

海尔智家（600690.SH）

拟收购伊莱克斯南非热水器业务，补足渠道加速出海发展

优于大市

◆ 公司研究 · 公司快评

证券分析师： 陈伟奇 0755-81982606
证券分析师： 王兆康 0755-81983063
证券分析师： 邹会阳 0755-81981518
联系人： 李晶

◆ 家用电器 · 白色家电

chenweiqi@guosen.com.cn
wangzk@guosen.com.cn
zouhuiyang@guosen.com.cn
lijing29@guosen.com.cn

◆ 投资评级：优于大市（维持）

执证编码：S0980520110004
执证编码：S0980520120004
执证编码：S0980523020001

事项：

海尔智家官方微信公众号发布，7月18日，公司与瑞典伊莱克斯集团签订相关交易文件，拟以24.5亿南非兰特（折合约9.8亿人民币）的企业价值，收购其旗下于南非市场从事热水器业务的 Electrolux South Africa Proprietary Limited 的100%股权并接收其家电业务人员。此交易尚待取得监管机构的审批，预计将在2024年第四季度完成。

国信家电观点：1) 伊莱克斯南非热水器业务拥有百年热水器品牌 Kwikot，是南非领先的热水器制造商，在当地拥有强大的销售和售后服务体系。2) 海尔智家与 Kwikot 有望实现良好协同，海尔智家凭借供应链与技术的优势，有望丰富 Kwikot 的产品线，增加其产品竞争力；同时，Kwikot 的销售渠道和售后体系有望帮助海尔在南非地区扩展冰箱、洗衣机等白电产品。3) 海尔智家在海外通过本土创牌和品牌收购，已成长为全球大家电龙头，海外收入占据公司的半壁江山。收购伊莱克斯南非热水器业务，有望补足公司在南非地区的销售及售后体系，为公司的海外发展添砖加瓦。维持盈利预测，预计公司2024-2026年归母净利润为190/216/244亿，同比+15%/+14%/+13%，对应PE=13/12/10x，维持“优于大市”评级。4) 风险提示：收购不能按期进行的风险；行业竞争加剧；原材料价格大幅上涨；行业需求复苏不及预期。

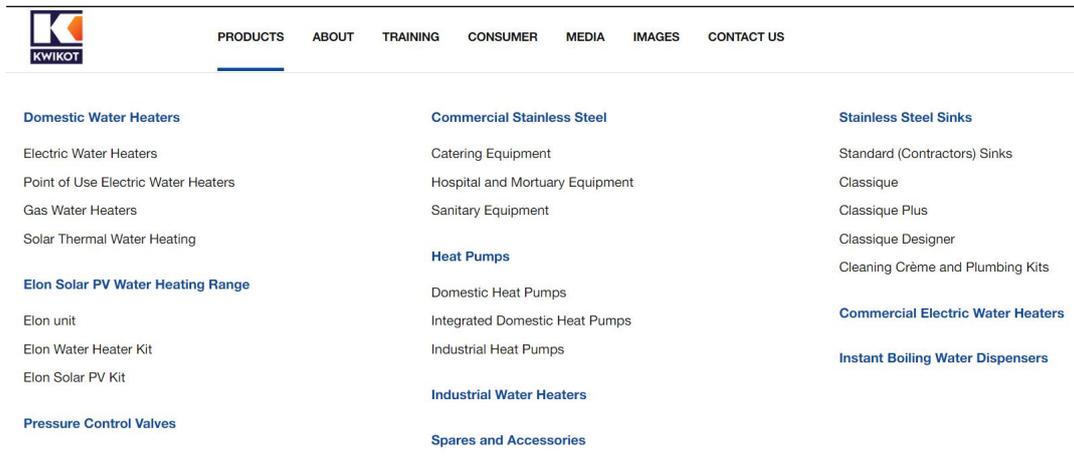
评论：

◆ Kwikot 是南非领先的热水器企业，拥有完备的制造、销售及售后体系

伊莱克斯南非热水器业务主体为 Kwikot，其为南非领先的热水器品牌，成立于1903年，于2017年被伊莱克斯以31.8亿（约12.7亿人民币）南非兰特收购。其截至2016年6月30日的年度收入为11.3亿南非兰特（约4.5亿人民币），营业利润率超过20%。

Kwikot 主营热水器、热泵等多样化产品及解决方案，在南非热水器行业深耕多年，建立起完备的制造、销售及售后体系。Kwikot 主要产品包括储水式电热水器、太阳能热水器、燃气热水器、热泵、光伏热水器等产品及能源解决方案。公司在南非建有世界一流的现代化、符合ISO 9001认证的工厂，占地8万m²。经过多年的发展，Kwikot 在南非建立起完善的销售/安装渠道和售后服务体系，客户服务响应速度和服务质量优异。

图1: Kwikot 旗下产品包括电热水器、燃气热水器、热泵、光伏热水器等



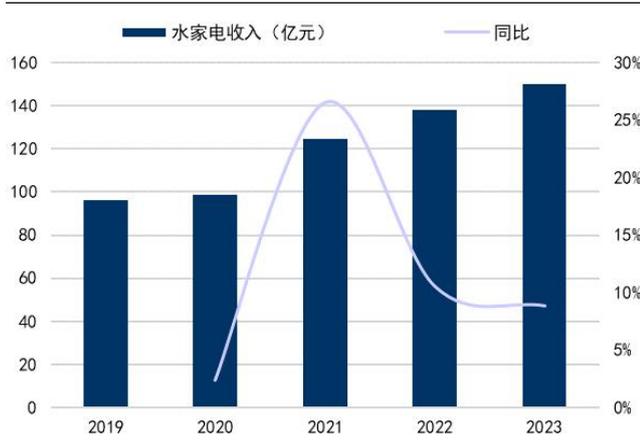
资料来源: Kwikot 官网、国信证券经济研究所整理

◆ 海尔智家与 Kwikot 协同有望高效协同，助力彼此在产品及渠道上的发展

海尔智家有望赋能 Kwikot 的产品，增强其产品竞争力。海尔智家在国内位居燃气和电热水器份额第一，2023 年包含热水器及净水器等在内的水家电销售收入达到 150 亿元，在热水器及净水器等多产品上具备雄厚的技术研发积累和产品储备。公司有望通过产品技术及供应链等方面的赋能和协同，进一步丰富 Kwikot 热水业务产品阵容，支持其更好发展太阳能热水器、净水器等产品，助力 Kwikot 的发展。

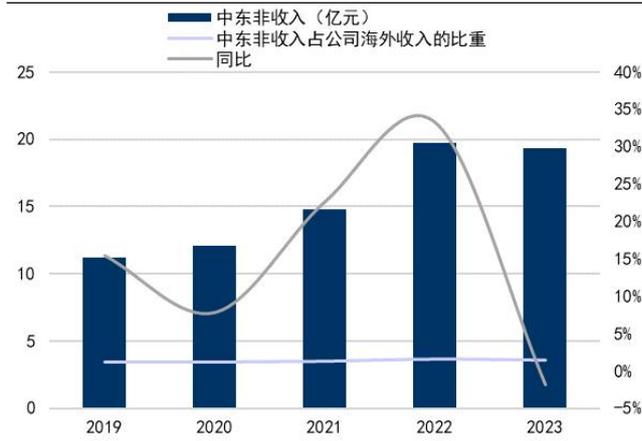
Kwikot 有望为海尔智家提供销售及售后网络支持，加速海尔在南非的发展。Kwikot 在南非深耕多年，建立起覆盖广泛的暖通渠道以及完善的售后网络，有望为海尔拓展冰箱、洗衣机等其他白电产品在南非的发展提供销售及售后等方面的助力。2023 年海尔智家在中东非的收入仅为 19 亿元，是公司在全球主要区域中收入规模较低的区域，预计南非收入占比同样较低。此次收购有望为公司加速在南非的发展提供良好的支撑。

图2: 海尔智家热水器等水家电收入规模达到 150 亿元



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图3: 海尔智家在中东非的收入规模较低



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议: 收购伊莱克斯南非热水器业务，优势互补加速出海发展

海尔智家在海外通过本土创牌和品牌收购，已成长为全球大家电龙头，海外收入占据公司的半壁江山。收购伊莱克斯南非热水器业务，有望补足公司在南非地区的销售及售后体系，为公司的海外发展添砖加瓦。维持盈利预测，预计公司 2024-2026 年归母净利润为 190/216/244 亿，同比+15%/+14%/+13%，对应 PE=13/12/10x，维持“优于大市”评级。

◆ 风险提示

收购不能按期进行的风险；行业竞争加剧；原材料价格大幅上涨；行业需求复苏不及预期。

相关研究报告：

- 《海尔智家（600690.SH）-2023 年年报点评：盈利能力持续提升，加大分红回报力度》——2024-03-28
- 《海尔智家（600690.SH）-收购开利全球商用制冷业务，切入 B 端千亿制冷市场》——2023-12-15
- 《海尔智家（600690.SH）-2023 年中报点评：国内外业务稳健增长，经营质量持续提升》——2023-09-01
- 《海尔智家（600690.SH）-2022 年年报点评：四季度受疫情扰动，海外增长依然强劲》——2023-03-31
- 《海尔智家（600690.SH）-2022 年三季报点评：全球收入逆势增长，利润增长超 20%》——2022-10-31

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	54139	54486	65756	74841	86111	营业收入	243514	261428	279156	298362	318221
应收款项	27361	30791	32122	34332	36617	营业成本	167223	179054	190769	203603	216994
存货净额	41543	39524	41092	43774	46608	营业税金及附加	813	1016	1002	1076	1176
其他流动资产	6820	6865	7428	7919	8450	销售费用	38598	40978	42990	45351	47733
流动资产合计	130383	132620	147448	162020	179056	管理费用	20337	21711	22775	23883	25012
固定资产	31253	35007	37060	39041	40674	财务费用	(246)	514	(75)	(297)	(612)
无形资产及其他	10506	11006	10006	9096	8269	投资收益	1833	1910	2049	1930	1963
投资性房地产	39173	49199	49199	49199	49199	资产减值及公允价值变动	(2054)	(1728)	(1867)	(1867)	(1867)
长期股权投资	24528	25547	26621	27684	28750	其他收入	1277	1544	1110	1327	1318
资产总计	235842	253380	270333	287041	305947	营业利润	17844	19880	22986	26136	29333
短期借款及交易性金融负债	15938	14051	14995	14995	14680	营业外净收支	(54)	(168)	(61)	(74)	(51)
应付款项	66975	69278	74369	79093	84241	利润总额	17790	19712	22925	26062	29282
其他流动负债	35720	36652	39280	41664	44248	所得税费用	3058	2980	3765	4233	4664
流动负债合计	118632	119981	128643	135751	143169	少数股东损益	21	135	158	179	201
长期借款及应付债券	13591	17936	15936	13936	12436	归属于母公司净利润	14711	16597	19003	21650	24417
其他长期负债	8905	9551	10262	10947	11627						
长期负债合计	22496	27488	26198	24883	24063	现金流量表 (百万元)					
负债合计	141129	147468	154841	160634	167232	净利润	14711	16597	19003	21650	24417
少数股东权益	1291	2398	2476	2566	2667	资产减值准备	(8)	(426)	285	60	68
股东权益	93423	103514	113016	123841	136049	折旧摊销	5635	5227	5291	5870	6349
负债和股东权益总计	235842	253380	270333	287041	305947	公允价值变动损失	2054	1728	1867	1867	1867
						财务费用	(246)	514	(75)	(297)	(612)
关键财务与估值指标						营运资本变动	(5910)	(8027)	5252	2471	2830
每股收益	1.56	1.76	2.01	2.29	2.59	其它	22	503	(206)	30	32
每股红利	0.54	0.77	1.01	1.15	1.29	经营活动现金流	16503	15601	31492	31947	35564
每股净资产	9.89	10.97	11.97	13.12	14.41	资本开支	(7266)	(5580)	(8495)	(8869)	(9090)
ROIC	16%	16%	18%	20%	23%	其它投资现金流	2266	(434)	(95)	(105)	(115)
ROE	16%	16%	17%	17%	18%	投资活动现金流	(6295)	(7033)	(9664)	(10037)	(10271)
毛利率	31%	32%	32%	32%	32%	权益性融资	760	946	0	0	0
EBIT Margin	7%	7%	8%	8%	9%	负债净变化	10552	4345	(2000)	(2000)	(1500)
EBITDA Margin	9%	9%	10%	10%	11%	支付股利、利息	(5135)	(7224)	(9502)	(10825)	(12208)
收入增长	7%	7%	7%	7%	7%	其它融资现金流	(13521)	(3409)	944	0	(315)
净利润增长率	13%	13%	15%	14%	13%	融资活动现金流	(1926)	(8221)	(10558)	(12825)	(14023)
资产负债率	60%	59%	58%	57%	56%	现金净变动	8282	348	11269	9085	11270
息率	2.0%	2.8%	3.7%	4.3%	4.8%	货币资金的期初余额	45857	54139	54486	65756	74841
P/E	17.3	15.3	13.3	11.7	10.4	货币资金的期末余额	54139	54486	65756	74841	86111
P/B	2.7	2.4	2.2	2.0	1.9	企业自由现金流	6158	7467	20117	19950	23047
EV/EBITDA	17.8	16.8	15.2	13.7	12.5	权益自由现金流	3190	8404	19124	18199	21747

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032