

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

海尔智家(600690)

投资评级 买入

上次评级 买入

罗岸阳 家电行业首席分析师

执业编号: S1500520070002

联系电话: 13656717902

尹圣迪 家电行业研究助理

联系电话: 18800112133

邮箱: yinshengdi@cindasc.com

相关研究

《股权激励高目标展现长期发展信心》

《海尔智家(600690.SH)深度报告: 桃
实千年非易待, 三翼鸟乘风会有时》

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

海尔智家: 业绩稳健增长, 海外表现优异

2023年8月31日

事件: 23H1 公司实现营业收入 1316.27 亿元, 同比+8.21%, 实现归母净利润 89.64 亿元, 同比+12.62%。

➤ **Q2 收入稳健, 空调业务增长亮眼。Q2 公司实现营业收入 665.60 亿元, 同比+8.04%。**

分地区来看, 23H1 中国智慧家庭业务实现收入 703.53 亿元, 同比+8.6%。其中冰箱冷柜产业实现收入 222.45 亿元, 同比增长 2.3%; 厨电业务实现收入 21.38 亿元, 同比+7.5%。全屋衣物解决方案实现收入 153.45 亿元, 同比+3.8%; 空调解决方案业务实现收入 231.47 亿元, 同比+18.9%, 家用空调 H1 国内收入增长 25%; 全屋用水解决方案实现收入 74.48 亿元, 同比增长 10.2%。

23H1 海外业务实现收入 669.17 亿元, 同比+8.8%, 其中北美、欧洲、澳新、南亚、东南亚、日本市场分别实现营业收入 391.33/132.78/29.5/59.55/31.07/19.47 亿元, 分别同比 +4.5%、+29.6%、-15.55%、+23.5%、+6.3%、+6.0%。

在品牌方面, 上半年卡萨帝发布品牌升级计划, 强化套系化产品竞争力, 上半年套系化产品收入占比提升 6pct, 线上渠道卡萨帝品牌份额同比提升 1.4pct 至 14.2%。

➤ **盈利能力改善, 海外加息拖累财务费用。**H1 公司实现毛利率 30.44%, 同比+0.25pct, Q2 实现毛利率 32.15%, 同比+0.34pct。国内市场毛利率提升主要受益于大宗原材料降价、采购与研发数字化变革、提升产业链自制比例等举措, 海外市场尽管进行了产品结构优化和产能利用率的提升, 但行业竞争加剧和高成本库存的影响下, 毛利率同比有所回落。

从费用率来看, Q2 公司销售、管理、研发、财务费用率分别同比-00.03/-0.05/+0.00/+0.23pct, 财务费用率的增加主要原因系海外受加息影响利息支出增加, 抵消了公司通过提升资金管理效率增加的利息收入。

受益于毛利率改善, Q2 公司实现归母净利润 49.93 亿元, 同比+12.65%, 实现归母净利润率 7.50%, 同比+0.31pct。

➤ **账面现金充足, 经营性现金流净额同比增长。**

1) 公司 23H1 期末货币资金+交易性金融资产合计 563.76 亿元, 较 22 年期末+3.14%; 23H1 期末应收票据及应收账款合计 322.38 亿元, 较 22 年期末+26.45%, 主要系本期海外应收账款保理业务减少所致; 23H1 期末公司存货合计 390.27 万元, 较 22 年期末-6.06%; 23H1 期末公司合同负债合计 62.51 万元, 较 22 年期末-33.00%。

2) 现金流方面, 公司 23Q2 经营性现金流净额为 54.36 亿元, 同比+13.02%, 主要系销售商品、提供劳务收到的现金增加。

3) 周转方面, 公司 23H1 期末存货/应收账款/应付账款周转天数较 22

年期末分别-8.40、+3.17、-3.13 天，整体周转效率有所提升。

- 盈利预测与投资评级：我们预计公司 23-25 年收入为 2644.40/2879.33/3094.95 亿元，同比+8.6%/8.9%/7.5%；归母净利润 169.54/198.52/224.97 亿元，同比+15.2%/+16.97%/13.3%，对应 PE 为 13.09/11.18/9.86 倍，维持“买入”评级。
- 风险因素：原材料成本大幅上升，海外市场开拓不及预期、高端市场需求不及预期、套系化/场景化产品教育推广不及预期、汇率大幅度波动、出口需求不足等

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	227,106	243,514	264,440	287,933	309,495
增长率 YoY %	8.3%	7.2%	8.6%	8.9%	7.5%
归属母公司净利润 (百万元)	13,079	14,711	16,954	19,852	22,497
增长率 YoY%	47.2%	12.5%	15.2%	17.1%	13.3%
毛利率%	31.3%	31.3%	31.9%	32.2%	32.5%
净资产收益率ROE%	16.4%	15.7%	16.1%	16.5%	16.4%
EPS(摊薄)(元)	1.41	1.58	1.80	2.10	2.38
市盈率 P/E(倍)	21.20	15.48	13.09	11.18	9.86
市净率 P/B(倍)	3.51	2.47	2.10	1.85	1.62

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 8 月 31 日收盘价

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	123,912	130,383	138,359	157,641	176,312	营业总收入	227,106	243,514	264,440	287,933	309,495
货币资金	46,097	54,139	57,458	68,611	81,906	营业成本	155,950	167,223	180,185	195,149	208,890
应收票据	13,355	9,580	11,592	12,909	13,489	营业税金及附加	809	813	903	976	1,051
应收账款	14,625	15,914	20,286	20,407	22,252	销售费用	36,584	38,598	40,988	45,062	48,281
预付账款	864	1,121	1,092	1,208	1,302	管理费用	10,472	10,837	11,900	12,669	13,308
存货	39,914	41,543	39,493	45,871	48,461	研发费用	8,364	9,499	10,075	11,661	12,380
其他	9,057	8,086	8,438	8,636	8,901	财务费用	685	-246	546	588	414
非流动资产	93,829	105,460	116,519	122,930	129,313	减值损失合计	-1,419	-1,500	-1,491	-1,190	-1,092
长期股权投资	23,201	24,528	26,528	27,942	29,471	投资净收益	2,405	1,833	2,380	2,879	3,095
固定资产(合计)	22,308	27,158	30,709	34,623	37,851	其他	668	723	1,084	1,271	1,047
无形资产	9,550	10,506	10,708	11,038	11,423	营业利润	15,898	17,844	21,816	24,790	28,220
其他	38,770	43,268	48,575	49,327	50,568	营业外收支	40	-54	0	0	0
资产总计	217,741	235,842	254,878	280,571	305,625	利润总额	15,938	17,790	21,816	24,790	28,220
流动负债	124,887	118,632	124,864	135,443	142,921	所得税	2,705	3,058	4,145	4,477	5,144
短期借款	11,226	9,643	12,643	10,643	11,143	净利润	13,232	14,732	17,671	20,313	23,076
应付票据	25,023	25,091	27,480	29,860	31,824	少数股东损益	153	21	717	461	580
应付账款	42,363	41,884	40,480	47,049	49,544	归属母公司净利润	13,079	14,711	16,954	19,852	22,497
其他	46,274	42,014	44,261	47,891	50,410	EBITDA	19,372	22,083	26,532	28,975	32,564
非流动负债	11,580	22,496	22,496	22,496	22,496	EPS(当年)(元)	1.41	1.58	1.80	2.10	2.38
长期借款	3,039	13,591	13,591	13,591	13,591						
其他	8,541	8,905	8,905	8,905	8,905						
负债合计	136,467	141,129	147,360	157,939	165,417						
少数股东权益	1,290	1,291	2,008	2,469	3,048						
归属母公司股东权益	79,985	93,423	105,510	120,162	137,159						
负债和股东权益	217,741	235,842	254,878	280,571	305,625						

现金流量表						单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	23,235	20,154	22,690	30,655	30,642	经营活动现金流	23,235	20,154	22,690	30,655	30,642
净利润	13,232	14,732	17,671	20,313	23,076	净利润	13,232	14,732	17,671	20,313	23,076
折旧摊销	5,063	6,046	6,142	6,558	6,980	折旧摊销	5,063	6,046	6,142	6,558	6,980
财务费用	1,290	612	1,118	1,143	1,105	财务费用	1,290	612	1,118	1,143	1,105
投资损失	-2,405	-1,833	-2,380	-2,879	-3,095	投资损失	-2,405	-1,833	-2,380	-2,879	-3,095
营运资金变动	4,128	-1,582	-1,326	4,451	1,602	营运资金变动	4,128	-1,582	-1,326	4,451	1,602
其它	1,927	2,177	1,465	1,070	974	其它	1,927	2,177	1,465	1,070	974
投资活动现金流	-8,063	-8,920	-16,386	-11,160	-11,242	投资活动现金流	-8,063	-8,920	-16,386	-11,160	-11,242
资本支出	-7,083	-7,976	-14,417	-11,775	-11,959	资本支出	-7,083	-7,976	-14,417	-11,775	-11,959
长期投资	-1,465	-1,413	-4,099	-2,214	-2,328	长期投资	-1,465	-1,413	-4,099	-2,214	-2,328
其他	485	468	2,130	2,829	3,045	其他	485	468	2,130	2,829	3,045
筹资活动现金流	-15,660	-3,822	-2,984	-8,343	-6,105	筹资活动现金流	-15,660	-3,822	-2,984	-8,343	-6,105
吸收投资	42	987	133	0	0	吸收投资	42	987	133	0	0
借款	12,052	18,359	3,000	-2,000	500	借款	12,052	18,359	3,000	-2,000	500
支付利息或股息	-4,036	-5,135	-6,118	-6,343	-6,605	支付利息或股息	-4,036	-5,135	-6,118	-6,343	-6,605
现金流净增加额	-593	8,171	3,319	11,153	13,295	现金流净增加额	-593	8,171	3,319	11,153	13,295

重要财务指标						单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	227,106	243,514	264,440	287,933	309,495	营业总收入	227,106	243,514	264,440	287,933	309,495
同比(%)	8.3%	7.2%	8.6%	8.9%	7.5%	同比(%)	8.3%	7.2%	8.6%	8.9%	7.5%
归属母公司净利润	13,079	14,711	16,954	19,852	22,497	归属母公司净利润	13,079	14,711	16,954	19,852	22,497
同比(%)	47.2%	12.5%	15.2%	17.1%	13.3%	同比(%)	47.2%	12.5%	15.2%	17.1%	13.3%
毛利率(%)	31.3%	31.3%	31.9%	32.2%	32.5%	毛利率(%)	31.3%	31.3%	31.9%	32.2%	32.5%
ROE%	16.4%	15.7%	16.1%	16.5%	16.4%	ROE%	16.4%	15.7%	16.1%	16.5%	16.4%
EPS(摊薄)(元)	1.41	1.58	1.80	2.10	2.38	EPS(摊薄)(元)	1.41	1.58	1.80	2.10	2.38
P/E	21.20	15.48	13.09	11.18	9.86	P/E	21.20	15.48	13.09	11.18	9.86
P/B	3.51	2.47	2.10	1.85	1.62	P/B	3.51	2.47	2.10	1.85	1.62
EV/EBITDA	13.47	9.48	7.53	6.44	5.34	EV/EBITDA	13.47	9.48	7.53	6.44	5.34

研究团队简介

罗岸阳，家电行业首席分析师。浙江大学电子信息工程学士，法国北方高等商学院金融学&管理学双学位硕士。曾任职于 TP-LINK 硬件研发部门从事商用通信设备开发设计。曾先后任职天风证券家电行业研究员、国金证券家电行业负责人，所在团队获得 2015、2017 年新财富入围，2017 年 Choice 第三名，2017-2019 年金牛奖，2019 年水晶球奖入围，2022 年 Choice 最佳家电分析师等荣誉。2020 年 7 月加盟信达证券研究开发中心，从事家电行业研究。

尹圣迪，家电行业研究助理。伦敦大学学院区域经济学硕士，布达佩斯考文纽斯大学经济学双硕士，对外经济贸易大学金融学学士，西班牙语双学位。2022 年加入信达证券，从事家用电器行业研究，主要覆盖白电、小家电、零部件板块。

尤子吟，团队成员。伦敦大学学院金融学硕士，经济学与商业学学士。于 2022 年加入信达证券，从事家用电器行业研究，主要覆盖清洁电器、厨电板块。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。