

中央空调强韧性十足，治理理顺海信业绩释放

2023 年 03 月 31 日

事件回顾：

公司发布 2022 年年报，2022 年公司实现营业收入 741.15 亿元，同比+9.7%，归母净利润 14.35 亿元，同比+47.5%；其中 2022Q4 实现营业收入 170.89 亿元，同比-2.3%，归母净利润 3.65 亿元，同比+691.0%。

中央空调逆势增长，家空差异化破局：

1) 中央空调业务方面，行业受地产拖累、国内需求放缓等因素影响，内销超预期承压，据艾肯网，2022 年中央空调市场规模同比下滑 2.6%，零售市场中多联机产品占有率首次出现下滑。在行业 beta 承压的不利背景下，海信日立中央空调凭借强产品力持续抢占市场份额、逆势增长，多联机市场海信系市占率近 20%，居行业第一，中央空调业务实现营收 201.35 亿元，同比+9.4%，净利润 27.18 亿元，同比+12.37%，净利率同比+0.4pct。

2) 家空业务方面，海信内销主打“新风”抓住行业结构性机会，据 AVC，2022 年家空全渠道零售额同比仅+0.4%，而新风空调线上/线下零售额同比分别+160.8%/14.6%，海信新风空调市占率稳居行业 top2，充分享受结构性红利；全球化布局初现成果，海外需求下滑背景下海信外销出货同比强势增长，据产业在线，2022 年家空全行业外销出货量同比-3.16%，海信外销出货同比+11.5%。

三电开源节流盈利能力逐步恢复，向汽车综合热管理供应商转型逻辑通畅：

公司旗下热管理业务 2022 年实现营收约 90.55 亿元，净利润约-0.8 亿元，对应净利率-0.92%。公司超高压电动压缩机“Gen5”实际应用世界领先，技术快速迭代，产品力不断增强，推动营收增长，其中，中国及除日本外的亚洲地区实现营收 40.5 亿元，yoy+39.6%，美洲地区实现营收 10.3 亿元，yoy+26.4%，欧洲、日本地区受燃油车业务占比较高拖累，营收同比分别-5.9%、-12.3%；参考海信集团制造体系，整合供应链资源降本，利润端同比实现大幅减亏，22 年暂未实现盈亏平衡主要系新能源业务处于追赶、扩张期，相关费用投入较高所致。海信与三电协同后与全球多个客户建立合作关系，800V 60CC 产品率先取得国际大客户订单，综合热管理系统在国内市场订单落地，新能源车业务占比加速提升优化出货结构，三电利润率有望加速抬升。

投资建议：

公司推进全球化布局夯实主业，守正出奇开拓海外制热业务，三电向综合热管理供应商转型逻辑通畅，考虑地产后周期估值持续修复、治理理顺后公司盈利能力的加速释放及汽车热管理业务的高成长性。预计 23-25 年公司分别实现营业收入 816.15/876.29/956.74 亿元，同比增长 10.1%/7.4%/9.2%；分别实现归母净利润 17.82/21.86/26.25 亿元，同比增长 24.2%/22.7%/20.1%，维持“推荐”评级。

风险提示：

行业竞争加剧，三电新能源车热管理订单不及预期，地产竣工恢复情况不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	74,115	81,615	87,629	95,674
增长率 (%)	9.7	10.1	7.4	9.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,435	1,782	2,186	2,625
增长率 (%)	47.5	24.2	22.7	20.1
每股收益 (元)	1.05	1.31	1.60	1.93
PE	20	16	13	11
PB	2.5	2.3	2.1	1.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 3 月 31 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

20.95 元


分析师 汪海洋

执业证书：S0100522100003

邮箱：wanghaiyang@mszq.com

分析师 王刚

执业证书：S0100522020001

邮箱：wanggang_yjy@mszq.com

相关研究

- 1.海信家电 (000921.SZ) 事件点评：上修回购价格，彰显改革决心-2023/03/15
- 2.海信家电 (000921) 事件点评：股权激励草案落地，看好中长期业绩提升确定性-2023/01/03
- 3.海信家电 (000921.SZ) 深度报告：中央空调与三电双剑合璧，热管理集成强者争霸-2022/12/24

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	74,115	81,615	87,629	95,674
营业成本	58,783	63,385	67,728	73,792
营业税金及附加	479	528	567	619
销售费用	8,071	9,467	10,165	10,648
管理费用	1,821	2,006	1,753	1,913
研发费用	2,289	2,571	2,760	3,014
EBIT	2,799	4,127	5,214	6,275
财务费用	-182	-70	-39	-54
资产减值损失	-275	-196	-233	-279
投资收益	513	571	605	765
营业利润	3,367	4,572	5,625	6,815
营业外收支	457	177	200	180
利润总额	3,824	4,748	5,824	6,995
所得税	755	937	1,149	1,380
净利润	3,069	3,811	4,675	5,615
归属于母公司净利润	1,435	1,782	2,186	2,625
EBITDA	4,170	5,642	6,942	8,145

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	6,001	13,449	15,654	17,210
应收账款及票据	7,810	11,317	12,162	14,377
预付款项	262	283	302	329
存货	6,553	7,618	9,045	10,840
其他流动资产	16,003	13,889	14,289	14,824
流动资产合计	36,629	46,555	51,453	57,581
长期股权投资	1,518	1,804	2,106	2,489
固定资产	5,318	5,381	5,310	5,223
无形资产	1,460	1,448	1,416	1,382
非流动资产合计	18,746	19,198	19,288	19,529
资产合计	55,376	65,754	70,741	77,110
短期借款	1,462	1,462	1,462	1,462
应付账款及票据	21,040	27,785	28,390	29,315
其他流动负债	13,863	14,378	14,976	15,808
流动负债合计	36,365	43,626	44,829	46,585
长期借款	20	20	20	20
其他长期负债	2,712	2,736	2,736	2,826
非流动负债合计	2,732	2,755	2,755	2,846
负债合计	39,097	46,381	47,584	49,431
股本	1,363	1,363	1,363	1,363
少数股东权益	4,761	6,790	9,279	12,269
股东权益合计	16,279	19,373	23,157	27,679
负债和股东权益合计	55,376	65,754	70,741	77,110

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	9.70	10.12	7.37	9.18
EBIT 增长率	21.82	47.44	26.35	20.34
净利润增长率	47.54	24.18	22.66	20.10
盈利能力 (%)				
毛利率	20.69	22.34	22.71	22.87
净利率	1.94	2.18	2.49	2.74
总资产收益率 ROA	2.59	2.71	3.09	3.40
净资产收益率 ROE	12.46	14.16	15.75	17.04
偿债能力				
流动比率	1.01	1.07	1.15	1.24
速动比率	0.72	0.85	0.90	0.96
现金比率	0.17	0.31	0.35	0.37
资产负债率 (%)	70.60	70.54	67.27	64.10
经营效率				
应收账款周转天数	37.75	50.00	50.00	50.00
存货周转天数	40.69	45.00	50.00	55.00
总资产周转率	1.33	1.35	1.28	1.29
每股指标 (元)				
每股收益	1.05	1.31	1.60	1.93
每股净资产	8.45	9.23	10.18	11.31
每股经营现金流	2.96	5.57	3.07	2.78
每股股利	0.53	0.65	0.80	0.96
估值分析				
PE	20	16	13	11
PB	2.5	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	5.86	2.99	2.11	1.62
股息收益率 (%)	2.53	3.12	3.83	4.60

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	3,069	3,811	4,675	5,615
折旧和摊销	1,371	1,516	1,728	1,870
营运资金变动	-92	2,722	-1,734	-3,135
经营活动现金流	4,032	7,587	4,179	3,794
资本开支	-789	-1,505	-1,316	-1,548
投资	58	0	0	0
投资活动现金流	-2,598	767	-1,014	-1,166
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-1,372	-122	0	91
筹资活动现金流	-1,779	-907	-960	-1,073
现金净流量	-401	7,447	2,206	1,556

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026