 |
| 存货净额 | 4295 | 8437 | 8160 | 9324 | 10189 | 营业税金及附加 | 327 | 399 | 554 | 601 | 635 |
| 其他流动资产 | 8664 | 7088 | 9076 | 9575 | 10137 | 销售费用 | 6891 | 7672 | 9556 | 10347 | 10763 |
| 流动资产合计 | 30231 | 39700 | 46039 | 50579 | 55118 | 管理费用 | 619 | 1327 | 1309 | 1050 | 1038 |
| 固定资产 | 4108 | 5855 | 6343 | 6808 | 7182 | 研发费用 | 1285 | 1987 | 2146 | 2318 | 2503 |
| 无形资产及其他 | 1745 | 1644 | 1579 | 1513 | 1447 | 财务费用 | (110) | 57 | 55 | 60 | 46 |
| 投资性房地产 | 5203 | 7313 | 7313 | 7313 | 7313 | 投资收益 | 196 | 507 | 476 | 479 | 479 |
| 长期股权投资 | 524 | 1436 | 2536 | 3542 | 4596 | 资产减值及公允价值变动 | 60 | 86 | 73 | 70 | 72 |
| 资产总计 | 41812 | 55949 | 63810 | 69756 | 75656 | 其他收入 | 315 | 317 | 420 | 454 | 479 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 52 | 3030 | 1074 | 1385 | 1830 | 营业利润 | 3195 | 2781 | 3561 | 4364 | 4713 |
| 应付款项 | 18067 | 23293 | 26559 | 28466 | 30011 | 营业外净收支 | 290 | 136 | 166 | 132 | 139 |
| 其他流动负债 | 8601 | 11689 | 13284 | 14231 | 14968 | 利润总额 | 3485 | 2917 | 3727 | 4496 | 4852 |
| 流动负债合计 | 26719 | 38012 | 40917 | 44083 | 46809 | 所得税费用 | 639 | 574 | 733 | 884 | 955 |
| 长期借款及应付债券 | 0 | 32 | 2032 | 1532 | 1232 | 少数股东损益 | 1267 | 1370 | 1574 | 1760 | 1676 |
| 其他长期负债 | 686 | 2312 | 3322 | 4255 | 5196 | 归属于母公司净利润 | 1579 | 973 | 1420 | 1852 | 2221 |
| 长期负债合计 | 686 | 2345 | 5355 | 5788 | 6429 | 现金流量表 (百万元) | | | | | |
| 负债合计 | 27405 | 40357 | 46272 | 49871 | 53237 | 净利润 | 1579 | 973 | 1420 | 1852 | 2221 |
| 少数股东权益 | 4627 | 5249 | 6272 | 7416 | 8505 | 资产减值准备 | 3 | 43 | 11 | 5 | 4 |
| 股东权益 | 9779 | 10342 | 11266 | 12469 | 13913 | 折旧摊销 | 990 | 1088 | 639 | 720 | 787 |
| 负债和股东权益总计 | 41812 | 55949 | 63810 | 69756 | 75656 | 公允价值变动损失 | (60) | (86) | (73) | (70) | (72) |
| 关键财务与估值指标 | | | | | | 财务费用 | (110) | 57 | 55 | 60 | 46 |
| 每股收益 | 1.16 | 0.71 | 1.04 | 1.36 | 1.63 | 营运资本变动 | (382) | 3533 | 1027 | (16) | 312 |
| 每股红利 | 0.71 | 1.23 | 0.36 | 0.48 | 0.57 | 其它 | 827 | 594 | 1012 | 1139 | 1085 |
| 每股净资产 | 7.18 | 7.59 | 8.27 | 9.15 | 10.21 | 经营活动现金流 | 2956 | 6144 | 4037 | 3630 | 4337 |
| ROIC | 21% | 17% | 24% | 32% | 33% | 资本开支 | (902) | (2727) | (1000) | (1054) | (1027) |
| ROE | 16% | 9% | 13% | 15% | 16% | 其它投资现金流 | (501) | (5216) | (955) | (720) | (507) |
| 毛利率 | 24% | 20% | 21% | 22% | 22% | 投资活动现金流 | (557) | (8855) | (3055) | (2780) | (2587) |
| EBIT Margin | 5% | 3% | 3% | 4% | 4% | 权益性融资 | 2 | 29 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 7% | 4% | 4% | 5% | 5% | 负债净变化 | 0 | 32 | 2000 | (500) | (300) |
| 收入增长 | 29% | 40% | 12% | 8% | 5% | 支付股利、利息 | (972) | (1683) | (497) | (648) | (777) |
| 净利润增长率 | -12% | -38% | 46% | 30% | 20% | 其它融资现金流 | 532 | 5895 | (1956) | 311 | 445 |
| 资产负债率 | 77% | 82% | 82% | 82% | 82% | 融资活动现金流 | (1410) | 2623 | (453) | (837) | (633) |
| 息率 | 6.4% | 11.1% | 3.3% | 4.3% | 5.1% | 现金净变动 | 990 | (88) | 528 | 13 | 1117 |
| P/E | 9.6 | 15.6 | 10.7 | 8.2 | 6.8 | 货币资金的期初余额 | 6121 | 7111 | 7023 | 7551 | 7564 |
| P/B | 1.5 | 1.5 | 1.3 | 1.2 | 1.1 | 货币资金的期末余额 | 7111 | 7023 | 7551 | 7564 | 8681 |
| EV/EBITDA | 12.1 | 18.4 | 18.7 | 15.7 | 15.1 | 企业自由现金流 | 2662 | 3442 | 2793 | 2398 | 3067 |
| | | | | | | 权益自由现金流 | 3194 | 9369 | 2793 | 2161 | 3175 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

| 类别 | 级别 | 说明 |
|------------|----|----------------------------|
| 股票 投资评级 | 买入 | 股价表现优于市场指数 20%以上 |
| | 增持 | 股价表现优于市场指数 10%-20%之间 |
| | 中性 | 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 卖出 | 股价表现弱于市场指数 10%以上 |
| 行业 投资评级 | 超配 | 行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| | 中性 | 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 低配 | 行业指数表现弱于市场指数 10%以上 |

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032