

评级: 买入 (维持)

市场价格: 25.08 元

分析师: 姚玮

执业证书编号: S0740522080001

Email: yaowei@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

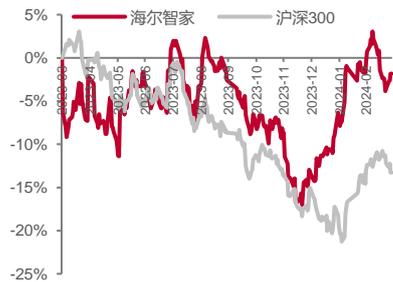
指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	243,514	261,428	283,327	301,797	321,479
增长率 yoy%	7%	7%	8%	7%	7%
净利润 (百万元)	14,711	16,597	18,703	21,134	23,768
增长率 yoy%	13%	13%	13%	13%	12%
每股收益 (元)	1.56	1.76	1.98	2.24	2.52
每股现金流量	2.14	2.68	2.09	3.02	2.84
净资产收益率	16%	16%	16%	16%	16%
P/E	16.1	14.3	12.0	10.6	9.4
P/B	2.5	2.3	1.9	1.7	1.5

备注: 收盘价取自于 2024/3/28。

基本状况

总股本(百万股)	9,438
流通股本(百万股)	6,309
市价(元)	25.08
市值(百万元)	236,708
流通市值(百万元)	158,230

股价与行业-市场走势对比



相关报告

深度报告:

《海尔智家: 如何展望三分天下》
2023. 2. 25

公司点评:

《海尔智家 23H1: 多项业务进入向好拐点》2023. 9. 2

《海尔智家: Q1 显韧性, 关注空调与智能化》2023. 4. 27

《海尔智家: 长期成长无忧》2023. 4. 1

《海尔智家: 持续兑现阿尔法》
2022. 10. 30

《海尔智家: 珍贵的阿尔法》
2022. 8. 29

《海尔智家: 符合预期, 回购彰显信心》2022. 3. 30

《海尔智家: 管理层积极参与 H 股配售》2022. 1. 12

投资要点

■ 公司发布 23 年业绩:

- 1) 2023 年海尔收入 2614 亿元 (+7.3%), 归母 166 亿 (+12.8%), 23Q4 收入 628 亿 (+6.8%), 归母 34 亿 (+13.2%), 收入利润略超预期, 毛利率带动净利率提升, 治理改善&结构升级逻辑持续兑现。
- 2) 23 年分红率从 36% 提至 45%, 25-26 年分红比例继续提至 $\geq 50%$, 对应 23-25 年股息率 3.2%、3.6%、 $\geq 4.5%$ 、 $\geq 5%$ 。公司将注销 0.57% 股本, 投资价值高。

■ 23 年收入拆分:

- 1) 分区域: 内销收入+7%, 其中我们预计卡萨帝零售端增长 14%, 修复进行时, 空调增速预计+17%。外销收入+7.6%, 其中人民币口径北美收入+4%、欧洲收入+24%, 欧美合计占海尔外销 80%。
- 2) 分品类: 内外销合计看, 冰箱收入+5.2%、厨电收入+6.9%、空调收入+13%、洗衣机收入+6.2%、水家电收入+8.5%。

■ 23 年利润拆分:

- 1) 毛利率 31.5% (+0.2pct), 费用率 24.2% (+0.1pct), 净利率 6.3% (+0.3pct), 主要是原材料降价&产品结构优化提升毛利率, 数字化带动销售和管理费率降低, 带动整体净利率提升。
- 2) 分业务: 各业务盈利能力均有提升, 尤其是空调。冰箱分部净利率 6.1% (+0.7pct)、厨电 7.1% (+0.1pct)、空调 4% (+1.4pct)、洗衣机 9.1% (+0.2%)。

■ 23Q4 收入拆分:

我们预计内销收入增速为中高位数, 其中空调收入增速为双位数, 卡萨帝收入增速为高个位数~双位数, 外销收入增速为中位数, 其中北美小个位数, 其余地区双位数, Q4 和全年节奏类似。

■ 投资建议:

在空调基数上行、原材料和海运涨价的背景下, 我们认为需要珍惜具备经营质量持续上升的海尔。公司 24 年仍有多元利润提升点, 包括①内销空调厨电收入利润高增, ②卡萨帝去库存后的修复, ③欧洲 newcandy 推出后利润增长, ④降本增效数字化改革带来的费率优化红利。

此外, 24 年下半年美国进入降息周期后的地产需求提升有机会带动海尔持续超预期增长。综上, 我们认为公司斜率向上, 回购+分红显著提升投资价值, 我们预计 24/25/26 年归母为 187、211、238 亿元 (24/25 年的前值为 193、217 亿元), 对应 PE 为 12、11 和 9 倍, 维持“买入”评级。

■ 风险提示: 原材料价格波动风险、外销不及预期、高端品牌增长放缓、空调增长不及预期风险, 研报数据更新不及时风险。

盈利预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	54,486	84,998	90,539	103,951	营业收入	261,428	283,327	301,797	321,479
应收票据	8,621	8,500	9,054	9,644	营业成本	179,054	193,654	206,127	219,248
应收账款	20,268	19,699	18,569	18,816	税金及附加	1,016	1,017	1,088	1,188
预付账款	1,238	2,905	3,092	3,289	销售费用	40,978	44,199	46,326	49,025
存货	39,524	46,026	47,409	50,427	管理费用	11,490	11,503	12,072	12,538
合同资产	261	345	364	377	研发费用	10,221	11,050	11,770	12,216
其他流动资产	8,482	9,732	10,268	10,833	财务费用	514	101	-320	-647
流动资产合计	132,620	171,860	178,932	196,959	信用减值损失	-243	-300	-300	-300
其他长期投资	449	478	503	530	资产减值损失	-1,505	-1,500	-1,500	-1,500
长期股权投资	25,547	25,547	25,547	25,547	公允价值变动收益	20	20	20	20
固定资产	29,604	25,503	21,977	18,946	投资收益	1,910	1,500	1,500	1,500
在建工程	5,403	5,413	5,423	5,433	其他收益	1,559	1,000	1,000	1,000
无形资产	11,006	11,311	11,908	12,345	营业利润	19,880	22,507	25,439	28,615
其他非流动资产	48,750	49,019	49,287	49,522	营业外收入	128	200	200	200
非流动资产合计	120,759	117,272	114,647	112,322	营业外支出	296	150	150	150
资产合计	253,380	289,132	293,578	309,282	利润总额	19,712	22,557	25,489	28,665
短期借款	10,318	26,277	8,691	335	所得税	2,980	3,835	4,334	4,873
应付票据	22,216	27,984	29,813	30,873	净利润	16,732	18,722	21,155	23,792
应付账款	47,062	48,413	51,532	54,812	少数股东损益	135	19	21	24
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	16,597	18,703	21,134	23,768
合同负债	7,732	8,500	9,054	9,644	NOPLAT	17,168	18,806	20,890	23,255
其他应付款	19,180	19,180	19,180	19,180	EPS (按最新股本摊薄)	1.76	1.98	2.24	2.52
一年内到期的非流动负债	3,733	3,733	3,733	3,733					
其他流动负债	9,740	9,895	10,273	10,612					
流动负债合计	119,981	143,982	132,275	129,189					
长期借款	17,936	17,936	17,936	17,936					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	9,551	9,551	9,551	9,551					
非流动负债合计	27,488	27,488	27,488	27,488					
负债合计	147,468	171,470	159,763	156,677					
归属母公司所有者权益	103,514	115,246	131,378	150,144					
少数股东权益	2,398	2,416	2,437	2,461					
所有者权益合计	105,912	117,662	133,816	152,605					
负债和股东权益	253,380	289,132	293,578	309,282					

现金流量表				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	25,262	19,771	28,548	26,781
现金收益	22,982	24,223	25,744	27,673
存货影响	2,019	-6,502	-1,383	-3,018
经营性应收影响	-2,008	524	1,889	466
经营性应付影响	3,972	7,120	4,947	4,341
其他影响	-1,703	-5,595	-2,649	-2,681
投资活动现金流	-17,085	-115	-739	-658
资本支出	-9,991	-1,614	-1,991	-1,943
股权投资	-1,019	0	0	0
其他长期资产变化	-6,075	1,499	1,252	1,285
融资活动现金流	-7,841	10,856	-22,268	-12,711
借款增加	2,458	15,959	-17,586	-8,356
股利及利息支付	-7,224	-5,892	-7,271	-6,942
股东融资	946	0	0	0
其他影响	-4,021	789	2,589	2,587

主要财务比率				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入增长率	7%	8%	7%	7%
EBIT增长率	15%	12%	11%	11%
归母公司净利润增长率	13%	13%	13%	12%
获利率				
毛利率	32%	32%	32%	32%
净利率	6%	7%	7%	7%
ROE	16%	16%	16%	16%
ROIC	28%	23%	25%	26%
偿债能力				
资产负债率	58%	59%	54%	51%
债务权益比	39%	49%	30%	21%
流动比率	1.1	1.2	1.4	1.5
速动比率	0.8	0.9	1.0	1.1
营运能力				
总资产周转率	1.0	1.0	1.0	1.0
应收账款周转天数	25	25	23	21
应付账款周转天数	89	89	87	87
存货周转天数	81	80	82	80
每股指标 (元)				
每股收益	1.76	1.98	2.24	2.52
每股经营现金流	2.68	2.09	3.02	2.84
每股净资产	10.97	12.21	13.92	15.91
估值比率				
P/E	14	12	11	9
P/B	2	2	2	1
EV/EBITDA	114	106	98	91

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。
。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。