

海尔智家 (600690.SH)

2021 年年报点评：四季度经营韧性凸显，全年业绩表现靓丽

买入

核心观点

业绩靓丽高增，Q4 经营稳健。公司 2021 年实现营收 2275.6 亿/+8.5%，归母净利润为 130.7 亿/+47.1%，归母扣非净利润为 118.3 亿/+83.2%。其中 Q4 营收 575.9 亿/+4.1%，归母净利润为 31.3 亿/+21.6%，归母扣非净利润为 27.8 亿/+17.3%。考虑到公司 2020Q3 剥离卡奥斯业务，同口径下公司 2021 年收入增长 15.8%。公司拟每 10 股派现金红利 4.6 元（含税），股利支付率为 33.1%。Q4 在原材料成本的压力下，公司毛利率依然稳定，同时通过优化管理及销售费用等方式，保障盈利能力的平稳，全年营收利润实现靓丽高增。

国内业务市占率持续提升，高端品牌卡萨帝增长 40%；海外立足本土化运营和全球化供应体系，各区域增长强劲。1) 公司 2021 年国内实现收入 1207.9 亿，同比高增 22.2%，增长主要源于各品类市占率的提升和卡萨帝的快速成长。公司国内冰箱收入增长 21.4%至 417 亿，H2 增长 14.4%；洗衣机收入增长 18%至 307 亿，H2 增长 13.7%；空调收入增长 26.2%至 322 亿，H2 增长 20%；热水器及净水机收入增长 24.3%至 127 亿，H2 增长 18.8%，行业龙头地位不断加强。卡萨帝 2021 年新建超 1000 家三翼鸟场景店，营收首次突破百亿达到 129 亿，同比增长超 40%。2) 外销得益于高端占比提升和抓住线上渠道及数字化营销的趋势，海尔 2021 年海外收入 1137.3 亿，同比增长 13.0%。其中北美市场增长 10.3%至 702.8 亿，欧洲市场增长 19.5%至 197.4 亿，澳新市场增长 17.3%至 70.1 亿，南亚市场增长 30.5%至 71.4 亿，东南亚市场增长 15.0%至 47.4 亿，日本市场下滑 3.4%至 34.9 亿（日元口径增长 6.3%）。

提质增效持续推进，盈利韧性显现。在原材料成本的挑战下，公司通过优化产品结构、提升高端占比、优化运营效率和费用投放等方式，保障盈利能力稳中有升。2021 年公司毛利率提升 1.6pct 至 31.2%，在不受卡奥斯影响的单四季度，公司毛利率也只小幅下滑了 0.03pct，凸显出公司较强的韧性。费用端，剔除卡奥斯影响的同口径下，公司 2021 年销售费用率和管理费用率分别优化 1.1pct 和 0.5pct，Q4 优化了 0.3/0.2pct，国内数字化转型和海外运营效率提升成效显著。公司 2021 年净利率同比提升 0.4pct 至 5.8%，其中国内经营利润率达到 6.2%/+0.3pct，海外经营利润率达到 5.2%/+1.2pct。Q4 受到财务费用和研发费用投入增长的影响，净利率下降 0.5pct 至 5.5%。

风险提示：行业竞争加剧；原材料价格大幅上涨；汇率大幅波动。

投资建议：调整盈利预测，维持“买入”评级。

考虑到近期原材料价格再次出现抬升趋势，调整盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润 150/173/200 亿元（前值为 154/181/197 亿），同比增速 15/15/15%；摊薄 EPS=1.59/1.84/2.11 元，对应 PE=15/13/11x。公司高端化、全球化、套系化等战略布局进入收获期，利润持续改善，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

| | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 209,726 | 227,556 | 249,919 | 271,309 | 289,534 |
| (+/-%) | 4.5% | 8.5% | 9.83% | 8.56% | 6.72% |
| 净利润(百万元) | 8877 | 13067 | 15030 | 17339 | 19968 |
| (+/-%) | 8.2% | 47.2% | 15.0% | 15.4% | 15.2% |
| 每股收益(元) | 0.98 | 1.39 | 1.59 | 1.84 | 2.11 |
| EBIT Margin | 5.3% | 6.6% | 6.7% | 6.8% | 7.3% |
| 净资产收益率 (ROE) | 13.3% | 16.4% | 16.9% | 17.8% | 18.6% |
| 市盈率 (PE) | 24.0 | 17.0 | 14.8 | 12.9 | 11.2 |
| EV/EBITDA | 21.9 | 18.2 | 17.5 | 16.2 | 14.6 |
| 市净率 (PB) | 3.2 | 2.8 | 2.5 | 2.3 | 2.1 |

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

公司研究·财报点评

家用电器·白色家电

证券分析师：陈伟奇

0755-81982606

chenweiqi@guosen.com.cn

S0980520110004

证券分析师：王兆康

0755-81983063

wangzk@guosen.com.cn

S0980520120004

联系人：邹会阳

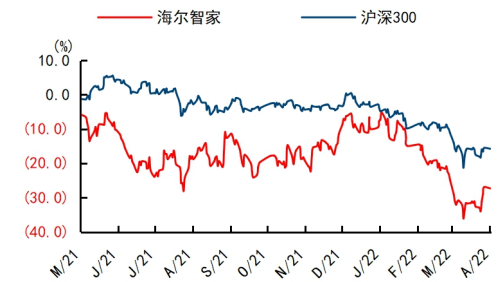
0755-81981518

zouhuiyang@guosen.com.cn

基础数据

| | |
|-------------|-------------------|
| 投资评级 | 买入(维持) |
| 合理估值 | 28.08 - 30.43 元 |
| 收盘价 | 23.62 元 |
| 总市值/流通市值 | 223138/223138 百万元 |
| 52 周最高价/最低价 | 33.90/20.40 元 |
| 近 3 个月日均成交额 | 903.17 百万元 |

市场走势



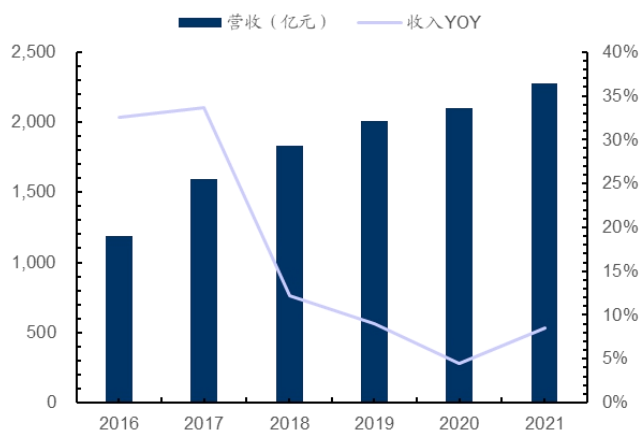
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《海尔智家-600690-事件快评：港股配售获通过，引入海尔集团层面持股》——2022-01-12
- 《海尔智家-600690-事件快评：战略发力生活电器，完善生态场景布局》——2021-12-17
- 《海尔智家-600690-2021 年三季度点评：国内外稳健增长，盈利持续改善》——2021-11-02
- 《海尔智家-600690-2021 年半年报点评：业绩超预期，内外齐增动力足》——2021-09-03
- 《海尔智家-600690-事件快评：期权激励锚定长远，5 年高增长强激励》——2021-08-02

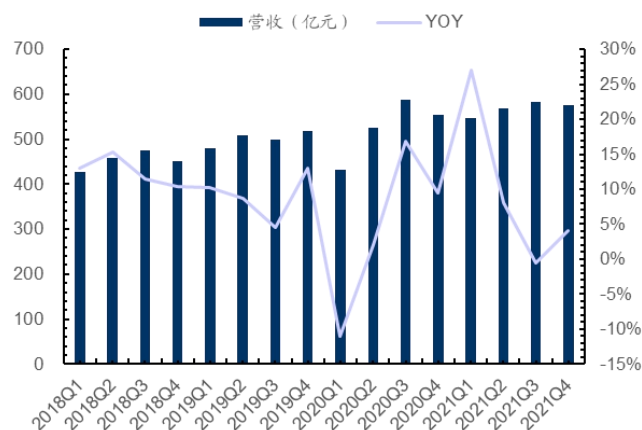
业绩靓丽高增，Q4 经营稳健。公司 2021 年实现营收 2275.6 亿/+8.5%，归母净利润为 130.7 亿/+47.1%，归母扣非净利润为 118.3 亿/+83.2%。其中 Q4 营收 575.9 亿/+4.1%，归母净利润为 31.3 亿/+21.6%，归母扣非净利润为 27.8 亿/+17.3%。考虑到公司 2020Q3 剥离卡奥斯业务，同口径下公司 2021 年收入增长 15.8%。公司拟每 10 股派现金红利 4.6 元（含税），股利支付率为 33.1%。Q4 在原材料成本的压力下，公司毛利率依然稳定，同时通过优化管理及销售费用等方式，保障盈利能力的平稳，全年营收利润实现靓丽高增。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



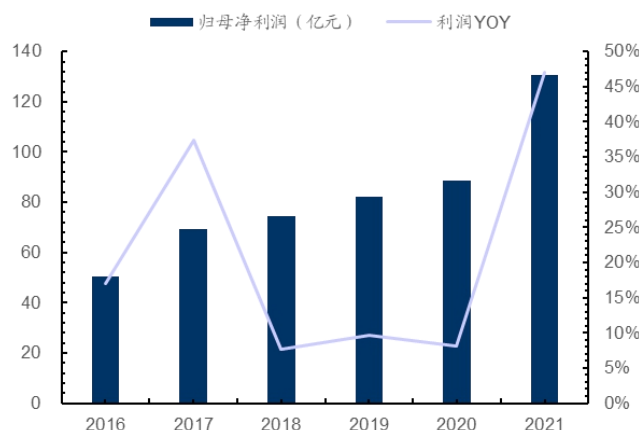
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



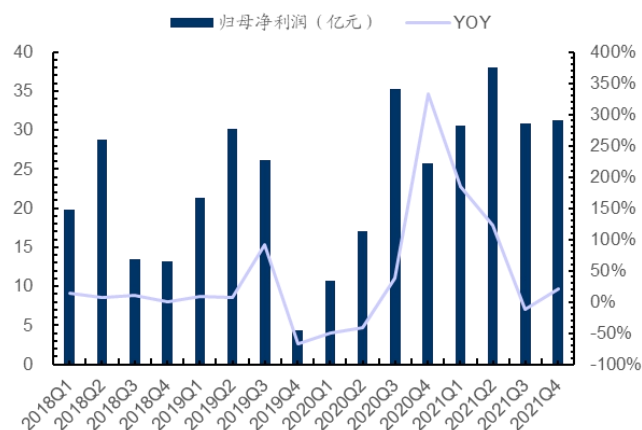
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

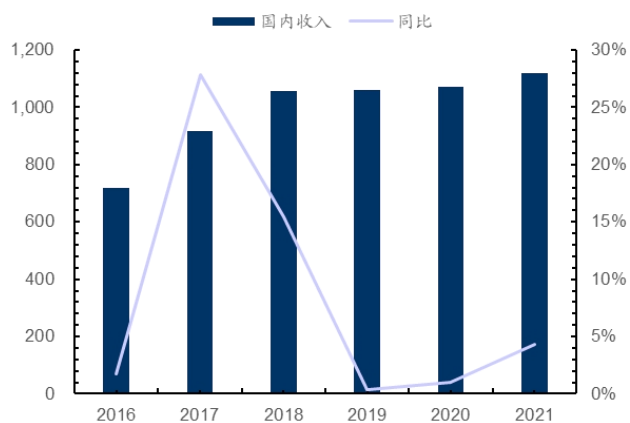
国内各业务市占率持续提升，高端品牌卡萨帝增长 40%。公司 2021 年国内实现收入 1207.9 亿，同比高增 22.2%，增长主要源于各品类市占率的提升和卡萨帝的快速成长。根据中怡康的数据，2021 年海尔冰箱线上线下市占率分别提升 2.7/2.1pct 至 37.8%/41.3%，海尔洗衣机线上线下市占率分别提升 0.5/2.9pct 至 40.4%/43.1%，热水器线上线下市占率分别提升 2.4/3.5pct 至 30.7%/28.1%，空调线上线下市占率提升 2.4/2.5pct 至 13.6%/16.8%，行业龙头地位不断加强。

体现在收入上，2021 年公司国内冰箱收入增长 21.4%至 417 亿，H2 增长 14.4%；

洗衣机收入增长 18%至 307 亿, H2 增长 13.7%; 空调收入增长 26.2%至 322 亿, H2 增长 20%; 热水器及净水机收入增长 24.3%至 127 亿, H2 增长 18.8%; 厨电收入增长 26.1%至 35 亿, H2 增长 13.7%。在疫情同比影响较为弱化的下半年, 公司各业务依然保持强劲增长势头。卡萨帝 2021 年新建 1000 余家三翼鸟场景店, 营收首次突破百亿达到 129 亿, 同比增长超 40%。

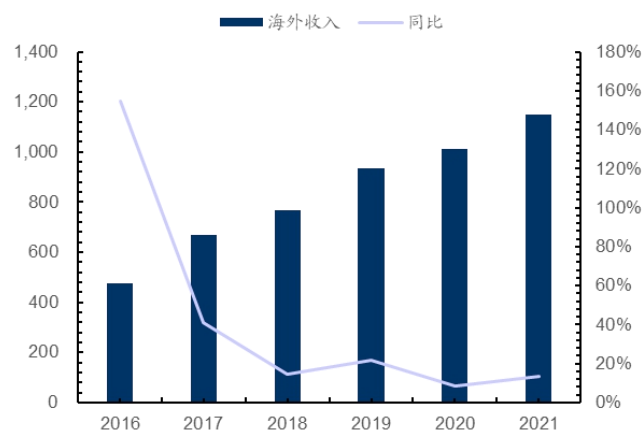
海外立足本土化运营和全球化供应体系, 各区域增长强劲。得益于高端占比提升和抓住线上渠道及数字化营销的趋势, 海尔 2021 年海外实现收入 1137.3 亿, 同比增长 13.0%, H2 收入增长 4.2%。其中北美市场增长 10.3%至 702.8 亿(美元口径收入增长 18%), H2 增长 2.2%; 欧洲市场增长 19.5%至 197.4 亿, H2 增长 8.9%; 澳新市场增长 17.3%至 70.1 亿, H2 增长 2.0%; 南亚市场增长 30.5%至 71.4 亿, H2 增长 16.3%; 东南亚市场增长 15.0%至 47.4 亿, H2 增长 5.7%; 日本市场下滑 3.4%至 34.9 亿(日元口径收入增长 6.3%), H2 下滑 5.6%。

图5: 公司国内收入及增速(单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

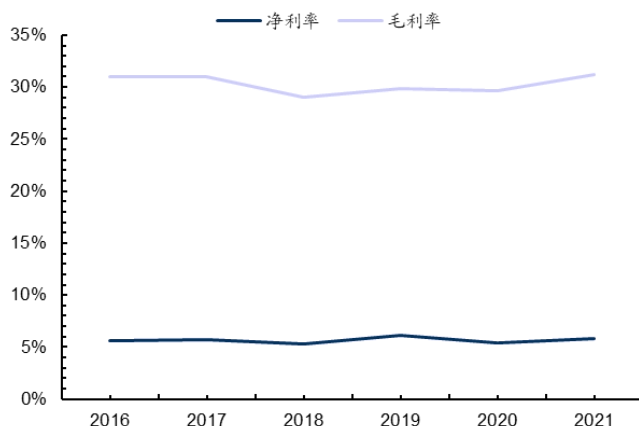
图6: 公司海外收入及增速(单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

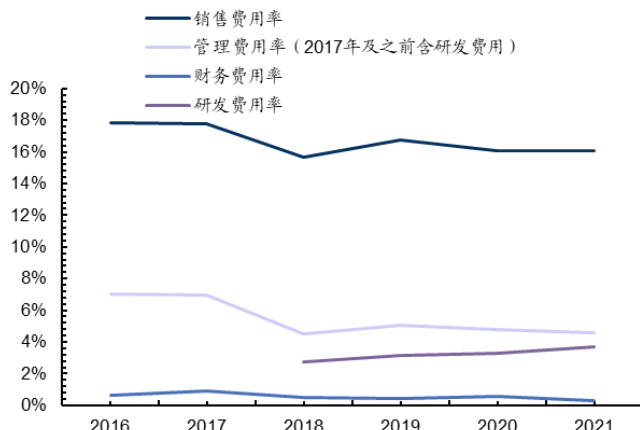
提质增效持续推进, 盈利韧性显现。在原材料成本的挑战下, 公司通过优化产品结构、提升高端占比、优化运营效率和费用投放等方式, 保障盈利能力稳中有升。2021 年公司毛利率提升 1.6pct 至 31.2%, 在不受卡奥斯影响的单四季度, 公司毛利率也只小幅下滑了 0.03pct, 凸显出公司强大的盈利韧性。费用端, 剔除卡奥斯影响的同口径下, 公司 2021 年销售费用率和管理费用率分别优化 1.1pct 和 0.5pct, Q4 优化了 0.3/0.2pct, 国内数字化转型和海外运营效率提升成效显著。公司 2021 年净利率同比提升 0.4pct 至 5.8%, 其中国内经营利润率达到 6.2%/+0.3pct, 海外经营利润率达到 5.2%/+1.2pct。Q4 受到财务费用和研发费用投入增长的影响, 净利率下降 0.5pct 至 5.5%。

图7：公司毛/净利率情况



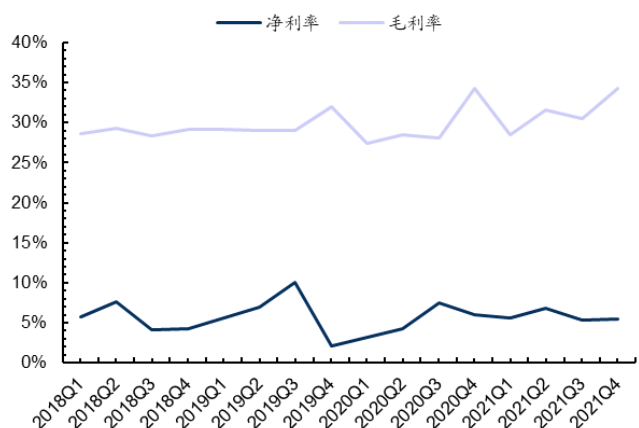
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司费用率情况



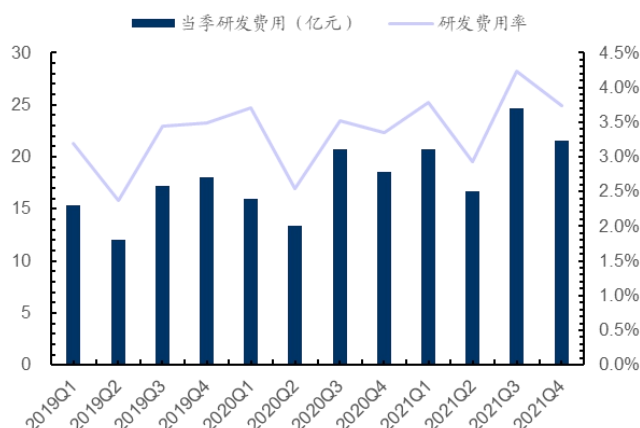
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：公司单季度毛/净利率情况



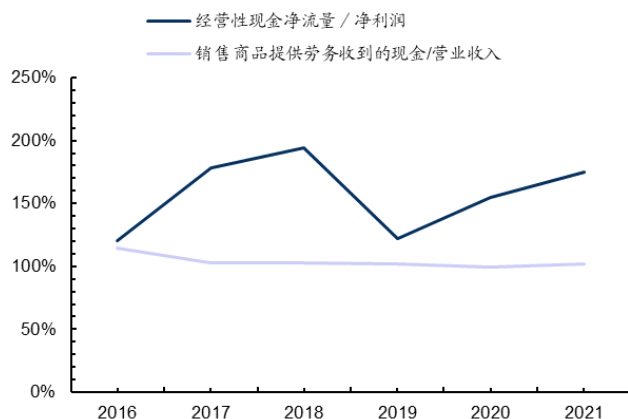
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：公司单季度研发费用情况

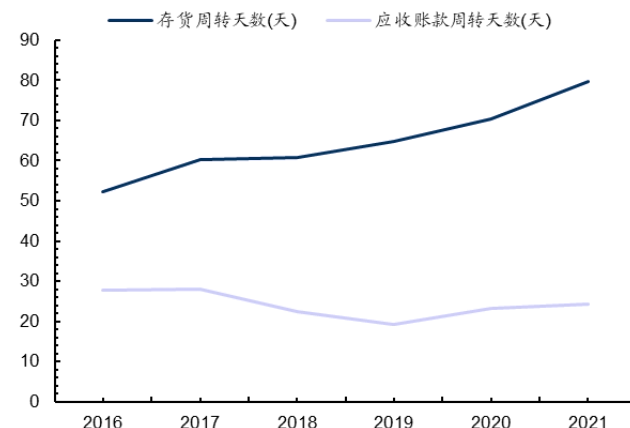


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

现金流稳健向好，周转略有下滑。2021 年公司经营活动现金流量净额为 231.3 亿元/+31.43%，营业收入的现金含量为 114.1%/+14.9pct，净利润的现金含量为 175%/+20pct。周转方面，公司存货周转天数达到 79.7 天/+9.3 天，应收账款周转天数为 24.2 天/+1.0 天。周转下滑主要受到海外供应链紧张的影响，公司海外库存有所增加，同时拖累账款的周转表现。

图11: 公司经营现金流情况


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12: 公司流动资产周转情况


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

回购彰显公司的信心, 维护中小股东利益。公司拟回购 15-30 亿元 A 股股份, 回购价格不超过 35 元/股, 回购股票将主要用于股权激励或员工持股计划。按回购金额上限 30 亿元和回购价格上限 35 元/股测算, 预计回购数量不超过 8571 万股, 约占公司总股本的 0.91%。

投资建议: 调整盈利预测, 维持“买入”评级。考虑到近期原材料价格再次出现抬升趋势, 调整盈利预测, 预计 2022-2024 年归母净利润 150/173/200 亿元 (前值为 154/181/197 亿), 同比增速 15/15/15%; 摊薄 EPS=1.59/1.84/2.11 元, 对应 PE=15/13/11x。公司高端化、全球化、套系化等战略布局进入收获期, 利润持续改善, 维持“买入”评级。

表1: 可比公司估值表

| 代码 | 公司简称 | 股价 | 总市值 亿元 | EPS | | | | PE | | | | PEG (21E) | 投资评级 |
|-----------|------|-------|-----------|------|------|------|------|------|------|------|------|--------------|------|
| | | | | 20A | 21E | 22E | 23E | 20A | 21E | 22E | 23E | | |
| 000333.SZ | 美的集团 | 58.41 | 4,085 | 3.87 | 4.10 | 4.72 | 4.95 | 15.1 | 14.2 | 12.4 | 11.8 | 1.4 | 买入 |
| 000651.SZ | 格力电器 | 33.19 | 1,963 | 3.69 | 3.86 | 4.51 | 5.02 | 9.0 | 8.6 | 7.4 | 6.6 | 0.6 | 买入 |
| 600690.SH | 海尔智家 | 23.62 | 2,089 | 0.98 | 1.39 | 1.59 | 1.84 | 24.0 | 17.0 | 14.8 | 12.9 | 1.1 | 买入 |

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 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| 现金及现金等价物 | 46461 | 45857 | 52409 | 60675 | 67175 | 营业收入 | 209726 | 227556 | 249919 | 271309 | 289534 |
| 应收款项 | 31456 | 29647 | 32181 | 35679 | 37917 | 营业成本 | 147475 | 156483 | 171736 | 185942 | 197619 |
| 存货净额 | 29447 | 39863 | 39419 | 40101 | 43111 | 营业税金及附加 | 661 | 807 | 891 | 928 | 1016 |
| 其他流动资产 | 4718 | 5455 | 5917 | 6440 | 6869 | 销售费用 | 33642 | 36554 | 39987 | 43409 | 46036 |
| 流动资产合计 | 114248 | 123608 | 133270 | 146572 | 160220 | 管理费用 | 16913 | 18802 | 20612 | 22494 | 23591 |
| 固定资产 | 24492 | 26490 | 31159 | 35893 | 40154 | 财务费用 | 1196 | 686 | 617 | 452 | 365 |
| 无形资产及其他 | 10018 | 9550 | 8681 | 7892 | 7175 | 投资收益 | 4060 | 2403 | 610 | 1378 | 1664 |
| 投资性房地产 | 33134 | 34580 | 34580 | 34580 | 34580 | 资产减值及公允价值变动 | 1565 | 2058 | 1570 | 1570 | 1691 |
| 长期股权投资 | 21568 | 23232 | 24785 | 26361 | 27931 | 其他收入 | (1866) | (2810) | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 203459 | 217459 | 232475 | 251297 | 270060 | 营业利润 | 13598 | 15876 | 18257 | 21032 | 24262 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 15211 | 20849 | 17321 | 17794 | 18654 | 营业外净收支 | (43) | 40 | 59 | 49 | 49 |
| 应付款项 | 57539 | 67368 | 72983 | 79180 | 84009 | 利润总额 | 13554 | 15916 | 18316 | 21081 | 24311 |
| 其他流动负债 | 36643 | 36580 | 40903 | 44180 | 46897 | 所得税费用 | 2232 | 2699 | 3114 | 3543 | 4114 |
| 流动负债合计 | 109393 | 124797 | 131207 | 141154 | 149560 | 少数股东损益 | 2446 | 150 | 173 | 199 | 229 |
| 长期借款及应付债券 | 18535 | 3373 | 2373 | 1773 | 1373 | 归属于母公司净利润 | 8877 | 13067 | 15030 | 17339 | 19968 |
| 其他长期负债 | 7421 | 8206 | 8690 | 9396 | 10054 | | | | | | |
| 长期负债合计 | 25956 | 11580 | 11064 | 11169 | 11428 | 现金流量表（百万元） | | | | | |
| 负债合计 | 135348 | 136377 | 142271 | 152324 | 160987 | 净利润 | 8877 | 13067 | 15030 | 17339 | 19968 |
| 少数股东权益 | 1295 | 1272 | 1376 | 1475 | 1590 | 资产减值准备 | 491 | 437 | 640 | 352 | 361 |
| 股东权益 | 66816 | 79811 | 88829 | 97499 | 107483 | 折旧摊销 | 4901 | 4804 | 4224 | 4696 | 5089 |
| 负债和股东权益总计 | 203459 | 217459 | 232475 | 251297 | 270060 | 公允价值变动损失 | (1565) | (2058) | (1570) | (1570) | (1691) |
| | | | | | | 财务费用 | 1196 | 686 | 617 | 452 | 365 |
| 关键财务与估值指标 | | | | | | 营运资本变动 | 13310 | 212 | 8528 | 5828 | 2886 |
| 每股收益 | 0.98 | 1.39 | 1.59 | 1.84 | 2.11 | 其它 | 773 | (333) | (536) | (253) | (247) |
| 每股红利 | 0.48 | 0.43 | 0.64 | 0.92 | 1.06 | 经营活动现金流 | 26786 | 16128 | 26316 | 26392 | 26367 |
| 每股净资产 | 7.40 | 8.49 | 9.40 | 10.32 | 11.38 | 资本开支 | 0 | (8404) | (7113) | (7420) | (7302) |
| ROIC | 13% | 17% | 19% | 22% | 25% | 其它投资现金流 | (1857) | (621) | (557) | (334) | (1471) |
| ROE | 13% | 16% | 17% | 18% | 19% | 投资活动现金流 | (2964) | (10689) | (9224) | (9330) | (10344) |
| 毛利率 | 30% | 31% | 31% | 31% | 32% | 权益性融资 | (637) | 42 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT Margin | 5% | 7% | 7% | 7% | 7% | 负债净变化 | (1455) | (8783) | (1000) | (600) | (400) |
| EBITDA Margin | 8% | 9% | 8% | 9% | 9% | 支付股利、利息 | (4290) | (4018) | (6012) | (8670) | (9984) |
| 收入增长 | 4% | 9% | 10% | 9% | 7% | 其它融资现金流 | (1412) | 19516 | (3529) | 473 | 861 |
| 净利润增长率 | 8% | 47% | 15% | 15% | 15% | 融资活动现金流 | (13540) | (6043) | (10541) | (8797) | (9523) |
| 资产负债率 | 67% | 63% | 62% | 61% | 60% | 现金净变动 | 10283 | (604) | 6552 | 8266 | 6500 |
| 息率 | 1.9% | 1.8% | 2.7% | 3.9% | 4.5% | 货币资金的期初余额 | 36179 | 46461 | 45857 | 52409 | 60675 |
| P/E | 24.0 | 17.0 | 14.8 | 12.9 | 11.2 | 货币资金的期末余额 | 46461 | 45857 | 52409 | 60675 | 67175 |
| P/B | 3.2 | 2.8 | 2.5 | 2.3 | 2.1 | 企业自由现金流 | 0 | 8994 | 19495 | 18524 | 18346 |
| EV/EBITDA | 21.9 | 18.2 | 17.5 | 16.2 | 14.6 | 权益自由现金流 | 0 | 19728 | 14455 | 18021 | 18504 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

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

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 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 层
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