

# 海信电器 (600060)

证券研究报告

2019年10月23日

## 毛利率改善明显，新品未来表现可期

**事件：公司发布 2019 年三季度报**，前三季度实现收入 236.44 亿元，同比-2.91%，归母净利润 2.65 亿元，同比-21.10%；对应 Q3 实现收入 85.40 亿元，同比-17.42%，归母净利润 2.02 亿元，去年同期归母净利润-0.004 亿元。

**公司收入有所下滑，新品未来表现可期：**根据产业在线的数据，2019 年 7-8 月彩电行业内销及外销量分别为 785.5 万台、1690.4 万台，同比分别-5.70%、-5.21%，去年由于世界杯营销带动海外销量，整体出口基数偏高，国内则受竞争加剧及宏观环境等影响，行业出货量延续下滑趋势。**从公司收入端看**，去年同期开始并表 TVS，18Q3 单季度包含了 TVS3-9 月的财务数据，而本期仅包含 TVS7-9 月的数据，统计口径的差异一定程度上导致收入增速低于预期。参考不包含 TVS 业务的母公司收入情况，19Q3 实现收入 60.38 亿元，同比-9.61%。内销方面，公司致力于产品技术升级，今年三季度先后推出叠屏电视 U9E、社交电视 S7 等产品，我们预计表现将好于外销。

**毛利率改善明显，销售费用率提升明显：**公司 19Q3 毛利率、净利率分别+3.36%、+2.77pct，同比改善明显，高端新品集中在 Q3 推出，产品结构改善带来均价提升，根据天猫数据，Q3 线上产品均价同比+5.01%，同时面板价格与去年同期相比处于较低位置。TVS 业务方面，我们预计在前期渠道调整结束后净利率有所提升。另外，扣非净利润较去年同期改善明显，主要系公司为提高资金使用效率，加速回款并盘活票据和资金，若将此资金收益还原，报告起来扣非净利率 1.87 亿元，同比-35.20%。**从费用端来看**，19Q3 销售、管理、研发、财务费用率同比分别+1.75%、-0.57%、+0.24%、+0.32pct，我们预计销售费用率提升主要与渠道下沉方面的支出增加有关。

**在手现金充裕，周转情况有所下降：**从资产负债表看，19Q3 期末货币资金+交易性金融资产（主要为理财产品）为 108.58 亿元，环比 H1+2.38 亿元，资金储备依旧充足；应收账款+票据 82.34 亿元，环比+10.29 亿元，同比-15.85%，主要受盘活票据资金的影响；预收款项 3.33 亿元，同比+1.49%。**周转方面**，公司 19Q1-Q3 存货及应收账款周转天数同比+5.60、-0.05 天，营业周期+5.55 天，营业周期拉长。**从现金流量表看**，19Q3 经营活动产生的现金流量净额 6.09 亿元，其中 Q3 销售商品及提供劳务现金流入同比-22.02%。

**投资建议：**报告期内公司费用端仍保持投入，考虑到去年世界杯营销费用的摊销及 TVS 渠道切换，我们预计公司费用率有望得到控制；产品结构改善，面板价格下行，对毛利率带来一定改善。基于公司三季度报的情况，我们调整公司 19-21 年净利润分别至 4.4、5.6、6.6 亿元（前值为 4.7、5.9、6.9 亿元），当前股价对应 19-21 年分别为 28.7xPE、22.8xPE、19.4xPE，考虑到公司高比例的在手现金（净现金/市值为 0.64），当前 PB 为 0.91X，安全边际较高，给予“增持”评级。

**风险提示：**面板价格波动风险；彩电销售不及预期等。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	32,870.41	35,128.28	33,658.26	35,742.06	38,635.32
增长率(%)	3.26	6.87	(4.18)	6.19	8.09
EBITDA(百万元)	1,254.62	1,934.89	576.39	906.94	1,082.10
净利润(百万元)	966.53	392.40	444.56	558.49	659.00
增长率(%)	(45.05)	(59.40)	13.29	25.63	18.00
EPS(元/股)	0.74	0.30	0.34	0.43	0.50
市盈率(P/E)	13.20	32.51	28.70	22.84	19.36
市净率(P/B)	0.93	0.91	0.89	0.86	0.84
市销率(P/S)	0.39	0.36	0.38	0.36	0.33
EV/EBITDA	14.00	5.50	21.87	9.23	11.86

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	家用电器/视听器材
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	9.75 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	1,308.48
流通 A 股股本(百万股)	1,308.48
A 股总市值(百万元)	12,757.69
流通 A 股市值(百万元)	12,757.69
每股净资产(元)	10.89
资产负债率(%)	42.97
一年内最高/最低(元)	12.90/7.31

### 作者

蔡雯娟	分析师
SAC 执业证书编号: S1110516100008	
caiwenjuan@tfzq.com	
卢璐	联系人
llu@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《海信电器-半年报点评:受 TVS 并表影响，上半年业绩承压》 2019-08-09
- 《海信电器-半年报点评:费用快速增长，业绩低于预期》 2018-08-31
- 《海信电器-季报点评:收入业绩均表现靓丽，经营性净现金流大幅增长》 2018-04-27

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	2,794.12	4,043.12	3,365.83	8,810.76	3,863.53
应收票据及应收账款	10,932.99	10,746.37	11,540.39	9,602.11	13,251.84
预付账款	56.62	74.49	32.11	88.09	44.27
存货	3,231.05	3,527.83	3,192.91	4,004.22	3,813.29
其他	5,274.76	6,553.01	4,978.37	5,608.69	5,711.51
<b>流动资产合计</b>	<b>22,289.54</b>	<b>24,944.82</b>	<b>23,109.61</b>	<b>28,113.87</b>	<b>26,684.44</b>
长期股权投资	366.45	443.12	443.12	443.12	443.12
固定资产	1,158.69	1,401.13	1,297.29	1,186.29	1,070.99
在建工程	24.38	36.01	21.60	13.02	7.87
无形资产	219.53	957.51	925.60	893.68	861.76
其他	639.54	1,616.78	1,123.71	1,162.18	1,239.63
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,408.59</b>	<b>4,454.56</b>	<b>3,811.32</b>	<b>3,698.29</b>	<b>3,623.38</b>
<b>资产总计</b>	<b>24,698.13</b>	<b>29,399.37</b>	<b>26,920.93</b>	<b>31,812.16</b>	<b>30,307.81</b>
短期借款	800.00	1,951.16	1,304.26	1,800.00	1,522.59
应付票据及应付账款	7,510.51	7,676.76	5,995.34	9,065.45	7,188.57
其他	1,975.86	2,485.05	2,339.92	2,465.08	2,696.23
<b>流动负债合计</b>	<b>10,286.37</b>	<b>12,112.97</b>	<b>9,639.52</b>	<b>13,330.53</b>	<b>11,407.38</b>
长期借款	6.50	1,207.85	1,200.00	1,800.00	1,500.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	103.62	720.73	310.43	378.26	469.81
<b>非流动负债合计</b>	<b>110.12</b>	<b>1,928.58</b>	<b>1,510.43</b>	<b>2,178.26</b>	<b>1,969.81</b>
<b>负债合计</b>	<b>10,396.49</b>	<b>14,041.56</b>	<b>11,149.95</b>	<b>15,508.79</b>	<b>13,377.19</b>
少数股东权益	544.55	1,266.47	1,361.65	1,501.27	1,666.02
股本	1,308.48	1,308.48	1,308.48	1,308.48	1,308.48
资本公积	2,247.88	2,467.16	2,467.16	2,467.16	2,467.16
留存收益	12,459.58	12,788.63	13,100.85	13,493.62	13,956.12
其他	(2,258.84)	(2,472.93)	(2,467.16)	(2,467.16)	(2,467.16)
<b>股东权益合计</b>	<b>14,301.65</b>	<b>15,357.82</b>	<b>15,770.98</b>	<b>16,303.37</b>	<b>16,930.62</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>24,698.13</b>	<b>29,399.37</b>	<b>26,920.93</b>	<b>31,812.16</b>	<b>30,307.81</b>

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,002.39	546.77	444.56	558.49	659.00
折旧摊销	362.51	427.92	150.17	151.60	152.47
财务费用	41.47	64.31	67.04	71.48	77.27
投资损失	(194.28)	(347.45)	(274.75)	(281.54)	(301.25)
营运资金变动	(1,208.47)	(1,940.16)	(530.15)	3,656.01	(5,161.81)
其它	2,364.65	1,161.47	102.85	139.62	164.75
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,368.26</b>	<b>(87.14)</b>	<b>(40.28)</b>	<b>4,295.66</b>	<b>(4,409.57)</b>
资本支出	353.51	1,144.45	410.31	(67.73)	(91.45)
长期投资	194.66	76.67	0.00	0.00	0.00
其他	(3,586.48)	(2,716.61)	(144.25)	349.35	392.82
<b>投资活动现金流</b>	<b>(3,038.31)</b>	<b>(1,495.50)</b>	<b>266.06</b>	<b>281.61</b>	<b>301.37</b>
债权融资	806.50	3,241.07	2,531.61	3,636.47	3,071.22
股权融资	(111.50)	141.91	(53.92)	(64.13)	(69.92)
其他	(231.47)	(752.45)	(3,380.76)	(2,704.68)	(3,840.32)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>463.53</b>	<b>2,630.52</b>	<b>(903.07)</b>	<b>867.65</b>	<b>(839.02)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	1.00	2.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(206.52)</b>	<b>1,047.88</b>	<b>(677.29)</b>	<b>5,445.93</b>	<b>(4,945.22)</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>32,870.41</b>	<b>35,128.28</b>	<b>33,658.26</b>	<b>35,742.06</b>	<b>38,635.32</b>
营业成本	28,370.01	29,967.93	28,101.02	30,394.09	32,751.80
营业税金及附加	204.52	210.42	196.91	178.71	193.18
营业费用	2,276.41	2,954.13	3,258.61	3,038.08	3,284.00
管理费用	1,159.29	576.65	536.81	536.13	540.89
研发费用	746.81	1,193.69	1,376.20	1,072.26	1,159.06
财务费用	110.91	89.93	67.04	71.48	77.27
资产减值损失	58.26	77.80	44.92	50.00	80.00
公允价值变动收益	0.00	(1.51)	7.67	0.00	0.00
投资净收益	222.44	347.45	274.75	282.54	303.25
其他	(1,422.50)	(893.83)	(759.44)	(702.54)	(723.25)
<b>营业利润</b>	<b>1,144.27</b>	<b>605.63</b>	<b>553.79</b>	<b>821.31</b>	<b>969.12</b>
营业外收入	61.23	35.77	65.48	0.00	0.00
营业外支出	42.54	36.05	28.20	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>1,162.95</b>	<b>605.36</b>	<b>591.07</b>	<b>821.31</b>	<b>969.12</b>
所得税	135.91	58.59	51.32	123.20	145.37
<b>净利润</b>	<b>1,027.04</b>	<b>546.77</b>	<b>539.75</b>	<b>698.11</b>	<b>823.75</b>
少数股东损益	60.51	154.36	95.18	139.62	164.75
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>966.53</b>	<b>392.40</b>	<b>444.56</b>	<b>558.49</b>	<b>659.00</b>
每股收益(元)	0.74	0.30	0.34	0.43	0.50

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入	3.26%	6.87%	-4.18%	6.19%	8.09%
营业利润	-37.66%	-47.07%	-8.56%	48.31%	18.00%
归属于母公司净利润	-45.05%	-59.40%	13.29%	25.63%	18.00%
<b>获利能力</b>					
毛利率	13.69%	14.69%	16.51%	14.96%	15.23%
净利率	2.94%	1.12%	1.32%	1.56%	1.71%
ROE	7.03%	2.78%	3.09%	3.77%	4.32%
ROIC	10.75%	5.38%	4.22%	5.32%	8.54%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	42.09%	47.76%	41.42%	48.75%	44.14%
净负债率	-13.90%	-5.22%	-5.29%	-31.74%	-4.68%
流动比率	2.17	2.06	2.40	2.11	2.34
速动比率	1.85	1.77	2.07	1.81	2.00
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	3.02	3.24	3.02	3.38	3.38
存货周转率	9.43	10.39	10.02	9.93	9.88
总资产周转率	1.39	1.30	1.20	1.22	1.24
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.74	0.30	0.34	0.43	0.50
每股经营现金流	1.81	-0.07	-0.03	3.28	-3.37
每股净资产	10.51	10.77	11.01	11.31	11.67
<b>估值比率</b>					
市盈率	13.20	32.51	28.70	22.84	19.36
市净率	0.93	0.91	0.89	0.86	0.84
EV/EBITDA	14.00	5.50	21.87	9.23	11.86
EV/EBIT	17.15	6.31	29.58	11.08	13.81

### 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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com