



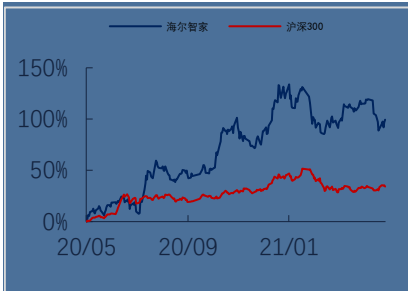
Research and  
Development Center

# 桃实千年非易待，三翼鸟乘风会有时

—海尔智家(600690)公司深度报告

2021年05月24日

罗岸阳 首席研究员  
S1500520070002  
13656717902  
luoanyang@cindasc.com

**证券研究报告**
**公司研究**
**公司深度报告**
**海尔智家 (600690)**
**投资评级**      **买入**
**上次评级**


资料来源：万得，信达证券研发中心

**公司主要数据**

收盘价 (元)	30.08
52 周内股价波动区间 (元)	35.31-15.10
最近一月涨跌幅 (%)	-69.89
总股本 (亿股)	93.99
流通 A 股比例 (%)	67.12
总市值 (亿元)	2,830.10

资料来源：信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司  
 CINDA SECURITIES CO., LTD  
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
 邮编：100031

# 桃实千年非易待，三翼鸟乘风会有时

2021 年 05 月 24 日

**本期内容提要：**

- ◆ **海尔在海外疫情反复的大背景下，2020 年海外业务依旧交出亮眼答卷的最主要原因之一便是海尔前瞻性全球化战略布局。**在向海外市场扩张的过程中，海尔主要采取向海外市场扩张主要采用“海尔+本土行业龙头品牌”并行的双线模式，现海尔旗下主要拥有海尔、卡萨帝、Leader、GE Appliances、Fisher&Paykel、AQUA、Candy 七大品牌，实现全球范围内的销售、研发互通互联。收购海外品牌初期为海尔带来巨大的资本支出，海外市场毛利率一度低于竞争对手格力、美的，但在经过近几年的资源整合、战略调整后，海尔旗下各大品牌实现了在研发、渠道、营销、企业文化方面的全面协同发展，海外市场盈利水平显著提升，2020 年海尔海外业务毛利率达 28.01%，较 2019 年提升 1.44pct。
- ◆ **高端家电市场放量，卡萨帝进入收获期。**卡萨帝作为海尔高端家电市场布局的最重要品牌，经过多年探索，减持以解决用户痛点为导向，将艺术融入家电设计美学，是国内领先的高端全套家电解决方案提供者。2020 年卡萨帝营业收入达 87 亿元，同比增长 17%，卡萨帝冰箱在 1 万元以上高端市场占有率达到 37%，厨电收入同比增长 79%。随着国内高端家电市场整体需求释放，卡萨帝的收入规模有望进一步扩大。
- ◆ **产品会被场景替代，行业将被生态覆盖，“三翼鸟”起飞会有时。**2019 年，海尔提出生态品牌战略，其实质就是与用户交互，借助区块链、物联网等工具，向客户提供个性化所需的产品和服务。为了落实生态品牌战略，2020 年 9 月 11 日，海尔首个场景品牌三翼鸟诞生，为消费者提供更全面的生活场景解决方案。我们认为，三翼鸟是卡萨帝品牌的一种延续，是海尔对智慧家居进一步的长久布局。从品牌到场景到生态是海尔集团所选择的可持续发展路径，海尔集团也从很早便开始了全方面的产业布局。当前，海尔生态下面拥有卡奥斯、日日顺物流、盈康一生、海纳云、海创汇、海尔衣联网、海尔食联网七大生态品牌，从生产、采购、物流效率和外延生态等多角度为海尔智家持续赋能。
- ◆ **桃实千年非易待，海尔电器私有化后经营效率迎来提升拐点。**多年来，海尔增收不增利的状况源于股权结构复杂、业务平台分散交错、人员冗杂等原因导致的效率低下，2020 年 7 月 31 日，公司发布对于海尔电器私有化筹划的公告，长达十余载的海尔管理体系之争终于迎来尘埃落定的曙光。私有化完成以后，集团内部治理效率有望得到提升，管理层与集团之间的利益一致性得到增强，由冗余人员和繁杂流程造成的内部消耗将大幅减少，整体周转或再加速。长期维度来看，本次私有化有望成为公司利润端表现改善的拐点，催化公司前瞻性战略布局兑现在报表与估值水平上。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 21-23 年收入为 2337.72/2559.61/2806.19 亿元，同比+11.5/+9.5/+9.6%；归母净利润 121.10/150.86/170.30 亿元，同比+36.4/+24.6/+12.9%，对应 PE 为 23.35/18.74/16.60 倍，首次覆盖给予“买入”评级。
- ◆ **风险因素：**原材料成本大幅上升，海外市场开拓不及预期、高端市场需求不及预期、套系化/场景化产品教育推广不及预期、汇率大幅度波动、海外疫情反复导致出口需求不足等

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	200,762	209,726	233,772	255,961	280,619
增长率 YoY %	9.0%	4.5%	11.5%	9.5%	9.6%
归属母公司净利润 (百万元)	8,206	8,877	12,110	15,086	17,030
增长率 YoY%	9.7%	8.2%	36.4%	24.6%	12.9%
毛利率%	29.8%	29.7%	29.9%	30.4%	30.7%
净资产收益率ROE%	17.1%	13.3%	15.3%	16.0%	15.3%
EPS(摊薄)(元)	0.87	0.94	1.29	1.61	1.81
市盈率 P/E(倍)	22.33	30.93	23.35	18.74	16.60
市净率 P/B(倍)	3.83	4.11	3.57	3.00	2.54

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2021 年 05 月 24 日收盘价

## 投资逻辑

**从公司战略角度来看：**1) 海尔智家全球化品牌布局进入收获期。海尔旗下拥有海尔、卡萨帝、Leader、GE Appliances、Fisher&Paykel、AQUA、Candy 七大品牌，实现全球范围内业务覆盖，同时七大子品牌各自定位清晰，品类覆盖完全，成套率高，基本覆盖各层级消费人群。2) 国内家电市场结构升级，高端家电市场份额正在打开，卡萨帝作为国内高端家电品牌领导者，市场发展空间巨大。且和市场上其他国内外高端家电品牌相比，卡萨帝产品矩阵丰富，成套率更高，符合当前高端家电市场发展规律。3) 从产品到生态，海尔发布场景品牌“三翼鸟”，为用户提供最全面的场景解决方案。三翼鸟作为场景品牌，其背后是公司智慧家居的长久布局。4) 海尔集团前瞻性进行全产业布局，旗下卡奥斯、日日顺物流、食联网、食联网等品牌将持续为公司赋能，提高公司运营效率和可持续发展能力。

**从公司运营角度：**多年来，海尔增收不增利的状况源于股权结构复杂、业务平台分散交错、人员冗杂等原因导致的效率低下，2020年7月31日，公司发布对于海尔电器私有化筹划的公告，长达十余载的海尔管理体系之争终于迎来尘埃落定的曙光。私有化完成以后，集团内部治理效率有望得到提升，管理层与集团之间的利益一致性得到增强，由冗余人员和繁杂流程造成的内部消耗将大幅减少，整体周转或再加速。长期维度来看，本次私有化有望成为公司利润端表现改善的拐点，催化公司前瞻性战略布局兑现在报表与估值水平上。

## 与市场不同的观点

我国白电行业进入成熟期，各类大家电市场规模增长缓慢，各品牌即将进入存量竞争阶段，行业规模增长或将受限。但我们认为消费结构升级带来的新增和更新需求仍存在巨大市场空间，而海尔对于这一趋势进行了领先布局：

1) 公司在 2007 年便成立高端品牌卡萨帝，率先提出套系化家电概念，经过多年探索成为国内高端家电领域佼佼者，近年卡萨帝营收进入快速增长阶段，未来随着我国消费者收入水平进一步提升，对家电升级换代的要求将进一步释放，卡萨帝也将迎来爆发期。

2) 针对海外市场，公司同样抓住高端市场的发展契机，积极推动旗下各高端品牌的营销和产品推出，海外市场份额快速增长。

2) 海尔选择换道赛跑，通过场景品牌“三翼鸟”布局智慧家居领域，为消费者提供更加智能互联的套系化产品，提供不止家电的生活方式选择，符合互联网、物联网、智能生活的大趋势，未来将成为海尔可持续发展的重要动力。

3) 海尔在物联网、物流、衣食住娱等方面的全生态布局将为海尔发展全方面赋能，提高海尔在研发、制造、销售等各环节效率，从而提升公司盈利能力。

因此我们认为，未来海尔凭借其全球化的品牌布局、多样化的产品矩阵、前瞻性的品牌和产品定位，将在日益激烈的家电市场竞争中继续保持其龙头地位。

一、立足本土面向全球，长期蓄能静待厚积薄发	7
1.1 收购海外优质资产，公司全球化战略布局版图已成	7
1.2 协同效应逐步显现，海外布局进入收割期	11
二、从“卡萨帝”到“三翼鸟”，走在行业前端的布局者	16
2.1 乘风家电消费结构升级，卡萨帝快速放量未来可期	16
2.2 从卖产品到卖场景，“三翼鸟”起飞会有时	23
2.3 不止家电，生态终将覆盖行业，协同家电发展	25
三、海尔智家：桃实千年非易待，私有化带来效率拐点	30
3.1 复杂的股权与业务结构成公司桎梏，治理效率亟待提升	30
3.2 桃实千年非易待，海尔电器私有化后经营效率迎来提升拐点	34
盈利预测、估值与投资评级	37
风险因素	39

## 表目录

表 1: 海尔集团大家电类产品世界市场占有率排名	8
表 2: 海尔集团洗衣设备世界市场占有率排名	8
表 3: 海尔集团制冷设备世界市场占有率排名	8
表 4: 海尔集团厨房电器世界市场占有率排名	9
表 5: 海尔外购品牌一览	10
表 6: 海尔近年海尔工厂投产情况	14
表 7: 卡萨帝以解决客户痛点为技术发展方向	18
表 8: 2018 年后卡萨帝产品设计获奖情况	19
表 9: 卡萨帝产品布局最为完善	20
表 10: 卡萨帝渠道建设稳步推进	22
表 11: 海尔旗下数字平台	28

## 图目录

图 1: 海尔智家海外业务规模稳步增长 (亿元)	7
图 2: 2020 年海尔智家海外业务分布 (亿元)	7
图 3: 全球化品牌、制造布局	9
图 4: 海尔系产品及品牌布局	10
图 5: 海尔财务费用率显著高于同行	11
图 6: 三大白国内业务毛利率比较 (%)	11
图 7: 公司海外市场毛利率逐渐回升位于行业前列 (%)	11
图 8: 海尔日本研发中心	12
图 9: 海尔 GEA 研发中心	12
图 10: 迭代式研发模式	13
图 11: HOPE 全球创新中心布局	13
图 12: HOPE 平台发展历史	13
图 13: GEA FIRSTBUILD 平台运转模式	15
图 14: GEA 重启小家电业务	15
图 15: 冰箱销量额同比变动 (%)	16
图 16: 洗衣机销量额同比变动 (%)	16
图 17: 卡萨帝收入及增速 (亿元)	16
图 18: 海尔高端品牌市场份额及增速 (%)	16
图 19: 高端冰箱市场品牌市占率变化	17
图 20: 三大白电企业研发人员及占比	17
图 21: 三大白电企业研发费用支出 (亿元, %)	18
图 22: 卡萨帝将家电与艺术结合	19
图 23: “5+7+N”智慧家庭场景体验	20
图 24: 思享荟历年主题	21
图 25: 沉浸式场景体验卡萨帝衣食住娱极致生态	21
图 26: 卡萨帝与美的西门子高端系列比较	22
图 27: 产品会被场景代替，行业将被生态覆盖	23
图 28: AWE 海尔三翼鸟展馆	24
图 29: 三翼鸟智慧厨房	24
图 30: 三翼鸟智慧阳台	24

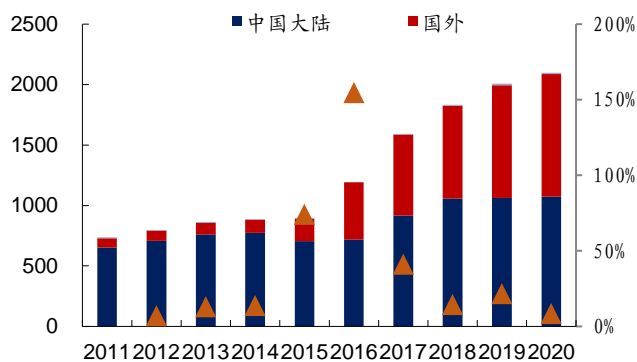
图 31: 三翼鸟智慧客厅.....	24
图 32: 海尔线下体验门店.....	24
图 33: 海尔智慧家庭门店布局.....	24
图 34: Uhome OS 3.0.....	25
图 35: 产品会被场景代替, 行业将被生态覆盖.....	25
图 36: COSMOPlat 模式.....	26
图 37: 各企业大件物流体系布局一览.....	27
图 38: 统仓统配下减少物流中间流转.....	27
图 39: 牵手阿里后内部关联交易占比显著下降.....	28
图 40: 日日顺剥离后上市平台毛利率增强.....	28
图 41: 易理货可实现库存监控.....	28
图 42: 智家云店提升门店运营效率.....	28
图 43: 海尔物联网生态收入攀升(亿元).....	29
图 44: 定制化产品销量显著上升(万台).....	29
图 45: 海尔智家营业收入及增速(亿元, %).....	30
图 46: 海尔智家归母净利润收入及增速(亿元, %).....	30
图 47: 海尔智家与格力电器营收相当(亿元).....	30
图 48: 海尔智家归母净利润(亿元).....	30
图 49: 青岛海尔与海尔中建(后更名为海尔电器)上市之初的公司股权结构图.....	31
图 50: 海尔集团现有股权架构(截至 2020.9, 私有化进行前).....	31
图 51: 格力和海尔智家毛利率比较(%).....	32
图 52: 下设自主采购渠道后, 公司关联交易金额显著降低.....	32
图 53: 海尔系各平台私有化前持有资产及相关业务(截至 2019.9).....	33
图 54: 海尔智家人均创收低于格力与美的(万元).....	33
图 55: 海尔智家人均创利低于格力与美的(万元).....	33
图 56: 轮值总裁制下的业务班底(2013-2016).....	34
图 57: 私有化后海尔智家股权结构(截至 2021.2).....	35
图 58: 海尔、美的、格力销售人员数量.....	35
图 59: 海尔、美的、格力行政人员数量.....	35
图 60: 美的、格力、海尔系净营运周期(2020).....	36
图 61: 格力、美的、海尔系净现金规模(亿元).....	36
图 62: 三大白电企业 PE 变迁.....	38
图 63: 三大白电企业市值变迁(亿元).....	38

## 一、立足本土面向全球，长期蓄能静待厚积薄发

疫情大背景下海尔海外业务规模扩展，占比稳步提升。2020年上半年，受新冠疫情影响，国外家电市场表现不佳，但海尔吸取国内防疫复产复销经验，迅速调整并优化运营体系，不断扩大竞争优势。2020年上半年，公司海外收入470亿元，同比增长0.6%，占公司营收比例提升2pct至49%，其中美国市场收入同比增加6.5%，日本市场同比扩大16.4%，东南亚市场增长7%。全年海尔海外营收达1013.52亿元，同比增长8.61%，占整体营收48.33%，较2019年提高1.85pct。其中，北美为海尔智家最大海外市场，2020年营收达到637亿元，同比+10%，欧洲市场增速有所放缓，2020年实现营收165亿元。

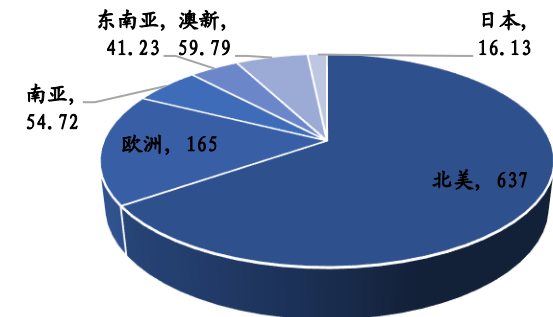
海尔在海外疫情反复的大背景下，2020年海外业务依旧交出亮眼答卷的最主要原因之一便是海尔前瞻性全球化战略布局。除凭借本土品牌进军海外市场外，海尔较早就收购了国外中高端知名品牌，通过本土市场的品牌优势及营销网络，实现全球化创牌。受益于本土品牌与海外并购品牌双重发力，海尔海外营收不断提升。

图 1：海尔智家海外业务规模稳步增长（亿元）



资料来源：wind，公司年报，信达证券研发中心

图 2：2020 年海尔智家海外业务分布（亿元）



资料来源：wind，公司年报，信达证券研发中心

### 1.1 收购海外优质资产，公司全球化战略布局版图已成

海尔集团通过多品牌全球化战略成为世界最大家电生产制造厂商，根据 Euromonitor 2020 年数据，海尔家电全球市场占有率稳居世界第一，市场占有率达到 16.5%。分地区来看，海尔公司市占率始终占据各细分市场前十，其中在亚太市场位居首位，占有率达 25.3%，在北美和东欧市场仅次于惠而浦，分别占市场份额 21.4%、7.4%。

从细分产品来看，海尔集团旗下洗衣设备、制冷设备市占率表现亮眼，2020 年制冷设备产品市占率在亚太和北美市场均拔得头筹，市占率分别达到 34.2%、22.7%；厨房电器方面，除拉美地区以外，海尔市占额都进入了前十行列。

**表 1: 海尔集团大家电类产品世界市场市占率排名**

区域	第 1 名	第 2 名	第 3 名	第 4 名	第 5 名	第 6 名	第 7 名	第 8 名	第 9 名
世界	Haier	Whirlpool	Midea	BSH	Electrolux	LG	Arçelik	Panasonic	Hisense
亚太地区	Haier	Midea	LG	Samsung	Panasonic	BSH	Hisense	Hon Hai	Galanz
北美地区	Whirlpool	Haier	LG	Electrolux	Samsung	Hon Hai	Panasonic	Melrose	BSH
西欧地区	BSH	Whirlpool	Arçelik	Electrolux	Haier	Samsung	Miele&Cie	IKEA	LG
东欧地区	Whirlpool	Haier	Arçelik	Electrolux	BSH	Samsung	Hisense	LG	Amica
中东及非洲地区	LG	Arçelik	Samsung	Whirlpool	Midea	Haier	BSH	Hisense	Electrolux
拉美地区	Whirlpool	Electrolux	Controladora	LG	Samsung	Winia	Haier	Atlas	Suggar

资料来源: Euromonitor, 信达证券研发中心

**表 2: 海尔集团洗衣设备世界市场市占率排名**

区域	第 1 名	第 2 名	第 3 名	第 4 名	第 5 名	第 6 名	第 7 名	第 8 名	第 9 名
世界	Haier	Whirlpool	Midea	LG	Samsung	BSH	Electrolux	Arçelik	Panasonic
亚太地区	Haier	Midea	LG	Panasonic	Samsung	BSH	Whirlpool	Hon Hai	TCL
北美地区	Whirlpool	Haier	LG	Samsung	Electrolux	BSH	Midea	Miele&Cie	
西欧地区	BSH	Whirlpool	Haier	Arçelik	Electrolux	Miele&Cie	Samsung	LG	Hisense
东欧地区	Whirlpool	Haier	Arçelik	LG	Electrolux	Samsung	BSH	Hisense	Midea
中东及非洲地区	LG	Samsung	Midea	Arçelik	Haier	Electrolux	Whirlpool	BSH	Hisense
拉美地区	Whirlpool	Electrolux	Suggar	Controladora	Samsung	Mueller	LG	Color	Alladio

资料来源: Euromonitor, 信达证券研发中心

**表 3: 海尔集团制冷设备世界市场市占率排名**

区域	第 1 名	第 2 名	第 3 名	第 4 名	第 5 名	第 6 名	第 7 名	第 8 名	第 9 名
世界	Haier	Whirlpool	Electrolux	Midea	Samsung	LG	Hisense	BSH	Arçelik
亚太地区	Haier	Midea	Hisense	Samsung	LG	Meiling	Panasonic	Hon Hai	Whirlpool
北美地区	Haier	Whirlpool	Electrolux	Middleby	Samsung	Hisense	Middleby	Danby	Panasonic
西欧地区	BSH	Arçelik	Whirlpool	Electrolux	Haier	Samsung	Liebherr	Hisense	LG
东欧地区	Whirlpool	Arçelik	Haier	LG	Electrolux	BSH	Samsung	Liebherr	Atlant
中东及非洲地区	LG	Hisense	Haier	Whirlpool	Arçelik	Samsung	Midea	Fareast	Hon Hai
拉美地区	Whirlpool	Electrolux	Controladora	Samsung	Winia	Haier	LG	HACEB	Panasonic

资料来源: Euromonitor, 信达证券研发中心



**表 4: 海尔集团厨房电器世界市场市占率排名**

区域	第 1 名	第 2 名	第 3 名	第 4 名	第 5 名	第 6 名	第 7 名	第 8 名	第 9 名
世界	Whirlpool	BSH	Haier	Electrolux	Robam	Arçelik	Fotile	Midea	Vatti
亚太地区	Robam	Fotile	Haier	Midea	Vatti	Rinnai	Vanward	Haatz	Electrolux
北美地区	Haier	Whirlpool	Melrose	Electrolux	Samsung	LG	BSH	Sub-Zero	Middleby
西欧地区	BSH	Electrolux	Whirlpool	Arçelik	IKEA	Haier	Miele&Cie	Teka	Franke
东欧地区	Amica	Electrolux	Hisense	Whirlpool	BSH	Haier	Arçelik	Gazprom	Brestgazoapparat
中东及非洲地区	Arçelik	Whirlpool	BSH	Electrolux	Universal	Fresh	Haier	Glem	Kiriazzi
拉美地区	Whirlpool	Controladora	Electrolux	Atlas	Edson	HACEB	Irmãos	Tramontina	Challenger

资料来源: Euromonitor, 信达证券研发中心

海尔旗下所拥有的七大品牌是构建海尔全球市场领先地位的最坚实基础。在品牌和销售网络布局方面, 海尔充分落实全球化战略, 通过自有品牌和收购品牌将产品送达全球 160 多个国家和地区, 目前海尔旗下拥有海尔、卡萨帝、Leader、GE Appliances、Fisher&Paykel、AQUA、Candy 七大品牌, 实现全球范围内的销售、研发互通互联。

**图 3: 全球化品牌、制造布局**


资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

在向海外市场扩张的过程中, 海尔主要采取向海外市场扩张主要采用“海尔+本土行业龙头品牌”并行的双线模式。海尔在 1998 年开启国际化战略, 认为“欲创国际化品牌, 先创人的国际化”, 推动“海尔”品牌国际知名度上升。1999 年, 海尔美国工厂开建, 迈出了海尔开拓国际市场第一步。2 年后, 海尔并购了意大利迈尼盖蒂公司所属的一家冰箱厂, 成为中国白电企业首次实现的跨国并购。从此, 正如国际家电巨头惠而浦、大金一样, 海尔走上了全球并购扩张之旅, 其中最为重要的案例包括日本三洋电机 AQUA、美国通用电器 GEA、新西兰 Fisher&Paykel 和意大利 Candy。

1) **AQUA:** 2002 年, 海尔集团与日本三洋电机签署了合作协议开展一揽子合作。到 2011 年, 海尔出资收购三洋电机在日本、印度尼西亚、马来西亚、菲律宾和越南的洗衣机、冰箱和其他家用电器业务。

2) **GEA:** 通用家电是美国通用电气公司传统起家业务, 是全球最大的电器制造商之一。2008 年 GE 首次公开出售家电业务的消息, 同年海尔与其签署协议成为合作伙伴, 2015 年由于美国司法部驳回伊莱克斯收购 GEA 的申请后海尔再次入局, 2016 年 6 月海尔与 GE 签署

完成全部交割文件，并于当年完成并表。

3) **FPA**: 2009年海尔通过新西兰投资控股有限公司参与斐雪派克一项股权融资计划，成为斐雪派克20%持股股东，后经过增持，海尔集团于2012年通过全资子公司向斐雪派克发出普通股全盘收购要约通知。2017年，为了进一步扩大公司在智能制造了领域优势，海尔通过境外全资子公司购买FPA所持斐雪派克生产设备有限公司100%股份。

4) **Candy**: 公司于2018年收购Candy 100%股份，Candy旗下业务主要包括洗衣机、嵌入式厨房电器、小家电、冰箱以及其他业务，业务遍布欧洲、中东、亚洲及拉美等地区。

表 5: 海海外购品牌一览

时间	收购公司	主要业务	交易资本支出
2011	三洋电机 (AQUA)	收购三洋电机在日本、印度尼西亚、马来西亚、菲律宾和越南的洗衣机、冰箱和其它家用电器业务，主要涵盖东亚和东南亚市场	-
2016	GEA	购买通用家电业务相关资产，主要市场涵盖美国	54 亿美元
2012	FPA	2009年，公司参与 Fisher & Paykel 股权融资计划，获得公司 20% 股权，2012 年海尔集团通过全资控股子公司向 Fisher&Paykel 发出全盘收购要约。主要包括厨电、洗衣机等，主要涵盖澳新市场	约 10.09 亿纽元
2018	Candy	主要业务包括洗衣机、厨房电器、小家电等，主要涵盖欧洲市场	4.75 亿欧元

数据来源: 公司官网, 信达证券研发中心

海尔多品牌战略不仅仅旨在扩大公司业务的地域覆盖面，同时也丰富了产品品类和品牌定位，海尔旗下各子品牌定位清晰，品类覆盖完全，成套率高。目前海尔旗下拥有七大品牌，统帅覆盖年轻大众，拥有冰洗空、水家电、厨房大电、电视品类；海尔覆盖年轻时尚白领，覆盖冰洗空、水家电、电视、厨房大电、小家电及清洁家电；Candy 与 Aqua 瞄准城市精英，产品覆盖冰箱、冷柜、洗衣机、厨房小电及清洁家电，专供海外及港台地区；GEA 定位都市层峰，费雪派克立足明星贵族，而卡萨帝也正稳步向尊贵奢华迈进。七大品牌基本覆盖各层级消费人群，定位精准，“各司其职”。

其中，海尔品牌各品类最为齐全，覆盖冰洗空、水家电、厨电等品类，相较其他子品牌更易成套化发展。2019年公司整体智能家电成套占比已由2018年的22.05%提升至27.48%，套系化产品进步显著。

图 4: 海尔系产品及品牌布局

	受众人群						
	年轻大众	时尚白领	城市精英		都市层峰	明星贵族	
	统帅	海尔	Candy	Aqua	GEA	卡萨帝	费雪派克
空调	立式: 5K-7K 挂柜: 5-10K	立式: 5-7K 挂柜: 2-3K	-	-	-	立式: 1-100K 挂柜: 4-10K	海外专供
冰箱	2K-13K	1-30K	海外专供	海外专供	20K	5-100K	海外专供
洗衣机	1.5-9K	300-1000 3-9K	海外专供	2-4K 掌上手持: 2-3K	-	母婴: 3.6-4K 双子: 7-100K	海外专供
热水器	600-800 4-8K	1-3K 空气能: 5-9K	-	-	-	3-30K	-
电视	3-5K	2-7K	-	-	-	6-80K	-
厨房大电	800-1.7K 成套4-7K	成套 5-8K	海外专供	-	酒机等: 7.5-13K 烤箱等: 20-80K	燃气灶: 3-30K 烤箱: 10-90K	海外专供
冷柜/酒柜	800-2K	1-6K	海外专供	海外专供	27K	4-20K	海外专供
洗碗机 咖啡机	-	1.5-2.5K	海外专供	海外专供	20-30K	-	海外专供
吸尘器 生活家电	-	吸尘器200-700 扫地机器人1-4K	海外专供	海外专供	-	3-8K	-

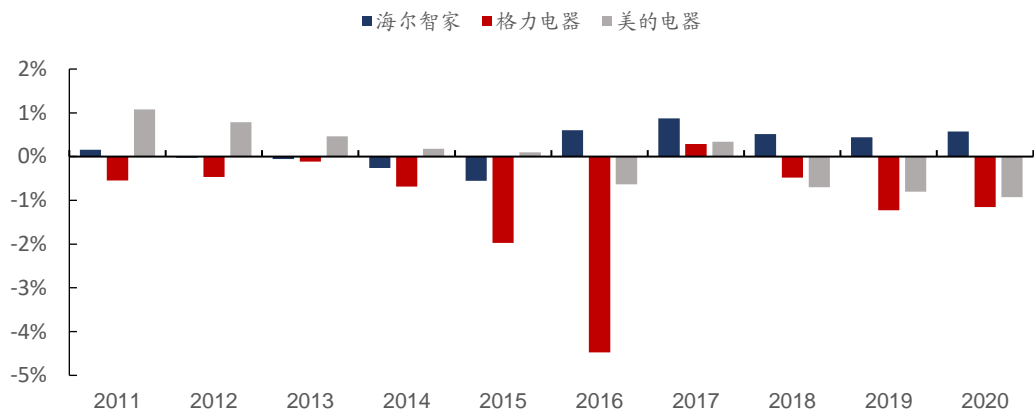
品牌定位: 高性价比 | 科技智慧、环保简约 | 高雅艺术、套系 | 尊贵奢华

数据来源: 信达证券研发中心整理

## 1.2 协同效应逐步显现，海外布局进入收割期

海尔智家的大规模全球并购行为为公司迅速扩大业务规模和市场版图的同时，也为公司带来大额的资本支出，从而也为公司带来一定的有息负债，因此公司的财务费用和财务费用率长期要高于同行业公司，2015年后由于GEA和Candy的收购财务费用增长尤其明显。2020年，海尔财务费用率达到0.57%，高出格力、美的1.72pct、1.50pct。不过，相比收购品牌时产生的资本支出和后续利息费用，全球化品牌布局经过近几年的整合后，优越性正在逐步体现。

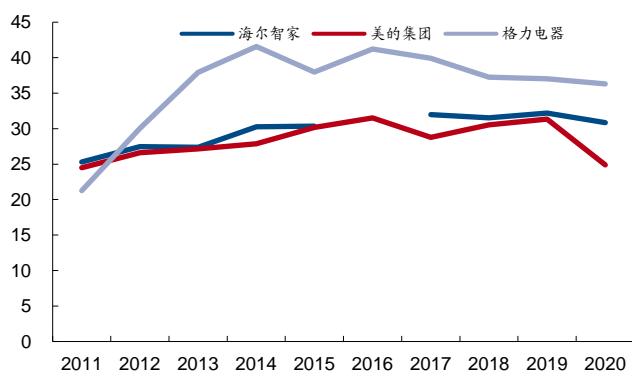
图 5：海尔财务费用率显著高于同行



资料来源：wind，信达证券研发中心

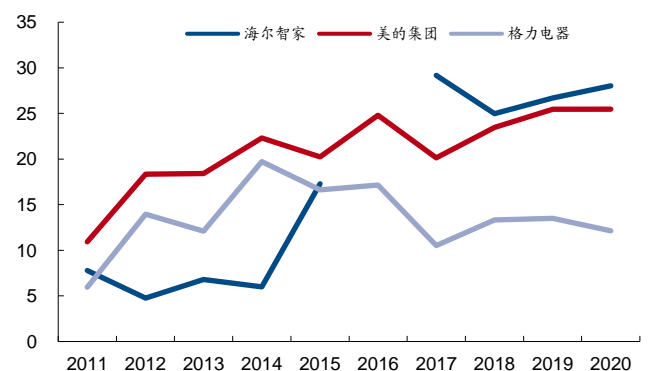
**整合集团内部资源，国内外市场协同发展。**海尔通过自身持续耕耘和并购整合，构建起“研发、制造、营销”三位一体的当地市场竞争力，并且通过海尔智家这个平台不断优化资源配置，发挥全球战略性协同优势。海内外市场协同发展的趋势可以通过海内外业务毛利率的变化初见端倪。和国内业务相比，各白电企业国外业务毛利率水平总体处于相对低位。国内业务方面，海尔智家国内业务毛利率与美的集团相近略低于格力电器，但总体处于缓慢上升的阶段。

图 6：三大白国内业务毛利率比较 (%)



资料来源：wind，信达证券研发中心

图 7：公司海外市场毛利率逐渐回升位于行业前列 (%)



资料来源：wind，信达证券研发中心

从海外业务层面来看，2015年前海尔智家海外市场毛利率远低于美的、格力，但自2017年起，经过集团对海外业务的整合，扩大集团内部资源整合和协同，海尔智家海外市场毛利率稳步回升，2019年公司海外市场毛利率26.68%，分别比美的集团和格力电器高出1.22pct、13.18pct，2020年海尔智家海外市场毛利率继续上升，同比增加1.33pct，达到28.01%，与国内业务毛利率水平进一步缩小差距。

很显然，海尔全球化布局的协同效应正在逐步显现，那协同效益具体是如何实现的呢？

### 1) “10+N” 开放式创新生态体系，全球技术研发协同发展

#### A. 全球十大研发中心，区域、品牌交流互补

全球联动式研发布局，海尔在全球建立了以用户为中心的“10+N”开放式创新生态体系，“10”是指现有的10大研发中心，“N”则为创新中心，力图做到用户在哪里，创新就在哪里，海尔的研发就在那里。海尔的全球化战略为其全球联动式的研发布局奠定了基础，全球10大研发中心中，日本及印度（三洋）、新西兰（斐雪派克）、北美和墨西哥（GEA）研发中心都来自于公司的海外并购。

每个研发中心都是独立的个体，拥有自身的技术优势，同时又能依托海尔的平台进行相互协同合作。以在日本的亚洲研发中心为例，亚洲研发中心拥有全球最先进的保鲜实验室、制冷实验室、噪音实验室，其研发的“恒温冷冻”技术实为海尔冰箱的核心技术之一，荣获2018年中国专利金奖。斐雪派克独创的直驱电机技术解决了海尔洗衣机的稳定性问题，被运用于卡萨帝洗衣设备中，配合卡萨帝的陀飞轮平衡科技、同步柔性科技和幂级智能平衡系统，取得了令人惊艳的效果。

图 8：海尔日本研发中心



资料来源：海尔集团官网，信达证券研发中心

图 9：海尔 GEA 研发中心

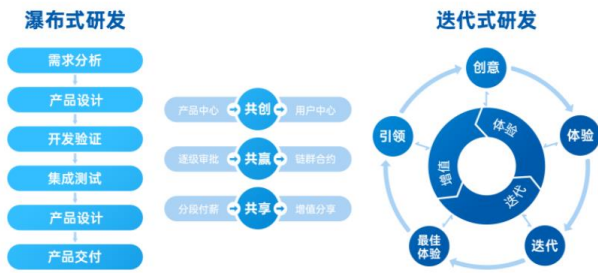


资料来源：海尔集团官网，信达证券研发中心

**发挥互补优势，壮大各品牌自身实力。**公司设立了全球产品开发机制协调全球产品合作开发，可实现产品类别之间的区域合作和补充。以 GEA 为例，GEA 的传统优势品类为厨房大电，但在洗衣机、小家电等品类方面和另一北美知名品牌惠而浦相比处于劣势。2019 年，海尔全球研发样本项目大滚筒洗衣机产品通过 GEA 在北美上市，一度成为北美市场销售爆品。2020 年 GEA 在海尔的支持下重启了热水器业务。

#### B. 依托 HOPE 平台实现迭代式研发模式

海尔智家的研发体系有别于传统从需求出发的瀑布式研发模式，采取颠覆性的迭代研发模式。海尔研发体系的基本理念在于使全球用户与创新资源零距离接触，实现的使用户体验的迭代而并非产品的迭代。为了实现迭代式研发，海尔搭建了开放式创新平台承接转型 HOPE（Haier Operating Partnership Ecosystem），HOPE 平台是为创新者打造的生态社区，同时也是一个资源网络，为产品创新者提供一站式的服务。

**图 10: 迭代式研发模式**


资料来源：海尔集团官网，信达证券研发中心

**图 11: HOPE 全球创新中心布局**


资料来源：海尔集团官网，信达证券研发中心

HOPE 平台与其他传统家电企业研发平台最大的区别在于其开放性，打破了以往封闭的研发模式。平台上聚集有高校、科研机构、大公司多类群体，追踪、分析和研究与产业发展密切相关的超前的 3-5 年的技术并推动相关技术的产业化转化，且覆盖面并不局限于家电行业。自 2009 年成立以来，HOPE 平台支持海尔各个产品研发团队和超前研发团队创造了众多颠覆性产品，如 MSA 控氧保鲜冰箱、净水洗洗衣机、水洗空调、天樽空调、NOCO 传奇热水器、防干烧燃气灶等。

现在 HOPE 在全球拥有深圳、日本、新加坡、硅谷和以色列 5 大创新中心，将海尔在国内实行的创新研发体系进一步推广至全球。将各地创新研发扎根于本地用户的需求和体验迭代，也进一步扩大平台的资源覆盖丰富度，实现最高程度的资源共享和交互。2020 年，美国团队与新加坡、以色列等地的同事通过 HOPE 创新平台进一步加深研发合作，对 AC 的新叶轮设计，微波炉中的温度控制，智能家居系统的数据安全性等进行了一系列功课。在新的大型滚筒洗衣机的开发过程中，全球研发平台将开发时间减少了 55%，并且参与的人员减少了 33%。

**图 12: HOPE 平台发展历史**


数据来源：HOPE 官网，信达证券研发中心整理

## 2) 供应链、生产协同实现资源效率最大化，借力渠道加速品牌扩张

海尔的全球采购由公司的全球商品委员会统一指导推进，借助公司全球采购运营平台，公司不同地区的运营部门可共享全球采购资源，从而实现规模效应，2019 年累计实施完成协同采购项目 432 个，实现原料供应链效率最大化。公司在泰国、印度、新西兰、日本、越南、北美等地都拥有当地工厂和工业园区，一方面通过生产本土化可以有效节约产品运输成本，另一方面全球化产能布局有利于海尔统筹规划具体产品产能，通过利用不同区域资源和技术优势实现规模化生产从而达到降本增效的目的。

**表 6: 海尔近年海尔工厂投产情况**

投产时间	项目内容
2019 年 7 月、8 月	AQUA 越南滚筒洗衣机工厂、海尔俄罗斯洗衣机互联工厂合计新增洗衣机产能 70 万台
2019 年 6 月、10 月	GEA 厨电、热水器工厂投资扩产
2019 年 8 月	在俄罗斯鞑靼斯坦共和国切尔尼市建成欧洲首家智慧物联、大规模定制的智慧生态产业园。
2021 年春末	罗马尼亚海尔冰箱互联工厂，将专为海尔智家在欧洲的三大品牌 Haier、Candy 和 Hoover 设计、生产内置型和独立型的高端冰箱。
<b>2020 年海尔海外在建项目</b>	
欧洲 Candy 项目、美国 GEA 项目、海尔印度项目、新西兰 FPA 项目、海尔俄罗斯项目、海尔泰国项目	

数据来源：公司年报，信达证券研发中心整理

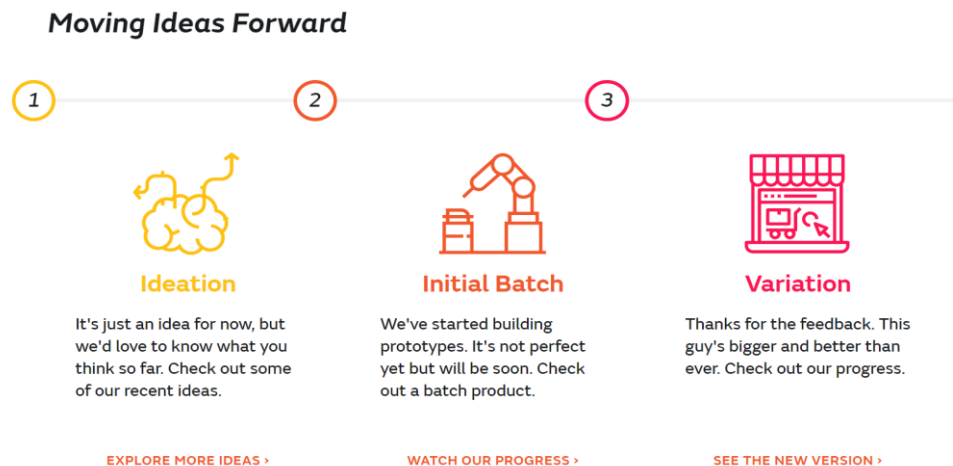
海尔全球化品牌布局中选择的品牌均为当地老牌知名品牌，在本土市场均拥有较高品牌知名度和成熟完善的渠道布局，因此收购后海尔并不需要重新进行渠道建设，反而可以借助收购品牌已有渠道推动海尔自身品牌出海。以 GEA 为例，收购 GEA 后国内生产的高端冰箱洗衣机等通过 GEA 进入 Home Depot、JC Penny 等北美主流零售渠道。

**借鉴国内高端品牌营销经验，海外高端市场快速增长。**海尔收购的品牌中 Fisher & Paykel、Café、Monogram 等均定位高端，海尔在国内品牌高端化、电商等方面均有着丰富经验。借助海尔推广卡萨帝营销手段，旗下国外高端品牌迅速成长。2020 年，美国海尔高端品牌增长 30% 以上；在澳新市场，海尔通过营销健康、杀菌等概念，配合推出相关产品，聚焦高端进行产品升级，实现收入翻倍增长；在东南亚市场，公司同样持续抓住“中高端产品”和“中端零售”两个转型，精准把握用户需求。

### 3) “人单合一”企业文化协同推动业务迸发活力

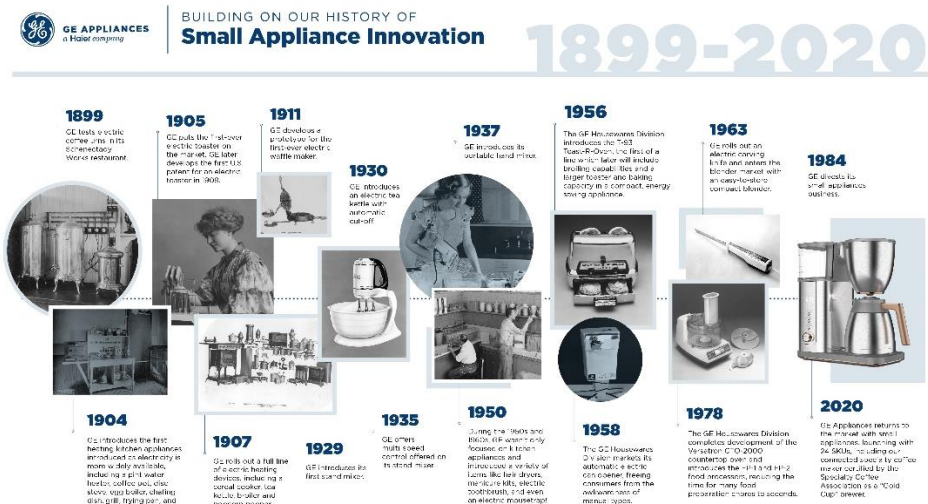
“人单合一”，从员工到合伙人，充分挖掘激发员工价值。早在 2005 年时，张瑞敏提出了“人单合一”的概念，基本含义在于员工都应直接面对用户，创造用户价值，并在为用户创造价值中实现自己的价值，有“单”才有“人”，员工由以前的执行者成为创业者合伙人，将对员工的价值挖掘和体现上升到了前所未有的高度。

海尔“人单合一”的核心思想与 GE 本身进行的“从产品到用户”的转型思路不谋而合，也与 GEA 旗下创新平台 FIRSTBUILD 快速融合，让平台进一步焕发生机。FIRSTBUILD 是 GEA 旗下一个创新协作社区，由用户提出与 GEA 家电业务相关的创意。“人单合一”理念的的到来为 FIRSTBUILD 提供了更加开放的思路，平台转型为充分借助社会资源驱动的开放共赢的生态模式，从而满足平台上的用户需求。从某种角度来看，FIRSTBUILD 与海尔的 HOPE 平台存在一定相似性。

**图 13: GEA FIRSTBUILD 平台运转模式**


数据来源: FIRSTBUILD 官网, 信达证券研发中心整理

FIRSTBUILD 擅长产品创新和捕捉用户需求, 2020 年在 FIRSTBUILD 的帮助下, GEA 重启了关停 34 年之久的小家电业务线, 其中畅销单品之一家用快速制冰器 (Opal Nugget Ice Maker) 就是由 FIRSTBUILD 孵化完成的。GEA 的 CEO 凯文·诺兰曾说: “我们已经成为美国增长最快的家电企业, 这得益于‘人单合一’模式的快速复制。自从 2016 年人单合一模式于 GEA 复制以来, GEA 通过 6 个平台创建了 18 家小微, 实现了与客户需求零距离, 采用了新的奖励模式, 并建立了多品牌体系。GEA 的成功案例仅是海尔复制“人单合一”模式的样板, 未来, 海尔利用该模式突破不同企业文化之间的障碍, 不断赋予全球化品牌的新功能。”

**图 14: GEA 重启小家电业务**


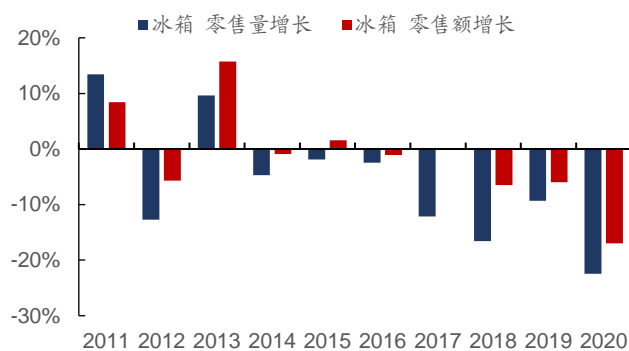
数据来源: GEA 官网, 信达证券研发中心整理

## 二、从“卡萨帝”到“三翼鸟”，走在行业前端的布局者

### 2.1 乘风家电消费结构升级，卡萨帝快速放量未来可期

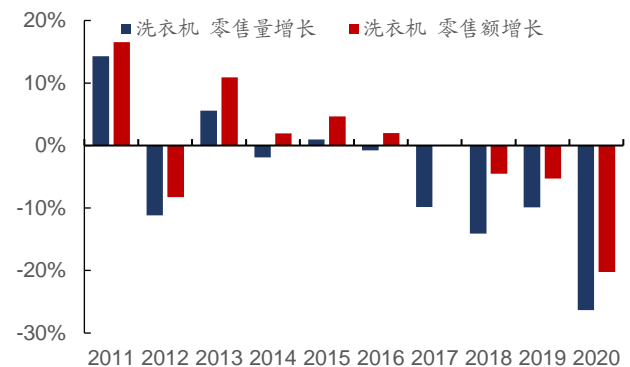
截至 2019 年，根据国家统计局数据，我国城镇居民家庭平均每百户拥有的电冰箱、洗衣机、空调分别达到 102.51、99.20、148.28 台/百户，基本做到一户一台后，城镇居民对于大白电的新增需求增速将逐步降低，除了替换需求外，推动行业规模进一步增长的另一关键在于产品结构升级。近些年，白电行业线下结构性升级明显，零售额增速远高于零售量增速，高端家电市场持续扩容。从中怡康数据看（中怡康数据主要体现线下渠道市场情况），三大白电中洗衣机和冰箱线下零售额增速高于线下零售量增速的现象明显，表明线下渠道家电消费结构持续升级，带动高端家电市场扩容。

图 15: 冰箱销量额同比变动 (%)



资料来源: 中怡康, 信达证券研发中心

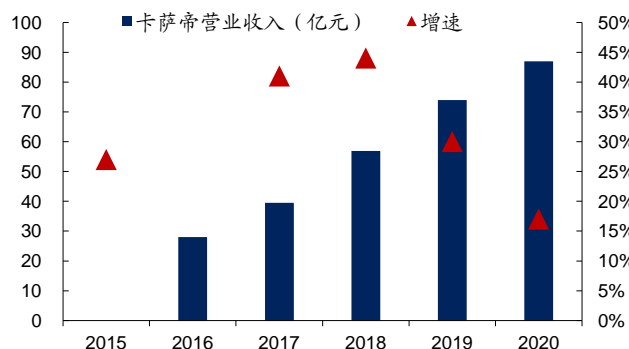
图 16: 洗衣机销量额同比变动 (%)



资料来源: 中怡康, 信达证券研发中心

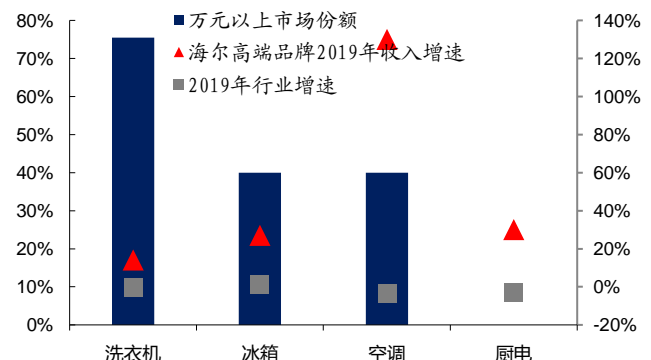
2007 年 9 月，海尔举办主题为“现在，进入未来——卡萨帝尊享未来生活”发布会，正式推出高端品牌卡萨帝，开启了布局国内高端家电市场之路。在这一阶段，国内高端家电市场整体需求并不旺盛，且多被西门子、惠而浦、飞利浦等外国品牌瓜分份额。卡萨帝的推出是海尔在中国高端家电市场的前瞻性战略布局，也是中国高端家电市场发展的一大里程碑。截至 2019 年，卡萨帝冰箱收入增速为 27%，万元以上冰箱市场份额已占 40%；卡萨帝洗衣机收入增速为 14%，万元以上市场份额高达 75.5%；2019 年热水器行业整体低迷下行，增速为-6.15%，而卡萨帝逆势增长达 30%。

图 17: 卡萨帝收入及增速 (亿元)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 18: 海尔高端品牌市场份额及增速 (%)



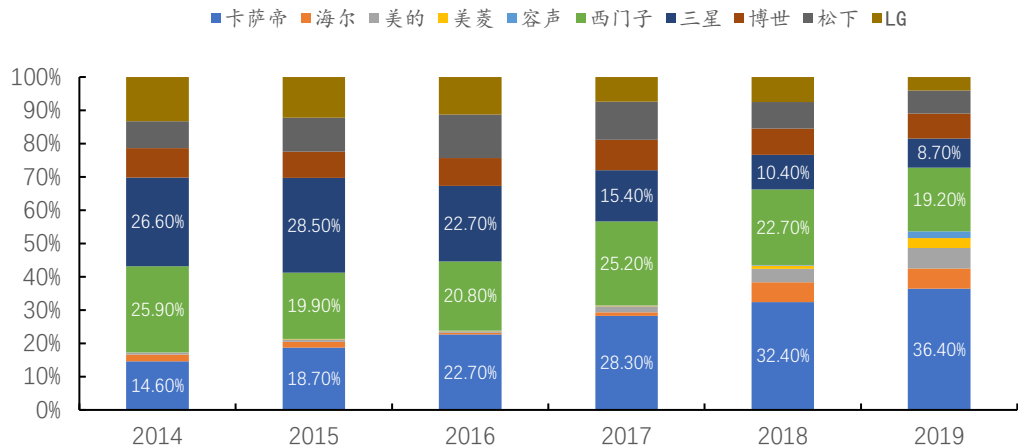
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

以高端冰箱市场为例，根据奥维云网统计的线下 10K+冰箱零售额市占率变化显示，2014 年时高端冰箱市场龙头为西门子、三星等国外家电品牌，6 年后稳居市场份额第一的变成了卡萨帝，而西门子、三星、博世等外资品牌市占率明显下降。为什么卡萨帝可以在短短几年中



## 一跃成为国内高端家电领军者呢？

图 19: 高端冰箱市场品牌市占率变化

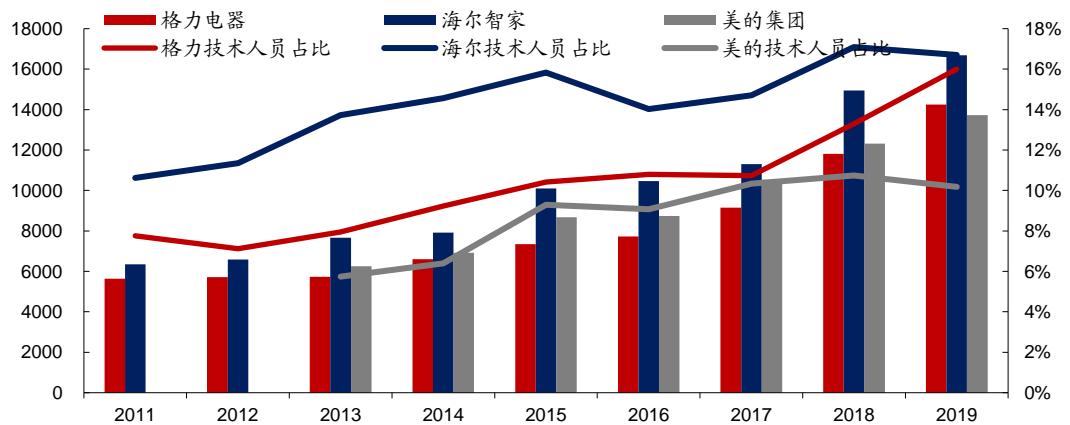


数据来源: 奥维云网, 信达证券研发中心

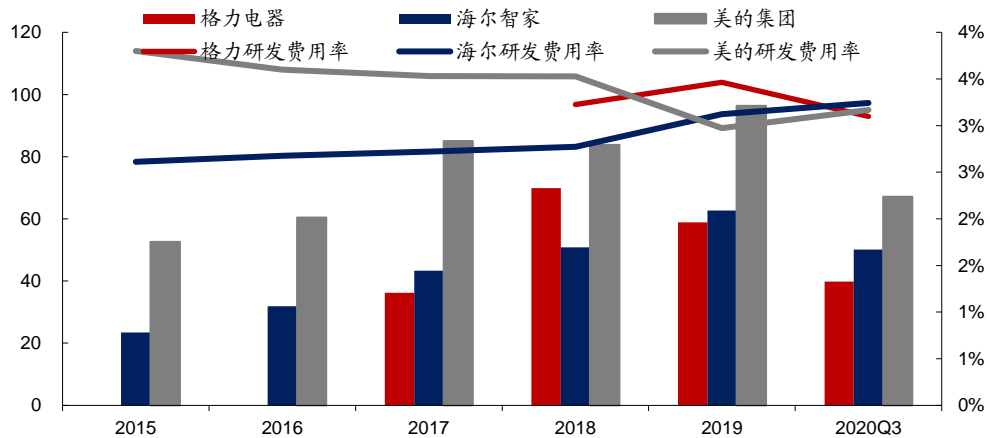
### 2.1.1 以解决用户痛点为导向, 将艺术融入家电设计美学, 全套家电解决方案提供者

全球化研发布局, 公司具备深厚的技术优势。横向比较三家白电企业, 海尔研发人员虽多, 但实际研发投入并不算高。究其原因或在于公司的全球化研发中心的建立, 以及吸收外资品牌后所获取的技术优势。例如, 海尔的洗衣机以日本研发中心为核心, 厨具和洗碗机由费雪派克负责研发, 冰箱由美国 GEA 牵头。通过这种方式把全球资源整合至同一平台, 以满足不同地区的需求。

图 20: 三大白电企业研发人员及占比



资料来源: wind, 信达证券研发中心

**图 21：三大白电企业研发费用支出（亿元，%）**


资料来源：wind，信达证券研发中心

**以用户痛点为导向推动研发技术，引领高端家电行业标准。**高端家电用户群体的家电需求偏好更为注重用户体验，而提高用户体验的关键便在于解决产品的用户痛点，卡萨帝一直以解决产品痛点为技术研发的发展方向。早在 2016 年，卡萨帝云鼎空调针对空调直送风给用户带来的潜在健康问题推出了 BNT 温自平衡技术，实现环抱式软风输送并保持恒定的湿度水平，又针对密闭空间的情况推出了 LIEP 轻离子净化去除 99% 的 PM0.3，确保室内空气的安全舒适。针对洗衣机洗衣和护理功能无法同时进行的缺陷，卡萨帝以原创的同步柔性技术使卡萨帝云裳洗衣机实现了“一机双筒”——不仅解决了双筒同时运行的技术难题，而且实现了更加静音和稳定的效果。针对冰箱产品最重要的保鲜功能，卡萨帝使用 MSA 控养保鲜技术和微风通技术实现保鲜时长的加倍和食物的自动恒温呵护。

**表 7：卡萨帝以解决客户痛点为技术发展方向**

品类	用户痛点	技术	具体分析
空调	直送风不利于消费者健康，长时间使用空调空气干燥	BNT 温自平衡技术	环抱式软风输送，保持恒定 52%最佳湿度水平
	紧密门窗导致空气质量不佳	LIEP 轻离子净化技术	去除 99% 的 pm0.3，同时微孔级离子净化技术，确保室内空气安全舒适。
洗衣机	无法洗护分桶	上下双滚筒	现上下双筒互相平衡和牵制，不仅解决了双筒同时运行的技术难题，同时实现了比普通单筒滚筒洗衣机更加静音和稳定的效果
冰箱	食材水分流失	MSA 控养保鲜技术	通过降低氧气浓度实现保鲜时长加倍，营养损失率将低于普通冰箱 1/10，
		微风通技术	首创主控感温实现对食材的恒温呵护：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
热水器	沐浴时先出冷水	零冷水瀑布洗技术	加大热水器出水量，实现循环温度达到恒温设定状态

数据来源：年报，公司官网，信达证券研发中心整理

**“人性的科技，家的温度，家的艺术”。**除了通过解决使用痛点来提高用户体验，卡萨帝同样致力于通过产品外观设计提升消费者的家电使用感受。卡萨帝的设计理念一直认为家电并不仅仅是冰冷的电器，同时也是生活品味的体现和艺术的表达，因此卡萨帝的产品设计概念中被融入了许多古典、现代的元素。例如卡萨帝天玺空调的外观设计就参照了古罗马柱式艺术设计的概念，自由嵌入六门冰箱参照欧式建筑融入了 19 度黄金美弧设计。

卡萨帝在全球拥有 14 个设计中心，300 多位设计师的团队，将每一件家居的设计都看做

艺术品的创造，追求将艺术的灵魂和精湛的工艺相结合，截至 2020 年 2 月，卡萨帝已经八次获得“工业设计奥斯卡”之称的 IF 大奖，单 2020 年便有 13 款产品斩获 9 项 IF 大奖，同时卡萨帝也多次获得“红点奖”、IFA“年度产品创新成果奖”等国际性大奖，同时卡萨帝的设计水平也深受国内市场肯定，指挥家系列空调接连斩获 AWE 艾普兰设计金奖、红顶奖等国内设计大奖。

图 22：卡萨帝将家电与艺术结合



数据来源：卡萨帝官网，信达证券研发中心整理

表 8：2018 年后卡萨帝产品设计获奖情况

时间	产品	奖项	颁奖机构
2018.01	卡萨帝 F+ 自由嵌入式冰箱	“IF 工业设计大奖”	德国汉诺威工业论坛设计中心
2018.01	自由嵌入式法式四门冰箱	“IF 工业设计大奖”	德国汉诺威工业论坛设计中心
2018.03	空调	“艾普兰金奖”	AWE 组委会
2018.04	CXW-219-CK17BGU1 吸油烟机	“IF 设计奖”	德国汉诺威工业设计论坛
2018.08	燃气热水器 CH3 恒温瀑布洗系列	“年度产品创新成果奖”	德国柏林国际消费类电子 IFA 展
2018.08	高端成套水解决方案	“年度卓越创新成果奖”	德国柏林国际消费类电子 IFA 展
2018.08	臻藏+冰吧	“年度产品创新成果奖”	德国柏林国际消费类电子 IFA 展
2018.08	卡萨帝品牌	2018 年度最具创新力家电品牌	德国柏林国际消费类电子 IFA 展
2019.01	Homey 系列自由嵌入式法式冰箱	IF 设计大奖	德国汉诺威工业论坛设计中心
2019.01	Homey 系列自由嵌入式 T 型冰箱	IF 设计大奖	德国汉诺威工业论坛设计中心
2019.03	指挥家空调柜机	“艾普兰设计奖”	AWE 组委会
2019.03	自由嵌入式 F+ 冰箱	“红点奖”	德国红点奖机构
2019.12	指挥家空调	“红顶奖”	中国高端家电及消费电子红顶奖颁奖盛典
2019.12	热水器风裳 VP	德国红点最佳设计奖	德国红点奖机构
2020.02	“指挥家”厨电套系	IF 设计大奖	德国汉诺威工业论坛设计中心
2020.02	指挥家双屏冰箱	IF 设计大奖	德国汉诺威工业论坛设计中心

数据来源：卡萨帝官网，信达证券研发中心整理

横向比较家电行业其他高端品牌，卡萨帝追求全品类布局，成套率高。目前卡萨帝产品覆盖

冰洗、空调、酒柜、热水器、厨房电器、生活电器（电饭煲、咖啡机、搅拌机等）、母婴电器等多个类别，并下设时尚典雅、简约现代、简约欧式、优雅不凡四个系列。相比之下，美的旗下高端品牌 COLMO 与西门子的高端产品均存在覆盖面窄且款式偏少的问题，因此短期内难以打开超高端品类的成套供应，卡萨帝具备显著的先发优势。

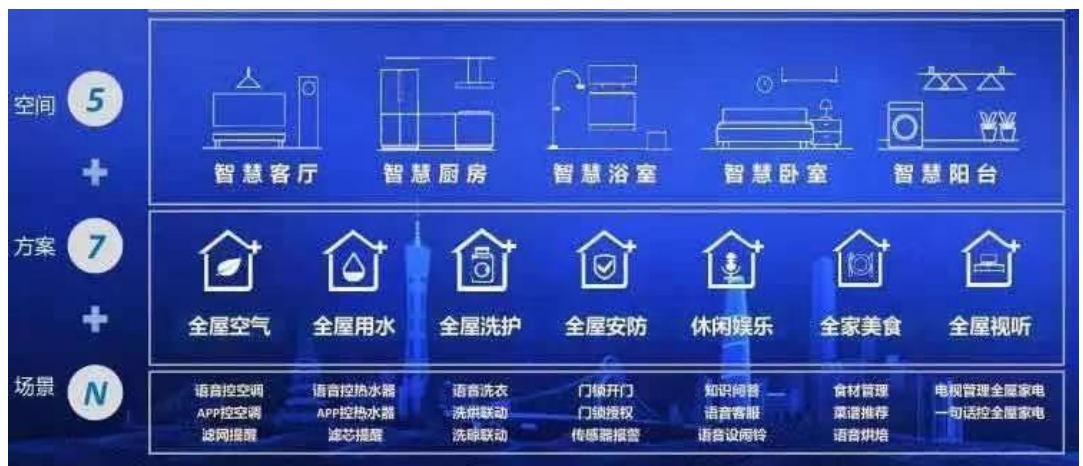
表 9：卡萨帝产品布局最为完善

	冰箱	洗衣机/干衣机	空调	冷柜/冰吧/水吧	油烟机/燃气灶/洗碗机/蒸烤箱	热水器	电视	酒柜	生活家电	其他
卡萨帝	✓	✓	✓	✓/✓/✓	✓/✓/✓/✓	✓	✓	✓	电饭煲、料理机、吸尘器等	智能门锁、母婴家电等
COLMO	✓	✓	✓	×/×/✓	✓/✓/✓/✓	✓	×	×	煮饭机器人	-
西门子/博西	✓	✓	×	×	✓/✓/✓/✓	×	×	✓	×	咖啡机

数据来源：卡萨帝、COLMO、西门子官网，信达证券研发中心整理

**定位高端智慧，愿作用户美好生活载体。**在物联网时代客户需要的不仅仅是电器本身，更是美好生活的解决方案，卡萨帝深谙此道。2019 年，卡萨帝推出“指挥家”智慧家电套系，“5+7+N”高端智慧成套解决方案正式对外公布，也是智能家居行业第一个高端智慧成套家电，由此开启了卡萨帝的“物联网时代个性化的智家定制”时代。“5”是在家庭里面的空间，包括智慧厨房、智慧浴室、智慧客厅、智慧房间、智慧阳台等五个空间。“7”是全屋洗护、全屋安防、全屋美食、全屋娱乐等七大全屋解决方案。N 则为“5”和“7”的拓展，从单品到成套家电，再到智能互联的生态产品，卡萨帝始终为客户提供行业最前沿、体验最佳的高端智慧家电，力图为消费者提供美好生活最佳载体。

图 23：“5+7+N”智慧家庭场景体验



资料来源：海尔智慧家庭公众号，信达证券研发中心

### 2.1.2 精准定位目标群体，三位一体体验式营销开创者

**精准定位高端客户人群，“思享荟”打造精英圈层交流平台。**卡萨帝作为国内高端家电领导者，率先将社群构建运用到客户维护中，打造了“圈层、体验、交互”为一体的精英圈层交流平台——MLA 思享荟（Master of Living Art），思享荟秉承着“科技、精致、艺术”的理念与生活态度，旨在拢聚志趣相投的精英家庭。思享荟不仅向目标用户群体展示最新的卡萨帝产品和生活中的艺术美学，而且在活动上邀请大批明星、精英一同分享自己的用户体验，为消费者提供了交流的平台和契机，通过社群经营的方式巩固消费者，增强用户黏性。

**图 24：思享荟历年主题**


数据来源：卡萨帝官网，信达证券研发中心整理

**三位一体营销模式，从卖家电到卖体验。**2016年，卡萨帝启动了创艺生活馆和创意生活美学体验之旅，在行业内首创体验式生活家，创新性地转换思路将产品展示场馆打造成以卡萨帝艺术家店和嵌入一体化厨电产品为核心的家庭场景。家庭式的体验馆给消费者将原本抽象的生活方式用最直观的形式展现给消费者。卡萨帝通过“高端生活圈层，高端体验，一站式购买”的三位一体营销模式，引导潜在消费者体验全新的生活方式，体验后进行交互沟通，通过“卖体验”的方式传达卡萨帝的生活态度和生活美学，用更为立体生动的方式进行产品和品牌营销。

卡萨帝丰富的产品矩阵为所其打造沉浸式体验场馆提供了基础，为消费者提供了衣食住娱居家全场景的完整展示。

**图 25：沉浸式场景体验卡萨帝衣食住娱极致生态**


数据来源：卡萨帝官网，信达证券研发中心整理

**自上而下渠道稳步铺开，创意生活馆赋能用户提升体验感。**卡萨帝 2014 年新开和升级网络 2600 家，基本实现网络全覆盖，2015 年单年建店 1440 家，其中有 153 家大型体验店，基本实现了一二线城市的全覆盖。截至 2018 年，卡萨帝门店累计建设超过 8000 家，成套品牌店达 600 家。卡萨帝并未因自身高端品牌的定位而局限于一二线城市，相反，卡萨帝努力提升渠道覆盖面，扩大县级以上触点网络布局，截至 2019 年实现县级以上市场覆盖率达 80%。卡萨帝开设的线下门店中包括大型体验店、创艺生活馆、成套品牌厅等多种形式，通过不同的侧重点为消费者提供多样化的场景和交互体验。

**表 10: 卡萨帝渠道建设稳步推进**

时间	卡萨帝渠道建设
2014	新开和升级网络 2600 家，基本实现网络全覆盖，便捷、全面满足高端用户的体验和购买需求。
2015	建店 1440 家，其中大型体验店 153 家，整体网络在一二级市场实现全覆盖；创造满足用户需求的差异化产品，建立专业智能制造工厂，建立符合高端用户需求的质量和服务体系。
2016	卡萨帝品牌专厅与品牌产品专柜合计建设 1300 余家，已经累计拓展品牌专厅及专柜 3000 多家，覆盖中国 60% 以上的县级市场
2018	卡萨帝门店建设超过 1800 家，累计卡萨帝门店建设超过 8000 家、卡萨帝成套品牌厅 600 家
2019	持续扩大县级以上触点网络布局，县级以上市场的覆盖率达到 <b>80%</b>

数据来源：公司年报，信达证券研发中心整理

### 2.1.3 价格段不断向上下扩宽，扩大潜在消费市场

卡萨帝在保持高端品牌形象的基础上，也不断新增品类以拓宽品牌价格区间，从而覆盖更广泛消费者。以冰箱为例，卡萨帝主流价格带落在 1-2 万元间，偶有 2-4 万元的产品，但在 2019 年卡萨帝向下小幅拓宽产品价格，推出双开门及三开门等低于 8000 元的产品；并向上大幅拓宽产品界限，推出 10 万元 659 升的法式四门冰箱。而 COLMO 和西门子的冰箱产品价格带相比较窄，低于 1 万元的产品线暂时处于空缺状态。

在其他生活电器定价方面，卡萨帝与同行业高端品牌产品线价格处于同一价位，以手持吸尘器为例，卡萨帝两款手持无线吸尘器 VC1811/VC1821 分别标价 3999/2999 元，与戴森 V10/V8 价格基本持平。

**图 26: 卡萨帝与美的西门子高端系列比较**

	海尔卡萨帝	美的 Colmo	西门子
冰箱	<p><b>时尚典雅</b> 朗度 8.1-33k 云珍 7.7-11k 自由嵌入 11-14k 指挥家 23k-100k</p> <p><b>优雅不凡</b> 朗度 13-27k 云珍 13k 天威 37k 指挥家 38-100k</p> <p><b>简约现代</b> 朗度 11-14k 云珍 4.6-12.7k 自由嵌入 14-40k HOMEY 23k</p> <p><b>简约欧式</b> 指挥家 21k</p>	<p>BALANCE 冰箱 69999 熔覆岩对开门冰箱 20999 熔覆岩法式冰箱 20999 熔覆岩十字冰箱 20999</p>	<p>零度保鲜 5299-16999 风冷无霜 3299-9499 智感零度 12599-15999 酒饮美妆 39999</p>
洗衣机	<p>云裳 7-13k 纤见 27-40k 双子云裳 13-36k 紫精灵 3.9k</p>	<p>BLANC 洗衣机 45999 33999 全驱洗衣机 10999</p>	<p>超氧除菌 3.9-10k 智能投放洗涤 5.9k 烘洗一体 5.7-9.7k .....</p>
空调	<p>铂雅 5.3-5.6 天玺 100</p>	<p>TRUING 挂机 10999 柜机 39999 中央空调 55999 AIR 空间站 33999</p>	
其他家电	<p>酒柜 热水器 洗碗机 6.6-25k 悠享 3.3-5.8k 水韵 5.6-7.8k 电烤箱 13-18k 至享 5.8-6.6k 水韵 7.6k IH 电饭煲 4-8k 馨享 5-7k 天沐 5.7-7k 燃气灶 3.9-8.4k 御享 4.3-5.3k 风裳 3.6-4.5k 油烟机 垃圾处理器 臻享 13-20k 空气能 14-22k 咖啡机 搅拌机...</p>	<p>电煲煲 21k 烘干机 7-11k 油烟机 热水器 水吧 洗碗机 炉灶 3.5-13k 3-9k 7-34k .....</p>	<p>烘干机 3999-15499 洗碗机 4599-13990 烘干机 2449-2949 燃气灶 3399-11590 蒸烤一体机 咖啡机.....</p>

数据来源：信达证券研发中心整理

作为定位高端市场的家电品牌，高端产品价格高价维持了品牌的高端形象，但同时高端并不意味着普通消费者难以承受。卡萨帝的定价策略与其渠道布局思路存在一定共通之处，低价下探拓宽了品牌受众，有利于品牌持续放量，渠道的下沉有利于发掘潜在用户群体，提高品牌国民度。卡萨帝的高端并不仅仅体现在价格上，同样体现在其所提供的智慧家居生活理念，为更多用户提供高质量的生活解决方案是卡萨帝一直以来秉持的高端发展路线。

## 2.2 从卖产品到卖场景，“三翼鸟”起飞会有时

海尔精神随着时代发展不断变更,从上世纪八十年代开始海尔的战略经过了“名牌战略阶段”、“多元化战略阶段”、“国际化战略阶段”、“全球化品牌战略阶段”和“网络化战略阶段”，**2019年，“产品会被场景替代，行业将被生态覆盖”，海尔提出生态品牌战略。**生态品牌战略的实质就是与用户交互，借助区块链、物联网等工具，向客户提供个性化所需的产品和服务。作为生态品牌战略的重要布局，**2020年9月11日，海尔首个场景品牌三翼鸟诞生了。**

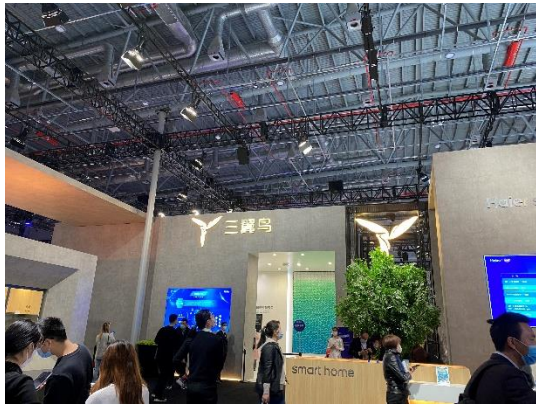
图 27：产品会被场景代替，行业将被生态覆盖



数据来源：海尔集团官网，信达证券研发中心整理

**2021年3月22日，三翼鸟在海尔智家生态大会现场第一次正式与消费者见面了。**三翼鸟作为行业首个场景品牌，开辟了从卖产品到卖场景的新赛道，提供阳台、厨房、浴室、全屋空气、视听等智慧家庭全场景解决方案。通过依托海尔的智家体验云平台、连接用户、企业，根据具体需求创造多样化的个性化家居方案。三翼鸟的品牌概念源自混沌理论中的奇异吸引子，外部稳定且具有吸引力，而其内部模块的不断组合变化，符合海尔所希望的不断根据用户需求提供个性化解决方案的场景发展之路，且海尔本身强大的品牌吸引力未来也将吸引内外生态方的蜂拥而至，共同推动家庭物联网走进千家万户。

**提供最全面的场景解决方案、最专业的场景换新方案。**三翼鸟可以为消费者提供 100 个阳台结局方案，21 套不同风格的厨房场景，40 种以上的智慧卧室场景和 8 大类 15 种衣帽间类型，同时它可以用 3 天 6 步升级智慧厨房，将老旧厨房焕新成新式厨房，也可以 1 天之内完成传统浴室的升级。丰富的选择和高效的焕新能力确保了三翼鸟能够更好更快地相应不同消费者多样化的需求。

**图 28: AWE 海尔三翼鸟展馆**


资料来源：信达证券研发中心

**图 30: 三翼鸟智慧阳台**


资料来源：三翼鸟官方微博，信达证券研发中心

**图 29: 三翼鸟智慧厨房**


资料来源：三翼鸟官方微博，信达证券研发中心

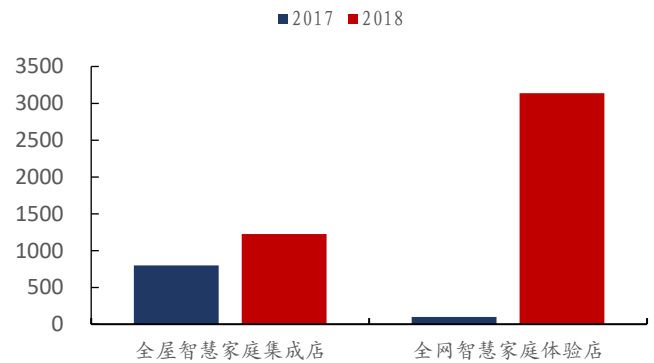
**图 31: 三翼鸟智慧客厅**


资料来源：三翼鸟官方微博，信达证券研发中心

**三翼鸟作为场景品牌，其背后是公司对于智慧家居的长久布局。最早，为了提高高端家电的附加价值，公司打了智慧生活平台的意在提升海尔高端生产线，特别是卡萨帝长久的核心竞争力（卡萨帝另一大核心竞争力是艺术设计感），从而保证公司高端产品在市场上始终处于领先地位。**U+智慧生活平台，即通过云计算、大数据及第三方服务资源的打通，打造智能家居。目前海尔部分高端产品，例如空调、加湿器及空气净化器可根据室内温度、湿度及PM2.5浓度自动实现开关及各类调节功能。智能冰箱也可记忆所有食物的贮存时间，并根据食物类别推荐相应菜谱。早在2018年，海尔便建成了4个智慧家庭体验中心、423个全屋智慧家庭继承店，3037个全网智慧家庭体验店以吸引线下高净值顾客的交付，智慧场景方案单用户平均成交额达25万元。

**图 32: 海尔线下体验门店**


数据来源：信达证券研发中心

**图 33: 海尔智慧家庭门店布局**


数据来源：公司年报，信达证券研发中心



在海尔智家生态大会的现场，公司发布了新一代的智家大脑 **Uhome OS 3.0**。这是全行业唯一面向智慧家庭场景生态的操作系统，是智慧家庭的核心技术引擎，体现了海尔智家在智能家居 **AIOT** 技术领域的绝对优势。Uhome OS 3.0 的特征主要可以概括为无处不在、自然交流、主动贴心、安全可靠和持续学习，这些特性使得系统能更好得做到智能连接、智能感知、智能决策和智能交互。截至大会发布前，智家大脑已经服务超过 1.8 亿家庭数，月场景交互数量达 2.4 亿，总交互次数超 26 亿次，智家 APP 越活用户数量达到 1560 万。

图 34: Uhome OS 3.0



数据来源：海尔集团公众号，信达证券研发中心

### 2.3 不止家电，生态终将覆盖行业，协同家电发展

**前瞻布局领先行业，全生态均衡发展。**从品牌到场景到生态是海尔集团所选择的可持续发展路径，海尔集团也从很早便开始了全方面的产业布局。根据海尔集团官网显示，海尔生态下面拥有卡奥斯、日日顺物流、盈康一生、海纳云、海创汇、海尔衣联网、海尔食联网七大生态品牌，其中卡奥斯物联生态科技有限公司为海尔智家子公司，日日顺物流为海尔智家全资子公司海尔电器的子公司，而盈康一生、海纳云、海创汇均为海尔集团孵化的生态品牌。

图 35: 产品会被场景代替，行业将被生态覆盖



数据来源：海尔集团官网，信达证券研发中心

#### 2.3.1 卡奥斯：全球引领的世界级工业互联网平台

**智能制造平台拓宽 2B 业务。**U+智能制造平台 (COSMOPlat)，即海尔将自身在互联网工厂上已形成的模式构建工业互联网平台；同时结合已有的智能装备、智能控制、模具、智研院

等能力，为企业智能制造转型升级提供软硬一体的解决方案。该平台可通过大数据分析，帮助 B 端企业实现协同采购、智能制造、智慧物流、精准营销、降低产品研发周期等。2018 年 COSMOPlat 获批首个国家级工业互联网示范平台，以公司 15 家互联工厂（2019 年底）为样板，按照“立足家电业、面向消费品、辐射制造业”的方向为区域企业提供智能制造服务，从而开拓 2B 渠道的营收模式。2018 年 COSMOPlat 实现收入超过 70 亿元。

图 36: COSMOPlat 模式



数据来源：卡奥斯官网，信达证券研发中心

2020 年，海尔智家为了聚焦智慧家庭主业，决定剥离非主营业务从而节约非主业资本性开始，向海尔生态投资转让所持有的海尔卡奥斯物联生态科技有限公司 54.50% 股权，转让完成后，公司直接持有卡奥斯 10.74% 股权，并通过控股子公司间接持有卡奥斯 8.01% 的股权，合计持有卡奥斯 18.75% 股权，卡奥斯从 2020 年起将不再纳入公司合并报表范围。

尽管卡奥斯生态物联不再纳入海尔智家合并报表范围，但起其作为全球领先的世界级工业互联网平台的功能依旧可以持续为海尔智家进一步赋能，为海尔智家旗下公司提供更好的信息技术与制造技术融合途径，共同进化并实现增值分享。

### 2.3.2 日日顺物流：场景物流生态品牌，真正实现智慧物联，

近年来，在传统电商发展趋缓、线上渠道红利殆尽的背景下，推进渠道融合、拥抱新零售对品牌商来说势在必行。在渠道改革这一方面，海尔走在家电行业前列。2016 年海尔首次推行渠道改革，聚焦于理清内部利益机制，在考核制度上进一步向零售端倾斜。但是 2016 年首次渠道改革并不充分，仍然存在以下几点问题：

- 1) 渠道信息获取不充分：渠道数据只能获取至县级，并不能获取乡镇级经销商的进销存及价格数据。
- 2) 经销商自行负责仓储物流，造成配送与运营效率偏低。
- 3) 渠道冗余加价偏高：零售商从经销商处进货价往往高于海尔指导价，导致海尔产品的竞争力降低。

基于上一轮渠道改革中遗留问题，海尔在 2018 年开展第二轮渠道改革，旨在提升全流程效率。在这一轮改革中，海尔开始推行统仓统配，统一订单货物配送主体为日日顺。日日顺为 1998 年海尔自行创立的大件物流平台，如今其已发展成为物流领域的一大独角兽。2019 年日日顺从港股上市平台剥离，开始谋求独立发展。

**图 37：各企业大件物流体系布局一览**


数据来源：亿欧智库，信达证券研发中心

**短配送时长+广覆盖，渠道充分下沉至低线市场**在这一轮渠道改革中，海尔将日日顺作为唯一配送主体，改变了以往家电产品配送主体多且杂、配送与销售相分离的散乱局面。日日顺可以提供仓储、干线运输、支线运输和终端配送于一体的全流程服务，通过减少货物中间流转缩短配送时间，提升了订单相应速度。同时，2019年末海尔在全国范围内拥有8000多家专卖店、27000余个乡镇零售终端，并有日日顺7个集货仓、26个前置仓、33个始发仓，100个过站仓，13415个乡镇覆盖点等与之配套，有效支持了对低线市场的下沉。2019年，海尔在推行统仓统配的乡镇区域份额同比+11%，效果立竿见影。

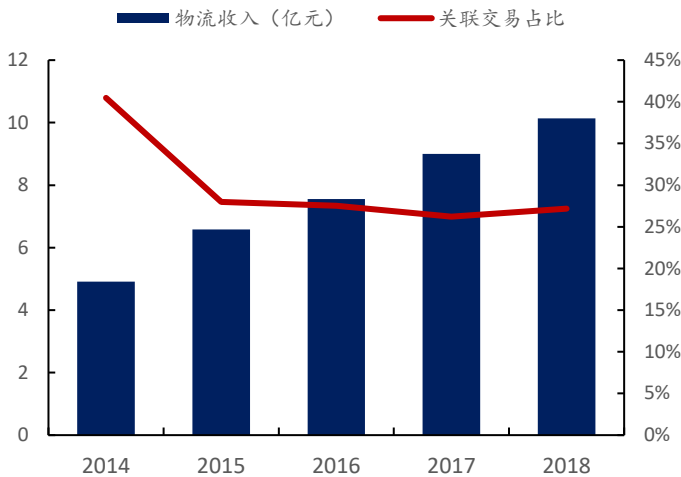
**图 38：统仓统配下减少物流中间流转**


数据来源：亿欧智库，信达证券研发中心

从上市公司平台剥离后日日顺社会化服务增多，通过聚合不同消费者需求，其已成为海尔的新零售信息集合平台。起初日日顺基本只为集团内部服务，2013年牵手阿里巴巴后，内部关联交易占比显著下降。通过为第三方电商平台配送，日日顺逐步成为信息集合平台，为公司及终端不同渠道的消费者搭建沟通桥梁，使终端需求及时反馈给集团，从而为U+ platform提供定制化解决方案，真正实现从生产、销售、物流、售后的一体化服务。

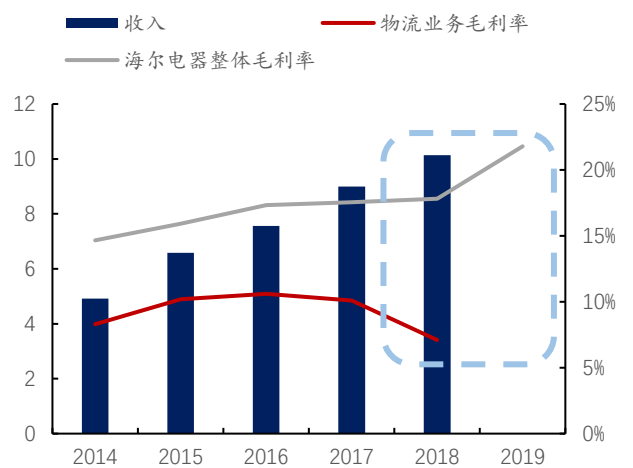
日日顺单飞后不仅自身迅速成长，也间接提升了上市公司毛利率。因大件物流安装配送专业性较高，因而人力成本始终略高于一般物流企业，加之前置仓、运输车辆等固定资产的投入，上市公司毛利率常被拉低。2019年日日顺剥离后，上市平台毛利率显著提升。

图 39: 牵手阿里后内部关联交易占比显著下降



数据来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 40: 日日顺剥离后上市平台毛利率增强



数据来源: 公司公告, 信达证券研发中心

“工欲善其事，必先利其器”。统仓统配之所以能够提升海尔的渠道效率，亦离不开完备的信息系统建设。强大的信息化平台为海尔提供了掌握渠道情况的工具，在这一基础上统仓统配才具备运营空间。

2018 年下半年，海尔将巨商汇注入到日日顺体内，并通过日日顺旗下易理货和智家云店等打造综合化信息平台，为经销商提供支持。截至目前，易理货平台覆盖了所有县级经销商，大多数乡镇级经销商也通过易理货平台下单订货，县级经销商得以掌握乡镇级经销商的进销存数据，打通了从零售终端到工厂生产的通路，从而使得统仓统配得以实现，公司对渠道的掌控力进一步增强，从而运营效率稳步提升。

表 11: 海尔旗下数字平台

	适用对象	功能
易理货	服务商（原县级经销商）及经销商（原乡镇经销商）	经销商订货及账户管理；服务商对下游经销商的库存以及促销管理
智家云店	经销商（原乡镇经销商）	经销商实体门店管理，包括展示、分销及记账
营销学院	经销商（原乡镇经销商）	系统操作培训；产品介绍；终端销售能力培训

资料来源: 信达证券研发中心整理

图 41: 易理货可实现库存监控



资料来源: 易理货官网, 信达证券研发中心

图 42: 智家云店提升门店运营效率

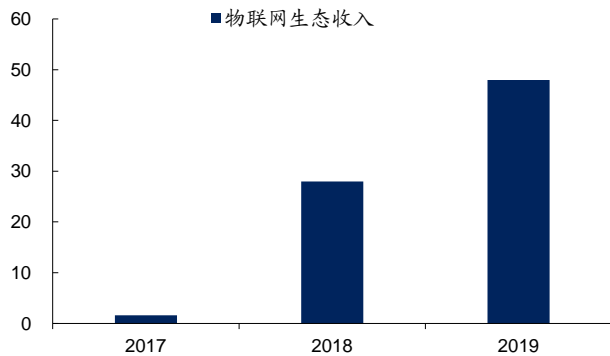


资料来源: 易理货官网, 信达证券研发中心

### 2.3.3 衣联网、食联网：多品牌交互，引动定制化产品渗透，协同场景品牌发展

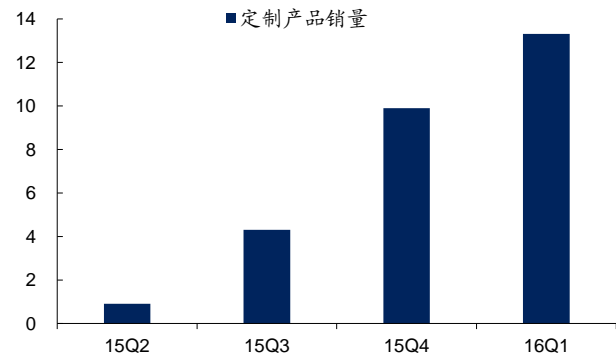
率先布局衣食联网等物联网生态品牌，搭建用户交互平台引导定制化产品渗透。海尔衣联网全球首创，为用户提供“洗、护、存、搭、购”全生命周期的智慧解决方案，而食联网以智慧冰箱、厨电为入口，基于个人饮食习惯与健康数据，提供智慧烹饪、营养方案制定等增值服务。与此同时，海尔通过大数据搭建“众创会”、“海达源”等平台，使用户、设计师、供应商实时交互，实现用户驱动前端制造及模块化定制。海尔通过用户评价投票方式甄选供应商，变相创造出制造业的“天猫商城”。

图 43: 海尔物联网生态收入攀升 (亿元)



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 44: 定制化产品销量显著上升 (万台)



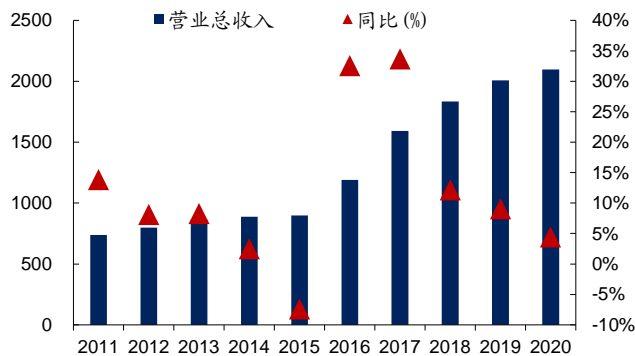
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

衣联网、食联网所提供的定制化服务也可以与智慧家居（如三翼鸟智慧场景）相结合，从而为消费者带来更为智能便捷的服务。如衣联网中应用的 RFID 芯片可以记录衣物的材质、产地、洗涤注意事项等，海尔的智能洗衣机将有可能通过芯片识别衣物信息自动选择洗护模式，再结合三翼鸟智慧阳台，将为用户提供最为智能、准确的洗烘消毒晾晒服务，让消费者提供到真正的生态智能家居。

### 三、海尔智家：桃实千年非易待，私有化带来效率拐点

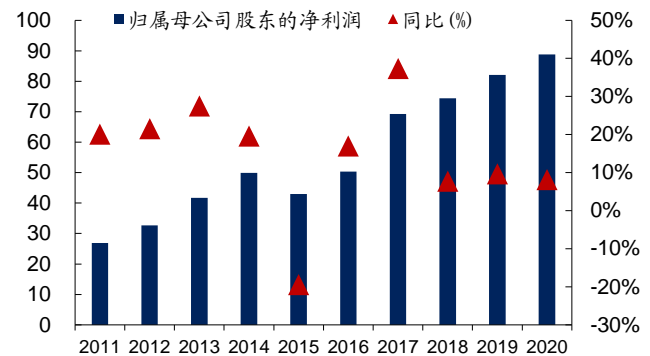
成立于 1989 年的海尔，如今已迈过风雨 40 年。作为较早上市的一批企业，海尔通过自身的持续耕耘与行业内的整合并购，已经成为国内家电行业的龙头企业。从业务布局上看，公司已覆盖三大白电、厨房小家电、水家电等多种品类，加之旗下拥有物联网研发团队，因此公司具备成为成套化智慧家庭解决方案服务商的软硬件实力。凭借海尔电器私有化带来的效率改善，并购品牌在海外的强大推力，以及中高端品牌的持续放量，公司净利表现在中长期时间维度上具备明显改善空间。

图 45：海尔智家营业收入及增速（亿元，%）



资料来源：wind，信达证券研发中心

图 46：海尔智家归母净利润收入及增速（亿元，%）

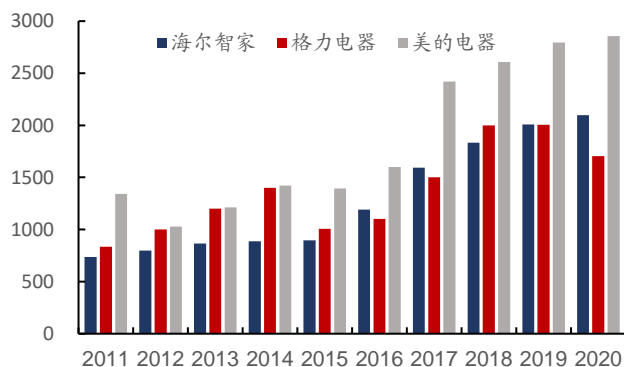


资料来源：wind，信达证券研发中心

#### “增收不增利”，海尔估值为何止步不前？

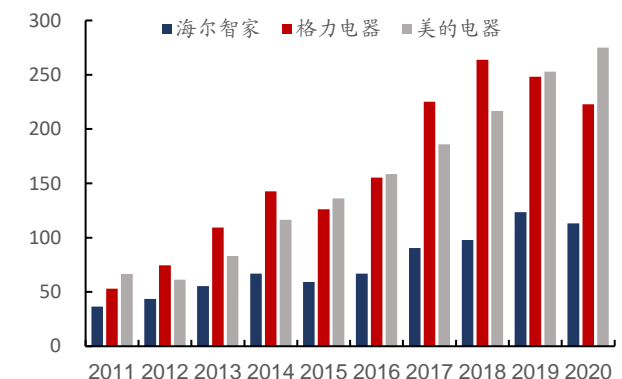
复盘海尔过去十年公司的规模增长，不难发现，“增收不增利”是海尔智家报表端表现出的最大特征，和其他两大白电龙头对比时尤为明显。2019 年公司营收体量与格力电器相当，分别达到 2007.62、2005.08 亿元，但公司净利润达到 123.34 亿元，仅为格力电器的二分之一，2020 年，海尔在营收超过格力电器的情况下，净利润仅为其一半。业绩表现的不尽如人意成为导致公司估值折价的核心原因之一。那海尔为何会出现近年来营收规模稳步扩大但归母净利润停滞不前的状况呢？我们主要从股权和业务层面分析其原因。

图 47：海尔智家与格力电器营收相当（亿元）



资料来源：wind，信达证券研发中心

图 48：海尔智家归母净利润（亿元）



资料来源：wind，信达证券研发中心

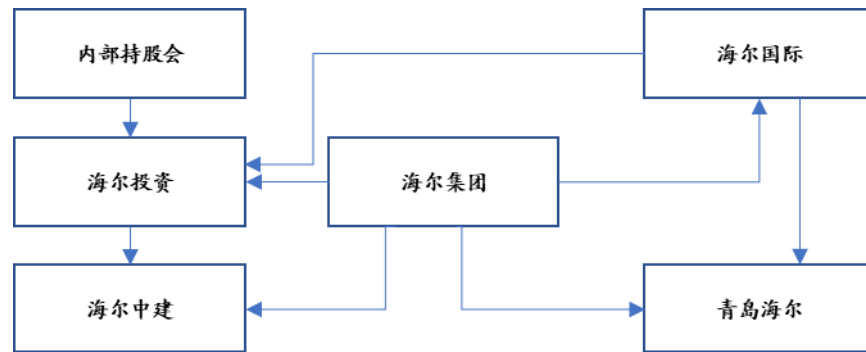
#### 3.1 复杂的股权与业务结构成公司桎梏，治理效率亟待提升

##### 3.1.1 早期激励机制难以开展，催生复杂股权机构

股权分置改革开展前，公司成立内部高管持股会，通过海尔投资间接持有港股上市公司以实

现管理层激励目的，H股上市平台实为公司资本运作的重心。1993年，青岛海尔以冰箱业务在A股上市，但彼时股权分置改革尚未开展，因此管理层即使持有公司股权，也无法享受到上市后的市场化激励。之后，公司进行市场化激励的探索转向H股平台，1997年公司成立内部高管持股会（现已更迭为海创客）并于2000年持股新注册的海尔投资98.6%股份，后者于2001年持有境外借壳上市的海尔中建（后更名为海尔电器，上市之初仅注入手机业务，之后将手机业务置出并分次置入洗衣机和热水器资产），从而达到市场化激励管理层的目的。至此，海尔集团形成A+H股机制，并一直延续至今。

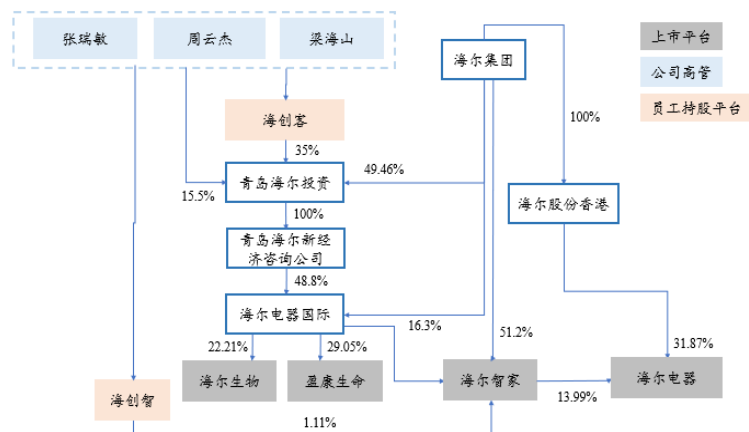
图 49：青岛海尔与海尔中建（后更名为海尔电器）上市之初的公司股权结构图



资料来源：wind, 信达证券研发中心

海尔国际作为另一座激励桥梁连接上市公司与管理层。海尔集团除内部持股会间接持有港股上市公司外，青岛海尔洗衣机股份公司（2001年更名为海尔国际）作为另一大桥梁，扮演着连接上市公司与管理层的重要角色。1997年海尔集团将20%青岛海尔的股权转让给海尔国际，并于2001年向后者定向增资，以股权注入方式将约15%的青岛海尔股份再度转让。根据目前股权结构看，海尔国际由青岛海尔新经济咨询公司控股48.8%，而后者由海尔投资100%控股。除海尔智家及海尔电器外，海尔国际旗下仍有海尔生物、盈康生命两家上市公司。

图 50：海尔集团现有股权架构（截至 2020.9，私有化进行前）



资料来源：wind, 信达证券研发中心

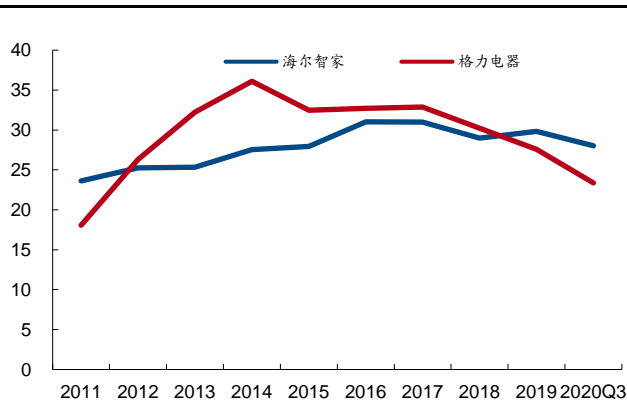
### 3.1.2 集团核心资产分散于不同上市平台，业务条线孤立与重叠问题凸显

除治理效率瑕疵外，复杂的股权架构也造成集团核心资产分散于不同上市平台，进而导致业务条线的相互孤立与重叠。

(一) 供应链端：初期集团成立上游原材料和零部件采购公司，统销统购下采购链条长，压低毛利率，并造成大量关联交易。后推进自主采购降低关联交易额，但关联交易规模仍高于格力美的。

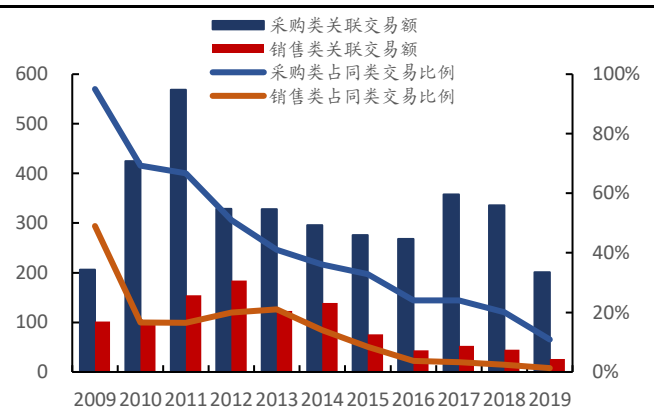
1998 年海尔成立上游原材料和零部件采购公司，及下游负责产品分销的四十二家工贸公司。其中零部件采购公司由海尔内部持股会全资控股，工贸公司由海尔集团全资控股。内部持股会通过零部件采购公司掌控整个海尔集团的零部件采购，所有工厂均向零部件采购企业进行生产采购，而零部件采购企业享受购销差价（代理费为实际采购价的 1.25%）。虽然集团实行统销统购的政策可以通过大规模集中采购降低成本，但由于零部件采购公司将其作为利润来源，所以在增加原材料销售层级的情况下，相较同时期的格力，海尔的原材料成本一直偏高，集团内部的关联交易规模也高于同类企业。除此之外，除集团采购外，海尔商标的所有权归属于内部持股会，也造成集团内部不必要的关联交易。2006 年海尔商标使用权免费开放后，内部关联交易显著降低。

图 51：格力和海尔智家毛利率比较（%）



资料来源：wind，信达证券研发中心

图 52：下设自主采购渠道后，公司关联交易金额显著降低



资料来源：wind，信达证券研发中心

2006 年海尔智家下设自主采购渠道“青岛海达瑞采购服务有限公司”、“青岛海达源采购服务有限公司”后，逐步扩大自主采购力度，从而极大程度上优化了集团内部不必要的关联交易，但截止 2019 年海尔智家与集团（目前青岛海尔零部件、青岛海尔国际贸易为集团采购物资的国际分供方网络）采购关联交易仍达 10.9%，而同期内格力、美的内部采购关联交易仅为 1.64%、1.27%。

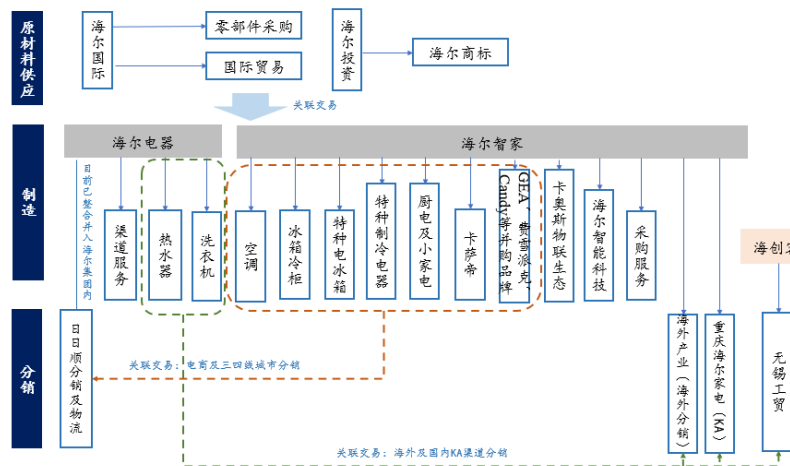
(二) 资产端：股权分置改革后核心资产聚焦 A 股平台，但洗衣机、热水器等业务仍归属港股上市公司。资产分置实际上使不同上市平台定位更加明确，这并不会对企业生产经营产生太大影响，复杂股权结构下的销售渠道建设更值得关注。

**海尔智家：**2006 年股权分置改革后，经过多年资本运作及股权转让，空调、冰箱冷柜、厨电小家电、海外资产及高端品牌卡萨帝等核心资产重新聚焦 A 股平台。

**海尔电器：**2006 年海尔集团将手机业务置出港股上市平台，并将洗衣机与热水器业务置入，从而确立海尔电器的白电旗舰地位。2019 年海尔国际的净水器销售业务与海尔电器的日日顺业务置换，从而使得净水器销售业务并表港股上市平台，日日顺出表，但海尔电器仍对其实施战略投资。截止 2019 年末，海尔电器承担了洗衣机、热水器的制造（即作为核心资产存在），洗衣机、热水器及净水器的销售及国内渠道分销三大职能。

两大上市平台各司其职有利于海尔电器打造“水家电健康平台”及海尔智家的“智慧家庭”定位。即使未私有化海尔电器，资产分置也不会对企业经营造成特别重大影响，相较之下我们更需关注公司销售渠道的建设。

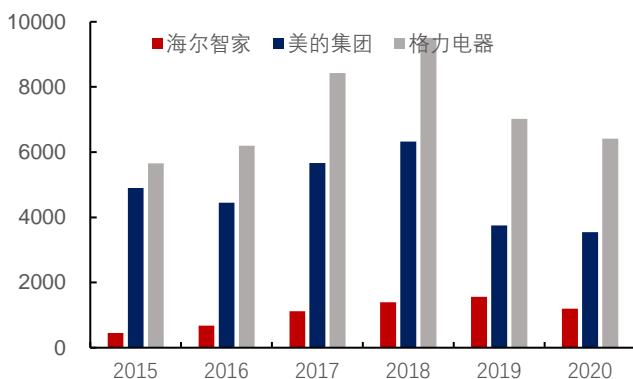


**图 53：海尔系各平台私有化前持有资产及相关业务（截至 2019.9）**


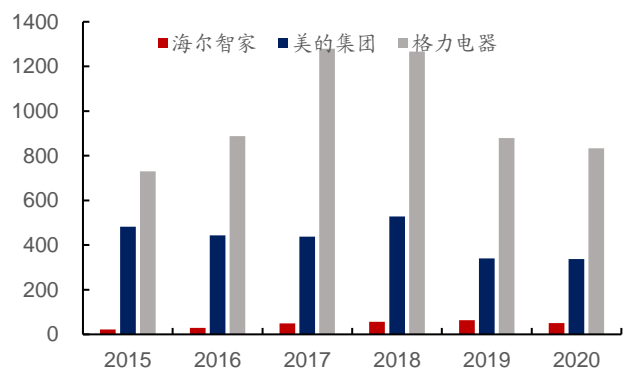
资料来源：信达证券研发中心整理

（三）渠道端：国外渠道，经销 KA 及线上渠道分立并不会对企业经营造成影响，并且渠道分立有助于各渠道掌握不同细分消费者的核心需求；但由于所有渠道并未整合在同一平台下，易造成人员冗余，报表端体现为高内部关联交易与低员工效率。

海尔集团内部共有三大分销机构：重庆海尔家电（归属于海尔智家）销售掌管 KA 渠道；海外电器产业（归属于海尔智家）掌管海外分销；日日顺（原本归属于海尔电器，2019Q3 从中剥离后集团直属管理）掌管三四线城市及电商渠道。渠道分立可以快速触及细分消费终端，以便掌握一手市场信息。但在海尔的业务架构下，制造端资产分立在两大上市平台体内，分销渠道也分置在不同平台，并未形成统一事业群，造成集团内部销售关联交易偏多（例如，当海尔电器需要将洗衣机销至海外时，需经过海尔智家下属的海外电器产业）。同时，日日顺掌管三四线城市也导致 KA 渠道与重庆海尔家电有所重合，也极易造成销售人员及销售资源的冗余浪费。因而，当我们比较报表端海尔、格力、美的销售费用率与销售人均创收及创利时，可以明显看到海尔资源利用率的不足之处。

**图 54：海尔智家人均创收低于格力与美的（万元）**


资料来源：wind，公司年报，信达证券研发中心

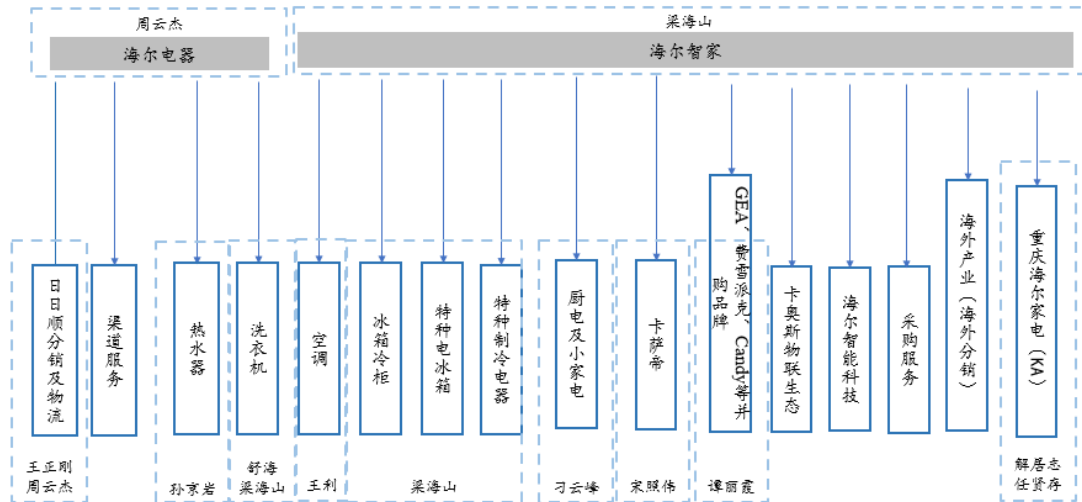
**图 55：海尔智家人均创利低于格力与美的（万元）**


资料来源：wind，公司年报，信达证券研发中心

轮值总裁制结束后并未在财报端看到明显费用率的优化，进一步验证资源消耗由渠道分立导致。2013 年随着管理层新旧更迭拉开帷幕，海尔开始实行以海尔电器行政总裁周云杰、海尔智家董事长梁海山为核心的轮值总裁制。从上文财报表现反映来看，或因为治理理念不同（周云杰先生偏重营销及渠道建设，梁海山先生偏重制造技术研究），轮值总裁制实行后海尔的销售费用率一度走高，即使在 2016 年集团董事长人选（由周云杰先生担任）尘埃落定，

定后，依旧没有明显改观。这其中因轮值总裁制遗留下的后遗症，但更多的是分销渠道未整合在同一平台下造成的资源冗余与损耗。

图 56：轮值总裁制下的业务班底（2013-2016）

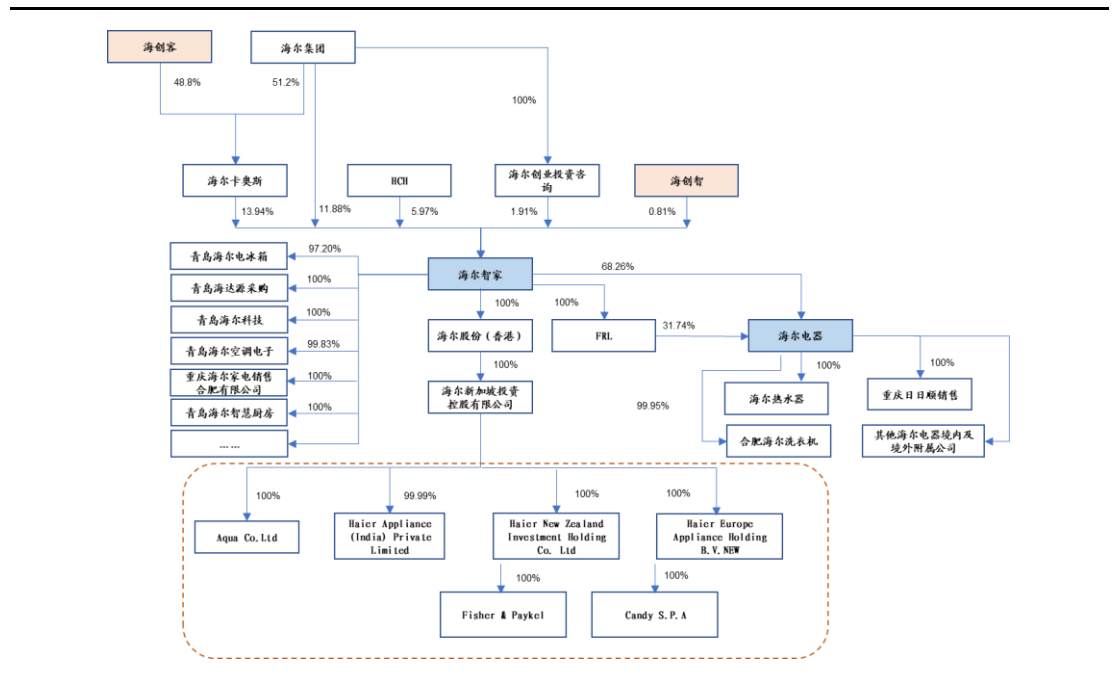


资料来源：信达证券研发中心整理

### 3.2 桃实千年非易待，海尔电器私有化后经营效率迎来提升拐点

2020年7月31日，公司发布对于海尔电器私有化筹划的公告，长达十余载的海尔管理体系之争终于迎来尘埃落定的曙光。海尔智家以新发行的H股股份作为私有化对价，换股比例为1:1.60，同时安排计划生效的七个工作日内，海尔电器向计划股东以现金方式按照1.95港元/股支付现金付款1.95港元/股现金付款。协议安排生效后，海尔电器将成为海尔智家全资子公司（假设EB转CB方案生效）并从港交所退市，海尔智家将通过介绍方式在港交所主板上市并挂牌交易，计划股东也将成为海尔智家H股股东。

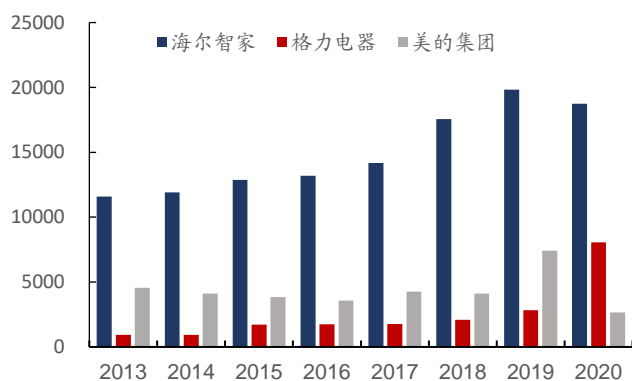
图 57：私有化后海尔智家股权结构（截至 2021.2）



资料来源：信达证券研发中心整理

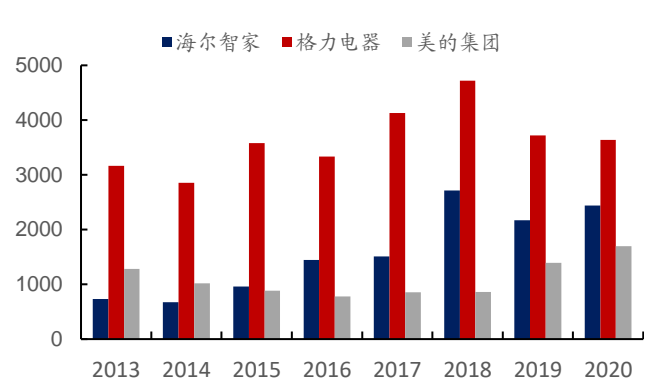
海尔电器私有化后，销售及管理费用率控制或有望得到改善。横向对比三大白电的人员构成，海尔智家的销售人员数量远高于美的和格力，而销售人员人均创造营销价值却远低于美的格力，2019 年人均销售人员创收仅为 0.1 亿元，同年格力、美的销售人员人均创收达到 0.7 亿元/人、0.38 亿元/人，销售人员数量冗余且效率低下问题显著。随着海尔电器的私有化，旗下销售渠道将收归海尔智家，未来或将构建销售渠道事业群，整合后裁撤更换冗余员工，人员工资有望降低；与此同时营销资源也将直达终端专卖店，减少中间资源浪费，从而销售费用率或将得到明显改善。与此同时，集团的管理人员也有望因此整合归并，从而降低管理费用率。

图 58：海尔、美的、格力销售人员数量



资料来源：wind，信达证券研发中心

图 59：海尔、美的、格力行政人员数量

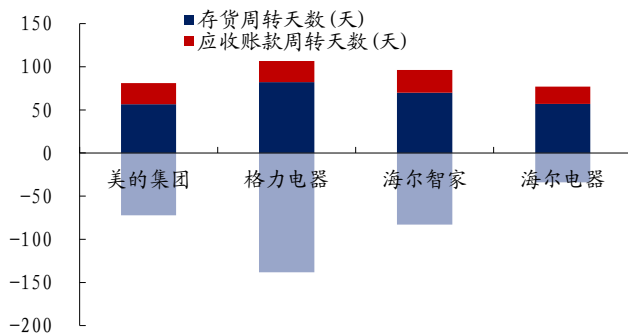


资料来源：wind，信达证券研发中心

采购及销售渠道统一后，现金流周转或将加快。横向比较美的与格力的净营运周期我们可以发现，格力以-14.40 的净营运天数甩开另两家白电企业，体现其良好的上下游议价能力。也正因为其强势的现金管控能力，使得其净现金规模远高于另两家白电企业。从对上游议价能力看，海尔智家的应付账款周转天数紧随格力其后，对上游议价权较强，而海尔电器处于弱势，或许与海尔智家有自主采购平台，而海尔电器仍需借助集团统采有关，海尔电器私有化后将享受海尔智家的自主采购平台，增强上游议价权。从对下游议价能力来看，海尔智家

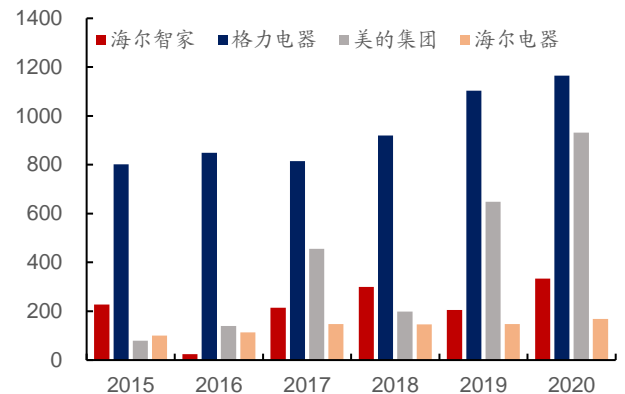
与海尔电器的存货周转天数优于格力，体现其对下游较强的议价能力，再一次验证前文所述渠道分立带来的费用率较高，但并不影响公司的正常经营。两家公司合并后，在冗余流程减少的前提下，周转效率或得到提升。

图 60: 美的、格力、海尔系净营运周期 (2020)



资料来源: wind, 海尔电器为 2020H1 数据, 信达证券研发中心

图 61: 格力、美的、海尔系净现金规模 (亿元)



资料来源: wind, 数据来源: 公司公告, 信达证券研发中心  
 注: 净现金规模=货币资金+交易性金融资产-短期借款-一年内到期非流动负债, 海尔电器为 2020H1 数据

现金流转加快后,可以降低财务费用率,改善资本结构。因前期海尔系大举通过收购海外品牌丰富品牌矩阵,加之各项费用率均较高,不论是海尔智家还是海尔电器的现金净额均低于另两大白电企业(上图所示)。并且在另两大白电企业通过账面富余资产的出借获得利息收入覆盖借款成本的情况下,海尔智家及海尔电器的财务费用率也依旧较高。预计海尔系合并后,现金流转加快情况下,可以优化资金配置,财务费用率有望降低。

综上所述,海尔电器私有化完成以后,集团内部治理效率有望得到提升,管理层与集团之间的利益一致性得到增强,由冗余人员和繁杂流程造成的内部消耗将大幅减少,整体周转或再加速。长期维度来看,本次私有化有望成为公司利润端表现改善的拐点,催化公司前瞻性战略布局兑现在报表与估值水平上。

## 盈利预测、估值与投资评级

### 盈利预测及假设

我们对公司空调、冰箱、洗衣机业务进行量价拆分，内外销出货量以产业在线数据为基础，根据海尔 2020 年内销状况和下半年恢复趋势，以及海尔在海外市场的表现，我们假设：

- 1) 空调业务方面，21-23 年内销出货量同比+15.3%/+5.0%/+5.0%，外销出货同比增速+4.2%/+5.0%/+5.0%，空调均价同比+14.8%/+6.0%/+6.0%；
- 2) 冰箱业务方面，21-23 年内销出货量分别同比+2.5%/+3.0%/+3.0%，外销出货量分别同比+4.7%/+6.0%/+6.0%，冰箱均价同比+9.4%/+5.0%/+5.0%。
- 3) 洗衣机业务方面，21-23 年内销出货量分别同比+6.0%/+3.0%/+3.0%，外销出货量分别同比+4.0%/+5.0%/+5.0%，洗衣机均价同比+5.1%/+7.0%/+6.0%。
- 4) 渠道业务综合部门业务 21-23 年营业收入同比+3.4%/+10.0%/+10.0%，水家电业务 21-23 年营业收入同比+5.0%/+10.0%/+10.0%，厨卫电器业务 21-23 年营业收入同比+2.6%/+7.5%/+10.0%，其他业务 21-23 年营收同比+5.0%/+10.0%/+10.0%。

表 12：海尔智家收入预测

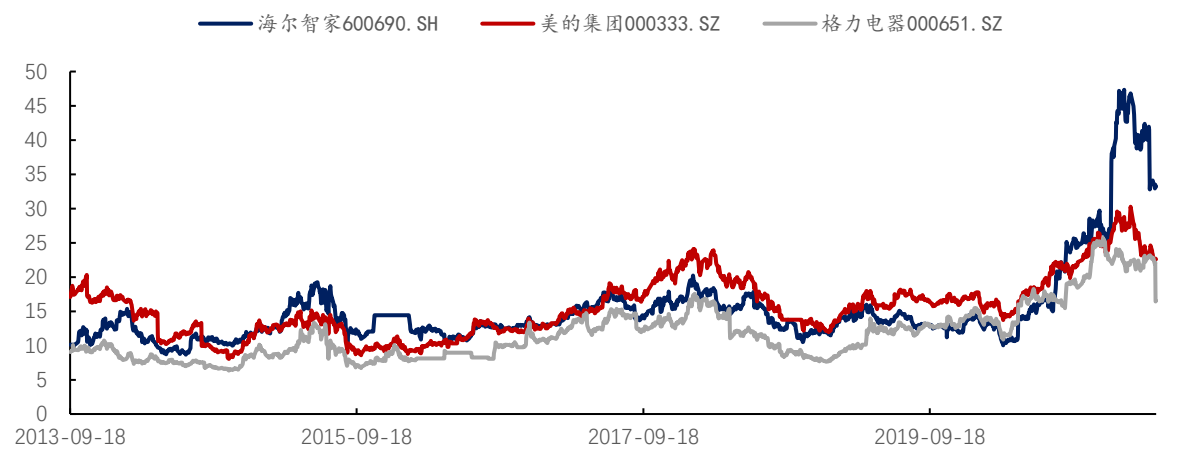
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	200,761.98	209,725.82	233,772.40	255,961.10	280,618.79
YoY	9.5%	4.5%	11.5%	9.5%	9.6%
空调	29,128.36	29,998.86	38,700.61	43,073.78	47,941.11
YoY	-8.3%	3.0%	29.0%	11.3%	11.3%
冰箱	58,437.55	61,538.04	69,154.71	74,944.23	81,222.94
YoY	7.5%	5.3%	12.4%	8.4%	8.4%
洗衣机	44,714.30	48,452.43	53,872.63	59,498.65	65,100.45
YoY	23.3%	8.4%	11.2%	10.4%	9.4%
渠道综合部门	28,057.57	27,385.89	28,327.01	31,159.71	34,275.68
YoY	8.9%	10.0%	3.4%	10.0%	10.0%
厨卫电器	29,508.93	31,361.32	32,178.71	34,592.11	38,051.32
YoY	18.3%	20.0%	2.6%	7.5%	10.0%
水家电	9,624.00	9,856.73	10,349.57	11,384.52	12,522.98
YoY	5.8%	2.4%	5.0%	10.0%	10.0%
其他业务	1,291.29	1,132.55	1,189.18	1,308.10	1,504.31
YoY	57.0%	-12.3%	5.0%	10.0%	15.0%

资料来源：信达证券研发中心整理预测

## 估值与投资评级

由于股权结构复杂、业务平台混乱、各项费用率控制欠佳等原因，海尔利润端表现远不及另外两家白电巨头，这也导致二级市场投资者的迟疑。长期以来，海尔的估值水平并未受益其全球化布局、中高端及智能化的积极转型而显著提升，仅 2015 年由于海外白电业务注入上市公司出现过短暂上行。结合市值水平，2020 年以前海尔智家长期徘徊于 1300 亿，而格力和美的已分别突破 3000 亿与 5000 亿市值关口。

图 62: 三大白电企业 PE 变迁



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 63: 三大白电企业市值变迁 (亿元)



资料来源: wind, 信达证券研发中心

私有化完成后，公司估值水平快速上升，但仍低于行业平均水平。

综上，我们预计公司 21-23 年收入为 2337.72/2559.61/2806.19 亿元，同比 +11.5%/+9.5%/+9.6%；归母净利润 121.10/150.86/170.30 亿元，同比 +36.4%/+24.6%/+12.9%，对应 PE 为 23.35/18.74/16.60 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

表 13: 可比家电公司估值情况

证券简称	最新 股价	总收入(百万元)			净利润(百万元)			市盈率 PE			EPS		
		20A/E	21E	22E	20A/E	21E	22E	20A/E	21E	22E	20A/E	21E	22E
海尔智家	30.08	209725.8	233772.4	255961.1	8876.6	12133.1	15035.3	30.9	23.4	18.7	0.9	1.3	1.6
美的集团	82.20	284176.1	319564.3	347931.9	27223.0	29776.5	33279.7	25.4	19.5	17.4	3.2	4.2	4.7
格力电器	56.80	169532.8	202762.3	225962.2	22175.1	25222.9	28918.7	16.8	13.6	11.8	3.4	4.2	4.8
老板电器	44.12	8066.7	9432.5	10596.7	1660.8	1921.3	2173.3	23.3	21.8	19.3	1.9	2.0	2.3
火星人	29.65	1603.0	2248.4	2892.5	275.2	402.0	525.8	72.1	60.1	45.9	0.8	1.0	1.3
行业平均 PE								34.4	28.7	23.6	-	-	-

资料来源: wind, 信达证券研发中心, 除海尔外, 行业可比家电公司所有数据均为 wind 一致性预期

## 风险因素

原材料成本大幅上升, 海外市场开拓不及预期、高端市场需求不及预期、套系化/场景化产品教育推广不及预期、汇率大幅度波动、海外疫情反复导致出口需求不足等

单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	100,547	114,248	134,262	162,394	192,883
货币资金	36,179	46,461	61,455	82,892	106,345
应收票据	13,951	14,136	16,320	17,650	19,358
应收账款	11,016	15,930	15,383	17,243	19,160
预付账款	1,273	765	1,043	1,143	1,204
存货	28,229	29,447	31,979	35,185	38,315
其他	9,900	7,507	8,082	8,281	8,500
<b>非流动资产</b>	86,907	89,212	91,648	93,524	95,312
长期股权投资	20,461	21,568	21,568	21,568	21,568
固定资产(合计)	21,180	20,896	22,252	23,477	24,495
无形资产	10,687	10,018	10,543	10,829	11,036
其他	34,579	36,731	37,285	37,650	38,214
<b>资产总计</b>	187,454	203,459	225,910	255,918	288,195
<b>流动负债</b>	95,610	109,393	115,115	124,793	134,312
短期借款	8,585	7,688	7,000	7,650	7,500
应付票据	19,309	21,236	23,467	25,373	27,791
应付账款	33,751	36,303	39,075	42,965	46,873
其他	33,966	44,166	45,573	48,805	52,148
<b>非流动负债</b>	26,855	25,956	25,956	25,956	25,956
长期借款	13,276	11,821	11,821	11,821	11,821
其他	13,578	14,134	14,134	14,134	14,134
<b>负债合计</b>	122,464	135,348	141,070	150,749	160,268
少数股东权益	17,102	1,295	5,555	10,798	16,527
归属母公司股东权益	47,888	66,816	79,285	94,371	111,400
<b>负债和股东权益</b>	187,454	203,459	225,910	255,918	288,195

单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	200,762	209,726	233,772	255,961	280,619
同比(%)	9.0%	4.5%	11.5%	9.5%	9.6%
归属母公司净利润	8,206	8,877	12,110	15,086	17,030
同比(%)	9.7%	8.2%	36.4%	24.6%	12.9%
毛利率(%)	29.8%	29.7%	29.9%	30.4%	30.7%
ROE%	17.1%	13.3%	15.3%	16.0%	15.3%
EPS(摊薄)(元)	0.87	0.94	1.29	1.61	1.81
P/E	22.33	30.93	23.35	18.74	16.60
P/B	3.83	4.11	3.57	3.00	2.54
EV/EBITDA	9.52	15.69	15.41	11.94	9.90

单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业总收入</b>	200,762	209,726	233,772	255,961	280,619
营业成本	140,868	147,475	163,774	178,072	194,335
营业税金及附加	802	661	802	854	945
销售费用	33,682	33,642	36,468	39,674	44,057
管理费用	10,113	10,053	10,754	11,518	12,628
研发费用	6,267	6,860	8,299	8,831	9,822
财务费用	893	1,196	-498	-1,035	-1,699
减值损失合计	-861	-1,336	-36	-41	-43
投资净收益	5,480	4,060	3,857	4,351	4,771
其他	1,694	1,034	1,524	1,892	1,901
<b>营业利润</b>	14,449	13,598	19,517	24,250	27,159
营业外收支	181	-43	0	0	0
<b>利润总额</b>	14,631	13,554	19,517	24,250	27,159
所得税	2,296	2,232	3,147	3,921	4,401
<b>净利润</b>	12,334	11,323	16,370	20,329	22,758
少数股东损益	4,128	2,446	4,260	5,243	5,729
<b>归属母公司净利润</b>	8,206	8,877	12,110	15,086	17,030
EBITDA	13,693	16,125	16,635	19,740	21,417
EPS(当年)(元)	0.87	0.94	1.29	1.61	1.81

单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金</b>	15,083	17,599	17,676	21,868	24,059
净利润	12,334	11,323	16,370	20,329	22,758
折旧摊销	4,663	5,089	2,960	2,729	2,585
财务费用	1,475	1,712	1,016	1,015	1,027
投资损失	-5,480	-4,060	-3,857	-4,351	-4,771
营运资金变动	965	1,868	1,389	2,334	2,633
其它	1,125	1,667	-202	-187	-174
<b>投资活动现金流</b>	-10,962	-5,264	-1,338	-66	571
资本支出	-5,933	-7,449	-5,195	-4,417	-4,199
长期投资	-4,669	1,381	0	0	0
其他	-360	804	3,857	4,351	4,771
<b>筹资活动现金流</b>	-6,013	-1,026	-1,345	-365	-1,177
吸收投资	441	1,331	371	0	0
借款	-559	5,224	-688	650	-150
支付利息或股息	-4,204	-4,290	-1,016	-1,015	-1,027
<b>现金流净增加额</b>	-1,598	10,672	14,993	21,437	23,453



## 研究团队简介

罗岸阳，家电行业首席分析师。浙江大学电子信息工程学士，法国北方高等商学院金融学&管理学双学位硕士。曾任职于 TP-LINK 硬件研发部门从事商用通信设备开发设计。曾先后任职天风证券家电行业研究员、国金证券家电行业负责人，所在团队 2015、2017 年新财富入围。2020 年 7 月加盟信达证券研究开发中心，从事家电行业研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
销售总监	韩秋月	13911026534	<a href="mailto:hanqiuyue@cindasc.com">hanqiuyue@cindasc.com</a>
华北	卞双	13520816991	<a href="mailto:bianshuang@cindasc.com">bianshuang@cindasc.com</a>
华北	阙嘉程	18506960410	<a href="mailto:quejiacheng@cindasc.com">quejiacheng@cindasc.com</a>
华北	刘晨旭	13816799047	<a href="mailto:liuchenxu@cindasc.com">liuchenxu@cindasc.com</a>
华北	欧亚菲	18618428080	<a href="mailto:ouyafei@cindasc.com">ouyafei@cindasc.com</a>
华北	祁丽媛	13051504933	<a href="mailto:qiliyuan@cindasc.com">qiliyuan@cindasc.com</a>
华北	魏冲	18340820155	<a href="mailto:weichong@cindasc.com">weichong@cindasc.com</a>
华东总监	王莉本	18121125183	<a href="mailto:wangliben@cindasc.com">wangliben@cindasc.com</a>
华东	吴国	15800476582	<a href="mailto:wuguo@cindasc.com">wuguo@cindasc.com</a>
华东	国鹏程	15618358383	<a href="mailto:guopengcheng@cindasc.com">guopengcheng@cindasc.com</a>
华东	李若琳	13122616887	<a href="mailto:liruolin@cindasc.com">liruolin@cindasc.com</a>
华东	孙斯雅	18516562656	<a href="mailto:sunsiya@cindasc.com">sunsiya@cindasc.com</a>
华东	张琼玉	13023188237	<a href="mailto:zhangqiongyu@cindasc.com">zhangqiongyu@cindasc.com</a>
华南总监	王留阳	13530830620	<a href="mailto:wangliuyang@cindasc.com">wangliuyang@cindasc.com</a>
华南	陈晨	15986679987	<a href="mailto:chenchen3@cindasc.com">chenchen3@cindasc.com</a>
华南	王雨霏	17727821880	<a href="mailto:wangyufei@cindasc.com">wangyufei@cindasc.com</a>
华南	王之明	15999555916	<a href="mailto:wangzhiming@cindasc.com">wangzhiming@cindasc.com</a>
华南	闫娜	13229465369	<a href="mailto:yanna@cindasc.com">yanna@cindasc.com</a>
华南	焦扬	13032111629	<a href="mailto:jiaoyang@cindasc.com">jiaoyang@cindasc.com</a>
华南	江开雯	18927445300	<a href="mailto:jiangkaiwen@cindasc.com">jiangkaiwen@cindasc.com</a>
华南	曹曼茜	18693761361	<a href="mailto:caomanqian@cindasc.com">caomanqian@cindasc.com</a>

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。