

## 证券研究报告—动态报告/公司快评

家用电器

白色家电

**海尔智家（600690）**

事件快评

**买入**

（维持评级）

2021年05月27日

## A+H 股权激励全面展开，治理改善持续深入

证券分析师： 陈伟奇	0755-81982606	chenweiqi@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码： S0980520110004
证券分析师： 王兆康	0755-81983063	wangzk@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码： S0980520120004
联系人： 邹会阳	0755-81981518	zouhuiyang@guosen.com.cn	

### 事项：

海尔智家发布 A 股及 H 股核心员工持股计划和 H 股受限制股份单位计划：

- 1) 激励对象：**A 股激励对象为部分公司董监高、公司及子公司核心技术（业务）人员共 1599 人，H 股激励对象为对公司整体业绩和中长期发展具有重要作用的公司核心管理人员共 35 人。
- 2) 资金来源：**公司提取的激励基金、员工合法薪酬、持有人自有资金及法律法规允许的其他方式的资金。
- 3) 股票来源和数量：**2021-2025 年董事会有权按需决定设立若干期独立存续的员工持股计划，2021 年 A 股员工持股计划的资金总额为 7.08 亿元，股票来源为回购专用证券账户回购的股票；2021 年 H 股员工持股计划的资金总额为 0.90 亿元，将通过沪港通在二级市场购买，2021 年持股计划资金来源为提取激励基金。
- 4) 考核指标：**①董事长、总裁、监事及公司平台人员考核指标为：个人考核结果达标；以 2020 年度公司剔除出售卡奥斯股权的一次性收益后的备考业绩即 95.2 亿元为基数，2021 年归母净利润增长 26% 达到 120 亿元，则归属 40%，增速为 20.8%-26% 即 115-120 亿元之间，归属比例由管委会决定，增速低于 20.8% 则不予归属；2022 年指标为归母净利润较 2020 年复合增速超过 18% 即 132.6 亿元以上，归属 60%，复合增速在 14.4%-18% 之间即 124.6-132.6 之间，归属比例由管委会决定，复合增速低于 14.4%，不予归属。②除上述人员外的其余员工，经管委会考核，在 2021 年度和 2022 年度考核结果达标分别归属 40%、60%。

国信家电观点：1) 大规模实行股权激励，利于调动员工积极性，将成为完善管理架构的催化剂，实现多方利益一致共赢。2) 近期跟踪：5 月空调排产增速领先行业，冰洗表现优于行业。3) 公司前瞻布局开花结果，高端品牌卡萨帝厚积薄发，成套智家方案引领行业，海外协同效应逐步释放，经营表现持续改善。4) 投资建议：此次股权激励计划是公司沿着治理架构改革之路前进的重要一步，将实现公司员工利益一致，进一步完善公司基本面。海尔是全球白电龙头，在全球化、智能化、渠道扁平化、高端化的战略布局深远，为公司建构起广阔的发展空间，国内冰洗龙头地位稳固，卡萨帝持续高增，海外 GEA 等品牌持续优化。维持此前盈利预测，预计 21-23 年归母净利润 126.26/148.59/173.97 亿，对应 EPS 为 1.40/1.65/1.93 元，对应当前股价 PE 为 22.3/18.9/16.2X，维持“买入”评级。5) 风险提示：盈利改善不及预期、行业竞争加剧、原材料价格波动、汇率波动。

### 评论：

- 股权激励覆盖广泛，完善治理利益一致

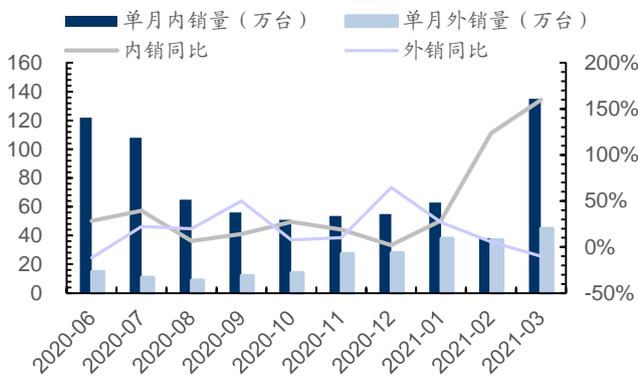
此次股权激励规模大，覆盖人员广，有望充分调动员工的积极性。此次激励总额达到 7.98 亿元，涵盖公司员工 1600 人左右，激励力度较大，覆盖全球范围内的员工。公司此前也进行过多轮股权激励，但由于 A 股的原因，对海外员工的激励和交易较为繁琐。H 股上市后，公司将能通过 H 股对海外员工开展股权激励，构建全球统一激励平台，更好地发挥员工的能动性，推动公司更好地发展。从考核条件上来看，此次考核对个人考核及公司业绩目标做出要求，具有明确地促进作用。从公司 Q1 及目前的经营表现来看，我们认为，随着公司治理的不断完善，盈利改善的确定性在逐渐增强，叠加国内销售经济复苏、海外需求向国内转移，预计股权激励目标在公司员工的共同努力下大概率将能实现，实现利润的持续高增长。

此次是海尔智家私有化海尔电器之后的首次股权激励，是完善治理架构之路上的重要一步，将实现管理层、员工、股东等多方利益一致。由于历史的原因，海尔集团曾多次更改过海尔智家和海尔电器的定位，分别向两家公司装入过不同的白电资产，导致双方在生产和渠道层面存在重叠，造成两家公司在管理上的损耗和少数股东权益的流失。两家上市公司曾分别在平台内进行过股权激励，造成双方员工、管理层、经销商和股东之间的利益不一致，隐含治理上的瑕疵。海尔电器私有化之后，此次激励对海尔智家的整体业绩进行考核，将实现股东、管理层、员工及经销商利益的统一，有望进一步优化公司的治理架构，提高公司的执行力和竞争力。

### ■ 近期跟踪：5 月空调排产增速领先，冰洗表现优于行业

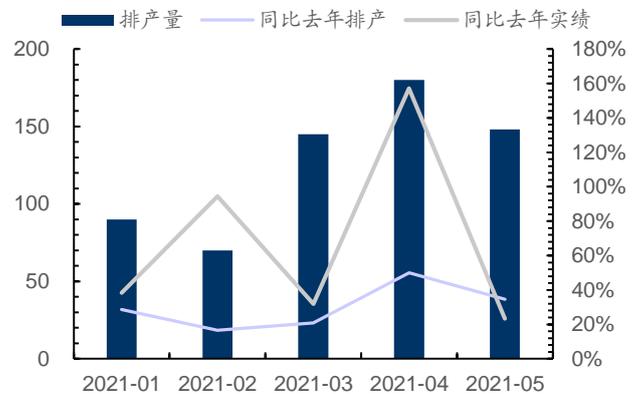
空调方面，根据产业在线的数据，公司 3 月空调内销量 135 万台，同比增长 160%，增速高于其他主要空调生产企业；空调排产亦实现领先行业的高速增长，5 月公司空调排产 148 万台，同比去年排产/实绩增长 35%/23%，其中内销排产同比去年排产/实绩分别+29%/-6%，外销排产同比去年排产/实绩分别增长 52%/58%。在外销排产的高增带动下，公司整体排产增速领先行业。销额方面，奥维云网显示，虽然行业整体表现较为不景气，但公司表现领先于行业，线上销售额同比增长 4.4%，均价增长 35.6%，线下销售额下滑 12.8%，均价增长 23.3%。销额表现及均价提升幅度领先行业。

图 1：海尔智家空调销量延续高增长



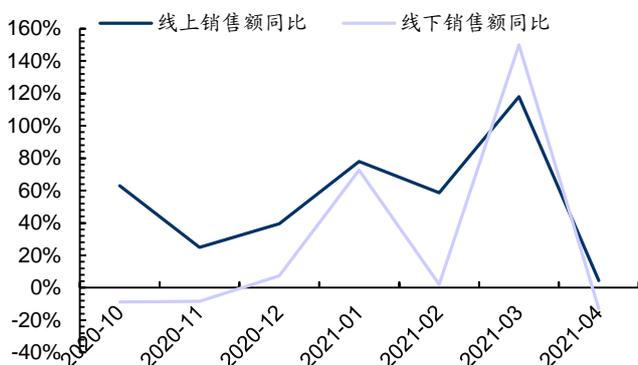
资料来源：产业在线、国信证券经济研究所整理

图 2：海尔智家冰箱排产稳定增长



资料来源：产业在线、国信证券经济研究所整理

图 3：海尔智家空调销售表现领先行业



资料来源：奥维云网、国信证券经济研究所整理

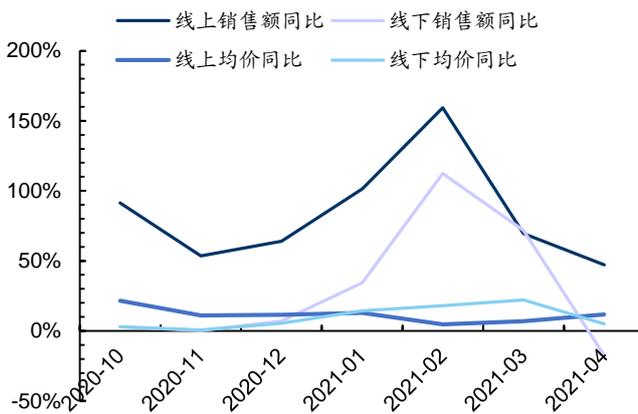
图 4：海尔智家线上线下均价同比大幅提升



资料来源：奥维云网、国信证券经济研究所整理

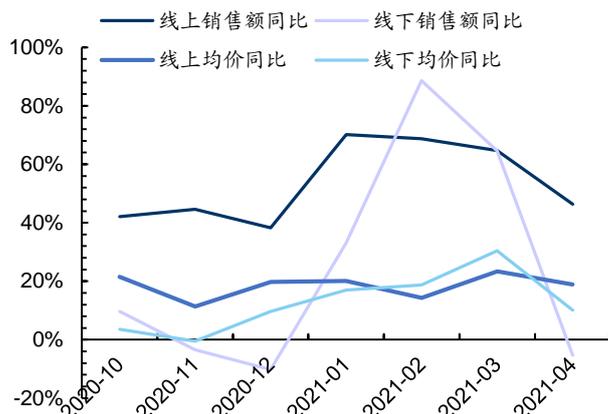
冰洗方面，根据奥维云网的数据，公司 4 月冰箱线上销售额增长 45.2%，均价提升 11.7%，线下销售额下滑 17.6%，均价提升 5.0%；4 月洗衣机线上销售额增长 46.3%，均价提升 18.9%，线下销售额下滑 5.3%，均价提升 10.1%。虽然 4 月增速较 3 月有所下滑，但公司冰洗整体表现优于行业，市占率依然稳步上行。

图 5：海尔智家冰箱线上线下销售情况



资料来源：奥维云网、国信证券经济研究所整理

图 6：海尔智家洗衣机线上线下销售情况



资料来源：奥维云网、国信证券经济研究所整理

### ■ 前瞻布局开花结果，牢固根基助力发展

公司从成立至今已历经六大战略发展阶段，在生产制造、渠道销售、海外布局、高端品牌、智能家居等各领域拥有扎实的基础，一步步成长为全球白电龙头。1) 渠道端，海尔聚焦高效零售，通过自建渠道实现扁平化，打造在线平台实现购销运装全流程信息化，统仓统配、四网合一建设初见成效；2) 制造端，从初期的砸冰箱开始就重视产品品质，通过互联工厂等智能化手段提高生产效率，优化制造水准；3) 全球化方面，收购整合全球优质资源，实现七大品牌的全球布局，立足本土化运营，建设三位一体基地，协同效应显著；4) 未来战略上，发力智能家电，通过提供成套智慧家庭解决方案解决智能家电不智能的痛点，在技术、套系化品类和渠道建设上领先优势明显，实现卖产品到卖方案的转型；5) 品牌战略上，旗下高中低端品牌矩阵强大，高端品牌卡萨帝厚积薄发，通过在供应链、技术研发和制造工艺上的精细雕琢，赢得良好的口碑，成为我国高端家电第一品牌。公司在多方面的布局顺应了时代发展的趋势，在智能化、高端化、全球化上持续引领行业发展，未来增长潜力仍大。

### ■ 投资建议：股权激励，迈向治理改善又一步

此次股权激励计划是公司沿着治理架构改革之路前进的重要一步，将实现公司员工利益一致，进一步完善公司基本

面。海尔是全球白电龙头，在全球化、智能化、渠道扁平化、高端化的战略布局深远，为公司建构起广阔的发展空间，国内冰洗龙头地位稳固，卡萨帝持续高增，海外 GEA 等品牌持续优化。维持此前盈利预测，预计 21-23 年归母净利润 126.26/148.59/173.97 亿，对应 EPS 为 1.40/1.65/1.93 元，对应当前股价 PE 为 22.3/18.9/16.2X，维持“买入”评级。

■ 风险提示：

盈利改善不及预期、行业竞争加剧、原材料价格波动、汇率波动。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价	EPS			PE			PB
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	2020
600690.SH	海尔智家	买入	31.17	0.98	1.40	1.65	32	22	19	3.9
000651.SZ	格力电器	买入	56.19	3.69	4.21	4.82	15	13	12	3.0
000333.SZ	美的集团	买入	84.33	3.87	4.26	4.62	22	19.8	18	5.1

数据来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	46461	56388	67972	75084
应收款项	31456	33228	35614	39404
存货净额	29447	32903	36116	39655
其他流动资产	4718	6535	7055	7794
<b>流动资产合计</b>	<b>114248</b>	<b>132518</b>	<b>152301</b>	<b>170806</b>
固定资产	24492	23333	21731	19893
无形资产及其他	10018	9617	9216	8816
投资性房地产	33134	33134	33134	33134
长期股权投资	21568	23752	25721	27733
<b>资产总计</b>	<b>203459</b>	<b>222354</b>	<b>242104</b>	<b>260382</b>
短期借款及交易性金融负债	15211	13475	14863	14516
应付款项	57539	67017	74720	81785
其他流动负债	36643	40519	45514	49648
<b>流动负债合计</b>	<b>109393</b>	<b>121011</b>	<b>135097</b>	<b>145949</b>
长期借款及应付债券	18535	17535	15259	13259
其他长期负债	7421	8037	8465	9095
<b>长期负债合计</b>	<b>25956</b>	<b>25572</b>	<b>23724</b>	<b>22354</b>
<b>负债合计</b>	<b>135348</b>	<b>146583</b>	<b>158821</b>	<b>168303</b>
少数股东权益	1295	1379	1462	1558
股东权益	66816	74392	81821	90520
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>203459</b>	<b>222354</b>	<b>242104</b>	<b>260382</b>

关键财务与估值指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.98	1.40	1.65	1.93
每股红利	0.38	0.56	0.82	0.96
每股净资产	7.40	8.24	9.06	10.03
ROIC	13%	18%	25%	33%
ROE	13%	17%	18%	19%
毛利率	30%	30%	30%	30%
EBIT Margin	5%	6%	6%	7%
EBITDA Margin	8%	7%	7%	8%
收入增长	4%	16%	12%	10%
净利润增长率	8%	42%	18%	17%
资产负债率	67%	67%	66%	65%
息率	1.2%	1.8%	2.6%	3.1%
P/E	31.7	22.3	18.9	16.2
P/B	4.2	3.8	3.4	3.1
EV/EBITDA	26.2	25.0	21.8	19.4

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>209726</b>	<b>242567</b>	<b>270819</b>	<b>297157</b>
营业成本	147475	170547	189816	207655
营业税金及附加	661	956	1001	1068
销售费用	33642	37598	41706	45465
管理费用	16913	19078	20983	22687
财务费用	1196	857	649	427
投资收益	4060	1000	600	680
资产减值及公允价值变动	1565	550	550	400
其他收入	(1866)	0	0	0
营业利润	13598	15081	17813	20934
营业外净收支	(43)	126	88	57
<b>利润总额</b>	<b>13554</b>	<b>15207</b>	<b>17901</b>	<b>20990</b>
所得税费用	2232	2440	2877	3399
少数股东损益	2446	140	165	194
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>8877</b>	<b>12626</b>	<b>14859</b>	<b>17397</b>

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
<b>净利润</b>	<b>8877</b>	<b>12626</b>	<b>14859</b>	<b>17397</b>
资产减值准备	491	(406)	(50)	(79)
折旧摊销	4901	2754	2898	2939
公允价值变动损失	(1565)	(550)	(550)	(400)
财务费用	1196	857	649	427
营运资本变动	13310	6548	6961	3681
其它	1019	491	132	176
<b>经营活动现金流</b>	<b>27032</b>	<b>21462</b>	<b>24250</b>	<b>23715</b>
资本开支	(6931)	(267)	(300)	(220)
其它投资现金流	(1857)	(1299)	(2079)	(3326)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(9895)</b>	<b>(3750)</b>	<b>(4347)</b>	<b>(5558)</b>
权益性融资	1331	0	0	0
负债净变化	(1455)	(1000)	(2276)	(2000)
支付股利、利息	(3397)	(5050)	(7430)	(8699)
其它融资现金流	1518	(1735)	1387	(346)
<b>融资活动现金流</b>	<b>(6855)</b>	<b>(7786)</b>	<b>(8318)</b>	<b>(11045)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>10283</b>	<b>9926</b>	<b>11585</b>	<b>7112</b>
货币资金的期初余额	36179	46461	56388	67972
货币资金的期末余额	46461	56388	67972	75084
企业自由现金流	20498	21115	24089	23397
权益自由现金流	20561	17660	22655	20693

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和個人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032