

分类号 \_\_\_\_\_  
U D C \_\_\_\_\_

密级 \_\_\_\_\_  
编号 10741 \_\_\_\_\_

兰州财经大学

LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

硕士学位论文

(专业学位)

论文题目 低估值上市公司市值管理问题研究  
——以海尔智家为例

研究生姓名: 张钊玮

指导教师姓名、职称: 胡凯 教授 阮英 工程师

学科、专业名称: 会计硕士

研究方向: 企业理财与税务筹划

提交日期: 2022年6月1日

## 独创性声明

本人声明所呈交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 张剑玮 签字日期： 2022.6.2

导师签名： 胡斌 签字日期： 2022.6.4

导师(校外)签名： 张剑 签字日期： 2022-6-6

## 关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定， 同意（选择“同意”/“不同意”）以下事项：

1. 学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；

2. 学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊（光盘版）电子杂志社”用于出版和编入 CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分内容。

学位论文作者签名： 张剑玮 签字日期： 2022.6.2

导师签名： 胡斌 签字日期： 2022.6.4

导师(校外)签名： 张剑 签字日期： 2022.6.6

# **Research on market value management of Low valuation Listed companies**

## **——A Case Study of Haier Smart Home**

**Candidate :**

**Supervisor:**

## 摘 要

我国股权分置改革后，市值管理概念应运而生，国内部分上市公司开始进行市值管理的主动尝试，不断探索科学的市值管理方法，尝试建立行之有效的市值管理模式。经过近十年的发展后，国务院、证监会通过将“市值管理”概念纳入国家级政策文件以及创业板注册制改革等方式支持上市公司进行市值管理，极大地激励了上市公司建立市值管理制度的积极性，我国市场对市值管理的探索与研究逐渐步入标准化和制度化阶段。

根据中国上市公司市值管理研究中心发布的报告，受制于我国弱式有效性的证券市场以及较低的市场资源配置效率，我国部分企业的内在价值在市场中无法得到有效反映。本文选取我国家电制造业企业海尔智家作为案例公司，通过文献检索、统计分析等手段，利用财务指标对比、自由现金流估值以及管理层回购行为证明海尔智家处于低估值状态。结合市值管理绩效评价体系，分析其 2017 年至 2020 年的市值管理状况以及市值管理绩效排名出现下降的原因，对海尔智家基础价值创造能力、成长价值创造能力、内在价值实现能力进行评价，发现其市值管理存在的主要问题如下：公司管理层缺乏对市值管理的重视，海外并购导致核心盈利能力下降，研发投入与利润产出不匹配，投资者关系管理与营销公关能力的欠缺。针对具体问题和缺陷从构建市值管理制度、增强核心盈利能力、优化研发投入与利润产出、提升投资者关系管理、注重媒体公关管理等方面提供相关建议。

笔者以当前国内证券市场弱式有效背景下的上市公司海尔智家为例，通过研究发现其处于低估值状态下的市值管理能力存在的问题与缺陷，并尝试提供相关建议，以期改善其内在价值与市值不匹配的状况。在我国证券市场全球化进程加速的背景下，处于低估值状态的上市公司更需要通过构建科学合理的市值管理机制，使内在价值尽可能在市场中得以体现，希望相关建议能够为与海尔智家具备可比性的低估值上市公司提供相应的启示和参考，改善该类企业价值背离与被低估的状况，实现长远健康的发展。

**关键词：** 海尔智家 低估值 内在价值 市值管理 市值管理绩效评价

## Abstract

After China's split share structure reform in 2005, the concept of market value management came into being. Some domestic listed companies began to actively try market value management, constantly explore scientific market value management methods and try to establish an effective market value management model. After nearly a decade of development, the State Council and the CSRC have supported listed companies in market value management by incorporating the concept of "market value management" into national policy documents and the reform of gem registration system, which has greatly encouraged listed companies to establish market value management system. The exploration and research of market value management in China's market has gradually entered the stage of standardization and institutionalization.

According to the report released by the market value management research center of China's listed companies, subject to China's weakly efficient securities market and low market resource allocation efficiency, the internal value of some Chinese enterprises can not be effectively reflected in the market. This paper selects Haier Smart Home, a Chinese household appliance manufacturing enterprise, as a case company, through literature retrieval, statistical analysis and other means, using financial index comparison, free cash flow valuation and management repurchase behavior to prove that Haier Smart Home is undervalued. Combined with the market value management performance evaluation system, this paper analyzes its market value management status from 2017 to 2020 and the

reasons for the decline of market value management performance ranking, evaluates Haier Smart Home's basic value creation ability, growth value creation ability and internal value realization ability, and finds that the main problems of its market value management are as follows: the company's management lacks attention to market value management, Overseas mergers and acquisitions lead to the decline of core profitability, the mismatch between R & D investment and profit output, and the lack of investor relationship management and marketing public relations ability. In view of specific problems and defects, this paper provides relevant suggestions from the aspects of constructing market value management system, enhancing core profitability, optimizing R & D investment and profit output, improving investor relationship management, and paying attention to media public relations management.

Taking Haier Smart Home, a listed company under the background of weak efficiency in the current domestic securities market as an example, the author finds the problems and defects in its market value management ability under the condition of undervalued value, and tries to provide relevant suggestions in order to improve the mismatch between its internal value and market value. It is hoped that under the background of globalization, Haier's listed companies will be able to accelerate the construction of the market value and underestimate the internal value of the securities market as much as possible, Improve the deviation and undervaluation of such enterprises, and realize long-term and healthy development.

**Keywords:** Haier Smart Home ; Undervalued value ; Intrinsic value ; Market value management ; Performance evaluation of market value management

# 目 录

<b>1 绪论</b>	1
1.1 研究背景	1
1.2 研究目的与研究意义	2
1.2.1 研究目的	2
1.2.2 研究意义	2
1.3 研究框架与研究内容	4
1.3.1 研究框架	4
1.3.2 研究内容	4
1.4 研究方法	5
<b>2 文献综述</b>	7
2.1 国外研究现状	7
2.1.1 价值管理概念的提出	7
2.1.2 价值管理概念的发展	7
2.2 国内研究现状	8
2.2.1 市值管理概念的提出	8
2.2.2 市值管理的发展	8
2.3 文献述评	9
<b>3 市值管理相关理论基础</b>	11
3.1 市值管理的理论基础	11
3.1.1 有效市场假说	11
3.1.2 信号传递理论	12
3.1.3 公司价值评估理论	13
3.2 市值管理与股价操纵的区别	13
3.3 市值管理绩效评价指标体系	14
<b>4 海尔智家市值管理案例介绍</b>	15
4.1 行业背景与公司概况	16
4.1.1 家电行业背景介绍	16

4.1.2 海尔智家简介 .....	17
4.2 海尔智家主营业务情况 .....	17
4.3 海尔智家市值管理现状 .....	20
4.3.1 研发投入情况 .....	20
4.3.2 股权激励现状 .....	21
4.3.3 海尔智家投资者关系现状 .....	23
4.3.4 品牌溢价因素现状 .....	25
4.4 海尔智家市值表现情况 .....	26
4.5 海尔智家处于低估值的判定 .....	27
4.5.1 基于同类企业营业收入与净利润的比较 .....	27
4.5.2 基于与行业市盈率的比较 .....	30
4.5.3 基于 DCF 模型的估值分析 .....	31
4.5.4 机构评级与管理层回购 .....	32
<b>5 海尔智家市值管理分析 .....</b>	<b>34</b>
5.1 市值管理评价模型 .....	34
5.1.1 基础模型介绍 .....	34
5.1.2 海尔智家市值管理评价模型 .....	35
5.2 海尔智家市值管理绩效评价 .....	37
5.2.1 基础价值创造评价 .....	38
5.2.2 成长价值创造评价 .....	39
5.2.3 内在价值实现评价 .....	40
5.2.4 市值管理整体评价 .....	42
5.3 海尔智家市值管理存在的问题 .....	44
5.3.1 对市值管理的认识与重视不够 .....	45
5.3.2 核心盈利能力增速缓慢 .....	45
5.3.3 投资者关系管理与宣传营销欠缺 .....	46
5.3.4 媒体管理与公关能力有待提升 .....	46
<b>6 海尔智家市值管理的优化建议 .....</b>	<b>48</b>
6.1 建立长效稳定的市值管理机制 .....	48
6.2 利用主营业务等优势加强价值创造 .....	48

---

6.3 加强投资者关系管理 .....	49
6.4 提升营销宣传与公关能力 .....	50
<b>7 研究结论与不足 .....</b>	<b>51</b>
7.1 研究结论 .....	51
7.2 研究不足 .....	52
<b>参考文献 .....</b>	<b>53</b>

# 1 绪论

## 1.1 研究背景

股权分置制度在国内证券市场成立之初起到了巨大作用，但是随着我国经济的不断发展以及证券市场国际化进程的加快，股权分置导致不同股东的权利、义务不对等，获得相对收益所承担的风险也不同，这造成了严重不公的现象，直接导致了市场供需失衡，市场投机行为以及利用信息不对等进行股票操纵之风盛行，中小投资者的权益难以得到有效保护，企业控制权僵化，发展陷入停滞状态等诸多问题。随着市场制度的完善与证券市场国际化，我国证券市场的规模也随之扩大，在此背景下市值成为评价上市公司水平的重要指标。市值管理在中国逐渐受到重视，我国资本市场在 21 世纪第二个十年迎来了市值管理理论的创新与发展，取得了一定的进步。2005 年至今我国对市值管理的探索与研究已进行了十多年，理论创新较多但大部分上市公司进行市值管理实践的效果不佳。由于我国资本市场仍处于弱式有效且市值管理在市场中实践的缺乏，A 股市场中一部分上市公司市场价值与内部价值<sup>[1]</sup>存在严重不匹配的现象。该情况基本不存在于较为成熟的资本市场中，因为企业的内部价值通常可以在资本市场的价格中得到对应体现，在我国市场中上市公司内部价值被低估，与市场价格出现背离的现象普遍存在，一部分上市公司又利用国家政策不完善的空当，进行股票恶意操纵或内幕交易等行为，其目的不是为公司的长远健康发展考虑，而是通过炒作迎合市场热点等行为蓄意在短时间内拉高股价使内幕信息持有者减持股票套现获利，该类行为会导致投资者失去投资信心，信息的曝光也会引起股票市场的动荡，导致企业陷入负面新闻，完全偏离公司健康发展的长远要求。目前市场中部分优质上市公司价值被低估，而一些迎合市场炒作热点的公司通过恶意炒作股价暴涨高管套现以致损害投资者权益的现象在我国市场中频频出现，这种市场资源的流失对企业和投资者极为不公，对我国资本市场的长期健康发展也存在不利影响。

近年来我国更加注重市值管理在各类型上市公司中的运用，并严管打着市值管理旗号却进行炒作牟利的不当行为。2021 年 5 月，证监会新闻发言人高莉就叶飞等人恶意操纵股价进行非法牟利一案表示证监会将对迎合市场炒作热点、人为控制信息披露、利用非法金融杠杆拉高股价等“伪市值管理”行为将重拳打击，加强监管与处罚力度。

以上市公司的总股本与每股价格的乘积作为企业的市场价值来看，当一家上市公司的

<sup>[1]</sup> 企业内在价值也称为企业非使用价值，指企业在其余下的存续年限之中所有产生的现金的折现值。

市场价值持续低于其内在价值时，可以称该上市公司的市值处于低估值状态。目前，我国部分行业的龙头上市公司由于多种原因也存在着被低估的情况，部分蓝筹股票被低估的情况较为严重，该类龙头公司对所在的行业能够产生较大的引领作用和带动效应，如持续存在被低估的情况会影响资本市场对公司以及整个行业的判断，也影响外界投资者的投资信心，长期来看极其影响该公司的发展。亟需用行之有效的方式来改善此情况。

## 1.2 研究目的与研究意义

### 1.2.1 研究目的

上市公司管理层是市值管理行为的决策者，更是公司市值提升的最大受益者，市值作为衡量标杆对不同个体能够起到不同的作用：市值可作为衡量标准评价上市公司的体量大小和市场实力，反映资本市场对公司的认可程度；市值成为资金提供者判断公司融资成本和融资能力的标准，是外界投资者判断某一时间段内该公司管理层水平高低，绩效好坏的标准。因此，意识到市值管理对企业的正向作用并规划长期系统的市值管理制度对上市公司管理层十分必要，通过经营模式、内部组织架构、信息披露方式的改变与加强等手段来改善市值被低估的状况对处于低估值的上市公司尤为重要。

海尔智家股份有限公司（简称“海尔智家”，曾用名“青岛海尔”）是我国知名的白色家电制造企业，主营业务以家电制造及相关产品的衍生服务。其股票（股票代码 600690）系 A 股资本市场优质的股票之一。自 1993 年上市以来，股票价格现为 25.6 元每股（截至 2022 年 2 月 25 日）；市值为 2417 亿元（截至 2022 年 2 月 25 日）。本文旨在根据海尔智家目前的市值管理行为以及市值管理状况，结合海尔智家不断下降的市值管理绩效排名，探究其市值管理过程中存在的问题与缺陷，针对其处于低估值后如何建立长效的市值管理机制并运用科学合理的市值管理手段把握正确的市值管理策略和方向，提供可行性建议来提升其市值管理的能力，使公司价值在市场中体现。并在本文结论中总结出与海尔智家具有可比性的类似企业应该如何合理利用市值管理策略，改善内在价值与市值的不匹配状况，实现可持续健康发展。

### 1.2.2 研究意义

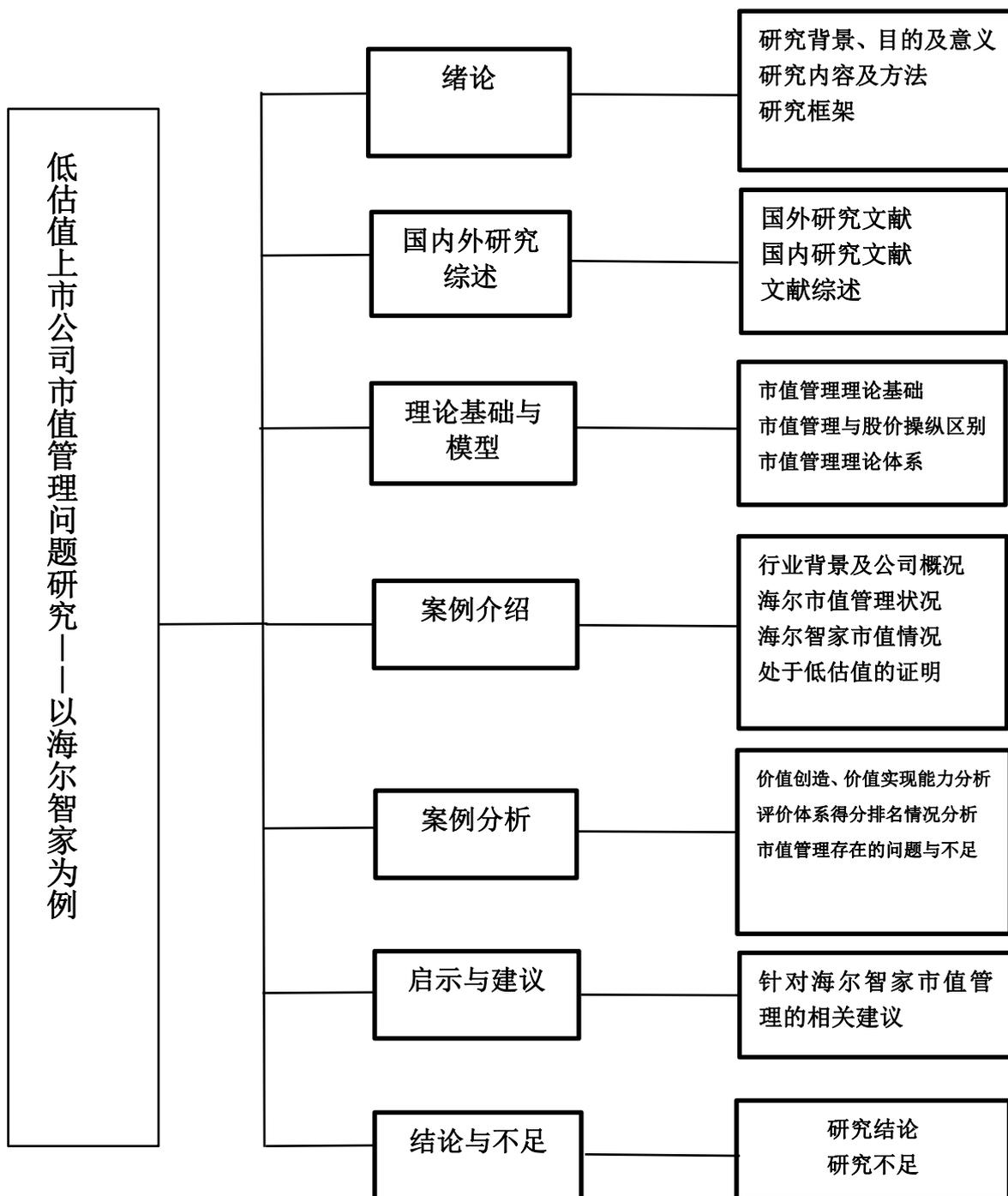
市值管理对上市公司利益关联者，以及资本市场本身都具有重要的实际影响和理论意

义，科学的市值管理对于公司核心竞争力的提高和估值的准确性有着潜在作用，特别是上市公司若处于市场波动较大的时期，更能凸显出公司市值管理的重要性。在全球任何一个资本市场中上市公司的市值都是公司整体实力的最直接表现，而市值最直接的体现方式就是该公司的股票价格，股票价格的变化受市场中多种因素影响充满了不确定性，但可以直接反馈市场与投资者的对该公司的认可度与投资意愿，因此股价也受到了资本市场上众多投资者的关心。公司市值的增长，从过程上看，是公司通过资本运作等管理手段的有效应用主动寻求市值与内在价值相匹配的结果。然而目前我国市场上的可供借鉴的市值管理实践成果较少，市值管理理念被歪曲误解，得不到应有的重视。我国目前的市值管理研究更多是基于实证分析研究，解决市值管理中存在的普遍问题为主。对在市场中具有代表性的上市公司存在的具体市值管理问题展开的针对性案例分析较为欠缺。

本文选取白色家电行业龙头企业之一的海尔智家作为研究对象，根据已有的市值管理绩效评价体系构建相对应的评测模型，以改动后的模型为基础结合绩效得分与排名对海尔智家的市值管理状况进行具体分析，发现其经营过程中在市值管理方面存在的缺陷和问题。从五个方面针对其存在的具体问题与缺陷提供建议。本文以案例角度入手，不仅希望通过研究对海尔智家市值管理能力的改善有一定的实践意义，也期望能够略微丰富我国市值管理理论相关的实务研究。

### 1.3 研究框架与研究内容

#### 1.3.1 研究框架



### 1.3.2 研究内容

第一部分，绪论。本文的选题背景、研究目的和意义，确定研究框架、内容和研究方法。

第二部分，文献综述。主要梳理和总结国外价值管理的相关概念，国内市值管理概念的发展，整理相关文献综述。

第三部分，理论基础与市值管理评价模型。介绍本文基于市值管理分析的所需用到的相关理论概念。区分市值管理与股价操纵的区别，简要介绍市值管理绩效评价模型，为后续研究案例企业海尔智家具体内容打下基础。

第四部分，海尔智家市值管理案例介绍。介绍行业及企业市值变动情况，总结近年来海尔智家市值管理现状，本章最后通过多种方式证明海尔智家处于低估值。

第五部分，海尔智家市值管理案例分析。利用构建的评价指标体系对海尔智家基础价值创造、成长价值创造以及内在价值实现水平进行分析，结合市值管理绩效的得分与排名发现海尔智家在价值创造和价值实现上存在的问题，最后总结出海尔智家在市值管理上存在的问题与缺陷。

第六章部分，海尔智家市值管理的启示与建议。针对提高海尔智家市值管理的能力提出建议，针对上文提到的多个问题提出对策建议，以期通过制定科学合理的市值管理制度提升海尔智家的市值管理水平。

第七章部分，研究结论与不足。以海尔智家为例总结相关研究结论，为同处于低估值的类似上市公司提供相关建议。以及说明研究及写作过程中存在的一些不足和可改进之处。

### 1.4 研究方法

本文以低估值状态下如何进行更好的市值管理入手，以市值管理绩效评价体系为依据研究案例企业海尔智家，分析得出相关结论并给出建议。因此本文研究方法有如下两种，第一：文献分析法。首先在文献阅读与相关资料查阅检索的基础上，梳理出在我国市值管理领域研究中的存在的普遍原则和主要理念。在对案例公司海尔智家进行分析前打下理论基础。第二：案例分析法。以海尔智家作为案例公司，选取海尔智家的相关文献资料及年度财务报表数据，分析其市值管理手段和以及市值的变动情况后采用多方式判定其处于低估值。选取 2017 年至 2020 年海尔智家部分数据，采用横向对比的方式分析其经营状况

并对其历史绩效进行评价。通过针对海尔智家具体情况构建的市值管理评价模型，对其进行研究和客观评价，结合评价体系近年来的得分与排名趋势综合分析，寻找海尔智家处于被低估状态下市值管理中存在的问题与缺陷，给出提高其市值管理能力的可行性建议，得出相关结论和启示。

## 2 文献综述

### 2.1 国外研究现状

#### 2.1.1 价值管理概念的提出

20 世纪 80 年代，国外企业家在总结企业的管理实践的基础上提出了价值管理的新概念，也被称为基于价值导向的企业管理，价值管理概念一经问世就受到西方企业界及学术界的广泛认可，企业经营者纷纷希望能将此概念引入企业内运用。价值管理的本质是为企业形成一套行之有效的管理模式，促进企业注重经营业绩的同时兼顾长期股东价值，出发点是使公司的内在价值与市场价值尽可能匹配，强调内在价值的重要性，围绕价值经营坚持长远科学可持续发展而非以企业短期内制造的经济利益为导向。国外资本市场起步早，制度相对完善健全，在接近强式有效的市场内，信息传导相对公平有效。处于成熟经济体中的上市公司，将其市场价格和企业自身的内在价值相比较，在一个较长周期内来看是相同的。

#### 2.1.2 价值管理概念的发展

由于“价值管理”一词在企业经营中涉及到较多方面，企业经营者基于角度不同对于价值管理的理解和阐述也存在不同之处。目前较为普遍的价值管理观念是：以日常经营投资决策、进行投资者关系管理以及实现员工激励这三个维度对企业进行价值管理，是一种自发的、主动且有意识的行为。让托（1998）以结果为导向，他认为价值管理这一概念为企业构建了一种系统，在经营过程中通过对企业各项财务指标的评估分析，其最终的目的是为了达到股东利益的最大化，并在经营中更为注重企业内部管理模式的建设，使企业获得长期健康发展；部分学者通过公司具体价值管理的手段与策略来对其进行定义，认为价值管理是一项自上至下、覆盖全企业的完善体系，从管理层战略规划贯穿到经营管理执行各个细节，最终通过财务数据体现整体规划的实施效果。卢修斯（2000）认为，企业通过多种手段，起到有效控制经营成本，提高利润水平，以此实现股东和投资者利益的最大化与长期化，以上多种手段汇总建立一个系统且长效的管理机制称为企业的价值管理。从总体来看，虽然对于价值管理的理解与认识的出发角度不同，但国外学者认为价值管理对于企业在经营过程中的作用和最终目的的实现是大致相同的。

## 2.2 国内研究现状

### 2.2.1 市值管理概念的提出

市值管理是我国资本市场在通过股权分置改革后出现的独特管理概念。在二零零五年，我国的上市公司开始实施股权分置改革，针对此次改革后我国市场可能会产生的新情况，我国学者施光耀首先面向国内市场提出了市值管理的定义：市值管理是企业价值创造为基础，价值实现为目的的战略管理行为，该行为以公司在市场中所体现的市值信号为依据，通过管理层主动运用科学合规的经营方式最终实现公司价值的高稳定性和最大化。他认为保护股东的权益是企业进行市值管理的核心，但由于股权分置在我国市场已有多年的历史，有不少企业对股东的利益问题缺乏关注，或者在企业利益与股东权益发生冲突时会发生侵害股东权益的问题，此种情况就会造成企业股权利益的平衡遭到破坏，股权的流动性分裂也不利上市公司的健康发展。股改以后的数年中，市值管理已成为中国上市公司所面临的一项崭新的管理课题，它可能会造成公司的组织结构、经营发展模式、信息披露方式与投资者关系等诸多的重大改变。

### 2.2.2 市值管理的发展

中国学术界在确定了市值管理范畴之后，通过不同的调研方式与样本，在管理方法、影响因素、具体效果、评估系统等方面对其展开了广泛的深入研究。施光耀（2008）针对股权分置改革后中国国内证券市场最新的发展态势，在对市值管理概念重新提出的基础上结合了部分实践经验，对市值管理的基本含义重新作出了较深入的阐释，并指出市值管理是一个系统性较强的综合系统工程，要科学合理地对一个上市公司实施市值管理，适应资本市场的客观规律是前提。以此为基础，系统地利用企业内部架构管控、投资者关系、媒体管控等方式，确保了企业的在市场中的价值得以合理地且准确的体现企业的自身价值。蓝天（2011）对市值管理的定义做出了补充，并提出市值管理是指公司在根据国家财政政策、货币政策和市场经济背景下，来实现企业的科学、健康、持续发展并制订公司长期发展策略的过程。并提出市值管理并不是简单的股价管理，必须从股东的利益高度出发考虑，力争建设企业自身的文化，通过资金投入切实增强公司的创新能力。李大勇（2016）则认为总股本是公司进行市值管理的重点，公司能够通过资本总额对其股价变化情况做出合理预估，并将总股本当作公司对股票价格的变化进行市值管理的重要参照指数。

## 2.3 文献述评

从国内外文献综述中可以看出,虽然我国的市值管理概念是基于我国市场背景下的独特产物,但国外学者研究的价值管理与我国学者提出的市值管理有非常多的相似之处,二者都希望通过系统有效的长期管理模式来实现长远的经济利益,实现企业科学发展。由于西方资本市场成熟较早,发展时间长,且接近强式有效市场,上市公司的市场价值与其内在价值贴合度高,对专门在市场中体现其市场价值信号的需求并不高,因此西方企业界对如何更好地实现企业的内在价值和增加股东权益较为注重。但是在对上市公司股价、公司治理结构与经营过程中解决利益不均衡问题的研究,也与我国市值管理概念中有异曲同工之处。以施光耀刘国芳为首的学者在市值管理的研究中通过近十年的努力,结合中国资本市场在市场化程度不断提高过程中出现的新情况、新特点,研究设计了能够量化企业市值管理能力与水平的市值管理绩效评价体系<sup>[1]</sup>,推动了我国在市值管理理论上的极大发展。目前我国关于市值管理的研究,基本以完善后的第七版市值管理绩效评价体系为导向,纵向观察企业自身发展状况、行业、企业之间横向对比展开研究,为市值管理在案例中的具体实践操作提供依据和思路。

本文之所以以低估值状态下的上市公司市值管理为切入点,因为市值管理是基于我国目前不成熟资本市场基础上的特殊产物,且近年来“伪市值管理”的频频出现极大地扰乱了我国证券市场的秩序,干扰了投资者投资判断,对市场中的专注于创新核心技术和持续健康发展的企业造成了不利影响。随着我国证券市场的快速发展,我国市值管理的相关理论在实践中也不断更新,早已不是最初被歪曲为一味抬高企业股价的概念。目前针对企业内部经营活动与外部经济环境对市值的影响的分析也越来越多,这不仅与国家的经济环境、政策息息相关,更与企业自身做出调整积极应对内外部问题以保证市值稳定有极大的关系。我国市场经济起步晚,但证券市场发展速度较快,由于市场制度不同,国外市场可供借鉴的经验也较为单一,因此使很多市场内在的规范和制度没有跟上市场的发展速度,由此产生部分矛盾。其中较为明显的问题就是上市公司信息没有完全透明化且信息披露不完善或存在诱导现象,该现状导致投资者并不能明确得知公司的发展现状和经营业绩,产生投资信息的误差,部分公司价值被诱导恶意炒作严重高估,而有的公司较高的内在价值却无法充分地被投资者了解。笔者在查阅相关文献时发现在目前的研究中以具有代表性的企业入手分析其市值管理现状和市值管理能力的相关研究较少,基于此背景本文选取国内

[1] 市值管理绩效指标体系是中国上市公司市值管理研究中心研发的,以价值创造、价值经营和价值实现以及价值关联度、市值溢价因素等为核心要素的市值管理管理评价指标体系。

家电行业知名品牌海尔智家，希望通过研究其具体市值状况、结合数据分析其市值管理水平，挖掘出海尔智家市值管理工作的的问题与难点，提出针对性建议的方式来改善其处于低估值状态的情况。也希望通过本文的分析与建议使类似企业找到摆脱价值被低估的现状，使市值回归合理区间，匹配其内在价值，实现健康发展。

## 3 市值管理相关理论基础

### 3.1 市值管理的理论基础

本文以国内目前证券市场弱式有效背景下的市值管理为研究起点，从企业处于低估值状态的角度切入，对企业所进行的市值管理行为罗列，对其市值管理情况进行分析评价，因此重点涉及的相关概念有以下三个，具体阐释如下。

#### 3.1.1 有效市场假说

我国证券市场目前所具有的特殊性与滞后性导致资源与信息出现不匹配的情况时有发生，而短时间内可能无法有较大改善，因此有效市场假说理论在本文中的提出适用于目前我国证券市场处于弱式有效的背景。

有效市场假说出现于上世纪七十年代，美国芝加哥大学博士尤金·法玛为确定市场的有效性确立了一套详细的评判标准。首先依据时间维度，将信息内容划分为历史信息、当前公开可得的信息以及企业内部信息，且假设在市场中各类信息的出现是完全随机且无法被提前预测的。同时对市场投资参与者进行假设，认为所有的投资参与者都能够及时、理性并、准确地判断分析所掌握的各类信息，同时进行评估并开展交易。以以上三个信息和投资者假设为基础，法玛把市场分成三种有效性市场，分别是弱式有效、半强有效与强有效三种类型。强式有效市场假说中的信息既包括所有的公开信息，也包括所有的内幕信息，市场价格能够反映一切相关信息。所以，所有基于此的分析都是无效的，即便掌握内幕信息也无法获得非正常收益。在半强势有效市场中，根据内部信息进行的分析是有效的，基于已公开的信息所做的分析是无效的，且市场价格已经对所有公开的基本信息有所反应。而在弱式有效市场中，证券价格反映了历史价格的信息，技术分析也是无效的，而投资者也不可能通过对历史价格和信息的分析来获取非正常收益。

目前对我国证券市场有效性的计算模型与实证分析表明，我国的市场虽不是完全弱式有效市场，但基本接近弱式有效市场，外界投资者信息渠道匮乏但管理层利用信息不对等情况进行内幕交易的丑闻频出。2021年5月，前私募冠军叶飞报料A股市场中存在大量假借市值管理之名操纵市场、内幕交易等行为，引发大众关注，而这早已不是第一次有人爆出类似的事件。针对类似事件的频繁发生，证监会也表态称对此类事件高度重视，会继续加强监管与处罚力度，强抓恶意利用市值管理进行价值炒作非法牟利等活动。本文认

为证监会以及社会的监督虽然可以起到一定的效果，但只能起到“治本”的作用，提高市场的透明度与有效性必须依靠市场自身机制不断地改革净化。在我国目前信息不对称的弱式有效市场中，低估值上市公司更需要通过市值管理手段来实现内在价值和市场价值的统一，以期在市场中获得更强的竞争力，实现长远发展。

### 3.1.2 信号传递理论

信息披露作为实现和传递公司价值重要途径，是市值管理中企业治理、内在价值的实现和维护投资者关系的核心手段。本文认为企业管理层通过正确理解信号传递理论，注重合规信息披露可以更好地帮助投资者了解企业经营的真实情况，也能向潜在消费者传递信息，对公司产品的营销起到正向作用，使其消费群体和投资者身份重合，能够节约部分营销推广的费用，起到一举多得的良好效果。

二十世纪七十年代，经济学家斯宾塞创立了信号传递理论，他指出公司与外部投资者之间的信息掌握存在内容不对称与时间不对称的现象，企业管理层能够掌握第一手信息，投资者获取信息的时效性和全面度都取决于企业对信息的披露的时效性和范围。企业若希望在金融市场中收获更多的资金支持与投资者的信任，就需要及时向市场和投资者们发布真实的利好信息。美国经济学专家佩蒂特于1968年提出股利信息市场反应，根据其在纽交所对超过一千家公司的信息披露统计，他认为在信息不对称的情况下企业向外部传递内部信息方式较为多样，但占据了80%以上的常见信号共三种：利润宣告；股利宣告；融资宣告。从真实性角度而言，虽然利润宣告也有其必要性，但公司利润在年度会计处理的过程中具有较强的可操纵性与迷惑性，真实性不足。相对利润宣告而言，股利宣告更加真实可信，股利作为企业向外界投资者传递内部信息的载体，由于受到部分条件的制约，管理层通过股利政策的选广告可以向外界传递其对公司未来收益的预期。外界投资者根据管理层向外传递的信息来推测公司的经营状况和未来发展前景具有一定的滞后性。而如果披露的信息是市场没有预期到的，那么其股票价格就会在短时间内产生相应的变动。较为稳定的股利政策等同于向市场和投资者表明企业目前的经营状况良好，发展稳定，在一定程度上可以增加投资者的投资信心，拉长投资者的资金投入期限，反而促使公司股票价格提升。

### 3.1.3 公司价值评估理论

价值评估是价值管理的基础，价值管理理论的发展随着企业价值评估理论的革新与实践的变化而不断进步。公司的价值评估是以公司当前的经营状况和财务数据为依据，计算出公司应有的价值而对公司的内在价值进行评估的活动。企业的内在价值是由人创造的，而无论是企业管理者还是外界投资者都不可避免地存在不确定因素，尽可能除去不确定因素来计算企业的内在价值对于公司价值的评估具有重要意义，它能够对外界投资机构与关联交易的其他公司产生重要影响，且实现企业内在价值与市场价值更好的匹配统一是市值管理的重要目标之一。

我国学者以 Tom Copeland 的自由现金流估值方法为基础，将国内外众多企业价值评估的研究成果加以整理，总结出了折现现金流折现估值法（DCF）。该模型是指企业在持续经营的情况下，将未来产生的自由现金流量折现之后的实际价值来计算企业当前价值的一种价值评估方法。该估值法从企业整体上反映了企业目前所有资产的获利能力，对于企业的内在价值计算起到了一定作用。下文中对海尔智家公司处于低估值的判定就借鉴了其他学者对现金流折现估值法的运用。

目前，对公司评估的方法有两大类，采用较多的是相对估值法，相对估值法对比率指标的选取会因相关因素驱动的不同而变化，包括市盈率、市净率、净利润等相关指标。因本文第四章中需用到案例企业海尔智家与其行业市盈率、市净率的对比来作为判定其处于低估值状态，将主要以海尔智家与所处行业的平均市盈率对比来论证本文观点。而公司价值受到内外界各种因素的同时影响，一家公司的内在价值很难用极其精确的方法来估算，且各类估值方法因其估值角度不同也存在不同的优势和弊端，都不能做到完全准确。因此相对价值评估法会采用到多种估算方法，以起到相互支撑相互验证的效果，通过多种手段相互验证的方式来确定一家公司在某一时间点或时间段的价值变化情况。企业估值的目的并不只是通过估算方法得出相对准确的价值，更是为了通过对其价值的估算给企业管理层以及相关投资者提供数据，了解企业当前的经营发展情况，及时解决出现的问题，对企业未来的发展提前制定规划。

### 3.2 市值管理与股价操纵的区别

本文认为，市值管理与股价操纵的区别主要有以下三点，第一，方式多样与单一之分；第二，正当与不正当之分；第三，短期牟利与长期发展之分。早期市场对市值管理存在的

误解，认为市值管理就是简单的股价管理，在总股本不变的情况下尽可能拉高每股价格，但随着市场的制度化与透明化，仅仅对股价进行提升是不可行的。市值管理要求公司在正常经营的基础上保证其科学性与持续性，结合自身的战略规划设计其市值发展的制度，以及为实现该目标战略所需采取的分阶段实施具体措施，达到市值长期健康发展的目标，因此市值管理对短期内由于多种因素带来的股价波动或下跌带来的市值降低忽略不计。目前我国的市值管理有公司结构治理、股票交易管理、公司信息披露、投资并购管理、投资者关系管理等多种手段，从上述几种手段来看，市值管理的主要目标就是提升公司内在价值，保证信息披露的有效性和可靠性，维护公司正面形象，减少二级市场非必要波动和通过建立投资者信心和沟通渠道来实现公司长期健康经营。以上几种方式虽有轻重之分，但缺一不可。

而市场操纵则是市场上部分管理层、董事会联合外界媒体机构利用集中资金优势、内部信息优势等优势通过蓄意发布消息来控制股票价格走势达到不正当获利的目的。我国目前虽没有相关法律法规对市值管理与操纵市场之间的界限作出规定，但通过认定正确的市值管理手段并依据证券法对操纵市场行为的明确界定还是可以较为明晰的对二者进行区别。对于市值管理与股价操纵的界定，更主要在于对股价是否有人为的或不公开的操作，是否符合证监会的监管条例，是否有刻意人为地拉抬股价和高位大量抛售行为。因此，市值管理绝不是通过对股价操纵来短期内提高企业总市值的短视行为，操纵股价纵然会极大的地提升短期收益，但付出违法代价的同时也是在为企业自身的发展以及外界投资者的信任自掘坟墓，是绝对不可行的。真正的市值管理，在于公司是否制定战略着眼于长远健康发展，专注业务、主动创新核心技术、拓宽市场渠道，通过优秀的业绩和良好的品牌口碑使得外界投资者对公司产生投资信心，为企业的长远发展保驾护航。

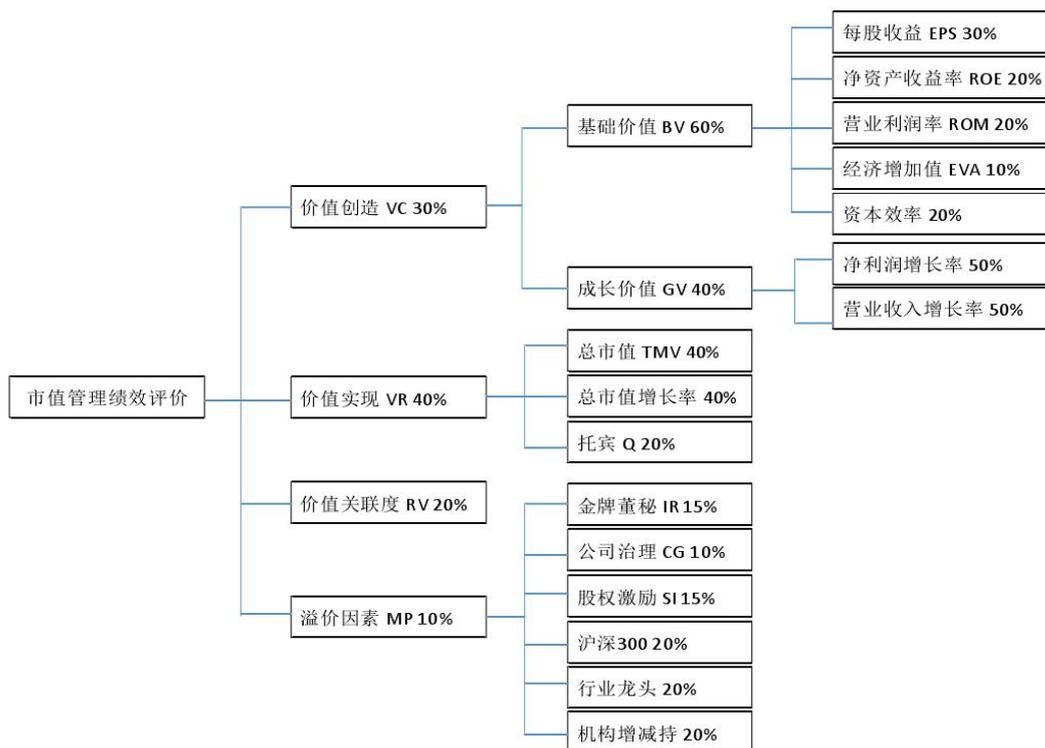
### 3.3 市值管理绩效评价指标体系

随着我国市值管理理论研究的不断深入，国内专家学者开始尝试创造系统性的市值管理评价体系。近年来产生了总体评价方式接近但部分侧重点不同的评价体系。例如我国学者苗晴等人总结出的评价体系，这套体系涵盖了企业目前的经济价值与未来潜在经济价值，主要着重于测评公司内在价值创造能力，但是对于公司内在价值在市场中具体的实现方式以及与外界投资者的投资者关系管理未能更进一步涉及；其他学者也通过自身对市值管理的研究创造、总结了一些市值管理的评价体系，但相对而言，施光耀与刘国芳于2015年对自身研究结果以及其他学者的模型相结合的市值管理评价体系是目前国内理论最完

善、应用最广泛的市值管理绩效评价体系。

目前的市值管理绩效评价体系设置了多个评分对市值管理的各项环节进行综合评价，模型有四个一级指标如图 3.1 所示，四个指标分别针对企业市值管理的主要环节与影响企业市值的重要因素。这四个指标的权重分别为 30%、40%、20%、10%。价值创造能力是公司发展、创造价值的起点，是企业保证长期稳定发展、持续经营的基本保证，更是整个市值管理研究的重心所在。如果价值创造能力存在缺失，那即便企业使出浑身解数进行价值输出，也无法在市场中形成有效的反馈，最终会走向失败。其次，在我国市场中公司的内在价值与其市场价值并不完全贴合匹配，需要更多的关注企业价值输出的能力即内在价值在市场中的体现能力；从权重可以看出该体系认定市值管理最为核心的内容是价值创造与价值实现两个指标，以上两个指标占据整个评分体系的 70%。占比 20% 的价值关联度也能在一定程度上反映企业价值创造与价值实现的联系。若二者关联性低可能存在多种情况，需要逐一分析，但总而言之价值关联度低的企业势必会存在价值创造与实现不相匹配的问题。在溢价因素方面则通过六个二级指标对其品牌溢价和品牌市场认可度做出判定，该部分仅占 10% 的比重，但对于发展前期急需提高品牌知名度的企业也有借鉴参考意义。具体模型及指标占比如图 3.1 所示：

图 3.1 市值管理绩效评价指标体系



## 4 海尔智家市值管理案例介绍

### 4.1 行业背景与公司概况

#### 4.1.1 家电行业背景介绍

中国的家电业诞生于上个世纪 70 年代末期，历经 40 多年的迅猛发展，进入 21 世纪后产生了翻天覆地的变化，目前已在全球同类产业中名列前茅，全球市场份额为 56.2%<sup>[1]</sup>，中国品牌已获得了全世界消费者的认可。目前，我国的家电业已拥有较为完善的发展路径，从技术引进到核心技术创新，从低成本劳动力密集型生产代工到智能机械一体化生产一路发展。而在这整个发展过程中，出现了海尔、格力、美的、海信等一批具有自主知识产权与核心开发生产技术的国内民族家电企业，以极高的产品质量打响了中国制造的名声，在全球的销量名列前茅。2021 年前三季度，美的、海尔的销售额已经在世界范围内排名第一、第五和第六，在国际市场上极具竞争力。

近年来随着生产厂家间的激烈竞争与诸如物联网、大数据、云计算和人工智能技术引发了家电行业的大变革，家电销售网络和销售方式受此影响也产生较大变化，受新冠疫情影响，传统的家电商场与大型商超数量增加幅度逐渐放缓甚至出现下降，线下家电的销售数量也受到冲击。各类家电专卖和网络多模式销售则应运而生，家电销售渠道和价格决定机制发生了巨大的变化，家电生产企业的经营状况也出现了严重的两极分化现象。目前面临互联网线上购物平台的巨大冲击，以及全球新冠肺炎疫情所带来的宏观经济下行、产业规模下滑的负面影响，我国家电行业需要进一步提高核心技术，开拓新的市场和发展领域，加强智能化和创新化的生产变革，为长远健康发展铺设道路。近十年我国出台了一系列针对智能家居设备的扶持政策，随着物联网技术的发展与我国人民对于改善居住环境、提升居住舒适性的需求不断提高，智能家电行业正受到国家的重视和居民消费群体的广泛关注。根据行业研究机构的预测，预计到 2025 年，全球智能家居市场的规模将超过一千三百五十亿美元。智能家居通过智能便捷的使用方式以及情景营销实现多层次的用户需求，从单一功能的家用电器向整体家居及智能解决方案转变的趋势将成为赢得不断发展的家电品牌市场的关键。

<sup>[1]</sup> 据外媒报道，2018 年主要家电产品的全球生产量为 89131 万台，中国制造的产品多达 50092 万台，占全球市场份额的 56.2%。

## 4.1.2 海尔智家简介

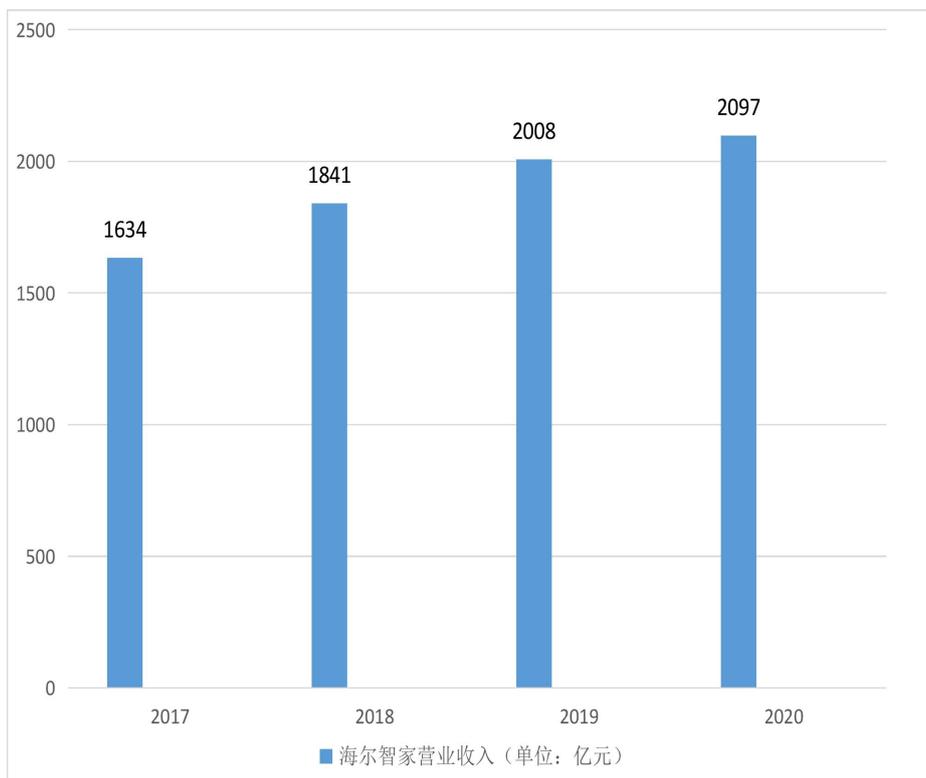
青岛海尔集团于 1984 年成立于中国青岛市。自成立至今，海尔一直秉持着以满足用户需求为中心、以人的价值为第一位的企业发展主线，从只有不到千人、资不抵债、甚至面临破产倒闭的小型工厂，发展成为引领世界物联网时代规模最大的家用电器厂商之一。截至 2021 年 12 月，海尔已在全世界各地设立上市公司三家，已建成十大研发中心、二十一个智能工业园区、六十六家世界级贸易公司、十四万个销售网点，用户遍布全球一百余个国家和地区，旗下有海尔、卡萨帝、Candy 等多个高端子品牌。

2019 年 6 月 5 日，青岛海尔集团发布公告称，公司全称由“青岛海尔股份有限公司”变更为“海尔智家股份有限公司”（本文以下部分简称“海尔”或“海尔智家”），英文全称由“QingdaoHaierCo.Ltd.”变更为“HaierSmartHomeCo.Ltd.”

## 4.2 海尔智家主营业务情况

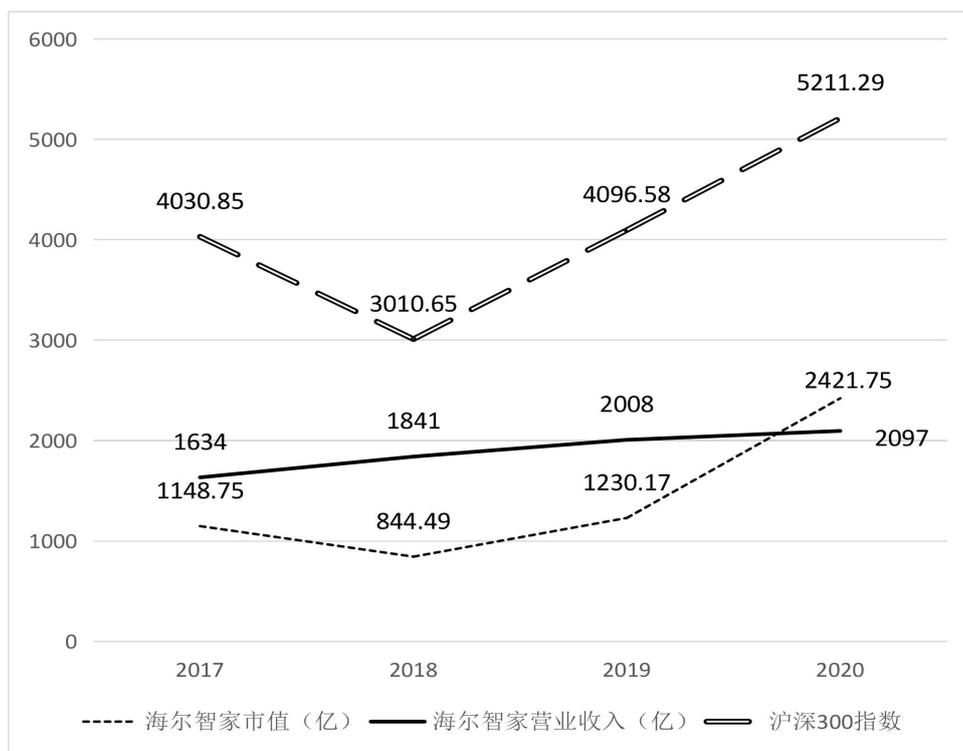
海尔智家的主营产品以电冰箱、洗衣机和空调及其衍生品为主，这三种产品分别占主营业务收入的前三名，总占比达到四分之三。海尔智家的主营业务是为用户提供全品类家电产品及相关衍生品，同时以家电产品为载体，通过其自主研发的智能软件服务线上客户，线下体验中心提供增值服务。除中国市场外，公司也在海外市场积极布局拓展业务，目前在超过 160 个国家和地区为基于当地消费需求为用户制造和销售全品类的家电产品及提供对应增值服务。根据海尔智家 2017 年至 2020 年年度财务报告数据显示，海尔智家的营业收入处于稳步增长的态势，2020 年度的营业收入接近 2100 亿元，同比增长 10.07%；按照预估增速 2021 年全年营业收入将突破 2200 亿元。近年来海尔智家的营业收入仍保持增加势头，但增速正在逐年放缓，根据海尔智家 2017-2020 年财务报表数据显示，其实现营业收入 1592.54 亿元、1833.17 亿元、2007.6 亿元、2097.26 亿元，分别同比增长 15.11%、12.17%、9.05%、4.46%。海尔智家 2017 年—2020 年的营业收入增长率出现了一定程度的下滑，在一定程度上反映了其盈利能力的减弱。图 4.1 为海尔智家 2017 年—2020 年的营业收入情况：

图 4.1 海尔智家 2017-2020 营业收入



数据来源：海尔智家历年财务报告

图 4.2 海尔智家市值、营业收入与沪深 300 指数对比



数据来源：海尔智家历年财务报告

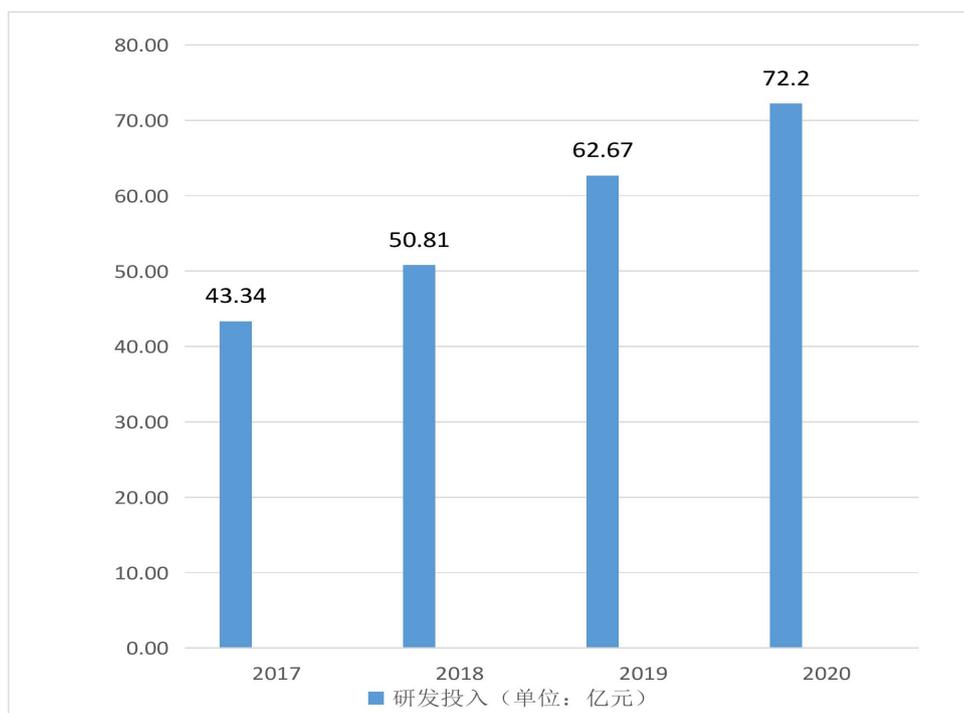
从图 4.2 中可以看出海尔智家的市值走势与营业收入、其所处的沪深 300 指数的变化趋势，2017 年海尔智家的营业收入为 1634 亿元，到 2020 年其营业收入为 2097 亿元，较 2017 年涨幅为 28.33%，而市值从 2017 年的 1148.75 亿元达到 2421.75 亿元，涨幅达到了 110.8%，沪深 300 指数的涨幅由 2017 至 2020 年增长了 20.28%，从走势图上可以大致看出海尔智家的市值走势与其股票所处的沪深 300 指数的走势类似，围绕沪深 300 指数波动，虽然海尔智家近两年的市值实现了较快增长，但主要原因还是受到市场整体环境的影响，如何在市值稳步提升的基础上实现市值总额的较小波动，提高市值的抗跌水平是海尔智家可以重点关注的问题。

## 4.3 海尔智家市值管理现状

### 4.3.1 研发投入情况

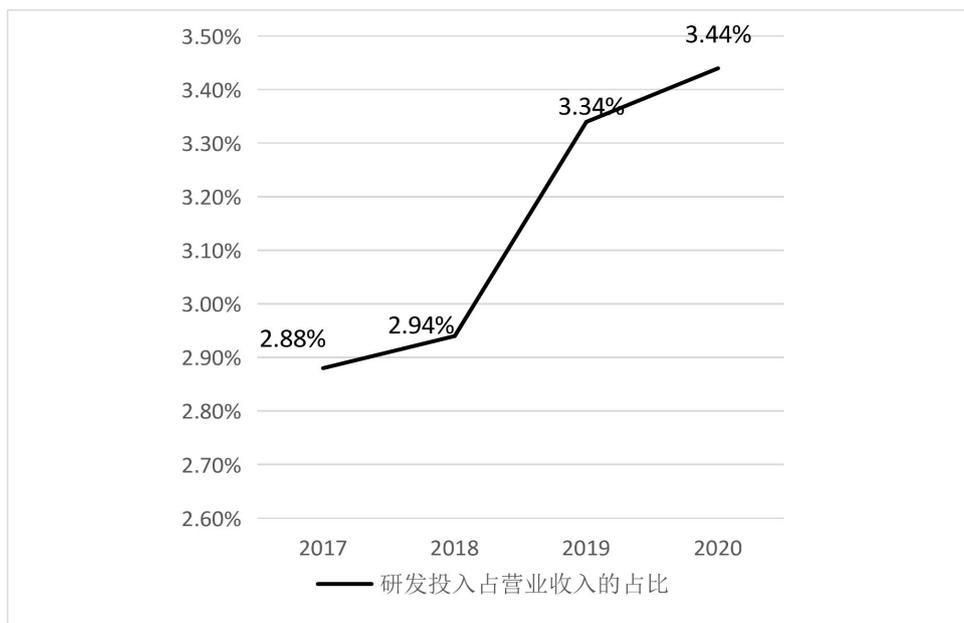
作为中国家电的领军者之一，海尔管理层深知拥有核心技术对于立足目前家电市场乃至为以后实现智能家电生活圈的作用，海尔非常注重研发创新，在研发投入上花费了大量资金，不断提升产品的创造力和品牌影响力以实现自己的全球化品牌战略。海尔目前是中国家电企业中在国外发明专利数量最多的企业，同时还是中国最早引导供应商参与新产品开发的家电企业，为后来家电企业以及其他行业进行研发创新开辟了先河。图 4.3、4.4 为海尔 2017-2020 年的研发投入与占比情况：

图 4.3 海尔智家 2017-2020 研发投入



数据来源：海尔智家历年财务报告

图 4.4 海尔智家 2017-2020 研发投入占比情况



数据来源：海尔智家历年财务报告

根据 2017-2020 年度财务报告的数据显示，研发的投入总额无论从数量还是在营业收入的占比都在稳步提升，由图 4.3 可知，公司每年研发投入保持平稳增长，由 2017 年研发费用 43.34 亿元人民币，到 2020 年研发费用已超 72.2 亿元人民币，研发费用占营业收入比重也稳定增长在从不到 3% 增长至 3.44%，而且本文认为该比例将随着海尔海外业务拓展与研发基地的设计继续上升，目前海尔在海内外有十个大型研发基地，遍布日本、美国、英国等 10 个国家。同时，由于国内外业务的需求扩大，海尔也不断地增加公司研发人员的数量，根据年报数据显示，海尔 2017 年公司研发人员的数量为 11301 人，公司总人数占比 14.7%，2018 年公司研发人员的数量为 14941 人，公司总人数占比 17.9%，2019 年公司研发人员的数量为 16679 人，公司总人数占比 16.72%，2020 年公司研发人员的数量为 18014 人，公司总人数占比 18.14%，研发人员人数年均增幅接近 10%，占公司总人数的占比也基本呈现稳步上升的态势。这表明海尔对研发人员的对于企业长期发展、掌握核心技术带来的作用相当重视，也为海尔日后继续实行起创新化、智能化与可持续化发展战略带来了持续的动力。

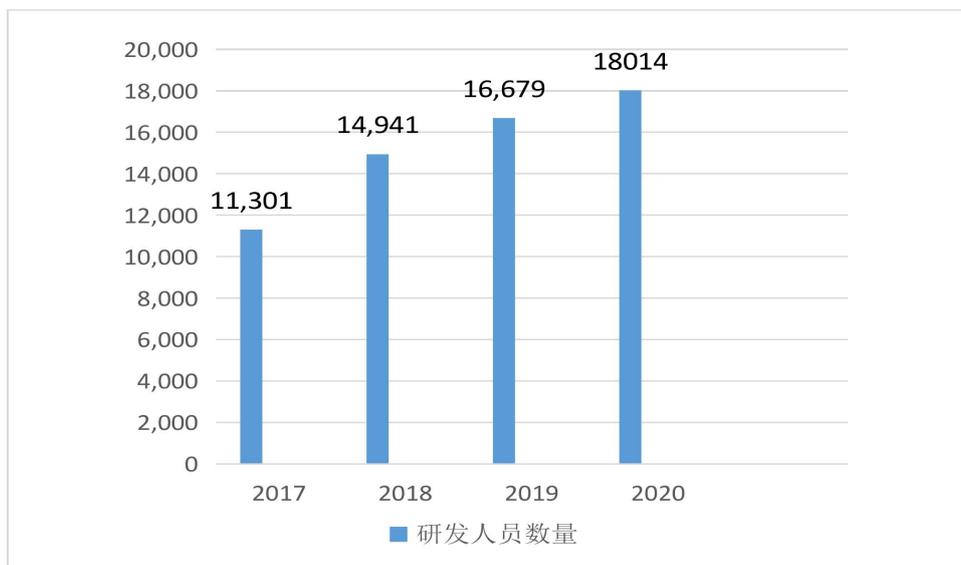
### 4.3.2 股权激励现状

海尔在股权激励方面一直有着稳定的落实情况，2009 年第一次实施股权激励至今已有共四期股权激励计划，目前四期计划已经全部正式落实，且成功率达到 100%。而海尔

为了留住核心研发人员及业务骨干工作人员，于2016年推行了第一期员工持股计划，截至2020年共设置了5期该计划，并已于2021年5月发布2021年至2025年的新阶段的员工持股计划，预计海尔在未来的经营中还将持续落实该计划。截至2019年4月29日，已推出的四期员工持股计划已全部建仓完毕，顺利落实，海尔的薪酬激励体系与公司激励、约束机制也随之逐步完善。海尔首期员工持股计划草案于2016年4月末发布公告，其股票于2016年11月末完成购买，购买价格为10.02元/股购入标的股票，一年后的2017年11月，海尔的每股价格就升至18元左右，较高的股票涨幅使海尔的持股员工从自身利益和企业的市值发展两个方面都看到了希望，对于留住持股核心员工起到了积极正面的作用。本文认为海尔实行的员工持股计划，进一步完善了海尔长期激励制度，有助于调动工作人员的积极性与主动性，尤其保留是处于核心研发岗位的创新关键人才，他们的努力能够促使海尔更好地实现战略阶段性的目标，也能够更好地兼顾其自身利益和企业长期发展目标，不断提升海尔的行业竞争力，更好地促进公司发展。

笔者认为，海尔进行股权激励的目的有如下几个：第一，向社会及企业内部传递良好信号，吸引更优质的创业创新团队，这也是市值管理价值实现的核心手段之一；第二，激励核心员工、保留关键人才，将员工利益与企业发展的战略规划有效统一，激励人才发展；第三，赋予员工归属感和成就感，更好地为公司服务，通过实现更多创新创意，提升企业价值。如图4.5所示：在实施核心员工持股计划之后的2017-2020年研发人员数量保持稳定增长的同时，占总员工数的比重也在上升。这说明海尔智家的激励计划起到了应有效果。

图 4.5 海尔智家 2017-2020 研发人员数量



数据来源：海尔智家年度财务报表

### 4.3.3 海尔智家投资者关系现状

投资者关系管理是上市公司进行市值管理的核心手段之一，优质的投资者关系管理能够收获市场更多投资者的青睐，能够提高公司的核心竞争力，也能起到规范公司制度运行的作用，也能为投资者与企业之间建立好畅通的交流渠道，在企业与企业、行业与行业之间也可以搭建资源、信息共享的平台。随着资本市场的不断发展，企业经营者不能仅从财务层面考虑，单一地把各项业绩指标是否达标作为管理标准，更应该积极地维系和挖掘企业的潜在客户与投资者，利用多种方式主动向他们提供公司信息，尽可能减少信息间的不对称。投资者关系管理的核心理念就是无论股权大小，股东的权益都是至高无上的，维护股东的利益就是保护企业自身的发展土壤，通过主动且高效的投资者关系管理可以有效维护投资者利益，起到构建优质投资环境的作用。

海尔智家创立至今，一直较为积极的实施投资者关系管理，于2008年、2013年、2018年先后三次修改并完善健全了投资者关系管理制度。根据海尔智家所披露的投资者关系活动情况，海尔目前建立了多元化的投资者沟通机制。其投资者关系活动类别主要有：接待特定调研对象、电话传真会谈、新闻发布会、路演活动、策略讲解会，其中特定调研对象的方式居多。在海尔智家的官方网站中可以了解到海尔专门设置了6大不同版块为各类型咨询者提供咨询渠道，在走进海尔板块中详细介绍了其发展历程、企业文化、开放式创新等内容，在社会责任板块中也将其参与的“希望工程”、社会援助与公益项目一一列示。海尔荣誉板块中展示的诸多奖项，证明其投资者关系管理在整体上取得了较为优异的成绩，连续在《福布斯》杂志进行的“全球200家最佳企业”、“亚洲最优50大上市公司”评定中榜上有名。根据海尔智家官方网站查询到的从2017至2020年海尔智家的调研活动举办的期数来看，近年来随着互联网平台以及微端客户端的发展，海尔智家对投资者交流的重视程度有一定增强，但在与消费者、投资人的沟通方式上相比同行业的格力电器有所欠缺，以抖音、微博等微端沟通方式为例，海尔智家无论是从视频、文章发布还是“直播带货”的粉丝观看数量看都远远落后，无法利用品牌在国内的良好口碑形成相匹配的影响力。2020年海尔智家的社会责任报告显示，目前正在以多种方式拓展与消费者沟通的渠道，以目前的消费者与投资者在各个渠道的反馈来看，海尔智家建立起的多元化、多方式投资者沟通机制正在取得一定的效果。

投资者关系管理中还存在一个有效的手段，这就是股票的现金分红。现金分红可以向投资者传递目前公司运营趋势向好，现金流量充足以及对未来发展前景持乐观态度的信

号，通过信息的释放能够进一步的增加投资者的投资信心，在市场中吸引更高的关注度，无形之中起到提升公司市场价值的效果。如表 4.1 所示：2017 至 2020 年，海尔智家制定了连续、稳定的现金分红政策来回报投资者。在该期间海尔智家的分红率稳定增加，分红金额始终也保持在较高水平，从 2017 年的 20.85 亿到 2020 年的 33.97 亿增长了 62.9%。本文认为海尔实施稳健的分红政策，能够增强投资者对海尔股票的长期投资价值意愿，提高投资者回报，也能抵消市场低迷环境下的股价下跌压力，提高市值与股价的稳定性，从而推动公司股票价值的回归合理区间，现金分红作为海尔智家回馈投资者、增强投资者投资信心的一种方式，预计在未来投资者关系管理中会持续发挥重要作用

表 4.1 海尔智家 2017-2019 现金分红数额

单位：元 币种：人民币

分红年度	每 10 股送红股数 (股)	每 10 股派息数 (元)	每 10 股转增数 (股)	现金分红的数额 (含税)
2020 年	0	3.66	0	3,397,277,612.09
2019 年	0	3.75	0	2,467,337,485.13
2018 年	0	3.51	0	2,235,314,261.70
2017 年	0	3.42	0	2,085,311,732.63

数据来源：海尔智家历年财务报告

由于海尔智家的规模较大，股权也较为分散，中小投资者占据了很大的比例，这难免会导致在信息披露以及与投资者的沟通交流中难以兼顾所有投资者的利益，要想在短暂的时间内取得较好的效果是不容易的。据搜集到的资料显示，海尔仅在 2012 年由其董事会秘书明国珍获得过“金牌董秘”称号，而“金牌董秘”称号作为市值管理绩效评价体系中的溢价因素板块中的二级指标也占据了 15%的得分。海尔智家官网的咨询沟通一栏从 2016 年起就有投资者对其市值与净利润的不匹配一问题进行提问，而得到的回复是“现在全球金融市场处于动荡期导致股价走势并不能真实反映公司内在价值，投资有风险，提醒您谨慎投资。谢谢！”该回复肯定不能使关注海尔的投资者满意。同时笔者在查找相关资料时还发现海尔智家也存在较多投资者的疑问未能及时回复的情况，应增加对此问题的重视。

#### 4.3.4 品牌溢价因素现状

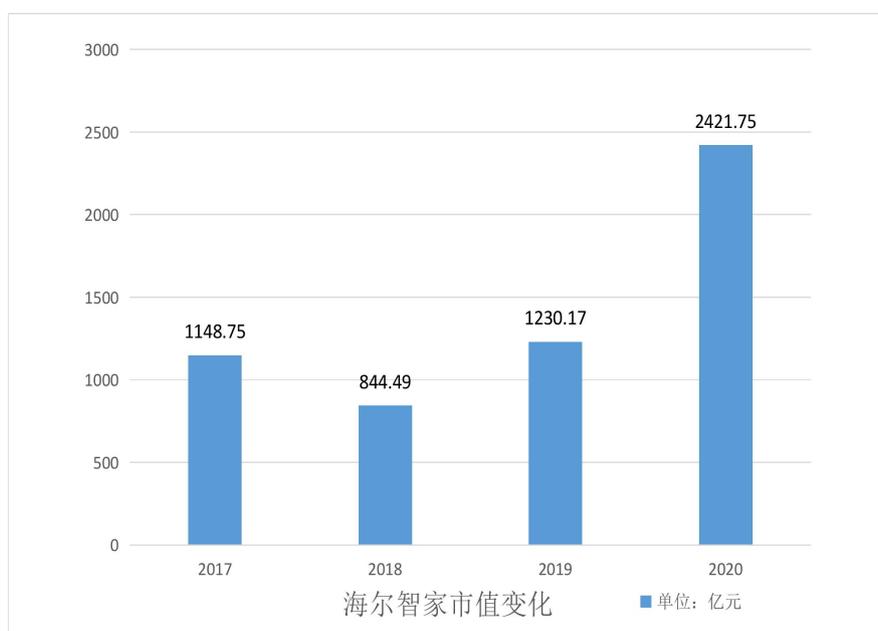
目前我国的家电制造业进入了新发展阶段，新一轮周期将给例如海尔智家这样的龙头企业带来更多发展机遇。品牌溢价也可理解为该品牌的附加值，消费者为了该品牌的产品宁愿花费更多资金，这就是该品牌的溢价能力。分析师认为，家电产品技术进步进入飞速发展状态，海尔智家作为行业中的上游企业处于充分竞争格局，享有行业中最顶尖的研发能力和资金投入，因此，延续海尔智家的规模和品牌效应是提升竞争力的关键。在互联网购物、平台促销等方式的影响下品牌消费时代正悄然降临，消费者更青睐于已经有足够影响力和品牌效应的公司，海尔智家今后有望享受更多品牌溢价。

基于此，本文认为海尔智家目前较高的市场溢价主要存在以下原因：股票入选沪深300指数以及作为家电行业龙头公司在全球市场建立的品牌知名度。首先，海尔的股票入选沪深300指数和中证100指数，证明海尔智家具有较好的代表性，其股票的流动性高，成长性较强，分红收益能力较好，对投资者的吸引力属于较高的水平。海尔智家的股票及运营状况会吸引众多投资者的关注，对其股价可能有推动作用，因此入选沪深300及中证100指数的因素为海尔智家带来更高的市场关注度，据此在市场中也获得了部分市场溢价。其次，海尔智家是家电行业的龙头企业，更是全球白色家电第一品牌，它的市场规模、产品市场份额一直位居行业前三，在多年的发展中拥有强大的核心技术和创新能力，引领着行业的发展，作为老牌家电企业也获得过许多“行业第一”，过硬的产品质量和强大的品牌效应在多年的经营中实现了企业品牌溢价。作为家电行业的领军者，海尔智家业绩相对稳定，产品多元化战略成功，覆盖面广，在广大消费者中具有极佳的口碑。最后是海尔全球知名度较高带来的全球品牌溢价能力，海尔之所以可以在全球拥有较高的知名度与市场认可度并逐步走向“世界名牌”与多年来高品质、高水准的产品不无关系。近年来，海尔的高端产品比重大幅上升。2018年海尔在德国D股成功上市，受到了全球长线基金、对冲基金、主权基金及零售投资者的热烈欢迎，且在认购第一天就获得了超额认购，这说明海尔不但受到全球多个国家的消费者欢迎，也受到海外以价值投资见称的长线投资者的爱戴。通过这次德国上市，海尔智家也计划动用部分现金来收购欧洲家电品牌，继续扩大全球业务范围，增加全球市场的知名度，继续实现全球化战略。

## 4.4 海尔智家市值表现情况

作为全球家电行业的龙头企业，海尔智家在近三十年飞速发展的过程中也实现了市值的大幅增长，其市值规模一直维持着行业前三的水平，2020 年一度接近 3000 亿元台阶，图 4.6 为海尔智家 2017-2020 年市值增长情况：

图 4.6 海尔智家 2017-2020 年市值增长情况



数据来源：海尔智家历史年度财务报告

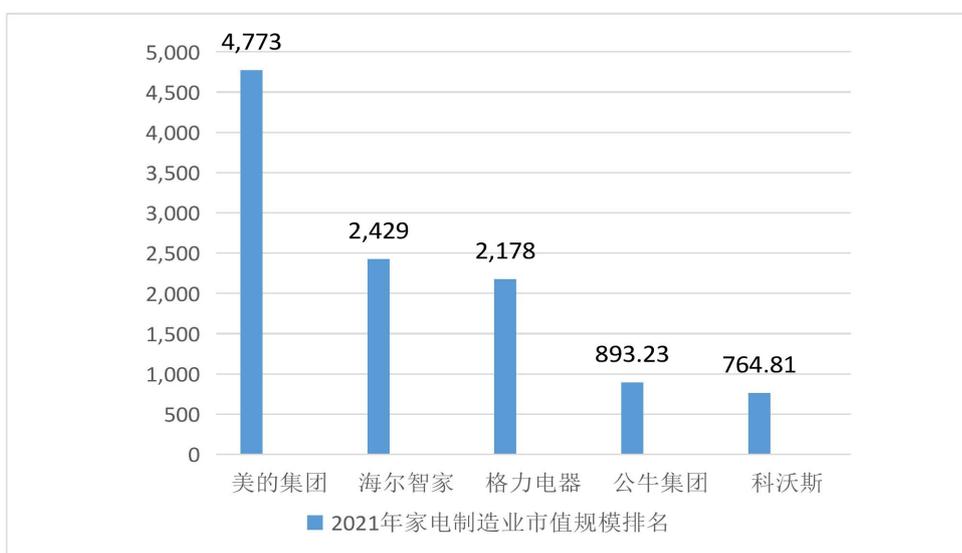
海尔智家的市值从 2017-2020 年总体来看虽有波动但处于增长趋势，市值在 2018 年的短暂下跌后增长到 2020 年年末的 2421.75 亿元。2018 年由于受到国内 A 股市场整体低迷影响，其市值下降至 844.49 亿元，2018-2020 年，公司市值整体呈较快增长趋势，截至 2022 年 2 月，海尔智家市值为 2476 亿，相比 2018 年市值增长了 2 倍多。即便海尔的市值总额已达到国内市场家电行业前三，是行业平均市值的近六倍，但市场分析专家以及外界投资者对其市值前景仍持看好态度，认为海尔智家在目前的品牌影响力、发展趋势以及其较高经营水平的加持下依然具有良好的成长性，与其通过预估和推断的市值水平有一定差距，可以说是仍处在被低估的状况。表 4.8 为目前 2021 年我国国家电制造业市值排名前 5 的企业，可以看到海尔智家目前处于家电制造业内第二的市值规模，但距离第一名美的集团的市值差距较大，与第三名格力电器相比市值差值仅有不到 300 亿。

## 4.5 海尔智家处于低估值的判定

### 4.5.1 基于同类企业营业收入与净利润的比较

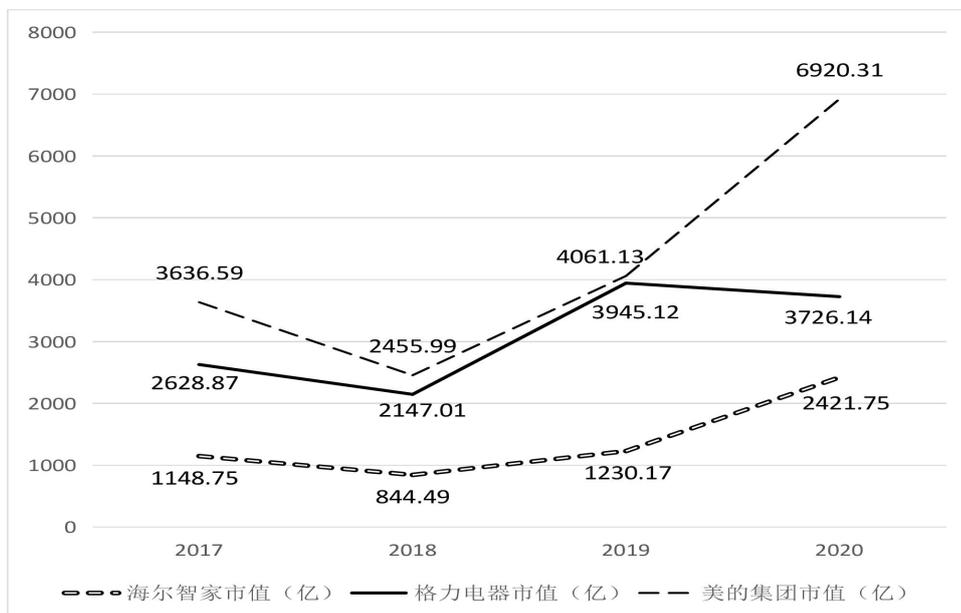
本文首先列示行业内的同类型企业格力电器与美的集团的市值变动情况，通过营业收入与净利润的对比，通过直观的比较得出海尔智家的利润处于三者中的较低水平。图 4.7、4.8 为海尔智家、格力电器、美的集团的市值规模排名与市值变动情况：

图 4.7 家电制造业市值规模排名



数据来源：东方财富—行业比较

图 4.8 海尔智家、格力电器、美的集团 2017 年—2020 年市值变动情况



从图 4.8 中可以较为直观地看出海尔智家的市值规模相比其他两家公司有较大的差距，市值经历了 2018 年的波动后增长速度相比格力电器和美的集团也较为缓慢。当然仅对三家公司的市值规模和增长速度对比是不合理的，市值变化受到多方面因素的影响，因此本文将结合净利润指标得出结论。表 4.2、图 4.9 为海尔智家、格力电器、美的集团 2017 年—2020 年的净利润变动与对比情况，表 4.3、图 4.10 为海尔智家、格力电器、美的集团 2017 年—2020 年的营业收入变动与对比情况：

表 4.2 海尔智家、格力电器、美的集团 2017 年—2020 年净利润

年度	海尔智家净利润（亿元）	格力电器净利润（亿元）	美的集团净利润（亿元）
2017	69.08	224.00	172.84
2018	74.84	262.03	202.31
2019	82.06	246.97	242.11
2020	88.77	221.75	272.23

数据来源：choice 金融数据库

图 4.9 海尔智家、格力电器、美的集团 2017 年—2020 年净利润对比

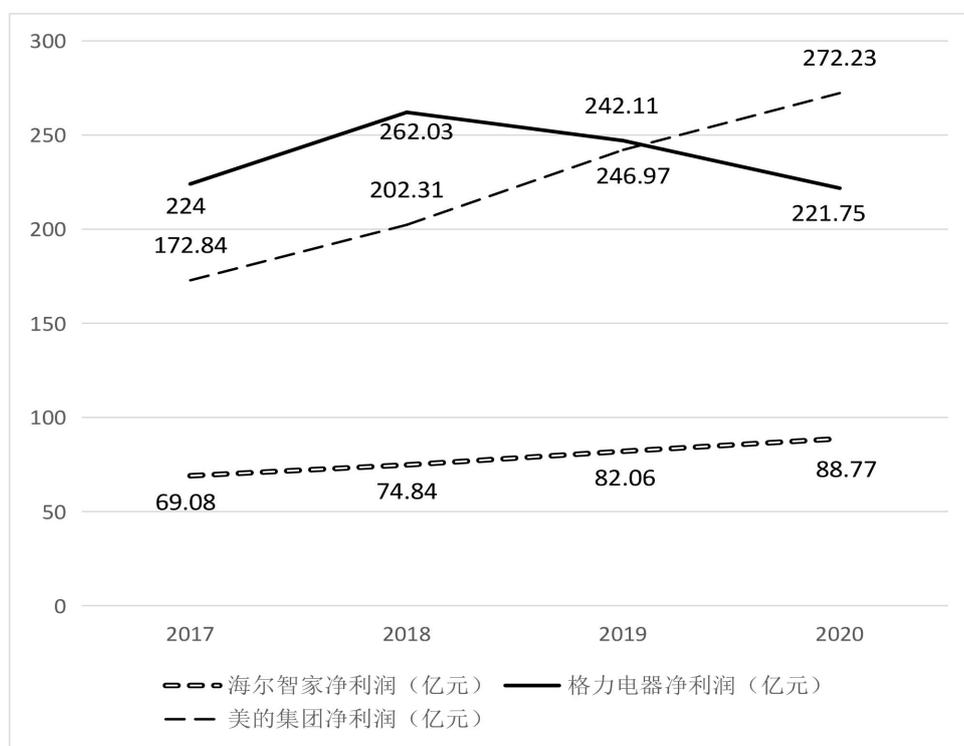
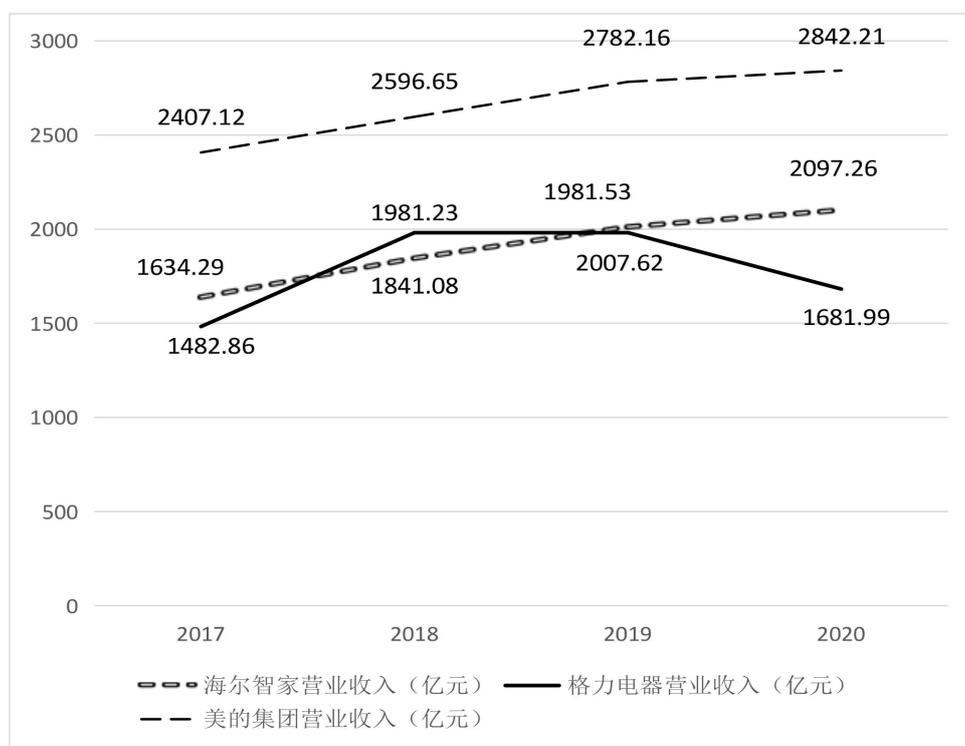


表 4.3 海尔智家、格力电器、美的集团 2017 年—2020 年营业收入

年度	海尔智家营业收入(亿元)	格力电器营业收入(亿元)	美的集团营业收入(亿元)
2017	1634.29	1482.86	2407.12
2018	1841.08	1981.23	2596.65
2019	2007.62	1981.53	2782.16
2020	2097.26	1681.99	2842.21

数据来源：同花顺历史数据查询

图 4.10 海尔智家、格力电器、美的集团 2017 年—2020 年营业收入对比



从以上表中的净利润与营业收入数据对比来看，海尔智家 2017 年至 2019 年的营业收入与同时期格力电器的营业收入大体相当，即便海尔智家的净利润在这四年间稳步增长，格力电器的净利润在 2019 年和 2020 年出现了一定程度的下滑，但两者的净利润在营业收入相同的情况下却相差三倍左右。海尔智家在 2020 年的营业收入比 2017 年高出 28.32%，同期利润的增幅为 28.42%，基本与营业收入的增长幅度保持一致，美的集团同期的营业收入增长了 18.07%，而净利润的涨幅却高达 57.5%，是营业收入涨幅的三倍。以 2020 年的数据为例，在与美的集团、格力电器的对比中我们可以发现，海尔智家的营业收入为美

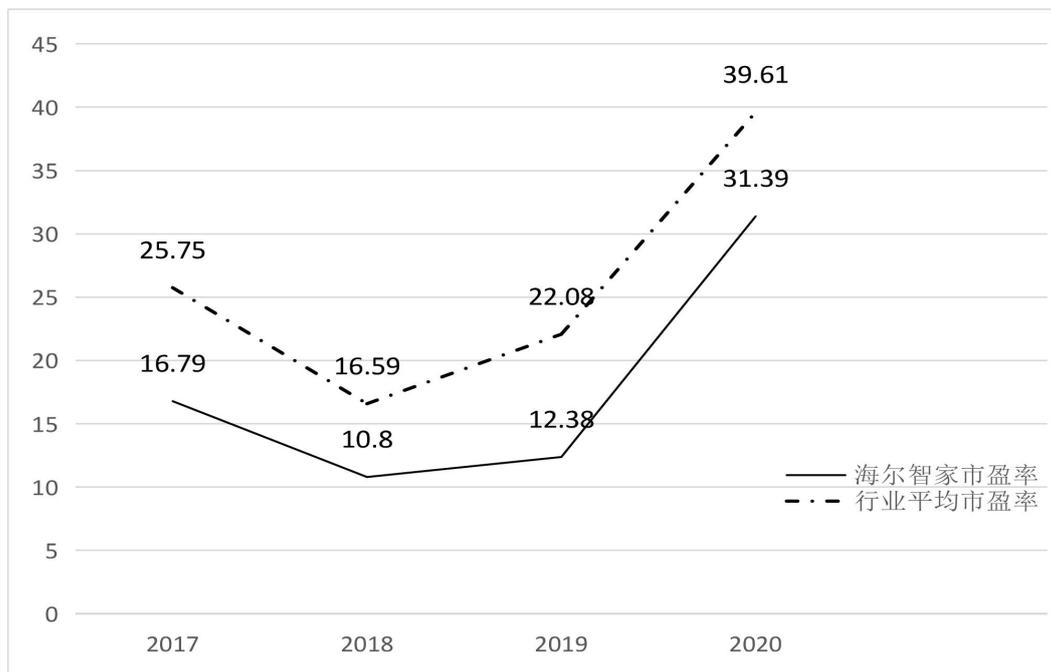
的集团的营业收入的 73.78%，是格力电器的 124.68%，而其同期净利润仅为美的集团的 32.61%，是格力电器的 40.03%。

企业的市值可以通过净利润\*市盈率的方式来估算，虽然净利润数据可以进行调节，且仅利用某一年的净利润来对企业该年度的市值进行估算是不够合理的，但针对海尔智家连续 4 年出现净利润无法与行业内同水平企业增长相匹配的情况，相较其他企业较低的净利润水平短期内势必会影响其总市值的估算，也会影响外界对其价值的判断。本文认为在同时期内营业收入差距不大甚至略高的情况下净利润相对较低，是由于海尔智家的产品分布多元化战略以及在海外布局耗费了较多的成本，各项费率高于其他两家公司，研发投入短期内也无法得到较快的利润产出，对其利润会产生一些影响，但从长远来看其在海外的积极布局与全球化品牌战略有其独到的见解和作用，短期牺牲利润换取资源导致市值被低估的阵痛是可以接受的，从长远发展的角度考虑也是值得的。但不可否认的是海尔智家目前的市场价值确实由于净利润的影响处于被低估的状况。

#### 4.5.2 基于与行业市盈率的比较

无论在国外的价值管理理念还是国内的价值管理理念中市盈率都是外界投资者对上市公司股票估值的手段之一。很多投资者以及机构都将市盈率的高低当作判断该公司是否具有投资价值的重要依据。静态市盈率可以有效度量股票市场价格与每股收益间关系的变量，也能反映外界投资者对该企业目前投资风险程度的判断和对未来该企业盈利能力的预测，虽然该数值只能反映以前年度的数据，对未来公司的发展以及市值走向并没有绝对性的导向，但这也符合我国市场目前所处的弱视有效市场的状况。在国内市场，公司的市盈率水平与该公司所处的行业的性质关联度较高，不同行业的整体市盈率存在较大差异，例如钢铁、航空、银行金融业的整体行业市盈率要远低于半导体、白酒、军工行业的整体市盈率。因此本文为达到数据选取的客观性与合理性，选择海尔智家所在电器机械及器材制造业的平均市盈率进行对比，判断海尔智家的市盈率是否存在偏低的情况，以此来佐证本文认为海尔智家市值情况存在被低估的观点。图 4.14 为市盈率对比情况：

图 4.11 海尔智家静态市盈率与行业平均市盈率对比情况



数据来源：网易财经—行情中心—行业平均市盈率。

通过 2017 至 2020 年海尔智家市盈率与所处行业平均市盈率的对比，其市盈率在该期间内低于所处行业平均市盈率。企业的市盈率低于行业平均市盈率的原因可能是多样的，与其所处行业和公司的规模、发展空间有关，但市盈率与该公司股票的投资价值是成反比的，海尔智家在正常经营健康发展的情况下市盈率较低，说明其投资价值是较高的，也意味着其股价和市值存在被低估的情况。

### 4.5.3 基于 DCF 模型的估值分析

上文通过行业内其他公司营业收入与净利润的对比，与行业平均静态市盈率的对比，从财务数据方面给定了关于海尔智家处于低估值的证明。接下来本文使用自由现金流折现模型的相关估值分析的角度来证明海尔智家价值存在低估。自由现金流折现模型（discounted cash flow model, DCF 模型）将公司在可预测的未来存续期间产生的经营现金流量，选取与公司目前风险相匹配的折现率，对公司的未来预计产生的现金流进行折现计算。公司价值受到内外界各种因素的同时影响，一家公司的内在价值很难用极其精确的方法来估算，DCF 估值是一种相对严谨科学的评估方法，适用于案例企业海尔智家这种处于

成熟发展周期的企业。本文参照自由现金流贴现模型（DCF 模型）<sup>[1]</sup>以 2018 年 12 月 28 日为时点对海尔智家所做的估值分析，通过计算得出海尔智家的每股价值应为 16.04 元，2018 年 12 月 28 日截止收盘时海尔智家的每股价值为 12.76 元，相比其预估的价格相差 25.71%。按照海尔智家 2018 年公司总股本 6,097,630,727 股<sup>[2]</sup>计算其市值应为 978.06 亿元，海尔智家 2018 年总市值实际为 844.49 亿元。因此每股价格与总市值未能达到预期水平也可证明海尔智家价值被低估。

#### 4.5.4 机构评级与管理层回购

除以上相关财务数据和估值模型的计算外，笔者还通过查阅相关资料与文献发现存在较为明确的迹象能够佐证海尔智家存在被低估的状态。权威机构对上市公司的综合评级就是基于经营情况、财务状况以及营运发展情况等进行分析，得出上市公司股票是否具有买入的必要，对股票进行评级，是为了能够帮助投资者更好地进行价值投资。据东方财富的盈利预测评级统计，截至 2021 年 12 月 31 日，在未来一年内的 4 个时间节点中，海尔智家均获得了买入的综合投资评级，且评级系数较高，具体如表 4.4 所示：海尔在共 100 家机构的投资评级中持买入推荐的机构数量为 86 家，持增持推荐的机构数量为 14 家，两者合计 100%。且在未来 1 个月到一年的周期内机构对海尔智家的评价系数均高于 4.80，上述数据从一定程度上能说明海尔智家的股票目前处于机构推荐的状态，具有较强的可投资性。

表 4.4 海尔智家投资评级统计

时间段	投资评级		评级分布					
	评级系数	综合评级	买入	增持	中性	减持	卖出	总家数
1 个月内	5.00	买入	1	0	0	0	0	1
2 个月内	4.89	买入	16	2	0	0	0	18
3 个月内	4.86	买入	18	3	0	0	0	21
6 个月内	4.89	买入	25	3	0	0	0	28
1 年内	4.81	买入	26	6	0	0	0	32
评级系数大于 4，综合评级为买入，大于 3 为增持，大于 2 为中性，大于 1 为减持，大于 0 为卖出								

<sup>[1]</sup> 参见华东交通大学唐燕赞硕士研究生论文《基于自由现金流小家电企业价值评估——以九阳股份为例》

数据来源：东方财富—盈利预测—评级统计

通过近年海尔智家年度财务报告显示的另一数据也强有力地证明了其自身的价值处于被低估状态。仅 2019 至 2021 年，海尔之家就进行了超过 15 次的股票回购，且回购行为大多是处于其股票下跌的时期。海尔智家于 2021 年 11 月 1 日晚间发布公告称，截至 10 月 31 日，公司累计回购约 7183.897 万股，回购股票总价值为 19.94 亿元。如此频繁且高额的股票回购对海尔智家的股票价格起到了拉升作用。海尔智家的股票回购行为充分表明公司管理层认为自身股价被低估且市场中展现出的价值与其内在价值不符，因此采取大量回购增持自身股票来释放信息，希望对股票价格起到维稳和提升的作用，用实际行动积极向外界投资者释放信号表明看好公司的未来经营与发展前景。

因此，通过上文中同类型企业营业收入与净利润对比、行业平均市盈率对比、DCF 模型估值、投资机构买入评级和管理层主动回购释放信号等多种方式，可以为海尔智家在一定时间段内尤其是 2017-2020 年处于低估值状态提供强有力的证明。

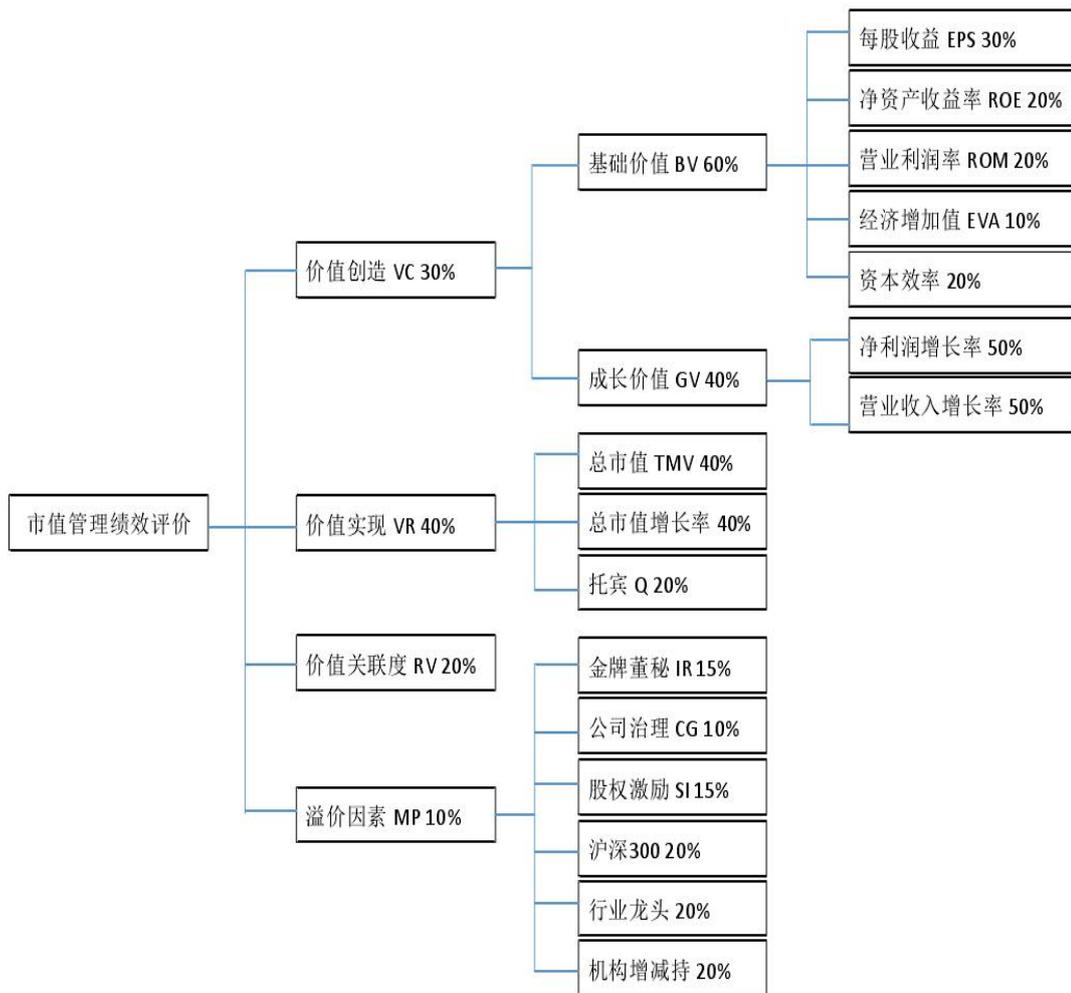
## 5 海尔智家市值管理分析

### 5.1 市值管理评价模型

#### 5.1.1 基础模型介绍

为更全面系统地测评上市公司的市值管理绩效水平，中国上市公司市值管理研究中心于 2007 年推出了中国上市公司市值管理绩效评价指标体系（第一版），并在接下来的 10 多年间运用该模型对我国 A 股上市公司市值管理绩效进行测评并公开发布测评结果，按照年度方式发布年度市值管理百佳企业和前一千的企业。该模型通过十多年的不断完善与修改，现已完善至第七版。具体指标构成见图 5.1。

图 5.1 市值管理绩效评价指标体系（第七版）



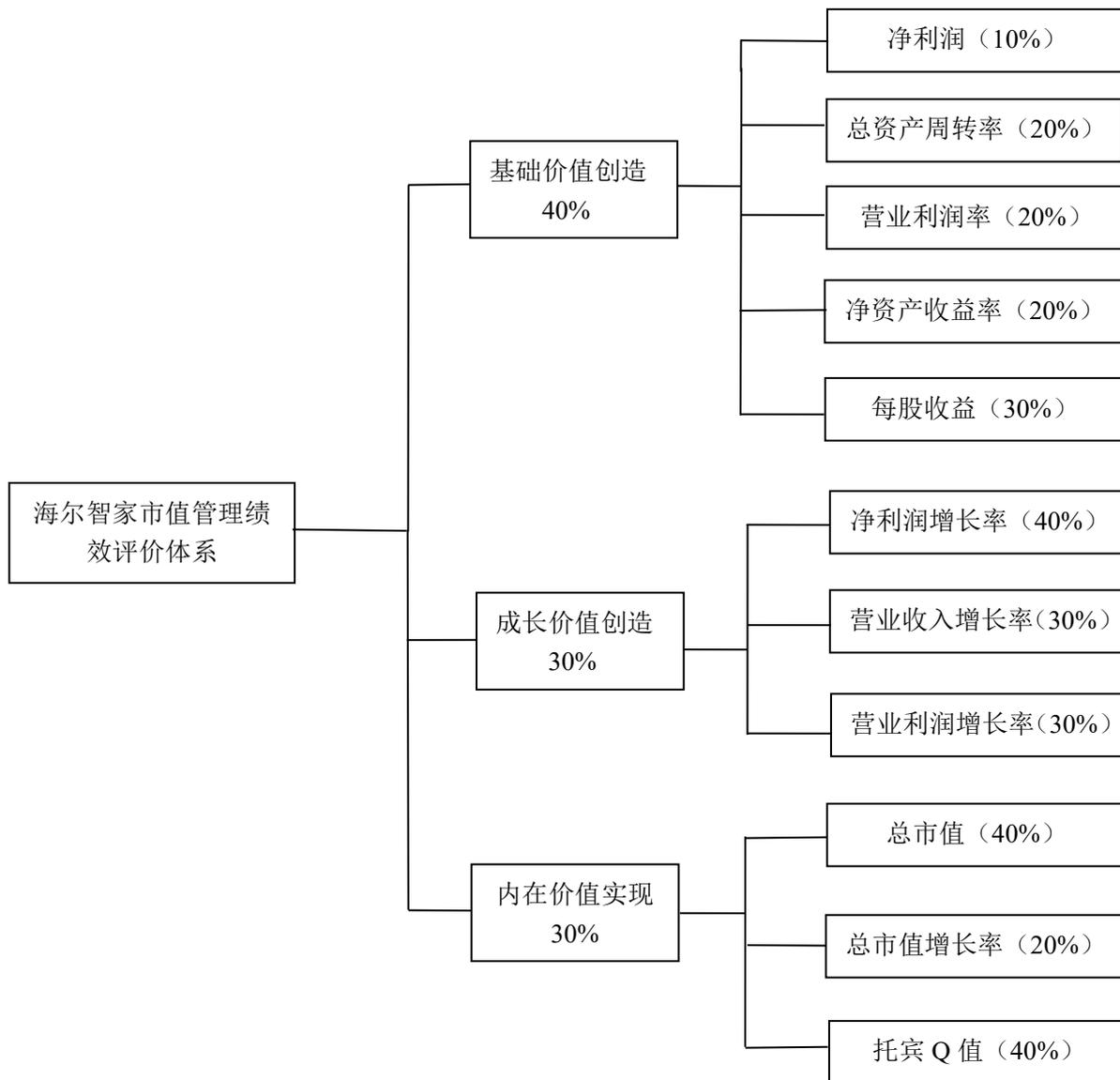
### 5.1.2 海尔智家市值管理评价模型

市值管理评价模型主要针对在我国 A 股市场上上市的公司，海尔作为我国最早一批在 A 股上市的公司，适用通过此模型来对其市值管理进行评价。本文现就市值管理绩效评价指标体系中的部分指标进行改动调整，构建一套针对海尔智家的评价模型。首先，在一级指标中去除价值关联度指标，由于价值关联度的具体取值计算依据基础是比较 A 股上市公司之间的价值创造能力和价值实现能力的排名差异，而本文在下文列出的海尔智家 2018-2020 年的市值管理得分与排名仅针对海尔智家公司进行单独分析，并不与其他公司形成对比。同时一级指标中的溢价因素占总得分的比重仅为 10%，但其二级指标构成要素共有六项，指标中包括沪深 300 成分股、机构增减持、公司治理以及是否属于行业龙头的变动情况，以上因素中部分因素已在文中第四章进行了分析，其余部分因素在本文选取的时间段内变动不大，且占比较低，因此在该评价模型的一级指标中也去除溢价因素指标。本文认为市值管理的核心是公司通过合理的经营方式持续提升自身价值创造能力，并采用多措并举的方式使企业的价值能够在资本市场上被正确传递。价值创造和价值实现分别作为市值管理的内在核心和实现方式，是市值管理的最为重要的两个构成部分。因此本文将一级指标中的价值创造指标拆分为“基础价值创造”和“成长价值创造”两个一级指标，并分别赋予 40%、30% 的权重占比。内在价值实现能力则代替价值实现继续采用原模型 30% 的权重占比，该一级指标中的二级指标也不再变化。

由于基础价值创造中的经济增加值和资本效率两个指标在相同的基准下会导致数据结果与公司实际经营情况不一致，且经济增加值作为绝对数指标在调整资本成本的确定时可能会缺乏统一，因此本文决定选用净利润和总资产收益率分别代替经济增加值和资本效率两个指标。本文认为营业利润增长率可以有效反映企业的盈利能力的强弱，因此将营业利润增长率作为三级指标加入成长价值创造能力中。在内在价值实现下的二级指标中做如下变动，三个二级指标不做更换，但占比进行调整。考虑到价值实现中总市值的增长已占到 40%，而托宾 Q 数值可以反映目前其股票市值与其进行资产重置后的比值，对海尔智家这样在海外积极扩张与并购的企业有较大的参考价值，因此将总市值增长率的占比调整为 20%，托宾 Q 值<sup>[1]</sup>的占比增加为 40%。改动后创建的针对海尔智家市值管理绩效评价模型详见图 5.2。

[1] 托宾 Q 理论是经济学家托宾于 1969 年提出的一个著名的系数，即“托宾 Q”系数（也称托宾 Q 比率）。该系数为企业股票市值对股票所代表的资产重置成本的比值。

图 5.2 海尔智家市值管理绩效评价指标体系



## 5.2 海尔智家市值管理绩效评价

通过上述构建的海尔智家市值管理评价模型，结合 2017 年—2020 年海尔智家年度财务报表以及东方财富、choice 数据库提供的相关数据计算出各项三级指标，整理得出相关数据。如表 5.1 所示：

表 5.1 海尔智家市值管理各项三级指标得分情况

时间	2017	2018	2019	2020
净利润（亿元）	69.26	74.40	82.06	88.76
总资产周转率	1.13	1.13	1.13	1.07
营业利润率	4.8%	5.2%	4.9%	4.4%
净资产收益率	21.5%	18.88%	17.14%	13.29%
每股收益（元）	1.136	1.210	1.221	1.337
净利润增长率	35.274%	9.943%	26.240%	-8.203%
营业收入增长率	37.1%	12.8%	8.9%	4.5%
营业利润增长率	25.3%	0.4%	-7.4%	-5.5%
总市值（亿元）	1148.75	844.49	1230.17	2421.75
总市值增长率	10.15%	-26.48%	45.67%	96.86%
托宾 Q 值	1.15	0.88	0.62	0.58

数据来源：海尔智家历年年报数据、财报说、choice 金融终端

表 5.2 海尔智家市值管理绩效得分

时间	2017	2018	2019	2020
基础价值创造	68.866	71.156	71.844	73.924
成长价值创造	32.830	7.937	10.946	-3.581
内在价值实现	506.19	385.250	298.190	330.825
市值管理总得分	189.003	146.418	121.479	161.184

数据来源：excel 计算汇总

海尔智家市值管理绩效模型中的基础价值创造、成长价值创造、内在价值实现以及市

值管理总得分如表 5.2 所示。本文将结合市值管理绩效得分及排名分别从以上四个部分的得分来具体分析海尔智家市值管理情况。

### 5.2.1 基础价值创造评价

海尔智家 2017 年—2020 年基础价值创造历年得分如图 5.3 所示：

图 5.3 海尔智家基础价值创造得分



在本文对海尔智家的市值管理绩效评价模型中，基础价值创造占比最大，达到了 40%，通过表 5.1 中的各项指标数据以及图 5.3 可以看出海尔智家在 2017-2020 年的基础创造能力较为稳定，呈平稳上升趋势但上升幅度较小。作为规模较为庞大且处于发展平稳期的大型企业，海尔智家的净利润以及每股收益逐年上涨，营业利润率和资金周转率维持了较为稳定的水平，以上因素构成其基础价值创造上升的主要原因。而基础价值创造涨幅相对较缓的原因主要归结为两点。第一，净利润的增长缓慢，上文提到的海尔智家的净利润增长速度相比于格力电器、美的集团在同样甚至更高的营业收入状况下较低，较为缓慢的净利润增长速度能够直观地反映在基础价值创造能力上。第二，净资产收益率的下降，因为经营能力与水平并未下降，经营业绩也处于稳步增长的情况，根据海尔智家 2018、2019 以及 2020 年度报告显示以上年度进行的海内外工厂升级、智慧核心家电圈的建设战略以及并购行为（收购贵州沛吉物流有限公司），导致其净资产大幅增加，但资金投入时间较短

还未能及时创造出相应的利润，所以导致净资产收益率的下降。相信随着资金投入时间的增加，海尔能够在净资产利润率这项数据上有所提升，能够进一步提升自身的基础创造能力。

综上所述，海尔智家的基础价值创造能力是较强的，该方面并未受到国际经济环境及白色家电产业整体升级的影响，保持了稳步增长的态势，在今后的发展中需要保持以往的经营水平，等待近年海内外投资以及自身战略更新的利润产出，相信其基础价值创造能力与水平还可以进一步提升。

### 5.2.2 成长价值创造评价

海尔智家 2017 年—2020 年成长价值创造历年得分如图 5.4 所示：

图 5.4 海尔智家成长价值创造指标



在本文对海尔智家的市值管理绩效评价模型中，成长价值创造占比达到 30%，通过表 5.1 中的各项指标数据以及图 5.4 可以看出海尔智家在 2017-2020 年的该部分指标处于下降趋势，2019 年有较低的回升但相比于基础价值创造整体仍处于较弱水平，其发展空间也较小。即使由于 2018 年国内 A 股市场整体处于低迷环境，这仍体现出海尔智家的持续成长能力较为脆弱。根据海尔智家 2018 年年度财务报告显示，净利润增长率、营业收入

增长率、营业利润增长率均出现了大幅度下滑，且下滑速度呈加剧态势。本文分析认为虽然海尔智家的净利润虽处于增长水平，但由于公司经营策略相对稳健，国内家电市场也未出现较大波动，营业收入增长出现放缓的情况下，营业利润及营业收入的增长速度较去年有一定幅度的下降。且2018年其主营产品冰箱高端类品牌卡萨帝的销售收入比同年降低了约19%，一定程度上降低了净利润增长率。本文认为海尔目前处于发展成熟期，各项业务趋于稳定，同时基于其全球战略规划以及2019年的海尔组织重构，都会影响到成长价值创造中的指标，处于战略的蛰伏期并不能表示海尔的经营业绩出现了下滑，短暂的阵痛在布局完成后会实现从“海尔的国际化”到“国际化的海尔”的转型。

综上所述，海尔智家的成长价值创造能力处于不稳定下降趋势，且于基础价值创造相比较为弱势，三个二级指标都有大幅度的下滑，营业利润增长率水平下降过快，可能是由于前期较高的利润水平透支了未来发展的空间，公司应当引起足够重视，采取相关措施提高或至少维持其成长价值创造能力。

### 5.2.3 内在价值实现评价

海尔智家2017年—2020年内价值实现历年得分如图5.5所示：

图 5.5 海尔智家内在价值实现指标



在本文对海尔智家的市值管理绩效评价模型中，内在成长实现占比为 30%。数据显示 2017-2020 年，海尔智家内在价值实现指标的得分处于下降趋势，即使市值由 2018 年的 844.49 亿元增长了 2 倍多达到 2020 年 2421.75 亿元，也是由于经历 2018 年中美贸易战的持续升级以及人民币加速贬值导致国内 A 股市场低迷后的爆发性股价回弹导致的，但同期行业内的美的集团与格力电器股价回弹与市值增长势头更为强劲，因此海尔智家的市值大幅增长在本文看来，只是在内外界多因素的结合下对内在价值的外在体现。总市值的大幅增长以及市值增长率的增长确实可以提高内在价值实现的得分，但内在价值实现指标中的托宾 Q 值持续下降能够反映目前海尔智家管理内部的机制不完善，组织控制机构较为混乱。托宾 Q 值<sup>[1]</sup>一般用来衡量企业的资产价值是否存在高估或低估的情况。本基础模型中的二级指标托宾 Q 值在 2018 年至 2020 年的数值低于 1，甚至 2019 年和 2020 年分别 0.62 为 0.58，这表明目前海尔智家的重置价值远远高于其在市场上所反映的市值，证明了海尔的市值存在被低估甚至严重低估的情况。

本文认为主要原因如下：第一，由海外并购产生的相关问题。海尔从 2018 年开始先后对新西兰费雪派克、意大利 candy 等进行并购，意图通过海外并购和在海外设立研发中心实现全球化协同发展，但大规模并购导致了海尔存在较高的商誉，2020 年的商誉为 241.41 亿，相比 2017 年增长了高达 21.7%，从财务风险角度出发，海尔采用现金并购支付的方式短期内降低其偿债能力，在并购后商誉也存在较高的减值风险，并购业绩达不到预期会影响海尔智家的利润，该点可以从海尔智家 2017 至 2020 年财务报表中的净利润数据得到印证。海尔 2018 年并购 candy 公司花费了较长时间进行企业文化整合以及资产资源的整合，但在整合过程中出现了较多的问题，未能快速形成资源反馈，使得产出能力未能达到预期效果。第二，海尔的组织架构与股权结构仍需进行调整。海尔智家的股权结构较为集中，前五大股东持股比例均超过 50%，股权高度集中对于小股东而言存在较多不利影响，例如会导致管理层决策效率的降低，小股东与公司利益关联度的降低和公司监管所付出的成本低于收益的情况，导致企业不注重小股东的监管作用，可能会侵害小股东的权益，降低其投资信心，影响其市场发展。

针对海尔智家较低的内在价值实现得分以及海尔智家目前的价值实现状况，本文认为从市值规模角度看海尔智家在 2018 年开始确实有一定程度的规模增长，但是通过与市场整体以及行业内其他公司的对比后不难发现，目前海尔智家所表现出的内在价值实现能力

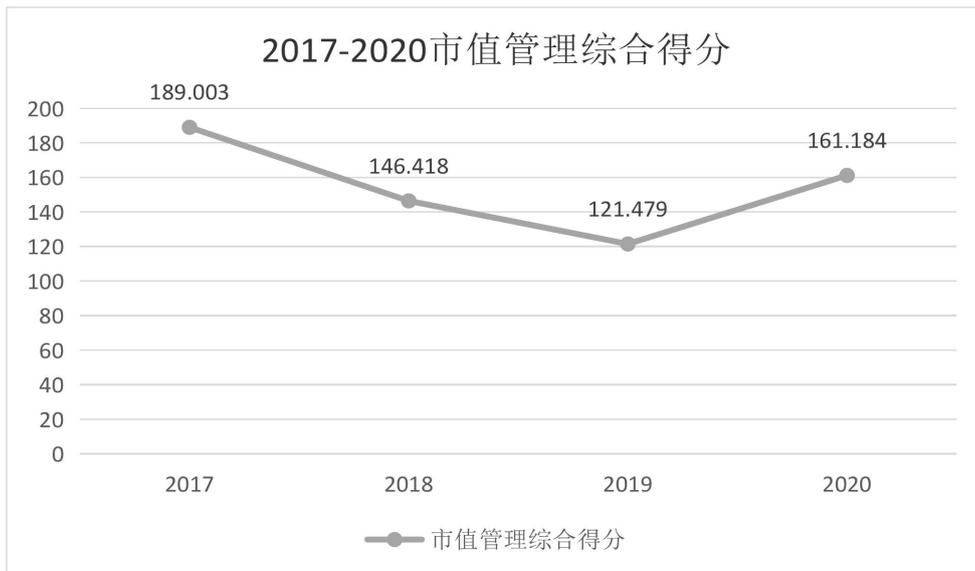
<sup>[1]</sup> 来源：<https://wenku.baidu.com/view/bbd5c7c1d5bbfd0a79567310.html>，托宾 Q 理论的运用。

较差，可能是由于海尔智家的组织架构和股权结构尚未完全合理，外加海外战略布局尚未完全完成，并购企业的利润与产出未能及时反馈在当年度的财务报表中有关。

### 5.2.4 市值管理整体评价

海尔智家 2017 年—2020 年市值管理综合得分如图 5.6 所示：

表 5.6 海尔智家市值管理综合得分



根据海尔智家的市值管理绩效评价模型计算得出的 2017 年—2020 年市值管理综合得分变化情况来看，海尔智家的整体市值得分呈现下降趋势，基础价值创造能力处于增幅稳定但不显著的趋势，成长价值创造能力在 2018 年出现较大下降后略有回升，但整体仍存在较大的下降。内在实现能力在得分的走势上最接近综合得分，也呈现出较大的下降趋势。虽然 2020 年公司的市值管理总得分有略微回升，但与已形成科学有效市值管理制度的上市公司相比还有一定距离。因此本文结合 2018 年至 2020 年研究中心发布的市值管理绩效得分及排名，形成更为直观的对比。由于 2017 年海尔智家的市值管理绩效排名的数据未能查找到，故笔者搜集整理了 2018 年、2019 年及 2020 年这一时间段内排行榜中海尔智家的得分和排名，如表 5.3 所示：

表 5.3 海尔智家 2018-2020 市值管理绩效评价得分于排名

年份	综合得分		价值创造		价值实现		价值关联度		溢价因素	
	得分	排名								
2018	49.88	833	61.53	547	49.65	894	98.43	222	18.74	356

2019	50.24	906	64.82	490	49.12	1060	96.50	240	22.34	401
2020	50.76	1249	66.81	507	48.75	1528	92.83	749	24.05	292

数据来源：百度文库——市值管理研究中心 2018-2020 年度排名

因本文的评价指标体系各部分占比以及二级指标的变动导致数据和市值管理中心发布的数据和排名不一致，但仍能从两种不完全相同的评价体系中看到海尔智家存在的一些问题。从综合得分上看，海尔智家 2018-2020 年的市值管理绩效总得分虽然由 49.88 提升到了 50.76 分，但由于 A 股市场上企业整体市值管理水平的提高，排名反而下降，在 A 股中的排名从 833 名下降到 1200 名开外，这与海尔智家在市场上所处的地位和水平是不相符的，同为家电行业的领军者之一的格力电器排名即使也有所下降，但也仍处于 100 名左右的位置，两家企业的差距并不应该表现得像市值管理绩效排名所反映的如此之大，这从一定程度上可以说明海尔智家在市值管理上存在诸多可以改进提升之处。

仅从 2018 年至 2020 年的得分与排名来看，海尔智家的得分与排名呈现逐年下降的趋势，下降的原因在于虽然其价值创造能力较强，尤其是研发投入与知识产权方面的进步速度较快，海外并购投资能力极强，但公司内部主体的矛盾导致的运营低效与管控较差所代表的价值实现能力相对较弱。从价值实现能力的得分与排名来看，海尔智家价值实现能力目前的情况不容乐观，与整个 A 股市场尤其是家电制造业的较高水平企业相比，其价值实现能力得分增长缓慢，与整个市场的价值实现能力的提升相比是下降的，这点从其得分和排名相较于价值创造能力在市场中的都处于较低的水平可以得出。从目前的各项指标的得分和排名来看，海尔智家价值创造能力相对较强，而价值实现的水平并没有达到同样的水平，这导致了市值总得分排名的不断下降，并且如果继续存在价值创造与价值实现水平相背离的情况，总得分与排名下降的幅度甚至有可能加大。市值管理作为一门严谨科学的管理手段，具体不同的操作手段有周期长短之分，但整体在企业的市值和经营状况中得以体现是较为漫长的，需要一个较长的经营周期。无论是从市场估值还是资本市场的客观评价来看，作为家电行业龙头的海尔智家作为我国的明星企业在市场上应该有更好的市值表现和市场认可度，但根据海尔智家自身的市值管理行为以及市值管理绩效评价体系所展现的市场表现来看，其市场地位并不能与品牌效应、产品口碑相匹配。基于以上分析，本文认为海尔智家的市值管理总得分增长缓慢，排名大幅下降的主要原因是由于海尔进行全球化的市场战略布局与企业经营业绩的增长速度放缓导致的。例如 4.4.1 与美的集团、格力电器的比较中发现营业收入高于格力电器，净利润却只有格力电器的三分之一左右，考虑到格力电器的主营业务较为单一使其的利润能大幅度高于海尔智家，那么与海尔一样业务

多元化并在同时间段进行海外扩张战略的美的集团的净利润水平则能说明一定问题：2020年海尔智家的营业收入是同年美的集团的73.78%，而净利润仅为美的集团的32.61%，营业收入与净利润的差距之大充分说明海尔智家在资本市场更关心的净利润上暂时没有用实际数据来打消投资者的顾虑，而这也正是外界投资者和其他企业对海尔智家估值产生低估的核心原因。

在价值创造的得分和排名上，可以看出海尔智家的价值创造能力在此时间段内始终保持较为稳定的水平，且排名相较于整体得分排名靠前，这与本文根据表5.1海尔智家市值管理绩效评价体系针对基础价值创造能力的结论是一致的。内在价值实现的得分与排名均有所下降，在市场大部分企业用尽办法提升价值实现水平的背景下，海尔智家在价值实现上所作得还不够。本文基于5.1.2构建模型时不存在对比因素的考虑去除了价值关联度指标，但根据研究中心提供的海尔智家的价值关联度数据显示，其价值关联度指标的得分和排名都出现了较大的下滑。海尔智家不断下降的价值关联度可以说明其价值创造能力的增长与价值实现水平的大幅降低导致了其内在价值的背离情况，且偏离程度越来越大。如果将市值管理比作一门企业必修的考试，那么海尔智家的“偏科”现象是较为严重的，价值实现能力的弱势使价值创造能力无法在市场上体现其较高的水平。表5.9中最后一个指标显示了海尔智家的溢价因素，该指标在近年得分和排名都较为稳定，其中有多原因，主要得益于海尔上市多年来稳定处于沪深300成分股和其过硬的产品质量在国内收获的多个家电相关奖项，同时海外规模扩张带来的国际品牌认可度在很大程度上提高了海尔的溢价水平。本文认为基于海尔全球化战略的布局，海尔应会在未来5年的发展中进一步提高其溢价因素本就存在的较高水平。

基于构建的市值管理模型并结合海尔智家近年来的市值管理行为，本文认为海尔智家需要构建科学系统的市值管理制度，从多方面改善提高价值实现能力，减少价值创造与价值实现的不匹配状况，才能继续通过其较好的溢价因素优势来改善被市场低估、内在价值与市场价值不匹配的状况。

### 5.3 海尔智家市值管理存在的问题

通过构建市值管理评价模型对海尔智家的多指标得分进行计算、分析，结合海尔智家经营状况和市值管理的现状，本文认为海尔智家目前的有较稳定的基础价值创造能力，也借助较强的市场溢价能力在短时期内提高了总市值，但市值管理绩效评价的排名下降也确实证明了海尔智家成长价值创造能力出现下降趋势，价值实现能力较弱导致了其处于内在

价值与市值不匹配的低估值状态。现将海尔智家在经营中市值管理方面存在的相关问题和缺陷指出说明。

### 5.3.1 对市值管理的认识与重视不够

通过上文中对海尔智家市值管理的得分评价，并结合能够查找到相关的市值管理手段，本文认为海尔智家的核心管理层对经营过程中市值管理工作的认识不够全面，也未能在市值出现巨大波动时积极采取手段应对。尽管在经营过程中确实采取了多种方式价值创造的方式，例如股票回购、进行投资者关系管理活动等，但结合较弱的价值实现能力来说海尔在市值管理的制度建立和策略手段的采取上还不足够充分。根据本文对相关资料与新闻的查找，海尔智家的市值管理工作不能够系统地开展，成效较小，例如 2018 年股价严重下跌时采取了回购与股权激励的相关措施但收效甚微。其次，公司对于市值管理的重视不足，认为股价和总市值处于较高水平即是做好了市值管理的相关工作。从近年来海尔采取的一些积极行为来看公司管理层对市值管理有一定的重视，且对公司的市值目标期望较高，但是针对如何从上至下系统构建科学长效的市值管理制度，以及如何通过合理手段改善市值被低估的情况还未重视，且市值管理工作中核心管理层几乎没有参与到改善公司市值管理工作的具体规划中，也没有像格力电器的高级管理者一样参与到市值管理的具体工作中的类似举措。

### 5.3.2 核心盈利能力增速缓慢

本文在第四章通过营业收入与净利润的对比，直观地比较得出海尔智家的利润相较于营业收入处于较低水平，而净利润的增长速度无论是与自身的营业收入还是与同行业格力电器、美的集团相比都处于较大的劣势，净利润指标会影响到外界投资者对海尔长期发展能力的质疑，从而影响到其价值在市场中的体现。而海尔 2017 年—2020 年净利润增速缓慢的原因之一是基于产品分布多元化战略以及在海外布局耗费了较多的资金投入，其各项成本费用逐年攀升，研发投入与海外并购在短时期内也无法得到较快的利润产出，因此导致海尔智家年度财务报表中净资产收益率以及净利润增长率数据出现较为明显的下降趋势，核心盈利能力的增长速度放缓甚至下降也会影响其市值水平。

与此同时海尔在海外的投资并购行为中存在管理机制与经营价值观不一致带来的并购风险和商誉减值风险的问题，自海尔 2010 年并购三洋电机开始，海外并购力度和规模

与日俱增，战略布局也开始逐渐向国外市场转变，但较大规模的并购可能会对海尔智家的未来发展带来风险，尤其是 2018 年并购 candy 公司可能会存在经营和管理上不容和等情况。同时在并购中海尔智家的商誉将随着并购一些大型企业的增加不断增大，海尔收购公司大多数采用现金收购，发行新股的情况较少，在股价受收购影响较小的情况下，海尔智家的净资产收益率、营业利润率和市盈率等指标可能会因为整体商誉的增加而有所下降。海尔智家并购的公司如果盈利能力和持续发展能力不够强，可能会导致其商誉减值的发生，进而影响其整体市值的提升，带来额外风险。

### 5.3.3 投资者关系管理与宣传营销欠缺

海尔智家在公司投资者关系管理工作上做的工作并没有系统和全面综合的开展，投资者关系管理是市值管理的最为核心的手段之一，而目前海尔智家在此方面仅有现金分红政策做得比较好，这样的投资者关系管理工作难以达到预期目的。同时，海尔目前的营销宣传策略相比于行业内其他公司较为缺乏，优势消失殆尽。曾经海尔的单一品牌战略与品牌延伸、渠道组合战略对其扩大市场规模、提高品牌知名度起到了极大的作用，但在目前“互联网+”大背景下电商网购、在线服务等新业态的诞生与飞速发展，海尔未能够及时跟进。以同为家电制造业的格力电器为例，格力电器目前的营销方式多样化且都能够牢牢抓住消费者的注意力，最引人注目的就是总裁董明珠亲自网络直播带货，以线上直播的方式揭秘格力技术研发的硬实力和朝气蓬勃、敢闯敢拼的企业文化软实力，这种新的服务与消费模式以极快的速度获得了新的消费群体的认可。而海尔在宣传营销的弱势使自己从更换企业名称到高端的产品研发、创新核心技术再到高调进军海外市场打响名声的一系列举动没有受到应有的关注度。

### 5.3.4 媒体管理与公关能力有待提升

现今市场经济条件下，各大媒体平台融合性强且信息传播速度较快，消费者与投资者也更多地受到外界评价的影响。各类大众媒体对于企业相关新闻的报道时刻影响着公司的声誉和形象，也时刻引导着公众对企业的关注，引发社会舆论。媒体在企业经营与发展中应对重大问题与社会热点的解决回应上具有不可替代的特点，正面宣传有利于企业的产品的推广和品牌影响力的建立，但负面新闻或谣言一经传播就可能对企业造成极为恶劣的影响，这就需要企业具备另一种独特的“信息披露”方式，通过媒体关系的管理与公关能

力的提升，降低突发事件或谣言对企业形象的影响，尽可能降低危机事件对公司经营以及市场投资者的负面影响。

2019年9月6日，青岛海尔集团4名员工因为午休在睡觉被开除了各大头条新闻，热搜迅速登上了微博、抖音等平台，对海尔造成了极其不利的影响。在没有任何应对的情况下网上流传出各种被辞退员工的说法，甚至有新闻称海尔中午只有15分钟吃饭时间、实行军事化管理、不允许员工午休请假等情况。海尔于9月7日作出回应，称这4名被辞退员工是工作时间在公共接待场所睡觉，影响了正常的业务接待办理，严重违反了公司的员工行为规范，按规定进行了辞退。但此时事件已发生近24小时，网上关于海尔辞退员工、体罚员工、扣除员工工资的各种谣言铺天盖地，海尔迟来的回应与解释并不能让网友信服，针对此事件很多网民指责公关行文中流露出海尔管理不够人性化，方式简单粗暴且只以结果为导向，对员工的惩处力度过大。对于此事件海尔确实按照企业规章制度进行了处理，但未想到产生了如此不利的影响。在事件发生后也未能在第一时间就及时联系事件相关工作人员，提前联系媒体并最小化此事件对海尔企业形象的影响，因此吸引了舆论的焦点与许多的批判和质疑，网络上甚至存在大量对海尔智家抹黑、捏造的谣言。该事件从2019年9月开始发酵，而海尔智家对此起初没有足够的认识，也并没有及时与媒体联系处理，以致受到较大的舆论影响。基于此本文认为海尔智家在媒体关系的管理以及应对危机事件所体现出的公关能力较差，在目前市场信息传播如此迅速的情况下若再次遇到类似事件，极有可能受到更为严重的不利影响。

## 6 海尔智家市值管理的优化建议

### 6.1 建立长效稳定的市值管理机制

海尔智家长期稳定的价值创造能力，是其市值 2018 年至 2020 年能够稳步提升的主要因素，能够利用品牌知名度和海外战略布局实现市场溢价也在一定程度上对海尔总市值的增长有所帮助。但依据评价体系的得分和排名来看，海尔智家整体的市值管理能力与水平依然较为薄弱，导致了其处于被市场低估的状态，这与海尔智家未能形成稳定长效的市值管理制度有一定关系。虽然海尔智家的总市值在整个行业中名列前茅，但仍然需要加强对市值管理的重视，单一的提升股价从长远发展来看不能有效带动企业市值走向正轨。这就需要企业管理层将市值管理提升到战略高度，针对经营过程中出现的各类问题建立长期稳定有效的市值管理机制及时解决。

本文认为海尔智家作为低估值上市公司在市值管理制度的构建需要确定以下两个方向：首先，重视市值管理制度对公司的作用。科学长效的市值管理制度对海尔智家的经营发展与长期战略规划能够起到较大程度的帮助，从多角度进行市值管理有助于海尔智家摆脱目前处于低估值的状况，减少因价值被低估在市场中投资机会的流失与股价的不健康波动，尽可能使市场价值回归内在价值。其次，摒弃公司市值被低估只是因为股价被低估的观念，上文提到了市值管理与股价操纵的区别，无论从何种角度两者都存在较大的差异且本质存在不同。因而，海尔智家的管理层在看待市值管理的方式上应转变思路，对于公司市值的增长不能仅从短期手段提高股价来实现，更需要通过科学合规的手段，从长远角度实现公司内在价值的增长，并通过良好的市场反应使公司的股价得以稳定提升，为创造股东财富服务，也为其全球化市场战略目标服务。

### 6.2 利用主营业务等优势加强价值创造

本文案例企业海尔智家的价值实现能力相对较弱，在市值管理绩效评价体系中的排名出现了大幅度的下降，但由于较为稳定的基础价值创造能力和常年优质经营积累的市场溢价因素，整体的排名并未出现大幅度下滑，因此应继续扩大主营业务的优势，通过不断提升其经营水平，利用海尔积极的战略布局突出公司产品服务组合的核心竞争力，以基础价值创造水平的提升从源头增强其市值管理的能力，也能够弥补在此期间内价值实现能力的弱势。因此，本文认为海尔智家在通过价值创造能力的提升提高公司的市值总水平与健康

程度时，应当结合自身品牌战略与规划将主营业务的发展优势持续强化，利用如“三翼鸟”智慧一体化家居战略积极寻找业务的突破点，利用其多元化的产品和全球化的战略布局提高核心业务的盈利能力。主营业务竞争力的提高与盈利能力的增长能够有效缓解近年来海尔智家核心盈利能力增长缓慢的问题，对于提升其内在价值能够起到较好的效果。

本文认为研发投入方面值得注意的是受当下新冠疫情影响和国际形势变动引起的经济政策不确定性增大时，海尔为了进一步拓展扩大全球市场份额以获得未来竞争市场上的竞争优势，实现自身的品牌全球化战略，仍需要在未来继续进行研发投入来维持核心技术的研发与新产品的创新。依照企业发展的经验来看短期内创新效率并不会随着研发投入增多而提高，因为研发投入的资金转化为产出的时间具有不确定性和较长的周期性，创新团队人员的水平素质提升以及新加入研发人员与团队之间的默契培养，企业创新技术能力的生命周期不同，以及知识储备的积累都需要大量的时间，以上因素的综合影响可能会造成短时间巨大的研发投入无法及时产出，但海尔智家为保持其全球品牌的领先地位和影响力，应保持长远眼光，在合理的水平继续增加研发投入，增强其核心竞争力。

### 6.3 加强投资者关系管理

对于投资者关系的管理，企业需要从管理层到开始着手，建立起一种自上而下的合理的投资者关系管理的机制，以适合自身经营情况的市场推广方式，将公司的有关资料和信息资讯及时进行公开，及时关注投资者互动平台，与投资人进行正面和多渠道的沟通交流，以此掌握各类投资者的具体需要与问题，针对具体问题具体解决，提高问题回复和解决的效率。海尔可以将部分市值管理工作的重心放在满足不同的投资者的需求来维护投资者关系上。

在具体的实施中海尔可以提高公司与投资者之间的互动频率，并主动在多个平台上加强与中小投资者的交流。对于部分中小投资者来说除了企业财务数据之外，通过企业与他们的有效沟通提升他们的投资信心也有十分突出的效果。这方面海尔可以通过学习同行业格力电器该方面的做法，格力电器与投资者互动的频率较高，且利用网络平台进行销售直播等活动时积极与投资者、消费者进行互动，尤其是近年来总裁董明珠亲自进行“带货”宣传，也多次采用“好空调，格力造”的线上直播活动与线下宣传相结合的方式，回答投资者关于公司运营、未来发展以及产品的疑问，取得销售产品与加强投资者关系的双赢效果。格力电器获得中国上市公司最佳投资者关系奖也说明其在该方面的水平较高，在增强中小投资者体验、公司大股东与中小股东利益之间的平衡问题上值得海尔公司借鉴学习。

## 6.4 提升营销宣传与公关能力

同时在目前新型网络销售模式的背景下，投资者关注度高低与其在市场中受欢迎程度和股票价格是成正比的。海尔对其自身的企业推介与信息传递不能仅停留在股利政策上，更需要利用好传统媒体和新媒体的巨大宣传效应对海尔的核心优势、公司发展规划与前景蓝图进行积极宣传，可适当加大专业人才引进与资源配置的重视，或者聘请专业机构协助完成宣传。虽然海尔早已成立品牌宣传部，但是该部门更多侧重于公司产品营销推广，在品牌营销以及电商推广方面相对欠缺，在当今互联网消费“酒香也怕巷子深”的背景下更需要海尔提升媒体整合与宣传能力，针对目前的网络销售模式设置专门的媒体营销组，主要负责公司与资本市场相关媒体的宣传投放与营销环节。

在上文中提到的海尔智家应对危机时公关能力的欠缺也需要提高。在公司进行价值评估时，公关能力是市值管理手段中一个很关键的环节，将危机公关融入到公司的经营策略中，可以有效地提升公司的危机处理能力，降低公众对公司的负面影响。在发生突发事件时，能够及时采取有效的应对措施，以保持公司的品牌形象，保持投资者的信任，减少危机对公司的影响。在危机发生后，上市公司必须组建专业的危机公关团队，及时、合理地处理危机，并在危机发生后通过多种方式迅速将正确、健康积极的企业形象及时对外展示，以最快速度赢得市场投资者的信任。而在遇到对企业有积极宣传作用的正面新闻时，也应通过官方的各种平台和媒体发言人扩大话题的影响力，起到对企业正向价值观和企业形象的正面宣传。例如海尔针对 2020 年 5 月海尔空调小哥勇救挂窗女孩的正面公关案例就对企业形象和价值观起到了极大的宣传效应，此后海尔应继续积极的通过类似事件提升自身的公关能力，在积极履行社会责任的同时，所做的良性举动也能通过宣传企业文化和价值观的方式获得消费者、投资者甚至网友的肯定与支持。

## 7 研究结论与不足

### 7.1 研究结论

本文在经过对市值管理理论及部分案例实践的深入研究之后，以我国弱式有效市场和近年来证监会对“伪市值管理”问题的关注为研究背景，基于信号传递理论、自由现金流公司估值方法，通过与同类企业的营业收入与净利润对比、行业市盈率对比、机构评级和管理层股票回购行为证明案例企业海尔智家处于低估值状态。后以修改后的市值管理评价模型为依据，从市值管理中价值创造、价值实现维度出发，结合研究中心发布的得分与排名情况深入分析对比，较为客观地评价了 2017-2020 年海尔智家在市值管理中价值创造能力、价值实现能力以及溢价因素的具体情况，基本明确了海尔智家在长期经营发展中市值管理方面存在的优势与不足，并针对其未来经营中如何进行市值管理提出相关建议。

本文分析得出，海尔智家较为稳定优秀的价值创造能力和长期积累的市场溢价受到较弱的价值实现能力影响，其较高的内在价值并未在市场中得到正常体现，其股票价格长期处于被低估状态，市值规模也未能达到预估的水平。在具体的经营过程中也出现了管理层对市值管理重视不够、投资者关系管理偏弱、核心盈利能力增速放缓、媒体管理和公关能力不足的问题。本文在提出对应建议的同时认为，上市公司在我国弱式有效的市场背景下处于低估值是较为普遍的现象，但该现象的普遍存在并不意味企业管理层应该任由市值随市场波动坐视不管，低估值上市公司的管理层更需要建立科学系统的市值管理制度，在经营中利用多种有效的市值管理手段，例如加强投资者关系管理、提升核心盈利能力、管理媒体关系、提升公关能力等，来改善其市场价值被低估的状况，寻找内在价值与市场价值的平衡点，减轻被低估带来的负面影响，实现长期健康的发展。本文总结出低估值上市公司如何通过市值管理提升企业价值的方法，具体结论如下：

第一，处于低估值的上市公司首先要打牢市值管理的基础，改变管理层对市值管理的重视不足与误解，针对企业的长期经营发展策略尽快建立相应的市值管理制度，将市值管理制度纳入企业的长期经营战略决策中。通过对企业内部治理结构和外部市场环境的分析后，再着手进行市值管理相关工作。同时也需要注意市值管理工作呈现出周期性长、手段方式多样且受到市场波动影响较多的特点，对企业价值提升的效果显现需要一定时间，存在滞后性，这就需要企业忽略短期内因正常因素导致市值的波动与变化，给予足够的耐心和时间，检验在经营发展中系统全面的市值管理制度对企业长期健康发展的正向作用。

第二，以本文案例公司海尔智家为例，其研发投入的持续增长、核心技术的不断更新以及引领全球的互联网智能家电战略使其拥有了较强的价值创造能力，但相较于重视研发经营的程度而言，对宣传和营销的忽视使其价值实现能力存在较大的不足，总体上导致了其市值管理能力的下滑。这就要求企业在经营过程中保持价值创造能力与价值实现能力两手抓、两手都要硬的发展思路，保证价值创造能力作为企业发展核心源动力不断增长的同时，也要注重当前信息化市场中价值实现的重要意义。两种能力缺一不可，一旦存在某种能力缺失或不平衡的现象，就会使企业的市值受到较大影响。此外，一些知名度较高、规模较大、产品市场份额占比高的发展成熟型企业也需要利用品牌的影响力实现品牌溢价来提升企业的市值水平。

## 7.2 研究不足

本文研究存在一定程度的局限性。首先本文选取案例公司海尔智家 2017 年—2020 年的财务数据，样本的选取时间跨度稍短，且受到 2018 年国内证券市场出现较大波动和政策因素的影响，使本文对海尔智家部分市值管理手段产生的市值影响分析不够透彻。其次，市值管理是一项具有系统性与长效性的企业管理制度，出于时间关系和疫情影响，笔者未能实地走访海尔智家公司进行市值管理方面的调研与咨询，因此本文对海尔智家市值处于低估值的认定仅凭客观数据和以往的论证分析，缺乏更为实际的了解，关于挖掘其市值管理过程中存在的问题和提供的相关建议缺乏一定的可操作性与实际性。在运用自由现金流企业估值理论基础的过程中由于笔者对该理论的理解不深入，直接引用其他学者在以前年度对海尔智家的分析，因此该部分的分析数据在时效性上存在欠缺。另外，市值管理是我国市场弱式有效性背景下股权分置改革后的独特概念，发展时间较短，在研究中发现具体上市公司进行市值管理案例研究的相关文献资料较少，导致论文写作的深度存在欠缺。同时，本文对海尔智家市值管理手段的分析和相关建议仍需细化，研究结论对于其他的上市公司的可参考价值需要进一步提高。

## 参考文献

- [1] Alfred Rappaport. Creating Shareholder Value[M]. Free Press, 1986(3): 102-110.
- [2] Caggese, A and Cuiat V. Financing Constraints, Firm Dynamics, Export Decisions, and Aggregate Productivity[J]. Review of Economic Dynamics, 2013, 16(1): 177-193.
- [3] Copeland, T, A. Dolgoff, and A. Moel. The Role of Expectations in Explaining the Cross-Section of Returns[J]. Journal of Accounting Studies, 2004(9): 2-3.
- [4] De Angelo H, Masulis R W. Optimal capital structure under corporate and personal taxation[J]. Journal of financial Economi CS, 1980, 8(1): 3-29.
- [5] Fama E F and Mac Beth J. Risk return and equilibrium: empirical tests[J]. Journal of Political Economy, 1973, 71: 607-654.
- [6] Graham J R, Harvey C R. The theory and practice of corporate finance: evidence from the field[J]. Journal of financial economi CS, 2001, 60(2): 187-243.
- [7] Hart, O. Financial Contracting[J]. Economic Literature, 2001(4): 1079-1100.
- [8] Hirshleifer, D. , A. Subrahmanyam, S. Titman. Feedback and the Success of Irrational Investors[J]. Journal of Financial Economics, 2006, 81(2): 311-338.
- [9] Jensen Michael C. Value Maximization , Stakeholder Theory , and that Corporate Objective Function[J]. Applied Corporate Finance, 2001(14): 8-21.
- [10] Kim Byoung Gon. The effect of recapitalization on capital structure decisi on and corporate value in Korean Firms[J]. Academia-Industrial cooperation Society, 2017.
- [11] Lamont, Polk, Saa Requejo. Financial constraints and stock returns[J]. The Review of Financial Studies, 2011(2): 529-554.
- [12] Manova K, Wei S J, Zhang Z. Firm Exports and Multinational Activity Under Credit Constraint- s[J]. Review of Economics and Statistics, 2015, 97(3): 574-588.
- [13] Mccumber W R. Ownership Matters: The Capital Structure of Private Firms[J]. Botanical Gazette, 2015, 134(134):236-241.
- [14] Philosophov L V, Philosophov V L. Optimization of corporate capital structure A probabilistic Bayesian approach[J]. International Review of Financial Analysis, 1999, 8(99): 199-214.
- [15] Ross, S. The Determination of Financial Structure: The Incentive Signaling Approach[J].

- Bell Journal of Economic CS, 1977, (8): 156-187.
- [16] René Belderbos, Tony W. Tong, Shubin Wu (2019). Multinational investment and the value of growth options: Alignment of incremental strategy to environmental uncertainty, Strategic Management Journal [J], 25-29.
- [17] Shah K. The nature of information conveyed by pure capital structure changes[J]. Journal of Financial Economics, 1994(36): 89-126.
- [18] Titman and Wessels. The determinants of capital structure choice [J]. Journal of Finance, 1988, (43): 1-19.
- [19] White T M. and Wu, G. Financial constraints risk[J]. Review Of Financial Studies, 2006(19): 2.
- [20] 陈伟. 上市公司并购重组对市值管理的影响研究[D]. 厦门大学, 2017 年.
- [21] 陈金勇, 袁蒙菡, 汤湘希. 研发投入就能提升企业的价值吗? ——基于创新存量的科技管理研究[J], 2016, 36(11): 8-14.
- [22] 顾奋玲, 解角羊. 内部控制缺陷、审计师意见与企业融资约束——基于中国 A 股主板上市公司的经验数据[J]. 会计研究, 2018(12): 77-84.
- [23] 简冠群, 李秉祥. 市值管理动机下大股东参与定向增发与利益输送[J]. 运筹与管理, 2018(11): 163-175.
- [24] 刘宇迪. 对国有控股上市公司市值管理的若干思考[J]. 国有资产管理. 2021(05): 38-40.
- [25] 罗鸿基. 如何加强上市公司的市值管理[J]. 企业改革与管理, 2019, 02:9-11.
- [26] 李旒, 蔡贵龙, 郑国坚. 市值管理的综合分析框架: 理论与实践[J]. 会计与经济研究, 2018(2): 75-95.
- [27] 李旒, 郑国坚, 于贝贝. 市值管理与高管薪酬契约效率[J]. 财会月刊, 2019(6): 27-34.
- [28] 罗斯. 公司理财[M]. 机械工业出版社, 2017.
- [29] 廖舒融. 上市公司市值管理研究 ——以万华化学为例[D]. 厦门大学, 2019 年.
- [30] 吕飞, 陈冉, 干胜道. 上市公司市值管理五大误区[J]. 企业管理, 2016(05): 36-38.
- [31] 林乐, 李惠. 分析师预测偏差会影响投资者语调吗——基于业绩说明会的文本分析[J]. 财会月刊. 2021(15): 41-49.
- [32] 刘国芳. 市值管理: 股市新生态内核[J]. 新理财—公司理财, 2015(1): 39-40.

- [33] 吕飞, 干胜道, 冯亚星, 孔俊雄. 基于并购视角的我国上市公司市值管理研究[J]. 河北经贸大学学报, 2016(3): 67-75.
- [34] 全怡. IPO 公司董秘职业背景、分析师首次跟踪与公司市值管理[J]. 经济管理, 2018(2): 140-161.
- [35] 施光耀, 刘国芳, 梁彦军. 中国上市公司市值管理评价研究[J]. 管理学报, 2008(1): 78-87.
- [36] 施光耀, 邵永亮. 市值管理时代悄然来临[J]. 董事会, 2007(11): 41-45.
- [37] 施光耀等. 2015 年中国上市公司市值管理绩效评价报告[M]. 经济科学出版社, 2015.
- [38] 孙银行, 盖利亚. 基于市值偏离价值的市值管理方案研究[J]. 企业科技与发展, 2020, 468(10): 164-166.
- [39] 孙笑. 基于财务决策视角的企业内在价值评价方法研究[D]. 吉林大学, 2013.
- [40] 孙国茂, 董新兴, 刘坤. 山东省上市公司市值管理评价报告(2017)第 3 章 市值管理理论与评价方法 [A]. 见: 山东省上市公司市值管理评价报告(2017), 2017: 71-98.
- [41] 山东省上市公司市值管理评价报告(2017) [C]. 济南大学金融研究院, 2017: 5.
- [42] 王勇, 王亮, 宋丹丹. 银行业竞争、融资约束与企业创新——基于沪深 A 股上市公司的多层统计检验[J]. 财经问题研究, 2019(11): 55-64.
- [43] 王怡昀. 我国创业板上市公司市值管理的研究[D]. 江西财经大学, 2019
- [44] 王勇, 王亮, 宋丹丹. 银行业竞争、融资约束与企业创新——基于沪深 A 股上市公司的多层统计检验[J]. 财经问题研究, 2019(11): 55-64.
- [45] 魏志华, 曾爱民, 李博. 金融生态环境与企业融资约束——基于中国上市公司的实证研究[J]. 会计研究, 2014(5): 73-95.
- [46] 王树彬. 浅析 A 股上市公司市值管理——以 X 公司为例[J]. 商, 2016(03): 166-166
- [47] 吴博. 上市公司权益资本成本影响因素研究[D]. 西南大学, 2015.
- [48] 王凯, 倪建军. 解读“中国式市值管理”, 起底“PE+上市公司”生意经[J]. 国际融资, 2014(10): 60-62.
- [49] 吴晓波, 陈小玲, 李璟琰. 战略导向、创新模式对企业绩效的影响机制研究[J]. 科学研究, 2015, 33(01): 118-127.
- [50] 王赵亮, 杨慧洁, 孟宏. 企业投资价值评估模型文献综述[J]. 现代经济信息, 2018(14): 79.
- [51] 徐昭. 上市公司市值管理的有效性研究——基于企业并购绩效的实证分析[J]. 经济

- 理论与经济管理, 2017(1): 68-83.
- [52] 颜秀娟. 基于 EVA 的白酒行业企业价值评估研究[D]. 中国财政科学研究院, 2018
- [53] 张济建, 苗晴. 中国上市公司市值管理研究 [J]. 会计研究, 2010. 4.
- [54] 张博. 基于 EVA-BSC 法的青稞酒业绩评价体系构建研究[D]. 兰州财经大学, 2019.
- [55] 邹颖, 汪平, 张丽敏. 中国上市公司资本成本的理性估算与国际比较[J]. 世界经济文汇, 2017, 000(001):1-25.
- [56] 张改英. 上市公司市值管理的财务分析[J]. 全国流通经济, 2020, 17:117-118.
- [57] 左冬申. 云南城投资本结构优化研究[D]. 云南财经大学, 2018.
- [58] 曾小平. H 公司资本结构优化研究[D]. 湖南大学, 2018.

## 后记

岁月如梭，时光荏苒，短短三年的研究生生活竟一晃眼就结束了。虽言学无止境，但回想这近二十年的求学生涯即将告一段落，心中充满无限感慨，脑海里如画卷般浮现出一个个鲜活的身影和酸甜苦辣的回忆，这三年的过程对我而言，有太多要感谢的人，是你们让我感到幸运又惭愧，充实又无悔。

首先，我想感谢我的父亲母亲，是你们对我这二十多年从不间断的支持与督促让我走到今天，生活与求学的道路上曾遇到许多困难挫折，有你们对我竭尽全力的帮助和无微不至的关怀，让我体会到了身为人子的所有的幸福与满足。常言道“大恩不言谢，惠意铭心间”，在今后的人生中我会用实际行动来回报父母对我养育和教诲的恩情。

其次，我想感谢我的妻子瞿榕，携手近八年，这些年你我有太多的点滴值得去回忆。我们生活中相互鼓励扶持，学习上共同进步，与你相识、相爱并一路前行是我人生中最大的收获。你的善良、宽容与爱心时时刻刻都让我感觉到家的温暖和爱的力量，每当遇到困难挫折，你的鼓励与支持是我勇往直前的动力源泉。无论今后处于何种人生阶段，我都会在你身边陪伴，与你并肩欣赏未来的美好光景。

再次，我想感谢我的导师胡凯教授，这些年即便老师工作繁忙，也极力抽出时间为我们传授知识解答疑惑，胡老师的高尚的品格和严谨的学术作风为我树立榜样与标尺，是他悉心的指导推动了我学业上每一个前进的脚印。这篇论文从选题到最后的完成，胡老师不厌其烦地给我指导和建议，在此我要对我的导师胡凯教授致以深深的谢意！

最后，我想感谢这三年与我一同度过的室友和朋友们，感谢你们对我的倾力帮助和照

顾，你们的幽默、风趣和开朗深深感染着我，我们建立的深厚友谊并不随着毕业而消散，也祝愿与我一样即将毕业的你们前程似锦。

再次对所有帮助，关心和支持我的师长，同学，朋友和亲人致以深深的谢意！并感谢众多无法一一列举的无言之师，感谢你们所做的研究，探索和取得的成就所给予我的启示与指导！