

## 拟收购开利商用制冷，推进全球“大冷链”战略

2023年12月19日

### 事件：

2023年12月14日，海尔智家发布公告，拟以约6.4亿美元（约合45.59亿元人民币）现金收购开利集团（Carrier Global Corporation）旗下商用制冷业务，即收购开利集团子公司Carrier Refrigeration Benelux B.V. 100%股权，本次收购完成后海尔智家将会获得2年间全球范围内目标业务相关的“开利”商标的使用授权，并有权在合计16年的时间内免费在全球范围内使用体现“开利”、“商用制冷”等特色要素的目标业务专用商标。

**商用制冷市场前景广阔，目标业务具备全球竞争力。**全球商用制冷市场广阔，冷库市场增长动力强劲。据公司公告，2023年欧洲、亚太及北美地区商用制冷中冷库市场规模约为110亿美元，预计2023-2028年期间复合增长率约为13%；欧洲、亚太及北美地区商用制冷中食品零售市场约为150亿美元，市场规模稳定。开利品牌提供食品零售行业及冷库中使用的制冷机组，在全球十余个主要国家及地区拥有约200名研发人员、2300余名技术服务工程师等共计约4000名员工，2022年开利商用制冷实现营收（未经审计）12.27亿美元，净利润率为4.7%。

**本次收购有望发挥协同效应，推进“大冷链”战略。**本次交易有助于海尔：1) 由C端制冷向B端制冷拓展。本次交易将帮助海尔从家庭制冷场景拓展到商用零售、冷库等制冷场景，并借此为平台向B端更多场景拓展，切实推进“大冷链”战略。2) 进一步拓展欧洲、亚太业务布局。开利在欧洲具备良好的合作关系、ToB渠道及工程技术团队基础，海尔智家在我国市场积累了丰富的市场资源，具备大规模采购、核心供应链基础及渠道协同等优势，本次收购有望协同双方的优势，加快欧洲及亚太地区业务的发展，提高全球竞争力。

**投资建议：**海尔有望在供应链管理、亚太地区经营等方面经验充足，开利则在商业制冷技术及欧洲地区资源方面更有优势，海尔与开利已有超过20年的合作经验，合作关系坚实。此外，海尔具备丰富的海外资产收购及整合经验，2011年以来海尔先后收购了日本三洋电机、新西兰斐雪派克、美国GEA、意大利Candy等企业，其中GEA并入海尔后，连续4年保持双位数增长，成为美国增长最快的家电公司，我们认为海尔此次对开利商用制冷业务的收购有望复刻此前整合GEA的成功路径，B端制冷业务具备较强协整及想象空间。我们预计公司23-25年实现营收2640.7/2856.3/3095.1亿元，同比分别+8.4%/+8.2%/+8.4%，实现归母净利润169.8/192.0/215.5亿元，同比分别+15.4%/+13.1%/+12.2%，当前市值对应PE分别为11/10/9倍，维持“推荐”评级。

**风险提示：**收购整合进度不及预期，原材料价格波动，海外需求恢复不及预期。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	243,514	264,070	285,634	309,511
增长率(%)	7.2	8.4	8.2	8.4
归属母公司股东净利润(百万元)	14,711	16,982	19,198	21,547
增长率(%)	12.5	15.4	13.1	12.2
每股收益(元)	1.56	1.80	2.03	2.28
PE	13	11	10	9
PB	2.0	1.8	1.6	1.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2023年12月18日收盘价）

### 推荐

维持评级

当前价格：

20.29元



**分析师 汪海洋**

执业证书：S0100522100003

邮箱：wanghaiyang@mszq.com

**分析师 王刚**

执业证书：S0100522020001

邮箱：wanggang\_yjy@mszq.com

### 相关研究

1. 海尔智家 (600690.SH) 2022年三季报点评：内外双轮驱动，盈利能力持续提升-2022/10/31

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	243,514	264,070	285,634	309,511
营业成本	167,223	180,888	194,945	210,467
营业税金及附加	813	885	957	1,037
销售费用	38,598	42,251	45,702	49,522
管理费用	10,837	12,147	12,854	13,928
研发费用	9,499	9,771	10,568	11,452
EBIT	16,036	19,022	21,575	24,152
财务费用	-246	-145	385	302
资产减值损失	-1,500	-2,057	-1,682	-1,816
投资收益	1,833	3,299	3,568	3,866
营业利润	17,844	20,522	23,197	26,032
营业外收支	-54	10	15	20
利润总额	17,790	20,532	23,212	26,052
所得税	3,058	3,465	3,917	4,396
净利润	14,732	17,067	19,295	21,656
归属于母公司净利润	14,711	16,982	19,198	21,547
EBITDA	22,083	25,404	28,840	31,940

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	54,139	63,795	70,728	84,044
应收账款及票据	25,494	27,868	30,144	32,664
预付款项	1,121	904	975	1,052
存货	41,543	43,041	46,386	50,080
其他流动资产	8,086	7,483	7,711	7,964
流动资产合计	130,383	143,092	155,944	175,804
长期股权投资	24,528	27,826	31,394	35,261
固定资产	27,158	27,733	28,003	28,233
无形资产	10,506	10,475	10,396	10,307
非流动资产合计	105,460	113,875	117,570	121,904
资产合计	235,842	256,967	273,514	297,707
短期借款	9,643	9,643	9,643	9,643
应付账款及票据	66,975	71,860	77,444	83,610
其他流动负债	42,014	44,692	42,475	45,760
流动负债合计	118,632	126,195	129,562	139,013
长期借款	13,591	15,749	15,749	15,749
其他长期负债	8,905	8,779	8,779	8,779
非流动负债合计	22,496	24,528	24,528	24,528
负债合计	141,129	150,723	154,090	163,541
股本	9,447	9,438	9,438	9,438
少数股东权益	1,291	1,376	1,473	1,581
股东权益合计	94,714	106,244	119,423	134,166
负债和股东权益合计	235,842	256,967	273,514	297,707

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	7.22	8.44	8.17	8.36
EBIT 增长率	12.08	18.62	13.42	11.95
净利润增长率	12.48	15.44	13.05	12.23
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	31.33	31.50	31.75	32.00
净利润率	6.04	6.43	6.72	6.96
总资产收益率 ROA	6.24	6.61	7.02	7.24
净资产收益率 ROE	15.75	16.19	16.28	16.25
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.10	1.13	1.20	1.26
速动比率	0.70	0.75	0.81	0.87
现金比率	0.46	0.51	0.55	0.60
资产负债率 (%)	59.84	58.65	56.34	54.93
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	23.85	24.00	24.00	24.00
存货周转天数	90.68	90.00	90.00	90.00
总资产周转率	1.07	1.07	1.08	1.08
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.56	1.80	2.03	2.28
每股净资产	9.90	11.11	12.50	14.05
每股经营现金流	2.14	2.89	2.82	3.12
每股股利	0.57	0.65	0.73	0.82
<b>估值分析</b>				
PE	13	11	10	9
PB	2.0	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	7.89	6.86	6.04	5.45
股息收益率 (%)	2.79	3.19	3.61	4.05

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	14,732	17,067	19,295	21,656
折旧和摊销	6,046	6,382	7,265	7,787
营运资金变动	-1,582	3,709	576	684
经营活动现金流	20,154	27,296	26,640	29,483
资本开支	-7,976	-7,146	-6,245	-7,113
投资	-1,413	-4,350	-1,010	-990
投资活动现金流	-8,920	-12,245	-7,255	-8,103
股权募资	987	-200	0	0
债务募资	3,672	1,115	-5,186	0
筹资活动现金流	-3,822	-5,395	-12,452	-8,064
现金净流量	8,171	9,656	6,933	13,316

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026