

海尔智家 (600690.SH)

换个角度，发现更美风景

上一篇深度报告我们从外部环境与内部战略匹配度角度，论述海尔的三大改善：渠道体系调整，高端品牌和海外市场前瞻布局，逐步完善的激励体系。本篇报告基于目前市场对海尔的一些疑问，做更进一步的研究。

从品牌角度重新理解海尔的价值。海尔是国内品牌布局最为完善的白电公司，率先进入到品牌矩阵运营的阶段，具有先发优势。**1) 卡萨帝：**进入增长的机遇期，外资品牌不断衰退，卡萨帝相比国内品牌先发优势明显，预计2020年卡萨帝的合理估值约412亿元；**2) 国内海尔和统帅品牌：**作为国民品牌，海尔在冰洗优势突出，空调相比19上半年也在不断改善，该部分合理估值约629亿元；**3) GEA：**在北美市场行业需求平淡的背景下，GEA增速持续超越竞争对手，得益于海尔入主后，GEA的经营活力被激发，且产生明显的协同效应，预计合理的估值约430亿元。**4) GEA之外的众多海外品牌：**日本市场的AQUA、澳新市场的斐雪派克、以及欧洲市场的Candy等众多品牌构成公司海外品牌矩阵，尽管该部分业务利润率偏低，但改善空间较大，预计估值约67亿元。综上所述，我们认为按照品牌业务的维度去分析公司的价值，合理市值约1528亿元左右。

如何理解海尔近年来渠道改革的效率提升？**1) 上一轮渠道改革对效率有所提升：**2016年渠道改革后，公司整体净利率小幅下降，主要是同比口径不可比，拆分还原海尔原有业务口径，2017H1和2017H2净利率分别同比提升0.78和0.64pct。**2) 新一轮渠道改革的实质和上一轮之间的区别：**2018年渠道是公司全流程的效率优化，削减了渠道加价率，把分销模式转变成零售，更加重视对终端零售的服务和支持。

海尔组织架构在不断理顺。从业务条线看，海尔集团的资产在不断注入，从冰箱到空调，再转型成为白电旗舰。从职能条线看，从集团的统购统销到权力下放到上市公司层面。目前关于海尔智家收购海尔电器的方案探讨，我们认为如果落地，除了财务上的直接效应之外，也将使两家公司利益更加一致，带来管理架构改善的红利。

盈利预测与投资建议。预计2019-2021年公司净利润分别为90.0亿元、91.8亿元和103.1亿元，增速分别为20.9%、2.0%和12.4%，基于对公司分品牌价值的理解，我们上调公司目标市值至1528亿元，维持“买入”评级。

风险提示：海外市场扩张不及预期；国内白电竞争加剧；私有化海尔电器(01169.HK)存在不确定性。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	159,254	183,317	200,557	221,195	239,222
增长率 yoy (%)	33.8	15.1	9.4	10.3	8.2
归母净利润(百万元)	6,926	7,440	8,997	9,178	10,314
增长率 yoy (%)	37.5	7.4	20.9	2.0	12.4
EPS 最新摊薄(元/股)	1.14	1.17	1.37	1.39	1.57
净资产收益率(%)	19.4	17.7	18.2	16.0	15.6
P/E(倍)	17.9	16.6	13.8	13.5	12.0
P/B(倍)	3.9	3.2	2.7	2.4	2.0

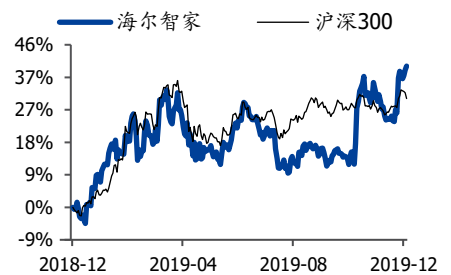
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入(维持)

股票信息

行业	白色家电
前次评级	买入
最新收盘价	18.96
总市值(百万元)	124,748.58
总股本(百万股)	6,579.57
其中自由流通股(%)	95.88
30日日均成交量(百万股)	34.76

股价走势



作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

分析师 马王杰

执业证书编号：S0680519080003

邮箱：mawangjie@gszq.com

研究助理 高润鑫

邮箱：gaorunxin@gszq.com

相关研究

- 《海尔智家(600690.SH)：卡萨帝增速回升，期待渠道升级成效》2019-10-31
- 《海尔智家(600690.SH)：跬步千里，综合白电巨头再出发》2019-09-06



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	88332	94260	126646	99970	145031
现金	35177	37456	60863	34921	73718
应收票据及应收账款	12448	10431	12490	12088	13094
其他应收款	961	0	2674	275	2914
预付账款	591	595	702	728	819
其他流动资产	17652	23401	22230	21569	22261
非流动资产	63131	72439	79512	88323	96362
固定资产	16073	17320	18992	21189	23130
无形资产	7971	9748	11328	13200	13986
资产总计	151463	166700	206159	188293	241393
流动负债	76894	80082	108527	80892	124668
短期借款	10879	6299	7000	8500	10000
应付票据及应付账款	25654	27759	33395	36038	38820
其他流动负债	40362	46024	68132	36354	75848
非流动负债	27819	31488	33239	33865	33192
长期借款	22248	24733	26760	27387	26713
其他非流动负债	5571	6754	6479	6479	6479
负债合计	104713	111569	141765	114758	157860
少数股东权益	14534	15728	18518	21378	24584
股本	6097	6368	6580	6580	6580
资本公积	827	2209	2209	2209	2209
留存收益	24896	29148	37389	45807	55261
归属母公司股东权益	32216	39402	45876	52157	58949
负债和股东权益	151463	166700	206159	188293	241393

现金流量表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	16087	18934	29064	-16911	48697
净利润	9052	9771	11787	12038	13520
折旧摊销	2776	3140	1445	1704	1926
财务费用	1393	939	701	921	815
投资损失	-1482	-1923	-2925	-1825	-1825
营运资金变动	4156	5617	18330	-29750	34262
其他经营现金流	192	1391	-275	0	0
投资活动现金流	-5622	-7666	-5618	-8740	-8190
资本支出	3967	6757	5470	6439	5137
长期投资	-2291	-2284	-2225	-1325	-2225
其他投资现金流	-3946	-3193	-2373	-3626	-5278
筹资活动现金流	923	-10489	-39	-291	-1710
短期借款	-7287	-4580	701	1500	1500
长期借款	6717	2486	2027	627	-673
普通股增加	-0	271	211	0	0
资本公积增加	743	1382	0	0	0
其他筹资现金流	750	-10048	-2978	-2417	-2537
现金净增加额	11045	1057	23407	-25942	38797

利润表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	159254	183317	200557	221195	239222
营业成本	109890	130154	142183	156225	168430
营业税金及附加	809	857	978	1057	1155
营业费用	28276	28653	31086	34285	37079
管理费用	11133	8324	14240	15705	16985
财务费用	1393	939	701	921	815
资产减值损失	656	760	799	905	977
公允价值变动收益	614	-145	0	0	0
投资净收益	1482	1923	2925	1825	1825
营业利润	10113	11391	13495	13922	15606
营业外收入	693	474	584	529	556
营业外支出	262	235	200	200	200
利润总额	10544	11629	13879	14251	15962
所得税	1493	1859	2092	2213	2442
净利润	9052	9771	11787	12038	13520
少数股东损益	2126	2330	2790	2860	3206
归属母公司净利润	6926	7440	8997	9178	10314
EBITDA	14214	15519	15825	16626	18452
EPS (元)	1.14	1.17	1.37	1.39	1.57

主要财务比率

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入(%)	33.8	15.1	9.4	10.3	8.2
营业利润(%)	42.1	12.6	18.5	3.2	12.1
归属于母公司净利润(%)	37.5	7.4	20.9	2.0	12.4
获利能力					
毛利率(%)	31.0	29.0	29.1	29.4	29.6
净利率(%)	4.3	4.1	4.5	4.1	4.3
ROE(%)	19.4	17.7	18.2	16.0	15.6
ROIC(%)	13.9	13.5	14.1	13.1	13.2
偿债能力					
资产负债率(%)	69.1	66.9	68.8	60.9	65.4
净负债比率(%)	1.7	-6.2	-37.2	5.8	-38.5
流动比率	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2
速动比率	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.2	1.1	1.1	1.1
应收账款周转率	12.9	16.0	17.5	18.0	19.0
应付账款周转率	4.8	4.9	4.7	4.5	4.5
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.14	1.17	1.37	1.39	1.57
每股经营现金流(最新摊薄)	2.2	2.7	4.4	-2.6	7.4
每股净资产(最新摊薄)	4.8	5.9	6.9	8.0	9.3
估值比率					
P/E	17.9	16.6	13.8	13.5	12.0
P/B	3.9	3.2	2.7	2.4	2.0
EV/EBITDA	10.0	8.9	7.6	9.1	6.3

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

1.从品牌的角度重新理解海尔的价值.....	5
1.1 卡萨帝进入增长机遇期.....	5
1.1.1 西门子等外资品牌不断衰退，给予卡萨帝良好外部环境.....	5
1.1.2 卡萨帝在高端品牌上先发优势明显.....	7
1.1.3 若单独估值，卡萨帝值多少钱？.....	7
1.2 海尔+统帅：国民与年轻品牌.....	8
1.2.1 海尔的国内大众品牌业务价值几何？.....	9
1.3 GEA 释放经营的红利.....	9
1.3.1 GEA 在北美市场持续超越行业，背后是因为什么？.....	10
1.3.2 GEA 到底值多少钱？.....	10
1.4 海外市场除 GEA 之外的品牌.....	10
1.5 总结：按品牌分，海尔的合理市值是多少？.....	11
2. 如何理解海尔近年来渠道改革的效率提升？.....	11
2.1 2016 年的渠道改革效果如何量化？.....	12
2.2 今年的新一轮渠道改革实质是什么？.....	14
2.2.1 如何理解新一轮渠道调整的实际意义？.....	14
2.2.2 统仓统配的改革和美的异曲同工.....	15
3.组织架构是否存在改善可能性？.....	15
3.1 海尔为理顺组织架构做了哪些努力？.....	15
3.1.1 业务条线：从冰箱到空调，再转型为白电综合平台.....	15
3.1.2 职能条线：从集团统购统销到公司自主性增强.....	16
3.2 如果私有化港股，将给海尔带来什么？.....	17
3.2.1 最直接的效应：增厚归母净利率.....	17
3.2.2 进一步改善 A 股财务费用.....	18
3.2.3 两家公司利益一致，降低内部管理成本.....	18
4. 盈利预测与投资建议.....	20
风险提示.....	21

图表目录

图表 1: 除了主品牌海尔之外，公司其余的品牌组合.....	5
图表 2: 国内洗衣机市场 1-9 月均价（元）.....	6
图表 3: 国内冰箱市场 1-9 月均价（元）.....	6
图表 4: 2019 年 1-9 月洗衣机和冰箱外资份额变动（%）.....	6
图表 5: 西门子和博世在冰箱 7000 元以上的份额变动（%）.....	6
图表 6: 卡萨帝冰箱首创技术梳理.....	7
图表 7: 卡萨帝收入与增速（亿元，%）.....	7
图表 8: 卡萨帝财务指标拆分（亿元）.....	8
图表 9: 洗衣机均价图（元）.....	8
图表 10: 冰箱均价图（元）.....	8
图表 11: 冰箱市占率（%）.....	8
图表 12: 洗衣机市占率（%）.....	8
图表 13: 海尔大众品牌收入与利润预测（亿元）.....	9

图表 14: GEA 在北美市场表现持续优于行业竞争对手 (%)	9
图表 15: GEA 冰箱份额 (%)	10
图表 16: GEA 洗衣机份额 (%)	10
图表 17: GEA 收入和利润拆分及预测 (亿元)	10
图表 18: 分品牌估值分布图 (亿元)	11
图表 19: 2016-2017 年市场份额提升 (%)	12
图表 20: 2015-2018 年海尔智家收入、利润以及净利率 (亿元, %)	12
图表 21: 海尔智家并表口径收入和扣非净利润 (亿元; %)	12
图表 22: 海尔智家剔除 GEA 后收入和扣非净利润 (亿元; %)	13
图表 23: 钢材价格 (元)	13
图表 24: 铜铝原材料价格 (元)	13
图表 25: 海尔两轮渠道调整的侧重点	14
图表 26: 海尔的统仓统配改革和美的驱动层级削减的比较	15
图表 27: 海尔最早期时集团的运作模式	16
图表 28: 海尔采购关联交易额变动 (亿元, %)	16
图表 29: 目前海尔智家及海尔电器股权关系图	17
图表 30: 海尔智家净利润与归母净利润 (亿元)	18
图表 31: 收购 1169 少数股东权益增厚归母净利率 (亿元, %)	18
图表 32: 海尔智家股权穿透图	19
图表 33: 海尔电器股权图	19
图表 34: 海尔智家收入预测 (亿元, %)	20
图表 35: 海尔智家盈利预测 (亿元, %)	20

上一篇海尔智家的深度报告《跬步千里，综合白电巨头再出发》，我们从外部环境与内部战略匹配度的角度讲了海尔目前存在的三大改善空间：**渠道体系调整，高端品牌和海外市场前瞻布局，逐步完善的激励体系**。本篇报告主要基于目前市场对海尔的一些疑问，做更进一步的思考和研究。

1.从品牌的角度重新理解海尔的价值

市场对海尔的理解仍有待深化。目前市场对海尔的分析，仍然主要从冰箱、洗衣机、空调、厨卫等业务进行拆分，很少站在品牌的维度去审视公司。之所以大家很少从品牌的角度去理解中国的家电公司，是因为此前并没有一家中国家电公司真正实现了多品牌运营，反观海外的家电公司中，大家电中的惠而浦、小家电中的 SEB，无不是通过品牌矩阵不断拓展市场边界。对于海尔智家，市场中往往存在一种观点，认为国内的冰箱和洗衣机已经进入到更新换代周期，海尔后续冰洗业务增长空间较小；空调行业面临格力和美的强有力的竞争；海尔的厨电目前的影响力仍较弱。**在分品类的理解框架下，海尔的价值并没有被市场很好的认知。**

不妨从制造思维向品牌思维转换。我们认为，要理解海尔竞争力，更重要的是从品牌矩阵布局的角度，去重新发现海尔的内在价值。未来家电企业如果需要不断获取市场份额的提升，就是需要用细分的品牌定位去抓住特定消费者的需求。面对国内不断细分的消费人群以及中国企业不断拓展的海外市场，未来家电行业的竞争将是品牌组合拳的竞争。海尔是中国家电企业中品牌布局最为完善的白电公司，率先进入到品牌矩阵运营的阶段，具有先发优势。从品牌布局的先发优势去看，更容易理解海尔相比竞争对手的优势在哪里。

图表 1: 除了主品牌海尔之外，公司其余的品牌组合



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

1.1 卡萨帝进入增长机遇期

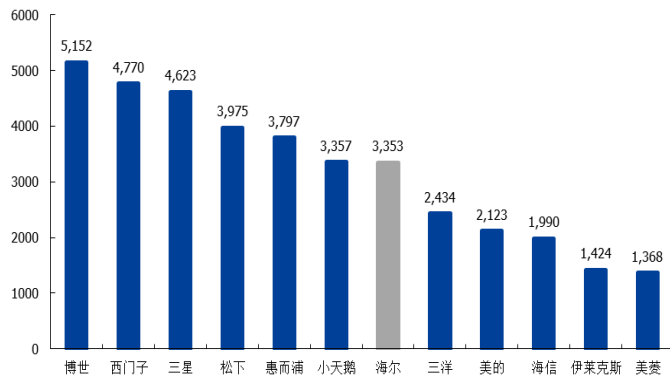
卡萨帝作为海尔旗下的高端品牌，将是公司未来最重要的增长动力之一，也是相比于国内竞争对手的优势所在。

1.1.1 西门子等外资品牌不断衰退，给予卡萨帝良好外部环境

目前在中国的市场中，以西门子、博世和松下等为代表的外资品牌占据着高端市场的定位。海尔、美的等国内白电龙头占据中间价格段，其余二三线公司价格较低。中怡康数据显示海尔的洗衣机和冰箱均价 3353 元和 5007 元，西门子和博世存在较大的价格差

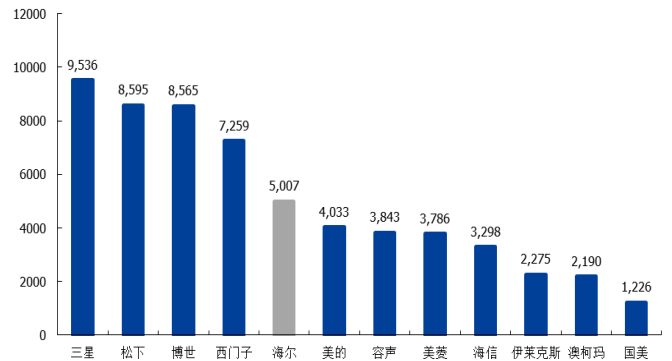
距，若考虑到三四级专卖店市场的产品结构相对更为低端，则国外品牌与国内品牌价差则更大。

图表 2: 国内洗衣机市场 1-9 月均价 (元)



资料来源: 中怡康, 国盛证券研究所

图表 3: 国内冰箱市场 1-9 月均价 (元)



资料来源: 中怡康, 国盛证券研究所

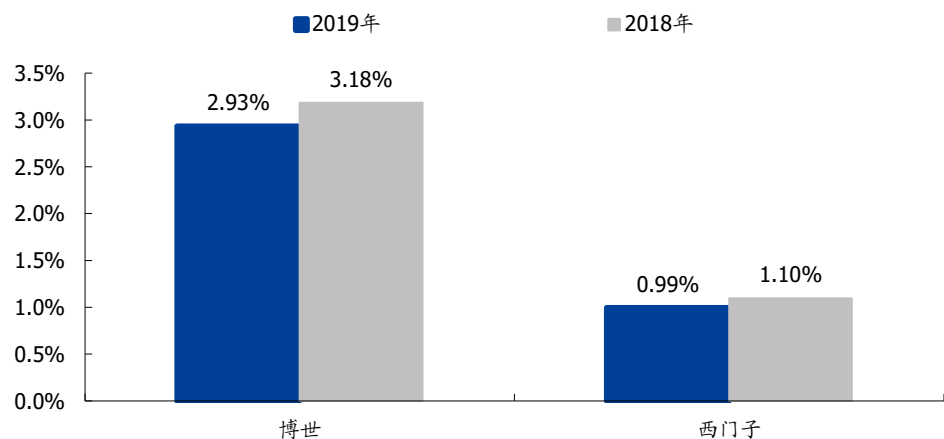
外资品牌在中国的市场份额不断丢失。根据中怡康数据显示，近年来外资品牌在中国市场的份额呈现较大幅度的下滑，高端市场也在逐步重演原来中低端市场中国品牌替代外资品牌的过程。具体拆分结构看，2019 年相比 2018 年，西门子和博世在高价格段（大于 7000 元）的份额也不断降低。

图表 4: 2019 年 1-9 月洗衣机和冰箱外资份额变动 (%)

洗衣机品牌	份额	变动幅度	冰箱品牌	份额	变动幅度
西门子	6.45%	-1.30	西门子	5.55%	-1.28
松下	6.20%	-0.62	松下	1.37%	-0.31
博世	1.74%	-0.33	博世	1.40%	-0.03
三星	1.37%	-0.30	三星	1.09%	-0.31

资料来源: 中怡康, 国盛证券研究所

图表 5: 西门子和博世在冰箱 7000 元以上的份额变动 (%)



资料来源: 中怡康, 国盛证券研究所

由于中国的高端消费需求一直存在，外资高端品牌让出的市场份额将不断被卡萨帝所占领，成为卡萨帝有力的外部环境。

1.1.2 卡萨帝在高端品牌上先发优势明显

卡萨帝本质上是产品驱动型的品牌，不断做产品创新是卡萨帝增长的动力。冰箱和洗衣机近年来的形态有较大升级，可以做差异化的地方相对比较大。消费者对于卡萨帝品牌的认知主要在于其差异化的产品功能。以冰箱为例，卡萨帝冰箱将独立温控、控氧等功能引入，洗衣机中卡萨帝双子滚筒洗衣机等技术，相比其余品牌的冰箱和洗衣机有较高的辨识度。

图表 6: 卡萨帝冰箱首创技术梳理

年份	核心技术/产品	领先功效
2013	首创四温多循环科技	除冷藏、冷冻之外，特设 2 个独立变温空间，独立循环，独立控温
2014	首创直线无油压缩机技术	颠覆传统的定频、变频压缩机行业格局，为用户提供了成熟的保鲜、节能、降噪全方位存储解决方案
2015	推出全球首台气悬浮无油动力制冷系统冰箱	温度波动范围控制在 $\pm 0.05^{\circ}\text{C}$ ，创造零温差下的“细胞级保鲜”体验
2016	推出红外恒温科技迭代细胞级养鲜技术	实现精准、精确控温，为食材提供专属保鲜方案
2017	采用超前 MSA 控养保鲜技术	降低特定仓室内的氧气浓度，实现保鲜延长加倍，营养损失率低于普通冰箱的 1/10
2018	冷冻全球首创智能恒温系统	冷冻食材不会因此反复化冻导致汁液流失以及口感变差

资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

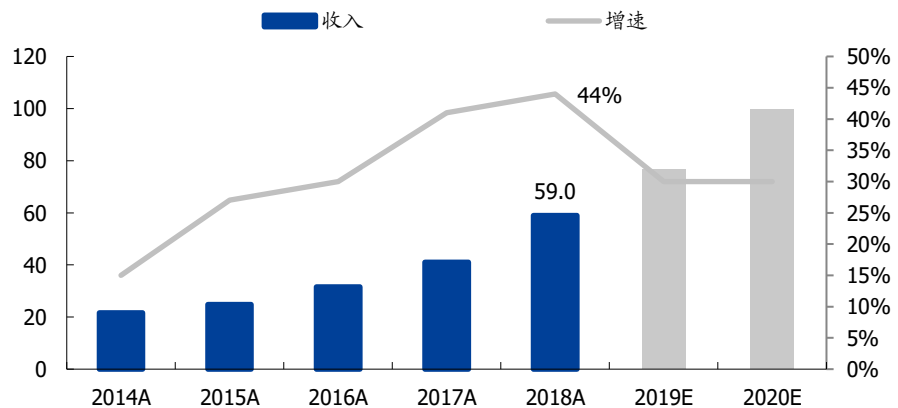
卡萨帝的产品创新，得益于海尔全球化技术协同的支持。以洗衣机为例，卡萨帝采用的直驱变频电机技术来自于海尔收购的斐雪派克，具有静音节能等特点。

与大众品不同，高端品牌需要时间的沉淀，竞争对手追赶难度大。高端品牌的相比于大众品牌有其特殊性，高端品牌的培育往往不是一蹴而就。在 2007 年左右，中国处于家电下乡大背景下，绝大部分家电企业在思考的是如何更多的进入下乡采购目录时，海尔开始布局高端品牌，经过 10 多年的运营，其品牌口碑已经被市场认可。竞争对手如果要复制卡萨帝的成功，不仅仅是产品的准备，更多还需要在品牌运营上下更大的功夫，或者需要花较长的时间才能缩小与卡萨帝的差距。而在水资不断退出的大背景下，卡萨帝无疑占得了先机。

1.1.3 若单独估值，卡萨帝值多少钱？

近年来卡萨帝收入端呈现快速增长趋势，2018 年卡萨帝的销售收入约 59 亿，同比增长 44%。2019 年 H1 增速为 15%，Q3 增速恢复至 42%，预计 Q4 增速将接近 50% 左右。预计 2020 年全年增速将在 30% 左右，收入规模接近 100 亿元。参考我们上篇报告中的结论，预计卡萨帝未来规模可以达到 300 亿左右，增长的空间仍非常大。预计在较长的时期内，卡萨帝将可以保持 20-30% 的增长区间。

图表 7: 卡萨帝收入与增速 (亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

预计卡萨帝估值将超400亿。我们预计卡萨帝未来几年的净利率将有望保持在16%-18%这个区间，原因是此前大规模的渠道开店费用投入增加导致前几年费用率有所降低，后续随着规模效应显现，卡萨帝利润率有望保持稳定。我们按照卡萨帝洗衣机占比30%计算，洗衣机净利润并表45.6%，预计2020年卡萨帝的净利润为13.7亿元。考虑到卡萨帝的高端品牌属性，以及预期未来三年的增长估值中枢将在30%左右，预计卡萨帝的合理估值在412亿元左右，对应2020年净利润的PE为30倍。

图表8: 卡萨帝财务指标拆分(亿元)

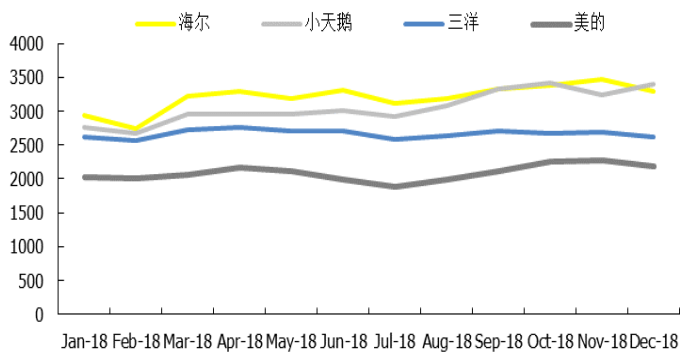
	2017年	2018年	2019年	2020E
收入	41.0	59.0	76.7	99.7
净利润(估值)	5.1	7.6	10.2	13.7
净利率假设	15%	15.5%	16%	16.5%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

1.2 海尔+统帅: 国民与年轻品牌

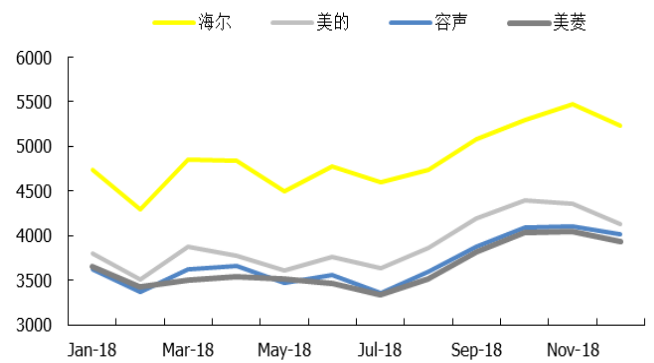
海尔品牌在国内的冰箱和洗衣机市场是当之无愧的龙头，其品牌的影响力和产品品质领衔国内品牌。

图表9: 洗衣机均价图(元)



资料来源: 中怡康, 国盛证券研究所

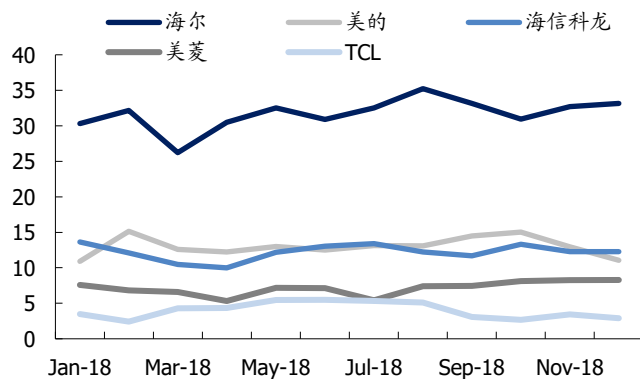
图表10: 冰箱均价图(元)



资料来源: 中怡康, 国盛证券研究所

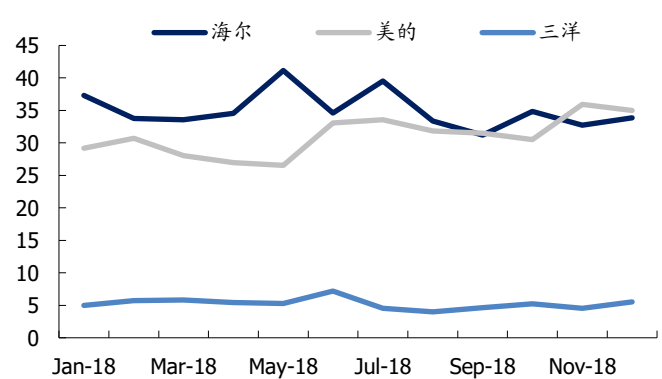
从市占率角度，海尔在冰箱和洗衣机的份额也遥遥领先。

图表11: 冰箱市占率(%)



资料来源: 产业在线, 国盛证券研究所

图表12: 洗衣机市占率(%)



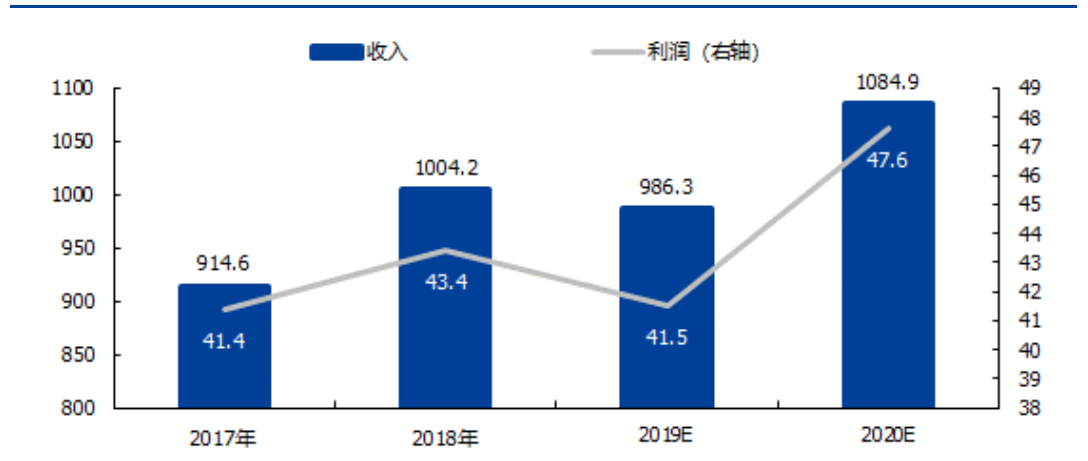
资料来源: 产业在线, 国盛证券研究所

尽管海尔的空调相比于格力美的处于弱势，但仍为国内第三大空调企业。并且从2019年的Q2和Q3进行空调SKU减少，提升规模化生产，集中采购降低成本，价格体系比此前更优竞争力，公司空调业务2019年Q4增速环比前三季度有较大的提升。

1.2.1 海尔的国内大众品牌业务价值几何？

我们预计公司2018-2020年国内大众品牌业务（包含渠道业务和零部件业务）收入分别为1004.2、986.3和1084.9亿元，利润为43.4、41.5和47.6亿元，预计2020年的合理市值为619亿元，对应2020年的PE为13倍。

图表 13: 海尔大众品牌收入与利润预测 (亿元)

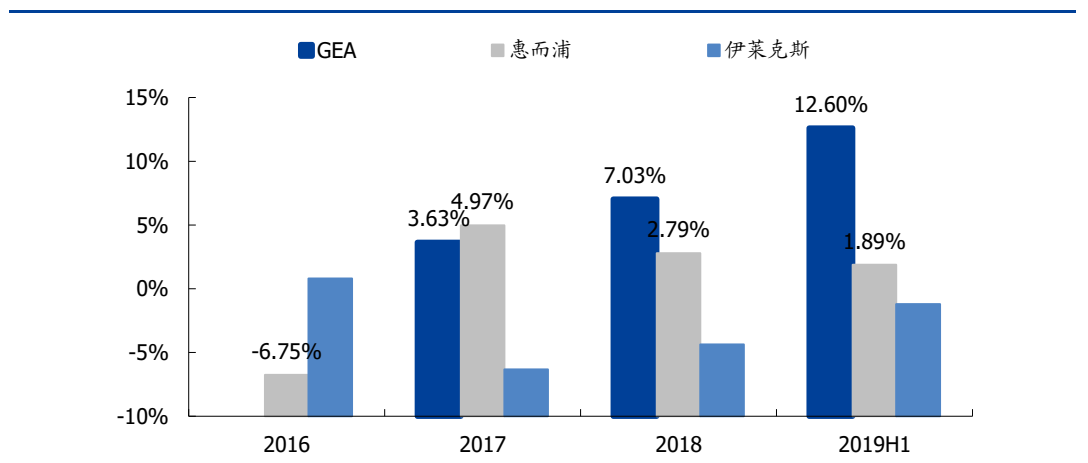


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

1.3 GEA 释放经营的红利

在北美市场行业需求平淡的背景下，2019H1 公司北美业务依然保持了 12.6% 的增速。而北美市场的另两大龙头惠而浦和伊莱克斯，分别增长 1.89% 和下滑 1.2%，GEA 份额不断提升。

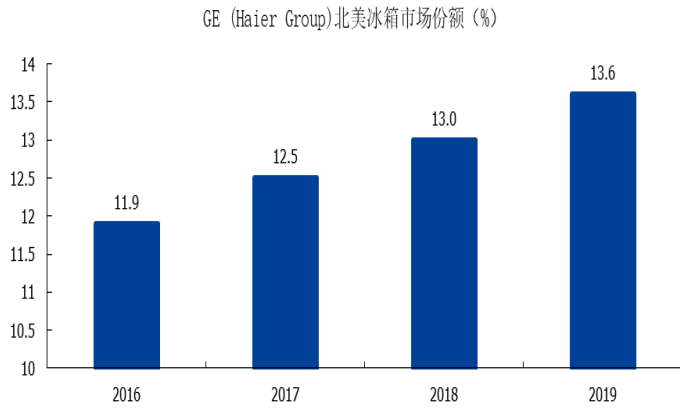
图表 14: GEA 在北美市场表现持续优于行业竞争对手 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

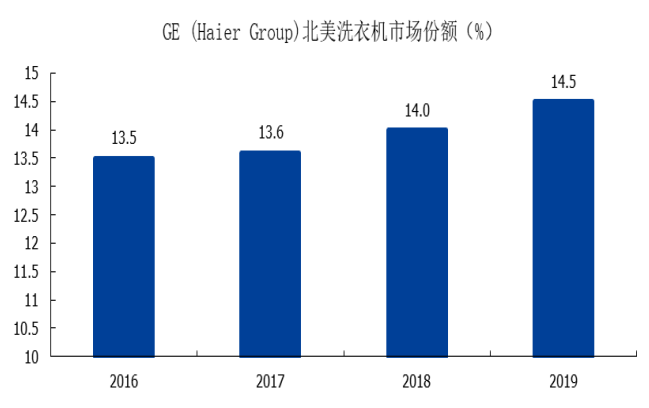
根据欧睿数据显示，GEA 在北美大家电的市占率由 2016 年的 16.3% 提升至 18%，尤其是 GEA 在北美市场相对处于弱势的冰箱和洗衣机份额也有较明显的提升。

图表 15: GEA 冰箱份额 (%)



资料来源: Euromonitor, 国盛证券研究所

图表 16: GEA 洗衣机份额 (%)



资料来源: Euromonitor, 国盛证券研究所

1.3.1 GEA 在北美市场持续超越行业，背后是因为什么？

1) GEA 相比在 GE 集团内部重要性大幅提升。在原来 GE 集团内部，家电业务并非集团的核心业务，在北美市场非常成熟的背景下，GEA 在内部能够得到资源支持相对有限。在海尔集团内部，GEA 作为最重要的板块之一，得到公司更多的重视激发管理人员的经营积极性。

2) GEA 的管理和激励机制转变。GE 家电在组织管理上由于层级分明，相对比较僵化，整个市场反馈核反应相对比较慢。海尔接手 GEA 后，逐步改变原先较为僵化的流程，让市场的压力直接能够和组织内部的资源做对接，激发员工的主动性。原来 GE 在薪酬激励上大家相对较为平均，海尔将其调整为需要更多反映绩效水平，运作效率也不断得到提升。

3) 海尔与 GEA 的协同效应显现。采购成本协同，海尔早已建立全球采购资源池，收购 GEA 后，双方共同享受供应商匹配价格和供应条款，实现对 GE 品类进行集中采购和全球采购，度优化 GEA 产品成本；研发资源共享，海尔和 GE 基于相互信任建立的紧密合作，将各自优势领域的技术积累共享开发。

1.3.2 GEA 到底值多少钱？

GEA 是北美的百年品牌，在美国家喻户晓。2016 年海尔以 350 亿元左右人民币的价格收购 GEA，经过几年来整合和改进，GEA 的盈利能力不断改善，EBIT 率从原来的 4-5% 改善到 6-7% 左右。

图表 17: GEA 收入和利润拆分及预测 (亿元)

	2017 年	2018 年	2019 年	2020E
GEA 收入	458.9	522.5	585.2	632.0
GEA 净利润	21.0	20.9	23.4	25.3
净利率假设	4.50%	4.00%	4.00%	4.00%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

参考大金、伊莱克斯、惠而浦等海外公司的估值，预计其合理市值应该在 430 亿元，对应 2020 年净利润的 PE 为 17 倍。

1.4 海外市场除 GEA 之外的品牌

日本市场的 AQUA、澳新市场的斐雪派克、以及欧洲市场的 Candy，以及海尔在海外市

场以自有品牌的布局。

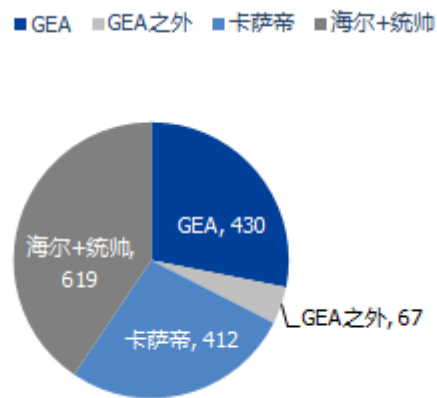
账面价值: 2018年以38.05亿元的价格收购Candy, 18年从集团承债式收购斐雪派克, 股权+债券合计价格为55.19亿元, 早期公司以约人民币8.37亿元收购三洋的海外资产。若仅以上述资产的账面价值计算, 则公司在海外市场的账面价值为101.6亿元, 考虑海尔本身在海外存在一定的自有业务, 其实际价值更高。

PE相对估值: 若按照PE估值方式, 我们预计2020年公司除去GEA之外的业务收入约398亿元, 由于该部分业务盈利能力相对较低, 若假设按照1.3%的净利率计算, 则其合理约为67亿元左右, 对应2020年PE为13倍。由于海外净利率基数低, 随着整合逐步到位, 净利润的改善弹性较大。

1.5 总结: 按品牌分, 海尔的合理市值是多少?

我们预计2020年, GEA的合理市值约430亿元, GEA之外的公司海外业务合理市值约67, 海尔国内品牌的价值约619亿元, 卡萨帝品牌价值约412亿元, 合计市值约1528亿元左右。

图表 18: 分品牌估值分布图 (亿元)

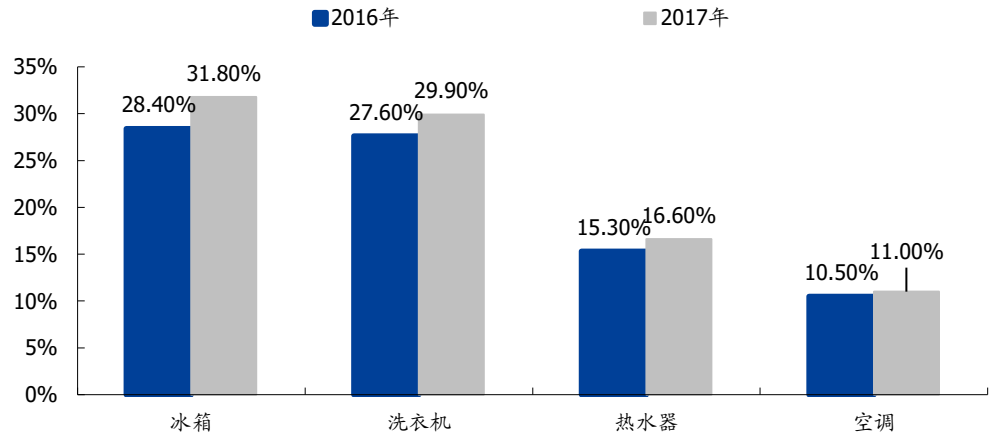


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2. 如何理解海尔近年来渠道改革的效率提升?

市场关心海尔渠道变革的效率提升体现在哪里。海尔在2016年以来, 做了两轮较大的渠道变革, 从2017年海尔的表现看, 海尔全品类的市占率不断提升。根据中怡康统计, 2017年海尔冰箱、洗衣机、空调、热水器、烟机、灶具市场零售份额分别提升3.4、2.3、0.5、1.3、1.12、1.06个百分点。

图表 19: 2016-2017 年市场份额提升 (%)



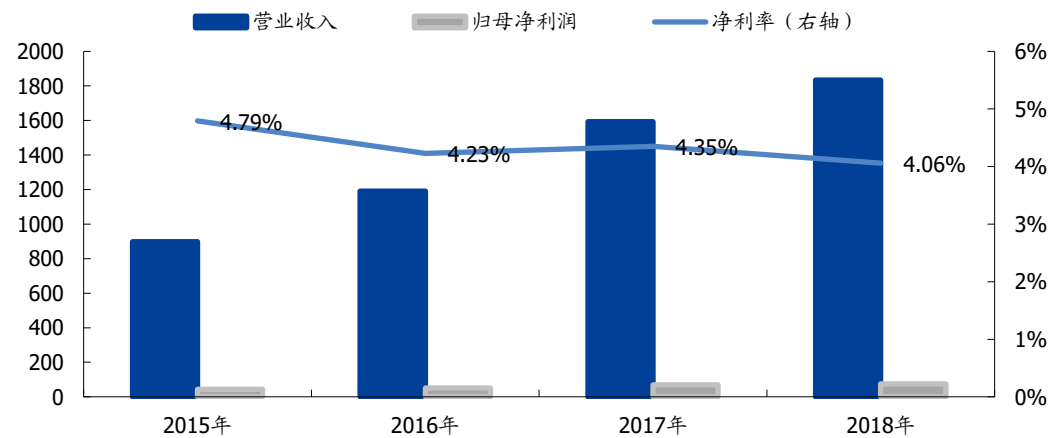
资料来源: 中怡康, 国盛证券研究所

市场认可 2016 年这一轮海尔渠道改革对收入端的改善作用,但是从财务数据直观分析,海尔的净利率 2017 年相比 2016 年并没有提升,真实的情况到底怎样?

2.1 2016 年的渠道改革效果如何量化?

报表口径不同导致净利率并不直接可比。2016 年海尔收购 GEA 家电资产,导致 2016 和 2017 年海尔整体的报表口径并不一致,我们需要通过剔除 GEA 的收入和利润对 2016-2017 年的净利率进行还原。

图表 20: 2015-2018 年海尔智家收入, 利润以及净利率 (亿元, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

为了更好的说明公司整体运营效率是否有提升,我们将关注扣非净利率这个指标的变化(排除非经常性损益的扰动)。我们将 2016-2017 年按照半年度来拆分收入,从公司合并报表口径看,2016H1-2017H2 的扣非后净利率分别为 5.67%、2.23%、4.87%和 2.26%。

图表 21: 海尔智家并表口径收入和扣非净利润 (亿元; %)

	2016H1	2016H2	2017H1	2017H2
收入	487.87	702.79	775.76	816.78
扣非归母净利润	27.65	15.67	37.77	18.47
净利率	5.67%	2.23%	4.87%	2.26%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

将 GEA 的半年度收入和利润剔除后，我们可以得到原有口径的公司净利率情况，不过考虑到公司 GEA 收购后 2016H2 开始有较大的财务费用开支，为了更好量化渠道改革的成效，我们将 2017 上半年多支出的财务费用加回利润中，方便同比口径可比。

图表 22: 海尔智家剔除 GEA 后收入和扣非净利润 (亿元; %)

	2016H1	2016H2	2017H1	2017H2
收入	453.27	479.05	550.76	582.84
扣非归母净利润	25.65	8.81	31.47	14.27
净利率	5.66%	1.84%	5.71%	2.45%
加回财务费用的净利率	5.66%		6.44%	

资料来源: Wind, 公司年报, 国盛证券研究所

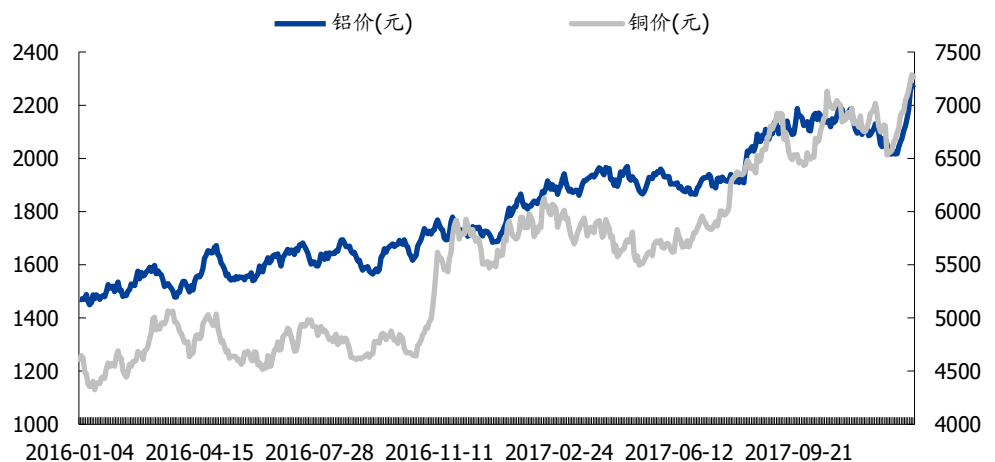
从结果看, 海尔原有口径的净利率在 2017H1 和 2017H2 分别同比提升 0.78 和 0.64pct。考虑到 2016-2017 年原材料价格处于上涨的周期, 产品结构也不断提升, 公司的净利率小幅提升也意味着渠道改革红利的显现。

图表 23: 钢材价格 (元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 24: 铜铝原材料价格 (元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2.2 今年的新一轮渠道改革实质是什么？

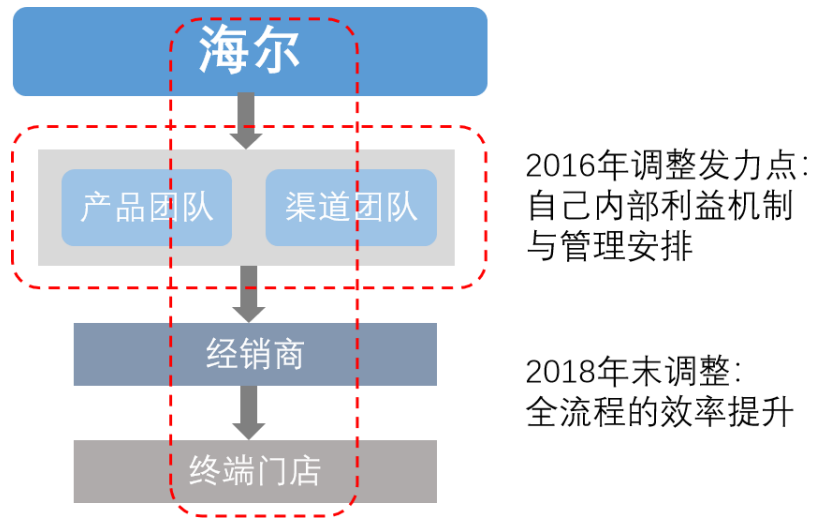
市场存在疑问，为什么 16 年渠道调整之后，18 年年末又要进行渠道调整，两者之间到底有什么关联？统仓统配实际将带来什么样的效果？

2016 年海尔的渠道改革，更多的是聚焦在公司的内部的销售层面。核心是理清内部的利益机制，同时在考核制度上也进一步向零售端考核（具体可参见我们上一篇报告《跬步千里，综合白电巨头再出发》）。

我们认为，**2018 年末开始的渠道调整，是对上一轮调整的延续和深化。**上一轮渠道变革是聚焦内部利益理顺，这一轮把更多的精力放在了公司全流程的可视数字化改造和物流的统仓统配。

2.2.1 如何理解新一轮渠道调整的实际意义？

图表 25: 海尔两轮渠道调整的侧重点



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

本质上是通过数字化体系推动，削减了渠道加价率，把分销模式转变成零售，更加重视终端零售端。

1) 以前海尔渠道中存在的具体问题

信息掌握不足：以前物流和信息流到县级服务商就结束了，海尔并不能掌握县级经销商卖给乡镇网点时信息，包括进货和库存数据；也不知道乡镇客户向县的提货价格是多少。

价格体系加价偏高：经销商卖给终端网点价格会高于海尔的指导价，导致终端的零售价高于海尔制定的零售价，最终降低海尔产品的价格竞争力。

经销商需要自己准备仓储和配送，运营效率较低。

2) 统仓统配具体做了什么？

通过推动信息系统建设，易理货下单，提货价格可视，货统一日日顺物流来配给镇一级的门店，经销商取消了原先的配送功能；改变原来经销商过多赚差价商业模式，转变成服务商，赚 2-3% 左右服务费，去培训终端门店更好地卖产品，整个终端价格体系将会有所压缩。

3) 统仓统配推行后预期对的效果？

A 信息化系统下沉到镇一级，带来全流程可视化的数据挖掘，能够通过后台沉淀的数据，更加精准分析客户需求以及终端零售动销，做好产品的型号规划，降低冗余的 SKU。

B 优化供应链体系，物流配送速度及时，降低不良品（减少搬运环节给产品带来的质量问题）。

C 降低渠道层级加价率：此前渠道政策层层传递，县一级经销商加价率过高的问题时常出现，政策直达乡镇，乡镇门店的采购价格更加透明，营销资源直接到镇，减少整体加

价率和县镇之间的博弈。

D 海尔营销、物流、信息和服务下沉到镇一级，赋能乡镇门店，大幅度降低了新开海尔专卖店的成本，有利于新店网点开辟。

2.2.2 统仓统配的改革和美的异曲同工

我们认为，实际上海尔的这轮渠道改革，与美的一直以来推行快周转模式下对渠道层级的削减十分类似，都是通过信息化系统和物流体系的下沉，掌握更多的零售服务能力，推动分销模式向零售转型。家电巨头在不断重视渠道效率的提升。

图表 26: 海尔的统仓统配改革和美的驱动层级削减的比较

	海尔智家	美的集团
渠道信息反馈	原来的信息只能看到县一级，终端并不能及时反馈，现在数据进一步下沉到终端门店	推进营销体系数字化改革，能够反馈终端门店动销
物流配送	日日顺物流：统仓统配，将货物放在中心仓，不再需要经销商储备库存和承担配送职能	安得物流：区域中心仓，形成了贴近客户、快速反应的全国直配网络布局
渠道效率优化	降低县一级经销商不合理的加价率；要求更加重视对终端门店的指导	渠道层级削减，代理商转运营商，降低代理费用

资料来源：国盛证券研究所

3. 组织架构是否存在改善可能性？

由于历史的原因，海尔形成了与上市公司与集团的关联交易问题，以及内部两个上市平台存在公司治理问题，管理架构体系较为复杂；纵观海尔的发展历史，海尔不断在理顺两个上市平台的利益，不断理顺集团和上市平台之间的利益。尽管经历较长的时间，但是在边际上，存在改善的趋势。

3.1 海尔为理顺组织架构做了哪些努力？

海尔在不断理顺集团和上市公司之间的关联交易，A 股上市公司作为白电综合平台得定位日渐清晰。

3.1.1 业务条线：从冰箱到空调，再转型为白电综合平台

1993 年，青岛海尔上市，募集资金多用于冰箱生产线的配套改造和技术引进，此时的青岛海尔仅为集团公司中的冰箱业务平台。

2000 年，青岛海尔从集团子公司海尔投资收购了青岛海尔空调器 74.45% 股权，上市公司开始演变成成为双主业平台。

2006 年，青岛海尔向海尔集团发行股份收购四家子公司的控股股权，商空空调、合肥家空、武汉家空、贵州冰箱等相关资产注入 A 股。

2008 年，收购海尔电器（1169.HK）20.1% 股权，2010 年完成海尔电器的 31.93% 股权收购，青岛海尔实现对海尔电器（1169.HK）的控股。备注：此时的港股海尔电器仅有洗衣机和热水器两大产业。

2010 年，海尔电器（1169.HK）收购集团海尔集团物流资产，开始有了渠道分销和物流业务。

2011 年，青岛海尔受让集团模具资产。

2015 年，收购集团旗下的海尔新加坡投资控股 100% 股权，交易金额合计 48.737 亿元，

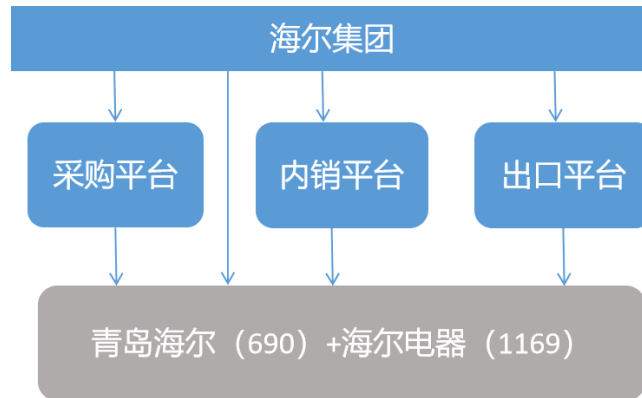
将海外白电资产注入 A 股公司。

2018 年，从控股股东海尔集团手中承债式收购海尔新西兰投资控股有限公司，并间接收购其全资持有的 Fisher&Paykel 100% 股权，股权交易价格约人民币 19.06 亿元，承接交易标的股东借款本息的价款约人民币 36.13 亿元。

3.1.2 职能条线：从集团统购统销到公司自主性增强

A 股上市公司一开始仅为制造职能，采购和销售都需要依赖海尔集团，因此造成上市公司与集团之间的关联交易非常高。随着集团承诺减少关联交易，海尔的采购和销售职能也逐步下放至上市公司体内，自主性不断增强，同时也解决市场担心的关联交易过多带来的利益重心问题。

图表 27: 海尔最早期时集团的运作模式



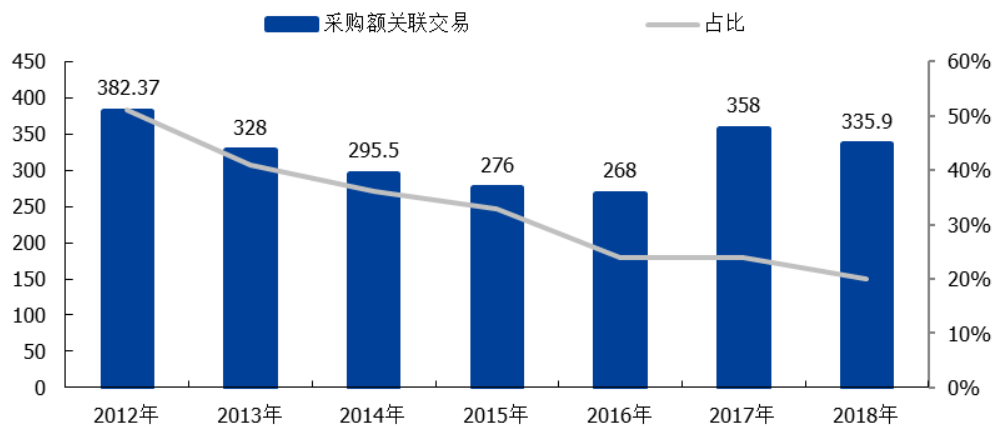
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

1) 采购层面：采购代理费降低，自主采购比例提升

根据公司早期年报披露，公司主要利用青岛海尔零部件采购有限公司、青岛海尔国际贸易有限公司等公司提供的平台采购及配送生产用物资、非生产用物资和保税物资。供货价格构成为：实际采购价+代理费(其中代理费按实际采购价的 2.25% 计算)；2010 年 6 月 8 日重新修订签署《采购配送合同》，将原合同中确定的 2.25% 代理费降低为 1.75%；2011 年公司将 2010 年合同中确定的 1.75% 代理费率进一步降低至 1.25%。

2009 年、2012 年分别成立了海达瑞及海达源采购平台，海尔自主采购的比例逐年增加。

图表 28: 海尔采购关联交易额变动 (亿元, %)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

2) 渠道销售层面：目前和集团层面的关联交易已经基本理顺

2018年，集团与公司在销售层面78亿，占比约10%，已经降至比较低的水平，基本已经梳理完成。

国内销售：

一二级市场：原先的销售由海尔集团旗下的海尔工贸进行。2006年设立重庆海尔家电销售有限公司，自2007年起，公司及控股子公司范围内生产的相关产品在境内通过重庆海尔家电销售有限公司及42家分公司进行销售，将海尔工贸从集团层面转移至A股上市公司旗下。

三四级市场中，原先产品通过海尔集团附属企业河南日日顺电器的专营店进行销售。2008年公司的子公司重庆海尔家电销售有限公司与河南日日顺电器有限公司成立“重庆日日顺电器销售有限公司”，承担三四线专卖店体系的销售任务。2010年，海尔集团将其日日顺渠道和物流资产注入到港股上市公司。

海外销售：

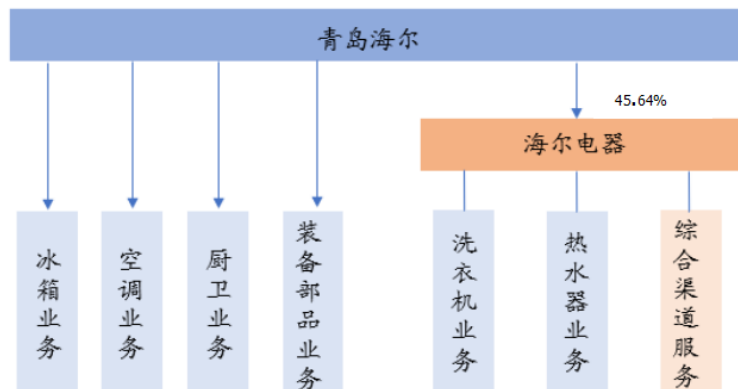
公司在早期出口产品主要利用海尔集团下属的海尔集团电器产业有限公司、海尔集团(大连)电器产业有限公司提供的平台销售，公司按出口产品FOB价的1.5%支付平台使用费，出口产品的相关费用由公司承担。

2015年公司完成对集团海外白电资产的收购，海外销售模式由原来的集团出口平台代理出口，海外白电资产下属贸易公司全面负责公司面向境外的产品销售。

3.2 如果私有化港股，将给海尔带来什么？

公司12月发布澄清公告，称正在初步探讨私有化海尔电器的方案，该等可能的私有化安排将通过换股的方式进行，对价股票为将于香港联合交易所主板上市的H股股票。如果该方案实施，则意味着A股的690平台和H股的1169平台将合二为一。

图表 29：目前海尔智家及海尔电器股权关系图

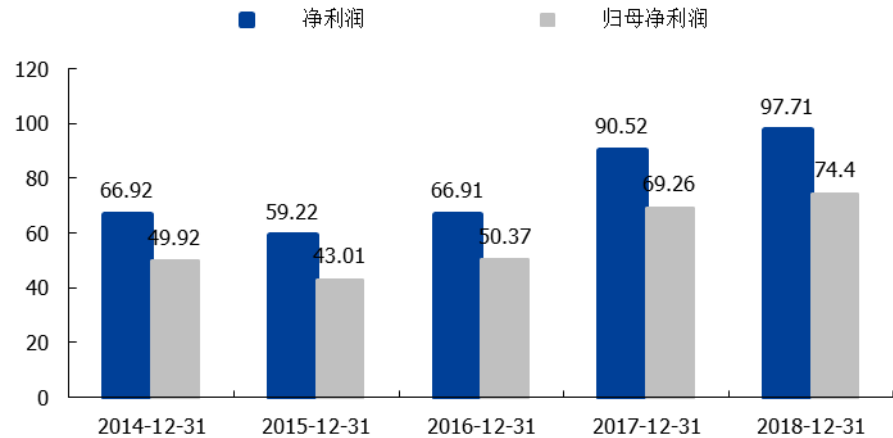


资料来源：Wind，国盛证券研究所

3.2.1 最直接的效应：增厚归母净利率

由于目前海尔智家仅持股海尔电器的股权45.64%，因此很大一部分洗衣机、热水器等业务的利润A股并不能享受到，2018年海尔智家归母净利润占净利润比重仅为76%。

图表 30: 海尔智家净利润与归母净利润 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

若海尔智家收购海尔电器少数股东权益完成, 则净利率将增厚接近 1pct, 由于海尔整体净利率相对较低, 1pct 的增厚对公司的弹性较大。

图表 31: 收购 1169 少数股东权益增厚归母净利率 (亿元, %)

	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
海尔电器归母净利润	24	27	28	34	38
其中属于海尔智家的利润	10.95	12.32	12.78	15.52	17.34
私有化前, 海尔智家归母净利润	49.92	43.01	50.37	69.26	74.40
私有化后, 海尔智家归母净利润	60.87	55.33	63.15	84.78	91.74
私有化前海尔智家净利率	5.62%	4.79%	4.23%	4.35%	4.06%
私有化后海尔智家净利率	6.86%	6.17%	5.30%	5.32%	5.00%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

由于私有化一般存在溢价收购, 不排除后续 EPS 可能存在摊薄的可能性, 取决于实际的溢价程度。

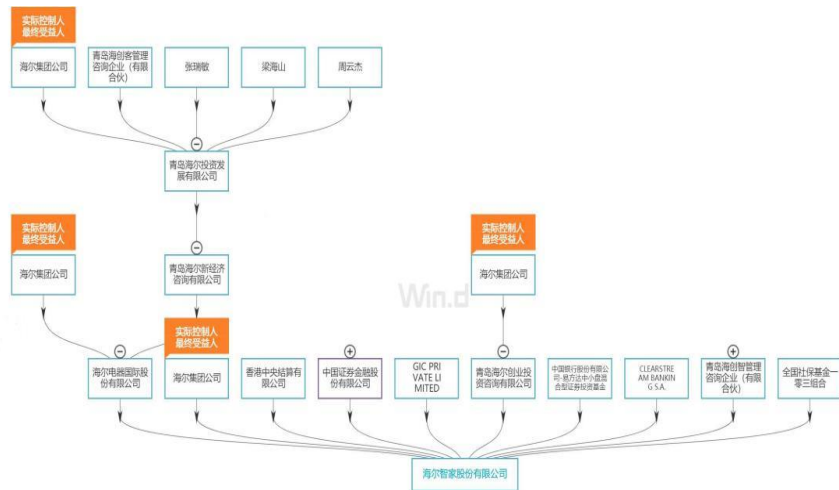
3.2.2 进一步改善 A 股财务费用

2019H1, 海尔智家货币资金为 337.35 亿元, 海尔电器货币资金为 156 亿元, 则海尔智家账上实际的货币资金为 181.35 亿元。由于海外收购 GEA、Candy 等原因导致 A 股平台的负债较高, 2019H1 利息费用达 8 亿元, 海尔智家短期借款+长期借款额为 203.69 亿元, 公司也通过可转债等形式进行融资。而海尔电器旗下仅 1 亿元短期借款, 基本无利息费用。若 A 股公司完成对港股私有化, 则对其现金具有完全的支配权, 能够部分降低公司的有息负债水平, 降低财务成本。

3.2.3 两家公司利益一致, 降低内部管理成本

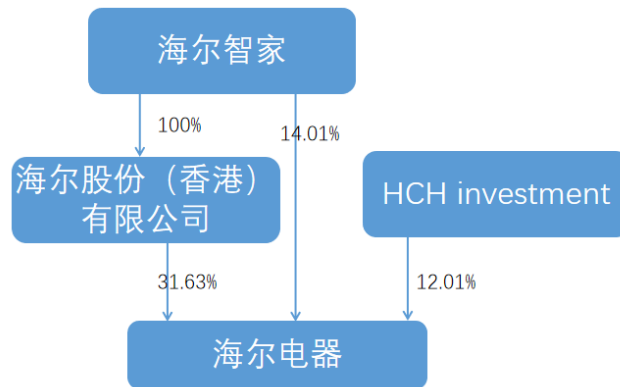
首先, 目前 A 股和港股平台的核心股东存在一定差异。

图表 32: 海尔智家股权穿透图



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 33: 海尔电器股权图



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

其次，从管理角度，两个公司存在两套人员和管理体系。港股的执行董事周云杰、解居志、李华刚，A股董事为梁海山、谭丽霞、武尝岐、李华刚、林绥、阎焱。此外，港股和A股之间也涉及较为复杂的交易和结算。

若A股平台和H股平台合二为一，将理顺两个平台之间存在的利益差异，使得公司有更多精力去共同做大市场蛋糕，长期来看将提升公司的效率和盈利能力。

4. 盈利预测与投资建议

我们按照分品牌的方式进行收入预测。预计未来未来三年公司的收入增速分别为 9.4%、10.3%和 8.2%。

图表 34: 海尔智家收入预测 (亿元, %)

	2017 年	2018 年	2019E	2020E	2021E
整体收入	1592.5	1833.2	2005.6	2212.0	2392.2
YOY		15.1%	9.4%	10.3%	8.2%
1) 海外	637.0	769.9	942.6	1027.5	1112.8
GEA	458.9	522.5	585.2	632.0	669.9
GEA 之外	178.1	247.4	357.4	395.4	442.9
2) 国内	955.5	1063.2	1063.0	1184.6	1279.6
卡萨帝	41.0	59.0	76.7	99.7	129.6
海尔+统帅	914.6	1004.2	986.3	1084.9	1150.0

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

我们预计 2019 年-2021 年的净利润分别为 90.0 亿元、91.8 亿元和 103.1 亿元, 增速分别为 20.9%、2.0%和 12.4%。

图表 35: 海尔智家盈利预测 (亿元, %)

	2017 年	2018 年	2019E	2020E	2021E
净利润	69.3	74.4	90.0	91.8	103.1
YOY		7.4%	20.9%	2.0%	12.4%
1) 海外	22.7	23.4	27.7	30.4	33.0
GEA	21.0	20.9	23.4	25.3	26.8
GEA 之外	1.8	2.5	4.3	5.1	6.2
2) 国内	46.5	51.0	51.7	61.4	70.1
卡萨帝	5.1	7.6	10.2	13.7	17.9
海尔+统帅	41.4	43.4	41.5	47.6	52.3
3) 其他因素			8		

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

上调公司目标市值至 **1528 亿元**。若按照前文的估值方式给 2020 年进行估值, GEA 为 17 倍、GEA 之外为 13 倍, 卡萨帝为 30 倍、海尔主品牌等为 13 倍, 则 2020 年的合理估值为 1528 亿元, 对应 2020 年估值为 13.5 倍。截止至 2019 年 12 月 20 日, 公司市值为 1238 亿元, 存在 23% 上涨空间, 维持“买入”评级。

风险提示

海外市场扩张不及预期: 公司在美国、欧洲、日本、澳新等地均有自有品牌及产能布局, 考虑到所布局的海外市场多数已经进入成熟阶段, 市场整体增速较低, 海外市场扩张可能速度可能不及预期。

国内白电市场竞争加剧: 竞争对手以成本优势抢占市场份额, 新入局者增多, 存量市场下国内白电市场竞争有进一步加剧的风险。

私有化海尔电器 (01169.HK) 存在不确定性: 目前公司对子公司海尔电器的私有化仅为内部探讨, 最终是否落地存在不确定性。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com