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 首席研究员

执业编号：S1500520070002

联系电话：13656717902

邮 箱：luoanyang@cindasc.com

相关研究

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

Q3 业绩超预期，盈利能力稳步提升

2021 年 10 月 31 日

事件：公司前三季度实现营业收入 1699.64 亿元，同比+10.07%，实现归母净利润 99.35 亿元，同比+57.68%。Q3 公司实现营业收入 586.84 亿元，同比+16.88%，剔除卡奥斯业务影响，Q3 营业收入同比+9.2%；实现归母净利润 351.97 亿元，同比+37.81%，剔除卡奥斯和海尔电器并表影响，Q3 归母净利润同比+14.6%。

点评：

- **市占率稳步提升，全球化布局带来产业链优势。**国内市场分渠道来看，根据中怡康报告，前 3Q 公司空冰洗和热水器线上累计占有率分别为 13.6/38.7/40.5/31.2%，分别同比+3.5/+1.1/+2.4/+4.8pct，线上占有率分别为 41.4/43.6/17.0/27.7%，分别同比+2.1/+3.1/+2.5/+3.9pct，各品类份额均实现提升，净水器产品同样在线上线下保持行业领先地位。海外市场方面，前 3Q 公司营收同比+16.8%，经营利润率较 2020 年同比+1.7pct，海尔业务扩大带来规模效益，全球化生产布局为公司在应对原材料通胀、海运成本上升等问题时提供全球供应链平台优势，规避部分负面影响。

- **盈利能力稳步提升，数字化转型深挖效率。**21Q3 实现销售毛利率 30.50%，同比+2.40pct，销售净利率 5.36%，同比-2.15pct，若剔除去年 Q3 卡奥斯带来的利润并假设为去年同期并表海尔，今年 Q3 归母净利润占营收比例为 5.28%，较去年约+0.70%，公司盈利能力小幅上升。从费用来看，剔除 20Q3 考奥斯对公司收入影响，Q3 销售/管理/研发/费用率分别为 16.05/4.33/4.23/0.004%，分别同比-0.48/-0.30/+0.36/-0.82pct，公司通过持续推进数字化转型平台落地提高获客效率、提升客单价，不断深挖组织运营提效等方式控制销售、管理费用，但同时公司依旧在产品更新、系统迭代方面尽心投入，因此公司研发费用率仍有所上升。

- **经营性现金流情况良好，经营效率持续提升。**1）Q3 期末公司现金+交易性金融资产+其他流动资产合计 472.68 亿元，较期初-8.94%；合同负债 93.25 亿元，较期初+32.29%；应收票据和应收账款期末合计 327.00 亿元，较期初+8.76%，主要由收入规模增长导致应收票据增加所致；公司存货期末价值 360.70 亿元，较期初+22.49%，是由于公司为应对原材料、海运、汇率等波动因素加大备货力度所致。2）从周转情况来看，公司存货、应收账款周转天数分别同比+4.17/+3.91 天，主要原因在于收入规模增加导致应收账款和备货增多。3）21Q3 公司经营性现金流净额为 49.35 亿元，同比-21.09%；Q3 投资活动产生的现金流净额为-19.70 亿元，去年同期为-6.33 亿元，主要原因为投资收回的现金减少以及投资增加现金流支出；Q3 筹资活动产生的现金流净额-34.75 亿元，去年同期为-48.29 亿元，主要原因为偿还债务的现金减少。

- **聚焦高端品牌、场景品牌、生态品牌建设，**全球家电龙头地位再验证。公司在全球各个市场均坚持聚焦高端品牌，优化产品结构，国内市场前3Q卡萨帝收入+57%，厨电销售同比+123%，空调+68.6%，海外市场秉持一致策略，美国市场GEA坚持推出高端产品升级消费者体验，高端多门冰箱、烤箱灶持续获得两位数增，欧洲方面公司通过Haier和Hoover推出更多高端产品组合，日本市场AQUA加速丰富高端产品矩阵。海尔做为全球家电龙头企业，面对国内消费需求低迷的大环境和原材料、汇率、海运等负面波动，公司充分发挥全球化布局的产业链平台优势，对生产销售进行系统性调整，规避风险；公司坚持品牌战略，推动旗下品牌高端化、套系化、智能化转型，提高品牌价值，推动国内市占稳定提升，海外市场规模快速扩大；不断调整组织架构，数字化转型深挖内部效率。我们认为公司具备进一步扩大规模并提升盈利水平的能力。

- **盈利预测和投资评级：**我们预计公司21-23年收入为2337.72/2559.61/2806.19亿元，同比+11.5/+9.5/+9.6%；归母净利润135.63/160.77/187.00亿元，同比+52.8/+18.5/+16.3%，对应PE为18.84/15.90/13.67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、海外疫情反复导致出口需求不足等

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	200,762	209,726	233,772	255,961	280,619
增长率 YoY %	9.0%	4.5%	11.5%	9.5%	9.6%
归属母公司净利润(百万元)	8,206	8,877	13,563	16,077	18,700
增长率 YoY%	9.7%	8.2%	52.8%	18.5%	16.3%
毛利率%	29.8%	29.7%	30.4%	30.6%	31.1%
净资产收益率ROE%	17.1%	13.3%	16.8%	16.6%	16.2%
EPS(摊薄)(元)	0.87	0.94	1.44	1.71	1.99
市盈率 P/E(倍)	31.14	28.79	18.84	15.90	13.67
市净率 P/B(倍)	5.34	3.82	3.17	2.64	2.21

资料来源：万得，信达证券研发中心预测;股价为2021年10月29日收盘价

资产负债表					单位:百万元
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	100,54	114,248	135,632	165,455	197,883
货币资金	36,179	46,461	63,037	86,038	111,535
应收票据	13,951	14,136	16,320	17,650	19,358
应收账款	11,016	15,930	15,383	17,243	19,160
预付账款	1,273	765	1,036	1,140	1,199
存货	28,229	29,447	31,773	35,103	38,132
其他	9.900	7.507	8.082	8.281	8.500
非流动资产	86,907	89,212	91,648	93,524	95,312
长期股权投	20,461	21,568	21,568	21,568	21,568
固定资产（合	21,180	20,896	22,252	23,477	24,495
无形资产	10,687	10,018	10,543	10,829	11,036
其他	34,579	36,731	37,285	37,650	38,214
资产总计	187,45	203,459	227,280	258,979	293,195
流动负债	95,610	109,393	114,524	124,558	133,785
短期借款	8,585	7,688	7,000	7,650	7,500
应付票据	19,309	21,236	23,316	25,314	27,658
应付账款	33,751	36,303	38,823	42,865	46,648
其他	33,966	44,166	45,385	48,730	51,979
非流动负债	26,855	25,956	25,956	25,956	25,956
长期借款	13,276	11,821	11,821	11,821	11,821
其他	13,578	14,134	14,134	14,134	14,134
负债合计	122,46	135,348	140,479	150,514	159,741
少数股东权益	17,102	1,295	6,066	11,654	17,944
归属母公司	47,888	66,816	80,735	96,811	115,511
负债和股东权益	187,45 4	203,459	227,280	258,979	293,195

重要财务指标					单位:百万元
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	200,76	209,726	233,772	255,961	280,619
同比（%）	9.0%	4.5%	11.5%	9.5%	9.6%
归属母公司净利润	8,206	8,877	13,563	16,077	18,700
同比（%）	9.7%	8.2%	52.8%	18.5%	16.3%
毛利率（%）	29.8%	29.7%	30.4%	30.6%	31.1%
ROE%	17.1%	13.3%	16.8%	16.6%	16.2%
EPS (摊薄)(元)	0.87	0.94	1.44	1.71	1.99
P/E	31.14	28.79	18.84	15.90	13.67
P/B	5.34	3.82	3.17	2.64	2.21
EV/EBITDA	13.22	14.57	12.07	9.63	7.48

利润表					单位:百万元
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	200,7	209,72	233,772	255,961	280,619
营业成本	140,8	147,47	162,718	177,655	193,402
营业税金及	802	661	802	854	945
销售费用	33,68	33,642	35,300	38,522	42,373
管理费用	10,113	10,053	10,754	11,518	12,628
研发费用	6,267	6,860	8,299	8,831	9,822
财务费用	893	1,196	-498	-1,059	-1,746
减值损失合	-861	-1,336	-36	-41	-43
投资净收益	5,480	4,060	3,857	4,351	4,771
其他	1,694	1,034	1,641	1,892	1,901
营业利润	14,44	13,598	21,859	25,842	29,822
营业外收支	181	-43	0	0	0
利润总额	14,63	13,554	21,859	25,842	29,822
所得税	2,296	2,232	3,525	4,178	4,832
净利润	12,33	11,323	18,334	21,664	24,990
少数股东损	4,128	2,446	4,771	5,588	6,290
归属母公司净利润	8,206	8,877	13,563	16,077	18,700
EBITDA	13,69	16,125	18,860	21,309	24,034
EPS (当	0.87	0.94	1.44	1.71	1.99

现金流量表					单位:百万元
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	15,08 3	17,599	19,262	23,431	26,104
净利润	12,33	11,323	18,334	21,664	24,990
折旧摊销	4,663	5,089	2,960	2,729	2,585
财务费用	1,475	1,712	1,016	1,015	1,027
投资损失	-5,480	-4,060	-3,857	-4,351	-4,771
营运资金变	965	1,868	1,011	2,562	2,446
其它	1,125	1,667	-202	-187	-174
投资活动现	-10,96	-5,264	-1,338	-66	571
资本支出	-5,933	-7,449	-5,195	-4,417	-4,199
长期投资	-4,669	1,381	0	0	0
其他	-360	804	3,857	4,351	4,771
筹资活动现	-6,013	-1,026	-1,348	-365	-1,177
吸收投资	441	1,331	368	0	0
借款	-559	5,224	-688	650	-150
支付利息或	-4,204	-4,290	-1,016	-1,015	-1,027
现金流净增加额	-1,598	10,672	16,576	23,000	25,498

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 2015、2017 年新财富入围。2020 年 7 月加盟信达证券研究开发中心，从事家电行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售副总监（主持工作）	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副总监(主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com

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。

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。	

评级说明

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。