



## 前瞻性全球化及高端市场布局、数字化改革，助力业绩逆势高速增长——海尔智家（600690.SH）投资价值分析报告

### ◎家电行业供给端、需求端利好频出，行业将迎来估值修复

2021 年，我国家电市场全面复苏，零售规模达到 8811 亿元，同比增长 5.7%，整体基本恢复至疫情前的水平。自 2022Q2 开始原材料价格从高位回落，家电行业毛利率获得持续改善。受国家政策鼓励，绿色智能家电下乡、以旧换新开启，我国家电市场规模有望进一步提升。国内防疫政策趋向宽松化，有望带动线下消费场景复苏，驱动家电行业线下销售额回温。金融支持地产行业利好政策频出，有望带领地产上下游板块估值快速修复，公司作为行业龙头，业绩持续高速增长，有望率先迎来估值修复。

### ◎海尔坚持自主创牌布局全球，竞争力足、成长空间广阔

不同于同行业竞争对手大多选择代工贴牌的方式出海，海尔智家经过 35 年的坚持，通过收购创牌的方式完成全球化。公司 2021 年海外营业收入 1147.26 亿元占比首次超过国内市场。公司 7 大自主品牌覆盖面广，未来在海外发达国家市场占有率有望进一步提升，全球化布局领先地位短时间内难以被超越。随着公司对新兴市场的布局快速落地，仰仗品牌优势，有望快速占领新兴市场份额，营业收入将进入加速上升期。

### ◎数字化改革、技术创新、高端化布局，助力公司业绩高速增长

根据最新数据显示，2022 年 1-8 月公司在家电行业市场占有率为 27.1% 保持行业绝对领先地位，超过第二名一倍之多。公司在冰箱、洗衣机领域市场占有率常年保持行业第一，目前在高端化战略的引导下，在此前略有短板的空调和厨电板块市场占有率也在不断提升。这与公司坚持技术创新，在多个品类开发出解决客户痛点，满足客户需求的产品密切相关。除此之外，公司毛利率稳定，费用率持续优化但与行业领先企业仍有一定差距，未来改善空间大，随着费率的优化，净利率将进一步提升。

### ◎盈利预测与估值

预计海尔智家 2022-2024 年每股收益（EPS）分别为 1.85 元、2.31 元、2.73 元，未来三年归母净利润将保持 25.35% 的复合增长率。绝对估值模型下，对应每股合理内在价值为 31.14 元。相对估值模型下：目前行业 2022 年加权平均 PE 为 19.83 倍；考虑公司的规模和未来业绩增长情况，给予公司 2022 年 14-18.5 倍 PE，对应每股合理估值区间在 25.9-34.22 元之间。

### ◎投资风险提示

疫情防控不及预期；汇率波动风险；原材料价格持续波动；终端需求不及预期风险。

### 核心业绩数据及预测

项目	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(亿元)	2,276	2,579	2,897	3,228
YOY	8.50%	13.32%	12.35%	11.41%
归母净利润(亿元)	131	174	218	258
ROE	16.37%	17.93%	18.81%	20.42%
摊薄 EPS(元)	1.38	1.85	2.31	2.73
YOY	5.46%	33.48%	25.12%	18.11%
P/E	17.05	14.96	12.88	11.25

数据来源：华通证券研究部

### 公司投资评级

推荐（首次）

### 公司深度报告

研究部

房地产行业组

SFC: AAK004

Email: [yjb@watson.com](mailto:yjb@watson.com)

### 主要数据

2022.11.21

收盘价(元)	23.6
一年中最低/最高	20.4/31.5
总市值(亿元)	2278
总股本(亿股)	94.47
流通股本(亿股)	63.09
ROE(TTM)	13.15%
PE(TTM)	15.21

### 股价相对走势



数据来源：东方财富网



## 内容目录

一、	家用电器行业分析 .....	4
1.	我国家电行业竞争激烈，市场需求量趋于稳定 .....	4
2.	家电行业受疫情冲击，国家出台相关政策支持行业发展 .....	5
3.	龙头家电品牌影响力持续攀升，线上线下市场齐发展 .....	5
4.	家电行业未来发展方向 .....	7
	(1) 关注下沉市场 .....	7
	(2) 全球化 .....	7
	(3) 智能化 .....	8
	(4) 高端化 .....	8
二、	海尔智家竞争优势分析 .....	9
1.	坚持自主创牌、全球化布局进入收获季 .....	9
	(1) 海尔智家全球化之路 .....	9
	(2) 多品牌、多层次进入海外主要发达国家市场 .....	10
	(3) 全球主要市场占有率名列前茅，海外营收高速增长 .....	12
2.	公司保持高增长，全线产品市场占有率提升 .....	13
	(1) 各产品品类、各销售区域营收均高速增长 .....	13
	(2) 冰箱、洗衣机业务绝对第一，其他品类市场占有率全面提升 .....	14
	(3) 卡萨帝营收增速提升，成为国产高端第一品牌 .....	16
3.	毛利率稳定，费用率持续优化 .....	16
三、	业绩预测&估值分析 .....	17
1.	业绩预测 .....	17
2.	估值分析 .....	20
	(1) PE&PEG 估值分析 .....	20
	(2) DCF 估值分析 .....	22
四、	公司未来六个月内投资建议 .....	23
1.	公司股价催化剂分析 .....	23
2.	公司六个月内目标价格&投资评级 .....	24
五、	投资风险提示 .....	25



## 图目录

Figure 1 2017-2021 我国居民人均可支配收入&同比增长率 .....	4
Figure 2 近年来中国家电市场总零售额 .....	5
Figure 3 2021 年家电前四品类销售额 TOP5 品牌集中度 .....	6
Figure 4 近年来我国家电行业线上、线下零售额 .....	6
Figure 5 近年来我国家用电器出口数量&金额 .....	8
Figure 6 家电前四品类均价及同比增长情况 .....	9
Figure 7 海尔全球化布局图 .....	10
Figure 8 海尔家电品牌一览表 .....	11
Figure 9 海尔智家在全球已形成多层次品牌布局 .....	11
Figure 10 海尔智家全球化网络布局 .....	12
Figure 11 海尔智家境内、境外业务营收&增长率 .....	12
Figure 12 海尔智家各业务拆分营业收入（亿元） .....	13
Figure 13 家电行业 TOP3 品牌 1-8 月市场份额 .....	14
Figure 14 品牌冰箱市场占有率 .....	15
Figure 15 冰箱 TOP3 品牌 1-8 月市场份额 .....	15
Figure 16 品牌洗衣机市场占有率 .....	15
Figure 17 洗衣机 TOP3 品牌 1-8 月市场份额 .....	15
Figure 18 品牌空调市场占有率 .....	15
Figure 19 空调 TOP3 品牌 1-8 月市场份额 .....	15
Figure 20 热水器 TOP3 品牌 1-8 月市场份额 .....	16
Figure 21 冷柜 TOP3 品牌 1-8 月市场份额 .....	16
Figure 22 TOP3 品牌家电销售毛利率 .....	17
Figure 23 TOP3 品牌家电销售费用率 .....	17
Figure 24 TOP3 品牌家电管理费用率 .....	17
Figure 25 TOP3 品牌家电财务费用率 .....	17
Figure 26 海尔智家 PE 估值标准差 .....	20
Figure 27 可比公司 2022 年 PE 估值 .....	21

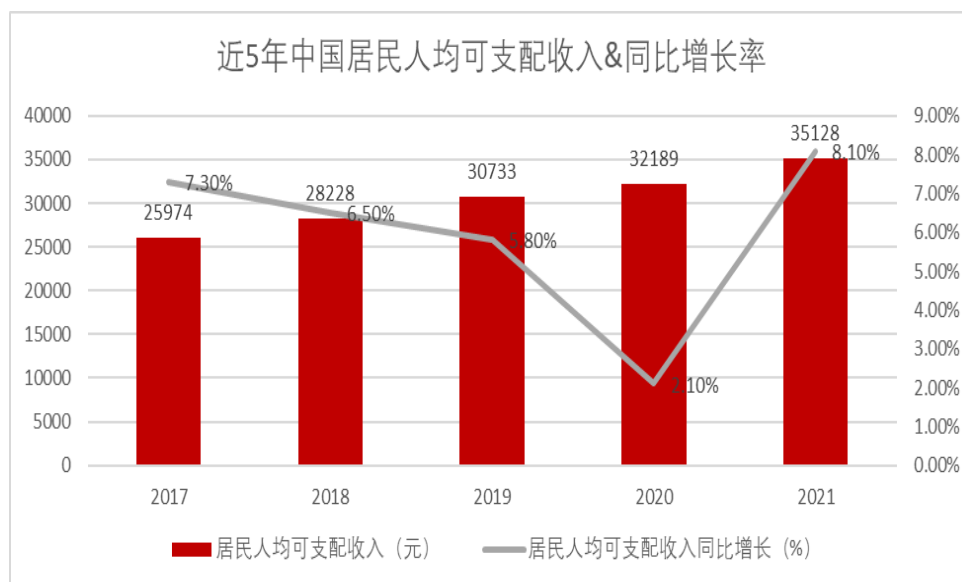
## 表目录

Table 1 22-24 海尔智家营收预测 .....	19
Table 2 可比公司估值表 .....	21
Table 3 DCF 估值模型测算公司内在价值 .....	22
Table 4 DCF 估值敏感性测试 .....	23
Table 5 财务报表预测与比率分析 .....	26

## 一、家用电器行业分析

从宏观层面上看，我国经济稳定发展，小康社会的全面建成，居民可支配收入逐年增长，是家电行业持续发展的动力。我国居民人均可支配收入从 2017 年 25974 元/人到 2021 年 35128 元/人，年化复合增长率高达 7.5%。随着我国产业结构和消费结构的快速升级，人民生活水平的提高，家电行业将迎来新一轮的经济增长点。从微观层面来看，家用电器早已走入千家万户成为我们生活中必不可少的一部分，家电产品的更新迭代向智能家居、绿色家居的发展趋势提高了人民的幸福感。影响家电行业发展的主要因素包括竣工的景气周期、出口预期和线上电商渠道的崛起，目前，我国家电行业的发展还是处于优势地位。

Figure 1 2017-2021 我国居民人均可支配收入&同比增长率



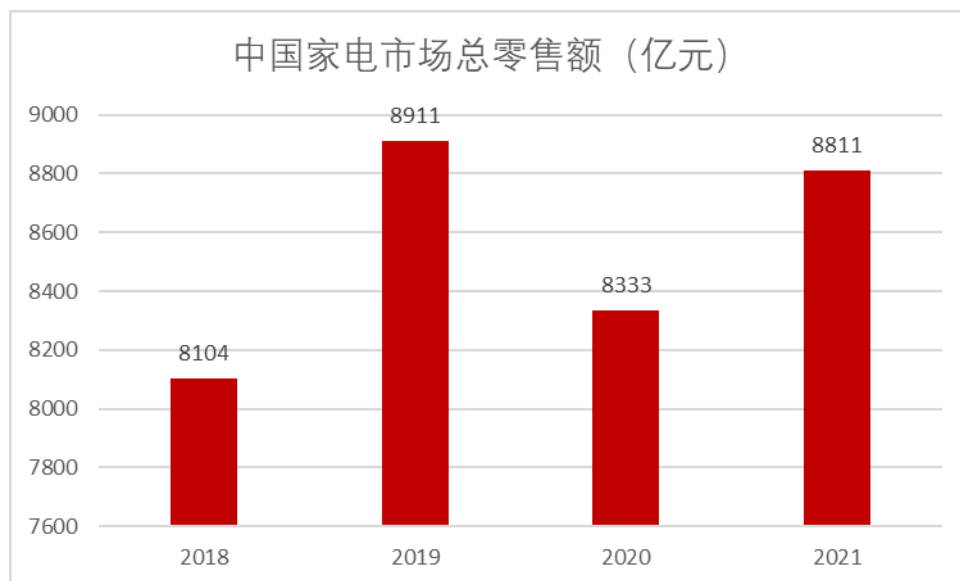
数据来源：国家统计局，华通证券研究部

### 1. 我国家电行业竞争激烈，市场需求量趋于稳定

近年来随着家电零售市场销售额增速的回落、下滑，大多数家电企业的增长也随之进入瓶颈期。据中国家用电器研究院、全国家用电器工业信息中心统计，我国家电市场每年总零售额一直未突破 9000 亿元大关。家电行业产业集中，在我国逐步形成了以格力、美的、海尔为代表的家电产业集团，产业集团涉猎的家电产品比较广泛，品牌效应大，家电产品的集团化模式很容易培养企业的忠实客户。另外家电产品品种多，产品同质性强，数量大并且更新换代快，这要求家电企业必须重视创新能力，不断地推陈出新才能快速占领市场份额，否则就

容易在竞争中失去优势地位。

Figure 2 近年来中国家电市场总零售额



数据来源：中国家电研究院、全国家用电器工业信息中心，华通证券研究部

## 2. 家电行业受疫情冲击，国家出台相关政策支持行业发展

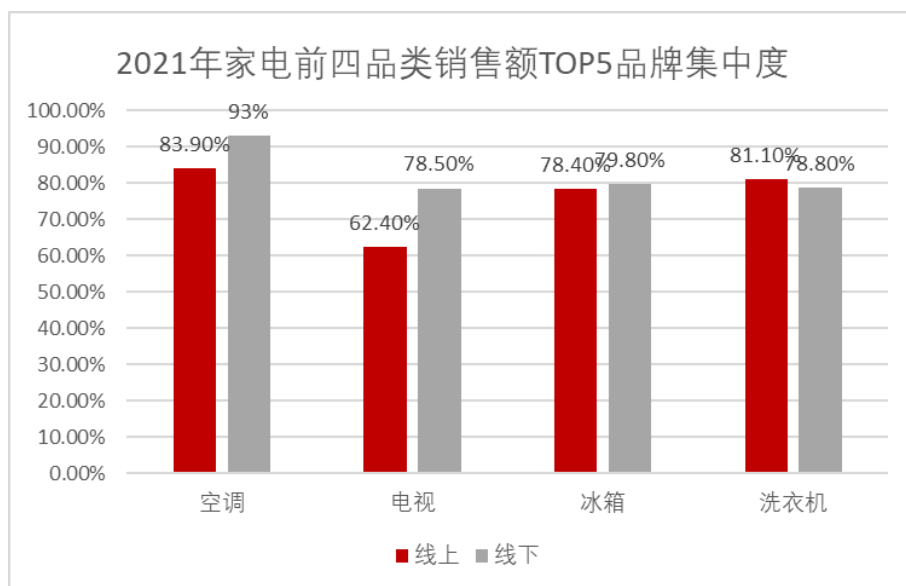
2020年新冠肺炎疫情的爆发对家电行业造成较大的冲击。相关数据显示，2020年我国家电市场零售额8333亿元，同比下降6.5%。2021年，我国家电市场全面复苏，零售规模达到8811亿元，同比增长5.7%，整体基本恢复至疫情前的水平。家电行业是我国国民经济重要的支柱性产业，行业发展历程中得到了国家政策的全方位支持。我国政府在“十一五”规划中指出在经济全球化的背景下保证家电行业的可持续发展；在“十二五”规划中指出未来十年我国将由家电大国成为家电强国；在“十三五”规划中指出加快转变经济发展方式要求电器工业实现产业结构调整；在“十四五”规划中指出创新是家电行业的首要任务，将应用感应控制、语音控制、远程控制等技术手段，发展智能家电、智能照明、智能安防监控、智能音箱、新型穿戴设备、服务机器人等。

## 3. 龙头家电品牌影响力持续攀升，线上线下市场齐发展

全国家用电器工业信息中心数据显示，消费者对传统大家电品牌偏好度上升。2021年，我国家电前四品类市场集中度整体较高。从线上市场上来看，前四品类中，空调、洗衣机品牌集中度均超过80%，电视线上市场集中度略低为62.4%；从线下市场上来看，前四品类集中

度均高于 78%，空调线下市场集中度高达 93%。

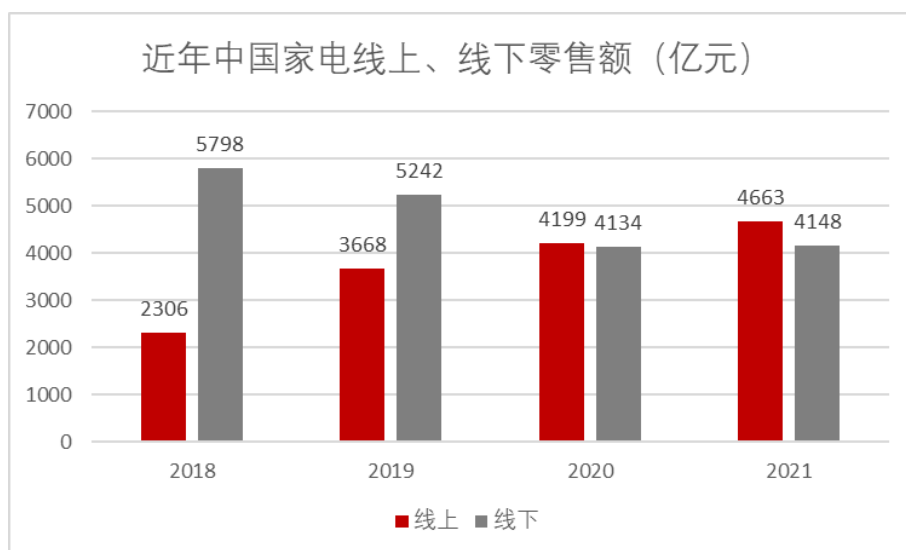
Figure 3 2021 年家电前四品类销售额 TOP5 品牌集中度



数据来源：中国家用电器研究院、全国家用电器工业信息中心，华通证券研究部

在销售方式上，线上线下结合是家用电器领域的销售方向，随着互联网和电商的发展，线上市场规模持续扩大。据中国家用电器研究院、全国家用电器工业信息中心统计，2021 年中国家电线上零售额 4663 亿元，同比增长 11.05%，中国线上渠道家电零售额再次超过线下。线上线下市场规模增速均由负转正，而且在疫情持续深入影响下，2021 年我国线上渠道零售额占比 52.9%，连续两年占比超过 50%。

Figure 4 近年来我国家电行业线上、线下零售额



数据来源：中国家用电器研究院、全国家用电器工业信息中心，华通证券研究部

## 4. 家电行业未来发展方向

### （1）关注下沉市场

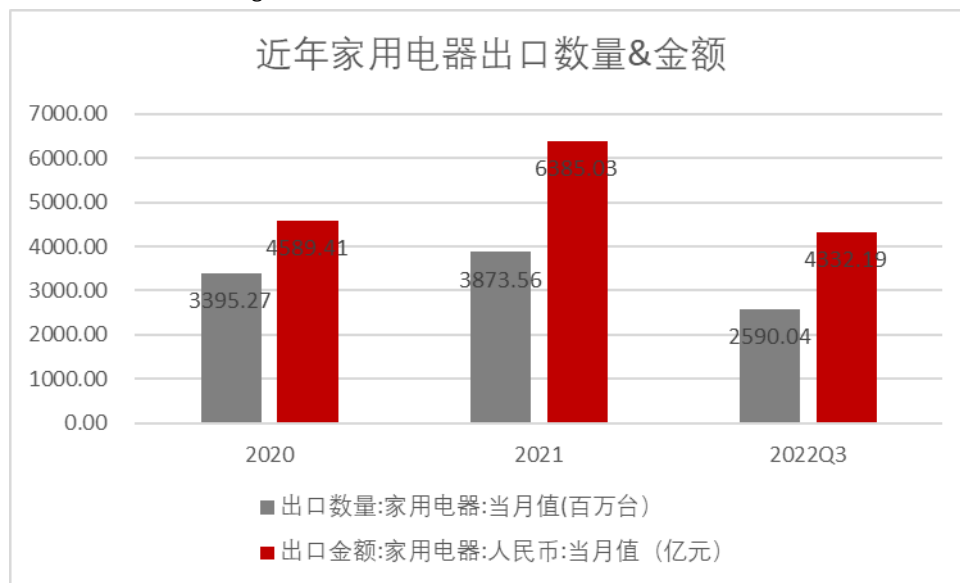
受国家政策鼓励，绿色智能家电下乡开启，下沉市场拥有巨大潜力。据中国家用电器研究院、全国家用电器工业信息中心统计三线以下城市、县镇与农村地区的人口占我国总人口的 70%。这部分下沉市场 2021 年的家电市场规模达到 2775 亿元，占比为 31.5%，同比增长 8.9%，增幅远高于整体市场，是家电市场最关键的增长区域。普及型家电产品依然是下沉市场的销售主力，农村居民每百户主要家电产品的拥有量与城市居民拥有量有着较大差距。例如空调的城市百户拥有量为 150 台，而在农村这个数量只有 74 台，约为城市拥有量的一半。除此之外，农村的厨房电器、环境家电和个护家电的渗透率更低。随着农村居民消费能力不断提升、网络与物流基础设施逐渐完善、城乡家电消费观念迅速融合，下沉市场已成为我国人口基数最大、面积最大、潜力最大的家电消费市场。2022 年 3 月 5 日，李克强总理在政府工作报告中倡议地方政府开展绿色智能家电下乡和以旧换新，这一定会推动家电下沉市场的进一步增长。

### （2）全球化

疫情反复之下，全球供应链正在加速调整和重塑中，我国家电市场呈现“内冷外热”趋势，国内家电行业企业竞争激烈，出口市场增速表现亮眼。中国作为全球家电产业的制造中心，家电企业正在加速出海，通过本土化运营，深度融入全球供应链体系，抓住不同国家的市场机会，获取新增量。用更深入的全球化来抵抗市场的不确定性。根据海关总署数据显示，2022 年 1-9 月我国家用电器出口量及金额分别达 259004 万台、4332.19 亿元。



Figure 5 近年来我国家用电器出口数量&金额



数据来源：中国海关总署，华通证券研究部

### (3) 智能化

随着互联网的发展，“万物互联”的理念逐渐成为了发展趋势，年轻消费者对家电提出了新的需求，家电智能化是未来主要的发展趋势，如今无论是小家电还是大型家电都在向智能化转型，家电生产企业必须不断提高自己的科研能力，针对消费者的需求，生产更加智能更加人性化的产品。在家电的选择方面，性价比、品牌、能耗等因素是消费者考虑的主要因素，而且家用电器一般体积都比较大，占用的空间多，消费者在购买时也会着重考虑家电产品的外形。因此家电企业在新产品开发时应该考虑智能、节能、简约、个性化等因素。

### (4) 高端化

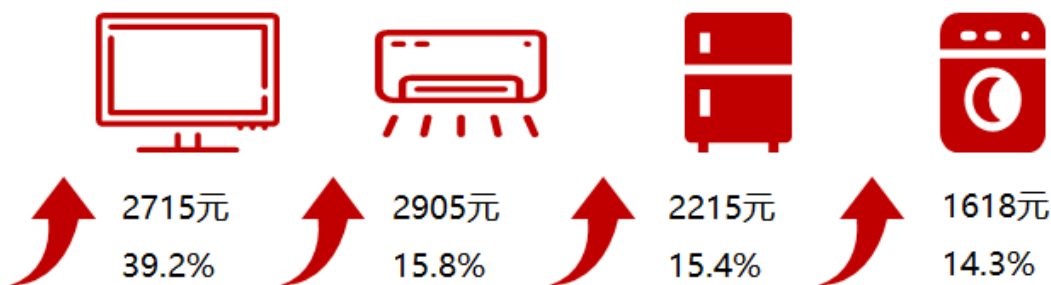
据 2021 中国家电行业市场报告显示，品质好货成为家电市场主流，人们对家电需求从满足基本功能的“温饱型”转向“品质型”。多元化需求催生新兴家电。游戏电视零售额同比增长超过 600%、干衣机零售额同比增长 124%，集成灶零售额同比增长 41%；疫情持续带火健康家电，吸尘、洗地、拖地三功能合一的洗地机零售额同比增长 348%，主打“少油更健康”理念的空气炸锅，在京东的零售量同比增长高达 152%。品质家电备受青睐，新兴家电持续热销。传统家电中，变频空调、多门冰箱、大容量洗烘一体洗衣机、大风力吸油烟机等更大尺寸、更大容量、更高品质的产品受到青睐。新兴家电中，新风空调、分区洗衣机、干衣机、



净热水一体机、多功能破壁机、空气炸锅、集成灶、洗地机、美容仪、宠物电器等需求更加细分、品质改善型产品持续热销。家电前四品类的销售均价涨幅均超过 14%，电视销售均价涨幅高达 39.2%。

Figure 6 家电前四品类均价及同比增长情况

### 家电前四品类均价及同比增长情况



数据来源：中国家用电器研究院、全国家用电器工业信息中心，华通证券研究部

## 二、海尔智家竞争优势分析

### 1. 坚持自主创牌、全球化布局进入收获季

#### (1) 海尔智家全球化之路

不同于同行业竞争对手大多选择代工贴牌的方式出海，海尔智家经过 35 年的坚持，通过收购创牌的方式完成全球化布局。公司全球化的路径清晰：引进技术 (1985) → 出口创收 (1990) → 成立合资公司 (1993) → 海外建厂 (1999) → 海外收购 (2011)。

1985 年，海尔斥巨资引进德国利渤海尔电冰箱生产关键设备和全套技术。

1990 年，公司开始将产品出口海外，远销东南亚、中东、港澳等二十多个国家和地区。

1991 年，海尔成为我国第一家进入美国 UL 名录的中国企业，获得加拿大 CSA、德国 VDE 认证。

1992 年，公司成为国内首家通过 ISO9001 国际质量标准认证的家电企业。

1993 年，海尔集团与三菱重工成立合资公司三菱重工海尔，是三菱重工最大的中央空调生产基地。

1998 年，公司实现“国内生产国内销售 1/3，国内生产国外销售 1/3，海外生产海外销售 1/3”的全球化战略目标。

1999 年，海尔在美国南卡州建立第一个海外工业园。

2000 年，海尔新增 5 个海外工厂建设成功，顺利投入生产。

2001 年，海尔在巴基斯坦建立全球第二个海外工业园，在意大利收购迈尼盖蒂冰箱厂。

2002 年，海尔集团与三洋电机合资成立“三洋海尔株式会社”。

2007 年，海尔收购印度冰箱厂并在印度建厂。

2015 年，青岛海尔从集团收购三洋电机在日本和东南亚的白电业务。

2016 年，青岛海尔以 55.8 亿美元收购 GE 白电。

2018 年，青岛海尔从集团收购新西兰国宝级家电斐雪派克。

2019 年，青岛海尔以 4.75 亿欧元收购意大利 Candy 公司。

## （2）多品牌、多层次进入海外主要发达国家市场

目前海尔智家已完成在境外市场上多品牌、多层次的布局，且 100% 为自主品牌。公司在全球拥有“Haier、卡萨帝、Leader、GE Appliances、Fisher&Paykel、AQUA、Candy”七大自主品牌。每个品牌都拥有丰富的产品系列以满足不同层次的消费者的需求。

Figure 7 海尔全球化布局图



数据来源：产业论坛，华通证券研究部

Figure 8 海尔家电品牌一览表

主要家电品牌	主要产品	主要市场	市场定位	子品牌	成立/收购及时间
	冰箱及冷柜、空调、洗衣机、厨电、水家电及生活小家电	中国、北美洲、欧洲、澳大利亚、新西兰、南亚、日本、东南亚、中东及非洲	大众市场至高端市场		1984成立
	冰箱及冷柜、空调、洗衣机、厨电、水家电及生活小家电	中国	高端市场		2006成立
	冰箱、冷柜、空调、洗衣机、厨电及热水器	中国	细分市场：面向追求简单、时尚及智慧生活方式的年轻消费者		1998成立
	冰箱、冷柜、厨电、洗衣机、烘干机、空调、净水器及热水器	美国、欧洲、中国、中东及非洲	大众——奢侈品市场分部；细分市场	Monogram、Café、GE Profile、Hotpoint	海尔智家主体 2016收购
	洗衣机、烘干机、冰箱、冷柜、厨电	欧洲、南亚	大众市场	Hoover、Rosieres、Baumatic、Iberna、Jinling、Otsein、Susler及Zerowatt	海尔智家主体 2019收购
	厨电、冷柜、洗衣机及烘干机	新西兰、澳大利亚、北美洲、欧洲、中国、南亚、日本及东南亚	高端——奢侈品市场	DCS	海尔智家主体 2018收购
	洗衣机、冰箱及生活小家电	日本及东南亚	大众市场		海尔智家主体 2015收购

数据来源：公司公告，华通证券研究部

Figure 9 海尔智家在全球已形成多层次品牌布局



数据来源：公司公告，华通证券研究部

除了在全球主流市场的 7 大品牌之外，海尔智家在全球已有 33 个工业园，133 个制造中心，其中 54 个分布海外，全球化布局名副其实。在研发上，同样以全球为范围，布局“10+N”研发体系，即分布世界主流区域的 10 个研发中心与 N 个研发力量。在营销上，是全球 108 个营销中心展开和链接的 143330 个营销网络，使得海尔智家的产品可以遍布世界 160 个国

家和地区，服务超过 10 亿的用户群体。海尔智家在海外倾力建立的 7\*24 小时服务体系，以全球 7200 个服务中心，15000 多名工程师的配合，覆盖服务全球大部分的区域和国家。

Figure 10 海尔智家全球化网络布局

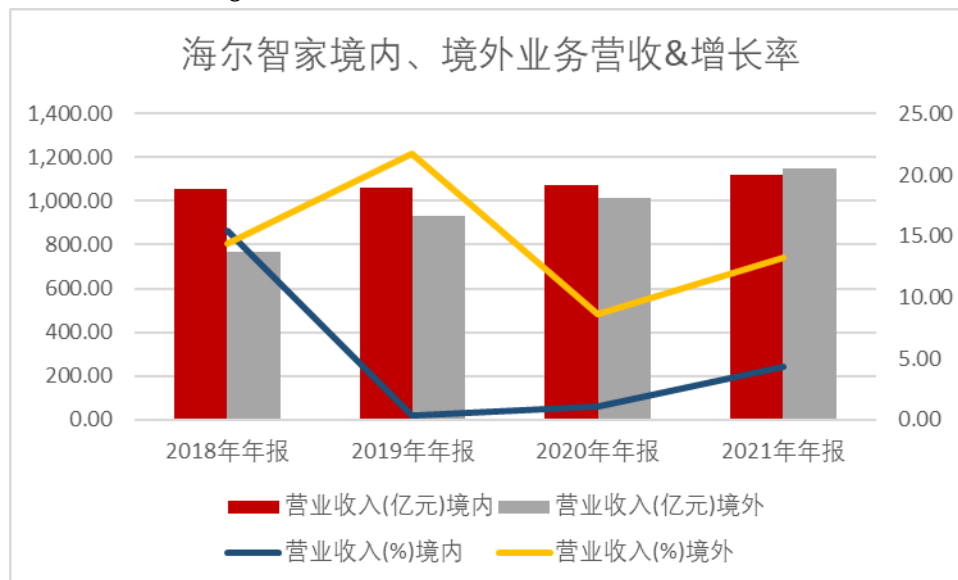


数据来源：公司官网，华通证券研究部

### （3）全球主要市场占有率名列前茅，海外营收高速增长

根据欧睿数据统计，2021 年公司在全球主要区域大家电市场（零售量）份额如下：在亚洲市场零售量排名第一，市场份额 20.4%；在美洲排名第二，市场份额 15.1%；在澳大利亚及新西兰排名第二，市场份额 11.6%；在中东及非洲排名第三，市场份额 7.4%；在欧洲排名第四，市场份额 8.1%。2021 年海尔智家境外业务营收 1147.26 亿元，同比增加 13.2%，首次超过境内营收占比达 50.6%。

Figure 11 海尔智家境内、境外业务营收&增长率



数据来源：东方财富 choice，华通证券研究部



## 2. 公司保持高增长，全线产品市场占有率提升

### (1) 各产品品类、各销售区域营收均高速增长

从收入品类构成看，2021 年电冰箱营收占比最高，空调、水家电增速较快。

冰箱：2021 年品类营收达 715.7 亿元（+16.3%），占公司营收比例 31.5%。公司是行业中第一家推出与橱柜零距离嵌入的冰箱产品，引领家电家居融合趋势。

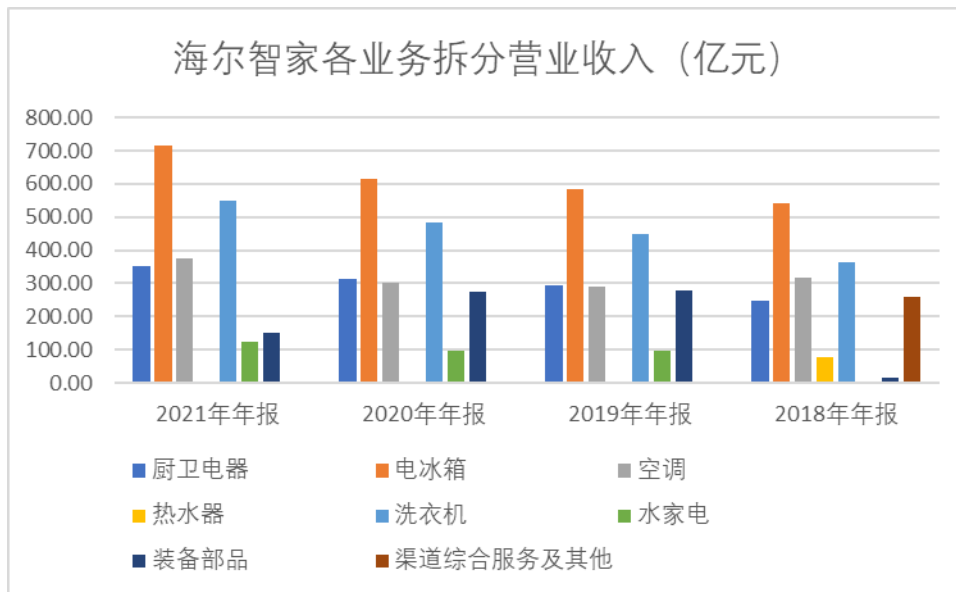
洗衣机：2021 年品类营收 547.6 亿元（+13.0%），占公司营收比例 24.1%。公司首创洗+干一体机新品类—卡萨帝中子和美系列，强化干衣机业务的发展。

空调：2021 年品类营收 375.3 亿元（+25.1%），占公司营收比例 16.5%。产业坚持智慧、健康的产品主线实现中高端突破，市场端通过零售转型、网络拓展持续提升业务竞争力。

厨电：2021 年品类营收 352.4 亿元（+12.4%），占公司营收比例 15.5%。公司坚持卡萨帝高端战略与三翼鸟厨房场景模式实现差异化竞争。其中卡萨帝厨电收入增长 95.1%。2021 年洗碗机收入增长 90%，其中卡萨帝洗碗机收入增长 137.9%。

水家电：2021 年品类营收 124.7 亿元（+26.5%），占公司营收比例 5.5%。公司持续进行技术创新、渠道创新，其中燃气热水器收入增长 51%。

Figure 12 海尔智家各业务拆分营业收入（亿元）



数据来源：东方财富 choice，华通证券研究部

从业务分部看，2021 年中国智慧家电业务营收 1118.51 亿(+22.2%)，2021 年海外营收 1147.26 亿(+13.0%)。

从中国区域看，2021 年中国智慧家庭业务收入实现 1118.51 亿元，较 2020 年增长 22.2%；

请务必阅读正文之后的法律声明及风险提示项下所有内容



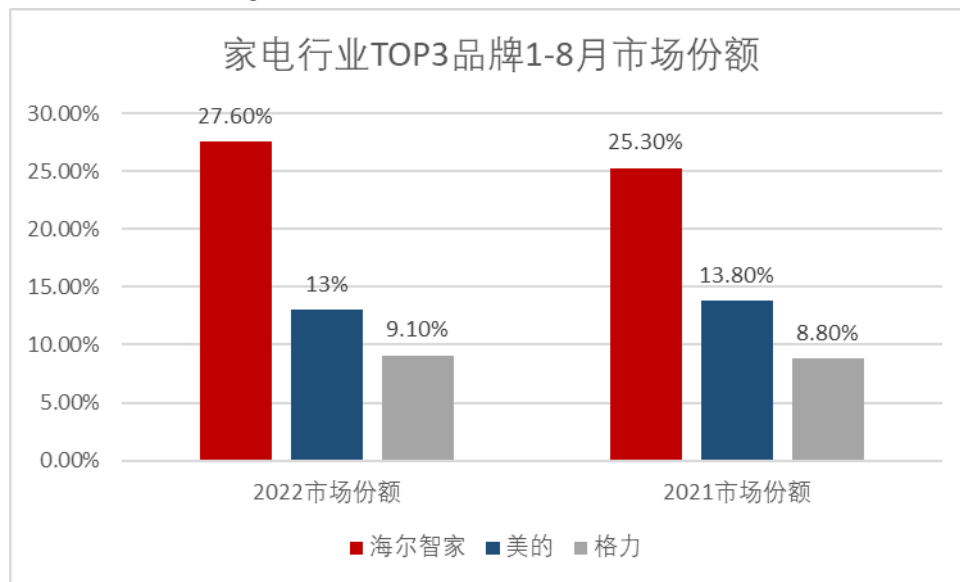
经营利润 74.56 亿元，较 2020 年增长 27.5%。业务增长缘于公司在国内市场进一步扩大竞争优势，各品类份额持续提升；卡萨帝销售额持续高增长，卡萨帝 2021 年收入较 2020 年增长超过 40%；通过触点网络布局、数字化平台与运营体系建设提升终端获客能力与转化效率。

海外分区域看，公司在北美市场营收 702.8 亿元，同比增长 10.3%，创历史性最好记录；欧洲市场实现收入 197.37 亿元，同比增长 19.5%；澳新市场通过产品高端化与渠道网络的深化布局实现收入 70.12 亿元，同比增长 17.3%；南亚市场实现收入 71.38 亿元，同比增长 30.5%；东南亚市场实现收入 47.4 亿元，同比增长 15.0%；日本市场实现收入 34.91 亿元，同比下降 3.4%，剔除汇率影响收入增长 6.3%。海外收入端表现良好，主要得益于公司依托全球品牌矩阵、精细化本土运营，以及全球资源协同的贡献。

## （2）冰箱、洗衣机业务绝对第一，其他品类市场占有率全面提升

根据中怡康数据显示，2022 年 1-8 月，行业 TOP3 品牌整体份额两升一降。具体来看，海尔智家份额为 27.6%，同比增加 2.3pct；美的份额为 13%，同比减少 0.8pct；格力份额为 9.1%，同比增加 0.3pct。

Figure 13 家电行业 TOP3 品牌 1-8 月市场份额



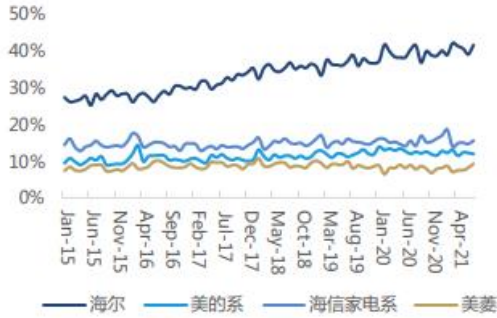
数据来源：中怡康，华通证券研究部

海尔智家的冰箱、洗衣机业务绝对第一，市场占有率持续提升。冰箱销售额市场占有率从 2015 年的 27%左右提升至 2022 年的 44.1%，同比增长 2.4pct；洗衣机从 26%左右提升至 2022 年的 46.8%，同比增长 2.9pct；绝对引领行业。根据中怡康数据可以看出，各品牌在



细分品类上地位稳固，海尔智家在冰箱、洗衣机领域仍是毫无悬念的第一。空调市场“三分天下”格局稳定，从份额排名来看，格力稳居第一，美的紧随其后，海尔智家位列第三；从份额增长来看，海尔智家同比+2.3pct，是TOP3中唯一正增长的。

Figure 14 品牌冰箱市场占有率



数据来源：中怡康，华通证券研究部

Figure 15 冰箱 TOP3 品牌 1-8 月市场份额

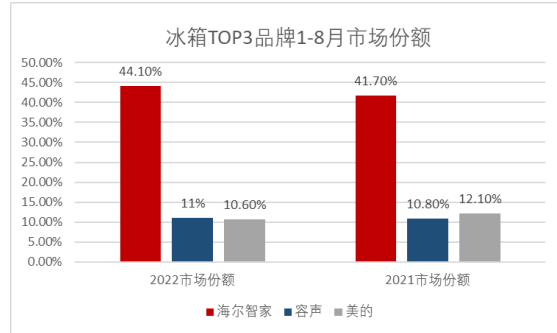
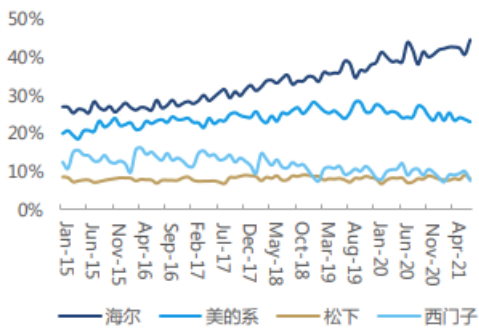


Figure 16 品牌洗衣机市场占有率



数据来源：中怡康，华通证券研究部

Figure 17 洗衣机 TOP3 品牌 1-8 月市场份额

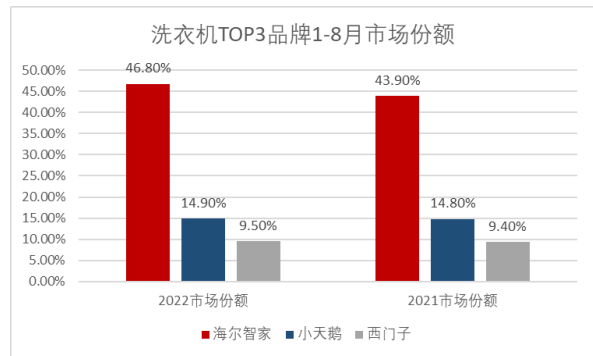


Figure 18 品牌空调市场占有率

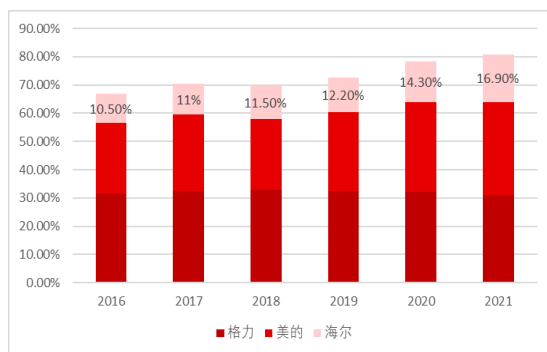
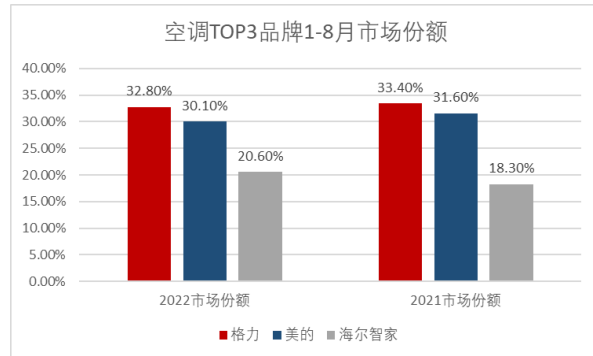


Figure 19 空调 TOP3 品牌 1-8 月市场份额



数据来源：中怡康，华通证券研究部



Figure 20 热水器 TOP3 品牌 1-8 月市场份额

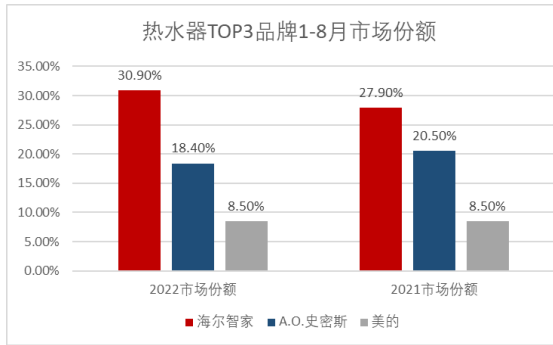
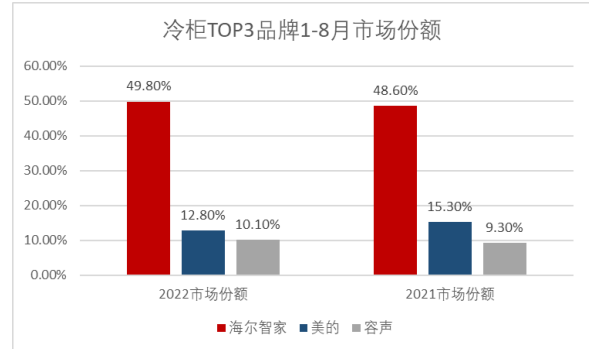


Figure 21 冷柜 TOP3 品牌 1-8 月市场份额



数据来源：中怡康，华通证券研究部

### （3）卡萨帝营收增速提升，成为国产高端第一品牌

在消费升级的大背景下，卡萨帝凭借产品、渠道、营销上的多重优势厚积薄发，2021 年营业收入增至 129 亿元，2017-2021 年营业收入复合年均增长率为 34%。根据公司 2021 年年报，1 万元以上的冰箱、洗衣机和 1.5 万元以上的空调市场中，卡萨帝份额分别达 36.2%、73.9%、30.3%，高端市场拥有绝对优势。

### 3. 毛利率稳定，费用率持续优化

2022Q3，公司实现净利润 117.11 亿元，同比增长 16.37%；实现归母净利润 116.66 亿元，同比增长 17.42%。

（1）在竞争对手格力和美的的近年来销售毛利率持续下行的情况下，海尔的销售毛利率一直稳定在 30%。2022Q3 公司毛利率 30.49%，同比提升 0.28pct。毛利率提升主要是通过提升高端销售额占比、优化产品结构，供应链的数字化变革提升运营效率等措施消化成本压力，以及处置低毛利业务所致。

（2）公司的销售费用率和管理费用率一直比主要竞争对手（格力、美的）高，随着公司数字化的转型仍有很大的提升空间。我们可以看到近年来，海尔的销售费用率与管理费用率下行趋势明显。公司 2022Q3 销售费用率为 14.88%，管理费用率为 4.18%；同比下降 0.48pct，0.27pct。费用效率优化主要得益于在中国市场持续推进数字化转型，优化组织运营效率与费用投放效率；海外市场规模快速增长以及运营效率提升。

（3）公司 2022Q3 财务费用率为 -0.34%，较 2021 年优化 0.52pct，并实现财务费用率首次由正转负。主要为公司可转换债券转股、偿还借款及置换高利率借款，实现利息费用下降、

请务必阅读正文之后的法律声明及风险提示项下所有内容



资金管理效率提升。

Figure 22 TOP3 品牌家电销售毛利率

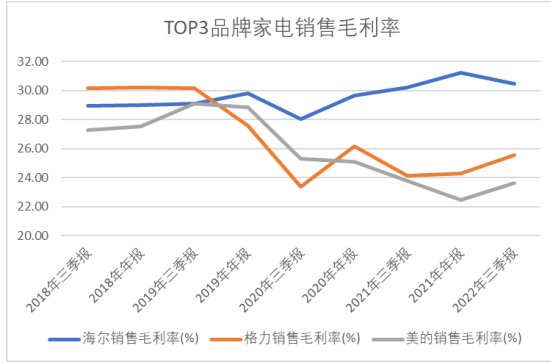
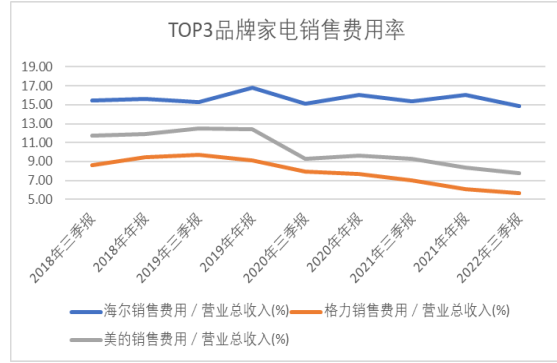


Figure 23 TOP3 品牌家电销售费用率



数据来源：东方财富 choice，华通证券研究部

Figure 24 TOP3 品牌家电管理费用率

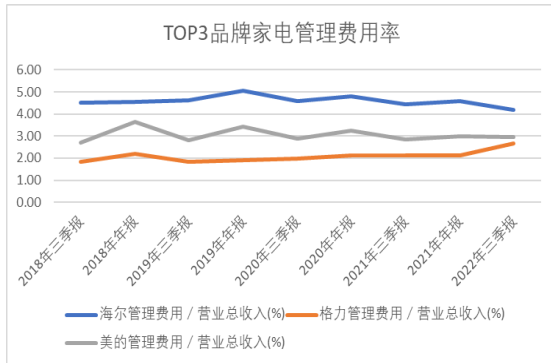
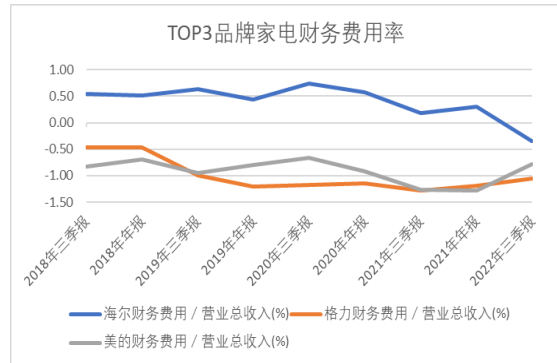


Figure 25 TOP3 品牌家电财务费用率



数据来源：东方财富 choice，华通证券研究部

### 三、业绩预测&估值分析

#### 1. 业绩预测

分产品：公司在冰箱、洗衣机市场一直保持行业领先地位，品牌底蕴深厚，多项技术引领行业，有望在量价齐升的基础上保持高速增长。公司近年来在洗衣机品类衍生出的成长品类（干衣机、洗烘一体机等）增速快，依托品牌力将成为业绩新的增长点。预计公司 22-24 年冰箱营业收入增速为+14.5%、+12.1%、+11.0%，洗衣机营业收入增速为+11.5%、+9.4%、+8.6%。考虑到原材料价格目前已经从高位回落，我们估计在这两个品类上毛利率将小幅上升。

公司在空调市场，坚持智慧、健康的产品主线，为用户打造最佳的空气解决方案，坚持高效零售模式和中高端突破路线的战略方针下，营收增速将进一步加速。在渠道数字化转型和新



零售的背景下，公司能进一步强化用户覆盖能力和体验升级，未来渠道改革红利将逐步释放。预计 22-24 年空调营业收入增速为+15.8%、+13.5%、+11.3%。毛利率方面，之前受各大品牌价格战抢占市场份额拖累，目前原材料价格有所回落，预计公司空调高端化稳步推进，叠加行业价格已经回归良性竞争，预计毛利率稳步回升。

公司在厨电业务板块上坚持卡萨帝高端战略，不断上市引领市场类型的产品；通过三翼鸟厨房场景方案的前端企划、市场终端的展示与体验，实现差异化竞争；推进在家居建材市场等前置渠道的场景触点全域覆盖，更好获取用户流量。公司海外收购品牌的厨电技术强劲（尤其是 GEA 和 FPA），未来将持续赋能国内高端产品，相对目前较低的定价能得到显著提升。因此厨电板块将成为重要增长引擎，毛利率亦将改善。预计 22-24 年厨卫电器营业收入增速为+12.5%、+12.5%、+11.5%。

公司在水家电方面不断的技术创新，渠道创新，解决客户痛点，满足客户需求。预计公司在水家电品类的领先地位短期内难以被超越，公司的市场份额将进一步大幅提高，持续领跑行业。预计 22-24 年水家电营业收入增速为+24.0%、+22.0%、+20.0%，毛利率亦将小幅提升。

公司在家装品部市场，虽然目前整体毛利率不高，但该服务主要针对社区焕新用户，推进服务量子小店建设，通过窗帘拆洗、水电维修等社区服务痛点切入，实现家电服务到用户家生活场景服务的转型，积淀用户口碑、增加用户黏性，以此为基础开展厨房局部改造、家电以旧换新等业务。随着触点网络体系的升级与拓展，预计 22-24 年家装品部营业收入增速为+8.5%、+12%、+15%，毛利率保持小幅波动不变。

费用端看，公司依靠数字化经营转型、组织架构改革以及销售渠道改革降费提效将持续进行，逐渐趋于行业领先水平。除此之外，公司前期在海外渠道铺设逐渐进入收获期，费用将平稳优化。因此我们预测 2022-2024 年销售费用率分别为 14.88%、14.3%、13.7%。管理费用率随着公司“人单合一”战略的持续落地，制造端数字化程度不断提升，有望持续降低。我们预测 2022-2024 年管理费用率分别为 4.18%、4.0%、3.9%。研发投入方面，公司坚持高端化路线，在自主创新方面一直处于行业领先地位。公司近年在产品升级、智能化上投入不断加大，因此我们预测研发费用率将会进一步提升，预计 2022-2024 年研发费用率分别为 4.03%、4.5%、4.9%。



Table 1 22-24 海尔智家营收预测

	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>电冰箱</b>				
总营收(亿元)	715.7	819.48	918.63	1019.68
YOY	16.30%	14.50%	12.10%	11%
毛利率	31.76%	32.10%	32.30%	31.80%
<b>洗衣机</b>				
总营收（亿元）	547.59	610.56	667.96	725.40
YOY	13.02%	11.50%	9.40%	8.60%
毛利率	33.65%	33.95%	34.10%	33.80%
<b>空调</b>				
总营收（亿元）	375.31	434.61	493.28	549.02
YOY	25.11%	15.80%	13.50%	11.30%
毛利率	27.93%	28.50%	29%	29.30%
<b>厨卫电器</b>				
总营收（亿元）	352.44	396.50	446.06	497.35
YOY	12.38%	12.50%	12.50%	11.50%
毛利率	32.65%	33.10%	33.50%	33.90%
<b>水家电</b>				
总营收（亿元）	124.71	154.64	188.66	226.39
YOY	26.52%	24%	22%	20%
毛利率	45.79%	46.10%	46.40%	46.50%
<b>装备品部</b>				
总营收（亿元）	150.02	162.77	182.30	209.65
YOY	-45.22%	8.50%	12%	15%
毛利率	9.86%	9.65%	9.73%	9.88%
<b>公司合计营收（亿元）</b>	2265.77	2578.56	2896.89	3227.50
毛利率	31.23%	31.51%	31.84%	31.76%
销售费用率	16.06%	14.88%	14.30%	13.70%
研发费用率	3.67%	4.03%	4.50%	4.90%
管理费用率	4.59%	4.18%	4.00%	3.90%
财务费用率	0.30%	-0.34%	-0.50%	-0.70%

数据来源：东方财富 choice，华通证券研究部

我们预计公司作为家电行业龙头企业，将受益于行业整体复苏趋势率先。公司引领行业的产



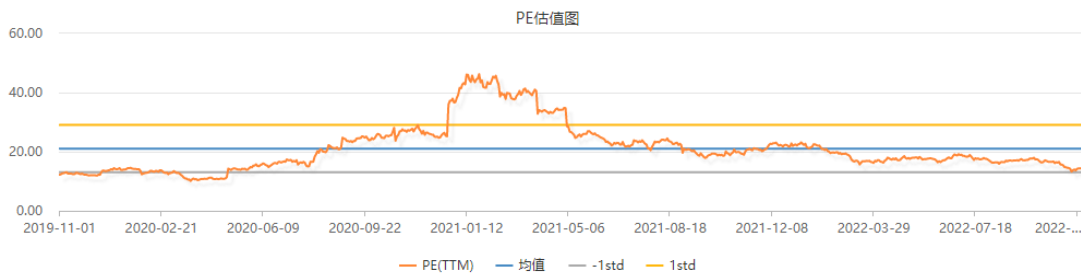
品矩阵，能够满足不同层次消费者的多元化需求；强大的线下销售渠道以及持续增长的线上销售渠道，随着国内外疫情逐步好转，线下销售逐步恢复，也将为公司业绩带来良好支撑。我们预计公司 2022-2024 年营业收入为 2578.56、2896.89、3227.5 亿元，同比增长 13.8%、12.3%、11.4%，净利润分别为 176.42、221.20、263.01 亿元，对应 EPS 分别为每股 1.85、2.31、2.75 元，当前股价对应 PE 分别为 13.02、10.38、8.73 倍。

## 2. 估值分析

### （1）PE&PEG 估值分析

对比 PE（TTM）估值标准差，11 月 18 日公司 PE(TTM)为 15.39，PE 近三年平均值为 21.06，目前公司 PE 处于低位震荡运行。

Figure 26 海尔智家 PE 估值标准差

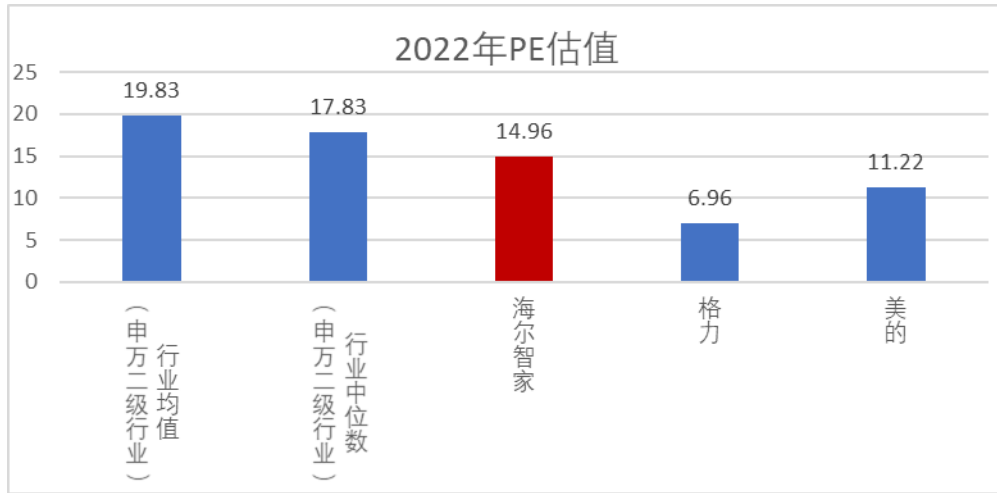


数据来源：东方财富 choice，华通证券研究部

对比申万二级行业均值及中位数，以及家电行业相关可比公司，同时综合考虑公司规模及主营业务范围等因素，选取美的、格力作为可比公司。我们可以看出家电龙头企业在家电行业 PE 水平处于行业最低水平，这可能是由于龙头公司的市值规模往往都已经很大，对资金的消耗过多难以支撑高估值；其次，龙头公司由于市占率已经比较高，要在此基础上再获得超越行业平均的成长性其实很困难，因此难以获得成长溢价。目前可比公司格力、美的 2022 年 PE 分别为 6.90、10.93 倍，均低于行业平均水平及行业中位数，家电龙头企业估值目前处于低位运行。申万二级行业家电板块 2022 年东财 Choice 一致预期估值加权平均值为 19.83 倍、估值中位数为 17.83 倍，高于公司估值水平。申万二级板块内公司主业差异性较大，板块内各家公司估值水平差异性较大，行业估值中位数估值及行业估值加权平均数能更好反应行业龙头公司估值水平回归趋势。考虑到海尔智家在家电行业的品牌优势、前瞻性全球化及高端市场布局为公司未来业绩高速增长增加确定性，未来公司估值水平接近板块整体估值加权平均水平较为合理，因此参考申万二级行业家电板块 2022 年行业 PE 估值加权平均数，给

予公司 2022 年 PE 估值 14-18.5 倍，对应目标价 25.9-34.23 元，对应当前股价 7.92%-42.6% 的上涨空间。

Figure 27 可比公司 2022 年 PE 估值



数据来源：东方财富 choice，华通证券研究部

我们预计公司 2022-2024 年对应的 PE 分别为 14.96、12.88、11.25，EPS 分别为每股 1.85、2.31、2.75 元，对应 2022-2024 年 PEG 分别为 0.6、0.68、0.75。从绝对数上看，预测期各年 PEG 均小于 1，公司股价存在明显的低估；从参考可比公司来看，美的 2022 预测 PEG 为 0.93、格力 2022 预测 PEG 为 0.64。行业龙头企业 2022 年预测 PEG 均低于 1，龙头企业估值水平目前偏低。

Table 2 可比公司估值表

证券代码	证券简称	最新收 盘价格 (元)	EPS(元/股)				PE(倍)			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
行业均值（申万二级行业）			0.85	1.32	1.68	2.15	34.32	27.25	23.10	15.86
行业中位数（申万二级行业）			0.50	0.93	1.20	1.41	21.97	17.53	15.47	12.87
600690.SH	海尔智家	24.02	1.41	1.85	2.31	2.75	17.05	14.96	12.88	11.25
000651.SZ	格力电器	31.76	4.04	4.59	5.04	5.53	7.85	6.90	6.29	5.73
000333.SZ	美的集团	47.97	4.17	4.37	4.88	5.39	11.46	10.93	9.79	8.86

数据来源：东方财富 choice，华通证券研究部



## （2）DCF 估值分析

我们同时采用 DCF 模型对公司进行估值，相关主要假设如下：

- (1).无风险利率  $R_f$ ：以十年期国债收益率为基准，预计为 3.25%；
- (2).股权市场风险溢价：根据 TUSHARE 数据测算截止 2022 年 10 月 31 日，沪深 300 股权市场风险溢价为 7.06%，结合当前市场环境我们预计未来沪深 300 股权市场风险溢价为 6.85%；
- (3). Beta：通过近三年数据回归测算公司个股 Beta 值为 1.17；
- (4).债务资本成本  $K_d$ ：以人民银行最新公布的 5 年期以上 LPR 为基准，结合公司自身情况，预计为 4.58%；
- (5).永续增长率  $g$ ：以公司基本情况为基准，结合我国 GDP 增速，预计为 2.0%；
- (6).公司快速增长期假设为 2022-2027 年，维持 6 年，之后进入永续增长阶段。

基于以上假设，我们测算得到 WACC 为 7.2%，对应预测各年 FCFF 后，进而得出公司整体估值为 2941.28 亿元，对应股价为 31.14 元/股，该测算价格落于前述 PE 估值模型的合理股价区间内（25.9-34.23 元/股）。

Table 3 DCF 估值模型测算公司内在价值

单位：亿元	22E	23E	24E	25E	26E	27E	永续期	合计
FCFF	103.19	101.17	122.54	134.79	148.27	163.10		
PV-FCFF	103.19	94.29	106.44	109.12	111.87	114.69	2444.95	3084.55
非核心资产	48.49							
带息债务	146.00							
少数股东权益	45.77							
公司股权价值	2941.28							
总股本（万股）	944653.73							
每股价值（元）	31.14							

数据来源：东方财富 choice，华通证券研究部





Table 4 DCF 估值敏感性测试

单位: 元		g						
		1.50%	1.65%	1.82%	2.00%	2.20%	2.42%	2.66%
WACC	5.41%	42.02	43.52	45.32	47.49	50.17	53.53	57.85
	5.95%	36.90	38.04	39.38	40.99	42.93	45.33	48.33
	6.55%	32.54	33.41	34.42	35.62	37.05	38.79	40.93
	7.20%	28.80	29.46	30.23	31.14	32.21	33.49	35.04
	7.92%	25.57	26.08	26.67	27.35	28.16	29.11	30.25
	8.71%	22.76	23.16	23.61	24.13	24.74	25.46	26.30
	9.58%	20.32	20.62	20.97	21.37	21.83	22.37	23.01

数据来源：东方财富 choice，华通证券研究部

## 四、公司未来六个月内投资建议

### 1. 公司股价催化剂分析

**原材料价格回落，有望持续提升家电企业盈利能力。**截至 2022 年 10 月底，LME 铜现货结算价为 7634 美元/吨，同比下滑 24.20%;LME 铝现货结算价为 2212 美元/吨，同比下滑 22.73%;中国塑料城价格指数 884.55，同比下滑 18.05%，冷轧普通薄板 1mm 现货价为 4682 元/吨，同比下滑 22.85%。白电生产规模效应强，原材料成本占总成本的 80%以上，随着原材料价格从高位回落，有望持续提升家电企业盈利能力。

**国内防疫政策趋向宽松化，有望带动线下消费场景复苏，家电行业线下销售额有望提升。**11 月 10 日，中央政治局常委会会议听取新冠肺炎疫情防控工作汇报，要求做好精准防控，最大限度地减少疫情对经济社会发展的影响，纠正“一刀切”、“层层加码”等做法。次日，卫健委发布通知，及时准确判定密接，不再判定次密接。并且国务院对密切接触者，将“7+3”管理措施调整为“5+3”。上述防疫政策的精准化，有望带动线下消费场景复苏，驱动家电行业线下销售额回温。

**金融支持地产 16 条措施的出台，有望带领地产板块上下游行业的估值修复。**近期金融支持地产融资政策频出，政策力度提升明显且落地迅速，市场对政策反应积极，有效稳定投资者对地产信用以及银行资产质量的预期，并为银行业推进宽信用打开展业空间。家电板块作为与地产强相关板块，地产链质量的修复在即，市场风险预期好转，家电市场需求有望得到提振。

海尔智家作为家电板块数字化改革的领头羊，受益于前瞻性全球化和高端市场布局，公司



业绩逆势高速增长，有望率先获得估值修复。根据最新数据显示，2022年1-8月公司在家电行业市场占有率为27.1%保持行业绝对领先地位，超过第二名一倍之多。公司在冰箱、洗衣机领域市场占有率常年保持行业第一，目前在高端化战略的引导下，在此前略有短板的空调和厨电板块市场占有率也在不断提升。公司2021年海外营业收入1147.26亿元占比首次超过国内市场。未来在海外发达国家市场占有率有望进一步提升，全球化布局领先地位短时间内难以被超越。随着公司对新兴市场的布局快速落地，仰仗品牌优势，有望快速占领新兴市场份额，营业收入进入加速上升期。海尔智家将“用户”置于中心的数字化改革，随之带来的还有流程优化和效率提升。在精益制造平台上，公司专注于使用数字化手段提升智能制造、采购、供应链、物流等环节的效率，园区物流效率提升30%。在数字化研发平台上，公司全球新品设计周期缩短30%，第三季度设计成本优化超过0.9%。除了降本增效，数字化变革更对行业的商业模式进行价值重塑。公司的场景品牌三翼鸟，能够潜移默化的影响消费者的购物模式，随着家电购买从“件”向“套”转变、客单价将大幅提升和用户粘性也会随之增加。

## 2. 公司六个月内目标价格&投资评级

根据合理估值、股价催化剂给出六个月内的目标价27.68元/股，以及对应2022年PE:14.96/PB:2.83/PS:1.01。当前股价较六个月内的目标价折价14.74%。

根据公司业绩预测、合理估值水平、六个月内的目标价、基准指数的波动预期，我们给予公司“推荐（首次）”的投资评级。

华通证券股票投资评级	
强烈推荐	预计未来6个月内，股价表现强于基准指数15%以上
推荐	预计未来6个月内，股价表现强于基准指数5%-15%
中性	预计未来6个月内，股价表现介于基准指数±5%之间
回避	预计未来6个月内，股价表现弱于基准指数5%以上
基准指数说明：A股一主板基准为沪深300指数、创业板基准为创业板指、科创板基准为科创50指数、北交所基准为北证50指数； 港股基准为恒生指数；美股基准为标普500指数。	



## 五、投资风险提示

- 1) 疫情防控不及预期风险。2022年，国内疫情反复发作，国外疫情形势整体依然严峻。从销售端来看，海内外疫情形势影响消费者消费信心从而减少可选产品消费。从生产端来看，若疫情反复，工厂所在国家疫情防控不力将一定程度上影响公司生产。
- 2) 汇率波动风险。由于公司海外营业收入占比持续提升，目前已经超过一半，汇率波动会导致企业面临较大的汇兑风险。
- 3) 原材料价格上涨风险。白电生产规模效应强，原材料成本占总成本的80%以上，若原材料价格后续上涨，公司的毛利率将受到挤压。
- 4) 终端需求不及预期风险。2022年以来全球市场加息，居民储蓄意愿加强，耐用消费品消费总体较为疲软，目前仍处于恢复通道；此外，耐用消费品更换周期本身就具有较大弹性。

Table 5 财务报表预测与比率分析

利润表(单位: 亿元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2275.56	2578.56	2896.89	3227.50
减: 营业成本	1564.83	1766.12	1974.64	2202.60
营业税金及附加	8.07	9.14	10.27	11.45
销售费用	365.54	383.69	414.26	442.17
管理费用	104.44	107.78	115.88	125.87
财务费用	6.86	-5.54	-18.77	-31.27
研发费用	83.57	103.92	130.36	158.15
资产减值损失	14.19	12.05	13.20	13.15
其他经营损益	-5.20	-2.79	-3.22	-3.74
<b>营业利润</b>	<b>148.08</b>	<b>198.60</b>	<b>253.84</b>	<b>301.65</b>
加: 其他非经营损益	11.08	13.84	11.95	12.29
<b>利润总额</b>	<b>159.16</b>	<b>212.44</b>	<b>265.80</b>	<b>313.94</b>
减: 所得税	26.99	36.02	45.07	53.24
<b>净利润</b>	<b>132.17</b>	<b>176.42</b>	<b>220.72</b>	<b>260.70</b>
减: 少数股东损益	1.50	2.00	2.51	2.96
归属母公司股东净利润	130.67	174.41	218.22	257.74

估值和财务指标汇总	2021A	2022E	2023E	2024E
EBIT	160.64	215.67	261.51	305.26
EBITDA	211.25	249.57	300.40	351.22
NOPLAT	103.25	167.61	207.23	243.29
净利润	122.86	198.60	253.84	301.65
EPS	1.38	1.85	2.31	2.73
BPS	8.45	9.80	11.48	13.48
PE	17.31	12.97	10.36	8.77
PB	2.83	2.44	2.08	1.78
PS	0.99	0.88	0.78	0.70
PCF	9.78	12.00	8.48	7.87
EV/EBIT	12.45	7.82	6.20	5.04
EV/EBITDA	9.47	6.76	5.40	4.38
EV/NOPLAT	19.37	10.07	7.82	6.33
EV/IC	3.65	4.65	3.56	2.73
ROIC-WACC	0.12	0.23	0.50	0.46
股息率%	1.51	2.09	2.60	3.04

资产负债表(亿元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	383.04	700.82	772.98	860.54
应收和预付款项	305.04	412.23	399.37	497.50
存货	398.63	306.40	515.31	412.87
其他流动资产	70.89	70.89	70.89	70.89
长期股权投资	232.32	232.32	232.32	232.32
投资性房地产	0.25	0.25	0.25	0.25
固定资产和在建工程	264.90	285.93	400.81	655.75
无形资产和开发支出	316.05	83.74	69.71	55.68
其他非流动资产	106.45	76.16	73.22	73.22
<b>资产总计</b>	<b>2077.57</b>	<b>2168.75</b>	<b>2534.87</b>	<b>2859.02</b>
短期借款	112.26	112.26	112.26	112.26
应付和预收款项	848.82	830.37	1034.64	1016.93
长期借款	46.46	46.46	46.46	46.46
其他负债	259.20	239.59	239.59	239.59
<b>负债合计</b>	<b>1266.74</b>	<b>1228.68</b>	<b>1432.96</b>	<b>1415.24</b>
股本	93.99	93.99	93.99	93.99
资本公积	201.25	201.25	201.25	201.25
留存收益	502.87	630.11	789.45	978.35
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>798.11</b>	<b>925.35</b>	<b>1084.69</b>	<b>1273.59</b>
少数股东权益	12.72	14.72	17.23	20.19
<b>股东权益合计</b>	<b>810.83</b>	<b>940.07</b>	<b>1101.92</b>	<b>1293.78</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>2077.57</b>	<b>2168.75</b>	<b>2534.87</b>	<b>2709.02</b>

主要财务比率	2021	2022	2023	2024
<b>收益率</b>				
毛利率	31.23%	31.04%	31.06%	31.59%
三费/营业收入	20.96%	18.85%	17.63%	16.55%
EBIT/营业收入	7.06%	7.90%	8.25%	9.30%
EBITDA/营业收入	9.28%	9.15%	9.36%	10.20%
销售净利率	5.81%	6.46%	6.99%	8.01%
<b>资产获利率</b>				
ROE	16.37%	17.93%	18.81%	20.42%
ROA	7.73%	9.08%	9.58%	10.91%
ROIC	19.31%	28.77%	61.30%	93.26%
<b>增长率</b>				
销售收入增长率	8.50%	13.32%	12.35%	11.41%
EBIT 增长率	11.59%	26.82%	17.34%	25.51%
EBITDA 增长率	8.42%	11.69%	14.97%	21.40%
净利润增长率	16.73%	25.96%	21.64%	27.63%
总资产增长率	6.67%	8.02%	11.20%	10.24%
股东权益增长率	19.45%	15.05%	15.92%	17.60%
经营营运资本增长率	-4.32%	8.17%	-2.41%	11.21%
<b>资本结构</b>				
资产负债率	60.97%	58.78%	56.98%	54.06%
投资资本/总资产	26.38%	13.71%	10.27%	8.81%
带息债务/总负债	11.53%	11.07%	10.27%	9.82%
流动比率	98.04%	128.85%	140.97%	155.46%
速动比率	64.28%	97.81%	104.40%	121.52%
股利支付率	26.10%	27.05%	26.98%	26.71%
收益留存率	73.90%	72.95%	73.02%	73.29%
<b>资产管理效率</b>				
总资产周转率	1.13	1.19	1.22	1.23
固定资产周转率	10.53	11.19	12.97	16.56
应收账款周转率	7.84	7.84	7.84	7.84
存货周转率	4.52	4.52	4.52	4.52

现金流量表(亿元)	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>税后经营净利润</b>	<b>106.04</b>	<b>164.92</b>	<b>210.80</b>	<b>250.50</b>
折旧摊销	50.61	33.90	38.90	45.95
净营运资金增加	36.77	-25.68	8.22	-13.40
经营活动产生现金流量净额	231.30	188.42	266.82	287.52
投资活动产生现金流量净额	-80.67	179.76	-140.07	-139.79
融资活动产生现金流量净额	-156.41	-50.40	-54.59	-60.17
<b>现金净增加额(减)</b>	<b>-6.84</b>	<b>317.78</b>	<b>72.16</b>	<b>87.56</b>

数据来源: 华通证券研究部

## 法律声明及风险提示

1. 本报告由华通证券国际有限公司（以下简称“本公司”）在香港制作及发布。华通证券国际有限公司系33年老牌券商，拥有香港证监会颁发的1/4/5/9号牌照。
2. 本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
3. 在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。
4. 本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。
5. 本公司会适时更新公司的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。
6. 本报告中的信息均来源于公司认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。
7. 在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。
8. 本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。
9. 本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华通证券研究部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。