

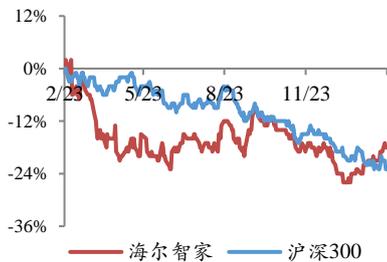
## 经营稳健，ToB 打开成长空间

投资评级：买入（首次）

报告日期：2024-02-01

收盘价（元）	22.31
近 12 个月最高/最低（元）	26.93/20.10
总股本（百万股）	9,438
流通股本（百万股）	6,309
流通股比例（%）	66.84
总市值（亿元）	2,106
流通市值（亿元）	1,407

### 公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：陈姝

执业证书号：S0010522080001

### 相关报告

### 主要观点：

#### ● 全球大家电领军者，品类多元布局完备

公司作为全球大家电和智慧家庭解决方案的领导者，已实现多品牌、跨产品、跨区域的全球化布局。23Q1-3 公司实现营收 1987 亿元，同比+8%；归母净利润 131 亿元，同比+13%；扣非归母净利润 127 亿元，同比+13%；其中 23Q3 单季实现营收 670 亿，同比+6%；归母净利润 42 亿元，同比+13%；扣非归母净利润 41 亿元，同比+10%。

#### ● 外销高增内销稳健，To B 扩展打开成长空间

外销延续高增，内销稳健增长。根据产业在线，23Q4 海尔空调/冰箱/洗衣机外销量分别同比+3.6%/+87.8%/+30.5%（Q3 分别同比+10.5%/+70.6%/+12.6%），预计 Q4 出口仍持续支撑业绩增长。内销方面，23Q4 海尔空调/冰箱/洗衣机内销量分别同比+10.6%/+9.5%/+5.9%（Q3 分别同比+15.8%/+8.0%/-2.0%），整体维持稳健增长。

收购开利全球商用制冷业务，To B 业务打开公司成长空间。23 年 12 月，公司公告拟以 6.4 亿美元（对应 22 年 11x PE）的对价，收购开利集团主营商用制冷业务 100% 股权及相关资产。本次收购积极意义在于，①助力公司由 To C 往 To B 拓展，由家庭制冷场景拓展到商用零售制冷、冷库制冷场景，并以此为平台，未来拓展到其他商用冷链场景；②与子公司渠道布局、客户资源、基数形成协同效应，进一步提升欧洲市场竞争力；③依托公司在亚太区域的深厚布局，持续赋能开利商冷，把握国内及亚太区域商冷增长红利。

#### ● 投资建议

预计 23-25 年收入分别为 2626.38、2815.67、3003.64 亿元，对应增速分别为 7.9%、7.2%、6.7%；归母净利润分别为 169.75、192.69、216.50 亿元，对应增速分别为 15.4%、13.5%、12.4%；对应 PE 分别为 12.40、10.93、9.73x。首次覆盖，给予“买入”评级。

#### ● 风险提示

空调增长不及预期，外销不及预期，汇率波动风险。

#### ● 重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	243514	262638	281567	300364
收入同比（%）	7.2%	7.9%	7.2%	6.7%
归属母公司净利润	14711	16975	19269	21650
净利润同比（%）	12.5%	15.4%	13.5%	12.4%
毛利率（%）	31.3%	31.0%	31.2%	31.4%
ROE（%）	15.7%	16.2%	15.4%	14.7%
每股收益（元）	1.58	1.80	2.04	2.29
P/E	15.48	12.40	10.93	9.73
P/B	2.47	2.01	1.69	1.43
EV/EBITDA	9.48	7.42	5.52	4.37

资料来源：wind，华安证券研究所

注：数据截至 2024 年 1 月 31 日

## 正文目录

1 全球大家电领军者，品类多元布局完备.....	4
2 外销高增内销稳健，TO B 扩展打开成长空间.....	4
3 投资建议.....	5
风险提示.....	5
财务报表与盈利预测.....	6

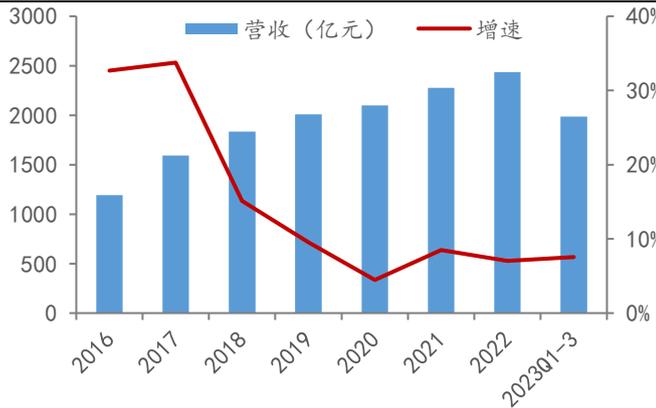
## 图表目录

图表 1 公司营收及增速.....	4
图表 2 公司扣非净利及增速.....	4

## 1 全球大家电领军者，品类多元布局完备

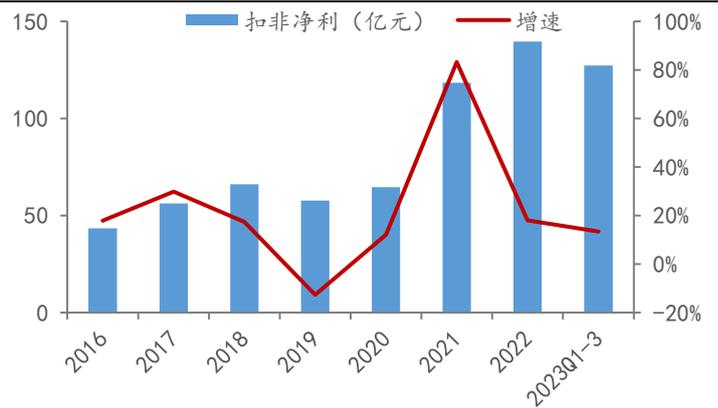
公司作为全球大家电和智慧家庭解决方案的领导者，拥有全球家电品牌集群，包括海尔、卡萨帝、Leader、GE Appliances、Candy、Fisher&Paykel 及 AQUA，已实现多品牌、跨产品、跨区域的全球化布局。23Q1-3 公司实现营收 1987 亿元，同比+8%；归母净利 131 亿元，同比+13%；扣非归母净利 127 亿元，同比+13%；其中 23Q3 单季实现营收 670 亿，同比+6%；归母净利 42 亿元，同比+13%；扣非归母净利 41 亿元，同比+10%。

图表 1 公司营收及增速



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 2 公司扣非净利及增速



资料来源：wind，华安证券研究所

## 2 外销高增内销稳健，To B 扩展打开成长空间

**外销延续高增，内销稳健增长。**根据产业在线，23Q4 海尔空调/冰箱/洗衣机外销量分别同比+3.6%/+87.8%/+30.5% (Q3 分别同比+10.5%/+70.6%/+12.6%)，预计 Q4 出口仍持续支撑业绩增长。内销方面，23Q4 海尔空调/冰箱/洗衣机内销量分别同比+10.6%/+9.5%/+5.9% (Q3 分别同比+15.8%/+8.0%/-2.0%)，整体维持 Q3 稳健增长的趋势。

**收购开利全球商用制冷业务，To B 业务打开公司成长空间。**23 年 12 月，公司公告拟以 6.4 亿美元（对应 22 年 11x PE）的对价，通过收购开利集团主营商用制冷业务 100% 股权及相关资产完成对目标业务的收购。收购后公司将获得 2 年内全球范围内目标业务相关“开利”商标的使用授权，并将获得体现“开利”“商用制冷”等特色要素的目标业务专用商标，公司将有权在合计 16 年的时间内免费在全球范围内就目标业务使用该标识。本次收购积极意义在于，①助力公司由 To C 往 To B 拓展，由家庭制冷场景拓展到商用零售制冷、冷库制冷场景，并以此为平台，未来拓展到其他商用冷链场景；②与子公司渠道布局、客户资源、基数形成协同效应，进一步提升欧洲市场竞争力；③依托公司在亚太区域的深厚布局，持续赋能开利商冷，把握国内及亚太区域商冷增长红利。

### 3 投资建议

预计 23-25 年收入分别为 2626.38、2815.67、3003.64 亿元，对应增速分别为 7.9%、7.2%、6.7%；归母净利润分别为 169.75、192.69、216.50 亿元，对应增速分别为 15.4%、13.5%、12.4%；对应 PE 分别为 12.40、10.93、9.73x。首次覆盖，给予“买入”评级。

### 风险提示

空调增长不及预期，外销不及预期，汇率波动风险。

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	130383	155226	180217	220279	<b>营业收入</b>	243514	262638	281567	300364
现金	54139	60591	93372	115769	营业成本	167223	181329	193625	206119
应收账款	15914	18375	19167	20881	营业税金及附加	813	1051	1126	1201
其他应收款	2381	2726	2593	2914	销售费用	38598	38870	41531	44304
预付账款	1121	1088	1162	1237	管理费用	10837	12081	12952	13667
存货	41543	47107	46478	52001	财务费用	-246	-181	-320	-994
其他流动资产	15286	25339	17445	27476	资产减值损失	-1500	-1000	-950	-900
<b>非流动资产</b>	105460	106840	106707	105243	公允价值变动收益	-122	0	0	0
长期投资	24528	25828	27128	28428	投资净收益	1833	1970	2112	2253
固定资产	27158	28186	26852	23787	<b>营业利润</b>	17844	20608	23396	26307
无形资产	10506	10506	10506	10506	营业外收入	137	112	109	119
其他非流动资产	43268	42320	42222	42522	营业外支出	191	104	102	132
<b>资产总计</b>	235842	262066	286924	325522	<b>利润总额</b>	17790	20616	23403	26294
<b>流动负债</b>	118632	133586	137804	153309	所得税	3058	3608	4096	4602
短期借款	9643	9643	10143	10643	<b>净利润</b>	14732	17009	19308	21693
应付账款	41884	48781	49107	56242	少数股东损益	21	34	39	43
其他流动负债	67105	75162	78553	86423	<b>归属母公司净利润</b>	14711	16975	19269	21650
<b>非流动负债</b>	22496	22496	22996	23496	EBITDA	22083	24577	27257	29524
长期借款	13591	13591	14091	14591	EPS (元)	1.58	1.80	2.04	2.29
其他非流动负债	8905	8905	8905	8905					
<b>负债合计</b>	141129	156082	160800	176805					
少数股东权益	1291	1325	1364	1407	<b>主要财务比率</b>				
股本	9447	9438	9438	9438	<b>会计年度</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
资本公积	23852	22420	22302	22302	<b>成长能力</b>				
留存收益	60124	72801	93020	115570	营业收入	7.2%	7.9%	7.2%	6.7%
归属母公司股东权益	93423	104659	124760	147310	营业利润	12.2%	15.5%	13.5%	12.4%
<b>负债和股东权益</b>	235842	262066	286924	325522	归属于母公司净利	12.5%	15.4%	13.5%	12.4%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率 (%)	31.3%	31.0%	31.2%	31.4%
					净利率 (%)	6.0%	6.5%	6.8%	7.2%
					ROE (%)	15.7%	16.2%	15.4%	14.7%
					ROIC (%)	10.5%	11.6%	11.3%	10.7%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率 (%)	59.8%	59.6%	56.0%	54.3%
					净负债比率 (%)	149.0%	147.3%	127.5%	118.9%
					流动比率	1.10	1.16	1.31	1.44
					速动比率	0.70	0.76	0.93	1.06
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.07	1.05	1.03	0.98
					应收账款周转率	15.95	15.32	15.00	15.00
					应付账款周转率	3.97	4.00	3.96	3.91
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	1.58	1.80	2.04	2.29
					每股经营现金流薄)	2.14	2.00	3.83	2.60
					每股净资产	9.89	11.09	13.22	15.61
					<b>估值比率</b>				
					P/E	15.48	12.40	10.93	9.73
					P/B	2.47	2.01	1.69	1.43
					EV/EBITDA	9.48	7.42	5.52	4.37

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	20154	18885	36184	24497
净利润	14732	17009	19308	21693
折旧摊销	6046	5120	5483	5714
财务费用	612	1173	1195	1240
投资损失	-1833	-1970	-2112	-2253
营运资金变动	-1582	-3437	11508	-2660
其他经营现金流	18491	21437	8602	25115
<b>投资活动现金流</b>	-8920	-4522	-3090	-1860
资本支出	-7976	-5191	-3902	-2813
长期投资	-1413	-1300	-1300	-1300
其他投资现金流	468	1970	2112	2253
<b>筹资活动现金流</b>	-3822	-7911	-313	-240
短期借款	-1583	0	500	500
长期借款	10552	0	500	500
普通股增加	48	-9	0	0
资本公积增加	1187	-1432	-118	0
其他筹资现金流	-14026	-6470	-1195	-1240
<b>现金净增加额</b>	8171	6453	32781	22397

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

注:数据截至2024年1月31日

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**陈姝，英国华威大学金融硕士，食品科学与工程专业本科，曾任职于长城证券，水晶球团队成员。

## 重要声明

### 分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。