

海尔智家(600690)

报告日期: 2021年1月28日

深度报告

行业公司研究——白色家电行业

证券研究报告

运营提效，家电航母乘风起航

——海尔智家深度报告

✍️ : 吴东炬 执业证书编号: S1230519040004
☎️ : 021-80106027
✉️ : wudongju@stocke.com.cn

报告导读

通过降本提效，公司内销海外业务盈利能力将迎来持续提升，同时国内高端业务卡萨帝持续高增长可期，未来三年公司将迎来业绩兑现期，买入评级。

投资要点

□ 超预期因素：降本提效，内外销业务盈利加速改善

我们认为，通过降本提效，未来公司业绩将会超预期：第一，海外业务进入到深度运营阶段，通过创牌驱动高端转型、采购与制造协同，未来海外业务盈利能力提升将超预期；第二，海尔内销业务盈利能力偏低，通过数字化变革实现流程再造、人员优化，运营效率将迎来大幅提升，推动费用率改善超预期。

□ 全球化：前瞻性布局迎来开花结果

经过多轮并购布局，公司在海外市场坐拥 GEA、Fisher&Paykel、Aqua 和 Candy 四大品牌，19 年公司海外收入达 941 亿元、营收占比 47%。目前收购资产处于深度运营整合阶段，公司海外业务进入到盈利改善阶段，主要在于以下两点：

1) 海外推进创牌引领、高端转型战略，海尔助力 GEA 等海外平台产品力进一步提升，追赶龙头惠而浦；同时加大品牌营销，打造高端品牌调性，实现高端转型；2) 通过与惠而浦对比来看，GEA 盈利水平明显偏低，未来公司一方面通过加强采购协同、制造协同，降低海外业务制造成本，另一方面，通过加强管理，提升运营效率。我们预计海外业务净利率将有 2-3pct 提升空间。

□ 高端化：卡萨帝品牌乘风破浪

随着主要家电品类普及率大幅提升，国内家电市场逐步由增量阶段进入存量阶段，不过需求呈现出高端化的结构性亮点，同时随着中国厂商产品力明显提升、品牌营销投入，内资品牌在高端市场高歌猛进，其中以海尔旗下卡萨帝为典型代表。展望未来，随着国内居民收入水平提升、中产阶级群体进一步壮大，高端家电市场有望进一步扩容，而凭借全球研发资源支持技术迭代进一步打造产品力壁垒，以及营销持续发力驱动高端品牌引领，卡萨帝有望继续提升在高端市场的份额，预计未来三年卡萨帝营收规模复合增长 20% 左右。

□ 数字化变革，盈利改善加速兑现

三大龙头对比来看，海尔盈利能力明显偏低，原因在于销售费用率偏高，海尔分销业务放在体内，导致销售人员规模庞大、组织架构冗余，影响运营效率。

2020 年公司全面推行数字化平台，对传统自上而下管理模式进行改革。渠道端，公司通过统仓统配提高供应链和物流效率，实现订单式生产、降低库存；管理端，部门间高效互联有助于精简组织人员，优化团队人数，进一步降低营销费用，实现流程全面重构。通过数字化改革，预计公司费用率有望改善 2-3pct。

□ 盈利预测及估值

预计 20-22 年公司净利润 80.1/110.0/122.5 亿，同比增速为 -2.4%/37.2%/11.4%。对应当前股价 PE 分别为 36、26、24 倍，给予“买入”评级。

风险提示：高端市场不及预期、海外市场竞争加剧、原材料价格波动

评级

买入

上次评级 增持
当前价格 ¥ 32.00

单季度业绩

元/股

3Q/2020 0.67
2Q/2020 0.34
1Q/2020 0.20
4Q/2019 0.19



公司简介

公司为全球家电龙头，通过内生增长和海外并购，在中国和海外建立起完备的生产与销售网络，实现全球化扩张。

相关报告

报告撰写人：吴东炬

联系人：吴东炬

财务摘要

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	200762	210852	229281	244906
(+/-)	9.52%	5.03%	8.74%	6.81%
净利润	8206.2	8012.1	10995.6	12245.5
(+/-)	10.30%	-2.37%	37.24%	11.37%
每股收益(元)	0.91	0.89	1.22	1.36
P/E	35.20	36.06	26.27	23.59

正文目录

1. 全球化布局，家电航母起航.....	6
2. 全球化：前瞻性布局迎来开花结果.....	8
2.1. 布局领先，海尔从国际化到品牌全球化.....	8
2.2. 发挥协同效应，海外业务迎来新一轮增长.....	11
3. 高端化：卡萨帝品牌乘风破浪.....	16
3.1. 高端市场具备成长性，内资品牌逐步发力.....	16
3.2. 卡萨帝：产品+品牌+渠道，抢占高端市场.....	18
3.3. 高端产品渗透率提升，卡萨帝前景可期.....	24
4. 数字化变革，盈利改善加速兑现.....	25
4.1. 降本增效，费用率迎来改善.....	25
4.2. 私有化落地，财务效率提升.....	27
5. 盈利预测与投资评级.....	28
6. 风险提示.....	29

图表目录

图 1: 2020 年全球大家电市场各品牌份额 (%).....	6
图 2: 海尔全球品牌矩阵一览.....	6
图 3: 三大白电龙头业务结构情况.....	6
图 4: 三大白电龙头营业收入对比.....	7
图 5: 海尔净利率水平低于美的与格力.....	7
图 6: 海尔战略演进过程.....	8
图 7: 在海外市场中国家电品牌份额远低于产量份额.....	9
图 8: 海外市场中国品牌主要为海尔.....	9
图 9: 海尔实现在全球市场均有自主或收购品牌.....	10
图 10: 2011-2019 年海尔海外业务收入快速增长.....	10
图 11: 海尔零售量份额大幅提升.....	10
图 12: 北美地区 (GEA) 贡献公司大部分海外收入.....	11
图 13: GEA 在北美地区市占率不断上升.....	11
图 14: 公司北美地区收入呈上升趋势.....	11
图 15: 美国家电行业均价不断提升，高端化成为趋势.....	12
图 16: GEA 旗下品牌覆盖高中低细分市场.....	12
图 17: 海尔国内冰洗市场份额远超其他家电企业.....	13
图 18: 海尔冰箱专利数连续三年居世界第一.....	13
图 19: 卡萨帝自由嵌入式冰箱有效解决行业痛点.....	13
图 20: GEA 赞助美职联赛宣传海报.....	14
图 21: CES 展会上海尔宣传 GEA 智慧家电方案.....	14
图 22: 海尔境外业务毛利率水平较高.....	14

图 23: 相较惠而浦, GEA 盈利能力有提升空间	14
图 24: 海尔利用一带一路政策节约运输费用	15
图 25: GEA 在北美地区市占率不断上升	15
图 26: 2015-2019 中国家电市场零售规模增长情况	16
图 27: 2001-2019 年全国城镇居民可支配收入上升	16
图 28: 中产阶级人群变化趋势	16
图 29: 中产阶级消费习惯调查情况	17
图 30: 消费者对高端冰箱接受度提高	17
图 31: 高端家电产品渗透率不断上升	17
图 32: 冰箱产品均价上升	17
图 33: 外资冰箱品牌销售额占比不断下降	17
图 34: 外资洗衣机品牌销售额占比也不断下降	17
图 35: 卡萨帝品牌发展历程	18
图 36: 卡萨帝在万元以上冰洗市场份额不断上升	18
图 37: 卡萨帝品牌营收增速高于公司总体增速	18
图 38: 海尔研发费用投入逐步提升	20
图 39: 海尔研发人员数量领先	20
图 40: 海尔研发实现在全球布局	20
图 41: 公司成套化销售占比不断上升	21
图 42: 卡萨帝品类布局最为齐全	21
图 43: 海尔推出 app 布局智慧家居	21
图 44: 公司物联网生态收入和成套化产品收入上升	21
图 45: 海尔智家 001 号体验中心	22
图 46: 卡萨帝品牌营销活动一览	22
图 47: 海尔七星级服务领先于行业	23
图 48: 卡萨帝门店数量迅速扩张	23
图 49: 卡萨帝线下门店风格高端化	23
图 50: 海尔销售渠道结构示意图	24
图 51: 对比格力美的来看, 海尔盈利能力明显偏低	25
图 52: 海尔毛利率水平不低于竞争对手	25
图 53: 海尔期间费用率显著高于同行	25
图 54: 三大白电销售费用率对比	25
图 55: 三大白电管理费用率对比	26
图 56: 三大白电财务费用率对比	26
图 57: 公司销售人员规模庞大	26
图 58: 2011-2019 年公司人均创收不断上升(万元)	27
图 59: 海尔智家与海尔电器之间渠道重叠	28
表 1: 中国品牌在海外市场份额较低(以海尔为例)(%)	8
表 2: 三星、LG 等非品牌在海外市场占据主要地位(%)	8
表 3: “世界品牌 500 强”榜单海尔入选	9
表 4: GEA 与惠而浦在美国地区市占率对比	12
表 5: 卡萨帝技术迭代直击用户需求	19
表 6: 公司研发成果获奖情况	20

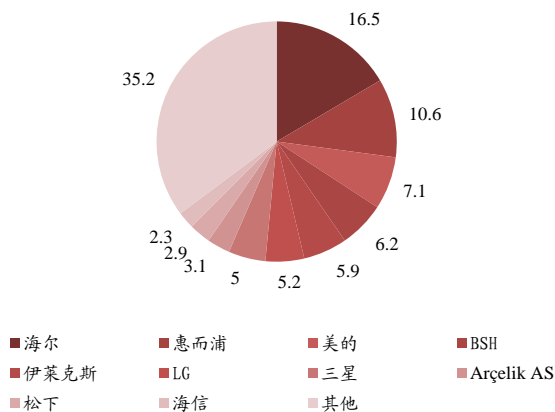
表 7: 海外家电市场高端品牌市占率情况 (%)	24
表 8: 截至 2020H1, 海尔智家合并报表和海尔电器合并报表.....	27
表 9: 海尔智家分业务盈利预测表 (亿元)	27
表 10: 同行估值比较.....	29
表附录: 三大报表预测值.....	30

1. 全球化布局，家电航母起航

全球白电龙头。青岛海尔成立于1984年，于1993年上市，在27年时间内成长为白色家电龙头企业；通过内销增长和海外并购整合，海尔在中国和海外市场建立起了完备的生产与销售网络，成功实现产品的全球化扩张。根据 Euromonitor 的数据，海尔连续11年稳居世界家电份额第一，2020年海尔在全球市占率为16.5%。

海尔旗下有七个分布全球、定位各个层级市场的品牌：覆盖中国市场的海尔、卡萨帝、统帅以及覆盖海外市场的 GEA、Fisher&Paykel、Aqua 和 Candy。七大品牌覆盖全球不同地区的市场和不同消费层次的消费者，多方位品牌布局保证公司的市场份额最大化。2020H1 公司海外收入为 470 亿元，占公司营收比例 49%。

图 1：2020 年全球大家电市场各品牌份额（%）



资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

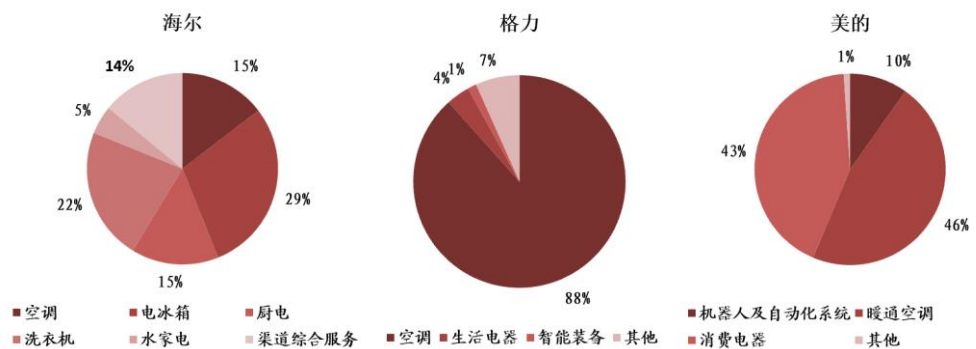
图 2：海尔全球品牌矩阵一览



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

产品线覆盖丰富，冰洗为收入主要来源。公司旗下产品系列丰富，在冰箱、洗衣机、酒柜、冷柜行业均保持市占率第一。从营收角度来看，2019 年公司白色家电收入占营收比例为 65.89%；与美的、格力相比，公司产品结构中冰箱和洗衣机占据主体，而格力和美的产品结构中空调占比更高。

图 3：三大白电龙头业务结构情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

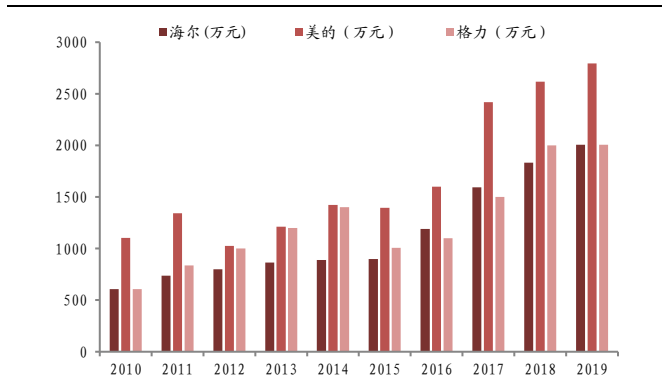
从历史沿革看，公司发展可以大致分为以下三个阶段：

第一阶段，强势发展冰洗业务，整合白色家电产业：公司成立之初以冰箱为主要业务，1993 年上市后公司不断拓展新的产品品类，2001 年将空调资产注入上市公司，2010 年将洗衣机业务注入上市公司，如今公司已经发展成为包含热水器、厨电等具有全方位产品矩阵的家电龙头企业。

第二阶段，建立全球化品牌战略，大规模收购实现品牌布局：2005 年开始，公司陆续收购了日本三洋电机多项家用电器业务、新西兰 Fisher&Payker 公司，2016 年又收购了通用家电业务、2018 年收购意大利 Candy 公司，海尔通过收购海外品牌拓展全球版图，实现全球化品牌运营。截止 2019 年公司有 47% 的收入来自境外，且基本全部为品牌收入；公司在全球有 122 个制造中心、25 个工业园、108 个营销中心和 14 万余个销售网络。

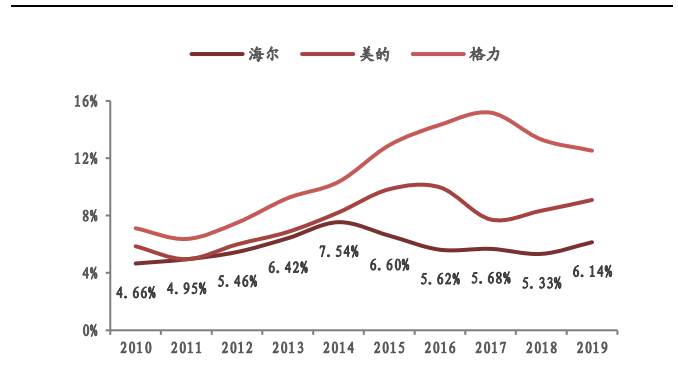
第三阶段，数字化变革，推进降本提效：自 2013 年起，公司开始探索小微公司运营机制，以人单合一理念为基础，将公司内部部分成数个微型创业团队，以激发员工的创业活力，使企业向生态品牌转型。2020 年 7 月公司开始在组织内部全面推行数字化平台，对传统的自上而下管理模式进行改革，在渠道端，公司通过统仓统配提高供应链和物流效率，利用平台实现订单式生产，降低工厂库存；在管理端，部门间的高效互联有助于精简组织人员，优化团队人数，进一步降低市场营销费用，实现组织流程的全面重构。

图 4：三大白电龙头营业收入对比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 5：海尔净利率水平低于美的与格力



资料来源：Wind，浙商证券研究所

从营收规模看，海尔与格力、美的的差距不大，2019 年营收分别为 2008/2005/2794 亿元，不过海尔净利润层面远低于格力、美的，2019 年海尔、格力、美的净利润分别为 82/247/242 亿元，海尔净利润较低的主要原因在于费用率偏高，我们认为公司改善净利润率的动力来源于三个方面：1) 全球化战略处于收获期，海外业务盈利能力进一步优化；2) 受益于高端家电市场发展和卡萨帝渗透率上升，高端品牌带动公司产品结构转变、享受品牌溢价；3) 内部数字化平台实施，提高公司经营效率，降本增效，通过压缩费用率提升盈利能力。

2. 全球化：前瞻性布局迎来开花结果

中国品牌海外份额低，有较大提升空间。根据 Euromonitor 数据显示，在欧美、日本发达市场，中国家电品牌在市场份额层面往往不占优势，例如海尔在澳洲市场份额仅为 2.4%，排名 12，在美国市场份额为 2.9%，排名第 8；而 LG、三星、伊莱克斯等外资品牌占据前列。随着中国企业技术迭代、产品创新，内资品牌产品力提升明显，近年来外资品牌在中国市场的份额不断下滑，中国产品的产品力已逐步得到验证。我们认为这一趋势有望复制到海外市场，中国家电品牌在国际市场的份额将迎来逐步提升。

我们认为布局海外市场将成为中国家电企业新的增长动力，提前进行全球化布局的家电企业有望在下一阶段获得强有力的竞争地位。海尔作为国内家电龙头，自 2005 年开始布局海外，十五年全球化品牌的前瞻布局正迎来开花结果。

表 1：中国品牌在海外市场份额较低（以海尔为例）

国家	排名	2016	2017	2018	2019	2020
印度	5	5.2	4.9	6.6	7.2	5.5
日本	6	5.6	5.8	6.1	6	6.1
澳洲	12	2.2	2.2	2.3	2.3	2.4
美国	8	2.8	2.7	2.7	2.9	2.9

资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

表 2：三星、LG 等非品牌在海外市场占有率主要地位（%）

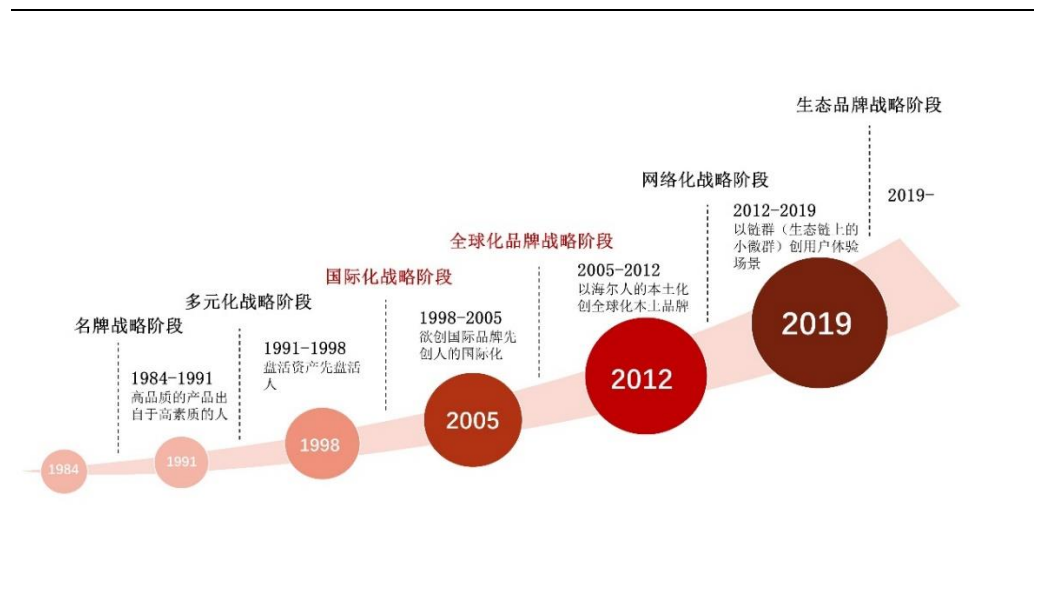
国家	品牌	排名	2017	2018	2019	2020
印度	LG	1	24.2	23.1	22.9	24
	三星	2	20.7	21	21.4	22.3
	惠而浦	3	12.7	12	11.8	11.7
澳洲	LG	2	9.3	9.5	9.6	10.1
	三星	4	8.3	8	7.5	7.7
美国	LG	4	7.8	7.6	8.1	7.9
	三星	5	7.4	7.1	7.3	6.9

资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

2.1. 布局领先，海尔从国际化到品牌全球化

海尔早在 2000 年左右便确立了全球化战略，其品牌、管理及营销等方面一直以国际市场为导向，并以设计、制造、营销“三位一体”本土化运营进行跨国经营。

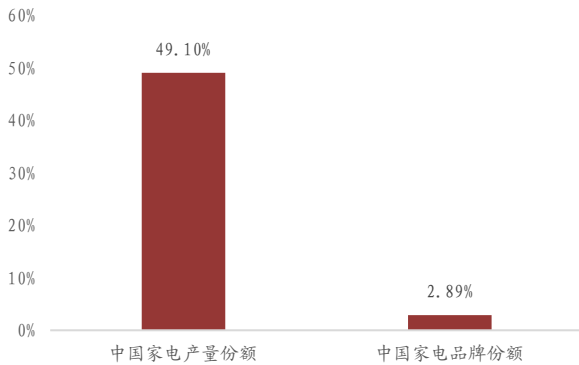
图 6：海尔战略演进过程



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

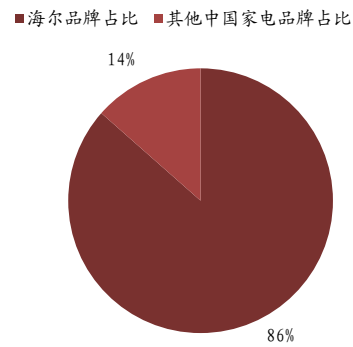
走“品牌立世”之路，海尔坚定做正确的事。中国家电企业拓展海外市场主要有三种方式：1）发挥自身制造优势为海外家电企业代工（ODM/OEM）；2）收购海外品牌；3）在海外发展自主品牌。目前绝大部分国内家电企业选择代工出海，在海外市场中国家电品牌份额远低于产量份额，而海尔在国际化战略阶段便坚持“出口创牌”而非“出口创汇”，提出“先难后易”策略，首先进入发达国家创品牌，再以高屋建瓴之势进入发展中国家，目前海尔在海外市场所有中国品牌中份额达 86.5%，且在海外享有较高的品牌知名度，已然成为中国家电企业在全世界市场的一张名片。

图 7：在海外市场中国家电品牌份额远低于产量份额



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图 8：海外市场中国品牌主要为海尔



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

表 3：“世界品牌 500 强”榜单海尔入选

中国排名	2020 排名	2019 排名	品牌名
1	25	28	国家电网
2	33	36	腾讯
3	39	41	海尔
4	42	44	中国工商银行
5	53	51	华为
6	62	64	中央电视台
7	68	75	阿里巴巴
8	91	88	中国移动
9	95	99	联想
10	127	132	中国人寿
11	138	137	中国石油
12	145	142	中国石化
13	147	165	中国平安
14	198	206	中粮
15	199	210	中国银行
16	203	211	中国建设银行
17	232	232	中国联通
18	246	239	中信集团
19	270	300	茅台
20	272	302	五粮液

资料来源：World Brand Lab “世界品牌 500 强”榜单，浙商证券研究所

通过并购外资品牌，海尔实现向海外市场加速扩张。“品牌立世”战略为海尔全球布局打下了坚实的基础，自 2011 年底收购日本三洋电机（AQUA）在日本、东南亚等区域白电业务起，海尔分别于 2012 年、2016 年收购了新西兰斐雪派克（Fisher&Paykel）和美国通用家电业务（GEAppliance），并于 2018 年收购意大利知名家电企业 Candy 集团，强势进军在全球占据重要地位的欧美市场。目前海尔海外业务中近 100%为自有品牌，旗下拥有海尔、卡萨帝、统帅、美国 GE Appliances、新西兰 Fisher&Paykel、日本 AQUA、意大利 Candy 七大品牌，成为国内唯一在全球市场以自有品牌运营的白电企业。

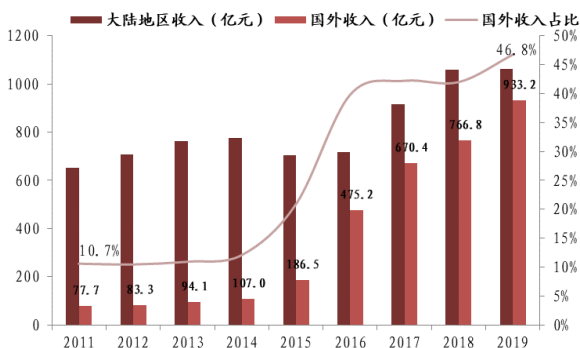
图 9：海尔实现在全球市场均有自主或收购品牌



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

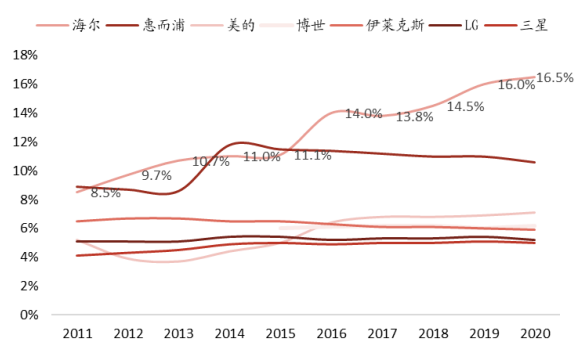
并购推动海尔海外收入和全球份额快速提升。2019 年海尔海外收入达 933 亿元，较 2011 年增长 1100%，海外收入占公司总营收比重由 12%大幅提升至 47%。此外，据 Euromonitor 数据，海尔 2020 年全球零售量份额 16.5%，较 2011 年提升 8pct，连续蝉联全球第一，且与第二名惠而浦的差距不断拉大。

图 10：2011-2019 年海尔海外业务收入快速增长



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 11：海尔零售量份额大幅提升



资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

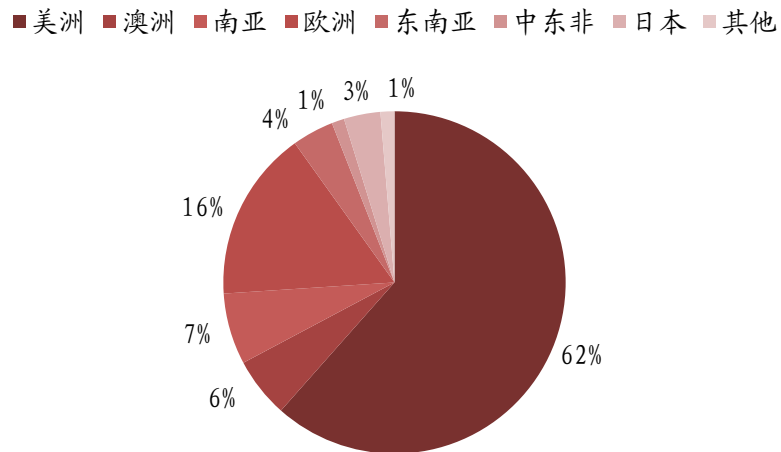
2.2. 发挥协同效应，海外业务迎来新一轮增长

随着并购的落地，海尔海外业务逐步进入到整合运营阶段，我们认为，通过聚焦创牌引领、加速高端转型，深化三位一体全球化、本土化布局，公司海外业务有望迎来进一步发展。

GEA 占公司海外收入约六成，是决定海外业务能否进一步增长的关键所在。2019 年海尔在北美地区实现营收 579.22 亿元，占公司海外营收比例达 62%，其中 GEA 贡献了北美地区绝大部分的收入。公司收购完成后，GEA 市场份额不断提升，在美国大家电市场份额从 2016 年的 20% 提升至 2020 年的 22.2%，与惠而浦差距不断缩小；公司北美地区收入从 17 年的 471 亿元增至 19 年的 579 亿元。

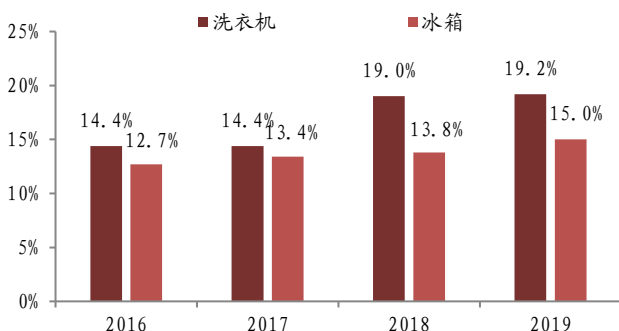
我们认为，随着收购之后运营管理加强、海尔产品研发设计反哺海外、原材料采购与制造协同效应释放，GEA 与 Candy 等海外业务营收、盈利能力层面均有望迎来提升。

图 12：北美地区（GEA）贡献公司大部分海外收入



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 13：GEA 在北美地区市占率不断上升



资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

图 14：公司北美地区收入呈上升趋势



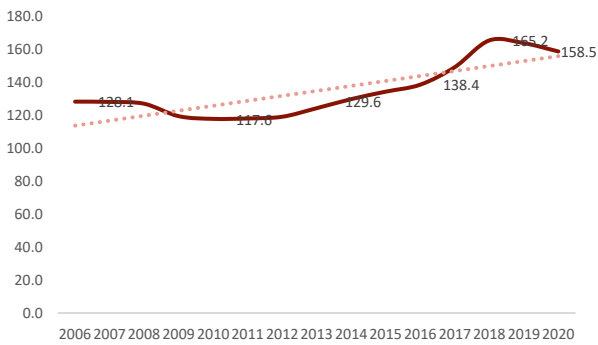
资料来源：公司年报，浙商证券研究所

2.2.1. 高端战略引领，营收增长可期

海外推进创牌引领、高端转型战略。欧美家电市场以更新换代需求为主，消费升级、产品高端化成为市场趋势，其中美国家电均价不断提升，2006-2020 年均价从 128 美元提

升至 159 美元。GEA 本身拥有覆盖超高端市场的厨电品牌 Monogram，定位高端市场品牌的 Café、Profile，而海尔同样已经自主培育了高端品牌卡萨帝并收购了新西兰顶级厨电品牌斐雪派克，公司高端品牌运营经验反向输入、双方产品矩阵的强强联合有望进一步提升 GEA 市场定位，迎合美国家电产业高端化趋势，占领美国高端家电市场高地，带来 GEA 定价能力的不断增强。2020 年上半年疫情影响背景下，GEA 旗下 Café 和 Profile 品牌营收仍大幅增长 30%和 14%，彰显了 GEA 在高端市场的强劲势头。

图 15: 美国家电行业均价不断提升，高端化成为趋势



资料来源: Euromonitor, 浙商证券研究所

图 16: GEA 旗下品牌覆盖高中低细分市场

品牌	Logo	简介	图例
Monogram		定位超高端品牌，以专业厨房电器为主，奢华定位面向个性化客户	
Café		定位高端市场，为消费者提供可以定制颜色和装饰自定义、高性能家电	
GE & GE Profile		定位中高端市场，推出风格简约、质量一流且具有互连功能的家电	
Hotpot		定位大众市场，提供简单快捷、具有性价比的高质量家电	

资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

在践行高端化战略上，海尔在技术研发和品牌营销两方面为 GEA 提供了支持:

1) 海尔助力 GEA 产品力进一步提升，追赶龙头惠而浦。GEA 原本优势产品在于厨电，而冰洗领域的产品实力较弱。通过对比 GEA 和惠而浦数据，我们可以看到，美国家电市场中，GEA 在厨电领域优势较大，被并购前其厨电销量份额为 25.0%，排名第一，但冰洗业务相比竞争对手较为弱势，冰箱/洗衣机销量份额仅为 15.5%/13.4%，均落后于惠而浦 (20.8%/43.3%)，而公司提升海外业务的核心战略在于创牌引领、高端转型，这就需要在产品力层面进一步提升。

表 4: GEA 与惠而浦在美国地区市占率对比

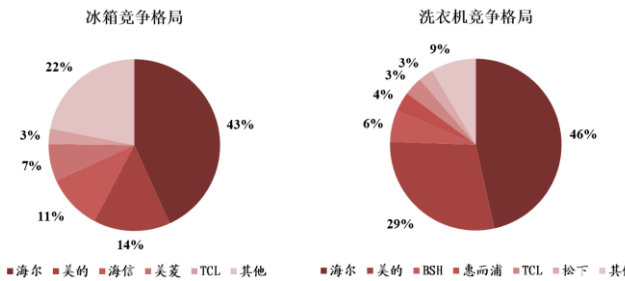
品牌	产品	2015	2016	2017	2018	2019	2020
惠而浦	冰箱	14.8	14.9	15.2	15.2	16	14.8
	洗衣机	22.2	22.1	22.1	22.3	22.2	20.9
	厨电	15.8	16	16.4	16.1	16.2	15.5
GE	洗衣机	13.9	14.4	14.4	19	19.2	18.8
	冰箱	16.5	12.7	13.4	13.8	15	14.1
	厨电	25	24.4	25.3	26.9	28.3	27.1

资料来源: Euromonitor, 浙商证券研究所

依托全球引领的产品平台，打造高端产品。海尔全球研发中心与创新中心在冰水技术、热泵技术、直驱电机技术等众多家电核心技术领域突破创新，通过 GEA 产品 VP 牵头全球产品委员会会议，覆盖冰箱、洗衣机、洗碗机、厨电、空调、热水器 6 大产业，持续聚焦引领和产品协同，助力海外高端化战略，实现优势产品互补。以海尔拳头产品冰箱为例，海尔在冰箱领域的技术实力在全球处于领先地位。据 2018 年全球冰箱业专利公开

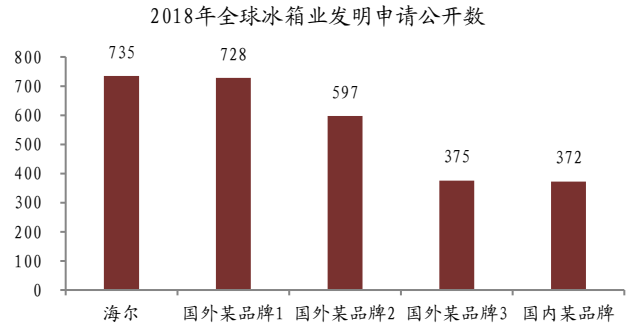
数显示,海尔冰箱凭借735项专利连续三年居世界第一,研发实力领先全球。而作为冰箱行业自由嵌入式设计的开创者,卡萨帝突破行业散热及嵌入后门体无法完全打开等难题,受到消费者追捧。海尔在冰箱自由嵌入式设计的领先优势为GEA的冰箱产品研发提供了强大的技术支撑。

图 17: 海尔国内冰洗市场份额远超其他家电企业



资料来源: Euromonitor, 浙商证券研究所

图 18: 海尔冰箱专利数连续三年居世界第一



资料来源: Patsnap 全球专利数据库, 浙商证券研究所

在海尔整合全球研发资源推动下,海外业务 GEA、Candy 与海尔将迎来优势互补, GEA、Candy 产品力将迎来进一步提升,契合欧美市场高端化趋势,符合海尔海外业务高端化战略,海外业务营收有望迎来进一步增长。

图 19: 卡萨帝自由嵌入式冰箱有效解决行业痛点



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

2) 加大品牌营销, 打造高端品牌调性。在通过整合研发资源推进产品力提升的同时, 公司还注重加大营销、打造高端品牌。**第一, 赞助体育赛事,**2019-2020 年公司多次以 GEA 品牌赞助球队亮相美职联赛等足球赛事, 并与多伦多 FC 球队达成长期赞助协议; 除北美地区外, 公司还参与赞助了俄罗斯冰球 KHL 联赛、泰国马拉松联赛等, 在全球各地加深消费者对品牌形象的认知。**第二, 参与国际展会,**海尔携 GEA 旗下 CAFÉ、MONOGRAM、PROFILE 等定位高端的细分品牌参与 CES 国际展会, 突出展示内置安卓操作系统的智慧厨房解决方案, 在智慧家电领域树立北美高端品牌形象。

图 20: GEA 赞助美职联赛宣传海报



资料来源: 网络, 浙商证券研究所

图 21: CES 展会上海尔宣传 GEA 智慧家电方案

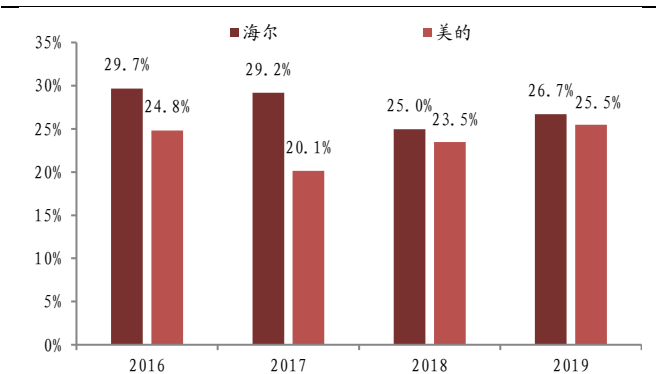


资料来源: 网络, 浙商证券研究所

2.2.2. 协同效应释放叠加管理提效, 海外盈利水平提升可期

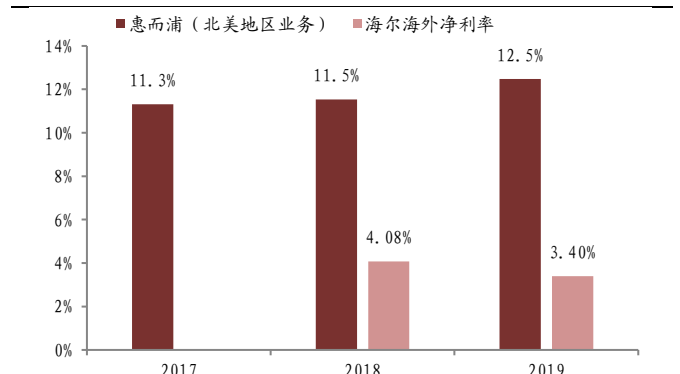
通过对比 GEA 和惠而浦在北美地区的利润率水平, 我们发现 GEA 的盈利水平远低于惠而浦。2019 年惠而浦在北美地区的经营利润率为 12.4%, 而公司海外业务经营利率为 3.4%。我们认为随着公司与海尔的协同效用不断发挥作用, 公司的净利率将会不断边际改善, 有望在 2025 年实现利润翻倍。

图 22: 海尔境外业务毛利率水平较高



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 23: 相较惠而浦, GEA 盈利能力有提升空间



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

我们认为, 公司海外业务盈利能力的提升路径主要有两条: 协同效应、管理端提效:

1) 协同效应: 采购、制造协同, 海外业务降本增效。

全球采购形成协同: 公司通过全球采购大数据 (SpendCube) 系统、全球模块优选库 (CVI) 系统等实现联合与供应商谈判, 增强公司在采购端的话语权, 有效降低采购成本; 在线平台为全球团队节约提高采购效率, 优化运营流程。2019 年公司在全球完成协同采购项目 432 个, 进一步优化成本。

智能仓储、生产协同: 公司利用自身智能化优势推进 GEA 的智能工厂和仓储体系建设, 提升自动化程度, 优化仓储效率; 同时在生产方面对海外业务予以支持, 相较外资企业, 中国企业在生产制造层面往往有竞争优势, 全球家电产能主要集中在中国, 而三大龙头更是占据了主要份额, 规模效应叠加劳动力优势使得中国家电企业的成本优势显著, 海尔通过为 GEA 提供生产支持, 提升 GEA 盈利能力; 2016 年 GEA 已将部分型号洗衣机、冰箱等订单转移中国基地生产, 叠加后续全球 15 家互联工厂带来的生产协同, 公司实现在供应端降低成本, 提升产品毛利。

数字化转型：公司对海外全球 GTM 项目与海外市场 ERP 实现了全面覆盖，推进业务的数字化转型，对海外各个市场保证更及时的监控和管理，支持运营链的提效升级。

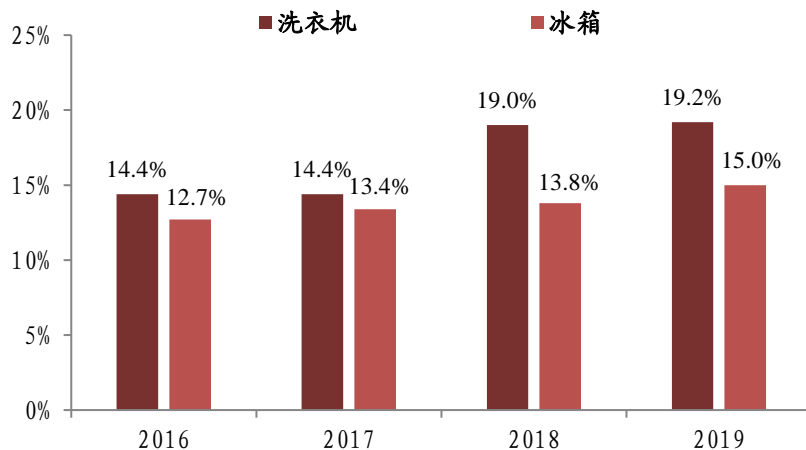
图 24：海尔利用一带一路政策节约运输费用



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

2) 管理改善，提升运营效率。在海尔收购之前，GEA 在 GE 集团业务中占比较小，并非集团核心业务，导致 GEA 出现产品力不强、管理效率低下等问题。海尔入主之后，在运营层面管理输入将使得 GEA 运营效率迎来持续改善，推动盈利能力提升。此外，随着海尔智家的私有化进程结束，并顺利推出 H 股股票，公司未来有望对海外团队核心管理层实现 H 股激励，提高经营效率并同时实现业绩增长。

图 25：GEA 在北美地区市占率不断上升



资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

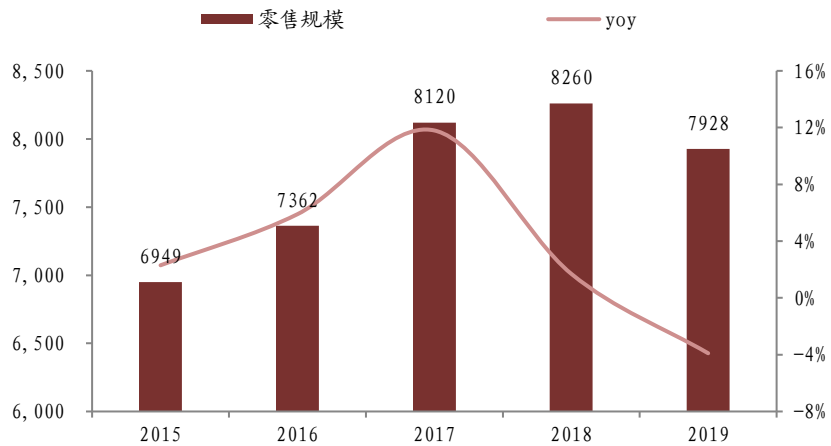
综上所述，我们认为海尔前瞻性的全球化布局迎来开花结果阶段，凭借制造端和管理端的协同优势，有望进一步优化公司 GEA、Candy 等海外业务的营收与盈利能力。我们预计未来五年公司海外业务整体经营利润率有望提升至接近 5%、营收规模提升至约 1400 亿元，实现经营利润翻倍以上增长。

3. 高端化：卡萨帝品牌乘风破浪

3.1. 高端市场具备成长性，内资品牌逐步发力

国内需求由增量向存量转变，高端市场成为未来趋势。2015-2019 年家电市场零售规模经历了先增后减的变化趋势，经过 17、18 年的增长高峰后，19-20 年呈下降趋势。不过细分高端市场展现较好的成长性，大容量冰箱、滚筒洗衣机、家用中央空调等高端产品渗透率不断提升，在需求总量增长不大的情况下，高端品类为市场带来结构性亮点。

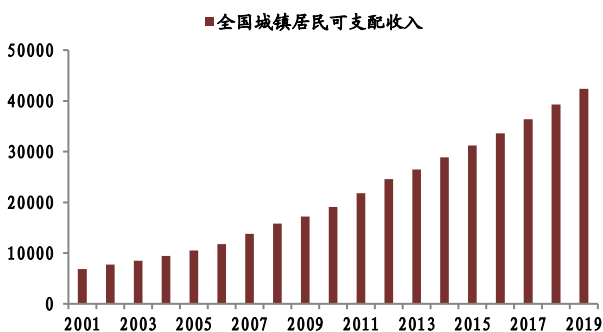
图 26：2015-2019 年中国家电市场零售规模增长情况



资料来源：奥维云网，浙商证券研究所测算

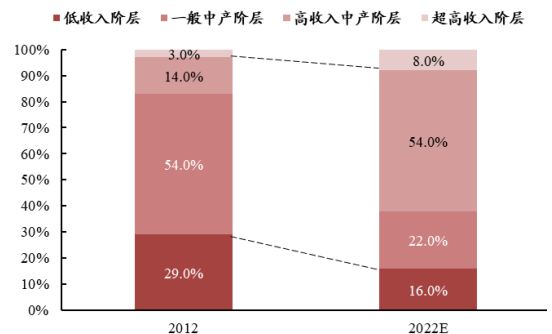
中产阶级人群崛起，推动消费升级。中国居民收入水平持续提升，2013-2019 年城镇居民人均可支配收入从 26467 元升至 42359 元 (CAGR 为 6.2%); 根据麦肯锡报告，中国中产阶级人群占比逐渐上涨，预计 2012-2022 年占比从 68% 将上涨至 76%。随着消费水平上升，消费者需求逐渐从满足生存需要转移到更具个性化和定制化的高端产品，消费者对高品质生活理念的追求有利于高端家电普及。具体到家电产品层面，差异性功能成为行业新卖点，消费者对冰箱和洗衣机产品的需求不再局限于制冷保鲜或清洗的基础功能，而是追求高效率、智慧烘干或智能恒温等差异化功能。

图 27：2001-2019 年全国城镇居民可支配收入上升



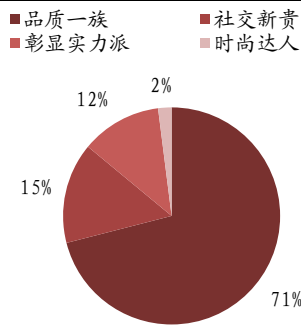
资料来源：麦肯锡，浙商证券研究所

图 28：中产阶级人群变化趋势



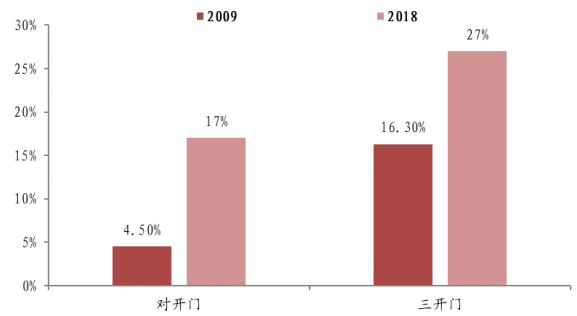
资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图 29：中产阶级消费习惯调查情况



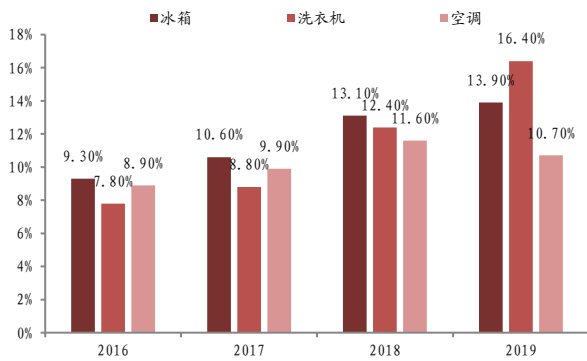
资料来源：奥维云网，浙商证券研究所

图 30：消费者对高端冰箱接受度提高



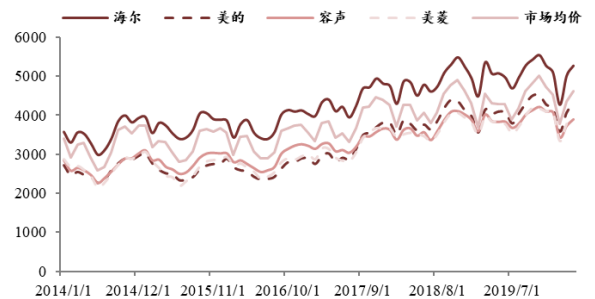
资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图 31：高端家电产品渗透率不断上升



资料来源：奥维云网，浙商证券研究所

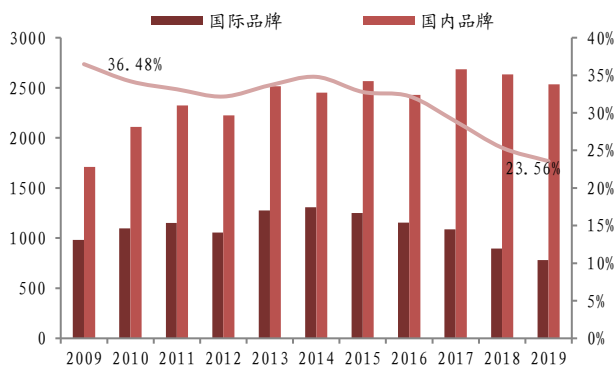
图 32：冰箱产品均价上升



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

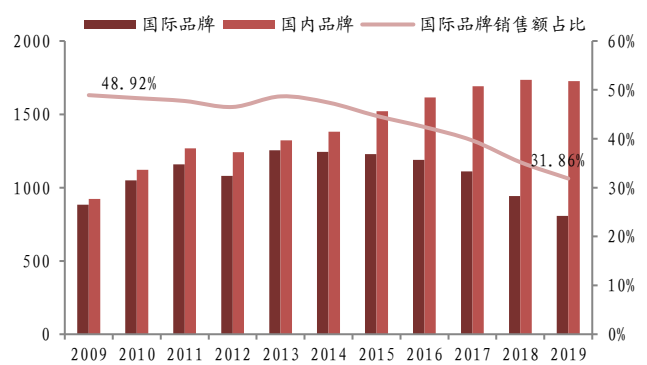
内资品牌竞争力增强，外资份额下降。在中国市场发展初期，外资品牌凭借品质与品牌占据优势；但随着国产品牌的产品力增强和性价比优势不断凸显，外资品牌相对竞争力不断下滑，惠而浦等品牌相继退出中国市场。根据中怡康数据，2009-2019 年中国冰箱市场外资品牌市占率由 36.48% 降至 23.56%，洗衣机外资品牌市占率由 48.92% 降至 31.86%。外资品牌定位高端市场，原本通常由外资品牌占据的高端冰洗市场由中国品牌填补空缺。

图 33：外资冰箱品牌销售额占比不断下降



资料来源：中怡康，浙商证券研究所

图 34：外资洗衣机品牌销售额占比也不断下降



资料来源：中怡康，浙商证券研究所

我们认为，随着中产阶级群体壮大，高端市场仍将处于增长周期，同时随着内资品牌与外资品牌在产品、渠道、营销层面优势的此消彼长，内资品牌有望在高端市场占据更高的份额，而海尔卡萨帝具有雄厚的产品研发实力与较强的品牌营销能力，公司有望实现在高端市场的份额进一步提升。

3.2. 卡萨帝：产品+品牌+渠道，抢占高端市场

海尔以卡萨帝品牌切入高端市场，率先抢占市场份额。与其他家电龙头相比，海尔高端化布局更具前瞻性。在国内家电行业普遍采取性价比战略时，海尔于2006年前瞻性推出卡萨帝品牌，而其他龙头在2018年以后才陆续发布高端品牌。2014年卡萨帝推出云裳洗衣机借势迅速打开市场，随后营收一直保持高速增长。2014-2019年卡萨帝品牌收入从17亿元升至74亿元（CAGR为34.23%），占公司内销总营收比例从2.19%升至6.97%。

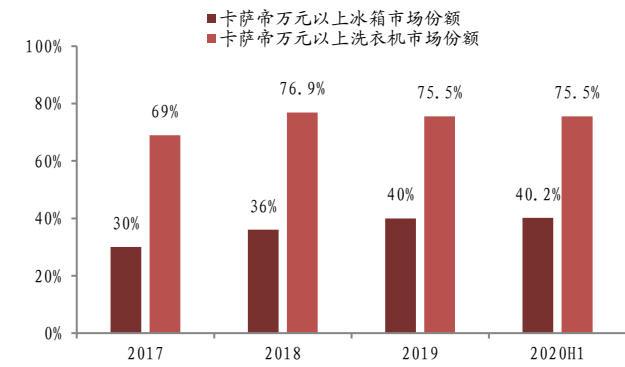
图 35：卡萨帝品牌发展历程



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

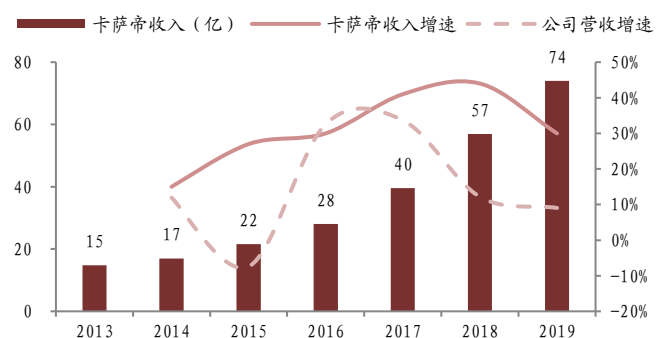
卡萨帝在高端家电市场竞争优势凸显。借助全球领先技术和高效渠道布局，卡萨帝品牌在国内高端市场上的市占率不断上升，2020H1卡萨帝在万元以上洗衣机市场中市场份额近达75.5%，在万元以上冰箱市场中市场份额达40.2%，位居行业首位。

图 36：卡萨帝在万元以上冰洗市场份额不断上升



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

图 37：卡萨帝品牌营收增速高于公司总体增速



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

国内家电市场总体上增长放缓，主要呈现以高端化为特征的结构性亮点，而卡萨帝已经通过前瞻性的布局实现在高端市场占据优势地位，随着产品、渠道、品牌营销层面的进一步加强，看好卡萨帝未来成长性。

3.2.1. 研发保证产品力，直击消费者需求

外资竞争力逐渐下降，卡萨帝产品力领先。在中国高端家电市场发展初期，外资企业在产品力上具有先发优势。但是近年来内资品牌通过并购获得海外先进技术以及加大研发投入，在产品迭代能力上逐渐与外资品牌持平甚至超越；同时内资企业对国内消费者的需求洞察力更为敏锐，在技术更迭方面开始优于博世、西门子等外资品牌，其中卡萨帝的产品力明显领先于行业：

1) 卡萨帝产品技术更迭快速准确：高端品牌需要及时满足消费者需求，卡萨帝不断形成与客户的交互，并通过并联各方资源持续更迭场景解决方案，进而实时获取用户需求；近年来，卡萨帝品牌的技术更迭以解决行业痛点为目的，对消费者需求的洞察在产品中成功体现。

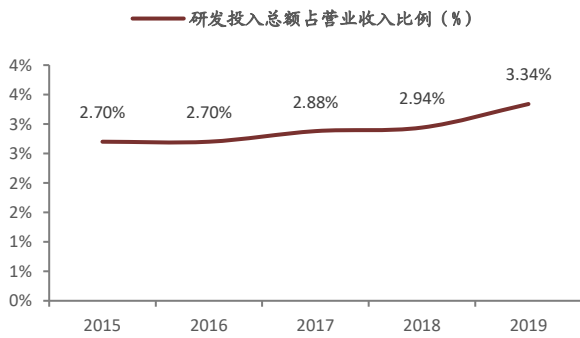
表 5：卡萨帝技术迭代直击用户需求

产品	痛点	技术/方案	效果
冰箱/ 冷柜	冰箱保鲜时长不足	MSA 控养保鲜技术	通过降低氧气浓度实现保鲜时长加倍，营养损失率低于普通冰箱的 1/10
	冰箱制冷时间长，难以保持恒温	微风道技术	温度波动从 2℃ 缩小为 0.2℃；制冷所需时间从 270 秒缩短至 0.1 秒
洗衣机	精细面料易受损	直驱电机技术、超声物化技术	以大桶径搭载直驱电机技术和超声物化空气洗功能，精准呵护高端面料
	内外桶套容易聚积污渍、费水及及占空间	单筒洗方案	解决单筒降噪、精准检测等难题，实现行业内首创的无外桶单桶洗衣机
空调	室内空气污染	LIEP 轻离子化科技、UVC 深紫外线	卡萨帝云鼎空调可以检测家中空气污染并马上提示、去除空气中的 PM0.3；卡萨帝天净、天悦空调可以杀灭 90% 以上的白色葡萄球菌、金黄色葡萄球菌、93% 以上的 H3N2 流感病毒和 96% 以上的大肠杆菌
热水器	热水器容量小	-	卡萨帝天沐系列实现十二倍超大水量增容，达到行业目前最薄尺寸且能实现快速预热
厨电	吸油烟机吸油有残留	融合 FPA 变频控制技术	联合开发风道系统，加强产品动力

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

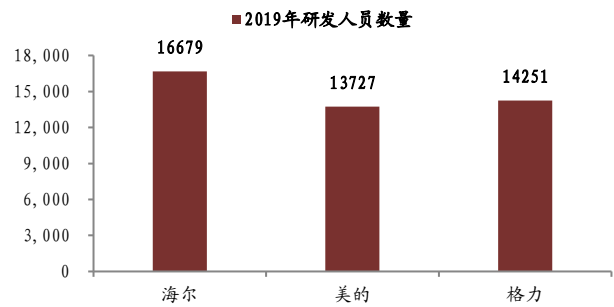
2) 整合全球资源，研发优势领先行业。公司历来重视产品研发和产品设计，2014-2019 年公司研发费用从 23 亿增至 63 亿（营收占比由 2.70% 增长至 3.34%），且公司的研发人员数量在可比公司中位居首位；公司自身在冰洗技术方面具备优势，同时收购 FPA、GEA、Candy 等品牌扩充厨电产品技术并融合在卡萨帝中，全球化的技术协同为公司全屋化家电提供支持；公司搭建“10+N”的开放式设计创新体系，目前已在全球范围内建立 10 大研发中心，并根据用户痛点随时并联 N 个创新中心，实现家电技术互通。

图 38: 海尔研发费用投入逐步提升



资料来源: wind, 浙商证券研究所

图 39: 海尔研发人员数量领先



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

表 6: 公司研发成果获奖情况

年份	奖项
2011	六门冰箱荣获“红顶奖”；卡萨帝铂晶系列家电荣获 2011 年“iF 设计大奖”
2012	意式二代冰箱荣获“PIN UP 亚洲创意产业设计大奖”
2013	卡萨帝博芬系列物联网双温区酒柜荣获“红顶奖”
2014	云裳欧式滚筒洗衣机荣获年度“中国国际消费电子 Leader 产品创新”奖
2015	博芬酒柜荣获德国 iF 设计大奖, 双子云裳洗衣机再度斩获 iF 中的 UI 重要奖项
2016	卡萨帝鼎级云珍冰箱和云珍三门冰箱荣获德国 iF 大奖
2017	卡萨帝幂级云裳洗衣机斩获“iF 工业设计大奖”
2018	卡萨帝空调荣获“艾普兰金奖”
2019	自由嵌入式 T 型冰箱获得 iF 设计大奖
2020	“指挥家”厨电套装系列获得 iF 设计大奖, 双屏冰箱获得 iF 设计大奖

资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

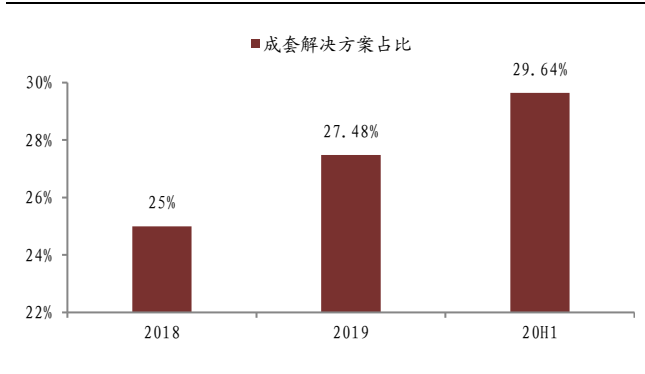
图 40: 海尔研发实现在全球布局



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

3) 产品矩阵齐全, 套系家电具备先发优势。与其他高端家电品牌相比, 卡萨帝的品类布设最为齐全: 品牌涵盖冰箱&冰柜、洗衣机、空调、热水器、净水器、厨房电器等。齐全的品类布局帮助卡萨帝在成套家电布设中领先于同行, 公司成套化方案占比从 2018 年的 25% 提升至 20H1 的 29.64%。

图 41: 公司成套化销售占比不断上升



资料来源: 麦肯锡, 浙商证券研究所

图 42: 卡萨帝品类布局最为齐全

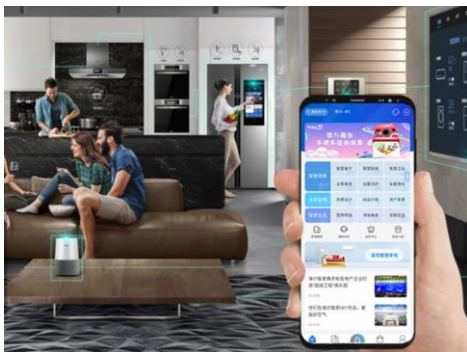
	冰箱	洗衣机	烘干机	空调	冰吧	酒柜	热水器
卡萨帝	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
博世	✓	✓	✓				✓
COLMO	✓	✓	✓	✓			✓
西门子	✓	✓	✓	✓			
松下	✓	✓	✓	✓			✓

	电视	烟机	灶具	蒸烤一体机	洗碗机	吸尘器
卡萨帝	✓	✓	✓	✓	✓	✓
博世						✓
COLMO		✓	✓		✓	
西门子		✓	✓	✓	✓	
松下				✓	✓	✓

资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

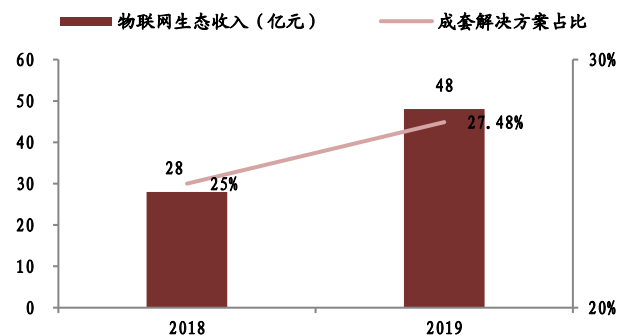
4) 率先布局智慧家庭, 智能化产品逐步发力。在消费升级大趋势下, 消费者对产品的需求从单一的产品功能向智慧化方向升级, 同时 5G 为物联网带来的新的驱动因素, 智慧物联家电有望成为未来的行业趋势。公司前瞻性布局智慧家庭网络平台, 率先布局智能家电, 并为消费者提供成套智慧家庭解决方案。海尔于 2014 年陆续开始推出海尔智家 APP, 聚焦客厅、厨房、浴室、卧室和阳台五大智慧空间, 提供全屋空气、用水、洗护、安防、交互和网络等七大全屋解决方案, 为消费者提供“5+7+N”的智慧全场景定制化成套方案。2019 年公司成套产品收入占比为 27.48%(+5.43pct), 物联网生态收入 48 亿(+68%)。

图 43: 海尔推出 app 布局智慧家居



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

图 44: 公司物联网生态收入和成套化产品收入上升



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

3.2.2. 高端营销发力, 品牌渠道领先行业

目前卡萨帝在国内高端家电市场已占据领导地位, 在万元以上冰洗市场中市占率遥遥领先, 卡萨帝品牌力优势显著, 而随着公司营销持续推进, 卡萨帝品牌力优势有望进一步加强。

营销场景化, 向体验式新业态转变。公司通过线下体验店增强消费者对智慧家庭的认知, 在同行业中布局领先。2019 年公司在上海开设首家 001 号体验店, 以及衣联网体

验中心等线下沉浸式体验店，并加入 AR、VR 等新技术，结合海尔全品类矩阵的产品优势，为消费者带来智慧场景解决方案的现实样本，为成套家电和智慧家电引流。未来公司计划成立具有实施能力的体验店，进一步扩大成套产品理念的变现能力。2020H1 公司成套产品销售占比 29.64%，成套销售额同比增长 107%，成套场景策略已初见成效。

图 45：海尔智家 001 号体验中心



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

圈层营销打造高端形象。公司成立会员俱乐部，让消费者在交互活动中形成中产阶级“圈层”，增强对品牌的认同感和品牌粘性。线下举办多种活动与用户交互宣传品牌调性，例如与法国卢浮宫联手举办线下高端沉浸式体验艺术展，举办卡萨帝家庭马拉松、商学院网球挑战赛等；线上与浙江卫视《12 道锋味》节目战略合作。这些活动逐渐在消费者圈层增强卡萨帝的“高端品牌调性”，契合中产阶级消费者对高端品牌的需求。

图 46：卡萨帝品牌营销活动一览



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

高品质服务，提供全流程方案。除注重产品品质外，高端品牌消费者最关注的是产品的服务质量，服务成为品牌溢价的重要来源。卡萨帝的全流程用户服务明显有别于其他家

电品牌，将自己的品牌服务定义为“管家服务”，从产品设计到送装、维修全部秉承其“七星服务”的标准。

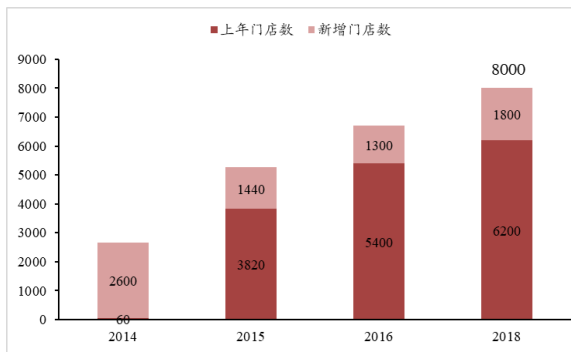
图 47：海尔七星级服务领先于行业



资料来源：卡萨帝官网，浙商证券研究所

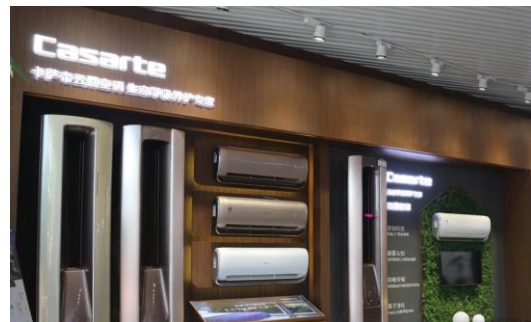
线下门店布局完善，以核心商圈为中心拓展网点，树立高端品牌形象。2014 年公司推出云裳洗衣机等卡萨帝爆品后，迅速布设线下门店，14 年建立 2600 家卡萨帝品牌店，初步实现全国销售网络的全覆盖；随后，公司保持着平均每年建设 1000 余家门店的速度，2018 年公司卡萨帝专卖店数量达到 8000 家，其中包括卡萨帝成套品牌厅 600 家，领先于西门子、博世等高端品牌，同时在核心商圈布局的专卖店可以有效实现对消费者的宣传作用，稳固其高端品牌形象。

图 48：卡萨帝门店数量迅速扩张



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

图 49：卡萨帝线下门店风格高端化

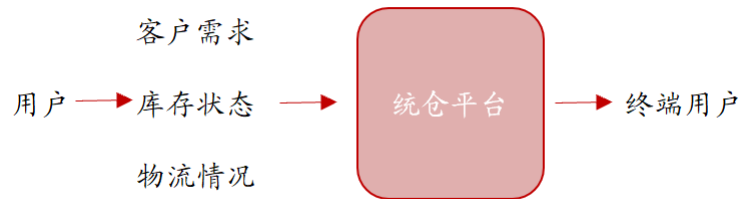


资料来源：公司官网，浙商证券研究所

除建设卡萨帝专卖店之外，海尔还进一步优化全公司渠道体系、向高效零售转型。统一统配、四网合一，颠覆传统分销模式，优化渠道管理，促进品牌向高效零售转型。第一，建设信息化管理平台：公司通过“巨商汇”平台进行经销商客户的订单管理，实现在线采购、销售和阶段，降低管理成本；通过“易理货”平台进行乡镇客户的进销存管理；通过云体仓实现对物流配送的统一分配。信息化系统帮助公司完成对后台数据的全面监控，精准分析消费者需求，并通过分析库存产销数据合理规划产品生产，降低区县层级的仓配压力和仓库运营、人员管理等费用，进而降低库存成本。第二，提高物流和渠道效率：公司建立营销、物流、售后、信息四网融合的运营体系，利用日日顺物流平台向经销商共享商品资源，减少货物中转流程，提高配送效率。19 年公司因装配造成的不良品数量同比下

降 97%，提高配送效率卓有成效。通过建立物流、信息、服务和销售网络的联结后，公司可以有效提高经营效率，降低管理成本，进而降低渠道竞争以及经销商层级的毛利空间，压缩渠道加价空间。公司对渠道精细化建设带动公司全品类产品市占率上升。

图 50：海尔销售渠道结构示意图



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

3.3. 高端产品渗透率提升，卡萨帝前景可期

高端家电市场有成长空间。通过研究美国、日本、德国等成熟的家电市场，我们发现高端品牌的渗透率大约在 10%-20%，作为国内高端家电市场的龙头品牌，卡萨帝规模仍有较大提升空间。

表 7：海外家电市场高端品牌市占率情况（%）

品牌	市场	品类	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Smeg	意大利	厨电	4.3	4.4	4.3	4.3	4.4	4.3
		冰箱	1.9	1.8	1.8	1.7	1.6	1.6
		洗碗机	2.1	2.1	2.1	2.2	2.2	2.2
Ariston	西欧	洗衣机	3.3	3.1	2.9	2.7	2.3	2
		厨电	2.3	2.2	2.1	2	1.8	1.6
		冰箱	2.6	2.3	2.2	2.1	1.6	1.5
Gaggenau	德国	厨电	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
		冰箱	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
		洗碗机	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8
ASKO	丹麦	洗衣机	4.5	3.8	3.6	3.5	4.2	4.3
		厨电	2	1.6	1.5	1.5	1.3	1.1
Miele	德国	洗衣机	9.2	9.2	9.2	8.7	8.7	8.7
		厨电	8.5	8.8	8.9	8.7	8.7	8.5

资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

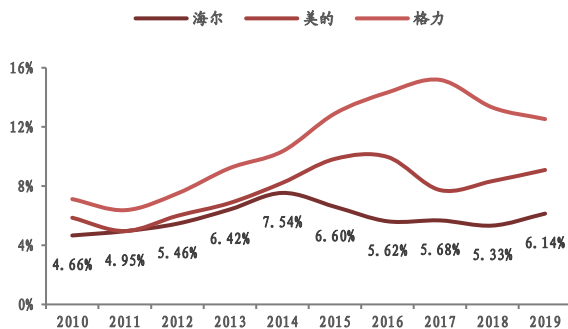
卡萨帝过去几年表现抢眼，2019 年公司卡萨帝实现收入 74 亿元、实现 30%复合增速；展望未来，根据测算，目前高端产品在国内市场渗透率仅有 2%左右。而对比海外发达市场来看，高端品牌渗透率能达到 10%以上，未来国内高端家电市场仍有一定增长空间，随着卡萨帝在冰洗之外品类的进一步扩张，我们看好卡萨帝未来成长性，预计未来三年卡萨帝仍有望实现 20%左右复合增长。

4. 数字化变革，盈利改善加速兑现

4.1. 降本增效，费用率迎来改善

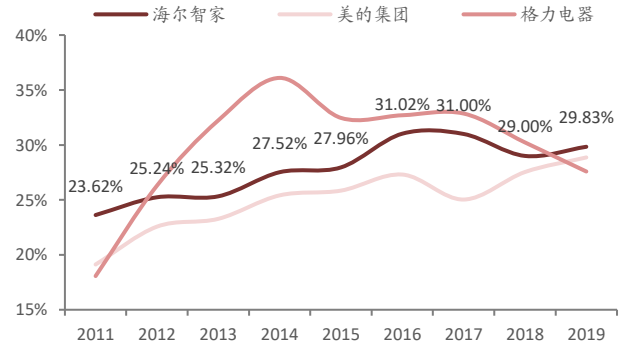
横向对比来看，海尔盈利能力相对偏低。通过对比三大白色家电龙头的净利率，我们可以看到海尔净利率低于格力、美的，而毛利率却并不低于竞争对手，2019年海尔的毛利率为29.83%，分别高于美的、格力0.97pct、2.25pct，拖累海尔盈利能力水平的原因在于费用率偏高。

图 51：对比格力的来看，海尔盈利能力明显偏低



资料来源：Wind，浙商证券研究所

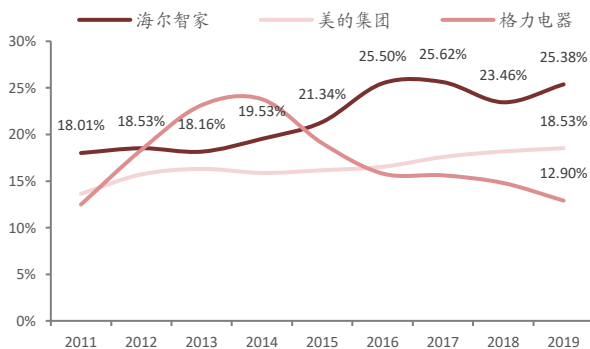
图 52：海尔毛利率水平不低于竞争对手



资料来源：Wind，浙商证券研究所

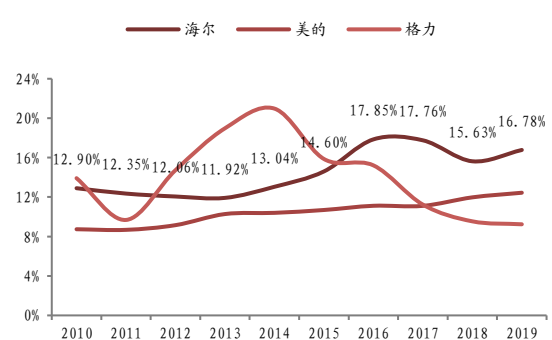
海尔销售费用率明显高于竞争对手。2019年海尔期间费用率为25.38%，相较美的、格力分别高出6.8pct、12.5pct。通过对三费进行拆分，可以看出销售费用率是造成海尔期间费用率偏高的主要原因，2019年海尔销售费用率为16.78%，而同期格力、美的销售费用率分别为9.13%、12.39%；此外，海尔管理费用率也偏高，2019年格力、美的、海尔管理费用率分别为5.1%、5.98%、7.83%。

图 53：海尔期间费用率显著高于同行



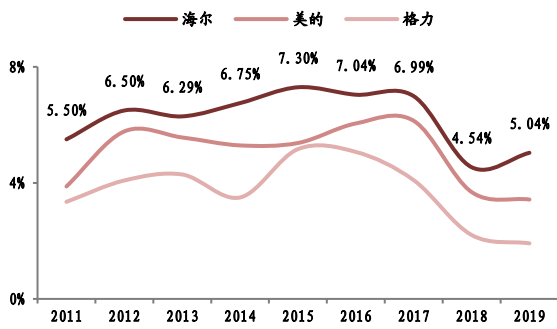
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 54：三大白电销售费用率对比



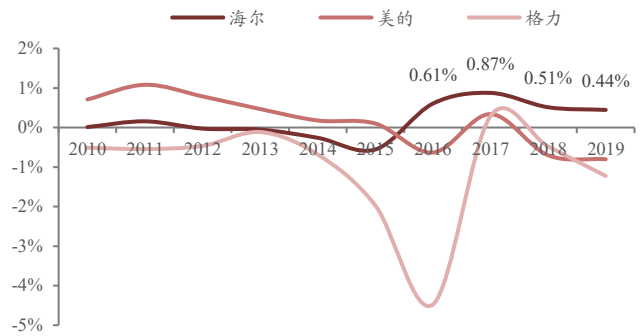
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 55：三大白电管理费用率对比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

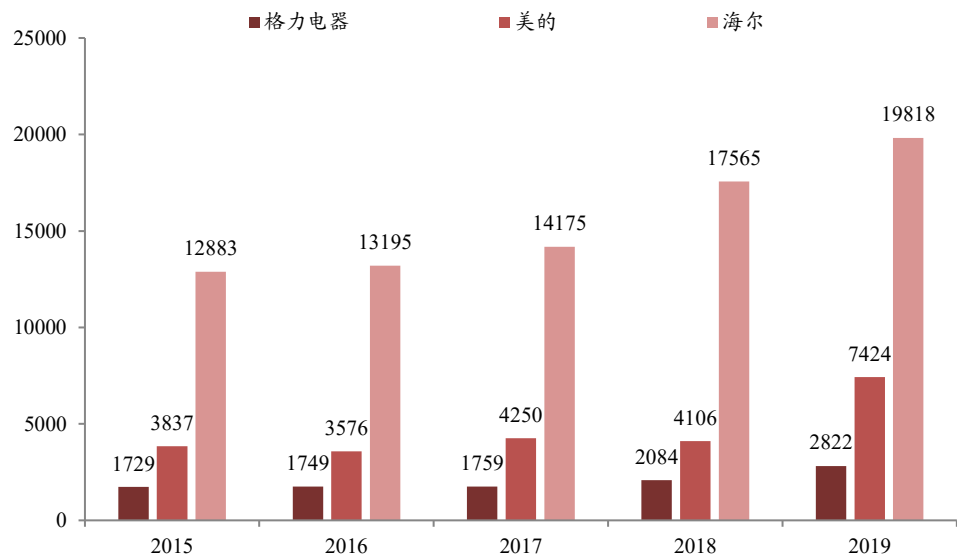
图 56：三大白电财务费用率对比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

造成销售费用率偏高的原因主要在于，海尔将渠道分销业务放在体内，而对格力美的而言，渠道均为上市公司体外业务，这导致海尔销售人员规模庞大，组织架构冗余。2019年公司销售人员数量为19818人，远高于美的、格力，对运营效率造成一定的拖累。此外，港股平台少数股东权益也是影响海尔盈利能力的因素之一。

图 57：公司销售人员规模庞大

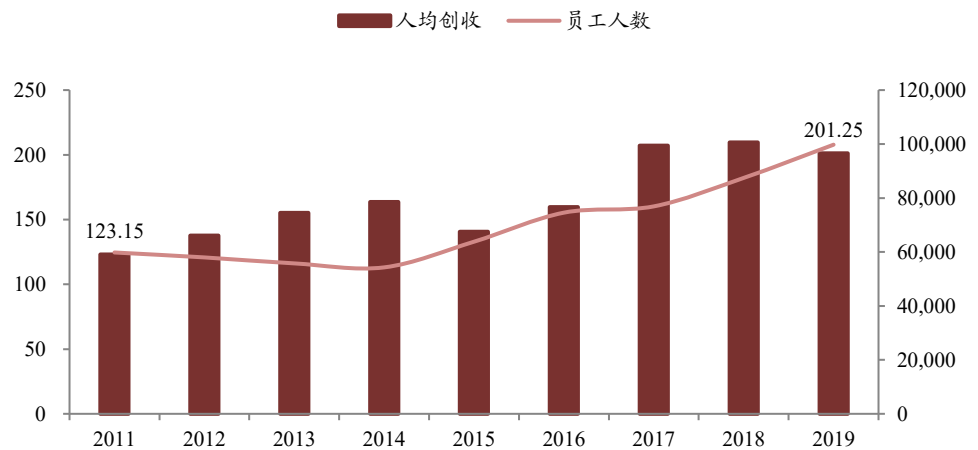


资料来源：wind，浙商证券研究所测算

自 2015 年起，公司开始推行小微改革，并于 2020 年全面推行数字化平台，提升销售效率，降低高费用率对净利率水平的影响。我们认为公司有望通过优化内部管理，提升运营效率，改善费用率 2-3pct，增厚归母净利润率。

1) 小微改革：2015 年公司开始全面推行创客小微理念，提出人单合一模式。在小微模式下，团队运营更加精细化，公司将自主权分配给小微团队，激发销售团队活力。公司通过推行小微模式提升人均创收能力，2011-2019 年公司人均创收从 123.15 万元增长至 201.25 万元。

图 58: 2011-2019 年公司人均创收不断上升 (万元)



资料来源: wind, 浙商证券研究所测算

2) 数字化平台流程再造、提升效率: 公司通过四网合一, 将员工、客户、用户和交易统一在平台上, 在不同部门间实现信息互联。2020 年公司提出四个方面的业务重构: 目标重构、流程重构、组织重构和机制重构; 2020 年公司开始在组织内部全面推行数字化平台, 对传统的自上而下管理模式进行改革。在渠道端, 公司通过统仓统配提高供应链和物流效率, 利用平台实现订单式生产, 降低工厂库存; 在管理端, 部门间的高效互联有助于精简组织人员, 优化团队人数, 进一步降低市场营销费用, 实现组织流程的全面重构。通过数字化平台改革, 我们认为公司费用率有望改善 2pct-3pct。

4.2. 私有化落地, 财务效率提升

私有化前, 海尔集团旗下在 A 股和 H 股双平台上市, 分别是在 A 股上市的海尔智家和 H 股上市的海尔电器。其中海尔电器是海尔智家控股子公司, 主要负责洗衣机、热水器和净水器的生产销售以及销售渠道。

公司从 2020 年 8 月开始提出海尔电器私有化方案, 于 2020 年 12 月 23 日成功在香港联交所上市交易海尔智家 H 股股票, 海尔电器退市并成为海尔智家的全资子公司, 海尔智家 A+H 股作为统一主体上市。

我们认为私有化的影响将改善公司的财务情况, 改善财务费用和现金流情况, 优化资本结构。2011 年开始密集的海外并购导致海尔智家的现金流出现短缺, 同时公司负债较多, 带来高昂的财务费用; 而海尔电器账面的现金流则较为充沛, 且有息负债较少。私有化实施后, 海尔电器超过 100 亿的账面现金可以为海尔智家的现金流提供有益补充, 完成对债务的偿还, 在降低财务费用的同时进一步优化资本结构。

表 8: 截至 2020H1, 海尔智家合并报表和海尔电器合并报表

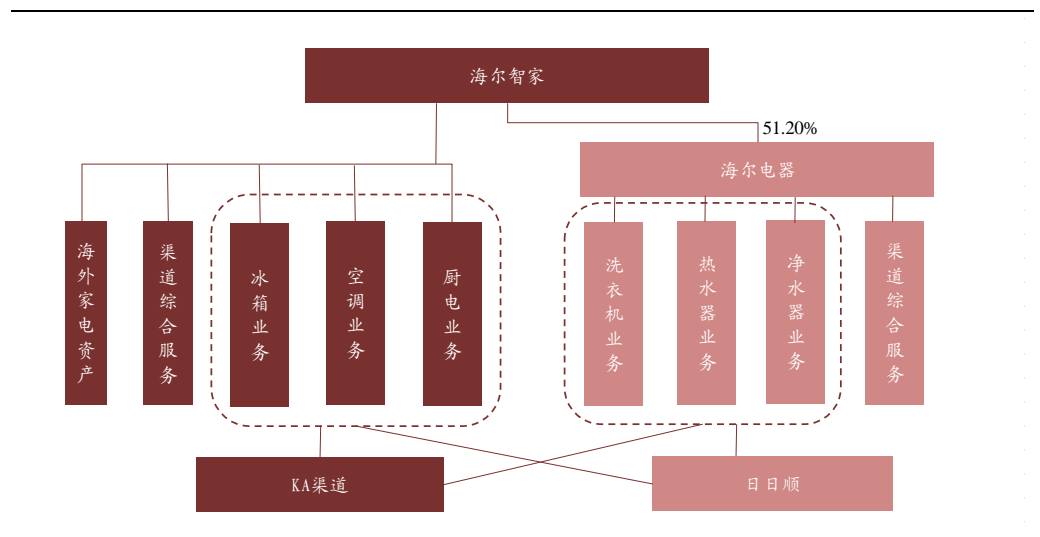
	货币资金	应收账款及应收票据	存货	应付账款及应付票据	短期借款	长期借款	应付债券
海尔智家	441.13	301.77	252.82	530.59	172.24	147.16	72.32
海尔电器	170.45	37.26	76.31	43.39	0.68	0.09	-
占比	38.64%	12.35%	30.18%	8.18%	0.39%	0.06%	-

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

统一团队利益，提高经营效率。海尔集团对海尔智家的业务定位为空调/冰箱/厨电制造和海外家电资产，对海尔电器的定位则为洗衣机、热水器的制造业务。这导致原本集团的海外家电资产中洗衣机、热水器的业务由海尔智家自行管理，管理架构产生重叠，构成关联交易。在渠道方面，海尔智家负责公司的海外家电分销等外部零售渠道和 KA 渠道，海尔电器则负责开拓三四线渠道和日日顺渠道。KA 渠道在负责销售海尔智家产品时，又要负责海尔电器的洗衣机和热水器业务，造成了平台之间复杂的内部交易和结算。

私有化方案落地后，海尔智家将统一其 KA 渠道和分销渠道的管理，可以在全平台运用其统仓调配和四网合一架构，实现对物流效率的提高，并进一步掌握终端零售网点数据，提高效率。

图 59：海尔智家与海尔电器之间渠道重叠



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

5. 盈利预测与投资评级

基于海外业务整合运营、高端卡萨帝持续增长、内部数字化变革降本提效，我们对海尔智家盈利前景看好，未来三年公司主要看点在以下几个方面：1) 海外业务方面，公司全球布局进入收获期，通过创牌引领、高端战略推进，海外业务有望实现营收规模、盈利能力的双提升；2) 内销业务方面，随着高端市场增长以及卡萨帝产品力品牌力的持续增强，高端业务卡萨帝有望实现 15%-20% 的高速增速；3) 公司国内推进数字化变革，推动降本提效，有望推动公司费用率改善、盈利能力提升。

表 9：海尔智家分业务盈利预测表（亿元）

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
内销	空调	234.2	203.7	209.8	232.8	251.5
	增速		-13.0%	3.0%	11.0%	8.0%
	冰箱冰柜	296.4	304.3	313.4	338.5	358.8
	增速		2.6%	3.0%	8.0%	6.0%
	洗衣机	208.5	221.1	232.2	250.8	265.8
	增速		6.0%	5.0%	8.0%	6.0%
水家电	88.1	95.2	100.0	108.0	113.4	

	增速	8.0%	5.0%	8.0%	5.0%
	厨电	22.7	21.5	22.0	24.2
	增速	-5.3%	2.0%	10.0%	10.0%
	其他	242.1	237.9	242.6	251.1
	增速	-1.7%	2.0%	3.5%	3.0%
内销合计		1092.12	1083.69	1119.93	1205.34
	增速	-0.8%	3.0%	11.0%	8.0%
海外业务		749.0	923.9	988.6	1087.5
	增速	23.4%	7.0%	10.0%	8.0%
营收合计		1841.1	2007.6	2108.5	2292.8
	增速	9.0%	5.0%	8.7%	6.8%
	毛利率	29.0%	29.8%	30.0%	30.2%
	净利率	4.0%	4.1%	3.8%	4.8%
归母净利润		74.4	82.1	80.1	110.0
	增速	10.3%	-2.4%	37.2%	11.4%

资料来源：浙商证券研究所

具体业务拆分来看，内销层面：基于能效升级、成本上涨以及结构提升，预计 21-22 年空调均价将有 3%-5% 上涨，空调内销量增长 5%-10%；冰箱、洗衣机内销量预计增长 0-5%，结构升级以及成本上升将推动均价上涨 0-5%。外销层面，20 年美国新房销售套数同比增长 20% 左右，预计将拉动 GEA 收入利润有较好增长，我们预计 21-22 年海外收入总体将有 10% 左右增长。

表 10：同行估值比较

证券简称	总市值	PE (2020E)	PE (2021E)	PE (2022E)
海尔智家	2997	38	28	25
格力电器	3549	18	15	13
美的集团	6885	27	24	21

资料来源：Wind，浙商证券研究所

我们预计 2020-2022 年公司实现营收 2108.5/2292.8/2449.1 亿元，同比增速分别为 5.0%/8.7%/6.8%；归母净利润 80.1/110.0/122.5 亿元，同比增速分别为 -2.4%/37.2%/11.4%。对应当前股价 PE 分别为 36、26、24 倍；

目前海尔营收规模与格力美的相比差距不大，盈利能力较低使得公司利润规模显著低于另外两大龙头，通过加强内外销运营实现降本提效与高端卡萨帝持续高增长，公司通过运营提效拉动业绩高增长的逻辑确定性较高，预计未来三年公司业绩复合增速超过 20%，而美的业绩复合增速预计在 10%-15%，格力渠道变革逻辑有待兑现，因此，海尔智家理应享受更高估值，综上，给予“买入”评级。

6. 风险提示

1. 高端市场发展不及预期
2. 海外市场竞争加剧
3. 原材料价格波动

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	100547	120466	137070	157186	营业收入	200762	210852	229281	244906
现金	36179	54620	68085	84259	营业成本	140868	147597	160038	170455
交易性金融资产	308	701	928	646	营业税金及附加	802	966	1013	1061
应收账款	24967	28542	28539	29378	营业费用	33682	37202	38521	40858
其它应收款	1886	1619	1886	2065	管理费用	10113	10438	10588	11233
预付账款	1273	934	1063	1250	研发费用	6267	6582	7157	7645
存货	28229	27945	29962	32781	财务费用	893	1392	1007	750
其他	7705	6105	6607	6806	资产减值损失	1011	972	1095	1177
非流动资产	86907	80065	84047	86818	公允价值变动损益	77	77	77	77
金额资产类	0	472	157	210	投资净收益	5480	5480	5480	5480
长期投资	20461	15807	16745	17671	其他经营收益	1768	1514	1554	1612
固定资产	21159	22155	23427	24713	营业利润	14449	12774	16971	18896
无形资产	10687	11278	12256	13010	营业外收支	181	181	181	181
在建工程	2391	2079	1948	1313	利润总额	14631	12955	17153	19077
其他	32209	28275	29514	29901	所得税	2296	1979	2685	2965
资产总计	187454	200531	221117	244003	净利润	12334	10976	14468	16113
流动负债	95610	95072	100528	107807	少数股东损益	4128	2963	3472	3867
短期借款	8585	8587	7824	8332	归属母公司净利润	8206	8012	10996	12246
应付款项	53059	55261	59488	63794	EBITDA	19977	16318	20518	22414
预收账款	0	2580	941	1334	EPS (最新摊薄)	0.91	0.89	1.22	1.36
其他	33966	28643	32275	34346	主要财务比率				
非流动负债	26855	27045	27708	27202		2019	2020E	2021E	2022E
长期借款	13276	13276	13276	13276	成长能力				
其他	13578	13769	14431	13926	营业收入	9.52%	5.03%	8.74%	6.81%
负债合计	122464	122117	128236	135009	营业利润	26.86%	-11.60%	32.86%	11.34%
少数股东权益	17102	20065	23537	27404	归属母公司净利润	10.30%	-2.37%	37.24%	11.37%
归属母公司股东权	47888	58349	69344	81590	获利能力				
负债和股东权益	187454	200531	221117	244003	毛利率	29.83%	30.00%	30.20%	30.40%
					净利率	6.14%	5.21%	6.31%	6.58%
					ROE	13.66%	11.17%	12.84%	12.13%
					ROIC	16.05%	13.85%	15.64%	15.06%
					偿债能力				
					资产负债率	65.33%	60.90%	57.99%	55.33%
					净负债比率	23.83%	21.50%	20.28%	20.11%
					流动比率	1.05	1.27	1.36	1.46
					速动比率	0.76	0.97	1.07	1.15
					营运能力				
					总资产周转率	1.13	1.09	1.09	1.05
					应收帐款周转率	18.72	17.31	17.15	17.62
					应付帐款周转率	4.58	4.37	4.56	4.49
					每股指标(元)				
					每股收益	0.91	0.89	1.22	1.36
					每股经营现金	1.67	1.35	1.60	1.73
					每股净资产	7.28	6.46	7.68	9.04
					估值比率				
					P/E	35.20	36.06	26.27	23.59
					P/B	4.40	4.95	4.17	3.54
					EV/EBITDA	6.92	17.33	13.28	11.67

现金流量表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	15083	12228	14418	15605
净利润	12334	10976	14468	16113
折旧摊销	4663	2017	2256	2466
财务费用	893	1392	1007	750
投资损失	(5480)	(5480)	(5480)	(5480)
营运资金变动	4797	825	3642	3498
其它	(2126)	2497	(1475)	(1743)
投资活动现金流	(10962)	7538	(149)	661
资本支出	(2378)	(2085)	(2684)	(2383)
长期投资	(6493)	4181	(623)	(978)
其他	(2090)	5442	3159	4022
筹资活动现金流	(6013)	(1325)	(804)	(91)
短期借款	2287	2	(764)	508
长期借款	(2265)	0	0	0
其他	(6034)	(1328)	(40)	(600)
现金净增加额	(1892)	18441	13466	16174

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>