

海信家电(000921.SZ/00921.HK)

经营稳健，期待业绩持续改善

核心观点：

- 公司披露 2022 年中报。22H1 公司实现营业收入 383.1 亿元 (YoY+18.15%)，归母净利润 6.2 亿元 (YoY+0.8%)，扣非归母净利润 4.3 亿元 (YoY-5.9%)。毛利率 19.3% (YoY-1.7pct)，归母净利率 1.6% (YoY-0.3pct)。22Q2 单季收入 200 亿元 (YoY+8.2%)，归母净利润 3.54 亿元 (YoY-10.9%)，扣非归母净利润 2.42 亿元 (YoY-24.7%)。毛利率 19.9% (YoY-1.2pct)，归母净利率 1.8% (YoY-0.4pct)。Q2 受地产影响，盈利能力较高的海信日立增速疲软，后续日立有望恢复双位数以上增长。Q2 销售 / 管理 / 研发 / 财务费用率分别为 10.7%/2.2%/2.8%/-0.15%，同比-1.8pct/+0.6pct/+0.3pct/-0.3pct，管理费用增加主要系并表三电所致，期待后续公司盈利能力持续提升。
- 分地区看，海外增速快于国内。22H1 公司实现内销收入 206.5 亿元 (YoY+12.3%)，毛利率 28.7% (YoY-3.3pct)；外销收入 143.2 亿元 (YoY+34.6%)，毛利率 8.5% (YoY+1.7pct)。
- 分产品看，暖通空调增长稳健，线下优于线上，均价提升明显。
 (1) 空调业务：22H1 暖通空调实现收入 189.5 亿元 (YoY+17.5%)，毛利率 24.9% (YoY-1.6pct)，其中海信日立实现收入 100.5 亿，净利率 12.8%。
 (2) 冰洗业务：22H1 冰洗业务营收 104.3 亿元 (YoY-6.3%)，毛利率 16.3% (YoY-2.7pct)。
- 盈利预测与投资建议。预计 2022-23 年归母净利润为 12.9/16.3 亿元，对应 22 年 PE13.51x。参考可比公司估值，给予 22 年 PE15x，合理价值 14.24 元/股，维持“增持”评级。按照当前 AH 溢价比例，给予 H 股 44% 折价，合理价值 9.49 港元/股 (1 港元=0.84 人民币)，维持“增持”评级。
- 风险提示。地产竣工不及预期、行业竞争加剧、原材料成本上行。
 (本文如无特殊说明，货币单位均为人民币)

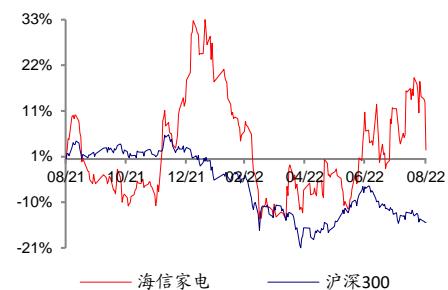
盈利预测：

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	48,393	67,563	78,432	84,136	90,292
增长率 (%)	29.2%	39.6%	16.1%	7.3%	7.3%
EBITDA (百万元)	3,925	3,469	3,933	4,497	5,185
归母净利润 (百万元)	1,579	973	1,294	1,629	1,897
增长率 (%)	-12.0%	-38.4%	33.0%	25.9%	16.5%
EPS (元/股)	1.16	0.71	0.95	1.20	1.39
市盈率 (P/E)	12.44	21.23	13.51	10.74	9.22
ROE (%)	16.1%	9.4%	11.7%	13.6%	14.6%
EV/EBITDA	3.21	4.92	2.48	2.15	1.23

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	增持-A/增持-H
当前价格	12.83 元/8.50 港元
合理价值	14.24 元/9.49 港元
前次评级	增持/增持
报告日期	2022-08-31

相对市场表现



分析师：曾婵

SAC 执证号: S0260517050002



SFC CE No. BNV293



0755-82771936



zengchan@gf.com.cn

分析师：高润鑫

SAC 执证号: S0260521040004



gaorunxin@gf.com.cn

请注意，高润鑫并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

海信家电

2022-04-12

(000921.SZ/00921.HK):Q1

空调高增长，盈利环比改善

海信家电

2022-03-31

(000921.SZ/00921.HK):日立

维持高增，期待三电扭亏

海信家电

2021-10-29

(000921.SZ/00921.HK):Q3

日立维持高增长，三电并表

拖累业绩

表 1：海信家电可比公司估值表

股票代码	公司名称	现价 (元人民币)	每股收益 (元人民币)			市盈率 (X)		
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
000333.SZ	美的集团	53.24	4.09	4.58	5.08	17.49	11.63	10.49
600690.SH	海尔智家	25.87	1.39	1.59	1.84	21.09	16.26	14.03

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

注：股价为 2022-8-31 收盘价

风险提示

(一) 地产竣工不及预期

地产下行影响公司销售，从而影响公司业绩。

(二) 行业竞争加剧

行业内竞争格局将影响公司的盈利能力，竞争格局恶化将导致盈利能力降低。

(三) 原材料成本上行

原材料价格上涨将提升制造成本，公司盈利能力会下降，从而影响公司业绩。

资产负债表						现金流量表					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	30,231	39,700	42,547	47,054	52,996	经营活动现金流	5,963	4,314	17,564	2,605	5,532
货币资金	7,111	7,023	9,344	9,410	12,683	净利润	2,846	2,343	2,310	2,908	3,387
应收及预付	7,367	9,331	9,228	9,891	10,612	折旧摊销	1,077	1,172	2,263	2,146	2,335
存货	4,295	8,437	6,770	7,176	7,667	营运资金变动	2,411	1,405	13,620	-1,787	515
其他流动资产	11,458	14,909	17,206	20,577	22,034	其它	-371	-606	-630	-662	-705
非流动资产	11,580	16,249	27,455	27,788	27,518	投资活动现金流	-3,901	-4,423	-12,791	-1,799	-1,343
长期股权投资	524	1,436	1,436	1,436	1,436	资本支出	-585	-1,104	-13,340	-2,388	-1,975
固定资产	3,879	5,189	15,953	15,842	15,547	投资变动	38	67	0	0	0
在建工程	229	666	846	1,034	809	其他	-3,354	-3,387	549	589	632
无形资产	1,745	1,644	1,906	2,163	2,413	筹资活动现金流	-2,512	1,475	-2,452	-740	-916
其他长期资产	5,203	7,313	7,313	7,313	7,313	银行借款	381	3,478	-1,859	0	0
资产总计	41,812	55,949	70,003	74,842	80,513	股权融资	31	29	0	0	0
流动负债	26,719	38,012	50,295	52,943	56,120	其他	-2,924	-2,032	-593	-740	-916
短期借款	22	2,859	1,000	1,000	1,000	现金净增加额	-448	1,262	2,321	66	3,273
应付及预收	18,067	23,293	31,448	33,357	35,645	期初现金余额	2,065	1,617	7,023	9,344	9,410
其他流动负债	8,630	11,860	17,847	18,587	19,475	期末现金余额	1,617	2,879	9,344	9,410	12,683
非流动负债	686	2,345	2,345	2,345	2,345						
长期借款	0	32	32	32	32						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	686	2,312	2,312	2,312	2,312						
负债合计	27,405	40,357	52,640	55,288	58,464						
股本	1,363	1,363	1,363	1,363	1,363						
资本公积	2,062	2,069	2,069	2,069	2,069						
留存收益	6,317	6,817	7,572	8,483	9,488						
归属母公司股东权益	9,779	10,342	11,097	12,009	13,014						
少数股东权益	4,627	5,249	6,265	7,545	9,035						
负债和股东权益	41,812	55,949	70,003	74,842	80,513						
利润表						主要财务比率					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	48,393	67,563	78,432	84,136	90,292	成长能力					
营业成本	36,756	54,250	63,311	67,103	71,686	营业收入增长	29.2%	39.6%	16.1%	7.3%	7.3%
营业税金及附加	327	399	667	715	767	营业利润增长	55.5%	-13.0%	-2.5%	29.5%	16.9%
销售费用	6,891	7,672	8,706	9,339	10,022	归母净利润增长	-12.0%	-38.4%	33.0%	25.9%	16.5%
管理费用	619	1,327	1,569	1,935	2,077	获利能力					
研发费用	1,285	1,987	2,510	2,692	2,889	毛利率	24.0%	19.7%	19.3%	20.2%	20.6%
财务费用	-110	57	-13	-57	-74	净利率	5.9%	3.5%	2.9%	3.5%	3.8%
资产减值损失	-19	-61	-10	-10	-10	ROE	16.1%	9.4%	11.7%	13.6%	14.6%
公允价值变动收益	21	34	0	0	0	ROIC	16.1%	9.7%	7.1%	9.0%	9.7%
投资净收益	196	507	549	589	632	偿债能力					
营业利润	3,195	2,781	2,712	3,513	4,108	资产负债率	65.5%	72.1%	75.2%	73.9%	72.6%
营业外收支	290	136	140	100	100	净负债比率	190.2%	258.8%	303.2%	282.7%	265.2%
利润总额	3,485	2,917	2,852	3,613	4,208	流动比率	1.13	1.04	0.85	0.89	0.94
所得税	639	574	542	705	821	速动比率	0.96	0.75	0.65	0.70	0.76
净利润	2,846	2,343	2,310	2,908	3,387	营运能力					
少数股东损益	1,267	1,370	1,016	1,280	1,490	总资产周转率	1.16	1.21	1.12	1.12	1.12
归属母公司净利润	1,579	973	1,294	1,629	1,897	应收账款周转率	7.34	7.72	9.61	10.43	10.43
EBITDA	3,925	3,469	3,933	4,497	5,185	存货周转率	11.27	8.01	11.59	11.72	11.78
EPS (元)	1.16	0.71	0.95	1.20	1.39	每股指标 (元)					
						每股收益	1.16	0.71	0.95	1.20	1.39
						每股经营现金流	4	3	13	2	4
						每股净资产	7.18	7.59	8.14	8.81	9.55
						估值比率					
						P/E	12.44	21.23	13.51	10.74	9.22
						P/B	2.01	2.00	1.58	1.46	1.34
						EV/EBITDA	3.21	4.92	2.48	2.15	1.23

广发家电行业研究小组

曾 婵：首席分析师，武汉大学经济学硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
袁 雨辰：资深分析师，上海社科院经济学硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
高 润 鑫：资深分析师，复旦大学资产评估学硕士，同济大学工学学士，2020年进入广发证券发展研究中心。
符 超 然：高级分析师，上海财经大学经济学硕士，同济大学工学学士，2021年进入广发证券发展研究中心。
陈 尧：研究员，新加坡国立大学金融工程专业硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5% ~ +5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。