

证券研究报告—动态报告

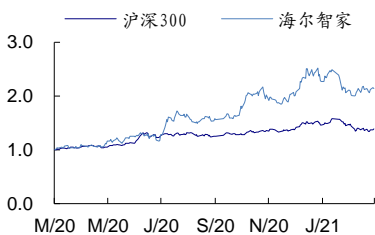
家用电器

白色家电

海尔智家(600690)
买入
2020 年年报点评

(维持评级)

2021 年 03 月 31 日

一年该股与沪深 300 走势比较

股票数据

| | |
|---------------|-----------------|
| 总股本/流通(百万股) | 9,330/9,330 |
| 总市值/流通(百万元) | 279,804/189,193 |
| 上证综指/深圳成指 | 3,457/13,888 |
| 12 个月最高/最低(元) | 35.95/14.09 |

相关研究报告:

《海尔智家-600690-事件快评: 回购构建股权激励, 治理架构持续改善》——2021-03-09

证券分析师: 陈伟奇

电话: 0755-81982606

E-MAIL: chenweiqi@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520110004

证券分析师: 王兆康

电话: 0755-81983063

E-MAIL: wangzk@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520120004

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评
国内外营收逆势增长, 盈利改善超预期
● 营收加速增长, 业绩超预期

公司 2020 年实现营收 2097.26 亿元/+4.46%, 归母净利润为 88.77 亿元/+8.17%, 扣非归母净利润为 64.58 亿元/+12.01%。其中 Q4 实现营收 553.14 亿元/+9.47%, 归母净利润为 25.76 亿元/+333.62%, 扣非归母净利润为 23.65 亿元/+3516.63%。若排除 2020 年 9 月卡奥斯出表的影响, 同口径下 2020 年营收增长 8%, Q4 营收增长 20%。

● 领先地位进一步巩固, 盈利提升稳步向好

公司国内外收入取得逆势增长: 国内方面, 2020 年我国白色家电及厨房家电行业零售额下滑 11.9%, 而公司在国内收入逆势增长 6.6%至 988.8 亿元。其中高端品牌卡萨帝持续高增长, 实现收入 87 亿元/+17%, 在空调、洗衣机、冰箱等品类上的高端地位稳居第一; 各主要业务增速也领先行业, 市占率稳中有升。**海外方面,** 公司海外收入破 1000 亿元/+8%, 各主要地区借鉴国内电商经验, 积极转型线上, 推出创新型新品, 实现较高速增长。**公司费用投放得到良好控制, 盈利显著改善:** 公司 Q3 开始采取一系列措施提质增效, 国内通过四个重构和数字化实现提效, 海外则通过规模效应及精细化运营实现费用优化。2020 年销售费用率为 16.04%/-0.74pct, 管理费用率为 4.79%/-0.25pct, 国内营业利润率达到 5.35%/+0.12pct, 海外营业利润率达到 3.98%/+0.58pct。

● 战略布局持续深入, 全球白电龙头地位稳固

2020 年公司在生产制造、渠道建设、海外经营、高端品牌和智慧家庭上的战略布局进一步完善。1) 制造端, 公司构建超级工厂战略运营体系, 有效提升生产制造效率, 已建成 16 家互联工厂; 2) 渠道上, 全面打通信息化系统, 开拓工程家装渠道, 建设智家门店; 3) 海外经营效率进一步优化, 整合协同效果逐渐释放, 盈利能力明显改善; 4) 高端品牌方面, 卡萨帝连续高增长, 在高端白电保持第一; 5) 智慧家庭方面, 公司发布场景品牌“三翼鸟”, 成为成套智家方案引领者。

● 盈利改善之路已启航, 维持“买入”评级

根据公司持续改善的经营表现, 上调公司盈利预测, 预计 21-23 年 EPS 为 1.4/1.6/1.9 元/股, 对应 PE 为 21/18/16x, 维持“买入”评级。

● 风险提示: 行业竞争加剧、原材料价格波动、汇率波动。
盈利预测和财务指标

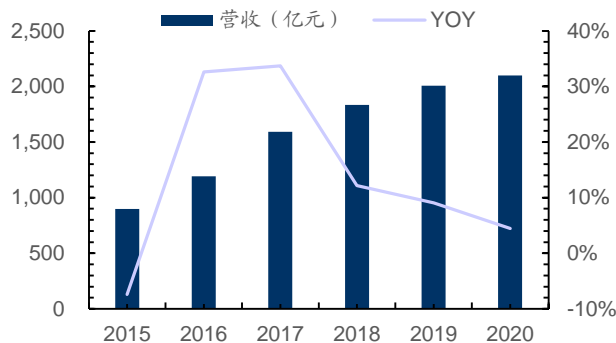
| | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 200,762 | 209,726 | 242,567 | 270,819 | 297,157 |
| (+/-%) | 9.5% | 4.5% | 15.7% | 11.6% | 9.7% |
| 净利润(百万元) | 8206 | 8877 | 12620 | 14847 | 17379 |
| (+/-%) | 10.3% | 8.2% | 42.2% | 17.6% | 17.1% |
| 摊薄每股收益(元) | 1.25 | 0.98 | 1.40 | 1.64 | 1.93 |
| EBIT Margin | 4.5% | 5.3% | 5.9% | 6.4% | 6.8% |
| 净资产收益率(ROE) | 17.1% | 13.3% | 17.0% | 18.1% | 19.2% |
| 市盈率(PE) | 24.0 | 30.5 | 21.5 | 18.2 | 15.6 |
| EV/EBITDA | 23.5 | 36.8 | 24.4 | 21.3 | 18.9 |
| 市净率(PB) | 4.12 | 4.05 | 3.64 | 3.31 | 2.99 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

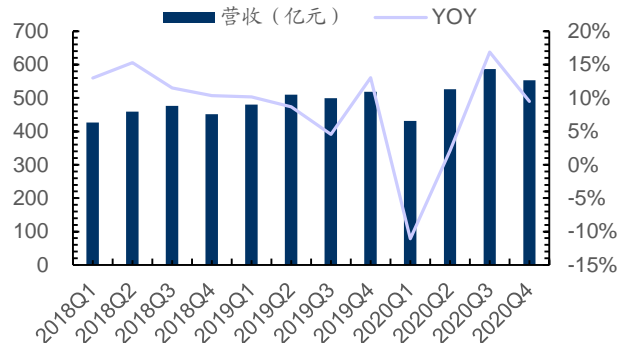
营收逐季加速增长，业绩表现超预期。公司 2020 年实现营收 2097.26 亿元/+4.46%，归母净利润为 88.77 亿元/+8.17%，扣非归母净利润为 64.58 亿元/+12.01%。其中 Q4 实现营收 553.14 亿元/+9.47%，归母净利润为 25.76 亿元/+333.62%，扣非归母净利润为 23.65 亿元/+3516.63%。若排除 2020 年 9 月卡奥斯出表的影响，同口径下 2020 年营收增长 8%，Q4 营收增长 20%。

图 1：公司营业收入及同比增速



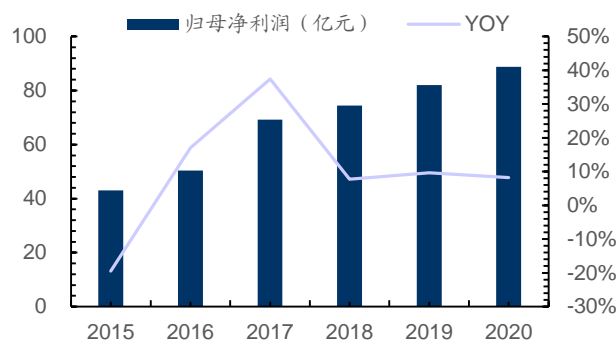
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：公司单季度营业收入及同比增速



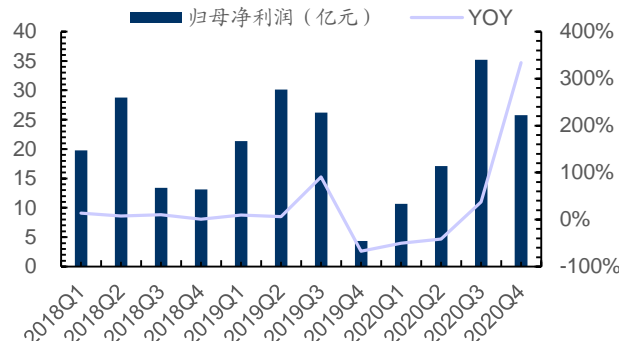
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：公司归母净利润及同比增速



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：公司单季度归母净利润及同比增速



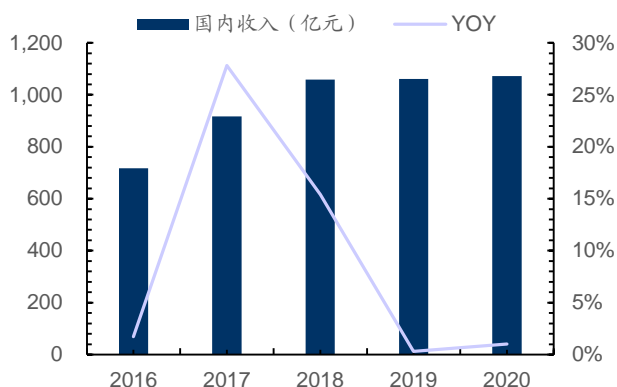
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

国内外收入逆势增长，各主要业务领先地位进一步巩固。国内方面，2020 年我国白色家电及厨房家电行业零售额下滑 11.9%，而公司国内收入逆势增长 6.6% 至 988.8 亿元。其中高端品牌卡萨帝持续高增长，实现收入 87 亿元/+17%，在空调、洗衣机、冰箱等品类上的高端地位稳居第一。分板块来看，公司国内各主要业务领先地位进一步巩固，国内**厨电**分部收入 27.73 亿元/+13.6%；**冰箱**分部收入 343.93 亿元/+5%；**洗衣机**分部收入 259.85 亿元/+6.3%；**空调**线上线下市场份额提升超过 2pct，实现收入 259.85 亿元/+8.6%；**热水器及净水机**业务收入 102.17 亿元/+6.5%。此外，在三翼鸟场景方案的带动下，公司成套产品销量同比增长 41%，有效拉动弱势品类的增长。渠道方面，公司疫情期间积极转战线上，通过直播等有效的宣传方式，实现**电商零售额 522 亿元/+39.2%**；公司亦大力开拓工程渠道和智家门店，推出 325 家三翼鸟 001 号店，实现对核心城市的全覆盖。

海外方面，公司海外收入破 1000 亿元/+8%，各主要地区都实现较高速增长。其中北美地区推出小家电和净水器新产品，上线 Smart HQ 平台，利用国内电商经验布局线上，实现收入 637 亿元/+10%；欧洲地区快速实现线下转线上销

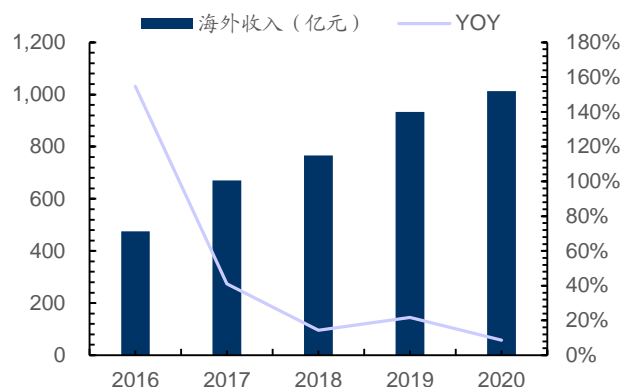
售,推出创新新品,实现收入 165 亿元/+8.7%;澳新地区抓住健康、杀菌需求,推出冰箱及洗碗机新品,线上通过优化体验实现翻倍增长,收入 59.79 亿元/+11.71%;南亚地区则受到封城的影响,收入 54.72 亿元/-13.69%;东南亚地区聚焦差异化营销,推进全网渠道覆盖,实现收入 41.23 亿元/+11.26%;日本市场加速高端化建设,推出创新型产品,深化社区洗场景布局,实现收入 36.13 亿元/+11.2%。

图 5: 公司国内收入及增速



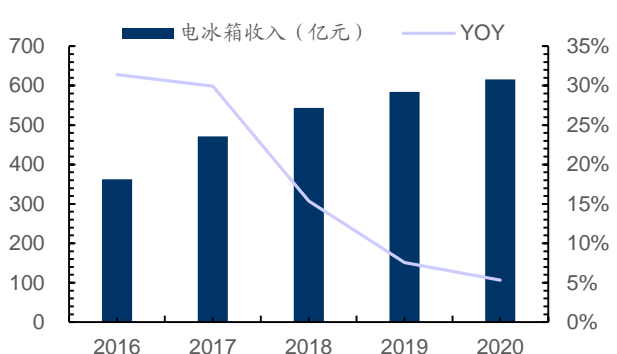
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 公司海外收入及增速



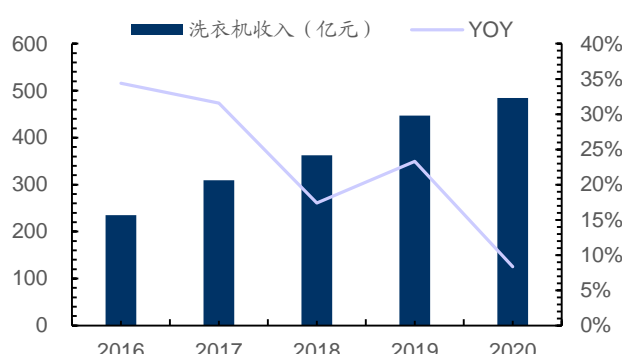
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 7: 公司冰箱业务收入及增速



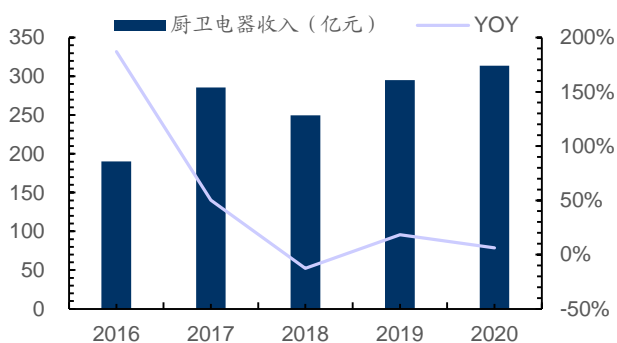
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 公司洗衣机业务收入及增速



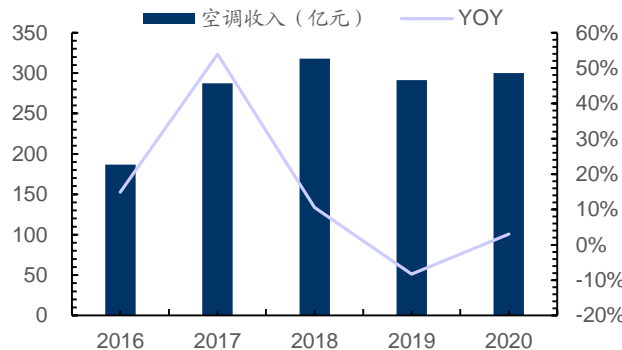
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 9: 公司厨卫业务收入及增速



请务必阅读正文之后的免责条款部分

图 10: 公司空调业务收入及增速



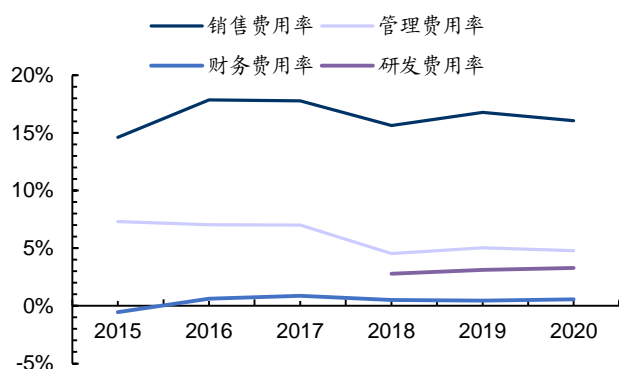
全球视野 本土智慧

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

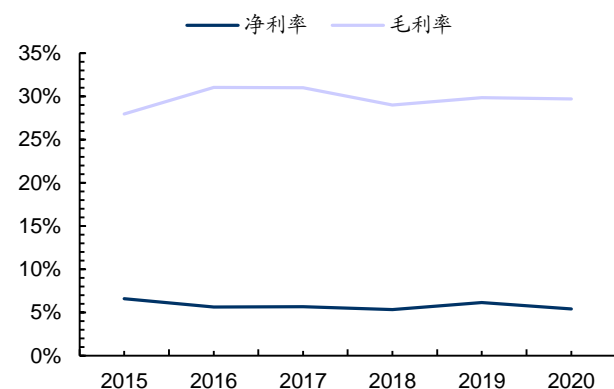
Q4 毛利率显著改善, 费用投放得到良好控制, 盈利提升稳步向好。受到疫情的影响, 公司前三季度毛利率都有所下滑, Q1-Q3 分别同比下降 1.68pct/0.64pct/0.97pct, Q4 生产经营逐步恢复之后, 叠加卡萨帝和海外高端品牌的增速领先, 毛利率同比提升 2.33pct。费用方面, 公司 Q3 开始采取一系列措施提质增效, 国内通过四个重构和数字化实现提效, 海外则通过规模效应及精细化运营实现费用优化, 费用投放得到有效控制。2020 年销售费用率为 16.04%/-0.74pct, 管理费用率为 4.79%/-0.25pct, 国内营业利润率达到 5.35%/+0.12pct, 海外营业利润率达到 3.98%/+0.58pct。在摆脱了疫情影响之后, 公司净利率表现逐季改善, Q1-Q4 净利率同比分别-2.44pct/-2.68pct/-2.58pct/+3.92pct。

图 11: 公司费用率情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

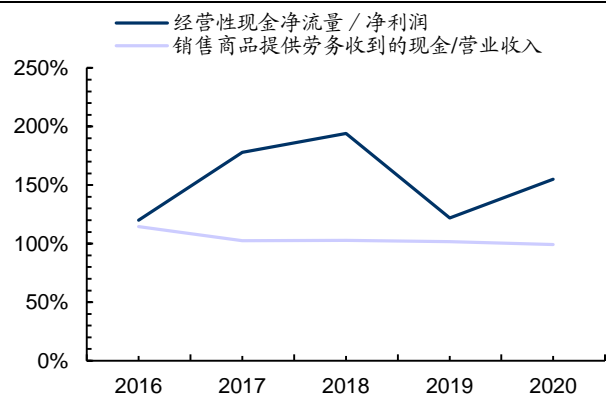
图 12: 公司毛/净利率情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

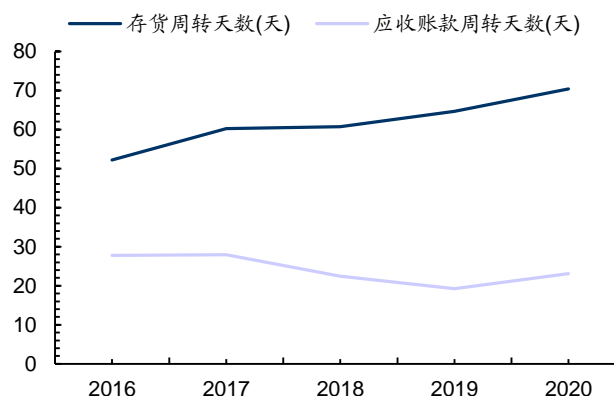
现金流保持稳健, 受疫情影响周转略有下滑。2020 年公司经营活动现金流量净额为 175.99 亿元/+16.68%, 营业收入的现金含量为 99.15%/-2.54pct, 净利润的现金含量为 155%/+33pct。周转方面, 公司存货周转天数达到 70.39 天/+5.73 天, 应收账款周转天数为 23.13 天/+3.9 天。

图 13: 公司经营性现金流情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 14: 公司流动资产周转情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

公司在生产制造、渠道建设、海外经营、高端品牌和智慧家庭上的战略布局进一步完善。1) 制造端, 公司构建超级工厂战略运营体系, 有效提升生产制造效率, 已建成 16 家互联工厂; 2) 渠道建设上, 全面打通信息化系统, 实现巨商汇平台对专卖店的全覆盖, 开拓工程家装渠道, 建设智家门店; 3) 海外运营上, 海外经营效率进一步优化, 整合协同效果逐渐释放, 营收增长高于当地行业增长, 利润表现提升, 场景品牌实现突破; 4) 高端品牌方面, 卡萨帝品牌已在

国高端大家电市场中占据绝对领先地位，在高端市场冰箱、洗衣机、空调等品类的零售额份额排名保持第一；5) 智慧家庭方面，公司提供食联网、衣联网、空气网、水联网解决方案，发布场景品牌“三翼鸟”，成为成套智家方案引领者。

投资建议：盈利改善之路已启航，维持“买入”评级。公司历经六大战略发展阶段，在生产制造、渠道销售、海外布局、高端品牌、智能家居等各领域拥有扎实的基础，一步步成长为全球家电龙头。在前期大规模投入和积淀下，公司的战略收获及利润改善已经启航，利润表现有望持续改善。根据公司持续改善的经营表现，我们上调公司的盈利预测，预计 21-23 年 EPS 为 1.40/1.64/1.93 元/股，对应 PE 为 21/18/16x，维持“买入”评级。

附表：重点公司盈利预测及估值

| 公司代码 | 公司名称 | 投资评级 | 收盘价 | EPS | | | PE | | | PB |
|--------|------|------|-------|------|-------|-------|------|-------|-------|------|
| | | | | 2019 | 2020E | 2021E | 2019 | 2020E | 2021E | 2019 |
| 000333 | 美的集团 | 买入 | 82.47 | 3.47 | 3.82 | 4.30 | 24 | 22 | 19 | 5.7 |
| 000651 | 格力电器 | 无评级 | 62.10 | 4.11 | 3.17 | 4.01 | 15 | 20 | 15 | 3.4 |
| 600690 | 海尔智家 | 买入 | 29.99 | 1.25 | 0.98 | 1.40 | 24 | 31 | 21 | 4.3 |

数据来源：Wind、国信证券

注：格力电器暂采用 wind 一致预期

附表：财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|------------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
| | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 现金及现金等价物 | 46461 | 55448 | 66499 | 73233 | 营业收入 | 209726 | 242567 | 270819 | 297157 |
| 应收款项 | 31456 | 33228 | 35614 | 39404 | 营业成本 | 147475 | 170547 | 189816 | 207655 |
| 存货净额 | 29447 | 32932 | 36145 | 39684 | 营业税金及附加 | 661 | 956 | 1001 | 1068 |
| 其他流动资产 | 4718 | 6535 | 7055 | 7794 | 销售费用 | 33642 | 37598 | 41706 | 45465 |
| 流动资产合计 | 114248 | 131608 | 150856 | 168984 | 管理费用 | 16913 | 19078 | 20983 | 22687 |
| 固定资产 | 24492 | 22043 | 20587 | 18894 | 财务费用 | 1196 | 864 | 663 | 449 |
| 无形资产及其他 | 10018 | 9617 | 9216 | 8816 | 投资收益 | 4060 | 1000 | 600 | 680 |
| 投资性房地产 | 33134 | 33134 | 33134 | 33134 | 资产减值及公允价值变动 | 1565 | 550 | 550 | 400 |
| 长期股权投资 | 21568 | 23752 | 25721 | 27733 | 其他收入 | (1866) | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 203459 | 220155 | 239515 | 257561 | 营业利润 | 13598 | 15074 | 17799 | 20912 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 15211 | 13475 | 14863 | 14516 | 营业外净收支 | (43) | 126 | 88 | 57 |
| 应付款项 | 57539 | 65635 | 73096 | 80018 | 利润总额 | 13554 | 15200 | 17887 | 20968 |
| 其他流动负债 | 36643 | 39704 | 44559 | 48612 | 所得税费用 | 2232 | 2439 | 2874 | 3396 |
| 流动负债合计 | 109393 | 118815 | 132517 | 143146 | 少数股东损益 | 2446 | 140 | 165 | 194 |
| 长期借款及应付债券 | 18535 | 17535 | 15259 | 13259 | 归属于母公司净利润 | 8877 | 12620 | 14847 | 17379 |
| 其他长期负债 | 7421 | 8037 | 8465 | 9095 | | | | | |
| 长期负债合计 | 25956 | 25572 | 23724 | 22354 | 现金流量表 (百万元) | | | | |
| 负债合计 | 135348 | 144387 | 156241 | 165501 | 净利润 | 8877 | 12620 | 14847 | 17379 |
| 少数股东权益 | 1295 | 1379 | 1461 | 1558 | 资产减值准备 | (1011) | 1034 | (43) | (73) |
| 股东权益 | 66816 | 74388 | 81812 | 90502 | 折旧摊销 | 0 | 2603 | 2746 | 2787 |
| 负债和股东权益总计 | 203459 | 220155 | 239515 | 257561 | 公允价值变动损失 | (1565) | (550) | (550) | (400) |
| | | | | | 财务费用 | 1196 | 864 | 663 | 449 |
| 关键财务与估值指标 | | | | | 营运资本变动 | 11808 | 5763 | 6584 | 3465 |
| 每股收益 | 0.98 | 1.40 | 1.64 | 1.93 | 其它 | 2521 | (949) | 126 | 169 |
| 每股红利 | 0.38 | 0.56 | 0.82 | 0.96 | 经营活动现金流 | 20630 | 20520 | 23710 | 23328 |
| 每股净资产 | 7.40 | 8.24 | 9.06 | 10.02 | 资本开支 | (1479) | (267) | (300) | (220) |
| ROIC | 12% | 17% | 27% | 34% | 其它投资现金流 | (1857) | (1299) | (2079) | (3326) |
| ROE | 13% | 17% | 18% | 19% | 投资活动现金流 | (4443) | (3750) | (4347) | (5558) |
| 毛利率 | 30% | 30% | 30% | 30% | 权益性融资 | 1331 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT Margin | 5% | 6% | 6% | 7% | 负债净变化 | (1455) | (1000) | (2276) | (2000) |
| EBITDA Margin | 5% | 7% | 7% | 8% | 支付股利、利息 | (3397) | (5048) | (7424) | (8689) |
| 收入增长 | 4% | 16% | 12% | 10% | 其它融资现金流 | 2469 | (1735) | 1387 | (346) |
| 净利润增长率 | 8% | 42% | 18% | 17% | 融资活动现金流 | (5905) | (7783) | (8312) | (11036) |
| 资产负债率 | 67% | 66% | 66% | 65% | 现金净变动 | 10283 | 8987 | 11051 | 6734 |
| 息率 | 1.3% | 1.9% | 2.7% | 3.2% | 货币资金的期初余额 | 36179 | 46461 | 55448 | 66499 |
| P/E | 30.5 | 21.5 | 18.2 | 15.6 | 货币资金的期末余额 | 46461 | 55448 | 66499 | 73233 |
| P/B | 4.1 | 3.6 | 3.3 | 3.0 | 企业自由现金流 | 19548 | 20178 | 23561 | 23029 |
| EV/EBITDA | 36.8 | 24.4 | 21.3 | 18.9 | 权益自由现金流 | 20561 | 15757 | 23137 | 20762 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

| 类别 | 级别 | 定义 |
|------------|----|-------------------------------------|
| 股票 投资评级 | 买入 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上 |
| | 增持 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 卖出 | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上 |
| 行业 投资评级 | 超配 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 低配 | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上 |

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032