

## 相关研究

《股权激励高目标展现长期发展信心》

《海尔智家(600690.SH)深度报告: 桃李  
千年非易待, 三翼鸟乘风会有时》

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

## 收购开利商用制冷业务, 创造业务新增长点

2023年12月14日

**事件:** 12月14日, 海尔智家发布公告: 拟通过全资子公司以6.4亿美金现金收购Carrier Global Corporation旗下商用制冷业务。

➤ **快速切入高景气的商用制冷赛道, 创造公司新增长点。** 根据公司公告, 欧洲、亚太及北美商用制冷市场中冷库市场23年规模约为110亿美元, 预计23年至28年间年复合增长率约为13%; 食品零售市场23年规模约为150亿美元, 以商超展示柜为主, 市场较为平稳。

我们认为海尔收购开利后, 开利品牌或可以利用海尔的品牌、渠道、资金资信等优势, 加速拓展开利商用制冷业务在亚太等新兴市场开拓, 同时海尔也可以借助开利, 将业务从“家庭制冷”拓展至零售制冷、冷库制冷等商用制冷领域, 有望创造公司新的增长点。

开利商用制冷业务标的22年营业收入12.28亿美元, 净利润约为5810万美元。此前开利与海尔设立的合资公司22年税前利润率为7.1%。

➤ **加快CO<sub>2</sub>冷媒技术相关布局。** 随着全球对可持续发展的倡导, 各国都在致力于减少碳氟化合物的生产和使用。开利拥有基于天然冷媒的二氧化碳制冷技术, 符合冷媒转换的大趋势。我们认为海尔可以利用开利在二氧化碳技术领域的优势, 加快自身空调、热泵等产品中环保冷媒的应用。

➤ **市场、供应链、技术协同发展, 提升竞争力。** 海尔在欧洲拥有较为完善家电生产、销售和服务网络, 可以为开利后续业务发展提供良好的生产、服务协同帮助。同时, 开利作为欧洲商用制冷的头部企业之一, 在欧洲具有扎实的客户基础、优秀的销售和技术团队, 也有望为海尔在欧洲的业务发展赋能, 提高海尔在欧洲地区的综合竞争能力。公司也有望抓住中国和亚太市场商用制冷行业的发展机遇, 实现潜在增长。

➤ **盈利预测与投资评级:** 我们持续看好高景气的工商业制冷板块, 冰山冷热公司收购松下制冷业务、海尔智家收购开利商用制冷业务等事件, 正复制历史上家用制冷领域加速国产化的进程。尤其在“双碳”背景下, 高壁垒的CO<sub>2</sub>等新冷媒技术加速应用, 我们预计国产替代+头部集中的趋势将持续进行。

我们预计公司23-25年收入为2644.40/2888.21/3179.43亿元, 同比+8.6%/9.2%/10.1%; 归母净利润169.54/198.86/227.85亿元, 同比+15.2%/+17.3%/+14.6%, 对应PE为11.23/9.57/8.35倍, 维持“买入”评级。

➤ **风险因素:** 收购开利推进不及预期, 原材料成本大幅上升, 海外市场开拓不及预期、高端市场需求不及预期、套系化/场景化产品教育推广不及预期、汇率大幅度波动、出口需求不足等

| 重要财务指标            | 2021A   | 2022A   | 2023E   | 2024E   | 2025E   |
|-------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业总收入(百万元)        | 227,106 | 243,514 | 264,440 | 288,821 | 317,943 |
| 增长率 YoY %         | 8.3%    | 7.2%    | 8.6%    | 9.2%    | 10.1%   |
| 归属母公司净利润<br>(百万元) | 13,079  | 14,711  | 16,954  | 19,886  | 22,785  |
| 增长率 YoY%          | 47.2%   | 12.5%   | 15.2%   | 17.3%   | 14.6%   |
| 毛利率%              | 31.3%   | 31.3%   | 31.9%   | 32.2%   | 32.4%   |
| 净资产收益率ROE%        | 16.4%   | 15.7%   | 15.9%   | 16.4%   | 16.5%   |
| EPS(摊薄)(元)        | 1.41    | 1.58    | 1.80    | 2.11    | 2.41    |
| 市盈率 P/E(倍)        | 21.20   | 15.48   | 11.23   | 9.57    | 8.35    |
| 市净率 P/B(倍)        | 3.51    | 2.47    | 1.79    | 1.57    | 1.37    |

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 12 月 13 日收盘价

| 资产负债表          |         |         |         |         |         |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 单位:百万元         |         |         |         |         |         |
| 会计年度           | 2021A   | 2022A   | 2023E   | 2024E   | 2025E   |
| <b>流动资产</b>    | 123,912 | 130,383 | 133,835 | 160,492 | 184,284 |
| 货币资金           | 46,097  | 54,139  | 53,534  | 71,804  | 87,937  |
| 应收票据           | 13,355  | 9,580   | 11,592  | 12,949  | 13,858  |
| 应收账款           | 14,625  | 15,914  | 20,286  | 20,469  | 22,860  |
| 预付账款           | 864     | 1,121   | 1,092   | 1,211   | 1,340   |
| 存货             | 39,914  | 41,543  | 39,493  | 46,012  | 49,895  |
| 其他             | 9,057   | 8,086   | 7,838   | 8,046   | 8,394   |
| <b>非流动资产</b>   | 93,829  | 105,460 | 114,961 | 117,628 | 121,401 |
| 长期股权投资         | 23,201  | 24,528  | 26,528  | 27,942  | 29,471  |
| 固定资产(合计)       | 22,308  | 27,158  | 27,376  | 27,545  | 28,164  |
| 无形资产           | 9,550   | 10,506  | 10,708  | 11,038  | 11,423  |
| 其他             | 38,770  | 43,268  | 50,350  | 51,102  | 52,343  |
| <b>资产总计</b>    | 217,741 | 235,842 | 248,796 | 278,119 | 305,685 |
| <b>流动负债</b>    | 124,887 | 118,632 | 117,782 | 131,957 | 141,650 |
| 短期借款           | 11,226  | 9,643   | 12,643  | 10,643  | 11,143  |
| 应付票据           | 25,023  | 25,091  | 22,215  | 27,092  | 29,100  |
| 应付账款           | 42,363  | 41,884  | 44,429  | 49,339  | 53,760  |
| 其他             | 46,274  | 42,014  | 38,495  | 44,882  | 47,646  |
| <b>非流动负债</b>   | 11,580  | 22,496  | 22,496  | 22,496  | 22,496  |
| 长期借款           | 3,039   | 13,591  | 13,591  | 13,591  | 13,591  |
| 其他             | 8,541   | 8,905   | 8,905   | 8,905   | 8,905   |
| <b>负债合计</b>    | 136,467 | 141,129 | 140,278 | 154,453 | 164,146 |
| 少数股东权益         | 1,290   | 1,291   | 2,008   | 2,470   | 3,057   |
| 归属母公司股东权益      | 79,985  | 93,423  | 106,510 | 121,196 | 138,481 |
| <b>负债和股东权益</b> | 217,741 | 235,842 | 248,796 | 278,119 | 305,685 |

| 重要财务指标     |         |         |         |         |         |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 单位:百万      |         |         |         |         |         |
| 会计年度       | 2021A   | 2022A   | 2023E   | 2024E   | 2025E   |
| 营业总收入      | 227,106 | 243,514 | 264,440 | 288,821 | 317,943 |
| 同比(%)      | 8.3%    | 7.2%    | 8.6%    | 9.2%    | 10.1%   |
| 归属母公司净利润   | 13,079  | 14,711  | 16,954  | 19,886  | 22,785  |
| 同比(%)      | 47.2%   | 12.5%   | 15.2%   | 17.3%   | 14.6%   |
| 毛利率(%)     | 31.3%   | 31.3%   | 31.9%   | 32.2%   | 32.4%   |
| ROE%       | 16.4%   | 15.7%   | 15.9%   | 16.4%   | 16.5%   |
| EPS(摊薄)(元) | 1.41    | 1.58    | 1.80    | 2.11    | 2.41    |
| P/E        | 21.20   | 15.48   | 11.23   | 9.57    | 8.35    |
| P/B        | 3.51    | 2.47    | 1.79    | 1.57    | 1.37    |
| EV/EBITDA  | 13.47   | 9.48    | 6.58    | 5.35    | 4.26    |

| 利润表             |         |         |         |         |         |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 单位:百万元          |         |         |         |         |         |
| 会计年度            | 2021A   | 2022A   | 2023E   | 2024E   | 2025E   |
| <b>营业总收入</b>    | 227,106 | 243,514 | 264,440 | 288,821 | 317,943 |
| 营业成本            | 155,950 | 167,223 | 180,185 | 195,750 | 215,074 |
| 营业税金及附加         | 809     | 813     | 903     | 979     | 1,080   |
| 销售费用            | 36,584  | 38,598  | 40,988  | 45,200  | 49,599  |
| 管理费用            | 10,472  | 10,837  | 11,900  | 12,708  | 13,672  |
| 研发费用            | 8,364   | 9,499   | 10,075  | 11,697  | 12,718  |
| 财务费用            | 685     | -246    | 546     | 627     | 382     |
| 减值损失合计          | -1,419  | -1,500  | -1,491  | -1,190  | -1,092  |
| 投资净收益           | 2,405   | 1,833   | 2,380   | 2,888   | 3,179   |
| 其他              | 668     | 723     | 1,084   | 1,275   | 1,075   |
| <b>营业利润</b>     | 15,898  | 17,844  | 21,816  | 24,832  | 28,582  |
| 营业外收支           | 40      | -54     | 0       | 0       | 0       |
| <b>利润总额</b>     | 15,938  | 17,790  | 21,816  | 24,832  | 28,582  |
| 所得税             | 2,705   | 3,058   | 4,145   | 4,484   | 5,210   |
| <b>净利润</b>      | 13,232  | 14,732  | 17,671  | 20,348  | 23,372  |
| 少数股东损益          | 153     | 21      | 717     | 462     | 587     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 13,079  | 14,711  | 16,954  | 19,886  | 22,785  |
| EBITDA          | 19,372  | 22,083  | 26,182  | 28,407  | 31,972  |
| EPS(当年)(元)      | 1.41    | 1.58    | 1.80    | 2.11    | 2.41    |

| 现金流量表          |         |        |         |        |        |
|----------------|---------|--------|---------|--------|--------|
| 单位:百万元         |         |        |         |        |        |
| 会计年度           | 2021A   | 2022A  | 2023E   | 2024E  | 2025E  |
| <b>经营活动现金流</b> | 23,235  | 20,154 | 15,858  | 33,382 | 29,973 |
| 净利润            | 13,232  | 14,732 | 17,671  | 20,348 | 23,372 |
| 折旧摊销           | 5,063   | 6,046  | 5,792   | 5,921  | 6,172  |
| 财务费用           | 1,290   | 612    | 1,118   | 1,143  | 1,105  |
| 投资损失           | -2,405  | -1,833 | -2,380  | -2,888 | -3,179 |
| 营运资金变动         | 4,128   | -1,582 | -7,808  | 7,789  | 1,533  |
| 其它             | 1,927   | 2,177  | 1,465   | 1,070  | 970    |
| <b>投资活动现金流</b> | -8,063  | -8,920 | -14,478 | -6,769 | -7,736 |
| 资本支出           | -7,083  | -7,976 | -10,734 | -7,394 | -8,538 |
| 长期投资           | -1,465  | -1,413 | -6,104  | -2,214 | -2,328 |
| 其他             | 485     | 468    | 2,360   | 2,838  | 3,129  |
| <b>筹资活动现金流</b> | -15,660 | -3,822 | -2,984  | -8,343 | -6,105 |
| 吸收投资           | 42      | 987    | -298    | 0      | 0      |
| 借款             | 12,052  | 18,359 | 3,000   | -2,000 | 500    |
| 支付利息或股息        | -4,036  | -5,135 | -6,118  | -6,343 | -6,605 |
| <b>现金流净增加额</b> | -593    | 8,171  | -605    | 18,270 | 16,132 |

## 研究团队简介

罗岸阳，家电行业首席分析师。浙江大学电子信息工程学士，法国北方高等商学院金融学&管理学双学位硕士。曾任职于 TP-LINK 硬件研发部门从事商用通信设备开发设计。曾先后任职天风证券家电行业研究员、国金证券家电行业负责人，所在团队获得 2015、2017 年新财富入围，2017 年 Choice 第三名，2017-2019 年金牛奖，2019 年水晶球奖入围，2022 年 Choice 最佳家电分析师等荣誉。2020 年 7 月加盟信达证券研究开发中心，从事家电行业研究。

尹圣迪，家电行业研究助理。伦敦大学学院区域经济学硕士，布达佩斯考文纽斯大学经济学双硕士，对外经济贸易大学金融学学士，西班牙语双学位。2022 年加入信达证券，从事家用电器行业研究，主要覆盖白电、小家电、零部件板块。

尤子吟，团队成员。伦敦大学学院金融学硕士，经济学与商业学学士。于 2022 年加入信达证券，从事家用电器行业研究，主要覆盖清洁电器、厨电板块。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

| 投资建议的比较标准   | 股票投资评级                      | 行业投资评级                  |
|---|-----------------------------|-------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；<br>时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | <b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上； | <b>看好</b> ：行业指数超越基准；    |
|   | <b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%； | <b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平； |
|   | <b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间； | <b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。    |
|   | <b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。  |                         |

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。