

公司研究/公告点评

2020年07月30日

家用电器/白色家电 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 18.00  
合理价格区间(元): 20.96~23.58

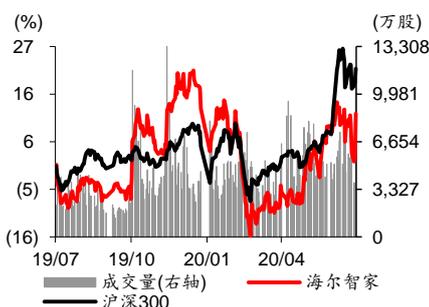
**林寰宇** 执业证书编号: S0570518110001  
研究员 linhuanyu@htsc.com

**王森泉** 执业证书编号: S0570518120001  
研究员 0755-23987489  
wangsenquan@htsc.com

相关研究

- 1 《海尔智家(600690 SH,买入): 变革驱动优势增长》2020.07
- 2 《海尔智家(600690 SH,买入): 全球协同发展, 平滑冲击影响》2020.04
- 3 《海尔智家(600690 SH,买入): 全球化新阶段, 对内革新谋发展》2020.03

一年内股价走势图



资料来源: Wind

# 战略继续聚焦, 看好公司运营提效

## 海尔智家(600690)

**拟以约 40.6 亿元价格出售子公司卡奥斯 54.5% 股权, 有望继续聚焦提效**  
公司发布公告, 拟向青岛海尔生态投资有限公司转让公司持有的海尔卡奥斯物联生态科技有限公司 (简称“卡奥斯”) 54.50% 股权, 交易价格约为 40.6 亿元。公司公告初步测算该转让将实现投资收益约 23 亿元, 增加归母净利润约 16 亿元 (约占公司 2019 年归母净利润的 19.5%), 投资收益最终确认仍有待交割日标的资产的审计及评估情况确定。公司围绕家电主业组织结构、成长质量方面持续发力, 我们看好公司继续对内提效, 期待公司调整后实现更优组织效率和盈利能力。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 为 1.31、1.46、1.64 元, 维持公司“买入”评级。

### 卡奥斯为公司 2B 工业互联网服务平台

卡奥斯主营为对外部中小企业工业互联网赋能, 主要包括工业互联网平台、智能控制、工业智能与自动化、精密模具、智慧能源等, 是面向智能制造和现代化工业所构建的工业互联网生态平台。2019 年卡奥斯实现收入 200.6 亿元 (约占公司同期营收 10%, 剔除合并抵消部分后约占公司营收 7%), 归母净利润 2.5 亿元 (约占公司同期归母净利 3%, 净利润率 1.18%)。

### 海尔继续深入发展家电主业, 提升家电业务资源效率

海尔坚持以 2C 智慧家庭为发展战略, 与卡奥斯拟发展的 2B 工业互联网业务在商业模式、客户群体、战略定位和资源上存在较大差异。同时, 过去几年中, 海尔在国内渠道优化、新技术新产品研发创新、海外品牌建设等方面有持续的资本投入, 卡奥斯自身发展也需要较大的资本投入 (且仍面临一定的业绩波动风险)。因此出售卡奥斯股权, 既有利于集中公司资源, 节约公司非主业资本性开支, 也有利于公司回笼资金, 降低资产负债率。转让后, 公司仍将直接及间接持有卡奥斯 18.75% 股权, 卡奥斯将不再纳入公司合并报表范围, 但公司依然可以分享其部分未来成长价值。

### 家电龙头企业战略聚焦、剥离非核心主业或成为重点方向

家电行业品牌、区域、价格竞争趋于激烈, 家电企业既要对内提升资产运营效率、生产效率、产品质量与创新, 也要对外提供功能领先的智慧化产品、贴近消费者的渠道与服务, 我们认为未来一段时期家电龙头企业剥离非核心主业或成为优化资产效率的重点方向之一。

### 看好公司业务聚焦与资产提效, 维持“买入”评级

围绕海尔品牌生态提升成长质量与运营效率, 或为公司下一阶段发展的重要动力, 围绕该目标, 公司港股子公司私有化方案仍在推进中, 同时公司拟出售卡奥斯部分股权并出表, 期待公司调整后更优组织效率和盈利能力。考虑到交割日待定, 投资收益尚未确认, 我们维持 2020-2022 年 EPS 为 1.31、1.46、1.64 元的预测, 截至 2020 年 7 月 29 日, 可比公司 2020 年 Wind 一致预期平均 PE 为 15.6x。给予 2020 年 16-18x PE 估值区间, 维持目标价格为 20.96~23.58 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)	6,580
流通 A 股 (百万股)	6,309
52 周内股价区间 (元)	13.85-20.00
总市值 (百万元)	118,432
总资产 (百万元)	188,485
每股净资产 (元)	7.39

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	8,589	9,586	10,775
+/-%	7.43	10.30	4.66	11.61	12.40
EPS (元, 最新摊薄)	1.13	1.25	1.31	1.46	1.64
PE (倍)	15.92	14.43	13.79	12.35	10.99

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	评级	目标价 (元)	2019	2020E	2021E	2022E
000333 CH	美的集团	买入	76.20-80.01	17.1	20.1	17.5	15.6
000651 CH	格力电器	增持	62.16-65.92	13.9	16.0	13.4	12.0
000921 CH	海信家电	增持	13.92-16.24	10.5	10.7	9.2	8.3
平均				13.8	15.6	13.4	12.0

注: 均为 Wind 一致预测, 数据截至 2020/7/29

资料来源: Wind、华泰证券研究所

### 风险提示

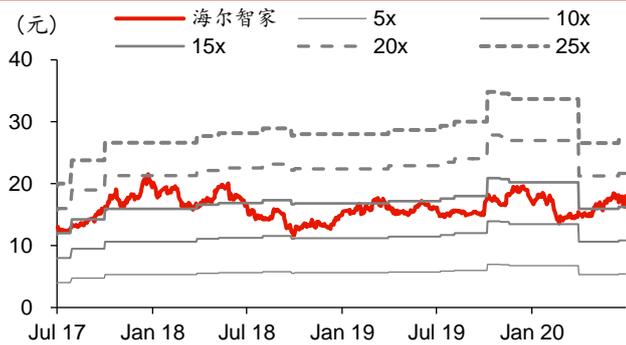
(1) 疫情冲击、家电市场竞争加剧。白电市场整体集中度较高, 但是短期内疫情冲击下可能面临空冰洗市场需求持续低迷影响, 由于行业扩张产能形成的高产能与需求低迷造成的供需不平衡, 可能加剧行业竞争, 高端产品销售受阻。

(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。

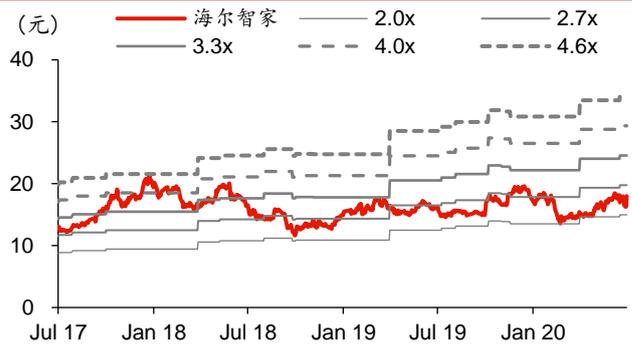
### PE/PB - Bands

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	116,000	115,797
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	22,584	33,605	28,928
其他流动资产	21,774	21,687	22,146	24,797	25,821
非流动资产	72,439	86,907	94,241	103,911	112,501
长期投资	13,966	20,461	28,280	36,099	43,918
固定投资	17,320	21,180	19,326	19,487	19,593
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	34,335	34,405	34,382
资产总计	166,700	187,454	188,139	219,911	228,297
流动负债	80,082	95,610	90,991	115,116	115,058
短期借款	6,299	8,585	14,834	17,583	22,617
应付账款	27,759	33,751	28,010	40,285	35,721
其他流动负债	46,024	53,274	48,147	57,249	56,720
非流动负债	31,488	26,855	22,637	19,140	15,183
长期借款	24,733	20,281	16,063	12,566	8,609
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	113,627	134,256	130,241
少数股东权益	15,728	17,102	20,502	24,402	28,402
股本	6,368	6,580	6,580	6,580	6,580
资本公积	2,209	4,436	4,436	4,436	4,436
留存公积	29,148	35,123	43,507	52,939	63,271
归属母公司股东权益	39,402	47,888	54,010	61,254	69,655
负债和股东权益	166,700	187,454	188,139	219,911	228,297

### 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	12,872	18,176	16,550
净利润	9,771	12,334	11,989	13,486	14,775
折旧摊销	3,140	4,663	3,248	3,583	4,037
财务费用	939.18	893.02	1,000	1,020	1,200
投资损失	(1,923)	(5,480)	(2,100)	(2,320)	(2,490)
营运资金变动	5,617	848.04	(504.50)	3,107	(271.46)
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)	(7,982)	(10,332)	(9,537)
资本支出	6,757	6,194	2,763	5,433	4,807
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)	(10,946)	(6,719)	(7,470)
短期借款	(4,580)	2,287	6,249	2,749	5,034
长期借款	2,486	(4,452)	(4,218)	(3,497)	(3,957)
普通股增加	271.01	211.15	0.00	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)	(12,977)	(5,971)	(8,547)
现金净增加额	1,057	(1,598)	(6,056)	1,124	(456.68)

### 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	141,443	156,408	174,068
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	10,167	11,250	12,529
财务费用	939.18	893.02	1,000	1,020	1,200
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	13,924	15,743	17,323
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	14,188	15,971	17,547
所得税	1,859	2,296	2,199	2,485	2,772
净利润	9,771	12,334	11,989	13,486	14,775
少数股东损益	2,330	4,128	3,400	3,900	4,000
归属母公司净利润	7,440	8,206	8,589	9,586	10,775
EBITDA	15,660	20,067	17,657	19,859	21,875
EPS (元, 基本)	1.13	1.25	1.31	1.46	1.64

### 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	(3.64)	13.07	10.03
归属母公司净利润	7.43	10.30	4.66	11.61	12.40
获利能力 (%)					
毛利率	29.00	29.83	29.92	29.96	30.02
净利率	5.33	6.14	5.94	6.04	5.94
ROE	17.72	18.98	16.09	15.74	15.07
ROIC	53.46	52.31	56.10	82.55	108.92
偿债能力					
资产负债率 (%)	66.93	65.33	60.40	61.05	57.05
净负债比率 (%)	0.18	6.19	3.49	(2.19)	(5.43)
流动比率	1.18	1.05	1.03	1.01	1.01
速动比率	0.82	0.67	0.70	0.64	0.69
营运能力					
总资产周转率	1.15	1.13	1.07	1.09	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)	1.13	1.25	1.31	1.46	1.64
每股经营现金流(最新摊薄)	2.68	1.91	1.96	2.76	2.52
每股净资产(最新摊薄)	5.85	7.21	8.14	9.24	10.52
估值比率					
PE (倍)	15.92	14.43	13.79	12.35	10.99
PB (倍)	3.08	2.50	2.21	1.95	1.71
EV_EBITDA (倍)	8.46	6.94	8.00	7.08	6.46

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

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，不构成所述证券的买卖出价或征价。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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。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。

本研究报告并非意图发送、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。

### 针对美国司法管辖区的声明

#### 美国法律法规要求之一般披露

本研究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（以下简称华泰证券（美国））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。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。

### 所有权及重大利益冲突

分析师林寰宇、王森泉本人及相关人士并不担任本研究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研究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。

## 重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

## 华泰证券研究

### 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

### 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

## 法律实体披露

本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。

华泰证券全资子公司华泰证券(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。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司