

海信视像 (600060.SH)
黑色家电

证券研究报告/公司点评报告

2024 年 11 月 02 日

评级: 买入 (维持)

分析师: 姚玮

执业证书编号: S0740522080001

Email: yaowei@zts.com.cn

分析师: 吴嘉敏

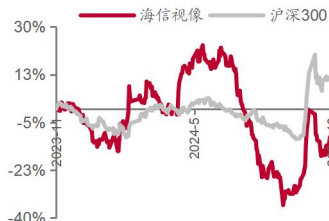
执业证书编号: S0740524060003

Email: wujm@zts.com.cn

基本状况

| | |
|-----------|-----------|
| 总股本(百万股) | 1,305.40 |
| 流通股本(百万股) | 1,295.09 |
| 市价(元) | 21.93 |
| 市值(百万元) | 28,627.45 |
| 流通市值(百万元) | 28,401.42 |

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 《【中泰家电】海信视像 24H1: 短期收入利润均承压, 长期逻辑不变》
2024-08-26
- 《【中泰家电】海信视像 24Q1: 短期利润承压, 但成长逻辑顺利延续》
2024-04-23
- 《【中泰家电】海信视像 23 年年报: 内销提价、外销提量逻辑持续兑现》
2024-03-31

公司盈利预测及估值

| 指标 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 45,738 | 53,616 | 56,293 | 61,917 | 67,884 |
| 增长率 yoy% | -2% | 17% | 5% | 10% | 10% |
| 归母净利润(百万元) | 1,679 | 2,096 | 1,871 | 2,155 | 2,490 |
| 增长率 yoy% | 48% | 25% | -11% | 15% | 16% |
| 每股收益(元) | 1.29 | 1.61 | 1.43 | 1.65 | 1.91 |
| 每股现金流量 | 3.83 | 2.24 | 1.26 | 2.63 | 1.97 |
| 净资产收益率 | 8% | 8% | 7% | 7% | 8% |
| P/E | 17.0 | 13.7 | 15.3 | 13.3 | 11.5 |
| P/B | 1.6 | 1.5 | 1.4 | 1.3 | 1.2 |

备注: 股价截止自 2024 年 11 月 02 日收盘价, 每股指标按照最新股本数全面摊薄

报告摘要

■ 公司披露 24Q3 业绩

Q3: 收入 152 亿(+6%), 归母净利润 4.8 亿(-19%), 扣非归母净利润 3.5 亿(-32%);
Q1-3: 收入 407 亿(+4%), 归母净利润 13 亿(-20%), 扣非归母净利润 9.9 亿(-27%)。

■ Q3 收入拆分: 海外放量带动 Q3 业绩回温

1) 整体收入+6%, 我们预计电视+8%, 新显示业务持平。

2) 电视: 我们预计全球+8% (量+双位数、价-低单个位数)、内销-4% (量-双位数、价+中高个位数)、外销+17% (量+20%+、价-低单个位数)。相较于 Q2、Q3 电视外销均价微跌, 但放量增长。

3) 外销 Q3 恢复高增: 我们预计销量增速与 TCL (+23%) 趋势一致, 这与降价促销+去库结束相关。分地区看,

①北美: 我们预计他们在北美的增速均达到 20-30% 的高增, 源于二者黑五促销获得大批量订单, 但渠道库存健康;

②我们预计海信欧洲+40% (TCL+接近 30%), 预计与海信欧洲杯强化欧洲渠道建设有关, 欧洲杯后 Q3 延续高增。

③日本、澳洲+20%+、其他新兴市场+10%+; 而 TCL 增长地区集中在新兴市场。

4) Q3 内销量降幅放缓。我们预计从 Q2-16%到 Q3-双位数出头, 主要是 VIDDA 子品牌的 MINILED 产品 9 月才出, 导致销量下滑。

■ Q3 利润端: 预计 Q4 毛利率持续改善

毛利率: Q3 为 14.5% (环比-1.4pct、同比-2.3pct), 主因是电视外销促销导致毛利率承压, 而内销毛利率在结构的带动下环比改善。

预计 Q4 毛利率环比显著改善。①海外: 屏价传导接近 1 个 Q, Q4 海外用 Q3 的低价屏, 我们预计 Q3 屏同比-1%; ②内销: VIDDA 9 月补足 MINILED 产品短板, 国补将带动 miniled 渗透提升, 毛利环比改善。

费用率: Q3 为 11.6% (同比-0.2%), 主要是销售和研发费率降低。

■ 盈利预测、估值及投资评级

Q3 海信收入增速步入正轨; 展望 Q4 外销由于面板成本传导、内销以旧换新结构升级, 利润率改善。

根据三季报我们调整收入和利润, 预计 24-26 年收入为 563/619/679 亿元, YOY 为 +5%/+10%/+10% (前值为 566/638/703 亿元, YOY+6%/+13%/+10%)。

归母净利润为 18.7/21.6/24.9 亿元, YOY-11%/+15%/+16% (前值为 19.4/22.9/26 亿元, YOY-7%/+18%/+13%), 对应 24/25/26 年 PE 为 15/13/11X, 维持“买入”评级。

■ 风险提示: 面板原材料价格波动风险, 外销不及预期, 汇率波动风险, 研报信息更新不及时风险。

盈利预测表

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位: 百万元 | | | | | 单位: 百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 会计年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 货币资金 | 2,271 | 3,682 | 6,375 | 9,035 | 营业收入 | 53,616 | 56,293 | 61,917 | 67,884 |
| 应收票据 | 5,053 | 5,541 | 6,041 | 6,568 | 营业成本 | 44,534 | 47,736 | 52,381 | 57,294 |
| 应收账款 | 4,622 | 4,411 | 4,369 | 4,592 | 税金及附加 | 258 | 270 | 297 | 325 |
| 预付账款 | 81 | 103 | 103 | 114 | 销售费用 | 3,607 | 3,378 | 3,715 | 4,073 |
| 存货 | 5,831 | 5,938 | 6,414 | 7,215 | 管理费用 | 934 | 957 | 991 | 1,018 |
| 合同资产 | 3 | 3 | 2 | 3 | 研发费用 | 2,379 | 2,308 | 2,539 | 2,783 |
| 其他流动资产 | 17,597 | 17,901 | 18,350 | 18,954 | 财务费用 | -12 | 18 | -20 | -82 |
| 流动资产合计 | 35,456 | 37,577 | 41,653 | 46,477 | 信用减值损失 | -22 | -33 | -33 | -33 |
| 其他长期投资 | 710 | 703 | 717 | 710 | 资产减值损失 | -107 | -20 | -20 | -20 |
| 长期股权投资 | 783 | 961 | 1,159 | 968 | 公允价值变动收益 | 78 | 60 | 60 | 60 |
| 固定资产 | 4,464 | 3,858 | 3,450 | 3,194 | 投资收益 | 514 | 600 | 600 | 600 |
| 在建工程 | 332 | 432 | 432 | 332 | 其他收益 | 385 | 300 | 300 | 300 |
| 无形资产 | 1,058 | 1,065 | 1,128 | 1,250 | 营业利润 | 2,764 | 2,551 | 2,939 | 3,397 |
| 其他非流动资产 | 2,304 | 2,063 | 2,125 | 2,192 | 营业外收入 | 55 | 61 | 61 | 61 |
| 非流动资产合计 | 9,651 | 9,083 | 9,011 | 8,645 | 营业外支出 | 37 | 54 | 54 | 54 |
| 资产合计 | 45,107 | 46,659 | 50,663 | 55,123 | 利润总额 | 2,782 | 2,558 | 2,946 | 3,404 |
| 短期借款 | 703 | 806 | 636 | 700 | 所得税 | 232 | 282 | 324 | 375 |
| 应付票据 | 4,860 | 4,788 | 5,555 | 6,025 | 净利润 | 2,550 | 2,276 | 2,622 | 3,029 |
| 应付账款 | 7,122 | 7,206 | 8,041 | 8,869 | 少数股东损益 | 454 | 405 | 467 | 539 |
| 预收款项 | 2 | 3 | 3 | 3 | 归属母公司净利润 | 2,096 | 1,871 | 2,155 | 2,490 |
| 合同负债 | 395 | 495 | 567 | 573 | NOPLAT | 2,539 | 2,293 | 2,604 | 2,956 |
| 其他应付款 | 3,070 | 3,070 | 3,070 | 3,070 | EPS (摊薄) | 1.61 | 1.43 | 1.65 | 1.91 |
| 一年内到期的非流动负债 | 449 | 360 | 297 | 369 | | | | | |
| 其他流动负债 | 1,781 | 1,249 | 1,449 | 1,679 | 主要财务比率 | | | | |
| 流动负债合计 | 18,382 | 17,977 | 19,616 | 21,287 | 会计年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 长期借款 | 638 | 638 | 638 | 638 | 成长能力 | | | | |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业收入增长率 | 17.2% | 5.0% | 10.0% | 9.6% |
| 其他非流动负债 | 855 | 784 | 788 | 809 | EBIT 增长率 | 20.4% | -7.0% | 13.6% | 13.5% |
| 非流动负债合计 | 1,493 | 1,422 | 1,426 | 1,447 | 归母公司净利润增长率 | 24.8% | -10.7% | 15.2% | 15.5% |
| 负债合计 | 19,874 | 19,399 | 21,042 | 22,734 | 获利能力 | | | | |
| 归属母公司所有者权益 | 18,895 | 20,517 | 22,411 | 24,640 | 毛利率 | 16.9% | 15.2% | 15.4% | 15.6% |
| 少数股东权益 | 6,338 | 6,743 | 7,210 | 7,749 | 净利率 | 4.8% | 4.0% | 4.2% | 4.5% |
| 所有者权益合计 | 25,232 | 27,260 | 29,621 | 32,389 | ROE | 8.3% | 6.9% | 7.3% | 7.7% |
| 负债和股东权益 | 45,107 | 46,659 | 50,663 | 55,123 | ROIC | 23.7% | 18.8% | 18.8% | 17.8% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| 现金流量表 | 单位: 百万元 | | | | 资产负债率 | 44.1% | 41.6% | 41.5% | 41.2% |
| 会计年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 债务权益比 | 10.5% | 9.5% | 8.0% | 7.8% |
| 经营活动现金流 | 2,928 | 1,650 | 3,433 | 2,575 | 流动比率 | 1.9 | 2.1 | 2.1 | 2.2 |
| 现金收益 | 3,356 | 3,427 | 3,604 | 3,865 | 速动比率 | 1.6 | 1.8 | 1.8 | 1.8 |
| 存货影响 | -1,642 | -107 | -476 | -801 | 营运能力 | | | | |
| 经营性应收影响 | -1,511 | -279 | -438 | -740 | 总资产周转率 | 1.2 | 1.2 | 1.2 | 1.2 |
| 经营性应付影响 | 1,787 | 12 | 1,602 | 1,298 | 应收账款周转天数 | 27 | 29 | 26 | 24 |
| 其他影响 | 938 | -1,403 | -859 | -1,047 | 应付账款周转天数 | 51 | 54 | 52 | 53 |
| 投资活动现金流 | -2,797 | 97 | -269 | 108 | 存货周转天数 | 41 | 44 | 42 | 43 |
| 资本支出 | -4,525 | -634 | -656 | -684 | 每股指标 (元) | | | | |
| 股权投资 | 951 | -178 | -198 | 191 | 每股收益 | 1.61 | 1.43 | 1.65 | 1.91 |
| 其他长期资产变化 | 777 | 909 | 585 | 601 | 每股经营现金流 | 2.24 | 1.26 | 2.63 | 1.97 |
| 融资活动现金流 | -49 | -336 | -471 | -23 | 每股净资产 | 14.47 | 15.72 | 17.17 | 18.88 |
| 借款增加 | 1,265 | 14 | -233 | 136 | 估值比率 | | | | |
| 股利及利息支付 | -1,139 | -432 | -440 | -522 | P/E | 14 | 15 | 13 | 11 |
| 股东融资 | 56 | 0 | 0 | 0 | P/B | 2 | 1 | 1 | 1 |
| 其他影响 | -231 | 82 | 202 | 363 | EV/EBITDA | 210 | 203 | 192 | 178 |

来源: WIND, 中泰证券研究所

投资评级说明

| | 评级 | 说明 |
|--|----|------------------------------------|
| 股票评级 | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上 |
| | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间 |
| | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上 |
| 行业评级 | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上 |
| 备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。 | | |

重要声明

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。