

海尔智家 (600690.SH)

回购计划拟推出，进一步兑现改善逻辑

事件：公司发布 A 股股份回购方案。2021 年 3 月 5 日晚，海尔智家披露 A 股股份回购方案，公司拟以不超过 40 亿元且不低于 20 亿元回购股份，将用于股权激励/员工持股计划，回购期限为自董事会审议通过回购股份方案之日起 12 个月内。本次回购资金上限累计占公告日市值的 1.53%；回购价格不超过人民币 46 元/股，较方案公告日价格溢价 63.47%。

后续的股权激励将进一步绑定管理层和公司利益，未来公司效率提升可期。我们曾在报告《私有化整合、开启效率提升的大幕》中指出，私有化是前提，后续可以期待公司通过股权激励使得高管和公司的利益更加一致。此次公司推出回购计划为员工激励做准备，是公司在不断兑现其利润改善的重要环节。目前的海尔已经完成了港股的私有化，两大家电平台合二为一，在组织架构和管理职能上进行了利益的理顺，未来股权激励计划不断绑定高管和员工利益，有利于公司进一步降本增效，提升整体公司的经营效率，改善公司净利率水平。

国内市场表现向好，海外业务稳步提升。**国内市场：**公司强势的品类冰洗、热水器的国内份额均保持行业第一，空调线上市占率实现同比上升。2021 年 1-2 月，公司冰箱、洗衣机、热水器、空调的线下销额市占份额为 37.15%/37.36%/23.54%/14.71%，以上品类的线上销额市占份额为 38.66%/38.89%/30.66%/16.98%。国内高端品牌卡萨帝仍保持高增长，2020Q3 同比增速为 22%，空调份额实现翻番增长、热水器前三季度累计增幅超 80%。**海外市场：**根据《海尔智慧家庭》披露，公司在 2021 年前两个月收入成倍数增长，全球市占率领跑整个行业。1 月份泰国收入同比增长 44%、英国市场同比增长 285%、海尔厨电全球增长 36%。2020 年海尔制冷业务在日本、新西兰、尼日利亚、巴基斯坦位居第一，美国、澳大利亚和俄罗斯位居第二。凭借完善的海外品牌布局和高效率的本地化运营，成为家电企业中国品牌出海的最强代表。

盈利预测与投资建议。公司高端品牌布局领先，品牌运营全球化，内部提效聚焦数字化变革，提升全流程效率。我们预计公司 2020-2022 年收入增速为 6.0%/14.0%/8.9%，净利润（按照私有化港股后的口径）为 101.6 亿元/125.7 亿元/151.3 亿元。未来 3-5 年随着公司运营效率提升，利润释放，公司成长空间充足，维持“买入”投资评级。

风险提示：价格战导致盈利受损；原材料价格波动。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	183,317	200,762	212,808	242,671	264,269
增长率 yoy (%)	15.1	9.5	6.0	14.0	8.9
归母净利润（百万元）	7,440	8,206	10,161	12,568	15,131
增长率 yoy (%)	7.4	10.3	23.8	23.7	20.4
EPS 最新摊薄（元/股）	0.80	0.88	1.09	1.35	1.63
净资产收益率 (%)	17.7	19.0	14.6	15.9	16.6
P/E (倍)	35.1	31.8	25.7	20.8	17.3
P/B (倍)	6.8	5.5	4.7	4.0	3.4

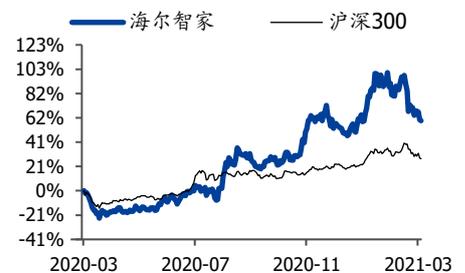
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入（维持）

股票信息

行业	白色家电
前次评级	买入
最新收盘价	28.14
总市值(百万元)	261,276.95
总股本(百万股)	9,284.90
其中自由流通股(%)	67.94
30 日日均成交量(百万股)	29.23

股价走势



作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

分析师 马王杰

执业证书编号：S0680519080003

邮箱：mawangjie@gszq.com

研究助理 杨凡仪

邮箱：yangfanyi@gszq.com

相关研究

- 《海尔智家 (600690.SH)：Q3 业绩大幅超预期，长期经营向上》2020-10-29
- 《海尔智家 (600690.SH)：收入反弹强劲，期待后续效率提升》2020-08-29
- 《海尔智家 (600690.SH)：私有化整合，开启效率提升的大幕》2020-08-03

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	94260	100547	97429	112660	108839
现金	37456	36179	33681	32833	34165
应收票据及应收账款	24652	24967	27629	32348	32967
其他应收款	1627	2164	1854	2727	2262
预付账款	595	1273	707	1551	908
存货	22377	28229	25821	35465	30801
其他流动资产	7553	7736	7736	7736	7736
非流动资产	72439	86907	94499	104095	111211
长期投资	13966	20461	27286	34195	41206
固定资产	17320	21180	20444	21360	20876
无形资产	9748	10880	12301	13920	14607
其他非流动资产	31405	34386	34468	34621	34522
资产总计	166700	187454	191928	216754	220050
流动负债	80082	95610	93001	110949	105838
短期借款	6299	8585	8585	8585	8585
应付票据及应付账款	47385	53059	54221	67421	64105
其他流动负债	26398	33966	30196	34942	33148
非流动负债	31488	26855	23003	19708	15430
长期借款	24733	20281	16430	13134	8857
其他非流动负债	6754	6574	6574	6574	6574
负债合计	111569	122464	116005	130657	121268
少数股东权益	15728	17102	17636	18298	19094
股本	6368	6580	9285	9285	9285
资本公积	2209	4436	4436	4436	4436
留存收益	29148	35123	42604	51855	62994
归属母公司股东权益	39402	47888	58287	67800	79688
负债和股东权益	166700	187454	191928	216754	220050

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	18934	15083	12267	15678	16605
净利润	9771	12334	10695	13229	15927
折旧摊销	3140	4663	3318	3781	4271
财务费用	939	893	-82	139	-79
投资损失	-1923	-5480	-2626	-2878	-3227
营运资金变动	5617	848	1222	1665	34
其他经营现金流	1391	1823	-261	-259	-321
投资活动现金流	-7666	-10962	-8023	-10240	-7840
资本支出	6757	6194	767	2687	105
长期投资	-2284	-1969	-6825	-6908	-7012
其他投资现金流	-3193	-6736	-14082	-14461	-14747
筹资活动现金流	-10489	-6013	-6742	-6286	-7433
短期借款	-4580	2287	0	0	0
长期借款	2486	-4452	-3851	-3295	-4278
普通股增加	271	211	2705	0	0
资本公积增加	1382	2227	0	0	0
其他筹资现金流	-10048	-6285	-5595	-2991	-3155
现金净增加额	1057	-1598	-2497	-848	1332

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	183317	200762	212808	242671	264269
营业成本	130154	140868	150455	170598	184459
营业税金及附加	857	802	923	1011	1123
营业费用	28653	33682	35965	40526	43869
管理费用	8324	10113	10215	11406	12421
研发费用	5081	6267	6810	7765	8457
财务费用	939	893	-82	139	-79
资产减值损失	760	-861	0	0	0
其他收益	895	1282	771	964	978
公允价值变动收益	-145	77	70	20	25
投资净收益	1923	5480	2626	2878	3227
资产处置收益	268	486	191	239	296
营业利润	11391	14449	12181	15327	18545
营业外收入	474	391	745	576	547
营业外支出	235	210	266	243	239
利润总额	11629	14631	12660	15660	18853
所得税	1859	2296	1965	2430	2926
净利润	9771	12334	10695	13229	15927
少数股东损益	2330	4128	535	661	796
归属母公司净利润	7440	8206	10161	12568	15131
EBITDA	15660	20067	16057	19451	23002
EPS (元)	0.80	0.88	1.09	1.35	1.63

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	15.1	9.5	6.0	14.0	8.9
营业利润(%)	12.6	26.9	-15.7	25.8	21.0
归属于母公司净利润(%)	7.4	10.3	23.8	23.7	20.4
获利能力					
毛利率(%)	29.0	29.8	29.3	29.7	30.2
净利率(%)	4.1	4.1	4.8	5.2	5.7
ROE(%)	17.7	19.0	14.6	15.9	16.6
ROIC(%)	13.7	14.7	12.1	13.9	15.4
偿债能力					
资产负债率(%)	66.9	65.3	60.4	60.3	55.1
净负债比率(%)	0.2	6.2	-0.7	-3.3	-8.7
流动比率	1.2	1.1	1.0	1.0	1.0
速动比率	0.8	0.7	0.7	0.6	0.7
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.1	1.1	1.2	1.2
应收账款周转率	7.3	8.1	8.1	8.1	8.1
应付账款周转率	2.9	2.8	2.8	2.8	2.8
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.80	0.88	1.09	1.35	1.63
每股经营现金流(最新摊薄)	2.04	1.62	1.32	1.69	1.79
每股净资产(最新摊薄)	4.15	5.11	5.94	6.96	8.24
估值比率					
P/E	35.1	31.8	25.7	20.8	17.3
P/B	6.8	5.5	4.7	4.0	3.4
EV/EBITDA	17.6	14.1	17.3	14.2	11.8

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

股权激励进一步绑定管理层和公司利益	4
公司拥有完善的产品布局	5
国内市场表现向好，海外业务稳步提升	6
盈利预测与投资建议	7
风险提示	7

图表目录

图表 1: 公司股权激励及员工持股计划	4
图表 2: 除了主品牌海尔之外，公司其余的品牌组合	5
图表 3: 2021 年 1-2 月公司品类线上销售额市占率 (%)	6
图表 4: 2021 年 1-2 月公司品类线下销售额市占率 (%)	6
图表 5: 2020H1 境内/境外销售收入情况 (亿元)	6
图表 6: 公司 2020H1 分地区收入拆分 (亿元, %)	6

事件：公司发布 A 股股份回购方案。2021 年 3 月 5 日晚，海尔智家披露 A 股股份回购方案。公告显示，公司拟以不超过 40 亿元且不低于 20 亿元回购股份，本次回购股份计划将用于股权激励/员工持股计划，回购期限为自董事会审议通过回购股份方案之日起 12 个月内。本次回购资金上限（40 亿元）累计占公告日市值的 1.53%；回购价格不超过人民币 46 元/股，较方案公告日价格溢价 63.47%。

股权激励进一步绑定管理层和公司利益

私有化港股完成后，海尔智家和海尔电器合二为一，意味着所有两个平台不同的管理层的利益都只能在 690 这个平台中实现，后续希望在这个平台中获益的唯一办法就是做强公司，释放更多的利润，高管手里对应的市值则相应增值。在两个平台利益一致的基础上，公司推出股权激励计划，进一步绑定管理层和公司的利益。

图表 1: 公司股权激励及员工持股计划

年份	激励计划
推出首期股权激励	授予激励对象的股票期权数量为 1771 万股，对应的标的股票数量为 1771 万股，占本计划签署时公司股本总额 133851.88 万股的 1.323%。激励对象为杨绵绵、梁海山、崔少华、谭丽霞等，公司及子公司核心技术人员 42 人。
第二期股权激励	授予激励对象的股票期权数量为 1080 万股，对应的标的股票数量为 1080 万股，占本计划签署时公司股本总额 133851.88 万股的 0.807%。激励对象为柴永森、喻子达、公司及子公司核心技术人员 81 人。
第三期股权激励	授予的股票期权所涉及的股票总数为 2600 万股，占本计划签署时公司股本总额 268,512.754 万股的 0.97%。激励对象为公司及子公司核心技术（业务）人员 222 人
第四期股权激励	累计授予激励对象的限制性股票数量不超过 692.00 万股，占青岛海尔已发行股本总额的 0.25%。其中首次授予 623.10 万股，占本激励计划拟授出限制性股票总数的 90.04%。激励对象为梁海山、谭丽霞、王筱楠、宫伟、明国珍等，公司及子公司核心人员 450 人。
首次核心员工持股计划	首期提取激励基金的额度为 25,000 万元。员工持股计划确定的首期参与员工不超过 530 人。董事、监事及其他高级管理人员 8 名，分别为梁海山、谭丽霞、王筱楠、宫伟、明国珍、王培华、明国庆、王玉清，共持有份额不超过 4,650 万元，占首期持股计划 18.60%；公司及子公司核心技术（业务）人员不超过 522 名，共持有份额 20,350 万元，占首期持股计划 81.40%。
第二期核心员工持股计划	本期持股计划提取的资金总额为 27,000 万元，本期持股计划的人员共计不超过 600 人。董事、监事及其他高级管理人员 7 名，分别为梁海山、谭丽霞、宫伟、明国珍、王培华、明国庆、王玉清，共持有份额不超过 4,760 万元，占本期持股计划 17.6%；公司及子公司核心技术（业务）人员不超过 593 名，共持有份额 22,240 万元，占本期持股计划 82.4%。
第三期核心员工持股计划	本期持股计划的资金来源为公司提取的 27,300 万元激励基金。激励对象为，董事、监事及其他高级管理人员 7 名，分别为梁海山、谭丽霞、宫伟、明国珍、王培华、明国庆、王玉清，共持有份额不超过 4,760 万元，约占本期持股计划 17.5%；公司及子公司核心技术（业务）人员不超过 628 名，共持有份额 22,540 万元，约占本期持股计划 82.5%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

我们预计后续公司将继续深挖业务层面改革，实现效率提升，将改革绩效落实到利润端解决了底层的架构打通，以及公司管理层和公司进一步的绑定，接下去公司的各种改革

的红利才能得到真正充分的释放。海尔此前探索的**产品端套系化、全品类场景化的销售、各地渠道通过小微虚拟买断增强自主性和活力**。在这个过程中，海尔通过数字化的赋能，减少内部的沟通成本，降低外部的费用投入，把庞大的收入规模优势留存更多利润在公司体内。

公司拥有完善的产品布局

海尔智家本身拥有非常优质的资源禀赋：**覆盖各层级、各区域的品牌矩阵，未来智慧家庭行业大背景下公司拥有完善的产品布局，公司的渠道体系架构上层级也在不断精简。**

➤ 覆盖各层级、各区域的品牌矩阵

我们在已发布的海尔智家深度报告《换一个角度，发现更美风景》中指出，从品牌布局的先发优势去看，更容易理解海尔相比竞争对手的优势在哪里。在该报告中，我们也对海尔各品牌进行分类测算该业务对应的价值，保守估计我们认为其价值在**1528亿元**。

未来家电企业如果需要不断获取市场份额的提升，就是需要用细分的品牌定位去抓住特定消费者的需求。面对国内不断细分的消费人群以及中国企业不断拓展的海外市场，未来家电行业的竞争将是品牌组合拳的竞争。海尔是中国家电企业中品牌布局最为完善的白电公司，率先进入到品牌矩阵运营的阶段，具有先发优势。

尤其是高端的卡萨帝品牌是公司通向未来的核心武器。2006年开始培育高端品牌卡萨帝，2012年加速推进市场，截至2019年卡萨帝品牌在高端万元以上冰箱、洗衣机市场份额分别高达**40%、75.5%**；此外，公司还通过海外收购的方式整合海外品牌资源，进行品牌、研发全球性布局，收购品牌包括日本三洋、斐雪派克、美国GEA等。

图表 2: 除了主品牌海尔之外，公司其余的品牌组合



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

➤ 全品类的产品体系是智慧家庭战略落地的保障

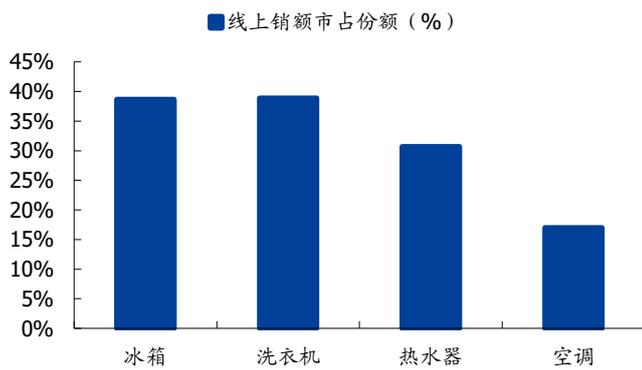
家电消费呈现家电家居一体化、套系化、智能化、场景化的发展趋势，公司的多品类布局是通往下一阶段竞争的门票。当然，私有化海尔电器后，做到“全品类一体化”的内部深度整合，将更有利于整体智慧生态的落地。

并且海尔智家在各个品类上都做到了行业的前列，尤其是冰箱、洗衣机、热水器等品类市占率位居第一，体现了极强的消费者认可度。截至**2020年末**，公司在以上品类的市占率为**36.89%/37.24%/23.84%**。

国内市场表现向好，海外业务稳步提升

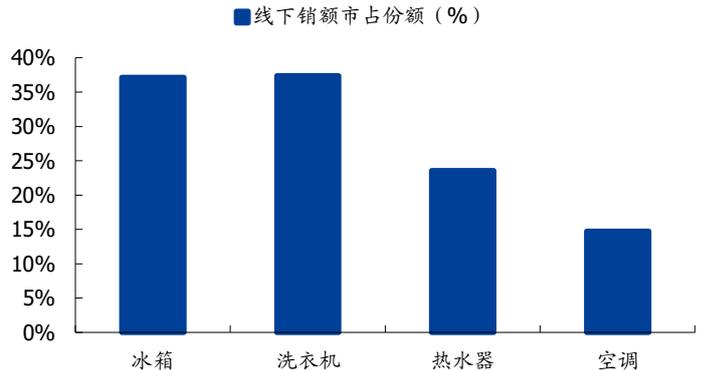
国内市场：公司强势的品类冰洗、热水器的国内份额仍保持第一，空调线上市占率实现同比上升。2021年1-2月，公司冰箱、洗衣机、热水器、空调的线下销额市占份额为37.15%/37.36%/23.54%/14.71%，以上品类的线上销额市占份额为38.66%/38.89%/30.66%/16.98%。国内高端品牌卡萨帝仍保持高增长，2020Q3同比增速为22%，空调份额实现翻番增长、热水器前三季度累计增幅超80%。

图表3：2021年1-2月公司品类线上销额市占率（%）



资料来源：奥维云，国盛证券研究所

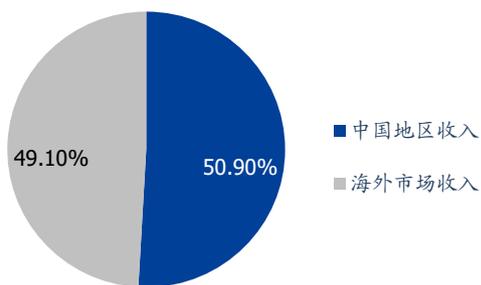
图表4：2021年1-2月公司品类线下销额市占率（%）



资料来源：奥维云，国盛证券研究所

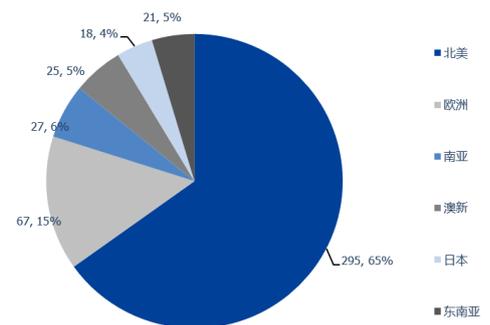
海外市场：海尔智家在2011年至2019年连续九年均为全球大家电零售量最大的家电企业；2019年，海尔智家大家电在全球总零售量的份额为14.7%，占中国大陆大家电市场份额23.2%。2020Q3，公司海外收入同增17.5%，增速远高于海外竞争对手。

图表5：2020H1境内/境外销售收入情况（亿元）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表6：公司2020H1分地区收入拆分（亿元，%）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

盈利预测与投资建议

公司高端品牌布局领先，品牌运营全球化，内部提效聚焦数字化变革，提升全流程效率。我们预计公司 2020-2022 年收入增速为 6.0%/14.0%/8.9%，净利润（按照私有化港股后的口径）为 101.6 亿元/125.7 亿元/151.3 亿元。未来 3-5 年随着公司运营效率提升，利润释放，公司成长空间充足，维持“买入”投资评级。

风险提示

价格战导致盈利能力受损、原材料价格波动。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38934111
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com