

海尔智家(600690.SH/06690.HK)

Q2 收入利润高增，降本提效显著

核心观点：

- **海尔智家披露 2021 年中报。**2021H1 收入 1116.19 亿元 (YoY+16.6%)，相比 2019H1+11.6%。剔除卡奥斯和日日顺物流业务剥离影响，2021H1 收入分别较 2020H1、2019H1 增长 27.2%、22.7%；2021H1 归母净利润 68.52 亿元 (YoY+146.4%)，扣非归母净利润 62.70 亿元 (YoY+144.0%)，非经常损益主要系政府补助及资产处置；毛利率 30.1% (YoY+2.1pct)，归母净利率 6.1% (YoY+3.2pct)。2021Q2 收入 568.5 亿元 (YoY+8.1%)，归母净利润 37.98 亿元 (+122.1%)；毛利率 31.6% (YoY+3.1pct)，归母净利率 6.7% (YoY+3.4pct)。原材料成本压力下，公司依靠卡萨帝增长、海外高端创牌、供应链提效等带动毛利率提升。同时，公司数字化转型提效显著，剔除卡奥斯业务收入影响后，同口径下销售、管理费用率分别-1.6pct、-0.7pct。归母净利率提升亦有海尔电器并表所致。
- **中国区：各品类份额全线提升，卡萨帝表现亮眼。**2021H1 中国区收入 575 亿元 (YoY+29.9%)。卡萨帝收入增长 74.4%表现亮眼，其中卡萨帝厨电、热水器分别增长 164.5%、87.6%。
- **海外市场：收入快速增长，盈利能力持续提升。**2021H1 海外收入 569 亿元 (YoY+23.4%)，经营利润率 5.7% (YoY+2.4pct)。分区域看，北美、欧洲、澳新、南亚和东南亚市场分别实现收入同比增长 19.8%、34.9%、38.6%、44.9%和 23.8%，日本市场同比下降 1.1%。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2021-22 年归母净利润增长 40.2%/21.9%，对应 21 年 PE 19 倍。考虑可比公司估值，给予 21 年 PE 25 倍，合理价值 33.13 元/股，维持“买入”评级。给予港股 90%折价，合理价值 35.92 港元/股 (1 港元=0.83 人民币)，给予“买入”评级。
- **风险提示。**原材料价格波动，提效不及预期。
(本文如无特殊说明，货币单位均为人民币)

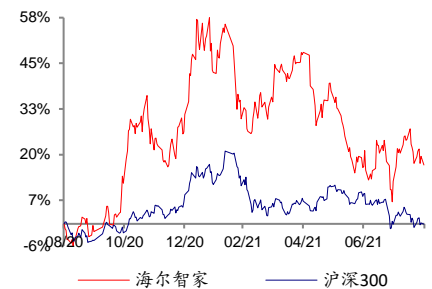
盈利预测：

(人民币)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	200,762	209,726	236,589	259,955	286,954
增长率 (%)	9.0%	4.5%	12.8%	9.9%	10.4%
EBITDA (百万元)	13,693	16,125	17,565	22,896	26,271
归母净利润 (百万元)	8,206	8,877	12,447	15,172	17,531
增长率 (%)	9.7%	8.2%	40.2%	21.9%	15.6%
EPS (元/股)	1.25	0.98	1.33	1.62	1.87
市盈率 (P/E)	15.63	29.71	19.36	15.88	13.74
ROE (%)	17.1%	13.3%	15.7%	16.1%	15.7%
EV/EBITDA	9.37	15.57	12.85	9.25	7.40

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入-A/买入-H
当前价格	25.65 元/28.50 港元
合理价值	33.13 元/35.92 港元
前次评级	买入/买入
报告日期	2021-08-31

相对市场表现



分析师：

曾婵



SAC 执证号：S0260517050002



SFC CE No. BNV293



0755-82771936

zengchan@gf.com.cn

分析师：

袁雨辰



SAC 执证号：S0260517110001



SFC CE No. BNV055



021-60750604



yuanyuchen@gf.com.cn

分析师：

高润鑫



SAC 执证号：S0260521040004



0755-82569694



gaorunxin@gf.com.cn

请注意，高润鑫并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

海尔智家	2021-08-04
(600690.SH/06690.HK): 跬步千里，海外前瞻布局进入收获期	
海尔智家	2021-04-19
(600690.SH/06690.HK): 三翼鸟，全球首个场景品牌	

图1: 冰洗热行业线下份额 (零售额)

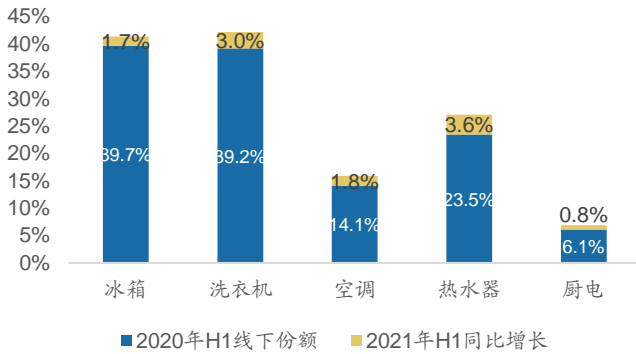
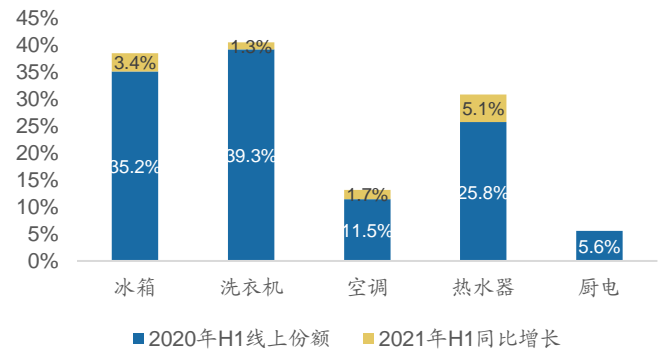


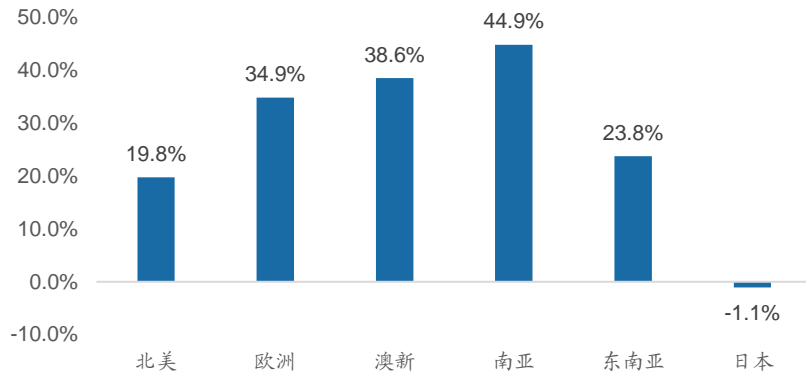
图2: 冰洗热行业线上份额 (零售额)



数据来源: 海尔 2021 年中报, 广发证券发展研究中心

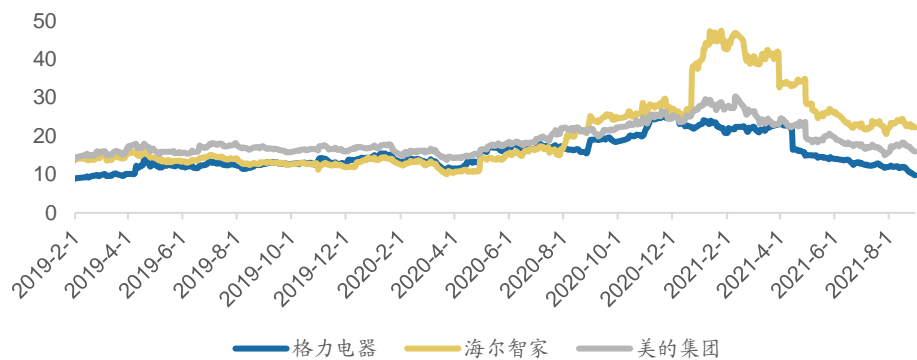
数据来源: 海尔 2021 年中报, 广发证券发展研究中心

图3: 海尔智家海外市场2021年H1收入同比增速



数据来源: 海尔 2021 年中报, 广发证券发展研究中心

图4: 海尔、美的、格力历史估值 (PE-TTM)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

风险提示

原材料价格波动

原材料价格波动会对公司生产成本造成影响，进而影响其盈利能力。

提效不及预期

渠道提效进展以及程度或不及预期。

资产负债表		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	100,547	115,022	116,507	137,112	163,947	
货币资金	36,179	46,461	43,107	55,740	71,917	
应收及预付	26,240	30,832	32,427	36,152	41,479	
存货	28,229	29,447	32,386	36,132	40,940	
其他流动资产	9,900	8,282	8,586	9,088	9,611	
非流动资产	84,152	86,372	85,713	83,941	81,730	
长期股权投资	20,461	21,568	21,668	21,768	21,868	
固定资产	21,180	20,896	18,645	15,955	12,825	
在建工程	2,391	3,597	4,597	5,397	6,197	
无形资产	10,687	10,018	10,018	10,018	10,018	
其他长期资产	29,433	30,294	30,785	30,804	30,823	
资产总计	184,699	201,394	202,219	221,053	245,677	
流动负债	95,610	109,393	94,015	97,724	104,839	
短期借款	8,585	7,688	4,000	3,000	2,000	
应付及预收	53,059	57,539	57,018	60,385	66,050	
其他流动负债	33,966	44,166	32,997	34,339	36,790	
非流动负债	24,874	23,883	27,568	27,368	27,168	
长期借款	13,276	11,821	11,721	11,621	11,521	
应付债券	7,005	6,714	9,092	8,992	8,892	
其他非流动负债	4,593	5,348	6,755	6,755	6,755	
负债合计	120,484	133,276	131,589	125,096	143,011	
股本	6,580	9,028	9,393	9,393	9,393	
资本公积	4,436	15,009	15,009	15,009	15,009	
留存收益	35,123	41,490	53,938	69,110	86,641	
归属母公司股东权益	47,888	66,816	79,216	94,388	111,919	
少数股东权益	17,102	1,295	1,420	1,574	1,751	
负债和股东权益	184,699	201,394	202,219	221,053	245,677	

利润表		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业收入	200,762	209,726	236,589	259,955	286,954	
营业成本	140,868	147,475	166,493	180,660	199,241	
营业税金及附加	802	661	946	1,040	1,148	
销售费用	33,682	33,642	35,961	38,473	41,895	
管理费用	10,113	10,053	10,883	11,698	12,626	
研发费用	6,267	6,860	8,990	9,878	10,904	
财务费用	893	1,196	635	555	454	
资产减值损失	861	1,336	889	1,069	1,312	
公允价值变动收益	77	63	-111	-101	-91	
投资净收益	5,480	4,060	2,000	800	800	
营业利润	14,449	13,598	14,679	17,880	20,684	
营业外收支	181	-43	200	150	150	
利润总额	14,631	13,554	14,879	18,030	20,834	
所得税	2,296	2,232	2,306	2,704	3,125	
净利润	12,334	11,323	12,573	15,325	17,708	
少数股东损益	4,128	2,446	126	153	177	
归属母公司净利润	8,206	8,877	12,447	15,172	17,531	
EBITDA	13,693	16,125	17,565	22,896	26,271	
EPS (元)	1.25	0.98	1.33	1.62	1.87	

现金流量表		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	15,083	21,050	2,859	17,113	20,630	
净利润	12,334	11,323	12,573	15,325	17,708	
折旧摊销	4,663	5,089	4,250	4,690	5,130	
营运资金变动	965	1,868	-12,512	-3,918	-3,429	
其它	-2,880	2,770	-1,453	1,015	1,221	
投资活动现金流	-10,962	-5,264	-2,285	-2,470	-2,470	
资本支出	-5,933	-7,449	-3,142	-2,630	-2,630	
投资变动	-4,669	1,381	-29	-39	-49	
其他	-360	804	887	199	209	
筹资活动现金流	-6,013	-1,026	-3,927	-2,010	-1,983	
银行借款	-559	5,224	-3,788	-1,100	-1,100	
股权融资	441	1,331	366	0	0	
其他	-5,895	-7,581	-505	-910	-883	
现金净增加额	-1,892	11,309	-3,353	12,633	16,178	
期初现金余额	36,561	34,963	46,461	43,108	55,741	
期末现金余额	34,669	46,272	43,108	55,741	71,919	

主要财务比率						
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
成长能力						
营业收入增长	9.0%	4.5%	12.8%	9.9%	10.4%	
营业利润增长	25.2%	-5.9%	8.0%	21.8%	15.7%	
归母净利润增长	9.7%	8.2%	40.2%	21.9%	15.6%	
获利能力						
毛利率	29.8%	29.7%	29.6%	30.5%	30.6%	
净利率	6.1%	5.4%	5.3%	5.9%	6.2%	
ROE	17.1%	13.3%	15.7%	16.1%	15.7%	
ROIC	11.8%	17.3%	17.8%	23.9%	27.5%	
偿债能力						
资产负债率	65.2%	66.2%	60.1%	56.6%	53.7%	
净负债比率	19.6%	16.8%	13.8%	12.0%	10.3%	
流动比率	1.05	1.05	1.24	1.40	1.56	
速动比率	0.74	0.78	0.89	1.03	1.17	
营运能力						
总资产周转率	1.14	1.09	1.17	1.23	1.23	
应收账款周转率	8.06	7.62	7.45	7.30	7.02	
存货周转率	5.56	5.11	5.14	5.00	4.87	
每股指标 (元)						
每股收益	1.25	0.98	1.33	1.62	1.87	
每股经营现金流	2.29	1.95	0.30	1.82	2.20	
每股净资产	7.28	7.40	8.43	10.05	11.91	
估值比率						
P/E	15.63	29.71	19.36	15.88	13.74	
P/B	2.68	3.95	3.04	2.55	2.15	
EV/EBITDA	9.37	15.57	12.85	9.25	7.40	

广发家电行业研究小组

- 曾 婫：首席分析师，武汉大学经济学硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 袁 雨 辰：资深分析师，上海社科院经济学硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 高 润 鑫：高级分析师，复旦大学资产评估学硕士，同济大学工学学士，2020年进入广发证券发展研究中心。
- 符 超 然：研究助理，上海财经大学经济学硕士，同济大学工学学士，2021年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5% ~ +5%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。