

香港股市 | 消费行业

海尔智家 (6690 HK)

打造新商用制冷增长点

收购开利集团的商用制冷业务

海尔智家宣布收购 Carrier Global Corporation (开利集团) 旗下的商用制冷业务 100% 股权及相关资产。此次交易作为现金 6.4 亿美元 (约 45.6 亿人民币)。开利品牌拥有超过 120 年历史。商用制冷业务的主要产品包括在食品零售行业使用的制冷柜、制冷机组, 以及在冷库使用的 CO2 制冷机组及配套服务。旗下品牌包括 Profroid, Celsior and Green, 以及 Cool 等。开利商用制冷在全球十多个国家拥有约 4,000 名员工, 其中包括 200 位开发人员, 以及 2,300 多名技术服务工程师。开利商用业务拥有大量企业客户群, 同时在二氧化碳制冷领域累积了丰富技术经验和商业应用案例。

交易估值合理: 长远提升商用端竞争力

此次收购的商用制冷业务 2022 年收入 12.3 亿美元 (按 87.4 亿人民币计算, 约占海尔智家同年收入的 3.6%), 同比微增 0.8%; 净利润 5,800 万美元, 同比增长 27.4%, 净利润率 4.7%, 略低于海尔智家的 6.0% 净利润率。在开利集团的公告中显示, 交易价格估值对应 16.5 倍 FY23E EBITDA, 或 11 倍 FY22 市盈率, 与港股海尔智家 FY22 市盈率相若。欧洲地区占开利集团的商用制冷收入约 80%, 此次收购有利于海尔扩大欧洲地区的业务, 更可令海尔从 C 端制冷场景拓展到 B 端零售制冷、冷库制冷场景以及其他商用冷链场景。还能与海尔现有制冷研发、供应链产生协同效应, 打通海尔在全球家用和商用制冷领域的一体化布局。在 ESG 的大趋势下, 开利商用拥有的二氧化碳制冷技术有利于提升海尔在可持续发展中的竞争力。

维持盈利预测和目标价

预计此次交易将在 2024 年内完成, 料收购不会对海尔短期财务表现产生影响, 交易完成后, 预计将提升海尔 2025 年收入约 3%-4%。海尔亦可帮助开利商用业务拓展亚太区商机。我们维持 FY23E/FY24E 收入 2,654.2 亿 / 2,860.9 亿 (人民币, 下同), 同比增长 9.0%/7.8%; 以及净利润 168.7 亿/194.6 亿, 同比增长 14.7%/15.4% 的预测。维持目标价 31.00 港元, 对应 13 倍 FY24E 市盈率, 维持“买入”评级。

投资风险: 1) 销售不及预期; 2) 原材料价格波动风险; 3) 家电业务行业竞争风险。

图表 1: 主要财务数据 (人民币百万元)

年结:12月31日	2021年 实际	2022年 实际	2023年 预测	2024年 预测	2025年 预测
收入	227,556	243,514	265,421	286,085	305,804
增长率 (%)	8.5	7.0	9.0	7.8	6.9
净利润	13,067	14,711	16,872	19,464	21,071
增长率 (%)	47.2	12.6	14.7	15.4	8.3
摊薄后每股盈利 (人民币)	1.390	1.569	1.800	2.076	2.248
净资产回报率 (%)	17.8	17.0	17.0	17.5	17.0
市盈率 (倍)	13.0	11.6	10.1	8.7	8.1
市净率 (倍)	2.1	1.8	1.6	1.4	1.3
股息率 (%)	2.5	3.1	4.1	4.7	5.1
每股股息 (人民币)	0.460	0.566	0.745	0.860	0.931

来源: 公司资料, 中泰国际研究部

更新报告

评级: 买入

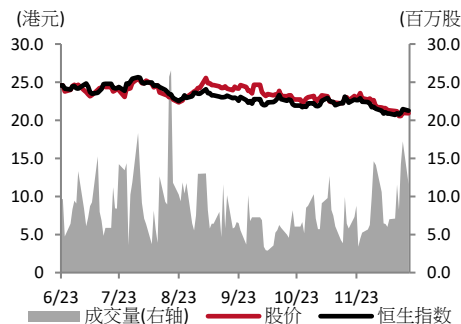
目标价: 31.00 港元

股票资料

现价	20.85	港元
总市值	202,904	百万港元
流通股比例(H股)	81.2	%
已发行总股本(H股)	2,859	百万
52周价格区间	20.10 - 31.55	港元
3个月日均成交额	164.7	百万港元
主要股东(H股)	海尔集团	(占19.0%)

来源: 彭博、中泰国际研究部

股价走势图



来源: 彭博、中泰国际研究部

相关报告

20230905 - 更新报告: 空调发力弥补海外效率放缓

20231101 - 更新报告: 首三季度经营效率同比提升

分析师

陈怡 (Vivien Chan)

+852 3979 2941

vivien.chan@ztsc.com.hk

图 2: 财务摘要 (中国 GAAP) (年结: 12 月 31 日; 人民币百万元)

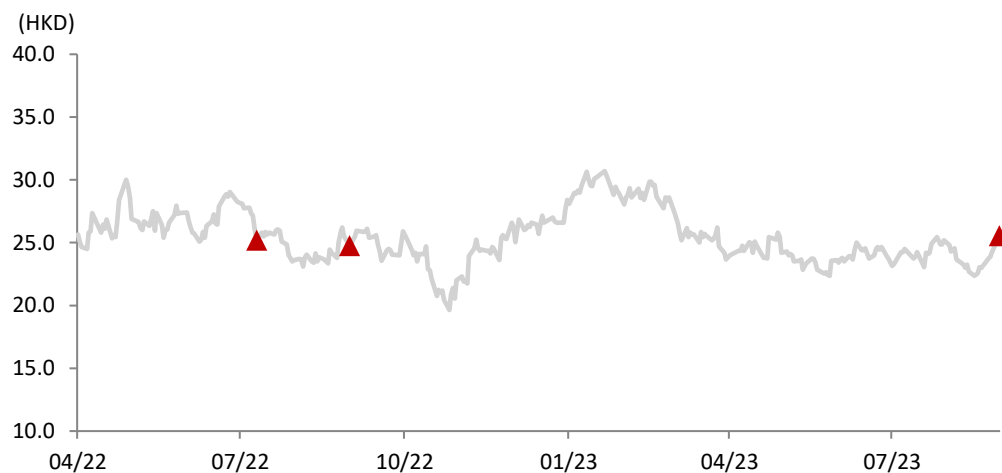
利润表	FY21 实际	FY22 实际	FY23 预测	FY24 预测	FY25 预测	资产负债表	FY21 实际	FY22 实际	FY23 预测	FY24 预测	FY25 预测
营业收入	227,556	243,514	265,421	286,085	305,804	固定资产	26,515	31,279	34,498	37,712	40,789
同比%	8.5	7.0	9.0	7.8	6.9	无形资产及商誉	31,377	34,149	32,107	31,055	30,433
成本	(156,483)	(167,223)	(183,427)	(195,493)	(207,914)	联营公司及合营公	23,232	24,528	24,528	24,528	24,528
毛利润	71,073	76,290	81,994	90,592	97,890	长期投资	2,734	3,795	2,817	2,041	1,455
毛利率	31.2%	31.3%	30.9%	31.7%	32.0%	其他非流动资产	9,993	11,708	11,708	11,708	11,708
其他收益	2,216	1,911	2,390	2,771	3,095	非流动资产	93,852	105,460	105,658	107,045	108,914
销售及分销成本	(36,554)	(38,598)	(39,813)	(43,628)	(47,400)	库存	39,863	41,543	36,757	39,175	41,664
行政成本	(10,444)	(10,837)	(11,944)	(12,874)	(13,608)	应收帐款	27,986	25,494	35,632	38,406	41,053
研发成本	(8,357)	(9,499)	(10,351)	(11,443)	(12,538)	预付款项及存款	2,812	3,502	6,636	7,152	16,819
其他运营开支	(767)	(867)	(940)	(1,013)	(1,082)	其他流动资产	7,089	5,705	5,705	5,705	5,705
总运营开支	(56,123)	(59,802)	(63,048)	(68,958)	(74,628)	现金	45,857	54,139	62,666	75,207	79,519
营运利润	17,167	18,399	21,336	24,405	26,356	流动资产	123,608	130,383	147,395	165,646	184,761
营运利润率	7.5%	7.6%	8.0%	8.5%	8.6%	应付帐款	67,368	66,975	71,566	76,274	81,120
拨备	0	0	0	0	0	税项	2,604	2,873	3,507	4,045	4,379
财务成本	(1,251)	(610)	(932)	(868)	(876)	预提费用/其他应付款	21,638	21,562	26,344	28,395	30,352
融资后利润	15,916	17,790	20,404	23,537	25,481	银行贷款和租赁	11,313	9,748	11,105	11,106	11,107
联营及合营公司	0	0	0	0	0	可转债和其他债务	10,017	9,330	10,169	10,961	11,716
税前利润	15,916	17,790	20,404	23,537	25,481	其他流动负债	11,858	8,145	8,145	8,145	8,145
所得税	(2,699)	(3,058)	(3,507)	(4,045)	(4,379)	流动负债	124,797	118,632	130,836	138,926	146,819
少数股东权益	(150)	(21)	(24)	(28)	(30)	银行贷款和租赁	4,999	16,415	9,824	8,824	8,824
净利润	13,067	14,711	16,872	19,464	21,071	可转债和其他债务	335	0	0	0	0
同比%	47.2	12.6	14.7	15.4	8.3	递延所得税及其他	6,245	6,081	6,081	6,081	6,081
净利润率	5.7%	6.0%	6.4%	6.8%	6.9%	少数股东权益	1,272	1,291	1,315	1,343	1,374
EBITDA	22,090	24,075	27,870	30,708	32,644	非流动负债	12,852	23,787	17,221	16,249	16,279
EBITDA 利润率	9.7%	9.9%	10.5%	10.7%	10.7%	总净资产	79,811	93,423	104,997	117,516	130,576
每股盈利 (人民币)	1.390	1.569	1.800	2.076	2.248	股东权益	79,811	93,423	104,997	117,516	130,576
增长率%	6.5	12.9	14.7	15.4	8.3	股本	9,399	9,447	9,447	9,447	9,447
每股股息 (人民币)	0.460	0.566	0.745	0.860	0.931	储备	70,412	83,976	95,550	108,070	121,130

现金流量表	FY21 实际	FY22 实际	FY23 预测	FY24 预测	FY25 预测	主要财务比率	FY21 实际	FY22 实际	FY23 预测	FY24 预测	FY25 预测
EBITDA	22,090	24,075	27,870	30,708	32,644	毛利率 (%)	31.2	31.3	30.9	31.7	32.0
营运资金变动	(1,091)	(2,675)	1,384	1,050	(8,000)	营业利润率 (%)	7.5	7.6	8.0	8.5	8.6
其他	13,556	10,186	0	0	0	净利率 (%)	5.7	6.0	6.4	6.8	6.9
经营活动现金流	34,555	31,586	29,254	31,758	24,644	销售成本占收入 (%)	16.1	15.9	15.0	15.3	15.5
已付利息	(1,251)	(610)	(932)	(868)	(876)	行政成本占收入 (%)	4.6	4.5	4.5	4.5	4.5
所得税	(10,068)	(10,823)	(2,873)	(3,507)	(4,045)	派息率	33.1	36.0	36.0	36.0	36.0
经营活动净现金	23,235	20,154	25,449	27,383	19,723	有效税率 (%)	17.0	17.2	17.2	17.2	17.2
资本支出	(7,372)	(8,204)	(8,228)	(8,869)	(9,480)	总负债比率 (%)	33.4	38.0	29.6	26.3	24.2
投资	(8,152)	(13,538)	0	0	0	净负债比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
已收股息	0	0	0	0	0	流动比率 (x)	1.0	1.1	1.1	1.2	1.3
资产出售	290	229	0	0	0	速动比率 (x)	0.7	0.7	0.8	0.9	1.0
已收利息	0	0	999	1,179	1,323	库存周转率 (天)	73	73	73	73	73
其他	7,172	12,593	0	0	0	应收账款周转率	49	49	49	49	49
投资活动现金流	(8,063)	(8,920)	(7,229)	(7,690)	(8,157)	应付账款周转率	142	142	142	142	142
自由现金流	15,173	11,233	18,220	19,694	11,566	现金周转率 (天)	(20)	(20)	(20)	(20)	(20)
发行股份	0	0	0	0	0	资产周转率 (x)	1.08	1.07	1.09	1.09	1.08
股份回购	0	0	0	0	0	财务杠杆 (x)	2.9	2.6	2.5	2.4	2.3
少数股东权益	0	0	0	0	0	EBIT 利润率 (%)	7.5	7.6	8.0	8.5	8.6
已付股息	(3,400)	(4,320)	(5,298)	(6,945)	(8,011)	利息开支 (x)	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0
银行贷款变动净	(7,499)	3,672	(4,395)	(207)	756	税务开支 (x)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
其他	(4,761)	(3,174)	0	0	0	股本回报率 (%)	17.8	17.0	17.0	17.5	17.0
筹资活动现金流	(15,660)	(3,822)	(9,693)	(7,152)	(7,255)	ROIC (%)	23.9	22.1	23.4	27.1	27.5
现金变动净额	(488)	7,411	8,527	12,542	4,312						

来源: 公司资料, 中泰国际研究部预测

历史建议和目标价

海尔智家 (6690 HK) 股价表现及评级时间表



来源: 彭博, 中泰国际研究部

	日期	前收市价	评级变动	目标价
1	15/07/2022	HK\$26.00	买入	HK\$37.70
2	05/09/2022	HK\$25.50	买入	HK\$37.70
3	05/09/2023	HK\$25.55	买入	HK\$31.0

来源: 彭博, 中泰国际研究部

公司及行业评级定义

公司评级定义:

以报告发布时引用的股票价格，与分析师给出的 12 个月目标价之间的潜在变动空间为基准:

买入: 基于股价的潜在投资收益在 20% 以上

增持: 基于股价的潜在投资收益介于 10% 以上至 20% 之间

中性: 基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 10% 之间

卖出: 基于股价的潜在投资损失大于 10%

行业投资评级:

以报告发布日后的 12 个月内的行业基本面展望为基准:

推荐: 行业基本面向好

中性: 行业基本面稳定

谨慎: 行业基本面向淡

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（以下简称“中泰国际”或“我们”）告不构成任何合同或承诺的基础，不因接受到本报告而视为中泰国际客户。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中泰国际都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分担投资损失，中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何直接或间接责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。中泰国际所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、财务状况、风险偏好及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- （1）在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无企业融资业务关系。
- （2）分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- （3）中泰国际证券或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发

中泰国际研究部

香港上环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 6 楼

电话： (852) 3979 2886

传真： (852) 3979 2805