

海信家电 (000921.SZ)

2022 年报点评——家电与热管理经营持续向好

买入

核心观点

2022 年收入稳增，利润高增。公司 2022 年营业收入+9.7%至 741 亿元，归母净利润+48%至 14.4 亿元，扣非利润+36%至 9.1 亿元。其中 22Q4 收入-2.3%至 171 亿元，归母净利润+691%至 3.7 亿元，扣非利润扭亏至 1.3 亿元。公司 2022 年现金分红 7.2 亿元（含税），分红率 50%。

家电业务中预计空调提速、冰洗降速，但整体仍稳中有升。2022 年空调收入增长 13%，其中海信日立收入增长 9.4%至 201 亿元，份额仍保持提升，日立净利润增长 12.4%；**家用空调**参考内外销出货及内销终端监控数据，预计收入实现高双位数增长，其中内销增速预计高于外销，主要得益于公司空调业务提效以及中央空调的协同；**冰洗**或受基数较高影响，2022 收入减少 7.9%至 212 亿元；**三电**实现营业收入 91 亿元人民币，在海外地缘冲突、竞争加剧的背景下，业务持续向高端新能源领域拓展。迭代推出第五代 800V 电动压缩机获得国际大客户订单，R290 新冷媒系统获得国际车企定点，热管理系统也在国内斩获订单，三电整体收入水平已经超过 2020 财年约 82 亿元的水平。

盈利能力稳中向好。2022 年公司毛利率同比+1.0pct 至 20.7%，其中 22Q4 低基数下提升 5.9pct，毛利率季度趋势整体向上，一方面得益于原材料成本的逐步减轻，另一方面则来自于公司在品类协同和产品升级方面的持续努力。其中空调业务毛利率+1.7pct 至 27.9%，冰洗毛利率+0.8pct 至 17.5%。

费用率维稳，2022 销售/管理/研发费用率分别-0.5/+0.5/+0.2pct 至 10.9%/2.9%/3.1%（返利所属其他流动负债余额略增 1.8 亿元），财务费用转负至 1.8 亿，主要由于人民币贬值带来汇兑收益 2.1 亿元，但交易性金融资产处置负向抵消约 1.0 亿元。而受全年并表三电影响，信用减值和资产减值损失同比增长 1.6 亿、2.1 亿；同时营业外收入增长 3.2 亿元，或同样来自于三电的一次性计提费用冲回，综合看公司在全年并表三电的基础上，**经营性盈利仍实现多维度的好转，2022 年扣非归母净利润率增长 0.2pct 至 1.2%。**

资产与运营质量维持稳健。公司 2022 年经营性净现金流略降 6%至 40 亿元，主要由于备货力度仍较大，但营运效率仍保持稳健，存货、应收周转天数+4、-1 天，应收和存货余额同比降低 13%、22%。

风险提示：白电盈利能力改善不及预期、三电整合及扭亏进度不及预期。

投资建议：公司家电业务效率显著提升，热管理业务中新能源相关新品持续迭代，叠加股权激励出台进一步提振增长动力，维持“买入”评级。

考虑到股权激励费用摊销，我们调整盈利预测，预计 2023-25 年归母净利润 15.8、18.8、22.3 亿元（前值 2023-24 为 16.7、20.4 亿元），同比增速 10%、19%、19%，当前股价对应 PE=18、15、12 倍。维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	67,563	74,115	81,155	86,865	92,506
(+/-%)	39.6%	9.7%	9.5%	7.0%	6.5%
净利润(百万元)	973	1435	1583	1879	2228
(+/-%)	-38.4%	47.5%	10.3%	18.7%	18.6%
每股收益(元)	0.71	1.05	1.16	1.38	1.64
EBIT Margin	2.9%	3.6%	3.7%	3.9%	4.1%
净资产收益率 (ROE)	9.4%	12.5%	12.9%	14.2%	15.5%
市盈率 (PE)	28.5	19.3	17.5	14.7	12.4
EV/EBITDA	22.6	17.1	19.6	18.3	16.9
市净率 (PB)	2.68	2.40	2.25	2.09	1.93

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

家用电器 · 白色家电

证券分析师：陈伟奇

0755-81982606

chenweiqi@guosen.com.cn

S0980520110004

证券分析师：王兆康

0755-81983063

wangzk@guosen.com.cn

S0980520120004

证券分析师：邹会阳

0755-81981518

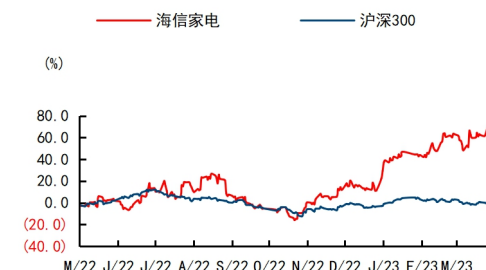
zouhuiyang@guosen.com.cn

S0980523020001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	20.32 元
总市值/流通市值	27691/27684 百万元
52 周最高价/最低价	20.47/9.90 元
近 3 个月日均成交额	193.60 百万元

市场走势

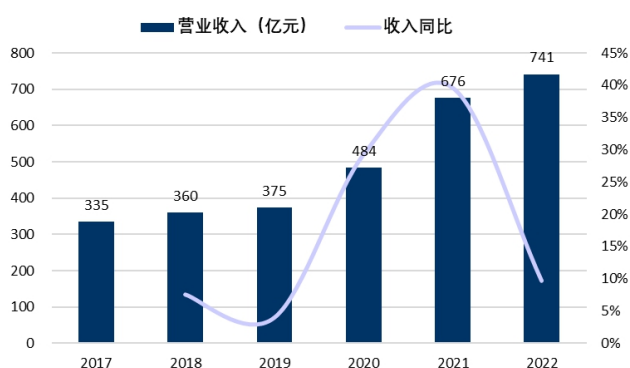


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

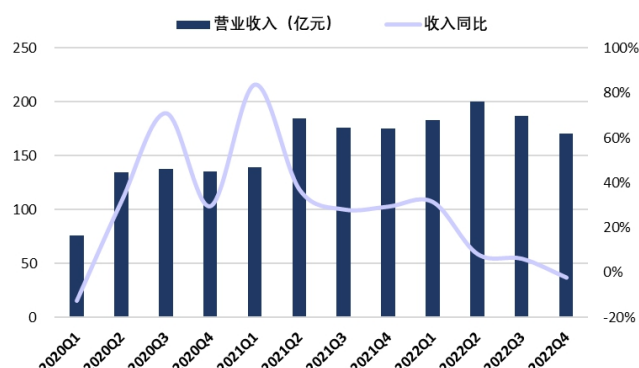
- 《海信家电 (000921.SZ) - 股权激励落地激发经营活力，助推中长期业绩稳健增长》——2023-01-04
- 《海信家电 (000921.SZ) - 2022 年中报点评：经营表现稳健，三电盈利改善》——2022-09-08
- 《海信家电 (000921) 白电切入车用热管理，双龙头顺势协同》——2022-04-22
- 《海信家电 (000921.SZ) - 收入增长延续，盈利能力环比改善》——2022-04-15
- 《海信家电 (000921.SZ) - 收入稳增，疫情致利润率短期波动》——2022-04-07

图1: 海信家电营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 海信家电单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



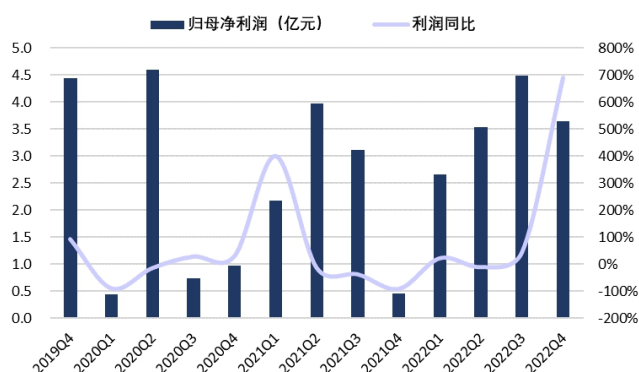
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 海信家电归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



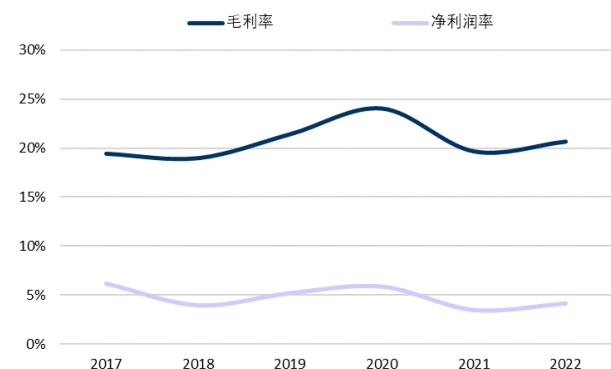
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 海信家电单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



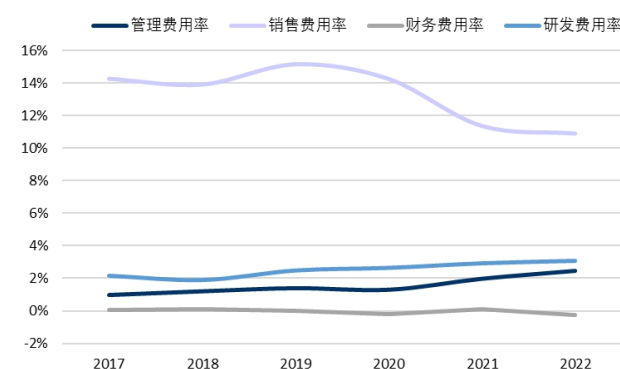
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 海信家电毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 海信家电三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

代码	公司简称	股价	总市值	EPS				PE				PEG	投资评级
			亿元	21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	(22E)	
000921.SZ	海信家电	20.32	277	0.71	1.05	1.16	1.38	29	19	18	15	1.3	买入
000333.SZ	美的集团	54.47	3,811	4.09	4.26	4.74	5.13	13	13	11	11	1.3	买入
000651.SZ	格力电器	37.23	2,097	3.90	4.63	5.12	5.47	10	8	7	7	0.9	买入
600690.SH	海尔智家	24.22	2,288	1.39	1.56	1.88	2.16	17	16	13	11	0.9	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理；注：海信家电、海尔智家 2022 年为实际值

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	7023	6001	6712	10780	12006	营业收入	67563	74115	81155	86865	92506
应收款项	9316	8132	10047	10143	11127	营业成本	54250	58783	63791	67984	72237
存货净额	8437	6553	8571	8379	9883	营业税金及附加	399	479	457	490	621
其他流动资产	7088	7198	8008	8544	9105	销售费用	7672	8071	9116	9988	10618
流动资产合计	39700	36629	42913	48096	53035	管理费用	619	1327	1647	1670	1537
固定资产	5855	5843	5628	5406	5166	研发费用	1285	1987	2463	2710	2845
无形资产及其他	1644	1460	1401	1343	1284	财务费用	57	(182)	7	14	(30)
投资性房地产	7313	9925	9925	9925	9925	投资收益	507	513	697	660	808
长期股权投资	1436	1518	1605	1689	1774	资产减值及公允价值变动	(86)	(449)	(404)	(413)	(338)
资产总计	55949	55376	61472	66458	71184	其他收入	(2206)	(2334)	(3150)	(3369)	(3683)
短期借款及交易性金融负债	3030	1607	1628	2067	1746	营业利润	2781	3367	3280	3598	4308
应付款项	23293	21040	23902	25270	26925	营业外净收支	136	457	392	405	403
其他流动负债	11689	13718	14923	15986	16970	利润总额	2917	3824	3673	4003	4711
流动负债合计	38012	36365	40453	43323	45641	所得税费用	574	755	701	765	900
长期借款及应付债券	32	20	20	20	20	少数股东损益	1370	1634	1388	1360	1582
其他长期负债	2312	2712	3234	3732	4235	归属于母公司净利润	973	1435	1583	1879	2228
长期负债合计	2345	2732	3254	3752	4255	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	40357	39097	43708	47075	49895	净利润	973	1435	1583	1879	2228
少数股东权益	5249	4761	5455	6135	6926	资产减值准备	43	214	8	(14)	(13)
股东权益	10342	11518	12310	13249	14363	折旧摊销	1088	1245	656	721	774
负债和股东权益总计	55949	55376	61472	66458	71184	公允价值变动损失	86	449	404	413	338
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	财务费用	57	(182)	7	14	(30)
每股收益	0.71	1.05	1.16	1.38	1.64	营运资本变动	3533	734	(144)	2474	81
每股红利	1.23	1.30	0.58	0.69	0.82	其它	594	1005	686	694	804
每股净资产	7.59	8.45	9.03	9.72	10.54	经营活动现金流	6316	5081	3193	6166	4212
ROIC	17%	27%	31%	41%	62%	资本开支	(2556)	(758)	(795)	(839)	(800)
ROE	9%	12%	13%	14%	16%	其它投资现金流	(5216)	(908)	(831)	(674)	(666)
毛利率	20%	21%	21%	22%	22%	投资活动现金流	(8684)	(1748)	(1712)	(1597)	(1551)
EBIT Margin	3%	4%	4%	4%	4%	权益性融资	(103)	0	0	0	0
EBITDA Margin	4%	5%	4%	5%	5%	负债净变化	32	(13)	0	0	0
收入增长	40%	10%	9%	7%	6%	支付股利、利息	(1683)	(1774)	(791)	(939)	(1114)
净利润增长率	-38%	48%	10%	19%	19%	其它融资现金流	5685	(780)	21	439	(321)
资产负债率	82%	79%	80%	80%	80%	融资活动现金流	2280	(4354)	(770)	(501)	(1435)
股息率	6.1%	6.4%	2.9%	3.4%	4.0%	现金净变动	(88)	(1021)	710	4069	1226
P/E	28.5	19.3	17.5	14.7	12.4	货币资金的期初余额	7111	7023	6001	6712	10780
P/B	2.7	2.4	2.2	2.1	1.9	货币资金的期末余额	7023	6001	6712	10780	12006
EV/EBITDA	22.6	17.1	19.6	18.3	16.9	企业自由现金流	3613	3365	2139	5077	3135
						权益自由现金流	9330	2572	2177	5537	2869

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032