

# 高端白电品牌引领者，全球化布局版图已成

## 海尔智家(600690)

### ► 综合白电龙头，海外创牌先行者。

公司在冰箱和洗衣机领域一直占据绝对领先地位，与行业内第二名差距显著。从收入结构上来看，空冰洗占公司收入的70%，为公司收入的主要驱动力。公司持续发展多元化业务，拓展海外市场，完善品牌布局，目前已形成海尔、卡萨帝、统帅、及日本三洋、美国GEA、新西兰Fisher&Paykel、意大利Candy七大品牌矩阵，海外市场在收入结构中占比超过45%。公司和控股子公司海尔电器均为上市公司平台，公司主要为综合白电业务平台，并负责一二线KA渠道销售；控股子公司海尔电器则主营洗衣机、热水器及渠道综合服务业务，主要通过海尔和日日顺专卖店渠道覆盖三四级市场。2015年日日顺推出微商平台顺逛，进一步完善线上渠道实现双线融合。

### ► 高端消费力崛起，卡萨帝品牌迎来收获期。

在当前行业高端消费市场增速较快的背景下，卡萨帝系列产品获得高速增长，在万元以上高端市场份额持续领先并集中。我们认为卡萨帝的成功源于公司多年对高端产品的支持和研发，以及对消费市场的深刻认知。2019年1-9月卡萨帝品牌收入增长25%，其中7-9月增长42%。卡萨帝各品类在万元以上高端市场优势突出，2019年前三季度卡萨帝空调、冰箱、洗衣机在万元以上市场份额达到10.2%、40.6%和76.8%。2019年公司发布“指挥家”套系高端智慧成套产品，卡萨帝通过上市指挥家系列拓展产品阵容，前三季度收入增幅120%，在1.5万元高端市场份额达到41.24%，位居第一。

### ► 海外品牌协同效应凸显，全球化版图初成。

海外创牌培育周期较长，全球家电优质核心资产稀缺。公司通过收购海外当地优质品牌切入当地市场，因地制宜制定经营策略，进行轻度整合，保留品牌、管理层、运作机制和文化融合，推动“人单合一”模式和企业管理本土化落地，海外优质资产并购贡献外销内生增长力。通过全球核心资产布局，GEA、AQUA、Fisher&Paykel、Candy均获得加速增长和份额提升，海尔在欧美、拉美、南亚等地区市占率排名靠前。公司海外收入近100%为自有品牌收入，GEA在北美市场份额持续提升。

### ► 持续深化渠道改革，拥抱高效新零售。

传统零售模式采取经销商层层加价的环节，零售效率较低；新零售转型下电商平台通过线下门店实现渠道下沉，销售体系垂直从而实现高效零售。电商平台线下门店增速较快，对传统经销模式提出挑战。公司自2019年下半年开始推行统仓统配，通过日日顺物流向上整合厂商及经销商资源，强化、融合供应链，向下拓展城乡终端连锁体系，直接从中心仓配送到乡镇客户或门店，大幅提高配送服务效率。公司通过四网融合与统仓

#### 评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	首次覆盖
目标价格:	
最新收盘价:	15.1
股票代码:	600690
52周最高价/最低价:	20.0/13.85
总市值(亿)	993.51
自由流通市值(亿)	952.59
自由流通股数(百万)	6,308.55



分析师: 汪玲

邮箱: wangling1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100002

联系人: 王映雪

邮箱: wangyx3@hx168.com.cn

联系人: 段家琪

邮箱: duanjq@hx168.com.cn

统配建立高效零售体系，推进从传统分销模式向零售模式的转型。此外公司深化推行的小微改革则通过决策权、用人权、分配权三权下放实现小微自主经营，并结合人单合一模式调动全员积极性，激发企业活力。

## 投资建议

我们预计公司 2019-2021 年营业收入为 2004.64/2192.44/2476.59 亿元，同比增长 9.35%/9.37%/12.96%，归母净利润 92.12/98.41/117.27 亿元，同比增长 23.81%/6.84%/19.16%。EPS 为 1.40/1.50/1.78 元，当前股价对应 PE 倍数为 10.66/9.98/8.37 倍。公司高端卡萨帝产品进入快速增长和放量期，有利于公司抢占高端市场份额并获得定价权；转型智慧成套有望带动其他品类的增长，全球化版图下领先水平物联网平台建设将持续加强资源协同，实现降本增效。首次覆盖给予“买入”评级。

## 风险提示

宏观经济下行，行业竞争加剧，原材料价格波动。

## 盈利预测与估值

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	163428.83	183316.56	200463.71	219244.00	247658.94
YoY (%)	37.18%	12.17%	9.35%	9.37%	12.96%
归母净利润(百万元)	6907.63	7440.23	9211.60	9841.31	11726.83
YoY (%)	37.01%	7.71%	23.81%	6.84%	19.16%
毛利率 (%)	31.10%	29.00%	29.05%	29.13%	29.56%
每股收益 (元)	1.05	1.13	1.40	1.50	1.78
ROE	20.74%	18.88%	19.17%	17.00%	16.84%
市盈率	16.59	11.85	10.79	10.07	8.48

资料来源：wind，华西证券

## 正文目录

1. 综合白电龙头，海外创牌先行者 .....	6
1.1. 冰洗龙头步步为营，阶段发展战略清晰 .....	6
1.2. 综合白电+渠道服务双上市平台 .....	7
2. 国内冰洗绝对龙头，高端化布局抢占先机 .....	9
2.1. 国内白电保有量相对饱和，头部品牌更具份额优势 .....	10
2.2. 高端市场消费力崛起，消费升级下高端产品增速显著 .....	13
2.3. 高端布局优势突出，卡萨帝攻守兼备 .....	15
3. 优质品牌收购凸显协同价值，三位一体全球化根植本土 .....	21
3.1. 海外白电市场相对成熟，本土品牌更具竞争优势 .....	21
3.2. 收购品牌本土化经营，海外梯队布局已见雏形 .....	25
4. 持续深化渠道改革，拥抱高效新零售 .....	28
4.1. 行业面临新零售转型，电商抢收下沉渠道红利 .....	28
4.2. 持续推进渠道变革，统仓统配提升效率，小微改革激发活力 .....	29
5. 盈利预测 .....	31
6. 风险提示 .....	33

## 图表目录

图 1 海尔发展的六大战略阶段 .....	6
图 2 海尔业务以空冰洗和厨电为主(%, 2019H1) .....	7
图 3 海尔冰洗市场份额行业领先(2019H1) .....	7
图 4 海尔的股权结构(截至 2019 年三季度) .....	8
图 5 海尔的业务架构 .....	9
图 6 海尔的渠道网络 .....	9
图 20 空调行业近十年内销量复合增速高于冰洗 .....	10
图 21 我国空调渗透率仍有提升空间(2018) .....	10
图 7 我国冰箱、洗衣机、空调保有量(台/百户) .....	11
图 8 冰箱、洗衣机、空调等大家电高端占比提升 .....	11
图 10 冰箱、洗衣机内销规模增长缓慢 .....	11
图 11 冰箱零售需求缓慢释放 .....	11
图 16 洗衣机品牌线下零售份额(2019) .....	12
图 17 海尔(含卡萨帝)在洗衣机线下市场份额提升 .....	12
图 18 冰箱品牌线下市占率(2019H1) .....	12
图 19 海尔(含卡萨帝)在冰箱线下市场份额领先 .....	12
图 22 空调线下市场品牌份额(2019) .....	13
图 23 空调线上市场品牌份额(2019) .....	13
图 24 空调高端机型占比持续提升 .....	13
图 25 海尔卡萨帝在 1.5 万元以上高端空调市场份额具有绝对优势(2019 年前 51 周) .....	13
图 9 保有量高的大家电高端产品占比提升明显 .....	14
图 12 洗衣机品牌零售均价持续提升(元) .....	14
图 13 洗烘一体机成为高端产品的主要载体(2019) .....	14
图 14 洗烘一体机占比显著提升 .....	15
图 15 冰箱品牌零售均价提升(元) .....	15
图 30 卡萨帝线下渠道布局 .....	17
图 31 “卡萨帝人生，为爱不凡”系列营销 .....	18
图 26 卡萨帝冰箱在万元以上市场份额 .....	18
图 27 卡萨帝洗衣机在万元以上市场份额 .....	18
图 28 卡萨帝品牌收入增速 .....	19
图 29 2019H1 卡萨帝分品类增速 .....	19
图 32 卡萨帝“指挥家”套系产品 .....	19
图 49 海尔的 COSMOPlat 大规模定制模式 .....	21
图 33 大型家电销售额增速普遍较低 .....	22
图 34 主要国家或地区冰箱销售额增速 .....	22

图 35	主要国家或地区洗衣机销售额增速	22
图 36	主要国家或地区冰洗空 CR5 销量份额 (2018)	23
图 37	美国大家电销售渠道结构 (2019)	23
图 38	我国大家电销售渠道结构 (2018)	23
图 39	美国市场洗衣机品牌份额 (2018)	24
图 40	美国市场冰箱品牌份额 (2018)	24
图 41	日本市场洗衣机品牌份额 (2018)	24
图 42	日本市场冰箱品牌份额 (2018)	24
图 43	美国市场空调品牌份额	25
图 44	日本市场空调品牌份额	25
图 45	海尔海外主要市场增速 (2019 年前三季度)	25
图 45	全球多品牌协同布局	26
图 46	美洲市场是海尔海外收入的主要来源	27
图 47	GEA 自 2016 年之后在北美市场份额持续提升	27
图 48	海尔的“人单合一”倒三角管理模式	27
图 50	传统电商用户获取和留存成本提升 (元/人)	28
图 51	网购用户规模增长放缓 (亿人)	28
图 52	苏宁零售云平台整合全渠道打造全场景销售模式	28
图 53	统仓统配模式减少交叉重合, 提高配送效率	30
图 54	海尔的小微转型架构	31
表 1	海尔的品牌和业务矩阵	7
表 2	卡萨帝每年均有开创性的新品推出	16
表 3	海尔的物联网生态三大平台	20
表 4	电商平台的下沉渠道建设	29
表 5	海尔的全流程信息化体系	30
表 6	主要品类收入成本预测表	32
表 7	可比公司估值 (以 2020 年 4 月 23 日收盘价为基准)	33



## 1. 综合白电龙头，海外创牌先行者

### 1.1. 冰洗龙头步步为营，阶段发展战略清晰

**从冰箱到全品类，整合多元化业务。**公司的前身青岛电冰箱厂成立于 1984 年，1989 年改制设立股份有限公司，1993 年于上交所上市。公司在 1991 年之前专注冰箱业务，“砸冰箱”事件标志着其打造品质品牌的核心战略确立。此后公司通过集团内部资产注入和收购等方式，通过输入企业文化和理念盘活兼并资产，逐步将产品线拓宽至冷柜、洗衣机、空调和厨电等。目前公司业务涵盖冰箱/冷柜、洗衣机、空调、热水器、厨电、小家电等家电品类，并以 U-home 智能家居产品的研发、生产和销售提供成套智慧家庭解决方案，以海尔电器旗下日日顺体系提供分销、物流、售后等全流程渠道综合服务。

**拓展海外市场，完善品牌布局。**90 年代末随着中国加入全球化进程加快，公司自 1998 年开启国际化战略进行自主创牌，先后收购日本三洋、美国 GEA、新西兰 Fisher&Paykel、意大利 Candy，目前包括海尔、卡萨帝、统帅旗下形成七大品牌矩阵，实现全球化布局。2005 年公司进一步将国际化战略升级为全球化战略，提出“人单合一”、“三位一体”扩张模式，针对不同地区用户的个性化需求将品牌研发设计、生产、营销进行本土化创新，实现全球品牌的绝对占位。截至 2020 年初公司已在全球建成 10 大研发中心；122 个工厂；108 个营销中心、143330 个营销网络，遍布发达国家主流卖场的主流渠道。

图 1 海尔发展的六大战略阶段



资料来源：公司官网，华西证券

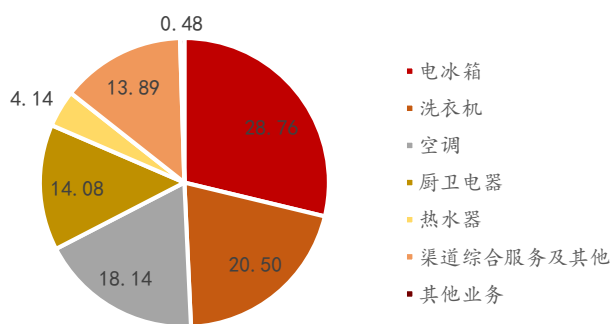
表 1 海尔的品牌和业务矩阵

品牌	产品和市场定位	品牌战略
海尔, 自有品牌	全球市场, 覆盖全品类	中高端。全球优秀的家电品牌制造商, 大力发展自主品牌
卡萨帝, 自有品牌, 2006 年推出	全球市场, 覆盖全品类	高端
统帅, 自有品牌, 1998 年上市	覆盖全品类	大众。实用主义, 定位“轻时尚”
日本 AQUA, 收购于 2011 年	日本市场, 主要覆盖洗衣机	高性价比。持续向中高端转型, 进入中国市场
新西兰 FPA, 收购于 2012 年	澳新市场, 主要覆盖冰洗和厨电	高端。巩固强化澳新本土市场, 突破中国和欧洲市场
美国 GEA, 收购于 2016 年	北美市场, 覆盖全品类	中高端。实现协同
意大利 Candy, 收购于 2019 年	欧洲市场, 主要覆盖冰洗和厨电	加大欧洲业务布局

资料来源: 华西证券

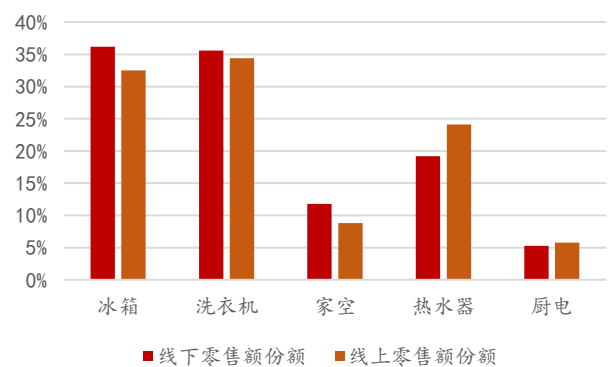
白电业务为主, 冰洗绝对龙头。公司业务以冰箱、洗衣机、空调等白电产品为主, 三者合计收入占比约 70%。公司市场份额常年领先, 尤其是冰洗零售额市占率均为第二名的 2~3 倍。根据中怡康数据, 2019 年上半年公司冰箱线下和线上份额分别达到 36.2%和 32.5%, 洗衣机线下和线上份额则分别达到 35.6%和 34.4%, 冰洗龙头地位稳固。

图 2 海尔业务以空冰洗和厨电为主 (% , 2019H1)



资料来源: wind, 华西证券

图 3 海尔冰洗市场份额行业领先 (2019H1)



资料来源: 中怡康, 华西证券

## 1.2. 综合白电+渠道服务双上市平台

海尔集团为实际控制人，海创智激励平台持股提升。截至 2019 年三季度，海尔集团直接持有和通过海尔电器（国际）、海尔创投咨询间接持有公司 26.66%股份，并通过一致行动人海创智持有公司 1.15%股份，为公司的实际控制人。海创智为公司核心员工持股平台，截至 2019H1 持有公司 1.15%股份，持股比例持续提升，此外公司自 2009 年以来相继推出四期股权激励计划、三期核心员工持股计划，绑定员工利益，调动员工积极性。

图 4 海尔的股权结构（截至 2019 年三季度）



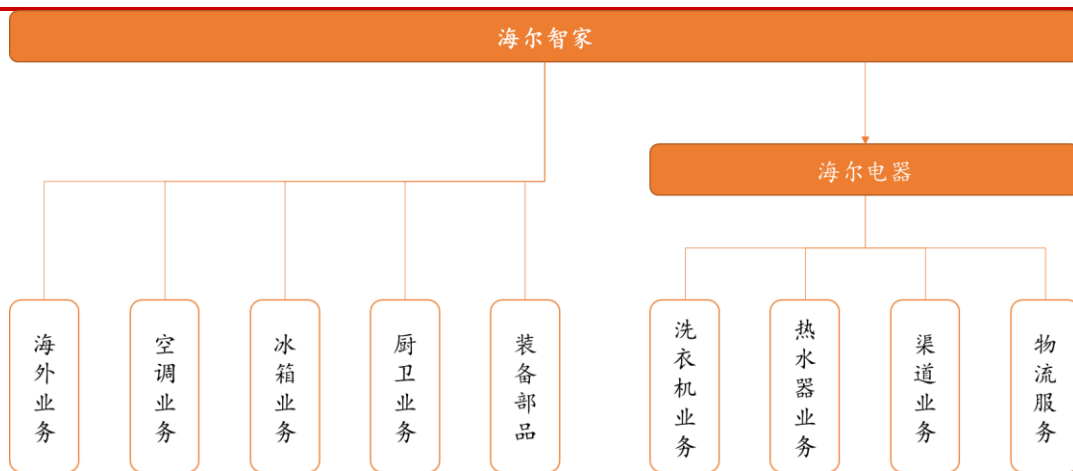
资料来源：公司公告，华西证券整理

注：海尔电器股权结构为 2019 年半年报数据

通过控股子公司海尔电器整合洗衣机、热水器及渠道综合服务业务。海尔电器与公司同属于集团旗下上市公司平台，公司通过受让德银和集团所持有海尔电器的股权转让，截至 2019H1，公司直接持有和通过海尔香港间接持有海尔电器 45.64%股份，并另外通过 HCH 委托行使投票权形式控制海尔电器 12.01%股权，实现并表。海尔电器 2010 年向集团收购海尔物流 100%股权，2011 年向集团收购售后服务及电商平台业务，目前主营洗衣机、热水器、渠道和物流服务业务（后两者并入公司渠道综合服务业务）。



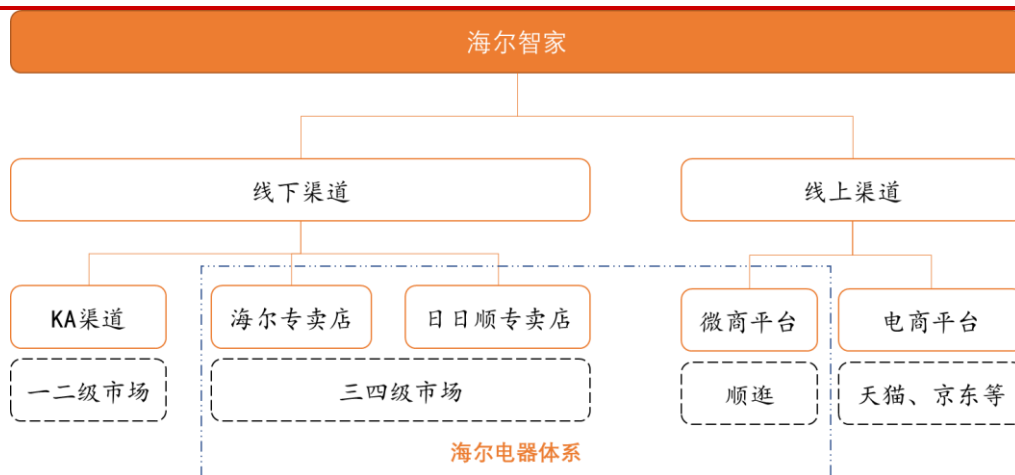
图 5 海尔的业务架构



资料来源：公司公告，华西证券

公司线下渠道主要分为 KA 渠道和自有专卖店渠道，线上渠道则主要有第三方电商平台和自有社群交互平台。公司主要负责一二线 KA 销售渠道，控股子公司海尔电器则主要通过海尔和日日顺专卖店渠道覆盖三四级市场，2015 年日日顺推出微商平台顺逛，加盟店可以在顺逛上快速注册自己的微店，并上架相应的产品，或者分销日日顺提供的货源，既轻库存运营又能实现丰富 SKU 销售场景，实现双线融合。截至 2019 年上半年，公司全国共有 8000 多家县级专卖店、30000 余个乡镇网络，海尔电器日日顺物流共管理仓库总面积 500 万平方米，其中自建仓库比例达 24%，运营车辆 15 万辆，已建成 96 个城市转运中心，覆盖各省会城市及重要地级市。

图 6 海尔的渠道网络



资料来源：公司公告，华西证券整理

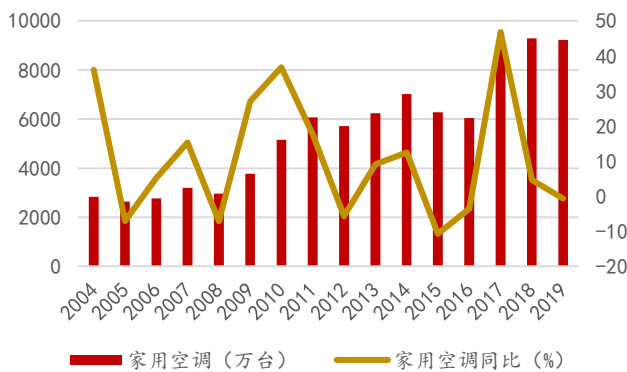
## 2. 国内冰洗绝对龙头，高端化布局抢占先机

## 2.1. 国内白电保有量相对饱和，头部品牌更具份额优势

### 2.1.1. 大白电保有量较高，渗透率缓慢提升

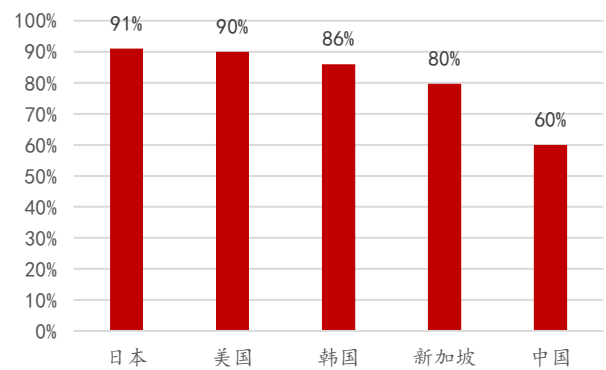
冰洗保有量相对饱和，空调渗透率仍有提升空间。冰箱、洗衣机等大家电刚需属性校对较强，相对于空调、厨电等其他家电品类最先普及，渗透率较高且近年来保持平稳，截至 2018 年我国冰箱、洗衣机百户保有量分别达到 98.76 台和 93.78 台，行业发展成熟，保有量基本饱和。而空调作为提高生活品质的家电品类，上世纪 90 年代后期随着我国居民收入水平的提升和城镇化的推进加快普及，截至 2018 年我国空调百户保有量达到 109.30 台，其中城镇居民百户保有量 142.18 台，农村则仅有 65.25 台，与日本成熟市场 281 台/百户相比，我国空调市场尤其是农村地区仍有很大的发展空间。随着居民收入水平的提高和城镇化的持续推进，空调一户多机的特点将带动空调保有量尤其是农村地区保有量持续提升，此外年初空调新能效标准出台，推动产品技术升级和创新迭代，加速换新需求，空调行业相较冰洗具有更高的成长性。

图 7 空调行业近十年内销量复合增速高于冰洗



资料来源：产业在线，华西证券

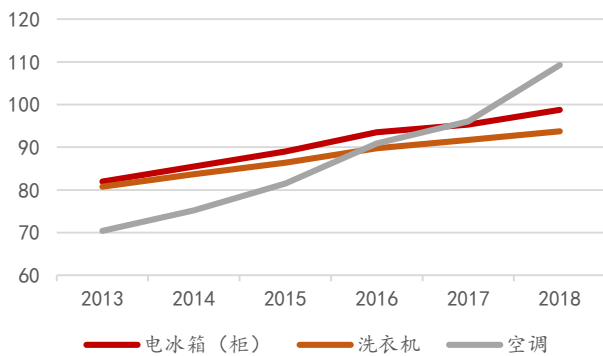
图 8 我国空调渗透率仍有提升空间 (2018)



资料来源：Statista，国家统计局，华西证券

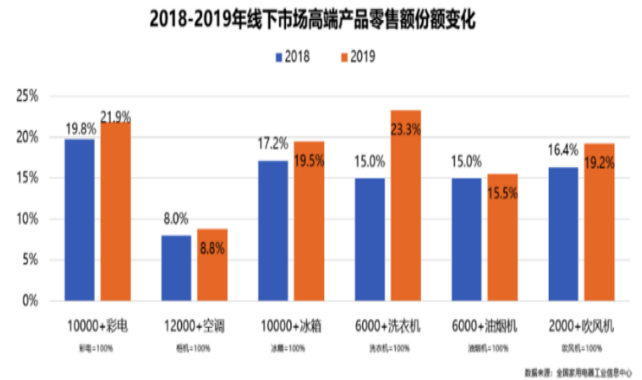
注：新加坡渗透率为 2017 年数据

图9 我国冰箱、洗衣机、空调保有量（台/百户）



资料来源：国家统计局，华西证券

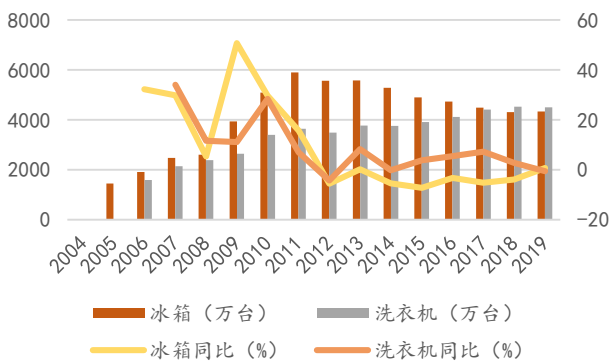
图10 冰箱、洗衣机、空调等大家电高端占比提升



资料来源：全国家用电器工业信息中心，华西证券

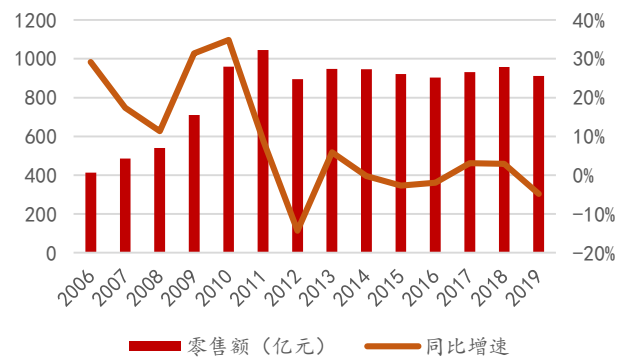
**冰洗行业进入存量竞争阶段。**随着保有量逐渐饱和，行业需求增速放缓，尤其在 2011~2012 年前后随着家电下乡政策退场，冰箱和洗衣机零售额增速从 20%~30% 断崖式下滑至个位数，行业进入存量竞争时代。根据奥维云网数据，冰洗产品更新换代需求占比达到 80%~85%，规模增长将主要靠结构性均价提升带动。

图11 冰箱、洗衣机内销规模增长缓慢



资料来源：wind，产业在线，华西证券

图12 冰箱零售需求缓慢释放

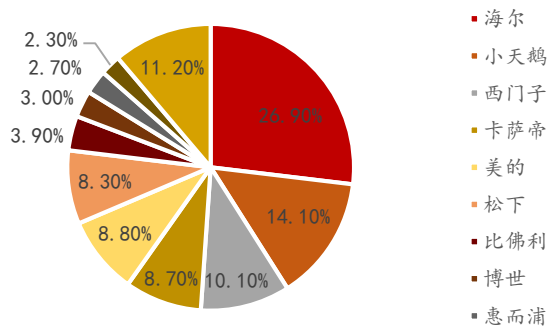


资料来源：奥维云网，华西证券

### 2.1.2. 海尔冰洗市占率领先，与第二差距较大

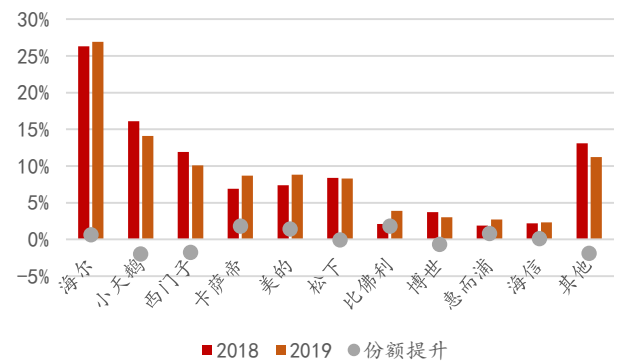
**冰洗行业集中度高，海尔龙头地位稳固。**洗衣机市场份额向头部品牌集中，呈现海尔系（海尔、卡萨帝）和美的系（美的、小天鹅）双寡头格局，根据奥维云网数据，2019 年两家合计线下零售份额达到 58.5%，相比 2018 年同期有进一步提升。冰箱市场则海尔优势更加明显，2019 年海尔系线下零售份额合计达到 36.2%，相比 2018 年同期提升 1.5pcts。冰洗行业主要由技术升级迭代拉动需求，龙头品牌相较小杂品牌能够整合更多品牌、渠道、供应链资源和研发制造技术，在产品布局上也更全面，具有更强的竞争壁垒，市场份额稳固。

图 13 洗衣机品牌线下零售份额（2019）



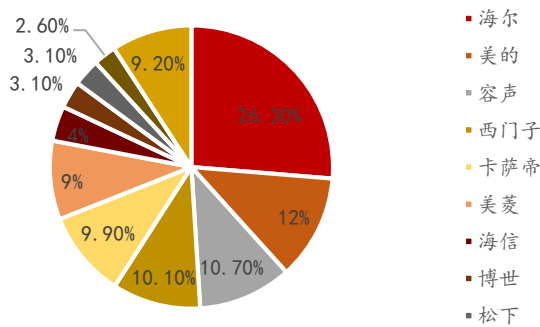
资料来源：奥维云网，华西证券

图 14 海尔（含卡萨帝）在洗衣机线下市场份额提升



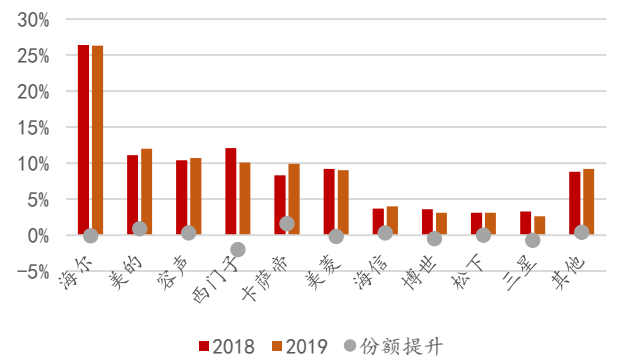
资料来源：奥维云网，华西证券

图 15 冰箱品牌线下市占率（2019H1）



资料来源：奥维云网，华西证券

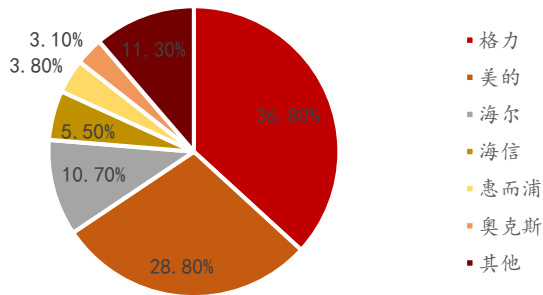
图 16 海尔（含卡萨帝）在冰箱线下市场份额领先



资料来源：奥维云网，华西证券

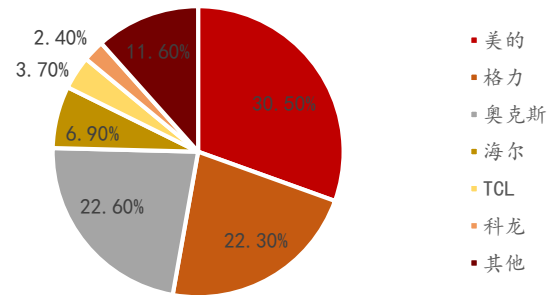
空调行业格力美的双寡头垄断，海尔以高端寻求突围。空调行业格局相对稳定，根据奥维云网数据，2019 年线下、线上市场格力美的份额合计分别达到 65.6%和 52.8%，海尔份额相对较低，线下、线上市场分别占比 5.5%和 6.9%。但海尔以高端品牌卡萨帝寻求差异化突破，在高端市场份额形成绝对优势，根据中怡康数据，2019 年卡萨帝在 1.5 万元以上高端空调市场份额达到 40%以上，是格力的近三倍。

图 17 空调线下市场品牌份额（2019）



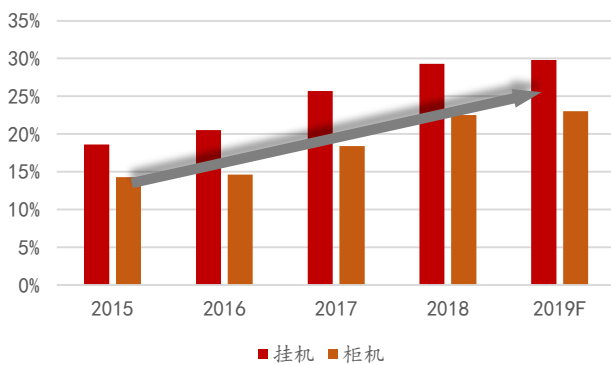
资料来源：奥维云网，华西证券

图 18 空调线上市场品牌份额（2019）



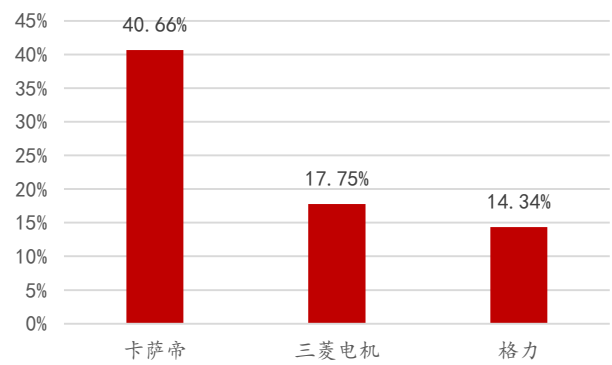
资料来源：奥维云网，华西证券

图 19 空调高端机型占比持续提升



资料来源：中怡康时代，华西证券

图 20 海尔卡萨帝在 1.5 万元以上高端空调市场份额具有绝对优势（2019 年前 51 周）

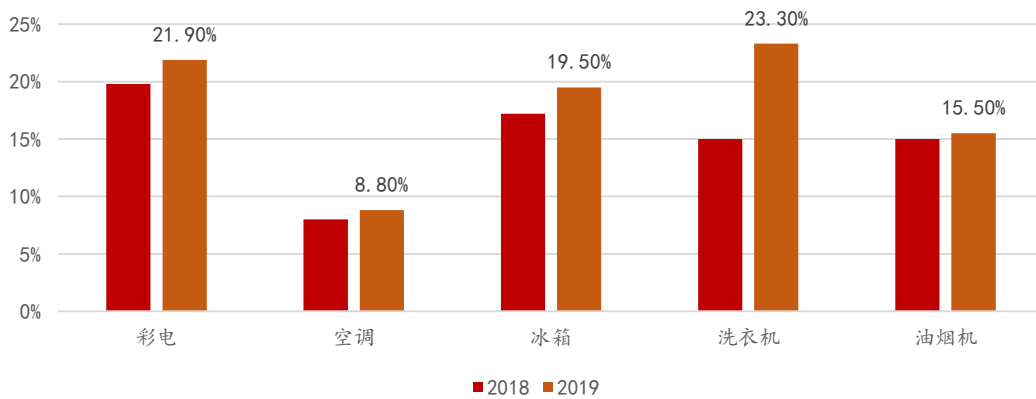


资料来源：中怡康，华西证券

## 2.2. 高端市场消费力崛起，消费升级下高端产品增速显著

消费升级驱动行业高端化趋势明显。随着居民收入水平的提高和健康、品质消费观念的普及，家电产品高端化升级趋势逐渐凸显，尤其是保有量较高的彩电和冰箱、洗衣机品类。根据国家家用电器工业信息中心线下零售数据，2019 年冰箱 10000 元以上高端份额从 17.2% 上升到了 19.5%，洗衣机 6000 元以上高端品份额由 15.0% 快速上升至 23.3%；空调 12000 元以上的高端份额占比也从 8.0% 提升到了 8.8%。

图 21 保有量高的大家电高端产品占比提升明显

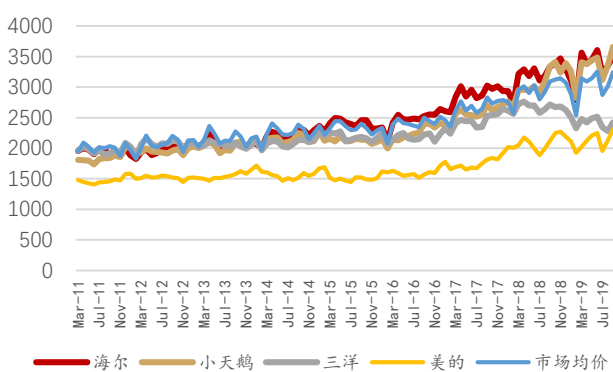


资料来源：全国家用电器工业信息中心，华西证券

注：图中高端产品统计口径为彩电 10000+，空调 12000+，冰箱 10000+，洗衣机 6000+，油烟机 6000+。

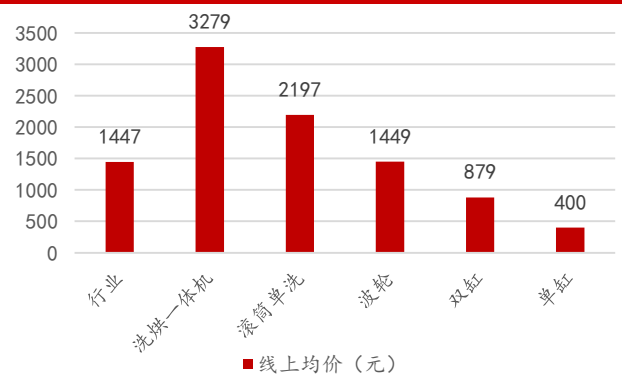
**洗衣机均价持续提升，洗烘一体机成高端升级的主要代表。**在更新需求为主的阶段，技术更新、功能迭代和个性化等产品升级是拉动洗衣机市场增长的主要动力，行业均价持续提升，行业高端化趋势明显。洗衣机升级主要围绕体积、容量、性能、功能等方面，小体积带来的空间节约、大容量带来的洗衣效率提升、滚筒式带来的低水耗和更优衣护效果等传统升级趋势持续推动洗衣机产品迭代，而随着人们生活水平的提高，对专业、健康、便捷和人性化等需求凸显，具有即时烘干、杀菌除螨等功能的洗烘一体机成为新的升级方向。根据奥维云网数据，2019 年洗烘一体机占线下整体市场比例达到 40%，占线下高端市场比例达到近 70%，成为高端机型的主要载体。

图 22 洗衣机品牌零售均价持续提升（元）



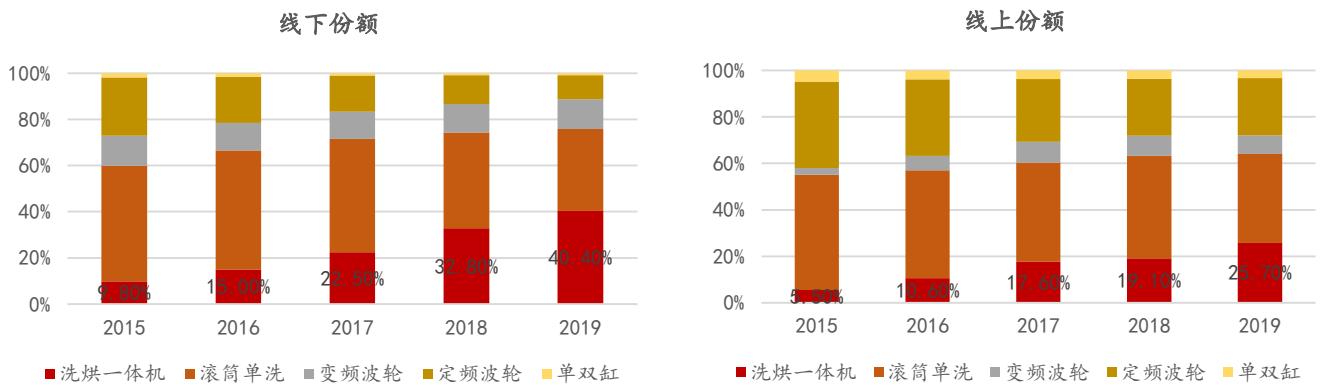
资料来源：中怡康，华西证券

图 23 洗烘一体机成为高端产品的主要载体（2019）



资料来源：奥维云网，华西证券

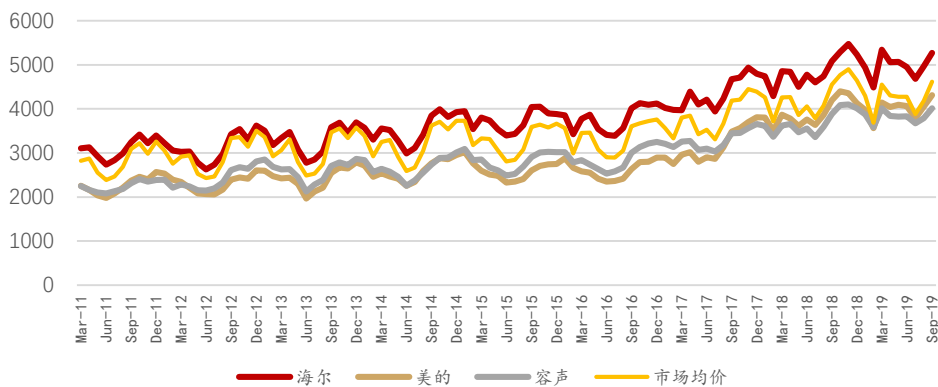
图 24 洗烘一体机占比显著提升



资料来源：奥维云网，华西证券

**冰箱产品均价提升，差异化成为高端发展方向。**根据中怡康数据，2019 年冰箱线下市场高端产品（8000 元以上）零售额占比达到 29.7%，同比提升 1.9pcts，在行业整体销售额下滑的背景下仍然实现 5.4% 的正增长。冰箱产品以多门、对开门等为方向的外观结构升级已经较为充分，未来高端化或将围绕功能、细分市场需求的差异化升级和技术智能化升级等进行突破，如功能上从鱼肉果蔬存储向面膜、茶叶、药品等存储拓展，从单纯保鲜向去除农残等健康功能拓展；细分定位上从家用向儿童冰箱、车载冰箱、酒柜冰箱等多场景化拓展。冰箱产品同质化较高，差异化定位成为高端产品发力的主要方向。

图 25 冰箱品牌零售均价提升（元）



资料来源：中怡康，华西证券整理

## 2.3. 高端布局优势突出，卡萨帝攻守兼备

### 2.3.1. 全球技术协同打造优势产品，技术革新领先

**海尔全球化技术的协同成就卡萨帝的产品创新。**经过多年对产品品质的坚持和并购海外优质资源，目前海尔智家拥有包括海尔、美国 GE Appliances、新西兰 Fisher&Paykel、日本 AQUA、卡萨帝、统帅在内的全球七大品牌，国内市场卡萨帝、

海尔、统帅形成高中低的产品品牌覆盖。海尔的全球并购为卡萨帝积蓄了全球的优势，卡萨帝汲取美国 GE 家电的科技，吸收日本三洋白电的工艺，融合新西兰斐雪派克的品质，同时拥有高端的艺术设计能力。

卡萨帝品牌自面世以来持续推进技术革新和产品迭代，如开创法式对开门冰箱、首创自由嵌入式冰箱、推出首款一机双滚筒洗衣机双子云裳、创新分区送风天玺空调、首创自净燃技术热水器等，卡萨帝几乎在各品类领域均保持着技术领先的绝对优势。公司在高端产品布局中体现出强大的研发实力，并以物联网冰箱、博芬系列物联网双温区酒柜、双子云裳洗衣机等产品多次荣获红顶奖，成为高端家电领域的潮流标杆。

表 2 卡萨帝每年均有开创性的新品推出

时间	产品创新
2009 年	推出卡萨帝意式三门冰箱、高效节能空调
2010 年	推出卡萨帝复式高级滚筒洗衣机；卡萨帝物联网冰箱入选中国高端家电“红顶奖”；推出卡萨帝 II 套系，成为全国首个全线产品获得 IF 设计大奖的成套产品
2011 年	推出“特鲁利”白色套系（11 款产品）、水晶黑白套系（10 款产品）；法式六门冰箱获得“红顶奖”
2012 年	推出布伦斯系列冰箱，在静音、节能、保鲜、工业设计等方面取得新突破
2013 年	发布卡萨帝法式朗度系列冰箱、卡萨帝博悦系列对开门冰箱等全新平台产品；推出法式三代冰箱朗度、复式二代云裳系列洗衣机、博芬系列酒柜等创新性产品
2014 年	推出星云系列产品卡萨帝星云整套厨房电器，包括抽油烟机、灶具、烤箱、微波炉、蒸箱、咖啡机；研发出“净水洗”技术并成功应用于卡萨帝云裳洗衣机；推出世界首台双滚筒洗衣机——卡萨帝双子座洗衣机，独创双桶互平衡专利技术，荣获外观设计 IF 大奖和 UI 设计 IF 大奖
2015 年	研发出全球首台一机双筒的分区洗衣机-卡萨帝双子云裳洗衣机；推出卡萨帝高温自清洁烤箱，实现产品领先
2016 年	推出卡萨帝云鼎系列柜机/挂机、舒适风柜挂机、劲风、帝尊 IV 等产品；推出卡萨帝固态制冷酒柜使用全球首创无压缩机技术；推出卡萨帝全景空间 622 冰箱产品；协同 FPA 推出卡萨帝天悦系列
2017 年	推出了空净一体、卡萨帝云鼎和天玺系列、净界空调等差异化产品；
2018 年	首创 F+自由嵌入式冰箱；推出卡萨帝自净燃系列燃气热水器；上市卡萨帝天玺 VIP 柜机、新风空调等创新产品，推出卡萨帝云玺中央空调
2019 年	推出卡萨帝新一代自由嵌入式婴爱系列 551 冰箱；卡萨帝指挥家空调柜机获得艾普兰设计奖；推出卡萨帝指挥家油烟机、蒸箱等产品；推出卡萨帝纤薄瞬热新品天沐 PRO-C 系列电热水器

资料来源：公司公告，华西证券整理

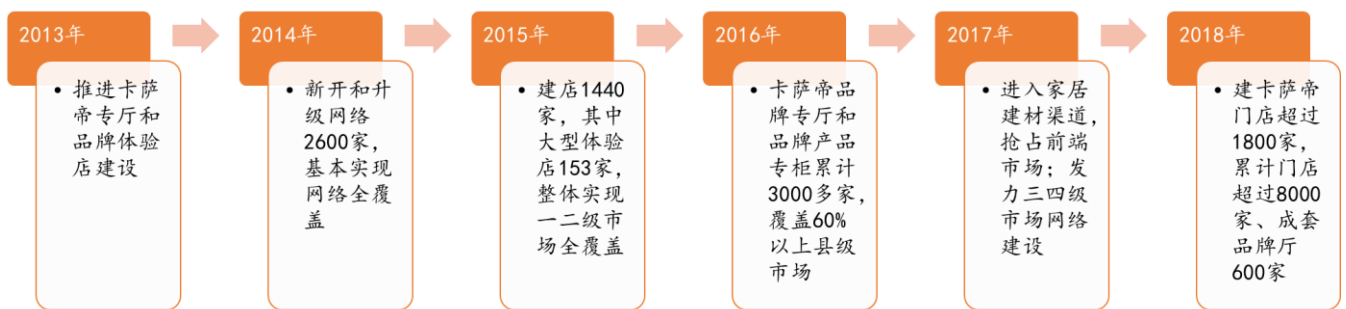
### 2.3.2. 高端家电重线下体验，推进体验店建设



**深化线下渠道建设，门店打造高端场景。**公司自 2013 年开始加大推进卡萨帝专厅和品牌体验店建设，仅 2014 年便新开和升级网络 2600 家，基本实现网络全覆盖；2015 年建店 1440 家，实现一二级市场全覆盖；2016 年建设专厅专柜 1300 余家，实现 60% 以上县级市场覆盖。公司持续深化线下门店和体验厅建设，将高端品质生活场景落地，构建目标客群互动体验的生态圈，有利于高端品牌的推广渗透和提高用户粘性。截至 2018 年，公司已累计建成卡萨帝门店 8000 家、卡萨帝成套品牌厅 600 家，而西门子、博世等品牌线下门店数量均不足百家，卡萨帝线下渠道覆盖密度相较于其他高端家电品牌形成绝对领先优势。

**推进前置家装渠道布局获取用户流量。**2017 年公司在新增卡萨帝门店网络的同时，开始进入家居建材渠道抢占前端市场，进一步拓宽渠道类型。公司推进建材及家装市场等渠道的网络触点建设，并与家居企业合作满足高端智能住宅整装需求。2019 年上半年公司家装家居渠道零售增长 50%，未来预计能够进一步发挥品牌高端成套优势。

图 26 卡萨帝线下渠道布局



资料来源：公司公告，华西证券整理

**加强品牌营销推广，打造高端形象。**公司自推出卡萨帝品牌以来，逐步明晰高端家电第一品牌定位，除了在产品、网络等方面加强布局之外，公司持续开展艺术沙龙、大型巡演、体验会、虚实网络交互活动及高端产品展销会等，大力营销提升市场影响力和品牌认知度；2015 年公司进一步聚焦目标客群，通过冠名举办家庭马拉松、网球挑战赛等赛事活动，及赞助浙江卫视《12 道锋味》节目，依托情感+社群+内容的交互方式精准传播，提升品牌好感度和加深品牌印象。2017 年公司启动“卡萨帝人生”的品牌推广策略，相继携手冯唐、马东、杨澜、黄轩、陈建斌等公众大咖制作《卡萨帝人生，为爱不凡》系列视频及软文，引发精英用户情感共鸣，实现从产品引领到生活方式引领的转变，卡萨帝品牌推荐转化率达到 73%。

图 27 “卡萨帝人生，为爱不凡”系列营销

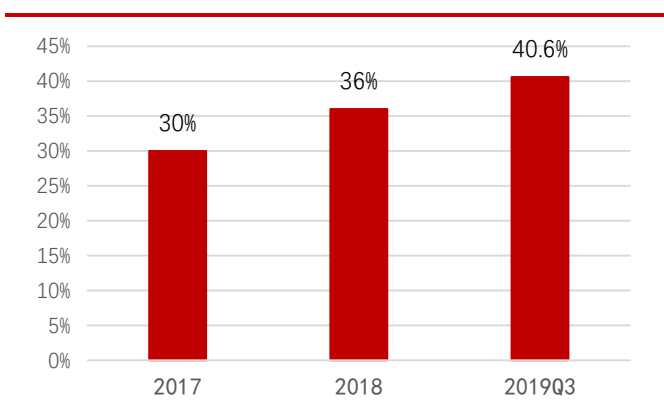


资料来源：公开资料，华西证券整理

### 2.3.3. 卡萨帝进入放量增长长期

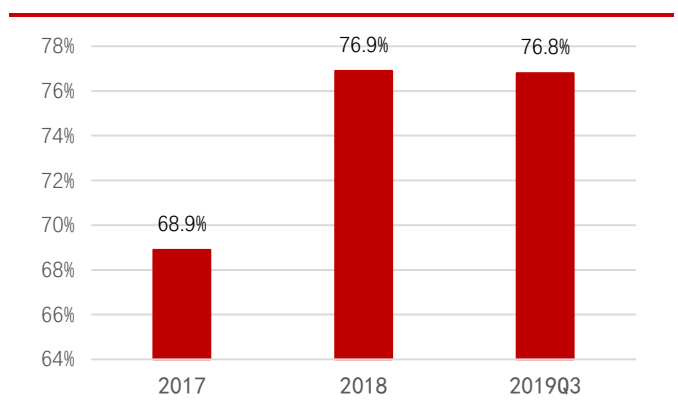
卡萨帝品牌逐步放量，高端布局大业初成。卡萨帝是公司旗下高端家电品牌之一，产品主要包括冰箱（冷柜）、洗衣机、空调及厨电，自 2008 年正式推出后公司从开发新品、渠道门店建设、营销宣传等方面全面发力，2015 年之后卡萨帝呈现加速增长，迈入品牌红利期。2019 年前三季度卡萨帝品牌收入增长 25%，三季度单季增长 42%；其中卡萨帝空调通过上市指挥家系列拓展产品阵容，前三季度收入实现 120% 增长。卡萨帝各品类在高端市场份额优势明显，2019 年前三季度卡萨帝冰箱、洗衣机在万元以上市场份额分别达到 40.6% 和 76.8%，空调在 1.5 万元高端市场份额达到 41.24%，亦位居行业首位，相较第二名均大幅领先。卡萨帝厨电自 2016 年之后也呈现加速增长，2018 年实现同比增速 200%，逐步成为品牌收入增长主要动力之一。

图 28 卡萨帝冰箱在万元以上市场份额



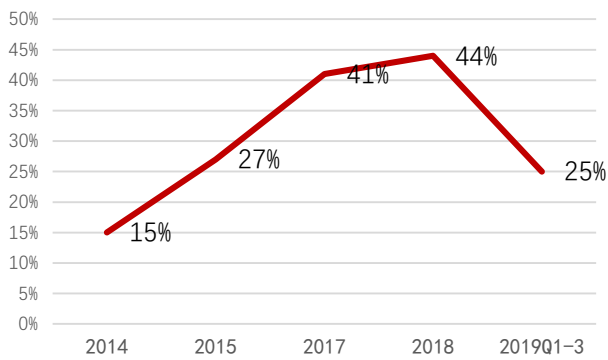
资料来源：公司公告，华西证券

图 29 卡萨帝洗衣机在万元以上市场份额



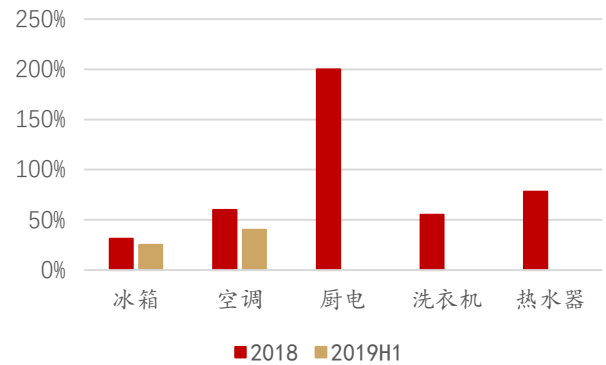
资料来源：公司公告，华西证券

图 30 卡萨帝品牌收入增速



资料来源：公司公告，华西证券

图 31 2019H1 卡萨帝分品类增速



资料来源：公司公告，华西证券

### 2.3.4. 高端智慧成套化产品有助于规模提升

从品类看，品类覆盖逐步完善。卡萨帝产品以冰箱、洗衣机为主，两者合计占比预计达到 80%，同时卡萨帝大力推动厨电等品类发展，目前品牌旗下厨电包括烟灶消、洗碗机、蒸烤箱等 10 个细分品类，热水器涵盖 5 个细分品类，分别均有近百个型号。品类的完善将助力卡萨帝套系化产品推出，2019 年公司发布卡萨帝“指挥家”套系高端智慧成套产品，内含冰箱、酒柜、洗衣机、空调、厨电等 21 款新品。

图 32 卡萨帝“指挥家”套系产品



资料来源：公开资料，华西证券

从技术看，物联网平台助力打造“5+7+N”全场景解决方案。公司推进卡萨帝品牌向高端智慧成套产品转型，2019 年开始公司着力打造“成套”、“定制”、“迭代”的“5+7+N”智慧家庭解决方案，其中“成套”是将客厅、厨房、卧室、浴室、阳台 5 大生活空间之间或各个空间之内的产品集成管理互联互通，真正实现同一场景下的内部联动或不同场景之间的体验交互；“定制”是基于公司 8 大产业、140 个产品品类，实现用户自由定制智慧家庭全屋场景；“迭代”是通过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，使产品更加贴合用户需求。目前公司已形成 U+智慧家庭云平台、COSMOPlat 工业互联网平台和 OSO 顺逛社群平台三大系统的物联生态体系，其中顺逛作为“用户传感器”，COSMOPlat 让产品、服务及解决方案快速落地，U+云平台聚集更多的开发者，三者合力搭建物联网生态平台，推动产品向场景方案转型，优化用户体验，提高品牌黏性。

公司积极推进智慧家庭网络布局，开发升级智慧家庭网络触点，2019 年上半年智慧家庭渠道全网套餐零售均价 10271 元，增幅 9%，成套零售额占比 28.3%，提升 2.7 pct。

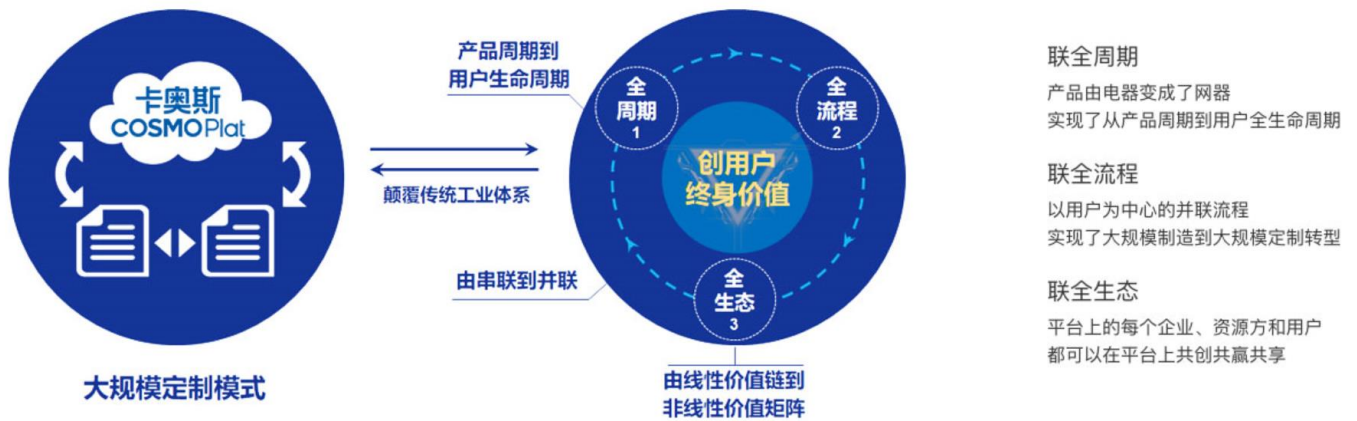
表 3 海尔的物联网生态三大平台

平台	定位	竞争力
U+智慧家庭云平台	开发出专为智慧家庭定制的生态操作系统	以 UHomeOS 为基础，通过“IoT+AI”双引擎驱动，实现定制交互、定制场景和定制服务，使用户“N”多个不同的场景，不同的解决方案成为可能。
COSMOPlat 工业互联网平台	海尔自主研发，引入用户全流程参与体验的工业互联网平台	1. 高精度指引下的高效率，精准抓住用户需求，由为库存生产到每台产品都直发用户，构建全流程、全周期、全生态的新工业体系 2. 大数据基础上的小数据，关注工业大数据和数据安全的同时，更关注用户个性化需求的小数据，实现从大规模制造到大规模定制
OSO 顺逛社群平台	海尔官方社群交互平台，旨在打造线上店、线下店、微店“三店合一”、通过个性化小数据提供家用解决方案的物联网平台	通过与用户深度交互获取用户需求，驱动产品从电器到网器到网站的迭代升级；将线上、线下产品资源打通，实现“全网货集” 个性化社群营销：改变传统营销策略，从聚焦外部广告获取资源，转变为聚焦用户自身体验，完善会员体系，做产品价值交互，并帮助移动社交媒体等新工具

资料来源：社会责任报告，华西证券

**COSMOPlat 实现跨行业跨区域互联，引领大规模定制助力品牌建设。** COSMOPlat 工业互联网平台助力企业数字化转型，实现生产研发高效率、定制高精度、用户高粘性。截至 2019 年三季度，COSMOPlat 已经覆盖 15 大行业、60 个细分行业，建成 15 家互联工厂，构建物联网下以用户为中心的大规模定制引领体系。平台一方面通过用户互联优化提供增值服务，通过资源互联获取集中采购优势，通过全流程互联实现大规模生产和个性化定制的融合；另一方面以用户需求为导向形成成套解决方案，依托全球七大品牌落地套系产品：其中中国市场发布海尔品智+、卡萨帝指挥家、统帅 L-two 等 3 大品牌全新智慧套系；海外市场美国 GE Appliances、日本 AQUA、新西兰 Fisher&Paykal 以及意大利 Candy 相继在当地推出了最新智慧家庭方案。

图 33 海尔的 COSMOPlat 大规模定制模式



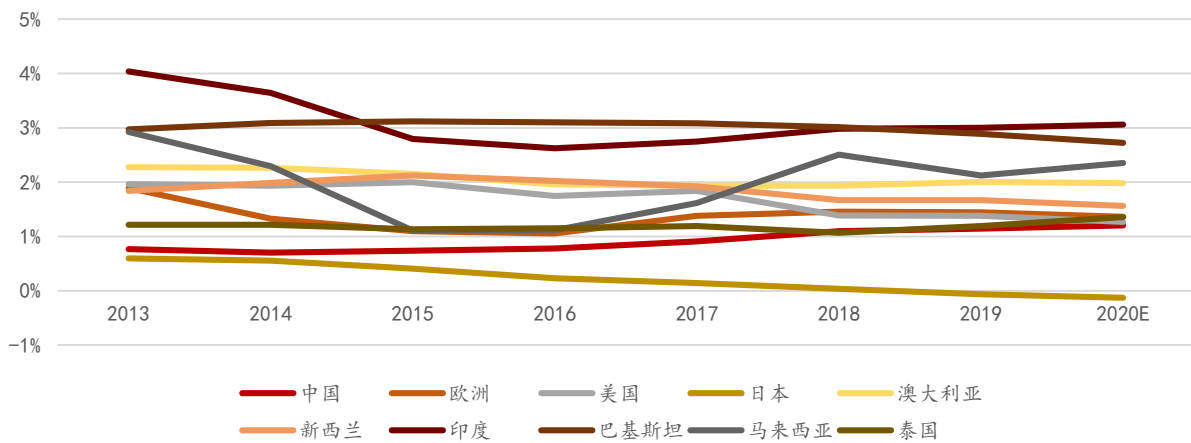
资料来源：COSMOPlat 官网，华西证券

### 3. 优质品牌收购凸显协同价值，三位一体全球化根植本土

#### 3.1. 海外白电市场相对成熟，本土品牌更具竞争优势

发达地区行业成熟增速较慢，发展中地区仍有较大潜力。海外尤其是欧美等发达国家或地区市场，由于白电等大型家电普及较早，目前渗透率高，整体市场增长较慢；而印度、巴基斯坦等发展中地区家电仍在普及发展阶段，2017 年印度空冰洗品类的渗透率分别仅为 8%、31%、13%，市场潜力较大。根据 statistia 数据，2019 年美国大家电销售额 210 亿美元，同比增速仅 1.38%，销量 4845 万件，同比增速 1.94%；其中冰箱、洗衣机销售额同比增速分别为 1.28%和 1.32%。而日本市场近五年销售额增速均在 0.5%以下，2019 年出现微幅负增长。相较于发达国家，南亚的印度，巴基斯坦，东南亚的马来西亚，泰国等发展中国家或地区的增速则相对较高，如印度和巴基斯坦 2019 年大型家电销售额增速分别达到 3.06%和 2.89%，其中冰箱销售额增速均在 3%以上。

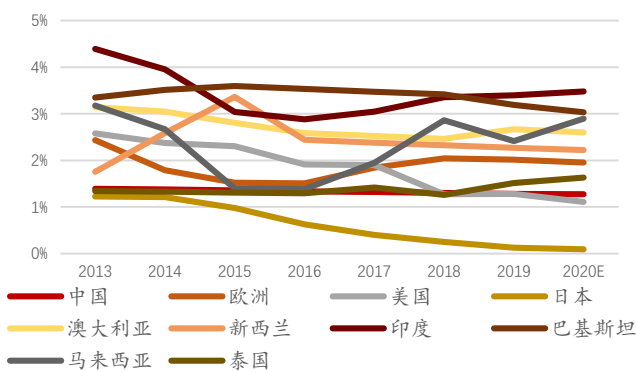
图 34 大型家电销售额增速普遍较低



资料来源: statista, 华西证券

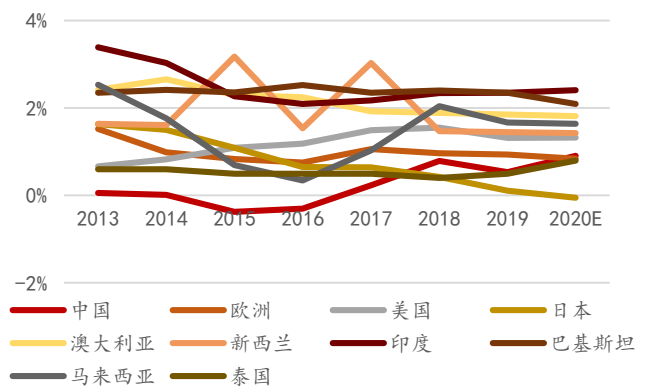
注: 大型家电包括冰箱、冷柜、洗碗机、洗衣机和大型厨电

图 35 主要国家或地区冰箱销售额增速



资料来源: statista, 华西证券

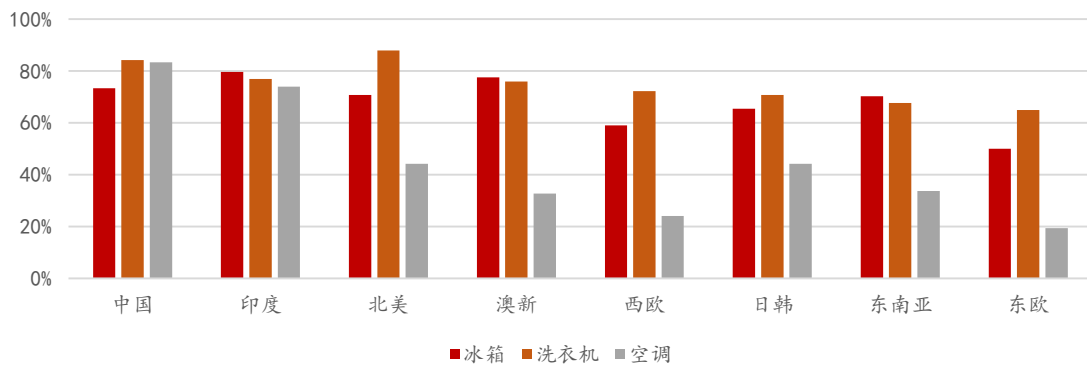
图 36 主要国家或地区洗衣机销售额增速



资料来源: statista, 华西证券

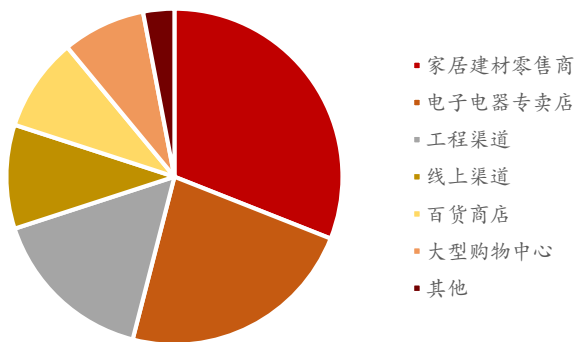
冰洗市场集中度更高，发达国家市场本土品牌强势。分品类看，海外国家或地区冰洗市场集中度相较空调更高，北美地区洗衣机 CR5 品牌销量份额甚至达到近 90%；空调品牌集中度除印度市场外，其他地区相较国内则明显偏低。原因主要是由于发达国家家电零售渠道发展更为成熟，第三方零售商规模较大更为强势，而我国家电头部企业多建立自有渠道以实现更全面的市场覆盖和更有力的渠道管控，尤其是大家电企业如格力、海尔等，因此品牌商的竞争优势在渠道资源的加持下得到进一步强化，市场份额向头部集中。

图 37 主要国家或地区冰洗空 CR5 销量份额 (2018)



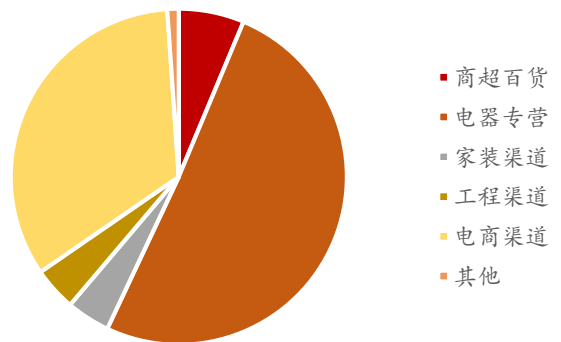
资料来源: Euromonitor, 华西证券

图 38 美国大家电销售渠道结构 (2019)



资料来源: Euromonitor, 华西证券

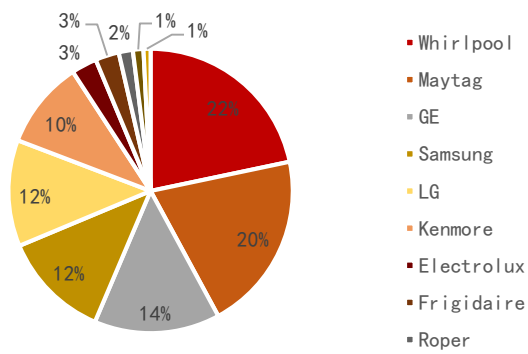
图 39 我国大家电销售渠道结构 (2018)



资料来源: Euromonitor, 华西证券

本土品牌的优势在冰洗市场也体现得更为明显。根据 Euromonitor 数据, 美国冰箱、洗衣机市场份额前三均为本土品牌, 合计占比分别达到 42%和 56%; 日本冰箱、洗衣机市场份额前五除海尔外均为本土品牌, 其合计占比分别达到 59%和 85%。而空调品类来看, 美国空调市场相对分散, 且日韩品牌 LG 和我国品牌海尔夺得一定份额; 日本空调市场则正相反, 集中度相较冰洗更高且基本被本土品牌垄断, CR7 份额合计高达 94%。

图 40 美国市场洗衣机品牌份额 (2018)



资料来源: Euromonitor, 华西证券

注: Whirlpool (惠而浦)、Maytag (美泰克)、GE (通用)、Kenmore、Frigidaire (北极牌)、Fedders 等为美国品牌;

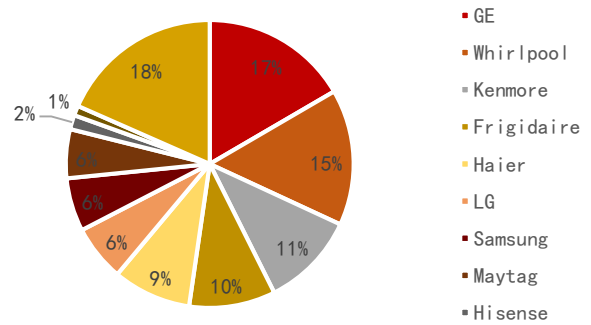
Electrolux、Candy 等为欧洲品牌;

LG、Samsung 为韩国品牌;

Hitachi (日立)、Toshiba (东芝)、Aqua (三洋)、Panasonic (松下)、Mitsubishi (三菱)、sharp (夏普)、Daikin (大金)、Fujitsu (富士通) 为日本品牌;

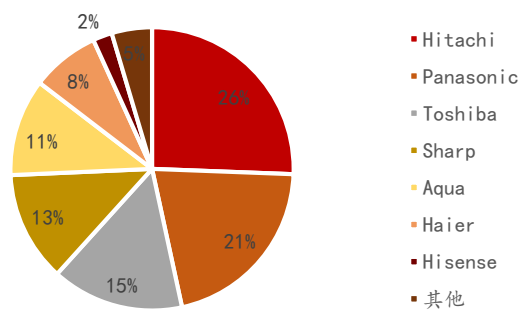
Haier (海尔)、Hisense (海信) 为中国品牌。

图 41 美国市场冰箱品牌份额 (2018)



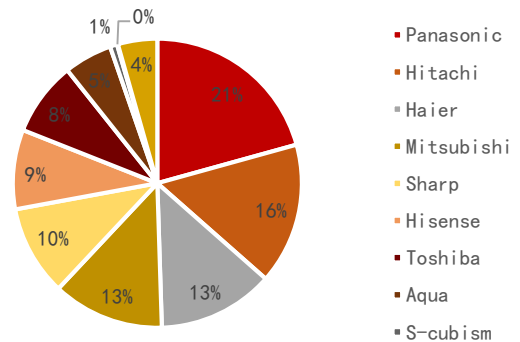
资料来源: Euromonitor, 华西证券

图 42 日本市场洗衣机品牌份额 (2018)



资料来源: Euromonitor, 华西证券

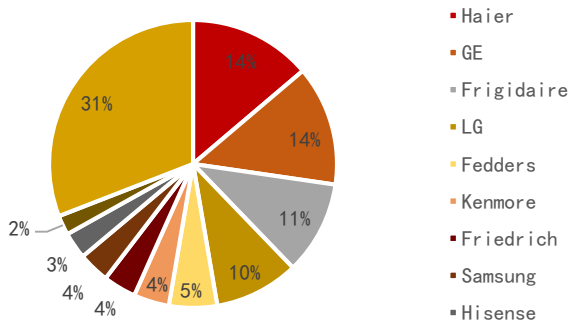
图 43 日本市场冰箱品牌份额 (2018)



资料来源: Euromonitor, 华西证券

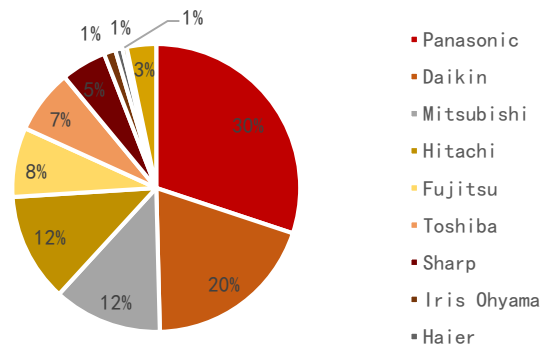


图 44 美国市场空调品牌份额



资料来源: Euromonitor, 华西证券

图 45 日本市场空调品牌份额

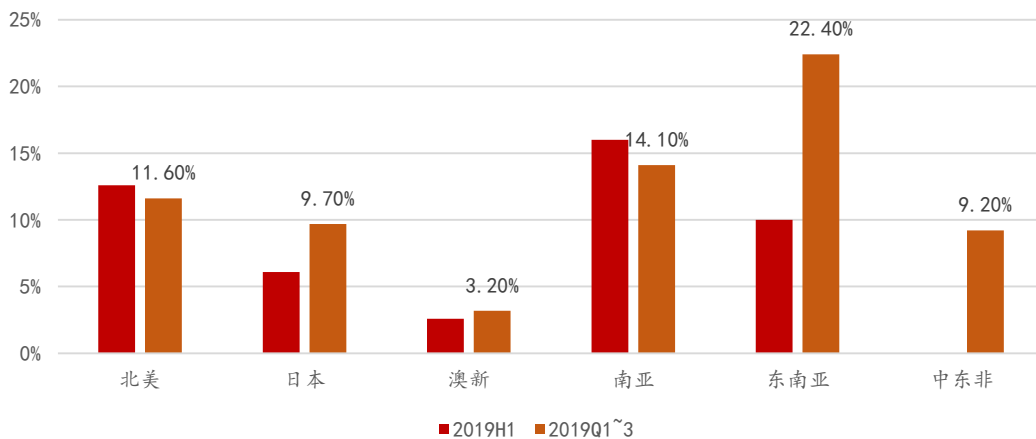


资料来源: Euromonitor, 华西证券

### 3.2. 收购品牌本土化经营，海外梯队布局已见雏形

公司是国内企业全球化布局的的先行者。1992 年公司通过 ISO9001 国际体系认证拉开公司全球化序幕。1999 年之后公司陆续在美国、欧洲、中东等地建立了生产厂，大力发展海外经销商网络，并结合跨国并购本土化家电企业的资本运作，深耕海外市场，持续提升竞争力。截至 2018 年公司已连续十年蝉联大型家电品牌零售量全球第一。在本土品牌更为强势的海外市场，公司通过收购当地优质品牌取得突破、切入当地市场，并因地制宜制定经营策略，推动“人单合一”模式和企业管理本土化落地，GEA、AQUA、Fisher&Paykel、Candy 均获得加速增长和份额提升。

图 46 海尔海外主要市场增速（2019 年前三季度）



资料来源: 公司公告, 华西证券

注: 欧洲市场 2019H1/2019 年 Q1~3 同比增长 244%/224.5%，主要因为 Candy 并表带来收入规模快速增长，未在上图中列出。

图 47 全球多品牌协同布局

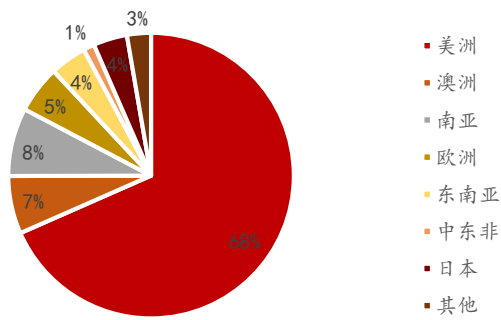


资料来源：公司公告，华西证券

**美国市场海尔+GEA，发挥协同价值。**GEA 为美国第二大白电公司，拥有美国 5 大州的 9 大制造基地、全球 5 个研发中心以及全美行业内最大的经销网络，其优势品类主要是厨电、制冷产品、洗碗机和洗衣机，市场份额分别位列美国第一、第二、第二和第四。公司 2016 年收购 GEA 品牌，一方面抢占美国市场较大份额，另一方面与 GEA 在生产研发、采购和供应链等多方面达成互补和协同，实现双赢。**(1) 采购协同。**公司通过 GEA 战略合作扩大全球化网络，进行全球范围集中采购，从而实现全球资源共享，并以规模优势降低采购成本，精简供应商队伍。**(2) 研发和产品协同。**公司收购 GEA 后接管家电研发部门，共享研发技术资源，目前公司全球有 10 大研发中心，以及根据用户痛点随时并联的创新中心，开放平台下全球一流资源参与研发，在冰水技术、热泵技术、直驱电机技术等核心技术领域取得突破，在全球专利管理、全球标准管理等方面也有显著成果；**(3) 供应链协同。**成立全球供应链指导委员会，打造以领先优势技术和流程为特色的世界级制造平台。

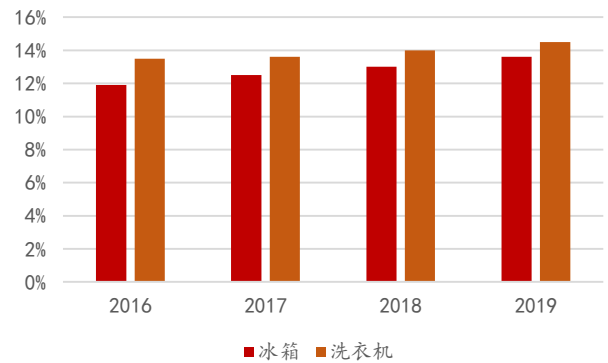
此外对 GEA 的收购还包括其持有的墨西哥家电企业 MABE 的 48.4% 股权，为公司后期进入拉美市场埋下伏笔。

图 48 美洲市场是海尔海外收入的主要来源



资料来源：公司公告，华西证券

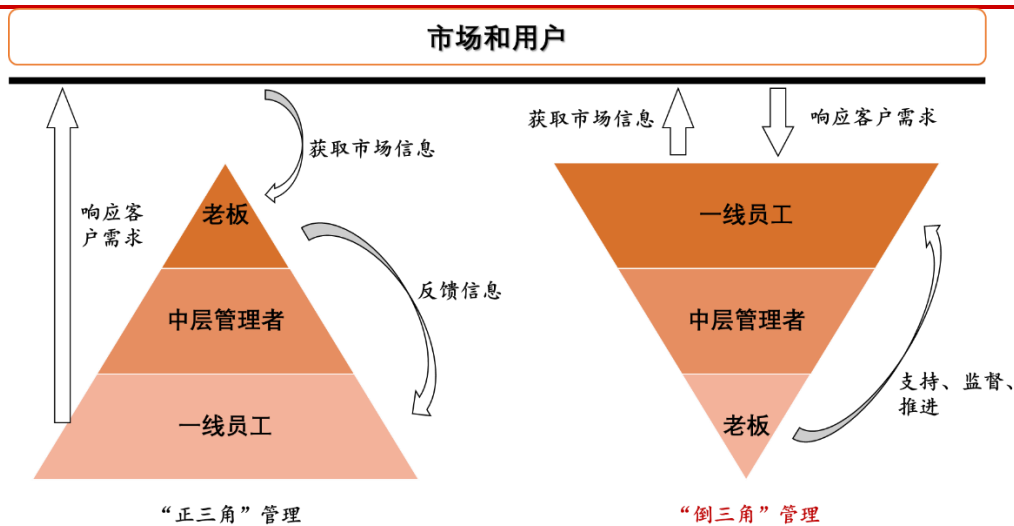
图 49 GEA 自 2016 年之后在北美市场份额持续提升



资料来源：Euromonitor，华西证券

**人单合一模式成功输出，海外多地区有望复制。**公司自 2005 年便推出人单合一，目前已由员工与用户双赢的 1.0 模式发展到利益相关方价值共创共赢的 2.0 模式。人单合一模式的核心在于决策权、用人权、分配权三权下放，即**决策权**直接下放至平台主、小微主乃至创客，激活员工决策意识增强积极性和责任感；**用人权**下放至平台主或小微主，按单所需整合内外部人力资源；**分配权**下放，根据员工为用户创造的价值直接由用户付薪，2.0 模式下进一步提出“企业平台化、员工创客化、用户个性化”概念。公司逐步将“人单合一”模式接入 GEA 进行协同转型，2018 年 GEA 在美国家电行业负增长的环境下仍然实现两位数正增长，成为公司管理模式海外输出的样板，有望在其他地区市场成功复制。如 Candy 品牌自 2019 年收购之后按照人单合一小微模式进行拆分细化，最终形成内部市场小微与产业小微全流程并联，在一个月实现 Candy 主营两位数增长，成为同等规模欧洲增速最快的企业。

图 50 海尔的“人单合一”倒三角管理模式



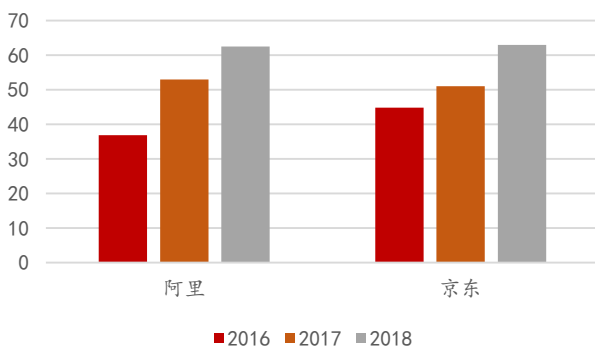
资料来源：华西证券整理

## 4. 持续深化渠道改革，拥抱高效新零售

### 4.1. 行业面临新零售转型，电商抢收下沉渠道红利

新零售促进双线融合，全渠道发展势在必行。传统零售模式中线下和线上在一定程度上是割裂的，品牌商为减少线下门店顾客流失，通常对线上线下销售产品进行型号或品类区隔，使得渠道之间导流效果变差。新零售模式下双线融合、产品同价，一方面线上平台弥补了线下实体门店无法展示全部产品的劣势，另一方面消费者也可以直接在实体门店实现线上下单并享受配送到家服务，提升购物体验。目前线上平台获客成本越来越高，新零售模式有利于促进线下向线上的导流，实现更低成本获客。

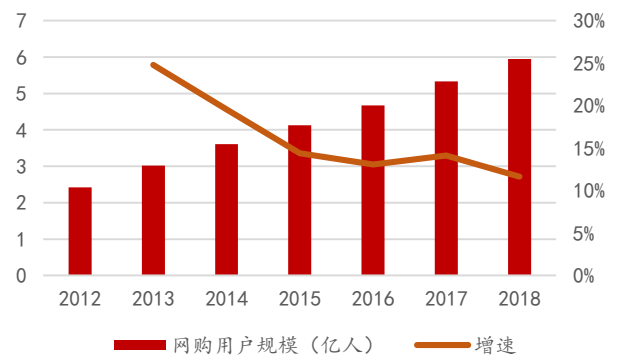
图 51 传统电商用户获取和留存成本提升（元/人）



资料来源：公司公告，华西证券

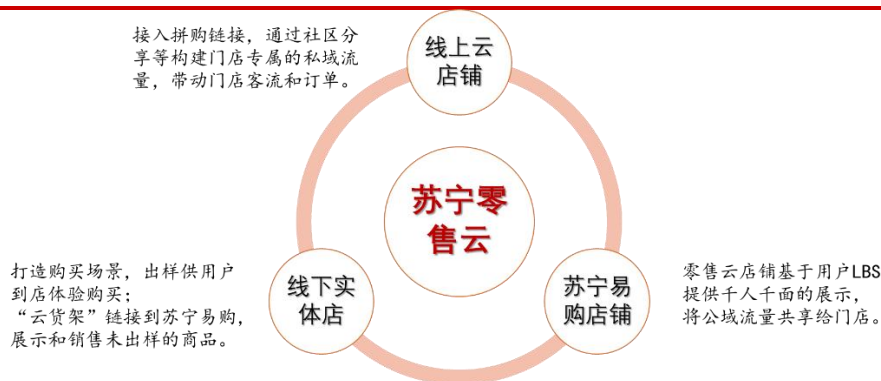
注：用户获取和留存成本以当期营销费用/当期活跃用户数衡量

图 52 网购用户规模增长放缓（亿人）



资料来源：智研咨询，华西证券

图 53 苏宁零售云平台整合全渠道打造全场景销售模式



资料来源：家电创新零售发展研究白皮书，华西证券整理

电商积极布局线下，构建新型消费场景。在家电行业进行新零售变革的过程中，具有海量数据资源的电商也纷纷铺设线下实体店，告别低价对战，开始重点构建消费场景，从而向多样化场景中植入产品以满足不同用户群体的个性化需求。电商的线下场景主要包括三类：**(1) 社区场景**。将网上比价、在家下单、家电销售和维修服务等活动在社区内完成，实现高效销售。苏宁的社区场景模式将整个购买过程缩短到

3 个小时。(2) **农村场景**。乡镇和农村等低线市场的场景化消费相较一二线城市还处于发展早期，京东专卖店、天猫优品等的线下实体店重点下沉在三四线。(3) **体验场景**。线下相较线上的突出优势就是能够实现购买前对产品深度体验，线下实体店的角色也正在由单纯的商品交易场景转换为商品应用交易场景。

表 4 电商平台的下沉渠道建设

电商	实体门店	规模	模式
苏宁	苏宁零售云	苏宁线下业态门店超过 13000 家，其中零售云门店近 4000 家，覆盖全国 31 个省、4000 多个县镇	兼具实体店的服务、体验以及互联网店铺的社交分享、在线下单、送货到家的全场景门店
京东	京东家电专卖店	超过 12000 家门店，覆盖 2.5 万个乡镇、60 万个行政村	开放赋能，为品牌商提供全场景覆盖、全交易链路、架构开放的解决方案，打通双线场景，打破产品和服务、数据、内容的边界，更有效地生产以满足个性化需求
天猫	天猫优品	(目标) 覆盖 1000 个县、15 万村庄	通过淘宝海量流量精准匹配门店周围 5 公里用户，实现有效导流；数字化运营提升门店效率；联合多品牌和双线开展更具有体验感和互动性的品牌营销活动

资料来源：中国家电创新零售发展研究白皮书，公开信息整理，华西证券

## 4.2. 持续推进渠道变革，统仓统配提升效率，小微改革激发活力

**日日顺统仓统配推动公司新零售转型。**统仓统配是将线下乡镇级理货商的货品进行集中仓储统一管理，并根据下级经销商的订单合理规划仓储存放、运送时间及运输路线，之后进行统一配送。公司自 2019 年下半年开始推行统仓统配，通过日日顺物流向上整合厂商及经销商资源，强化、融合供应链，向下拓展城乡终端连锁体系，创新性取消“区县客户这一中间环节，直接从中心仓配送到乡镇客户或门店，新模式可将“最后一公里”服务时效缩短至 12 小时。公司通过四网融合与统仓统配建立高效零售体系，推进从传统分销模式向零售模式的转型，一方面实现营销管理到镇、不良品快速处理、订单全流程可视，进一步提升乡镇市场精细化运营水平；另一方面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，打造良好的品牌口碑。

图 54 统仓统配模式减少交叉重合，提高配送效率



资料来源：亿欧，华西证券

实施统仓统配需要相应的信息系统、仓储体系和管理模式支撑。公司通过旗下巨商汇、易理货和云仓体系实现全流程信息化建设，目前巨商汇系统已覆盖 100%经销商客户，易理货则覆盖乡镇级门店，从而实现从经销商下单、销售、库存到售后的实施管控。此外日日顺搭建的云仓体系使得商品可以直接配送到镇。截至 2019 年上半年，日日顺拥有物流仓储面积 540 万平方米，车小微 10 万辆，能够实现小车型、小批量、多频次配送，有效对接终端用户需求。预计 2020 年中统仓统配将全部上线。

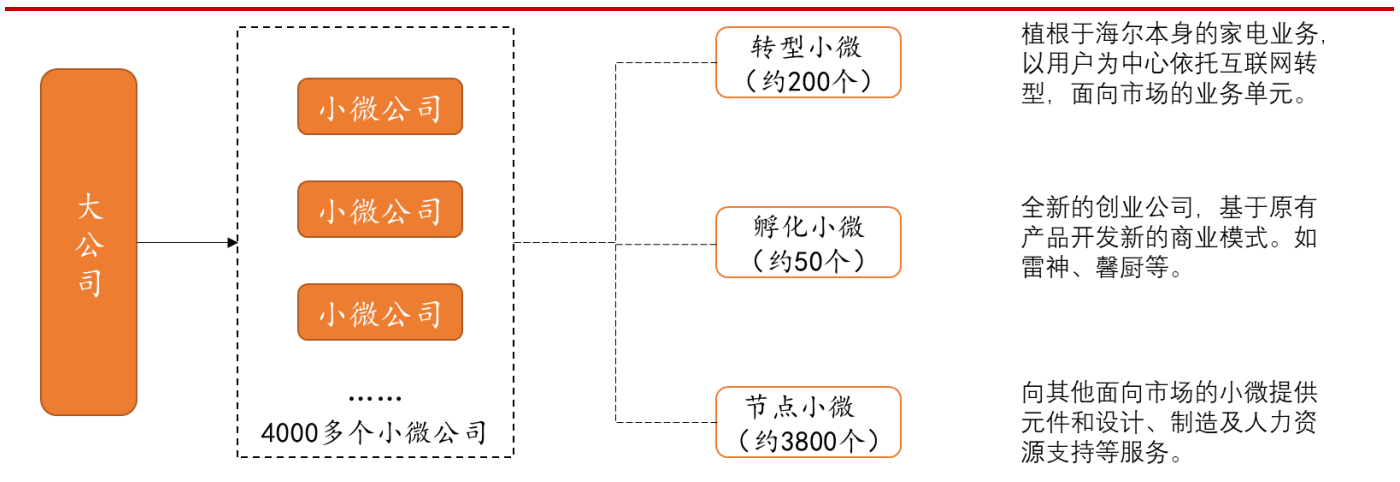
表 5 海尔的全流程信息化体系

	作用
巨商汇	覆盖全部经销商客户的订单管理，实现在线采购、销售及结算，降低管理成本
易理货	覆盖 3 万余个乡镇客户的进销存管理与乡镇客户的会员管理，实现服务到镇、产品到镇、资源到镇、目标到镇、激励到镇和培训到镇
云仓	实现物流直接配送到镇

资料来源：公司公告，华西证券

**推进小微改革，激发创业活力。**公司自 2013 年便开始了小微公司运营机制的探索，对内通过创客机制孵化小微公司，对外推广 U+ 平台吸纳更多小微入驻。2014 年公司进一步改革薪酬体制，实行基于用户付薪的对赌超值分享酬机制，驱动员工创造价值。2019 年公司深化小微改革，其本质是在通过开放和互联，将相对封闭的企业个体转型为资源整合的生态平台，同时与人单合一模式结合，通过决策权、用人权、分配权三权下放实现小微自主经营，调动全员积极性。截至 2018 年，公司已形成 4000 多个小微公司，大多数小微由 10~15 人构成，公司以小微作为全流程创造价值的基本单元，通过人单合一模式落地持续激发活力。

图 55 海尔的小微转型架构



资料来源：社会责任报告，华西证券整理

## 5. 盈利预测

**冰箱和洗衣机：**目前国内冰洗保有量基本饱和，行业增量空间相对有限，但是持续的更新需求保障稳定的行业空间。当前冰箱和洗衣机产品从外观、性能、技术、功能等方面进行高端升级，高端市场增速高于行业整体增速。我国冰箱市场行业格局稳固，海尔处于领先地位，同时卡萨帝高端产品份额提升带动整体份额提升。卡萨帝冰箱 2016 年之后进入放量期，带动冰洗品类量价提升，短期内由于疫情影响增幅或有所放缓。预计 2019~2021 年冰箱收入增速为 14.5%、6.05%、12.75%，洗衣机收入增速为 11.53%、7.10%、14.89%。

**空调：**近几年空调市场需求疲弱下价格促销加剧，公司以低端产品应对价格竞争，中端产品实现差异化竞争，高端卡萨帝品牌实现在高端市场的市占率持续领先与收入高增长。预计 2019~2021 年公司空调收入增速为-9.67%、11.24%、10.30%。

**厨卫和热水器：**卡萨帝高端智慧套系产品带动厨电量价提升，预计 2019~2021 年公司厨卫和热水器整体收入增速为 17.72%、16.49%、15.25%。

表 6 主要品类收入成本预测表

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>冰箱</b>					
收入	47113.59	54339.17	62217.05	65981.18	74393.78
yoy	29.95%	15.34%	14.50%	6.05%	12.75%
成本	31984.59	37841.04	42307.59	44867.20	50587.77
毛利率	32.11%	30.36%	32.00%	32.00%	32.00%
<b>洗衣机</b>					
收入	30895.41	36268.49	40450.10	43322.06	49770.55
yoy	31.58%	17.39%	11.53%	7.10%	14.89%
成本	19903.4	23967.33	27506.07	29459.00	33346.27
毛利率	35.58%	33.92%	32.00%	32.00%	33.00%
<b>空调</b>					
收入	28744.56	31772.52	28700.44	31639.36	35214.61
yoy	53.91%	10.53%	-9.67%	10.24%	11.30%
成本	19607.98	21695.25	19803.30	21831.16	24122.01
毛利率	31.79%	31.72%	31.00%	31.00%	31.50%
<b>厨卫</b>					
收入	23237.90	24950.53	29192.12	33862.86	38942.29
yoy		7.37%	17.00%	16.00%	15.00%
成本	14450.60	17222.86	20142.56	23263.78	26675.47
毛利率	37.81%	30.97%	31.00%	31.30%	31.50%
<b>热水器</b>					
收入	7108.11	7924.12	9508.94	11220.55	13015.84
yoy		11.48%	20.00%	18.00%	16.00%
成本	4029.80	4310.66	5420.10	6339.61	7288.87
毛利率		45.60%	43.0%	43.50%	44.00%

资料来源: wind, 华西证券

注: 2017 年厨卫收入和成本按剔除热水器后口径调整



我们预计公司 2019-2021 年营业收入为 2004.64/2192.44/2476.59 亿元，同比增长 9.35%/9.37%/12.96%，归母净利润 92.12/98.41/117.27 亿元，同比增长 23.81%/6.84%/19.16%。EPS 为 1.40/1.50/1.78 元，当前股价对应 PE 倍数为 10.66/9.98/8.37 倍。

公司高端卡萨帝产品进入快速增长和放量期，有利于公司抢占高端市场份额并获得定价权；转型智慧成套有望带动其他品类的增长，全球化版图下领先水平物联网平台建设将持续加强资源协同，实现降本增效。首次覆盖给予“买入”评级。

表 7 可比公司估值（以 2020 年 4 月 23 日收盘价为基准）

公司	EPS			PE		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
海尔智家	1.40	1.50	1.78	10.79	10.07	8.48
<b>可比公司</b>						
格力电器	4.69	3.87	4.30	11.70	14.18	12.76
美的集团	3.36	3.87	4.32	15.47	13.43	12.03
<b>可比公司平均</b>				<b>13.59</b>	<b>13.81</b>	<b>12.40</b>

资料来源：wind，华西证券

## 6. 风险提示

**宏观经济下行：**我国宏观经济增速放缓，若经济下行程度超预期，可能引发居民收入水平增速不及预期，及消费意愿的削弱，导致公司收入端受到一定程度的影响。

**行业竞争加剧：**公司经过多年对海外优质白电资产进行收购整合，在国内形成高中低端全套产品线布局，高端卡萨帝品牌在高端市场增速表现亮眼。若海外优质品牌进入中国市场可能加剧高端市场竞争，中低端市场的促销政策延续也会加快中低端市场集中度的提升。

**原材料价格波动：**公司原材料成本占比 80%以上，原材料价格大幅波动将对利润产生影响。

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	183316.56	200463.71	219244.00	247658.94	净利润	9770.60	12068.19	12908.44	15372.51
YoY (%)	12.17%	9.35%	9.37%	12.96%	折旧和摊销	3139.89	3805.42	4117.53	4659.46
营业成本	130154.14	142226.94	155376.50	174460.21	营运资金变动	5467.42	697.78	-150.97	3891.58
营业税金及附加	857.23	922.13	1052.37	1188.76	经营活动现金流	18934.25	13950.98	15913.80	22968.98
销售费用	28653.22	31272.34	33105.84	37396.50	资本开支	-6285.79	-9423.17	-6976.40	-7841.13
管理费用	8324.33	9221.33	9865.98	11144.65	投资	-1727.96	725.00	0.00	0.00
财务费用	939.18	882.05	909.67	843.06	投资活动现金流	-7665.64	-5423.17	-5176.40	-6041.13
资产减值损失	760.28	138.27	12.95	19.60	股权募资	2968.76	211.15	0.00	0.00
投资收益	1923.20	4000.00	1800.00	1800.00	债务募资	-9717.57	2702.41	999.08	-1000.00
营业利润	11390.51	14069.81	15194.36	18092.32	筹资活动现金流	-10489.35	-7897.28	23.22	-1975.83
营业外收支	238.87	280.00	100.00	100.00	现金净流量	779.25	630.53	10760.63	14952.02
利润总额	11629.38	14349.81	15294.36	18192.32	<b>主要财务指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
所得税	1858.78	2281.62	2385.92	2819.81	<b>成长能力 (%)</b>				
净利润	9770.60	12068.19	12908.44	15372.51	营业收入增长率	12.17%	9.35%	9.37%	12.96%
归属于母公司净利润	7440.23	9211.60	9841.31	11726.83	净利润增长率	7.71%	23.81%	6.84%	19.16%
YoY (%)	7.71%	23.81%	6.84%	19.16%	<b>盈利能力 (%)</b>				
每股收益	1.13	1.40	1.50	1.78	毛利率	29.00%	29.05%	29.13%	29.56%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	净利润率	5.33%	6.02%	5.89%	6.21%
货币资金	37456.36	38086.88	48847.51	63799.53	总资产收益率 ROA	4.46%	5.13%	4.96%	5.22%
预付款项	594.56	649.70	709.77	796.95	净资产收益率 ROE	18.88%	19.17%	17.00%	16.84%
存货	22377.19	24540.50	26809.39	30102.18	<b>偿债能力 (%)</b>				
其他流动资产	33832.23	38065.96	40847.88	45056.98	流动比率	<b>1.18</b>	<b>1.12</b>	<b>1.21</b>	<b>1.30</b>
流动资产合计	94260.33	101343.05	117214.55	139755.64	速动比率	0.89	0.84	0.93	1.01
长期股权投资	13966.48	13966.48	13966.48	13966.48	现金比率	0.47	0.42	0.50	0.59
固定资产	17319.64	17476.65	17975.75	17803.23	资产负债率	66.93%	62.92%	59.95%	57.72%
无形资产	9209.24	11658.82	13042.43	14986.54	<b>经营效率 (%)</b>				
非流动资产合计	72439.21	78386.96	81395.83	84727.50	总资产周转率	1.13	1.16	1.16	1.17
资产合计	166699.54	179730.01	198610.39	224483.14	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	6298.50	9000.92	10000.00	9000.00	每股收益	1.13	1.40	1.50	1.78
应付账款及票据	47385.22	49174.80	53721.24	60319.41	每股净资产	5.99	7.30	8.80	10.58
其他流动负债	26397.94	32621.61	33048.01	37950.09	每股经营现金流	2.88	2.12	2.42	3.49
流动负债合计	80081.66	90797.32	96769.25	107269.50	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	15541.47	15541.47	15541.47	15541.47	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	15946.14	6754.24	6754.24	6754.24	PE	11.85	10.79	10.07	8.48
非流动负债合计	31487.60	22295.71	22295.71	22295.71	PB	2.31	2.04	1.70	1.41
负债合计	111569.27	113093.02	119064.96	129565.20					
股本	6368.42	6579.57	6579.57	6579.57					
少数股东权益	15727.93	18584.52	21651.65	25297.33					
股东权益合计	55130.28	66636.99	79545.43	94917.93					
负债和股东权益合计	166699.54	179730.01	198610.39	224483.14					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

汪玲：现任华西证券研究所家电行业首席分析师，中央财经大学会计学硕士，曾就职于国盛证券、民生证券研究所任首席分析师，具有多年消费品投资研究经验。

### 分析师承诺

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

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。