

2022年04月12日

海信家电 (000921.SZ)

Q1 空调收入快速增长，盈利能力逐步修复

■事件：海信家电公布2022年一季报。公司2022年Q1单季度实现收入183.0亿元，YoY+31.4%；实现业绩2.7亿元，YoY+22.1%。Q1海信家电空调业务收入保持快速增长，冰洗业务收入小幅提升，单季度收入稳健增长；公司持续优化产品结构和渠道布局，积极采取措施应对原材料成本压力，盈利能力开始逐步修复。

■Q1家用空调收入增速提速，冰洗收入增速下滑：Q1海信家电家用空调收入同比增长约37%，冰洗收入同比小个位数增长。分业务来看：1)家用空调方面，公司持续完善产品矩阵，大力发展重点市场，改善销售结构，家用空调业务实现了好于行业的增长。可资参考的是，据产业在线数据，2022年1-2月，公司家用空调内、外销出货量YoY+22.2%/+29.7%，而行业内、外销出货量YoY-4.4%/+4.7%。2)冰洗方面，受去年同期高基数和海运运力紧张影响，我们判断Q1公司冰洗业务收入同比小幅增长。据产业在线数据，2022年1-2月，公司冰箱内、外销出货量YoY+0.0%/+5.5%（去年Q1为+37.1%/+81.1%）。展望后续，海信家电持续提升营销能力，发展重点市场，聚焦新兴渠道，收入规模有望实现稳步增长。

■Q1中央空调收入延续快速增长：Q1海信家电中央空调收入同比增长约30%。据产业在线数据，2022年1-2月，海信日立中央空调销售额YoY+32.4%。品质生活需求持续推动家用中央空调渗透率提升，海信日立既有日立的技术优势和品牌影响力，也有海信在国内完善的销售服务体系。我们认为，海信日立有望充分受益于家用中央空调的发展红利。

■Q1单季盈利能力逐渐改善：Q1海信家电毛销差同比+0.4pct，环比+0.2pct，其中毛利率同比-2.2pct，环比+3.1pct。公司原材料成本压力有所缓解，主要因为：1)公司在去年底采取均衡生产策略，提前进行了成品备货和原材料价格锁定；2)公司积极调整经营策略，提升生产运营效率，提高家用空调和中央空调部门的协同效应，我们判断Q1公司家用空调业务有所减亏。

■Q1经营性现金流净流出额有所扩大：海信家电Q1单季度经营性现金流净额-2.0亿元，去年Q1为-0.5亿元。公司经营性现金流状况有所下降，主要因为Q1原材料价格持续上涨和业务规模扩大，公司备货支出有所增加，Q1公司购买商品、接受劳务支付的现金YoY+48.1%。

■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。后续随着原材料价格压力缓解带动盈利能力逐步修复，公司估值有望提升。目前，公司正持续整合三电控股，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。预计公司2022年~2024年EPS0.96/1.13/1.31元，给予买入-A的投资评级，6个月目标价为13.41元，相当于2022年14倍的动态市盈率。

■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	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营收入	483.9	675.6	791.0	886.8	975.5
净利润	15.8	9.7	13.1	15.4	17.9
每股收益(元)	1.16	0.71	0.96	1.13	1.31
每股净资产(元)	7.18	7.59	8.19	8.98	9.90

盈利和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	9.4	15.3	11.4	9.7	8.3
市净率(倍)	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1
净利润率	3.3%	1.4%	1.6%	1.7%	1.8%
净资产收益率	16.1%	9.4%	11.7%	12.6%	13.2%
股息收益率	3.2%	0.0%	2.6%	3.1%	3.6%
ROIC	172.6%	-662.4%	-65.4%	-43.3%	23.3%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

白色家电

投资评级 买入-A

维持评级

6个月目标价：13.41元
股价(2022-04-11) 10.90元

交易数据

总市值(百万元)	15,126.25
流通市值(百万元)	10,021.44
总股本(百万股)	1,362.73
流通股本(百万股)	902.83
12个月价格区间	10.92/17.73元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-5.14	-18.33	-28.69
绝对收益	-9.39	-33.09	-35.66

张立聪

分析师

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

余昆

分析师

SAC 执业证书编号：S1450521070002
yukun@essence.com.cn

相关报告

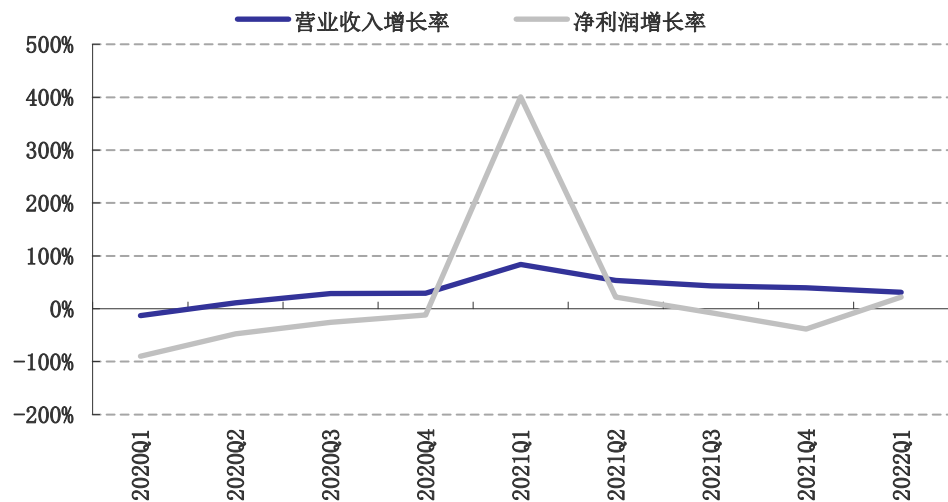
- 海信家电：Q4 单季收入快速增长，盈利能力持续承压/张立聪 2022-03-31
- 海信家电：Q3 中央空调持续高增，盈利能力短期承压/张立聪 2021-10-29
- 海信家电：外销业务延续高增，中央空调业务持续复苏/张立聪 2021-08-31
- 海信家电：中央空调业务持续复苏，Q1 业绩表现稳健/张立聪 2021-04-15
- 海信家电：外销高增长+中央空调业务复苏，Q4 经营超预期/张立聪 2021-04-05

表 1: 单季度财务指标分析

	%	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1
营业收入 YoY		45	-13	32	71	30	84	37	28	29	31
归母净利 YoY		93	-90	-15	28	30	401	-14	-38	-92	22
扣非归母净利 YoY		-19	-110	-24	97	159	-457	-13	-48	-104	39
销售毛利率		24	21	24	25	25	21	21	22	15	19
销售费用率		17	14	14	14	15	13	13	12	8	10
毛利率-销售费用率		8	6	11	10	10	8	9	9	8	8
销售净利率		5	1	6	6	8	3	5	4	2	3
ROE		5	0	5	6	6	2	4	3	0	3
扣非后 ROE		2	0	4	5	4	1	3	2	0	2
ROA		2	0	2	2	3	1	2	1	1	1
销售商品提供劳务收到的现金/收入		82	102	75	75	78	76	72	81	109	81
经营活动现金净流量/收入		-5	1	18	11	14	0	12	8	5	-1
经营活动现金净流量/经营净收益		-327	407	263	188	234	-10	307	240	2,560	-44
经营现金流净额占比		18	-9	446	-259	1,261	13	82	-204	-522	-499
投资现金流净额占比		96	88	-114	235	-924	173	47	363	1,560	1,783
筹资现金流净额占比		-14	22	-232	124	-237	-86	-29	-59	-938	-1,184

资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 1: 收入与归母净利润同比



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	2020	2021	2022E	2023E	2024E	100,000,000	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	483.9	675.6	791.0	886.8	975.5	成长性					
减:营业成本	367.6	542.5	625.4	698.7	765.8	营业收入增长率	29.2%	39.6%	17.1%	12.1%	10.0%
营业税费	3.3	4.0	4.7	5.2	5.8	营业利润增长率	55.5%	-13.0%	23.5%	17.9%	16.0%
销售费用	68.9	76.7	91.0	102.9	113.6	净利润增长率	-12.0%	-38.4%	34.2%	17.9%	16.0%
管理费用	6.2	13.3	14.2	15.5	17.2	EBITDA 增长率	49.7%	-3.2%	21.6%	14.6%	12.0%
研发费用	12.8	19.9	22.9	25.3	27.9	EBIT 增长率	59.6%	-8.0%	30.0%	19.4%	15.3%
财务费用	-1.1	0.6	-1.5	-1.3	-1.8	NOPLAT 增长率	35.9%	-9.5%	32.0%	19.4%	15.3%
资产减值损失	-0.2	-0.6	-	-	-	投资资本增长率	-123.6%	1237.2%	80.2%	-314.0%	-184.4%
加:公允价值变动收益	0.2	0.3	0.0	0.0	-0.0	净资产增长率	15.4%	8.2%	17.1%	17.8%	17.5%
投资和汇兑收益	2.0	5.1	-	-	-	利润率					
营业利润	32.0	27.8	34.4	40.5	47.0	毛利率	24.0%	19.7%	20.9%	21.2%	21.5%
加:营业外净收支	2.9	1.4	-	-	-	营业利润率	6.6%	4.1%	4.3%	4.6%	4.8%
利润总额	34.9	29.2	34.4	40.5	47.0	净利润率	3.3%	1.4%	1.6%	1.7%	1.8%
减:所得税	6.4	5.7	2.9	3.4	4.0	EBITDA/营业收入	7.7%	5.4%	5.6%	5.7%	5.8%
净利润	15.8	9.7	13.1	15.4	17.9	EBIT/营业收入	5.7%	3.7%	4.2%	4.4%	4.6%
资产负债表						运营效率					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E	固定资产周转天数	29	21	16	11	7
货币资金	71.1	70.2	146.3	88.7	265.4	流动营业资本周转天数	-39	-43	-55	-1	-8
交易性金融资产	26.2	56.3	56.3	56.3	56.3	流动资产周转天数	204	186	192	207	221
应收帐款	69.9	90.9	76.1	121.0	97.3	应收帐款周转天数	42	43	38	40	40
应收票据	5.5	2.3	41.7	106.1	56.4	存货周转天数	29	34	28	31	31
预付帐款	2.2	3.5	6.3	4.6	6.0	总资产周转天数	282	260	257	257	264
存货	43.0	84.4	37.2	114.1	51.8	投资资本周转天数	4	-13	-29	19	5
其他流动资产	84.4	89.5	82.1	85.3	85.6	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	16.1%	9.4%	11.7%	12.6%	13.2%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	6.8%	4.2%	5.5%	5.3%	5.9%
长期股权投资	5.2	14.4	14.4	14.4	14.4	ROIC	172.6%	-662.4%	-65.4%	-43.3%	23.3%
投资性房地产	0.4	2.4	2.4	2.4	2.4	费用率					
固定资产	38.8	38.8	31.3	22.7	14.1	销售费用率	14.2%	11.4%	11.5%	11.6%	11.7%
在建工程	2.3	6.7	6.3	6.0	5.7	管理费用率	1.3%	2.0%	1.8%	1.8%	1.8%
无形资产	17.5	16.4	14.2	11.9	9.6	研发费用率	2.7%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%
其他非流动资产	51.7	83.9	55.4	63.6	67.5	财务费用率	-0.2%	0.1%	-0.2%	-0.1%	-0.2%
资产总额	418.1	559.5	569.8	697.1	732.5	四费/营业收入	17.9%	16.3%	16.0%	16.1%	16.1%
短期债务	0.2	28.6	-	181.0	-	偿债能力					
应付帐款	93.0	152.0	125.7	142.4	184.2	资产负债率	65.5%	72.1%	68.0%	69.2%	65.5%
应付票据	107.8	115.1	180.2	72.1	204.4	负债权益比	190.2%	258.8%	212.2%	224.3%	190.0%
其他流动负债	66.2	84.3	69.2	72.6	74.8	流动比率	1.13	1.04	1.19	1.23	1.34
长期借款	-	0.3	-	-	-	速动比率	0.97	0.82	1.09	0.99	1.22
其他非流动负债	6.9	23.1	12.2	14.1	16.5	利息保障倍数	-25.02	44.66	-22.33	-31.23	-25.85
负债总额	274.1	403.6	387.3	482.2	479.9	分红指标					
少数股东权益	46.3	52.5	70.9	92.6	117.7	DPS(元)	0.35	-	0.29	0.34	0.39
股本	13.6	13.6	13.6	13.6	13.6	分红比率	29.9%	0.0%	30.0%	30.0%	30.0%
留存收益	83.8	88.9	98.0	108.8	121.3	股息收益率	3.2%	0.0%	2.6%	3.1%	3.6%
股东权益	144.1	155.9	182.5	214.9	252.6						

现金流量表						业绩和估值指标					
2020	2021	2022E	2023E	2024E	2020	2021	2022E	2023E	2024E		
净利润	28.5	23.4	13.1	15.4	17.9	EPS(元)	1.16	0.71	0.96	1.13	1.31
加:折旧和摊销	10.2	11.4	11.1	11.2	11.2	BVPS(元)	7.18	7.59	8.19	8.98	9.90
资产减值准备	0.2	0.6	-	-	-	PE(X)	9.4	15.3	11.4	9.7	8.3
公允价值变动损失	-0.2	-0.3	0.0	0.0	-0.0	PB(X)	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1
财务费用	-1.2	1.2	-1.5	-1.3	-1.8	P/FCF	4.5	1.8	7.7	-2.3	0.9
投资损失	-2.0	-5.1	-	-	-	P/S	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
少数股东损益	12.7	13.7	18.4	21.7	25.2	EV/EBITDA	2.5	1.6	-1.0	4.0	-2.4
营运资金的变动	-2.4	32.7	55.3	-279.8	312.1	CAGR(%)	9.2%	22.4%	17.2%	9.2%	22.4%
经营活动产生现金流量	59.6	43.1	96.4	-232.8	364.6	PEG	1.0	0.7	0.7	1.0	0.4
投资活动产生现金流量	-39.0	-44.2	13.7	-2.5	-3.3	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-25.1	14.7	-34.0	177.7	-184.6	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

本报告署名分析师声明, 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

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。

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