

海尔智家 (600690.SH) / 家电

证券研究报告/公司点评

2021年10月29日

**评级: 买入 (维持)**

市场价格:

分析师: 邓欣

执业证书编号: S0740518070004

电话: 021-20315125

Email: dengxin@f.qlzq.com.cn

**公司盈利预测及估值**

| 指标         | 2019A  | 2020A   | 2021E   | 2022E   | 2023E   |
|------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 (百万元) | 200762 | 209,726 | 234,029 | 259,304 | 283,990 |
| 增长率 yoy%   | 10%    | 4%      | 12%     | 11%     | 10%     |
| 净利润 (百万元)  | 8,206  | 8,877   | 12,719  | 15,901  | 18,085  |
| 增长率 yoy%   | 10%    | 8%      | 43%     | 25%     | 14%     |
| 每股收益 (元)   | 1.2    | 1.0     | 1.4     | 1.8     | 2.0     |
| 每股现金流量     | 1.6    | 1.9     | 2.0     | 2.5     | 2.8     |
| 净资产收益率     | 13%    | 13%     | 16%     | 16%     | 15%     |
| P/E        | 21.8   | 27.7    | 19.3    | 15.4    | 13.6    |
| PEG        | 2.1    | 3.4     | 0.4     | 0.6     | 1.0     |
| P/B        | 3.7    | 3.7     | 3.2     | 2.7     | 2.3     |

备注: 股价取自 2021 年 10 月 29 日收盘价

**基本状况**

|          |       |
|----------|-------|
| 总股本(亿股)  | 93.96 |
| 流通股本(亿股) | 63.09 |
| 市价(元)    | 27.20 |
| 市值(亿元)   | 2451  |
| 流通市值(亿元) | 1716  |

**股价与行业-市场走势对比**



**相关报告**

**公司深度:**

《预期差大的白电龙头》

2020.8.14

**公司点评:**

《海外盈利大幅提升》

2021.8.30

《盈利改善延续》

2021.4.30

《盈利改善显著释放》

2021.3.31

《降费提效, Q3 超预期》

2020.10.30

**投资要点**

**公司披露 2021 年三季报:**

2021 前三季度: 收入、归母、扣非分为 1700 亿、99 亿、91 亿, 同比+10%、+58%、+121%。  
2021Q3: 收入、归母、扣非分为 583 亿、31 亿、28 亿, 同比-1%、-12%、+83%。

如剔除卡奥斯业务对同期收入和利润的贡献, 以及假设去年同期 100%持有海尔电器, 按同口径比较, 2021 年前三季度公司累计收入、归母净利润分别较 2020 年同期增长 20.4%、60.2%; 其中三季度单季度收入、归母净利润分别较 2020 年同期增长 9.2%、14.6%。

■ **国内: 卡萨帝维持高增长**

中国区前三季度剔除卡奥斯增长 24%。其中卡萨帝 1-9 月增长 57%。分品类看, 传统强势品类如冰箱、洗衣机零售端线上、线下份额均保持提升。此前竞争力相对弱的空调、厨电, 通过卡萨帝品牌在高端型号打开局面, 也实现较快增长。

■ **海外: 利润继续改善**

前三季度海外业务收入较 2020 年同期增长 16.8%; 经营利润率较 2020 年同期提升 1.7 pct。海外业务持续快速增长缘于: ①始终坚持研发、制造、营销三位一体本土化布局 ②面对海外疫情, 深化线上布局 ③发挥全球供应链优势对抗成本压力。

■ **利润: 提效持续, 研发加码**

毛利率: Q3 单季度 30.5%, 较同期+2.4pct, 环比-1pct, 同比提升主要源于低毛利业务出表。

费用率: 剔除卡奥斯影响, 前三季度销售费用率同口径-1.1pct, 管理费用-0.6pct, 提效持续; 单 Q3 研发费用率 4.2%, 同比+0.7pct, 系智能化增加投入所致 (智家 app、智家大脑、三翼鸟)。

■ **并购: 定价合理, 治理结构再升级**

据公司公告, 海尔智家分别以 3XPE、1XPB 向海尔集团收购大连海尔电冰箱有限公司 10%股权、青岛海尔特种电冰柜有限公司 3.94%股权, 收购完成后海尔智家将持有前述两公司 100%股权, 意在精简股权关系, 增厚归母净利润。

公司还以 5.6XPE 收购集团旗下青岛海尔质量检测公司 100%股权, 意在加强协同、减少关联交易。

**投资建议:**

公司多年坚持高端化和海外自主创新牌战略逐渐开花结果, 预计公司 21-23 年收入 2340、2593、2840 亿, yoy+12%、11%、10%; 预计 21-23 年业绩 127、159、181 亿, yoy+43%、25%、14%。维持“买入”建议。

■ **风险提示:**

原材料价格再次大幅提升、地缘政治风险

图表 1: 海尔智家三大财务报表

| 资产负债表          |                |                |                |                | 利润表             |         |         |         |         |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|---------|---------|---------|---------|
| 单位:百万元         |                |                |                |                | 单位:百万元          |         |         |         |         |
| 会计年度           | 2020           | 2021E          | 2022E          | 2023E          | 会计年度            | 2020    | 2021E   | 2022E   | 2023E   |
| 货币资金           | 46,461         | 59,918         | 79,126         | 93,105         | 营业收入            | 209,726 | 234,029 | 259,304 | 283,990 |
| 应收票据           | 14,136         | 16,382         | 18,151         | 19,879         | 营业成本            | 147,475 | 162,650 | 178,920 | 195,385 |
| 应收账款           | 15,930         | 15,889         | 15,547         | 16,182         | 税金及附加           | 661     | 989     | 1,040   | 1,092   |
| 预付账款           | 765            | 813            | 895            | 977            | 销售费用            | 33,642  | 35,572  | 38,896  | 41,888  |
| 存货             | 29,447         | 31,229         | 34,353         | 37,514         | 管理费用            | 10,053  | 10,765  | 11,280  | 12,212  |
| 合同资产           | 263            | 342            | 474            | 472            | 研发费用            | 6,860   | 7,655   | 8,482   | 9,289   |
| 其他流动资产         | 7,509          | 8,758          | 9,665          | 10,391         | 财务费用            | 1,196   | 976     | 1,069   | 1,038   |
| 流动资产合计         | 114,248        | 132,989        | 157,737        | 178,048        | 信用减值损失          | -166    | -120    | -229    | -125    |
| 其他长期投资         | 359            | 397            | 437            | 476            | 资产减值损失          | -1,336  | -844    | -706    | -600    |
| 长期股权投资         | 21,568         | 21,568         | 23,000         | 25,000         | 公允价值变动收益        | 63      | 50      | 50      | 50      |
| 固定资产           | 20,879         | 20,255         | 19,948         | 27,170         | 投资收益            | 4,060   | 3,821   | 4,454   | 4,112   |
| 在建工程           | 3,597          | 3,697          | 3,547          | 3,247          | 其他收益            | 1,151   | 1,151   | 1,151   | 1,151   |
| 无形资产           | 10,018         | 10,783         | 11,142         | 11,190         | 营业利润            | 13,598  | 19,466  | 24,324  | 27,660  |
| 其他非流动资产        | 32,790         | 32,880         | 32,983         | 33,083         | 营业外收入           | 197     | 198     | 198     | 197     |
| 非流动资产合计        | 89,211         | 89,580         | 91,057         | 100,166        | 营业外支出           | 241     | 241     | 241     | 241     |
| <b>资产合计</b>    | <b>203,459</b> | <b>222,569</b> | <b>248,794</b> | <b>278,214</b> | 利润总额            | 13,554  | 19,423  | 24,281  | 27,616  |
| 短期借款           | 7,688          | 7,188          | 6,688          | 6,188          | 所得税             | 2,231   | 3,199   | 3,998   | 4,547   |
| 应付票据           | 21,236         | 23,621         | 25,813         | 27,870         | 净利润             | 11,323  | 16,224  | 20,283  | 23,069  |
| 应付账款           | 36,303         | 39,036         | 42,941         | 46,892         | 少数股东损益          | 2,446   | 3,505   | 4,382   | 4,984   |
| 预收款项           | 0              | 0              | 0              | 0              | 归属母公司净利润        | 8,877   | 12,719  | 15,901  | 18,085  |
| 合同负债           | 7,049          | 7,021          | 7,779          | 8,520          | NOPLAT          | 12,322  | 17,040  | 21,176  | 23,936  |
| 其他应付款          | 17,056         | 17,056         | 17,056         | 17,056         | EPS (摊薄)        | 0.98    | 1.41    | 1.76    | 2.00    |
| 一年内到期的非流动负债    | 7,523          | 7,523          | 7,523          | 7,523          |                 |         |         |         |         |
| 其他流动负债         | 12,537         | 14,256         | 15,949         | 17,556         | <b>主要财务比率</b>   |         |         |         |         |
| 流动负债合计         | 109,392        | 115,701        | 123,749        | 131,605        | 会计年度            | 2020E   | 2021E   | 2022E   | 2023E   |
| 长期借款           | 11,821         | 11,521         | 11,221         | 11,521         | <b>成长能力</b>     |         |         |         |         |
| 应付债券           | 6,714          | 6,714          | 6,714          | 6,714          | 营业收入增长率         | 4.5%    | 11.6%   | 10.8%   | 9.5%    |
| 其他非流动负债        | 7,421          | 7,421          | 7,421          | 7,421          | EBIT增长率         | -5.0%   | 38.3%   | 24.3%   | 13.0%   |
| 非流动负债合计        | 25,956         | 25,656         | 25,356         | 25,656         | 归母公司净利润增长率      | 8.2%    | 43.3%   | 25.0%   | 13.7%   |
| <b>负债合计</b>    | <b>135,348</b> | <b>141,357</b> | <b>149,105</b> | <b>157,261</b> | <b>获利能力</b>     |         |         |         |         |
| 归属母公司所有者权益     | 66,816         | 76,412         | 90,508         | 106,788        | 毛利率             | 29.7%   | 30.5%   | 31.0%   | 31.2%   |
| 少数股东权益         | 1,295          | 4,800          | 9,181          | 14,165         | 净利率             | 5.4%    | 6.9%    | 7.8%    | 8.1%    |
| <b>所有者权益合计</b> | <b>68,111</b>  | <b>81,212</b>  | <b>99,689</b>  | <b>120,953</b> | ROE             | 13.0%   | 15.7%   | 16.0%   | 15.0%   |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>203,459</b> | <b>222,569</b> | <b>248,794</b> | <b>278,214</b> | ROIC            | 19.3%   | 22.7%   | 23.7%   | 22.6%   |
|                |                |                |                |                | <b>偿债能力</b>     |         |         |         |         |
| <b>现金流量表</b>   | 单位:百万元         |                |                |                | 资产负债率           | 66.5%   | 63.5%   | 59.9%   | 56.5%   |
| 会计年度           | 2020E          | 2021E          | 2022E          | 2023E          | 债务权益比           | 60.4%   | 49.7%   | 39.7%   | 32.5%   |
| <b>经营活动现金流</b> | 17,599         | 18,751         | 23,857         | 26,066         | 流动比率            | 1.0     | 1.1     | 1.3     | 1.4     |
| 现金收益           | 17,608         | 22,219         | 26,347         | 29,101         | 速动比率            | 0.8     | 0.9     | 1.0     | 1.1     |
| 存货影响           | -1,218         | -1,782         | -3,124         | -3,161         | <b>营运能力</b>     |         |         |         |         |
| 经营性应收影响        | -3,256         | -1,408         | -803           | -1,845         | 总资产周转率          | 1.0     | 1.1     | 1.0     | 1.0     |
| 经营性应付影响        | 6,575          | 5,118          | 6,097          | 6,009          | 应收账款周转天数        | 23      | 24      | 22      | 20      |
| 其他影响           | -2,110         | -5,396         | -4,660         | -4,037         | 应付账款周转天数        | 86      | 83      | 82      | 83      |
| <b>投资活动现金流</b> | -5,264         | -5,346         | -6,432         | -6,691         | 存货周转天数          | 70      | 67      | 66      | 66      |
| 资本支出           | -5,345         | -5,261         | -4,897         | -11,964        | <b>每股指标 (元)</b> |         |         |         |         |
| 股权投资           | -1,107         | 0              | -1,432         | -2,000         | 每股收益            | 0.98    | 1.41    | 1.76    | 2.00    |
| 其他长期资产变化       | 1,188          | -85            | -103           | 7,273          | 每股经营现金流         | 1.87    | 2.00    | 2.54    | 2.77    |
| <b>融资活动现金流</b> | -1,026         | 52             | 1,783          | -5,396         | 每股净资产           | 7.11    | 8.13    | 9.63    | 11.37   |
| 借款增加           | -2,438         | -800           | -800           | -200           | <b>估值比率</b>     |         |         |         |         |
| 股利及利息支付        | -4,290         | -4,553         | -5,469         | -6,066         | P/E             | 28      | 19      | 15      | 14      |
| 股东融资           | 1,331          | 1,000          | 1,000          | 1,000          | P/B             | 4       | 3       | 3       | 2       |
| 其他影响           | 4,371          | 4,405          | 7,052          | -130           | EV/EBITDA       | 31      | 24      | 20      | 18      |

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

|      | 评级 | 说明                                  |
|------|----|-------------------------------------|
| 股票评级 | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上      |
|      | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间   |
|      | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间 |
|      | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上      |
| 行业评级 | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上       |
|      | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间 |
|      | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上       |

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的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, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的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。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。