2020 年 10 月 30 日

证券研究报告•2020 年三季报点评

海尔智家（600690）家用电器

买入（维持）

当前价：25.31 元

目标价：——元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

国内外齐发力，多品类市占率提升

投资要点

- **业绩总结：**2020 年前三季度公司实现营收 1544.1 亿元，同比+2.8%；归母净利润 63 亿元，同比-17.2%；扣非净利润 40.9 亿元，同比-27.7%，主要系报告期公司转让子公司卡奥斯股权，致使长期股权投资处置收益增加 22.7 亿元。单季度来看，Q3 公司实现营收 586.8 亿元，同比+16.9%；净利润 44.1 亿元，同比-10.5%；归母净利润 35.2 亿元，同比+37.8%；扣非后归母净利润 15.2 亿元，同比+34.63%。净利润与归母净利润增速差异较大，主要是由于 19Q3 物流出表影响下，少数股东权益为 24.2 亿元，20Q3 少数股东权益为 8.9 亿元。

- **Q3 内外销收入高速增长。**分地区来看，国内业务方面，公司聚焦高效零售体系的建设，进一步加速数字化转型，发挥多品牌组合优势，通过“卡萨帝+海尔+统帅”的品牌策略，扩大用户覆盖度。Q3 单季度公司中国区收入同比增长 16.3%，其中高端品牌卡萨帝收入同比提升 22%。海外市场方面，公司依托全球采购等资源协同，克服外部环境带来的不利影响，实现业务持续发展。海外自主创牌实现高端品牌全面引领，制冷、洗涤、空气 3 大产业在 20 多个国家进入 TOP3 行列。海外收入 Q3 单季度同比增长 17.5%。

  分品类来看，公司通过线上直播与线下门店精细化运营实现全网联动，聚焦细分渠道，拉动各个产品市场份额持续提升。报告期内，公司冰箱线上、线下零售额份额分别为 35.1%、38.9%，同比+1.3pp、2.3pp；洗衣机线上、线下零售额份额分别为 39.4%、39.9%，同比+4.6pp、+3.8pp；空调线上、线下零售额份额分别为 11.2%、14.5%，同比+2.5pp、+2.3pp；热水器线上、线下零售额份额分别为 26.4%、23.8%，同比+2.8pp、+3.6pp；厨电零售额份额为 5.6%，同比+0.2pp。

- **Q3 盈利能力略有改善。**报告期内，公司综合毛利率为 28%，同比-1.1pp。其中 Q3 毛利率为 28.1%，同比减少 0.3pp。主要是国内业务行业线上渠道占比提升、竞争加剧，前三季度产品均价均有所下滑。Q3 行业均价持续承压，但是环比 Q2 有所改善。海外业务方面，受 Q3 收入规模快速增长、全球引领产品阵容契合家电大容积、健康化趋势占比快速提升以及海外工厂制造提效等因素影响，Q3 单季度毛利率提升明显。

  费用率方面，公司前三季度销售费用率 15.1%，同比下降 0.1 pp。其中 Q3 销售费用率 15.1%，同比降低 1pp。国内市场方面，推进流程重塑与数字化转型，通过精简流程与削减管控环节实现组织提效 Q3 单季度销售费用率同比下降 1.4pp。海外市场方面，推进终端信息化体系建设，提升运营效率；通过精益节省计划等措施提高投入产出。Q3 管理费率 4.2%，同比下降 0.5pp。

- **推进私有化进程，清除积弊效率提升。**2020 年 8 月 1 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。公司将新发行 H 股作为交易对价向海尔电器计划股东进行支付，换股比例为 1:1.6，同时将向计划股东支付 1.95 港元/股的现金。交易完成后，海尔电器将成为海尔智家的全资子公司，并从香港联交所退市。海尔智家将在香港联交所主板上市并挂牌交易，海尔电器计划股东将成为海尔智家的 H 股股东。

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

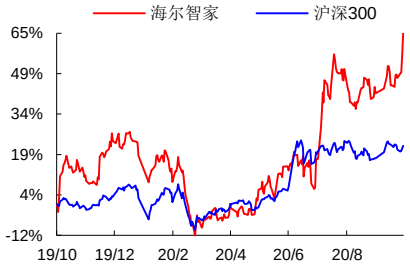
邮箱：gmh@swsc.com.cn

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)	65.80
流通 A 股(亿股)	0.00
52 周内股价区间(元)	13.85-25.31
总市值(亿元)	1,665.29
总资产(亿元)	2,002.07
每股净资产(元)	7.60

相关研究

1. 海尔智家（600690）：Q2 营收逐月向好，疫情冲击盈利承压 (2020-08-30)
2. 海尔智家（600690）：公布私有化草案，“A+H+D”协同布局 (2020-08-03)
3. 海尔智家（600690）：海外全面增长，逆境更显龙头韧性 (2020-04-30)
4. 海尔智家(600690)：物流出表增厚净利，卡萨帝加速增长 (2019-10-31)

公司通过这次交易理顺公司架构，全球范围内进一步的优化配置资源，发挥协同，放大竞争优势，为未来的战略的实现打好坚实的基础。私有化完成之后，一方面集团内部关联交易和同业竞争的问题将得到解决。公司将提升运营效率，优化决策过程。另一方面，资金都在统一的平台，公司将直接受益于资金使用效率的提升。公司以往被诟病的关联交易和同业竞争的情况得到解决，加上资金使用效率提升，预期公司整体盈利水平将得到提升。

- **三翼鸟升级智慧家，开辟场景新赛道。**公司坚持物联网智慧家庭生态品牌战略方向，依托在引领成套产品、高端品牌、零售转型、全球化运营、智家体验云等方面的优势，持续扩大全球市场领先地位。2020 年 9 月 11 日，公司进一步推出全球首个场景品牌“三翼鸟”，旨在为用户提供智慧家庭全场景解决方案，引领家电家居场景化、智能化、一站式消费趋势，加速从卖产品到定制场景的转型升级。公司已布局海尔 001 号店 260 家、线下体验中心 4 家，通过 3 万余家线下网络、6000 多服务管家、9000 多家资源方，助力三翼鸟场景全国落地。2020 年前三季度公司场景方案销量 68.7 万套，同比增长 24.5%；网器绑定量同比增长 116%；2020 年 9 月，海尔智家 APP 日活同比增长 225%。

- **盈利预测与投资建议。**预计 2020-2022 年 EPS 分别为 1.26 元、1.51 元、1.64 元。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。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	200761.98	207013.80	218436.01	227773.74
增长率	9.52%	3.11%	5.52%	4.27%
归属母公司净利润（百万元）	8206.25	8286.58	9921.59	10808.59
增长率	10.30%	0.98%	19.73%	8.94%
每股收益 EPS（元）	1.25	1.26	1.51	1.64
净资产收益率 ROE	18.98%	15.04%	15.56%	14.79%
PE	20	20	17	15
PB	3.48	3.15	2.73	2.38

数据来源：Wind，西南证券

关键假设：

假设 1：冰洗进入更新换代周期，产品结构加速优化。高端品牌卡萨帝持续发力，预期市场份额稳步提升；

假设 2：随着公司高端品牌持续发力，国内外业务快速恢复，预期公司盈利能力持续提升，2020-2022 年公司毛利率为 29.2%/29.9%/30.4%；

假设 3：公司聚焦高效零售渠道，深化改革效率提升，预期公司费用率保持相对稳定，逐步控制。预计 2020-2022 年公司销售费用率为 16.6%/16.5%/16.5%，管理费用率为 6.8%/6.7%/6.6%。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 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		2019A	2020E	2021E	2022E
电冰箱	收入	58437.6	61943.9	65660.5	68943.5
	增速	7.5%	6.0%	6.0%	5.0%
	毛利率	32.3%	31.5%	32.0%	32.5%
洗衣机	收入	44714.3	47397.2	51188.9	53748.4
	增速	23.3%	6.0%	8.0%	5.0%
	毛利率	32.7%	32.5%	33.0%	33.5%
厨卫电器	收入	39132.9	40306.9	41919.2	43595.9
	增速	19.0%	3.0%	4.0%	4.0%
	毛利率	34.7%	33.0%	34.0%	35.0%
空调	收入	29128.4	27672.0	29055.6	29927.2
	增速	-8.3%	-5.0%	5.0%	3.0%
	毛利率	31.2%	31.0%	31.5%	31.5%
渠道综合服务及其他	收入	28057.6	28338.2	29188.3	30064.0
	增速	3.0%	1.0%	3.0%	3.0%
	毛利率	10.3%	10.0%	10.5%	10.5%
其他	收入	1291.2	1355.7	1423.5	1494.7
	增速	57.0%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	64.5%	65.0%	65.0%	65.0%
合计	收入	200762.0	207013.8	218436.0	227773.7
	增速	9.5%	3.1%	5.5%	4.3%
	毛利率	29.8%	29.2%	29.9%	30.4%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	200761.98	207013.80	218436.01	227773.74
营业成本	140868.40	146502.77	153137.22	158547.46
营业税金及附加	802.05	911.44	941.99	1571.64
销售费用	33682.13	34364.29	36041.94	37582.67
管理费用	10113.26	14076.94	14635.21	15033.07
财务费用	893.02	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-860.58	800.00	750.00	750.00
投资收益	5479.54	1900.00	2000.00	2100.00
公允价值变动损益	76.72	181.87	37.80	98.79
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	14449.44	12440.23	14967.44	16487.70
其他非经营损益	181.16	492.98	517.59	381.72
利润总额	14630.61	12933.21	15485.03	16869.42
所得税	2296.22	2029.82	2430.32	2647.59
净利润	12334.39	10903.39	13054.72	14221.83
少数股东损益	4128.15	2616.81	3133.13	3413.24
归属母公司股东净利润	8206.25	8286.58	9921.59	10808.59

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	12334.39	10903.39	13054.72	14221.83
折旧与摊销	4663.29	3051.76	3119.68	3171.64
财务费用	893.02	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-860.58	800.00	750.00	750.00
经营营运资本变动	-398.27	-5647.96	274.89	184.26
其他	-1549.22	-2954.46	-3681.38	-2489.90
经营活动现金流净额	15082.63	6152.74	13517.91	15837.83
资本支出	-7561.25	-1100.00	-1100.00	-1100.00
其他	-3400.33	2081.87	2037.80	2198.79
投资活动现金流净额	-10961.58	981.87	937.80	1098.79
短期借款	2286.54	-8585.05	0.00	0.00
长期借款	-2265.01	0.00	0.00	0.00
股权融资	2438.27	0.00	0.00	0.00
支付股利	-2235.33	-1641.25	-1657.32	-1984.32
其他	-6237.43	-9066.55	0.00	0.00
筹资活动现金流净额	-6012.96	-19292.85	-1657.32	-1984.32
现金流量净额	-1597.98	-12158.25	12798.39	14952.30

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	36178.82	24020.57	36818.96	51771.26
应收和预付款项	28126.20	29499.61	30829.48	32172.02
存货	28228.60	29468.99	31737.65	32400.10
其他流动资产	8013.53	7797.82	8211.08	8548.91
长期股权投资	20460.76	20460.76	20460.76	20460.76
投资性房地产	29.40	29.40	29.40	29.40
固定资产和在建工程	23550.50	22624.71	21631.00	20585.33
无形资产和开发支出	34232.09	33249.88	32267.66	31285.45
其他非流动资产	8634.33	8590.58	8546.82	8503.06
资产总计	187454.24	175742.32	190532.81	205756.30
短期借款	8585.05	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	58331.73	60064.14	62718.13	65101.39
长期借款	13276.45	13276.45	13276.45	13276.45
其他负债	42271.14	29899.13	30638.23	31240.96
负债合计	122464.38	103239.73	106632.82	109618.80
股本	6579.57	6579.57	6579.57	6579.57
资本公积	4435.89	4435.89	4435.89	4435.89
留存收益	35123.45	41768.78	50033.05	58857.32
归属母公司股东权益	47888.32	52784.23	61048.51	69872.78
少数股东权益	17101.54	19718.35	22851.49	26264.73
股东权益合计	64989.86	72502.59	83899.99	96137.51
负债和股东权益合计	187454.24	175742.32	190532.81	205756.30

财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
销售收入增长率	9.52%	3.11%	5.52%	4.27%
营业利润增长率	26.86%	-13.91%	20.31%	10.16%
净利润增长率	26.24%	-11.60%	19.73%	8.94%
EBITDA 增长率	29.32%	-22.56%	16.75%	8.69%
获利能力				
毛利率	29.83%	29.23%	29.89%	30.39%
三费率	22.26%	23.40%	23.20%	23.10%
净利率	6.14%	5.27%	5.98%	6.24%
ROE	18.98%	15.04%	15.56%	14.79%
ROA	6.58%	6.20%	6.85%	6.91%
ROIC	24.82%	17.99%	20.89%	23.39%
EBITDA/销售收入	9.96%	7.48%	8.28%	8.63%
营运能力				
总资产周转率	1.13	1.14	1.19	1.15
固定资产周转率	10.43	9.78	10.44	11.25
应收账款周转率	18.72	17.76	17.57	17.73
存货周转率	5.37	4.92	4.93	4.91
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	101.69%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	65.33%	58.74%	55.97%	53.28%
带息债务/总负债	23.57%	19.64%	19.02%	18.50%
流动比率	1.05	1.19	1.35	1.51
速动比率	0.76	0.80	0.95	1.12
股利支付率	27.24%	19.81%	16.70%	18.36%
每股指标				
每股收益	1.25	1.26	1.51	1.64
每股净资产	7.28	8.02	9.28	10.62
每股经营现金	2.29	0.94	2.05	2.41
每股股利	0.34	0.25	0.25	0.30

业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
EBITDA	20005.75	15491.99	18087.13	19659.34
PE	20.29	20.10	16.78	15.41
PB	3.48	3.15	2.73	2.38
PS	0.83	0.80	0.76	0.73
EV/EBITDA	7.89	9.95	7.82	6.43
股息率	1.34%	0.99%	1.00%	1.19%

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
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@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
北京	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
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷琬	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