

海尔智家 (600690.SH)

私有化整合，开启效率提升的大幕

事件：7月31日晚，海尔智家和海尔电器发布联合公告称，海尔智家拟以协议安排的方式私有化海尔电器，方案将以“换股+现金支付”的方式完成对价支付，对价股票为海尔智家香港联交所上市的H股股票。

私有化港股的原因在何？会对财务带来什么影响？ 1) **私有化原因。** 背景：公司产品品类、渠道分散在两家上市公司，复杂的股权结构和交错的业务导致重大业务决策流程跨越两家上市公司，造成净利润偏低。**好处：**双平台管理结构问题得到解决，公司竞争力最大程度发挥，通过品类协同、海外协同进一步提升管理运营效率。2) **财务影响：**交易整合吸收少数股东损益，增厚公司归母净利润；随着分红比例提升和归母净利润增厚，现金分红增加；优化海尔智家的资金配置，降低财务成本；降低管理费与销售费率，最终提升利润率水平。

私有化是前提，后续我们还可以期待哪些变化？ 预计后续股权激励增加使得高管和公司利益更加一致。私有化港股，意味着所有管理层的利益都在海尔智家这个单独的平台中实现，获得价值增长唯一途径是海尔智家这个公司利润不断释放，可以期待后续公司推出更多的激励计划，让公司的管理层和公司的利益有更深的绑定。**预计业务层面改革将继续深化，真正兑现效率提升——产品端套系化、全品类场景化的销售、渠道端小微虚拟买断增强自主性、降低费用等。**

海尔智家到底值多少钱？ 公司具有最完善的品牌矩阵布局、全品类的产品体系以及更偏零售体系的渠道。**私有化之后利益理顺，激励机制更加灵活以及改革的红利真正显现。** 目前按照A股市值+港股私有化的价值合计，合并后海尔智家的整体市值约1600亿元左右。做一个假设，2020-2024这五年，收入增速按照平均10%增长，到2024年后由于海尔的效率提升，净利率提升至7%左右，按照15倍PE，公司2024年估值约3075亿，相比目前整体市值存在接近100%涨幅的空间。

盈利预测与投资建议。 由于目前交易仍存在不确定性，暂不调整此前盈利预测，我们预计公司2020-2022年归母净利润为87.4、98.7亿元、107.0亿元，同比增速为6.5%、13%和8.3%，维持“买入”投资评级。

风险提示：监管审批存在相关不确定性；本次交易可能摊薄即期回报的风险；业务整合风险；汇率波动风险。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	183,317	200,762	211,244	231,662	252,280
增长率 yoy (%)	15.1	9.5	5.2	9.7	8.9
归母净利润(百万元)	7,440	8,206	8,738	9,873	10,697
增长率 yoy (%)	7.4	10.3	6.5	13.0	8.3
EPS 最新摊薄(元/股)	1.13	1.25	1.33	1.50	1.63
净资产收益率(%)	17.7	19.0	16.4	16.5	15.3
P/E(倍)	15.9	14.4	13.6	12.0	11.1
P/B(倍)	3.1	2.5	2.2	1.9	1.7

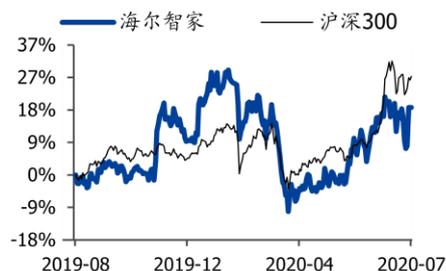
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

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	18.00
总市值(百万元)	118,432.20
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)	38.57

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 郑紫舟

邮箱：zhengzizhou@gszq.com

相关研究

- 《海尔智家(600690.SH)：拟转让卡奥斯，优化财务结构》2020-07-30
- 《海尔智家(600690.SH)：跟踪：国内份额继续提升，外销或好于市场预期》2020-06-04
- 《海尔智家(600690.SH)：收入有韧性，卡萨帝表现亮眼》2020-04-30



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	94260	100547	109435	123597	137372
现金	37456	36179	46544	49558	67847
应收票据及应收账款	10431	11016	13126	12614	13942
其他应收款	0	1886	931	2158	1206
预付账款	595	1273	692	1463	884
存货	22377	28229	23838	36445	29016
其他流动资产	23401	21965	24304	21359	24477
非流动资产	72439	86907	86482	92876	99872
长期投资	13966	20461	21361	22261	23161
固定资产	17320	21180	21721	23612	25664
无形资产	9748	10880	12557	13098	13920
其他非流动资产	31405	34386	30844	33905	37127
资产总计	166700	187454	195917	216473	237244
流动负债	80082	95610	93362	101680	111230
短期借款	6299	8585	7000	8500	10000
应付票据及应付账款	27759	33751	29850	42223	36040
其他流动负债	46024	53274	56513	50957	65191
非流动负债	31488	26855	28284	29365	29133
长期借款	24733	20281	22753	23825	23597
其他非流动负债	6754	6574	5531	5540	5536
负债合计	111569	122464	121647	131045	140363
少数股东权益	15728	17102	20612	25061	29615
股本	6368	6580	6580	6580	6580
资本公积	2209	4436	4436	4436	4436
留存收益	29148	35123	43690	53705	64372
归属母公司股东权益	39402	47888	53659	60367	67266
负债和股东权益	166700	187454	195917	216473	237244

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	18934	15083	18616	9525	27631
净利润	9771	12334	12248	14322	15251
折旧摊销	3140	4663	1674	1844	2073
财务费用	939	893	723	639	491
投资损失	-1923	-5480	-1600	-1600	-1000
营运资金变动	5617	848	6596	-5681	10816
其他经营现金流	1391	1823	-1024	0	0
投资活动现金流	-7666	-10962	-1141	-6687	-8119
资本支出	6757	6194	3007	4984	5601
长期投资	-2284	-1969	-900	0	-900
其他投资现金流	-3193	-6736	965	-1703	-3418
筹资活动现金流	-10489	-6013	-7110	177	-1222
短期借款	-4580	2287	-1585	1500	1500
长期借款	2486	-4452	2472	1072	-228
普通股增加	271	211	0	0	0
资本公积增加	1382	2227	0	0	0
其他筹资现金流	-10048	-6285	-7997	-2395	-2494
现金净增加额	1057	-1598	10365	3014	18290

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	183317	200762	211244	231662	252280
营业成本	130154	140868	147871	162164	176092
营业税金及附加	857	802	916	965	1072
营业费用	28653	33682	33799	35908	39608
管理费用	8324	10113	14787	16448	17912
财务费用	939	893	723	639	491
资产减值损失	760	-861	428	348	214
公允价值变动收益	-145	77	0	0	0
投资净收益	1923	5480	1600	1600	1000
营业利润	11391	14449	14321	16791	17891
营业外收入	474	391	433	412	422
营业外支出	235	210	200	200	200
利润总额	11629	14631	14553	17003	18114
所得税	1859	2296	2305	2681	2862
净利润	9771	12334	12248	14322	15251
少数股东损益	2330	4128	3510	4449	4554
归属母公司净利润	7440	8206	8738	9873	10697
EBITDA	15519	19927	16750	19286	20428
EPS (元)	1.13	1.25	1.33	1.50	1.63

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	15.1	9.5	5.2	9.7	8.9
营业利润(%)	12.6	26.9	-0.9	17.2	6.6
归属于母公司净利润(%)	7.4	10.3	6.5	13.0	8.3
获利能力					
毛利率(%)	29.0	29.8	30.0	30.0	30.2
净利率(%)	4.1	4.1	4.1	4.3	4.2
ROE(%)	17.7	19.0	16.4	16.5	15.3
ROIC(%)	13.5	14.6	14.0	14.5	13.9
偿债能力					
资产负债率(%)	66.9	65.3	62.1	60.5	59.2
净负债比率(%)	-6.2	0.0	-19.1	-16.5	-31.1
流动比率	1.2	1.1	1.2	1.2	1.2
速动比率	0.9	0.8	0.9	0.9	1.0
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1
应收账款周转率	16.0	18.7	17.5	18.0	19.0
应付账款周转率	4.9	4.6	4.7	4.5	4.5
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.13	1.25	1.33	1.50	1.63
每股经营现金流(最新摊薄)	2.73	2.01	2.83	1.45	4.20
每股净资产(最新摊薄)	5.85	7.21	8.17	9.34	10.61
估值比率					
P/E	15.9	14.4	13.6	12.0	11.1
P/B	3.08	2.50	2.20	1.93	1.70
EV/EBITDA	8.5	7.0	7.6	6.8	5.8

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

1 私有化方案简述：换股+现金支付，海尔电器成全资子公司	4
2 为什么要私有化港股？	6
3 本次交易的财务影响	10
4 交易后续重要的环节和时间节点	12
5 私有化是前提，后续我们还可以期待哪些变化？	13
6 低估的海尔智家到底值多少钱？	15
7 盈利预测与投资建议	18
风险提示	18

图表目录

图表 1: 海尔电器股权结构图（截至 2020/03/31）	4
图表 2: 海尔智家股权结构图（截至 2020/03/31）	4
图表 3: 交易标的资产估值情况	5
图表 4: 私有化交易完成前后上市股东持股情况	6
图表 5: 2015-2019 年公司营收对比（亿元）	6
图表 6: 2015-2019 年公司归母净利润对比（亿元）	6
图表 7: 2015-2019 年公司毛利率对比（%）	7
图表 8: 2015-2019 年公司净利率对比（%）	7
图表 9: 截至 2019 年年底海尔集团体系持股情况	7
图表 10: 海尔智家与海尔电器的产品及渠道梳理	8
图表 11: 海尔智家关联交易情况（亿元，%）	8
图表 12: 各公司管理费率对比（%）	9
图表 13: 各公司销售费率对比（%）	9
图表 14: 海尔智家的智慧家庭生态品牌战略	9
图表 15: 海尔智家海外业务营收及占比（亿元，%）	10
图表 16: 海尔智家海内外业务毛利率	10
图表 17: 上市公司少数股东损益对比（亿元）	11
图表 18: 交易前后海尔智家 2019 年财务指标变动	11
图表 19: 海尔智家历年分红情况（亿元，%）	11
图表 20: 海尔智家计划分红率	11
图表 21: 2015-2019 年各公司财务费率对比（%）	12
图表 22: 2015-2019 年公司有息负债率对比（%）	12
图表 23: 2015-2019 年各公司现金情况（亿元）	12
图表 24: 2015-2019 年公司现金占总资产比重对比	12
图表 25: 私有化交易及海尔智家介绍上市关键节点	13
图表 26: 海尔智家净利率（2015-2019 年）	13
图表 27: 上市公司高管持股情况（截至 2019/12/31）	14
图表 28: 公司股权激励及员工持股计划	15
图表 29: 除了主品牌海尔之外，公司其余的品牌组合	16
图表 30: 海尔产品品类市占率情况（2020 年 6 月）	17
图表 31: 与传统厂商相比海尔渠道更加扁平	17
图表 32: 海尔未来市值变化假设（亿元）	18

事件：7月31日晚，海尔智家（600690.SH、690D）和海尔电器（01169.HK）发布联合公告称，海尔智家拟以协议安排的方式私有化海尔电器，方案将以“换股+现金支付”的方式完成对价支付，对价股票为海尔智家香港联交所上市的H股股票。私有化方案理论总价值约为429.79-440.73亿元（约等于476.08-488.18亿港元），较海尔电器7月30日停牌前最新市值（756.36亿港元）溢价15.88%-18.82%（除海尔智家及全资子公司合计持有的45.68%海尔电器股份外，其余54.32%股份均将作为计划股份的一部分，在协议安排生效后被注销）。

1 私有化方案简述：换股+现金支付，海尔电器成全资子公司

（一）方案概要

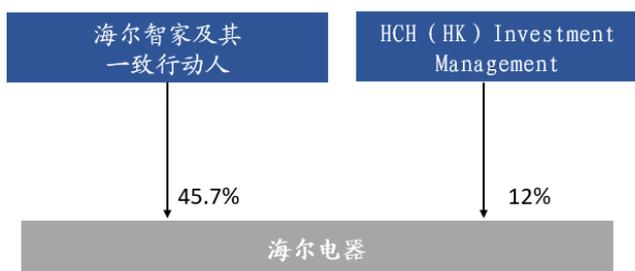
私有化方案中，海尔智家将以其新发行的H股置换原海尔电器计划股东的被注销股份。截至目前，海尔电器已发行股份28.17亿股，海尔智家及其一致行动人直接或间接持有海尔电器股份16.45亿股，累计占海尔电器已发行股份的58.41%。其中，海尔智家及全资子公司合计持有的海尔电器股份12.87亿股，占海尔电器已发行股份的45.68%，将不作为计划股份的一部分；其余由海尔智家的一致行动人合计持有的海尔电器3.59亿股股份，占海尔电器已发行股份的12.73%，将作为计划股份的一部分，在协议安排生效后被注销。海尔电器其余大约41.59%已发行股份由海尔电器其他股东持有，将作为计划股份的一部分，在协议安排生效后被注销。

协议安排生效后，

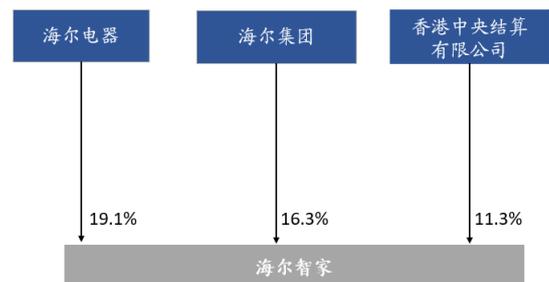
1) 海尔电器成为海尔智家全资子公司，并将从香港联交所退市

本次交易前，海尔电器为海尔智家控股子公司。海尔智家及全资子公司合计持有的海尔电器股份12.87亿股，占海尔电器已发行股份的45.68%。2020年一季报显示，海尔电器持有海尔智家19.13%股份。海尔智家与海尔电器持股相互交错。本次交易后，海尔电器将成为海尔智家全资子公司。

图表 1: 海尔电器股权结构图 (截至 2020/03/31)



图表 2: 海尔智家股权结构图 (截至 2020/03/31)



资料来源：公司年报，公司公告，国盛证券研究所

资料来源：公司年报，天眼查，国盛证券研究所

2) 海尔智家将在香港联交所主板上市并挂牌交易

海尔智家于1993年在上海证券交易所A股市场上市，2018年在中欧国际交易所D股市场上市。若此次香港上市成功，海尔智家将成为国内首家“A+D+H”股的上市公司

图表3: 交易标的资产估值情况

溢价率 (%)	相对于私有化公告 ¹			相对于首次潜在私有化要约公告 ¹		
	换股 收益率	现金 收益率	总收益率	换股 收益率	现金 收益率	总收益率
前1个交易日	10.09%	7.26%	17.35%	35.28%	8.92%	44.20%
前30个交易日	20.40%	7.94%	28.34%	33.82%	8.83%	42.65%
前60个交易日	28.33%	8.47%	36.79%	37.54%	9.07%	46.62%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

注: 私有化公告时间为2020年7月31日, 首次潜在私有化要约公告时间为2019年12月12日

(二) 支付方式

本次交易中, 私有化对家方式以“换股+现金支付”方式完成, 即每1股计划股份可以获得1.60股海尔智家新发行的H股股份, 并获得1.95港元/股的现金付款。

(三) 交易标的资产估值及交易价格

截至百德能《H股估值报告》出具之日, 海尔智家H股价值的预估范围为16.45-16.90港元/股(约等于18.23-18.72港元/股)。取估值中位数16.67港元/股(约等于18.47港元/股), 同时结合换股比例及现金付款的金额, 每股海尔电器计划股份的估值为31.51港元/股, 较此次私有化公告(2020年7月31日)正式发布前1/30/60个交易日海尔电器平均收盘价溢价率为17.35%/28.34%/36.79%; 相较于首次潜在私有化要约公告(2019年12月12日)发布前1/30/60个交易日溢价率为44.20%/42.65%/46.62%。

(四) 对上市公司股权架构的影响

截止目前, 海尔智家总股本为65.80亿股, 并已发行本金总额为80亿港元的海尔智家可交换债券(EB), 累计可交换为约2.51亿股目前由香港海尔持有的海尔电器股份(约占其当前已发行股本的8.90%)。截止目前, 海尔智家EB换取海尔电器股份的转换价约为31.89港元。

针对海尔智家目前发行的可交换债券(EB), 因私有化完成后海尔电器的股票将不再具有上市流通性, EB的转股标的将由原先的海尔电器股票转为海尔智家新发行的H股可转换债券(CB)。如EB持有人在计划登记日前全部不行使换股权, 交易完成后, 海尔集团及其一致行动人合计持有股本数占比总股本比例为35.14%; 如EB持有人在计划登记日前全部行使换股权, 交易完成后, 海尔集团及其一致行动人合计持有股本数占比总股本比例为33.62%, 较其重组前40.03%持股比例有所下降, 但控制权未发生变更。

图表4: 私有化交易完成前后上市股东持股情况

股东名称	本次重组前		本次重组新增	本次重组后	
	直接和间接持股数量(股)	持股比例	直接和间接持股数量(股)	直接和间接持股数量(股)	持股比例
海尔集团及海尔集团一致行动人	2,633,702,005	40.03%	538,560,000	3,172,262,005	33.62%
除 HCH (HK) 以外的计划股东	-	-	2,318,791,251	2,318,791,251	24.57%
其他 A 股股东	3,731,993,506	56.72%	-	3,731,993,506	39.55%
其他 D 股股东	213,871,116	3.25%	-	213,871,116	2.27%
总股本	6,579,566,627	100.00%	2,857,351,251	9,436,917,878	100.00%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

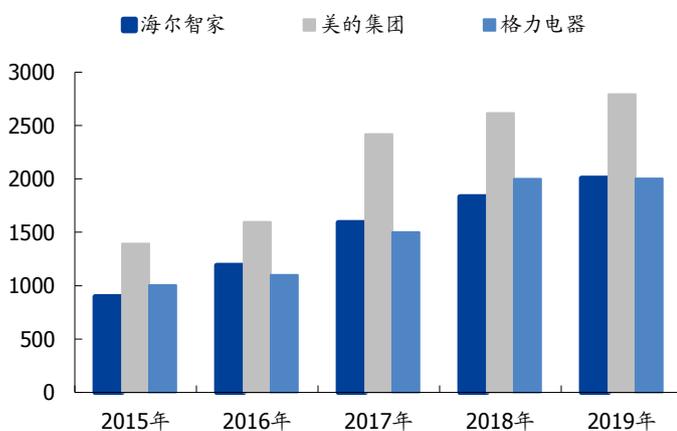
2 为什么要私有化港股?

将通过探讨私有化方案前公司存在的盈利能力低下、股权结构复杂、业务体系交错等问题, 以及本次交易如何解决以上存在的矛盾深入分析此次私有化港股原因。

➤ 私有化下背景: 盈利能力受限, 效率有待提升

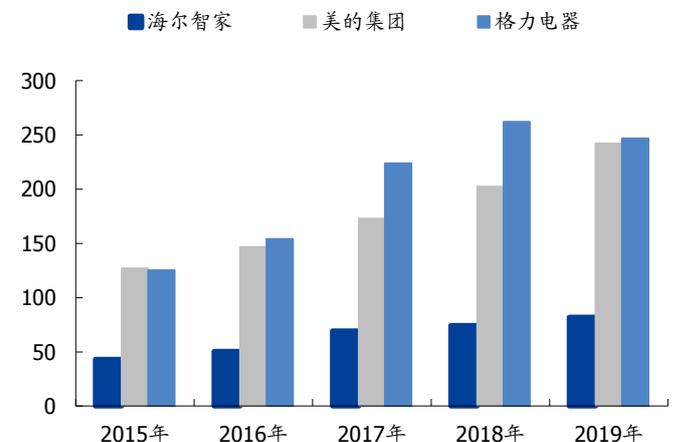
海尔智家营收可观, 但利润水平较低。从营收角度看, 三大白电企业差距较小: 2019年海尔智家营收 2006.2 亿元、美的集团为 2793.8 亿元、格力电器为 2005.1 亿元; 毛利率角度看, 2015 年-2019 年三者均维持在 25%-30%。但从业绩角度, 海尔智家显著低于美的集团和格力电器: 2019 年美的集团归母净利润为 242 亿元、格力电器为 247 亿元、海尔智家仅为 82 亿元, 仅为前两者的 1/3; 在净利率上也能发现海尔智家处于弱势: 2015-2019 年海尔智家净利率在 4%-6%, 而美的集团在 8%-10%和格力电器的净利率在 12%-14%。

图表5: 2015-2019 年公司营收对比 (亿元)



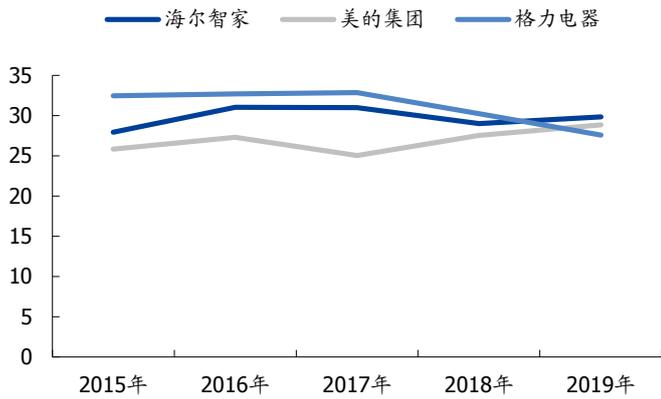
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表6: 2015-2019 年公司归母净利润对比 (亿元)



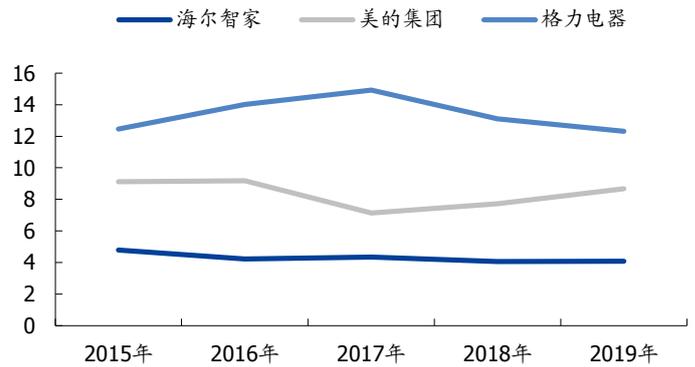
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 7: 2015-2019 年公司毛利率对比 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 8: 2015-2019 年公司净利率对比 (%)



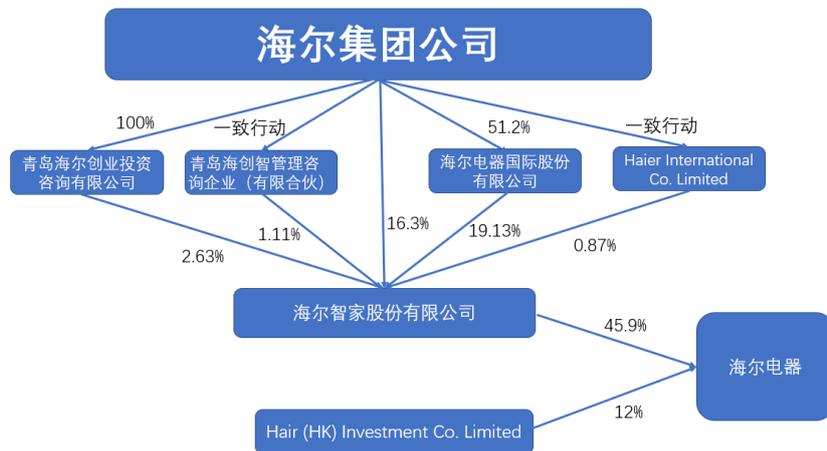
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

海尔智家净利润无法得到有效释放源于集团体系复杂的股权结构和交错的业务。

1) 股权结构上:

复杂的股权架构导致海尔集团、海尔电器、海尔智家的股东以及管理层的利益不统一，追求局部成绩而非整体利润的最大化。从 1993 年青岛海尔上交所上市至今，集团为促进公司管理和员工激励进行了多次股权变革和资产腾挪，最终形成了目前复杂的股权结构。从股权图分析，集团核心管理层通过海尔电器国际以及青岛海创智管理咨询公司持股海尔智家；海尔智家对海尔电器的股权 45.9%、海尔香港投资有限公司对海尔电器持股 12%。由于其分散且复杂的股东结构，且两个上市公司平台的领导团队相对独立，则两者会追求各自的业绩，即最大化局部业绩而非整体利润。

图表 9: 截至 2019 年年底海尔集团体系持股情况



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

2) 业务运营层面:

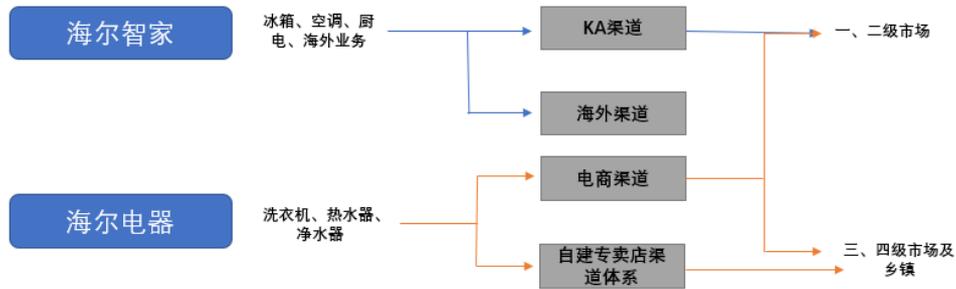
海尔智家与海尔电器在产品、渠道的交错复杂，影响效率。产品端，A 股平台的海尔智家主要负责业务包括冰箱、空调、厨电以及海外业务；港股旗下的海尔电器则负责洗衣机、热水器、净水器等业务。渠道端，海尔智家负责 KA 渠道和海外家电的渠道业务；海尔电器则负责日日顺体系的销售。

因此，销售层面，海尔电器下的洗衣机、热水器出口和 KA 渠道销售需要通过海尔智家进行，而海尔智家销售冰箱和空调等产品需要在海尔电器的平台下进行；

管理上，海尔智家和海尔电器属于两套管理团队，具有各自的考核目标和业绩标准运营

上，由于双平台的产品与渠道划分，易导致在整体运营程序更繁琐、沟通效率降低，人员增加，导致管理运营效率低下。部分产品品类、渠道分散在两家上市公司，重大业务决策流程跨越两家上市公司，造成时间和管理层精力的浪费，且覆盖全品类的海外业务主要隶属于海尔智家经营范围，存在潜在的同业竞争、关联交易导致的业务发展制约。**综上：海尔智家与海尔电器作为独立上市公司分别运营的方式存在一定的效率损失，影响了智慧家庭生态品牌战略的落地效果，限制了两家上市公司的长期发展。**

图表 10: 海尔智家与海尔电器的产品及渠道梳理

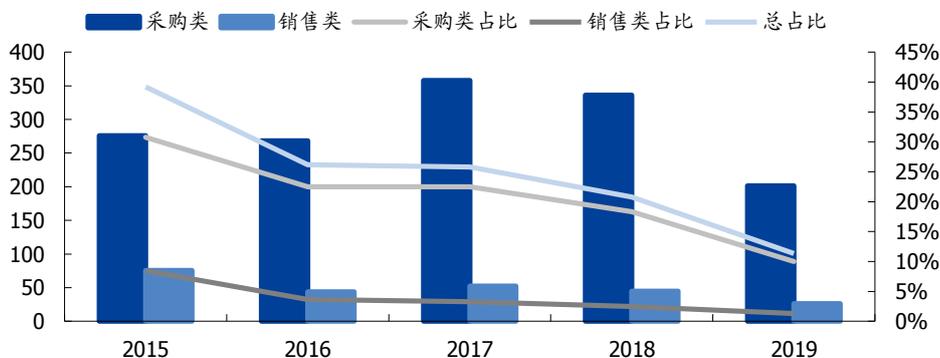


资料来源：公司年报，国盛证券研究所

此外，海尔智家和集团层面也存在一些关联交易。

2015年-2019年海尔智家采购类关联交易与销售类关联交易之和占总营收比重分别为39%/26%/26%/21%/11%。海尔智家在采购中仍需给集团支付一定比例的采购费用。海尔集团旗下财务公司也和海尔智家存在较多关联交易。

图表 11: 海尔智家关联交易情况 (亿元, %)

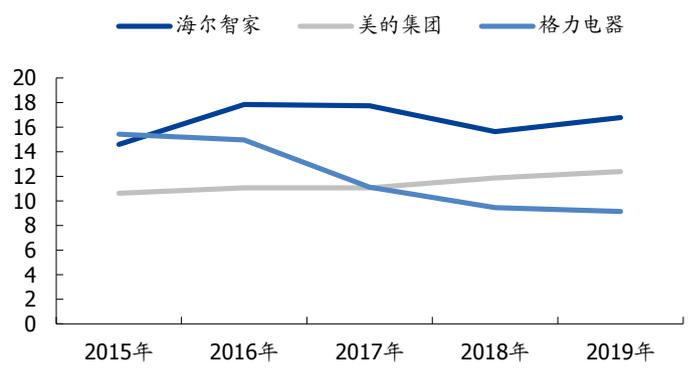
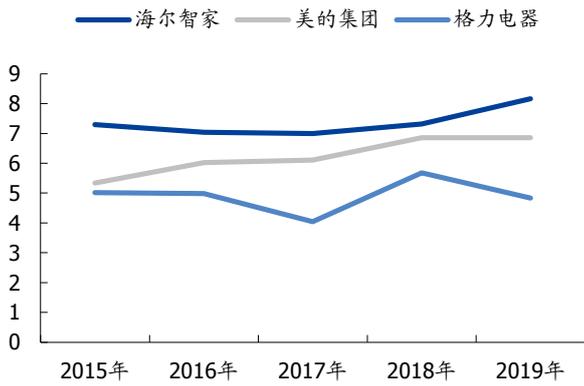


资料来源：公司年报，国盛证券研究所

最终，上述问题最直接地反映在其较高的销售费率和管理费率上。较多关联交易以及管理和运营效率的有待提高最直接的影响则是增加更多人力与物力成本：对比 2015年-2019年三大白电企业的管理费率和销售费率可知，海尔智家的费率显著高于其余两者。

图表 12: 各公司管理费率对比 (%)

图表 13: 各公司销售费率对比 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

随着公司推行产品“场景化、套系化”战略，双平台带来的局限性亟需整改，私有化进程势在必行。“场景化、套系化”的产品策略主要体现在根据家庭场景设计成套家居方案、完善家居布局，那么必然需要海尔电器和海尔智家的产品和渠道的共同作用。但由于其复杂的股权结构和交错的业务布局直接影响管理的效率以及整体战略的目标的达成，因此，优化组织结构、提升管理效率、统一双平台目标的私有化进程势在必行。

➤ 私有化好处：增强协同性、优化资源配置

私有化后，双平台管理结构问题得到解决，公司强竞争力最大程度发挥，协同增效进一步体现。正如上文所述，由于双平台下股权结构复杂、业务交错导致公司管理结构存在一定问题，公司的产品及渠道端优势得不到有效发挥。私有化港股后，公司不仅能充分展现其竞争优势，还能够进行品类协同、海内外业务的协同和效率的提升：

1) 品类协同

家居行业当前整体呈现“电器→网器→场景→生态”的演变，海尔智家也已经进入了物联网智慧家庭生态品牌战略阶段，作为具备强品牌制造能力的企业，海尔智家和海尔电器都已在各自经营的品类中实现了单品引领，包括占据高端市场的卡萨帝。在此次私有化整合后，一方面能够深化整合全套产品打造智慧家庭的解决方案，提升用户体验，并加速洗衣机等水家电的海外拓展，另一方面可以共建共享智慧家庭体验云，进一步深化线上线下融合，为用户提供全生命周期的定制服务最佳体验。

图表 14: 海尔智家的智慧家庭生态品牌战略

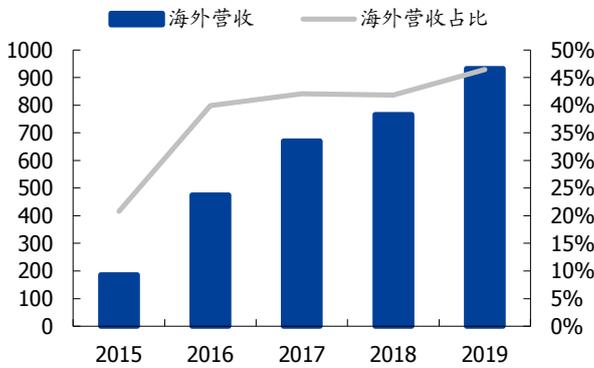


资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

2) 海内外协同

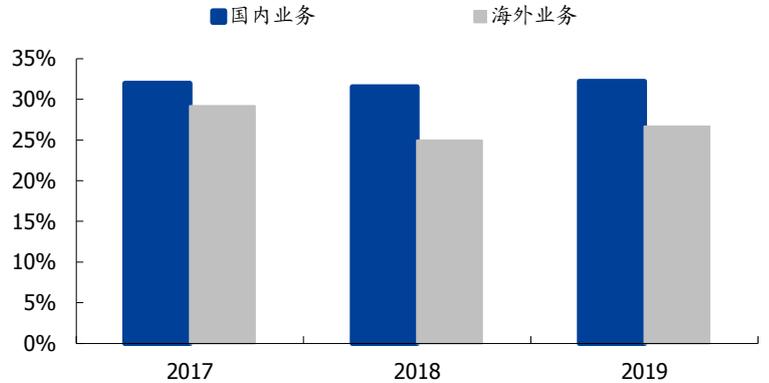
海尔智家和海尔电器在海外均有洗衣机的销售，因此不可避免地存在同业竞争问题，在整合后，两者将不再具有利益牵扯。后续有望进一步深化海内外业务协同、提升毛利率，拉动公司业绩。

图表 15: 海尔智家海外业务营收及占比 (亿元, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 16: 海尔智家海内外业务毛利率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

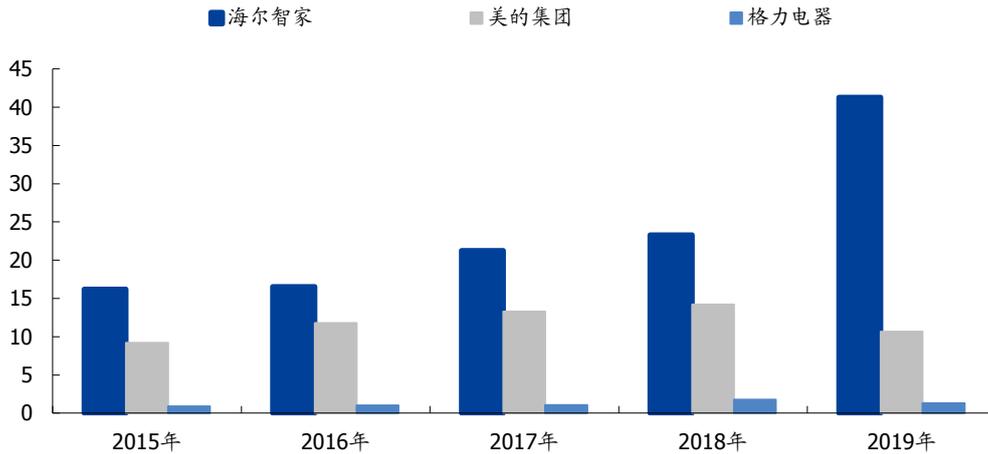
3) 管理运营效率提升

当私有化完成后，公司管理层、股东和员工的利益保持一致，产品和渠道交错导致的管理冲突的问题在根本上得到解决，叠加双平台下的品类协同和海内外协同效应，公司实现资源共享极大程度优化了公司的运营效率、全流程的响应周期。

3 本次交易的财务影响

交易整合吸收少数股东损益，增厚公司归母净利润。对比三大白电公司的少数股东损益可见，海尔智家少数股东损益显著高于美的集团和格力电器：截至 2019 年，海尔智家的少数股东损益为 41 亿元、美的集团为 10.66 亿元、格力电器为 1.31 亿元。整合完成后，公司的少数股东损益将并入归母净利润中，从财务报表端看，2019 年的归母净利润将由 82.06 亿元提升 47.67% 至 121.18 亿元，对应 EPS 由交易前的 1.29 元/股提升 6.92% 至 1.38 元/股，净利率由 4.09% 提升至 6.04%。

图表 17: 上市公司少数股东损益对比 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

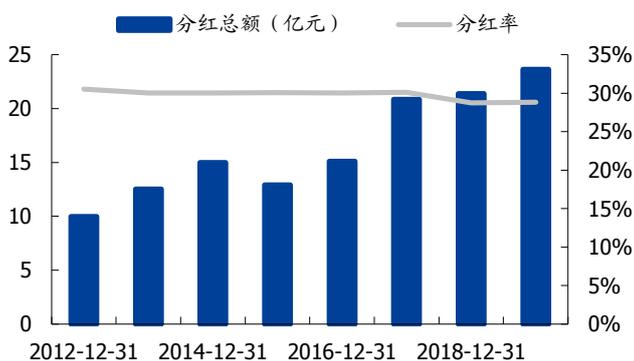
图表 18: 交易前后海尔智家 2019 年财务指标变动

	交易前	交易后	变动幅度
归母净利润 (亿元)	82.06	121.18	47.67%
EPS (元/股)	1.286	1.375	6.92%
净利率	4.09%	6.04%	1.95%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

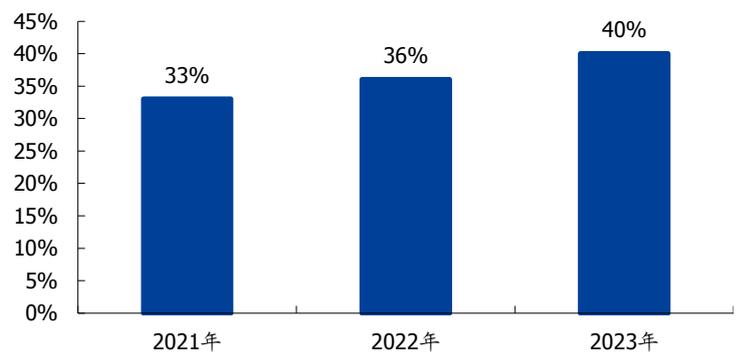
随着分红比例提升和归母净利润增厚, 现金分红随之增加。从公司历史情况看, 分红率较为稳定: 2012 年至 2019 年, 分红率保持在 28%-30%。此次私有化后, 计划在三年内将股东分红的比例提升到 40%, 对应 2021 至 2023 年分红率分别为 33%、36%、40%。在私有化带来分红比例提升和归母净利润提升的双重作用下, 未来现金分红将有望显著提升。

图表 19: 海尔智家历年分红情况 (亿元, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 20: 海尔智家计划分红率

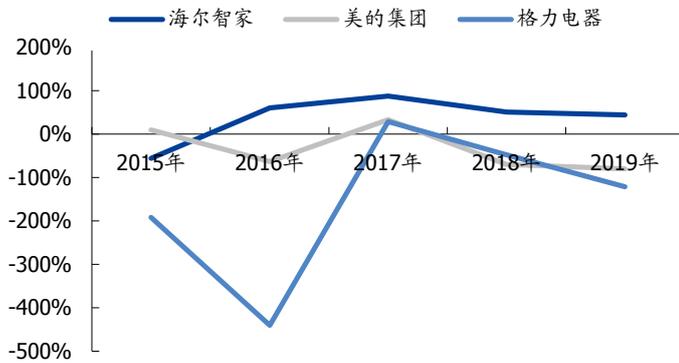


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

整合将进一步优化海尔智家的资金配置, 降低财务成本。对比三大白电企业, 海尔智家的财务费率显著高于美的集团和格力电器: 截至 2019 年, 海尔智家的财务费率为 44.48%、美的集团为 -79.88%、格力电器为 -121.02%。主要源于海尔智家负债率水平较高, 截至 2019 年公司有息负债率为 36%, 而美的集团为 31%、格力电器为 15%。但对比各公司

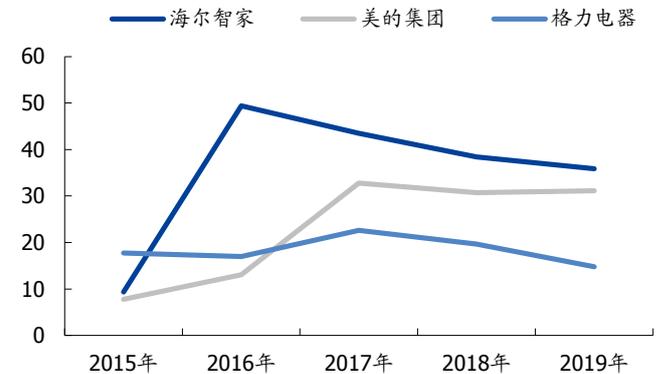
现金发现，海尔智家实际货币资金水平不高，而海尔电器具有显著优势：2019年海尔智家货币资金为361.7亿元，海尔电器为148.34亿元（占总资产比重29.63%），得到海尔智家实际账上货币资金为213.4亿元（占总资产比重15.53%）。因此当整合完成后，海尔智家可得益于海尔电器高货币资金、基本无利息费用特点（2019年仅不足1亿元超短借款、基本无长期计息借款），充分优化资金配置，偿还部分公司负债，降低财务成本。

图表 21: 2015-2019 年各公司财务费率对比 (%)



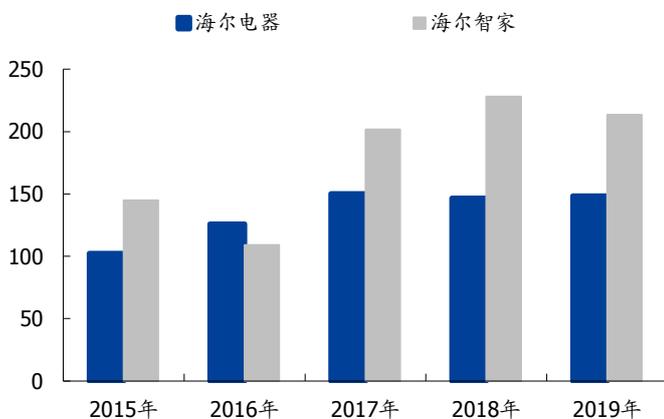
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 22: 2015-2019 年公司有息负债率对比 (%)



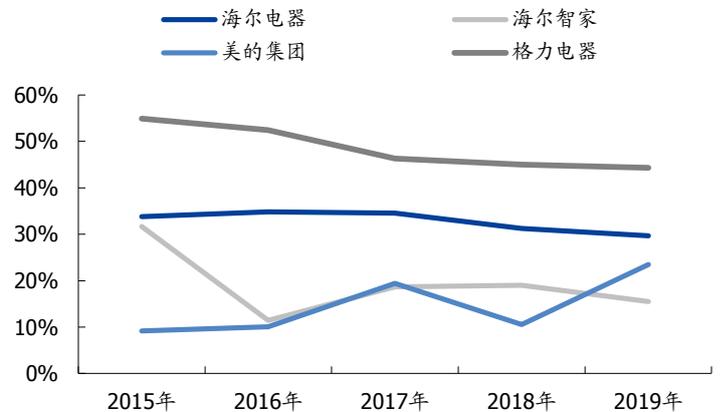
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 23: 2015-2019 年各公司现金情况 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 24: 2015-2019 年公司现金占总资产比重对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

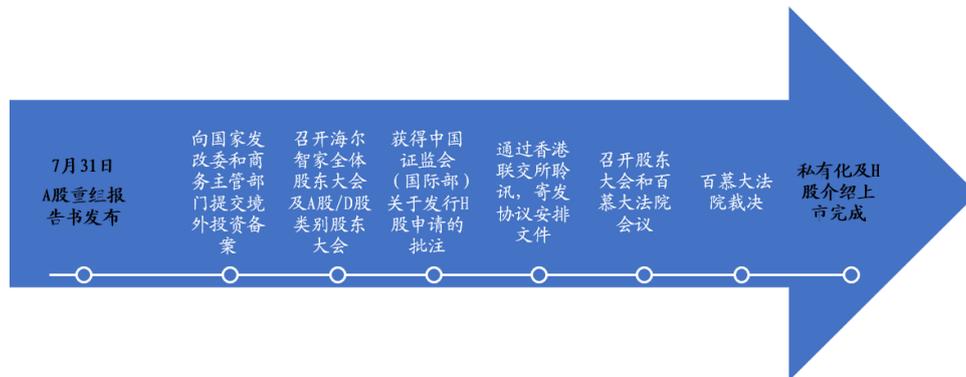
私有化降低管理费率与销售费率。如上文所述，由于海尔智家与海尔电器的两个平台体系下，公司存在业务和渠道的交叉以及管理利益冲突，整合过程可以理解成对于管理团队的整合和业务渠道的整合，减少内部的矛盾、提高管理的效率能够进一步降低海尔智家的管理费率与销售费率。

4 交易后续重要的环节和时间节点

公告信息显示，私有化交易的最终完成还需经境内外监管部门审批，主要包括海尔智家

股东大会就重大资产重组和 H 股上市的决议通过、中国证监会（国际部）就 EB 转 CB 方案以及 H 股上市的审批、香港联交所就 H 股上市聆讯以及最终百慕大法院就海尔智家私有化方案进行裁决。

图表 25: 私有化交易及海尔智家介绍上市关键节点



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

5 私有化是前提，后续我们还可以期待哪些变化？

私有化推进将是海尔智家利润释放的先决条件

公司此前也涉及到各个层面的改革，并且业内领先。如果梳理公司的历史，生产上公司早在 07 年就提出了“即供即需”（Just In Time）的生产模式，与现在的美的集团推行的 T+3 模式非常类似，采购上通过模块化研究设计降低采购成本；内部管理上，公司办公很早便落地了信息化；渠道上，公司的渠道相比其他公司更为扁平化，层级更少；**但是最后发现，没有底层股权架构和业务条线理顺，之前的诸多改革并没有能够真正的发挥其最大的作用。**生产模式、内部管理基础设施和渠道的理念领先，仍需依靠执行层面的落地，而一旦执行层面涉及到不同的两个公司、涉及不同的业务条线，各自有自己不同导向的 KPI 需要完成时，再多业务层面的改革也无法正在获得效率的释放。例如，尽管内部信息化设施有，但是数据的共享还涉及到不同公司之间利益；扁平化的渠道还涉及产品和渠道团队的相关博弈。**最终导致，在投资者看来海尔的变革并没有体现在良好的财务绩效上。**从上一轮 2016-2017 年的渠道变革看，市场希望看到净利率的提升，但是最终净利率整体来看并没有显著改善。

图表 26: 海尔智家净利率（2015-2019 年）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

这次私有化港股，最核心的是为后续的改革做了顶层设计的基础。私有化完成后，两个公司管理层的利益、不同产品条线利益，以及不同部门之间（产品线和渠道条线）利益一致，后续公司在业务层面的进一步改革才能真正体现在绩效上。

➤ **我们预计后续公司将通过股权激励使得高管和公司真正的一致**

现代公司治理理论认为，管理层和公司利益的一致能够更好地激发公司活力。家电行业中，美的集团高管和公司利益绑定，也是投资者对此偏好的一个重要原因。与白电其余两个巨头相比，海尔智家管理层在公司里持股的比例相对较低。

图表 27: 上市公司高管持股情况 (截至 2019/12/31)

上市公司	职务	姓名	持股数量 (万股)	持股市值 (万元)
海尔智家	董事长	梁海山	1,448	28,243
	副董事长	谭丽霞	814	15,866
	财务总监, 副总经理	宫伟	167	3,260
	董事会秘书, 副总经理	明国珍	124	2,419
	董事, 总经理	李华刚	65	1,274
	监事会主席	王培华	14	282
	监事	明国庆	9	184
	美的	董事长, 总裁	方洪波	13,699
董事, 副总裁		殷必彤	211	12,289
原董事, 原副总裁		朱凤涛	102	5,944
副总裁		张小懿	59	3,417
董事会秘书		江鹏	46	2,671
副总裁, 原财务总监		肖明光	36	2,068
财务总监		钟铮	20	1,172
副总裁		王金亮	12	699
格力	独立董事	薛云奎	18	1,048
	董事长, 总裁	董明珠	4,449	291,756
	董事, 执行总裁	黄辉	738	48,398
	副总裁	庄培	596	39,054
	副总裁	谭建明	130	8,508
	董事, 副总裁, 财务负责人	望靖东	88	5,802
	监事	段秀峰	80	5,217

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

海尔智家的管理层肯定理解公司利益和管理层绑定的作用，但是现实的情况是，海尔集团目前的家电业务分散在两个平台（1169 和 690）和两套相对独立的管理班子，在哪个平台实施激励、不同平台利益如何分配是制约公司无法做大规模激励的一个重要原因。

私有化港股，海尔智家和海尔电器合二为一，意味着所有两个平台不同的管理层的利益都只能在 690 这个平台中实现，后续希望在这个平台中获益的唯一办法就是做强公司，释放更多的利润，高管手里对应的市值则相应增值。

随着两个平台利益的一致，我们可以期待的是海尔智家将推出更多的激励计划，让公司的管理层和公司的利益有更深绑定。

图表 28: 公司股权激励及员工持股计划

年份	激励计划
推出首期股权激励	授予激励对象的股票期权数量为 1771 万股，对应的标的股票数量为 1771 万股，占本计划签署时公司股本总额 133851.88 万股的 1.323%。激励对象为杨绵绵、梁海山、崔少华、谭丽霞等，公司及子公司核心技术人员 42 人。
第二期股权激励	授予激励对象的股票期权数量为 1080 万股，对应的标的股票数量为 1080 万股，占本计划签署时公司股本总额 133851.88 万股的 0.807%。激励对象为柴永森、喻子达、公司及子公司核心技术人员 81 人。
第三期股权激励	授予的股票期权所涉及的股票总数为 2600 万股，占本计划签署时公司股本总额 268,512.754 万股的 0.97%。激励对象为公司及子公司核心技术（业务）人员 222 人
第四期股权激励	累计授予激励对象的限制性股票数量不超过 692.00 万股，占青岛海尔已发行股本总额的 0.25%。其中首次授予 623.10 万股，占本激励计划拟授出限制性股票总数的 90.04%。激励对象为梁海山、谭丽霞、王筱楠、宫伟、明国珍等，公司及子公司核心人员 450 人。
首次核心员工持股计划	首期提取激励基金的额度为 25,000 万元。员工持股计划确定的首期参与员工不超过 530 人。董事、监事及其他高级管理人员 8 名，分别为梁海山、谭丽霞、王筱楠、宫伟、明国珍、王培华、明国庆、王玉清，共持有份额不超过 4,650 万元，占首期持股计划 18.60%；公司及子公司核心技术（业务）人员不超过 522 名，共持有份额 20,350 万元，占首期持股计划 81.40%。
第二期核心员工持股计划	本期持股计划提取的资金总额为 27,000 万元，本期持股计划的人员共计不超过 600 人。董事、监事及其他高级管理人员 7 名，分别为梁海山、谭丽霞、宫伟、明国珍、王培华、明国庆、王玉清，共持有份额不超过 4,760 万元，占本期持股计划 17.6%；公司及子公司核心技术（业务）人员不超过 593 名，共持有份额 22,240 万元，占本期持股计划 82.4%。
第三期核心员工持股计划	本期持股计划的资金来源为公司提取的 27,300 万元激励基金。激励对象为，董事、监事及其他高级管理人员 7 名，分别为梁海山、谭丽霞、宫伟、明国珍、王培华、明国庆、王玉清，共持有份额不超过 4,760 万元，约占本期持股计划 17.5%；公司及子公司核心技术（业务）人员不超过 628 名，共持有份额 22,540 万元，约占本期持股计划 82.5%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

我们预计后续公司将继续深挖业务层面改革，实现效率提升，将改革绩效落实到利润端解决了底层的架构打通，以及公司管理层和公司进一步的绑定，接下去公司的各种改革的红利才能得到真正充分的释放。海尔此前探索的产品端套系化、全品类场景化的销售、各地渠道通过小微虚拟买断增强自主性和活力。在这个过程中，海尔通过数字化的赋能，减少内部的沟通成本，降低外部的费用投入，把庞大的收入规模优势留存更多利润在公司体内。

6 低估的海尔智家到底值多少钱？

海尔智家本身拥有非常优质的资源禀赋：覆盖各层级、各区域的品牌矩阵，未来智慧家庭行业大背景下公司拥有完善的产品布局，公司的渠道体系架构上层级也在不断精简。

➤ 覆盖各层级、各区域的品牌矩阵

我们在上一篇海尔智家的深度报告《换一个角度，发现更美风景》中指出，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。在该报告中，我们也对海尔各品牌进行分类测算该业务对应的价值，保守估计我们认为其价值在 1528 亿元。

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。

尤其是高端的卡萨帝品牌是公司通向未来的核心武器。2006年开始培育高端品牌卡萨帝，2012年加速推进市场，截至2019年卡萨帝品牌在高端万元以上冰箱、洗衣机市场份额分别高达40%、75.5%；此外，公司还通过海外收购的方式整合海外品牌资源，进行品牌、研发全球性布局，收购品牌包括日本三洋、斐雪派克、美国GEA等。

图表 29: 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

➤ 全品类的产品体系是智慧家庭战略落地的保障

家电消费呈现家电家居一体化、套系化、智能化、场景化的发展趋势，公司的多品类布局是通往下一阶段竞争的门票。当然，私有化海尔电器后，做到“全品类一体化”的内部深度整合，将更有利于整体智慧生态的落地。

并且海尔智家在各个品类上都做到了行业的前列，尤其是冰箱、洗衣机、热水器等品类市占率位居第一，体现了极强的消费者认可度。

图表 30: 海尔产品品类市占率情况 (2020年6月)

海尔产品品类	2020年6月		2020年1-6月	
	零售量份额	零售额份额	零售量份额	零售额份额
冰箱	35.35%	38.29%	34.37%	38.45%
洗衣机	37.50%	38.90%	36.77%	39.24%
空调	15.02%	14.66%	14.13%	14.05%
油烟机	7.05%	5.11%	7.66%	6.00%
燃气灶	6.88%	5.98%	7.07%	6.56%
消毒柜	6.53%	5.58%	6.09%	5.75%

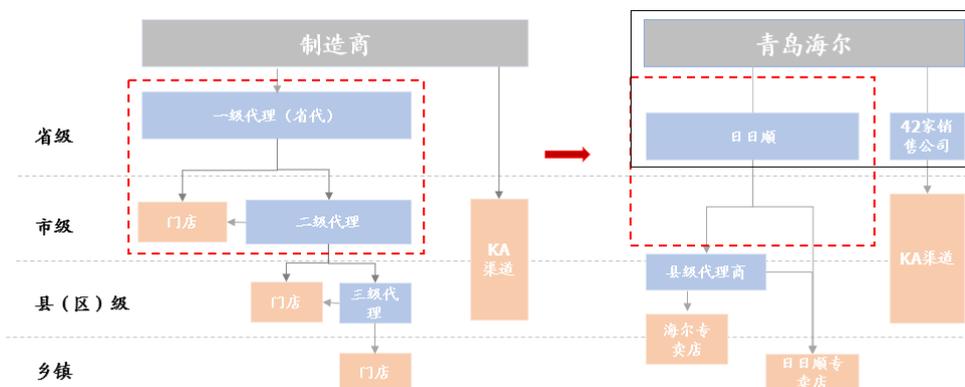
资料来源: 中怡康数据, 国盛证券研究所

➤ 不断数字化的零售渠道体系

海尔智家过去的战略布局非常前瞻, 但是战略前瞻与外部市场竞争格局演变始终存在时间差。早先行业处于增量市场竞争过程之中时, 海尔智家省级销售公司在上市公司内部的分公司模式, 相比于格力美的销售公司在体外, 存在扩张力不足的问题。

但是, 未来整个行业进入了存量市场, 市场对渠道的要求一定不是层层分销, 关注经销商的推力, 而是应该转向终端零售的动销。海尔的渠道体系布局更早就着眼于消费者。

图表 31: 与传统厂商相比海尔渠道更加扁平



资料来源: 国盛证券研究所

经过前几年的进一步优化和改造, 包括统仓统配、四网合一的改造等, 目前的海尔对零售端的把控更符合未来行业发展的方向。

针对三四线城市服务商管理不透明, 传统网络拓展所需资产较重等问题, 启动统仓统配项目。统仓统配项目将服务商的库存商品归集至海尔云仓, 由海尔物流进行统一的仓储、配送管理, 从而实现四个效率提升: 即产品效率提升、流程效率提升、人员效率提升和物流效率提升。2019年, 统仓统配项目在全国范围内覆盖 13415 个乡镇, 实现乡镇销售额同比显著增长, 产品流通效率提高, SKU 大幅优化, 不良品率同比下降, 配送及时率达到 99.4%。云仓部分货源实现共享, 专卖店占用资金也大大降低。统仓统配项目的开展, 极大提升了专卖店竞争力。未来公司将持续发力, 实现统仓统配项目在全国所有乡镇网络的覆盖, 并同步推广为终端用户提供统一配送服务。

在统仓统配项目整合物流网络的同时, 公司持续推进专卖店渠道营销网、信息网、物流网和服务网的四网融合。目前, 公司已通过信息化系统“巨商汇”和“易理货”平台实

现对所有专卖店和服务商的覆盖，做到售前售后全流程数据可视化管理。未来随着统仓统配全面落地及服务网络的继续整合，赋能专卖店渠道的效率和业绩将持续提升。（可以详见我们此前的报告深度报告《跬步千里，白电综合巨头再出发》）。

既然，海尔智家手握一把好牌，剩下的就是缺一个契机把好的禀赋发挥出来，这次私有化港股海尔智家，则是开启了利润改善大幕的第一步。私有化之后利益理顺，激励机制更加灵活以及改革的红利真正显现之后，海尔到底该值多少钱？

目前按照 A 股市值+港股私有化的价值合计，合并后海尔智家的整体市值约 1600 亿元左右。

2020-2024 这五年，收入增速按照平均 10% 增长，到 2024 年后由于公司的效率提升，净利率提升至 7% 左右（海外 5% 左右+9% 左右的内销净利率），中间年份按照等额提升。我们可以有如下假设：

图表 32: 海尔未来市值变化假设 (亿元)

	2018年A	2019年A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
收入	1833.17	2007.62	2000	2200	2420	2662	2928.2
YOY		9.52%	-0.38%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
私有化后的净利润	96	121.2	103.02	123.49	147.03	174.03	204.97
其中690归母净利润	74.4	82.06					
其中：1169少数股东权益	21.6	39.14					
YOY		26.25%	-15.00%	19.87%	19.06%	18.37%	17.78%
净利率假设	5.24%	6.04%	5.15%	5.61%	6.08%	6.54%	7.0%
估值PE假设				15	15	15	15
合理市值				1852.4	2205.4	2610.5	3074.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

即 2020-2024 这五年期间，海尔智家整体市值相比目前存在接近 100% 涨幅的空间。

7 盈利预测与投资建议

由于目前交易仍存在不确定性，暂不调整此前盈利预测，我们预计公司 2020-2022 年净利润为 88.70、99.22 亿元、107.59 亿元，同比增速为 8.1%、11.9% 和 8.4%，维持“买入”投资评级。

风险提示

监管审批存在相关不确定性

本次私有化交易拟通过协议安排方式私有化海尔电器，尚需取得必要备案或审批方可实施；本次交易涉及 H 股发行上市的审批风险；本次交易涉及的股东审批风险；

本次交易可能摊薄即期回报的风险：

本次交易完成后，公司的总股本规模较本次交易前将有所扩大，可能导致 EPS 摊薄

业务整合风险：

上市公司与标的公司之间能否顺利实现整合以及整合后能否发挥预期的协同效应，仍存在一定的不确定性

汇率波动风险

汇率的大幅波动不仅可能对上市公司出口业务带来不利影响，同时可能造成汇兑损失，增加财务成本

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