

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

海尔智家 (600690)

投资评级 买入

上次评级 买入

罗岸阳 首席研究员

执业编号: S1500520070002

联系电话: 13656717902

邮箱: luoanyang@cindasc.com

相关研究

《桃实千年非易待，三翼鸟
乘风会有时》(20210525)

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

员工持股持续推出，激励机制彰显长期信心

2021年05月26日

事件: 海尔智家发布 2021-2025 年 A+H 股员工持股计划，持股计划人员包括董事、监事、高管、公司及子公司核心技术（业务）人员，其中 A 股持股计划人员不超过 1599 人，H 股持股计划不超过 35 人。2021 年 A 股计划提取激励基金额度 7.08 亿元，H 股计划提取 0.9 亿元。

点评:

- **21 年 H 股员工持股计划锁定期满考核条件:** 1) 21 年归母净利润较 20 年归母净利润（剔除出售卡奥斯的一次收益）增长超过 26%，则持有人获得股票权益的 40%；如增幅在 20.8%~26%，由管委会决定归属比例；若低于 20.8%则不归属。2) 22 年归母净利润较 20 年复合增长率超过 18%，则持有人获得股票权益的 60%；如果年复合增长率为 14.4%~18%，由管委会决定归属比例；若低于 14.4%则不归属。
- **考核目标显示公司发展预期，“人单合一”激励员工创新。**按照 21 年持股计划考核条件，21 年、22 年归母净利润分别超过 119.95/132.56 亿元则持有人获得完全归属，若不剔除出售卡奥斯收益，以达成完全归属最低条件计算，分别同比增长率 7.48/10.51%；若归母净利润分别低于 115/124.59 亿元，则不归属。设定业绩目标与员工持股计划挂钩有利于充分调动员工积极性，激励员工为用户创造价值，实现“人单合一”的公司精神。
- **员工持股高度绑定公司利益，健全激励机制吸引人才。**21 年 A 股核心员工持股计划中公司及子公司核心技术（业务）人员涉及 1587 人，共持 6.57 亿元（92.91%），H 股除董事、高管外其他核心管理人员涉及 24 人，共持 3927 万元（43.63%）。公司对董事、监事及高级管理人员以外的核心员工进行大规模股票激励有利于绑定公司与员工利益，推动公司可持续发展；完善的员工持股激励机制有利于吸引创业团队和人才，有利于搭建一流的人力资源平台。
- **持续发布持股计划彰显公司可持续发展信心。**公司曾发布 4 期员工持股计划，首期要求 16/17 年扣非净利润分别满足同比增长 10/15%则完全归属，第二期要求 17/18 扣非净利润分别满足同比增长 25/10%则完全归属，第三期要 18/19 扣非净利润分别满足较 17 年增长 10/21%则完全归属，公司实际 16-19 年扣非净利润分别同比增长 17.89/29.81/17.38/-12.67%，除 19 年外均达成完全解锁股票权益目标。
- **海外成熟布局加快业务出海，三翼鸟推动智慧家居。**公司通过“海尔+本土行业龙头品牌”并行的双线模式布局全球市场，经过多年整合协同发展，公司海外市场规模及盈利水平显著提升；推出的场景品牌“三翼鸟”是公司继卡萨帝之后布局智慧家居的又一举措，未来有望成为公司业务新助力；国内高端家电市场份额不断提升，卡萨帝作为国内高端品牌代表进入收获期。长期来看，公司具备可持续增长能力，本次员工持股计

划也体现了公司对自身长期发展的信心。

- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 21-23 年收入为 2337.72/2559.61/2806.19 亿元，同比+11.5/+9.5/+9.6%；归母净利润 121.10/150.86/170.30 亿元，同比+36.4/+24.6/+12.9%，对应 PE 为 24.19/19.42/17.20 倍，给予“买入”评级。
- **风险因素：**原材料成本大幅上升，海外市场开拓不及预期、高端市场需求不及预期、套系化/场景化产品教育推广不及预期、汇率大幅度波动、海外疫情反复导致出口需求不足等

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	200,762	209,726	233,772	255,961	280,619
增长率 YoY %	9.0%	4.5%	11.5%	9.5%	9.6%
归属母公司净利润 (百万元)	8,206	8,877	12,110	15,086	17,030
增长率 YoY%	9.7%	8.2%	36.4%	24.6%	12.9%
毛利率%	29.8%	29.7%	29.9%	30.4%	30.7%
净资产收益率ROE%	17.1%	13.3%	15.3%	16.0%	15.3%
EPS(摊薄)(元)	0.87	0.94	1.29	1.61	1.81
市盈率 P/E(倍)	22.33	30.93	24.19	19.42	17.20
市净率 P/B(倍)	3.83	4.11	3.70	3.10	2.63

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 05 月 26 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	100,547	114,248	134,262	162,394	192,883	
货币资金	36,179	46,461	61,455	82,892	106,345	
应收票据	13,951	14,136	16,320	17,650	19,358	
应收账款	11,016	15,930	15,383	17,243	19,160	
预付账款	1,273	765	1,043	1,143	1,204	
存货	28,229	29,447	31,979	35,185	38,315	
其他	9,900	7,507	8,082	8,281	8,500	
非流动资产	86,907	89,212	91,648	93,524	95,312	
长期股权投资	20,461	21,568	21,568	21,568	21,568	
固定资产	21,180	20,896	22,252	23,477	24,495	
无形资产	10,687	10,018	10,543	10,829	11,036	
其他	34,579	36,731	37,285	37,650	38,214	
资产总计	187,454	203,459	225,910	255,918	288,195	
流动负债	95,610	109,393	115,115	124,793	134,312	
短期借款	8,585	7,688	7,000	7,650	7,500	
应付票据	19,309	21,236	23,467	25,373	27,791	
应付账款	33,751	36,303	39,075	42,965	46,873	
其他	33,966	44,166	45,573	48,805	52,148	
非流动负债	26,855	25,956	25,956	25,956	25,956	
长期借款	13,276	11,821	11,821	11,821	11,821	
其他	13,578	14,134	14,134	14,134	14,134	
负债合计	122,464	135,348	141,070	150,749	160,268	
少数股东权益	17,102	1,295	5,555	10,798	16,527	
归属母公司	47,888	66,816	79,285	94,371	111,400	
负债和股东权益	187,454	203,459	225,910	255,918	288,195	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	200,762	209,726	233,772	255,961	280,619	
同比	9.0%	4.5%	11.5%	9.5%	9.6%	
归属母公司净利润	8,206	8,877	12,110	15,086	17,030	
同比	9.7%	8.2%	36.4%	24.6%	12.9%	
毛利率(%)	29.8%	29.7%	29.9%	30.4%	30.7%	
ROE%	17.1%	13.3%	15.3%	16.0%	15.3%	
EPS(摊薄)(元)	0.87	0.94	1.29	1.61	1.81	
P/E	22.33	30.93	24.19	19.42	17.20	
P/B	3.83	4.11	3.70	3.10	2.63	
EV/EBITDA	9.52	15.69	16.03	12.45	10.38	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	200,762	209,726	233,772	255,961	280,619	
营业成本	140,868	147,475	163,774	178,072	194,335	
营业税金及	802	661	802	854	945	
销售费用	33,682	33,642	36,468	39,674	44,057	
管理费用	10,113	10,053	10,754	11,518	12,628	
研发费用	6,267	6,860	8,299	8,831	9,822	
财务费用	893	1,196	-498	-1,035	-1,699	
减值损失合	-861	-1,336	-36	-41	-43	
投资净收益	5,480	4,060	3,857	4,351	4,771	
其他	1,694	1,034	1,524	1,892	1,901	
营业利润	14,449	13,598	19,517	24,250	27,159	
营业外收支	181	-43	0	0	0	
利润总额	14,631	13,554	19,517	24,250	27,159	
所得税	2,296	2,232	3,147	3,921	4,401	
净利润	12,334	11,323	16,370	20,329	22,758	
少数股东损	4,128	2,446	4,260	5,243	5,729	
归属母公司	8,206	8,877	12,110	15,086	17,030	
EBITDA	13,693	16,125	16,635	19,740	21,417	
EPS(当	0.87	0.94	1.29	1.61	1.81	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现	15,083	17,599	17,676	21,868	24,059	
现金流						
净利润	12,334	11,323	16,370	20,329	22,758	
折旧摊销	4,663	5,089	2,960	2,729	2,585	
财务费用	1,475	1,712	1,016	1,015	1,027	
投资损失	-5,480	-4,060	-3,857	-4,351	-4,771	
营运资金变	965	1,868	1,389	2,334	2,633	
其它	1,125	1,667	-202	-187	-174	
投资活动现	-10,962	-5,264	-1,338	-66	571	
资本支出	-5,933	-7,449	-5,195	-4,417	-4,199	
长期投资	-4,669	1,381	0	0	0	
其他	-360	804	3,857	4,351	4,771	
筹资活动现	-6,013	-1,026	-1,345	-365	-1,177	
吸收投资	441	1,331	371	0	0	
借款	-559	5,224	-688	650	-150	
支付利息或	-4,204	-4,290	-1,016	-1,015	-1,027	
现金流净增	-1,598	10,672	14,993	21,437	23,453	
加额						

研究团队简介

罗岸阳，家电行业首席分析师。浙江大学电子信息工程学士，法国北方高等商学院金融学&管理学双学位硕士。曾任职于 TP-LINK 硬件研发部门从事商用通信设备开发设计。曾先后任职天风证券家电行业研究员、国金证券家电行业负责人，所在团队 2015、2017 年新财富入围。2020 年 7 月加盟信达证券研究开发中心，从事家电行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	欧亚菲	18618428080	ouyafei@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东副总监 (主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	曹曼茜	18693761361	caomanqian@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。