

2023年08月31日

# 海信家电（000921.SZ）

## 业务多点开花，经营持续向好

**事件：**公司发布 2023 年半年报。根据公告，23H1 公司实现营业收入 429.44 亿元，同比增长 12.10%，实现归母净利润 14.98 亿元，同比增长 141.45%，实现扣非后归母净利润 12.63 亿元，同比增长 195.10%；单季度来看，23Q2 公司实现营业收入 235.13 亿元，同比增长 17.55%，实现归母净利润 8.82 亿元，同比增长 149.23%，实现扣非后归母净利润 7.42 亿元，同比增长 206.87%。

### 投资要点

◆ **业务多点开花，渠道建设持续强化。**分产品来看，23H1 空调/冰洗/其他业务实现主营业务收入分别为 211.60/115.87/59.56 亿元，同比+11.68%/+11.12%/+6.32%。各板块具体来看，1) 暖通空调板块，中央空调保持稳健增长，上半年收入同比+12.5%，净利润同比+25.5%，家空加快拓展前置市场和下沉渠道，实现份额和规模的快速增长，根据奥维云网，上半年公司家空线上/线下销额分别同比增长 66.7%/16.6%，高于行业增幅 30.7pct/9.0pct；2) 冰洗厨电板块，受益于技术创新和产品升级，冰洗厨电业务上半年均实现好增长，根据奥维云网，冰箱线上/线下零售份额分别为 15.09%/17.46%，分别提升 1.56pct/0.43pct，根据产业在线，公司洗衣机产品全球销售量同比+34.5%，实现逆势增长，公司引进欧洲厨电技术，厨电产品核心性能、工业设计等方面引领同业，23H1 规模增长 42%，其中海外规模增长翻番；3) 汽车空调压缩机及综合热管理板块，公司在稳固重点客户信心的同时大力开拓新客户，新增商权呈逐季递增态势，上半年新签订单较同期增长 106%。上半年三电公司实现主营业务收入 45.11 亿元，同比增长 3.3%。家电海外市场方面，公司持续拓宽中高端产品矩阵，上半年中央空调自有品牌收入增长 42%，热泵外销收入同比增长 106%，海外空调销售结构改善，轻型商用规模同比增长 21%；冰冷洗业务外销收入增长 7.7%，其中洗衣机上半年出口高速增长，收入同比+57.9%，厨电业务出口额同比增长 128.2%。渠道方面，公司持续加强终端零售能力建设、优化渠道结构，加速渠道发展。上半年海信空调单店效率同比提升 19%，容声冰箱单店效率同比提升 10%，新增专卖店数量近千家，规模同比提升 25%。

◆ **费率管控稳健，盈利能力同比提升。**23H1/Q2 公司毛利率为 21.53%/21.87%，同比提升 2.28pct/1.96pct，预计主要得益于产品结构优化、原材料价格下降等。费率管控较为稳健，23Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别为 10.77%/2.16%/2.84%/-1.14%，同比+0.04pct/-0.01pct/+0.07pct/-0.99pct，财务费用率改善主要源于外币评估汇兑收益增加；净利润端，23H1/23Q2 净利率为 5.79%/6.14%，同比+2.10pct/+1.55pct。23H1/Q2 经营性净现金流为 38.12/29.26 亿元，较去年同期分别增长+429.4%/+217%，主要源于公司经营及营运资金周转改善。

◆ **投资建议：**公司为全球白电龙头，业务已拓展至传统家电、中央空调和汽车热管理三大领域，受益于治理改善、产品技术升级等，公司经营持续向上，传统白电主业稳健增长，中央空调有望受益于地产改善、渗透率提升迎来放量，汽车热管理赛道空间广阔，有望打造第二增长曲线。预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 824.45/888.67/951.73 亿元，同比增长 11.2%/7.8%/7.1%，归母净利润 24.54/28.49/32.80

家电 | 白色家电III

投资评级

**增持-B(首次)**

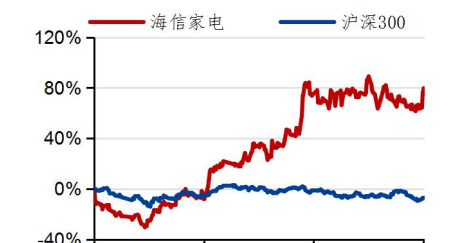
股价(2023-08-30)

25.08 元

### 交易数据

|           |             |
|-----------|-------------|
| 总市值（百万元）  | 34,814.74   |
| 流通市值（百万元） | 22,643.01   |
| 总股本（百万股）  | 1,388.15    |
| 流通股本（百万股） | 902.83      |
| 12 个月价格区间 | 26.38/10.13 |

### 一年股价表现



资料来源：聚源

|      |       |      |       |
|------|-------|------|-------|
| 升幅%  | 1M    | 3M   | 12M   |
| 相对收益 | 11.25 | 3.1  | 85.79 |
| 绝对收益 | 6.14  | 1.92 | 78.42 |

分析师

吴东炬

SAC 执业证书编号：S0910523070002

wudongju@huajinsc.cn

报告联系人

王颖

wangying5@huajinsc.cn

### 相关报告

亿元，同比增长 71.0%/16.1%/15.1%，对应 EPS 分别为 1.77/2.05/2.36 元，首次覆盖，给予“增持-B”评级。

◆ **风险提示：** 市场需求不及预期，房地产市场持续低迷，行业竞争加剧等。

#### 财务数据与估值

| 会计年度      | 2021A  | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 67,563 | 74,115 | 82,445 | 88,867 | 95,173 |
| YoY(%)    | 39.6   | 9.7    | 11.2   | 7.8    | 7.1    |
| 净利润(百万元)  | 973    | 1,435  | 2,454  | 2,849  | 3,280  |
| YoY(%)    | -38.4  | 47.5   | 71.0   | 16.1   | 15.1   |
| 毛利率(%)    | 19.7   | 20.7   | 21.3   | 22.0   | 22.3   |
| EPS(摊薄/元) | 0.70   | 1.03   | 1.77   | 2.05   | 2.36   |
| ROE(%)    | 15.0   | 18.9   | 22.3   | 20.1   | 18.3   |
| P/E(倍)    | 35.8   | 24.3   | 14.2   | 12.2   | 10.6   |
| P/B(倍)    | 3.4    | 3.0    | 2.6    | 2.2    | 1.9    |
| 净利率(%)    | 1.4    | 1.9    | 3.0    | 3.2    | 3.4    |

数据来源：聚源、华金证券研究所

## 一、盈利预测

分业务来看：

- (1) 暖通空调业务：中央空调领域，公司多联机份额领先，龙头优势显著，随产品升级有望实现稳健增长；家空领域，公司持续加强技术创新，精耕新风景气赛道、叠加渠道持续拓展，市场份额有望进一步提升。预计 2023-2025 年暖通空调业务收入增速分别为 11%、7%、6%，毛利率分别为 29%、30%、30.5%。
- (2) 冰洗业务：公司积极迎合家电家居化、智能化趋势，持续加强技术创新、产品升级，份额有望持续提升。预计 2023-2025 年冰洗业务收入增速分别为 10%、7%、5%，毛利率分别为 18.3%、19.0%、19.5%。
- (3) 其他主营业务：依托三电公司的技术优势和海信集团的资源优势，公司不断进行技术升级和客户开拓，市场竞争力持续增强，预计 2023-2025 年其他主营业务收入增速分别为 7%、5%、5%，毛利率分别为 13.3%、13.8%、14.3%。

表 1：公司业绩拆分及盈利预测

|         | 2021    | 2022    | 2023E   | 2024E   | 2025E   |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 暖通空调业务  |         |         |         |         |         |
| 收入（百万元） | 30402.5 | 34499.7 | 38294.7 | 40975.3 | 43433.9 |
| YOY%    | 30.00%  | 13.48%  | 11.00%  | 7.00%   | 6.00%   |
| 收入占比    | 45.00%  | 46.55%  | 46.45%  | 46.11%  | 45.64%  |
| 毛利率%    | 26.28%  | 27.93%  | 29.00%  | 30.00%  | 30.50%  |
| 冰洗业务    |         |         |         |         |         |
| 收入（百万元） | 23017.9 | 21207.1 | 23327.8 | 24960.7 | 26208.8 |
| YOY%    | 23.03%  | -7.87%  | 10.00%  | 7.00%   | 5.00%   |
| 收入占比    | 34.07%  | 28.61%  | 28.30%  | 28.09%  | 27.54%  |
| 毛利率%    | 16.73%  | 17.53%  | 18.30%  | 19.00%  | 19.50%  |
| 其他主营业务  |         |         |         |         |         |
| 收入（百万元） | 7341.8  | 11787.9 | 12613.1 | 13243.7 | 13905.9 |
| YOY%    | 319.67% | 60.56%  | 7.00%   | 5.00%   | 5.00%   |
| 收入占比    | 10.87%  | 15.90%  | 15.30%  | 14.90%  | 14.61%  |
| 毛利率%    | 15.52%  | 13.31%  | 13.30%  | 13.80%  | 14.30%  |
| 主营业务合计  |         |         |         |         |         |
| 收入（百万元） | 60762.2 | 67494.7 | 74235.6 | 79179.8 | 83548.5 |
| YOY%    | 38.59%  | 11.08%  | 9.99%   | 6.66%   | 5.52%   |
| 毛利率%    | 21.36%  | 22.11%  | 22.97%  | 23.82%  | 24.35%  |
| 其他业务    |         |         |         |         |         |
| 收入（百万元） | 6800.4  | 6620.4  | 8209.3  | 9687.0  | 11624.4 |
| YOY%    | 49.52%  | -2.65%  | 24.00%  | 18.00%  | 20.00%  |
| 毛利率%    | 4.88%   | 6.20%   | 6.20%   | 6.80%   | 7.30%   |
| 公司整体    |         |         |         |         |         |
| 收入（百万元） | 67562.6 | 74115.2 | 82444.9 | 88866.8 | 95172.9 |
| YOY%    | 39.61%  | 9.70%   | 11.24%  | 7.79%   | 7.10%   |
| 毛利率%    | 19.70%  | 20.69%  | 21.30%  | 21.97%  | 22.27%  |

资料来源: wind, 华金证券研究所

## 二、可比公司估值

公司为全球白电龙头，主要从事暖通空调、冰箱、冷柜、洗衣机、厨房电器、汽车空调压缩机、汽车综合热管理系统等产品的研发、制造、营销和服务业务，并提供全场景智慧家庭解决方案。为便于对比分析，我们选取业务内容相似的上市公司美的集团、格力电器、海尔智家（以上3家均以白电为主营业务）作为可比公司，进行估值对比。公司业务布局多元，现拥有传统家电、中央空调和汽车热管理三大主业，受益于治理改善，公司经营加速向上，传统家电通过差异化策略有望实现稳健增长，中央空调将得益于地产改善、渗透率提升迎来放量，汽车热管理赛道空间广阔，有望打造第二增长曲线。

表 2：可比公司估值

| 公司代码   | 公司简称 | 总市值（亿元） | 归母净利润（亿元） |        |        |        | PE    |       |       |       |
|--------|------|---------|-----------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|
|        |      |         | 2022A     | 2023E  | 2024E  | 2025E  | TTM   | 2023E | 2024E | 2025E |
| 000333 | 美的集团 | 3990.46 | 295.54    | 333.25 | 367.32 | 403.66 | 13.12 | 11.97 | 10.86 | 9.89  |
| 000651 | 格力电器 | 1977.75 | 245.07    | 272.24 | 298.83 | 326.06 | 8.04  | 7.26  | 6.62  | 6.07  |
| 600690 | 海尔智家 | 2213.24 | 147.11    | 170.27 | 195.61 | 220.80 | 14.59 | 13.00 | 11.31 | 10.02 |
|        | 平均   | -       | 229.24    | 258.59 | 287.25 | 316.84 | 11.92 | 10.75 | 9.60  | 8.66  |
| 000921 | 海信家电 | 348.15  | 14.35     | 24.54  | 28.49  | 32.80  | 15.06 | 14.19 | 12.22 | 10.62 |

资料来源: wind, 华金证券研究所（可比公司数据来自 wind 一致预期，截止日期 2023 年 8 月 30 日）

## 财务报表预测和估值数据汇总

| 资产负债表(百万元)        |             |             |             |             |             | 利润表(百万元)        |       |       |       |       |       |
|-------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 会计年度              | 2021A       | 2022A       | 2023E       | 2024E       | 2025E       | 会计年度            | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| <b>流动资产</b>       | 39700       | 36629       | 46244       | 48164       | 59266       | <b>营业收入</b>     | 67563 | 74115 | 82445 | 88867 | 95173 |
| 现金                | 7023        | 6001        | 8845        | 14807       | 19123       | 营业成本            | 54250 | 58783 | 64884 | 69345 | 73978 |
| 应收票据及应收账款         | 8985        | 7810        | 10873       | 9265        | 12302       | 营业税金及附加         | 399   | 479   | 495   | 622   | 571   |
| 预付账款              | 346         | 262         | 414         | 315         | 466         | 营业费用            | 7672  | 8071  | 8657  | 9331  | 9993  |
| 存货                | 8437        | 6553        | 9992        | 7690        | 11174       | 管理费用            | 1327  | 1821  | 1773  | 1866  | 2094  |
| 其他流动资产            | 14909       | 16003       | 16120       | 16086       | 16201       | 研发费用            | 1987  | 2289  | 2473  | 2933  | 3331  |
| <b>非流动资产</b>      | 16249       | 18746       | 19027       | 19436       | 19624       | 财务费用            | 57    | -182  | -129  | -318  | -445  |
| 长期投资              | 1436        | 1518        | 1903        | 2183        | 2492        | 资产减值损失          | -52   | -426  | -184  | -213  | -265  |
| 固定资产              | 5189        | 5318        | 5228        | 5325        | 5366        | 公允价值变动收益        | 34    | 23    | 20    | 24    | 25    |
| 无形资产              | 1644        | 1460        | 1482        | 1519        | 1352        | 投资净收益           | 507   | 513   | 584   | 450   | 514   |
| 其他非流动资产           | 7979        | 10450       | 10414       | 10409       | 10414       | <b>营业利润</b>     | 2781  | 3367  | 5117  | 5756  | 6334  |
| <b>资产总计</b>       | 55949       | 55376       | 65271       | 67600       | 78890       | 营业外收入           | 191   | 531   | 288   | 329   | 335   |
| <b>流动负债</b>       | 38012       | 36365       | 42482       | 40413       | 46832       | 营业外支出           | 56    | 75    | 43    | 47    | 55    |
| 短期借款              | 2859        | 1462        | 1462        | 1462        | 1462        | <b>利润总额</b>     | 2917  | 3824  | 5362  | 6037  | 6614  |
| 应付票据及应付账款         | 23293       | 21040       | 27894       | 24405       | 31388       | 所得税             | 574   | 755   | 900   | 1125  | 1237  |
| 其他流动负债            | 11860       | 13863       | 13125       | 14547       | 13982       | <b>税后利润</b>     | 2343  | 3069  | 4462  | 4912  | 5377  |
| <b>非流动负债</b>      | <b>2345</b> | <b>2732</b> | <b>2728</b> | <b>2724</b> | <b>2720</b> | 少数股东损益          | 1370  | 1634  | 2008  | 2063  | 2097  |
| 长期借款              | 32          | 20          | 16          | 12          | 8           | <b>归属母公司净利润</b> | 973   | 1435  | 2454  | 2849  | 3280  |
| 其他非流动负债           | 2312        | 2712        | 2712        | 2712        | 2712        | EBITDA          | 4018  | 4991  | 6048  | 6693  | 7205  |
| <b>负债合计</b>       | 40357       | 39097       | 45210       | 43137       | 49552       | <b>主要财务比率</b>   |       |       |       |       |       |
| 少数股东权益            | 5249        | 4761        | 6769        | 8832        | 10929       | 会计年度            | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 股本                | 1363        | 1363        | 1388        | 1388        | 1388        | <b>成长能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 资本公积              | 2069        | 2074        | 2074        | 2074        | 2074        | 营业收入(%)         | 39.6  | 9.7   | 11.2  | 7.8   | 7.1   |
| 留存收益              | 6817        | 7960        | 10871       | 14018       | 17380       | 营业利润(%)         | -13.0 | 21.1  | 52.0  | 12.5  | 10.0  |
| 归属母公司股东权益         | 10342       | 11518       | 13293       | 15631       | 18409       | 归属于母公司净利润(%)    | -38.4 | 47.5  | 71.0  | 16.1  | 15.1  |
| <b>负债和股东权益</b>    | 55949       | 55376       | 65271       | 67600       | 78890       | <b>获利能力</b>     |       |       |       |       |       |
| <b>现金流量表(百万元)</b> |             |             |             |             |             | 毛利率(%)          | 19.7  | 20.7  | 21.3  | 22.0  | 22.3  |
| 会计年度              | 2021A       | 2022A       | 2023E       | 2024E       | 2025E       | 净利率(%)          | 1.4   | 1.9   | 3.0   | 3.2   | 3.4   |
| <b>经营活动现金流</b>    | 4314        | 4032        | 3997        | 6998        | 5021        | ROE(%)          | 15.0  | 18.9  | 22.3  | 20.1  | 18.3  |
| 净利润               | 2343        | 3069        | 4462        | 4912        | 5377        | ROIC(%)         | 16.6  | 21.1  | 27.5  | 25.8  | 24.0  |
| 折旧摊销              | 1137        | 1257        | 819         | 921         | 1012        | <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 财务费用              | 57          | -182        | -129        | -318        | -445        | 资产负债率(%)        | 72.1  | 70.6  | 69.3  | 63.8  | 62.8  |
| 投资损失              | -507        | -513        | -584        | -450        | -514        | 流动比率            | 1.0   | 1.0   | 1.1   | 1.2   | 1.3   |
| 营运资金变动            | 1405        | -92         | -513        | 1974        | -368        | 速动比率            | 0.6   | 0.6   | 0.6   | 0.8   | 0.8   |
| 其他经营现金流           | -120        | 493         | -58         | -42         | -41         | <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |       |
| <b>投资活动现金流</b>    | -4423       | -2598       | -457        | -839        | -644        | 总资产周转率          | 1.4   | 1.3   | 1.4   | 1.3   | 1.3   |
| <b>筹资活动现金流</b>    | 1475        | -1779       | -696        | -197        | -61         | 应收账款周转率         | 8.4   | 8.8   | 8.8   | 8.8   | 8.8   |
| <b>每股指标 (元)</b>   |             |             |             |             |             | 应付账款周转率         | 2.6   | 2.7   | 2.7   | 2.7   | 2.7   |
| 每股收益(最新摊薄)        | 0.70        | 1.03        | 1.77        | 2.05        | 2.36        | <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |       |
| 每股经营现金流(最新摊薄)     | 3.11        | 2.90        | 2.88        | 5.04        | 3.62        | P/E             | 35.8  | 24.3  | 14.2  | 12.2  | 10.6  |
| 每股净资产(最新摊薄)       | 7.45        | 8.30        | 9.56        | 11.24       | 13.24       | P/B             | 3.4   | 3.0   | 2.6   | 2.2   | 1.9   |
|                   |             |             |             |             |             | EV/EBITDA       | 7.7   | 5.9   | 4.7   | 3.7   | 3.1   |

资料来源：聚源、华金证券研究所

## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 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 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 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

吴东炬声明，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

华金证券股份有限公司（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：

本报告仅供华金证券股份有限公司（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。

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、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金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。

## 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： [www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)