

海尔智家(600690)

报告日期: 2022年10月10日

把握高端和海外两条主线，寻找强阿尔法下的确定性

——海尔智家10月金股跟踪报告

投资要点

□ 高端家电卡萨帝引领高端化，公司盈利能力结构性提升

市场担忧：目前经济增长乏力，社会消费水平增长承压，高端家电单体价值量大、可选属性强，高端家电市场恐后劲不足。

我们认为：高端子品牌卡萨帝带动海尔持续增长。

1) 承压之下卡萨帝表现出众：22H1 收入同比+21%，终端零售额同比+18%，在地产和疫情双重压力之下逆势实现品牌高增。

2) 高端消费穿越牛熊，新中产崛起未来空间可期。

首先，高端家电具有穿越经济周期的属性。大众高端类消费品在性能上相比同类低价位段产品力更加优异、实用性更强，目标客群的需求刚性大，受经济波动对消费力的影响小。

其次，新中产崛起带来消费结构变化。自 2010 年以来我国新中产阶层持续扩容，成为家电消费的主力军，个性化和追求享受的消费观念促进家电消费的高端化。

再次，白电消费已过渡到更新需求为主导，消费升级带动高端家电消费需求提升。白电行业的成长逻辑从量增转为价增，耐用消费品具有替换需求产品升级的特征（参考汽车、手机等），替换需求占比提升带来高端家电需求。以冰箱为例，冰洗替换需求占比自 2007 年以来显著提升，2009-2020 年冰箱替换需求占比从 43% 提升至 77%，更新需求成为主导。

□ 海外收入逆势增长，自主创牌进入收获季

市场观点：近期俄乌局势、美联储加息、美国房地产销售情况引发市场对海外家电需求和公司海外布局的担忧。

我们认为：需要自下而上寻找海尔海外布局的强阿尔法。

1) 海尔的海外业务是自主品牌布局，且产能多布局在当地，因此能够快速响应市场变化。在海外行业不景气下，GEA 通过推高端和产品迭代上新，实现了收入的逆势增长，22H1 期间 GEA 旗下高端子品牌 Profile/Café/Monogram 同比+40%，美洲地区收入同比+6%。

2) 在不景气周期下，全球家电企业成长出现分化，公司海外业务处于分化的增长极。22H1 惠而浦（WHR.N）收入同比-6%，同期的海尔海外分部对外收入同比+7.71%。行业整体承压与海尔海外业务经营情况不可简单推导，竞品的收入收缩实则侧面强化了海尔在当地提升市占率的逻辑。

3) 海尔海外盈利能力持续提升，业绩韧性加强，2018-22H1 海外家电业务利润率从 4.08% 提升至 5.65%。公司消化前期并购标的的债务和整合组织管理、提升运营效率，本土化运营、快速响应市场。同时，公司加大海外产业链建设力度，降低海运费、关税等扰动。

□ 盈利预测及估值

我们预计 22-24 年公司收入分别为 2495/2706/2927 亿元，对应增速分别为 10%/8%/8%，归母净利润 152/175/200 亿元，对应增速分别为 16%/15%/14%，对应 PE 分别为 15x/13x/12x，维持“买入”评级。

□ 风险提示

汇率波动；局部疫情反复

投资评级：买入(维持)

分析师：闵繁皓

执业证书号：S1230522040001

minfanhao@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 24.77
总市值(百万元)	234,030.80
总股本(百万股)	9,448.16

股票走势图



相关报告

- 1 《高端化持续推进，海外成长彰显韧性——海尔智家 22H1 业绩点评报告》 2022.08.30
- 2 《卡萨帝泰国旗舰店开业，打开高端出海新征程——海尔智家跟踪点评报告》 2022.08.25
- 3 《海尔智家系列研究（二）：高端家电跨周期快速成长，卡萨帝引领高端国进外退》 2022.06.12

财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	227556	249477	270635	292650
(+/-) (%)	8.50%	9.63%	8.48%	8.13%
归母净利润	13067	15212	17452	19966
(+/-) (%)	47.10%	16.41%	14.73%	14.41%
每股收益(元)	1.38	1.61	1.85	2.12
P/E	17.92	15.40	13.42	11.73

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	123608	145941	175113	204611
现金	45857	66139	88896	111848
交易性金融资产	2786	1753	2235	2258
应收账款	27986	32111	34704	35766
其它应收款	1661	1939	1957	2176
预付账款	857	1127	1066	1186
存货	39863	37454	41599	46486
其他	4598	5419	4656	4891
非流动资产	93852	90588	89922	89058
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	23232	21754	22184	22390
固定资产	22303	23348	23497	23863
无形资产	9550	8782	7528	6396
在建工程	4183	3429	3249	2951
其他	34584	33275	33464	33458
资产总计	217459	236529	265035	293669
流动负债	124797	122513	133865	143152
短期借款	11226	9166	9360	9918
应付款项	67368	68485	75431	82420
预收账款	0	0	0	0
其他	46203	44862	49073	50815
非流动负债	11580	15123	14625	13776
长期借款	3039	3039	3039	3039
其他	8541	12084	11587	10737
负债合计	136377	137636	148490	156928
少数股东权益	1272	1447	1647	1876
归属母公司股东权	79811	97446	114898	134865
负债和股东权益	217459	236529	265035	293669

现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	23130	15639	23505	22932
净利润	13217	15386	17652	20196
折旧摊销	5061	2539	2721	2830
财务费用	686	806	711	390
投资损失	(2403)	(2403)	(2403)	(2403)
营运资金变动	11489	(5175)	8545	6117
其它	(4921)	4485	(3721)	(4198)
投资活动现金流	(8067)	2127	311	479
资本支出	(1998)	(1774)	(1564)	(1779)
长期投资	(1661)	1476	(430)	(205)
其他	(4408)	2425	2306	2463
筹资活动现金流	(15641)	2516	(1060)	(457)
短期借款	3538	(2060)	194	557
长期借款	(8783)	0	0	0
其他	(10397)	4576	(1253)	(1015)
现金净增加额	(579)	20281	22757	22953

利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	227556	249477	270635	292650
营业成本	156483	171593	185520	200012
营业税金及附加	807	889	812	986
营业费用	36554	41164	44384	47556
管理费用	10444	11301	11502	12291
研发费用	8357	8981	9743	10243
财务费用	686	806	711	390
资产减值损失	1939	499	812	878
公允价值变动损益	119	119	119	119
投资净收益	2403	2403	2403	2403
其他经营收益	1068	1241	1068	1068
营业利润	15876	18007	20742	23885
营业外收支	40	40	40	40
利润总额	15916	18047	20782	23925
所得税	2699	2660	3130	3729
净利润	13217	15386	17652	20196
少数股东损益	150	175	200	229
归属母公司净利润	13067	15212	17452	19966
EBITDA	21033	21141	23778	26682
EPS (最新摊薄)	1.38	1.61	1.85	2.12

主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	8.50%	9.63%	8.48%	8.13%
营业利润	-4.37%	13.42%	15.19%	15.15%
归属母公司净利润	47.10%	16.41%	14.73%	14.41%
获利能力				
毛利率	31.23%	31.22%	31.45%	31.66%
净利率	5.81%	6.17%	6.52%	6.90%
ROE	17.52%	16.90%	16.20%	15.77%
ROIC	12.40%	13.09%	12.86%	12.59%
偿债能力				
资产负债率	62.71%	58.19%	56.03%	53.44%
净负债比率	17.52%	14.79%	14.03%	13.82%
流动比率	0.99	1.19	1.31	1.43
速动比率	0.67	0.89	1.00	1.10
营运能力				
总资产周转率	1.08	1.10	1.08	1.05
应收账款周转率	14.89	16.17	15.58	15.48
应付账款周转率	3.98	4.01	4.09	4.02
每股指标(元)				
每股收益	1.38	1.61	1.85	2.12
每股经营现金	2.45	1.66	2.50	2.44
每股净资产	8.49	10.37	12.22	14.35
估值比率				
P/E	17.92	15.40	13.42	11.73
P/B	2.92	2.39	2.03	1.73
EV/EBITDA	11.62	9.01	7.06	5.47

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>