

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

海尔智家(600690)

投资评级 买入

上次评级 买入

罗岸阳 家电行业首席分析师

执业编号: S1500520070002

邮箱: luoanyang@cindasc.com

尹圣迪 家电行业分析师

执业编号: S1500524020001

邮箱: yinshengdi@cindasc.com

相关研究

海尔智家: 收购开利商用制冷业务,  
创造业务新增长点

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

# 海尔智家:Q1 业绩超预期, 盈利能力持续改善

2024年04月29日

**事件:** Q1 公司实现营业收入 689.78 亿元, 同比+6.01%, 实现归母净利润 47.73 亿元, 同比+20.16%, 实现扣非后归母净利润 46.40 亿元, 同比+25.41%。

**点评:**

## ➤ Q1 国内增速高于海外, 经营利润表现亮眼

**国内市场:** 24Q1 中国市场收入分别同比+8.1%, 经营利润增长超 30%。水产业实现两位数增长, 家空、厨电、智慧楼宇等产业收入增长均超 10%。卡萨帝 Q1 收入增长 14%, 三翼鸟门店数量同比+85%, 零售额同比增长 30%, 前置类产品占比提升 8pct 至 38%。

**海外市场:** 24Q1 公司海外市场收入增长 4%, 经营利润增长超两位数。根据 GFK 数据, 24 年 1-2 月公司在欧洲市场销量同比提升 0.9pct 至 9%。

## ➤ Q1 毛利率持续改善。24Q1 公司实现毛利率 28.95%, 同比+0.26pct, 公司毛利率改善的原因主要在于: 1) 国内市场受益于采购和研发端数字化变革、数字化产销协同体系构建、产品结构改善, 毛利率同比提升; 2) 海外市场持续优化产品结构、提升产能利用率, 毛利率同比改善。

从费用角度来看: Q1 消费、管理、研发、财务费用率分别同比-0.49pct、-0.34pct、+0.06pct、-0.02pct。综合毛利率改善和费用管控, 公司 Q1 实现归母净利率 6.92%, 同比+0.82pct, 实现扣非后归母净利率 6.73%, 同比+1.04pct。

## ➤ 经营性活动现金流改善, 合同负债水平回落。

1) 24Q1 期末公司货币资金+交易性金融资产合计 544.60 亿元, 较期初-1.77%; 24Q1 应收票据及应收账款合计 317.23 亿元, 较期初+9.81%; 24Q1 期末公司存货合计 412.81 亿元, 较期初+4.45%; 24Q1 期末合同负债合计 39.36 亿元, 较期初-49.09%, 我们认为主要因公司产品订单 Q1 集中交付所致。

2) 24Q1 经营活动产生的现金流量净额 17.25 亿元, 同比+27.31%, 主要系本期经营利润增加及运营效率提升所致。

## ➤ 发布 24 年员工持股计划, 锚定长期发展。公司发布 2024 年 A 股和 H 股核心员工持股计划, A 股持股计划资金总额 71150 万, 参与人员共计不超过 2400 人; H 股持股计划参与对象为董监高及核心技术人员共计 30 人, 资金总额 6850 万元。

此次持股计划考核的综合完成率以 24/25 年度的扣非归母净利润复合增长率的完成率和净资产收益率完成率加权平均计算。

24 年考核指标: 24 年扣非归母净利润较 23 年增长不低于 15%，24 年净资产收益率不低于 16.8%，两个指标考核权重均为 50%。

25 年考核指标: 25 年扣非归母净利润较 23 年复合增长率不低于 15%，25 年净资产收益率不低于 16.8%，两个指标考核权重均为 50%。

我们认为公司持续发布员工持股计划，且以利润增速和资产收益率为考核目标，体现了公司对于长期稳健发展的期望和信心。

- **盈利预测与投资评级：** 我们预计公司 24-26 年实现营业收入 2831.16/3100.68/3327.01 亿元，分别同比+8.3%/+9.5%/+7.3%，预计实现归母净利润 198.78/224.93/249.28 亿元，同比+19.8%/+13.2%/+10.8%，对应 PE13.7/12.1/10.9x，维持对公司的“买入”评级。
- **风险因素：** 原材料价格大幅度波动、消费需求复苏不及预期、海运费大幅上涨等。

| 重要财务指标            | 2022A   | 2023A   | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
|-------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业总收入(百万元)        | 243,579 | 261,428 | 283,116 | 310,068 | 332,701 |
| 增长率 YoY %         | 7.3%    | 7.3%    | 8.3%    | 9.5%    | 7.3%    |
| 归属母公司净利润<br>(百万元) | 14,712  | 16,597  | 19,878  | 22,493  | 24,928  |
| 增长率 YoY%          | 12.5%   | 12.8%   | 19.8%   | 13.2%   | 10.8%   |
| 毛利率%              | 31.3%   | 31.5%   | 32.1%   | 32.2%   | 32.4%   |
| 净资产收益率ROE%        | 15.7%   | 16.0%   | 16.6%   | 16.5%   | 16.0%   |
| EPS(摊薄)(元)        | 1.58    | 1.79    | 2.11    | 2.38    | 2.64    |
| 市盈率 P/E(倍)        | 15.48   | 11.73   | 13.67   | 12.08   | 10.90   |
| 市净率 P/B(倍)        | 2.47    | 1.91    | 2.28    | 1.99    | 1.74    |

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2024 年 4 月 29 日收盘价

| 资产负债表          |         | 单位:百万元  |         |         |         |  |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|--|
| 会计年度           | 2022A   | 2023A   | 2024E   | 2025E   | 2026E   |  |
| <b>流动资产</b>    | 130,479 | 132,620 | 144,173 | 172,097 | 196,710 |  |
| 货币资金           | 54,162  | 54,486  | 58,245  | 79,344  | 97,776  |  |
| 应收票据           | 9,624   | 8,621   | 12,411  | 12,246  | 13,260  |  |
| 应收账款           | 15,887  | 20,268  | 21,718  | 23,277  | 25,294  |  |
| 预付账款           | 1,111   | 1,238   | 1,267   | 1,410   | 1,508   |  |
| 存货             | 41,588  | 39,524  | 42,121  | 47,195  | 49,968  |  |
| 其他             | 8,107   | 8,482   | 8,410   | 8,625   | 8,903   |  |
| <b>非流动资产</b>   | 105,539 | 120,759 | 127,383 | 129,754 | 132,403 |  |
| 长期股权投资         | 24,528  | 25,547  | 27,547  | 28,808  | 30,208  |  |
| 固定资产(合计)       | 27,158  | 29,604  | 29,000  | 28,555  | 28,201  |  |
| 无形资产           | 10,506  | 11,006  | 11,520  | 12,118  | 12,682  |  |
| 其他             | 43,347  | 54,602  | 59,316  | 60,273  | 61,312  |  |
| <b>资产总计</b>    | 236,018 | 253,380 | 271,556 | 301,851 | 329,113 |  |
| <b>流动负债</b>    | 118,771 | 119,981 | 122,149 | 135,012 | 142,680 |  |
| 短期借款           | 9,672   | 10,318  | 13,318  | 11,318  | 11,818  |  |
| 应付票据           | 25,099  | 22,216  | 23,693  | 26,898  | 28,291  |  |
| 应付账款           | 41,885  | 47,062  | 47,387  | 53,084  | 56,752  |  |
| 其他             | 42,115  | 40,385  | 37,751  | 43,712  | 45,818  |  |
| <b>非流动负债</b>   | 22,496  | 27,488  | 27,488  | 27,488  | 27,488  |  |
| 长期借款           | 13,591  | 17,936  | 17,936  | 17,936  | 17,936  |  |
| 其他             | 8,905   | 9,551   | 9,551   | 9,551   | 9,551   |  |
| <b>负债合计</b>    | 141,267 | 147,468 | 149,637 | 162,499 | 170,168 |  |
| 少数股东权益         | 1,291   | 2,398   | 2,527   | 2,666   | 2,832   |  |
| 归属母公司股东权益      | 93,459  | 103,514 | 119,392 | 136,685 | 156,113 |  |
| <b>负债和股东权益</b> | 236,018 | 253,380 | 271,556 | 301,851 | 329,113 |  |

| 重要财务指标     |         | 单位:百万   |         |         |         |  |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|--|
| 会计年度       | 2022A   | 2023A   | 2024E   | 2025E   | 2026E   |  |
| 营业总收入      | 243,579 | 261,428 | 283,116 | 310,068 | 332,701 |  |
| 同比(%)      | 7.3%    | 7.3%    | 8.3%    | 9.5%    | 7.3%    |  |
| 归属母公司净利润   | 14,712  | 16,597  | 19,878  | 22,493  | 24,928  |  |
| 同比(%)      | 12.5%   | 12.8%   | 19.8%   | 13.2%   | 10.8%   |  |
| 毛利率(%)     | 31.3%   | 31.5%   | 32.1%   | 32.2%   | 32.4%   |  |
| ROE%       | 15.7%   | 16.0%   | 16.6%   | 16.5%   | 16.0%   |  |
| EPS(摊薄)(元) | 1.58    | 1.79    | 2.11    | 2.38    | 2.64    |  |
| P/E        | 15.48   | 11.73   | 13.67   | 12.08   | 10.90   |  |
| P/B        | 2.47    | 1.91    | 2.28    | 1.99    | 1.74    |  |
| EV/EBITDA  | 9.47    | 6.97    | 8.42    | 7.05    | 6.01    |  |

| 利润表             |         | 单位:百万元  |         |         |         |  |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|--|
| 会计年度            | 2022A   | 2023A   | 2024E   | 2025E   | 2026E   |  |
| <b>营业总收入</b>    | 243,579 | 261,428 | 283,116 | 310,068 | 332,701 |  |
| 营业成本            | 167,263 | 179,054 | 192,179 | 210,121 | 224,926 |  |
| 营业税金及附加         | 814     | 1,016   | 1,049   | 1,168   | 1,246   |  |
| 销售费用            | 38,600  | 40,978  | 43,600  | 48,060  | 51,569  |  |
| 管理费用            | 10,846  | 11,490  | 11,891  | 13,023  | 13,973  |  |
| 研发费用            | 9,507   | 10,221  | 10,787  | 11,783  | 12,643  |  |
| 财务费用            | -242    | 514     | 742     | 780     | 506     |  |
| 减值损失合计          | -1,500  | -1,505  | -1,493  | -1,196  | -1,097  |  |
| 投资净收益           | 1,833   | 1,910   | 1,699   | 1,550   | 1,664   |  |
| 其他              | 723     | 1,321   | 1,727   | 1,914   | 2,033   |  |
| <b>营业利润</b>     | 17,845  | 19,880  | 24,800  | 27,402  | 30,437  |  |
| 营业外收支           | -54     | -168    | -100    | 0       | 0       |  |
| <b>利润总额</b>     | 17,791  | 19,712  | 24,700  | 27,402  | 30,437  |  |
| 所得税             | 3,058   | 2,980   | 4,693   | 4,769   | 5,343   |  |
| <b>净利润</b>      | 14,733  | 16,732  | 20,007  | 22,633  | 25,093  |  |
| 少数股东损益          | 21      | 135     | 129     | 140     | 165     |  |
| <b>归属母公司净利润</b> | 14,712  | 16,597  | 19,878  | 22,493  | 24,928  |  |
| EBITDA          | 22,093  | 25,693  | 29,916  | 32,456  | 35,059  |  |
| EPS(当年)(元)      | 1.58    | 1.79    | 2.11    | 2.38    | 2.64    |  |

| 现金流量表          |        | 单位:百万元  |         |        |        |  |
|----------------|--------|---------|---------|--------|--------|--|
| 会计年度           | 2022A  | 2023A   | 2024E   | 2025E  | 2026E  |  |
| <b>经营活动现金流</b> | 20,257 | 25,262  | 18,971  | 38,147 | 33,497 |  |
| 净利润            | 14,733 | 16,732  | 20,007  | 22,633 | 25,093 |  |
| 折旧摊销           | 6,051  | 6,800   | 6,305   | 6,543  | 6,715  |  |
| 财务费用           | 616    | 1,810   | 1,317   | 1,342  | 1,305  |  |
| 投资损失           | -1,833 | -1,910  | -1,699  | -1,550 | -1,664 |  |
| 营运资金变动         | -1,489 | 562     | -8,525  | 8,037  | 987    |  |
| 其它             | 2,177  | 1,268   | 1,565   | 1,143  | 1,061  |  |
| <b>投资活动现金流</b> | -8,926 | -17,085 | -12,895 | -8,506 | -8,761 |  |
| 资本支出           | -7,981 | -9,739  | -8,445  | -7,922 | -8,155 |  |
| 长期投资           | -1,413 | -8,172  | -6,128  | -2,084 | -2,219 |  |
| 其他             | 468    | 826     | 1,679   | 1,500  | 1,614  |  |
| <b>筹资活动现金流</b> | -3,900 | -7,841  | -3,317  | -8,542 | -6,305 |  |
| 吸收投资           | 987    | 946     | 0       | 0      | 0      |  |
| 借款             | 18,379 | 19,958  | 3,000   | -2,000 | 500    |  |
| 支付利息或股利        | -5,153 | -7,224  | -6,317  | -6,542 | -6,805 |  |
| <b>现金流净增加额</b> | 8,190  | 585     | 3,759   | 21,099 | 18,432 |  |

## 研究团队简介

罗岸阳，家电行业首席分析师。浙江大学电子信息工程学士，法国北方高等商学院金融学&管理学双学位硕士。曾任职于 TP-LINK 硬件研发部门从事商用通信设备开发设计。曾先后任职天风证券家电行业研究员、国金证券家电行业负责人，所在团队获得 2015、2017 年新财富入围，2017 年 Choice 第三名，2017-2019 年金牛奖，2019 年水晶球奖入围，2022 年 Choice 最佳家电分析师等荣誉。2020 年 7 月加盟信达证券研究开发中心，从事家电行业研究。

尹圣迪，家电行业分析师。伦敦大学学院区域经济学硕士，布达佩斯考文纽斯大学经济学双硕士，对外经济贸易大学金融学学士，西班牙语双学位。2022 年加入信达证券，从事家用电器行业研究，主要覆盖白电、小家电、零部件板块。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其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,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

| 投资建议的比较标准   | 股票投资评级                      | 行业投资评级                  |
|---|-----------------------------|-------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；<br>时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | <b>买入</b> ：股价相对强于基准 15% 以上； | <b>看好</b> ：行业指数超越基准；    |
|   | <b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~15%； | <b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平； |
|   | <b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间； | <b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。    |
|   | <b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。  |                         |

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。