

海尔智家（600690.SH）

收购开利全球商用制冷业务，切入B端千亿制冷市场

买入

◆ 公司研究 · 公司快评

证券分析师： 陈伟奇 0755-81982606
证券分析师： 王兆康 0755-81983063
证券分析师： 邹会阳 0755-81981518

◆ 家用电器 · 白色家电

chenweiqi@guosen.com.cn
wangzk@guosen.com.cn
zouhuiyang@guosen.com.cn

◆ 投资评级：买入（维持评级）

执证编码：S0980520110004
执证编码：S0980520120004
执证编码：S0980523020001

事项：

海尔智家拟以约 6.4 亿美元（折合人民币 45.59 亿元）对价，现金收购开利集团旗下全球商用制冷业务 100% 股权，对应 2022 年 PE 倍数为 11 倍。交割后，海尔将获得 2 年内全球范围内开利商用制冷相关的“开利”商标的使用授权，并将获得体现“开利”、“商用制冷”等特色要素的开利商用制冷专用商标，海尔将有权在合计 16 年的时间内免费在全球范围内就开利商用制冷使用该标识。

国信家电观点：1) 开利商用制冷是全球商用制冷解决方案的领先企业，在欧洲等市场具有多年的客户、渠道及运维团队积累，技术实力一流；2) 海尔及开利商用制冷在渠道、客户及技术等诸多方面存在较强的协同效应，有望强化彼此的竞争力；3) 全球商用制冷拥有上千亿行业规模，海尔将从家用制冷向商用制冷开拓，有望打造公司新的增长点。4) 投资建议：开利商用制冷在技术研发、产品运营及客户积累等方面具有全球领先的竞争实力，此次海尔收购开利商用制冷有望充分利用双方的资源优势，在技术、客户、渠道、管理经验等多方面实现协同发展，助力彼此的发展。考虑到国内外家电消费环境，小幅调整盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润为 168/192/218 亿元（前值为 169/195/223 亿元），同比分别增长 14.4%/13.9%/13.8%，对应 EPS 为 1.78/2.03/2.31 元，对应当前股价 PE 为 11/10/9X，维持“买入”评级。5) 风险提示：收购进展不及预期；收购整合不及预期；行业竞争加剧；原材料价格大幅上涨；行业需求恢复不及预期。

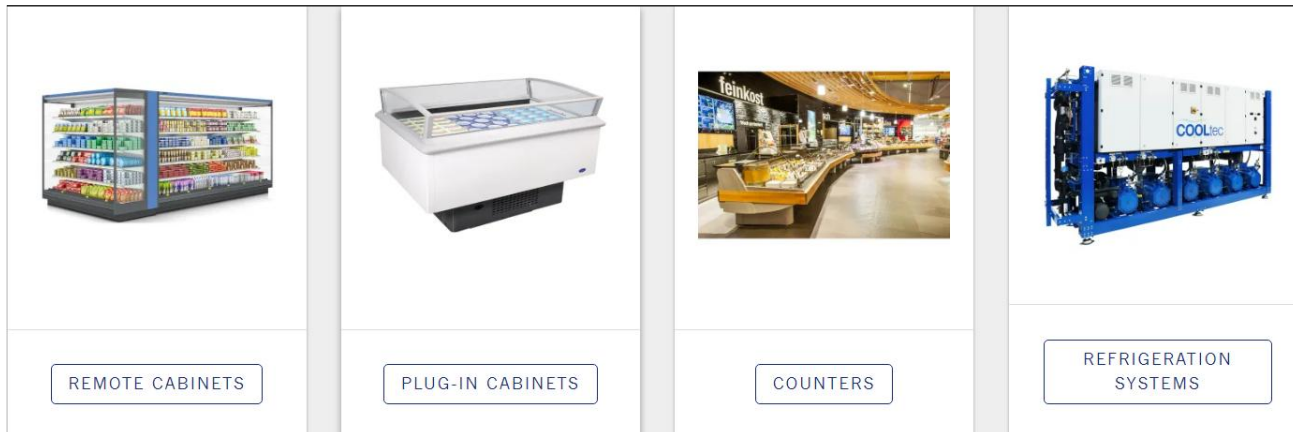
评论：

◆ 开利商用制冷是全球商用制冷解决方案的领先企业，在技术、客户等方面积累深厚

开利商用制冷深耕商用制冷行业多年，具备全球领先的竞争实力，2022 年实现营收 12 亿美元。开利商用制冷主要产品包含在食品零售行业（如商超）使用的制冷柜、制冷机组，以及在冷库使用的 CO₂ 制冷机组及配套服务。公司 2022 年实现营收 12.28 亿美元（折合人民币 87.6 亿元），实现净利润 0.58 亿美元（折合人民币 4.1 亿元），净利率为 4.7%。海尔于 2001 年与开利商用制冷成立面向中国市场的合资公司，该合资公司的税前净利率为 7.1%。

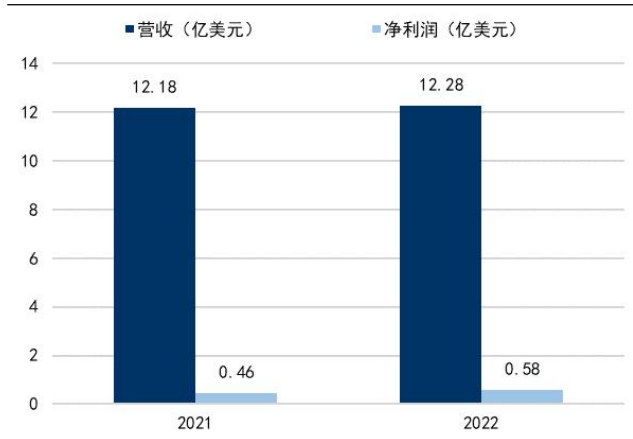
开利商用制冷在产品技术、客户渠道及运维团队等方面拥有丰富的积累。1) 产品技术上，公司是 CO₂ 商用制冷技术的先行者，于 2009 年推出 CO₂OLtec® 技术，在欧洲拥有 800 家商店采用（海尔开利官网数据），在二氧化碳制冷领域积累了丰富的技术经验。目前公司能提供 CO₂ 制冷及制暖综合解决方案，在 CO₂ 制冷技术领域处于全球领先水平。2) 客户渠道方面，公司在欧洲具有良好的商业合作伙伴关系、优秀的 To B 渠道销售能力，在欧洲商用制冷市场保持领先地位。根据开利 2022 年报，全球共有 5 万商店使用开利商用制冷产品。3) 运维方面，商用制冷业务需要一支专业的安装、运营及售后保障团队，尤其是在 CO₂ 制冷等领域。公司在全球拥有约 4000 个员工，配备 2300 余名技术服务工程师，能为客户提供良好的产品保障和服务。

图1: 开利商用制冷业务主要包含商超便利店使用的冷柜、制冷机组及冷库的制冷机组等制冷解决方案



资料来源: 开利商用制冷官网, 国信证券经济研究所整理

图2: 开利商用制冷的营收及净利润



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图3: 开利商用制冷提供从设备到售后的整体解决方案



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

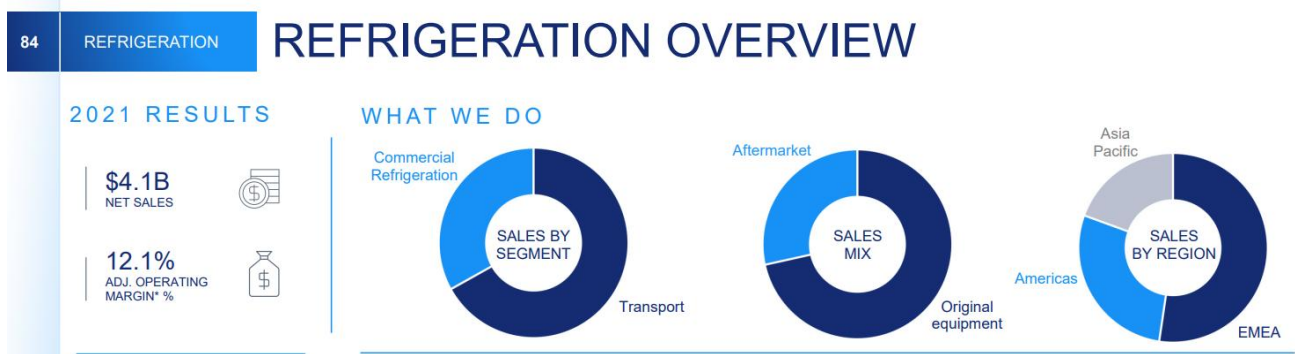
◆ 海尔和开利商用制冷业务协同性高, 有望强化彼此的竞争优势

- 1) 渠道方面, 开利商用制冷在欧洲地区扎根多年, 拥有优秀的 B 端销售渠道和维修售后团队, 有望协助海尔 B 端中央空调、热泵等业务在欧洲的发展。海尔则在全球建立起家电销售渠道网络, 有助于协助开利在全球市场的开拓。
- 2) 生产方面, 海尔在欧洲、南亚、中国、美洲均有完善的产能布局, 拥有全球家电行业数量最多的灯塔工厂, 制造实力强大, 有望协助开利商用制冷完善其在主要市场的产能布局。借助海尔在全球的供应链平台, 也有望降低开利的生产制造成本。
- 3) 技术方面, 开利拥有领先的 CO₂ 冷媒制冷技术, 有望复用至中央空调、热泵等领域, 助力海尔在环保冷媒技术的发展, 符合全球环保冷媒转换的大趋势。
- 4) 管理方面, 海尔智家拥有多次成功的海外收购经验, 2016 年海尔收购 GEA 后, GEA 营收增长持续超越行业, 利润率较收购前也有较大提升。海尔有望将 GEA 的收购及管理经验复用至开利商用制冷, 更好的激发团队的经营活力, 推动商用制冷业务的长远发展。

◆ 商用制冷上千亿行业规模，海尔有望打开新的增长点

全球商用制冷行业规模广阔。根据公司公告，2023 年欧洲、亚太及北美商用制冷市场中的冷库市场规模约为 110 亿美元，并预计在 2023 年至 2028 年间年复合增长率约为 13%；商用制冷市场中的食品零售市场在 2023 年规模约为 150 亿美元，以商超展示柜为主，市场相对趋稳。根据 Frost&Sullivan 数据，2022 年全球商业制冷市场规模为 172 亿美元，2032 年预计将达到 240 亿美元。奥维云网数据显示，2022 年国内商用制冷整体销售额近 800 亿元。从多个数据口径看，全球商用制冷行业规模均超过千亿元，行业规模广阔。目前开利商用制冷业务主要集中在欧洲地区，全球其他市场有待进一步开拓。

图4: 开利商用制冷业务以欧洲地区为主，亚太及美洲占比仍低



资料来源：开利商用制冷官网，国信证券经济研究所整理

收购后，海尔将从家用制冷拓展到商用制冷领域，有望打开新的成长空间。本次收购将使得开利商用制冷成为海尔智家的商用制冷平台，并以此为平台，海尔智家未来有望拓展到其他商用冷链场景，向 B 端商用定制化产品及服务拓展，打造新的业务增长点。

◆ 投资建议：维持“买入”评级

开利商用制冷在技术研发、产品运营及客户积累等方面具有全球领先的竞争实力，此次海尔收购开利商用制冷有望充分利用双方的资源优势，在技术、客户、渠道、管理经验等多方面实现协同发展，助力彼此的发展。考虑到当前国内外家电消费环境，小幅调整盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润为 168/192/218 亿元(前值为 169/195/223 亿元)，同比分别增长 14.4%/13.9%/13.8%，对应 EPS 为 1.78/2.03/2.31 元，对应当前股价 PE 为 11/10/9X，维持“买入”评级。

◆ 风险提示

收购进展不及预期；收购整合不及预期；行业竞争加剧；原材料价格大幅上涨；行业需求恢复不及预期。

相关研究报告：

- 《海尔智家 (600690.SH) -2023 年中报点评：国内外业务稳健增长，经营质量持续提升》——2023-09-01
- 《海尔智家 (600690.SH) -2022 年年报点评：四季度受疫情扰动，海外增长依然强劲》——2023-03-31
- 《海尔智家 (600690.SH) -2022 年三季报点评：全球收入逆势增长，利润增长超 20%》——2022-10-31
- 《海尔智家 (600690.SH) -2022 年中报点评：收入逆势稳增，盈利持续提升》——2022-08-31
- 《海尔智家 (600690.SH) -2022 年一季报点评：前瞻布局再兑现，盈利持续改善》——2022-04-29

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
2021	2022	2023E	2024E	2025E	2021	2022	2023E	2024E	2025E		
现金及现金等价物	45857	54139	65914	77279	87421	营业收入	227556	243514	264139	284268	303909
应收款项	29647	27361	34012	37383	39800	营业成本	156483	167223	180658	193652	206688
存货净额	39863	41543	41350	41658	44974	营业税金及附加	807	813	884	969	1023
其他流动资产	5455	6820	7184	7778	8305	销售费用	36554	38598	41734	44488	46954
流动资产合计	123608	130383	149084	164784	181461	管理费用	18802	20337	21822	23041	24190
固定资产	26490	31253	32975	34388	35436	财务费用	686	(246)	(306)	(500)	(791)
无形资产及其他	9550	10506	9551	8683	7893	投资收益	2403	1833	2765	2334	2311
投资性房地产	34580	39173	39173	39173	39173	资产减值及公允价值变动	2058	1809	(1771)	(1771)	(1771)
长期股权投资	23232	24528	25897	27252	28609	其他收入	(2810)	(2586)	0	0	0
资产总计	217459	235842	256681	274279	292572	营业利润	15876	17844	20341	23180	26385
短期借款及交易性金融负债	20849	15938	17333	18040	17104	营业外净收支	40	(54)	(19)	(37)	(37)
应付款项	67368	66975	73793	78764	84032	利润总额	15916	17790	20322	23143	26348
其他流动负债	36580	35720	39460	42031	44730	所得税费用	2699	3058	3475	3953	4512
流动负债合计	124797	118632	130585	138835	145866	少数股东损益	150	21	24	28	31
长期借款及应付债券	3373	13591	11591	10591	10191	归属于母公司净利润	13067	14711	16823	19162	21805
其他长期负债	8206	8905	9683	10437	11180						
长期负债合计	11580	22496	21274	21028	21371	现金流量表 (百万元)					
负债合计	136377	141129	151859	159863	167237	净利润	13067	14711	16823	19162	21805
少数股东权益	1272	1291	1305	1319	1335	资产减值准备	437	(8)	303	48	57
股东权益	79811	93423	103516	113097	124000	折旧摊销	4804	5635	4935	5427	5839
负债和股东权益总计	217459	235842	256681	274279	292572	公允价值变动损失	(2058)	(1809)	1771	1771	1771
						财务费用	686	(246)	(306)	(500)	(791)
关键财务与估值指标						营运资本变动	212	(5910)	4823	4069	2507
每股收益	1.39	1.56	1.78	2.03	2.31	其它	(333)	22	(288)	(34)	(41)
每股红利	0.43	0.54	0.71	1.01	1.15	经营活动现金流	16128	12641	28367	30443	31938
每股净资产	8.49	9.89	10.96	11.97	13.13	资本开支	(8404)	(11128)	(7784)	(7787)	(7925)
ROIC	17%	16%	18%	21%	25%	其它投资现金流	(621)	2266	(104)	(62)	(274)
ROE	16%	16%	16%	17%	18%	投资活动现金流	(10689)	(10158)	(9257)	(9204)	(9557)
毛利率	31%	31%	32%	32%	32%	权益性融资	(105)	987	0	0	0
EBIT Margin	7%	7%	7%	8%	8%	负债净变化	(8783)	10552	(2000)	(1000)	(400)
EBITDA Margin	9%	9%	9%	10%	10%	支付股利、利息	(4018)	(5135)	(6729)	(9581)	(10902)
收入增长	9%	7%	8%	8%	7%	其它融资现金流	19663	(6023)	1395	707	(936)
净利润增长率	47%	13%	14%	14%	14%	融资活动现金流	(6043)	5799	(7335)	(9874)	(12239)
资产负债率	63%	60%	60%	59%	58%	现金净变动	(604)	8282	11775	11365	10142
息率	2.1%	2.7%	3.5%	5.0%	5.7%	货币资金的期初余额	46461	45857	54139	65914	77279
P/E	14.5	13.0	11.3	10.0	8.8	货币资金的期末余额	45857	54139	65914	77279	87421
P/B	2.4	2.0	1.8	1.7	1.5	企业自由现金流	8994	2296	17760	20048	21185
EV/EBITDA	16.6	15.0	14.3	12.7	11.6	权益自由现金流	19875	6825	17325	20087	20422

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 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