

Q4 短期承压，不改中长期向好趋势

海尔智家(600690)

事件概述

公司发布 2022 年年报：2022 年实现营业总收入 2435.1 亿元，同比+7.2%；归母净利润 147.1 亿元，同比+12.5%，扣非归母净利润 139.6 亿元，同比+18.0%。对应 22Q4 实现营收 587.6 亿元，同比+2.2%，归母净利润 30.5 亿元，同比-2.7%，扣非归母净利润 27.4 亿元，同比-1.2%。

分析判断

收入端，分地区看：1) 国内 22 年稳健增长，Q4 承压下滑。22 年公司国内实现收入 1163 亿元，同比增长 4.43%，主要受益于冰箱、洗衣机、空调、热水器等增速优于行业，份额提升；电商、专卖店等渠道增长较好；三翼鸟推广带动高端成套销售占比和客单价提升。Q4 疫情对生产及消费端影响较为严重，我们估计 Q4 国内收入有下滑。2) 国外表现亮眼，我们估计 Q4 仍延续较快增速。公司 22 年海外业务实现收入 1254 亿元，同比增长 10.3%，其中北美地区受益于高端战略推进、新品类拓展，收入同比增长 9.0%（本币增长 4.6%）；欧洲市场受益于高端转型、本土供应链布局，收入同比增长 16.7%。

盈利端：22 年公司整体毛利率为 31.3%，同比持平，其中国内毛利率增加 1.69pct，主要受益于产品结构提升、采购与研发端数字化变革、下半年大宗原材料价格下降；国外减少 1.29pct，主要系消耗原材料为高位库存。费用方面，降本增效逻辑持续兑现，22 年公司销售/管理/研发/财务费用率为 15.9%/4.5%/3.9%/-0.1%，同比分别-0.2/-0.1/+0.2/-0.4pct，财务费用减少主要系汇兑收益增加。综合影响下 22 年全年公司净利率水平为 6.0%，同比增加 0.3pct。Q4 来看，公司整体毛利率水平 34.0%，同比下滑 0.3pct，净利率水平 5.1%，同比下滑 0.3pct，我们判断主要系 1) Q4 国内承压，毛利率相对低的国外业务占比提升；2) 海外需求走弱、竞争加剧、海运运费等影响海外业务盈利水平。22H2 公司海外家电与智慧家庭业务经营利润率 4.1%，环比 H1 下滑 1.8pct。

投资建议

高瞻远瞩的全球家电巨头，22 年在家电消费整体承压背景下稳健增长，其中海外市场自主品牌布局表现出较强竞争力。Q4 短期承压不改长期逻辑，卡萨帝持续引领高端市场、空调短板补齐叠加新品类拓展、降本增效持续推进提升盈利能力。

我们预计 23-25 年公司收入分别为 2632.99/2822.61/3016.52 亿元，同比分别增长 8.12%/7.20%/6.87%。毛利率方面，考虑

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	22.68
股票代码：	600690
52 周最高价/最低价：	27.88/20.71
总市值(亿)	2,142.49
自由流通市值(亿)	2,142.49
自由流通股数(百万)	9,446.60



分析师：陈玉卢
邮箱：chenyl@hx168.com.cn
SAC NO：S1120522090001
联系电话：

联系人：李琳
邮箱：lilin1@hx168.com.cn
SAC NO：
联系电话：

到高端战略推进、大宗价格回落，预计 23-25 年毛利率稳步提升。费用率方面，降本增效持续推进，预计费用率将维持较低水平。对应 23-25 年归母净利润分别为 172.07/196.67/216.64 亿元，同比分别 16.97%/14.30%/10.16%，相应 EPS 分别为 1.82/2.08/2.29 元，以 23 年 3 月 31 日收盘价 22.68 元计算，对应 PE 分别为 12.45/10.89/9.89 倍。可比公司 23 年平均 PE 为 9.3 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

国内消费复苏不及预期；海外需求低于预期；原材料价格大幅上涨。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,271	2,435	2,633	2,823	3,017
YoY (%)	8.3%	7.2%	8.1%	7.2%	6.9%
归母净利润(百万元)	131	147	172	197	217
YoY (%)	47.2%	12.5%	17.0%	14.3%	10.2%
毛利率 (%)	31.3%	31.3%	31.5%	31.7%	31.9%
每股收益 (元)	1.41	1.58	1.82	2.08	2.29
ROE	16.4%	15.7%	15.6%	15.1%	14.3%
市盈率	16.09	14.35	12.45	10.89	9.89

资料来源：wind，华西证券

正文目录

1. 事件概述.....	4
2. 分析判断.....	4
3. 投资建议.....	4
4. 风险提示.....	5

图表目录

图 1 可比公司估值表	5
-------------------	---

1. 事件概述

公司发布 2022 年年报：2022 年实现营业总收入 2435.1 亿元，同比+7.2%；归母净利润 147.1 亿元，同比+12.5%，扣非归母净利润 139.6 亿元，同比+18.0%。对应 22Q4 实现营收 587.6 亿元，同比+2.2%，归母净利润 30.5 亿元，同比-2.7%，扣非归母净利润 27.4 亿元，同比-1.2%。

2. 分析判断

收入端，分地区看：1) 国内 22 年稳健增长，Q4 承压下滑。22 年公司国内实现收入 1163 亿元，同比增长 4.43%，主要受益于冰箱、洗衣机、空调、热水器等增速优于行业，份额提升；电商、专卖店等渠道增长较好；三翼鸟推广带动高端成套销售占比和客单价提升。Q4 疫情对生产及消费端影响较为严重，我们估计 Q4 国内收入有下滑。2) 国外表现亮眼，我们估计 Q4 仍延续较快增速。公司 22 年海外业务实现收入 1254 亿元，同比增长 10.3%，其中北美地区受益于高端战略推进、新品类拓展，收入同比增长 9.0%（本币增长 4.6%）；欧洲市场受益于高端转型、本土供应链布局，收入同比增长 16.7%。

盈利端：22 年公司整体毛利率为 31.3%，同比持平，其中国内毛利率增加 1.69pct，主要受益于产品结构提升、采购与研发端数字化变革、下半年大宗原材料价格下降；国外减少 1.29pct，主要系消耗原材料为高位库存。费用方面，降本增效逻辑持续兑现，22 年公司销售/管理/研发/财务费用率为 15.9%/4.5%/3.9%/-0.1%，同比分别-0.2/-0.1/+0.2/-0.4pct，财务费用减少主要系汇兑收益增加。综合影响下 22 年全年公司净利率水平为 6.0%，同比增加 0.3pct。Q4 来看，公司整体毛利率水平 34.0%，同比下滑 0.3pct，净利率水平 5.1%，同比下滑 0.3pct，我们判断主要系 1) Q4 国内承压，毛利率相对低的国外业务占比提升；2) 海外需求走弱、竞争加剧、海运运费等影响海外业务盈利水平。22H2 公司海外家电与智慧家庭业务经营利润率 4.1%，环比 H1 下滑 1.8pct。

3. 投资建议

高瞻远瞩的全球家电巨头，22 年在家电消费整体承压背景下稳健增长，其中海外市场自主品牌布局表现出较强竞争力。Q4 短期承压不改长期逻辑，卡萨帝持续引领高端市场、空调短板补齐叠加新品类拓展、降本增效持续推进提升盈利能力。

我们预计 23-25 年公司收入分别为 2632.99/2822.61/3016.52 亿元，同比分别增长 8.12%/7.20%/6.87%。毛利率方面，考虑到高端战略推进、大宗价格回落，预计 23-25 年毛利率稳步提升。费用率方面，降本增效持续推进，预计费用率将维持较低水平。对应 23-25 年归母净利润分别为 172.07/196.67/216.64 亿元，同比分别 16.97%/14.30%/10.16%，相应 EPS 分别为 1.82/2.08/2.29 元，以 23 年 3 月 31 日收盘价 22.68 元计算，对应 PE 分别为 12.45/10.89/9.89 倍。可比公司 23 年平均 PE 为 9.3 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

图 1 可比公司估值表

股票名称	股价(元)	EPS			PE		
		2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
美的集团	53.81	4.78	5.29	-	11.26	10.17	-
格力电器	36.75	5.06	5.53	-	7.26	6.65	-
平均数					9.26	8.41	
海尔智家	22.68	1.82	2.08	2.29	12.45	10.89	9.89

资料来源：wind(2023 年 3 月 31 日收盘价，格力、美的 EPS 预测均为 wind 一致预测)，华西证券

4. 风险提示

国内消费复苏不及预期；海外需求低于预期；原材料价格大幅上涨。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,435	2,633	2,823	3,017	净利润	147	179	201	222
YoY (%)	7.2%	8.1%	7.2%	6.9%	折旧和摊销	60	55	63	68
营业成本	1,672	1,803	1,927	2,053	营运资金变动	-16	-7	78	-40
营业税金及附加	8	9	10	10	经营活动现金流	202	209	321	230
销售费用	386	420	450	481	资本开支	-80	-87	-95	-99
管理费用	108	120	128	137	投资	-14	-14	-14	-14
财务费用	-2	-5	-7	-10	投资活动现金流	-89	-81	-87	-90
研发费用	95	103	109	117	股权募资	10	0	0	0
资产减值损失	-15	0	0	0	债务募资	37	4	3	0
投资收益	18	20	23	23	筹资活动现金流	-38	-1	-2	-5
营业利润	178	216	243	268	现金净流量	82	128	233	136
营业外收支	-1	0	0	0					
利润总额	178	216	243	268	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	31	37	41	46	成长能力				
净利润	147	179	201	222	营业收入增长率	7.2%	8.1%	7.2%	6.9%
归属于母公司净利润	147	172	197	217	净利润增长率	12.5%	17.0%	14.3%	10.2%
YoY (%)	12.5%	17.0%	14.3%	10.2%	盈利能力				
每股收益	1.58	1.82	2.08	2.29	毛利率	31.3%	31.5%	31.7%	31.9%
					净利率	6.0%	6.5%	7.0%	7.2%
					总资产收益率 ROA	6.2%	6.4%	6.7%	6.7%
					净资产收益率 ROE	15.7%	15.6%	15.1%	14.3%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	偿债能力				
货币资金	541	669	902	1,038	流动比率	1.10	1.19	1.29	1.39
预付款项	11	11	12	13	速动比率	0.70	0.83	0.89	1.03
存货	415	408	488	469	现金比率	0.46	0.51	0.66	0.71
其他流动资产	336	479	363	528	资产负债率	59.8%	57.8%	54.5%	52.3%
流动资产合计	1,304	1,568	1,764	2,048	经营效率				
长期股权投资	245	259	273	287	总资产周转率	1.07	1.05	1.01	0.98
固定资产	272	288	303	314	每股指标 (元)				
无形资产	105	107	111	115	每股收益	1.58	1.82	2.08	2.29
非流动资产合计	1,055	1,102	1,151	1,198	每股净资产	9.89	11.71	13.79	16.08
资产合计	2,358	2,670	2,915	3,246	每股经营现金流	2.13	2.22	3.40	2.43
短期借款	96	100	103	103	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款及票据	670	761	777	861	估值分析				
其他流动负债	420	457	483	507	PE	14.35	12.45	10.89	9.89
流动负债合计	1,186	1,319	1,363	1,471	PB	2.47	1.94	1.64	1.41
长期借款	136	136	136	136					
其他长期负债	89	89	89	89					
非流动负债合计	225	225	225	225					
负债合计	1,411	1,544	1,588	1,696					
股本	94	94	94	94					
少数股东权益	13	20	25	30					
股东权益合计	947	1,126	1,327	1,550					
负债和股东权益合计	2,358	2,670	2,915	3,246					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

陈玉卢：家电行业首席分析师，南开大学管理学学士和硕士，2022年8月加入华西证券，自2016年起有多年行业研究经验，复合背景，擅长自上而下进行宏观判断，自下而上挖掘投资价值，曾任职东北证券，担任家电首席分析师与银行首席分析师。

李琳：家电行业分析师，同济大学金融硕士，2022年12月加入华西证券，曾任职国金证券，担任家电行业研究员。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属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。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。