2021 年 03 月 30 日

证券研究报告•2020 年年报点评

海尔智家（600690）家用电器

买入（维持）

当前价：29.99 元

目标价：——元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

海外营收破千亿，多方布局进入收获期

投资要点

- **业绩总结：**公司发布 2020 年年报，报告期内公司实现营收 2097.3 亿元，同比增长 4.5%；实现归母净利润 88.8 亿元，同比增长 8.2%；扣非净利润 64.6 亿元，同比增长 12%。单季度来看，Q4 公司实现营收 553.1 亿元，同比增长 9.5%；归母净利润 25.8 亿元，同比增长 333.6%。由于卡奥斯业务于 2020 年 9 月底出表，若剔除卡奥斯业务出表影响，同口径下 2020 年收入全年增长 8%，Q4 单季度营收增长 20%。此外，公司计划每 10 股派息 3.66 元，分红率为 38.3%。

- **龙头优势持续扩大，国内营收稳步提升。**在国内白电以及厨电零售额下滑的背景下，公司国内业务实现逆势增长，各产品市场份额进一步提升。2020 年公司国内营收 988.8 亿元，同比增长 6.6%。其中公司境内冰箱/厨电/洗衣机/水家电业务营收同比增长 5%/13.6%/6.3%/6.5%。期间公司通过技术革新与多元品牌组合，各产品市场份额在保持领先的情况下进一步提升。根据欧睿国际数据统计，2020 年公司在亚洲大家电市场零售量第一，市场份额达到 18.6%。

- **深化全球协同，海外营收破千亿。**面对疫情影响，公司依托于“三位一体”的本土化布局，坚持高端创牌战略和场景生态转型，海外实现营收 1006.2 亿元，同比增长 8.3%。其中，美国/欧洲/澳新/东南亚/日本营收同比增长 10%/8.7%/11.7%/11.3%/11.2%。公司依靠自有品牌与并购开拓海外市场，目前公司在全球运营 14 个研发中心、122 个制造中心、108 个营销中心，并在海外市场覆盖接近 13 万个销售网点。公司通过不断深化全球业务间的协同效应，凭借广泛的全球化布局与本土化业务团队，有望持续提升市场份额。

- **多元品牌矩阵，高端市场占据主导。**公司已形成了包括海尔、卡萨帝、Leader、GEA、Candy、Fisher&Paykel 和 AQUA 在内的多元产品矩阵，能够满足全球各市场不同层次用户的需求，实现了广泛而深入的用户覆盖。此外，早在 10 多年前公司就尝试培育自有高端品牌卡萨帝。背靠海尔全球研发资源协同发力，卡萨帝产品竞争力持续提升。2020 年卡萨帝品牌实现净收入 87 亿元，同比增长 17%，其中 Q4 同比增长 35%。根据中怡康数据显示，2020 年在高端市场卡萨帝冰箱、洗衣机、空调等品类的零售额份额排名第一。其中，就线下零售额而言，卡萨帝品牌洗衣机及冰箱在中国万元以上市场的份额达到 76.7%、37.1%，空调在中国一万五千元以上市场的份额达到 46.9%。2020 年 9 月公司推出全新场景品牌三翼鸟，提供智慧家庭全场景式解决方案。截止年末，公司已推出 325 家三翼鸟 001 号店，实现核心城市的全覆盖。三翼鸟场景方案有效带动公司成套产品销售，成套产品销量同比增长 41%，其中高端智慧成套销量同比增长 63.2%。

- **数字化转型提升效率，费用率逐步优化。**2020 年公司毛利率/净利率分别为 29.7%，同比略有下滑。上半年毛利率受疫情影响，下降 1pp；随着下半年收入规模持续快速增长、卡萨帝收入占比持续提升以及海外市场结构优化等因素，下半年毛利率提升 0.5pp。费用率方面，公司加快数字化运营转型实现提效，费用率有所优化。报告期内，公司销售费用率、管理费用率为合计同比减少 0.98pp，其中下半年合计减少 2.8pp。受到汇率波动影响，公司财务费用率略有上升。综合来看，公司净利率为 5.4%，同比减少 0.7PP。

西南证券研究发展中心

分析师：龚梦泓

执业证号：S1250518090001

电话：023-63786049

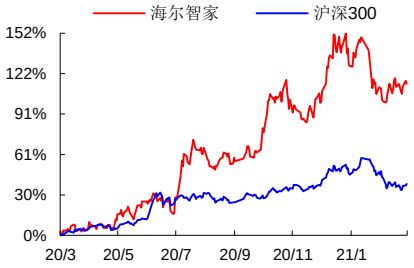
邮箱：gmh@swsc.com.cn

联系人：夏勤

电话：023-63786049

邮箱：xiaqin@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	93.30
流通 A 股(亿股)	63.09
52 周内股价区间(元)	14.3-35.31
总市值(亿元)	2,798.04
总资产(亿元)	2,034.59
每股净资产(元)	7.14

相关研究

1. 海尔智家（600690）：国内外齐发力，多品类市占率提升 (2020-10-30)
2. 海尔智家（600690）：Q2 营收逐月向好，疫情冲击盈利承压 (2020-08-30)
3. 海尔智家（600690）：公布私有化草案，“A+H+D”协同布局 (2020-08-03)
4. 海尔智家（600690）：海外全面增长，逆境更显龙头韧性 (2020-04-30)

- **吸收并表效率升级，回购股份彰显信心。**2020 年 7 月 30 日，公司发布重大资产购买暨关联交易公告。公司拟通过发行 H 股加现金的方式私有化子公司海尔电器。12 月 23 日公司于港交所上市，并于 12 月 24 日前向全体计划股东寄发海尔智家 H 股股票凭证以及现金支票。至此，海尔电器已经成为海尔智家全资子公司。随着私有化海尔电器顺利完成，海尔家电业务整合落下帷幕。两大上市平台融合，资源共享，内耗减少将逐步优化公司的费用率水平，助推公司整体盈利能力提升。此外，组织架构厘清，产品全流程打通，为公司整体的战略布局奠定了基础，有利于高端化和全球化战略的落地实施。2021 年 3 月 6 日，海尔智家披露 A 股股份回购方案，公司拟以不超过 40 亿元且不低于 20 亿元回购股份，此次回购股份将用于股权激励/员工持股计划。股权回购计划将管理层和公司利益绑定，进一步完善了公司激励机制，彰显了公司对于未来发展的信心。

- **盈利预测与投资建议。**预计 2021-2023 年 EPS 分别为 1.3/1.5/1.65 元，未来三年归母净利润将保持 20%的复合增长率。随着疫后消费需求逐步恢复，考虑到公司组织架构厘清，经营效率提升；高端化以及全球化布局成效初显，预期公司进入前瞻战略布局的收获期，维持“买入”评级。

- **风险提示：**原材料价格或大幅波动、汇率大幅波动风险，市场竞争加剧风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	209725.82	225902.10	238841.85	249839.33
增长率	4.46%	7.71%	5.73%	4.60%
归属母公司净利润（百万元）	8876.59	12106.98	14007.71	15350.16
增长率	8.17%	36.39%	15.70%	9.58%
每股收益 EPS（元）	0.95	1.30	1.50	1.65
净资产收益率 ROE	16.62%	16.39%	16.37%	15.62%
PE	32	23	20	18
PB	4.19	3.69	3.20	2.80

数据来源：Wind，西南证券

关键假设：

假设 1：随着疫后消费需求逐步恢复，公司凭借全球渠道布局与领先的产品技术，假设各产品销量稳步增长；

假设 2：随着公司高端化以及套系化战略的实施，预期高端品牌卡萨帝以及全场景套系化品牌三翼鸟销售占比提升，公司毛利率稳步提升，假设公司 2021-2023 年公司毛利率分别为 29.7%/30.1%/30.6%；

假设 3：公司加快数字化转型效率提升，优化内部治理有效控费，预期公司费用将逐步得到优化。假设 2021-2023 年公司销售费用率为 16.1%/16%/16%，管理费用率为 6.8%/6.7%/6.6%。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
电冰箱	收入	61538.0	66461.0	70448.7	73971.1
	增速	5.3%	8.0%	6.0%	5.0%
	毛利率	32.5%	31.5%	31.8%	32.0%
洗衣机	收入	48452.0	52328.2	56514.4	59340.1
	增速	8.4%	8.0%	8.0%	5.0%
	毛利率	33.1%	32.5%	33.0%	33.5%
厨卫电器	收入	31361.0	33869.9	35224.7	36633.7
	增速	6.3%	8.0%	4.0%	4.0%
	毛利率	31.7%	33.0%	33.0%	34.0%
空调	收入	29999.0	32398.9	34342.9	36060.0
	增速	3.0%	8.0%	6.0%	5.0%
	毛利率	27.4%	28.0%	28.5%	29.0%
渠道及综合服务	收入	27386.0	28755.3	29618.0	30506.5
	增速	-2.4%	5.0%	3.0%	3.0%
	毛利率	10.1%	10.0%	10.5%	10.5%
其他	收入	10989.8	12088.8	12693.2	13327.9
	增速	0.7%	10.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	48.2%	50.0%	50.0%	50.0%
合计	收入	209725.8	225902.1	238841.8	249839.3
	增速	4.5%	7.7%	5.7%	4.6%
	毛利率	29.7%	29.7%	30.1%	30.6%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	209725.82	225902.10	238841.85	249839.33
营业成本	147475.18	158791.53	166921.04	173509.65
营业税金及附加	660.51	832.61	849.92	1723.89
销售费用	33641.71	36370.24	38214.70	39974.29
管理费用	10052.65	15361.34	16002.40	16489.40
财务费用	1196.22	794.26	596.34	188.11
资产减值损失	-1335.63	800.00	800.00	800.00
投资收益	4060.10	1900.00	1900.00	1950.00
公允价值变动损益	62.63	-1.95	45.80	35.49
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	13597.95	14850.17	17403.25	19139.49
其他非经营损益	-43.47	406.11	248.17	203.58
利润总额	13554.48	15256.27	17651.42	19343.07
所得税	2231.86	2512.08	2906.46	3185.01
净利润	11322.62	12744.19	14744.96	16158.06
少数股东损益	2446.02	637.21	737.25	807.90
归属母公司股东净利润	8876.59	12106.98	14007.71	15350.16

现金流量表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	11322.62	12744.19	14744.96	16158.06
折旧与摊销	0.00	1989.65	2077.91	2140.04
财务费用	1196.22	794.26	596.34	188.11
资产减值损失	-1335.63	800.00	800.00	800.00
经营营运资本变动	13863.82	-5270.43	1163.98	608.08
其他	-25047.02	-2230.47	-3211.38	-2630.63
经营活动现金流净额	0.00	8827.19	16171.80	17263.65
资本支出	-2395.28	-1100.00	-1100.00	-1100.00
其他	-2868.87	1898.05	1945.84	1985.48
投资活动现金流净额	-5264.15	798.05	845.80	885.53
短期借款	-897.14	-7687.91	0.00	0.00
长期借款	-1455.04	0.00	0.00	0.00
股权融资	13021.42	0.00	0.00	0.00
支付股利	0.00	-1775.32	-2421.40	-2801.54
其他	-11695.16	-9634.96	-596.34	-188.11
筹资活动现金流净额	-1025.92	-19098.19	-3017.74	-2989.66
现金流量净额	10672.19	-9472.94	13999.87	15159.53

资产负债表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	46461.33	36988.39	50988.25	66147.83
应收和预付款项	32221.57	32850.08	35013.96	36835.80
存货	29446.97	31238.97	33327.81	34488.52
其他流动资产	6117.72	6055.01	6277.82	6467.19
长期股权投资	21567.66	21567.66	21567.66	21567.66
投资性房地产	28.39	28.39	28.39	28.39
固定资产和在建工程	24475.42	24283.05	24002.41	23659.65
无形资产和开发支出	32704.07	32052.38	31400.68	30748.98
其他非流动资产	10436.37	10390.79	10345.22	10299.64
资产总计	203459.50	195454.71	212952.20	230243.65
短期借款	7687.91	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	63698.83	66762.15	70657.45	73556.04
长期借款	11821.42	11821.42	11821.42	11821.42
其他负债	52140.33	39109.24	40387.86	41424.13
负债合计	135348.49	117692.81	122866.73	126801.59
股本	9027.85	9329.91	9329.91	9329.91
资本公积	15009.03	14706.96	14706.96	14706.96
留存收益	41490.47	51822.13	63408.44	75957.05
归属母公司股东权益	66816.42	75830.11	87416.42	99965.03
少数股东权益	1294.58	1931.79	2669.04	3476.95
股东权益合计	68111.01	77761.90	90085.46	103441.98
负债和股东权益合计	203459.50	195454.71	212952.20	230243.57

财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
销售收入增长率	4.46%	7.71%	5.73%	4.60%
营业利润增长率	-5.89%	9.21%	17.19%	9.98%
净利润增长率	-8.20%	12.56%	15.70%	9.58%
EBITDA 增长率	-26.05%	19.20%	13.86%	6.92%
获利能力				
毛利率	29.68%	29.71%	30.11%	30.55%
三费率	21.40%	23.25%	22.95%	22.68%
净利率	5.40%	5.64%	6.17%	6.47%
ROE	16.62%	16.39%	16.37%	15.62%
ROA	5.57%	6.52%	6.92%	7.02%
ROIC	25.04%	28.78%	31.30%	33.96%
EBITDA/销售收入	7.05%	7.81%	8.41%	8.59%
营运能力				
总资产周转率	1.07	1.13	1.17	1.13
固定资产周转率	9.98	10.48	10.62	10.98
应收账款周转率	15.57	14.68	15.44	15.08
存货周转率	5.03	5.19	5.13	5.11
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	99.15%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	66.52%	60.21%	57.70%	55.07%
带息债务/总负债	19.37%	15.75%	15.09%	14.62%
流动比率	1.04	1.17	1.30	1.43
速动比率	0.78	0.83	0.95	1.09
股利支付率	0.00%	14.66%	17.29%	18.25%
每股指标				
每股收益	0.95	1.30	1.50	1.65
每股净资产	7.16	8.13	9.37	10.71
每股经营现金	1.89	0.95	1.73	1.85
每股股利	0.00	0.19	0.26	0.30

业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
EBITDA	14794.17	17634.07	20077.50	21467.64
PE	31.52	23.11	19.98	18.23
PB	4.19	3.69	3.20	2.80
PS	1.33	1.24	1.17	1.12
EV/EBITDA	16.61	14.13	11.71	10.25
股息率	0.00%	0.63%	0.87%	1.00%

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn