

海信家电 (000921)

证券研究报告

2022年04月12日

收入业绩超预期，空调业务增速亮眼

事件:公司发布2022第一季度季报,公司2022年Q1实现营业收入183.04亿元,同比+31.35%,归母净利润2.66亿元,同比+22.1%。收入与业绩增长均超预期。根据三电财报,21Q1营收约为21.8亿人民币,若假设22年Q1营收水平同比持平,则以此计算扣除三电影响后公司Q1营收增速约为16%。

空调业务整体增速亮眼,冰洗保持相对平稳

中央空调业务:根据产业在线数据,1-2月多联机行业内销售额同比增速达56.2%,海信日立多联机内销额同比增速达80%,销额份额达到23.5%,环比Q4+4.5pct,同比+3.1pct。结合三方数据我们预计公司中央空调业务Q1实现高增,市占情况同环比均提升。

白电业务:根据产业在线数据,1-2月公司空调内/外销销量分别同比+22.2%/+29.7%,同期空调行业内外销量分别同比-4.4%/4.7%。空调内外销Q1实现较快增长。公司冰箱内/外销分别同比+4.0%/-4.5%,结合疫情带来的居家因素,我们预计公司冰洗业务在Q1内外销均实现小个位数增长。

三电方面:根据年报,公司21年6月起并表三电,经计算可得三电6-12月实现营收51.14亿元,净利-1.55亿元,而根据三电披露显示,三电20年4-12月实现营收49.3亿元,实现经常性利润-8.3亿元。公司收购三电后经营情况大幅改善,亏损幅度缩小,基于此我们认为三电Q1在收入相对稳定的情况下,亏损幅度有望进一步缩小。

盈利能力同比承压,剔除三电影响有望改善

2022年Q1公司毛利率为18.53%,同比-2.2pct,净利率为3.12%,同比-0.37pct。我们预计公司盈利能力同比下降主要系并表三电所致。我们预计若剔除三电影响则公司盈利能力有所改善,来源预计主要是海信日立业务的增长以及产品结构优化带来的减亏所致。公司2022年Q1销售、管理、研发、财务费用率分别为10.47%、2.31%、2.81%、-0.2%,同比-2.61%、+1.08%、+0.09%、+0.25pct。

经营性现金流同比承压,运营周期增加

资产负债表方面:公司存货增长节奏与营收增速基本保持一致;应收票据+账款以及合同负债则略低于营收增速,主要系21年公司外销增速较快,外销相对内销回款周期更长,22年相关影响部分被内销高增速抵消所致;公司合同负债增速低于营收增速,我们认为或由于Q1以来原材料成本继续高企,公司提前采购相关原材料。**运营能力方面:**公司2022年Q1期末存货、应收账款和应付账款的周转天数分别为49.72、44.01和69.82天,同比+17.85%、+0.76%和+9.06天。**现金流量表方面:**公司2022年Q1经营活动产生的现金流量净额为-2.03亿元,同比-287.9%,公司经营性现金流同比下滑,主要系并表三电所致。

投资建议

公司中央空调及热管理二三增长曲线明确:中央空调方面一季度多联机实现高增,公司龙头地位稳固,未来若地产改善刺激需求则有望率先获益;热管理方面公司收购三电改革效果凸显,亏损大幅减少,后续有望凭借三电强产品力叠加海信成本及制造优势贡献收益。利润方面并表三电影响利润水平,但后续中央空调业务持续增长、三电扭亏、成本压力缓解等因素有望带来盈利能力持续修复。预计公司22/23/24净利润分别为14.3/16/16.9亿元(与前值一致),对应PE10.4x/9.3x/8.8x,维持增持评级。

风险提示:宏观经济尤其房地产市场波动风险;市场竞争风险;原材料价格大幅波动风险;海外业务及汇率变动风险;人力资源流失的风险。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	48,392.87	67,562.60	78,146.39	86,741.63	94,307.30
增长率(%)	29.21	39.61	15.67	11.00	8.72
EBITDA(百万元)	5,024.42	5,604.77	4,031.65	4,172.01	4,487.84
净利润(百万元)	1,578.88	972.58	1,425.79	1,595.40	1,691.79
增长率(%)	(11.97)	(38.40)	46.60	11.90	6.04
EPS(元/股)	1.16	0.71	1.05	1.17	1.24
市盈率(P/E)	9.41	15.27	10.42	9.31	8.78
市净率(P/B)	1.52	1.44	1.31	1.18	1.06
市销率(P/S)	0.31	0.22	0.19	0.17	0.16
EV/EBITDA	1.33	1.07	1.51	(0.98)	(0.33)

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	10.9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)	902.83
A股总市值(百万元)	9,844.18
流通A股市值(百万元)	9,840.87
每股净资产(元)	7.78
资产负债率(%)	71.70
一年内最高/最低(元)	17.94/10.62

作者

孙谦 分析师
SAC执业证书编号:S1110521050004
sunqiana@tfzq.com

股价走势



资料来源:聚源数据

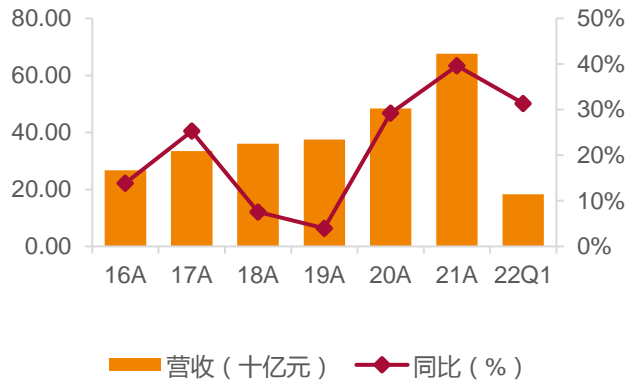
相关报告

- 《海信家电-年报点评报告:中央空调业务高速增长,三电经营状况有所改善》2022-03-31
- 《海信家电-季报点评:中央空调延续领先优势,多联机增速跑赢行业》2021-11-01
- 《海信家电-半年报点评:中央空调维持高增,营收保持较快增长》2021-09-01

事件

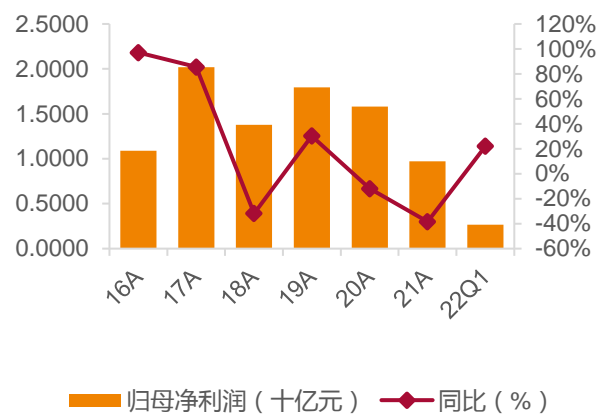
公司发布 2022 第一季度季报, 公司 2022 年 Q1 实现营业收入 183.04 亿元, 同比+31.35%, 归母净利润 2.66 亿元, 同比+22.1%。收入与业绩增长均超预期。根据三电财报, 21Q1 营收约为 21.8 亿人民币, 若假设 22 年 Q1 营收水平同比持平, 则以此计算扣除三电影响后公司 Q1 营收增速约为 16%。

图 1: 公司营收及增速



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 2: 公司归母净利润

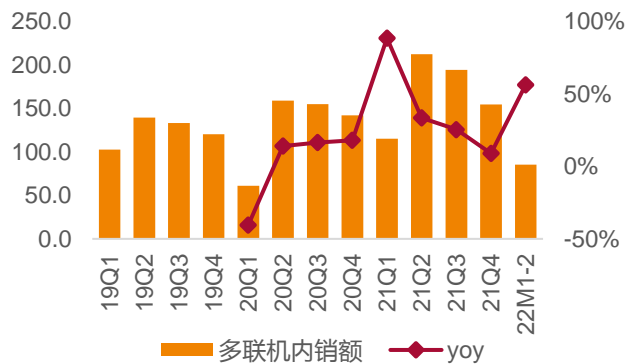


资料来源: wind, 天风证券研究所

空调业务整体增速亮眼, 冰洗保持相对平稳

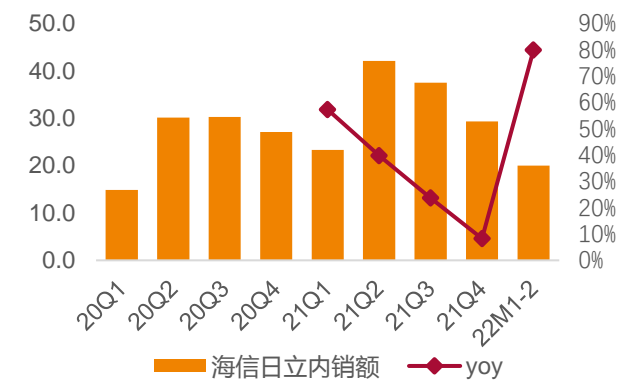
中央空调业务: 根据产业在线数据, 1-2 月多联机行业内销额同比增速达 56.2%, 海信日立多联机内销额同比增速达 80%, 销额份额达到 23.5%, 环比 Q4+4.5pct, 同比+3.1pct。根据三方数据, 我们预计公司中央空调业务 Q1 实现高增, 市占情况同环比均提升。

图 3: 分季度多联机内销额及增速 (亿元, %)



资料来源: 产业在线, 天风证券研究所

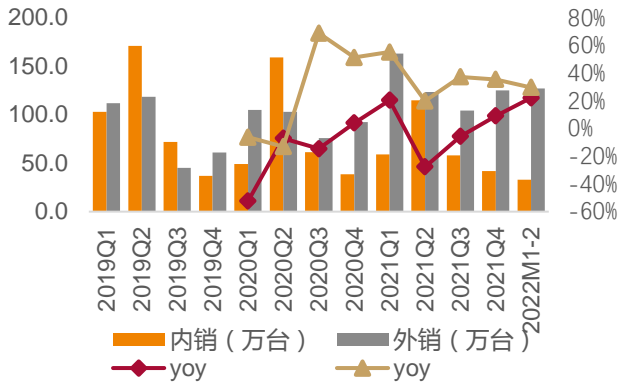
图 4: 分季度海信日立多联机内销额及增速 (亿元, %)



资料来源: 产业在线, 天风证券研究所

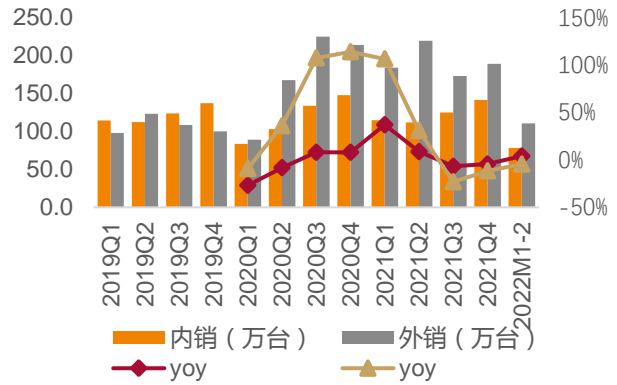
白电业务: 根据产业在线数据, 1-2 月公司空调内/外销销量分别同比+22.2%/+29.7%, 同期空调行业内外销量分别同比-4.4%/4.7%。空调内外销 Q1 实现较快速增长。公司冰箱内/外销分别同比+4.0%/-4.5%, 结合疫情带来的居家因素, 我们预计公司冰洗业务在 Q1 内外销均实现小个位数增长。

图 5：海信空调内外销销量及增速



资料来源：产业在线，天风证券研究所

图 6：海信冰箱内外销销量及增速



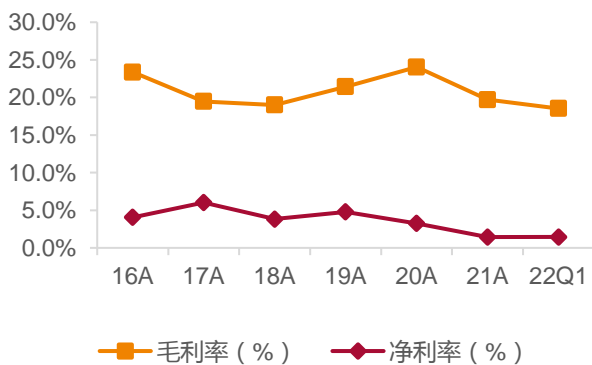
资料来源：产业在线，天风证券研究所

三电方面：根据年报，公司 21 年 6 月起并表三电，经计算可得三电 6-12 月实现营收 51.14 亿元，净利-1.55 亿元，而根据三电披露显示，三电 20 年 4-12 月实现营收 49.3 亿元，实现经常性利润-8.3 亿元。公司收购三电后经营情况大幅改善，亏损幅度缩小，基于此我们认为三电 Q1 在收入相对稳定的情况下，亏损幅度有望进一步缩小。

盈利能力同比承压，剔除三电影响有望改善

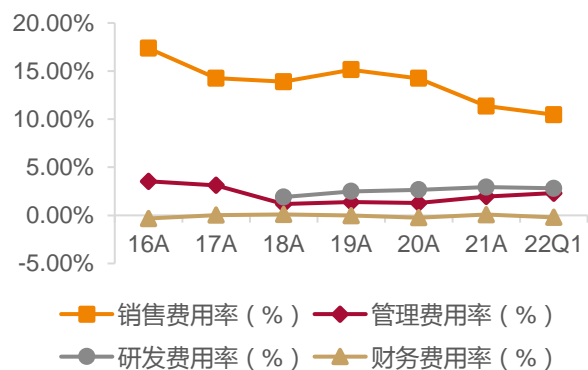
2022 年 Q1 公司毛利率为 18.53%，同比-2.2pct，净利率为 3.12%，同比-0.37pct。我们预计公司盈利能力同比下降主要系并表三电所致。我们预计若剔除三电影响则公司盈利能力有所改善，来源预计主要是海信日立业务的增长以及产品结构优化带来的减亏所致。公司 2022 年 Q1 销售、管理、研发、财务费用率分别为 10.47%、2.31%、2.81%、-0.2%，同比-2.61、+1.08、+0.09、+0.25pct。

图 7：公司毛利率及净利率



资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：公司销售/管理/研发/财务费用率情况



资料来源：wind，天风证券研究所

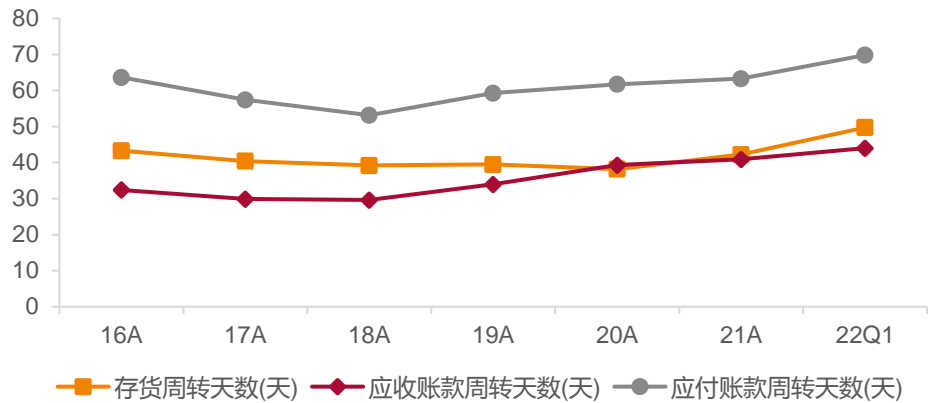
经营性现金流同比承压，运营周期增加

资产负债表方面：公司 2022 年 Q1 货币资金+交易性金融资产为 118.11 亿元，同比 22.5%，存货为 80.41 亿元，同比+32.64%，应收票据和账款合计为 93.51 亿元，同比+15.78%，合同负债 15.39 亿元，同比+14.3%。公司存货增长节奏与营收增速基本保持一致；应收票据+账款以及合同负债则略低于营收增速，主要系 21 年公司外销增速较快，外销相对内销回款周期更长，22 年相关影响部分被内销高增速抵消所致；公司合同负债增速低于营收增

速，我们认为或由于 Q1 以来原材料成本继续高企，公司提前采购相关原材料。

运营能力方面：公司 2022 年 Q1 期末存货、应收账款和应付账款的周转天数分别为 49.72、44.01 和 69.82 天，同比+17.85、+0.76 和+9.06 天，公司运营周期增加。

图 9：公司存货/应收/应付周转天数变化情况



资料来源：wind，天风证券研究所

现金流量表方面：公司 2022 年 Q1 经营活动产生的现金流量净额为-2.03 亿元，同比-287.9%，其中购买商品、接受劳务支付的现金 117.67 亿元，同比+48.1%，公司经营性现金流同比下滑，主要系并表三电所致。

投资建议

公司中央空调及热管理二三增长曲线明确：中央空调方面一季度多联机实现高增，公司龙头地位稳固，未来若地产改善刺激需求则有望率先获益；热管理方面公司收购三电改革效果凸显，亏损大幅减少，后续有望凭借三电强产品力叠加海信成本及制造优势贡献收益。利润方面并表三电影响利润水平，但后续中央空调业务持续增长、三电扭亏、成本压力缓解等因素有望带来盈利能力持续修复。预计公司 22/23/24 净利润分别为 14.3/16/16.9 亿元（与前值一致），对应 PE10.4x/9.3x/8.8x，维持增持评级。

风险提示

宏观经济尤其房地产市场波动风险；市场竞争风险；原材料价格大幅波动风险；海外业务及汇率变动风险；人力资源流失的风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	7,110.77	7,022.57	7,652.35	17,767.66	14,597.01
应收票据及应收账款	7,142.60	8,985.33	16,195.17	9,345.42	18,422.84
预付账款	224.43	346.07	400.19	376.61	463.31
存货	4,295.26	8,436.70	5,357.50	9,928.30	6,616.69
其他	11,458.36	14,898.95	9,189.83	10,063.51	11,573.98
流动资产合计	30,231.42	39,689.62	38,795.05	47,481.50	51,673.83
长期股权投资	523.75	1,436.22	1,436.22	1,436.22	1,436.22
固定资产	3,879.40	5,188.75	4,213.18	3,237.60	2,262.02
在建工程	228.89	665.96	665.96	665.96	665.96
无形资产	1,745.05	1,644.45	1,416.29	1,188.12	959.95
其他	5,203.12	7,313.34	5,339.01	6,018.05	6,209.01
非流动资产合计	11,580.21	16,248.73	13,070.65	12,545.95	11,533.16
资产总计	41,811.64	55,948.55	51,865.70	60,027.45	63,206.99
短期借款	22.03	2,858.98	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	18,067.21	23,293.24	19,504.94	27,116.76	25,757.11
其他	7,529.58	10,713.15	13,630.19	11,614.45	13,353.46
流动负债合计	25,618.81	36,865.37	33,135.13	38,731.21	39,110.58
长期借款	0.00	32.38	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	685.78	2,312.43	1,223.20	1,407.14	1,647.59
非流动负债合计	685.78	2,344.82	1,223.20	1,407.14	1,647.59
负债合计	27,405.12	40,357.30	34,358.33	40,138.35	40,758.17
少数股东权益	4,627.40	5,248.90	6,208.05	7,304.46	8,446.38
股本	1,362.73	1,362.73	1,362.73	1,362.73	1,362.73
资本公积	2,061.71	2,069.25	2,069.25	2,069.25	2,069.25
留存收益	6,317.10	6,816.81	7,814.87	9,091.46	10,501.38
其他	37.58	93.57	52.49	61.21	69.09
股东权益合计	14,406.52	15,591.25	17,507.38	19,889.10	22,448.82
负债和股东权益总计	41,811.64	55,948.55	51,865.70	60,027.45	63,206.99

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	2,846.03	2,342.80	1,425.79	1,595.40	1,691.79
折旧摊销	1,024.21	1,136.88	1,203.74	1,203.74	1,203.74
财务费用	(118.40)	120.73	(42.87)	(57.26)	11.63
投资损失	(195.66)	(507.12)	(608.37)	(437.05)	(517.51)
营运资金变动	(328.25)	4,695.84	(5,047.79)	7,002.21	(5,432.68)
其它	2,734.78	(3,475.36)	1,389.32	1,394.84	1,396.15
经营活动现金流	5,962.71	4,313.78	(1,680.18)	10,701.88	(1,646.88)
资本支出	936.27	2,113.11	1,089.23	(183.94)	(240.45)
长期投资	55.67	912.46	0.00	0.00	0.00
其他	(4,892.49)	(7,448.86)	5,039.90	110.73	(790.82)
投资活动现金流	(3,900.55)	(4,423.29)	6,129.14	(73.21)	(1,031.28)
债权融资	20.65	2,954.46	(2,939.30)	70.53	9.79
股权融资	(455.95)	63.52	(879.88)	(583.90)	(502.28)
其他	(2,077.16)	(1,543.07)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(2,512.46)	1,474.92	(3,819.18)	(513.37)	(492.50)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(450.30)	1,365.41	629.78	10,115.31	(3,170.65)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	48,392.87	67,562.60	78,146.39	86,741.63	94,307.30
营业成本	36,756.30	54,250.07	62,126.38	68,786.11	74,502.76
营业税金及附加	326.89	399.11	557.06	618.34	672.27
销售费用	6,891.39	7,672.00	8,986.84	10,018.66	10,939.65
管理费用	619.16	1,326.89	1,519.12	1,622.07	1,754.12
研发费用	1,284.85	1,986.67	2,735.12	3,209.44	3,677.98
财务费用	(109.88)	56.66	(42.87)	(57.26)	11.63
资产/信用减值损失	(39.80)	(51.65)	61.72	19.43	78.88
公允价值变动收益	20.70	34.06	19.10	24.62	25.93
投资净收益	195.66	507.12	608.37	437.05	517.51
其他	(747.88)	(1,399.21)	(281.55)	(391.38)	(193.03)
营业利润	3,195.48	2,780.90	3,235.49	3,416.76	3,564.23
营业外收入	304.25	191.50	207.33	234.36	211.06
营业外支出	14.60	55.86	33.05	34.50	41.13
利润总额	3,485.13	2,916.54	3,409.77	3,616.61	3,734.16
所得税	639.10	573.74	613.76	650.99	672.15
净利润	2,846.03	2,342.80	2,796.01	2,965.62	3,062.01
少数股东损益	1,267.15	1,370.22	1,370.22	1,370.22	1,370.22
归属于母公司净利润	1,578.88	972.58	1,425.79	1,595.40	1,691.79
每股收益(元)	1.16	0.71	1.05	1.17	1.24

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	29.21%	39.61%	15.67%	11.00%	8.72%
营业利润	55.52%	-12.97%	16.35%	5.60%	4.32%
归属于母公司净利润	-11.97%	-38.40%	46.60%	11.90%	6.04%
获利能力					
毛利率	24.05%	19.70%	20.50%	20.70%	21.00%
净利率	3.26%	1.44%	1.82%	1.84%	1.79%
ROE	16.15%	9.40%	12.62%	12.68%	12.08%
ROIC	172.57%	-662.38%	-79.32%	108.75%	-46.04%
偿债能力					
资产负债率	65.54%	72.13%	66.24%	66.87%	64.48%
净负债率	-49.00%	-25.40%	-43.25%	-88.86%	-64.51%
流动比率	1.13	1.04	1.17	1.23	1.32
速动比率	0.97	0.82	1.01	0.97	1.15
营运能力					
应收账款周转率	7.93	8.38	6.21	6.79	6.79
存货周转率	12.42	10.61	11.33	11.35	11.40
总资产周转率	1.28	1.38	1.45	1.55	1.53
每股指标(元)					
每股收益	1.16	0.71	1.05	1.17	1.24
每股经营现金流	4.38	3.17	-1.23	7.85	-1.21
每股净资产	7.18	7.59	8.29	9.23	10.28
估值比率					
市盈率	9.41	15.27	10.42	9.31	8.78
市净率	1.52	1.44	1.31	1.18	1.06
EV/EBITDA	1.33	1.07	1.51	-0.98	-0.33
EV/EBIT	1.66	1.33	2.15	-1.38	-0.45

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	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com