

公司研究/动态点评

2021年01月06日

家用电器/白色家电

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 31.65  
目标价格(元): 36.26

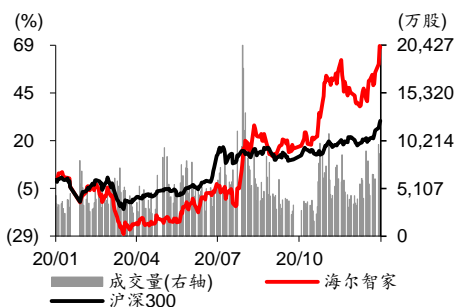
**林寰宇** SAC No. S0570518110001  
研究员 SFC No. BQO796  
linhuanyu@htsc.com

**王森泉** SAC No. S0570518120001  
研究员 SFC No. BPX070  
0755-23987489  
wangsenquan@htsc.com

相关研究

- 1《海尔智家(600690 SH,买入): H股成功上市,步入全球提效新阶段》2020.12
- 2《海尔智家(600690 SH,买入): 统一平台再强化, H股上市将完成》2020.11
- 3《海尔智家(600690 SH,买入): 海尔演绎全球实力, Q3表现优异》2020.10

一年内股价走势图



资料来源: Wind

# 数字化建设求变, 提升场景营销力

## 海尔智家(600690)

### 子公司私有化只是起点, 公司有望继续推动管理效率优化

公司继续优化管理效率, 子公司海尔电器(1169 HK, 已退市)私有化及A+D+H全球资本布局完成后, 市场将更为聚焦公司在国内市场的管理优化, 2020年公司继续搭建数字化体系, 推动各个流程平台化, 以及在市场、营销及供应链上的效能提升。而短期内海外市场公司维持自主品牌建设投入, 提升海外产业规模及品牌影响力, 对标海外龙头家电企业, 公司海外经营利润仍有提升空间。我们继续看好公司未来在统一平台上, 产品、管理等优势模式向海外输出, 期待公司更优经营表现。我们预测公司2020-2022年EPS为0.95、1.48、1.66元, 维持“买入”评级。

### 场景化营销加速, 001号体验中心超1000家

场景化营销快速推广, 公司官网披露截至2020年底, 国内共建成海尔智家001号体验中心1000余家、海外累计建成近800家。场景化零售探索开始迎来成效, 2020年9月11日北京001体验中心开业, 作为国内首个代表性门店, 北京单店2020年全年累计成交金额约7916万元(含赋能), 大幅提升公司场景销售的影响力和曝光度, 而上海单店客单价达到22万元, 带来单客运营能力的提升。我们继续看好公司依托数字化平台建设、场景化销售转型, 实现更高客单价和更优质客户体验, 形成零售驱动模式。

### 内部变革, 以效率为主题

公司继续强调内部变革优化, 数字化平台搭建骨骼, 在国内市场“产品、营销、用户、客户、物流、服务”六个管理维度均实现平台化管理, 优化流程、提升运营效率为短期目标。以子公司私有化为起点, 公司零售驱动及数据化平台搭建继续发力, 逐步发掘效率优化空间, 或能针对性的提升资源投放效率、降低SKU数量、提升整体销售运行效率。

### 仍看好公司经营前景, 实控人通过HIC继续增持公司D股

基于对公司经营前景的信心, 公司实际控制人的一致行动人Haier International Co.,(HIC, 未上市)将继续履行公司D股增持计划(受子公司私有化影响中断), 且累计增持上限为不超过公司截至目前已发行总股本的2%(含首次增持的股份5714万股)。

### 对内提升效率、对外提升经营利润, 维持“买入”评级

我们维持2020-2022年EPS为0.95、1.48、1.66元的预测, 截至2021年1月6日, 可比公司2021年Wind一致预期平均PE为17.2x, 以港股子公司私有化完成与卡奥斯业务出表为起点, 公司将在统一平台上继续发掘全球产业协同机会, 我们认为公司以组织效率和盈利能力提升为目标, 伴随内部变革逐步带来成长质量的改善, 公司或迎来估值体系的重构, 认可给予公司2021年24.5x PE估值, 对应目标价格36.26元(前值29.60元), 维持“买入”评级。

风险提示: 家电市场竞争加剧; 海外市场不及预期; 原材料价格大幅波动。

公司基本资料

总股本(百万股)	9,028
流通A股(百万股)	6,309
52周内股价区间(元)	13.85-31.78
总市值(百万元)	285,731
总资产(百万元)	200,207
每股净资产(元)	5.59

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	183,317	200,762	201,830	223,322	248,722
+/-%	15.11	9.52	0.53	10.65	11.37
归属母公司净利润(百万元)	7,440	8,206	8,608	13,369	15,010
+/-%	7.43	10.30	4.90	55.31	12.28
EPS(元, 最新摊薄)	0.82	0.91	0.95	1.48	1.66
PE(倍)	38.56	34.96	33.33	21.46	19.11

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 可对比公司 Wind 一致预期 PE 估值

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	2019	2020E	2021E	2022E
000651 CH	格力电器	3,854	13.9	19.5	15.4	13.4
000333 CH	美的集团	7,098	17.1	28.0	24.5	21.7
000921 CH	海信家电	172	10.5	13.6	11.6	10.5
平均			13.8	20.3	17.2	15.2

注: 均为 Wind 一致预测, 数据截至 2021/1/6。

资料来源: Wind、Bloomberg、华泰证券研究所

### 风险提示

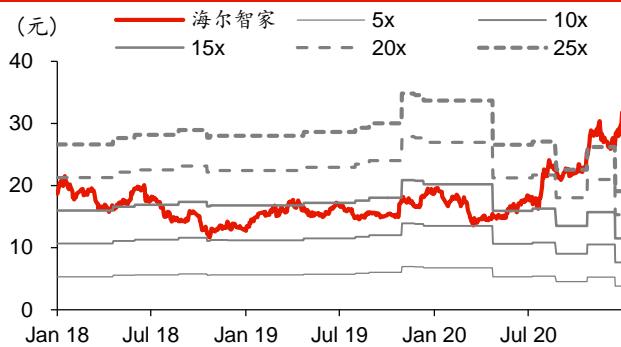
(1) 疫情冲击、家电市场竞争加剧。白电市场整体集中度较高, 但是短期内疫情冲击下可能面临空冰洗市场需求持续低迷影响, 由于行业扩张产能形成的高产能与需求低迷造成的供需不平衡, 可能加剧行业竞争, 高端产品销售受阻。

(2) 海外市场不及预期。海外白电市场供需成熟, 公司在海外市场拥有多个生产基地、研发中心及营销中心, 海外市场经济政策可能对公司本地运营产生一定风险。

(3) 原材料价格大幅波动。家电成本中, 以钢、铜、铝及塑料等原材料占比较大, 如果大宗原材料价格波动加剧, 价格持续上行或给公司带来一定的成本端压力。

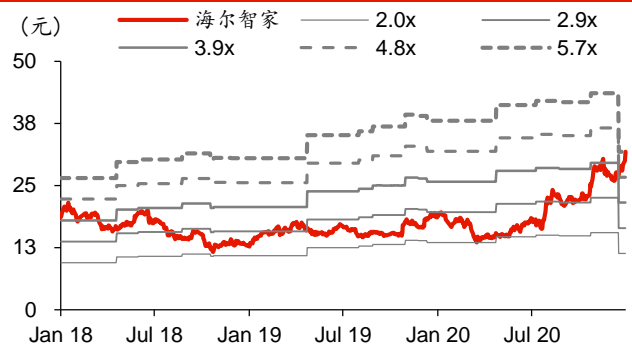
### PE/PB - Bands

图表2: 海尔智家历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表3: 海尔智家历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	94,260	100,547	93,897	116,001	115,796
现金	37,456	36,179	36,371	40,244	44,822
应收账款	10,431	11,016	10,545	13,312	13,259
其他应收账款	1,627	2,164	1,647	2,569	2,127
预付账款	594.56	1,273	604.49	1,473	840.76
存货	22,377	28,229	22,583	33,605	28,927
其他流动资产	21,774	21,687	22,145	24,797	25,821
非流动资产	72,439	86,907	94,122	103,701	112,229
长期投资	13,966	20,461	28,280	36,099	43,918
固定投资	17,320	21,180	19,303	19,431	19,502
无形资产	9,748	10,880	12,301	13,920	14,607
其他非流动资产	31,405	34,386	34,238	34,251	34,202
资产总计	166,700	187,454	188,019	219,702	228,025
流动负债	80,082	95,610	88,496	112,991	112,904
短期借款	6,299	8,585	12,340	15,463	20,477
应付账款	27,759	33,751	28,009	40,286	35,720
其他流动负债	46,024	53,274	48,147	57,243	56,707
非流动负债	31,488	26,855	22,597	19,072	15,103
长期借款	24,733	20,281	16,023	12,499	8,530
其他非流动负债	6,754	6,574	6,574	6,574	6,574
负债合计	111,569	122,464	111,093	132,064	128,007
少数股东权益	15,728	17,102	20,449	21,006	21,632
股本	6,368	6,580	9,028	9,028	9,028
资本公积	2,209	4,436	4,436	4,436	4,436
留存公积	29,148	35,123	43,484	53,223	64,158
归属母公司股东权益	39,402	47,888	56,477	66,632	78,386
负债和股东权益	166,700	187,454	188,019	219,702	228,025

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	18,934	15,083	12,837	18,492	16,998
净利润	9,771	12,334	11,956	13,926	15,636
折旧摊销	3,140	4,663	3,246	3,578	4,027
财务费用	939.18	893.02	1,000	900.00	800.00
投资损失	(1,923)	(5,480)	(2,100)	(2,320)	(2,490)
营运资金变动	5,617	848.04	(505.01)	3,108	(274.01)
其他经营现金	1,391	1,823	(760.00)	(700.00)	(700.00)
投资活动现金	(7,666)	(10,962)	(7,861)	(10,236)	(9,465)
资本支出	6,757	6,194	2,642	5,337	4,736
长期投资	(2,284)	(1,969)	(7,819)	(7,819)	(7,819)
其他投资现金	(3,193)	(6,736)	(13,038)	(12,718)	(12,548)
筹资活动现金	(10,489)	(6,013)	(8,538)	(7,505)	(7,970)
短期借款	(4,580)	2,287	3,755	3,123	5,014
长期借款	2,486	(4,452)	(4,258)	(3,524)	(3,969)
普通股增加	271.01	211.15	2,448	0.00	0.00
资本公积增加	1,382	2,227	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(10,048)	(6,285)	(10,483)	(7,104)	(9,015)
现金净增加额	1,057	(1,598)	(3,562)	750.33	(436.66)

### 利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	183,317	200,762	201,830	223,322	248,722
营业成本	130,154	140,868	141,442	156,409	174,067
营业税金及附加	857.23	802.05	800.00	880.00	980.00
营业费用	28,653	33,682	32,898	36,290	40,542
管理费用	8,324	10,113	10,213	10,853	11,914
财务费用	939.18	893.02	1,000	900.00	800.00
资产减值损失	(760.28)	(860.58)	(450.00)	(600.00)	(668.70)
公允价值变动收益	(145.19)	76.72	100.00	200.00	200.00
投资净收益	1,923	5,480	2,100	2,320	2,490
营业利润	11,391	14,449	13,884	16,264	18,345
营业外收入	474.16	390.97	500.00	455.04	448.67
营业外支出	235.29	209.81	235.58	226.89	224.09
利润总额	11,629	14,631	14,149	16,492	18,570
所得税	1,859	2,296	2,193	2,566	2,934
净利润	9,771	12,334	11,956	13,926	15,636
少数股东损益	2,330	4,128	3,348	557.03	625.43
归属母公司净利润	7,440	8,206	8,608	13,369	15,010
EBITDA	15,660	20,067	17,659	20,328	22,826
EPS (元, 基本)	0.82	0.91	0.95	1.48	1.66

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	15.11	9.52	0.53	10.65	11.37
营业利润	12.63	26.86	(3.91)	17.14	12.80
归属母公司净利润	7.43	10.30	4.90	55.31	12.28
获利能力 (%)					
毛利率	29.00	29.83	29.92	29.96	30.02
净利率	5.33	6.14	5.92	6.24	6.29
ROE	17.72	18.98	16.05	16.35	16.03
ROIC	53.46	52.31	63.46	81.36	88.71
偿债能力					
资产负债率 (%)	66.93	65.33	59.09	60.11	56.14
净负债比率 (%)	0.18	6.19	0.09	(4.78)	(7.74)
流动比率	1.18	1.05	1.06	1.03	1.03
速动比率	0.82	0.67	0.72	0.65	0.70
营运能力					
总资产周转率	1.15	1.13	1.08	1.10	1.11
应收账款周转率	7.31	8.09	7.31	7.31	7.31
应付账款周转率	2.91	2.80	3.07	3.07	3.07
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.82	0.91	0.95	1.48	1.66
每股经营现金流(最新摊薄)	1.95	1.39	1.42	2.05	1.88
每股净资产(最新摊薄)	4.26	5.26	5.94	7.06	8.36
估值比率					
PE (倍)	38.56	34.96	33.33	21.46	19.11
PB (倍)	7.45	6.05	5.35	4.50	3.80
EV_EBITDA (倍)	19.22	15.33	17.39	14.93	13.17

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

本人，林寰宇、王森泉，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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。投资者应当考虑到本公司及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第571章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

• 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。  
更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

## 美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

## 美国-重要监管披露

- 分析师林寰宇、王森泉本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

## 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

### 行业评级

**增持：**预计行业股票指数超越基准

**中性：**预计行业股票指数基本与基准持平

**减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级

**买入：**预计股价超越基准 15% 以上

**增持：**预计股价超越基准 5%~15%

**持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

**卖出：**预计股价弱于基准 15% 以上

**暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

**无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

### 法律实体披露

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

### 华泰证券股份有限公司

#### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

#### 深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

### 华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852 3658 6000/传真: +852 2169 0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

### 华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2021年华泰证券股份有限公司

#### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

#### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com