

海尔智家（600690.SH） Q3 业绩符合预期，净利率提升长逻辑不变

2021 年 10 月 30 日

——公司信息更新报告

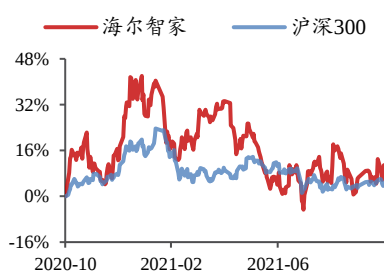
投资评级：买入（维持）
吕明（分析师）

lvming@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

日期	2021/10/29
当前股价(元)	27.20
一年最高最低(元)	35.95/23.46
总市值(亿元)	2,555.69
流通市值(亿元)	1,715.93
总股本(亿股)	93.96
流通股本(亿股)	63.09
近 3 个月换手率(%)	38.4

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《公司信息更新报告-2021H1 业绩高增，净利率改善逻辑持续兑现》-2021.8.31

《公司信息更新报告-股票期权激励夯实公司长期增长信心》-2021.8.1

《公司首次覆盖报告-战略契合白电三大趋势，净利率估值有望双提升》-2021.6.15

● Q3 业绩符合预期，长期净利率提升逻辑不变，维持“买入”评级

2021Q1-Q3 公司营收 1699.6 亿元(+10.1%)，归母净利润 99.4 亿元(+57.7%)。其中 Q3 营收 583.5 亿元(-0.6%)，归母净利润 30.8 亿元(-12.4%)，主系 2020M9 出售卡奥斯业务影响。若剔除卡奥斯影响并假设 2020Q1-Q3 公司 100%持有海尔电器，公司 2021Q1-Q3 营收+20.4%，归母净利润+60.2%。其中 Q3 营收+9.2%，归母净利润+14.6%，表现良好。公司作为白电龙头，具备全套系产品、全球品牌矩阵，在全球化业务协同、高效运营体系优势明显，净利率有望持续提升。维持盈利预测，预计 2021-2023 年归母净利润为 130.1/147.9/168.8 亿元，对应 EPS 分别为 1.39/1.57/1.80 元，当前股价对应 PE 为 19.6/17.3/15.1 倍，维持“买入”评级。

● 卡萨帝品牌拉动国内业务高增长，国外业务经营利润率稳步改善

国内国外业务齐头并进。(1)国内业务：2021Q1-Q3 收入+4.0%，若剔除卡奥斯剥离影响，同口径下 2021Q1-Q3 收入+24.3%。其中高端品牌卡萨帝 2021Q1-Q3 收入+57%，各品类市场份额进一步提升。根据奥维云网，2021M9 海尔品牌空调/冰箱/洗衣机线上零售额分别+28%/27%/21%，市占率分别+2.4/4.8/3.0pcts，销售趋势向好。(2)国外业务：2021Q1-Q3 收入+16.8%，经营利润率+1.7pcts，主系线上份额提升带来的结构优化，坚持本土化布局、全球协同平台对成本效率的改善。

● 收入结构优化带动毛利率逆势提升，信用减值损失提升致净利率略有下滑

2021Q1-Q3 公司毛利率 30.2%(+2.2pcts)，Q3 毛利率 30.5%(+2.4pcts)。原材料涨价下，毛利率逆势提升主系：国内卡萨帝收入加速增长优化产品结构、制造效率提升，以及海外产品结构提升、供应链布局优化。2021Q1-Q3 公司销售/管理/研发/财务费用率分别+0.2/-0.1/+0.4/-0.6pct，其中 Q3 分别+1.0/+0.1/+0.7/-0.8pct，若剔除卡奥斯业务影响，同口径下 2021Q1-Q3 公司销售/管理费用率分别-1.1/-0.6pct，主系规模增长的摊薄及数字化运营提效。2021Q1-Q3 公司净利率 5.9%(+0.7pct)，Q3 净利率 5.3%(-0.7pct)，下滑主系信用减值损失提升阶段影响。

● 风险提示：行业竞争加剧；原材料价格上涨；海外运营风险。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	200,762	209,726	231,053	253,081	277,405
YOY(%)	9.5	4.5	10.2	9.5	9.6
归母净利润(百万元)	8,206	8,877	13,014	14,792	16,875
YOY(%)	10.3	8.2	46.6	13.7	14.1
毛利率(%)	29.8	29.7	31.0	32.0	32.9
净利率(%)	4.1	4.2	5.6	5.8	6.1
ROE(%)	19.0	16.6	16.9	16.7	16.5
EPS(摊薄/元)	0.87	0.94	1.39	1.57	1.80
P/E(倍)	31.1	28.8	19.6	17.3	15.1
P/B(倍)	5.4	4.0	3.4	3.0	2.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	100547	114248	109245	130469	134474
现金	36179	46461	41948	44442	49876
应收票据及应收账款	24967	30066	33217	33539	38989
其他应收款	2164	1717	2300	1085	3381
预付账款	1273	765	1141	1610	788
存货	28229	29447	24628	42893	34609
其他流动资产	7736	5790	6011	6900	6830
非流动资产	86907	89212	93805	96188	98762
长期投资	20461	21568	25368	27822	30949
固定资产	21180	20896	21120	20874	20408
无形资产	10880	10186	11320	11438	11696
其他非流动资产	34386	36563	35997	36054	35709
资产总计	187454	203459	203050	226657	233236
流动负债	95610	109393	102575	118275	115279
短期借款	8585	7688	8136	7912	8024
应付票据及应付账款	53059	57539	59065	68409	68428
其他流动负债	33966	44166	35373	41953	38827
非流动负债	26855	25956	22154	18489	14426
长期借款	20281	18535	15157	11280	7322
其他非流动负债	6574	7421	6997	7209	7103
负债合计	122464	135348	124729	136764	129705
少数股东权益	17102	1295	1426	1575	1746
股本	6580	9028	9396	9396	9396
资本公积	4436	15009	15009	15009	15009
留存收益	35123	41490	50448	60563	72007
归属母公司股东权益	47888	66816	76895	88318	101785
负债和股东权益	187454	203459	203050	226657	233236

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	15083	17599	11836	16374	19854
净利润	12334	11323	13146	14941	17045
折旧摊销	4663	5089	3675	4144	4635
财务费用	893	1196	1096	1651	2149
投资损失	-5480	-4060	-2000	-2000	-2000
营运资金变动	848	1457	-3972	-2341	-1911
其他经营现金流	1823	2594	-108	-21	-64
投资活动现金流	-10962	-5264	-5605	-4784	-5006
资本支出	6194	7774	2081	-715	-231
长期投资	-1969	829	-3801	-2790	-3127
其他投资现金流	-6736	3339	-7324	-8289	-8364
筹资活动现金流	-6013	-1026	-10745	-9096	-9414
短期借款	2287	-897	449	-224	112
长期借款	-4452	-1746	-3378	-3877	-3957
普通股增加	211	2448	368	0	0
资本公积增加	2227	10573	0	0	0
其他筹资现金流	-6285	-11404	-8184	-4994	-5569
现金净增加额	-1598	10672	-4514	2495	5434

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	200762	209726	231053	253081	277405
营业成本	140868	147475	159508	172179	186005
营业税金及附加	802	661	976	1015	1067
营业费用	33682	33642	36737	40113	43830
管理费用	10113	10053	10859	11768	12761
研发费用	6267	6860	9242	11389	13870
财务费用	893	1196	1096	1651	2149
资产减值损失	-861	-1336	-139	-152	-166
其他收益	1282	1151	1059	1097	1147
公允价值变动收益	77	63	63	63	63
投资净收益	5480	4060	2000	2000	2000
资产处置收益	486	-13	-13	-13	-13
营业利润	14449	13598	15882	18264	21087
营业外收入	391	197	197	197	197
营业外支出	210	241	241	241	241
利润总额	14631	13554	15838	18221	21043
所得税	2296	2232	2692	3280	3998
净利润	12334	11323	13146	14941	17045
少数股东损益	4128	2446	131	149	170
归母净利润	8206	8877	13014	14792	16875
EBITDA	20067	18939	19222	21991	25054
EPS(元)	0.87	0.94	1.39	1.57	1.80

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	9.5	4.5	10.2	9.5	9.6
营业利润(%)	26.9	-5.9	16.8	15.0	15.5
归属于母公司净利润(%)	10.3	8.2	46.6	13.7	14.1
获利能力					
毛利率(%)	29.8	29.7	31.0	32.0	32.9
净利率(%)	4.1	4.2	5.6	5.8	6.1
ROE(%)	19.0	16.6	16.9	16.7	16.5
ROIC(%)	14.7	11.1	12.0	12.7	13.3
偿债能力					
资产负债率(%)	65.3	66.5	61.4	60.3	55.6
净负债比率(%)	6.2	-12.7	-13.9	-19.4	-25.9
流动比率	1.1	1.0	1.1	1.1	1.2
速动比率	0.7	0.7	0.8	0.7	0.8
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.1	1.1	1.2	1.2
应收账款周转率	8.1	7.6	7.3	7.6	7.6
应付账款周转率	2.8	2.7	2.7	2.7	2.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.87	0.94	1.39	1.57	1.80
每股经营现金流(最新摊薄)	1.61	1.87	1.26	1.74	2.11
每股净资产(最新摊薄)	5.05	6.86	7.89	9.11	10.54
估值比率					
P/E	31.1	28.8	19.6	17.3	15.1
P/B	5.4	4.0	3.4	3.0	2.6
EV/EBITDA	13.8	13.0	12.7	10.8	9.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%～+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn