

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: Q1 业绩超预期, 海外业务逆势增长

2023年4月28日

事件: 公司发布2023年一季报, 2023Q1公司实现营业收入650.66亿元, 同比+8.02%, 实现归母净利润39.71亿元, 同比+12.60%。

点评:

- **国内市占率持续提升, 海外业务加速增长。**分地区来看, 23Q1公司国内家电业务收入增长超过8%, 根据中怡康数据, 海尔家电零售额份额达到28.1%, 同比+1.4pct, 海外收入同比增长11.3%。23年3月份家用空调郑州电脑板工厂正式量产, 4月海尔投资的压缩机合资公司在郑州正式奠基, 3月公司投资的埃及生态园也成功奠基。我们认为, 公司通过深化全球供应链布局, 有利于提升公司的产业链地位, 也有利于推动公司在海外市场的进一步发展。
- **销售、管理费用持续优化, 盈利能力同比再提升。**23Q1公司实现毛利率28.70%, 同比+0.04pct, 毛利率小幅提升。从费用来看, 23Q1公司销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.43/-0.08/+0.09/+0.09pct, 销售/管理费用率进一步得到优化, Q1公司财务费用率的提升主要因为海外加息增加利息费用, Q1公司利息费用支出3.94亿元, 同比+156.83%。受益于费用率的管控, Q1公司归母净利润率同比+0.25pct至6.10%。
- **深化高端产品全球化布局, 产业新布局拉动新增长。**公司在全球范围内深化高端转型, 欧洲市场高端品牌增长42%。卡萨帝继登陆欧洲泰国之后、在1月进入了巴基斯坦。国内方面, 卡萨帝星云空调上市一个月拉动卡萨帝高端份额提升3.8pct, 根据中怡康数据23Q1卡萨帝空调在高端空调(>1.5万)中的占比达到29.2%; 在高端洗衣机、冰箱(>1万元)市场占比分别达到40/86.3%。此外, 海尔布局的新品类在Q1同样表现亮眼, 洗衣机、干衣机、家庭机器人收入分别同比+17%、+37%、+58%。我们认为海尔通过更多品类的布局可以进一步完善公司场景化解决方案, 有利于进一步改善用户体验, 同时提升客单价, 抬高公司收入天花板。
- **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169.54/198.14/224.81亿元, 同比+15.2%/+16.9%/13.5%, 对应PE为12.51/10.70/9.43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	19,814	22,481
增长率 YoY%	47.2%	12.5%	15.2%	16.9%	13.5%
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	1.79	2.10	2.38
市盈率 P/E(倍)	21.20	15.48	12.51	10.70	9.43
市净率 P/B(倍)	3.51	2.47	2.01	1.77	1.55

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 4 月 27 日收盘价

会计年度	单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	123,912	130,383	137,680	157,814	176,207
货币资金	46,097	54,139	52,647	66,588	79,028
应收票据	13,355	9,580	13,356	13,869	14,694
应收账款	14,625	15,914	20,286	20,407	22,252
预付账款	864	1,121	1,092	1,208	1,302
存货	39,914	41,543	41,961	47,207	50,130
其他	9,057	8,086	8,338	8,536	8,801
非流动资产	93,829	105,460	115,519	121,930	128,313
长期股权投资	23,201	24,528	26,528	27,942	29,471
固定资产(合)	22,308	27,158	30,709	34,623	37,851
无形资产	9,550	10,506	10,708	11,038	11,423
其他	38,770	43,268	47,575	48,327	49,568
资产总计	217,741	235,842	253,199	279,744	304,520
流动负债	124,887	118,632	123,318	134,789	142,005
短期借款	11,226	9,643	12,643	10,643	11,143
应付票据	25,023	25,091	27,480	29,860	31,824
应付账款	42,363	41,884	40,480	47,049	49,544
其他	46,274	42,014	42,715	47,237	49,494
非流动负债	11,580	22,496	22,496	22,496	22,496
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	145,814	157,286	164,501
少数股东权益	1,290	1,291	2,008	2,468	3,047
归属母公司股	79,985	93,423	105,377	119,991	136,971
负债和股东权益	217,741	235,842	253,199	279,744	304,520

会计年度	单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
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%
归属母公司净利润	13,079	14,711	16,954	19,814	22,481
同比(%)	47.2%	12.5%	15.2%	16.9%	13.5%
毛利率(%)	31.3%	31.3%	31.9%	32.2%	32.5%
ROE%	16.4%	15.7%	16.1%	16.5%	16.4%
EPS(摊薄)(元)	1.41	1.58	1.79	2.10	2.38
P/E	21.20	15.48	12.51	10.70	9.43
P/B	3.51	2.47	2.01	1.77	1.55
EV/EBITDA	13.47	9.48	7.34	6.17	5.13

会计年度	单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	227,106	243,514	264,440	287,933	309,495
营业成本	155,950	167,223	180,185	195,149	208,890
营业税金及附加	809	813	903	976	1,051
销售费用	36,584	38,598	40,988	45,062	48,281
管理费用	10,472	10,837	11,900	12,669	13,308
研发费用	8,364	9,499	10,075	11,661	12,380
财务费用	685	-246	546	636	434
减值损失合	-1,419	-1,500	-1,491	-1,190	-1,092
投资净收益	2,405	1,833	2,380	2,879	3,095
其他	668	723	1,084	1,271	1,047
营业利润	15,898	17,844	21,816	24,742	28,200
营业外收支	40	-54	0	0	0
利润总额	15,938	17,790	21,816	24,742	28,200
所得税	2,705	3,058	4,145	4,468	5,140
净利润	13,232	14,732	17,671	20,274	23,060
少数股东损	153	21	717	460	579
归属母公司	13,079	14,711	16,954	19,814	22,481
EBITDA	19,372	22,083	26,532	28,975	32,564
EPS(当	1.41	1.58	1.79	2.10	2.38

会计年度	单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	23,235	20,154	16,912	33,443	29,787
净利润	13,232	14,732	17,671	20,274	23,060
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
投资损失	-2,405	-1,833	-2,380	-2,879	-3,095
营运资金变	4,128	-1,582	-7,104	7,278	763
其它	1,927	2,177	1,465	1,070	974
投资活动现金流	-8,063	-8,920	-15,286	-11,160	-11,242
资本支出	-7,083	-7,976	-14,417	-11,775	-11,959
长期投资	-1,465	-1,413	-2,999	-2,214	-2,328
其他	485	468	2,130	2,829	3,045
筹资活动现金流	-15,660	-3,822	-3,118	-8,343	-6,105
吸收投资	42	987	0	0	0
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
现金流净增加额	-593	8,171	-1,492	13,941	12,440

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。

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	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@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
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com



华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@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。

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。