

2022年03月31日

海信家电 (000921.SZ)

Q4 单季收入快速增长，盈利能力持续承压

■ **事件：**海信家电公布 2021 年年报。公司 2021 年实现收入 675.6 亿元，YoY+39.6%；实现业绩 9.7 亿元，YoY-38.4%。经折算，Q4 单季度实现收入 175.0 亿元，YoY+29.3%；实现业绩 0.5 亿元，YoY-92.0%。剔除三电并表影响，Q4 单季度收入 YoY+12.7%，业绩 YoY-88.6%。我们认为，Q4 海信家电中央空调业务持续发力，家用空调和冰洗业务延续增长，单季收入增速符合预期；原材料成本压力延续，盈利能力持续承压。

■ **Q4 行业景气度较低，原主业增速放缓：**我们判断 Q4 公司原主业（家用空调和冰洗等业务）收入同比个位数增长。分内外销来看：1) 内销方面，受疫情反复及消费景气走低影响，Q4 国内大家电市场持续低迷。据产业在线数据，Q4 公司家用空调、冰箱内销出货量 YoY+9.1%/-1.0%。2) 外销方面，受海运运力紧张及去年同期高基数影响，Q4 海信家电的家用空调和冰箱外销业务收入增速回落。据产业在线数据，Q4 公司家用空调、冰箱外销出货量 YoY+35.4%/-11.6%（去年同期为+51.3%/+114.1%）。展望后续，海信家电将大力发展重点市场，聚焦新兴渠道，加大品牌推广力度，收入规模有望实现稳步增长。

■ **Q4 中央空调业务延续快速增长态势：**我们推断 Q4 公司中央空调收入同比双位数增长。据产业在线数据，Q4 海信日立多联机销售额 YoY+10.0%。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。

■ **Q4 单季盈利能力承压：**Q4 海信家电毛销差同比-2.6pct，其中毛利率同比-9.6pct。公司盈利能力有所下降，我们判断主要因为：1) Q4 大宗原材料价格处于高位，公司成本压力较大，家空业务亏损，冰洗业务盈利能力下滑；2) 公司并表毛利率相对较低的三电控股对整体毛利率有所影响。综合影响下，Q4 公司净利率 0.3%，同比-4.0pct。剔除三电并表影响，Q4 公司净利率 0.4%，同比-3.8pct。

■ **Q4 经营性现金流净额同比下降：**海信家电 Q4 单季度经营性现金流净额+8.2 亿元，YoY-55.8%。我们判断，主要由于公司原材料备货成本有所增加，Q4 公司购买商品、接受劳务支付的现金 YoY+157.7%。Q4 末公司在手现金 126.5 亿元（货币资金+交易性金融资产），YoY+30.0%，公司在手资金充裕。

■ **投资建议：**央空行业成长空间较大，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 EPS0.82/0.99/1.13 元，给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 13.15 元，相当于 2022 年 16 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	770.6	866.8	953.5
净利润	15.8	9.7	10.7	13.0	14.8
每股收益(元)	1.16	0.71	0.82	0.99	1.13
每股净资产(元)	7.18	7.59	8.10	8.79	9.58
盈利和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	9.8	15.9	13.8	11.5	10.1
市净率(倍)	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2
净利润率	3.3%	1.4%	1.5%	1.6%	1.6%
净资产收益率	16.1%	9.4%	10.1%	11.2%	11.8%
股息收益率	3.1%	0.0%	2.2%	2.6%	3.0%
ROIC	172.6%	-662.4%	-55.8%	-39.6%	20.5%

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：**13.15 元**
股价 (2022-03-30) **11.37 元**

交易数据

总市值(百万元)	14,935.47
流通市值(百万元)	9,887.36
总股本(百万股)	1,362.73
流通股本(百万股)	902.13
12 个月价格区间	10.92/18.50 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-8.93	-7.33	-26.17
绝对收益	-18.69	-24.52	-32.66

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

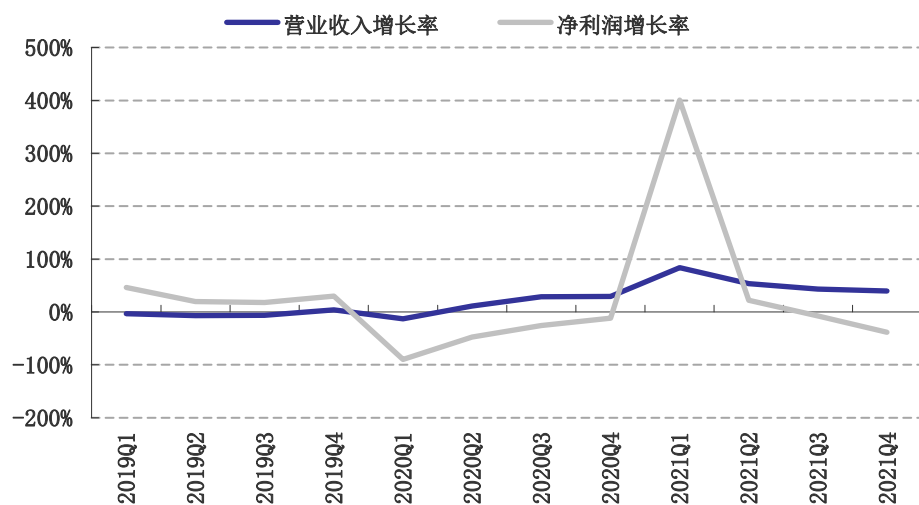
- 海信家电：Q3 央空持续高增，盈利能力短期承压/张立聪 2021-10-29
- 海信家电：外销业务延续高增，央空业务持续复苏/张立聪 2021-08-31
- 海信家电：央空业务持续复苏，Q1 业绩表现稳健/张立聪 2021-04-15
- 海信家电：外销高增长+央空业务复苏，Q4 经营超预期/张立聪 2021-04-05

表 1: 单季度财务指标分析

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

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	770.6	866.8	953.5	成长性					
减:营业成本	367.6	542.5	612.4	683.5	748.5	营业收入增长率	29.2%	39.6%	14.1%	12.5%	10.0%
营业税费	3.3	4.0	4.6	5.1	5.6	营业利润增长率	55.5%	-13.0%	6.0%	20.3%	14.5%
销售费用	68.9	76.7	90.2	104.0	116.3	净利润增长率	-12.0%	-38.4%	15.1%	20.3%	14.5%
管理费用	6.2	13.3	13.1	15.2	16.8	EBITDA 增长率	49.7%	-3.2%	8.2%	16.1%	10.5%
研发费用	12.8	19.9	22.3	24.7	27.3	EBIT 增长率	59.6%	-8.0%	10.9%	22.2%	13.7%
财务费用	-1.1	0.6	-1.4	-1.2	-1.6	NOPLAT 增长率	35.9%	-9.5%	12.6%	22.2%	13.7%
资产减值损失	-0.2	-0.6	-	-	-	投资资本增长率	-123.6%	1237.2%	72.1%	-319.3%	-183.5%
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%	14.5%	15.9%	15.7%
投资和汇兑收益	2.0	5.1	-	-	-	利润率					
营业利润	32.0	27.8	29.5	35.5	40.6	毛利率	24.0%	19.7%	20.5%	21.1%	21.5%
加:营业外净收支	2.9	1.4	-	-	-	营业利润率	6.6%	4.1%	3.8%	4.1%	4.3%
利润总额	34.9	29.2	29.5	35.5	40.6	净利润率	3.3%	1.4%	1.5%	1.6%	1.6%
减:所得税	6.4	5.7	2.5	3.0	3.4	EBITDA/营业收入	7.7%	5.4%	5.1%	5.2%	5.3%
净利润	15.8	9.7	11.2	13.5	15.4	EBIT/营业收入	5.7%	3.7%	3.6%	4.0%	4.1%
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	138.6	86.7	247.5	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	193	208	219
应收帐款	69.9	90.9	71.8	120.8	92.6	应收帐款周转天数	42	43	38	40	40
应收票据	5.5	2.3	40.5	103.9	55.0	存货周转天数	29	34	28	31	31
预付帐款	2.2	3.5	6.1	4.6	5.8	总资产周转天数	282	260	260	259	264
存货	43.0	84.4	34.7	113.4	48.8	投资资本周转天数	4	-13	-29	20	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%	10.1%	11.2%	11.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	6.8%	4.2%	4.9%	4.7%	5.3%
长期股权投资	5.2	14.4	14.4	14.4	14.4	ROIC	172.6%	-662.4%	-55.8%	-39.6%	20.5%
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%	11.7%	12.0%	12.2%
在建工程	2.3	6.7	6.3	6.0	5.7	管理费用率	1.3%	2.0%	1.7%	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	554.0	692.0	705.2	四费/营业收入	17.9%	16.3%	16.1%	16.5%	16.7%
短期债务	0.2	28.6	-	183.3	-	偿债能力					
应付帐款	93.0	152.0	120.0	142.3	176.9	资产负债率	65.5%	72.1%	67.8%	70.1%	66.0%
应付票据	107.8	115.1	174.1	72.7	197.5	负债权益比	190.2%	258.8%	210.2%	234.3%	194.5%
其他流动负债	66.2	84.3	69.2	72.6	74.8	流动比率	1.13	1.04	1.18	1.21	1.32
长期借款	-	0.3	-	-	-	速动比率	0.97	0.82	1.09	0.97	1.21
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	-19.82	-29.21	-24.52
负债总额	274.1	403.6	375.5	485.0	465.7	分红指标					
少数股东权益	46.3	52.5	68.3	87.2	109.0	DPS(元)	0.35	-	0.25	0.30	0.34
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	96.7	106.1	116.9	股息收益率	3.1%	0.0%	2.2%	2.6%	3.0%
股东权益	144.1	155.9	178.6	207.0	239.5						

现金流量表

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	11.2	13.5	15.4	EPS(元)	1.16	0.71	0.82	0.99	1.13
加:折旧和摊销	10.2	11.4	11.1	11.2	11.2	BVPS(元)	7.18	7.59	8.10	8.79	9.58
资产减值准备	0.2	0.6	-	-	-	PE(X)	9.8	15.9	13.8	11.5	10.1
公允价值变动损失	-0.2	-0.3	0.0	0.0	-0.0	PB(X)	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2
财务费用	-1.2	1.2	-1.4	-1.2	-1.6	P/FCF	4.7	1.9	11.3	-2.8	1.0
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	15.8	19.0	21.7	EV/EBITDA	2.5	1.6	-0.9	4.6	-2.4
营运资金的变动	-2.4	32.7	51.6	-272.3	303.6	CAGR(%)	4.5%	16.6%	11.4%	4.5%	16.6%
经营活动产生现金流量	59.6	43.1	88.3	-229.9	350.4	PEG	2.2	1.0	1.2	2.6	0.6
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	-33.5	180.4	-186.3	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

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。

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