

# 海尔智家 (600690)

证券研究报告

2019年11月01日

## 收入增长稳健，卡萨帝增速放量

**事件：**公司发布 2019 年三季报，公司 2019Q1-Q3 实现营业收入 1488.96 亿元，同比+7.72%，归母净利润 77.73 亿元，同比+26.16%；对应 Q3 收入 499.16 亿元，同比+4.56%，归母净利润 26.22 亿元，同比+90.96%。因三季度公司不再合并物流业务，Q3 处置物流股权贡献归母净利润 14.4 亿元。剔除物流出表等因素后，1-9 月收入增幅为 9.5%，扣非归母净利润 58.34 亿元，同比+5.65%，Q3 收入增幅为 9.1%，扣非归母净利润 11.31 亿元，同比+8.10%。

**市占率持续提升，高端品牌加速成长，**根据中怡康统计，公司在零售端份额持续提升，2019 年 1-9 月海尔洗衣机、空调、热水器、厨电零售额分别提升 1.4、2.7、0.7、1.9、0.8 个 pct，作为冰洗龙头，公司冰箱、洗衣机保持行业市占率第一，并持续扩大领先优势，Q3 销售额仍保持稳健增长。根据产业在线数据显示，Q3 季度公司空调总销量同比+1.4%，增速同比转正，公司重新调整空调业务的战略，全面理顺价格策略、产品定位和渠道构成，从出货量端观察效果显著，复苏趋势有望延续，我们预计空调业务 Q4 会增速有望同比转正。卡萨帝在高端品牌市场持续发力，Q3 收入同比增长 42%，环比上半年 15% 增速大幅放量，上半年制约卡萨帝的洗衣机产能问题已经解决，同时公司不断完善卡萨帝品类矩阵，未来有望在厨电空调等领域持续发力。卡萨帝空调在 1,5000 元高端市场份额达到 41.24%，位居第一。卡萨帝冰箱、洗衣机在万元以上市场份额同样占据第一，分别为 40.6% 和 76.8%，卡萨帝业务持续布局高端，产品力强，将对公司利润端带来显著贡献。公司海外业务同样发展迅速，海外市场收入同比增长 25%，环比上半年 20% 增速有所提速，目前海外业务占公司收入已达 47%，各区域市场收入全面增长，北美、欧洲、南亚、东南亚、日本、澳新、中东非分别增幅 11.6%、30%（不含 CANDY）、14.1%、22.4%、9.7%、3.2%、9.2%，公司在海外坚定的推行“创牌+高端化”战略，全球化布局有望在一定程度上分散内销下滑风险，公司海外业务布局逐渐进入收获期。

**毛利率改善，费用率控制良好，**公司 Q3 季度毛利率 29.06%，同比提升 0.73 个 pct，扣非净利率同比持平，在空调业务小幅度降价下，公司毛利率同比仍有提升，显示出公司良好的业务韧性，我们预计毛利率改善主要是积极精简 SKU、调整渠道和卡萨帝业务向好所致。

从费用端来看，19Q3 销售、管理、研发、财务费用率同比分别-0.04、+0.22、+0.40、+0.27pct。公司持续加大研发投入，特别是在 AI 和 IOT 方面的研发投入。整体来看，公司费用率整体保持稳定状态。

**在手货币资金充裕，销售现金流持续改善。**从资产负债表看，19Q3 期末货币资金+其他流动资产为 406.78 亿元，环比 H1 减少 2.31 亿元，在手货币资金稳定。从应收款项看，应收账款及应收款项融资+票据 382.85 亿元，环比增加 0.03 亿元，同比-0.14%，回款情况基本保持健康。存货 250.80 亿元，环比增加 12.13 亿元，同比+20.18%。周转方面，公司 19Q1-Q3 存货及应收账款周转天数同比+12.09 天、-2.60 天，营业周期增加 9.49 天，营业周期拉长。

从现金流量表看，Q3 经营活动产生的现金流量净额 53.73 亿元，其中 Q3 销售商品及提供劳务现金流入同比+8.62%，环比 Q2 增加 9.83%，与收入增速相匹配，显示公司经营质量较高。

**投资建议：**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，卡萨帝重启快速增长，Q3 物流出表带来一次性投资收益，我们调高公司 19-21 年净利润分别为 90.75、94.69 和 102.99 亿元，前值分别为 81.59、90.32 和 99.73 亿元，对应动态估值分别为 11.2、10.8 和 9.9 倍，维持“买入”投资评级。

风险提示：海外业务不及预期，家电需求不及预期。

### 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	16 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	6,097.47
流通 A 股股本(百万股)	6,097.47
A 股总市值(百万元)	97,559.50
流通 A 股市值(百万元)	97,559.50
每股净资产(元)	6.91
资产负债率(%)	66.93
一年内最高/最低(元)	19.18/12.26

### 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

- 《海尔智家-半年报点评:市占率稳步提升，海外业务高增长》2019-09-02
- 《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

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	15,802.29	17,183.50	18,761.17
净利润(百万元)	6,925.79	7,440.23	9,074.87	9,468.90	10,299.24
增长率(%)	37.51	7.43	21.97	4.34	8.77
EPS(元/股)	1.14	1.17	1.42	1.49	1.62
市盈率(P/E)	14.09	13.70	11.23	10.76	9.89
市净率(P/B)	3.16	2.59	2.31	2.01	1.75
市销率(P/S)	0.64	0.56	0.51	0.46	0.41
EV/EBITDA	9.42	4.75	6.61	4.72	4.21

资料来源：wind，天风证券研究所



## 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	30,073.58	57,270.21	61,964.06
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>100,582.51</b>	<b>109,545.41</b>	<b>145,748.81</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>169,330.14</b>	<b>177,267.37</b>	<b>212,313.48</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	18,303.07	21,084.30	24,092.34
股本	6,097.40	6,368.47	6,368.47	6,368.47	6,368.47
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	37,742.57	44,417.91	51,699.46
其他	(431.82)	(531.71)	(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>62,414.11</b>	<b>71,870.69</b>	<b>82,160.27</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>151,463.11</b>	<b>166,699.54</b>	<b>169,330.14</b>	<b>177,267.37</b>	<b>212,313.48</b>

  

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	9,051.65	9,770.60	9,074.87	9,468.90	10,299.24
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)	(2,700.00)	(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)	2,860.67	2,978.37	3,226.40
<b>经营活动现金流</b>	<b>16,086.59</b>	<b>18,934.25</b>	<b>10,091.62</b>	<b>29,646.51</b>	<b>9,164.85</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)	2,153.80	959.32	762.52
<b>投资活动现金流</b>	<b>(5,621.82)</b>	<b>(7,665.64)</b>	<b>3,495.85</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	(3,043.68)	(2,092.01)	(2,361.67)
其他	(34,367.25)	(46,665.45)	(48,004.96)	(22,052.47)	(24,001.69)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>922.89</b>	<b>(10,489.35)</b>	<b>(31,970.25)</b>	<b>(3,362.23)</b>	<b>(5,340.82)</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>(18,382.78)</b>	<b>27,196.63</b>	<b>4,693.85</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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	36,051.35	40,669.28
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	2,700.00	1,300.00	1,300.00
其他	(9,620.92)	(4,620.96)	(6,602.00)	(3,797.01)	(3,787.95)
<b>营业利润</b>	<b>10,113.12</b>	<b>11,390.51</b>	<b>13,715.34</b>	<b>14,317.38</b>	<b>15,586.05</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>13,865.34</b>	<b>14,467.38</b>	<b>15,736.05</b>
所得税	1,492.81	1,858.78	2,079.80	2,170.11	2,360.41
<b>净利润</b>	<b>9,051.65</b>	<b>9,770.60</b>	<b>11,785.54</b>	<b>12,297.27</b>	<b>13,375.64</b>
少数股东损益	2,125.86	2,330.37	2,710.67	2,828.37	3,076.40
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>6,925.79</b>	<b>7,440.23</b>	<b>9,074.87</b>	<b>9,468.90</b>	<b>10,299.24</b>
每股收益(元)	1.14	1.17	1.42	1.49	1.62

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%	20.41%	4.39%	8.86%
归属于母公司净利润	37.51%	7.43%	21.97%	4.34%	8.77%
<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%	4.53%	4.25%	4.13%
ROE	21.50%	18.88%	20.57%	18.64%	17.74%
ROIC	21.24%	24.20%	29.71%	30.12%	51.18%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	69.13%	66.93%	63.14%	59.46%	61.30%
净负债率	1.71%	-6.18%	-17.62%	-50.77%	-49.83%
流动比率	1.15	1.18	1.17	1.33	1.36
速动比率	0.87	0.90	0.91	0.98	1.11
<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	1.19	1.28	1.28
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.14	1.17	1.42	1.49	1.62
每股经营现金流	2.53	2.97	1.58	4.66	1.44
每股净资产	5.06	6.19	6.93	7.97	9.12
<b>估值比率</b>					
市盈率	14.09	13.70	11.23	10.76	9.89
市净率	3.16	2.59	2.31	2.01	1.75
EV/EBITDA	9.42	4.75	6.61	4.72	4.21
EV/EBIT	11.85	5.65	7.30	5.19	4.60

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