


2024 年 08 月 08 日
TCL 智家 (002668.SZ)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

白色家电 III

投资评级

买入-A
维持评级

6 个月目标价

11.44 元

股价 (2024-08-07)

8.75 元

交易数据

总市值(百万元)	9,485.97
流通市值(百万元)	9,485.97
总股本(百万股)	1,084.11
流通股本(百万股)	1,084.11
12 个月价格区间	5.24/12.77 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	3.6	-8.3	28.1
绝对收益	1.0	-17.0	11.9

李奕臻

分析师

SAC 执业证书编号: S1450520020001

liy4@essence.com.cn

杨小天

分析师

SAC 执业证书编号: S1450524040003

yangxt2@essence.com.cn

相关报告

TCL 外销加速增长, Q1 收入	2024-04-26
延续高增	
拟更名“TCL 智家”, 彰显全	2024-04-16
品类未来	
三个维度看奥马电器的成长	2024-04-09
空间	
收入延续高增, 并购资产业	2024-03-20
绩超承诺值	

Q2 毛利率同比改善, 业绩加速增长

事件: TCL 智家公布 2024 年中报, 因公司 2023 年度收购合肥家电, 公司对 2023 年同期数据进行调整。公司 2024H1 实现收入 89.6 亿元, YoY+24.7%; 实现归母净利润 5.6 亿元, YoY+32.7%。折算 2024Q2 单季度实现收入 47.6 亿元, YoY+24.9%; 实现归母净利润 3.3 亿元, YoY+36.1%。根据公司公告, 子公司奥马冰箱 2024H1 净利润 YoY+21.9%, 另一子公司合肥家电 (TCL 家用电器 (合肥) 有限公司) 2024H1 净利润增速或高于公司整体。

Q2 收入延续较快增长: 公司 Q2 收入延续较快增长, 我们认为主要是因为合肥家电出口增速较快。根据产业在线数据, 奥马/TCL 冰箱 2024Q2 外销量分别 YoY+14/+83%, 行业整体 YoY+19%。TCL 洗衣机外销量 YoY+83%, 行业整体 15%, TCL 冰箱和洗衣机出口增速远高于行业。公司持续扩展外销市场, 拉美、中东非市场增长显著, TCL 冰箱及洗衣机出口有望维持较快增长。

Q2 毛利率同比提升, 盈利能力改善: 根据公司调整后财务数据折算, 公司 Q2 毛利率同比提升 1.3pct, 我们认为主要是因为内销业务盈利改善, 以及整体产品结构优化。根据公司公告, 2024H1 公司境内/境外毛利率分别同比+2.05/-1.86pct, 2024H1 冰箱中高端风冷产品收入占比提升 2.5pct。公司 Q2 净利率同比提升 0.6pct, 净利率同比提升幅度小于毛利率, 主要因为公司去年同期汇兑收益较多, 财务费用率同比+1.6pct。

Q2 经营性净现金流同比下降: Q2 公司经营性现金流净额同比-0.4 亿元, 主要因为公司向供应商结算贷款, 公司购买商品、接受劳务支付的现金同比增加 13.5 亿元。

投资建议: 1) 公司更名 TCL 智家后, 确立了向 AI 智慧家电企业方向发展的目标, 在多维度上具有长期成长空间 (详见报告《奥马电器: 三个维度看奥马电器的成长空间》); 2) 子公司奥马冰箱作为冰箱出口龙头企业, 在大客户关系及规模上具有优势 (详见深度报告《奥马电器: 冰箱出口隐形冠军的复出》); 我们预计公司 2024~2025 年的 EPS 分别为 0.88/0.99 元, 给予 2024 年 13x PE, 对应 6 个月目标价 11.44 元/股。维持买入-A 的投资评级。

风险提示: 原材料价格波动、并购整合不及预期、汇率波动

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	7,842.7	15,179.6	17,738.0	19,760.7	22,475.5
净利润	423.7	786.6	950.5	1,069.2	1,266.9
每股收益(元)	0.39	0.73	0.88	0.99	1.17
每股净资产(元)	0.78	1.30	2.41	3.40	4.57

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
-------	-------	-------	-------	-------	-------

市盈率(倍)	22.4	12.1	10.0	8.9	7.5
市净率(倍)	11.3	6.7	3.6	2.6	1.9
净利润率	5.4%	5.2%	5.4%	5.4%	5.6%
净资产收益率	50.3%	55.6%	36.4%	29.0%	25.6%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	40.1%	58.2%	53.3%	45.5%	36.8%

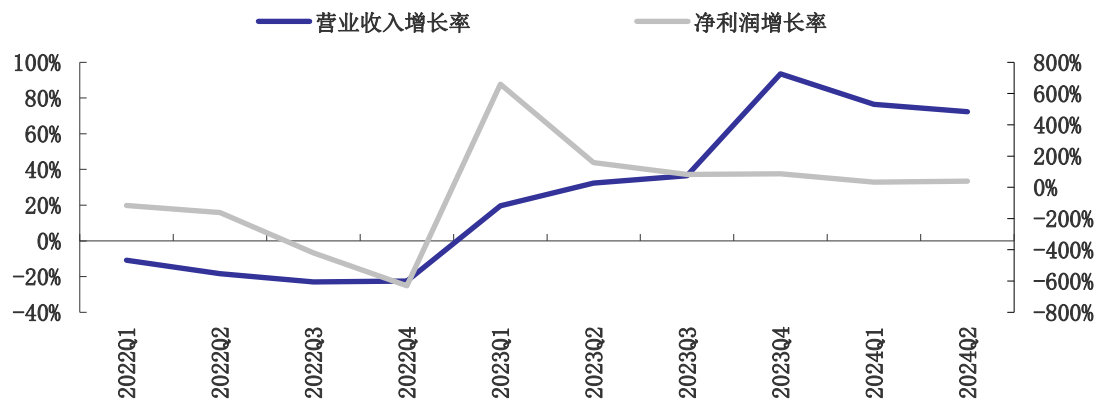
数据来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

表1: 财务指标分析

%	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
营业收入 YoY	-24.8	-30.8	-21.0	19.6	45.7	44.6	23.6	24.6	24.9
归母净利润 YoY	220.6	12.0	324.0	660.1	72.8	13.6	39.3	27.8	36.1
扣非归母净利润 YoY	-205.7	-1.0	16,665.5	683.4	72.0	5.0	40.4	33.2	48.8
销售毛利率	22.6	27.3	31.9	27.0	29.2	27.7	18.7	20.3	25.3
销售费用率	3.3	4.0	4.0	4.3	3.6	3.8	4.3	3.6	3.5
毛利率-销售费用率	19.3	23.3	28.0	22.7	25.6	23.9	14.4	16.6	21.8
销售净利率	14.8	19.1	9.5	14.6	16.6	14.1	4.4	10.1	13.5
ROE	25.8	26.2	12.1	18.6	21.0	15.0	13.4	14.8	18.6
扣非后 ROE	25.3	27.5	11.8	18.3	20.5	14.5	9.2	14.7	18.6
ROA	3.8	4.7	2.4	5.1	6.1	4.9	3.0	3.3	4.8
销售商品提供劳务收到的现金/收入	115.7	98.3	110.5	90.7	83.7	103.5	94.1	101.9	89.0
经营活动现金净流量/收入	16.3	-0.3	1.2	9.4	22.9	35.9	12.6	10.3	7.4
经营活动现金净流量/经营净收益	106.1	-1.5	8.8	59.8	112.2	226.1	265.9	92.7	50.3
经营现金流净额占比	121.7	1.5	89.8	57.1	-679.2	395.7	-222.7	54.6	-75.0
投资现金流净额占比	-64.9	227.4	-158.3	-114.7	774.4	82.6	272.6	35.3	246.2
筹资现金流净额占比	43.3	-128.9	168.5	157.6	4.8	-378.3	50.1	10.1	-71.1

资料来源: Wind, 国投证券研究中心

图1. 收入与净利润增长率



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	7,842.7	15,179.6	17,738.0	19,760.7	22,475.5	成长性					
减:营业成本	5,916.5	11,585.5	13,606.5	15,032.7	16,997.0	营业收入增长率	-22.5%	93.6%	16.9%	11.4%	13.7%
营业税费	38.8	69.0	81.5	90.8	103.2	营业利润增长率	110.2%	67.2%	14.4%	12.3%	17.9%
销售费用	320.7	617.4	739.6	824.9	939.2	净利润增长率	-630.2%	85.7%	20.8%	12.5%	18.5%
管理费用	388.8	642.5	776.3	864.8	983.6	EBITDA 增长率	-18.8%	76.6%	4.1%	18.9%	17.6%
研发费用	321.8	542.1	659.1	734.2	835.1	EBIT 增长率	-20.5%	73.7%	7.9%	18.2%	17.8%
财务费用	-94.3	-102.9	-104.0	-11.8	-19.9	NOPLAT 增长率	50.5%	70.0%	19.3%	17.7%	17.7%
资产减值损失	-48.1	-61.6	5.7	-	-	投资资本增长率	-69.3%	76.9%	-146.5%	-151.9%	54.8%
加:公允价值变动收益	2.9	13.3	-	-	-	净资产增长率	18.1%	33.5%	86.9%	46.0%	37.2%
投资和汇兑收益	114.5	-23.3	45.5	50.0	50.0						
营业利润	1,068.7	1,787.1	2,043.5	2,295.2	2,707.1	利润率					
加:营业外净收支	-24.4	-8.8	-13.6	-11.7	-11.7	毛利率	24.6%	23.7%	23.3%	23.9%	24.4%
利润总额	1,044.2	1,778.3	2,030.0	2,283.5	2,695.4	营业利润率	13.6%	11.8%	11.5%	11.6%	12.0%
减:所得税	126.0	240.6	211.8	238.3	281.3	净利润率	5.4%	5.2%	5.4%	5.4%	5.6%
净利润	423.7	786.6	950.5	1,069.2	1,266.9	EBITDA/营业收入	14.7%	13.4%	11.9%	12.7%	13.2%
						EBIT/营业收入	13.0%	11.7%	10.8%	11.5%	11.9%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	37	33	41	38	33
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	流动营业资本周转天数	-89	-57	-50	-39	-39
货币资金	2,398.7	2,414.7	2,447.0	5,035.5	7,530.0	流动资产周转天数	245	173	177	202	231
交易性金融资产	250.8	1,127.6	1,127.6	1,127.6	1,127.6	应收账款周转天数	56	49	49	55	55
应收账款	1,208.4	2,903.9	1,901.5	4,136.5	2,731.0	存货周转天数	41	29	27	30	30
应收票据	8.7	733.3	153.6	834.4	289.4	总资产周转天数	315	227	236	256	277
预付账款	65.6	91.6	97.4	111.4	124.7	投资资本周转天数	-45	-15	-4	2	-4
存货	908.7	1,540.7	1,105.0	2,235.6	1,541.5						
其他流动资产	86.3	875.0	918.8	964.7	1,013.0	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	50.3%	55.6%	36.4%	29.0%	25.6%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	13.9%	12.2%	17.0%	11.8%	14.0%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	40.1%	58.2%	53.3%	45.5%	36.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	777.9	1,972.1	2,059.7	2,103.5	2,030.4	销售费用率	4.1%	4.1%	4.2%	4.2%	4.2%
在建工程	391.4	116.0	83.0	-	-	管理费用率	5.0%	4.2%	4.4%	4.4%	4.4%
无形资产	186.4	268.6	258.5	248.3	238.1	研发费用率	4.1%	3.6%	3.7%	3.7%	3.7%
其他非流动资产	308.4	528.6	554.7	582.1	610.9	财务费用率	-1.2%	-0.7%	-0.6%	-0.1%	-0.1%
资产总额	6,591.4	12,572.2	10,706.7	17,379.7	17,236.5	四费/营业收入	11.9%	11.2%	11.7%	12.2%	12.2%
短期债务	637.6	619.0	-	-	-	偿债能力					
应付账款	1,508.8	5,123.2	2,441.2	5,916.1	3,533.3	资产负债率	73.0%	81.1%	58.5%	62.7%	48.3%
应付票据	2,095.9	3,257.6	2,789.7	3,891.5	3,662.8	负债权益比	270.0%	428.5%	140.8%	167.8%	93.6%
其他流动负债	464.3	856.6	899.8	944.5	991.8	流动比率	1.05	0.98	1.26	1.34	1.75
长期借款	46.5	212.7	-	-	-	速动比率	0.85	0.83	1.08	1.14	1.57
其他非流动负债	56.8	124.0	130.2	136.7	143.6	利息保障倍数	-10.84	-17.25	-18.41	-191.16	-134.15
负债总额	4,809.8	10,193.1	6,261.0	10,888.8	8,331.4	分红指标					
少数股东权益	939.8	965.1	1,832.8	2,808.8	3,956.0	DPS(元)	-	-	-	-	-
股本	1,084.1	1,084.1	1,084.1	1,084.1	1,084.1	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	-3.6	578.4	1,528.9	2,598.1	3,864.9	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	1,781.6	2,379.1	4,445.8	6,491.0	8,905.1						
						业绩和估值指标					
现金流量表						EPS(元)	0.39	0.73	0.88	0.99	1.17
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	BVPS(元)	0.78	1.30	2.41	3.40	4.57
净利润	918.3	1,537.7	950.5	1,069.2	1,266.9	PE(X)	22.4	12.1	10.0	8.9	7.5
加:折旧和摊销	130.0	259.2	202.8	255.3	293.6	PB(X)	11.3	6.7	3.6	2.6	1.9
资产减值准备	28.3	82.1	-	-	-	P/FCF	-18.6	7.3	-9.0	5.8	6.9
公允价值变动损失	-2.9	-13.3	-	-	-	P/S	1.2	0.6	0.5	0.5	0.4
财务费用	-59.3	-40.9	-104.0	-11.8	-19.9	EV/EBITDA	3.9	2.4	3.4	2.2	1.4
投资收益	-114.5	23.3	-45.5	-50.0	-50.0	CAGR(%)	30.6%	16.2%	67.8%	30.6%	16.2%
少数股东损益	494.6	751.1	867.7	976.0	1,147.2	PEG	0.7	0.7	0.1	0.3	0.5
营运资金的变动	-849.0	332.0	-1,162.4	489.7	-7.5	ROIC/WACC	5.4	7.8	7.1	6.1	4.9
经营活动产生现金流量	300.2	2,797.9	709.0	2,728.4	2,630.4	REP	-1.8	-0.8	2.7	-4.7	-2.9
投资活动产生现金流量	-938.7	-2,058.8	-201.7	-156.0	-160.4						
融资活动产生现金流量	527.9	-580.5	-475.0	16.1	24.4						

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福华一路 119 号安信金融大厦 33 层

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层

邮 编： 200082

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034