

消费

收盘价 目标价 潜在涨幅
港元 29.80 港元 37.59个 +26.1%

2024年10月30日

海尔智家 (6690 HK)

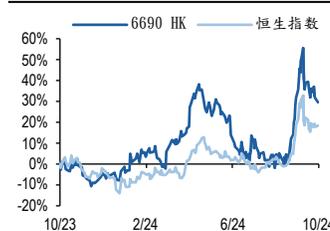
海外业务持续引领增长；加强本土化布局应对关税风险

- 前三季度收入平稳，利润双位数增长，符合市场及我们预期。2024年前三季度海尔智家收入/净利润同比增长2.2%/15.3%至2,030亿/151亿元（人民币，下同），3季度收入/净利润同比增长0.5%/13.2%至673亿/47亿元。3季度毛利率保持提升趋势，同比增长0.1个百分点至31.3%（1/2季度分别同比提升0.5/0.3个百分点）。费用率持续优化，3季度销售/管理费用率同比优化0.5/0.1个百分点，前三季度分别同比优化0.5/0.3个百分点至14.2%/3.8%。3季度净利润率7.2%，同比提升0.9个百分点。
- 海外业务持续引领收入增长。3季度海尔整体收入微增0.5%，其中海外业务延续上半年中低个位数的增长（3季度同比增长3.8%至358亿元），抵消了中国业务的下滑（同比下滑3%至316亿元）。海外分区域来看，欧洲/东南亚/南亚/澳洲均延续了上半年的增长趋势，3季度同比增速分别为8.0%/7.8%/33.5%/5.0%（上半年为9.2%/9.9%/12.4%/9.3%）；北美业务微跌1.1%，日本市场收入的降幅持续收窄至2.6%（1/2季度分别为-9%/-3%）。经营利润率方面，欧洲/东南亚/南亚/澳洲分别同比提升1/0.9/4.3/2.6个百分点，美洲和日本地区相对持平。
- 本土化产能布局应对关税风险。海尔持续提升在美国市场运营的本土化程度，相较于2-3年前约9成的水平，目前海尔在美国市场自产自销的比例已经达到98%，应对未来可能的关税风险的能力较强。同时，公司新增其他国家/地区的产能布局（如泰国的空调工业园）以应对关税风险。
- 维持买入。海尔智家1-3季度收入分别同比+6.0%/+0.1%/+0.5%，3季度环比小幅改善，9月中下旬推出的支持政策带动终端销售。海外成熟市场降息开启，辅以产品结构的持续优化，以及新兴市场亮眼的增速，收入盈利展望都偏积极。整体来看，全年利润有望实现15%的增速目标。基于15倍2025年市盈率（前为2024-25年平均市盈率），上调目标价至37.59港元/34.7元人民币（600690 CH）。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)	35.75
52周低位 (港元)	20.55
市值 (百万港元)	288,118.73
日均成交量 (百万)	17.68
年初至今变化 (%)	35.15
200天平均价 (港元)	27.13

资料来源: FactSet

谭星子, FRM

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

财务数据一览

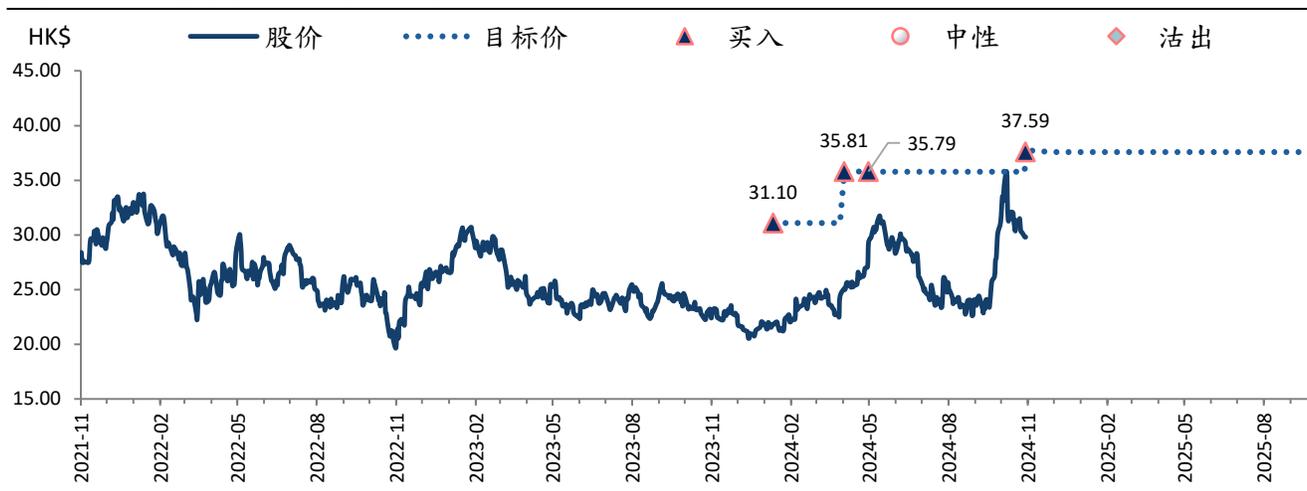
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (百万人民币)	243,514	261,428	273,307	291,136	310,928
同比增长 (%)	7.0	7.4	4.5	6.5	6.8
净利润 (百万人民币)	14,711	16,597	19,555	21,467	23,450
每股盈利 (人民币)	1.58	1.79	2.11	2.32	2.53
同比增长 (%)	12.1	13.3	17.9	9.8	9.2
前EPS预测值 (人民币)			2.08	2.33	2.57
调整幅度 (%)			1.3	-0.4	-1.6
市盈率 (倍)	17.3	15.3	13.0	11.8	10.8
每股账面净值 (人民币)	9.89	11.08	10.93	12.18	12.58
市账率 (倍)	2.77	2.47	2.50	2.25	2.18
股息率 (%)	2.0	2.9	3.4	3.8	4.1

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) 目标价和评级



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	30.00	43.90	46.3%	2024 年 03 月 19 日	啤酒
1876 HK	百威亚太	买入	8.44	15.60	84.8%	2024 年 02 月 29 日	啤酒
600887 CH	伊利股份	买入	26.52	30.81	16.2%	2024 年 09 月 02 日	乳业
2319 HK	蒙牛乳业	买入	16.92	16.04	-5.2%	2024 年 08 月 29 日	乳业
600597 CH	光明乳业	买入	8.65	12.30	42.2%	2023 年 09 月 05 日	乳业
6186 HK	中国飞鹤	中性	6.05	4.00	-33.9%	2024 年 09 月 02 日	乳业
600882 CH	妙可蓝多	中性	16.18	13.40	-17.2%	2024 年 08 月 27 日	乳业
1112 HK	健合国际	中性	11.08	10.40	-6.1%	2023 年 08 月 24 日	乳业
2313 HK	申洲国际	买入	61.20	116.00	89.5%	2024 年 03 月 27 日	纺织服装
6690 HK	海尔智家	买入	29.80	37.59	26.1%	2024 年 10 月 30 日	家电
000651 CH	格力电器	买入	46.59	52.96	13.7%	2024 年 04 月 30 日	家电
000333 CH	美的集团	买入	74.07	93.24	25.9%	2024 年 04 月 30 日	家电
1044 HK	恒安国际	中性	23.75	27.01	13.7%	2024 年 08 月 20 日	个护家清
9922 HK	九毛九	中性	3.52	2.59	-26.3%	2024 年 08 月 27 日	餐厅
2020 HK	安踏	买入	86.65	135.00	55.8%	2024 年 03 月 27 日	运动品牌
2331 HK	李宁	中性	16.10	14.89	-7.5%	2024 年 08 月 19 日	运动品牌
3813 HK	宝胜国际	买入	0.57	1.01	76.3%	2024 年 08 月 14 日	体育用品经销商
6110 HK	滔搏国际	买入	2.74	7.20	162.8%	2023 年 10 月 24 日	体育用品经销商

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2024 年 10 月 29 日

财务数据

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	243,514	261,428	273,307	291,136	310,928
主营业务成本	(167,223)	(179,054)	(186,259)	(197,973)	(210,809)
毛利	76,290	82,374	87,048	93,164	100,119
销售及管理费用	(49,435)	(52,468)	(53,008)	(56,466)	(60,304)
研发费用	(9,499)	(10,221)	(10,685)	(11,063)	(11,815)
经营利润	17,356	19,685	23,355	25,635	27,999
财务成本净额	246	(514)	(538)	(573)	(612)
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	409	435	465
税前利润	17,790	19,712	23,226	25,497	27,852
税费	(3,058)	(2,980)	(3,511)	(3,855)	(4,211)
非控股权益	(21)	(135)	(160)	(175)	(191)
净利润	14,711	16,597	19,555	21,467	23,450
作每股收益计算的净利润	14,711	16,597	19,555	21,467	23,450

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	63,479	69,164
应收账款及票据	25,494	28,890	27,290	32,554	31,359
存货	41,543	39,524	44,805	44,827	50,616
其他流动资产	9,207	9,720	9,831	10,245	10,426
总流动资产	130,383	132,620	135,903	151,106	161,565
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	259,482	277,253	290,031
短期贷款	9,643	10,318	10,318	10,318	10,318
应付账款	66,975	69,278	75,591	78,388	85,574
其他短期负债	42,014	40,385	41,366	44,495	46,198
总流动负债	118,632	119,980	127,275	133,201	142,091
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	154,763	160,689	169,579
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	92,724	104,394	108,091
股东权益	93,423	103,514	102,162	113,832	117,529
非控股权益	1,291	2,398	2,557	2,732	2,924
总权益	94,714	105,912	104,719	116,564	120,453

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	14,732	16,732	19,715	21,642	23,642
折旧及摊销	6,046	5,736	0	0	0
营运资本变动	(2,590)	(150)	3,231	(1,790)	3,635
利息调整	612	1,810	538	573	612
其他经营活动现金流	1,353	1,134	(428)	(456)	(487)
经营活动现金流	20,154	25,262	23,056	19,969	27,402
资本开支	8,204	0	6,500	6,500	6,501
投资活动	12,147	0	1,997	2,127	2,272
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	(5,003)	(4,873)	(4,729)
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)	(8,800)	(9,660)	(10,553)
融资活动现金流	(3,822)	(7,841)	(8,800)	(9,660)	(10,553)
汇率收益/损失	760	249	249	249	249
年初现金	45,857	54,139	54,486	53,977	63,479
年末现金	54,139	54,486	53,977	63,479	69,164

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	2.110	2.316	2.530
全面摊薄每股收益	1.570	1.780	2.110	2.316	2.530
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	0.942	1.034	1.129
每股账面值	9.890	11.077	10.933	12.182	12.577
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	8.5	8.8	9.0
EBIT利润率	7.1	7.5	8.5	8.8	9.0
净利率	6.0	6.3	7.2	7.4	7.5
盈利能力(%)					
ROA	6.5	6.8	7.6	8.0	8.3
ROE	16.7	16.5	18.6	19.4	19.8
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	1.1	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

香港中环德辅道中 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】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

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、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、潮州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、武汉有机控股有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、乐能物流股份有限公司、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、山西省安泰集团股份有限公司、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、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中邮通信(集团)控股有限公司及地平线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七牛智能科技有限公司的已发行股本逾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，或可能以受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。