

**投资评级 优于大市 维持**

## 高端成套化领先布局, 收入利润同步扩张

**股票数据**

04月07日收盘价(元)	32.20
52周股价波动(元)	14.48-35.95
总股本/流通A股(百万股)	9348/6309
总市值/流通市值(百万元)	302509/293739

**相关研究**

《海尔电器私有化方案通过, 公司继续推进内部优化效率提升》2020.12.11

《累积收入增速回正, 单季度利润规模大幅提升》2020.10.30

《Q2 经营逐月改善, 卡萨帝占比继续提升》2020.09.14

**市场表现**


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	9.2	1.8	10.8
相对涨幅(%)	14.9	7.4	12.7

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 陈子仪

Tel: (021)23219244

Email: chenzy@htsec.com

证书: S0850511010026

分析师: 朱默辰

Tel: (021)23154383

Email: zmc11316@htsec.com

证书: S0850519020001

分析师: 刘璐

Tel: (021)23214390

Email: ll11838@htsec.com

证书: S0850519100003

分析师: 李阳

Tel: (021)23154382

Email: ly11194@htsec.com

证书: S0850518080005

**投资要点:**

- 公司发布2020年报, 收入同比增长4.46%, 归母净利润增长8.17%。** 2020年公司实现收入2097.26亿元, 同比增长4.46%, Q4单季度实现收入553.14亿元, 同比增长9.5%, 剔除卡奥斯出表影响, 2020年全年收入增长达8%, Q4单季度增长达20%。利润端方面, 2020年公司实现归母净利润88.77亿元, 同比增长8.17%, Q4单季度实现归母净利润25.76亿元。追溯海尔电器并表并剔除19年物流业务出表等非经因素看, 2020年公司实现持续经营性净利润113.22亿元, 较19年合并口径下90.22亿元同比增长达25%。
- 降本增效盈利能力有效提升。** 20H1受疫情冲击公司毛利率同比下降1.03pct, 进入20H2, 公司高端占比持续提升, 整体结构优化推动下20H2毛利率同比提升0.46pct, 带动全年毛利率降幅进一步收窄。同时20H2中国区持续提升运营效率, 海外加强规模效应, 20H2销售及管理费用率合计下降2.8pct, 整体降本增效下盈利能力有效提升。
- 国内高端化成套化战略推进, 海外协同加强收入利润齐升。** 国内市场方面, 公司家电业务20H2同比增长达18.5%, 全年实现收入规模988.80亿元, 冲破疫情影响, 实现正增长达6.6%。公司高端品牌卡萨帝占比持续提升, 全年实现收入87亿元, 同比增长达17%, 其中Q4单季度实现增长35%, 继续维持优异表现。海外市场方面, 公司整体海外市场收入达1006.22亿元, 全年增长8.3%, 其中下半年增长达15.8%。其中北美市场实现收入637亿元, 同比增长10%, 核心家电市场份额增长1.4个百分点; 欧洲市场实现收入165亿元, 同比增长8.7%; 澳新市场实现收入59.8亿元, 同比增长11.7%; 日本市场实现收入36.1亿元, 同比增长11.2%。整体海外盈利能力在疫情冲击下亦稳中有升, 实现经营性利润40亿元, 同比增长达27%。
- 打造三翼鸟, 推动高端成套化销售。** 公司在2020Q3推出全新场景品牌三翼鸟, 提供阳台、厨房、客厅、浴室、卧室等智慧家庭全场景解决方案。截止2020年, 公司已通过新建及改造的方式推出325家三翼鸟001号店, 实现核心城市的全覆盖, 有效带动成套产品销量增长41%; 其中高端智慧成套销量同比增长63.2%。

**主要财务数据及预测**

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	200,762	209,726	231,834	251,479	269,576
(+/-)YoY(%)	9.0%	4.5%	10.5%	8.5%	7.2%
净利润(百万元)	8,206	8,877	11,724	14,337	16,372
(+/-)YoY(%)	9.7%	8.2%	32.1%	22.3%	14.2%
全面摊薄EPS(元)	0.88	0.95	1.26	1.54	1.75
毛利率(%)	29.8%	29.7%	29.7%	30.1%	30.3%
净资产收益率(%)	17.1%	13.3%	15.2%	16.1%	16.0%

 资料来源: 公司年报(2019-2020), 海通证券研究所  
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

- 盈利预测与投资建议:** 公司实现港股海尔电器并表, 实现 A+H 同股同权治理结构进一步优化。中长期看, 国内市场继续推进高端化成套化销售, 卡萨帝三翼鸟布局领先, 海外市场自主品牌布局完善, 产销协同继续优化产品结构。公司收入规模不断扩张的同时, 数字化精细化运营下盈利能力亦有望继续提升。我们预计公司 2021-23 年 EPS 为 1.26、1.54 及 1.75 元, 绝对估值法下, 假设公司 2023-2030 年自由现金流 FCFF 复合增速达 10%, 假设永续增长为 3%, 测算 WACC 为 10.7%-11.7%, DCF (FCFF) 绝对估值法下公司对应价值区间为 33.5-37.7 元; 相对估值法下, 我们给予公司 21 年 25x-30xPE 估值, 对应价值区间为 31.5-37.8 元, 综上所述, 我们以相对估值法给予公司 25x-30xPE 估值, 对应目标价值区间为 31.5-37.8 元, 维持“优于大市”评级。
- 风险提示。** 终端需求不及预期, 海外协同不及预期, 商誉减值风险。

表 1 可比公司估值情况

代码	公司	收盘价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE (倍)		
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
000651.sz	格力电器	61.68	3,756.22	4.11	3.18	4.02	15.02	19.42	15.36
000333.sz	美的集团	82.72	6,133.79	3.44	3.66	4.17	24.06	22.60	19.83

注: 表中的 EPS, PE 均来自于万得一致预期  
资料来源: wind, 海通证券研究所

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	209,726	231,834	251,479	269,576
每股收益	0.95	1.26	1.54	1.75	营业成本	147,475	162,984	175,865	187,898
每股净资产	7.16	8.28	9.56	10.94	毛利率%	29.7%	29.7%	30.1%	30.3%
每股经营现金流	1.89	2.05	1.99	2.33	营业税金及附加	661	916	930	971
每股股利	0.38	0.47	0.59	0.68	营业税金率%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	33,642	36,699	38,476	40,706
P/E	31.52	23.87	19.52	17.09	营业费用率%	16.0%	15.8%	15.3%	15.1%
P/B	4.19	3.62	3.14	2.74	管理费用	10,053	10,943	11,680	12,344
P/S	1.29	1.21	1.11	1.04	管理费用率%	4.8%	4.7%	4.6%	4.6%
EV/EBITDA	15.69	16.94	13.54	11.27	EBIT	11,036	12,131	15,298	18,007
股息率%	1.3%	1.6%	2.0%	2.3%	财务费用	1,196	570	454	485
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	0.6%	0.2%	0.2%	0.2%
毛利率	29.7%	29.7%	30.1%	30.3%	资产减值损失	-1,336	-1,024	-1,225	-1,237
净利润率	4.2%	5.1%	5.7%	6.1%	投资收益	4,060	1,855	1,760	1,617
净资产收益率	13.3%	15.2%	16.1%	16.0%	<b>营业利润</b>	<b>13,598</b>	<b>14,076</b>	<b>17,243</b>	<b>19,739</b>
资产回报率	4.4%	5.2%	5.9%	6.3%	营业外收支	-43	202	235	213
投资回报率	8.9%	8.6%	10.3%	11.3%	<b>利润总额</b>	<b>13,554</b>	<b>14,278</b>	<b>17,477</b>	<b>19,952</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	16,125	15,301	18,565	21,324
营业收入增长率	4.5%	10.5%	8.5%	7.2%	所得税	2,232	2,314	2,848	3,245
EBIT 增长率	22.2%	9.9%	26.1%	17.7%	有效所得税率%	16.5%	16.2%	16.3%	16.3%
净利润增长率	8.2%	32.1%	22.3%	14.2%	少数股东损益	2,446	239	293	334
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>8,877</b>	<b>11,724</b>	<b>14,337</b>	<b>16,372</b>
资产负债率	66.5%	65.4%	62.3%	59.6%					
流动比率	1.04	1.09	1.12	1.16	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
速动比率	0.77	0.82	0.83	0.88	货币资金	46,461	59,887	62,476	69,483
现金比率	0.42	0.49	0.49	0.52	应收账款及应收票据	30,066	33,731	35,138	38,830
<b>经营效率指标</b>					存货	29,447	31,068	34,627	36,777
应收帐款周转天数	27.72	27.00	25.00	26.57	其它流动资产	8,273	9,343	10,137	10,488
存货周转天数	72.88	69.58	71.87	71.44	流动资产合计	114,248	134,028	142,379	155,578
总资产周转率	1.03	1.02	1.04	1.04	长期股权投资	21,568	23,908	26,340	28,848
固定资产周转率	10.04	10.06	9.69	9.70	固定资产	20,896	23,038	25,944	27,805
					在建工程	3,597	3,362	3,228	2,745
					无形资产	10,018	10,018	10,018	10,018
					非流动资产合计	89,212	93,530	98,703	102,593
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>资产总计</b>	<b>203,459</b>	<b>227,558</b>	<b>241,081</b>	<b>258,171</b>
净利润	8,877	11,724	14,337	16,372	短期借款	7,688	10,940	8,540	7,094
少数股东损益	2,446	239	293	334	应付票据及应付账款	57,539	66,707	70,030	75,218
非现金支出	6,591	4,194	4,492	4,554	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-2,183	-1,231	-1,229	-1,184	其它流动负债	44,166	45,509	48,625	51,319
营运资金变动	1,868	4,156	678	1,690	流动负债合计	109,393	123,156	127,196	133,632
<b>经营活动现金流</b>	<b>17,599</b>	<b>19,083</b>	<b>18,571</b>	<b>21,767</b>	长期借款	11,821	11,528	9,982	7,933
资产	-7,449	-2,634	-3,532	-2,623	其它长期负债	14,134	14,134	12,904	12,370
投资	1,381	-2,340	-2,432	-2,508	非流动负债合计	25,956	25,663	22,886	20,303
其他	804	1,935	1,851	1,712	<b>负债总计</b>	<b>135,348</b>	<b>148,818</b>	<b>150,082</b>	<b>153,935</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-5,264</b>	<b>-3,039</b>	<b>-4,113</b>	<b>-3,420</b>	实收资本	9,028	9,348	9,348	9,348
债权募资	28,732	2,959	-3,946	-4,029	归属于母公司所有者权益	66,816	77,206	89,173	102,076
股权募资	1,331	320	0	0	少数股东权益	1,295	1,534	1,826	2,161
其他	-31,089	-5,897	-7,923	-7,311	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>203,459</b>	<b>227,558</b>	<b>241,081</b>	<b>258,171</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-1,026</b>	<b>-2,619</b>	<b>-11,869</b>	<b>-11,340</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>10,672</b>	<b>13,425</b>	<b>2,590</b>	<b>7,007</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 07 日; (2) 以上各表均为简表  
资料来源: 公司年报 (2020), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

陈子仪 家电行业  
朱默辰 家电行业  
刘璐 家电行业  
李阳 家电行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息,本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解,清晰准确地反映了作者的研究观点,结论不受任何第三方的授意或影响,特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 格力电器,公牛集团,美的集团,海信家电,欧普照明,极米科技,苏泊尔,TCL 电子,石头科技,小熊电器,三花智控,新宝股份,海尔智家,北鼎股份,倍轻松,VESYNC,老板电器,浙江美大,科沃斯,九阳股份,兆驰股份,华帝股份,赛特新材

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“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,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,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。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。