

# 海信视像 (600060)

证券研究报告

2020年05月01日

## 业绩逆势增长，毛利率水平大幅提升

### 事件

1) 公司 2019 年实现营业收入 341.05 亿元，同比-2.91%；归母净利润 5.56 亿元，同比+41.71%；扣非归母净利润 1.08 亿元，同比+80.85%；其中 19Q4 实现营业收入 104.61 亿元，同比-2.91%；归母净利润 2.91 亿元，同比+411.28%；扣非归母净利润 1.02 亿元，同比-276.18%；2) 公司 2020 年 Q1 实现营业收入 67.64 亿元，同比-11.26%；归母净利润 0.51 亿元，同比+91.79%；扣非归母净利润 572 万元，较上期增加 0.36 亿元；经营活动产生的现金流量净额 2.67 亿元，同比-81.36%；3) 分红方案：拟向全体股东每 10 股派发现金 1.27 元（含税），分红率 30%，股息率 1.15%。

**海内外市场份额不断提升，TVS 扭亏为盈。国内市场：**2019 年，海信国内销售额达 167.57 亿元，同比下滑 3.2%，线下零售额占有率达 21.09%，同比提升 1.99pct，继续保持行业第一。公司 65 吋及以上、80 吋及以上的电视销售量同比增长 52.47%、178.88%。**海外市场：**公司产品在海外市场表现优异，其销量 2019 年在美国市场增长 50.8%，墨西哥增长 30.3%，德国增长 37.1%，英国增长 34.6%，西班牙增长 28.6%。

**产品结构改善，毛利率水平大幅提升。从利润端来看，**2019 年公司毛利率 17.96%，同比+3.27pct，归母净利率 1.63%，同比+0.51pct。公司通过推出大屏电视以及社交电视、叠屏电视、激光电视等高端产品优化产品结构，对冲产品均价的下降，加上成本端 TV 面板价格下滑，毛利率水平大幅提升。由于公司营销效率提升，以及疫情期间线上渠道收入占比增高，20Q1 销售费用减少 1.10 亿元，研发力度仍不断加大，同比+0.55 亿元。

**在手现金充裕，周转效率受疫情影响较小。**公司 19 年期末货币资金+交易性金融资产（主要为理财产品）+其他流动资产（主要为待抵扣增值税）为 117.39 亿元，同比+11.77 亿元，在手现金充裕。2020Q1，存货周转天数为 52.75 天，同比+2.48 天；应收账款周转天数 29.81 天，同比+1.55 天，应付账款周转天数为 62.87 天，同比-2.34 天，疫情对公司周转效率影响有限。

**投资建议：**主业方面，19 年在国内彩电市场低迷的情况下，归母净利逆势上升，体现了公司作为彩电龙头的强大韧性；公司毛利率水平不断提升，且 TVS 扭亏开始贡献盈利，看好公司未来发展前景。公司 19 年 12 月改名，并于近期修改了公司章程，在经营范围中增加了 LED 大屏显示、触控一体机、交互智能平板、数字标牌等品类，未来业务矩阵将更加多元。考虑到目前国内外疫情形势，结合 20 年一季报表现情况，预计公司 20-22 年公司归母净利润 **8.67/10.72/12.33** 亿元（20-21 年前值 6.62/9.22 亿元），对应 EPS **0.66/0.82/0.94** 元/股，当前股价对应 20-22 年 **16.68x/13.49x/11.73x** PE，维持买入评级。

**风险提示：**疫情对海外彩电市场影响增大；国内彩电行业价格战加剧；TV 面板价格大幅上升；中美贸易摩擦加剧。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	35,128.28	34,104.74	33,265.74	36,040.10	38,364.69
增长率(%)	6.87	(2.91)	(2.46)	8.34	6.45
EBITDA(百万元)	1,934.89	2,351.55	1,179.93	1,264.44	1,488.19
净利润(百万元)	392.40	556.07	866.74	1,071.71	1,232.99
增长率(%)	(59.40)	41.71	55.87	23.65	15.05
EPS(元/股)	0.30	0.42	0.66	0.82	0.94
市盈率(P/E)	36.85	26.00	16.68	13.49	11.73
市净率(P/B)	1.03	0.99	0.95	0.89	0.84
市销率(P/S)	0.41	0.42	0.43	0.40	0.38
EV/EBITDA	5.50	2.42	13.49	2.06	9.05

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	买入（维持评级）
当前价格	11.05 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)	14,458.72
流通 A 股市值(百万元)	14,458.72
每股净资产(元)	11.14
资产负债率(%)	41.67
一年内最高/最低(元)	14.41/7.31

### 作者

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

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《海信视像-公司深度研究:更名之后,如何实现困境反转?》2020-01-23
- 《海信电器-公司点评:公司拉开混改大幕,期待进一步激发活力》2019-12-25
- 《海信电器-季报点评:毛利率改善明显,新品未来表现可期》2019-10-23

## 事件

- 1) 公司 2019 年实现营业收入 341.05 亿元, 同比-2.91%; 归母净利润 5.56 亿元, 同比+41.71%; 扣非归母净利润 1.08 亿元, 同比+80.85%; 其中 19Q4 实现营业收入 104.61 亿元, 同比-2.91%; 归母净利润 2.91 亿元, 同比+411.28%; 扣非归母净利润 1.02 亿元, 同比-276.18%;
- 2) 公司 2020 年 Q1 实现营业收入 67.64 亿元, 同比-11.26%; 归母净利润 0.51 亿元, 同比+91.79%; 扣非归母净利润 572 万元, 较上期增加 0.36 亿元; 经营活动产生的现金流量净额 2.67 亿元, 同比-81.36%;
- 3) 分红方案: 拟向全体股东每 10 股派发现金 1.27 元(含税), 分红率 30%, 股息率 1.15%。

## 海内外市场份额不断提升, TVS 扭亏为盈

**国内市场:** 2019 年国内彩电市场总体低迷, 根据中怡康推总数据, 2019 年国内彩电零售量同比下降 2.6%, 零售额同比下降 11.7%; 同时 TV 面板价格持续下跌, 为彩电企业价格战打开了降价空间, 行业均价全年下降 9.3%。在此背景下, 海信国内销售额达 167.57 亿元, 同比下滑 3.2%, 线下零售额占有率达 21.09%, 同比提升 1.99pct, 继续保持行业第一。公司 65 吋及以上、80 吋及以上的电视销售量同比增长 52.47%、178.88%。

**海外市场:** 2019 年公司产品在海外市场表现优异, 其销量在美国市场增长 50.8%, 墨西哥增长 30.3%, 德国增长 37.1%, 英国增长 34.6%, 西班牙增长 28.6%, 在印度及泰国新兴市场分别增长了 308%及 53%。TVS 渠道整合逐步完成, 开始扭亏为盈, 19 年实现营收 37.28 亿元, 同比增长 39.65%, 净利润 2709 万元, 较同期盈利大幅提升 2.03 亿元。外销中海信自主品牌收入占比超过 70%, 预计 2020 年会进一步增加, 自主品牌销售量同比增长 33.69%, 海信品牌在全球的影响力不断提升。

**2020Q1 激光电视销量大增:** 根据奥维云网数据, 1/2/3 月国内彩电市场整体零售量 515/179/ 301/万台, 同比下滑 19.5%/27.1%/16.6%; 销售额 133/36/68 亿元, 同比下滑 27.9%/45.4%/37.3%, 公司营收表现优于行业平均。在黑电行业低迷阶段, 激光电视销量逆势大增, 根据中怡康推总数据, 2020Q1 激光电视销量同比上涨 92.13%, 销额同比上涨 54.53%, 其中, 海信激光电视的成绩更为突出, 销售量同比增长 99.14%, 销售额同比增长 62.01%。

## 产品结构改善, 毛利率水平大幅提升

**从利润端来看,** 2019 年公司毛利率 17.96%, 同比+3.27pct, 归母净利率 1.63%, 同比+0.51pct; 其中 19Q4 毛利率 20.61%, 同比+4.14pct, 归母净利率 2.79%, 同比+2.26pct。20Q1 公司毛利率 15.86%, 同比+1.11pct; 归母净利率 0.76%, 同比+0.76pct。公司通过推出大屏电视以及社交电视、叠屏电视、激光电视等高端产品优化产品结构, 对冲产品均价的下降, 加上成本端 TV 面板价格下滑, 毛利率水平大幅提升。

**从费用端来看,** 公司 2019 年销售、管理、研发、财务费用率同比分别+2.16pct、0.05pct、+0.78pct、-0.21pct。销售费用增加 6.51 亿元, 主要系公司新品上市营销及 TVS 业绩占比增高所致, 市场推广费用和人员费用大幅增加。20Q1, 公司销售、管理、研发、财务费用率分别-0.56pct、0.08pct、1.34pct、-0.67pct, 由于公司营销效率提升, 以及疫情期间线上渠道收入占比增高, 销售费用减少 1.10 亿元, 研发力度仍不断加大, 同比+0.55 亿元。

## 在手现金充裕, 周转效率受疫情影响较小

**从资产负债表看**，公司 19 年期末货币资金+交易性金融资产（主要为理财产品）+其他流动资产（主要为待抵扣增值税）为 117.39 亿元，同比+11.77 亿元，在手现金充裕；应收票据和账款合计为 53.93 亿元，同比-53.53 亿元，主要系公司 19 年后将应收票据-银行承兑和部分应收账款调整列示于应收款项融资科目；预收账款为 3.52 亿元，同比-1.06 亿元。20Q1 公司资产减值损失达-674 万元（同期 606 万元），主要因应收款项坏账准备计提变动。

**从周转情况看**，2019，存货周转天数为 42.40 天，同比+1.80 天；应收账款周转天数为 26.87 天，同比+1.58 天；应付账款周转天数为 58.54 天，同比+3.09 天。2020Q1，存货周转天数为 52.75 天，同比+2.48 天；应收账款周转天数 29.81 天，同比+1.55 天，应付账款周转天数为 62.87 天，同比-2.34 天，疫情对公司周转效率影响有限。

**从现金流量表看**，2019 年公司经营活动产生现金流净额为 17.84 亿元，同比+18.72 亿元，主要原因系公司加速盘活票据获得一定收益，同时通过加强存货管理，节省了部分资金。投资活动产生现金流净额为-16.73 亿元，同比-1.77 亿元；筹资活动产生现金流净额为-4.76 亿元，同比-31.06 亿元，主要系本期偿还债务支付现金增加 29.29 亿元。19Q4 经营活动产生现金流净额 3.13 亿元，较去年同期出现大幅好转（18Q4 经营活动产生现金流净额-4.82 亿元）。2020Q1，受疫情影响，公司经营活动产生现金流净额为 2.67 亿元，同比-81.36%，主要系销售商品、提供劳务收到的现金同比减少 12.58%，达 92.97 亿元。

## 投资建议

主业方面，19 年在国内彩电市场低迷的情况下，归母净利逆势上升，体现了公司作为彩电龙头的强大韧性；公司毛利率水平不断提升，且 TVS 扭亏开始贡献盈利，看好公司未来发展前景。公司 19 年 12 月改名，并于近期修改了公司章程，在经营范围中增加了 LED 大屏显示、触控一体机、交互智能平板、数字标牌等品类，未来业务矩阵将更加多元。考虑到目前国内外疫情形势，结合 20 年一季报表现情况，预计公司 20-22 年公司归母净利润 8.67/10.72/12.33 亿元（20-21 年前值 6.62/9.22 亿元），对应 EPS 0.66/0.82/0.94 元/股，当前股价对应 20-22 年 16.68x/13.49x/11.73x PE，维持买入评级。

**投资风险：**疫情对海外彩电市场影响增大；国内彩电行业价格战加剧；TV 面板价格大幅上升；中美贸易摩擦加剧。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	4,043.12	3,317.58	3,326.57	12,988.13	3,836.47
应收票据及应收账款	10,746.37	5,393.02	14,037.92	4,076.13	15,206.28
预付账款	74.49	92.27	37.15	111.98	52.82
存货	3,527.83	3,062.11	3,456.91	3,463.55	3,961.67
其他	6,553.01	12,664.36	8,154.92	9,124.80	9,976.68
<b>流动资产合计</b>	<b>24,944.82</b>	<b>24,529.35</b>	<b>29,013.48</b>	<b>29,764.60</b>	<b>33,033.92</b>
长期股权投资	443.12	478.24	478.24	478.24	478.24
固定资产	1,401.13	1,319.72	1,185.10	1,047.23	907.40
在建工程	36.01	16.44	9.87	5.98	3.65
无形资产	957.51	1,011.05	977.35	943.65	909.94
其他	1,616.78	1,920.12	1,453.69	1,587.99	1,599.33
<b>非流动资产合计</b>	<b>4,454.56</b>	<b>4,745.57</b>	<b>4,104.24</b>	<b>4,063.08</b>	<b>3,898.57</b>
<b>资产总计</b>	<b>29,399.37</b>	<b>29,274.92</b>	<b>33,117.73</b>	<b>33,827.68</b>	<b>36,932.49</b>
短期借款	1,951.16	1,868.40	5,107.70	1,800.00	3,981.11
应付票据及应付账款	7,676.76	7,013.09	7,053.89	8,245.95	8,051.24
其他	2,485.05	2,831.00	1,964.62	3,091.24	2,415.01
<b>流动负债合计</b>	<b>12,112.97</b>	<b>11,712.49</b>	<b>14,126.21</b>	<b>13,137.19</b>	<b>14,447.36</b>
长期借款	1,207.85	538.45	1,310.62	1,800.00	2,327.73
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	720.73	757.23	527.20	668.39	650.94
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,928.58</b>	<b>1,295.68</b>	<b>1,837.82</b>	<b>2,468.39</b>	<b>2,978.67</b>
<b>负债合计</b>	<b>14,041.56</b>	<b>13,008.17</b>	<b>15,964.03</b>	<b>15,605.58</b>	<b>17,426.02</b>
少数股东权益	1,266.47	1,688.14	1,888.05	2,062.51	2,263.23
股本	1,308.48	1,308.48	1,308.48	1,308.48	1,308.48
资本公积	2,467.16	2,467.59	2,467.59	2,467.59	2,467.59
留存收益	12,788.63	13,261.62	13,957.17	14,851.11	15,934.75
其他	(2,472.93)	(2,459.08)	(2,467.59)	(2,467.59)	(2,467.59)
<b>股东权益合计</b>	<b>15,357.82</b>	<b>16,266.75</b>	<b>17,153.70</b>	<b>18,222.10</b>	<b>19,506.46</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>29,399.37</b>	<b>29,274.92</b>	<b>33,117.73</b>	<b>33,827.68</b>	<b>36,932.49</b>

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	546.77	806.89	866.74	1,071.71	1,232.99
折旧摊销	427.92	450.50	174.90	175.56	175.96
财务费用	64.31	60.32	(68.88)	(74.62)	(79.43)
投资损失	(347.45)	(348.62)	(274.75)	(281.54)	(301.25)
营运资金变动	(1,940.16)	2,776.72	(10,350.40)	12,103.10	(12,136.75)
其它	1,161.47	(1,961.39)	231.68	174.46	200.72
<b>经营活动现金流</b>	<b>(87.14)</b>	<b>1,784.43</b>	<b>(9,420.70)</b>	<b>13,168.66</b>	<b>(10,907.76)</b>
资本支出	1,144.45	308.05	230.04	(141.09)	17.55
长期投资	76.67	35.12	0.00	0.00	0.00
其他	(2,716.61)	(2,015.89)	5,338.78	(464.85)	(900.09)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,495.50)</b>	<b>(1,672.71)</b>	<b>5,568.82</b>	<b>(605.94)</b>	<b>(882.55)</b>
债权融资	3,241.07	2,507.55	6,479.24	3,681.23	6,389.78
股权融资	141.91	6.52	67.71	81.97	86.78
其他	(752.45)	(2,989.61)	(2,686.09)	(6,664.36)	(3,837.92)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>2,630.52</b>	<b>(475.54)</b>	<b>3,860.87</b>	<b>(2,901.16)</b>	<b>2,638.64</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>1,047.88</b>	<b>(363.83)</b>	<b>8.99</b>	<b>9,662.56</b>	<b>(9,149.66)</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>35,128.28</b>	<b>34,104.74</b>	<b>33,265.74</b>	<b>36,040.10</b>	<b>38,364.69</b>
营业成本	29,967.93	27,978.75	27,671.78	29,801.56	31,608.67
营业税金及附加	210.42	209.61	143.81	197.73	210.48
营业费用	2,954.13	3,605.45	2,746.93	3,099.45	3,261.00
管理费用	576.65	578.20	551.20	583.85	621.51
研发费用	1,193.69	1,426.23	1,488.10	1,585.76	1,688.05
财务费用	89.93	15.54	(68.88)	(74.62)	(79.43)
资产减值损失	77.80	(68.68)	(34.59)	(34.59)	(34.00)
公允价值变动收益	(1.51)	9.56	31.77	0.00	0.00
投资净收益	347.45	269.07	274.75	282.54	303.25
其他	(893.83)	(656.29)	(769.60)	(760.14)	(780.84)
<b>营业利润</b>	<b>605.63</b>	<b>737.30</b>	<b>1,230.46</b>	<b>1,358.55</b>	<b>1,566.02</b>
营业外收入	35.77	84.31	11.73	60.00	60.00
营业外支出	36.05	58.15	67.00	40.00	40.00
<b>利润总额</b>	<b>605.36</b>	<b>763.47</b>	<b>1,175.19</b>	<b>1,378.55</b>	<b>1,586.02</b>
所得税	58.59	(43.43)	112.85	132.38	152.30
<b>净利润</b>	<b>546.77</b>	<b>806.89</b>	<b>1,062.34</b>	<b>1,246.17</b>	<b>1,433.71</b>
少数股东损益	154.36	250.82	199.91	174.46	200.72
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>392.40</b>	<b>556.07</b>	<b>866.74</b>	<b>1,071.71</b>	<b>1,232.99</b>
每股收益(元)	0.30	0.42	0.66	0.82	0.94

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入	6.87%	-2.91%	-2.46%	8.34%	6.45%
营业利润	-47.07%	21.74%	66.89%	10.41%	15.27%
归属于母公司净利润	-59.40%	41.71%	55.87%	23.65%	15.05%
<b>获利能力</b>					
毛利率	14.69%	17.96%	16.82%	17.31%	17.61%
净利率	1.12%	1.63%	2.61%	2.97%	3.21%
ROE	2.78%	3.81%	5.68%	6.63%	7.15%
ROIC	5.38%	5.95%	17.36%	6.97%	31.33%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	47.76%	44.43%	48.20%	46.13%	47.18%
净负债率	-5.22%	-4.98%	18.38%	-51.07%	13.09%
流动比率	2.06	2.09	2.05	2.27	2.29
速动比率	1.77	1.83	1.81	2.00	2.01
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	3.24	4.23	3.42	3.98	3.98
存货周转率	10.39	10.35	10.21	10.42	10.33
总资产周转率	1.30	1.16	1.07	1.08	1.08
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.30	0.42	0.66	0.82	0.94
每股经营现金流	-0.07	1.36	-7.20	10.06	-8.34
每股净资产	10.77	11.14	11.67	12.35	13.18
<b>估值比率</b>					
市盈率	36.85	26.00	16.68	13.49	11.73
市净率	1.03	0.99	0.95	0.89	0.84
EV/EBITDA	5.50	2.42	13.49	2.06	9.05
EV/EBIT	6.31	2.74	15.83	2.39	10.27



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