公司研究

半年报点评

申港证券股份有限公司证券研究报告

# Q2 修复优势强化 效率改革开启新章

——海尔智家（600690.SH）半年报点评　　家用电器/白色家电

申港证券 SHENGANG SECURITIES

**事件：**

公司发布 2020 年中报，上半年营业总收入 957.3 亿元，同比-4.3%，归母净利润实现 27.8 亿元，同比-45%；其中 Q2 单季度营收 525.9 亿元，增速 2.1%，归母净利润 17.1 亿元，同比-41.2%。

**投资摘要：**

**Q2 业绩逐月优化，市场全面修复高增，疫情影响盈利待提升。**公司单 Q2 营收增速 2.1%，归母同比-41.2%，单 Q2 经营性现金流净额增速 133.7%。其中月度业绩呈现迅速修复趋势，4-6 月收入同比分为-14%/-2.8%/20.6%，归母净利润同比分为-77%/-21.6%/21.4%，伴随疫情控制，业绩逐月强势修复。

- **主营产品市场份额多创新高。**据中怡康数据，20H1 公司主营冰洗空、厨电、热水器、净水器等六大产品各渠道份额全面提升，白电各市场份额提升 2.3pct-4.9pct，其中冰洗份额均实现 35-40%，独占优势进一步强化。
- **空厨市场份额优化下盈利承压。**上半年受疫情影响空厨竞争恶化，公司空厨推进市场扩展战略实现市占率提升同时盈利短期受损，空厨 H1 毛利率分别下滑 3.3pct/1.8pct。
- **费用上升、计提损失下盈利仍待改善。**20H1 销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.43/+0.24/+0.3/+0.22pct，净利率为 3.8%(-2.5pct)，费用波动因素主要为：1）空厨价格竞争带来销售支出，且疫情期仓储成本明显提升；2）管理费用主要因卡奥斯平台人员上升（已公告将于下半年剥离）；3）疫情下存货及账期，公司计提资产减值及信用减值损失分为 6.1/1.1 亿元。

**高端化及全球化修复高于预期，优势扩张引领行业。**公司的高端化及全球化战略领跑整个国内家电品牌，报告期内迅速修复并扩张优势。

- **高端化：**20H1 卡萨帝收入 35 亿元，增速 7%，疫情早期受损后迅速修复，5-6 月增速超 30%，高端份额进一步夯实 1W+冰洗份额分为 40.2%/75.5%，线上推广效果显著，618 进入淘系冰箱前十，伴随规模扩张，高端净利率近 16%有望进一步显著提升盈利结构。
- **全球化：**报告期内海外营收 470 亿元，增速 0.6%，疫情背景下逆市增长超预期，其中北美增速 6.5%（行业-5.4%）、欧洲-6.6%（行业超-10%）、日本 16%（行业 1.8%）、东南亚 7%、澳新-1.5%、南亚-36%。且基于公司三位一体布局，在海外政治风险下受到影响较其他国内品牌偏小。

**私有化推进管理架构改革，下半年利润空间释放开启全面盈利升阶。**海尔电器私有化方案作为公司管理架构改变的核心信号，公司正处于多层全面去除无效劳动的利润释放期。不同于美的、格力，海尔规模虽然同样庞大但利润端此前并未充分释放，复杂架构及底层效率导致较高期间费用，预期正在推进的国内架构改革，将持续扩大公司盈利空间，并最早于 Q3 初见成效。

**投资建议：**公司市场份额快速提升下高端化及全球化优势迅速修复优化，疫情短期导致盈利承压，私有化推进下公司架构改革有望于下半年开启盈利全新局面。上调公司 20-22 年归母净利润实现 84、94、112.4 亿元，对应 EPS 为 1.28、1.43、1.71 元，对应 PE 为 18.2、16.3、13.6 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**疫情控制不及预期；行业竞争加剧；原材料价格大幅提升。

**评级　　买入（维持）**

2020 年 08 月 30 日


秦一超　　分析师

SAC 执业证书编号：S1660520050002

qinyichao@shgsec.com

021-20639326


| 交易数据 | 时间 2020.08.28 |
|---|---|
| 总市值/流通市值（亿元） | 1,466.11/1,466.11 |
| 总股本（万股） | 630,855.27 |
| 资产负债率（%） | 66.42 |
| 每股净资产（元） | 7.28 |
| 收盘价（元） | 23.24 |
| 一年内最低价/最高价（元） | 13.8/24.4 |

**公司股价表现走势图**




*资料来源：申港证券研究所*

**相关报告**

1、《海尔智家年报点评报告：份额逆市提升 高端化全球化长效推动》2020-04-30

2、《海尔智家公司深度研究：帝业初成 扩土开疆》2019-12-23

3、《海尔智家季报点评：内销优化海外稳健 卡萨帝增速突破》2019-10-31

**财务指标预测**

| 指标 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入（百万元） | 183,316.5 | 200,761.9 | 206,080.2 | 225,318.9 | 243,042.5 |
| 增长率（%） | 15.11% | 9.52% | 2.65% | 9.34% | 7.87% |
| 归母净利润（百万 | 7,440.23 | 8,206.25 | 8,400.18 | 9,401.14 | 11,244.56 |
| 增长率（%） | 7.43% | 10.30% | 2.36% | 11.92% | 19.61% |
| 净资产收益率（%） | 18.88% | 17.14% | 15.57% | 15.49% | 16.35% |
| 每股收益(元) | 1.21 | 1.29 | 1.28 | 1.43 | 1.71 |
| PE | 19.21 | 18.07 | 18.20 | 16.26 | 13.60 |
| PB | 3.76 | 3.19 | 2.84 | 2.52 | 2.22 |

*资料来源：公司财报、申港证券研究所*

**公司单季度财务指标**

| 指标 | 2018Q4 | 2019Q1 | 2019Q2 | 2019Q3 | 2019Q4 | 2020Q1 | 2020Q2 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 主营收入(百万元) | 45177.79 | 48043.27 | 50936.53 | 49916.32 | 51865.87 | 43141.45 | 52586.65 |
| 增长率（%） | 12.76% | 12.63% | 10.88% | 0.75% | 14.80% | -10.20% | 3.24% |
| 毛利率（%） | 29.21% | 29.12% | 29.08% | 29.06% | 31.97% | 27.44% | 28.44% |
| 期间费用率（%） | 24.22% | 22.95% | 22.28% | 25.41% | 30.66% | 23.98% | 23.64% |
| 净利润（百万元） | 1939.80 | 2666.17 | 3564.81 | 5036.70 | 1066.71 | 1343.57 | 2268.45 |
| 增长率（%） | -0.02% | 8.00% | 2.74% | 166.16% | -45.01% | -49.61% | -36.37% |
| 每股盈利（季度，元） | 0.21 | 0.34 | 0.47 | 0.41 | 0.07 | 0.16 | 0.26 |
| 资产负债率（%） | 66.93% | 67.79% | 67.95% | 66.93% | 65.33% | 64.84% | 66.42% |
| 净资产收益率（%） | 3.52% | 4.66% | 6.14% | 8.27% | 1.64% | 2.03% | 3.41% |

*资料来源：公司财报、申港证券研究所*

**表1：公司盈利预测表**

| 利润表 | | | | | 单位:百万元 | 资产负债表 | | | | | 单位:百万元 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| **营业收入** | **183317** | **200762** | **206080** | **225319** | **243043** | **流动资产合计** | **94260** | **100547** | **110758** | **125401** | **145842** |
| **营业成本** | **130154** | **140868** | **145654** | **158385** | **170368** | 货币资金 | 37456 | 36179 | 45193 | 53232 | 67201 |
| 营业税金及附加 | 857 | 802 | 823 | 900 | 971 | 应收账款 | 10431 | 11016 | 11517 | 13210 | 14915 |
| 营业费用 | 28653 | 33682 | 32926 | 34873 | 36644 | 其他应收款 | 1394 | 1886 | 1936 | 2117 | 2283 |
| 管理费用 | 8324 | 10113 | 9557 | 9998 | 10056 | 预付款项 | 595 | 1273 | 991 | 998 | 1074 |
| 研发费用 | 5081 | 6267 | 6433 | 7259 | 7830 | 存货 | 22377 | 28229 | 27115 | 29919 | 32649 |
| 财务费用 | 939 | 893 | 1032 | 700 | 657 | 其他流动资产 | 5080 | 6986 | 7152 | 7753 | 8307 |
| 资产减值损失 | 760 | -861 | -610 | -50 | -50 | **非流动资产合计** | 72439 | 86907 | 78732 | 78787 | 74934 |
| 公允价值变动收益 | -145 | 77 | -34 | 21 | -6 | 长期股权投资 | **13966** | **20461** | **13480** | **17214** | **16970** |
| 投资净收益 | 1923 | 5480 | 2962 | 1703 | 1703 | 固定资产 | 17320 | 21159 | 17883 | 14643 | 11391 |
| **营业利润** | **11391** | **14449** | **14766** | **16565** | **19845** | 无形资产 | 9209 | 10687 | 10041 | 9435 | 8865 |
| 营业外收入 | 474 | 391 | 433 | 412 | 422 | 商誉 | 230.76 | 437.59 | 394.13 | 355.02 | 319.82 |
| 营业外支出 | 235 | 210 | 223 | 216 | 219 | 其他非流动资产 | 2326 | 1844 | 3091 | 3380 | 3646 |
| **利润总额** | **11629** | **14631** | **14976** | **16761** | **20048** | **资产总计** | **166700** | **187454** | **189491** | **204189** | **220776** |
| 所得税 | 1859 | 2296 | 2350 | 2631 | 3146 | **流动负债合计** | **80082** | **95610** | **85759** | **88814** | **91399** |
| **净利润** | **9771** | **12334** | **12626** | **14130** | **16901** | 短期借款 | 6299 | 8585 | 0 | 0 | 0 |
| 少数股东损益 | 2330 | 4128 | 4226 | 4729 | 5657 | 应付账款 | 27759 | 33751 | 33222 | 35258 | 36992 |
| 归属母公司净利润 | 7440 | 8206 | 8400 | 9401 | 11245 | 预收款项 | 15 | 0 | 21 | 23 | 24 |
| EBITDA | 24087 | 29796 | 19810 | 21262 | 24474 | 一年内到期的非流动负债 | 3015 | 7317 | 7317 | 7317 | 7317 |
| **EPS（元）** | **1.21** | **1.29** | **1.28** | **1.43** | **1.71** | **非流动负债合计** | **31488** | **26855** | **28470** | **28618** | **28870** |
| **主要财务比率** | | | | | | 长期借款 | 15541 | 13276 | 13436 | 13601 | 13771 |
| | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 应付债券 | 9192 | 7005 | 7469 | 7469 | 7469 |
| **成长能力** | | | | | | **负债合计** | **111569** | **122464** | **114229** | **117432** | **120270** |
| 营业收入增长 | 15.11% | 9.52% | 2.65% | 9.34% | 7.87% | 少数股东权益 | 15728 | 17102 | 21327 | 26056 | 31713 |
| 营业利润增长 | 12.63% | 26.86% | 2.19% | 12.18% | 19.80% | 实收资本（或股本） | 6368 | 6580 | 6580 | 6580 | 6580 |
| 归属于母公司净利润增长 | 7.43% | 10.30% | 2.36% | 11.92% | 19.61% | 资本公积 | 2209 | 4436 | 4436 | 4436 | 4436 |
| **获利能力** | | | | | | 未分配利润 | 26860 | 32468 | 38138 | 44484 | 52074 |
| 毛利率(%) | 29.00% | 29.83% | 29.32% | 29.71% | 29.90% | 归属母公司股东权益合计 | 39402 | 47888 | 53934 | 60700 | 68793 |
| 净利率(%) | 5.33% | 6.14% | 6.13% | 6.27% | 6.95% | **负债和所有者权益** | **166700** | **187454** | **189491** | **204189** | **220776** |
| 总资产净利润(%) | 4.46% | 4.38% | 4.43% | 4.60% | 5.09% | **现金流量表** | | | | | 单位:百万元 |
| ROE(%) | 18.88% | 17.14% | 15.57% | 15.49% | 16.35% | | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| **偿债能力** | | | | | | **经营活动现金流** | **18934** | **15083** | **13412** | **13524** | **15942** |
| 资产负债率(%) | 67% | 65% | 60% | 58% | 54% | 净利润 | 9771 | 12334 | 12626 | 14130 | 16901 |
| 流动比率 | 1.18 | 1.05 | 1.29 | 1.41 | 1.60 | 折旧摊销 | 3099 | 4553 | 4012 | 3997 | 3972 |
| 速动比率 | 0.90 | 0.76 | 0.98 | 1.08 | 1.24 | 财务费用 | 939 | 893 | 1032 | 700 | 657 |
| **营运能力** | | | | | | 应付帐款减少 | 2017 | -585 | -501 | -1692 | -1705 |
| 总资产周转率 | 1.15 | 1.13 | 1.09 | 1.14 | 1.14 | 预收帐款增加 | -5819 | -15 | 21 | 2 | 2 |
| 应收账款周转率 | 16 | 19 | 18 | 18 | 17 | **投资活动现金流** | **-7666** | **-10962** | **6150** | **-2298** | **1583** |
| 应付账款周转率 | 6.86 | 6.53 | 6.15 | 6.58 | 6.73 | 公允价值变动收益 | -145 | 77 | -34 | 21 | -6 |
| **每股指标（元）** | | | | | | 长期股权投资减少 | -974 | -6494 | 6981 | -3734 | 243 |
| 每股收益(最新摊薄) | 1.21 | 1.29 | 1.28 | 1.43 | 1.71 | 投资收益 | 1923 | 5480 | 2962 | 1703 | 1703 |
| 每股净现金流(最新摊薄) | 0.12 | -0.29 | 1.37 | 1.22 | 2.12 | **筹资活动现金流** | **-10489** | **-6013** | **-10547** | **-3187** | **-3556** |
| 每股净资产(最新摊薄) | 6.19 | 7.28 | 8.20 | 9.23 | 10.46 | 应付债券增加 | 2981 | -2187 | 465 | 0 | 0 |
| **估值比率** | | | | | | 长期借款增加 | -495 | -2265 | 160 | 165 | 170 |
| P/E | 19.21 | 18.07 | 18.20 | 16.26 | 13.60 | 普通股增加 | 271 | 211 | 0 | 0 | 0 |
| P/B | 3.76 | 3.19 | 2.84 | 2.52 | 2.22 | 资本公积增加 | 1382 | 2227 | 0 | 0 | 0 |
| EV/EBITDA | 6.00 | 5.13 | 6.86 | 6.02 | 4.67 | **现金净增加额** | **779** | **-1892** | **9014** | **8040** | **13968** |

*资料来源：公司财报，申港证券研究所*

## 分析师简介

**秦一超，**家电及轻工首席分析师，2019 年进门财经百佳金牌分析师。浙江大学学士及硕士学位，曾就职于德州仪器任职东亚区域国际家电企业客户经理，具备家电行业产业链深入实业经验及理解研究。2018 年初于东兴证券负责家电行业研究。2019 年 3 月加入申港证券。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

**申港证券行业评级体系：增持、中性、减持**

| | |
|---|---|
| 增持 | 报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%以上 |
| 中性 | 报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间 |
| 减持 | 报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上 |

市场基准指数为沪深 300 指数

**申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持**

| | |
|---|---|
| 买入 | 报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15%以上 |
| 增持 | 报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间 |
| 中性 | 报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间 |
| 减持 | 报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上 |