

2023年12月19日

王睿哲

C0062@capital.com.tw

目标价(元/港币)

24/25

公司基本资讯

产业别	家用电器
A 股价(2023/12/20)	20.10
上证指数(2023/12/20)	2902.11
股价 12 个月高/低	27.17/19.86
总发行股数(百万)	9438.11
A 股数(百万)	6308.55
A 市值(亿元)	1268.02
主要股东	香港中央结算 (代理人)有限 公司(23.64%)
每股净值(元)	10.63
股价/账面净值	1.89
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-10.3 -17.0 -14.3

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2023-11-03	22.43	买进

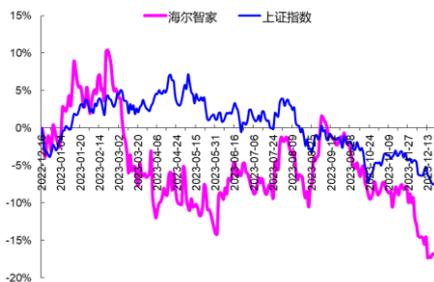
产品组合

电冰箱	32.0%
洗衣机	23.8%
空调	16.5%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	14.5%
一般法人	51.2%

股价相对大盘走势



海尔智家(600690.SH/6690.HK)

Buy 买进

收购开利集团商用制冷，拓展 To B 业务

事件:

公司发布公告拟通过全资子公司以约6.4亿美元现金收购Carrier Global Corporation（开利集团，美交所上市公司）旗下的商用制冷业务公司 Carrier Refrigeration Benelux B.V. 的100%股权及相关资产。

点评:

- 收购价格合理，将增厚业绩:** 根据公告信息，开利商用制冷业务2022年度实现营收12.3亿美元，净利润0.6亿美元（净利率4.9%），经营活动现金流净额0.9亿美元，分别YOY+0.8%，+27.4%，+382%（以上经营数据均未经审计），参考公司6.4亿美金的收购价，静态PE约为11倍，参考同业相对合理，现金收购完成后将会小幅增厚公司净利润。
- 收购助力拓展To B业务:** 开利品牌拥有超过120年的历史，商用制冷业务在食品零售行业中使用广泛，如商超使用的制冷柜、制冷机组，以及在冷库使用的CO₂ 制冷机组及配套业务。开利拥有大量合作长达数年的客户群，并且在二氧化碳制冷领域积累了丰富的技术经验及商业应用案例。我们认为公司收购开利商用制冷业务，借助开利的品牌、技术、服务及客户积累优势，将可快速开拓海外商用制冷市场，为公司打造新的业务增长点。并且从海外ESG大趋势下来看，各国致力于减少碳氟化合物使用，基于二氧化碳的制冷业务符合替换趋势。
- 与开利合作已久，预计整合平顺，整合后的商冷业务净利率有望得到提升:** 海尔与开利商用制冷在2001年即成立中国合资公司（开利持股51%，海尔持股49%），合作已久。此外，参考海尔2015年收购日本三洋白色家电业务、2016年收购GE家电业务、2018年收购新西兰Fisher&Paykel以及2019年收购意大利Candy的整合，我们预计此次收购整合将会更加平顺。另外，根据公告信息，开利目前整体商用制冷业务的净利率约为4.9%，与海尔与开利在国内合资公司7.1%的税前利润率相比还有明显的提升空间，我们认为整合后，借助海尔的规模化采购、核心供用链基础以及渠道的协同，将有助于净利率的提升。
- 盈利预测与投资建议:** 展望未来，国内地产支持政策不断释放将有助于相关家电需求的起稳，中央经济工作会议中提出积极培育智能家居，以及要以提高技术、能耗、排放等标准为牵引，推动大规模设备更新和消费品以旧换新，我们认为上述政策定调均将有利于智能家电在 2024 年的销售。海外市场公司则在持续收购整合优化。我们预计公司 2023-2025 年净利润分别为 170.4 亿元、194.8 亿元、219.0 亿元，YOY+15.8%、+14.3%、+12.4%，EPS 分别为 1.8 元、2.1 元、2.3 元，A 股 P/E 分别为 11X、10X、9X，H 股 P/E 分别为 11X、9X、8X。我们看好公司智慧家庭生态战略的推进及运营提效，目前估值相对合理，维持“买进”的投资建议。
- 风险提示:** 国内房地产销售及交付波动、原材料价格波动、汇率波动、海外业务运营风险

年度截止 12 月 31 日		2021	2022	2023F	2024F	2025F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	13067	14711	17039	19477	21895
同比增减	%	47.21	12.58	15.82	14.31	12.41
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.41	1.58	1.81	2.06	2.32
同比增减	%	5.46	12.06	14.26	14.31	12.41
A 股市盈率(P/E)	X	14.39	12.84	11.24	9.83	8.75
H 股市盈率(P/E)	X	13.48	12.03	10.53	9.21	8.19
股利 (DPS)	RMB 元	0.46	0.57	0.63	0.72	0.81
股息率 (Yield)	%	2.27	2.79	3.11	3.56	4.00

【投资评等说明】

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 \geq 35%
买进 (Buy)	15% \leq 潜在上涨空间 $<$ 35%
区间操作 (Trading Buy)	5% \leq 潜在上涨空间 $<$ 15%
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

百万元	2020	2021	2022	2023F	2024F
营业收入	227556	243514	266696	287327	304594
经营成本	156483	167223	182741	197462	208756
营业税金及附加	807	813	1005	1006	1066
销售费用	36554	38598	41566	44593	46603
管理费用	10444	10837	11802	11703	12184
财务费用	686	-246	396	718	609
投资收益	2403	1833	2123	2180	2200
营业利润	15876	17844	20817	23537	26459
营业外收入	199	137	259	200	200
营业外支出	159	191	232	200	200
利润总额	15916	17790	20843	23537	26459
所得税	2699	3058	3723	4001	4498
少数股东损益	150	21	81	59	66
归属于母公司所有者的净利润	13067	14711	17039	19477	21895

附二：合并资产负债表

百万元	2020	2021	2022	2023F	2024F
货币资金	45857	54139	62801	69081	75989
应收账款	14631	15914	17823	19962	22358
存货	39863	41543	45697	50267	55293
流动资产合计	123608	130383	140813	152078	164244
长期股权投资	23232	24528	25754	27299	28937
固定资产	22307	27158	27973	28812	29677
在建工程	4183	4095	3890	3695	3511
非流动资产合计	93852	105460	110733	116269	122083
资产总计	217459	235842	251546	268348	286327
流动负债合计	124797	118632	126937	134553	142626
非流动负债合计	11580	22496	20247	20854	21897
负债合计	136377	141129	147183	155407	164523
少数股东权益	1272	1291	1317	1422	1621
股东权益合计	79811	93423	103046	111519	120183
负债及股东权益合计	217459	235842	251546	268348	286327

附三：合并现金流量表

百万元	2020	2021	2022	2023F	2024F
经营活动产生的现金流量净额	23130	20154	22,151	25,320	28,463
投资活动产生的现金流量净额	-8067	-8920	-9284	-14415	-16468
筹资活动产生的现金流量净额	-15641	-3822	-4204	-4625	-5087
现金及现金等价物净增加额	-684	8171	8662	6280	6908

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不在此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证;@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证;@。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。