

# 海尔智家 (600690.SH)

## 盈利稳步改善，以旧换新成效有望显现

优于大市

### 核心观点

**收入增长平稳，盈利继续提升。**公司2024年前三季度实现营收2029.7亿/+2.2%，归母净利润151.5亿/+15.3%，扣非归母净利润146.9亿/+15.4%。其中Q3收入673.5亿/+0.5%，归母净利润47.3亿/+13.2%，扣非归母净利润45.2亿/+9.9%。虽然Q3国内外家电需求有所承压，公司收入依然实现平稳增长；盈利在全流程数字化变革、运营提效的带动下实现同比持续提升。

**内销零售口径积极改善，期待以旧换新成效显现。**Q3我国家电零售在以旧换新的带动下实现逐月改善，7月下月9.2%，8-9月逐步企稳回升，Q3合计增长7.5%。受收入确认滞后的影响，预计公司Q3内销收入小幅下降。10月受双十一叠加以旧换新政策带动，我国家电零售需求依然在加速增长。公司积极抓住以旧换新机会，发挥在高端品牌、全品类阵容、多渠道布局等优势，预计随着以旧换新成效逐步体现在收入端，Q4公司内销有望迎来强劲增长。

**外销延续稳健增长。**Q3虽然美欧国家需求依然疲软，但公司通过产品创新、开拓新产业等方式提升市占率，并加大新兴市场发展力度，深化在当地的供应链建设和产品结构升级。Q3公司在南亚市场同比增长超30%。随着美欧等海外地区逐步进入降息周期，预计地产及家电需求有望回归稳健增长，为公司当地市场的发展提供更为有利的外部环境。

**费用率持续优化，利润率延续向上趋势。**公司Q3毛利率同比+0.1pct至31.3%，通过搭建数字化采购、研发及制造体系，公司效率持续优化。Q3销售/管理/研发费用率分别-0.51/-0.16/+0.01pct至15.0%/3.9%/4.5%，财务费用率由于海外加息导致利息支出增加而提升0.23pct；期间费用率在效率提升的带动下合计优化0.43pct。公司投资收益、资产减值损失等对利润有所贡献，Q3公司归母净利率达到7.0%，同比提升0.8pct。

**控制日日顺物流，加速零售一体化建设。**公司拟通过受托表决权的方式，实现对日日顺的控制。从而实现公司在家电物流服务体系上的同一个团队，全面打通家电业务与物流体系之间用于链接的人员、系统和数据接口，充分提升运营效率、加速公司业务模式变革落地。日日顺将纳入公司报表，对公司收入端产生积极贡献，对公司归母净利润无影响。

**风险提示：**行业竞争加剧；原材料价格大幅上涨；行业需求恢复不及预期。

**投资建议：**上调盈利预测，维持“优于大市”评级

考虑到内销以旧换新成效显著，上调盈利预测，预计公司2024-2026年归母净利润192/218/243亿（前值189/214/240亿），同比增长16%/13%/12%；对应EPS=2.05/2.32/2.59元，对应PE=14/13/11x，维持“优于大市”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	243,514	261,428	275,004	291,751	307,495
(+/-%)	7.0%	7.4%	5.2%	6.1%	5.4%
归母净利润(百万元)	14711	16597	19210	21751	24331
(+/-%)	12.6%	12.8%	15.7%	13.2%	11.9%
每股收益(元)	1.56	1.76	2.05	2.32	2.59
EBIT Margin	6.8%	7.1%	7.9%	8.3%	8.8%
净资产收益率 (ROE)	15.7%	16.0%	17.0%	17.7%	18.3%
市盈率 (PE)	18.9	16.7	14.4	12.7	11.3
EV/EBITDA	18.9	17.8	16.7	15.1	13.8
市净率 (PB)	2.97	2.68	2.44	2.24	2.08

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 家用电器·白色家电

**证券分析师: 陈伟奇** 0755-81982606  
chenweiqi@guosen.com.cn  
S0980520110004

**证券分析师: 王兆康** 0755-81983063  
wangzk@guosen.com.cn  
S0980520120004

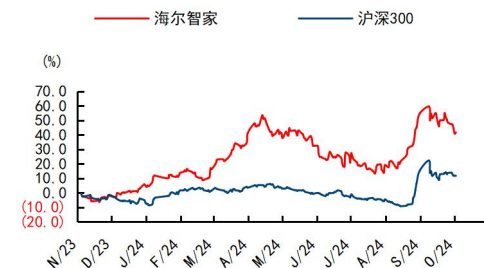
**证券分析师: 邹会阳** 0755-81981518  
zouhuiyang@guosen.com.cn  
S0980523020001

**联系人: 李晶** cnlijing29@guosen.com.cn

### 基础数据

投资评级 优于大市(维持)  
合理估值  
收盘价 29.39元  
总市值/流通市值 275764/275764 百万元  
52周最高价/最低价 35.37/19.86元  
近3个月日均成交额 1105.46百万元

### 市场走势

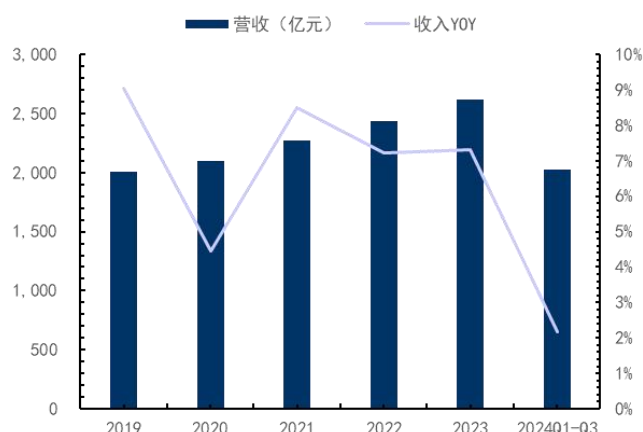


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

### 相关研究报告

- 《海尔智家(600690.SH)-如何展望海尔智家全球发展空间?》——2024-10-28
- 《海尔智家(600690.SH)-2024年中报点评: 强化经营质量, 盈利持续改善》——2024-08-28
- 《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》——2024-07-19
- 《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端千亿美元制冷市场》——2023-12-15

图1: 公司营业收入及增速



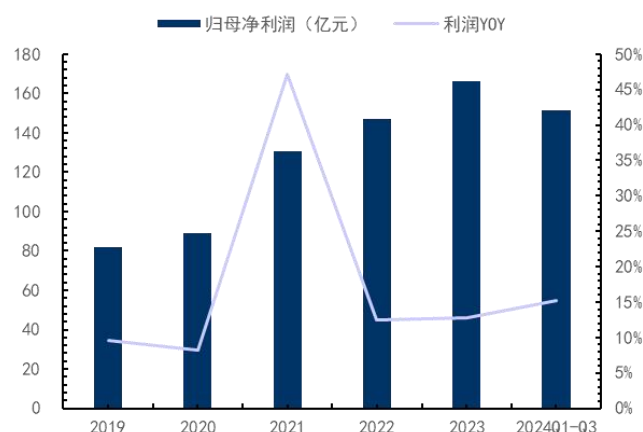
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季营业收入及增速



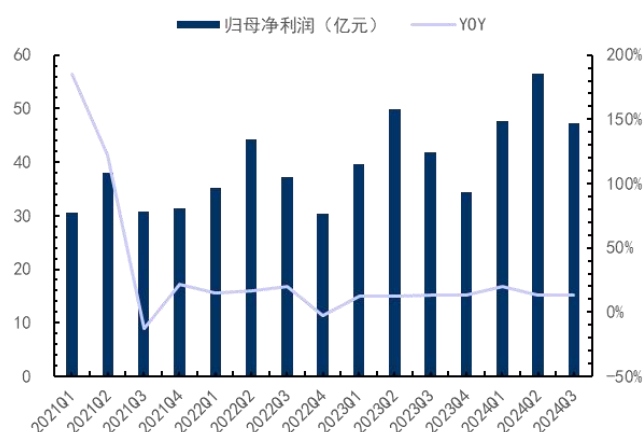
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及增速



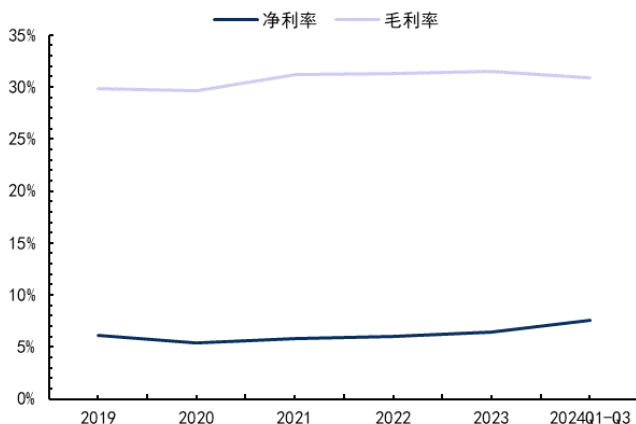
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季归母净利润及增速



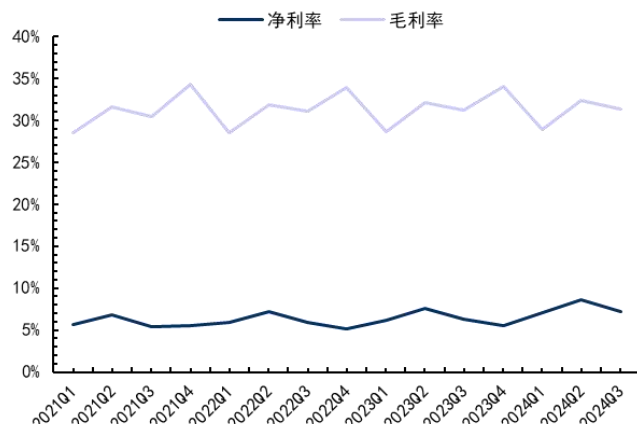
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司毛利率及净利率



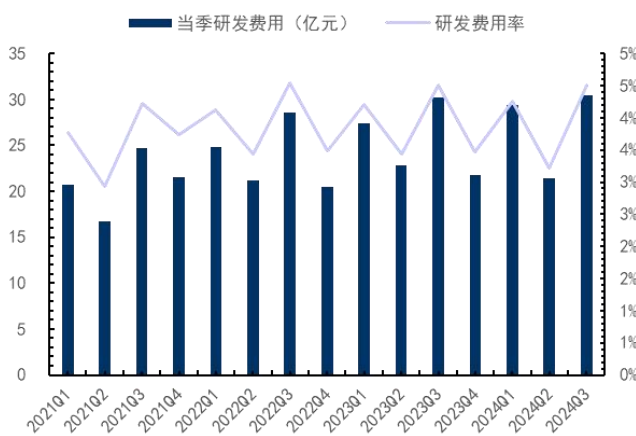
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司单季度毛利率及净利率



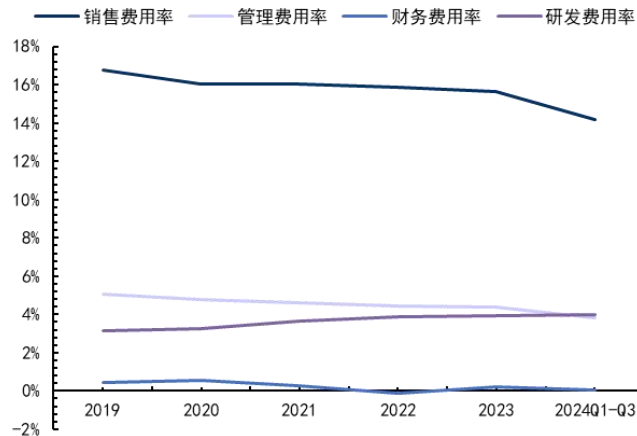
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司研发费用率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司期间费用情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				PEG (24E)	投资评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E		
000651.SZ	格力电器	43.52	2,438	5.15	5.80	6.23	6.60	8.4	7.5	7.0	6.6	1.1	优于大市
600690.SH	海尔智家	29.39	2,585	1.76	2.05	2.32	2.59	16.7	14.4	12.7	11.3	1.1	优于大市
000333.SZ	美的集团	72.25	5,485	4.80	5.04	5.57	6.08	15.1	14.3	13.0	11.9	1.5	优于大市

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

## 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	64892	73797	82190	营业收入	243514	261428	275004	291751	307495
应收款项	27361	30791	31644	33571	35383	营业成本	167223	179054	187683	198646	208879
存货净额	41543	39524	40583	42853	44986	营业税金及附加	813	1016	988	1052	1107
其他流动资产	6820	6865	7318	7743	8165	销售费用	38598	40978	42626	44638	46432
<b>流动资产合计</b>	<b>130383</b>	<b>132620</b>	<b>145486</b>	<b>158961</b>	<b>171722</b>	管理费用	10837	11490	11165	11673	12125
固定资产	31253	35007	38179	41300	43826	研发费用	9499	10221	10725	11389	12006
无形资产及其他	10506	11006	10566	10126	9685	财务费用	(246)	514	(144)	(371)	(582)
投资性房地产	39173	49199	49199	49199	49199	投资收益	1833	1910	1871	1871	1884
长期股权投资	24528	25547	26621	27684	28750	资产减值及公允价值变动	(1622)	(1485)	(1469)	(1446)	(1217)
<b>资产总计</b>	<b>235842</b>	<b>253380</b>	<b>270051</b>	<b>287270</b>	<b>303182</b>	其他收入	845	1301	873	1087	1026
短期借款及交易性金融负债	15938	14051	14000	14663	14238	营业利润	17844	19880	23236	26238	29223
应付款项	66975	69278	73447	77428	81311	营业外净收支	(54)	(168)	(61)	(54)	(44)
其他流动负债	35720	36652	38810	40831	42792	<b>利润总额</b>	<b>17790</b>	<b>19712</b>	<b>23175</b>	<b>26184</b>	<b>29179</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>118632</b>	<b>119981</b>	<b>126257</b>	<b>132922</b>	<b>138341</b>	所得税费用	3058	2980	3806	4253	4647
长期借款及应付债券	13591	17936	17936	17936	17936	少数股东损益	21	135	159	180	201
其他长期负债	8905	9551	10262	10947	11627	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>14711</b>	<b>16597</b>	<b>19210</b>	<b>21751</b>	<b>24331</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>22496</b>	<b>27488</b>	<b>28198</b>	<b>28883</b>	<b>29563</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>141129</b>	<b>147468</b>	<b>154455</b>	<b>161805</b>	<b>167904</b>	净利润	14711	16597	19210	21751	24331
少数股东权益	1291	2398	2477	2558	2638	资产减值准备	(8)	(426)	342	118	122
股东权益	93423	103514	113119	122907	132639	折旧摊销	5635	5227	3953	4623	5175
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>235842</b>	<b>253380</b>	<b>270051</b>	<b>287270</b>	<b>303182</b>	公允价值变动损失	1622	1485	1469	1446	1217
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	(246)	514	(144)	(371)	(582)
	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(5910)	(8027)	5015	2183	2279
每股收益	1.56	1.76	2.05	2.32	2.59	其它	22	503	(262)	(37)	(42)
每股红利	0.54	0.77	1.02	1.27	1.56	<b>经营活动现金流</b>	<b>16072</b>	<b>15359</b>	<b>29726</b>	<b>30084</b>	<b>33082</b>
每股净资产	9.89	10.97	12.06	13.10	14.14	资本开支	0	(5822)	(8495)	(8869)	(8600)
ROIC	17%	16%	17%	20%	22%	其它投资现金流	2266	(434)	(95)	52	0
ROE	16%	16%	17%	18%	18%	<b>投资活动现金流</b>	<b>971</b>	<b>(7275)</b>	<b>(9664)</b>	<b>(9879)</b>	<b>(9665)</b>
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	0	0	0
EBITDA Margin	9%	9%	9%	10%	10%	支付股利、利息	(5135)	(7224)	(9605)	(11963)	(14598)
收入增长	7%	7%	5%	6%	5%	其它融资现金流	(20355)	(2923)	(51)	663	(425)
净利润增长率	13%	13%	16%	13%	12%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(8761)</b>	<b>(7736)</b>	<b>(9656)</b>	<b>(11300)</b>	<b>(15023)</b>
资产负债率	60%	59%	58%	57%	56%	<b>现金净变动</b>	<b>8282</b>	<b>348</b>	<b>10406</b>	<b>8905</b>	<b>8393</b>
股息率	1.9%	2.6%	3.5%	4.3%	5.3%	货币资金的期初余额	45857	54139	54486	64892	73797
P/E	18.9	16.7	14.4	12.7	11.3	货币资金的期末余额	54139	54486	64892	73797	82190
P/B	3.0	2.7	2.4	2.2	2.1	企业自由现金流	0	7224	18707	18336	21509
EV/EBITDA	18.9	17.8	16.7	15.1	13.8	权益自由现金流	0	8646	18776	19310	21574

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