

海尔智家（600690）\家用电器

23Q1 业绩超预期，股权激励彰显信心

事件：

2023Q1收入650.66亿元（yoy+8.02%），归母净利39.71亿元（yoy+12.60%），扣非归母净利37.00亿元（yoy+15.95%），毛利率28.70%（yoy+0.16pct），归母净利率6.10%（yoy+0.27pct）。高端化带动收入和毛利提升，费用优化带动业绩延续高增。

➤ 收入端：内外销均实现高增

1) 23Q1国内收入增长8%，公司通过自研升级技术优化产品结构，推出高价位段产品。在渠道上，增加线下家居建材等前置类渠道，新增触点超过300家；在线上强化在抖音、快手、小红书等内容电商布局。在供应链上，公司强化上游零部件的制造能力。2023年3月家用空调郑州电路板工厂正式量产、2023年4月公司投资的压缩机合资公司在郑州正式奠基。2) 23Q1海外收入增长11.3%，公司在欧洲深化海外高端转型，推出高端家电产品，品牌价格指数提升；同时在北美市场拓展房车空调、管道机、多联机等新产业，横向拓展多元业务，发挥当地团队主观能动性。

➤ 利润端：毛利率费用率优化，利润增长快于收入

国内由于产品结构优化和原材料成本下降，毛利率提升，海外由于竞争加剧和高位购买原材料，毛利率回落，公司整体毛利率仍增长0.16pct。费用上，公司销售/管理/研发/财务费率为13.58%/3.56%/4.21%/0.32%，合计为21.66%，同比-0.25pct。得益于数字化变革，公司管理和销售费率有所下行，而研发费率则由于产业超前技术布局有所增加。在现金流上，经营性现金净流量/利润为0.34，与去年持平，现金流稳定。

➤ 员工持股计划激励信心，更重视盈利能力的考核

公司发布A+H股员工持股计划，参与人员包含管理层和核心技术人员在内的不超过2400人的员工，考核条件为1) 23年和24年的扣非归母净利较22年提升不低于15%（含），2) 23和24年ROE不低于16.8%。上述两个考核条件权重各占50%形成综合完成率，本期计划锁定期满后对应的标的股票按照40%（2023年）、60%（2024年）分两期归属至持有人。若综合完成率大于1则得到全部权益，0.8（含）-1则得到部分权益，低于0.8（不含0.8）不能得到权益。ROE的考核则体现公司对高质量盈利能力的重视。

➤ 投资建议：高端化+数字化战略在利润上持续兑现，维持“买入”评级

海尔全球高端化持续推进，数字化整合优化费用。预计公司2023-25年收入分别为2642.12、2858.78和3073.18亿元，对应增速分别为8.5%、8.2%、7.5%，归母净利润分别为170.88、196.16、219.25亿元，对应增速16.16%、14.79%、11.77%，EPS分别为1.81、2.08和2.32元/股。鉴于公司内外销各有增长，参照可比公司，给予公司23年15-18倍PE，目标价27.13-32.56元，维持“买入”评级。

风险提示：国内外高端化拓展不及预期、经济不景气影响海外销售。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	227,556	243,514	264,212	285,878	307,318
增长率（%）	8.50%	7.01%	8.50%	8.20%	7.50%
EBITDA（百万元）	21,664	23,590	30,021	32,921	35,363
归母净利润（百万元）	13,067	14,711	17,088	19,616	21,925
增长率（%）	47.21%	12.58%	16.16%	14.79%	11.77%
EPS（元/股）	1.38	1.56	1.81	2.08	2.32
市盈率（P/E）	17.1	15.2	13.1	11.4	10.2
市净率（P/B）	2.8	2.4	2.1	1.8	1.6
EV/EBITDA	12.4	9.4	6.2	4.9	3.9

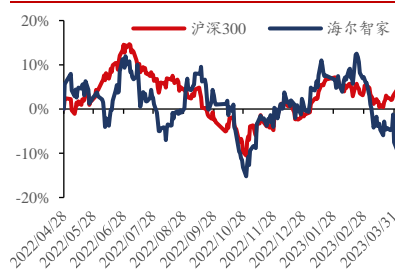
数据来源：公司公告、iFIND，国联证券研究所预测；股价为2023年4月28日收盘价

投资评级：**买入**
行业：**白色家电**
投资建议：**买入（维持评级）**
当前价格：**23.7元**
目标价格：**27.13-32.56元**

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	9447/9447
流通A股市值（百万元）	149513
每股净资产（元）	10.25
资产负债率（%）	58.77
一年内最高/最低（元）	27.85/20.71

股价相对走势



分析师：陈梦瑶
执业证书编号：S0590521040005
邮箱：cmy@glsc.com.cn

相关报告

- 《海尔智家（600690）\家用电器行业 22Q3 业绩超预期，高端化、数字化持续推进》2022.10.30
- 《海尔智家（600690）\家用电器行业“三驾马车”驱动公司增长超预期》2022.08.30
- 《青岛海尔（600690）\家用电器行业行业弱势下以提升市占率维持成长》2019.11.05

财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	45857	54139	70365	93924	11955	营业收入	22755	24351	26421	28587	30731
应收账款+票据	28290	25804	33018	35725	38405	营业成本	15648	16722	18257	19725	21143
预付账款	857	1121	1059	1145	1231	税金及附加	807	813	884	956	1028
存货	39863	41543	42773	46213	49535	营业费用	36554	38598	38522	40880	43639
其他	8740	7776	7635	8203	8766	管理费用	18802	20337	21137	22727	24278
流动资产合计	12360	13038	15484	18521	21749	财务费用	686	-246	673	169	-126
长期股权投资	23232	24528	25055	25583	26110	资产减值损失	-1419	-1500	-1652	-1788	-1922
固定资产	25041	30954	26680	22299	17811	公允价值变动	119	-122	0	0	0
在建工程	4183	4095	3412	2730	2047	投资净收益	2403	1833	2765	2765	2765
无形资产	9550	10506	8776	7043	5304	其他	548	845	734	699	664
其他非流动资产	31846	35378	34978	34569	34540	营业利润	15876	17844	22273	25565	28571
非流动资产合计	93852	10546	98902	92223	85813	营业外净收益	40	-54	-19	-19	-19
资产总计	21745	23584	25375	27743	30330	利润总额	15916	17790	22253	25545	28552
短期借款	11226	9643	0	0	0	所得税	2699	3058	3754	4310	4817
应付账款+票据	67368	66975	74318	80295	86067	净利润	13217	14732	18499	21236	23735
其他	46203	42014	51203	55284	59270	少数股东损益	150	21	1411	1620	1810
流动负债合计	12479	11863	12552	13557	14533	归属于母公司	13067	14711	17088	19616	21925
长期带息负债	5334	16415	11659	7175	3046	财务比率					
长期应付款	100	44	44	44	44		2020	2021	2022E	2023E	2024E
其他	6146	6037	6037	6037	6037	成长能力					
非流动负债合计	11580	22496	17740	13256	9126	营业收入	8.50%	7.01%	8.50%	8.20%	7.50%
负债合计	13637	14112	14326	14883	15446	EBIT	12.55	5.67%	30.68	12.16	10.54
少数股东权益	1272	1291	2702	4322	6132	EBITDA	9.19%	8.89%	27.26	9.66%	7.42%
股本	9399	9447	9447	9447	9447	归母净利润	47.21	12.58	16.16	14.79	11.77
资本公积	22549	23852	23852	23852	23852	获利能力					
留存收益	47863	60124	74489	90980	10941	毛利率	31.23	31.33	30.90	31.00	31.20
股东权益合计	81083	94714	11049	12860	14884	净利率	5.81%	6.05%	7.00%	7.43%	7.72%
负债和股东权益总	21745	23584	25375	27743	30330	ROE	16.37	15.75	15.85	15.78	15.36
现金流量表						ROIC	20.46	21.68	22.74	30.13	37.43
单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E	偿债能力					
净利润	13217	14732	18499	21236	23735	资产负债	62.71	59.84	56.46	53.65	50.93
折旧摊销	5061	6046	7095	7206	6937	流动比率	1.0	1.1	1.2	1.4	1.5
财务费用	686	-246	673	169	-126	速动比率	0.6	0.7	0.8	1.0	1.1
存货减少	-	-1680	-1230	-3440	-3322	营运能力					
营运资金变动	3677	-2590	8291	3255	3109	应收账款周转	15.2	15.0	14.3	14.3	14.3
其它	10904	3890	-987	1233	1114	存货周转率	3.9	4.0	4.3	4.3	4.3
经营活动现金流	23130	20154	32340	29658	31448	总资产周转率	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
资本支出	-6475	-8369	0	0	0	每股指标(元)					
长期投资	-1465	-1431	0	0	0	每股收益	1.4	1.6	1.8	2.1	2.3
其他	-127	880	1680	1680	1680	每股经营现金	2.4	2.1	3.4	3.1	3.3
投资活动现金流	-8067	-8920	1680	1680	1680	每股净资产	8.4	9.9	11.4	13.2	15.1
债权融资	-11735	9498	-	-4484	-4129	估值比率					
股权融资	371	48	0	0	0	市盈率	17.1	15.2	13.1	11.4	10.2
其他	-4277	-	-3395	-3295	-3367	市净率	2.8	2.4	2.1	1.8	1.6
筹资活动现金流	-	-3822	-	-7779	-7497	EV/EBITDA	12.4	9.4	6.2	4.9	3.9
现金净增加额	-684	8171	16226	23560	25631	EV/EBIT	16.1	12.6	8.1	6.3	4.8

数据来源:公司公告, iFinD, 国联证券研究所预测, 股价取 2023 年 4 月 28 日收盘价

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。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及/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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及/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。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

无锡：江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场4层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373

深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层

电话：0755-82775695