

**证券研究报告—动态报告**

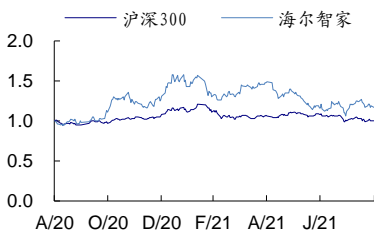
家用电器

白色家电

**海尔智家(600690)**
**买入**
**2021 年半年报点评**

(维持评级)

2021 年 09 月 01 日

**一年该股与沪深 300 走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	9,394/9,394
总市值/流通(百万元)	240,953/161,814
上证综指/深圳成指	3,528/14,423
12 个月最高/最低(元)	35.95/20.52

**相关研究报告:**

《海尔智家-600690-事件快评: 股权激励锚定长远, 5 年高增长强激励》——2021-08-02  
 《海尔智家-600690-事件快评: A+H 股权激励全面展开, 治理改善持续深入》——2021-05-27  
 《海尔智家-600690-2021 年一季报点评: 提质增效持续深入, 经营表现超预期》——2021-05-04  
 《海尔智家-600690-2020 年年报点评: 国内外营收逆势增长, 盈利改善超预期》——2021-04-01  
 《海尔智家-600690-事件快评: 回购构建股权激励, 治理架构持续改善》——2021-03-09

**证券分析师: 陈伟奇**

电话: 0755-81982606  
 E-MAIL: chenweiqi@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520110004

**证券分析师: 王兆康**

电话: 0755-81983063  
 E-MAIL: wangzk@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520120004

**联系人: 邹会阳**

电话: 0755-81981518  
 E-MAIL: zouhuiyang@guosen.com.cn

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

**财报点评**

# 业绩超预期, 内外齐增动力足

**● 盈利持续改善, 业绩表现超预期**

海尔智家 2021H1 实现收入 116.19 亿/+16.6%, 同比 2019 同期 +11.6%, 按剔除卡奥斯和日日顺物流同口径比较, 收入较 2020 年/2019 年同期分别 +27.2%/22.7%; 实现归母净利润 68.52 亿/+146.4%, 较 2019 同期 +35.5%。其中 Q2 收入 568.45 亿元/+8.1%, 同比 2019 年增长 11.6%; 归母净利润 37.98 亿元/+122.1%, 同比 2019 年增长 26.0%。公司收入实现稳健增长, 盈利持续改善, 超市场预期。

**● 三级品牌升级战略+数字化助力内销与市占率稳增**

2021H1 内销收入 +30% 至 575 亿元, 其中冰箱、洗衣机、空调、水家电和厨电收入分别 +31%、24%、32%、31%、41%。公司内销份额保持上升, H1 空调线上/线下市占率分别 +1.7/1.8pct; 冰箱 +3.4/1.7pct; 洗衣机市占率 +1.3/3.0pct。产品销售基础上, 解决方案和套系化、场景化也进一步推进, 三翼鸟渠道品牌(智慧成套销额 +39%, H1 末 001 号店达 382 家)和卡萨帝(H1 收入 +74% 至约 61 亿元, 新开厨电网络 2589 家, 新增会员 18 万人)的助力, 实现了各领域的全面增长。

**● 外销多点开花, 本土化运营全球协同**

2021H1 外销收入 +23% 至 569 亿元, 公司高端创牌+创新渠道营销和本土化战略持续验证, 其中 GEA 收入 +20% 至 353 亿元; 欧洲、澳新、南亚、东南亚收入 +35%、39%、45%、24% 至 91、35、39、26 亿元。在疫情、海运等挑战下, 本土化布局优势显现, 北美高端化加速、场景化产品矩阵的丰富助收入创纪录增长; 而欧洲等强势地位进一步巩固, 欧洲核心国家份额保持第 5, 其他市场细分品类均有所斩获。

**● 多工具应对成本压力, 提质增效拉动盈利**

在原材料成本等压力下, 公司通过聚焦高端和供应链协同保持毛利率强势提升, 公司 H1 毛利率同比 +2.1pct 至 30.1%, Q2 毛利率同比 +3.1pct 至 31.6%。H1 销售/管理费用率 -0.2/-0.3pct 至 15.0%/4.5%, 剔除卡奥斯影响, 优化幅度达 1.6/0.7pct。分区域来看, 海外业务提效明显, 外销经营利润率同比大增 2.4pct 至 5.7%, 内销则同样增长 0.9pct 至 6.7%, 整体净利润率 +2.4pct 至 6.2%, 同比 2019H1 小幅下滑 0.1pct。

**● 投资建议: 盈利改善持续推进, 维持“买入”评级**

公司业绩超预期, 上调盈利预测, 预计 21-23 年净利润为 129/150/174 亿(前值 124/149/174 亿), 对应 PE 为 19/16/14x, 维持“买入”评级。

**● 风险提示: 行业竞争加剧; 原材料价格大幅波动; 汇率大幅波动。**
**盈利预测和财务指标**

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	200,762	209,726	242,567	270,819	297,157
(+/-%)	9.5%	4.5%	15.7%	11.6%	9.7%
净利润(百万元)	8206	8877	12924	15023	17441
(+/-%)	10.3%	8.2%	45.6%	16.2%	16.1%
摊薄每股收益(元)	1.25	0.98	1.43	1.66	1.93
EBIT Margin	4.5%	5.3%	6.1%	6.5%	6.8%
净资产收益率(ROE)	17.1%	13.3%	17.3%	18.3%	19.2%
市盈率(PE)	21.7	27.5	18.9	16.3	14.0
EV/EBITDA	22.1	23.8	22.3	19.8	17.7
市净率(PB)	3.72	3.66	3.28	2.98	2.69

资料来源: wind、国信证券经济研究所预测

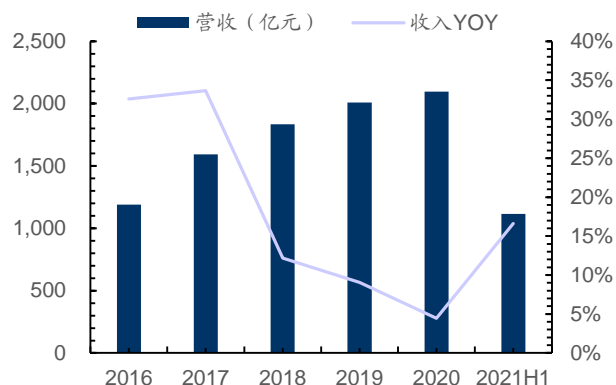
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

附表：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS			PE			投资评级
				20A	21E	22E	20A	21E	22E	
000333.SZ	美的集团	66.00	4,608	3.87	4.26	4.62	17	15	14	买入
000651.SZ	格力电器	41.10	2,472	3.69	4.21	4.82	11	10	9	买入
	平均						14	13	11	
600690.SH	海尔智家	27.06	2,392	0.98	1.43	1.66	28	19	16	买入

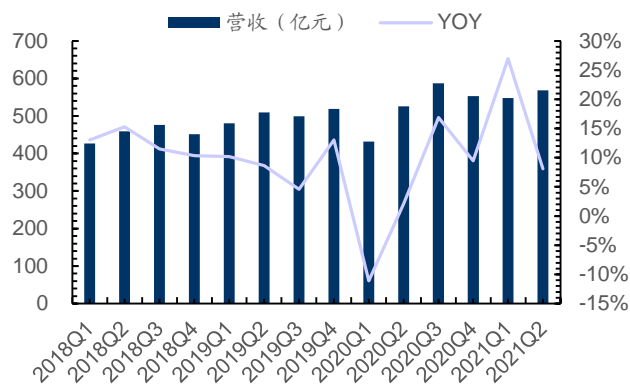
资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

图 1：公司营收及增速



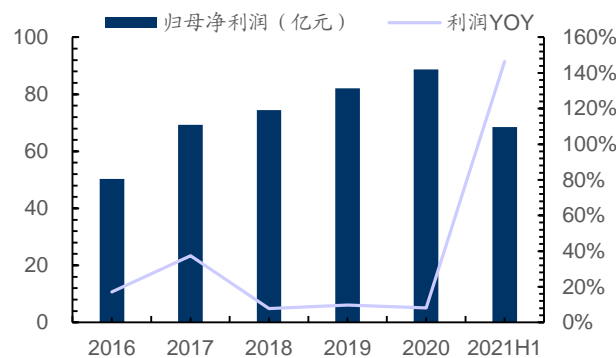
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 2：公司单季度营收及增速



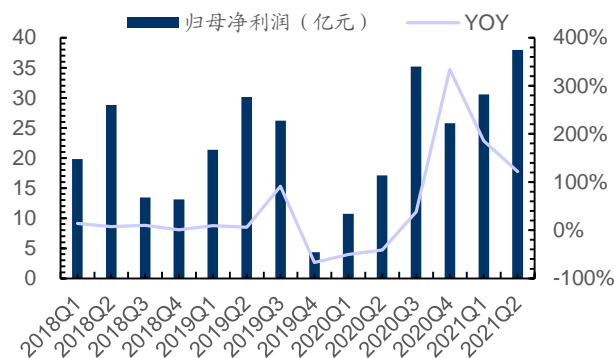
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 3：公司归母净利润及增速



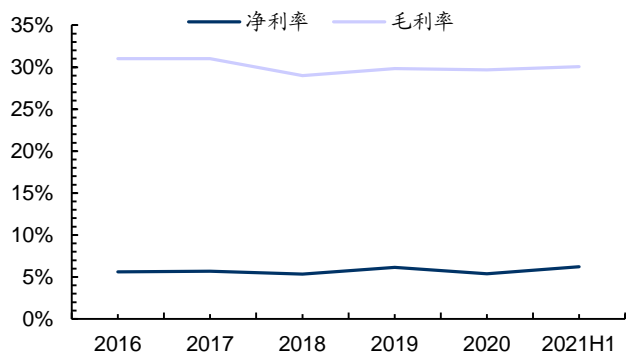
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 4：公司单季度归母净利润及增速



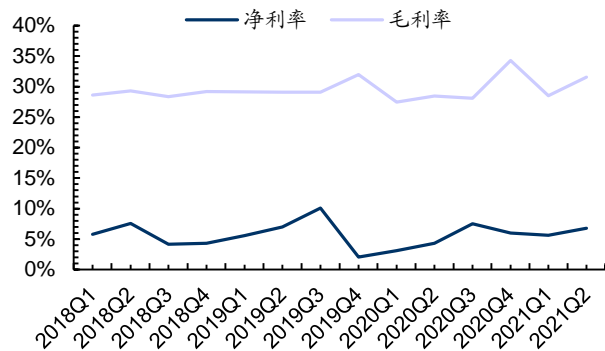
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 5：公司毛利率及净利率



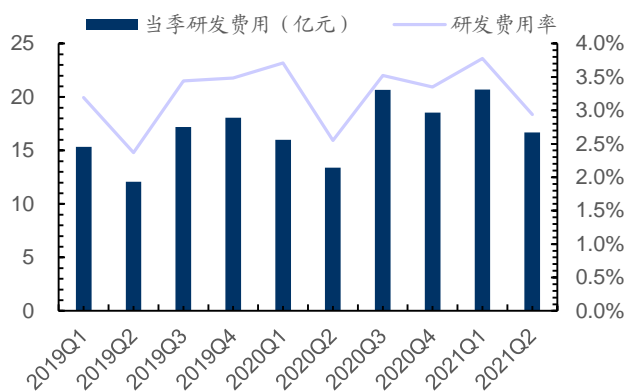
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 6：公司单季度毛利率及净利率



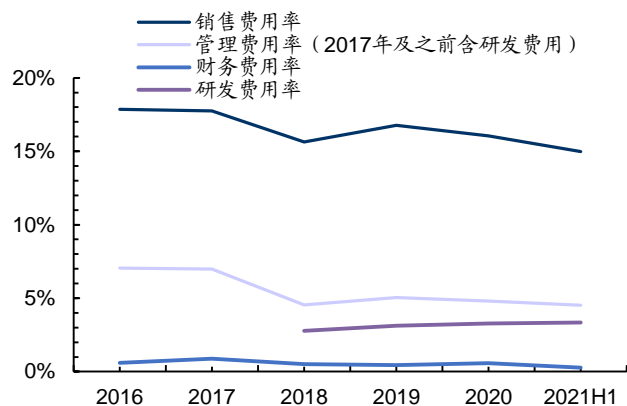
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 7：公司研发费用情况



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 8：公司期间费用情况



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	46461	56530	68216	75351	营业收入	209726	242567	270819	297157
应收款项	31456	33228	35614	39404	营业成本	147475	170673	189891	207605
存货净额	29447	32928	36131	39646	营业税金及附加	661	956	1001	1068
其他流动资产	4718	6535	7055	7794	销售费用	33642	37598	41706	45465
<b>流动资产合计</b>	<b>114248</b>	<b>132685</b>	<b>152560</b>	<b>171064</b>	管理费用	16913	18593	20712	22687
固定资产	24492	23333	21731	19893	财务费用	1196	856	647	424
无形资产及其他	10018	9617	9216	8816	投资收益	4060	1000	600	680
投资性房地产	33134	33134	33134	33134	资产减值及公允价值变动	1565	550	550	400
长期股权投资	21568	23752	25721	27733	其他收入	(1866)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>203459</b>	<b>222521</b>	<b>242362</b>	<b>260640</b>	营业利润	13598	15441	18011	20987
短期借款及交易性金融负债	15211	13475	14863	14516	营业外净收支	(43)	126	88	57
应付款项	57539	67067	74750	81765	<b>利润总额</b>	<b>13554</b>	<b>15566</b>	<b>18099</b>	<b>21044</b>
其他流动负债	36643	40454	45478	49639	所得税费用	2232	2498	2908	3408
<b>流动负债合计</b>	<b>109393</b>	<b>120997</b>	<b>135091</b>	<b>145920</b>	少数股东损益	2446	144	167	194
长期借款及应付债券	18535	17535	15259	13259	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>8877</b>	<b>12924</b>	<b>15023</b>	<b>17441</b>
其他长期负债	7421	8037	8465	9095					
<b>长期负债合计</b>	<b>25956</b>	<b>25572</b>	<b>23724</b>	<b>22354</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>135348</b>	<b>146569</b>	<b>158815</b>	<b>168275</b>	净利润	8877	12924	15023	17441
少数股东权益	1295	1381	1464	1562	资产减值准备	491	(406)	(50)	(79)
股东权益	66816	74571	82083	90803	折旧摊销	4901	2754	2898	2939
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>203459</b>	<b>222521</b>	<b>242362</b>	<b>260640</b>	公允价值变动损失	(1565)	(550)	(550)	(400)
					财务费用	1196	856	647	424
关键财务与估值指标					营运资本变动	13310	6509	6980	3682
	2020	2021E	2022E	2023E	其它	1019	493	133	177
每股收益	0.98	1.43	1.66	1.93	<b>经营活动现金流</b>	<b>27032</b>	<b>21724</b>	<b>24434</b>	<b>23760</b>
每股红利	0.38	0.57	0.83	0.97	资本开支	(6931)	(267)	(300)	(220)
每股净资产	7.40	8.26	9.09	10.06	其它投资现金流	(1857)	(1299)	(2079)	(3326)
ROIC	13%	18%	25%	33%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(9895)</b>	<b>(3750)</b>	<b>(4347)</b>	<b>(5558)</b>
ROE	13%	17%	18%	19%	权益性融资	1331	0	0	0
毛利率	30%	30%	30%	30%	负债净变化	(1455)	(1000)	(2276)	(2000)
EBIT Margin	5%	6%	6%	7%	支付股利、利息	(3397)	(5170)	(7512)	(8721)
EBITDA Margin	8%	7%	8%	8%	其它融资现金流	1518	(1735)	1387	(346)
收入增长	4%	16%	12%	10%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(6855)</b>	<b>(7905)</b>	<b>(8400)</b>	<b>(11067)</b>
净利润增长率	8%	46%	16%	16%	<b>现金净变动</b>	<b>10283</b>	<b>10069</b>	<b>11686</b>	<b>7135</b>
资产负债率	67%	66%	66%	65%	货币资金的期初余额	36179	46461	56530	68216
息率	1.4%	2.1%	3.1%	3.6%	货币资金的期末余额	46461	56530	68216	75351
P/E	27.5	18.9	16.3	14.0	企业自由现金流	20498	21377	24272	23440
P/B	3.7	3.3	3.0	2.7	权益自由现金流	20561	17923	22840	20738
EV/EBITDA	23.8	22.3	19.8	17.7					

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032