

海尔智家（600690）深度研究报告

长短视角下，看海尔智家乘风而起

- ❖ **长期视角下，公司前瞻性布局逐渐步入收获期。**公司稳步推进“全球化、高端化和智能化”三大战略，前瞻布局占据先发优势，目前已逐步进入收获期。
- （一）全球化：改写全球大家电格局，海外贡献高增动力。**公司已成为全球多区域份额领先的大家电龙头（全球份额15.8%）。19年前三季度公司海外收入同比+25%，增速表现明显优于整体。海外大家电市场前景广阔，公司优势不可复制，主要系：**1）自主品牌培育需要较长时间，先发优势明显；2）海外可收购的优质标的所剩不多；3）出色的并购整合能力无法复制。**19H1公司海外毛利率（25.91%）表现弱于内销（31.67%），未来随着协同性增强及品牌议价能力的提升，海外盈利能力预计迎来改善，增长动能有望持续释放。
- （二）高端化：卡萨帝深耕多年获效，市场份额绝对引领。**19年前三季度卡萨帝收入延续高增（同比+25%），且万元以上冰洗及1.5万以上空调市场均位居第一。未来随着中产及高财富人群占比提升及财富结构的优化，预计高端家电规模仍将扩张。**高端品牌培育需要时间（多数积累百年），**卡萨帝享有海尔全球资源，品牌力已明显奠定，有望凭借先发优势实现动态领先。另外我们预计卡萨帝盈利能力显著高于公司整体，未来随着高端收入占比的持续提升，有望改善公司盈利水平。
- （三）智能化：更名迈向智慧家庭，先发布局乘风而起。**随着5G时代的开启，智能家居行业有望加速落地，行业向场景方案升级趋势明显。海尔优势突出：**1）产品端：**具备家电成套化能力，率先落地套系化产品；**2）技术端：**参与多项国际标准的制定，掌握较强行业话语权；**3）渠道端：**专属渠道建设完成，工程零售齐发力，预计2020年工程端交付20万套。海尔在智能家居行业前瞻布局，已初具销售规模（001号店9月累计销售2000万元，一体化方案单用户均价40万元），有望持续占领消费者心智，料将优先享受行业发展红利。
- ❖ **短期视角下，多维度变革发力，有望助力盈利能力改善。**
- （一）渠道端：推进扁平化变革，运营效率有望提升。**2019年6月公司开启新一轮渠道变革，改变经销商职能转向服务商，货物实现统一仓储统一配送，且通过打造全流程数据可视化，优化全流程服务质量，有望进一步提高运营效率，变革预计将于明年开始显现效果。
- （二）生产端：缩减产品SKU数量，提升效率改善盈利。**上半年以来公司聚焦爆款，缩减产品SKU数量。基于美的成功经验总结（2012年以来美的缩减产品SKU叠加T+3改革，每年制造效率提升15%以上），预计产品型号的缩减将助力海尔提升平台研发效率，降低采购与生产成本，提升公司运营能力，促使盈利能力等多项财务指标迎来改善。
- （三）治理端：初步探讨私有化海尔电器，料将增厚利润优化治理。**财务上：如私有化方案落地，有望改善各项财务指标，提振归母净利率（19H1数据，公司完全纳入海尔电器后，归母净利率有望从5.20%提升至6.20%）；业务上：利于解决两个主体间存在的掣肘问题，优化治理结构，料将提升公司整体效率。
- ❖ **投资策略：考虑长短策略逐步放效，我们略调整公司19/20/21年归母净利润预测分别至92/94/106亿元（原预测值：92/94/101亿元，其中19年包含资产置换带来的一次性归母净利贡献14.4亿元），对应PE分别为13/13/11倍。**公司作为全球大家电市场龙头，长期三大战略有序推进，前瞻布局逐渐步入收获期；短期渠道和生产端改革均有望提升公司效率，叠加近期私有化海尔电器意向流露，公司治理有望得到优化，未来发展值得期待。基于以上，上调目标价至23.5元（原目标价：20元），对应20年16倍PE，维持“强推”评级。
- ❖ **风险提示：全球化经济下行；高端市场需求不及预期；行业竞争加剧；私有化方案不及预期。**

主要财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	183,317	200,564	218,987	238,435
同比增速(%)	15.1%	9.4%	9.2%	8.9%
归母净利润(百万)	7,441	9,187	9,408	10,618
同比增速(%)	7.4%	23.5%	2.4%	12.9%
每股盈利(元)	1.16	1.43	1.47	1.66
市盈率(倍)	16	13	13	11
市净率(倍)	3	3	2	2

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2019年12月13日收盘价

强推（维持）

目标价：23.5元

当前价：18.51元

华创证券研究所

证券分析师：龚源月

电话：021-20572560

邮箱：gongyuanyue@hcyjs.com

执业编号：S0360519060003

联系人：贺虹萍

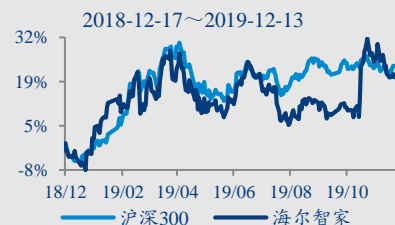
电话：021-20572572

邮箱：hehongping@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	641,490
已上市流通股(万股)	641,490
总市值(亿元)	1,187.4
流通市值(亿元)	1,137.23
资产负债率(%)	66.9
每股净资产(元)	7.0
12个月内最高/最低价	18.88/12.85

市场表现对比图(近12个月)



相关研究报告

《青岛海尔（600690）2018年报及2019一季报点评：全球布局逐步完善，收入增长表现亮眼》

2019-04-30

《海尔智家（600690）2019年半年报点评：国内份额稳步提升，海外释放增长动能》

2019-08-30

《海尔智家（600690）2019年三季报点评：经营表现符合预期，海外市场表现亮眼》

2019-10-31

目录

一、长期视角：前瞻性布局逐渐步入收获期.....	5
（一）全球化：改写全球大家电格局，海外贡献高增动力.....	5
1、全球多区域份额领先，海外贡献高增动力.....	5
2、收购拓展优势品类，盈利能力略有拖累.....	7
3、跨文化整合能力突出，未来海外市场可期.....	9
（二）高端化：卡萨帝深耕多年获效，市场份额绝对引领.....	11
1、卡萨帝收入维持快增，高端市场份额领先.....	11
2、产品结构升级明显，高端市场未来可期.....	13
3、卡萨帝深耕多年，多维度优势筑就高端壁垒.....	14
（三）智能化：更名迈向智慧家庭，先发布局乘风而起.....	17
1、公司更名海尔智家，智能家电销售初具规模.....	17
2、5G加速智能家居正兴起，行业向多场景方案升级.....	18
3、海尔先发布局智能家电，引领场景替代产品转型.....	19
二、短期视角：多维度变革发力，助力盈利能力改善.....	23
（一）渠道端：推进扁平化变革，运营效率有望提升.....	23
1、渠道体系位于公司体内，销售人员数量领先.....	23
2、渠道扁平化改革，统仓统配助力效率提升.....	24
（二）生产端：缩减产品 SKU 数量，有望进一步改善效率.....	26
（三）治理端：初步探讨私有化海尔电器，料将增厚利润优化治理.....	28
三、风险提示.....	29

图表目录

图表 1	2010 年全球分区域大家电市场零售量份额排名前五公司	5
图表 2	2019E 全球分区域大家电市场零售量份额排名前五公司	5
图表 3	2010-19H1 海尔智家海外收入及增速	6
图表 4	2010-19H1 海尔智家海外收入占营业总收入比	6
图表 5	2019 年前三季度海尔智家海外各区域增速	6
图表 6	19H1 海尔智家海外收入分区域占比	6
图表 7	19H1 海尔智家海外业务收入占比领先	7
图表 8	19H1 海尔智家海外业务毛利率明显领先于格力电器	7
图表 9	2010-19H1 海尔智家分地区业务毛利率	7
图表 10	2010-19H1 海尔智家整体毛利率走势	7
图表 11	海尔智家海外品牌并表时间及主要业务情况	8
图表 12	2015 年 1-9 月 GEA 各主要业务板块在美国市场的产品销售收入占比	8
图表 13	2017 年 GEA 美国市场分产品销量份额	8
图表 14	2015 年海尔智家和 GEA 营收及归母净利率	9
图表 15	2017 年海尔智家与海尔新西兰营收及净利率	9
图表 16	2016-2017 年 Candy 营业收入、利润及同比（百万欧元）	9
图表 17	2019 年 1 月至 6 月 Candy 收入及净利润（亿元）	9
图表 18	2018 年全球各区域大家电市场规模分布	10
图表 19	2018-2023 年全球各区域大家电市场规模增速	10
图表 20	GEA 表现持续超预期	10
图表 21	2017 年 GEA 各产品市场份额均实现提升	10
图表 22	卡萨帝收入增速连续多年优于公司整体	11
图表 23	卡萨帝在高端市场成绩斐然	11
图表 24	2019 年 1-40 周累计万元以上冰箱市场各价位段主要品牌份额	12
图表 25	2019 年第 40 周洗衣机市场分价位段前二份额	12
图表 26	1-1.2 万元为高端空调市场主力价位段	12
图表 27	2019 年截至 44 周 1.5 万元以上空调市场格局	12
图表 28	2019 年 1-7 月白电各品类高价位段市场份额占比（零售额占比）	13
图表 29	中国、美国、日本的各财富阶层人口数占比	14
图表 30	中国与美国家庭资产结构差异明显	14
图表 31	海尔智家研发人员数量及占比均领先	15
图表 32	19 年前三季度海尔智家研发费用率提升明显	15

图表 33	传统皮带电机 VS 斐雪派克直驱电机.....	15
图表 34	卡萨帝推出面向精致生活的指挥家系列.....	16
图表 35	卡萨帝保修政策一览.....	16
图表 36	海尔“5+7+N”智慧全场景定制化成套方案.....	17
图表 37	2016-2020F 全球智能家居市场规模及增速.....	18
图表 38	2016-2020F 中国智能家居产业规模及增速.....	18
图表 39	2019 年以来政策频出助推智能化家电普及.....	18
图表 40	不同年龄用户对全屋定制/整装服务的需求.....	19
图表 41	海尔预计 2019 年工程端交付 13.8 万套.....	19
图表 42	2019H1 年我国三大白电营收结构.....	20
图表 43	海尔七大品牌套系化率先落地.....	20
图表 44	COSMOPlat 实现大规模定制.....	21
图表 45	顺逛平台聚焦社群交互.....	21
图表 46	海尔先发布局，参与多项智能家电标准制定.....	21
图表 47	2019 年 1-11 月全球智慧家庭发明专利排行榜前十.....	22
图表 48	海尔智家 001 号体验中心一层智能解决方案.....	22
图表 49	海尔智家 001 号体验中心二层真实户型.....	22
图表 50	海尔智家与海尔电器股权结构体系（截至 2019 年中报）.....	23
图表 51	2018 年格力电器、美的集团及海尔智家各员工人数.....	24
图表 52	海尔智家渠道体系.....	25
图表 53	2012 年美的生活电器事业部明显缩减产品 SKU.....	26
图表 54	美的集团存货周转率及总资产周转率.....	26
图表 55	国内三大白电龙头毛利率对比.....	27
图表 56	国内三大白电龙头归母净利率对比.....	27
图表 57	国内三大白电龙头 ROE 对比.....	27
图表 58	国内三大白电龙头存货周转率对比.....	27
图表 59	海尔智家 ROE 表现弱势，主要受归母净利率拖累.....	27
图表 60	海尔电器定位于“水家电+健康家”平台.....	28
图表 61	海尔智家与海尔电器营业总收入（亿元）.....	29
图表 62	海尔智家与海尔电器归母净利润（亿元）.....	29

一、长期视角：前瞻性布局逐渐步入收获期

（一）全球化：改写全球大家电格局，海外贡献高增动力

1、全球多区域份额领先，海外贡献高增动力

海尔智家改写全球大家电格局，实现全球多区域份额领先。海尔智家通过多年海外深耕，已成长为全球大家电龙头，且实现多区域份额领先，改写原有全球大家电市场割裂，多区域龙头的竞争格局。根据 Euromonitor 数据显示，2010 年全球大家电市场中惠而浦以 9.4% 份额领先。但分区域来看，惠而浦在亚太、欧洲等多市场表现弱势，各区域市场多具有本土龙头品牌。海尔智家先后收购重组日本三洋白电业务、通用电气家电业务（GEA）、新西兰家电品牌斐雪派克（FPA）和意大利 Candy 这些本土优质家电标的，凭借全球品牌矩阵协同，自 2016 年起超越惠而浦成为全球大家电市场的龙头。根据 Euromonitor 数据预测，2019 年预计海尔在亚太和北美两大市场（该两大市场零售额份额合计占全球 63.5%）延续龙头优势地位，且欧洲市场有望借助新并入的 Candy 协同发力，市场份额跻身前五，实现多区域份额领先，成为真正的全球大家电龙头（海尔在全球大家电市场零售量份额 15.8%）。

图表 1 2010 年全球分区域大家电市场零售量份额排名前五公司

全球	亚太	西欧	北美	东欧	拉美	中东非	澳大拉西亚
惠而浦	海尔	博西家电	惠而浦	Indesit	惠而浦	LG	伊莱克斯
海尔	美的	伊莱克斯	GE	三星	Mabe	三星	LG
伊莱克斯	松下	Indesit	伊莱克斯	博西家电	伊莱克斯	东芝	斐雪派克
博西家电	LG	Arçelik	LG	伊莱克斯	LG	惠而浦	三星
LG	三星	惠而浦	三星	LG	GE	弗兰卡	惠而浦

资料来源：Euromonitor，华创证券；备注：Euromonitor 大家电品类包括洗碗机、洗衣机、冰箱、大厨电、微波炉，不含空调，若无特殊说明，下同；此处海尔公司为海尔集团，Mabe 为 Controladora Mabe SA de CV

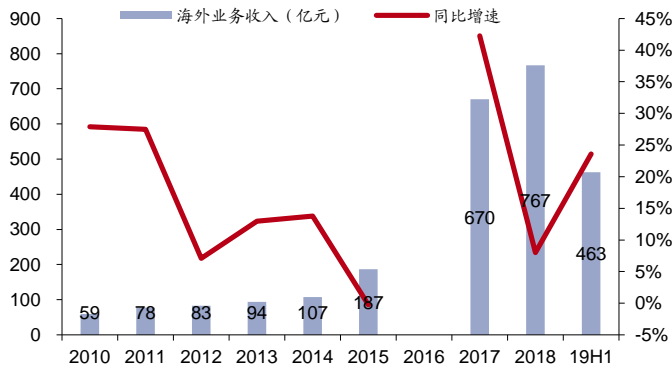
图表 2 2019E 全球分区域大家电市场零售量份额排名前五公司

全球	亚太	北美	西欧	拉美	中东非	东欧	澳大拉西亚
海尔	海尔	惠而浦	博世	惠而浦	LG	惠而浦	伊莱克斯
惠而浦	美的	海尔	惠而浦	伊莱克斯	Arçelik	博世	海尔
美的	LG	伊莱克斯	Arçelik	MABE	惠而浦	海尔	LG
伊莱克斯	三星	LG	伊莱克斯	LG	三星	Arçelik	三星
博世	松下	三星	海尔	三星	海尔	伊莱克斯	博世

资料来源：Euromonitor，华创证券；备注：2018 年海尔智家已成为海尔集团家电业务的整合平台，海尔集团排名可视为海尔智家排名

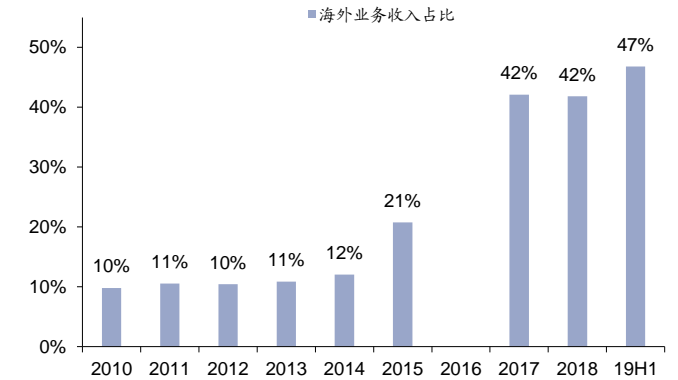
全球化战略效果凸显，海外贡献高增动力。海尔海外布局深耕多年，全球化战略效果逐步显现，2019 年前三季度海尔智家实现营业总收入 1488.96 亿元，同比增长 7.72%，其中海外业务延续上半年以来的稳健增长态势，收入同比增长 25%，增速表现明显优于公司整体。公司海外业务布局逐步完善，2019 年前三季度海外业务收入占比提升至 47%，成为公司增长的重要驱动力。

图表 3 2010-19H1 海尔智家海外收入及增速



资料来源: wind, 华创证券; 备注: 2016 年公司公告未披露分地区收入数据

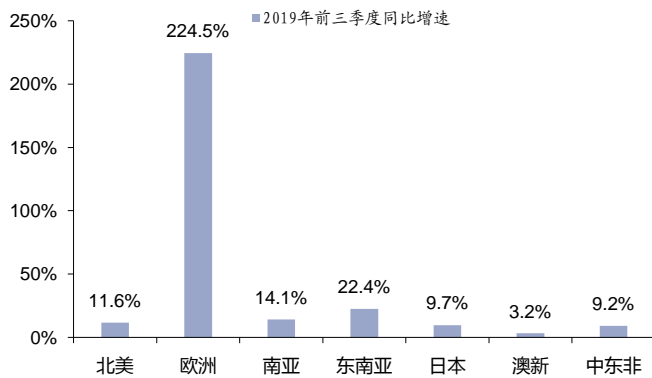
图表 4 2010-19H1 海尔智家海外收入占营业总收入比



资料来源: wind, 华创证券

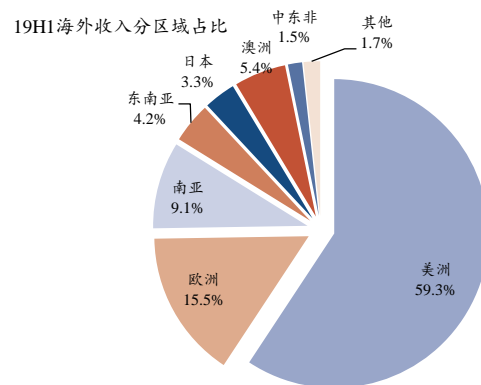
海外各区域实现全面增长, 美洲成为海外主要收入来源。2019 年前三季度公司海外各区域市场实现全面增长, 北美、欧洲、南亚、东南亚、日本、澳新、中东非分别增长+11.6%、+224.5%、+14.1%、+22.4%、+9.7%、+3.2%和+9.2%, 其中欧洲增速大幅领先, 主要受今年 Candy 并表影响(19H1 欧洲市场收入含 Candy 增长 244%, 剔除 Candy 增长 22%)。从区域份额来看, 根据 2019 年半年报中披露的各区域对外交易收入金额显示(对外交易收入总额与营收总额存在部分差异), 美洲市场贡献主要收入来源, 19H1 收入占比高达 59.3%, 其次欧洲市场在收购 Candy 后收入占比提升至 15.5%, 其余区域中南亚、澳洲、东南亚、日本及中东非分别占比 9.1%、5.4%、4.2%、3.3%及 1.5%。

图表 5 2019 年前三季度海尔智家海外各区域增速



资料来源: 公司公告, 华创证券

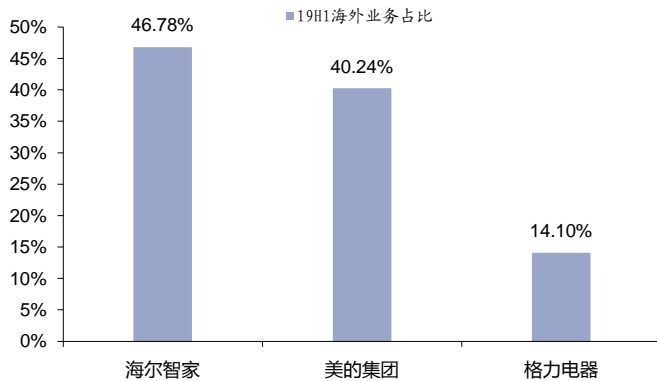
图表 6 19H1 海尔智家海外收入分区域占比



资料来源: 公司公告, 华创证券

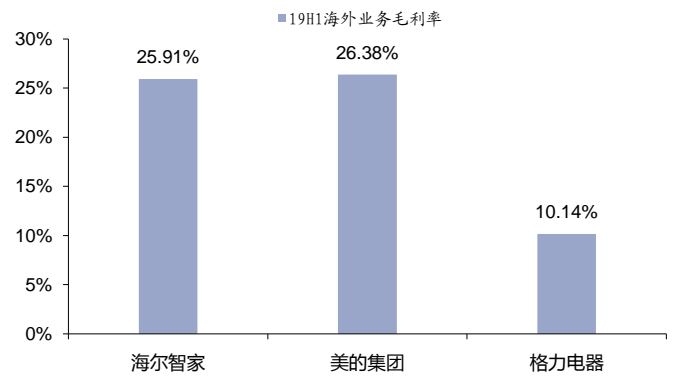
公司海外布局先行, 且海外收入近乎 100% 为自主品牌。公司分地区收入分布较为均衡, 19H1 海外业务占比 46.78%, 超过美的集团 (40.24%) 和格力电器 (14.10%), 且公司坚持“自主品牌+本土化运营”, 海外收入几乎 100% 来自于自主品牌, 而美的集团和格力电器仍以贴牌代工为主。受益于自主品牌的运营, 19H1 公司海外毛利率 25.91%, 基本与美的集团 (26.38%) 持平, 明显领先于格力电器 (10.14%)。

图表 7 19H1 海尔智家海外业务收入占比领先



资料来源: wind, 华创证券

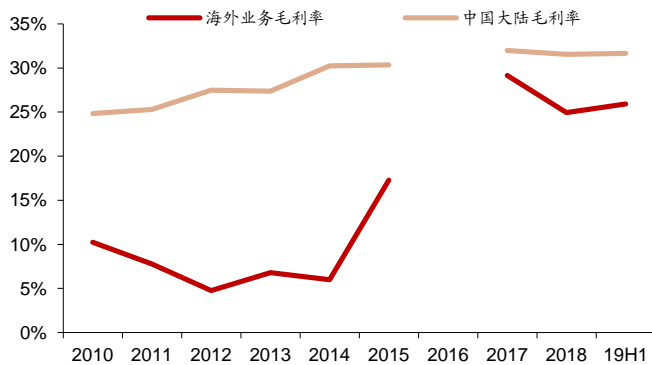
图表 8 19H1 海尔智家海外业务毛利率明显领先于格力电器



资料来源: wind, 华创证券

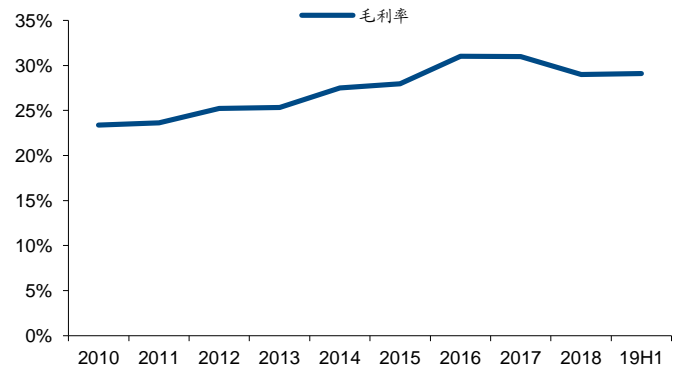
品牌协同性逐步释放，海外盈利能力仍有提升空间。公司坚持自主创牌，但由于前期海尔品牌在海外尚处培育期，海外盈利能力明显弱于内销业务，2014 年公司海外业务毛利率仅 5.99%，远低于同期内销业务（30.24%）。2015 年以来公司并购重组海外优质的家电标的，基于当地品牌优势带来的明显议价能力，海外业务盈利显著攀升，19H1 公司海外业务毛利率提振至 25.91%，缩小了与内销业务（31.67%）的差距。公司品牌协同性正逐步释放，有望通过采购及供应链协同，提升公司的运营效率，实现成本节约协同效应。目前公司海外业务毛利率与内销业务仍存在差距，未来随着海外自主品牌矩阵协同效率提升且产品结构的优化调整，公司海外业务盈利能力有望进一步提升。假设 19H1 海外收入贡献不变，海外业务毛利率提升 5pct，则公司整体毛利率有望提升至 31.44%（19H1 实际 29.10%）。

图表 9 2010-19H1 海尔智家分地区业务毛利率



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 10 2010-19H1 海尔智家整体毛利率走势



资料来源: 公司公告, 华创证券

2、收购拓展优势品类，盈利能力略有拖累

回顾公司全球化历程，公司主要通过收购重组方式布局海外市场，前期金额投入较大，且需要一定的时间整合协同。收购对公司影响明显，业务层面助力拓展优势品类，实现多市场份额领先；财务层面增厚收入规模，但当期多拖累利润表现，后续有望通过协同改善海外盈利表现。

业务层面：1）助力拓展优势品类，公司以冰箱起家，逐步拓展至洗衣机、空调等领域，海外收购巩固了原有冰洗品类的优势，且拓展至厨电领域，基于 GEA 及斐雪派克的厨电优势实施全球大厨电战略，逐步发展成为大家电全品类

龙头公司；2) 实现多市场覆盖，尽管公司海外深耕多年，但非本土市场品牌开拓需要时间，且各地消费者习惯、文化、运营等存在诸多差异，使得 2010 年时公司仅在亚太大家电市场份额位居前五，其余各区域表现均较为弱势。后续公司通过收购重组本土化的优质品牌，基本实现了全球各大市场的覆盖，且根据欧睿国际的统计数据，2019 年预计除拉美地区外，公司在其余区域市场均跻身销量份额前五。

图表 11 海尔智家海外品牌并表时间及主要业务情况

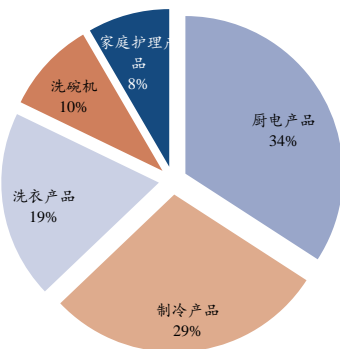
收购标的	时间	主要业务及地区
日本三洋白电业务	2015 年	产品主要包括洗衣机（家用及商用）、电冰箱（家用）等；主要覆盖日本及东南亚国家
GEA	2016 年	综合型家电企业；主要覆盖北美市场
FPA	2018 年	业务包括厨电、洗衣机等；主要覆盖澳新市场
Candy	2019 年	业务包括洗衣机、独立式嵌入式厨房电器、小家电等；主要覆盖欧洲市场

资料来源：公司公告，华创证券

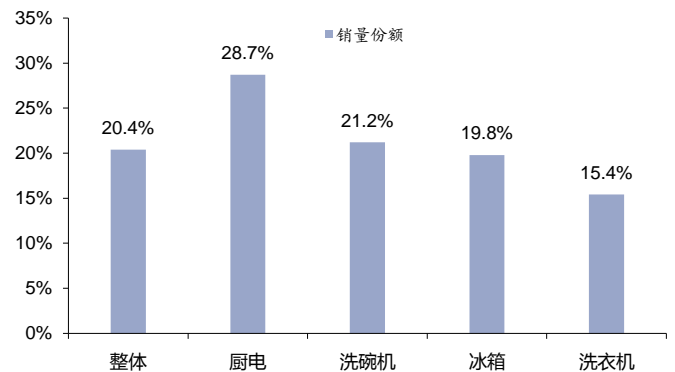
GEA 为北美综合型家电企业，厨电领域占据绝对优势。GEA 是美国市场领先的综合型家电企业，2015 年 1-9 月 GEA 实现营业收入 46.58 亿美元，其中约 90% 的收入来源于美国市场，在该市场厨电产品和制冷产品贡献明显，分别占比 34.15% 和 28.73%，洗衣产品占比 19.29%，洗碗机和家庭护理产品占比则均不足 10%。根据 Stevenson 报告显示，2017 年 GEA 在美国家电销量份额为 20.4%。细分品类中，厨电份额 28.7%，洗碗机份额 21.2%，冰箱份额 19.8%，洗衣机份额 15.4%，其中厨电份额以绝对领先优势位居行业第一。

图表 12 2015 年 1-9 月 GEA 各主要业务板块在美国市场的产品销售收入占比

2015年1-9月各主要业务板块收入占比

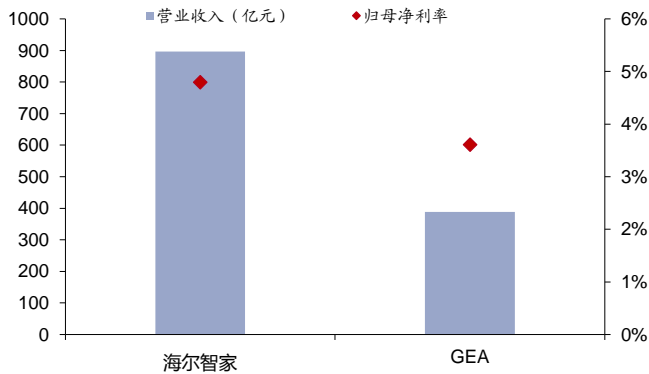


资料来源：公司公告，华创证券

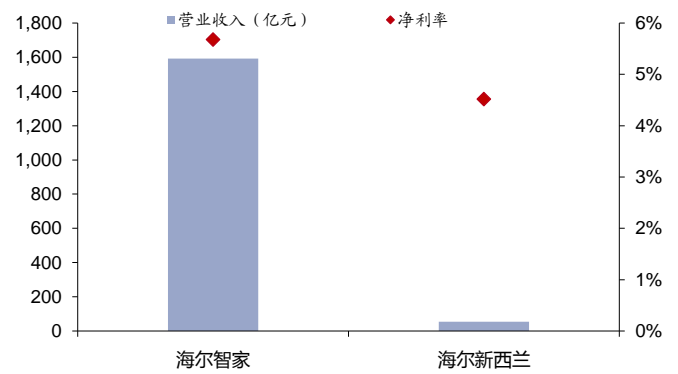
图表 13 2017 年 GEA 美国市场分产品销量份额


资料来源：公司公告，Stevenson，华创证券

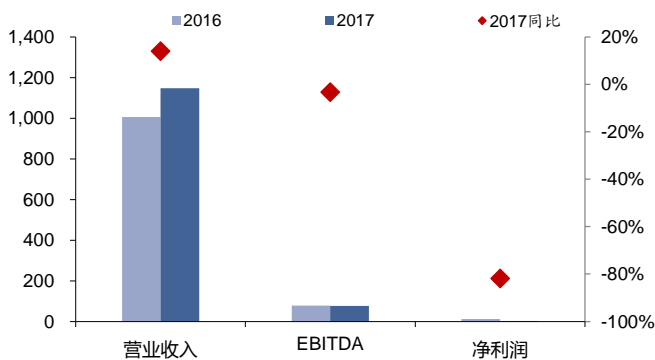
财务层面：增厚公司收入，但对盈利能力有所拖累。公司多次并购重组在财务上多表现为增厚收入，但对盈利能力有所拖累。**GEA：**根据公司公告《关于公司重大资产购买交割进展和发布备考财务报告的公告》显示，2015 年海尔智家实现营业收入 897 亿元（海外 187 亿元），实现归母净利润 43 亿元，同年 GEA 实现收入约 388 亿元，归母净利润约 14 亿元。**收购 GEA 后利于公司明显增厚海外收入，但对盈利能力略有拖累（2015 年海尔智家和 GEA 归母净利率分别为 4.8% 和 3.6%）。****FPA：**2017 年海尔新西兰（持有 FPA 控股 100% 股权）实现全年营业收入 55.25 亿元，净利润 2.50 亿元。同年海尔智家营业收入 1592.54 亿元（海外 670 亿元），净利润 90.52 亿元。**收购海尔新西兰后将贡献部分海外收入，但公司盈利能力受到拖累（海尔新西兰净利率 4.52% 低于海尔智家的 5.68%）。****Candy：**根据 2019 年公司半年报显示，Candy 从购买日至 6 月 30 日实现收入 46.61 亿元，占公司总收入（含 Candy）比为 4.7%，净利润为 -1.25 亿元，明显弱于公司整体，主要受并购整合期内整合费用支出、销售季节性、并购贷款利息支出及汇率波动等多因素影响。

图表 14 2015 年海尔智家和 GEA 营收及归母净利率


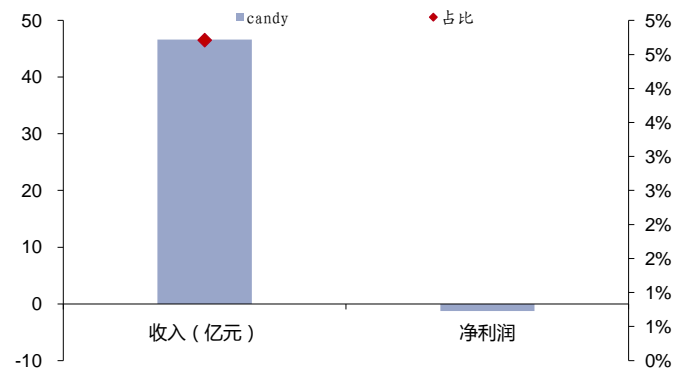
资料来源：公司公告，华创证券；备注：此时海尔智家未并入 GEA

图表 15 2017 年海尔智家与海尔新西兰营收及净利率


资料来源：公司公告，华创证券；备注：此时海尔智家未并入海尔新西兰

图表 16 2016-2017 年 Candy 营业收入、利润及同比(百万欧元)


资料来源：公司公告，华创证券

图表 17 2019 年 1 月至 6 月 Candy 收入及净利润(亿元)


资料来源：公司公告，华创证券；备注：此时海尔智家已并入 Candy

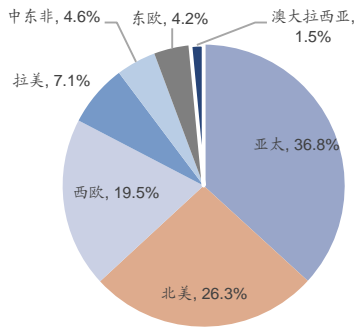
预计 GEA 仍为公司海外贡献主力，未来盈利能力有望逐步改善。公司并未披露海外各品牌的收入情况，但目前公司在美国市场主要依赖于 GEA，我们预计 GEA 是目前海外四大品牌中贡献占比最高的，19H1 美洲对外交易收入 276.94 亿元，占到海外整体收入比重约 59.3%；Candy 按上半年规模推算预计全年实现收入约 100 亿元，净利润或随着下半年销售旺季的来临有所改善。公司有序推进全球运营体系协同，通过提升采购规模、提高生产效率等实现成本协同效应，预计在整合 Candy 业务后，公司成本协同节约效应将进一步显现，未来海外的盈利能力有望迎来进一步改善。

3、跨文化整合能力突出，未来海外市场可期

海外大家电市场空间广阔。根据 Euromonitor 显示，2018 年全球大家电（不含空调）市场规模达 2499 亿美元，同比增长 7.5%。分区域来看，全球大家电市场中亚太区域规模领先，销售额占比达 36.8%，其次是北美市场规模占比达 26.3%，西欧市场占比 19.5%，其余各区域市场占比均不足 10%。根据 Euromonitor 预测，2018 年-2023 年期间，全球大家电市场复合增速 4.5%，其中亚太、拉美等新兴市场尚处于家电普及期，保有量仍有提升空间，叠加更新换代

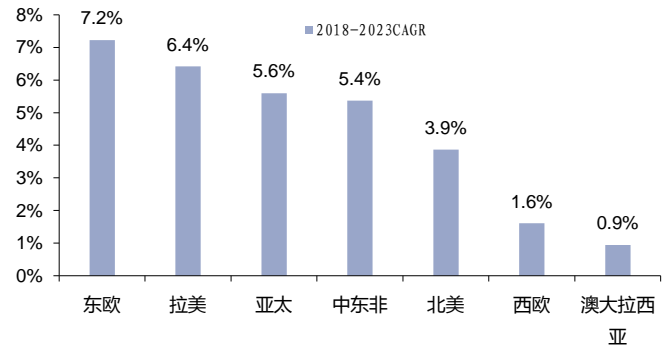
需求，未来大家电的复合增速将实现相对较快增长，拉美市场预计 CAGR 达 6.4%，亚太地区预计 CAGR 达 5.6%；而北美、西欧等发达地区家电已基本完成普及，更新换代需求成为主要增长驱动力，未来大家电市场规模增速相对较缓，北美市场预计 CAGR 达 3.9%，西欧市场预计 CAGR 达 1.6%。未来随着全球经济的稳步增长，欧美等经济发达地区的大家电市场有望维持稳定增长，而新兴市场的家电产品普及率将进一步提升，整体海外市场前景依旧广阔。

图表 18 2018 年全球各区域大家电市场规模分布



资料来源：Euromonitor，华创证券

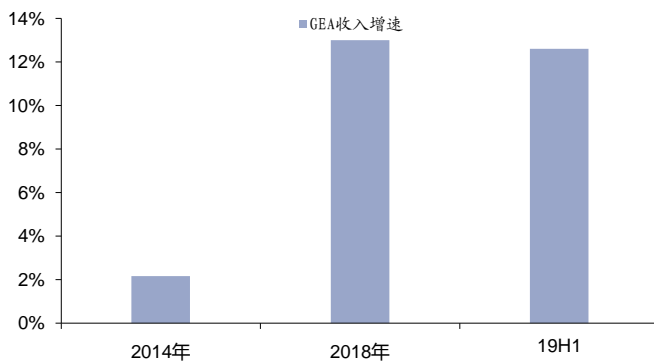
图表 19 2018-2023 年全球各区域大家电市场规模增速



资料来源：Euromonitor，华创证券

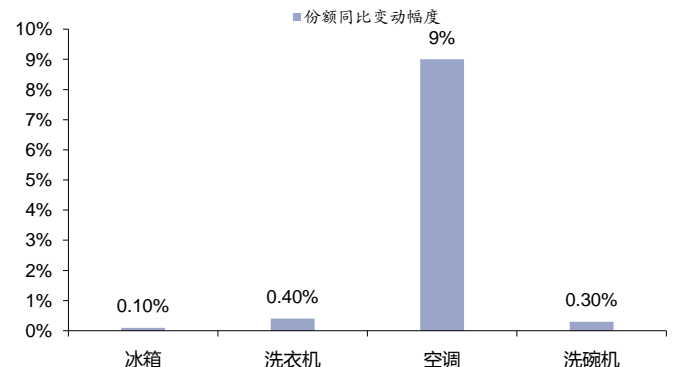
公司跨文化整合能力突出，海外发展超预期。海尔出境并购的项目数量位居家电行业前列，对收购标的公司的整合能力突出，海外发展亮眼。2016 年 6 月起海尔智家将 GEA 纳入合并报表，经过整合后 GEA 表现持续超预期。2017 年 GEA 实现收入 458.94 亿元，创 10 余年新高，其中厨电份额依旧领跑市场，冰箱、洗衣机、空调和洗碗机份额均有不同幅度提升，空调提升最为明显（+9pct）；2018 年在美国家电市场低迷的情况下，GEA 实现逆势增长，收入（美元计价）增长 13%，整体市场份额提升超过 3pct；2019H1 美国大家电销量下滑 5.6%，在市场需求略显疲态下，GEA 仍实现强势发展，收入（人民币计价）同比增长 12.6%，核心家电市场份额持续提升（+2.3pct）。2019 年 1 月海尔智家完成对 Candy 的收购并纳入合并报表，上半年 Candy 超预算完成收入目标，市场份额同比提升 0.5pct。

图表 20 GEA 表现持续超预期



资料来源：公司公告，华创证券；备注：2014 年，2018 年均为以美元计价的收入同比增速，19H1 以人民币计价的收入同比增速

图表 21 2017 年 GEA 各产品市场份额均实现提升



资料来源：公司公告，华创证券

公司的海外优势是否可以复制？我们认为基于：

1) 自主品牌培育需要较长时间且先发优势明显

海外自主品牌的培育需要较长的时间和投入，且北美和欧洲等市场由于环保及技术等原因准入门槛较高，目前大金和海尔均采用收购当地品牌的方式进入当地市场，因此短期及中期来看较难出现以自身品牌在海外迅速崛起的情况；

2) 海外可收购的优质标的所剩不多

承前，海外布局若以收购整合当地品牌的形式，目前市场规模占比较大的北美及西欧大家电市场中集中度已较为明显，根据欧睿数据显示，北美大家电市场（不含空调）按品牌零售量来看，2018年品牌CR10达73.3%，基本归属于海尔、惠而浦、LG、三星、伊莱克斯等知名的家电企业，其余品牌市场份额均不超过1.5%，考虑到收购的资金投入及收购标的市场份额等诸多因素，目前可收购的优质标的所剩不多。

3) 出色的并购整合能力无法复制

收购后如何将标的与公司融合发挥出协同效应是关键，而投后整合能力恰恰是海尔具备的软实力。历史经验来看，从兼并后5个月扭亏为盈的红星电器厂（海尔集团为兼并主体）到如今GEA逆势增长，Candy超预期整合都凸显了公司出色的并购整合能力。海尔通过人单合一机制海外落地，以用户、客户为中心分为八个产业小微，按照超利分享机制运营，充分激发调动员工的积极性。

目前海尔已形成完善的海外品牌矩阵，覆盖全球市场，且在多区域实现份额领先，成为真正的全球大家电龙头。基于以上三点优势，公司海外布局的优势短期内难以复制，未来随着全球品牌协同性的增强及品牌议价能力的提升，海外业务盈利能力预计将迎来进一步改善，增长动能有望持续释放，助力公司稳步发展。

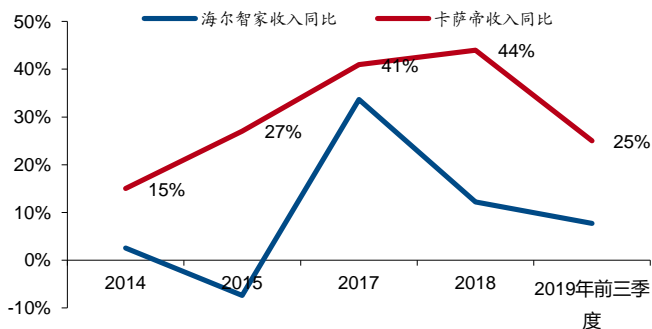
（二）高端化：卡萨帝深耕多年获效，市场份额绝对引领

1、卡萨帝收入维持快增，高端市场份额领先

高端品牌卡萨帝加速增长。2014年以来公司高端品牌卡萨帝已连续多年收入增速表现优于公司整体，且实现稳步攀升。2019年前三季度卡萨帝收入同比增长25%，大幅领先于海尔智家整体营收表现（同比+7.7%），但增速较2018年有所放缓。分时间区间来看，19H1卡萨帝整体收入增长15%，其中卡萨帝冰箱（+25%）和空调（+40%）增长幅度均超过品牌整体，洗衣机受产能受限影响不及整体。进入三季度，卡萨帝洗衣机受限产能逐步恢复，叠加卡萨帝空调需求增长强势（1-9月同比+120%），共同助力Q3品牌收入重回42%的高速增长。

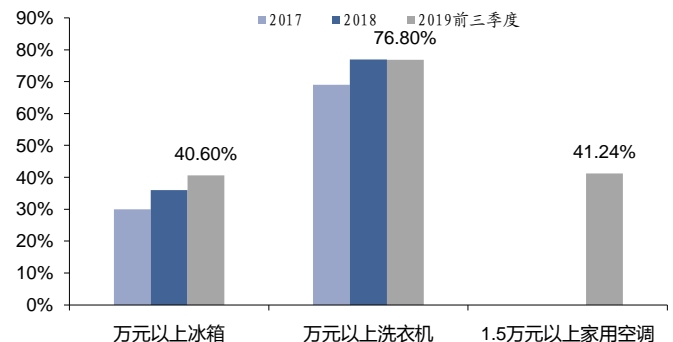
卡萨帝高端市场份额优势持续扩大。卡萨帝深耕高端市场十余年，已逐步迈入品牌红利收割期，高端市场份额绝对领先。2019年1-9月，卡萨帝在万元以上冰箱和洗衣机市场份额分别达40.6%和76.8%，在1.5万元以上家用空调份额达41.24%，引领各品类高端市场。此外，卡萨帝份额稳步提升，19H1万元以上冰箱、洗衣机及1.5万元以上空调份额分别同比+3.6pct、+4.9pct及+7.6pct，品牌优势持续扩大。

图表 22 卡萨帝收入增速连续多年优于公司整体



资料来源：公司公告，华创证券；备注：2016年公司公告未披露卡萨帝收入增速

图表 23 卡萨帝在高端市场成绩斐然

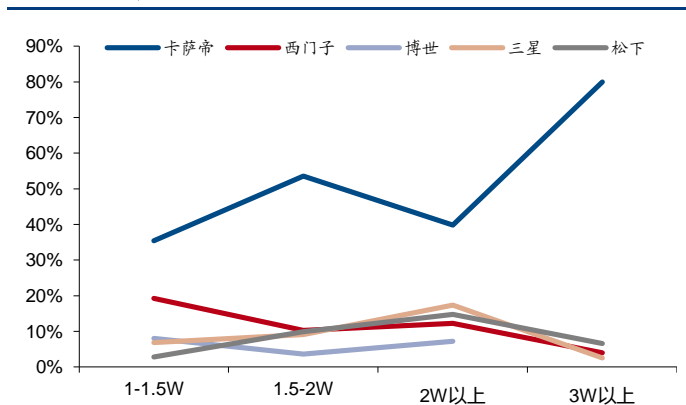


资料来源：公司公告，中怡康，华创证券

冰箱：卡萨帝均价领先，高端各价位段均位居第一。根据中怡康 1-40 周累计数据显示，卡萨帝冰箱单价突破万元，领先于三星等外资品牌，高端市场品牌定价能力突出。从份额来看，卡萨帝在万元以上各价位段均占据绝对优势，在 1-1.5W、1.5-2W、2W 以上及 3W 以上市场份额分别为 35.4%、53.6%、39.8%和 80.0%，均大幅领先于同价位段内其余品牌，且在 3W 以上市场优势更为明显。

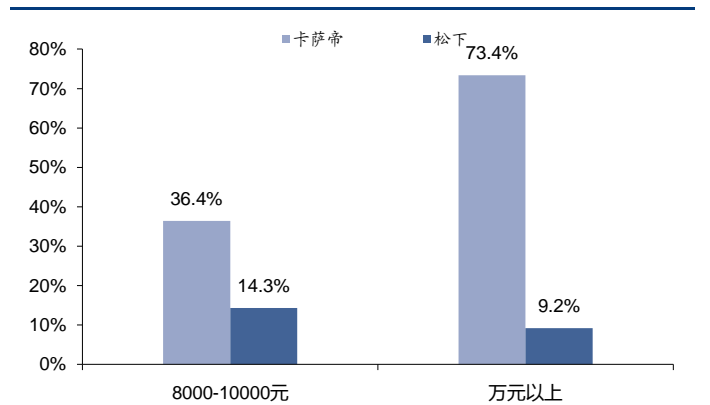
洗衣机：卡萨帝万元以上市场份额超过七成，领先优势明显。根据中怡康数据显示，2019 年 1-9 月卡萨帝洗衣机在万元以上洗衣机市场份额高达 76.8%，第二和第三品牌市场份额分别为 11.3%和 4.3%，市场份额绝对引领。单周数据来看，2019 年第 40 周在 8000-10000 元市场中卡萨帝和松下份额分别为 36.4%和 14.3%，且卡萨帝在万元以上市场份额领先优势更为明显，以 73.4%份额显著领先于松下（9.2%）。

图表 24 2019 年 1-40 周累计万元以上冰箱市场各价位段主要品牌份额



资料来源：环球家电网，中怡康，华创证券；备注：40 周累计为 2019.01.01-2019.10.06

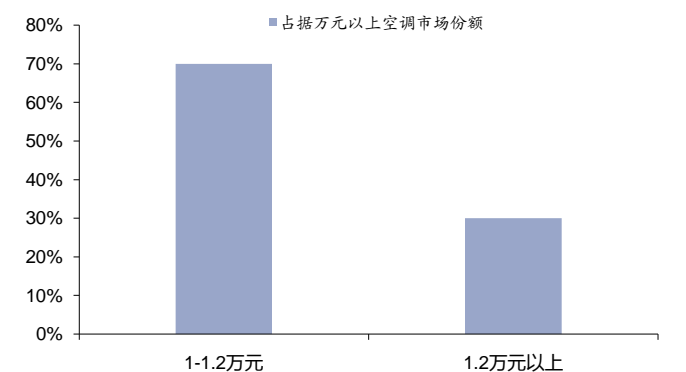
图表 25 2019 年第 40 周洗衣机市场分价位段前二份额



资料来源：环球家电网，中怡康，华创证券

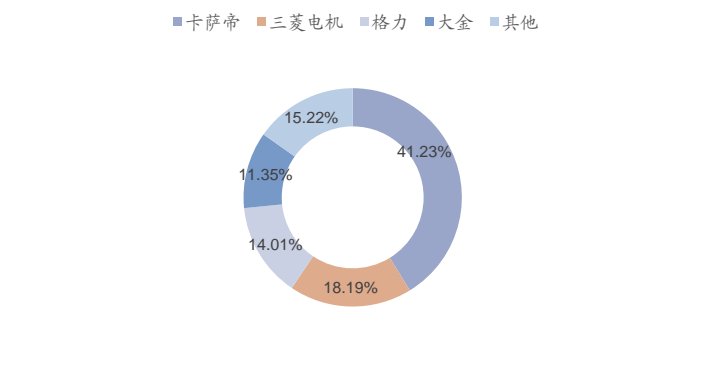
空调：改写全价位格局，卡萨帝跃居高端第一。空调全价位段内格力与美的双寡头格局稳定，而卡萨帝凭借产品阵容拓展及空调高端市场培育获效在 1.5 万元以上空调市场份额跃居第一。根据中怡康数据显示，万元以上空调柜机市场分价位段来看，1-1.2 万元为高端主力价位段，份额占比近 70%。基于高端市场需求分布，2019 年以来卡萨帝调整空调产品策略，布局 1-1.2 万元价位段市场。受益于产品价位段拓展，2019 年 1-9 月卡萨帝空调收入实现三位数高增（同比+120%），万元以上空调市场份额达 10.2%。此外中怡康数据显示，截至 44 周卡萨帝在 1.5 万元以上空调市场累计份额高达 41.23%，超过三菱电机（18.19%）、格力（14.01%）和大金（11.35%），高端行业龙头地位突出。

图表 26 1-1.2 万元为高端空调市场主力价位段



资料来源：公司调研，中怡康，华创证券

图表 27 2019 年截至 44 周 1.5 万元以上空调市场格局



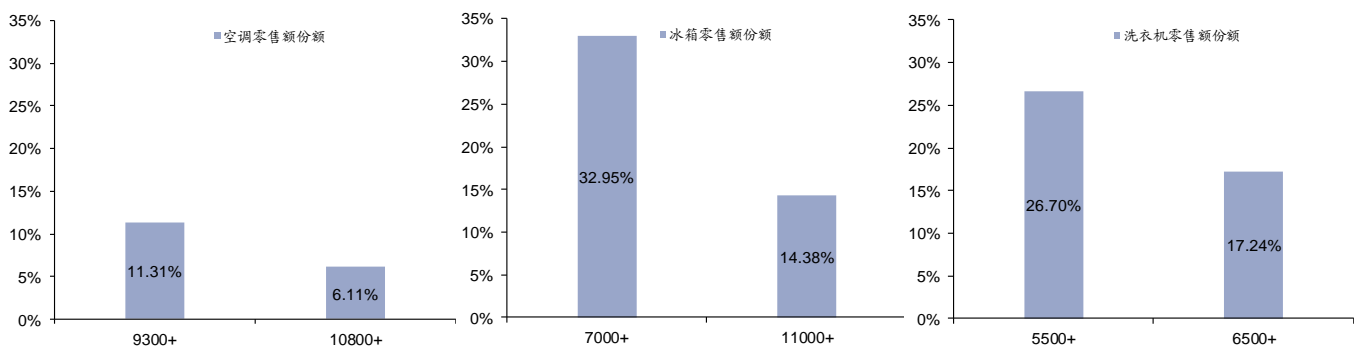
资料来源：环球家电网，中怡康，华创证券

2、产品结构升级明显，高端市场未来可期

家电行业产品结构升级趋势明显。随着人们生活水平的提高，家电产品在结构升级趋势下，产品价格上升趋势清晰，根据中怡康数据显示，在产品单价方面，白电各品类零售均价持续走高。截至2019年7月，空调、冰箱和洗衣机的零售均价分别为3444元、3884元和2872元，分别较2007年7月提价23.41%、66.33%和77.83%。

消费升级推动高端家电快速发展，冰洗高端化趋势相对明显。随着人们生活水平的提高及对品质生活的追求，家电行业高端市场份额逐步提升。中怡康数据显示，2018年1-9月各品类高价位段产品销量份额较16年同期提升明显，其中6841元以上冰箱零售量份额从8.3%提升至13.7%，4563元以上的洗衣机份额从10%提升至17.2%，3800元以上的水器份额从10.1%提升至17.3%。此外中怡康19年7月数据显示，1-7月10800+空调，11000+冰箱及6500+的洗衣机在各品类市场中分别占比6.11%、14.38%和17.24%。家电市场中高端需求已占据一定比例，其中冰洗高价位段份额在15%左右，空调市场仍不足10%，我们认为这与品类普及程度存在一定相关性，冰洗在城镇已基本完成普及，且城镇与农村的保有量差距不超过10台/百户，需求增量主要来自于产品的更新换代，消费者更注重产品的结构升级，均价提升幅度也相对明显。

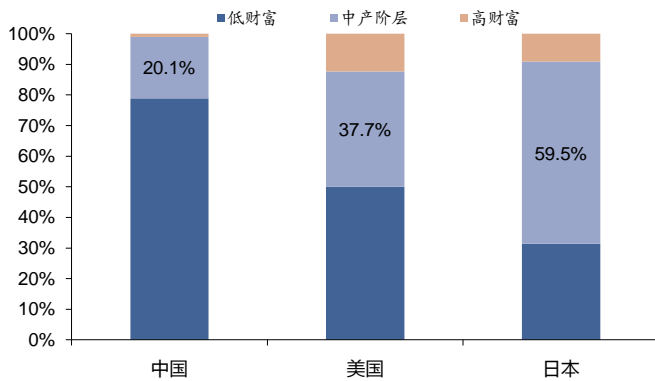
图表 28 2019年1-7月白电各品类高价位段市场份额占比（零售额占比）



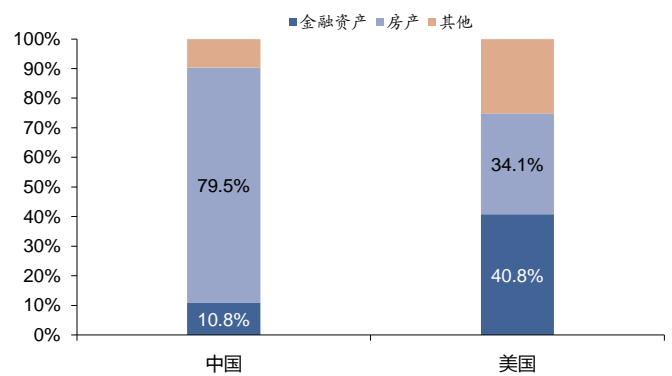
资料来源：中怡康，华创证券

高端家电需求者主要系追求高品质生活的中产阶级。根据卡萨帝的用户画像，拥有大生活空间、选择精装修风格和高净值人群是其三大特征，其中大生活空间主要系用户的住宅情况，别墅用户超过50%，住宅面积超过500平米的用户近40%，房屋价值千万的用户超过13%；高净值人群主要系用户的收入和职业特征等，超过50%的用户是企业家或企业高管。此外中国电子商会、苏宁易购、奥维云网共同发布的《新中产高端家电消费趋势白皮书》显示，新中产阶层（年龄在25岁到60岁之间，家庭、个人年收入分别在50万元和30万元以上的中高层收入者）收入消费能力相对较强，且超过70%的新中产阶层会选择享受高品质生活。综合来看，高端家电需求者主要系追求高品质生活的中产阶级及高财富人群。

我国中产及高财富人群占比相对较低，财富结构仍有优化空间。根据CHFS 2015年调查数据显示，按照瑞信财富报告中将拥有5-50万美元的净财富界定为中产阶级，那么我国中产阶层人数占成年人比重仅20.1%，远低于美国（37.7%）和日本（59.5%）。从财富结构来看，我国成年人中仍有超过78%的人数财富值低于中产阶层的最低标准，远高于美国和日本等发达国家。随着我国经济的发展，居民生活水平有望持续提高，中产阶层人数占比将进一步提升，根据欧睿国际预测2020年我国中产阶层人数将超7亿人。此外，我国家庭财富结构与美国等发达国家也存在较大的差异，根据第一财经日报报道显示，我国家庭房产配置比例超过79%，金融资产仅10.8%，而根据美国SCF数据，美国家庭更偏好于金融资产的配置，占比40.8%，房产占比相对较低（34.1%）。金融资产流动性更突出，相比之下，我国家庭财富结构仍有优化空间。未来随着我国中产阶层及高财富群体的崛起以及家庭财富结构的优化，将带动高端家电需求进一步释放，高端家电市场料将稳步发展。

图表 29 中国、美国、日本的各财富阶层人口数占比


资料来源：第一财经日报《中国有多少中产阶层？》，华创证券

图表 30 中国与美国家庭资产结构差异明显


资料来源：第一财经日报《中国有多少中产阶层？》，华创证券

3、卡萨帝深耕多年，多维度优势筑就高端壁垒

我们认为卡萨帝在高端市场的核心竞争力主要在于三个维度：1) 产品力；2) 渠道力；3) 品牌力，以上三者中产品力为核心，产品力与渠道力共同辅助缔造品牌力。高端市场品牌培育需要较长时间，一旦建立，基于先发优势及用户口碑效应沉淀，在品牌本身无明显失误（产品质量不过关等问题）的情况下，较难撼动。

高端品牌培育需要时间。纵观目前市场上受到认可的高端家电品牌均经历深厚的时间沉淀，连续六届跻身《德国经济周刊》顶级品牌排行榜前 30 强的厨房家电品牌嘉格纳已拥有 300 多年的历史；德国高端家电品牌美诺和 AEG 均拥有百年历史；新西兰高端品牌斐雪派克经历 80 余年创新历史。卡萨帝历时 13 年成为国内高端家电市场第一，我们认为这主要系卡萨帝整合海尔的全球资源，汲取了 GEA（125 余年历史）和斐雪派克（80 余年历史）运营的历史成功经验与深厚的技术基础，且当时卡萨帝品牌培育期尚处高端市场的萌芽期，市场规模相对较小，行业格局尚未清晰。

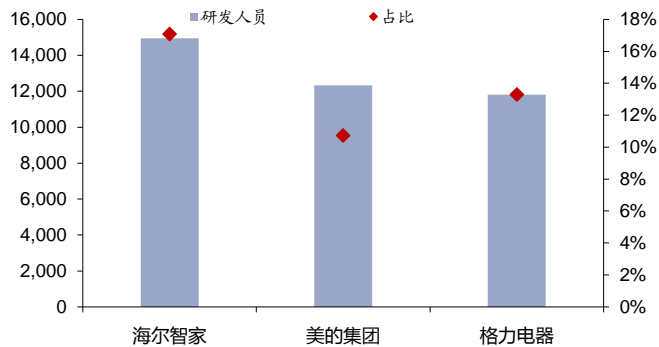
品牌力：卡萨帝品牌发展至今经历十余年，已筑就高端品牌的认知。根据尼尔森 2016 年全年高端人员研究报告显示卡萨帝品牌知名度已达 58%，2019 年《互联网周刊》&eNet 研究院发布的中国高端家电排行榜中，卡萨帝位居首位。

渠道力：目前卡萨帝渠道布局愈发完善，截至 2018 年底卡萨帝门店建设超 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。

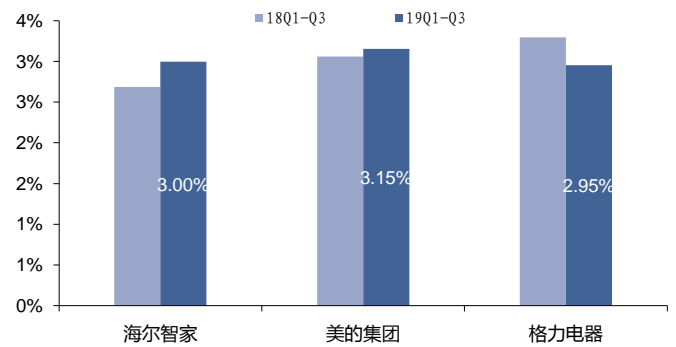
产品力：卡萨帝凭借 1) 海尔全球优质资源共享，协同助力产品技术领先；2) 出色设计缔造艺术家电，高端产品套系化形成，共同筑就强而有力的产品竞争力。

（1）海尔全球优质资源共享，协同助力产品技术领先

公司研发实力深厚，研发人数领先，19 前三季度研发费用率提升明显。2018 年海尔智家研发人员数达 14941 人，占比 17.09%，领先美的集团（10.74%）和格力电器（13.30%）。2019 年前三季度海尔智家、美的集团和格力电器研发费用率分别为 3.00%、3.15% 和 2.95%，其中海尔智家研发费用率仅次于美的集团，且同比提升最为明显（+0.31pct）。

图表 31 海尔智家研发人员数量及占比均领先


资料来源: wind, 华创证券

图表 32 19 年前三季度海尔智家研发费用率提升明显


资料来源: wind, 华创证券

卡萨帝依托海尔平台，享有全球研发资源和领先技术。海尔智家在全球技术储备深厚，专利数量领先，根据新华社报道显示，截至 2019 年 8 月底，海尔全球专利数超 3.8 万项，其中发明专利数超过 2.3 万项，发明专利数占比达 60.5%；海外的专利数量 9000 余项，海尔发明专利占比、海外专利数量及专利合作条约申请量均位居行业首位。卡萨帝依托海尔平台，在全球拥有 14 大研发中心，28 个合作研发机构（如麻省理工大学），在产品研发和生产中充分发挥各品牌的协同性，汲取领先的技术优势，其中卡萨帝冰箱集合全球资源独创控氧保鲜技术，洗衣机搭载斐雪派克的直驱电机。斐雪派克直驱电机安装成本较高，但性能更优，具备响应速度更快、运行更为平稳、噪声更低、更耐用等明显优势。根据海尔 HOPE 创新生态平台官网显示，斐雪派克的直驱电机与传统皮带电机相比性能更佳，搭载斐雪派克的海尔洗衣机能够精准控制内筒转动，极大降低了噪音和震动，且创下“海尔洗衣机立 1.882 米硬币塔”和“海尔洗衣机斜立运行中叠加 5.045 米高椅”两项吉尼斯世界纪录称号。

图表 33 传统皮带电机 VS 斐雪派克直驱电机

传统皮带电机	斐雪派克直驱电机
洗衣效率慢，无法彻底脱水	更快速：动力强劲，高效洗净、脱水，节约时间
运行状态下，平稳性较差	更平稳：创造 2 项吉尼斯世界纪录
皮带传动的噪音无法从源头消除	更安静：电机由磁力驱动，源头降噪
长期使用容易使得皮带松弛老化	更耐用：长期使用无磨损老化
无法呵护真丝等娇贵面料	更柔护：摇篮柔洗丝绸等娇贵面料

资料来源: HOPE 创新生态平台, 华创证券

（2）出色设计缔造艺术家电，高端产品套系化形成

卡萨帝品牌致力打造艺术家电，多次斩获世界级工业设计奖项。卡萨帝艺术属性根深蒂固，深藏品牌名称之中，彰显公司对定位艺术家电的决心。卡萨帝注重产品设计，在 2006 年产品研发阶段，首批产品设计便获得“中国创新设计红星奖”的最高荣誉“至尊金奖”。目前，卡萨帝与来自意大利、英国、德国等 12 个国家的不同领域的 300 多位跨界设计师团队保持良好合作关系，包括宝马创意咨询公司、保时捷设计工作室等。且产品设计已获世界主流机构认可，连续多次获得世界三大工业设计奖项——德国红点奖、德国 IF 奖、美国 IDEA 奖。截至 2018 年 3 月，卡萨帝产品获得设计大奖数达 33 项，其中 iF 设计奖 12 项，红点奖 19 项，IDEA 大奖 2 项，海尔及卡萨帝整体设计奖项数位居行业首位，设计实力不容小觑。

高端套系化落地，前瞻布局优势明显。目前海尔已基本实现家电各主要品类的覆盖，且在大家电领域优势突出。卡萨帝依托于海尔体系，从冰箱和洗衣机等优势品类着手，逐步拓展至酒柜、厨电、热水器等品类，目前已形成套系

化的产品。卡萨帝于 2019 年 6 月发布智慧家电套系——指挥家系列，由冰箱、酒柜、洗衣机、空调和厨电等 21 款高端新品组成，产品定位于居住在大平层、墅式空间等高端住宅的城市新贵和高净值人群等。目前高端品牌中，卡萨帝在行业尚未套系化的情况下，先行落地指挥家套系的销售，领先优势进一步扩大。

图表 34 卡萨帝推出面向精致生活的指挥家系列



资料来源：卡萨帝官网

强调七星级服务，保修政策多优于行业标准。家电服务同样是消费体验的重要部分，在行业竞争愈发激烈的情况下，各企业比拼的不仅仅是产品等硬件方面，更需要重视服务、营销等软件方面。卡萨帝推出七星级服务标准，包括免费上门设计、免费检测水电、产品送装一体、免安装材料费、购机限定时间内免费清洗、赠送积分、VIP 用户免收维修费共七项，以全流程、成套化的服务链迭代单一售后。从保修政策来看，卡萨帝主要产品保修政策多领先于国家标准，冰箱的保修标准和行业相同，洗衣机、空调、热水器整机保修年限均长于行业规定，尤其是空调和热水器，其中卡萨帝电热水器和燃气热水器整机和主要部件保修期限分别为十年和八年，与产品使用寿命基本一致。

图表 35 卡萨帝保修政策一览

公司	保修政策
冰箱	行业：整机保修一年，主要零部件保修三年 卡萨帝： 同行业 ，整机保修一年；主要零部件保修三年
洗衣机	行业：整机保修一年，主要部件保修三年 卡萨帝： 整机保修三年 ，主要部件保修三年
空调	行业：整机保修一年，主要部件保修三年 卡萨帝：2013 年 9 月 15 日以后购机， 整机和主要部件保修六年
热水器	行业：电热类整机保修一年，主要部件保修三年；燃气类整机和主要部件均保修一年 卡萨帝： 电热类整机和主要部件均保修十年；燃气类整机和主要部件均保修八年

资料来源：卡萨帝官网，华创证券

卡萨帝高端市场优势未来有望延续。我们认为公司持续加码研发、注重创新，且已落实套系化销售，未来产品端的优势有望延续。目前公司高端市场品牌力已建立，市场份额明显领先，备受消费者青睐。高端品牌的培育需要经历较长时间，卡萨帝在 GEA 和斐雪派克的基础上且需要经历 13 年的品牌培育期，新进入者势必同样需要较长时间的沉淀与积累（包括产品研发生产、渠道建设等均有较长时间周期）；且目前高端市场龙头格局趋稳，卡萨帝先发优势明显，高端市场份额稳步提升，新进入者在原有强势品牌存在的状况下去改变消费者认知更不仅仅是时间的问题，破局存在较大难度。

高端战略布局预计助力公司净利率改善。高端化布局对公司而言：1）贡献收入增长动力。2014 年以来卡萨帝品牌

整体收入增速维持高速增长，表现显著优于公司整体营收增速；2) 盈利能力预计显著高于公司整体。作为海尔旗下高端品牌，我们预计卡萨帝目前盈利能力或显著高于公司整体。未来随着高净值人群比例的提升及人们对品质生活的追求，高端家电市场规模将持续扩张，而卡萨帝基于品牌力优势高端市场地位有望延续，公司将受益于高端收入占比的持续提升，盈利能力预计能够迎来改善（2018 年公司归母净利率 4.06%，低于格力电器的 13.10%、美的集团的 7.73%）。

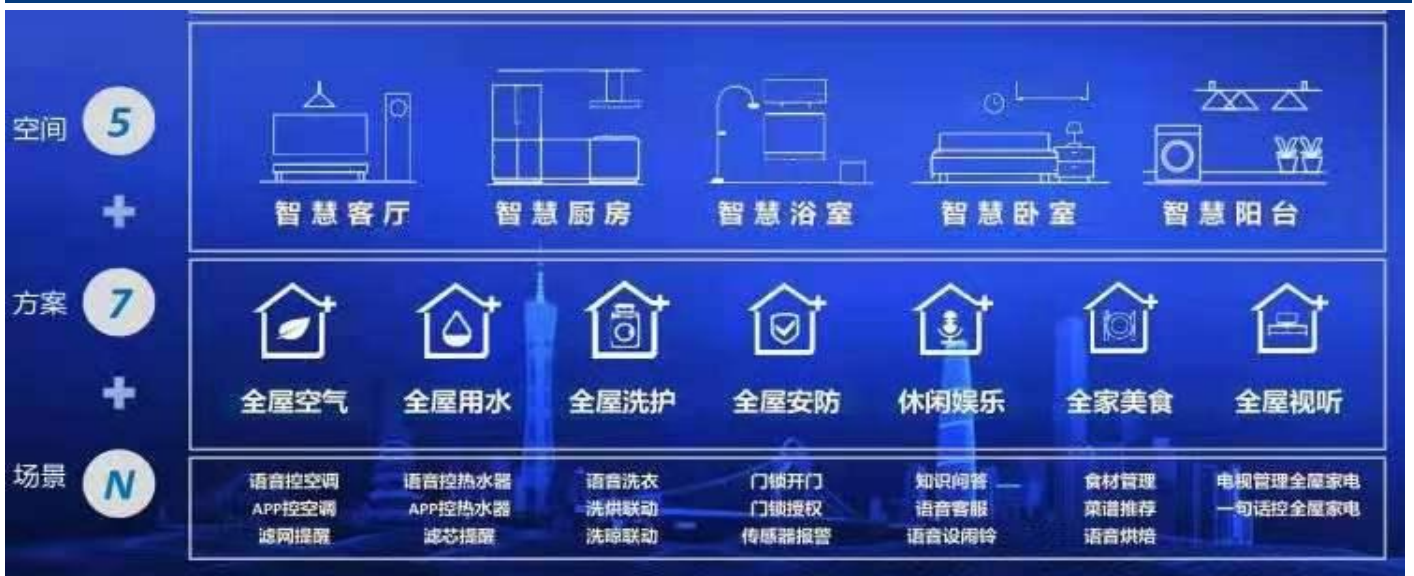
（三）智能化：更名迈向智慧家庭，先发布局乘风而起

1、公司更名海尔智家，智能家电销售初具规模

公司更名海尔智家，定位于智慧家庭。2019 年 6 月公司发布更名公告，为推进公司物联网智慧家庭生态品牌战略的实施，公司更名为“海尔智家股份有限公司”，相应的证券简称变更为“海尔智家”。此次更名表明公司布局智慧家电的决心，公司也将业务方向由传统家电向智慧家庭转变，致力打造一站式、全场景、定制化的成套智慧家庭解决方案。

公司落地“5+7+N”智慧解决方案。2018 年公司升级“5+7+N”智慧全场景定制化成套方案，根据物理空间划分为智慧客厅、智慧厨房、智慧浴室、智慧卧室和智慧阳台，提供全屋空气、全屋用水、全屋洗护、全屋安防、休闲娱乐、全家美食和全屋视听共七大解决方案。相比于传统家电，智慧家庭特点明显：**1) 智能化**，产品可互联互通，为用户提供便捷、舒适的使用体验；**2) 套系化**，与传统家电单件售卖为主，智慧家庭主打套系化的解决方案的销售，产品可实现多场景覆盖，用户可根据自身需求搭配购买。

图表 36 海尔“5+7+N”智慧全场景定制化成套方案



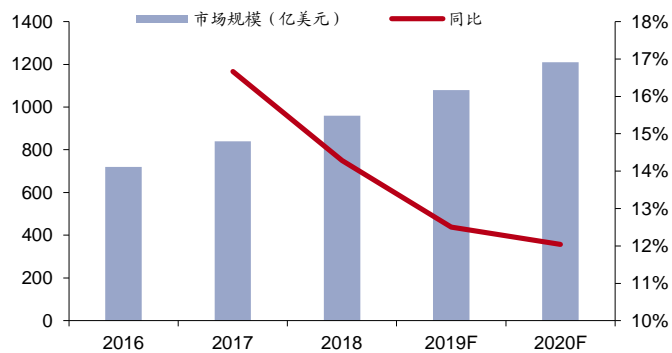
资料来源：海尔智慧家庭微信公众号

智能家电已初具规模，001 号体验中心落地推动场景方案销售。公司在智能家居领域逐步进入收获期，根据公司财报披露，2018 年海尔智慧家电销量增长 79.8%、智慧家庭用户数增长 15.6%、全屋成套解决方案销售占比达 25%、增长超过 100%，物联网生态收入 28 亿元，增长 1622%。公司于 9 月 6 日在上海正式开启海尔智家 001 号体验中心，该体验中心是目前已建成的海尔智慧家庭最大规模的线下体验中心。001 号体验中心的落地为用户提供全场景、一站式的服务体验，助力从单品到家电家居一体化解决方案的销售转型，9 月 001 号体验中心实现累计单月销售 2000 万元，智慧家电家居一体化方案单用户平均价格 40 万元，其中智慧家电场景解决方案用户平均价格 25 万元。

2、5G 加速智能家居正兴起，行业向多场景方案升级

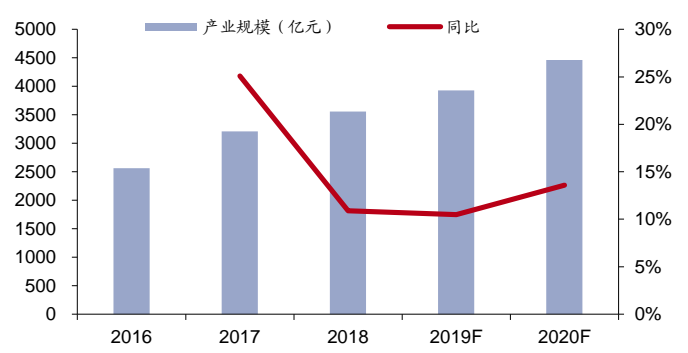
智能家居未来或表现更优。随着人工智能和物联网的蓬勃发展，智能家居凭借着舒适、便捷、智能等优势备受消费者青睐，市场规模稳步增长。根据奥维云网《AIoT 时代下中国智能家居行业发展及趋势》显示，2018 年全球智能家居市场规模达 960 亿美元，同比增长 14.3%，预计 2020 年市场规模将超过 1200 亿美元，同比维持在 12% 以上的较快增长。同时奥维云网预计 19/20 年我国智能家居市场规模将达 3929 亿元和 4464 亿元，同比分别增长 10.5% 和 13.6%，智能家电是智能家居中最大的细分市场（2018 年智能家电市场规模 2960 亿元，份额占比高达 83.2%），我们预计智能家电行业表现将明显优于家电行业整体（中国家用电器研究院数据预计 19 年家电行业内销市场整体增速同比 -1.3%），市场兴起正当时。

图表 37 2016-2020F 全球智能家居市场规模及增速



资料来源：奥维云网，华创证券

图表 38 2016-2020F 中国智能家居产业规模及增速



资料来源：奥维云网，华创证券

政策频出助推智能化家电普及。2019 年以来我国多部委下发多项政策，鼓励绿色智能家电产品的消费。自上轮家电下乡政策已过去十年，恰好处于上轮家电产品更新换代时期，此次家电补贴政策的推出有助于刺激家电更新换代需求的释放，推动绿色、智能家电的进一步普及。

图表 39 2019 年以来政策频出助推智能化家电普及

时间	方案	内容节选
2019/01/29	《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案(2019 年)》	支持绿色、智能家电销售； 有条件的地方可对消费者交售旧家电（冰箱、洗衣机、空调、电视机、抽油烟机、热水器、灶具、计算机）并购买新家电产品给予适当补贴，推动高质量新产品销售
2019/06/06	《推动重点消费品更新升级畅通资源循环利用实施方案（2019-2020 年）》	鼓励消费者更新淘汰能耗高、安全性差的电冰箱、洗衣机、空调、电视机等家电产品，有条件的地方对消费者 购置节能、智能型家电产品给予适当支持
2019/08/27	《关于加快发展流通促进商业消费的意见》	鼓励具备条件的流通企业回收消费者淘汰的废旧电子电器产品，折价置换超高清电视、节能冰箱、洗衣机、空调、智能手机等绿色、节能、智能电子电器产品， 扩大绿色智能消费； 鼓励金融机构对居民购买新能源汽车、 绿色智能家电、智能家居、节水器具 等绿色智能产品提供信贷支持

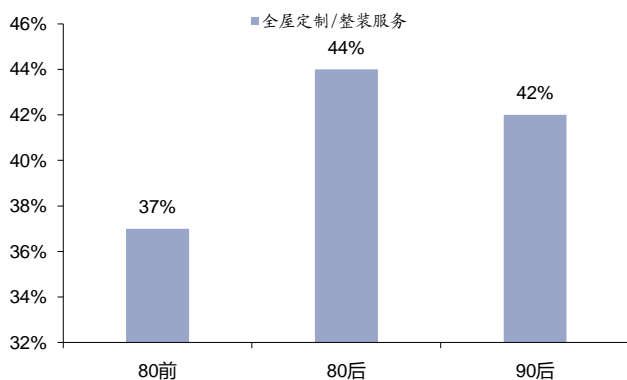
资料来源：国家发展改革委，中国政府网，华创证券

5G 进入加速期，智能家电落地可期。通信技术是智能家电发展的基础，5G 网络具备更强大的通讯和带宽能力，能够满足物联网的覆盖面广、高速稳定等需求。2019 年 6 月工信部向中国电信、中国移动、中国联通和中国广电发放 5G 商用牌照，正式开启中国 5G 时代。目前国内 5G 基站建设有序推进，仅中国移动预计 2019 年建设超过 5 万个 5G 基站，覆盖超过 50 个城市。5G 时代的开启将加速万物互联时代的到来，推动智能家电切实落地。

场景方案为未来发展趋势，但多数企业仍处于单品阶段。目前在家居家装行业，全屋家具定制/整装服务愈发受到消费者青睐，根据腾讯数据实验室、腾讯家居及 DCCI 联合发布的《2018 年家居家装行业人群洞察白皮书》显示，80 前的用户群体中 37% 的人会选择全屋家具定制/整装服务，且 80 后及 90 后用户群体中该比例更高，预计随着 90 后成为家装主力人群后，家居整装将成为行业的主流趋势。我们认为智能家电场景化解决方案与全屋家居定制具有类似优势，即具备风格统一性、一站式采购便利性等特点，且能够有效解决单品无法实现的全场景互联互通的问题，全屋场景方案可实现一句话控制全屋家电，为消费者带来生活上的极致便捷感。基于此，预计智能家电行业中场景方案有望成为未来的发展趋势。但场景化方案对企业的家电品类覆盖及技术提出了更高的要求，目前我国多数企业仍处于智能单品阶段。

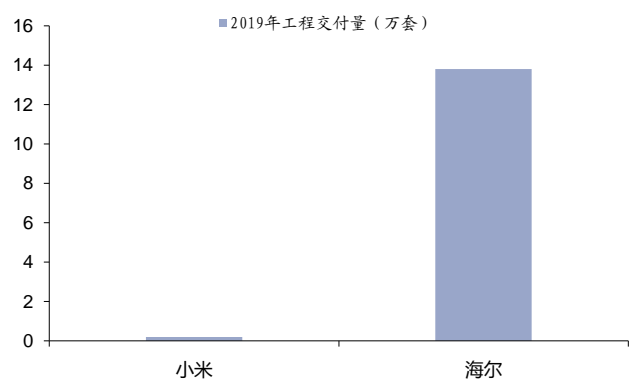
工程渠道发展成为智慧家庭的主流渠道。智慧家庭套系化趋势下，前装市场显得愈发重要。根据前瞻研究院数据显示，智能家居工程渠道销售额占比高达 80%。定位于智慧家庭的主要企业纷纷布局工程渠道，加强与地产商之间的合作，根据各家官方披露显示，其中小米与卓尔集团、绿地集团等合作，预计 19 年内交付 2000 套智慧地产；美的面向房地产前装市场的地产开发商和长租公寓运营商提供定制化产品；海尔与万科地产、鲁能集团等 8 大地产企业签订战略合作协议，提供智慧成套定制化解决方案，19 年预计全年工程端交付 13.8 万套智慧家庭。

图表 40 不同年龄用户群对全屋定制/整装服务的需求



资料来源：腾讯数据实验室、腾讯家居和 DCCI，《2018 年家居家装行业人群洞察白皮书》；华创证券

图表 41 海尔预计 2019 年工程端交付 13.8 万套



资料来源：小米开发者发布会，海尔官网，华创证券

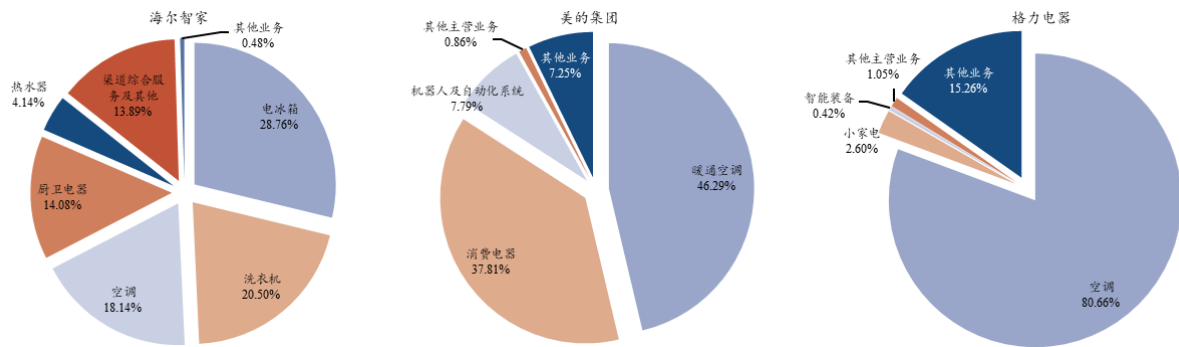
3、海尔先发布局智能家电，引领场景替代产品转型

我们认为海尔在智能家电领域优势明显：1) 产品端：具备家电套系化的能力；2) 技术端：参与多项国际标准制定；3) 渠道端：专属渠道建设完成，工程零售齐发力，基于以上三点，海尔智能家电套系已率先落地，初获销售规模。根据公司公告，海尔智家 001 号店 9 月单月累计销售 2000 万元，智慧家电家居一体化方案单用户平均价格 40 万元。

(1) 产品端：具备家电成套化能力

海尔具备家电套系化能力。我们认为全场景解决方案的企业在产品端需要具备以下能力：1) 覆盖多品类的家电产品；2) 各类家电产品均占据重要的市场地位。海尔具备以上能力，根据 19H1 营收结构来看，海尔智家多业务收入分布较为均衡，电冰箱贡献约三成收入，洗衣机、空调、厨卫各贡献约 14%-21% 的收入，对单一业务依赖性相对较弱。且海尔在多细分品类市场占据重要地位（冰箱全价位段份额引领，洗衣机市场与美的系双寡头格局稳定，厨电领域由 GEA 和斐雪派克技术作为支撑），为公司家电套系化奠定坚实的产品基础。

图表 42 2019H1 年我国三大白电营收结构



资料来源: wind, 华创证券

海尔率先落地七大品牌套系化，满足不同用户需求。2018 年海尔升级推出“5+7+N”智慧全场景定制化成套方案，并于 2019 年落地 7 大品牌套系化产品，包括注重提升生活品质的海尔品智+套系、面向精致生活的卡萨帝指挥家系列、专为年轻人打造的统帅套系等，以满足不同消费者的需求，实现多客户群体的覆盖。

图表 43 海尔七大品牌套系化率先落地

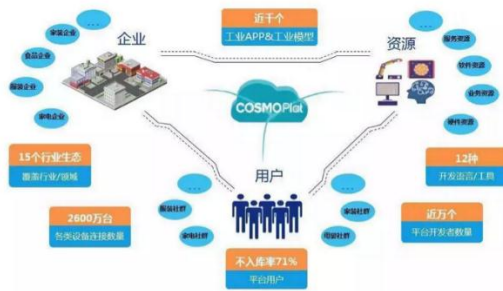


资料来源: 海尔智慧家庭微信公众号, 华创证券

(2) 技术端：参与多项国际标准的制定

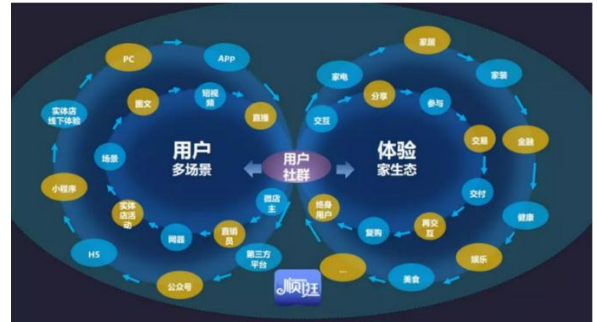
三大平台助力打造“成套化、可定制、迭代性”智慧家庭解决方案。公司基于 U+智慧生活云平台、COSMOPlat 工业互联网云平台、顺逛社群交互平台三大平台，打造“成套化、可定制、迭代性”三大特质。U+智慧生活云平台具备 UHomeOS、U+互联互通、U+大数据、U+人工智能、U+用户交互、U+生态平台六大技术平台，在为自身提供智慧家庭解决方案的同时作为开放式平台积极与三方企业合作，丰富与完善平台的生态内容。COSMOPlat 是全球首家引入用户全流程参与体验的工业互联网平台。相比于一般的生产平台，COSMOPlat 充分考虑用户需求交互，让消费者参与到需求创意、产品设计等全过程，能够及时了解并满足消费者需求，同时也提高了供应链的运营效率，2017 年平台实现产品不入库率达 69%（其中客户参与大规模定制比例约 52%），订单交付周期缩短 50%。顺逛平台聚焦社群交互，打造线上店、线下店、微店“三店合一”模式，联通三店实现资源与利益的共享。

图表 44 COSMOPlat 实现大规模定制



资料来源：海尔智慧家庭微信公众号

图表 45 顺逛平台聚焦社群交互



资料来源：海尔智慧家庭微信公众号

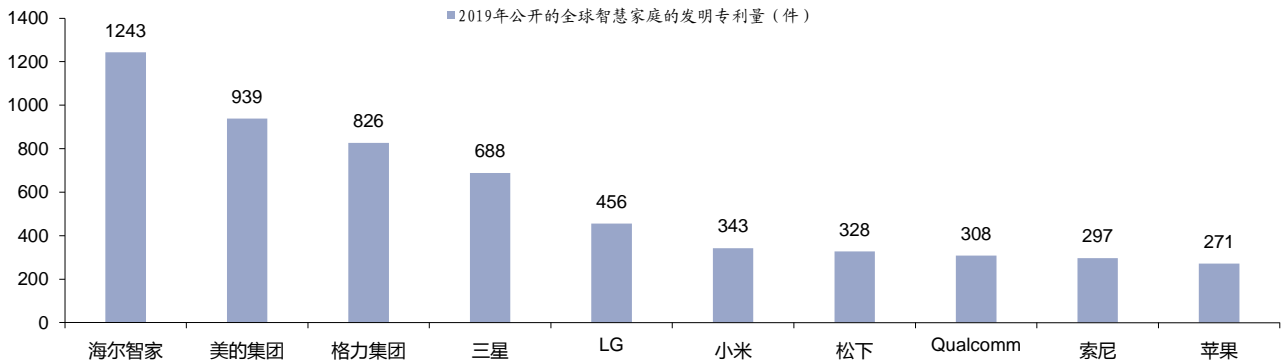
海尔前瞻性储备技术，引导参与多项国际标准的制定。海尔在 2004 年起便主导成立中国家庭网络标准产业联盟-e 家佳，并相继提报和通过了系列行业和国家标准；海尔还参与多项国际标准的制定，2017 年先后参与国际 IOT 标准、国际智慧家庭 AI 白皮书标准制定；2018 年海尔作为主要起草单位主导制定了 10 项智能家电领域的国家标准，成为该领域内参与制定标准最多的家电企业。尽管海尔与美的均在 2014 年发布智慧生活的战略，但海尔早在 1999 年开始致力家电物联网研究，先发布局多年，主导多个产业联盟的成立，并参与多项国家标准的制定，在行业掌握较强话语权。公司在智慧家庭技术储备深厚，根据 IPRdaily 中文网与 incoPat 创新指数研究中心联合发布的《2019 年全球智慧家庭发明专利排行榜》显示，2019 年 1-11 月海尔智家以 1243 件发明专利数位居全球智慧家庭发明专利榜第一，领先于美的集团、格力集团、小米等。

图表 46 海尔先发布局，参与多项智能家电标准制定

时间	主要事件
2004 年	海尔主导成立中国家庭网络标准产业联盟-e 家佳，并相继提报和通过一系列行业标准和国家标准
2009 年	建立我国首个家庭网络领域的国家标准
2012 年	海尔发起成立中国智能家居产业联盟
2017 年	海尔 U+互联互通标准提案通过 OCF 立项，成为参与定制国际 IoT 标准的唯一中国家电企业
	由海尔发起，中国通信院、华为、中国电信、联想、硬蛋等共同倡议，成立智慧家庭行业首个“NB-IOT 专委会” 海尔被 IEC 授权制定首个国际智慧家庭 AI 白皮书，中国家电企业首次被授权制定具有战略意义的行业规范
2018 年	海尔作为主要起草单位主导制定的 10 项智能家电领域的国家标准获批，成为领域内参与制定标准最多的家电企业
2019 年	海尔 U+智慧生活平台联合国家智能家居质量监督检验中心成立行业首个 AI+5G 智慧家庭标准实验室

资料来源：海尔 U+ 官网，搜狐网，开放创新平台 HOPE，华创证券

图表 47 2019 年 1-11 月全球智慧家庭发明专利排行榜前十

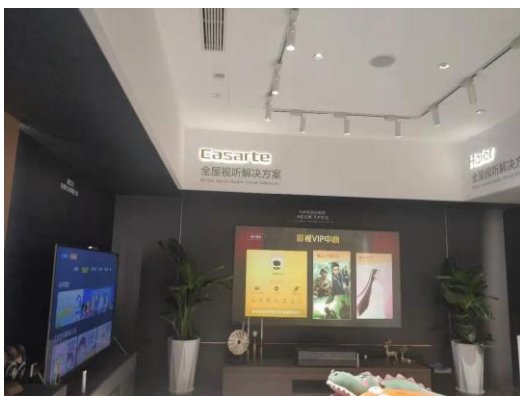


资料来源：IPRdaily 中文网与 incoPat 创新指数研究中心联合发布，华创证券

(3) 渠道端：专属渠道建设完成，工程零售齐发力

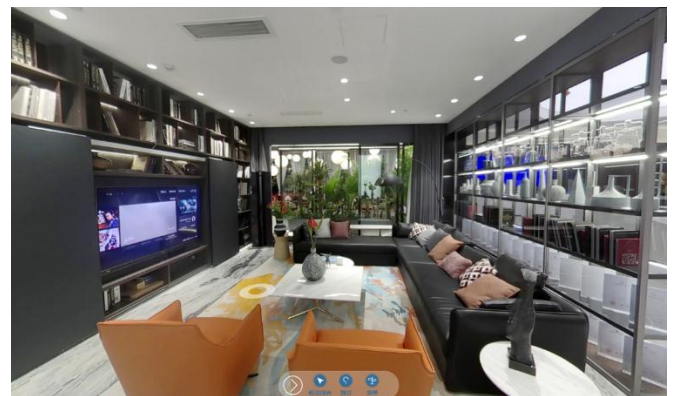
海尔智家专属渠道建设完成。为推进成套智慧家电解决方案的切实落地，打造“一站式、全场景、定制化”的消费体验，公司深化零售终端转型，推进智慧门店的铺设，从“卖产品”向“卖方案”升级。2018 年建设 4 个智慧家庭城市体验中心（重庆、青岛、深圳和沈阳）、423 个全屋智慧家庭集成店，3037 个全网智慧家庭体验店，全屋集成渠道零售额超过 50 亿元，增长超过 100%。今年 9 月海尔智家 001 号体验中心正式落户上海，是目前已建成的海尔智慧家庭最大规模的线下体验中心，其中一楼展示 5+7+N 的全场景解决方案的体验，二楼则集合上海热门户型，为用户提供家居家电一体化设计，将基装、主材、全屋定制、家居软装、电器、智能家居等各个环节融合，满足消费者不同的整装需求。

图表 48 海尔智家 001 号体验中心一层智能解决方案



资料来源：华创证券

图表 49 海尔智家 001 号体验中心二层真实户型



资料来源：海尔智家官网

海尔加速布局工程渠道，预计 2020 年工程端交付 20 万套。海尔加速布局工程市场，12 月开启“超级工程 2020”俱乐部，加速海尔智慧家庭套系在工程端的落地。海尔智家为工程端客户提供 14 个套系，130 多款专供产品，并根据工程商标段进行灵活方案配套。此外，公司面向工程商提供资金、技术和售后支持等完善服务，可为工程方垫款以缓解其短期的资金周转压力，从而增强与工程端合作，助力公司工程渠道加速落地。基于公司智慧套系工程渠道市场加速，预计 2020 年实现交付 20 万套智慧家庭，较今年同比增长 45%。

智能家居格局展望：海尔有望占据重要份额，主要系：1) 与美的相比，海尔智家套系化率先落地，且初具规模。美的集团高端系列 PRO 尚未上市，青选系列上半年销量 16.6 万台；2) 与小米相比，海尔智家客单价明显更高。根据公司公告披露，海尔智慧家电场景方案单用户平均价格 25 万元、最高客单价达 70 万元；而小米主打高性价比，根据 18 年 5 月小米有品的官方统计显示，小米智能家居全套产品总价共 3.6 万元（不含小米空调）。小米与海尔的智慧家电的用户客群存在明显分层，短期内交替性较少。3) 海尔智能家居专属渠道布局更为完善，2018 年海尔建有 3037 个全网智慧家庭体验店，多家大型的城市体验中心；小米在中国大陆建有 586 个小米之家，授权店家仅 1378 家；美的在建材家装渠道开设美的慧生活体验中心 139 家，升级 375 家旗舰店为美的慧生活体验中心，18 年完成超过 2500 家全国送装一体服务网点布局和对 850 家旗舰店送装一体能力的授权认定。海尔智能家居专属渠道布局数量明显超于其余两家，有望助力触达更多消费者，推动智能家电销售规模持续增长。

二、短期视角：多维度变革发力，助力盈利能力改善

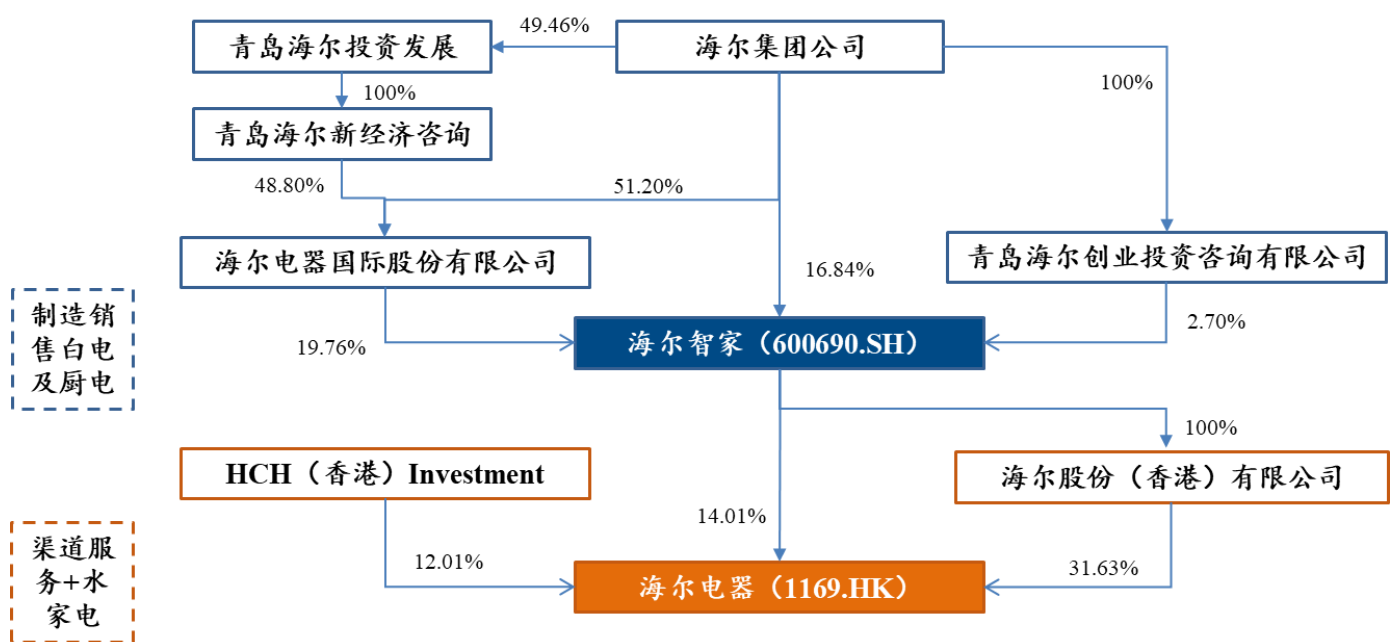
（一）渠道端：推进扁平化变革，运营效率有望提升

1、渠道体系位于公司体内，销售人员数量领先

公司渠道体系位于上市公司体内。海尔集团旗下目前有两个上市主体：海尔智家（600690.SH）及海尔电器（1169.HK）。其中，海尔智家于 1993 年于上交所上市，目前以制造销售冰箱、空调等白色家电及厨电为主。海尔电器于 1997 年在香港主板上市，目前以渠道服务及制造销售洗衣机、热水器等家电为主。

海尔智家合计持有海尔电器 45.64% 股权。根据 2019 年半年报披露，海尔智家直接持有海尔电器 14.01% 的股权，通过海尔股份（香港）有限公司间接持股 31.63%，合计持有 45.64% 股权，且海尔智家与海尔电器的重要股东 HCH 签署了股东表决权委托协议，合计持有海尔电器 57.65% 表决权，拥有经营决策的实际控制权。

图表 50 海尔智家与海尔电器股权结构体系（截至 2019 年中报）

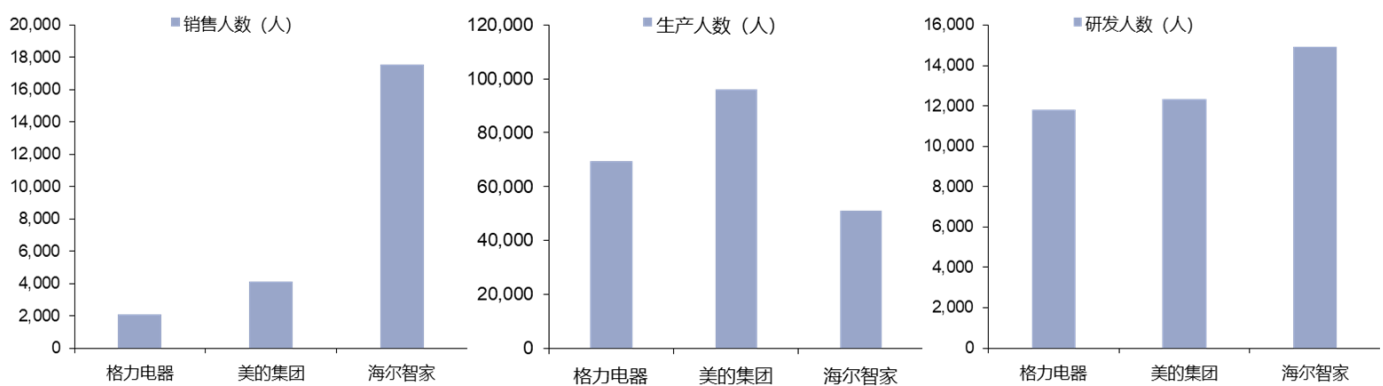


资料来源：wind，华创证券

日日顺辅助提供物流服务。公司原有物流服务由海尔电器旗下的日日顺提供，截至 19 年 Q3 海尔电器已将物流业务置出（海尔电器仍持有 47% 日日顺股权），受此影响贡献 19Q3 归母净利润 14.4 亿元。但基于日日顺在大件物件运输上的服务优势及公司为保障服务的一致性，海尔电器仍将与日日顺物流保持良好的合作关系，由日日顺辅助提供 24 小时全天候送装一体服务。目前日日顺物流已建立辐射全国的三级云仓网络，拥有 15 大发运基地、136 个智慧物流仓、6000 多家微仓，仓储面积 540 万平方米，“车小微”数量 10 万辆，服务范围覆盖全国 2915 个区县，实现到村入户的物流配送服务。

海尔智家销售人员数量仍远超格力电器与美的集团。海尔的销售公司属于上市公司体系内，且销售人员多为总部派驻的职业经理人，加上并表的海尔电器部分员工数（主要业务为渠道综合服务），海尔的销售人员数量显著高于其他公司。2018 年海尔智家销售人员数高达 17,565 人，是美的集团的 4.3 倍，是格力电器的 8.4 倍。

图表 51 2018 年格力电器、美的集团及海尔智家各员工人数

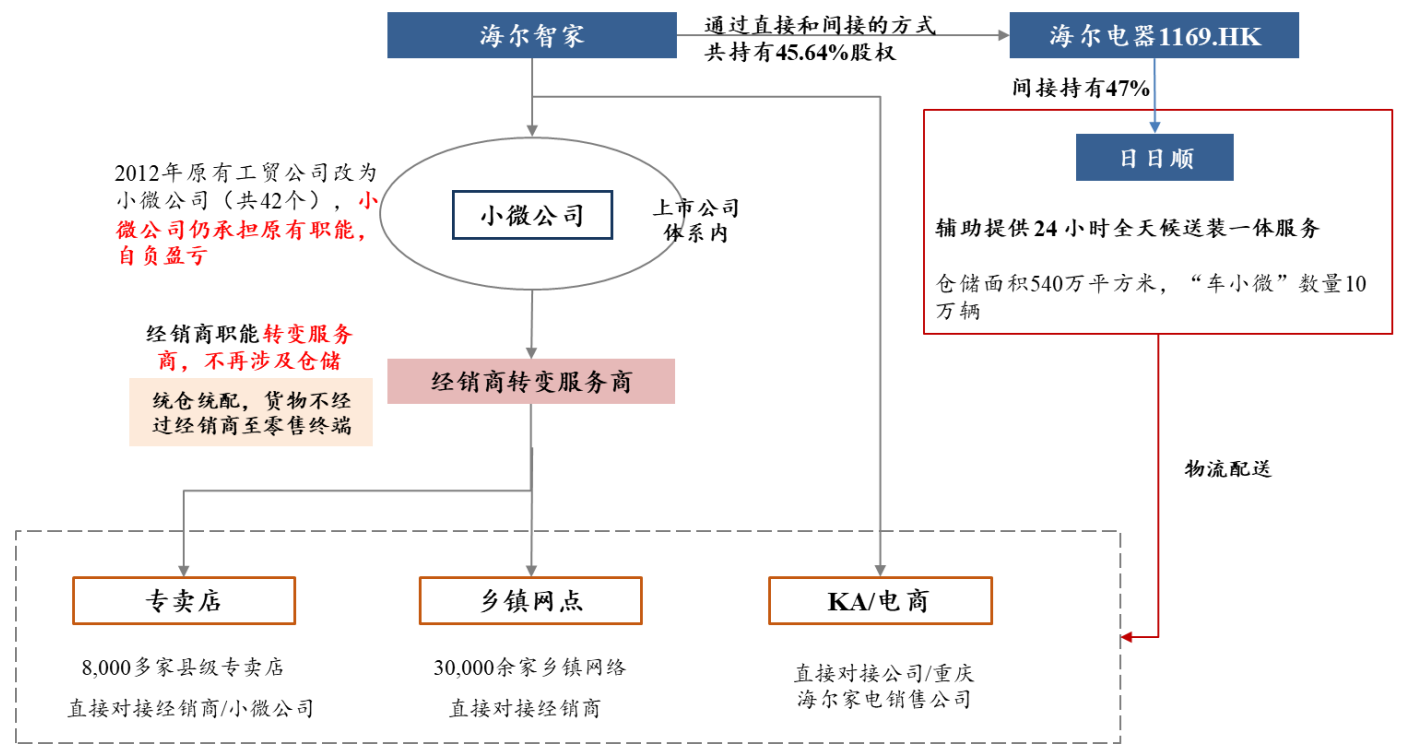


资料来源: wind, 华创证券

2、渠道扁平化改革，统仓统配助力效率提升

原有渠道模式：线下专卖店流通层级较多。海尔渠道体系相对繁杂，一二线城市主要以 KA、电商等为主，直接对接公司/重庆海尔家电销售有限公司（由海尔智家直接及间接合计持股 100%）；三四线城市自建专卖店渠道，在全国拥有 8000 多家县级专卖店和 3 万余个乡镇网点，其中县级专卖店与经销商/小微公司对接，乡镇网点与经销商对接。相比于电商或 KA，专卖店渠道需要经过“小微公司-经销商-县级专卖店/乡镇网点”，层级相对较多。

图表 52 海尔智家渠道体系



资料来源：wind，渠道调研，华创证券

公司开启新一轮渠道改革。公司于 2015 年末开始进行渠道改革，改变过去 1169 客户服务线（运营）和 690 产品线（出货）两套体系并行的不利影响，渠道调整效果显著。今年 6 月开始公司进行新一轮渠道改革，主要变动方向：

1) 改变经销商职能。经销商在原有的渠道体系中扮演对接下层专卖店的角色，今年 6 月起公司改变经销商的职能，向服务商转变，不再承担仓储，货物流转不经过经销商；

2) 统仓统配。统仓统配即指将线下乡镇级代理货物进行集中仓储统一管理，并根据经销商的订单进行合理规划仓储存放、运送时间和运输路线等，统一配送。统仓统配优势明显：优化经销商库存周转，驱动服务商聚焦乡镇市场，强化送装同步，更好得服务乡镇客户，实现低线市场更好得下沉；推进营销、信息、物流和服务网四网融合，实现产品、客户、用户和员工信息的互联互通，打造全流程数据可视化，以优化供应链管理，且利于提高全流程的服务质量，包括有效减少市场窜货行为，降低运输过程中的货物不良品率，提高商品配送的及时率等。上半年公司已经完成统仓统配模式的试点，2019 年下半年预计将在全国范围内有序推进。

公司此轮渠道变革有助于提升运营效率。今年 6 月以来公司实施的新一轮渠道改革，有效缩减货物的流转层级，转化服务商职能使其聚焦于乡镇市场的下沉，且统仓统配将实现信息互联互通，打造全流程数据可视化，优化全流程服务质量，利于公司提高运营效率，变革预计将于明年开始显现效果。

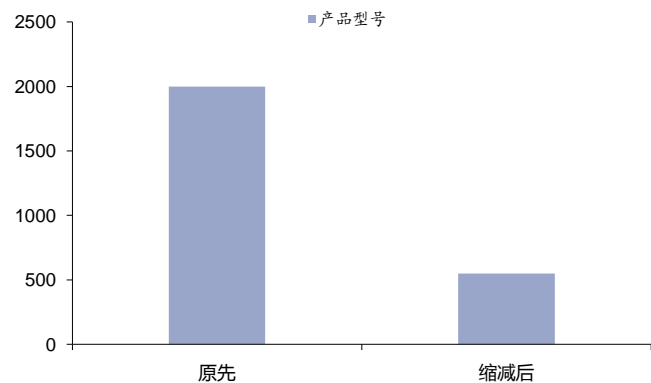
（二）生产端：缩减产品 SKU 数量，有望进一步改善效率

聚焦爆款型号，精简 SKU 数量。根据公司 2019 年半年报显示，公司目前重点工作在聚焦爆款型号竞争力，改变原有产品多型号策略，精简产品 SKU 数量，通过打造爆款单品，以提升研发平台效率，降低采购与生产成本，有望逐步落实到公司生产效率的提升。

为何需要缩减 SKU？随着公司的发展及客户需求的多样化，企业往往会不断丰富完善自身的 SKU，满足不同用户的需求。而 SKU 数量的不断增长对企业的市场需求预测、产品的库存计划及配送等提出了更高的要求。海量的 SKU 并不能等同于营收和利润的增长，各类产品的盈利能力存在不同，在海量产品的情况下势必存在部分产品拖累公司的盈利能力。因此合理控制产品 SKU 数量显得尤为重要。

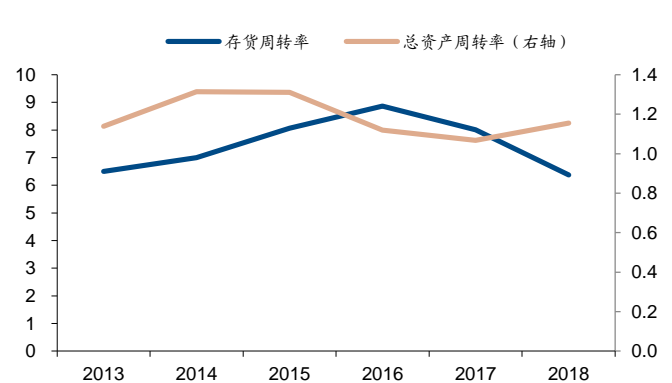
美的集团精简 SKU，助力效率提升。美的集团在 2011 年时明确公司“产品领先、效率驱动、全球经营”方针，2012 年美的集团进行产品 SKU 的缩减，砍掉所有不盈利的品类。根据 36kr 报道显示，2012 年美的生活电器事业部将产品 SKU 从 2000+ 缩减至 500-600 个，取消中低端产品线，受益于此美的可聚焦研发资源，提升品牌的溢价，美的电饭煲产品结构向高端化升级明显。此外，根据艾肯家电网报道显示，美的集团实施库存式生产向订单式生产转型，产品类型由此前的 64 类缩减至 32 类，产品型号 SKU 减少 50%，助力公司制造效率每年提升 15% 以上，同时库存周转率改善明显。

图表 53 2012 年美的生活电器事业部明显缩减产品 SKU



资料来源：36kr，华创证券

图表 54 美的集团存货周转率及总资产周转率

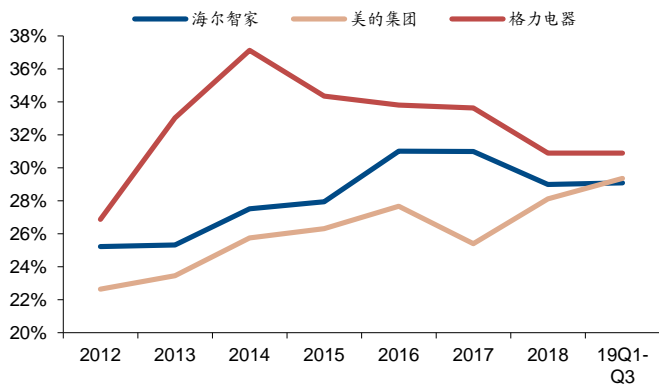


资料来源：wind，华创证券

海尔智家多项财务指标改善空间较大。与其余两大白电龙头相比，海尔智家多项盈利指标表现相对弱势，留有较大改善空间。**盈利能力：**2019 年前三季度，海尔智家毛利率 29.09%，低于格力电器（30.89%）和美的集团（29.36%）；海尔智家归母净利率 5.22%，与格力电器 14.12% 和美的集团 9.61% 仍有较大的差距。**ROE 方面：**2018 年海尔智家 ROE 仅 20.78%，低于格力电器 33.40% 和美的集团 25.80%，主要受归母净利率拖累。**运营能力方面：**2018 年海尔智家存货周转率 5.9，低于其余两大白电龙头。

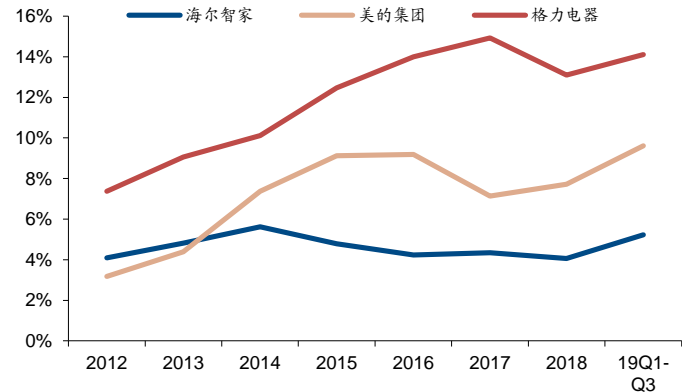
以美的集团为镜，海尔智家或可通过渠道和生产变革提升效率，改善盈利能力。美的集团自 2012 年以来坚定“产品领先、效率驱动、全球经营”方针，推进渠道变革，缩减 SKU，进一步巩固行业领先地位，助推盈利能力稳步提升。我们认为基于海尔目前在渠道端和产品端的举措，随着措施逐步落实，预计效果有望在短期实现，公司的整体效率或可明显提升，助力公司的盈利能力再上台阶。

图表 55 国内三大白电龙头毛利率对比



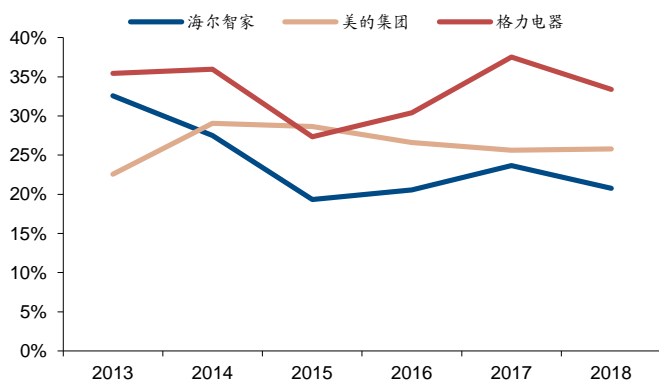
资料来源: wind, 华创证券

图表 56 国内三大白电龙头归母净利率对比



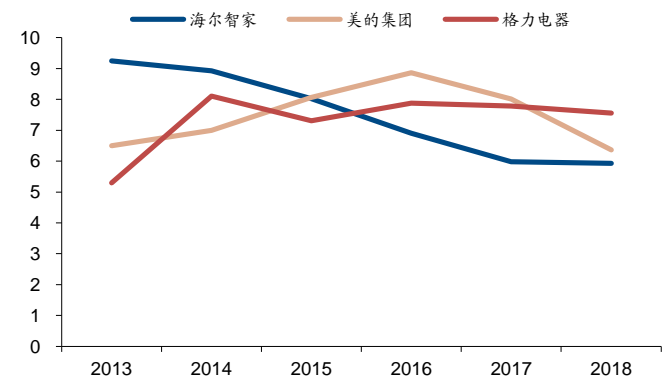
资料来源: wind, 华创证券

图表 57 国内三大白电龙头 ROE 对比



资料来源: wind, 华创证券

图表 58 国内三大白电龙头存货周转率对比



资料来源: wind, 华创证券

图表 59 海尔智家 ROE 表现弱势, 主要受归母净利率拖累

2018 年	ROE (%)	归母净利率 (%)	资产周转率 (次)	权益乘数
格力电器	33.40	13.10	0.86	2.97
美的集团	25.80	7.73	1.02	3.26
海尔智家	20.78	4.06	1.15	4.44

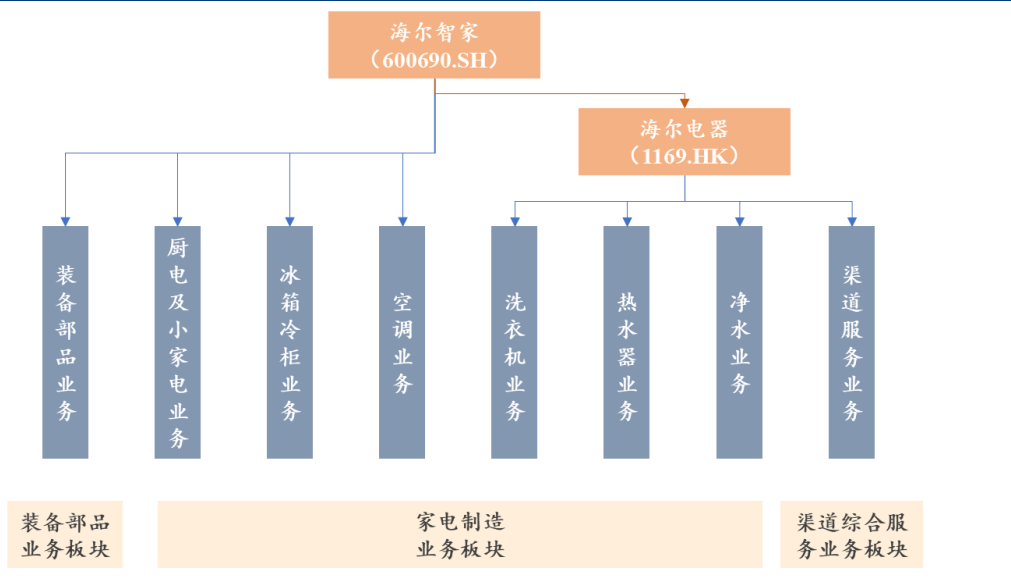
资料来源: wind, 华创证券

（三）治理端：初步探讨私有化海尔电器，料将增厚利润优化治理

海尔电器私有化正在初步探讨，但仍存重大不确定性。12月13日公司公告提示，公司目前正在初步探讨私有化海尔电器的方案，该等可能的私有化安排将通过换股的方式进行，对价股票为将于香港联合交易所主板上市的H股股票，如该交易实施完成，海尔电器将在香港联合交易所主板终止上市。目前公司尚未向海尔电器提出任何私有化安排，尚未就该等私有化安排达成任何协议、承诺或其他确定意见（如换股比例及私有化时间表等），该等私有化安排尚存在重大不确定性。

海尔电器物流业务出表，打造“水家电+健康家平台”。海尔电器以贯美（上海）企业管理有限公司持有的冰戟（上海）企业管理有限公司55%股权与海尔国际持有的青岛海施水设备有限公司51%股权进行置换，冰戟公司间接控制青岛日日顺物流有限公司（主要涉及海尔电器的物流业务板块），即以物流业务置换净水业务，目前该项资产置换已于2019年7月完成。资产置换完成后，海尔电器仍持有日日顺物流47%股权（置换前：56.4%），海尔智家及海尔电器对日日顺物流不再并表。受此一次性投资收益影响，增厚2019年归母净利润14.4亿元。净水业务置入后，由海尔电器负责洗衣机、热水器、净水等水家电业务及渠道服务业务，明晰了海尔电器的“水家电+健康家平台”定位，帮助增强公司在家电业务的布局，与原有的洗衣机业务协同，有助于构造完整的智能家居水生态系统。

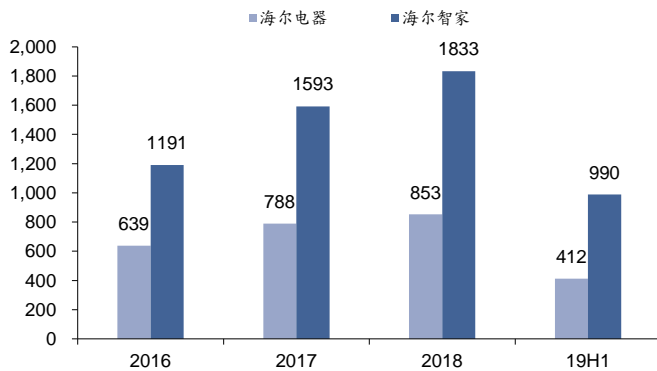
图表 60 海尔电器定位于“水家电+健康家”平台



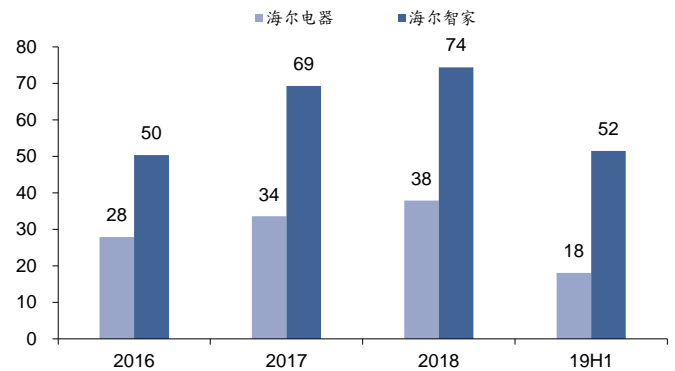
资料来源：公司公告，华创证券

海尔智家与海尔电器并行负责家电制造业务。相比于其余两大白电龙头，海尔智家在业务布局管理上稍显复杂，家电制造业务板块由海尔电器及海尔智家两大平台负责，其中海尔电器负责洗衣机、热水器和净水业务，而海尔智家负责厨电及小家电、冰箱冷柜及空调业务。

海尔电器为海尔智家控股子公司，18年营收贡献占比约46.5%。根据2019年半年报披露，海尔智家合计持有海尔电器45.64%股权（57.65%表决权），拥有经营决策的实际控制权。海尔电器为海尔智家旗下重要控股子公司，2018年海尔电器实现营业总收入853亿元，约贡献海尔智家营业收入的46.5%，实现归属于母公司净利润为38亿元，预计为海尔智家贡献17亿元归母净利润。截至12月12日收盘价，海尔电器总市值为613亿港元。

图表 61 海尔智家与海尔电器营业总收入（亿元）


资料来源: wind, 华创证券

图表 62 海尔智家与海尔电器归母净利润（亿元）


资料来源: wind, 华创证券

海尔电器是海尔智家控股的重要子公司，且掌握公司优质的水家电业务资源，承担渠道服务职责。随着物流业务置换完成，公司对自身的定位愈发清晰，如若海尔电器私有化成功，那么对公司来说影响明显：

- 1) 财务上：有望明显改善利润指标**，截至 19H1，海尔智家（含海尔电器贡献）现金及现金等价物 329.5 亿元，委托理财 62.91 亿元，而由于前期海外收购海尔智家留有高额有息负债，其中长期与短期借款合计 203.7 亿元；而海尔电器现金流充沛，资产优质，现金及等价物 155.5 亿元，委托理财 48.61 亿元，长期借贷加短期借贷金额仅约 1 亿元。私有化后公司完全拥有海尔电器优质现金资产的支配权，**若以此偿还部分有息负债可大幅减轻公司财务费用，改善利润端表现**；且海尔智家完全纳入海尔电器后，公司归母净利润规模将明显提振，根据 19H1 数据测算，公司的归母净利率有望从 19H1 的 5.20% 提升至 6.20%。
- 2) 业务上：解决两个主体间可能存在的掣肘问题，优化治理结构，料将提升整体效率。**海尔智家与海尔电器目前在业务布局及渠道上并行运作，如海尔智家负责厨电小家电、冰箱冷柜及空调的制造销售，海尔电器负责洗衣机、热水器、净水器的制造销售；海尔智家负责 KA 销售结算，海尔电器负责专卖店的渠道，两者间可能存在掣肘。而私有化后，两大平台业务整合后能够充分调动统一协同性，清晰公司业务运行框架，完善公司治理结构体系，进一步提升整体效率。

三、风险提示

全球化经济下行；高端市场需求不及预期；行业竞争加剧；私有化方案不及预期。

附录：财务预测表
资产负债表

单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	37,456	36,213	44,579	54,380
应收票据	14,221	14,556	15,893	17,305
应收账款	10,431	10,078	11,003	11,981
预付账款	595	794	861	931
存货	22,377	24,520	26,587	28,736
其他流动资产	9,180	9,848	10,619	11,438
流动资产合计	94,260	96,009	109,542	124,771
其他长期投资	277	300	324	351
长期股权投资	13,966	13,966	13,966	13,966
固定资产	17,320	18,475	19,164	19,747
在建工程	3,873	3,673	3,763	3,853
无形资产	9,209	8,658	8,162	7,716
其他非流动资产	27,795	25,530	25,533	25,533
非流动资产合计	72,440	70,602	70,912	71,166
资产合计	166,700	166,611	180,454	195,937
短期借款	6,299	8,799	8,299	7,799
应付票据	19,626	19,367	20,999	22,696
应付账款	27,759	29,990	32,517	35,146
预收款项	15	16	18	19
其他应付款	12,419	12,419	12,419	12,419
一年内到期的非流动负债	3,015	3,015	3,015	3,015
其他流动负债	10,949	5,851	6,159	6,501
流动负债合计	80,082	79,457	83,426	87,595
长期借款	15,541	12,541	11,541	10,541
应付债券	9,192	6,692	6,692	6,692
其他非流动负债	6,755	3,915	3,915	3,915
非流动负债合计	31,488	23,148	22,148	21,148
负债合计	111,570	102,605	105,574	108,743
归属母公司所有者权益	39,402	44,677	51,850	59,910
少数股东权益	15,728	19,329	23,030	27,284
所有者权益合计	55,130	64,006	74,880	87,194
负债和股东权益	166,700	166,611	180,454	195,937

现金流量表

单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	20,434	12,766	15,345	17,382
现金收益	13,850	18,255	18,504	20,301
存货影响	-874	-2,143	-2,066	-2,149
经营性应收影响	65	49	-2,080	-2,208
经营性应付影响	1,147	1,973	4,161	4,328
其他影响	6,246	-5,367	-3,174	-2,889
投资活动现金流	-7,666	-4,041	-4,041	-4,041
资本支出	-8,989	-4,019	-4,020	-4,020
股权投资	241	0	0	0
其他长期资产变化	1,082	-22	-21	-21
融资活动现金流	-10,489	-9,968	-2,938	-3,540
借款增加	-1,930	-3,000	-1,500	-1,500
股利及利息支付	-3,820	-5,026	-3,724	-4,203
股东融资	2,969	14	0	0
其他影响	-7,708	-1,956	2,286	2,163

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

利润表

单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	183,317	200,564	218,987	238,435
营业成本	130,154	142,620	154,639	167,140
税金及附加	857	938	1,024	1,115
销售费用	28,653	31,128	33,221	36,005
管理费用	8,324	9,308	9,835	10,470
研发费用	5,081	6,307	6,777	7,736
财务费用	939	1,263	1,068	1,049
资产减值损失	760	-230	-250	-250
公允价值变动收益	-145	20	20	0
投资收益	1,923	5,400	2,300	2,000
其他收益	895	882	882	800
营业利润	11,391	15,531	15,875	17,971
营业外收入	473	630	690	690
营业外支出	235	240	260	260
利润总额	11,629	15,921	16,305	18,401
所得税	1,858	2,544	2,606	2,941
净利润	9,771	13,377	13,699	15,460
少数股东损益	2,330	4,190	4,291	4,842
归属母公司净利润	7,441	9,187	9,408	10,618
NOPLAT	10,560	14,438	14,597	16,341
EPS(摊薄) (元)	1.16	1.43	1.47	1.66

主要财务比率

	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	15.1%	9.4%	9.2%	8.9%
EBIT 增长率	5.3%	36.7%	1.1%	11.9%
归母净利润增长率	7.4%	23.5%	2.4%	12.9%
获利能力				
毛利率	29.0%	28.9%	29.4%	29.9%
净利率	5.3%	6.7%	6.3%	6.5%
ROE	13.5%	14.4%	12.6%	12.2%
ROIC	16.4%	22.6%	20.2%	20.1%
偿债能力				
资产负债率	66.9%	61.6%	58.5%	55.5%
债务权益比	74.0%	54.6%	44.7%	36.7%
流动比率	117.7%	120.8%	131.3%	142.4%
速动比率	89.8%	90.0%	99.4%	109.6%
营运能力				
总资产周转率	1.1	1.2	1.2	1.2
应收账款周转天数	22	18	17	17
应付账款周转天数	74	73	73	73
存货周转天数	61	59	59	60
每股指标(元)				
每股收益	1.16	1.43	1.47	1.66
每股经营现金流	3.19	1.99	2.39	2.71
每股净资产	6.14	6.96	8.08	9.34
估值比率				
P/E	16	13	13	11
P/B	3	3	2	2
EV/EBITDA	15	11	11	10

家电组团队介绍

组长、首席分析师：龚源月

法国 ESSEC 商学院硕士。曾任职于弘则研究。2017 年加入华创证券研究所。

助理研究员：贺虹萍

上海财经大学经济学硕士。2019 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	汪莉琼	销售助理	021-20572591	wangliqiong@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500