

# 海尔智家 (600690)

证券研究报告

2019年09月02日

## 市占率稳步提升，海外业务高增长

**事件：**公司 2019H1 实现营业收入 989.80 亿元，同比增长 9.38%，归母净利润 51.51 亿元，同比增长 7.58%；其中，Q2 收入 509.37 亿元，同比增长 8.66%，归母净利润 30.15 亿元，同比增长 6.32%。

### 市占率全面提升，海外业务增长迅速

公司产品市占率进一步提升：中怡康数据显示，2019 年上半年，公司冰箱、洗衣机、家用空调、热水器、厨电在中国市场的线下零售份额分别提升 1.3、2.7、0.9、1.2 和 1.1 个 pct。公司 2019 年上半年海外实现收入 467 亿元，同比增长 24%（剔除 Candy 后同比增长 13%），公司海外收入占比达到 47%，占公司全球收入比重提升 5 个百分点。

### 毛利率保持平稳，费用率控制良好

公司 19H1 毛利率、净利率分别为 29.10%、6.29%，同比分别+0.13、-0.40pct。国内家电业务毛利率提升 0.9 个百分点，上半年公司海外收入增幅较快，海外业务毛利率低于国内毛利率，结构性影响整体毛利率表现。**从费用率看**，公司 19H1 销售、管理、研发、财务费用率分别为 14.75%、4.57%、2.77% 和 0.51%，同比分别-0.2pct，+0.11pct，+0.28pct，-0.02pct，上半年公司费用率总体保持稳定。

### 在手现金资产充足，周转率改善显著

**从资产负债表看**，19H1 期末现金+其他流动资产 409.09 亿元，环比-2.27%，存货为 238.68 亿元，环比增加 9.61 亿元，应收票据和账款合计为 289.41 亿元，环比+10.35%。**从周转情况看**，19H1 期末存货、应收账款和应付账款周转天数分别为 59.31、22.59 和 74.85 天，同比-3.64、-7.23 和 -2.18 天，公司周转效率有所加快，公司运营效率提升显著。**从现金流量表看**，19H1 经营活动产生的现金流量净额 36.34 亿元，同比-35.09%，其中销售商品及提供劳务现金流入 962.68 亿元，同比增速略低于收入增速。

### 核心员工持股计划将充分调动员工积极性

截至 2019 年 7 月 16 日，公司员工持股计划已通过二级市场购买方式累计买入公司股票 1666 万股，成交均价为人民币 16.23 元/股，持股计划将进一步激发员工的积极性，助力公司业绩增长。

**投资建议：**公司利润端增速略低于收入端，我们小幅调整公司盈利预测，我们将公司 19-21 年净利润增速由 10.71%、9.61%和 9.18% 调整为 9.65%、10.71%和 10.42%，对应动态估值分别为 12.4、11.2 和 10.1 倍，公司形成全球品牌运营，研发制造国际化加速，国内的竞争格局高端品牌已经领先，维持“买入”投资评级。

**风险提示：**地产下行带动家电业务不景气、原材料成本上涨超预期

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	159,254.47	183,316.56	200,459.15	222,539.19	249,504.77
增长率(%)	33.75	15.11	9.35	11.01	12.12
EBITDA(百万元)	13,325.90	19,444.76	14,402.29	16,515.89	18,262.16
净利润(百万元)	6,925.79	7,440.23	8,158.57	9,031.94	9,972.64
增长率(%)	37.51	7.43	9.65	10.71	10.42
EPS(元/股)	1.14	1.17	1.29	1.42	1.57
市盈率(P/E)	14.01	13.58	12.38	11.18	10.13
市净率(P/B)	3.15	2.57	2.32	2.03	1.78
市销率(P/S)	0.64	0.55	0.50	0.45	0.40
EV/EBITDA	9.42	4.74	7.24	4.92	4.35

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	家用电器/白色家电
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	15.91 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	6,097.46
流通 A 股股本(百万股)	6,097.46
A 股总市值(百万元)	97,010.60
流通 A 股市值(百万元)	97,010.60
每股净资产(元)	6.48
资产负债率(%)	67.95
一年内最高/最低(元)	19.18/11.96

### 作者

蔡雯娟	分析师
SAC 执业证书编号：S1110516100008	
caiwenjuan@tfzq.com	
卢璐	联系人
llu@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《青岛海尔-季报点评:市场份额全线提升，卡萨帝品牌高增长》2019-04-30
- 《青岛海尔-季报点评:高端引领，加速全球战略落地》2018-10-31
- 《青岛海尔-公司点评:确定 D 股最终发行价，海外布局进一步深化》2018-10-20



## 事件

### 公司发布 2019 半年报：

1) 公司 2019H1 实现营业收入 989.80 亿元，同比增长 9.38%，归母净利润 51.51 亿元，同比增长 7.58%，扣非归母净利润 47.03 亿元，同比增长 5.08%；

2) 其中，Q2 收入 509.37 亿元，同比增长 8.66%，归母净利润 30.15 亿元，同比增长 6.32%，扣非归母净利润 28.16 亿元，同比增长 3.75%。

## 市占率全面提升，海外业务增长迅速

公司冰箱、洗衣机、空调、厨卫和热水器业务收入分别增长 9.33%、22.92%、-6.55%、23.59% 和 5.89%，总体内销收入略降 1%，预计是受到空调品类拖累，公司下半年有望调整空调战略带来空调收入重回增长。公司产品市占率进一步提升：中怡康数据显示，2019 年上半年，公司冰箱、洗衣机、家用空调、热水器、厨电在中国市场的线下零售份额分别提升 1.3、2.7、0.9、1.2 和 1.1 个 pct。卡萨帝品牌保持快速增长，扩大公司高端市场份额。上半年收入增长 15%，达到 33 亿，在万元以上冰箱、洗衣机市场份额分别达到 39.6%、78.8%，提升 3.6、4.9 个 pct；在 15,000 元以上家用空调市场，份额达到 36.5%，提升 7.6 个 pct。

公司 2019 年上半年海外实现收入 467 亿元，同比增长 24%（剔除 Candy 后同比增长 13%），其中北美市场逆市场增长 12.6%，欧洲市场增长 22%（剔除 Candy），南亚、澳新、日本和东南亚市场分别增加 16%、2.6%、6.1% 和 10%。公司海外收入占比达到 47%，占公司全球收入比重提升 5 个百分点。GEA 持续增长，上半年收入同比增长 12.6%，根据第三方机构 Stevenson 数据，GEA 核心家电份额增长 2.3 个百分点，优势明显。

公司智慧家庭战略全面推进，成套智慧家电落地初见成效，上半年，公司智慧家庭渠道全网套餐零售均价 10,271 元，同比增长 9%，公司智慧家庭成套销售占比 28.29%，提升 2.71 个 pct，其中高端智慧成套产品销售量增幅明显，二季度环比增长 24%；智能家电绑定量增长 54%，智慧家庭用户量增长 9.6%。

## 毛利率保持平稳，费用率控制良好

公司 19H1 毛利率、净利率分别为 29.10%、6.29%，同比分别+0.13%、-0.40pct，Q2 毛利率、净利率分别为 29.08%、7.00%，同比分别-0.22%、-0.55pct，冰箱、洗衣机、空调、厨卫和热水器业务毛利率分别为 31.88%、31.20%、30.78%、31.65% 和 42.64%，同比分别+0.84%、-2.38%、+0.39%、-2.65% 和 -0.75pct。2019 年上半年，国内家电业务毛利率提升 0.9 个百分点，上半年公司海外收入增幅较快，海外业务毛利率低于国内毛利率，结构性影响整体毛利率表现。

从费用率看，公司 19H1 销售、管理、研发、财务费用率分别为 14.75%、4.57%、2.77% 和 0.51%，同比分别-0.2pct，+0.11pct，+0.28pct，-0.02pct，其中 Q2 季度销售、管理、研发、财务费用率分别同比-0.36pct，-1.76pct，+0.51pct，+0.23pct。上半年公司费用率总体保持稳定。

## 在手现金资产充足，周转率改善显著

从资产负债表看，19H1 期末现金+其他流动资产 409.09 亿元，环比-2.27%，主要系公司经营持续改善所致，存货为 238.68 亿元，环比增加 9.61 亿元，应收票据和账款合计为 289.41 亿元，环比+10.35%。

从周转情况看，19H1 期末存货、应收账款和应付账款周转天数分别为 59.31、22.59 和 74.85

天，同比-3.64、-7.23和-2.18天，公司周转效率有所加快，公司运营效率提升显著。

从现金流量表看，19H1 经营活动产生的现金流量净额 36.34 亿元，同比-35.09%，主要是本期并购的 Candy 带入所致，其中销售商品及提供劳务现金流入 962.68 亿元，同比增速略低于收入增速。Q2 经营活动产生的现金流量净额 23.10 亿元，其中 Q2 销售商品及提供劳务现金流入 468.46 亿元。19H1 投资活动产生的现金流量净额-77.51 亿元，较同期减少 159.21%，主要是并购 Candy 现金支出所致，筹资活动产生的现金流量净额 9.04 亿元，较同期增加 119.32%，主要是并购 Candy 的借款影响。

## 核心员工持股计划将充分调动员工积极性

截至 2019 年 7 月 16 日，公司员工持股计划已通过二级市场购买方式累计买入公司股票 1666 万股，成交均价为人民币 16.23 元/股，持股计划将进一步激发员工的积极性，助力公司业绩增长。

## 投资建议

公司利润端增速略低于收入端，我们小幅调整公司盈利预测，我们将公司 19-21 年净利润增速由 10.71%、9.61%和 9.18% 调整为 9.65%、10.71%和 10.42%，对应动态估值分别为 12.4、11.2 和 10.1 倍，公司形成全球品牌运营，研发制造国际化加速，国内的竞争格局高端品牌已经领先，维持“买入”投资评级。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	35,177.28	37,456.36	29,148.78	55,909.03	60,276.58
应收票据及应收账款	25,481.09	24,652.13	40,415.16	15,586.21	47,200.97
预付账款	590.69	594.56	973.75	620.15	1,148.00
存货	21,503.52	22,377.19	22,527.90	28,575.88	27,305.00
其他	5,579.87	9,180.10	6,592.13	7,492.96	8,130.78
<b>流动资产合计</b>	<b>88,332.45</b>	<b>94,260.33</b>	<b>99,657.72</b>	<b>108,184.23</b>	<b>144,061.34</b>
长期股权投资	12,992.77	13,966.48	13,966.48	13,966.48	13,966.48
固定资产	16,073.33	17,319.64	18,010.70	18,055.60	17,699.80
在建工程	1,530.39	3,873.49	2,360.10	1,464.06	908.43
无形资产	7,971.24	9,747.63	9,141.02	8,534.41	7,927.81
其他	24,562.93	27,531.98	25,269.33	25,701.41	26,062.15
<b>非流动资产合计</b>	<b>63,130.66</b>	<b>72,439.21</b>	<b>68,747.62</b>	<b>67,721.96</b>	<b>66,564.67</b>
<b>资产总计</b>	<b>151,463.11</b>	<b>166,699.54</b>	<b>168,405.34</b>	<b>175,906.18</b>	<b>210,626.01</b>
短期借款	10,878.58	6,298.50	1,000.00	1,000.00	1,000.00
应付票据及应付账款	42,032.71	47,385.22	50,341.70	56,158.10	63,610.71
其他	23,983.16	26,397.94	34,767.81	25,393.64	42,343.30
<b>流动负债合计</b>	<b>76,894.45</b>	<b>80,081.66</b>	<b>86,109.50</b>	<b>82,551.74</b>	<b>106,954.01</b>
长期借款	16,036.49	15,541.47	10,000.00	10,000.00	10,000.00
应付债券	6,211.09	9,191.90	5,134.33	6,845.77	7,057.33
其他	5,571.07	6,754.24	5,672.19	5,999.17	6,141.87
<b>非流动负债合计</b>	<b>27,818.65</b>	<b>31,487.60</b>	<b>20,806.52</b>	<b>22,844.94</b>	<b>23,199.20</b>
<b>负债合计</b>	<b>104,713.10</b>	<b>111,569.27</b>	<b>106,916.03</b>	<b>105,396.68</b>	<b>130,153.21</b>
少数股东权益	14,534.49	15,727.93	18,043.05	20,695.94	23,608.59
股本	6,097.40	6,348.47	6,348.47	6,348.47	6,348.47
资本公积	826.88	2,208.77	2,208.77	2,208.77	2,208.77
留存收益	25,723.05	31,356.82	37,097.79	43,465.09	50,515.74
其他	(431.82)	(511.71)	(2,208.77)	(2,208.77)	(2,208.77)
<b>股东权益合计</b>	<b>46,750.01</b>	<b>55,130.28</b>	<b>61,489.31</b>	<b>70,509.50</b>	<b>80,472.79</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>151,463.11</b>	<b>166,699.54</b>	<b>168,405.34</b>	<b>175,906.18</b>	<b>210,626.01</b>

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	9,051.65	9,770.60	8,158.57	9,031.94	9,972.64
折旧摊销	2,775.94	3,139.89	1,488.94	1,537.74	1,568.03
财务费用	1,214.34	1,382.70	1,500.00	2,225.39	2,495.05
投资损失	(1,481.80)	(1,923.20)	(1,300.00)	(1,300.00)	(1,300.00)
营运资金变动	2,838.91	8,630.53	(2,132.87)	14,736.10	(7,123.86)
其它	1,687.56	(2,066.27)	2,586.97	2,847.85	3,128.84
<b>经营活动现金流</b>	<b>16,086.59</b>	<b>18,934.25</b>	<b>10,301.62</b>	<b>29,079.04</b>	<b>8,740.69</b>
资本支出	2,688.09	9,567.98	1,242.05	(146.98)	7.30
长期投资	1,934.95	973.71	100.00	100.00	100.00
其他	(10,244.86)	(18,207.33)	753.80	959.32	762.52
<b>投资活动现金流</b>	<b>(5,621.82)</b>	<b>(7,665.64)</b>	<b>2,095.85</b>	<b>912.35</b>	<b>869.82</b>
债权融资	35,976.49	34,046.93	19,078.39	20,782.25	21,022.53
股权融资	(686.35)	2,129.17	(3,063.68)	(2,092.01)	(2,361.67)
其他	(34,367.25)	(46,665.45)	(47,719.75)	(21,921.38)	(23,903.83)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>922.89</b>	<b>(10,489.35)</b>	<b>(31,705.04)</b>	<b>(3,231.14)</b>	<b>(5,242.96)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>11,387.65</b>	<b>779.25</b>	<b>(19,307.57)</b>	<b>26,760.25</b>	<b>4,367.55</b>

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>159,254.47</b>	<b>183,316.56</b>	<b>200,459.15</b>	<b>222,539.19</b>	<b>249,504.77</b>
营业成本	109,889.62	130,154.14	140,145.29	154,561.55	173,294.53
营业税金及附加	808.89	857.23	1,002.30	1,107.71	1,233.48
营业费用	28,276.01	28,653.22	33,075.76	36,718.97	41,168.29
管理费用	11,133.23	8,324.33	8,619.74	9,569.19	10,728.71
研发费用	4,509.85	5,080.60	5,552.72	6,453.64	7,235.64
财务费用	1,392.87	939.18	1,500.00	2,225.39	2,495.05
资产减值损失	655.92	760.28	600.00	600.00	600.00
公允价值变动收益	614.07	(145.19)	150.00	150.00	150.00
投资净收益	1,481.80	1,923.20	1,300.00	1,300.00	1,300.00
其他	(9,620.92)	(4,620.96)	(3,802.00)	(3,797.01)	(3,787.95)
<b>营业利润</b>	<b>10,113.12</b>	<b>11,390.51</b>	<b>12,315.34</b>	<b>13,649.76</b>	<b>15,087.04</b>
营业外收入	692.96	474.16	400.00	400.00	400.00
营业外支出	261.63	235.29	250.00	250.00	250.00
<b>利润总额</b>	<b>10,544.46</b>	<b>11,629.38</b>	<b>12,465.34</b>	<b>13,799.76</b>	<b>15,237.04</b>
所得税	1,492.81	1,858.78	1,869.80	2,069.96	2,285.56
<b>净利润</b>	<b>9,051.65</b>	<b>9,770.60</b>	<b>10,595.54</b>	<b>11,729.80</b>	<b>12,951.48</b>
少数股东损益	2,125.86	2,330.37	2,436.97	2,697.85	2,978.84
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>6,925.79</b>	<b>7,440.23</b>	<b>8,158.57</b>	<b>9,031.94</b>	<b>9,972.64</b>
每股收益(元)	1.14	1.17	1.29	1.42	1.57

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入	33.75%	15.11%	9.35%	11.01%	12.12%
营业利润	42.09%	12.63%	8.12%	10.84%	10.53%
归属于母公司净利润	37.51%	7.43%	9.65%	10.71%	10.42%
<b>获利能力</b>					
毛利率	31.00%	29.00%	30.09%	30.55%	30.54%
净利率	4.35%	4.06%	4.07%	4.06%	4.00%
ROE	21.50%	18.88%	18.78%	18.13%	17.54%
ROIC	21.24%	24.20%	26.98%	28.91%	49.77%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	69.13%	66.93%	63.49%	59.92%	61.79%
净负债率	1.71%	-6.18%	-16.38%	-49.82%	-48.78%
流动比率	1.15	1.18	1.16	1.31	1.35
速动比率	0.87	0.90	0.90	0.96	1.09
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	6.18	7.31	6.16	7.95	7.95
存货周转率	8.67	8.36	8.93	8.71	8.93
总资产周转率	1.13	1.15	1.20	1.29	1.29
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.14	1.17	1.29	1.42	1.57
每股经营现金流	2.53	2.97	1.62	4.57	1.37
每股净资产	5.06	6.19	6.84	7.85	8.96
<b>估值比率</b>					
市盈率	14.01	13.58	12.38	11.18	10.13
市净率	3.15	2.57	2.32	2.03	1.78
EV/EBITDA	9.42	4.74	7.24	4.92	4.35
EV/EBIT	11.85	5.63	8.07	5.42	4.76

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995

---

邮箱: research@tfzq.com

邮箱: research@tfzq.com

邮箱: research@tfzq.com

---