

# 海尔智家 (600690.SH)

## 跬步千里，综合白电巨头再出发

**综合白电巨头，强化智慧家庭布局。**海尔智家旗下有海尔、卡萨帝、统帅、美国 GEA、日本三洋、欧洲 Candy、新西兰斐雪派克七大品牌矩阵，覆盖多层次消费群体，全球化布局完善。公司冰洗产品占收入一半，市占率分别为 35%/34%，市场地位强势。得益于海尔的全球化运营以及在物联网、智慧家庭上的提前布局，公司产品已实现成套化、嵌入式、集成式布局，为消费者提供“成套、定制、迭代”的“5+7+N”智慧成套解决方案。

**渠道体系再次优化，成效可期。**2016 年完成市场销售体系组织架构的理顺，以终端零售份额为考核目标，推进零售转型，同时逐步剥离日日顺第三方分销，聚焦海尔家电自身业务。此轮架构调整带动冰箱/洗衣机市占率提升 10pct/6pct，优势进一步巩固，空调、厨电、热水器份额也呈现提升态势。**2018 年深化零售转型，通过四网合一、统仓统配提升运营效率；推进智慧家庭全流程竞争力，通过拓展前置渠道打造成套销售、设计配送能力。**新一轮的一些列渠道调整有望使公司更好应对行业渠道变革，带动成套产品销售，进一步提升公司效率。

**前瞻布局渐入收获期。**我们认为海尔之前的前瞻布局开始和时代趋势发生共振，进入收获期。**1) 高端品牌卡萨帝先发优势明显。**卡萨帝十年磨一剑，2017/2018 年收入增速 41%/44%，万元以上市场占比 45%，内生“研发领先+产品精湛+渠道助力”与外部消费升级大环境共振，将带动品牌表现持续快速增长，我们认为长期看卡萨帝收入将在 200-300 亿规模，增长空间大。**2) 全球化品牌战略抢占海外稀缺资源，协同提效。**公司布局海外存量及增量市场，已形成全球化品牌集群，在成本、技术与渠道上形成协同提效；海外市场表现优于同行，且后续利润率改善将带来较大盈利弹性。

**集体所有制下建立长效的激励机制。**2016 年起首次推出员工持股计划，至今已推出第四期，合计持股金额超 10 亿元，长效的激励机制逐步完善。

**盈利预测与估值分析。**公司作为底蕴深厚的综合白电龙头，中短期在渠道优化、前瞻布局以及激励机制这市场关注的三大问题上均已进入改善通道，长期在智慧家庭和工业互联网的先发优势将带动公司在行业需求淡化时率先突围。预计 2019-2021 年净利润 82.35/90.78/101.39 亿元，同增 10.7%/10.2%/11.7%。给予目标市值 1361 亿元，目标价 21.37 元，对应 19/20 年估值为 16.5/15 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**海外扩张不及预期、国内白电市场竞争加剧。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	159,254	183,317	200,557	217,181	232,436
增长率 yoy (%)	33.8	15.1	9.4	8.3	7.0
归母净利润(百万元)	6,926	7,440	8,235	9,078	10,139
增长率 yoy (%)	37.5	7.4	10.7	10.2	11.7
EPS 最新摊薄(元/股)	1.09	1.17	1.29	1.43	1.59
净资产收益率(%)	19.4	17.7	16.9	16.1	15.6
P/E(倍)	15.8	14.7	12.1	11.0	9.8
P/B(倍)	3.44	2.84	2.46	2.11	1.82

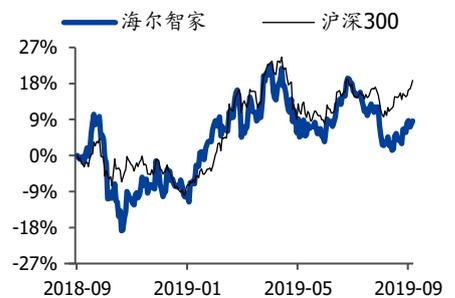
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

### 买入(首次)

#### 股票信息

行业	白色家电
最新收盘价	15.97
总市值(百万元)	101,704.61
总股本(百万股)	6,368.48
其中自由流通股(%)	95.74
30 日日均成交量(百万股)	20.94

#### 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



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	88332	94260	106831	113362	124020
现金	35177	37456	42208	48767	55166
应收账款	12448	10431	12490	11642	12825
其他应收款	961	1394	1280	1615	1484
预付账款	591	595	702	702	801
存货	21504	22377	27687	29335	31503
其他流动资产	17652	22007	22463	21301	22242
<b>非流动资产</b>	63131	72439	80217	88709	96079
长期投资	12993	13966	16191	18416	20641
固定投资	16073	17320	18992	20663	22221
无形资产	7971	9748	11328	13200	13986
其他非流动资产	26093	31405	33706	36430	39230
<b>资产总计</b>	151463	166700	187048	202071	220099
<b>流动负债</b>	76894	80082	90626	95951	104818
短期借款	10879	6299	7000	8500	10000
应付账款	25654	27759	33395	34778	37956
其他流动负债	40362	46024	50231	52672	56862
<b>非流动负债</b>	27819	31488	33239	33865	33192
长期借款	22248	24733	26760	27387	26713
其他非流动负债	5571	6754	6479	6479	6479
<b>负债合计</b>	104713	111569	123864	129816	138010
少数股东权益	14534	15728	18281	21111	24262
股本	6097	6368	6368	6368	6368
资本公积	827	2209	2209	2209	2209
留存收益	24896	29148	36691	45017	54311
归属母公司股东收益	32216	39402	44902	51145	57827
<b>负债和股东权益</b>	151463	166700	187048	202071	220099

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动净现金流</b>	16087	18934	12893	15299	15571
净利润	9052	9771	10789	11907	13291
折旧摊销	2776	3140	1445	1692	1892
财务费用	1393	939	962	988	880
投资损失	-1482	-1923	-1837	-1792	-1851
营运资金变动	4156	5617	1808	2503	1358
其他经营现金流	192	1391	-275	0	0
<b>投资活动净现金流</b>	-5622	-7666	-7411	-8443	-7461
资本支出	3967	6757	5470	5769	4644
长期投资	-2291	-2284	-2225	-1325	-2225
其他投资现金流	-3946	-3193	-4166	-3999	-5042
<b>筹资活动净现金流</b>	923	-10489	-730	-297	-1711
短期借款	-7287	-4580	701	1500	1500
长期借款	6717	2486	2027	627	-673
普通股增加	-0	271	0	0	0
资本公积增加	743	1382	0	0	0
其他筹资现金流	750	-10048	-3458	-2424	-2538
<b>现金净增加额</b>	11045	1057	4752	6559	6399

**利润表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	159254	183317	200557	217181	232436
营业成本	109890	130154	142183	153390	163653
营业税金及附加	809	857	978	1037	1122
营业费用	28276	28653	31086	33663	36028
管理费用	11133	13405	14039	15203	16271
财务费用	1393	939	962	988	880
资产减值损失	656	858	825	925	998
公允价值变动收益	614	-145	0	0	0
投资净收益	1482	1923	1837	1792	1851
<b>营业利润</b>	10113	11391	12320	13767	15336
营业外收入	693	474	584	529	556
营业外支出	262	235	200	200	200
<b>利润总额</b>	10544	11629	12703	14096	15692
所得税	1493	1859	1914	2189	2401
<b>净利润</b>	9052	9771	10789	11907	13291
少数股东收益	2126	2330	2554	2829	3152
<b>归属母公司净利润</b>	6926	7440	8235	9078	10139
EBITDA	14214	15519	14910	16526	18215
EPS (元/股)	1.09	1.17	1.29	1.43	1.59

**主要财务比率**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	33.8	15.1	9.4	8.3	7.0
营业利润 (%)	42.1	12.6	8.2	11.7	11.4
归属母公司净利润 (%)	37.5	7.4	10.7	10.2	11.7
<b>盈利能力</b>					
毛利率 (%)	31.0	29.0	29.1	29.4	29.6
净利率 (%)	4.3	4.1	4.1	4.2	4.4
ROE (%)	19.4	17.7	16.9	16.1	15.6
ROIC (%)	13.9	13.5	13.4	13.1	13.2
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	69.1	66.9	66.2	64.2	62.7
净负债比率 (%)	1.7	-6.2	-8.6	-12.9	-17.4
流动比率	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2
速动比率	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.1	1.2	1.1	1.1	1.1
应收账款周转率	12.9	16.0	17.5	18.0	19.0
应付账款周转率	4.8	4.9	4.7	4.5	4.5
<b>每股指标 (元/股)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	1.09	1.17	1.29	1.43	1.59
每股经营现金流 (最新摊薄)	2.29	2.79	2.02	2.40	2.45
每股净资产 (最新摊薄)	4.99	6.05	6.99	8.12	9.41
<b>估值指标 (倍)</b>					
P/E	15.8	14.7	12.1	11.0	9.8
P/B	3.44	2.84	2.46	2.11	1.82
EV/EBITDA	9.0	8.0	8.3	7.4	6.6

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

## 内容目录

1.海尔智家：冰洗实力强劲，智慧家庭推动白电巨头再成长 .....	5
1.1 主营业务：冰洗产品竞争力遥遥领先，七大品牌布局全球 .....	5
1.2 智能时代：智慧家庭解决方案落地+工业互联平台，领先行业 .....	7
2.从财务角度看海尔的改善空间 .....	8
3.改善之一：渠道体系再次优化，成效可期 .....	10
3.1 海尔的产品和渠道体系梳理 .....	10
3.2 2016 年的架构调整，产品与渠道目标一致 .....	13
3.3 2018 年末开始，新一轮渠道调整正在进行中 .....	15
4.改善之二：前瞻战略布局，开始进入收获期 .....	17
4.1 筑高端：厚积薄发，卡萨帝先发优势明显 .....	18
没有随随便便的成功 .....	19
高端市场空间广阔，成套化有望助力卡萨帝规模提升 .....	22
4.2 布全球：协同提效，抢占海外稀缺资源 .....	23
并购全球优质资产，完善全球化品牌版图 .....	23
海外经营成果亮眼，盈利能力改善弹性大 .....	26
5 改善之三：股权激励常态化，激发经营活力 .....	28
6 盈利预测与估值分析 .....	29
6.1 盈利预测 .....	29
6.2 估值分析 .....	31
风险提示 .....	32

## 图表目录

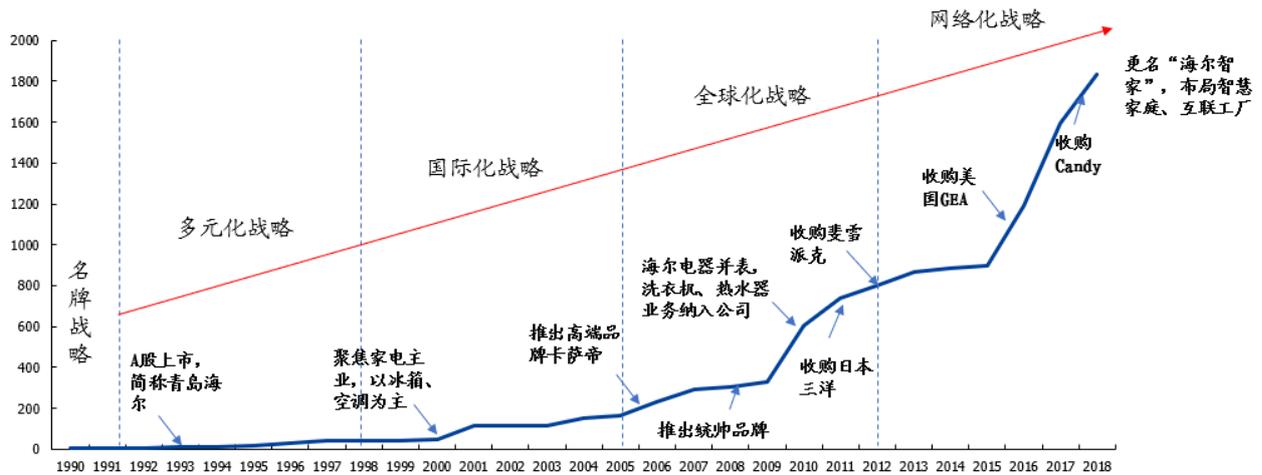
图表 1: 海尔智家发展历程 .....	5
图表 2: 海尔智家股权结构 .....	5
图表 3: 海尔产品收入中冰洗为主 .....	6
图表 4: 海尔冰洗毛利率 (%) 远高于美的 .....	6
图表 5: 海尔冰箱市占率 35% .....	6
图表 6: 海尔洗衣机市占率 34% .....	6
图表 7: 海尔智家品牌矩阵 .....	7
图表 8: 海尔智慧家庭 .....	7
图表 9: 海尔互联工厂 .....	8
图表 10: 三大白电 ROE 水平 (%) .....	9
图表 11: 海尔、美的、格力毛利率 (%) 水平接近 .....	9
图表 12: 海尔净利率 (%) 水平低于美的、格力 .....	9
图表 13: 三大白电费用率水平 (%) .....	10
图表 14: 两大上市平台渠道相关资产并购历程梳理 .....	11
图表 15: 海尔智家及海尔电器组织架构 .....	11
图表 16: 三大白电销售人员数 (人) .....	12
图表 17: 与传统厂商相比海尔渠道更加扁平 .....	12
图表 18: 大顺逛平台交互功能 .....	13
图表 19: 海尔智家与海尔电器内部结构有所掣肘 .....	14
图表 20: 海尔电器渠道调整 .....	14
图表 21: 2016 年起海尔冰箱份额 (%) 大幅提升 .....	15

图表 22: 2016 年起海尔洗衣机份额 (%) 持续提升.....	15
图表 23: 红星美凯龙卡萨帝智慧家庭体验店.....	16
图表 24: 产业线与中国区双线并行.....	17
图表 25: 海尔五大战略阶段.....	17
图表 26: 卡萨帝收入高速增长.....	18
图表 27: 卡萨帝分产品收入增长.....	18
图表 28: 卡萨帝洗衣机占比逐年上升至 11%.....	18
图表 29: 卡萨帝热水器占比逐年上升至 13%.....	18
图表 30: 各公司 5500+价格段洗衣机零售量占比.....	19
图表 31: 各公司 7000+价格段冰箱零售量占比.....	19
图表 32: 冰洗产品均价 (元) 不断提升.....	19
图表 33: 冰箱各价格段零售量占比.....	20
图表 34: 洗衣机各价格段零售量占比.....	20
图表 35: 卡萨帝冰箱首创技术梳理.....	20
图表 36: 卡萨帝系列产品.....	21
图表 37: 卡萨帝产品多次获得国际设计大奖.....	21
图表 38: 卡萨帝渠道网络建设梳理.....	22
图表 39: 卡萨帝线下体验店.....	22
图表 40: 卡萨帝创意生活馆.....	22
图表 41: 白电及厨电高端南市场测算.....	23
图表 42: 卡萨帝收入占比 (%) 以冰洗为主 (2019H1).....	23
图表 43: 青岛海尔并购海外资产历程梳理.....	24
图表 44: 海尔全球品牌布局.....	24
图表 45: 北美大家电各品牌市场份额.....	25
图表 46: 澳洲大家电各品牌市场份额.....	25
图表 47: Candy 在西欧大家电市场份额排名 11.....	25
图表 48: Candy 在东欧大家电市场份额排名 12.....	25
图表 49: 海尔集团及海尔品牌全球七大市场份额 (%) 及排名 (#).....	26
图表 50: 海尔 FPA 轻度整合成功案例.....	26
图表 51: 2019H1 海尔海外市场增速.....	27
图表 52: 海尔海外市场增长 (亿元, %).....	27
图表 53: GEA 惠而浦北美市场与伊莱克斯营业收入增速 (%).....	27
图表 54: 惠而浦北美市场 EBIT (%).....	27
图表 55: Candy 财务摘要.....	28
图表 56: 公司股权激励及员工持股计划.....	29
图表 57: 海尔智家收入预测 (百万元).....	30
图表 58: 各分部毛利水平预测.....	31
图表 59: 可比公司估值分析.....	31
图表 60: 三大白电估值历史.....	31

## 1. 海尔智家：冰洗实力强劲，智慧家庭推动白电巨头再成长

海尔智家是三大白电龙头之一，2018年营业收入规模1833亿元，同比增长12.17%。公司1993年上市以来，依次经历了名牌战略、多元化战略、国际化战略、全球化战略及网络化战略。2000年以后不断将集团白电资产整合至上市平台，至今已形成冰箱、洗衣机、空调、厨卫等大家电全品类矩阵。2019年，公司加快智慧家庭建设，将“青岛海尔”更名为“海尔智家”。

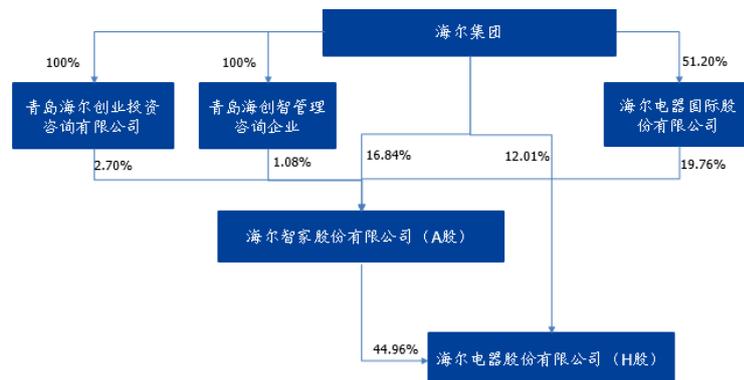
图表1：海尔智家发展历程



资料来源: wind, 国盛证券研究所

公司在国内形成A+H两大上市平台。海尔集团通过直接或间接子公司共持有公司40%股权，为实际控制人。海尔集团旗下共有A+H股两大上市平台海尔智家与海尔电器。其中，海尔智家持有海尔电器44.96%的股权，海尔电器于2010年并表A股海尔智家。

图表2：海尔智家股权结构

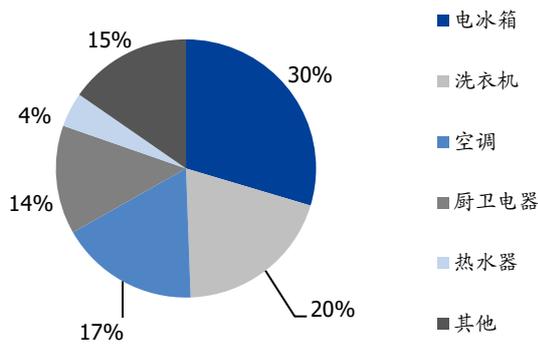


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 1.1 主营业务：冰洗产品竞争力遥遥领先，七大品牌布局全球

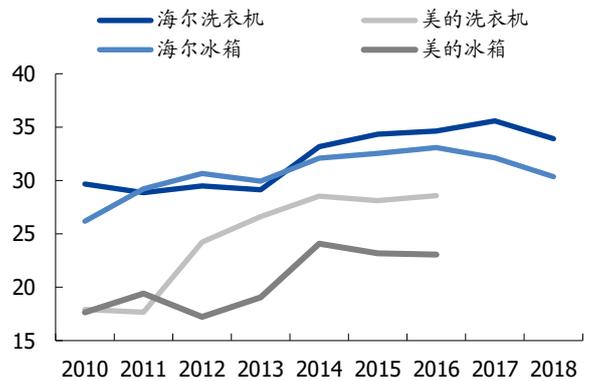
海尔在国内冰洗领域的龙头地位难以撼动。海尔主营业务为冰箱和洗衣机，二者占总收入一半。冰洗领域市场地位强势，2016年海尔冰箱、洗衣机的毛利水平分别为33.08%、34.64%，远高于美的23.06%、28.58%水平（美的2017年之后不再对大家电进行分项披露）。海尔冰洗的市占率处于行业第一名，其中冰箱占比35%，洗衣机占比34%，远高于第二名。并且海尔的卡萨帝在国内高端品牌中一枝独秀，海尔在核心产品的竞争优势一直遥遥领先。

图表3: 海尔产品收入中冰洗为主



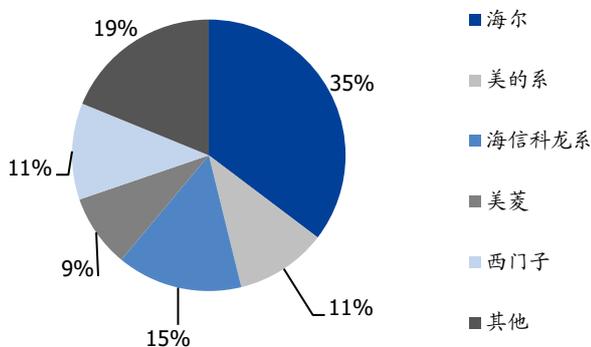
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表4: 海尔冰洗毛利率(%)远高于美的



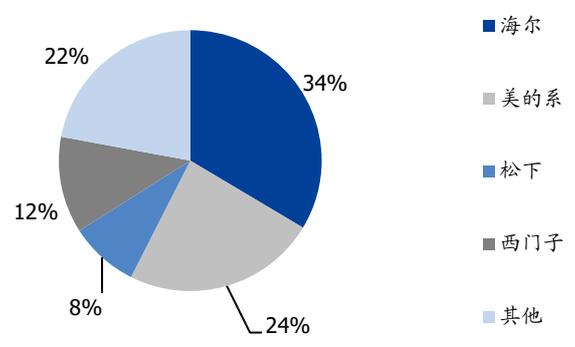
资料来源: wind, 国盛证券研究所测算

图表5: 海尔冰箱市占率35%



资料来源: 中怡康, 国盛证券研究所

图表6: 海尔洗衣机市占率34%



资料来源: 中怡康, 国盛证券研究所测算

构筑全球化品牌集群，满足不同消费层级和不同区域的消费者需求。国内市场，针对不同消费偏好的消费者分别推出大众品牌海尔、高端品牌卡萨帝以及针对年轻消费群体的统帅品牌。国外市场通过收购，旗下有日本AQUA、美国GEA、新西兰奢侈品牌斐雪派克以及欧洲的Candy，丰富的品牌矩阵触及多层次、全球化的消费市场。

图表7: 海尔智家品牌矩阵



资料来源: 公司资料, 国盛证券研究所

## 1.2 智能时代: 智慧家庭解决方案落地+工业互联平台, 领先行业

### 智慧家庭: 从卖产品到卖方案, 全品类+持续前瞻布局先发优势明显

面对物联网时代的机遇和挑战, 得益于海尔的全球化运营以及在物联网、智慧家庭上的提前布局, 为消费者提供智慧家庭解决方案, 创造全场景智能生活体验, 满足用户定制美好生活的需求, 公司产品开始消费成套化、嵌入式、集成式布局。为消费者提供“成套、定制、迭代”的“5+7+N”智慧成套解决方案。(智慧客厅、智慧厨房、智慧浴室、智慧卧室、智慧阳台 5大物理空间, 持续迭代全屋空气、全屋用水、全屋洗护、全屋安防、全屋交互、全屋健康、全屋网络 7大解决方案, 以满足用户根据生活习惯自由定制智慧生活场景, 实现 N个变化的可能)。

图表8: 海尔智慧家庭



资料来源: 公司资料, 国盛证券研究所

### 如何理解海尔智慧家庭的“成套、定制、迭代”？

全场景成套解决方案是海尔智慧家庭相比其他品牌最大的优势。“成套”：是通过集智慧家庭全屋产品方案、家电家居于一体的成套服务，一站式解决用户全屋家电需求。公司积极开发升级智慧家庭触点网络，落地成套设计、销售、服务，通过语音场景互联演示，

提高终端体验。2019年上半年公司智慧家庭成套销售占比 28.29%，提升 2.71 个百分点，其中高端智慧成套产品销售量增幅明显，二季度环比增长 24%；智能家电绑定量增长 54%，智慧家庭用户量增长 9.6%。

用户需求的细分和多样，则要求智慧家庭要真正做到千人千面。“定制”则是解决了个性化需求的问题。海尔智慧家庭基于海尔 8 大产业、140 个产品品类，能够实现用户自主定制智慧家庭全屋场景：基于极致体验的硬件产品与软件服务，打造“千人千面”的定制化智慧场景体验，设计出 40 多个核心一键定制场景；根据房屋户型结构、装修风格，提供“量身定制”的家电各品类产品和家庭场景解决方案设计，用户开放“DIY”场景体验设计权，用户可基于家庭场景条件，如天气、地理位置等自定义个性化场景。

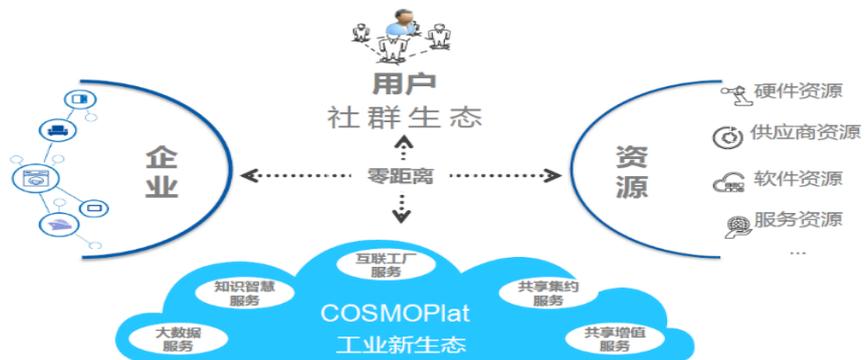
成套和定制的背后，需要海尔 u+平台这个大脑中枢的支持和不断迭代，才能更懂用户的需求。“迭代”就是指运用 U+智慧云脑对产品使用数据进行收集和分析，根据用户习惯、场景需求，对智慧家庭的技术、性能和体验进行升级迭代，不断适应用户需求。

### 工业互联网平台：模块化智能制造，引领柔性化大规模定制

海尔通过中国独创、全球引领的工业互联网平台 COSMOPlat，将海尔互联工厂模式和知识数字化、产品化，构建 1（主平台）+7（模块）+N（行业）平台架构体系，实现跨行业、跨领域应用。目前可为房车、农业等 15 大行业提供软硬一体的综合解决方案，覆盖 60 个细分行业。

目前公司已建成 13 家全球引领的互联网工厂样板，构建物联网时代下以用户为中心的大规模定制引领体系。目前用户全流程参与的大规模定制占比达 19%，客户参与的大规模定制占比达 52%同时，前瞻性布局智能制造、人工智能、VR、大数据等关键领域。联合移动、华为等推出首个智能+5G 工厂，实现生产效率、制造成本、不入库率等产能指标的极大优化。

图表 9：海尔互联工厂

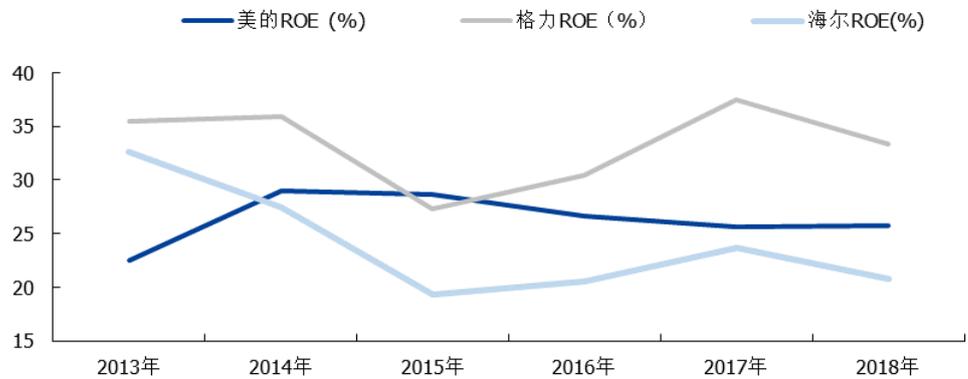


资料来源：公司资料，国盛证券研究所

## 2.从财务角度看海尔的改善空间

我们从三家白电公司的 ROE 角度来看，尽管海尔表现优秀，ROE 超 20%，但是仍略低于竞争对手。

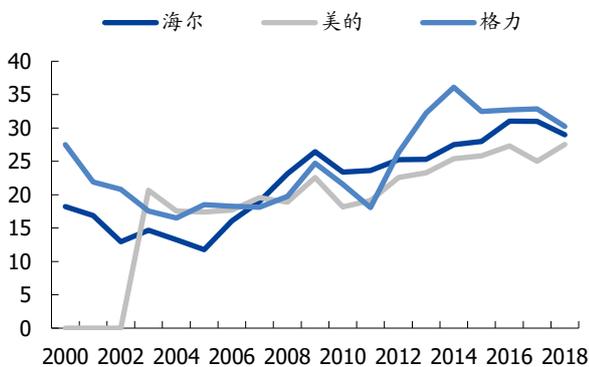
图表 10: 三大白电 ROE 水平 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

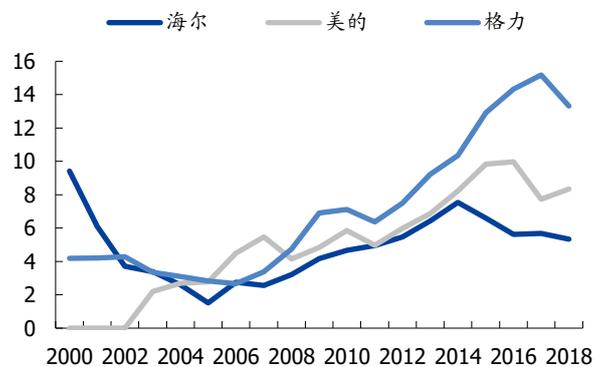
从杜邦分解看，主要是公司的净利率水平相比竞争对手较低，2018 年海尔净利率 5.33%，低于美的 8.34%和格力 13.31%水平。资产周转率和权益乘数方面，三家公司差距较小。进一步分析公司的盈利能力，三家白电龙头整体毛利率水平相近，均在 30%左右，海尔相比美的毛利率更高。但是公司整体费用率水平相对较高，导致净利率低于格力和美的。

图表 11: 海尔、美的、格力毛利率 (%) 水平接近



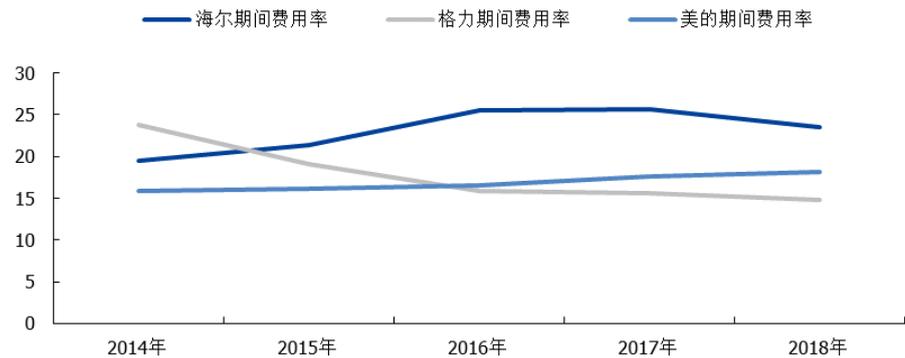
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 12: 海尔净利率 (%) 水平低于美的、格力



资料来源: wind, 国盛证券研究所测算

图表 13: 三大白电费用率水平 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

除了公司少数股东权益比例、渠道模式和海外战略方式与格力、美的有所不同之外,我们认为导致公司效率有待提升的核心原因主要有: **1) 渠道沟通效率有待提升; 2) 超前的战略布局(高端品牌卡萨帝、海外市场布局)需要付出更多的试错成本和培育时间; 3) 激励机制有待完善。**

我们认为影响公司经营效率提升的三大问题进入改善通道——公司渠道不断优化、前瞻性布局与市场环境逐渐匹配,同时公司也建立了长效的激励机制,未来这三大改善将带动海尔大象起舞。

本文将主要集中分析,海尔在渠道深化转型、战略布局的成效显现以及激励机制不断优化三个角度去阐述海尔的改变,这三大优化将带动后续海尔的经营情况持续改善。

### 3.改善之一: 渠道体系再次优化, 成效可期

聚焦公司渠道方面的架构调整,可以看到海尔不断理顺渠道内部机制,提升渠道运营效率。**2016**年以来,海尔渠道调整,理顺产品与渠道团队利益;**2018**年末,新一轮调整继续深化零售转型,做网格化全渠道管理、做好统仓统配,提升效率。

为了更好的理解海尔渠道的优化,我们首先梳理了海尔的产品和渠道体系构成和特点。

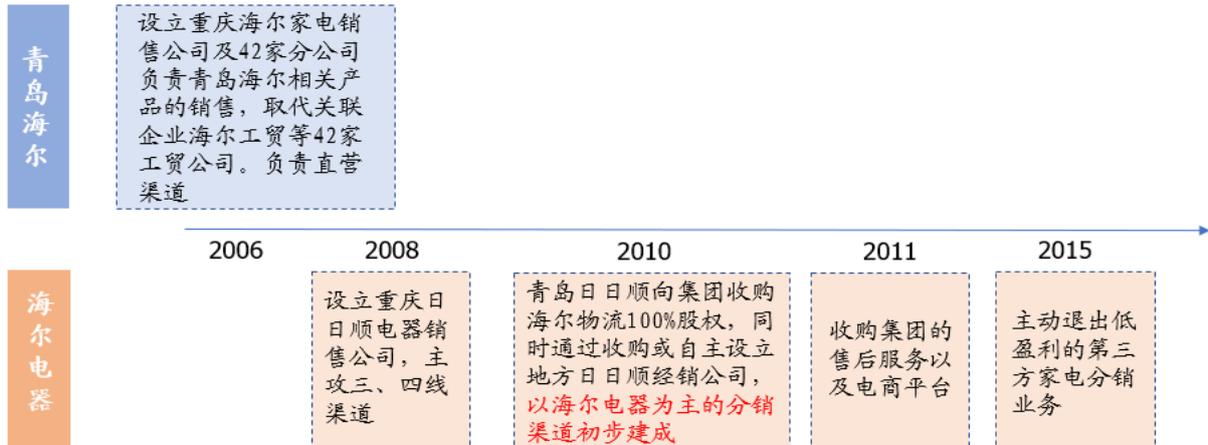
#### 3.1 海尔的产品和渠道体系梳理

**海尔智家:** 主要负责公司一二线 **KA** 渠道。公司 2006 年设立重庆海尔家电销售公司及 42 家分公司负责本公司产品销售,取代关联企业海尔工贸等 42 家工贸公司,解决了关联交易比重过高的问题,同时增强了对渠道掌控力。

**海尔电器:** 负责海尔专卖店、日日顺综合专卖店、电商等渠道。1) 2008 年设立重庆日日顺电器销售公司,进行市场下沉。主要负责乡镇村级的低线市场渠道。2) 2010 年通过全资子公司青岛日日顺向集团收购海尔物流 100% 股权,配套物流服务。同时,这一时期日日顺经营策略是做向自有品牌和第三方品牌同时开放分销服务的社会平台,通过收购或自主设立几十家地方日日顺经销公司。以海尔电器为主的分销渠道初步建成。3) 2011 年收购集团的售后服务业务及电商平台,进一步将配套服务和电商渠道装入港股公

司。4) 2015年主动退出低盈利的第三方家电分销，专注集团家电分销业务。

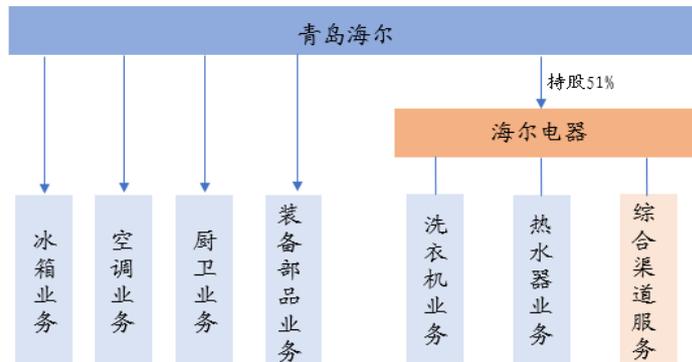
图表 14: 两大上市平台渠道相关资产并购历程梳理



资料来源：青岛海尔及海尔电器资产收购书，国盛证券研究所

以海尔智家为产品、海尔电器为渠道中心的组织架构基本建成。其中，青岛海尔旗下为冰箱业务、空调业务、厨卫业务以及装备部品业务。海尔电器旗下为洗衣机业务、热水器业务、渠道综合服务（后拆分为物流业务及渠道业务）。

图表 15: 海尔智家及海尔电器组织架构



资料来源：国盛证券研究所

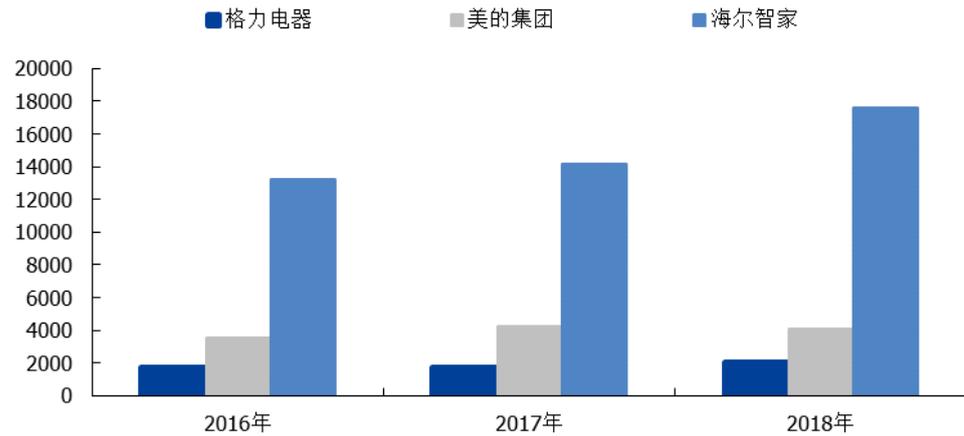
### 扁平化的渠道模式

#### ➤ 渠道层级扁平化

公司销售网络与其他家电企业相比相比主要有几点不同：1) 销售公司在上市平台体内。公司产品销售与终端的对接通过两个渠道来进行。其一是 690 平台下的 42 家销售公司对接 KA 渠道，其二是 1169 平台下的日日顺分销平台管理海尔专卖店及日日顺专卖店。42 家销售公司及日日顺公司均在上市平台体内，其收入体现在综合渠道服务业务板块。2) 日日顺直接对接县级代理商或专卖店，渠道扁平度高。传统的层层分销模式一般从省代开始，下沉到乡镇市场往往通过两到三层代理。海尔的代理商在县级层级由公司的销售人员直接对接。2018 年全国建设 8000 多家县级专卖店、30000 余家乡镇网络，终端网点密集深入。

由于销售渠道在上市公司体内，从销售人员的数量看，海尔的人员数达到了 1.7 万人左右，而格力美的人数分别为 2000 人与 4100 人左右。

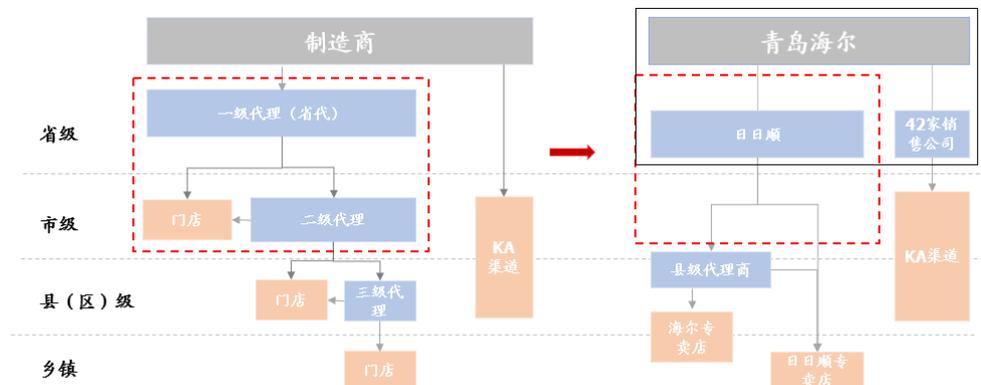
图表 16: 三大白电销售人员数 (人)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

特有的体内销售公司+扁平渠道使得中间环节最大程度的连接制造商与终端。一方面，日日顺归属上市公司平台，与传统代理商相比能更好传达公司政策指引。日日顺下属42个日日顺分公司的渠道分销体系，取代三四级家电市场中小型分销商，解决了后者资金规模小、管理混乱、流通效率低的问题，规模化使得中间环节减少，同时更好的传达公司政策目标。另一方面，日日顺与经销商连接紧密，可以将终端销售情况及时反馈至制造端。传统分销模式中，厂商将产品压货给代理商后即完成销售，对于零售终端的跟踪并不及时。日日顺直接连接终端或县级代理商，可以将消费者对于产品的需求及时反馈给制造商。

图表 17: 与传统厂商相比海尔渠道更加扁平



资料来源: 国盛证券研究所

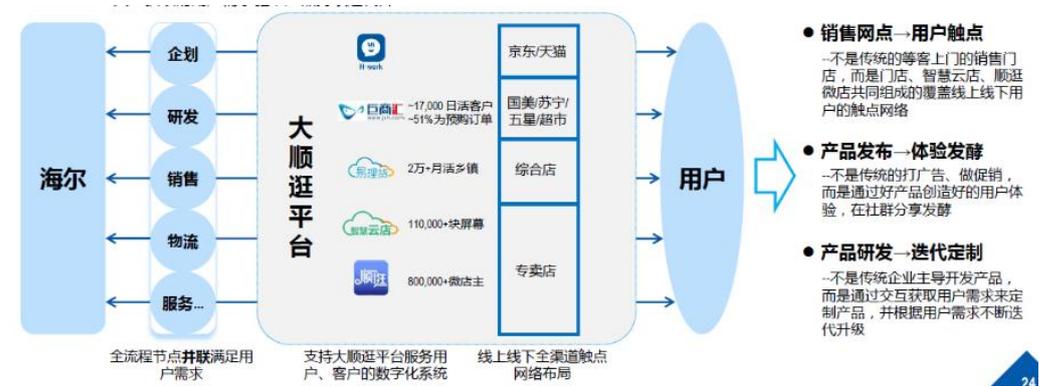
### ➤ 渠道管理信息化

实现“零库存、高周转”的目标，从供应商到终端的高度信息化至关重要。公司通过巨商汇、易理货、大顺逛等互联平台打通采购—生产—运输—销售环节。

- 1) 巨商汇: 对接经销商客户。目前已经实现 100%经销商客户的覆盖。直营客户和代理商下单均需要通过巨商汇系统。通过巨商汇平台，经销商货源不仅可以来源于的仓库或渠道流通环节，还可以自行定制。公司近 70%的产品是还未生产就已经收到经销商订单的。
- 2) E-store: 对接服务商的零售系统。可以进行进销存管控。
- 3) 易理货: 针对乡镇

市场特别推出的进销存管控系统。4)大顺逛:社区交互系统。用户可以从顺逛平台下单,与小微店沟通。

图表 18: 大顺逛平台交互功能



资料来源: 公司宣传材料, 国盛证券研究所

### 3.2 2016 年的架构调整, 产品与渠道目标一致

#### ➤ 考核目标一致

##### 渠道调整前: 内部存在掣肘

1) 组织体系上, 过去海尔在三四级市场由两个团队共同负责, 一个团队分管产品, 另一个负责客户、网络拓展和渠道。两个团队考核目标不一样, 决策的落脚点有所差异, 产品团队更偏重于考核与产品有关的出货量、产品价以及产品结构等指标, 而渠道团队主要负责考核与零售情况有关的门店数量、店铺位置等。两大团队的考核和目标存在一定差异, 导致内部存在一定的掣肘, 海尔产品的优势没有在渠道端中让消费者真实的感知到。

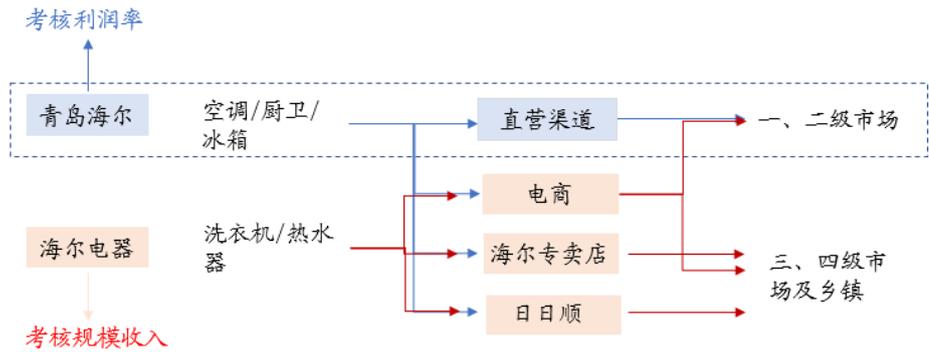
2) 渠道考核上, 之前海尔的考核指标是卖给经销商的出货量, 但是往往出现向经销商压货没有真正销售给消费者, 导致后续经销商不得不把产品变成低价销售; 并且过去的考核同比主要指标为出货量, 激励制度偏向负面考核。

##### 渠道调整后: 内部利益理顺, 体系偏向零售端转型

1) 组织体系上, 690 与 1169 销售团队合二为一, 统一由李华刚管理, 增加协同, 解决了内部目标不一致的问题。

2) 渠道考核上, 渠道转向零售端考核, 注重率、盈利能力、周转率等指标, 还原产品价值。员工考核指标上, 把同期增长率变成市场份额考核, 激发了销售潜力, 且更多偏正面激励。

图表 19: 海尔智家与海尔电器内部结构有所掣肘

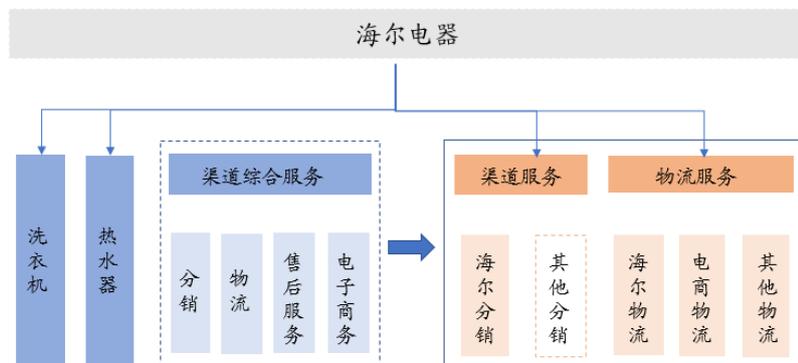


资料来源: 国盛证券研究所

➤ 聚焦集团分销业务

**开放式平台从分销业务向物流服务转移。**2015年末海尔电器针对渠道进行整合，将综合渠道业务服务拆分成渠道服务和物流服务两个部门。其中渠道服务分成海尔品牌分销和其他品牌分销，但是后者被逐渐淡化，清算整合地方日日顺经销公司，聚焦盈利较强的集团内部产品分销。与此同时，公司的开放式平台重点转移至物流业务。

图表 20: 海尔电器渠道调整

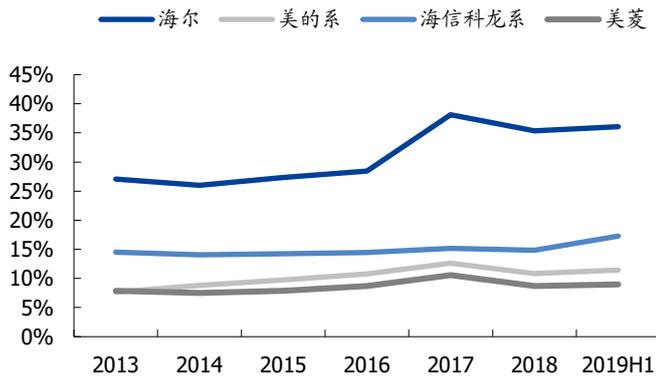


资料来源: 海尔电器年报, 国盛证券研究所

➤ 目标统一后，产品优势得以发挥，市场份额突飞猛进

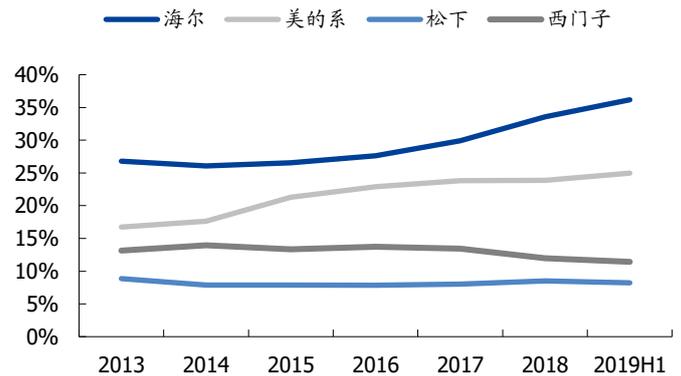
2016年这一轮渠道改革效果显著：海尔冰箱终端零售份额从2016年28%上升至2017年38%，仅一年就提升10pct。洗衣机则从2016年27%稳步上升至2018年33%，提升6pct。

图表 21: 2016 年起海尔冰箱份额 (%) 大幅提升



资料来源: 中怡康, 国盛证券研究所

图表 22: 2016 年起海尔洗衣机份额 (%) 持续提升



资料来源: 中怡康, 国盛证券研究所

### 3.3 2018 年末开始, 新一轮渠道调整正在进行中

2016 年的这一轮渠道改革, 给公司带来了 3 年左右的发展红利。在现阶段, 随着苏宁小店、京东线下店迅速下沉, 公司需要进一步渠道调整去主动应对行业和公司业务的发展。本轮渠道调整核心是渠道的全网管理、四网合一的推进以及统仓统配, 同时在渠道业态上, 强调前装渠道的成套化推进。

#### ➤ 渠道全网管理变革

##### 为什么会有新一轮的渠道变革?

渠道方面, 在 2016 年的一轮调整中, 虽然理顺了产品团队与渠道团队之间考核目标一致的问题, 使得海尔的产品价值能够得到展示和实现。但是海尔的渠道体系依然有以海尔智家为 KA 渠道和海尔电器为日日顺、海尔专卖店渠道的架构, 同一个地区存在至少两个渠道团队在负责, 由于不同的渠道体系策略不同, 导致即使同一地区的不同渠道之间终端零售价格也存在不同。

苏宁和京东用小店模式的快速下沉使得之前不同渠道间价格不统一的问题日益突出。选择加盟苏宁京东的小批发主, 直接从苏宁进货, 可以绕过代理商, 相当于减少了渠道分销环节带来的加价, 从而使产品价格更具竞争力。如果同个区域中终端价格不能统一, 若京东、苏宁的小店价格更低, 消费者经过价格比较后, 去该类渠道购买海尔产品, 则以三四级市场为核心的海尔专卖店受到冲击。

##### 新一轮渠道机制如何调整?

本轮渠道变革的核心是提升渠道效率, 建立稳定的价格体系

**1) 对外实行渠道网格化管理:** 为了应对这种变化, 公司在同一个区域设立一个网格主, 统一管理当地的 KA 以及各类专卖店渠道。全网管理使得渠道实现按区域的细化, 网格加密实现更高覆盖。网格细分以后同一个团队负责区域内的所有渠道管理及售后服务, 提升效率和消费者体验, 减少内部摩擦带来的效率损耗。

**2) 对内推进四网融合:** 要做到渠道网格化, 核心是提升内部效率, 公司通过做四网合一, 打破不同部门的隔离墙, 优化效率。四网合一包括物流网、服务网、信息网和营销网。建设营销、物流、售后、信息四网融合的服务体系, 实现产品/客户/用户/员工信息的互联互通, 提升全流程服务质量。

**3) 统仓统配提升渠道运作效率。** 海尔在统仓统配上, 进一步发挥自身日日顺物流大件配送优势, 将县一级的配送拓展到乡镇网点, 提高运转效率, 进一步夯实自身在三四级市场的渠道优势。

海尔之前在县一级到乡镇的配送中，货物流向和信息流公司端没有掌握，对客户的存货也无法做到明确掌握。通过乡镇市场的统仓统配覆盖和数据化运营体系，支撑营销管理到镇、不良品快速处理、订单全流程可视，提升乡镇市场精细化运营水平；驱动服务商聚焦乡镇市场的零售竞争力，通过送装同步、服务乡镇客户，打造良好的口碑。变革后直接由海尔能够统仓统配，配给乡镇的网络，系统下单，价格可视，改变原来县级服务商（经销商）的盈利模式，由原来单纯的做差价转型为做零售和服务。同时，海尔会直接指导乡镇网络如何做展台、做营销，提升终端的零售能力。

#### 期待渠道调整后什么效果？

- 1) 渠道调整后更加精细化运营区域，维护好区域内的价格体系，增强区域内部渠道协同效应。
- 2) 通过统仓统配以及内部信息系统的统一使用，公司能够更好的掌握渠道存货情况，加强经销商管理与指导。同时公司对终端动销的把握也能更好地服务生产体系。
- 3) 倒逼公司渠道效率提升，公司也能够在这轮渠道下沉中，海尔自身渠道体系的效率在提升，能够与新零售之间的竞合关系中，处于更加主动的位置。

#### ➤ 加推前装渠道获取用户流量

在渠道业态上，加速推进前置渠道的触点建设，依托公司多品牌、全产品优势，建设智慧成套场景体验店，实现从卖产品到卖方案转型。2018年建设4个智慧家庭城市体验中心、423个全屋智慧家庭集成店，3037个全网智慧家庭体验店。通过产品、门店、人员、平台的转型，实现成套产品、成套方案、成套展示、成套人员、成套服务，为消费者提供从单品到成套产品、再到成套方案，一站式解决后顾之忧。2018年全屋集成渠道零售额超过50亿元，增长超过100%。2019上半年，公司家装渠道零售增长50%。

图表 23: 红星美凯龙卡萨帝智慧家庭体验店



资料来源：百度图片，国盛证券研究所

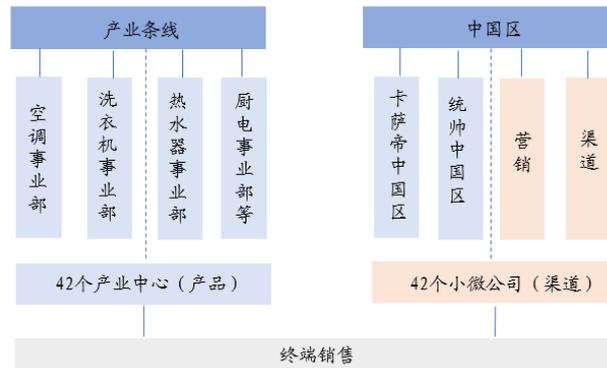
#### ➤ 厘清产品线与中国区职能

改革后公司结构扁平，是矩阵式架构。以产业线为主导，有冰箱、洗衣机、空调、热水器、厨电等几个本部。由中国区分管国内销售，包括渠道、营销、卡萨帝中国区、统帅中国区等；工作汇报上，每个产业部的国内市场部的负责人，既要跟产业本部领导汇报，也要跟中国区汇报。中国区与产业线平行，中国区下面在全国有42个小微，全国有8000多个网络客户；产业线下面在全国也有42个产品中心，再往下由产品代表去落地销售。

产业与中国区职能理顺后，两大平台在分管上既有侧重又有协同。进一步减少部门间沟

通不顺畅带来的效率磨损。

图表 24: 产业线与中国区双线并行



资料来源: 国盛证券研究所

## 4.改善之二: 前瞻战略布局, 开始进入收获期

此前, 海尔的战略前瞻与外部市场竞争格局演变始终存在时间差。

图表 25: 海尔五大战略阶段



资料来源: 公司宣传资料, 国盛证券研究所

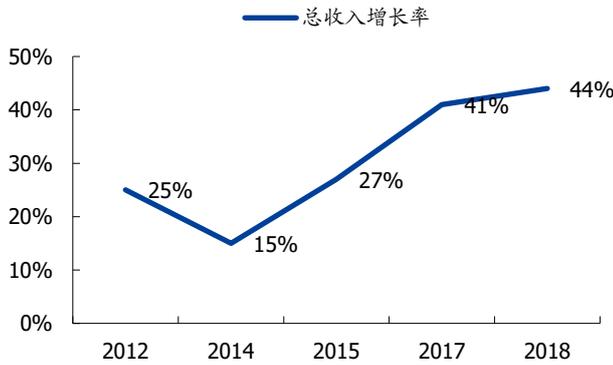
海尔通过不断的前瞻战略布局, 为后续每一阶段的发展打下了坚实的基础, 但是我们同样也可以看到, 海尔过早的战略实施, 也可能导致当期公司经营效率降低、财务绩效面临一定波动。例如, 在海尔的国际化战略阶段, 海尔自主创新意味着高昂的营销费用, 从财务绩效看, 其实会低于美的格力等通过 OEM 的方式; 21 世纪初海尔在美国建立生产基地和研发基地并没有成本上的优势, 反而使得公司成本上升; 公司在 2007 年左右开始投入高端品牌创立, 持续资源投入, 而当时在家电下乡的背景下, 绝大部分公司的策略是考虑如何降低均价, 以更多进入到补贴目录中, 从当期的财务绩效看, 公司反而会削弱业绩。

但是, 我们认为经过前期的前瞻布局, 海尔近期已经迎来了内部经营战略和外部市场周期的共振, 战略的前瞻布局和外部市场竞争格局开始更加匹配, 主要体现在 1) 消费分级下, 高端品牌卡萨帝发力, 迎合了时代的需求; 2) 在国内市场天花板压力临近时, 全球品牌布局, 拓宽了收入来源。

#### 4.1 筑高端：厚积薄发，卡萨帝先发优势明显

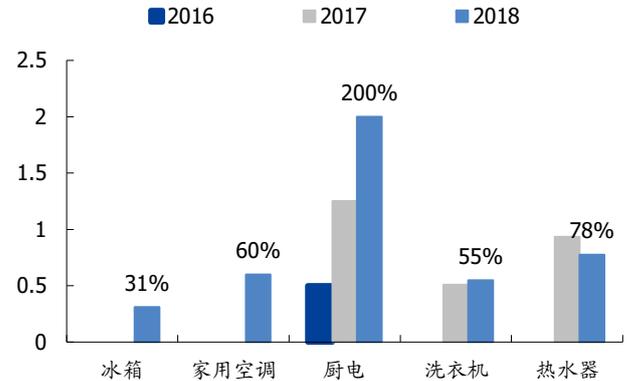
高端品牌卡萨帝收入高速增长。公司2006年起前瞻性培育高端品牌卡萨帝，2012年起加速向市场推进，迈入高速增长通道。根据我们测算，2018年卡萨帝收入超过55亿，同比增长44%，其中冰箱、空调、厨电、洗衣机和热水器增速分别为31%、60%、200%、55%和78%，各品类增速均远高于行业及公司水平，前期高端布局已进入收获期。以海尔电器披露的洗衣机及热水器产品为例，卡萨帝洗衣机收入占比从2006年5%上升至2018年11%，热水器从2%上升至13%，逐渐成为贡献公司收入增速的重要力量。

图表 26: 卡萨帝收入高速增长



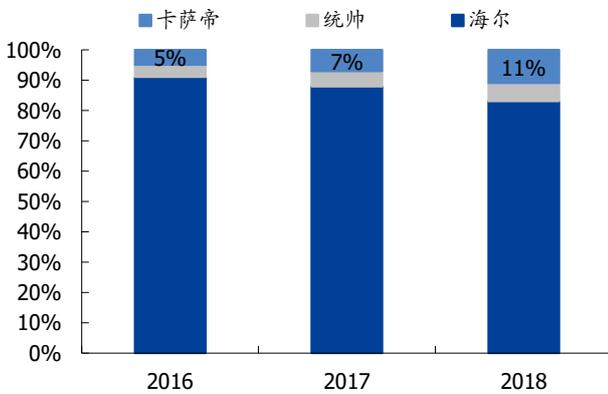
资料来源：公司年报，国盛证券研究所

图表 27: 卡萨帝分产品收入增长



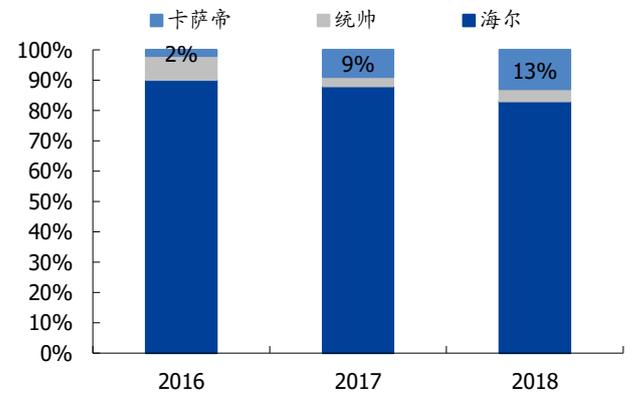
资料来源：公司年报，国盛证券研究所

图表 28: 卡萨帝洗衣机占比逐年上升至 11%



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

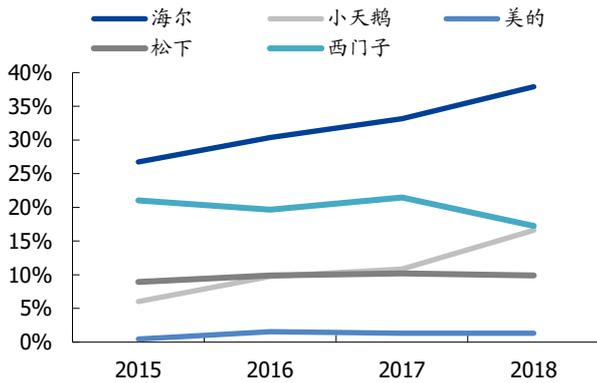
图表 29: 卡萨帝热水器占比逐年上升至 13%



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

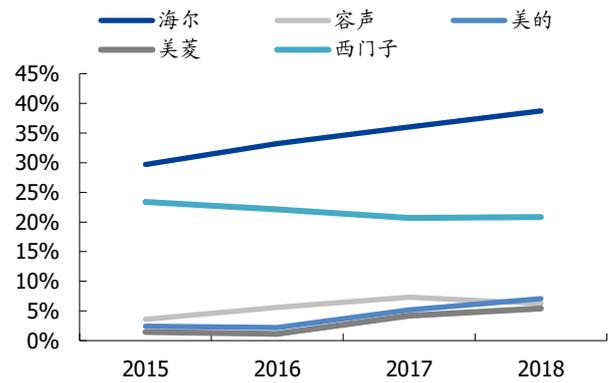
先发优势明显，高价位市场占比遥遥领先。受益于旗下品牌卡萨帝的先发布局，公司在高价格段产品的市占率一直位于市场前列，且与第二名的竞争优势正在逐步拉大。2018年公司5500元以上价格段洗衣机零售量占比38%，领先第二名21pct；7000元以上价格段冰箱零售量占比39%，领先第二名18pct，在高端市场处于绝对优势地位。

图表 30: 各公司 5500+价格段洗衣机零售量占比



资料来源: 中怡康, 国盛证券研究所

图表 31: 各公司 7000+价格段冰箱零售量占比



资料来源: 中怡康, 国盛证券研究所

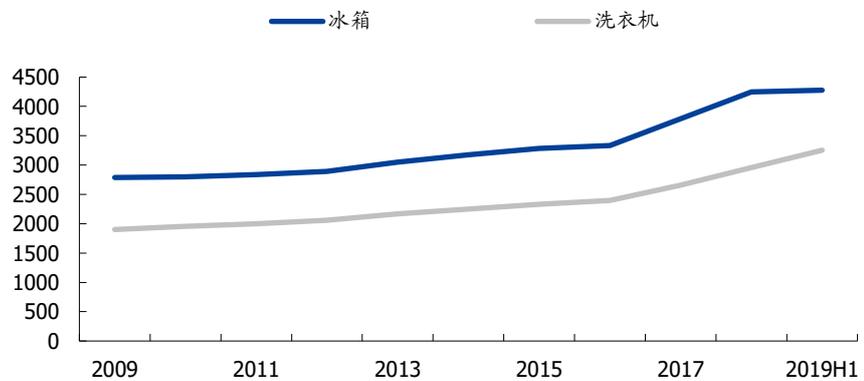
### 没有随随便便的成功

卡萨帝近年来的快速崛起, 从内部来看, 是“好产品”和“好营销”的双重支撑; 从外部来看, 契合了消费升级的大环境。

#### 外部助力: 产品结构升级趋势明显

公司布局卡萨帝的过去十年, 恰好是以冰洗为代表的家电产品结构升级的十年。2009-2018年十年内, 冰箱/洗衣机均价分别提升 1461/1056 元, 提价超过 50%。且 2016 年后, 进入加速提价通道。公司前瞻性布局提前卡位高价格段赛道, 借力消费者对产品高端化、差异化的需求拉动品牌销量增长。

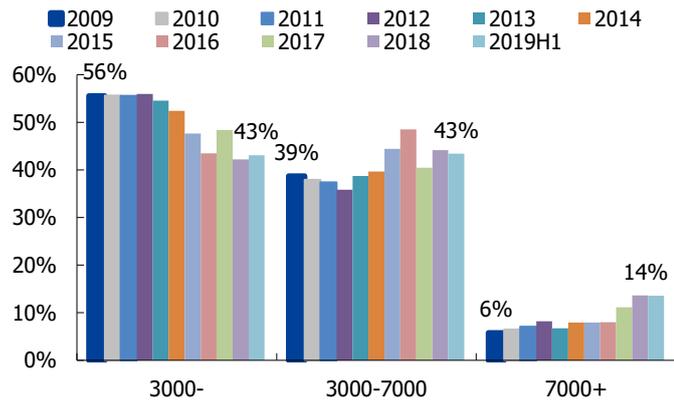
图表 32: 冰洗产品均价 (元) 不断提升



资料来源: 中怡康, 国盛证券研究所

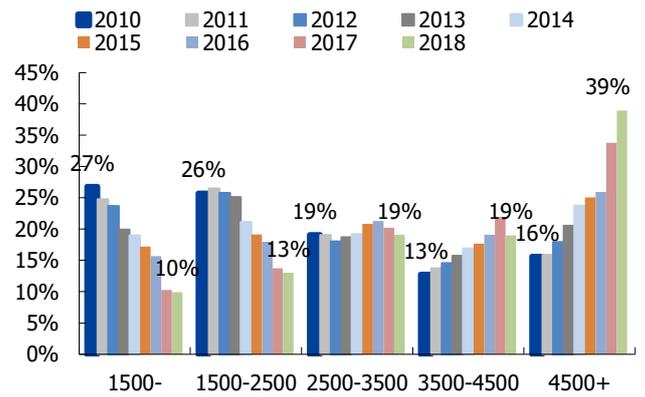
**冰洗市场过去十年产品升级趋势明显:** 进一步来看各价格段的变化, 冰洗市场过去十年产品价格带上移明显。1) 冰箱市场: 3000 元以下零售量占比从 2009 年 56% 下降至 2018 年 43%; 7000 元以上零售量占比从 2009 年 6% 上升至 2018 年 14%, 低价位产品向中高端转移。2) 洗衣机市场: 1500 元以下零售量从 2010 年 27% 下降至 2018 年 10%; 4500 元以上零售量从 16% 上升至 2018 年 39%; 中间价格段动态平衡, 可见洗衣机市场整体价格上移趋势。

图表 33: 冰箱各价格段零售量占比



资料来源: 中怡康, 国盛证券研究所

图表 34: 洗衣机各价格段零售量占比



资料来源: 中怡康, 国盛证券研究所

### 内生原因: 研发领先产品精湛, 渠道加推助力

#### ➤ 研发领先: 整合全球顶尖资源, 多项首创技术差异化提升实用体验。

技术上整合全球的创新团队和资源。日本三洋的工程师以及美国 GE 家电、新西兰斐雪派克的技术研发人员, 都参与到卡萨帝一系列核心技术的共同创新之中。

每一项研发均深度挖掘用户需求。云珍冰箱除了常规的制冷之外, 更注重控制氧保鲜, 红外感知食材, 做到内部温度波动不超过 0.2 度; 双子洗衣机分上下滚筒, 衣物分开洗涤, 变频直驱电机使得洗涤更加静音, 特殊洗涤程序能够洗涤珍贵面料衣物; 天玺空调实现分区送风, 智能感知室内温度与人体体表热辐射, 并自动调节适应, 自动清洁空气。

图表 35: 卡萨帝冰箱首创技术梳理

年份	核心技术/产品	领先功效
2013	首创四温多循环科技	除冷藏、冷冻之外, 特设 2 个独立变温空间, 独立循环, 独立控温
2014	首创直线无油压缩机技术	颠覆传统的定频、变频压缩机行业格局, 为用户提供了成熟的保鲜、节能、降噪全方位存储解决方案
2015	推出全球首台气悬浮无油动力制冷系统冰箱	温度波动范围控制在 $\pm 0.05^{\circ}\text{C}$ , 创造零温差下的“细胞级保鲜”体验
2016	推出红外恒温科技迭代细胞级养鲜技术	实现精准、精确控温, 为食材提供专属保鲜方案
2017	采用超前 MSA 控养保鲜技术	降低特定仓室内的氧气浓度, 实现保鲜延长加倍, 营养损失率低于普通冰箱的 1/10
2018	冷冻全球首创智能恒温系统	冷冻食材不会因此反复化冻导致汁液流失以及口感变差

资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

#### ➤ 产品精湛: 艺术家电极具审美, 做工精致

艺术审美高级, 斩获多项国际设计大奖。卡萨帝在全球有 14 个设计中心, 有来自意大利、英国、德国等 12 个国家 300 多个设计师团队。产品设计极具艺术感, 2008 年以来每年均有多款产品斩获德国“红点奖”、IF 大奖等国际设计大奖, 彰显品牌内涵。其中卡萨帝双子云裳洗衣机成为全球首次获得两项 IF 大奖的产品, 体现卡萨帝品牌将家电打造成艺术品的极致追求。

做工精致, 以滚筒洗衣机为例, 普通洗衣机内筒为铆接, 接口处接缝会刮伤衣物, 卡萨

帝洗衣机业内首次引进 1500℃、0.02 秒激光无缝焊接工艺，接口平滑无缝，洗衣过程不损伤衣物。

图表 36: 卡萨帝系列产品



资料来源: 卡萨帝官网, 国盛证券研究所

图表 37: 卡萨帝产品多次获得国际设计大奖

年份	获奖产品个数	代表产品	代表奖项
2007	1	卡萨帝洗衣机	德国 IF 设计大奖
2008	4	卡萨帝意式三门冰箱	红点至尊奖、美国工业设计优秀奖
2009	2	卡萨帝法式对开门冰箱	唯一美国金锤奖
2010	2	卡萨帝燃气灶	德国红点奖
2011	6	卡萨帝法式六门冰箱	红顶奖
2012	2	卡萨帝意式二代冰箱	PIN UP 亚洲创意产业设计大奖
2013	4	卡萨帝朗度冰箱	2013 中国年度新锐榜-优化生活特别贡献奖
2014	3	卡萨帝云裳欧式滚筒洗衣机	中国国际消费电子 Leader 产品创新奖
2015	4	卡萨帝双子云裳洗衣机	史上首次获得两项 IF 大奖的产品; 德国红点奖等
2016	4	卡萨帝鼎级云珍冰箱	德国 IF 大奖; 美国 SIEMIC 认证; Leader 技术创新大奖
2017	7	卡萨帝晶典传奇 CT1 燃气热水器	德国“年度工业设计工业创新成果”大奖
2018	4	卡萨帝 F+自由嵌入式冰箱	德国 IF 工业设计大奖

资料来源: 卡萨帝官网, 国盛证券研究所

### 营销创新: 创新生活馆诠释品牌价值

公司自 2014 年起加快推进卡萨帝线下渠道建设, 当年新开和升级网络 2600 家。2015 年建店 1440 家, 其中大型体验店 153 家, 整体网络在一二级市场实现全覆盖。2016 年覆盖中国 60%以上县级市场。截止 2018 年, 累计门店建设超过 8000 家, 卡萨帝有成套品牌厅 600 家。

除专属线下体验店外, 卡萨帝在部分核心城市开设了创意生活馆。将客厅、厨卫、浴室等家庭生活场景与家电结合展示, 通过实景体验和深度交互进一步传递品牌价值, 诠释艺术生活美学。

图表 38: 卡萨帝渠道网络建设梳理

年份	渠道建设
2014	新开和升级网络 2600 家，基本实现网络全覆盖，便捷、全面满足高端用户的体验和购买需求。
2015	建店 1440 家，其中大型体验店 153 家，整体网络在一二级市场实现全覆盖；创造满足用户需求的差异化产品，建立专业智能制造工厂，建立符合高端用户需求的质量和服务体系。
2016	卡萨帝品牌专厅与品牌产品专柜合计建设 1300 余家，已经累计拓展品牌专厅及专柜 3000 多家，覆盖中国 60% 以上的县级市场。
2018	卡萨帝门店建设超过 1800 家，累计卡萨帝门店建设超过 8000 家、卡萨帝成套品牌厅 600 家

资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

图表 39: 卡萨帝线下体验店



资料来源: 卡萨帝官网, 国盛证券研究所

图表 40: 卡萨帝创意生活馆



资料来源: 卡萨帝官网, 国盛证券研究所

### 怎么看卡萨帝的竞争壁垒和对手的发力?

高端品牌受到消费者认可不是一蹴而就。在 12 年前, 对于高端市场的敏锐洞察力, 成就了卡萨帝品牌的诞生; 在此后的 12 年时间里, 对技术研发、市场营销和品牌文化等方面的持续投入, 才成就了今天的卡萨帝的品牌影响力。研发上, 基于原创用户创新驱动实现“自下而上”迭代, 通过用户的需求和痛点, 整合全球的创新团队和资源, 都参与到卡萨帝一系列核心技术的共同创新之中, 短期内难以在技术上做到超越和颠覆。品牌上, 目前中国的市场中, 除了卡萨帝之外, 国内品牌在高端领域话语权缺失, 品牌培育是一个长期过程, 我们认为海尔在高端领域的成果已经领先对手至少 5-6 年。

### 高端市场空间广阔, 成套化有望助力卡萨帝规模提升

高价格段市场容量增长明显, 我们进一步测算家电行业高端市场空间容量, 以期对卡萨帝未来成长空间做估算。

以洗衣机为例, 根据海尔内销洗衣机收入 272 亿元, 洗衣机市占率 33.59%, 测算出整体洗衣机内销规模 810 亿元。根据中怡康数据, 洗衣机高端市场(6300+元)占比 14.04%, 测算出高端市场规模为 114 亿元。

冰箱、空调、厨电高端市场规模分别为 153、217、118 亿元, 高端市场合计 484 亿元。卡萨帝 2019 年上半年收入规模 33 亿元, 假设 19 全年为 66 亿规模, 占高端市场比例 14%。

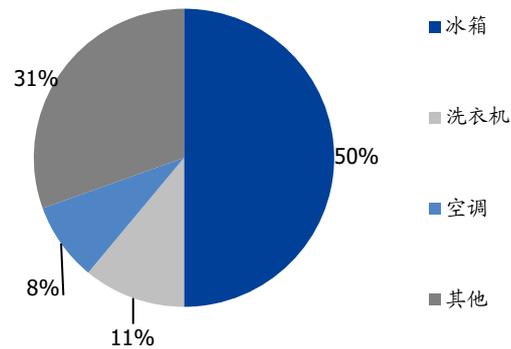
图表 41: 白电及厨电高端南市场测算

单位: 亿元	洗衣机	冰箱	空调	厨电
海尔收入	272	398	284	47.05
市占率	33.59%	35.35%	10.69%	4%
行业空间	810	1126	2657	1176
高端占比	14.04%	13.62%	8.15%	10%
高端市场规模	114	153	217	118
高端市场合计	484			
卡萨帝收入	66			
卡萨帝占比	14%			

资料来源: 中怡康, 公司公告, 国盛证券研究所 注: 厨电行业高端占比为自行估算, 其他为中怡康数据

我们认为卡萨帝未来空间依然广阔: 1) 目前卡萨帝的收入当中, 还是以冰箱和洗衣机为主, 二者占比 61%, 未来随着卡萨帝成套体系进一步推进, 厨电、空调等品类将进一步带动品牌整体增长。2) 当前 484 亿高端市场规模, 假设卡萨帝占比 50%, 则依然有 240 亿的空间。考虑到高端市场还在不断扩容, 我们预计卡萨帝未来规模可以达到 300 亿。卡萨帝未来有能力在较长时间保持 15%-20% 增速。

图表 42: 卡萨帝收入占比 (%) 以冰洗为主 (2019H1)



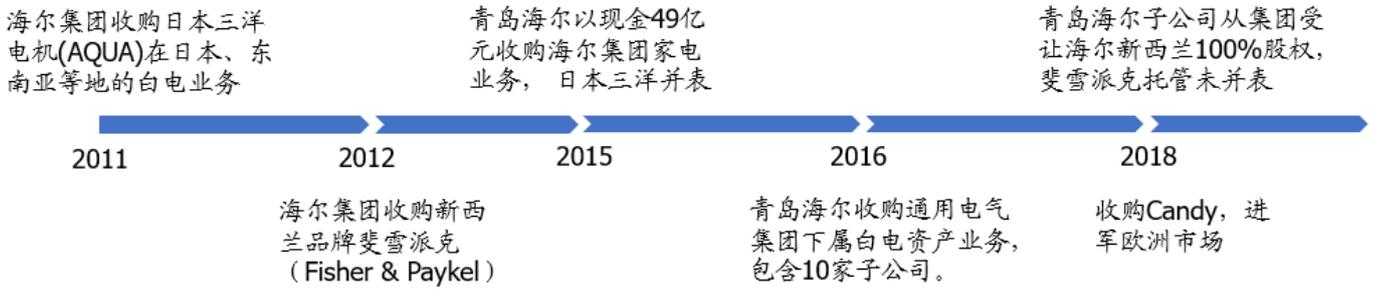
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 4.2 布全球: 协同提效, 抢占海外稀缺资源

### 并购全球优质资产, 完善全球化品牌版图

海尔集团自 2006 年起就提出“全球化品牌战略”, 随后不断整合收购全球优质白电资产。2011 年收购三洋电机进入日本、东南亚市场, 2012 年收购新西兰国宝级品牌斐雪派克, 布局澳新市场。2016 年收购北美第二大家电制造商通用电气集团旗下白电资产业务, 2018 年收购 Candy, 进军欧洲市场, 完善品牌布局最后一块重要版图。2018 年品牌零售量连续十年蝉联全球第一; 同时, 冰箱、洗衣机、酒柜、冷柜继续蝉联全球第一。

图表 43: 青岛海尔并购海外资产历程梳理



资料来源: 资产收购书, 国盛证券研究所

多地域、多品牌、全品类、全层次的产品矩阵已形成。截至目前, 海尔基本完成了海尔、卡萨帝、统帅、美国 GEA、新西兰斐雪派克、日本三洋、意大利 Candy 七大世界级品牌布局与全球化运营, 构建起世界最大的家电产业集群, 实现对全球市场与全家电品类、多消费层级的覆盖。

图表 44: 海尔全球品牌布局

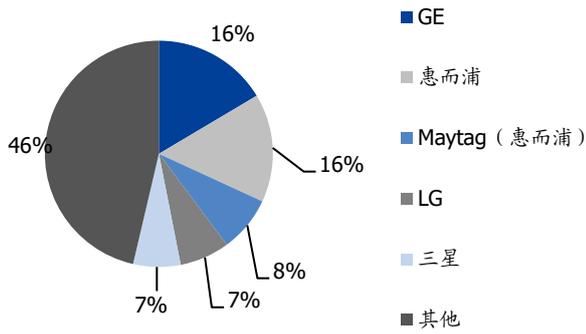


资料来源: 国盛证券研究所

### ➤ 外延收购优于内生增长

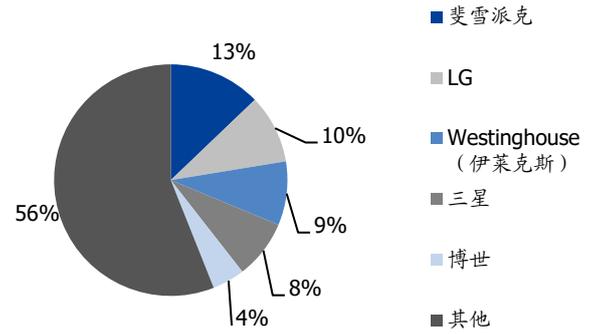
全球核心家电市场格局稳定, 内生性地域扩张难度大。全球核心家电市场已经进入存量时期, 尤其是北美、澳洲、欧洲等发达地区, 大家电在居民生活中早已完成普及, 产业成熟度极高。经历行业洗牌后脱颖而出的各大品牌, 在当地市场有极强的竞争优势和稳固的市场地位。这种情况下, 公司想通过自有品牌内生增长抢占当地品牌市场份额阻力较大, 收购当地成熟品牌进而成为全球化的有效手段。

图表 45: 北美大家电各品牌市场份额



资料来源: Euromonitor, 国盛证券研究所

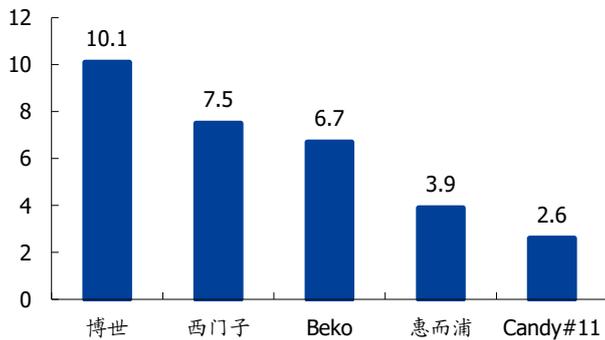
图表 46: 澳洲大家电各品牌市场份额



资料来源: Euromonitor, 国盛证券研究所

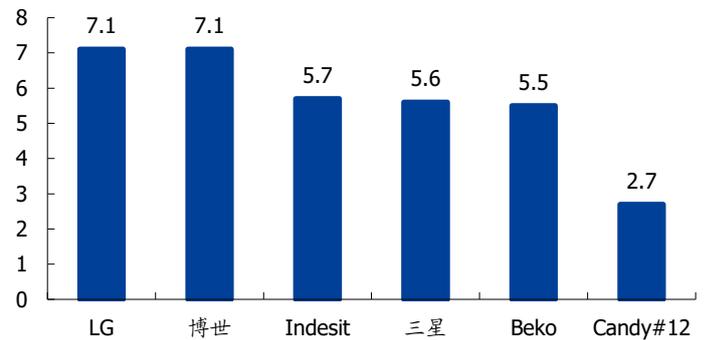
**优质资产将愈加稀缺。**欧睿数据显示,公司收购的 GEA 及斐雪派克品牌,在北美及澳洲大家电市场零售量占比分别为 16%、13%,排名当地市场第一。进一步来看前五名的品牌,背后均有强大的全球性家电集团持股,可收购的可能性非常小。可见,在当地占有**一定品牌地位且没有被庞大集团控制的**品牌凤毛麟角。公司率先收购 GE、斐雪派克等,又通过收购 Candy 进入欧洲市场,未来留给市场可收购的优质资产将更加稀缺。

图表 47: Candy 在西欧大家电市场份额排名 11



资料来源: Euromonitor, 国盛证券研究所

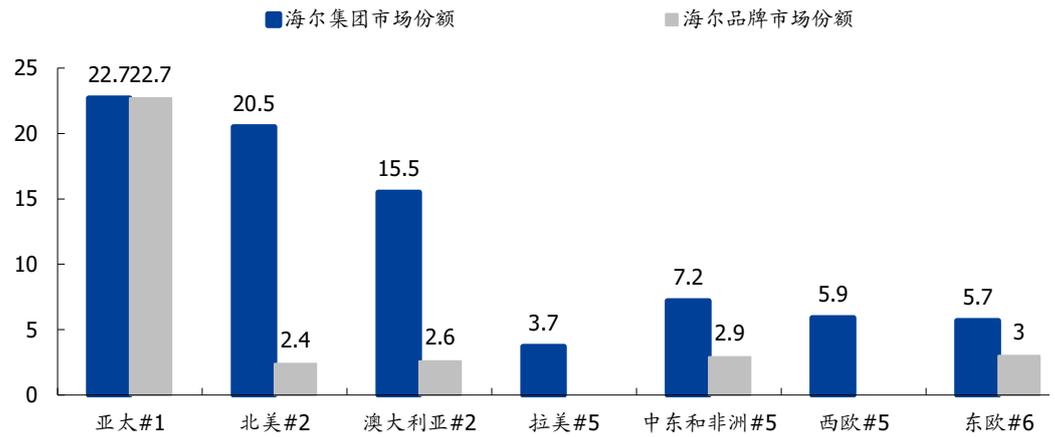
图表 48: Candy 在东欧大家电市场份额排名 12



资料来源: Euromonitor, 国盛证券研究所

**外延收购助力集团成功抢滩海外市场。**通过收购当地优质资产,海尔已经基本实现全球核心市场布局。七大核心市场中,海尔集团在亚太、北美、澳大利亚的市占率都在前两名,拉美、中东、西欧也挺进前五,是真正意义上全球化企业。

图表 49: 海尔集团及海尔品牌全球七大市场份额 (%) 及排名 (#)



资料来源: Euromonitor, 国盛证券研究所; 注: #排名为海尔集团口径, 集团份额是海尔旗下所有品牌的份额, 与海尔品牌的份额差值基本可以看做是收购的海外品牌占比

### ➤ 轻度整合, 三大协同优势

海尔在全球化的收购中, 奉行轻度整合的理念。最大程度的保留被收购企业原有的运作机制。珍视品牌、管理独立、管理人员保留、注重文化融合。

图表 50: 海尔 FPA 轻度整合成功案例

轻度整合	具体措施
基于董事会的治理	FPA 的 7 位董事会成员中有 5 位为当地人士 (含两位管理层董事)
珍视品牌	FPA、DCS 品牌由原管理层主导, 并购完成后, 成功地实现了品牌重新定位和升值
管理独立	三洋、FPA 一致遵循管理独立原则, 同时通过支持品牌定位, 将 FPA、DCS 品牌在澳洲市场份额从 38% 提升至 46%, 同时 FPA 研发人员已由并购时的 200 人发展为 370 人
管理人才保留	FPA 自 2012 年并购后实现了核心管理层 100% 稳定
文化融合	三洋并购涉及 6 个国家、4 个工厂和 2 个研发中心, 目前已成为中西文化成功融合的示范案例

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

**协同一: 研发优势共享。**以通用家电为例, 公司形成了一支多达 600 多人的业界资深研发团队, 平均从业年龄超过 20 年, 并已获得上千项专利, 并有 1,000 多项专利正在申请中, 覆盖厨具、烤箱、微波炉、冰箱、洗碗机、洗衣机等家电产品。海尔可充分利用通用家电在业内领先的研发实力和技术, 实现关键模块及零部件的生产技术和相关专利的共享, 以及前瞻性科技产品的研发能力协同及创新能力共享。

**协同二: 销售网络互补。**通用家电长期与 Sears、Lowes、Home Depot 和 Best buy 全美四大及连锁家电零售商保持良好的战略合作。海尔可以借用其在美国全覆盖的销售网络扩大美国家电市场份额, 实现跨越式发展。

**协同三: 采购成本节约。**海尔可以进一步进行全球采购优化供应商资源, 整合采购量集中采购, 从而实现降本增效。

### 海外经营成果亮眼, 盈利能力改善弹性大

海尔全球化布局成果表现亮眼, 2019 年上半年, 海外收入 467 亿元, 同比增长 24%;

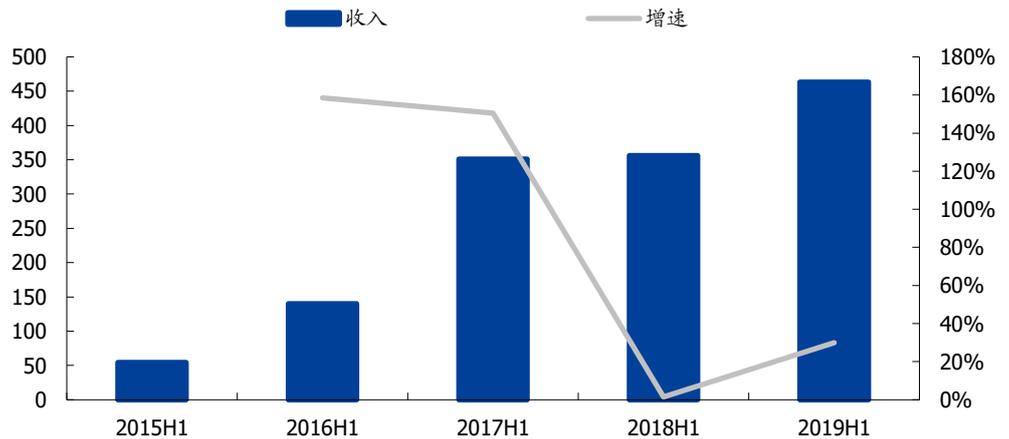
剔除并表 Candy 影响，增长 13%。

图表 51: 2019H1 海尔海外市场增速

	北美	欧洲	南亚	澳新	东南亚	日本
收入		72	42	25	20	15
增速	12.60%	244%	16%	2.60%	10%	6.10%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 52: 海尔海外市场增长 (亿元, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

以北美为例，得益于公司在成本、研发、技术上的协同，GEA 在经过了两年的磨合后开始进入发力期。在整体北美市场行业需求表现平淡的情况下，2019H1 公司北美业务依然保持了 12.6% 的增速。而北美市场的另两大龙头惠而浦和伊莱克斯，分别增长 1.89% 和下滑 1.2%，GEA 份额不断提升。

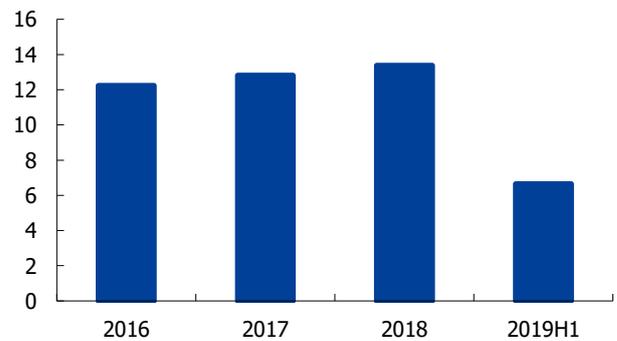
同时，相比于惠而浦北美市场 EBIT 12.4% 的盈利水平，目前 GEA 的 EBIT 仅约 4-5% 左右（参考 GEA 收购报告书披露），有较大的提升空间。我们认为后续在成本集约、研发共享等方面的协同，GEA 的盈利能力仍有较高的提升空间，改善带来的业绩弹性会非常大。

图表 53: GEA 惠而浦北美市场与伊莱克斯营业收入增速 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 54: 惠而浦北美市场 EBIT (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2018年，公司收购意大利 Candy，根据收购书披露，Candy 整体盈利能力相对较弱，若后续通过生产、采购、渠道的协同，以及管理的优化，预计 candy 能够释放较大的业绩弹性。

图表 55: Candy 财务摘要

项目（百万欧元）	2017年12月31日	2016年12月31日
资产总额	894.1	716.9
负债总额	794.1	628.0
资产净额	100.0	89.0
净负债	154.0	139.4
项目	2017年度	2016年度
营业收入	1,147.7	1,006.4
税前利润	4.6	20.4
净利润	2.2	12.1
EBITDA（注）	76.3	78.9

资料来源：公司公告，国盛证券研究所；

## 5 改善之三：股权激励常态化，激发经营活力

公司集体所有制体制下，核心高管的薪酬水平低于职业经理人机制的同行，公司对管理层激励并不充分，公司经营活力有待释放。

如何激发公司的员工动力，成为摆在海尔面前的重要课题。我们看到，从 2016 年开始，公司的激励机制已经开始改善，形成了常态化激励。

### ➤ 公司激励常态化

2009 年公司推出首期股权激励，建立了公司长期激励机制。2009-2014 年推出四期股权激励计划。2016 年起推出首期员工持股计划，至今共推出四期员工持股计划。公司长期激励机制逐步完善。

图表 56: 公司股权激励及员工持股计划

年份	激励计划	激励计划
2009	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。
2010	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。
2012	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
2014	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。
2016	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%。
2017	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%。
2018	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%
2019	第四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。本期持股计划的人员共计不超过 635 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、于淼, 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

## 6 盈利预测与估值分析

### 6.1 盈利预测

收入端:

由于 2016 年收购 GEA 体量较大, 将大家电收入拆分成原有业务及 GEA 两部分进行预测。

图表 57: 海尔智家收入预测 (百万元)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>原有大家电业务 (不含 GEA)</b>					
电冰箱	336.44	397.92	438.34	473.94	507.59
YOY	18.05%	18.27%	10.16%	8.12%	7.10%
洗衣机	222.95	272.38	306.02	334.12	361.35
YOY	19.87%	22.17%	12.35%	9.18%	8.15%
空调	257.47	284.75	299.16	320.40	343.14
YOY	47.97%	10.60%	5.06%	7.10%	7.10%
厨电	30.30	47.05	56.45	67.75	74.52
YOY	35.17%	55.25%	20.00%	20.00%	10.00%
热水器	64.30	71.00	78.10	84.35	89.41
YOY	20.01%	10.42%	10.00%	8.00%	6.00%
<b>GEA 分收入</b>					
电冰箱	134.70	145.48	167.30	184.03	195.07
YOY	73.69%	8.00%	15.00%	10.00%	6.00%
洗衣机	86.00	90.30	103.85	114.23	121.08
YOY	76.23%	5.00%	15.00%	10.00%	6.00%
空调	29.98	32.98	35.62	37.75	39.64
YOY	134.95%	10.00%	8.00%	6.00%	5.00%
厨卫	191.00	202.46	212.58	223.21	234.37
YOY	67.34%	6.00%	5.00%	5.00%	5.00%
<b>装备部品</b>					
收入	30.25	14.78	16.55	18.21	20.03
YOY	17.03%	-51.14%	12.00%	10.00%	10.00%
<b>渠道综合服务及其他</b>					
收入	203.88	257.62	283.38	311.71	342.89
YOY	10.21%	26.36%	10.00%	10.00%	10.00%
<b>合计</b>	<b>159,254.47</b>	<b>183,316.56</b>	<b>200,557.22</b>	<b>217,180.81</b>	<b>232,436.27</b>
YOY	33.75%	15.11%	9.40%	8.29%	7.02%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

综上, 未来三年营业收入分别为 2005.57/2171.80/2324.36 亿元, 同比增长 9.40%/8.29%/7.02%。

#### 盈利端:

毛利率水平上, 考虑到 1) 行业产品均价提升背景下公司产品结构不断升级; 2) 整合全球资源协同采购降本提效, 我们预计冰箱/洗衣机/空调三大白电将稳步提升。2019/2020/2021 综合毛利 29.09%/29.37%/29.61%。

图表 58: 各分部毛利水平预测

毛利率 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
电冰箱	32.11	30.36	31.00	31.50	32.00
洗衣机	35.58	33.92	33.50	34.00	34.50
空调	31.79	31.72	32.00	32.50	33.00
厨电	39.76	30.97	31.50	31.50	31.50
热水器		45.60	45.00	45.00	45.00
装备部品	6.31	12.87	12.00	12.00	12.00
渠道综合服务及其他	10.23	8.19	8.20	8.20	8.20
综合毛利	31.00	29.00	29.09	29.37	29.61

资料来源: wind, 国盛证券研究所

综上所述, 我们预计公司 2019-2021 年归母净利润为 **82.35/90.78/101.39** 亿元, 同比增长 **10.7%/10.2%/11.7%**。

## 6.2 估值分析

从历史看, 海尔的估值中枢与美的接近, 相比格力有一定溢价。

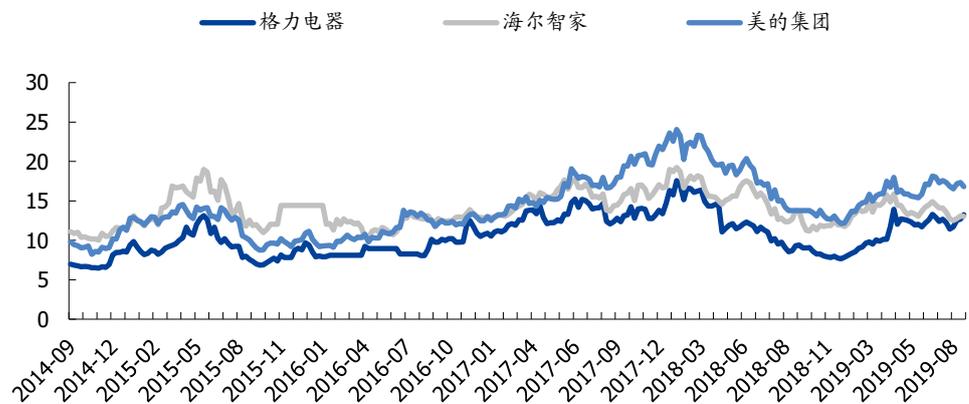
图表 59: 可比公司估值分析

	股价	EPS				PE			
		2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
格力电器	59.85	4.36	4.80	5.42	6.01	12.2	12.5	11.1	10.0
美的集团	54.45	3.08	3.36	3.80	4.24	17.7	16.2	14.3	12.8
海尔智家	15.86	1.21	1.29	1.42	1.60	13.1	12.3	11.1	9.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

注: 美的为 Wind 一致预期

图表 60: 三大白电估值历史



资料来源: wind, 国盛证券研究所

持股计划购买成本提供股价安全边际。截至 2019 年 7 月 16 日, 核心员工持股计划

之第四期持股计划通过二级市场购买方式累计买入公司股票 1665.68 万股，成交均价为人民币 16.23 元/股，成交金额约为人民币 2.7 亿元，买入股票数量占公司总股本 0.26%。

公司作为底蕴深厚的综合白电龙头，中短期在渠道优化、前瞻布局以及激励机制这市场关注的三大问题上均已进入改善通道，长期在智慧家庭和工业互联网的先发优势将带动公司在行业需求淡化时率先突围。预计 2019-2021 年净利润 82.35/90.78/101.39 亿元，同增 10.7%/10.2%/11.7%。给予目标市值 1361 亿元，目标价 21.37 元，对应 19/20 年估值为 16.5/15 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

## 风险提示

海外市场扩张不及预期：公司在美国、欧洲、日本、澳新等地均有自有品牌及产能布局，考虑到所布局的海外市场多数已经进入成熟阶段，市场整体增速较低，海外市场扩张可能速度可能不及预期。

国内白电市场竞争加剧：竞争对手以成本优势抢占市场份额，新入局者增多，存量市场下国内白电市场竞争有进一步加剧的风险。

### 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