

海尔智家 (600690)

证券研究报告
2024年10月30日

Q3 国内经营逐月改善，盈利提升持续兑现

事件：24Q1-Q3 公司实现营业收入 2029.7 亿元，同比+2.17%；归母净利润 151.5 亿元，同比+15.27%；扣非归母净利润 146.9 亿元，同比+15.44%。24Q3 公司实现营业收入 673.5 亿元，同比+0.47%；归母净利润 47.3 亿元，同比+13.15%；扣非归母净利润 45.2 亿元，同比+9.91%。

点评：

Q3 核心品牌增长逐月提速，新兴市场延续高增。24Q3 公司营收 673 亿元，同比+0.5%，收入表现稳健。Q3 公司抓住以旧换新机会驱动国内零售增长，实现终端零售逐月改善，其中卡萨帝品牌 Q3 持续领跑高端市场，单 9 月零售同比增幅达 19.1%，Leader 品牌 Q3 零售同比+22%，单 9 月零售增长 31%；海外市场实现发达国家行业领跑，新兴市场高速增长，同时公司深化本土化供应链建设，Q3 埃及生态园二期、泰国春武里空调工业园完成奠基，后续有望加速当地市场发展并辐射周边市场。

数字化变革成效凸显，费用率持续优化。公司 24Q3 毛利率同比+0.1pcts 至 31.3%，连续 7 个季度延续同比提升态势。公司持续深入推进国内市场数字化变革，海外市场搭建采购数字化平台优化成本、全球供应链协同提升产能利用率，助推盈利持续优化。费用端，公司 24Q3 销售/管理/研发/财务费用率分别为 15.0%/3.9%/4.5%/0.1%，分别同比-0.5/-0.2/+0.01/+0.2pct，数字化变革助力营销资源配置、物流配送、仓储运营提升并带动整体组织效率改善，带动当期销售&管理费用率优化；受海外加息影响利息支出增加带动当期财务费用率同比略增。最终公司 24Q3 实现归母净利润率 7.0%，同比+0.8pct。

拟实现日日顺的控制及并表，加速业务模式变革落地。为深入推进国内零售转型变革和海外品牌本土化能力升级，10 月 29 日海尔智家全资子公司贯美公司与关联方冰戟公司签署协议，冰戟公司将其持有的优瑾公司 55% 股权对应表决权不可撤销地委托贯美公司行使，事项完成后贯美公司将实际控制优瑾公司 100% 表决权比例，优瑾公司及其控制的日日顺上海、日日顺及其控股子公司均将成为公司实际控制的主体且并表。报表端影响有望对全年收入端有所增厚，表决权变化不涉及股权变化故业绩端不构成影响。

投资建议：海尔作为全球性家电领军品牌，国内坚持数字化转型、品牌多元化布局，海外积极推进组织提效并优化供应链&生产效率。短期维度，国内以旧换新拉动经营逐月改善+经营提效持续，海外新兴市场具备增长动能；中长期维度，公司不断通过补全核心模块制造能力以提升零部件自主比例，海外并购及产能扩张同步推进，有望不断提升全球综合竞争力。预计 24-26 年归母净利润 191/218/249 亿元，对应 PE 15x/13x/11x，维持“买入”评级。

风险提示：员工持股计划实施不达预期；原材料价格上涨的风险；房地产市场波动的风险；市场竞争加剧的风险；海外品牌和品类拓展不及预期。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	243,578.92	261,427.78	282,167.51	299,152.18	316,460.79
增长率(%)	7.25	7.33	7.93	6.02	5.79
EBITDA(百万元)	34,952.42	37,551.86	30,956.23	34,039.34	36,950.82
归属母公司净利润(百万元)	14,710.92	16,596.62	19,088.30	21,816.95	24,889.76
增长率(%)	12.58	12.82	15.01	14.29	14.08
EPS(元/股)	1.57	1.77	2.03	2.33	2.65
市盈率(P/E)	19.07	16.90	14.70	12.86	11.27
市净率(P/B)	3.00	2.71	2.46	2.23	2.02
市销率(P/S)	1.15	1.07	0.99	0.94	0.89
EV/EBITDA	5.49	4.06	7.20	6.07	5.18

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	家用电器/白色家电
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	29.9 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	6,254.50
流通 A 股股本(百万股)	6,254.50
A 股总市值(百万元)	187,009.58
流通 A 股市值(百万元)	187,009.58
每股净资产(元)	11.65
资产负债率(%)	56.21
一年内最高/最低(元)	35.37/19.86

作者

孙谦	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521050004	
sunjiana@tfzq.com	
赵嘉宁	分析师
SAC 执业证书编号：S1110524070003	
zhaojianing@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《海尔智家-半年报点评:新兴市场高增，提效持续兑现》2024-08-28
- 《海尔智家-季报点评:业绩增势亮眼，数字化成效凸显》2024-05-01
- 《海尔智家-年报点评报告:盈利能力持续改善，大幅上调分红》2024-03-29

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	54,138.82	54,486.45	56,824.72	74,088.37	91,456.02
应收票据及应收账款	25,493.88	28,889.53	24,062.66	26,581.73	21,748.78
预付账款	1,120.76	1,238.29	1,047.94	1,133.20	943.70
存货	41,542.71	39,524.01	39,040.47	35,912.57	35,458.17
其他	7,776.44	8,221.26	8,129.13	7,850.72	7,115.20
流动资产合计	130,072.61	132,359.54	129,104.93	145,566.60	156,721.86
长期股权投资	24,527.80	25,546.79	25,546.79	25,546.79	25,546.79
固定资产	27,158.35	29,603.94	25,453.13	21,302.32	17,151.51
在建工程	4,094.68	5,403.47	5,403.47	5,403.47	5,403.47
无形资产	10,660.36	11,272.72	9,990.16	8,707.60	7,425.04
其他	39,018.52	48,932.46	46,099.83	43,759.01	41,862.93
非流动资产合计	105,459.71	120,759.38	112,493.37	104,719.19	97,389.73
资产总计	235,842.25	253,379.86	241,598.30	250,285.79	254,111.60
短期借款	9,643.37	10,318.35	5,659.74	3,605.85	3,794.95
应付票据及应付账款	66,974.64	69,277.52	62,769.03	63,207.62	56,748.10
其他	32,684.85	32,652.72	37,414.36	35,519.91	32,804.32
流动负债合计	109,302.87	112,248.58	105,843.13	102,333.39	93,347.36
长期借款	13,590.87	17,936.30	10,691.23	11,692.34	11,847.71
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	8,905.42	9,551.31	8,616.39	7,772.98	7,012.13
非流动负债合计	22,496.29	27,487.62	19,307.62	19,465.32	18,859.84
负债合计	141,128.71	147,468.12	125,150.74	121,798.70	112,207.20
少数股东权益	1,290.90	2,397.59	2,581.19	2,787.14	3,017.67
股本	9,446.60	9,438.11	9,382.91	9,382.91	9,382.91
资本公积	23,852.04	23,762.35	23,562.14	23,562.14	23,562.14
留存收益	61,991.14	73,378.03	83,685.71	95,248.69	108,191.37
其他	(1,867.12)	(3,064.34)	(2,764.39)	(2,493.80)	(2,249.70)
股东权益合计	94,713.54	105,911.74	116,447.56	128,487.08	141,904.39
负债和股东权益总计	235,842.25	253,379.86	241,598.30	250,285.79	254,111.60

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	14,732.18	16,732.07	19,088.30	21,816.95	24,889.76
折旧摊销	6,046.35	5,735.99	5,433.37	5,433.37	5,433.37
财务费用	612.25	1,810.09	893.55	1,037.08	654.04
投资损失	(1,832.66)	(1,909.92)	(1,500.00)	(1,620.00)	(1,700.00)
营运资金变动	(5,600.39)	(7,598.38)	(897.99)	1,173.13	(1,530.17)
其它	6,195.77	10,492.53	340.00	438.60	543.33
经营活动现金流	20,153.51	25,262.38	23,357.23	28,279.13	28,290.33
资本支出	13,693.50	10,613.05	934.92	843.41	760.85
长期投资	1,295.60	1,018.99	0.00	0.00	0.00
其他	(23,909.42)	(28,717.11)	101.19	726.59	839.15
投资活动现金流	(8,920.32)	(17,085.07)	1,036.11	1,570.00	1,600.00
债权融资	5,552.09	1,944.06	(13,162.58)	(2,419.46)	(606.90)
股权融资	(2,331.28)	(8,766.91)	(8,892.49)	(10,166.02)	(11,915.78)
其他	(7,042.94)	(1,018.18)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(3,822.13)	(7,841.03)	(22,055.07)	(12,585.47)	(12,522.68)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	7,411.05	336.28	2,338.27	17,263.66	17,367.65

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	243,578.92	261,427.78	282,167.51	299,152.18	316,460.79
营业成本	167,223.17	179,053.96	192,355.83	203,425.85	214,721.15
营业税金及附加	813.29	1,016.20	1,119.88	1,187.29	1,255.99
销售费用	38,597.81	40,978.04	43,382.43	45,545.04	47,768.83
管理费用	10,837.32	11,489.64	11,780.37	11,891.17	12,199.43
研发费用	9,499.19	10,221.01	10,806.14	11,366.85	11,897.94
财务费用	(245.63)	514.16	893.55	1,037.08	654.04
资产/信用减值损失	(1,931.24)	(1,747.80)	(1,480.00)	(1,280.00)	(1,160.00)
公允价值变动收益	(122.44)	19.75	0.00	50.00	100.00
投资净收益	1,832.66	1,909.92	1,500.00	1,620.00	1,700.00
其他	(769.10)	(1,907.27)	(1,330.00)	(1,361.00)	(1,462.10)
营业利润	17,843.90	19,880.17	23,179.31	26,449.89	30,065.51
营业外收入	136.53	127.89	160.00	160.00	200.00
营业外支出	190.71	295.80	320.00	300.00	250.00
利润总额	17,789.72	19,712.26	23,019.31	26,309.89	30,015.51
所得税	3,057.54	2,980.19	3,591.01	4,104.34	4,682.42
净利润	14,732.18	16,732.07	19,428.30	22,205.54	25,333.09
少数股东损益	21.26	135.45	340.00	388.60	443.33
归属于母公司净利润	14,710.92	16,596.62	19,088.30	21,816.95	24,889.76
每股收益(元)	1.57	1.77	2.03	2.33	2.65

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	7.25%	7.33%	7.93%	6.02%	5.79%
营业利润	12.39%	11.41%	16.60%	14.11%	13.67%
归属于母公司净利润	12.58%	12.82%	15.01%	14.29%	14.08%
获利能力					
毛利率	31.35%	31.51%	31.83%	32.00%	32.15%
净利率	6.04%	6.35%	6.76%	7.29%	7.87%
ROE	15.75%	16.03%	16.76%	17.36%	17.92%
ROIC	33.02%	31.93%	35.14%	41.34%	50.01%
偿债能力					
资产负债率	59.84%	58.20%	51.80%	48.66%	44.16%
净负债率	-25.98%	-21.24%	-31.87%	-43.39%	-51.49%
流动比率	1.10	1.11	1.22	1.42	1.68
速动比率	0.75	0.78	0.85	1.07	1.30
营运能力					
应收账款周转率	9.11	9.61	10.66	11.81	13.10
存货周转率	5.98	6.45	7.18	7.98	8.87
总资产周转率	1.07	1.07	1.14	1.22	1.25
每股指标(元)					
每股收益	1.57	1.77	2.03	2.33	2.65
每股经营现金流	2.15	2.69	2.49	3.01	3.02
每股净资产	9.96	11.03	12.14	13.40	14.80
估值比率					
市盈率	19.07	16.90	14.70	12.86	11.27
市净率	3.00	2.71	2.46	2.23	2.02
EV/EBITDA	5.49	4.06	7.20	6.07	5.18
EV/EBIT	6.54	4.72	8.73	7.23	6.08

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com