

消费

收盘价

港元 29.25

目标价

港元 35.79

潜在涨幅

+22.4%

2024 年 4 月 30 日

海尔智家 (6690 HK)

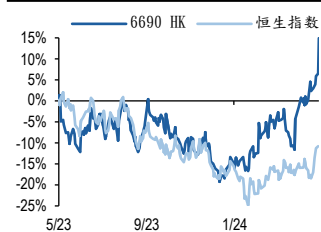
受益于产品结构升级和费用管控，1 季度利润率提升速度超预期

- 1Q24 利润同比增长超 20%，超于市场预期。海尔智家 2024 年 1 季度销售额/归母净利润同比增长 6.0%/20.2%至 690 亿/47.7 亿元（人民币，下同）。毛利率同比提升 0.3 个百分点至 29.0%。得益于数字化变革的推进，营销费用率及管理费用率同比下降 0.5/0.3 个百分点至 13.1%/3.2%。毛利率和费用率改善的共同积极作用下，营业利润率提升 1 个百分点至 8.4%。归母净利润率 7.0%，同比提升 0.8 个百分点。
- 本土/海外业务盈利能力均获提升，海外业务经营利润目标中高个位数增长。本土业务收入同比增长 8%，其中空调和厨电业务实现双位数增长，冰箱/洗衣机业务分别高/中个位数增长。因产品组合和供应链的持续优化，公司于中国市场的经营利润同比增长超 30%，经营利润率同比提升 2.2 个百分点至 10.9%，其中空调/冰洗业务分别改善约 2/1 个百分点。海外方面，欧洲/南亚/澳洲/东南亚市场的收入增速均高于 8%，美洲市场收入微增约 1%，日本市场收入则下降 9%。海外整体经营利润实现双位数增长，经营利润率达 4.2%，同比提升 0.3 个百分点。其中，欧洲和南亚市场经营利润率改善显著，分别提升 1.4/1.1 个百分点，欧洲市场扭亏为盈。展望未来，随着数字化在海外的逐步拓展，海外业务费用率有望降低（管理层目标每年至少降低 1 个百分点，2026 年经营利润率提升至 7%）。
- 卡萨帝双位数增速符合目标；新品推动欧美业务发展。高端品牌卡萨帝于 1 季度实现 14% 的收入增长，符合公司目标。未来通过新品的持续推出（如 4 月陆续上市的致境套系）以及对高端商场渠道的加速布局，辅以严格的品牌调性管控，卡萨帝有望获得长期的增长动力。海尔通过高端新品的持续推出和品牌运营，在消费需求较为疲弱的欧美获得优于市场的表现。根据 GFK 的数据，今年 1 至 2 月公司在欧洲市场的销量份额提升近 1 个百分点至 9%。
- 维持买入。海尔数字化转型效果显著，费用率的明显改善引领 1 季度超预期的利润端表现。对于早已进入存量市场的冰洗产品，结合公司于该市场强势的竞争地位，以及公司逐渐增强的旧家电拆解回收能力，海尔有望受益于以旧换新政策的落地。同时，公司于海外市场份额和利润率的提升也将正面作用于整体利润率水平。维持目标价 35.79 港元/33.1 人民币，基于 15 倍 2024-25 年平均市盈率。维持买入。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	29.25
52周低位 (港元)	20.55
市值 (百万港元)	289,793.48
日均成交量 (百万)	22.07
年初至今变化 (%)	32.65
200天平均价 (港元)	23.17

资料来源: FactSet

谭星子, FRM

kay.tan@bocomgroup.com
(852) 3766 1856

吕浩江, CFA, CESGA

edward.lui@bocomgroup.com
(852) 3766 1809

财务数据一览

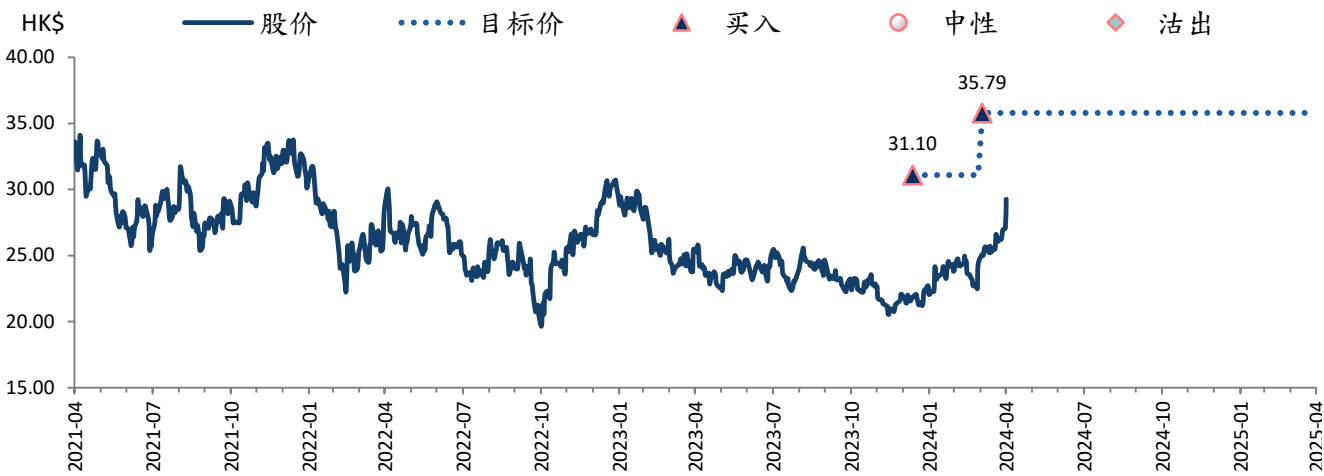
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (百万人民币)	243,514	261,428	283,264	306,538	331,049
同比增长 (%)	7.0	7.4	8.4	8.2	8.0
净利润 (百万人民币)	14,711	16,597	19,305	21,561	23,842
每股盈利 (人民币)	1.58	1.79	2.08	2.33	2.57
同比增长 (%)	12.1	13.3	16.4	11.7	10.6
市盈率 (倍)	17.1	15.1	13.0	11.6	10.5
每股账面净值 (人民币)	9.89	11.08	10.73	12.07	12.35
市账率 (倍)	2.74	2.44	2.52	2.24	2.19
股息率 (%)	2.1	3.0	3.4	3.8	4.2

资料来源：公司资料，交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 海尔智家 (6690 HK) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 2: 交银国际消费行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
291 HK	华润啤酒	买入	36.00	43.90	21.9%	2024 年 03 月 19 日	啤酒
1876 HK	百威亚太	买入	11.00	15.60	41.8%	2024 年 02 月 29 日	啤酒
2319 HK	蒙牛乳业	买入	16.42	21.50	30.9%	2024 年 03 月 27 日	乳业
600597 CH	光明乳业	买入	9.03	12.30	36.2%	2023 年 09 月 05 日	乳业
600887 CH	伊利股份	买入	28.61	33.20	16.0%	2023 年 08 月 30 日	乳业
6186 HK	中国飞鹤	中性	4.30	3.40	-20.9%	2024 年 04 月 02 日	乳业
600882 CH	妙可蓝多	中性	13.75	17.60	28.0%	2023 年 08 月 30 日	乳业
1112 HK	健合国际	中性	10.22	10.40	1.8%	2023 年 08 月 24 日	乳业
9633 HK	农夫山泉	买入	46.20	58.68	27.0%	2024 年 03 月 27 日	食品饮料
2313 HK	申洲国际	买入	78.20	116.00	48.3%	2024 年 03 月 27 日	纺织服装
000651 CH	格力电器	买入	42.12	52.96	25.7%	2024 年 04 月 30 日	家电
6690 HK	海尔智家	买入	29.25	35.79	22.4%	2024 年 03 月 29 日	家电
000333 CH	美的集团	买入	69.78	93.24	33.6%	2024 年 04 月 30 日	家电
1044 HK	恒安国际	买入	26.40	33.85	28.2%	2024 年 03 月 22 日	个护家清
3331 HK	维达国际	中性	23.45	19.20	-18.1%	2023 年 07 月 21 日	个护家清
9922 HK	九毛九	买入	4.96	9.90	99.6%	2024 年 02 月 19 日	餐厅
2020 HK	安踏	买入	89.70	135.00	50.5%	2024 年 03 月 27 日	运动品牌
2331 HK	李宁	中性	20.85	21.00	0.7%	2024 年 03 月 20 日	运动品牌
6110 HK	滔搏国际	买入	5.46	7.20	31.9%	2023 年 10 月 24 日	体育用品经销商
3813 HK	宝胜国际	买入	0.66	1.46	121.2%	2023 年 08 月 15 日	体育用品经销商

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2024 年 4 月 30 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	243,514	261,428	283,264	306,538	331,049
主营业务成本	(167,223)	(179,054)	(193,045)	(208,446)	(224,451)
毛利	76,290	82,374	90,220	98,092	106,598
销售及管理费用	(49,435)	(52,468)	(56,355)	(60,986)	(65,862)
研发费用	(9,499)	(10,221)	(11,075)	(11,648)	(12,580)
经营利润	17,356	19,685	22,790	25,458	28,156
财务成本净额	246	(514)	(557)	(603)	(651)
应占联营公司利润及亏损	0	0	0	0	0
其他非经营净收入/费用	188	541	696	753	814
税前利润	17,790	19,712	22,929	25,609	28,318
税费	(3,058)	(2,980)	(3,466)	(3,872)	(4,281)
非控股权益	(21)	(135)	(158)	(176)	(195)
净利润	14,711	16,597	19,305	21,561	23,842
作每股收益计算的净利润	14,711	16,597	19,305	21,561	23,842

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	54,139	54,486	53,977	63,964	70,146
应收账款及票据	25,494	28,890	29,337	33,674	34,375
存货	41,543	39,524	47,877	46,497	55,123
其他流动资产	9,207	9,720	10,083	10,440	10,828
总流动资产	130,383	132,620	141,274	154,575	170,473
投资物业	26	99	99	99	99
物业、厂房及设备	27,158	29,604	31,323	32,792	34,011
其他有形资产	4,095	5,403	5,903	6,403	6,903
无形资产	10,506	11,006	11,006	11,006	11,006
合资企业/联营公司投资	5,852	6,404	6,904	7,404	7,904
其他长期资产	57,823	68,243	68,343	68,443	68,543
总长期资产	105,460	120,759	123,578	126,147	128,467
总资产	235,842	253,380	264,852	280,722	298,940
短期贷款	9,643	10,318	10,318	10,318	10,318
应付账款	66,975	69,278	80,868	81,256	93,317
其他短期负债	42,014	40,385	43,370	46,178	49,461
总流动负债	118,632	119,980	134,556	137,752	153,096
长期贷款	13,591	17,936	17,936	17,936	17,936
长期应付账款	44	57	57	57	57
其他长期负债	8,861	9,494	9,494	9,494	9,494
总长期负债	22,496	27,488	27,488	27,488	27,488
总负债	141,129	147,468	162,044	165,240	180,584
股本	9,447	9,438	9,438	9,438	9,438
储备及其他资本项目	83,976	94,076	90,815	103,314	105,992
股东权益	93,423	103,514	100,253	112,752	115,430
非控股权益	1,291	2,398	2,555	2,731	2,926
总权益	94,714	105,912	102,808	115,483	118,355

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	14,732	16,732	19,462	21,737	24,037
折旧及摊销	6,046	5,736	0	0	0
营运资本变动	(2,590)	(150)	3,779	(1,464)	3,868
利息调整	612	1,810	557	603	651
其他经营活动现金流	1,353	1,134	(443)	(480)	(518)
经营活动现金流	20,154	25,262	23,355	20,396	28,038
资本开支	8,204	0	6,500	6,500	6,501
投资活动	12,147	0	2,069	2,239	2,419
其他投资活动现金流	(29,272)	0	(13,500)	(13,500)	(13,502)
投资活动现金流	(8,920)	0	(4,931)	(4,761)	(4,582)
负债净变动	14,686	18,424	0	0	0
权益净变动	987	946	0	0	0
股息	5,135	7,224	0	0	0
其他融资活动现金流	(24,631)	(34,435)	(8,687)	(9,702)	(10,729)
融资活动现金流	(3,822)	(7,841)	(8,687)	(9,702)	(10,729)
汇率收益/损失	760	249	249	249	249
年初现金	45,857	54,139	54,486	53,977	63,964
年末现金	54,139	54,486	53,977	63,964	70,146

财务比率					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	1.580	1.790	2.083	2.326	2.572
全面摊薄每股收益	1.570	1.780	2.083	2.326	2.572
Non-GAAP标准下的每股收益	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
每股股息	0.561	0.800	0.930	1.038	1.148
每股账面值	9.890	11.077	10.729	12.066	12.353
利润率分析(%)					
毛利率	31.3	31.5	31.9	32.0	32.2
EBITDA利润率	9.6	9.7	8.0	8.3	8.5
EBIT利润率	7.1	7.5	8.0	8.3	8.5
净利率	6.0	6.3	6.8	7.0	7.2
盈利能力(%)					
ROA	6.5	6.8	7.5	7.9	8.2
ROE	16.7	16.5	18.5	19.8	20.4
其他					
净负债权益比(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	1.1	1.1	1.0	1.1	1.1
存货周转天数	88.8	82.6	82.6	82.6	82.6
应收账款周转天数	39.5	37.4	37.0	37.0	37.0
应付账款周转天数	144.6	137.0	140.0	140.0	140.0

交銀國際

香港中環德輔道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、青岛控股国际有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、乐透互娱有限公司、洲际船务集团控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、北京绿竹生物技术股份有限公司、中天建设(湖南)集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安装集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份有限公司、長久股份有限公司、乐思集团有限公司及出门问问有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。