

信用等级公告

联合〔2020〕 1420 号

联合资信评估有限公司通过对海尔智家股份有限公司主体长期信用状况进行综合分析和评估，确定海尔智家股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年六月四日



海尔智家股份有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

评级展望：稳定

评级时间：2020年6月4日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
一般工商企业主体信用评级模型	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa		评级结果	AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	1
财务风险	F1	现金流	资产质量	1
			盈利能力	1
			现金流量	1
		资本结构		2
		偿债能力		1
调整因素和理由				调整子级

注：经营风险由低至高划分为A、B、C、D、E、F共6个等级，各级因子评价划分为6档，1档最好，6档最差；财务风险由低至高划分为F1-F7共7个等级，各级因子评价划分为7档，1档最好，7档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对海尔智家股份有限公司（以下简称“海尔智家”或“公司”）的评级反映了其作为全球领先的家用电器制造商之一，在品牌集群构建、品牌知名度、市场份额、全球化布局以及技术和智能制造水平等方面具备的综合竞争优势。近年来，公司内生发展和外延收购并举，经营规模不断扩大，高端品牌持续放量，核心的冰洗领域市场份额稳步提升，市场领先地位不断强化；营业收入和利润规模不断增长，主营业务盈利能力强。公司货币资金充裕，资产流动性高，融资渠道畅通，整体偿债能力极强。同时，联合资信也关注到家电行业国内外品牌竞争激烈、境外收购形成较大规模商誉，可能存在减值风险、海外收入占比持续提升使得汇兑损失风险增加以及存货对运营资金形成占用等因素对公司经营及信用水平可能带来的不利影响。

近年来，公司先后完成对通用电气旗下家电业务相关资产（以下简称“GEA”）、Fisher & Paykel Appliances Holdings Limited（以下简称“FPA 控股”）和 Candy S.p.A（以下简称“Candy 公司”）的股权收购，品牌集群及全球化布局进一步完善。未来，随着全球协同体系建设的深入与效率持续优化，公司市场份额与经营效益有望进一步提升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险极低。

优势

1. 公司作为家电行业龙头企业，综合竞争优势明显。公司是全球领先的家电制造商之一，在品牌集群构建、品牌知名度、市场份额等方面具备的综合竞争优势。公司拥有7大品牌，在冰洗市场连续多年份额第一。
2. 公司研发投入不断增加，技术和智能制造水平行业领先。近年来公司研发投入不断增加，研发资源遍

分析师：孔祥一 陈婷
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层(100022)
网址：www.lhratings.com

布全球；公司的技术和智能制造水平在行业内保持领先地位，参与多项国内和国际行业标准的制/修订。

3. 近年来，公司完成多项重大海外并购，进一步完善全球化布局。公司先后完成对通用电气购买其家电业务相关资产、FPA 控股、CANDY 的股权收购，相关标的在各自区域市场均具备较强的竞争优势，上述收购拓展了公司的品牌集群和全球化布局，并有利于公司加速实现研发、制造、营销等多方面的全球资源整合。

4. 公司财务表现良好，偿债能力极强。公司货币资金充裕且受限比例很低，主业盈利能力强，融资渠道畅通，具有极强的偿债能力。

关注

1. 国内外家电行业竞争压力较大。公司所在的家电行业竞争激烈，受消费刺激政策、房地产行业周期性及国际性贸易摩擦等因素影响较大，近年来行业增速明显放缓。

2. 公司并购产生的商誉可能存在减值风险。公司境外收购业务形成的商誉规模较大，若并购业务发展未及预期，存在商誉减值风险。

3. 公司海外业务规模大，外汇市场波动可能增加公司的汇兑风险。随着公司海外收入占比的提升，汇率波动造成的产品出口与汇兑损失风险有所增加。

3. 存货占用营运资金。公司存货占流动资产比重较高，对运营资金形成一定占用。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	482.31	534.53	504.38	469.32
资产总额(亿元)	1514.63	1667.00	1874.54	1884.85
所有者权益(亿元)	467.50	551.30	649.90	662.80
短期债务(亿元)	301.10	291.58	352.54	439.97
长期债务(亿元)	223.41	248.26	203.74	211.13
全部债务(亿元)	524.51	539.85	556.28	651.10
营业总收入(亿元)	1592.54	1833.17	2007.62	431.41
利润总额(亿元)	105.44	116.29	146.31	15.67
EBITDA(亿元)	145.37	162.36	201.43	--
经营性净现金流(亿元)	160.87	189.34	150.83	-57.88
营业利润率(%)	30.49	28.53	29.43	27.19
净资产收益率(%)	19.36	17.72	18.98	--
资产负债率(%)	69.13	66.93	65.33	64.84
全部债务资本化比率(%)	52.87	49.48	46.12	49.55
流动比率(%)	114.87	117.71	105.16	106.83
经营现金流动负债比(%)	20.92	23.64	15.78	--
EBITDA 利息倍数(倍)	11.97	11.09	12.04	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.61	3.33	2.64	--
公司本部（母公司）				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额(亿元)	362.03	437.78	496.03	511.99
所有者权益(亿元)	119.38	149.55	189.85	190.59
全部债务(亿元)	0.00	40.11	0.00	25.00
营业收入(亿元)	34.52	32.60	66.38	31.80
利润总额(亿元)	14.54	25.34	37.15	0.72
资产负债率(%)	67.03	65.84	61.73	62.77
全部债务资本化比率(%)	0.00	21.15	0.00	11.60
流动比率(%)	15.57	36.79	44.80	47.15
经营现金流动负债比(%)	0.19	0.12	0.47	--

注：2020 年 1-3 月财务数据未经审计；合并口径长期应付款中有息部分已纳入长期债务指标核算；公司 2017-2019 年年报中披露的加权平均净资产收益率计算口径系按照《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 9 号-净资产收益率和每股收益的计算及披露（2010 年修订）》要求计算，分别为 23.59%、21.00%和 19.12%

主体评级历史：首次评级

声 明

一、本报告引用的资料主要由海尔智家股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、该公司信用等级自 2020 年 6 月 4 日至 2021 年 6 月 3 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

海尔智家股份有限公司

主体长期信用评级报告

一、主体概况

海尔智家股份有限公司（以下简称“海尔智家”或“公司”）的前身为成立于 1984 年的青岛电冰箱总厂。经青岛市体改委发〔1989〕3 号文批准，在对原青岛电冰箱总厂改组的基础上，以定向募集资金 1.5 亿元方式设立“青岛琴岛海尔股份有限公司”。1993 年 3 月和 9 月，经青岛市股份制试点工作领导小组先后以青股领字〔1993〕2 号和 9 号文批准，公司在进行规范化改造基础上，增发社会公众股 5000 万元，由定向募集公司转为社会募集公司。经中国证券监督管理委员会证监发审字〔1993〕78 号文复审通过，上海证券交易所上证上〔93〕字第 2087 号文审核批准，1993 年 11 月，公司股票在上海证券交易所挂牌交易（股票代码为“600690.SH”，股票简称为“青岛海尔”）。2019 年 6 月，公司更名为现名，股票代码不变，股票简称变更为“海尔智家”。

公司上市后，经多次资本公积转增股本、非公开发行、可转债转股及股份回购等，截至 2020 年 3 月底，总股本为 65.80 亿元，海尔电器国际股份有限公司（以下简称“海尔国际”）持有公司 19.13% 股权（无质押），为公司控股股东；海尔集团公司（以下简称“海尔集团”）为公司实际控制人¹（见附件 1-1）。

公司经营范围：电器、电子产品、机械产品、通讯设备及相关配件、工业自动化控制设备、计算机软硬件及辅助设备的研发与制造；家用电器及电子产品技术咨询服务；进出口业务（按外经贸部核准范围经营）；批发零售：国内商业（国家禁止商品除外）；从事数字科技、智能科技、软件科技；技术开发、技术咨

询、技术转让、技术服务（含工业互联网及家电产品等）；数据处理；应用软件开发及服务；先进控制与优化技术的开发与应用研究；矿泉水制造、饮食、旅游服务（限分支机构经营）；企业管理服务及咨询、信息技术服务。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

截至 2019 年底，公司纳入合并报表范围的子公司共计 117 家；其中，海尔电器集团有限公司（以下简称“海尔电器”）系香港上市公司（股票代码：01169.HK，股票简称：海尔电器），公司持有其 45.87% 股权。公司根据实际业务需要，建立了全球专业平台（含专业模块和职能模块）、全球产业平台和海外区域平台相结合的全球组织架构（见附件 1-2）。

截至 2019 年底，公司（合并）资产总额为 1874.54 亿元，所有者权益合计 649.90 亿元（其中少数股东权益 171.02 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 2007.62 亿元，利润总额 146.31 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 1884.85 亿元，所有者权益合计 662.80 亿元（其中少数股东权益为 176.29 亿元）；2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 431.41 亿元，利润总额 15.67 亿元

公司注册地址：山东省青岛市崂山区海尔工业园内；法定代表人：梁海山。

二、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

¹ 海尔集团工商登记为股份制企业，根据青岛市国有资产监督管理委员会 2002 年 6 月 1 日出具的说明，认定海尔集团企业性质为集体所有制企业。

经济增速继续下行。

2019年以来中国经济增速继续下行，全年GDP同比增长6.1%（见下表），为2008年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长6.4%，前二季度累计同比增长6.3%，

前三季度累计同比增长均为6.2%，逐季下滑态势明显。2020年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP同比增长-6.8%，是中国有GDP统计数据以来首次出现大幅负增长。

表1 2016—2020年一季度中国主要经济数据

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况

2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价

3. GDP增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP为不变价规模

4. 城镇失业率统计中，2016—2017年为城镇登记失业率，2018年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：联合资信根据国家统计局和Wind数据整理

2019年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020年一季度三大需求全面大幅收缩。

2019年，社会消费品零售总额同比增长8.0%，较上年下滑1.0%，其中网上零售额10.6万亿元，同比增长16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长5.4%，比上年低0.5个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为3.1%，比上年低6.4个百分点；基础设施投资增速为3.8%，与上年持平；房地产投资增速为9.9%，比上年高0.4个百分点。民间投资增速为4.7%，比上年低4.0个百分点；国有投资增速为6.8%，比上年高4.9个百分点。2019年，货物进出口总额31.54万亿元，同比增长3.4%，增速比上年回落6.3个百分点。其中，出口增长5.0%，进口增长1.6%。进出口顺差2.92万亿元，同比扩大25.4%。对欧盟、东盟、

美国、日本进出口分别增长8.0%、14.1%、-10.7%和0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口9.27万亿元，增长10.8%。2020年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020年一季度工业和服务业同步大幅下降。

2019年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长3.1%、5.7%和6.9%，占GDP比重分别为7.1%、39.0%和53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长5.7%，增速较上年同期回落0.5个百分点；2019年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润

分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1—2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。

2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较去年底有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。

2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面

大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。

2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1—3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85%下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，

各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活

动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍

然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

三、行业分析

家电行业在国民经济中具有重要地位。受产业发展周期、原材料价格波动、销售渠道变革等因素影响，家电行业集中度不断提升，但品牌间竞争依旧激烈。行业政策引导下，未来家电行业将向着产品绿色、智能化、渠道线上线下相融合的方向发展，具有技术优势的企业将有较好的发展空间。2020年初，受新型冠状病毒疫情影响，家电制造企业受到人员延迟复工、原材料供应短缺及线下销量下滑等影响，短期内经营压力将有所提升。

1. 行业概况

公司营业收入主要来源于家电产品的生产和销售，家电行业的发展状况对公司经营业绩有直接影响。家电行业的发展反映出国民生活水平的提高，也有助于国内工业化发展，同时家电是重要的出口机电产品，整体而言，家电行业在国民经济中占有相当重要的地位。

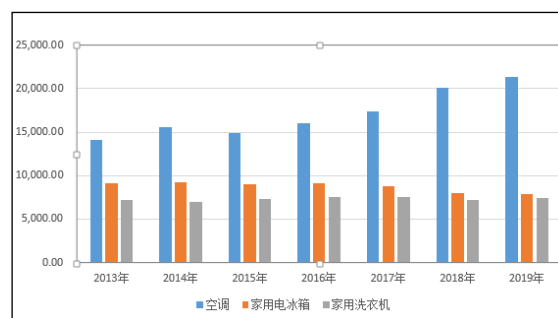
家电行业受产业发展周期影响较大，2000年以来，房地产销量的大幅增长成为中国家电销量增长的重要驱动力之一；行业成长初期，需求主要来自新增购买，房地产销售直接带来家电需求；2008—2011年，伴随经济的高速增长、“家电下乡”“以旧换新”等产业政策的支持，家电销量获得了快速增长；而这一阶段销售的产品，普遍将在未来8~10年进入更换周期，以支撑行业整体销量保持稳定增长。

根据全国家用电器工业信息中心编制的《2019年中国家电行业年度报告》，在全球经济贸易增速放缓、中美贸易摩擦持续、国内结构性矛盾持续发酵等内外部因素的共同作用下，中国GDP增速回落至国际金融危机以来的最低位。同时，中国家电行业面对居民部门杠杆率上升、食品价格上涨、出生率及结婚率持续走低、民营及中小企业融资困难等问题，

2019年中国家电市场零售额规模同比下降2.2%至8032亿元。

根据国家统计局数据，2019年，家电全行业累计主营业务收入达1.6万亿元，同比增长4.3%；累计利润总额达1338.6亿元，同比增长11.9%，各品类业绩增速有不同程度的放缓。其中，家用空调营业收入和利润总额均居品类第一，分别增长1.8%和10.8%；家用制冷电器具营业收入增长6.8%，利润总额增长13.5%；家用厨房电器具营业收入和利润总额分别增长7.7%和20.0%。

图1 2014—2019年9月中国主要家电产品销量
(单位：万台)



资料来源：Wind - 国家统计局

分渠道看，2019年，主要家电产品线上销售额在整体渠道中占比接近40%，较上年进一步增长，各品类家电产品线上销售基本稳定，空调、冰箱、洗衣机、热水器等产品线上销售均维持增长。从长远发展角度看，线上线下两种渠道业态深度融合将是大势所趋，电商平台纷纷布局线下实体店，而传统线下渠道也在尝试运用电商发展自身业务，实现加速融合，形成相对稳定的渠道局面。

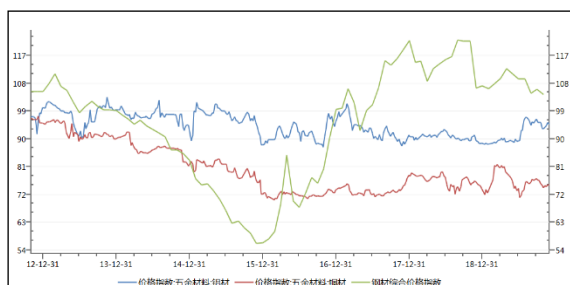
2. 行业上游

原材料成本是家电价格的主要组成部分，家电行业上游原材料主要是铜、钢、塑料等，原材料成本占比均超过50%。家电行业中原材料成本占比最高的是小家电，其钢材占比达65%，其他原材料占比为20%。白电各行业原材料占比情况大致如下：空调原材料成本占比54%，铜、钢材和塑料（ABS为主）占比较大，

分别为 22%、12%、10%；冰箱原材料成本占比 54%，占比较高的原材料为塑料（应聚氨酯）、铜、钢，分别为 28%、12%、9%；洗衣机原材料占比为 59%，占比较高的原材料为钢和 ABS，分别为 29%、11%。

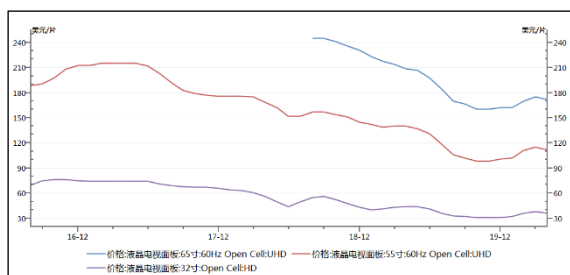
液晶面板价格方面，2018 年以来，由于整体面板产能增长，供应量增长，液晶面板价格持续下滑。其中，55 寸液晶电视面板价格由 2017 年中的 200 美元/片降至 2019 年底的 101 美元/片，65 寸液晶电视面板价格在 2019 年底降至 162 美元/片，32 寸液晶电视面板价格三年间从超过 70 美元/片降至 31 美元/片。2020 年以来，随着主要面板生产企业停产、减产，液晶面板价格稍有回升。此外，2016 年以来，家电制造业生产所需的冷轧板、硅钢、不锈钢、铜等原材料价格均处于高位，产品包装费用及物流成本也呈现上涨态势；2018 年以来，钢材价格处于高位震荡，铝材及铜材价格呈小幅波动态势。家电制造业市场竞争充分，平均净利润率低，没有足够的利润空间消化吸收原材料价格上涨的成本压力，原材料价格和运输成本波动对整个行业利润水平影响明显。

图2 近年铜、铝、钢材价格指数波动情况
(单位：点)



资料来源：Wind

图3 近年液晶面板价格走势（单位：美元/片）



资料来源：Wind

产业集中度方面，近年来家电龙头企业通过收购与投资，在冰箱、洗衣机、空调等行业的市场份额不断提高。同时，随着国家供给侧结构性改革的持续推进，家电行业已经从快速增长期逐渐进入稳定的更新换代期，行业竞争进一步加剧，品牌集中度进一步提高，龙头企业在产业链中的地位有所加强，一定程度上强化了企业上下游的议价能力。另外，较高的市场集中度也有助于提高企业在产品定价和标准制定方面的话语权。

3. 下游销售

家电市场早已进入了线上线下市场同时推进的阶段，而且两者的格局在不断趋向平衡和稳定，2019 年，线上市场规模继续扩大，进一步分流线下市场的规模。全国家用电器工业信息中心数据显示，2019 年，中国家电行业线上市场零售额规模 3108 亿元，同比增长 4.2%，市场份额达到 38.7%；线下市场零售额规模 4924 亿元，同比增长率-5.8%，市场份额 61.3%。

线上市场在中国消费市场中的重要性日益凸显，但线下市场在某些方面依然具有优势，比如在高端产品上，在“以旧换新”实施过程中，线下卖场都具备线上市场所不具备的优势，因此，线上和线下全渠道推进一直是家电企业和流通渠道推进的方向。线上平台不断向线下延伸，得益于线上线下的协同发展，苏宁易购在整个家电市场的份额达到 22.8%，京东由于线下实体店的规模要小很多，市场份额为 14.4%（包含五星电器，合计规模为 15.6%）。

从未来发展的角度看，线上线下两种渠道业态深度融合是大势所趋，电商平台纷纷布局线下实体店，而传统线下渠道也在尝试运用电商发展自身业务，线上和线下渠道的加速融合，逐步形成了相对稳定的渠道局面。特别是在家电销售中，线上线下融合的优势就更加明显。以苏宁为例，率先完成线上线下全场景布局，并坚持线上和线下系统均衡发展，使其受益匪浅。

4. 未来发展

2019年，在诸多不利因素的影响下，中国家电行业经营压力增加。2020年，随着中美第一阶段贸易协议的达成，全球贸易氛围将有所回暖，投资者和消费者信心也将得到提振。但2020年初开始爆发的新型冠状病毒肺炎疫情再度给中国经济造成了较大影响。本次疫情的影响波及全国各行各业，对于家电等制造业行业，疫情的影响也比较明显，工厂复工推迟、物流运输滞缓、家电消费锐减。

从中长期来看，居民收入持续稳定增长，消费趋势发生积极变化，国家政策引导产业发展向绿色、智能加速前进，强制性标准的修订倒逼行业升级，加速落后产能淘汰，此类积极因素将不断赋能家电及相关上下游产业向高质量发展全面推进，具备技术优势、供应链优势及渠道均衡且完善的家电制造企业将拥有更好的发展前景，行业资源将进一步向龙头企业聚集。

四、基础素质分析

1. 股权状况

截至2020年3月底，公司第一大股东为海尔国际，持有公司19.13%股权（未质押）；公司的实际控制人为海尔集团。

2. 企业规模及竞争力

公司作为全球领先的家用电器制造商之一，在产品集群构建、品牌影响力、市场份额及全球化布局等方面具有很强的竞争实力。

目前，公司已构建起世界领先的家用电器产品集群，产品覆盖冰箱/冷柜、洗衣机、空调、热水器、厨电、小家电等，旗下拥有海尔、卡萨帝、Leader、美国GE Appliances、新西兰Fisher&Paykel、日本AQUA、意大利Candy七个国内外知名品牌，能够满足用户多样化需求。

在“2019年BrandZ全球最具价值品牌100

强”排行榜首次增设“物联网生态”品类，海尔成为BrandZ历史上第一个也是唯一一个进入百强的物联网生态品牌；2019年在《财富》世界500强榜单中排名448位，较去年上升51名。世界权威市场调查机构欧睿国际发布的2019年全球大型家用电器品牌零售量调研结果中，海尔第十一次蝉联全球第一；美国《财富》杂志“2020年全球最受赞赏公司”榜单中，海尔智家再次上榜，是家电家居领域在美国本土外的唯一入选企业。

根据中怡康数据显示，2019年公司冰箱、洗衣机、家用空调、热水器、厨电在国内的线下、线上市场零售额份额均持续提升。其中冰箱和洗衣机持续扩大行业领先优势，线下市场份额分别是第二名的3.1和2.1倍，线上市场份额分别是第二名的2.2和2.2倍。在高端市场方面，2019年，卡萨帝在中国万元以上冰洗家电市场份额分别达到40%和75.5%，在空调一万五以上市场份额达到40%；旗下全球顶级家电品牌Fisher&Paykel在新西兰市场份额第一。

表2 2019年公司主要家电产品线上线下市场份额

家电品类	线上份额(%)	线下份额(%)
冰箱	34.5	36.7
洗衣机	36.3	36.3
家用空调	8.8	12.2
热水器	23.6	20.5
厨电	6.2	5.5
净水器	23.3	21.3

资料来源：根据公司2019年年报整理

表3 2019年公司主要家电产品全市场排名

主要产品	主要类型	市场排名
冰箱/冷柜	大冰箱、小冰箱、冷柜、酒柜	全国第一
洗衣机	双桶、波轮、滚筒、干衣机	全国第一
空调	挂机、柜机、窗机、中央空调	全国第三
热水器	电热水器、燃气热水器、空气能热水器、太阳能热水器	全国第一
厨电	抽油烟机、灶具、消毒柜、洗碗机	全国第五

资料来源：公司提供

全球化布局方面，近年来，公司坚持自主创新牌战略，先后收购日本三洋白电业务、美国GE家电业务、新西兰Fisher&Paykel公司、意大利Candy公司，持股墨西哥MABE48.41%股权。通过持续强化在海外市场产品研发、品牌营销、产能布局的投入与协同，公司海外业务保持良好增长态势。2019年，公司海外销售占比达到47%，且近100%为自主品牌收入，业务已覆盖亚、欧、美、澳、非等五大洲160多个国家，参控股海外工厂数量54家。

3. 人员素质

公司高层管理人员大多在公司工作多年，具有丰富的行业和企业管理经验，综合素质较高；公司员工以生产人员和销售人员、技术研发人员为主，人员结构合理。

公司现有 14 名董事、监事及高级管理人员，具有丰富的行业经验和管理经验，专业素质较高。

梁海山先生，生于 1966 年，高级工程师。历任青岛海尔电冰箱股份有限公司质量部部长、青岛海尔空调器有限总公司总经理、海尔集团高级副总裁、海尔集团轮值总裁、公司董事长兼总经理；现任海尔集团董事局副主席、公司董事长等职务。

李华刚先生，生于 1969 年，获高层管理人员工商管理（EMBA）硕士学位。曾任公司控股子公司海尔电器首席营运官、执行董事等职；现任公司董事、总经理、中国区首席市场官等。

宫伟先生，生于 1973 年。曾任公司财务经理、海尔集团高级财务经理、高级财务分析师、海尔洗衣机本部财务总监、海尔空调本部财务总监，海尔白电集团财务总监；现任公司副总经理、财务总监。

截至 2019 年底，公司在职员工 99757 人。按教育程度划分，本科及以上学历占 24.23%，专科占 25.41%，中专及以下学历占 50.36%；按专业构成划分，生产人员占 59.72%，销售人员占

19.87%，技术及研发人员占 16.72%，财务人员占 1.51%，行政人员占 2.18%。

4. 技术和研发水平

公司重视产品研发，近年来研发投入不断增加，研发资源遍布全球；公司的技术和智能制造水平在行业内保持领先地位，参与多项国内和国际行业标准的制/修订。

截至 2019 年底，公司在全球累计专利申请 5.3 万余项，其中发明专利 3.3 万余项，占比超过 60%，数量是中国家电行业第一；海外发明专利 1.1 万余项，覆盖 28 个国家，是在海外布局专利最多的中国家电企业；累计获得国家专利金奖 9 项，国内行业第一；累计获得 15 项“国家科技进步奖”，是获得该奖项最多的家电企业，获奖总量占行业半数以上；累计获得国家工信部“中国优秀工业设计金奖”3 项，是唯一“国家工业设计金奖”三连冠企业；累计获得国际设计金奖 3 项，设计大奖 194 项（含前述 3 项金奖）。

公司在全球范围内建立了 10 大研发中心，其中 8 家位于海外，并可随时并联 N 个创新中心，搭建了“10+N”开放式创新体系，研发人员数量超过 16000 名，形成遍布全球的研发网络。2017—2019 年，公司研发投入合计金额保持增长，分别为 45.89 亿元、53.98 亿元和 67.11 亿元，占营业收入的比重分别为 2.88%、2.94% 和 3.34%，研发投入规模处于行业前列。

公司逐步完成由大规模制造向大规模定制的转型。截至 2019 年底，公司已建成 15 家互联工厂、2 家第四次工业革命“灯塔工厂”；2019 年，产品不入库率提升到 75%，用户全流程参与的大规模定制占比达 24%，客户参与的大规模定制占比达 51%。

截至 2019 年底，公司累计参与 550 项国家/行业标准修订工作，并参与 67 项国际标准的制/修订，覆盖了智慧家庭、大规模定制、智能制造、智能工厂、智能生产、工业大数据、工业互联网等 7 大领域。公司在四大国际标准

组织（ISO、IEC、IEEE、OCF）全面主导智慧家庭国际标准的制定，实现智慧家庭云生态标准体系的全球引领。公司是中国唯一进入国际电工委员会市场战略局（IEC/MSB）的家电企业，也是中国唯一承担国际标准分技术委员会的家电企业；牵头成立 IEC TC59/SC59M WG4 冰箱保鲜国际标准工作组，主导制定冰箱保鲜全新国际标准；发布由公司主导制定的全球首个 AI 标准白皮书，牵头在 IEEE 立项并主导制定智慧家庭、衣联网、食联网等国际标准。

5. 政府支持

公司享有多项税收优惠，获得的政府补助具有较强可持续性。

税收优惠方面，公司下属多家子公司和孙公司被认定为高新技术企业，享有 15% 的企业所得税税率。同时，多家子公司和孙公司享有 15% 的西部大开发企业所得税税率（如重庆海尔空调器有限公司、重庆海尔制冷电器有限公司、贵州海尔电器有限公司等）。

2017—2019 年，公司计入其他收益的政府补助分别为 9.09 亿元、8.95 亿元和 12.82 亿元，主要包括嵌入式软件退税、技术改造升级和研发补助等，此类补助款项具有较强的可持续性。

6. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（统一社会信用代码为 91370200264574251E），截至 2020 年 5 月 22 日，公司无未结清和已结清的不良信贷记录，过往履约情况良好。

五、管理分析

公司法人治理结构完善，并根据实际业务需要建立健全了全球组织架构和一系列管理规章制度，综合管理水平较高。

1. 法人治理结构

公司严格按照《公司法》《证券法》和中国证监会的有关法律法规的要求，不断完善公司法人治理结构。

公司设股东大会，股东大会是公司的权力机构，主要职能是决定公司的经营方针和投资计划；选举和更换非由职工代表担任的董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项；审议批准董事会的报告；审议批准监事会报告等。

公司设董事会，对股东大会负责。董事会由 9 名董事组成，其中董事长 1 名，独立董事 3 名。董事由股东大会选举或更换，任期三年。董事任期届满，可连选连任。董事会的主要职能是召集股东大会，并向股东大会报告工作；执行股东大会的决议；决定公司的经营计划和投资方案；制订公司的年度财务预算方案、决算方案等。

公司设监事会，监事会由 3 名监事组成，其中主席 1 名，由全体监事过半数选举产生。职工代表的比例不低于 1/3，由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。监事的任期每届为 3 年，监事任期届满，连选可以连任。监事会的主要职能是对董事会编制的公司定期报告进行审核并提出书面审核意见；检查公司财务；对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、或者股东大会决议的董事、高级管理人员提出罢免的建议等。

公司设经理 1 名，设副经理若干名，均由董事会聘任或解聘。经理每届任期 3 年，经理连聘可以连任。经理对董事会负责，主要职能是主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议，并向董事会报告工作；组织实施公司年度经营计划和投资方案等。

2. 管理水平

公司根据实际业务需要，建立了全球专业平台（含专业模块和职能模块）、全球产业平台和海外区域平台（见附件 1-2）相结合的全

球组织架构。

其中，专业模块平台主要负责各专业体系建设完善、未来趋势研究及相应专业能力全球布局，承担全球共性资源整合和为其他产业平台、区域赋能职责；职能模块平台主要负责各职能板块全球政策制定和执行落地，并为各产业平台、专业平台及各区域提供支持服务；全球产业平台主要负责各产业全球化布局及相关产品的研、采、产、销、服等全价值链的运营；海外区域平台主要负责各区域的用户研究、产品企划开发、生产、销售等全流程经营工作，承接区域本地化发展职责。

资金管理方面，公司的资金通过集中化方式管理，下属子公司的盈余资金通过现金池集中到母公司的主账户中统一管理，实际收付款按预算及相应审批执行。公司的融资资金成本管理按市场化模式运行，下属公司将需求按预算提报，公司财务部门牵头联系金融机构比较方案，择优选用。

在对海外子公司管理方面，为最大程度调动人员积极性，公司采取轻管理、本地化管理的模式，保留其原有管理团队，定期召开工作会议讨论日常业务执行，并通过董事会、监事会人员委派实现控制权；海外子公司有其投融资权限，年度预算由公司层面进行统一执行和管理。

对外投资方面，公司根据《公司法》《上海证券交易所股票上市规则》《公司章程》及有关法律法规的规定，制定了严格的投资管理制度。公司投资管理坚持符合国家产业政策、技术政策及有关法律法规的规定，符合公司发展战略，符合效益优先兼顾资金安全的原则。目的为规范公司投资行为，建立科学的投资管理机制，确保投资决策的科学性，有效防范各种风险，保障资金安全，提高投资效益，维护公司和股东的利益。

对外担保方面，公司依据相关制度，对对外担保制定了严格的控制和披露措施。公司的下列对外担保行为，应当在董事会审议通过后

提交股东大会审议：单笔担保额超过公司最近一期经审计净资产 10% 的担保；公司及其控股子公司的对外担保总额，超过公司最近一期经审计净资产 50% 以后提供的任何担保；为资产负债率超过 70% 的担保对象提供的担保；连续十二个月内担保金额超过公司最近一期经审计总资产的 30%；连续十二个月内担保金额超过公司最近一期经审计净资产的 50% 且绝对金额超过 5000 万元；对股东、实际控制人及其关联人提供的担保；上海证券交易所或者《公司章程》规定的其他担保情形。股东大会在审议为股东、实际控制人及其关联方提供的担保议案时，该股东或受该实际控制人支配的股东，不得参与该项表决，该项表决由出席股东大会的其他股东所持表决权的半数以上通过。

关联交易方面，公司根据《公司法》《证券法》《上市公司信息披露管理办法》《上海证券交易所股票上市规则》等及其他有关法律、法规的规定，为保证公司与关联方之间发生的关联交易符合公平、公正、公开的原则，确保公司关联交易行为不损害公司和全体股东的利益，制定本制度。公司与关联自然人发生的交易金额在 30 万元以上的关联交易（上市公司提供担保除外）以及上市公司与关联法人发生的交易金额在 300 万元以上，且占公司最近一期经审计净资产绝对值 0.5% 以上的关联交易（上市公司提供担保除外），应当在上述事项发生后及时就该等信息进行披露。

外汇衍生品交易业务管理制度方面，公司根据《公司法》《证券法》《上海证券交易所股票上市规则》等有关法律、法规、规范性文件及《公司章程》等有关规定，根据公司实际业务情况，制定本制度。目的为规范公司外汇衍生品交易业务及相关信息披露工作，加强对外汇衍生品交易业务的管理，防范投资风险，健全和完善公司外汇衍生品交易业务管理机制，确保公司资产安全。本制度所称衍生品是指远期、互换、期权等产品或上述产品的组合。本

制度适用于所有公司及控股子公司，但未经公司同意，控股子公司不得操作外汇衍生品交易业务。同时，公司应当按照本制度的有关规定，履行有关决策程序和信息披露业务。

六、重大事项

1. 重大海外收购

近年来，公司完成 GEA、FPA 控股（中文名：斐雪派克，含 PML 公司）、Candy 公司等多项海外收购，收购标的在各自区域市场和细分领域均具有较强的竞争优势。在上述并购推动下，公司产品结构和产品线得以补充和优化，全球化布局日趋完善。联合资信关注到，频繁并购在为公司带来管理难度的同时推升有息债务规模；此外，上述收购累计了大额商誉，当前全球经济增长乏力，叠加 2020 年以来新冠肺炎疫情的全球蔓延态势，若海外子公司经营业绩不及预期，公司将面临一定商誉减值风险。

（1）收购 GEA

2016 年 1 月 14 日，公司与 GENERAL ELECTRIC COMPANY（以下简称“通用电气”）签署了《股权与资产购买协议》，公司拟通过现金方式向通用电气购买其家电业务相关资产（即 GE Appliance，以下简称“GEA”）。

GEA 已有长达 100 多年的发展历史，是全球最大的家用电器制造商之一，产品涵盖冰箱、洗衣机、空调、热水器、厨房电器等多种家电产品，行业经验丰富、研发水平和技术领先、战略营销网络和物流分拨能力强大，拥有极具影响力和竞争力的行业地位。

以 2015 年 9 月 30 日为估值基准日，GEA 账面净资产 18.92 亿美元，估值结果 54.00 亿美元，增值率 185.41%，双方确定交易价格 54.00 亿美元。

本次交易于 2016 年 12 月内实施完毕，公司以支付现金形式实付交易对价 56.12 亿美元

（其中 33 亿美元来自长期并购贷款²），新增商誉 206.12 亿元（含当期汇率变动影响）。

（2）受让 PML 公司

2017 年 6 月 20 日，公司发布公告称，拟通过境外子公司以支付现金的形式购买海尔集团下属境外子公司 Fisher & Paykel Appliances Limited（以下简称“斐雪派克电器”）所持 Fisher & Paykel Production Machinery Limited（以下简称“PML 公司”）100%股权。

PML 公司主营业务为设计和生产高精度、定制化的智能装备，在洗衣机和干衣机内筒、外壳线、冰箱门壳线、直驱电机等装备制造领域保持领先优势，特别是在直驱电机和家电前工序钣金生产装备制造领域为全球细分市场领军企业，具备全球领先的直驱电机生产工艺、家电钣金生产工艺及相应的设备生产能力，是海尔集团、斐雪派克电器和其他外部客户的智能工厂装备解决方案供应商，在亚洲、欧洲、美洲和大洋洲等主要国家和地区均有客户。截至 2016 年 12 月 31 日，PML 公司经审计的资产总额为人民币 7507.51 万元，净资产为人民币 5259.94 万元；2016 年度全年营业收入为人民币 12899.89 万元，净利润为人民币 550.82 万元。

根据资产评估报告，以 2016 年 12 月 31 日为评估基准日，PML 公司 100%股权在收益法下的评估值为人民币 36670.99 万元，经协商确定本次交易对价为人民币 33068.25 万元（对应 4861.5481 万美元）。

（3）受让 FPA 控股

2018 年 4 月，公司公告称拟收购 Fisher & Paykel Appliances Holdings Limited（以下简称“FPA 控股”）100%股权。

本次交易中，公司通过境外子公司 Haier Singapore Investment Holding Pte. Ltd.（以下简称“海尔新加坡投资”）以支付现金 30304.10

² 该笔贷款的借款人为公司子公司，由公司及其海尔集团提供全额担保，截至 2019 年底担保余额 63.39 亿元人民币。

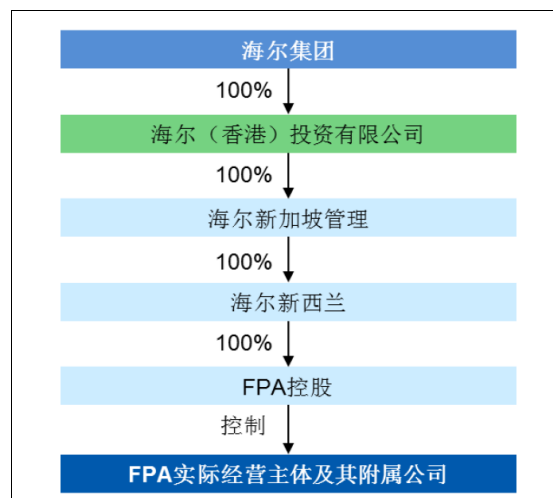
万美元（折合人民币 190555.21 万元）的形式受让海尔集团下属境外子公司 Haier (Singapore) Management Holding Co. Pte. Limited（以下简称“海尔新加坡管理”）所持 Haier New Zealand Investment Holding Company Limited（以下简称“海尔新西兰”）100%股权，并按照 100%的比例承接海尔新西兰应偿还海尔新加坡管理的股东借款本金及利息（55299.69 万美元，折合人民币 361282.21 万元）。交易完成后，公司间接持有海尔新西兰 100%股权，并通过海尔新西兰间接控制 FPA 控股。

FPA 控股及其下属 23 家各级子公司（以下合称“斐雪派克”）主要经营厨电、洗衣电器、电机业务等，产品线覆盖烟机、灶具、烤箱、洗碗机、微波炉、嵌入冰箱、洗衣机、干衣机等。斐雪派克为新西兰国宝级电器品牌、全球顶级厨房电器品牌、世界著名的奢侈品品牌，拥有全球领先的产品研发能力，在厨房电器业务、洗衣机业务和电机业务上均拥有值得称道的先进技术，在压缩机、洗衣机和洗碗机领域有着全球领先的地位。

截至 2017 年 12 月 31 日，海尔新西兰合并口径经审计的资产总额为人民币 589973.81 万元，净资产为人民币 106846.31 万元；2017 年度全年营业收入为人民币 552465.90 万元，净利润为人民币 24985.46 万元。

海尔新西兰在评估基准日 2017 年 12 月 31 日的股东全部权益价值为人民币 207125.23 万元，相比海尔新西兰母公司净资产账面价值人民币 120200.65 万元，增值率 72.32%。经与海尔集团友好协商，确认交易对价约为人民币 190555.21 万元。

图 4 FPA 股权结构图



资料来源：公司公告

（4）受让 Candy 公司

公司于 2018 年 9 月 29 日发布公告称，公司拟通过境外全资子公司 Haier Europe Appliance Holding B.V.（以下简称“海尔欧洲”）收购 Beppe Fumagalli、Aldo Fumagalli 及 Albe Finanziaria S.r.l 合计持有的意大利公司 Candy S.p.A（以下简称“Candy 公司”）100%股份³。

Candy 公司成立于 1945 年，业务涵盖洗衣机、独立式嵌入式厨房电器、小家电、冰箱和售后服务与其他业务。其中，洗衣机板块是 Candy 公司收入的最主要来源，约占整体收入的 49%。Candy 公司业务遍布欧洲、中东、亚洲及拉美等地区，拥有位于欧洲和亚洲的 6 大专业生产基地。截至 2017 年底，Candy 公司经审计后的资产总额 8.94 亿欧元，资产净额 1.00 亿欧元；2017 年营业收入 11.48 亿欧元，净利润 0.02 亿欧元。

经市场化考虑和双方协商，本次交易对价确定为 4.75 亿欧元（根据中国人民银行公布的 2018 年 9 月 28 日银行间外汇市场人民币汇率中间价计算，折合人民币约 38.05 亿元），并于 2019 年 1 月完成该笔并购，购买日至 2019 年底分别形成营业收入和净利润 13.65 亿欧元和

³ Beppe Fumagalli、Aldo Fumagalli 及 Albe Finanziaria S.r.l 分别持有 Candy 公司 30%、30%及 40%的股份。

-0.16 亿欧元。

通过本次交易，公司将进一步提升品牌布局，加大境外市场尤其是欧洲市场的拓展力度，完善产品品类，增强对不同客户群的覆盖。

表4 公司重大海外收购概况

项目	收购完成时点	股权取得成本	股权取得比例	形成商誉	是否含业绩承诺
GEA	2016 年 6 月	56.12 亿美元	100%	29.71 亿美元	否
PML 公司	2017 年 9 月	3.23 亿美元	100%	/	否
FPA 控股	2018 年 7 月	3.03 亿美元	100%	5.03 亿美元	否
Candy 公司	2019 年 1 月	4.67 亿欧元	100%	2.60 亿欧元	否

注：截至 2019 年底，上述标的未形成商誉减值，但商誉余额期间会受汇率变动影响而有所波动

资料来源：公司提供

2. 资产置换

2019 年，子公司海尔电器完成净水业务的置入和物流业务的置出。通过与海尔集团进行内部资源整合，公司加速实现资源的优化和高效利用，有利于提升整体经营效率，为长期发展提供动力。同时，物流业务出表形成的投资收益对公司当期利润形成较大贡献。

2018 年 8 月 30 日，公司子公司海尔电器之子公司贯美（上海）企业管理有限公司（以下简称“贯美公司”）与海尔国际签署了《资产置换协议》，贯美公司拟将其持有的冰戟（上海）企业管理有限公司（以下简称“冰戟公司”）55%股权与海尔国际持有的青岛海施水设备有限公司（以下简称“青岛海施”）51%股权进行置换。

青岛海施主要从事研发及销售家用净水解决方案。截至 2018 年 6 月 30 日，青岛海施经审计的资产总额 1013803.81 万元，净资产 470893.89 万元，2018 年 1—6 月实现营业收入 464562.81 万元，净利润 20024.18 万元。

冰戟公司系一家投资控股公司，并间接控制青岛日日顺物流有限公司业务（主要包括海尔电器的物理业务板块），青岛日日顺物流有限公司专注于在大件物流领域向客户提供端

对端的全流程的供应链服务解决方案。截至 2018 年 6 月 30 日，冰戟公司经审计的模拟的资产总额 81839.24 万元，净资产 35148.26 万元，2018 年 1—6 月实现营业收入 47626.03 万元，净利润 3782.22 万元。

根据相关资产评估报告，冰戟公司 55%股权的评估值为 107067.43 万元，水设备公司 51%股权的评估值为 107352.38 万元。交易双方最终确认，置入资产及置出资产的交易价格均为 107352.38 万元，不涉及任何差额补足的情形。

业绩补偿方面，海尔国际承诺，青岛海施在盈利补偿期间（即 2018 年、2019 年及 2020 年）三个会计年度实现的累计实际净利润数不低于其在相应年度累计预测净利润数，共计 47050 万元，否则海尔国际需要根据《资产置换协议》的约定向贯美公司进行业绩补偿。

本次交易于 2019 年 7 月 26 日完成，通过本次交易，海尔电器实现处置收益 31.60 亿元（不含税）。

七、经营分析

1. 经营概况

近年来，公司在家用电器特别是冰洗、热水器领域始终保持行业领先地位，同时高端品牌市场份额不断提升，随着全球化布局日趋完善以及多品牌协同效应显现，公司国内及海外业务经营持续良好发展，经营规模快速拓展，主营业务盈利能力保持稳健。

公司主要从事冰箱/冷柜、洗衣机、空调、热水器、厨电、小家电等智能家电产品与智慧家庭场景解决方案的研发、生产和销售。

从收入构成来看，公司主营业务收入主要来自于空调、电冰箱、洗衣机、热水器等家电业务及装备部品及渠道综合服务业务。其中，电冰箱和洗衣机业务收入在主营业务收入中占比较高，近三年，两者收入合计占主营业务收入的比重保持在一半左右；空调占主营业务

收入的比重逐年下降；厨电和水家电业务收入占比随着净水产品于 2019 年纳入合并范围有所提升。公司装备部品业务是为产业链上下游及同业公司提供原材料或配套部品的上游业务单元；渠道综合服务业务主要为利用海尔线上销售体系、线下门店分销体系为集团产品及第三方产品提供销售服务。上述业务属于产业链配套业务，盈利空间相对低，但收入规模稳步提升、占营业收入比重稳定，对公司营业收入形成有益补充。

2017—2019 年，公司主营业务收入稳步增长，年均复合增长率为 12.10%；2019 年，公司主营业务收入同比增长 9.30%至 1994.71 亿元。近年来，公司电冰箱和洗衣机业务始终保持市场领先优势，同时高端产品份额提升，销售收入实现快速增长，年均复合增长率分别为 11.37%和 20.30%；2019 年，上述两项业务分别实现收入 584.38 亿元和 447.14 亿元，分别同比增长 7.54%和 23.29%。受空调行业竞争加剧影响，公司空调业务收入呈波动态势，2019

年为 291.28 亿元，同比下降 8.32%。近年来，公司厨电业务发展较快，2019 年该板块实现收入 295.09 亿元。

毛利率方面，2017—2019 年，公司主营业务毛利率整体保持稳定，分别为 30.80%、28.78%和 29.61%。2018 年，由于公司按照新收入准则对部分物流运费进行重分类，主要业务板块毛利率均受到一定影响；2019 年，伴随产品结构的持续优化，公司主营业务毛利率有所回升；其中电冰箱业务毛利率同比提高 1.91 个百分点至 32.27%，但受市场竞争加剧影响，空调和洗衣机业务毛利率同比有所下滑。

2020年1—3月，受新冠肺炎疫情冲击家电消费市场影响，公司主营业务收入和毛利率同比均有所下降，分别为429.38亿元和27.33%。公司对新冠肺炎疫情的防控工作在全球范围内持续进行，并采取各种措施减轻疫情对生产经营的影响，截至2020年3月底，公司国内工厂已全线复工。联合资信将持续关注公司生产经营情况。

表 5 2017—2020 年 3 月公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年			2020 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
空调	287.45	18.11	31.79	317.73	17.41	31.72	291.28	14.60	31.22	55.39	12.90	24.33
电冰箱	471.14	29.68	32.11	543.39	29.78	30.36	584.38	29.30	32.27	124.02	28.88	29.62
厨电	285.60	17.99	39.76	249.51	13.67	30.97	295.09	14.79	31.13	70.22	16.35	28.87
水家电				79.42	4.34	45.60	96.24	4.82	45.85	23.79	5.54	43.74
洗衣机	308.95	19.46	35.58	362.68	19.87	33.92	447.14	22.42	32.72	98.94	23.04	30.89
装备部品及渠道综合服务	234.12	14.75	9.72	272.30	14.93	8.44	280.58	14.07	10.25	57.01	13.28	10.31
合计	1587.26	100.00	30.80	1824.94	100.00	28.78	1994.71	100.00	29.61	429.38	100.00	27.33

注：上表中 2017 年厨电板块包含厨电和热水器；2018 年厨电板块仅包含厨电，热水器纳入水家电板块；2019 年厨电板块仅包含厨电，水家电板块中新增净水产品。综合来看，厨电和水家电板块收入及毛利率可比性较弱

资料来源：公司提供，联合资信整理

从业务区域分布来看，随着公司全球化布局日趋完善，尤其是自2016年收购GEA后，公司海外业务收入占比整体呈上升趋势。2019年，通过收购意大利Candy公司，当期公司主营业务收入中，国外地区收入同比增长 21.71%至 933.19 亿元，收入贡献度增至

46.78%，同比增加4.76个百分点。

表6 公司销售收入区域分布情况（单位：%）

地区	2017 年	2018 年	2019 年
国内地区	57.76	57.98	53.22
国外地区	42.24	42.02	46.78
合计	100.00	100.00	100.00

注：公司国外地区收入中，出口业务收入占比约10%

资料来源：根据公司年报整理

2. 业务经营

公司主要家电产品包括空调、电冰箱、洗衣机、厨电、小家电等，产品谱系完整。近年来，公司多品牌运作成效明显，并持续完善高端产品布局；通过四网合一、统仓统配，以及线上线下结合，提升渠道效率；海外业务保持良好增长态势。

(1) 采购

公司实行“自主集中采购为主，集团代理采购为辅”的采购模式。自主集中采购模式主要以公司旗下自主采购平台海达瑞和海达源为主体，对压缩机、冷凝器、蒸发器、铜管等家电专用原材料进行采购。公司通过采购平台系统完成新供应商导入、原材料标准化设置、产业线通用材料设定、个性化原材料采购等规则制定，实现向业务部门提供主要原材料的供应服务。除通过自主采购平台进行采购外，公司部分大宗原材料（如塑料、五金、热镀锌卷板等）通过委托关联方海尔集团及其附属公司采购物资及对物料进行配送，公司同关联方实行实际采购价+代理费模式，其中代理费按照实际采购价格的1.25%计算，同时，该供货价格以不高于公司在市场上的自行采购价格为原则。

公司原材料采购金额占成本比例维持在83%左右。近年来，国际、国内大宗原材料价格均呈波动趋势，公司凭借其规模优势和市场地位，保持了较强的议价能力。

在采购策略上，公司以“大资源换大资源”为理念，与优势供应商形成利益共同体，形成良性互动的合作关系。公司与国际及国内优质供应商签署战略合作协议，形成长期稳定的合作关系。同时，公司引入模块化理念，通过吸引优秀的供应商参与到前端设计和研发，实现模块化供货，从而使得公司更快的满足消费者需求。

近年来，公司采购集中度呈下降趋势，2019年前五大供应商采购总额为356.73亿元，占采购总额的比重为19.32%，采购集中度较

低。2019年，公司向关联方采购额占总采购额的10.90%。

表7 2019年公司前五大供应商采购情况

供应商	采购额（亿元）	占比（%）	是否关联企业
第一名	201.20	10.90	是
第二名	117.62	6.37	否
第三名	14.95	0.81	否
第四名	12.57	0.68	否
第五名	10.39	0.56	否
合计	356.73	19.32	-

资料来源：公司提供

根据所采购原材料的稀缺性和采购规模不同，公司同供应商在结算模式上略有差异，通常情况下，公司在供应商开出发票后3个月内付款，付款方式为现汇或支付1~6个月的银行承兑汇票。

(2) 生产

截至2019年底，公司在全球各地拥有122家工厂，2019年总产能超过1亿台。2020年以来，国内新冠肺炎疫情爆发，公司国内工厂一季度生产节奏有所放缓，截至2020年3月底，国内工厂已全线复工。

公司生产部门主要按照以销定产的原则制订各期生产计划。公司制订了生产管理办法等一系列完整的生产管理标准加强对生产活动的组织和管理，保证生产的顺利、连续进行。此外，为顺应“互联网+物联网”趋势，抓住工业4.0时代的战略机遇，公司由大规模制造向大规模定制转型，通过建设互联工厂、“灯塔工厂”等，通过型号集中、订单集中、模块集中、产品产能布局优化等措施，提升工厂的生产效率与综合成本效率，为单型号爆款的市场竞争力提供最优成本、质量的支持。截至2019年底，公司已建成15家互联工厂、2家第四次工业革命“灯塔工厂”；2019年，产品不入库率提升到75%，用户全流程参与的大规模定制占比达24%，客户参与的大规模定制占比达51%。

2017—2019年，在内生发展和海外并购

的带动下，公司家电产品产量规模保持增长，2019年达到7677万台/套，同比增长9.20%，生产规模在家电行业处于领先地位。

表8 近年来公司家电产品产销情况

项目	2017年	2018年	2019年
产量（万台/套）	6566	7030	7677
销量（万台/套）	8193	9153	9242
产销率（%）	124.78	130.20	120.39

资料来源：根据公司年报整理

（3）销售

经过多年的发展与布局，公司已形成线下和线上多元化的渠道体系，实现国内一到四线市场的全覆盖。

在成熟一二线市场，公司与KA（如国美、苏宁）、地方区域家电连锁与卖场、专卖店等实体销售渠道商建立了良好的合作关系。在三四线市场，公司主要通过海尔专卖店进行销售。海尔专卖店采取加盟形式，公司对加盟店进行标准化设计，并对加盟商提供培训、陈列指导和房屋补贴，结算时公司同加盟商采取现款现货的结算方式。截至2019年底，公司已在全国建设超过8000家专卖店和27000个乡镇网络。

线上渠道方面，公司与京东、天猫、苏宁易购等电商平台建立了良好的合作关系。2019年，公司加速电商下沉触点的拓展，通过完善线上高端产品布局、以及依托场景化展示的转型加速智能成套产品的销售，实现家电全品类线上份额持续提升。2019年海尔系品牌线上零售实现350亿元，同比提升25%。

公司在装送方面具备很强的竞争力。近年来，公司推进统仓统配，实行物流直配到镇，延伸到村，实现产品、流程、人员、物流四个维度的效率提升，并对支撑乡镇市场营销起到了关键作用。截至2019年底，公司统仓统配覆盖全国13415个乡镇，实现上线乡镇累计分销额同比增长11%，因配送装卸造成的不良品数量同比下降97%，海尔物流配送及

时率99.4%。

公司与下游客户的结算使用现汇或票据居多。公司给予国美、苏宁等优质大型KA约一个月的销售账期；与其他销售渠道商一般采用先款后货，买断销售的合作方式。销售渠道商根据自身经营节奏和公司的销售政策指引，申报订货计划，并预先支付货款。

2017—2019年，公司保持在国内外各区域市场的品牌优势和市场地位，家电产品销量保持增长，分别为8193万台/套、9153万台/套和9242万台/套。由于电冰箱、洗衣机和厨卫产品存在OEM代工，产销率水平较高。

2017—2019年，公司向前五大客户销售额占比保持平稳，分别为20.00%、20.07%和20.06%，客户集中度较低。

表9 公司前五大客户销售情况

客户	销售额（亿元）	占比（%）
第一名	96.05	4.79
第二名	87.39	4.35
第三名	87.28	4.35
第四名	73.49	3.66
第五名	58.43	2.91
合计	402.64	20.06

注：上述客户均为非关联关系

资料来源：公司提供

近年来，公司强化多品牌运作，并取得了明显成效。2019年，卡萨帝品牌净收入74亿元，同比增长30%，在中国万元以上冰箱和洗衣机市场份额分别达到40%和75.5%，在空调一万五以上市场份额达到40%，高端市场地位稳固；Leader（统帅）强化“简约、时尚、智慧”的品牌形象，2019年在电商渠道增幅52%，品牌份额排名第9，较2018年提升6个名次。

（4）海外业务

近年来，公司优化海外业务“研发、制造、销售”三位一体的本土化布局，通过高端产品推广及渠道网络升级，海外业务保持良好发展态势。2019年，公司国外地区收入同比增长22%至941.19亿元，收入贡献度增

至 47%，同比提高 5 个百分点。2020 年一季度，公司海外收入延续平稳增长，后由于新冠肺炎疫情全球蔓延的影响，二季度乃至后续业务可能受市场复苏及复工进展影响，联合资信将持续关注海外业务的变动态势。

受各地区经济发展水平、家电保有量等因素影响，海外市场表现不一。整体而言，发达国家主要以更新需求为主，需求稳定；发展中国家渗透率较低，需求保持较快增长。2019 年，公司海外收入以美洲和欧洲为主，收入增速分别约为 10%和 267%；新兴市场方面，印度市场收入增长超过 20%。

公司产品进出口涉及美元、欧元、日元等外币的汇兑，如果相关币种汇率波动，将对公司财务状况产生一定影响，增加财务成本；加之公司全球布局逐渐深入，海外公司的外币资产和负债及未来的外币交易同样面临汇率波动风险。公司财务部门负责监控外币交易和外币资产及负债的规模，以最大程度降低面临的汇率波动风险；以签署远期外汇合约的方式来达到规避汇率波动风险的目的。

表10 2019年公司海外收入构成情况

地区	收入（亿元）
美洲	579.22
澳洲	53.52
南亚	63.40
欧洲	151.95
东南亚	37.06
中东非	11.18
日本	32.49
其他	12.39
合计	941.19

注：上表统计口径为营业收入口径

资料来源：根据公司年报整理

3. 未来发展

（1）发展战略

2020年新冠疫情冲击国内外市场需求，增加企业经营中的不可控因素。面对高度复杂的外部环境，公司将发挥在产品引领、多

品牌布局、高效零售、全球协同本地化运营等方面的优势，力求将风险与挑战转化为业务发展机遇，持续提升全球份额、扩大行业引领优势。聚焦为用户提供智慧家庭场景解决方案，打造以场景、用户交互与迭代为核心的智家生态，加速企业向物联网智慧家庭平台生态转型。

（2）在建项目

截至2019年底，公司主要在建项目有郑州新能源项目、青岛海尔智慧电器项目和青岛洗涤电器项目，均围绕主业或智能制造升级展开。上述主要在建项目预计总投资额18.90亿元，截至2019年底已投资12.52亿元；2020—2022年投资金额较分散。总体看，公司资金压力较小。

郑州新能源项目生产纲领为100万台/年的燃气热水器和50万台套/年空气能热泵；生产采用国内先进工艺，引进成熟生产线，主要包含内胆搪瓷生产线、喷砂线、外机罩壳钣金线、外机总装线、悬挂输送线等。厂区总用地面积为131815.862m²（197.7亩），拟建总建筑面积104534.92m²。

青岛海尔智慧电器项目占地面积80.49亩，规划建筑面积68954.97平方米，承接海尔集团工业互联网平台搭建绿色太阳能及电热水器智能制造互联工厂，构建互联工厂大数据中心，新建GREENoneTEC落地平板产品生产线、高端电热水器生产线、一体太阳能生产线、分体太阳能生产线、异形机线体等5条总装线体。

青岛海尔洗涤电器项目主要为中德滚筒洗衣机工厂厂房及配套设施建设。该项目位于黄岛区中德生态园内，将建设为以用户为中心，设计、研发、采购、制造、模块商全流程并联，快速满足用户个性化需求，接合全产业链的生态系统，建立中国智能制造示范基地。项目占地面积 17 万平方米土地，规划建筑面积约 10 万平方米。

表11 公司主要在建项目投资情况（单位：亿元）

项目	预计总投资额	截至 2019 年底已投资额	未来投资计划		
			2020 年	2021 年	2022 年
郑州新能源项目	7.11	3.58	1.46	1.47	0.60
青岛海尔智慧电器项目	3.88	2.68	0.74	0.47	0.00
青岛洗涤电器项目	7.91	6.27	0.46	0.40	0.79
合计	18.90	12.52	2.66	2.34	1.39

注：上表中合计数可能与各项加总不一致，系四舍五入造成
资料来源：公司提供

4. 经营效率

2017—2019年，公司销售债权周转次数逐年增长，三年均值为7.48次，存货周转次数逐年下降，三年均值为5.76次，总资产周转次数小幅波动，三年均值为1.14次，2019年，公司上述三项指标分别为8.09次、5.57次和1.13次，公司经营效率良好。

146.31亿元。

截至2020年3月底，公司（合并）资产总额为1884.85亿元，所有者权益合计662.80亿元（其中少数股东权益为176.29亿元）；2020年1—3月，公司实现营业收入431.41亿元，利润总额15.67亿元。

2. 资产质量

近年来公司内生外延发展并重，经营规模不断扩张，资产总额持续增长。流动资产中，货币资金充裕且受限比例很低；应收票据、应收账款和存货对运营资金形成一定占用，因收购形成较高商誉，若未来业绩不及预期或将存在减值风险。

2017—2019年，公司资产总额持续增长，年均复合增长11.25%。截至2019年底，公司资产总额为1874.54亿元，较上年底增长12.45%，从构成看，流动资产占53.64%，非流动资产占46.36%，资产结构稳定。

（1）流动资产

2017—2019年，公司流动资产持续增长，年均复合增长6.69%。截至2019年底，流动资产为1005.47亿元，较上年底增长6.67%。从构成看，流动资产以货币资金（占35.98%）、应收票据（占13.88%）、应收账款（占10.96%）和存货（占28.07%）为主。

2017—2019年，公司货币资金规模较为稳定。截至2019年底，公司货币资金为361.79亿元（包括存放在境外的款项总额87.88亿元，涉及外币性质的货币资金余额折合人民币92.09亿元），构成以银行存款（占95.37%）为主，受限资金规模很小。公司货币资金中存

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2017—2019年合并财务报告，和信会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司2020年1—3月财务数据未经审计。

合并范围方面，截至2017年底，公司纳入合并范围子公司91家；截至2018年底，公司合并范围新增贵州沛吉物流有限公司、HAIER NEWZEALAND INVESTMENT HOLDING COMPANY LIMITED等子公司，减少江苏日日顺向日葵供应链管理有限公司、盛丰物流集团等子公司；截至2019年底，公司合并范围新增Candy公司、上海飞升国际物流有限公司、青岛海施等子公司，减少青岛日日顺物流有限公司等子公司。总体看，合并范围的变动对公司财务数据可比性有一定影响。

截至2019年底，公司（合并）资产总额为1874.54亿元，所有者权益合计649.90亿元（其中少数股东权益171.02亿元）；2019年，公司实现营业收入2007.62亿元，利润总额

放于海尔集团财务有限责任公司的金额为165.66亿元。

2017—2019年，公司应收票据及应收账款均小幅波动。截至2019年底，公司应收票据为139.51亿元，其中商业承兑汇票为135.04亿元；公司已计提坏账准备0.15亿元。截至2019年底，公司应收账款为110.16亿元，坏账准备计提比例3.88%，按账龄以一年以内为主（占95.53%）；截至2019年底按欠款方归集的余额前五名应收账款合计36.71亿元，占32.03%，集中度尚可，涉及外币性质的应收账款余额折合人民币76.04亿元。

2017—2019年，公司存货年均复合增长14.57%。截至2019年底，公司存货账面余额291.97亿元，其中库存商品257.20亿元，原材料30.68亿元，在产品4.08亿元。截至2019年底，公司存货跌价准备9.68亿元，主要为库存商品计提的跌价准备。

2017—2019年，公司其他流动资产年均复合增长26.15%。公司其他流动资产主要为银行理财存款、待抵扣税金和应收退货成本，具备良好的可变现能力。截至2019年底，公司其他流动资产为69.86亿元，较上年底增长37.52%，主要源于银行理财存款和待抵扣税金的增长。

（2）非流动资产

2017—2019年，公司非流动资产持续增长，年均复合增长17.33%。截至2019年底，公司非流动资产为869.07亿元，较上年底增长19.97%，构成以长期股权投资（占23.54%）、固定资产（占24.37%）、无形资产（占12.30%）和商誉（占26.87%）为主。

2017—2019年，公司长期股权投资逐年增长，年均复合增长25.49%。截至2019年底，公司长期股权投资为204.61亿元，主要包括对海尔集团财务有限责任公司（60.11亿元）、青岛银行股份有限公司（25.87亿元）、三菱重工海尔（青岛）空调机有限公司（6.43亿元）等企业的股权投资。2019年，长期股权投资中权益法下确认的投资收益合计14.09亿元，其

中来自海尔集团财务有限责任公司部分为7.22亿元。

2017—2019年，公司固定资产逐年增长，年均复合增长14.93%。截至2019年底，公司固定资产账面价值为211.59亿元，以房屋建筑物为主，截至2019年底累计折旧163.19亿元，其中房屋建筑物累计折旧34.20亿元，机器设备累计折旧110.17亿元；计提减值准备0.61亿元。

2017—2019年，公司在建工程波动增长。截至2019年底，公司在建工程为23.91亿元，较上年底下降38.26%，系美国GEA项目等转固定资产所致。

2017—2019年，公司无形资产分别为70.05亿元、92.09亿元和106.87亿元，由专有技术、特许使用权、土地使用权、商标权及应用管理软件及其他构成。截至2019年底无形资产累计摊销28.10亿元，减值准备0.10亿元。

2017—2019年，公司商誉分别为198.43亿元、211.56亿元和233.52亿元，主要来自2016年完成收购的GEA及2019年完成收购的Candy产生的商誉。截至2019年底，GEA商誉为207.25亿元，Candy为20.32亿元，未计提减值准备。

截至2020年3月底，公司资产总额为1884.85亿元，金额及构成较上年底均未发生较大变化。

3. 所有者权益和负债

公司所有者权益中未分配利润占比高，权益稳定性较弱。近年来，公司债务规模控制情况良好，债务结构较为均衡，杠杆水平合理。公司持有较大规模货币资金及高流动性理财产品，同时主业盈利能力稳定，偿债能力有较强保障，整体债务负担可控。

（1）所有者权益

2017—2019年，公司所有者权益持续增长，年均复合增长17.90%。截至2019年底，公司所有者权益合计649.90亿元，较上年底增

长17.88%，主要来自资本公积和未分配利润的增长。其中，资本公积较上年底增加22.27亿元至44.36亿元，主要系①当期可转债部分转股，增加资本公积28.68亿元；②当期收购子公司少数股权及公司非同比例增资，净减少股本溢价11.96亿元。截至2019年底，公司其他综合收益为13.18亿元，较上年底增长70.58%，主要为外币报表折算差额。从构成看，实收资本占10.12%，资本公积占6.83%，未分配利润占49.96%，少数股东权益占26.31%，权益稳定性较弱。

截至2020年3月底，公司所有者权益合计662.80亿元，金额及构成较2019年底均无较大变化。

根据公司章程规定，在满足公司正常生产经营的资金需求，且如无重大投资计划或重大现金支出等事项发生的情况下，未来公司每年度现金分红比例原则上不低于公司当年实现的归属于上市公司股东的可供分配利润的20%，根据每年实际情况，最低不低于15%。近三年，公司均向全体股东派发现金股利，金额分别为20.85亿元、22.35亿元和24.67亿元，分别占合并报表归属于上市公司普通股股东净利润的30.07%、30.04%和30.11%。

（2）负债

2017—2019年，公司负债总额小幅增长，年均复合增长8.14%。截至2019年底，公司负债总额为1224.64亿元，以流动负债（占78.07%）为主。

2017—2019年，公司流动负债持续增长。截至2019年底，公司流动负债为956.10亿元，较上年底增长19.39%，主要系应付账款、其他应付款及一年内到期的非流动负债增长所致。从构成看，流动负债以应付票据（占20.20%）、应付账款（占35.30%）和其他应付款（占15.65%）为主。

2017—2019年，公司短期借款波动下降，年均复合下降11.16%。截至2019年底，公司短期借款为85.85亿元，较上年底增长36.30%，以保证借款（占40.84%）和信用借款（占

56.37%）为主，涉及外币性质的短期借款余额折合人民币66.36亿元。

2017—2019年，公司应付票据波动增长，年均复合增长8.58%。截至2019年底，公司应付票据为193.09亿元，以银行承兑汇票为主。

2017—2019年，公司应付账款持续增长，年均复合增长14.70%。截至2019年底，公司应付账款为337.51亿元，主要为未支付的材料款、设备及劳务款。

2017—2019年，公司预收款项/合同负债小幅波动。截至2019年底，公司合同负债为55.83亿元，主要为预收货款。

2017—2019年，公司其他应付款分别为108.05亿元、124.19亿元和149.61亿元，主要包含已发生尚未支付的费用。

截至2019年底，公司一年内到期的非流动负债为73.17亿元。其中，一年内到期的长期借款、租赁负债和预计负债分别为47.30亿元、5.95亿元和19.92亿元；涉及外币性质的一年内到期的非流动负债余额折合人民币60.70亿元。

2017—2019年，公司非流动负债波动下降，截至2019年底为268.55亿元，较上年底下降14.71%，主要系应付债券及长期借款下降所致。截至2019年底，公司非流动负债以长期借款（占49.44%）和应付债券（占26.08%）为主。

2017—2019年，公司长期借款逐年下降。截至2019年底，公司长期借款为132.76亿元，较上年底下降14.57%，构成以信用借款为主（占66.87%）；涉及外币性质的长期借款余额折合人民币132.64亿元。

截至2019年底，公司应付债券为70.05亿元，较上年底下降23.80%。2017年11月，子公司Harvest International Company发行80亿港币的可交换公司债券，期限为5年，票面利率为零，投资者收益率为1%；2018年12月，公司发行30亿人民币可转换公司债券，期限为6年，票面利率为第一年0.2%、第二年0.5%、第三年1.0%、第四年1.5%、第五年1.8%、第

六年2.0%。截至2019年底，2018年发行可转换公司债券经转股及赎回后摘牌，2017年发行可交换公司债券期末余额为70.05亿元。

截至2020年3月底，公司负债总额为1222.05亿元，金额及结构均无较大变化。其中，短期借款较上年底增加76.37亿元至162.22亿元，系用于疫情期间对供应商的货款支付，相应拉升营运资金的需求；其他科目变动不大。

有息债务方面，2017—2019年，公司有息债务规模小幅增长。截至2019年底，公司全部债务为556.28亿元；其中短期债务为352.54亿元，以应付票据为主，长期债务为203.74亿元。截至2019年底，公司长短期债务占比分别为36.63%和63.37%，短期债务占比较高。截至2019年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为65.33%、46.12%和23.87%。截至2020年3月底，公司全部债务为651.10亿元，其中短期债务增至439.97亿元。截至2020年3月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为64.84%、49.55%和24.16%。

4. 盈利能力

近年来公司经营规模扩张，营业收入和利润持续增长，主业盈利能力强。受2020年以来新冠疫情影响，公司一季度业绩下滑明显，随着国内疫情得以控制，家电消费市场逐步恢复，公司盈利情况有望回升。

近年来，公司经营规模持续扩张，收入规模保持增长，2017—2019年，公司营业收入年均复合增长12.28%。2019年，公司营业收入为2007.62亿元，同比增长9.52%。2017—2019年，公司营业成本年均复合增长13.22%；同期公司营业利润率分别为30.49%、28.53%和29.43%，保持良好水平。

期间费用方面，2017—2019年，公司期间费用年均复合增长11.75%，以销售费用为主。2019年期间费用合计509.55亿元，其中销

售费用336.82亿元，同比增长17.55%，主要为薪酬费用、运输及仓储费、广告促销费及售后费用等；管理费用为101.13亿元，主要为薪酬费用、行政办公费、资产折旧摊销费等；研发费用为62.67亿元，主要为薪酬费用、研发设备类支出及检验检测费等；财务费用为8.93亿元，主要包括利息支出17.47亿元，利息收入5.50亿元，汇兑收益2.72亿元。2017—2019年，公司期间费用率分别为25.62%、23.46%和25.38%，期间费用管控力度有待加强。

非经常性损益方面，2017—2019年，公司投资收益分别为14.82亿元、19.23亿元和54.80亿元。2019年投资收益规模同比大幅增加35.56亿元，主要来自海尔电器旗下贯美公司持有的冰戟公司55%股权与海尔国际持有的青岛海施51%股权置换产生的投资收益（38.20亿元，含税）及权益法核算的长期股权投资投资收益（14.09亿元）。2017—2019年，公司其他收益分别为9.09亿元、8.95亿元和12.82亿元，主要为政府补助；近三年公司资产减值损失逐年增长，2019年为8.61亿元，主要来自存货跌价损失（5.76亿元）和其他流动资产减值损失（2.18亿元）。

2017—2019年，公司利润总额分别为105.44亿元、116.29亿元和146.31亿元，年均复合增长17.79%。2017—2019年，公司总资产收益率波动增长，加权平均值为11.00%，净资产收益率波动下降，加权平均值为18.68%。2019年，公司总资产收益率和净资产收益率分别为11.67%和18.98%，公司整体盈利能力强。

2020年以来，新冠疫情对国内外家电消费市场均带来较大冲击，公司当期业绩同比下滑明显。2020年一季度，公司营业收入为431.41亿元，同比下滑11.09%，利润总额15.67亿元，同比下滑50.91%，营业利润率为27.19%，较2019年减少1.45个百分点。

5. 现金流

公司经营活动现金流表现良好，呈持续净流入，经营获现能力很强；较大规模的投资活动现金流支出主要用于股权并购和项目建设，未来筹资支出以偿还债务为主。

经营活动现金流方面，2017—2019年，公司经营活动现金流入量持续增长，年均复合增长11.89%，以销售商品、提供劳务收到的现金为主，收到其他与经营活动有关的现金包括政府补助、利息收入、保证金及押金等；2017—2019年，公司经营活动现金流出量持续增长，年均复合增长13.40%，以购买商品、接受劳务支付的现金为主，支付其他与经营活动有关的现金规模较高，主要为销售费用、管理费用和研发费用支出。2017—2019年，公司经营活动现金流量净额分别为160.87亿元、189.34亿元和150.83亿元，现金收入比分别为102.51%、102.83%和101.69%。

投资活动现金流方面，2017—2019年，公司投资活动现金流入以收回投资收到的现金为主，2019年为19.23亿元，主要系理财产品的赎回。2017—2019年，公司投资活动现金流出年均复合增长44.43%，对外投资规模持续扩张，2019年，购建固定资产、无形资产等支付的现金为61.89亿元，投资支付的现金为38.91亿元（主要系购买理财产品支付的款项），取得子公司等支付的现金同比大幅增至27.00亿元，主要用于并购Candy。2017—2019年，公司投资活动现金流量净额分别为-56.22亿元、-76.66亿元和-109.62亿元。

筹资活动现金流方面，2017—2019年，公司筹资活动现金流量净额波动较大，分别为9.23亿元、-104.89亿元和-60.13亿元，筹资活动现金流入以取得借款收到的现金为主，筹资活动现金流出主要用于偿还债务和分配股利、利润等。

2020年1—3月，公司经营活动现金流量净额为-57.88亿元，同比下降520.62%，主要系当期受新冠疫情影响回款减少所致；投资活动现金流量净额为-12.23亿元，同比增长

77.42%，主要系上年同期收购Candy支出较大所致；筹资活动现金流量净额为75.83亿元，同比增长132.21%，系本期短期借款增加所致。

6. 母公司财务分析

公司本部收入主要来自冰箱产品的销售，盈利来源于下属公司分红；母公司资产流动性强，不存在有息债务，自身偿债能力很强。

截至2019年底，母公司资产总额为496.03亿元。其中，流动资产为136.63亿元，以货币资金（56.24亿元）、应收股利（38.36亿元）及其他应收款（20.33亿元）为主；非流动资产为359.40亿元，以长期股权投资为主（355.66亿元），主要为持有子公司股权。

截至2019年底，母公司所有者权益为189.85亿元，其中实收资本65.80亿元、资本公积70.37亿元，盈余公积20.50亿元，未分配利润33.07亿元。截至2019年底，母公司负债总额为306.18亿元，以其他应付款为主（269.01亿元），主要为应付供应商款项及预提。债务方面，截至2018年底，母公司短期借款为15.00亿元，应付债券为25.11亿元（为2018年发行的可转换公司债券）；截至2019年底，母公司无有息债务。

2019年，母公司营业收入为66.38亿元，同比大幅增长，主要由于市场订单增长及集团战略业务整合，母公司承接订单量增加所致；2019年母公司实现利润总额37.15亿元，主要依赖投资收益35.37亿元。2019年，母公司经营活动现金流量净额为1.43亿元，投资活动现金流量净额为-11.47亿元（其中，取得投资收益收到的现金15.34亿元），筹资活动现金流量净额为-4.39亿元。

7. 偿债能力

公司长短期偿债指标良好，具备畅通的直接及间接融资渠道，整体偿债能力极强。

从短期偿债能力看，2017—2019年，公

司流动和速动比率均波动下降，三年加权平均分别为110.87%和82.13%。截至2019年底，上述两项指标分别为105.16%和75.64%。截至2020年3月底，流动比率和速动比率分别上升至106.83%和76.37%。2017—2019年，公司经营现金流动负债比波动下降，分别为20.92%、23.64%和15.78%，2017—2019年，公司现金类资产/短期债务分别为1.60倍、1.83倍和1.43倍。考虑到公司主业经营获现能力很强，且持有较大规模货币资金及高流动性理财产品，短期偿债能力极强。

长期偿债能力方面，2017—2019年，公司EBITDA分别为145.37亿元、162.36亿元和210.43亿元，全部债务/EBITDA分别为3.61倍、3.33倍和2.64倍，EBITDA利息倍数分别为11.97倍、11.09倍和12.04倍。

对外担保方面，截至2019年底，公司无对外担保。

截至2019年底，公司获得境内外多家银行合计951.63亿元的综合授信额度，其中未使用额度为515.00亿元，公司间接融资渠道畅通；公司为上交所上市公司，并拥有港交所上市子公司海尔电器，具备直接融资渠道。

九、结论

海尔智家是全球领先的家用电器制造商之一，在品牌集群构建、品牌知名度、市场份额、全球化布局以及技术和智能制造水平等方面竞争优势明显。近年来，公司通过内生发展和外延收购不断扩大经营规模，营业收入和利润规模不断增长，主营业务盈利能力强。公司货币资金充裕，资产流动性高，融资渠道畅通，整体偿债能力很强。同时，家电行业国内外品牌竞争激烈、海外收购形成较大规模商誉，可能存在减值风险、海外收入占比持续提升使得汇兑损失风险增加以及存货对运营资金形成占用等因素可能对公司经营及信用水平带来不利影响。

未来，随着全球协同体系建设的深入与

效率持续优化，公司市场份额与经营效益有望进一步提升。

综合评估，联合资信认为公司主体偿债风险极低。

附件 1-1 截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2020 年 3 月底公司组织架构图



附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	482.31	534.53	504.38	469.32
资产总额(亿元)	1514.63	1667.00	1874.54	1884.85
所有者权益(亿元)	467.50	551.30	649.90	662.80
短期债务(亿元)	301.10	291.58	352.54	439.98
长期债务(亿元)	223.41	248.26	203.74	211.13
全部债务(亿元)	524.51	539.85	556.28	651.10
营业收入(亿元)	1592.54	1833.17	2007.62	431.41
利润总额(亿元)	105.44	116.29	146.31	15.67
EBITDA(亿元)	145.37	162.36	210.43	--
经营性净现金流(亿元)	160.87	189.34	150.83	-57.88
财务指标				
销售债权周转次数(次)	6.18	7.31	8.09	--
存货周转次数(次)	5.98	5.93	5.57	--
总资产周转次数(次)	1.13	1.15	1.13	--
现金收入比(%)	102.51	102.83	101.69	97.67
营业利润率(%)	30.49	28.53	29.43	27.19
总资本收益率(%)	10.35	10.30	11.67	--
净资产收益率(%)	19.36	17.72	18.98	--
长期债务资本化比率(%)	32.34	31.05	23.87	24.16
全部债务资本化比率(%)	52.87	49.48	46.12	49.55
资产负债率(%)	69.13	66.93	65.33	64.84
流动比率(%)	114.87	117.71	105.16	106.83
速动比率(%)	86.91	89.76	75.64	76.37
经营现金流动负债比(%)	20.92	23.64	15.78	--
EBITDA 利息倍数(倍)	11.97	11.09	12.04	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.61	3.33	2.64	--

注：2020 年 1-3 月财务数据未经审计；长期应付款中有息部分已纳入长期债务指标核算；公司 2017-2019 年年报中披露的加权平均净资产收益率计算口径系按照《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 9 号-净资产收益率和每股收益的计算及披露（2010 年修订）》要求计算，分别为 23.59%、21.00%和 19.12%

附件 3 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	20.71	70.69	56.24	20.16
资产总额(亿元)	362.03	437.78	496.03	511.99
所有者权益(亿元)	119.38	149.55	189.85	190.59
短期债务(亿元)	0.00	15.00	0.00	25.00
长期债务(亿元)	0.00	25.11	0.00	0.00
全部债务(亿元)	0.00	40.11	0.00	25.00
营业收入(亿元)	34.52	32.60	66.38	31.80
利润总额(亿元)	14.54	25.34	37.15	0.72
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	0.45	0.32	1.43	2.06
财务指标				
销售债权周转次数(次)	11.97	12.76	9.45	--
存货周转次数(次)	26.59	20.83	28.79	--
总资产周转次数(次)	0.10	0.08	0.14	--
现金收入比(%)	88.72	58.88	26.22	35.03
营业利润率(%)	30.19	30.77	21.95	
总资本收益率(%)	11.98	14.48	20.21	--
净资产收益率(%)	11.98	16.44	19.33	--
长期债务资本化比率(%)	0.00	14.37	0.00	0.00
全部债务资本化比率(%)	0.00	21.15	0.00	11.60
资产负债率(%)	67.03	65.84	61.73	62.77
流动比率(%)	15.57	36.79	44.80	47.15
速动比率(%)	15.20	36.32	44.04	45.81
经营现金流动负债比(%)	0.19	0.12	0.47	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--

注：2020 年 1-3 月财务数据未经审计

附件 4 同行业企业对比数据

发行人	海尔智家股份有限公司	奥克斯集团有限公司	珠海格力电器股份有限公司	美的集团股份有限公司
主体信用等级	AAA	AA ⁺	AAA	AAA
综合毛利率（%）（2019 年）	29.83	22.25	27.58	28.86
总资产周转次数（次）（2019 年）	1.13	0.91	0.75	0.99
财务数据时点	2019 年			
资产总额（亿元）	1874.54	386.01	2829.72	3019.55
所有者权益（亿元）	649.90	134.30	1120.48	1074.96
营业总收入（亿元）	2007.62	340.26	2005.08	2793.81
利润总额（亿元）	146.31	12.36	293.53	299.29
经营活动现金流净额（亿元）	150.83	20.05	278.94	385.90
资产负债率（%）	65.33	65.21	60.40	64.40

附件 5 主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1] ×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益 ×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加) /营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计 ×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益 ×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计 ×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) /流动负债合计 ×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计 ×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 6-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 6-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

联合资信评估有限公司关于 海尔智家股份有限公司 的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估有限公司（联合资信）有关业务规范，联合资信将在海尔智家股份有限公司信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

海尔智家股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，及时提供相关资料。海尔智家股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事项，海尔智家股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注海尔智家股份有限公司的经营管理状况及外部经营环境等相关信息，如发现海尔智家股份有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如海尔智家股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与海尔智家股份有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。