

海尔智家 (600690.SH) 家电家居的整家之路 (一) —— 海尔智家：三翼鸟

2024年04月07日

——公司深度报告

投资评级：买入（维持）

吕明（分析师）

周嘉乐（分析师）

刘文鑫（联系人）

lvming@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

liuwenxin@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

证书编号：S0790123070038

日期	2024/4/3
当前股价(元)	26.35
一年最高最低(元)	26.60/19.86
总市值(亿元)	2,486.94
流通市值(亿元)	1,662.30
总股本(亿股)	94.38
流通股本(亿股)	63.09
近3个月换手率(%)	28.35

● 整装布局早、产业链完善，三翼鸟有望实现整装突围，维持“买入”评级

整装行业已成家装行业发展的大势所趋，公司在家电企业中综合实力强、整装布局早、产业链完善，有望实现整装业务良性发展、反哺家电业务。我们维持盈利预测，预计2024-2026年公司归母净利润为187.1/212.6/239.0亿元，对应EPS为1.98/2.25/2.53元，当前股价对应PE分别为13.3/11.7/10.4倍，维持“买入”评级。

● 整装行业已成为家装行业的大势所趋，看好综合家电企业入局并良性发展

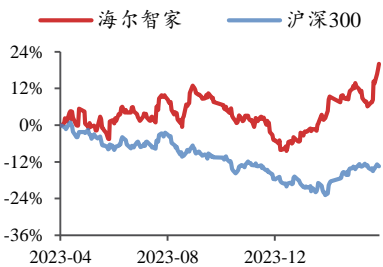
家装行业规模约三万亿，2017-2022年CAGR为7.9%，增长趋稳下，行业开始新维度的供给端竞争、集中度持续提升。整装模式是装修环节各企业向上下游延伸后为消费者呈现的全流程装修服务，从金钱、时间和质量三方面切实提高了行业运营效率。2022年，整装市场规模达8558亿元，2019-2022年CAGR达7.7%，渗透率水平从20.7%提至23.4%，仍有较大增长空间。我们认为整装企业的核心竞争力体现在产品、服务和渠道三个维度，在众多入局者中，综合白电企业最有可能率先跑通盈利模式、持续扩大整装收入规模。而对于家电企业来说，布局整装有望在存量竞争市场中前置家电流量并进行套系化销售，打开第二增长曲线。

● 三翼鸟围绕三级品牌战略，服务+产品+渠道三维构筑整装竞争优势

海尔推出三翼鸟蓄力已久，整装之路步步为营。三年以来三翼鸟落地成果丰厚，在服务端、产品端、渠道端构建了整装竞争优势。(1) 服务端：获客端前置品类和前置渠道共同发力，海尔智家大脑2.0提供系统支持，结合Homegpt使得全屋智能更加主动深度精准，筑巢设计与翼交付分别提供区别于行业在线工具支持助力一站式服务。(2) 产品端：三翼鸟背靠海尔，拥有多品牌差异化组合以及全面的家电产品线，份额行业领先受到消费者认可，可提供定制化的场景方案并与家居装修风格匹配，与集团旗下有屋智能、博洛尼高度协同，共同进行场景化展示，前面打造家居家电一体化能力，做到套系化、智能化、嵌入式，增加前置以及后装的综合竞争实力。(3) 渠道端：三翼鸟背靠海尔成熟的线下渠道以及强大的经销商体系迅速在全国布局多种触点，实现门店数量的增加和迭代升级。海尔赋能经销商开展三翼鸟业务，经销商资源与团队反哺三翼鸟一站式服务落地，客单值提升带动经销商积极性提升形成良性循环。三翼鸟作为专门化的场景品牌和资源聚合平台，B/C通吃，看好规模提升构筑海尔智家的第二增长曲线。

● 风险提示：需求恢复不及预期、汇率以及原材料价格波动、海外业务运营风险。

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《2023年业绩稳健增长，推出3年股东回报计划加大分红比例——公司信息更新报告》-2024.3.29

《Q3收入稳健增长、盈利能力持续提升——公司信息更新报告》-2023.11.1

《Q2业绩稳健增长，延续净利率提升趋势——公司信息更新报告》-2023.9.4

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	243,579	261,428	280,038	300,025	321,169
YOY(%)	7.3	7.3	7.1	7.1	7.0
归母净利润(百万元)	14,712	16,597	18,713	21,257	23,898
YOY(%)	12.5	12.8	12.8	13.6	12.4
毛利率(%)	31.3	31.5	31.7	32.0	32.2
净利率(%)	6.0	6.4	6.7	7.1	7.5
ROE(%)	15.5	15.8	15.1	15.0	14.7
EPS(摊薄/元)	1.56	1.76	1.98	2.25	2.53
P/E(倍)	16.9	15.0	13.3	11.7	10.4
P/B(倍)	2.7	2.4	2.0	1.8	1.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 整装行业：装修发展的大势所趋，看好家电企业良性发展.....	5
1.1、 地产发展趋稳，传统家装模式已无法满足供需双方要求.....	5
1.2、 整装模式有效提高了家装服务的运行效率，渗透率快速提高.....	7
1.3、 行业格局：较为分散，企业各有优劣势，家电企业有望率先跑通.....	9
1.4、 家电企业布局整装是为了在成本更低的渠道中做更高的客单值.....	13
1.4.1、 消费者端：套系化和前置化是家电消费者需求升级的两个趋势.....	13
1.4.2、 企业端：前置是增量竞争阶段的破局之道，套系化是提高客单价的有效举措.....	15
2、 三翼鸟：背靠海尔蓄力已久，服务+产品+渠道三者共振高飞.....	17
2.1、 发展历程：海尔储备智能家居多方面能力后推出三翼鸟，开辟家电场景服务新赛道.....	17
2.1.1、 准备期（1984-1998年），先后实施名牌战略和多元化战略，为后续进入智慧家庭领域奠基.....	18
2.1.2、 探索期（1998-2012年），先后实施国际化战略和全球化品牌战略，从0到1，智能家居初探.....	18
2.1.3、 加速期（2012年至今），先后实施网络化战略和生态品牌战略，从1到N，智家服务初步完善.....	19
2.1.4、 贯彻“高端+场景+生态”三级品牌战略，助力生态品牌战略落地.....	21
2.2、 服务端：着力于数字化设计和交付工具，打造一站式服务能力.....	23
2.2.1、 数字化设计工具：成套家电设计工具“筑巢”结合 AIGC 匹配消费者需求，实现“第一次整装”.....	23
2.2.2、 场景方案能力：三翼鸟注重家电与家居的一体化设计匹配，场景方案丰富.....	24
2.2.3、 数字化交付工具：“翼交付”场景交付工具实现全流程高标准交付.....	26
2.3、 产品端：家电全品类+家居子品牌布局共同助力、有效协同.....	27
2.3.1、 套系化基础好：全品类、多场景，促进单用户价值提升.....	27
2.3.2、 口碑实力领先：产品份额领先，专利与标准引领行业.....	33
2.3.3、 品牌定位专门化：三翼鸟定位场景品牌.....	35
2.3.4、 全屋智能：智家大脑拥有 HomeGPT、家庭多模态感知决策系统、泛在智能连接系统和家庭自进化系统.....	36
2.3.5、 家居家电一体化能力：有屋智能+博洛尼赋能三翼鸟，智慧大脑打造强大的数字化中台能力.....	40
2.3.6、 生态合作：打造开放生态，构建“家电+家居+家装”一体化平台.....	44
2.4、 渠道端：渠道拓展+门店升级+经销商三维构筑竞争优势.....	44
2.4.1、 渠道基础：海尔深耕线下多年，带领三翼鸟广建触点.....	44
2.4.2、 门店升级：门店数量增加，迭代升级展示家电家居一体化方案.....	46
2.4.3、 经销商基础：体量大且能力强，三翼鸟战略执行能够落地推进.....	47
2.4.4、 经销商管理：赋能产品和平台搭建，良性循环带动经销商的积极性.....	47
3、 总结与展望：三翼鸟优势显著，To B 与 To C 齐发力带动规模增长.....	49
3.1、 三翼鸟整合资源，提供智能家居解决方案和一站式服务.....	49
3.2、 三翼鸟 B/C 通吃，加速规模化，看好成为海尔第二增长曲线.....	50
4、 盈利预测与投资建议.....	50
5、 风险提示.....	51
附：财务预测摘要.....	52

图表目录

图 1： 2022 年家装行业规模约三万亿，细分的家庭软装行业规模最大、盈利水平最高.....	5
图 2： 地产逐步回归居住属性，家装行业产值增长趋稳，新维度的供给端竞争下，行业集中度持续提升.....	6
图 3： 装修过程中消费者担心环节众多.....	6
图 4： 装修过程中消费者不满环节众多.....	6

图 5: 家装行业产业链较长、参与玩家众多, 传统的家装各环节企业各自为政, 难以实现要素高效组合	7
图 6: 整装模式是装修环节各企业向上下游延伸后为消费者呈现的全流程装修服务	8
图 7: 整装模式砍掉多余利润环节, 通过标准化和集中化采购进行方案降本	8
图 8: 整装模式里的各环节协调性更强, 流程可监控、可追溯下装修时间得到有效缩短, 同时装修质量得到保证	9
图 9: 整装市场规模接近万亿, 渗透率水平不足 25%	9
图 10: 在选择整装模式的消费者中, 有 71.5% 的消费者勾选了“希望一站式解决问题”	9
图 11: 整装企业的核心竞争力在于全流程服务能力、供应链整合能力以及渠道管理能力	10
图 12: 2020 年智能彩电/智能空调/智能洗衣机/智能冰箱的零售量渗透率分别为 96%/63%/18%/19%	13
图 13: 选择购买成套家电的消费者达到 12%	14
图 14: 45.3% 的人出于统一家居风格购买成套家电	14
图 15: 家电行业的增长趋缓, 2019-2022 年 CAGR 为 -3.5%	15
图 16: 家电行业的销售渠道由线下向线上转移, 2022 年线上销售额占比为 57.8% (+6.2pcts)	15
图 17: 准备期 (1984-1998), 为后续进入智慧家庭领域打下基础	18
图 18: 探索期 (1998-2012) 从 0 到 1, 全方位布局, 多元化加速, 智能家居初探	19
图 19: 加速期 (2012 年至今), 先后实施网络化战略和生态品牌战略, 从 1 到 N 智慧家庭服务初步完善	20
图 20: 海尔已经建立智慧生活圈	21
图 21: 三翼鸟开辟家电场景服务新赛道, 三年初显成效	22
图 22: 2023 年三翼鸟推出行业首款成套家电设计工具——筑巢	23
图 23: 在三翼鸟小程序中, 根据户型图和预算需求可使用筑巢工具一键生成方案图和水电排布, 充分做好装修设计与匹配	24
图 24: 三翼鸟全屋方案和场景方案涵盖多种风格, 轻奢、法式、日式、新中式等等	25
图 25: 三翼鸟厨房方案推出了平嵌、零嵌、全嵌等多种方案	25
图 26: 一站式的精细化、专业化、场景化家电交付工具, 提升 30% 的综合效率	26
图 27: 海尔旗下多品牌组合策略差异化覆盖各个市场和各种家电需求	27
图 28: 三翼鸟智慧客厅及智慧卧室场景下配备多种智能家电, 空调智能化 SKU 占比达到 65%	28
图 29: 三翼鸟智慧厨房场景涵盖 20 种家电产品, 其中集成灶有 29 款	29
图 30: 智慧浴室和智慧阳台可以做到设备智能联动, 电热水器智能 SKU 占比达 43%	29
图 31: 场景不断拓展, 方案不断优化, 从成套家电走向全屋智能解决方案	30
图 32: 2022 年发布“1+3+5+N”全屋智慧全场景解决方案	31
图 33: 三翼鸟场景方案有效带动成套产品销售, 提升客单价和门店坪效	32
图 34: 三翼鸟三周年发布会带来 6 大解决方案	32
图 35: 三翼鸟 海尔智慧健康家电方案是三翼鸟首次发布卡萨帝产品之外的场景方案	33
图 36: 海尔家电受消费者认可, 2023 年海尔全球大型家用电器品牌零售量第一, 第 15 次蝉联全球第一	34
图 37: 2023 年 12 月红星美凯龙大家电领域三翼鸟与海尔的份额分别达到 32.9%/18.6%, 位列第 1/2 名	34
图 38: 海尔引领智慧家庭领域标准制定与发展	35
图 39: 智家大脑 2.0 是智能管家	37
图 40: 海尔智家大脑是智慧家庭的核心技术引擎	37
图 41: HomeGPT 深度融合海尔家电, 带来更自然的、更深入的类人化的交互体验	38
图 42: 海尔智家大脑完成了从 1.0 到 2.0 的能力跃迁	38
图 43: 智家大脑 2.0 更聪明, 拥有行业首创 Homegpt 大模型	38
图 44: 智家大脑拥有更主动的家庭多模态感知决策系统, 提升了智家大脑在用户家中的感知力	39
图 45: 智家大脑拥有更全的泛在智能连接系统和家庭自进化系统, 让智家大脑保持生命力	39
图 46: 实控人均均为海尔集团, 家电家居处于同一体系下更有利于资源协同	40
图 47: 有屋智能产品涵盖了整体橱柜、定制家具、内门墙板以及配套智能化定制家居产品	41
图 48: 提到定制橱柜, 29.79% 的受访者会想到博洛尼	42

图 49: 博洛尼与著名服装设计师合作, 彰显时尚、格调, 高级艺术融入生活	42
图 50: 博洛尼与简约主义大师、色彩专家、摄影师合作, 开启新潮流	43
图 51: 所有主材商必须执行博洛尼行业更高的环保标准 GB/T18883	43
图 52: 海尔建立了高效深入的渠道网络布局	45
图 53: 2023 年 2 月 11 日, 海尔三翼鸟广州体验中心 001 号店正式开业	46
图 54: 三翼鸟门店数量拓展, 展示不断升级, 完成 1.0 到 4.0 的迭代变革	46
图 55: 统仓统配模式提升渠道效率, 赋能经销商物流仓储管理	48
表 1: 家装企业竞争格局较为分散	10
表 2: 整装企业的核心竞争力在于全流程服务、供应链整合以及渠道管理能力, 家电企业有望实现突围	11
表 3: 家装产业链上下游企业纷纷入局整装, 玩家数量进一步增加	12
表 4: 智能化产品和整体解决方案自身的属性也要求一定程度的前置	14
表 5: 家电企业纷纷布局整装	16
表 6: 品类布局完善的综合家电企业最有可能在整装业务布局中实现进一步开拓	17
表 7: 三翼鸟提供全屋家电、全屋空气、全屋用水等等多种场景方案	25
表 8: 三翼鸟场景方案预算从 5 万以下到 40 万以上均有, 10-20 万相对较多	26

1、整装行业：装修发展的大势所趋，看好家电企业良性发展

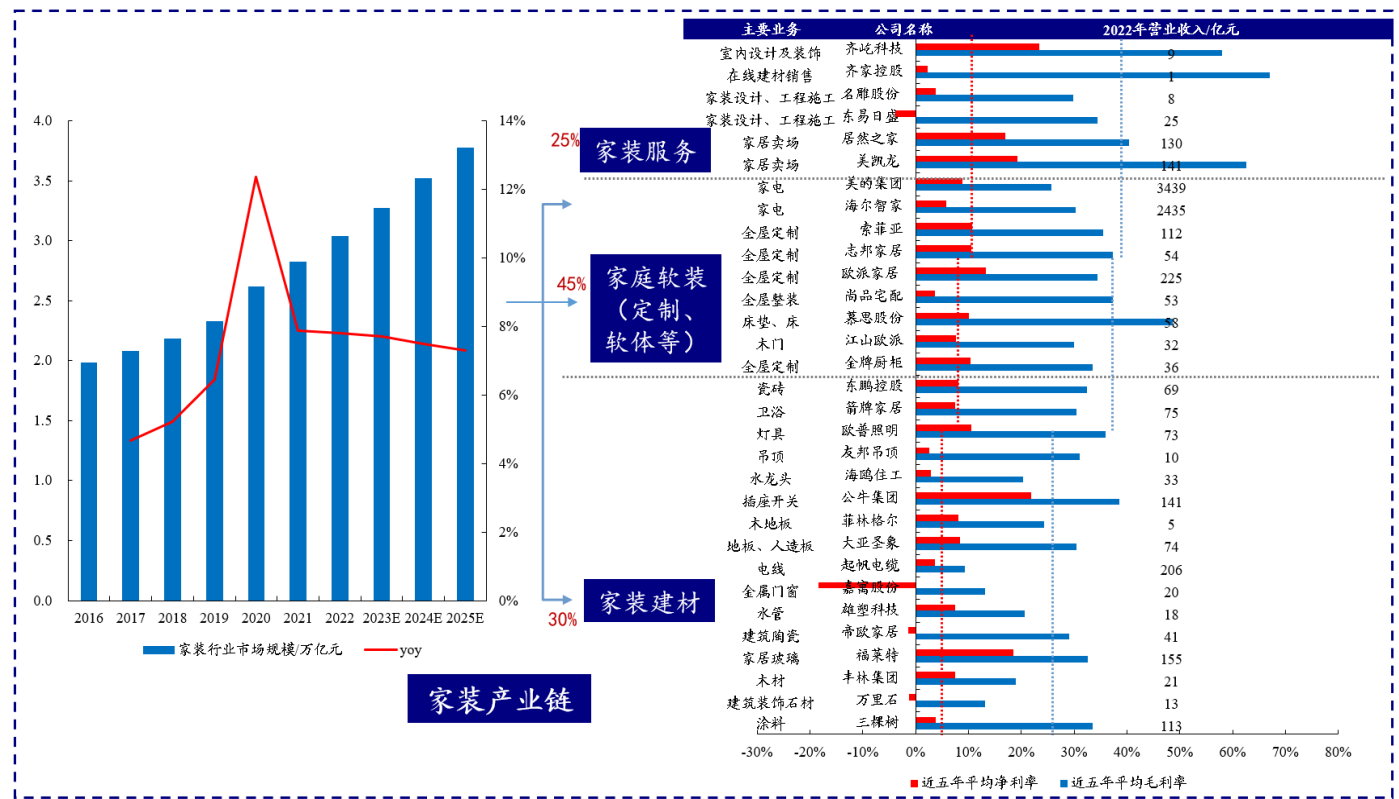
1.1、地产发展趋稳，传统家装模式已无法满足供需双方要求

家装行业规模约三万亿，增速稳定，细分软装行业规模最大、盈利水平最高。

根据艾瑞咨询数据，2022 年家装行业市场规模约为 3.04 万亿元，2017-2022 年 CAGR 为 7.9%，预计 2022-2025 年 CAGR 为 7.5%，保持平稳发展。

具体分产业链来看，根据亿欧智库，2020 年上游家装建材/中游家庭软装/下游家装服务规模分别约占家装行业整体规模的 30%/45%/25%。从各板块上市公司盈利能力数据看，下游家装服务公司最强，家庭软装行业居中，上游家装建材行业较差。

图1：2022 年家装行业规模约三万亿，细分的家庭软装行业规模最大、盈利水平最高



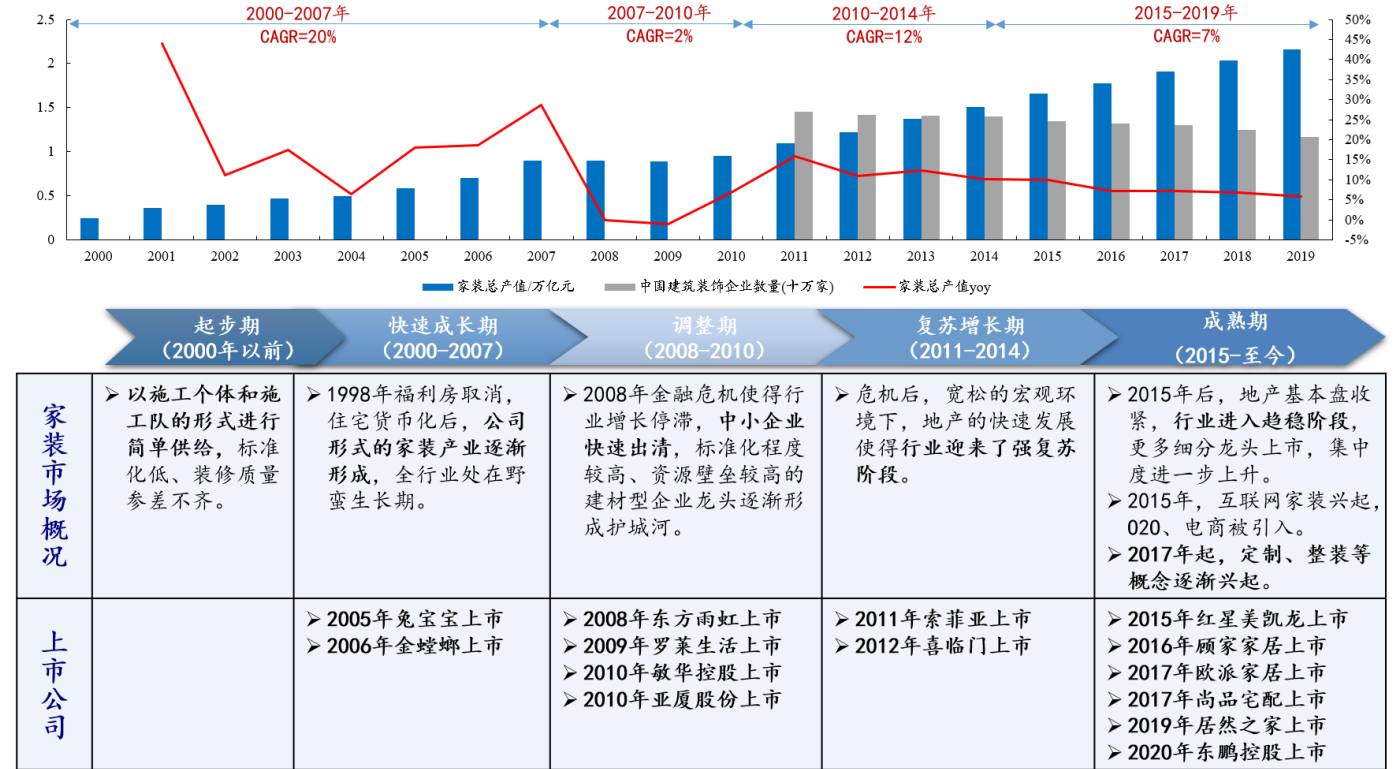
数据来源：Wind、艾瑞咨询、亿欧智库、前瞻产业研究院、中装协、开源证券研究所（营收为 2022 年年报数据，毛、净利率水平为 2018-2022 年年报数据的平均数）

地产逐步回归居住属性，家装行业增长随之趋稳。家装市场的发展历史大致与地产的兴衰同步，行业在 2000-2007、2011-2014 年经历过快速发展，期间诞生了大量地产链上市公司。2015 年以来，随着地产基本盘逐步收紧、房屋回归“房住不炒”属性，家装行业进入趋稳发展阶段，2015-2019 年行业总产值 CAGR 下降为 7%。

传统家装模式已无法满足供需双方要求，行业开始新维度的供给端竞争，集中度持续提升。随着行业增长回归理性，一方面，消费者对装修质量关注度逐步加深，对品质的要求越来越高、对全流程家装服务的需求越来越广；另一方面，行业供给者开始思考新的增长点，互联网家装、定制和整装这类能够带来更多品类销售、更高客单价和提高更多流量效率的家装概念开始出现，行业在新维度上开启新一轮竞争，中小企业持续出清。根据中国建筑装饰协会数据，2019 年中国建筑装饰企业数

量为 11.7 万家，2015-2019 年间 CAGR 约为-4%。

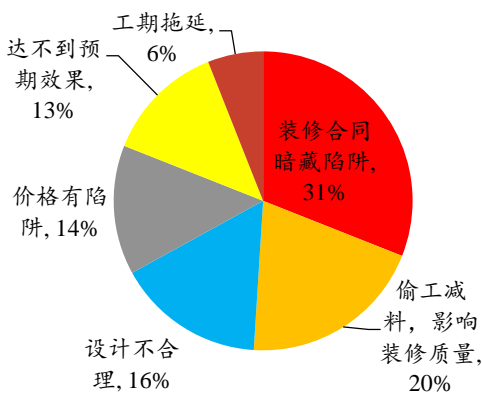
图2：地产逐步回归居住属性，家装行业产值增长趋稳，新维度的供给端竞争下，行业集中度持续提升



资料来源：Wind、亿欧智库、中国建筑装饰协会、开源证券研究所（图中 CAGR 为家装总产值的增速水平）

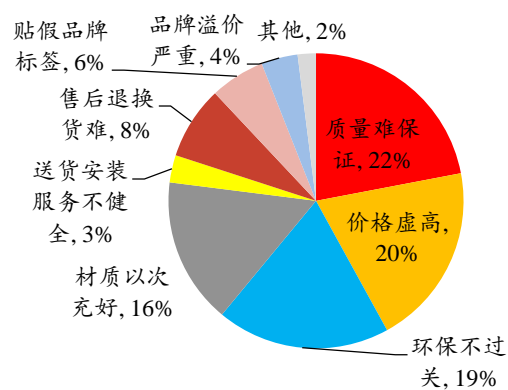
(1) 消费端看，长期以来，家装行业在中国城市化快速发展下处于供不应求状态，消费者可以自主选择的产品和服务较为有限，消费过程的痛点较多。根据新浪家居发布的《2017 中国家居消费者洞察报告》，消费者家装过程中，“担心装修方偷工减料”、“装修预算难以把控”、“购买到劣质建材”、“不知道该找谁装修”等难题分列所有难题的第 1、3、4、5 名，反映了传统家装模式中信息不透明程度深、产品和服务标准化低、缺乏国民认知度高的品牌、专业化程度低等劣势。事实上，作为耗时长、返工难、单价高且影响久的一项消费大件，装修过程中的设计、施工、选材流程的专业性较强，消费者学习成本较高的同时，作为个人买家的议价权较低。

图3：装修过程中消费者担心环节众多



数据来源：新浪家居、开源证券研究所

图4：装修过程中消费者不满环节众多



数据来源：新浪家居、开源证券研究所

(2) 供给端看，随着行业入局者不断变多、流量渠道多元发展，家装产业链各

企业逐步面临着单品类增长趋缓、获客成本提升，以及客单值降低等困境。究其本质原因，实际上是家装行业整体的规模较大、产业链条较长、参与玩家众多，传统的家装各环节企业各自为政，导致产业核心的设计、施工和材料三要素的组织有效性较低、行业整体效率较低。在这样的情况下，行业供给双方存在大量信息差，助长了企业的不规范行为，导致劣币驱逐良币的情况发生。

图5：家装行业产业链较长、参与玩家众多，传统的家装各环节企业各自为政，难以实现要素高效组合



资料来源：亿欧智库

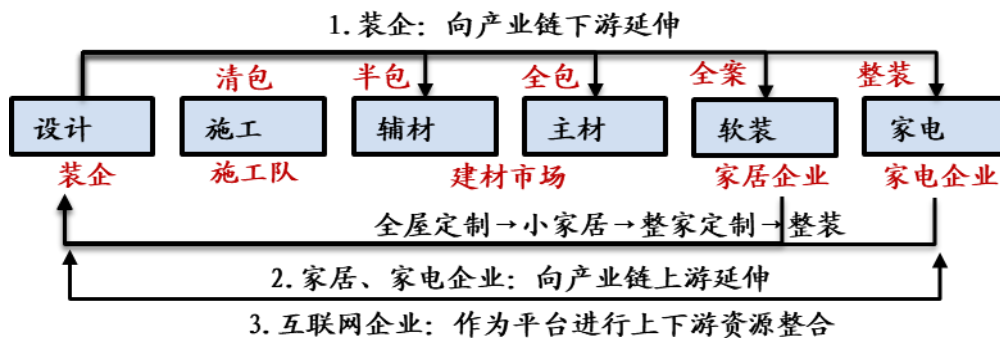
1.2、整装模式有效提高了家装服务的运行效率，渗透率快速提高

整装模式是装修环节各企业向上下游延伸后为消费者呈现的全流程装修服务

(1) 从消费端看，整装是打通装修需求全流程的整体定制服务。根据中装协定义，整装是指装修公司根据消费者对家的整体装修需求将设计、施工、辅料、主材、家具、软装等装修要素产品化，以平方米或者整套报价，并作为合同责任主体负责售前、售中、售后的整体服务。然而实际中，行业内对整装的定义未达成一致认知，不仅在装修流程上同样于包含“全包”、“全案”，而且服务提供者也并未局限于装修公司，还包括下游家居、家电企业，以及作为平台提供方的互联网企业。

(2) 从供给端看，整装是装企、家居和家电和互联网等企业延伸至上下游，进行整体方案供给的销售模式。以家居行业为例，根据索菲亚家居集团副总裁杨鑫对家居行业在整装模式的分类，小家居模式在全屋柜类定制的基础上增加了家具家品、门墙、软装等延伸品类；整家定制在小家居的基础上，增加了地板、电器等跨品类；而整装则整家定制的基础上，融入硬装，真正实现一体化家居供给。

图6：整装模式是装修环节各企业向上下游延伸后为消费者呈现的全流程装修服务



资料来源：中装协、开源证券研究所

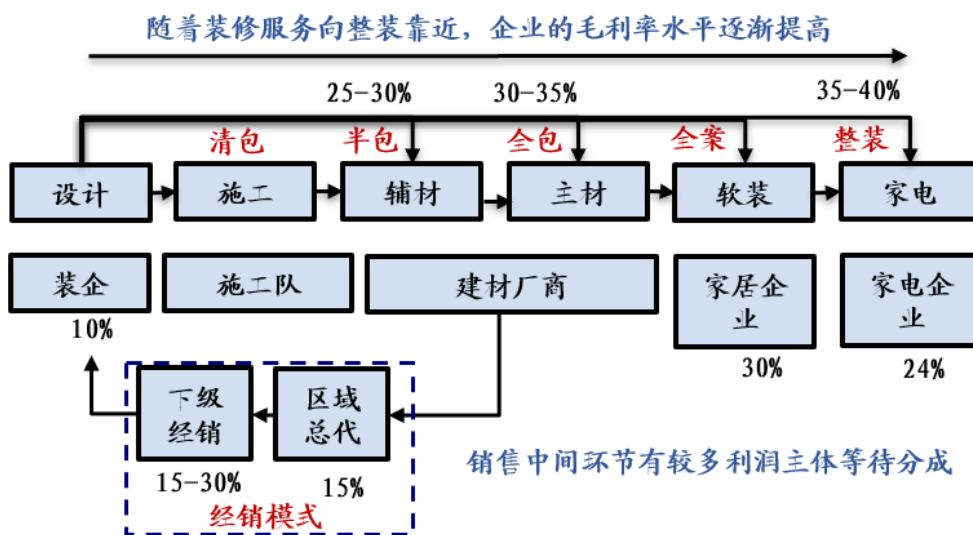
整装模式哪里好？主要是从金钱、时间和质量三方面切实提高了行业运营效率

➢ 整装模式重新梳理并整合了行业利润分配方式，企业盈利模式从工程利润、主辅材利润、设计费转变等为通过全流程服务方案进行获利

传统家装模式中材料销售链条冗长、各项装修服务提供主体不一，因此利润分配环节较多，且分散采购模式下成本较高。整装模式通过精简 SKU 并集中采购、整合供应链并直接采购等方式，砍掉多余链条、压低采购成本，实现了部分标准化装修方案的低成本、高质量交付。在此基础上，用户可根据自己喜好进行个性化调整，企业相应加价，消费流程透明，消费者的接受程度整体也会更高。

例如，爱空间直营+工厂直购模式就实现了高效率和高质量的交付。首先，除了特定工种材料外，主要材料均从工厂直购，去掉“中间商”环节。其次，货品运到仓库后秉承先进先出原则，下午 16 点前系统下单当日达，下午 16 点后系统下单次日达。

图7：整装模式砍掉多余利润环节，通过标准化和集中化采购进行方案降本



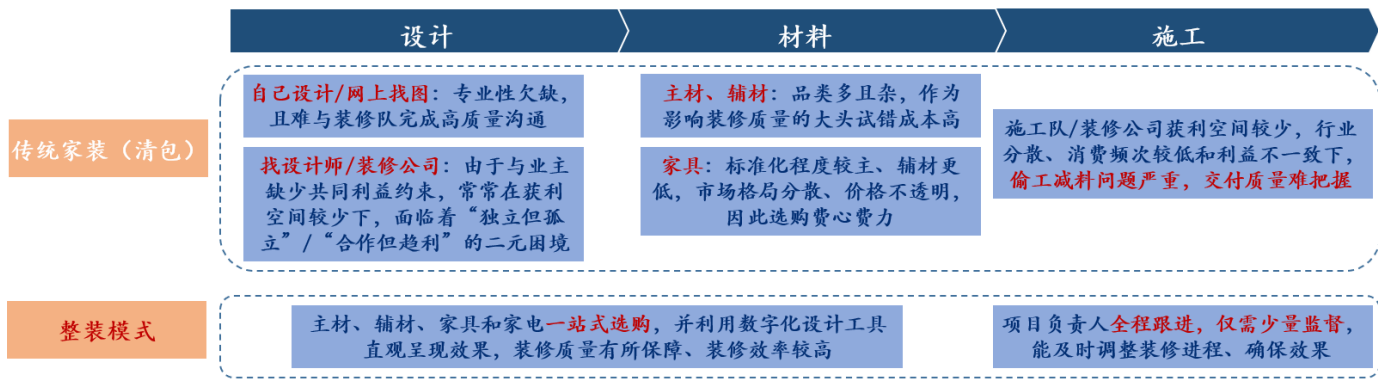
资料来源：艾瑞咨询、Wind、开源证券研究所（图中数字为各环节/企业毛利率水平）

➢ 整装模式里的各产业环节协调性更强，流程可监控、可追溯下装修时间得到有效缩短，同时装修质量得到保证

传统家装模式下，消费者需要掌握包括设计、施工、选材等多方面的装修知识，同时也要付出时间购买建材和家具家电、跟进装修进度、协调工期等，虽然装修公

司能不同程度的进行协助，但对消费者整体的专业性仍有较强考验，装修时间长、效果不尽如人意一直以来是传统家装的痛点。**整装模式下**，消费者在设计环节即对材料、施工、软装和家电完成了一站式选购和布局，在施工环节能够提前对嵌入式家具家电进行空间布局，同时有整装企业进行全流程监督和协调，**时间和空间使用效率更高、装修风格更加统一、各项工程主体利益更加统一带来的代理问题也更少。**

图8：整装模式里的各环节协调性更强，流程可监控、可追溯下装修时间得到有效缩短，同时装修质量得到保证

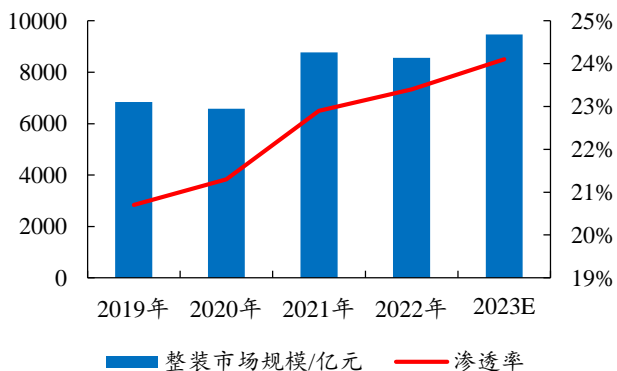


资料来源：开源证券研究所

整装市场规模接近万亿，成长空间广阔。根据奥维云网数据，2022年，整装市场规模达8558亿元，2019-2022年CAGR达7.8%，渗透率水平从20.7%提至23.4%，预计仍有较大增长空间。

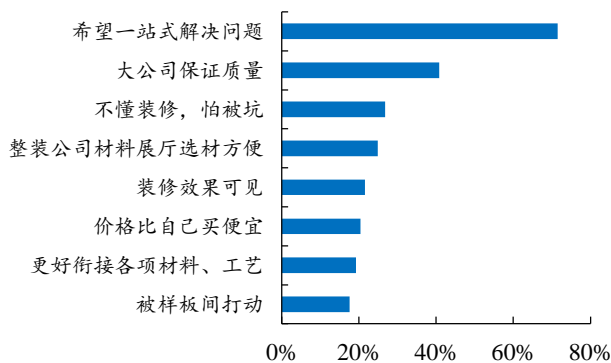
观察选择整装模式消费者的消费原因，主要是省心省力、保证质量。根据中装协调查，有71.5%的消费者认为选择整装模式主要是为了“希望一站式解决问题”，此外，“大公司保证质量”、“不懂装修、怕被坑”等的原因分别占比40.8%/26.8%。但“材料比自己买便宜”仅占比约20.4%，仍有较大提升空间。

图9：整装市场规模接近万亿，渗透率水平不足25%



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图10：在选择整装模式的消费者中，有71.5%的消费者勾选了“希望一站式解决问题”



数据来源：中装协、开源证券研究所

1.3、行业格局：较为分散，企业各有优劣势，家电企业有望率先跑通

家装企业竞争格局较为分散。根据奥维云网统计，2022年销售额在30亿元以上的装企仅5家，CR5不到3%，而销售额在1亿元以下的小企业数量超过一万家。当前国内装企管理模式粗放、服务和产品标准化程度较低，且地域特征显著。以头部企业为例，龙头东易日盛2022年华东和华北收入占比合计达约73%、名雕股份2022

年珠三角地区收入合计占比达约 94%，全国性的家装公司并未出现。

表1：家装企业竞争格局较为分散

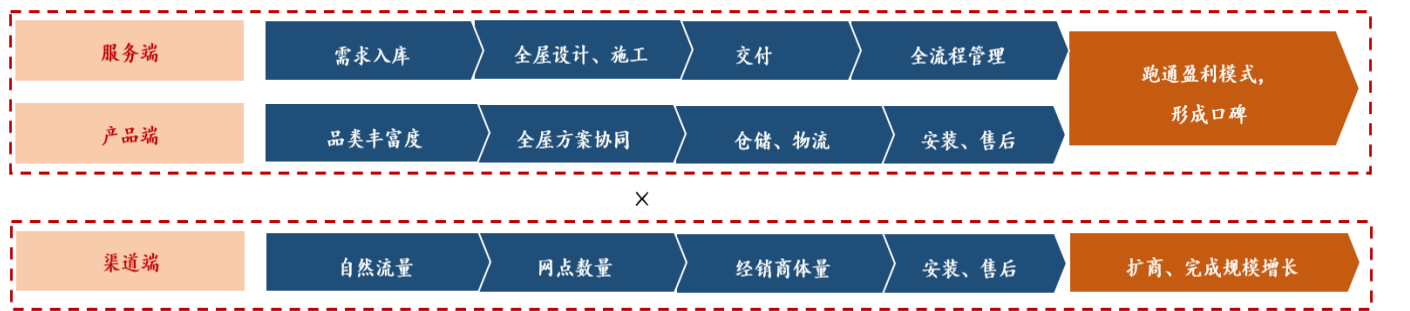
2022 年销 售额	品牌装企 家数	典型装企
30 亿元以 上	5	东易日盛、圣都、业之峰、星艺、名匠
20-29 亿	17	生活家、爱空间、方林、锦华、今朝
10-19 亿	43	住范儿、沪尚茗居、沪佳、聚通、九鼎、岚庭、龙发、靓家居、华美乐
1-10 亿	243	华埔、南鸿、澳华、十杰、紫帆、幸福优家、美平、城市人家、红蚂蚁、超凡
1 亿以下	超一万家	/

资料来源：奥维云网、开源证券研究所

从整装“全流程、全品类”的商业模式看，作为链条如此之长、客单值如此之高、个性化需求如此之大的全流程服务提供方，我们认为企业的核心竞争力拆解有三：一是服务端全流程、一站式的能力，包括消费者需求的数字化入库、全屋设计施工和全流程项目管理能力等，能够涵盖客户的消费体验全流程，是提升沟通效率和口碑的关键，同时，期间高昂的服务成也是企业需要重点控制的成本。二是产品端供应链整合的能力，包括品类丰富度、全屋产品协同度、仓储物流、安装售后等能力，能够保障装修品质和控制成本，是体现内在能力和影响盈利能力的关键因素。三是渠道端扩张的能力，包括自然流量大小，以及从单纯的品类经销商转变服务商与运营商的系统体系，是帮助企业从区域走向全国、实现规模快速增长的核心。

我们认为产品和服务两个能力是企业跑通盈利模式的核心，而渠道端的能力则是企业扩大规模、由区域走向全国的关键。

图11：整装企业的核心竞争力在于全流程服务能力、供应链整合能力以及渠道管理能力



资料来源：开源证券研究所

各种类型的企业参与整装的优劣势不同，我们认为“流量靠前、容易做整装”≠“能做好整装”，而“能做好整装”的家电企业能率先跑通盈利模式、形成口碑，而以整装服务提供者身份反哺原有业务，前置流量并提升客单价。

市场上的参与者主要有以下几种：(1) **地产企业**：作为自然流量的第一个入口，房企体量较大，在获客和品类整合方面见长，但没有做产品的经验和基础，同时渠道建设也不足。(2) **装企**：作为传统装修服务提供者，装企涉足整装有天然的获客及服务优势，但除了与地产企业一样，没有产品和渠道经验外，企业体量较小带来的是品类整合能力差、数字化程度不足等劣势。(3) **定制家居企业**：作为装修链条中链接软、硬装环节的企业，各方面均有涉及、短板较少，是当前整装领域中布局

较早的一类企业。但在数字化、品类整合等方面有所不足，成本可能较高。**(4) 互联网企业：**以阿里和京东等电商平台为例，流量成本高、渠道覆盖不足，但数据处理能力、物流仓储以及话语权强。

(5) 家电企业：作为标准化程度高、原有行业集中度较高的品类，家电企业在产品端和渠道端积累了较大优势。例如，**大件品仓储物流能力强、数字化中台能力强、网点广、经销商品体量大以及售后能力强等；与此同时，大型家电企业现金流充足，收并购能力强，赋予了优秀的品类整合能力。**例如，海尔集团拥有海尔全屋、有屋和博洛尼三大家居品牌、美的系控股顾家家居、有望形成业务协同等。家电企业的劣势主要在于设计能力不强、自然流量顺序靠后，**一般需要与装企合作或者独立培养设计师团队。但也可以通过中央空调、厨电以及智能家居等前装品类进行拓展。**

我们认为，**整装行业处于发展前期，企业竞争的核心要素在于能否有效满足客户需求、提高用户体验，同时做好成本管理、降低用户花费，跑通盈利模式。**家电企业拥有优异的产品端供应链实力、较强的中台数据支持及售后能力，有望首先跑通整装模式。且能以产业链整体的产品与服务提供者身份反哺原有业务、前置流量并提升客单价，充分享受整装行业发展红利。

表2：整装企业的核心竞争力在于全流程服务、供应链整合以及渠道管理能力，家电企业有望实现突围

能力	服务端			产品端		渠道端			其他
整装企业类型	全屋设计、装修	全流程管理	数字化交付、售后	物流仓储	品类整合能力	自然流量	渠道建设	经销商品体量	数字化
房地产企业	一般	差	差	差	话语权较强，可以整合到相对专业又听话的各领域分包供应商	第一个流量入口	差	差	较强
装企	强	一般	较强	差	较强	第二个流量入口	较差	较低	一般
定制家具企业	较强	一般	较强	较强	一般	中等，定制具有部分设计属性，需要前装	较强	较大	强
家电企业	一般	强	较强	较强，企业多具有自己的物流品牌，仓储也早已成为制造业标杆	较强，体量大、集中度高，话语权强，同时有优异的并购能力	相对靠后，需要与装企合作/独立培养设计师团队，也可以通过中央空调、全屋智能等前装品类进行拓展	较强	较大	强
互联网企业	一般	强	强	强	话语权较强	自然流量较少	差	差	强

资料来源：开源证券研究所

家装产业链上下游企业纷纷入局整装，玩家数量进一步增加。**(1) 地产企业**掌握交房后的最前端流量，初期以精装房的形式进行客群的二次盈利，随后入局整装也顺其自然，其中金地发布金地新家品牌，碧桂园拥有凤凰家装。**(2) 传统家装公司**是交房后的第二个流量入口，其中业之峰发布整装新零售战略，建立了“全包圆+诺华整装”双整装子品牌，从服务向产品端延伸；**(3) 定制家具企业中**，欧派拥有整装大家居双品牌布局，发起的新整装战略联盟不仅涵盖了上游的红杉树等家装企业，也合作了美的等家电企业和喜临门等软装企业，致力于“产品自营”、“服务自

营”、“团队自建”、“供应链短名单”等 6 大主张；索菲亚将“整家定制”楔入品牌 LOGO 和品牌定位，拥有“宜居巢”整装子品牌；(4) 家电企业中，海尔发布全球首个场景品牌三翼鸟，手握“筑巢”APP 设计工具以及有屋、博洛尼全屋定制品牌，通过强大的数字中台、渠道能力和产业资源调动能力成为整装行业的有力竞争对手；(5) 互联网企业中，京东携手爱空间整装推出自营装修业务，贝壳打造一站式家装服务体系推出“贝壳团装”，阿里在天猫家装基础上不断补足上下游产业资源和数字化运营能力。

表3：家装产业链上下游企业纷纷入局整装，玩家数量进一步增加

企业类型	布局整装的重点企业	重点动作
定制家具企业	欧派家居	2018 年推出整装大家居战略；2022 年发起新整装战略联盟，合作企业包括圣都、红杉树、沪佳等龙头装企；2023 年完成整装大家居欧派/铂尼思双品牌布局，同时全面启动“千城百亿”计划，计划在 2025 年合作装企 2000+家，营收规模 100 亿，开设 800-1000 家“欧派高颜定制整装店”。
	志邦家居	2022 年推出定位于一套服务体系、赋能体系、利益共享体系、打造核心竞争力的“超级邦”装企服务战略，通过“一体”、“四面”的模式架构加固品牌与装企、服务商之间的关系链带，全国布局服务运营中心；2023 年发起装企战略联盟，合作装企包括业之峰、点石家装、聚通、名雕等 19 家头部装饰公司
	索菲亚	2021 年成立直营整装事业部，直接向董事会汇报，产品设计、销售、安装，实现全闭环自运营；2022 年 3 月，索菲亚与圣都共同成立数字化生产基地，开设了 4.0 数智工厂。11 月，索菲亚直营整装旗舰店&家居超级 MALL——宜居巢在深圳落地，包含整体衣柜、橱柜、全屋软装、局部改造等服务，整合设计、施工、硬装、软装以及家电的供应链体系。直营整装有独立的产品矩阵和专属的价格体系，避免与传统经销商渠道产生利益冲突。此外，索菲亚还推动经销商和当地小型整装公司、家装公司、设计工作室合作，多维布局。
	尚品宅配	2017 年推出了子品牌圣诞鸟整装，面向 B 端，推出了“HOMKOO 整装云”，为中小型装企的软件技术、系统及产品体系赋能
	金牌橱柜	推出子品牌桔家云整装，一键打通设计、订单、生产、物流、仓储、安装、施工监控等泛家装各环节，金牌橱柜联手九鼎装饰、天猫优品创导“定制家装 4.0”新模式。
	皮阿诺	拥有致米智装子公司，推出了米拉拉线上线下双引擎整装平台
装企	其他	好莱客(子品牌艺术整装)
	业之峰	2017 年发布子品牌全包圆；2021 至 2022 年，业之峰陆续在武汉、西安、青岛、石家庄、济南、成都完成了“新物种大店”的布局，在北京率先启动了“自营家装模式”，搭建以客户为中心的全流程运营体系。
	圣都	发起一心一亿品牌战略联盟，合作方包括奥普家居、方太、老板、火星、马可波罗瓷砖、诺贝尔瓷砖、索菲亚、顺辉、欧派、东鹏、兔宝宝、TATA 木门、保利管道、顾家家居、恒洁卫浴、三棵树等
	其他	东易日盛、梵客(子品牌吉筑整装)、聚通集团(子品牌尚海整装)、方林(子品牌爱林整装)、华埔、生活家、锦华、居众、龙发、鲁班装饰、名匠、齐家典尚、星艺、阳光装饰、壹品装饰等
家电企业	海尔	拥有全球首个场景品牌三翼鸟，还手握“筑巢”APP 设计工具以及有屋、博洛尼全屋定制品牌
	美的	2023 年 4 月，举办 COLMO 全屋智能家电战略新品发布暨首届装企峰会，针对行业痛点提供了全屋家电一站式解决方案，加速供应链资源整合，革新合作模式；2023 年 11 月，美的系公司盈峰集团正式控股顾家家居，有望形成资源协同。
	其他	老板电器、方太电器、松下、惠而浦
房地产企业	金地	发布金地新家：一站式个性化整装，科技赋能抢占赛道
	碧桂园	拥有凤凰家装品牌
	其他	万科
互联网企业	阿里	在家装上下游广泛布局，包括前端内容、设计软件、SaaS 系统，后端卖场(天猫家装)和监工服务等
	贝壳	除收购圣都外，与立邦战略合作，加速打造一站式家装服务体系推出“贝壳团装”新模式，截至 2023 年 8 月底，贝壳团装已覆盖全国 16 个城市，与绿城、金融街、中铁、招商、金地等品牌开发商达成合作，2023

企业类型	布局整装的 重点企业	重点动作
------	---------------	------

年10月贝壳团装在佛山的首个项目正式交付。

京东

2023年5月，携手爱空间推出自营整装业务

资料来源：奥维云网、各公司官网、亿欧智库、定峰汇家居圈、家页观察等、开源证券研究所

1.4、家电企业布局整装是为了在成本更低的渠道中做更高的客单值

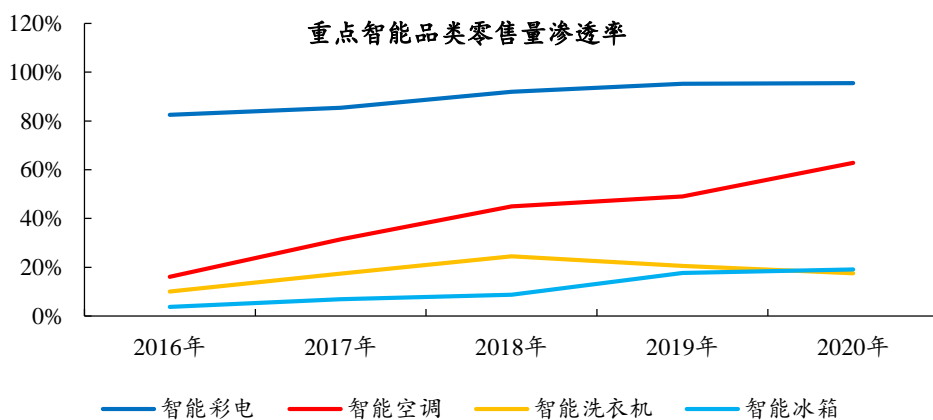
对于家电企业，布局整装一方面满足了消费者对于套系化和智能化产生的产品前置需求，另一方面也是为了在流量靠前的渠道中以更低的成本做更高的客单值。

1.4.1、消费者端：套系化和前置化是家电消费者需求升级的两个趋势

家电消费者的需求经历了智能化升级，以及单一产品到整体解决方案的升级，共同带动产品从后置到前置。

传统家电的智能化属性日渐凸显。智能家电提供了诸如远程控制、能源管理、自动化功能等新特性，能够根据用户的偏好和习惯自动调整设置，提供更为个性化的使用体验，极大提高了消费者的日常生活的效率和舒适度，渗透率逐渐提高。根据奥维云网数据，2020年智能彩电/智能空调/智能洗衣机/智能冰箱的零售量渗透率分别为96%/63%/18%/19%，相比2016年分别提高了13/47/8/15pcts。

图12：2020年智能彩电/智能空调/智能洗衣机/智能冰箱的零售量渗透率分别为96%/63%/18%/19%



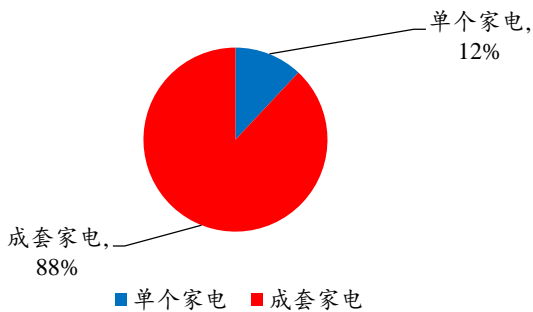
数据来源：奥维云网、开源证券研究所

家电品类的销售逐渐从单一产品过渡到整体解决方案，形成套系化销售。根据奥维云网，2019-2020年有过新装修或者购买过家电的人群中，选择套系家电的人群比例达到12%；而在2021年有装修需求或有家居购买计划的人群中，预计会选择定制家居的比例达到25%，套系化产品销售规模迅速扩大。根据奥维云网《2022中国套系家电研究报告》，家电套购在厨房、客厅、阳台、卫浴四个小场景最有前景，市场容量高达1538亿人民币，2021年中国成套家电比例预计14%。

套系化场景化家电会带动销售，提高客单值，方便拦截更多用户流量，占领用户心智。2022年苏宁易购818家电家装博览会带动线下5万元以上套购订单销售同比上涨106%，家电家装跨品类套购占比21%，门店家电套购产品销售增长217%。

图13: 选择购买成套家电的消费者达到 12%

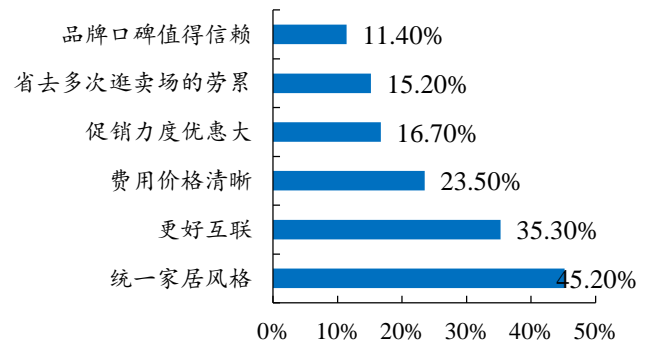
有装修或家电购买计划的人群选择套系购买的比例



数据来源: 奥维云网、开源证券研究所

图14: 45.3%的人出于统一家居风格购买成套家电

人群选择套系家电购买的原因



数据来源: 奥维云网、开源证券研究所

智能化和套系化两大发展趋势下, 家电部分品类的前置化趋势显现。

(1) 家电产品逐渐成为室内设计的一部分: 烤箱、洗碗机和冰箱等嵌入式家电需要与橱柜和其他家具配合, 以实现整体的美观和协调性, 达到装修风格的统一。

(2) 技术整合需求: 智能家电通常需要与家庭进行自动化系统集成, 如智能音响、安全系统和温控设备。这些集成需要在房屋建设或翻新阶段即纳入考量, 以确保所有设备都能无缝连接和协同工作。对于一些高端家电, 如集成家庭影院系统, 可能需要特定的空间设计和预先布线。

(3) 基础设施适配: 某些家电产品需要特定的电力支持、水管连接或通风系统, 这要求在房屋建设或翻新初期就进行相应的规划和布局。例如, 集成蒸烤箱、带上下水功能的扫地机可能需要额外的水管线路, 而某些高功率家电 (如大功率电热水器、电炉等) 则可能需要更强的电力支持, 中央空调需要预先设计通风系统。

(4) 控制预算: 家电前置化有助于更好地规划和管理家庭装修预算, 事先确定家电选择可以避免未来因更换或升级设备而产生额外重装成本。

表4: 智能化产品和整体解决方案自身的属性也要求一定程度的前置

家电	前置原因
中央空调	需要在建筑设计初期就规划好空调的送风和回风管道。 需要预设室内机的位置, 通常在假天花板或墙体内隐藏。 需要预留室外机的安装空间, 确保良好的通风和散热条件。
嵌入式家电 (如嵌入式冰箱、洗碗机等)	需要预留与家电尺寸相匹配的空间。 需要考虑电源插座的位置, 最好是隐藏式的, 不影响美观。 洗碗机需要接入热水和冷水管, 同时考虑排水。
洗衣机和烘干机	需要考虑到水源、排水和通风的预留接口。 对于烘干机, 如果是通风式的, 需要预留排风管道的位罝。
集成蒸烤箱	需要预先规划电源线路和位置, 通常需要独立的电路和较高的电流承载能力。 需要适当的通风系统, 以便排出蒸汽和热气, 避免橱柜受潮或损坏。 需要预留足够的空间和承重设计, 因为集成蒸烤箱体积较大且重。
高功率家电 (如大功率电热水器、电炉等)	需要独立的电源线路和较高规格的电缆, 以承载大电流。 对电路保护器件的要求更高, 需要适当的断路器和漏电保护器。 有时还需要考虑增加电力容量, 特别是老房子的电力系统可能需要升级。

家电	前置原因
智能家居系统	需要在建筑初期就规划好网络布线，确保覆盖整个住宅区域。 需要预置控制中心的位置，安装必要的路由器、集线器等设备。 需要考虑电源插座和充电设施的分布，以满足各种智能设备的充电需求。
家庭影院	需要在设计阶段就规划好音响线路，隐藏式布线可以保持室内美观。 需要考虑墙体和天花板的隔音材料，以提供良好的音效效果。 需要预留足够的空间安装投影仪和大屏幕，以及调整适当的观看距离。
扫地机器人（上下水版本）	具备上下水功能的机器人需要与家庭的水电系统相连接，在装修期间预先规划充电基座、水路位置可以最大化清洁效率，并避免水损风险。

资料来源：开源证券研究所

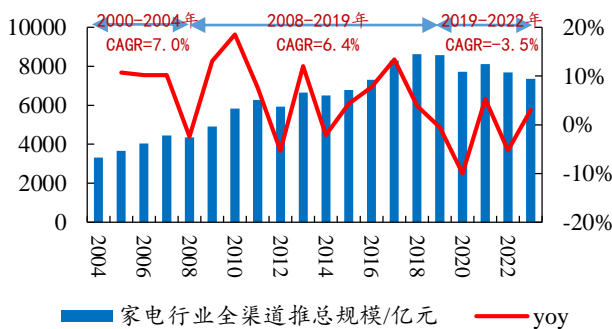
1.4.2、企业端：前置是增量竞争阶段的破局之道，套系化是提高客单价的有效举措

从供给端看，家电企业布局整装的首要目的，是为了在行业增长趋缓态势下，将产品的销售前置，并通过套系化销售提升客单值。

作为地产后周期流量末端的品类，家电产品的销售模式常年为“人找货”模式，销售一般发生在软装入场、所有装修结束之后，客户流量和市场主导权常掌握在家装和家居公司手中。因此，标准化程度高的家电品类逐渐转向电商渠道进行销售，2022年家电品类线上渠道销售额占比达57.8%，同比增长6.2pcts。

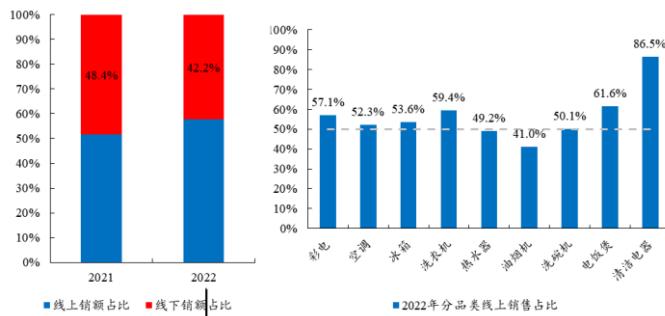
在增量竞争阶段，家电企业依靠政策和人口红利完成了粗放增长，但随着增长趋缓、电商渠道的竞争变得激烈，导致投流费用提升、产品的销售转化率变低，行业亟需找到新的流量出口。家电行业入局整装，实际上是通过品类、渠道前置和套系化销售，将销售模式转变为“货找人”，是寻求成本更低、天花板也够高的销售渠道，从而用更低的费用带来更高的客单值，进行存量市场的突破。

图15：家电行业的增长趋缓，2019-2022年CAGR为-3.5%



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图16：家电行业的销售渠道由线下向线上转移，2022年线上销售额占比为57.8% (+6.2pcts)



数据来源：中国家用电器研究院、开源证券研究所

布局整装需要较强的综合实力，当前的家电企业入局方式多样，循序渐进发展。

(1) 从售卖套系化家电产品向到全屋智能方案发展，实现流量前置。(2) 自建/入驻包含主辅材、家居和家电在内的综合性一站式市场（家装零售化渠道）。例如2023年12月，全国首家美的全屋智能整装体验馆在佛山开业，通过整合家居建材资源、构建从设计端到服务端的沉浸式体验场景，可为用户整体智能家居需求提供一站式、一体化的解决方案。(3) 从存量市场的局部装修入手，例如海尔的微装服务专注于厨房、阳台、浴室等特定空间，是包括快速装修和家电产品更新售卖的一体化焕新解决方案；再如火星人的老厨房局部改造六个小时内即可完成，“打包”服务包含水

电改造、橱柜切割、厨改小联盟建立（墙面、地砖、吊顶等），力争一次性解决厨房改造相关事宜。（4）自建/加入整装战略联盟等。

表5：家电企业纷纷布局整装

类型	企业名	整装相关重点动作
综合性家电企业	美的	2023年12月，全国首家美的全屋智能整装体验馆在佛山开业，通过整合家居建材资源、构建从设计端到服务端的沉浸式体验场景，可为用户整体智能家居需求提供一站式、一体化的解决方案； 2023年4月，举办COLMO全屋智能家电战略新品发布暨首届装企峰会，针对行业痛点提供了全屋家电一站式解决方案，加速供应链资源整合，革新合作模式；2023年11月，美的系公司盈峰集团正式控股顾家家居，有望形成产业资源协同。
	海尔	2020年拥发布全球首个场景品牌三翼鸟，还手握“筑巢”APP设计工具以及有屋、博洛尼全屋定制品牌。
	松下	2021年在中国推出“松下住空间”（松下整装）业务，涵盖负责设计、选材和施工的一站式服务。
	海信	2021年9月，海信发布新一代套系家电璀璨C1-Pro，通过璀璨云屏作为全屋智控中心，支持海信生态内的全屋智控：可以控制空调、电视、冰箱、窗帘、安防、扫地机器人等智能家电。
	格力	2020年打造了格力第一届秋季家装节，2021年发布“格力明珠”在内的五大套系化产品，2022年春季家装节融入套系化售卖
厨电企业	老板电器	2021年12月，计划3年内100%入驻300家红星美凯龙智能电器生活馆，2022年将打造10家厨房空间战略体验店和30家5A级大店，深度运营30家以上重点门店，冲刺完成全年7亿的销售目标； 2022年加入圣都家装“一心一亿”品牌整装联盟，合作品牌为17家头部企业。
	浙江美大	已进入红星美凯龙、居然之家等知名建材卖场，并与业之峰、星艺、点石、名匠、生活家等知名家装公司达成战略合作。工程渠道方面，公司持续拓展与头部知名地产商的合作，并积极推进京东超体店、京东家电专卖店、苏宁云店、天猫小店等下沉渠道建设；存量市场方面，针对更新需求进行了社区渠道建设。
	火星人	推出老厨改造转型活动，整体改造三天内可完成，局部改造六个小时内即可完成。一站式服务包含水电改造、橱柜切割、厨改小联盟建立（墙面、地砖、吊顶等），力争一次性解决厨房改造相关事宜。
黑电企业	方太	2018年，将“房地产精装等业务”与“互联网家装等业务”合并成了“全国家装事业部”。成立之后，一方面，与东易日盛、圣都、业之峰、星艺、尚品宅配、维意、我乐、全友等头部家装定制企业总部达成战略合作；另一方面，通过分公司和经销商跟地方性的家装公司达成合作，在全国范围内开拓家装渠道。
	TCL	2021年建博会TCL发布灵悉C12全套系AI家电，涵盖了智屏、空调、洗衣机、冰箱、智能集成灶、智能锁、智能开关的7大品类8个产品，实现了全场景互联互通、分布式全屋智控。2022年TCL将在全国范围内的前装市场新建300家以TCL智慧生活馆为核心的产品展示阵地，覆盖全套系、全阵容、全生态的智能家居产品，总规模将高达12亿。

资料来源：奥维云网、各公司官网等、开源证券研究所

我们认为各类家电企业的优劣势有所不同，核心竞争要素聚焦在品类数、流量靠前品类、数字化能力以及产业链整合能力等，综合性家电企业最有可能实现进一步开拓。综合性家电企业常以白电起家，布局品类广泛，能够满足全屋家电品类的套系化销售需求，同时强大的物流仓储实力、经销商体量以及数字化能力也为产业链整合奠定基础，最有可能在整装业务布局中实现进一步开拓，而在流量方面，也要注意通过中央空调、新风空调、集成灶和智能家居等装修过程中流量靠前的品类进行拓展。

表6: 品类布局完善的综合家电企业最有可能在整装业务布局中实现进一步开拓

企业	品类流量顺序	品类数量	家装产业链拓展能力	渠道建设	经销商体量	数字化
综合家电企业	中等	多	强	多	大	强
厨电	靠前	少	中	中	中	中
黑电	最后	中	弱	多	中	强

资料来源: 开源证券研究所

2、三翼鸟: 背靠海尔蓄力已久, 服务+产品+渠道三者共振高飞

上述行业分析我们得出结论, 家电企业有望率先在整装行业跑通, 目前在整装行业具备服务、产品、渠道三重竞争力的公司寥寥无几, 海尔智家就是其中之一, 从早期 2006 年发布 U-home 开启智能家居初步探索, 到 2020 年推出场景品牌三翼鸟强化布局智慧家庭和智能家居战略, 再到如今三翼鸟三周年落地成果明显, 能够在行业拥有一席之地, 三翼鸟目前的成果是经过海尔智家多年打磨过的, 整装之路值得我们复盘。接下来本文主要介绍一下三翼鸟的发展历程, 并进一步分析在整装市场, 三翼鸟在服务端、产品端以及渠道端的竞争优势。

2.1、发展历程: 海尔储备智能家居多方面能力后推出三翼鸟, 开辟家电场景服务新赛道

“三翼鸟”概念, 借鉴自混沌理论中的奇异吸引子, 表现为系统内部的不断变化与外部相对稳定和强大吸引力的结合。**对于三翼鸟品牌:** (1) **内部模块组合变化:** 企业内部不断创新调整, 公司通过强化自主创新能力、优化内部管理结构、推动产品多样化和定制化等方式实现内部的动态变化。(2) **外部稳定并拥有强大的吸引力:** 对于海尔意味着在维持品牌形象、市场地位和客户忠诚度方面的稳定性。海尔通过持续提供高质量的产品和服务、维护良好的客户关系、扩展全球市场影响力等手段, 确保外部的稳定性和吸引力。

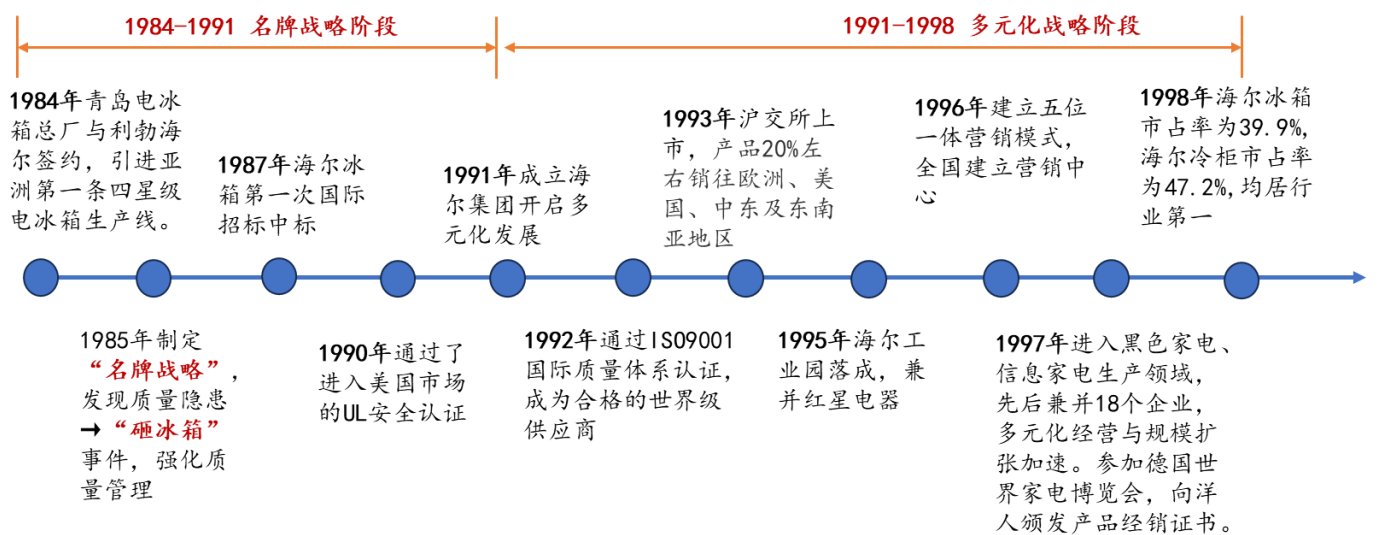
海尔推出三翼鸟开辟家电场景服务新赛道。消费升级背景下家电个性化需求和延展需求越来越丰富, 传统的家电卖场偏重于陈列而缺乏设计, 偏重推广而缺乏互动。海尔敏锐洞察并进行了前瞻布局, 依托在高端、成套、智慧产品及生态资源上的深厚积淀, 在 2020 年 9 月推出全球首个场景品牌——三翼鸟, 基于“全球领先爆款场景方案”、“落地保障 1+N 能力”、“行业唯一体验云平台”三大核心能力, 与生态方合力推动家庭物联网走进千家万户, 为用户提供阳台、厨房、客厅、浴室、卧室、全屋空气等智慧家庭全场景解决方案和全屋整装局改的全场景升级服务, 开辟从卖产品到定制场景服务的新赛道。

回顾三翼鸟品牌的发展历程, 海尔智家早在 2006 年即对外发布 U-home, 开启智能家居初步探索, 2015 年正式发力智慧家庭战略, 2020 年创立场景品牌三翼鸟, 2022 年发布全面升级全屋全场景智慧解决方案, 2023 年 4.0 智慧家庭体验中心落地, 系列布局走在行业前列。在推出三翼鸟品牌之前已进行了诸多探索, 根据时间线来梳理:

2.1.1、准备期（1984-1998年），先后实施名牌战略和多元化战略，为后续进入智慧家庭领域奠基

准备期（1984-1998年），海尔专注于品质管理和市场拓展，为后续进入智慧家庭领域打下基础。其中1984年-1991年期间实施名牌战略，1991年-1998年实施多元化战略，拓展家电品类。（1）**质量管理**：砸冰箱事件，赢得消费者信任，出海取得多项认证；（2）**品牌建设**：名牌战略，出海自主创牌，参展参评提高国际知名度，构建并提升品牌形象；（3）**多元化、扩产品线**：“吃休克鱼”兼并企业，产品从冰箱扩展至洗衣机和空调等其他家电领域；（4）**市场拓展**：产品20%左右销往欧洲、美国、中东及东南亚地区，建设海外工厂和海外分部；（5）**技术研发**：如电子控制技术和能效管理；（6）**管理模式创新**：日清日高管理法、“激活休克鱼”、去中心化管理；（7）**建立合作网络**：与多个供应商、合作伙伴建立关系，为后续在智慧家庭产品中集成更多技术和服务提供可能。

图17：准备期（1984-1998），为后续进入智慧家庭领域打下基础



准备期（1984-1998年），重视品质管理和市场拓展，为后续进入智慧家庭领域打下基础

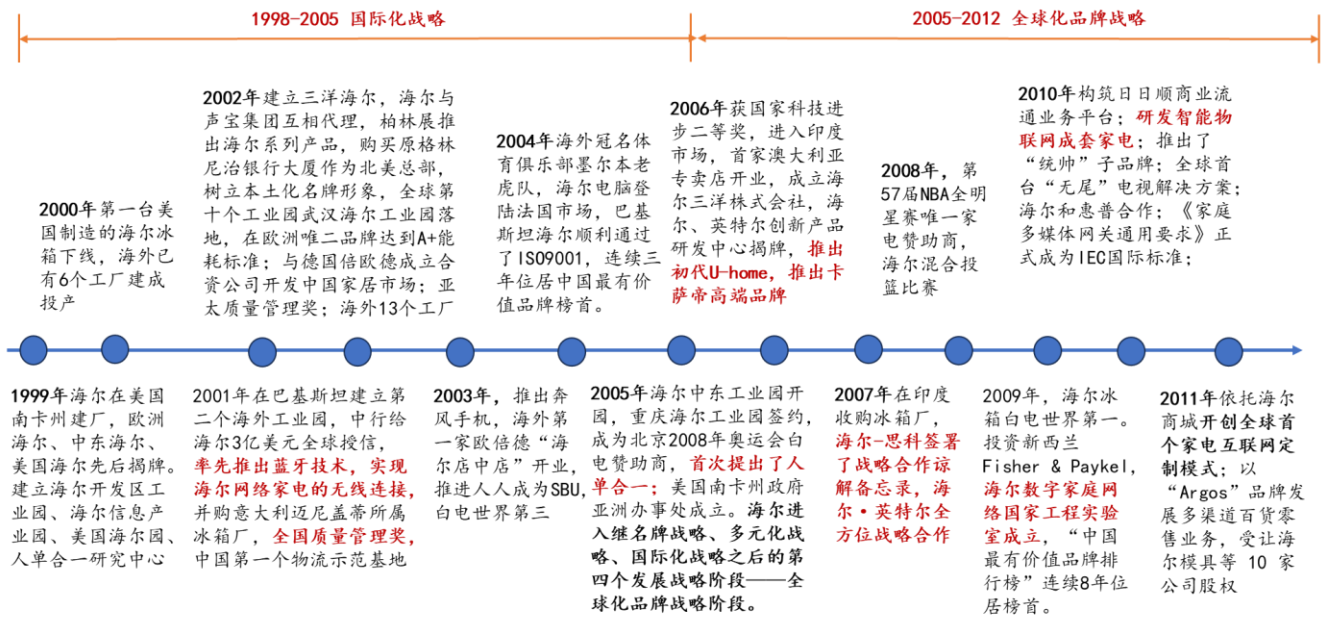
资料来源：海尔智家官网、Wind、开源证券研究所

2.1.2、探索期（1998-2012年），先后实施国际化战略和全球化品牌战略，从0到1，智能家居初探

探索期（2000-2010年），全方位布局，多元化加速，智能家居初探。其中1998-2005年实施国际化战略，2005-2012年实施全球化品牌战略。（1）**技术研发和产品创新**：加大智能家电领域研发投入，例如物联网技术和自动化控制等等，推出具有基本自动化和智能化功能的冰箱和洗衣机。产品线由冰箱、冷柜、空调、厨房电器等产品拓展到洗衣机、热水器，公司形成较为完整的白电产品线，更好地为消费者提供成套服务。（2）**信息化、网络化建设**：率先推出蓝牙技术实现海尔网络家电的无线连接，2006年推出初代U-home，推广成套产品和成套服务；建立海尔空调“e网到家——网上家装设计、选购、安装互动俱乐部”平台，与用户实现在线互动，全流程“送货、安装、维修”并实现家电预制接口，网络升级等时尚领先的功能；成立海尔数字家庭网络国家工程实验室（3）**品牌建设**：通过参加国际展会、冠名体育俱乐部和NBA、高曝光广告和营销活动，持续树立行业领先、全球知名品牌形象；创立卡萨帝高端品牌，进入全球化品牌战略阶段。（4）**渠道拓展**：线上线下结合，虚实

网发展战略，区域化网格化渠道管理模式，家电下乡的海尔专卖店……在全球范围内建立和扩展销售网络，确保智能家电产品能够覆盖主要市场；**(5) 并购与战略合作**：通过并购海外企业，签订战略合作协议（如新西兰斐雪派克、意大利迈尼盖蒂、日本三洋、德国倍欧德、思科、英特尔获取先进技术和更多资源，扩大在智能家居领域的影响力；**(6) 管理创新**：“零库存下的即需即供模式”、OEC 管理模式、市场链管理、人人都是 SBU、人单合一。

图18：探索期（1998-2012）从 0 到 1，全方位布局，多元化加速，智能家居初探



探索期（1998-2012），从 0 到 1，全方位布局，多元化加速，智能家居初探

资料来源：海尔智家官网、Wind、开源证券研究所

2.1.3、加速期（2012 年至今），先后实施网络化战略和生态品牌战略，从 1 到 N，智家服务初步完善

加速期（2012 年至今）从 1 到 N，更名“海尔智家”，智慧家庭和智能家居服务初步完善。

我们把加速期分为推出三翼鸟之前以及三翼鸟之后，如果说加速期是海尔想在智能家居、全屋智能、整装行业做到从 1 到 N，推出三翼鸟之前的时间以及各项动作都是奠基，推出三翼鸟更加专门化定位以及全面赋能后，我们认为三翼鸟在整个流程是想做到从 N 到 1，化繁为简，为消费者做到一站式服务。

先看公司未推出三翼鸟品牌之前的 2012 年-2020 年 9 月：

(1) 产品与服务：研发并推出智能物联网成套家电，电器网器化战略产品系列进一步丰富，推出集成的全屋智能解决方案，包括智能家电、智能照明、温控和安全系统等；增值服务，用户定制化、深入社区、上门服务

(2) 品牌多元化：卡萨帝、海尔、统帅、AQUA、Fisher&Paycel、GEA 分别针对不同圈层、不同地区满足消费需求；开展终端品牌形象展厅五感格调体验会；

(3) 智慧平台：2014 年推出 U+智慧生活操作系统，构建“一云 N 端”的产业架构，基本搭建起 U+智慧生活（SmartLife）平台，吸引近百家合作伙伴，初步形成

智慧生活生态圈；U+APP 流量导入；依托海尔商城开创全球首个家电互联网定制模式；线上开放式创新平台 HOPE；UHomeOS；U+ IoT 平台；人工智能语音解决方案及开放平台

(4) 智慧生态布局：构筑虚实网结合的**日日顺**商业流通业务平台；收购上海**贝业新兄弟**扩展家具家居物流服务；成立专营线上家居业务的日日顺家居服务平台，并与菜鸟和宜华生活等战略合作伙伴共同拓展大件家居领域业务；**众创汇**平台交互窗口，实施大规模定制转型；**COSMO** 互联工厂云平台；构建多触点的 IP 定制生态圈；

(5) U+智慧生活生态圈：涵盖家电及软件制造商、互联网企业、服务内容提供商等等，建立七大生态圈，研发、数据和利益共享；

(6) 门店精细化运营：升级商圈核心门店展厅，在家居建材渠道推进智慧成套场景体验店建设，推进智慧云店建设，顺逛平台通过“三店合一”打通线上店、线下店、微店，实现营销网、物流网、信息网和服务网融合，利用全流程产业链优势开放平台入口，打造资源丰富的综合性社群生态，将单一品牌价值升级为全生态共创共赢的平台价值。

(6) 全球化战略、本土化运作：收购三洋亚太白电资产、FPA、GE 家电业务；

(7) 产业链布局：收购海尔模具等延伸产业链减少关联交易；

(8) 资源保障：交互资源（海尔官网、海尔用户社区、卡萨帝官网、海尔商城、海极网）、研发设计资源（研发资源平台、资源云平台、海立方平台、海达源）；

(9) 管理创新：人单合一双赢、人单合一 2.0——共创共赢生态圈模式、小微公司运营机制。

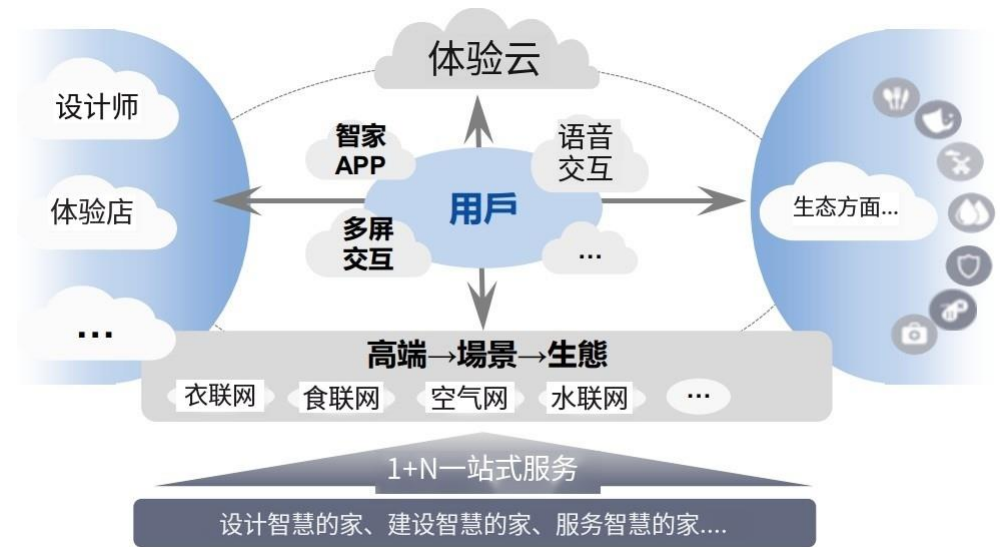
图19：加速期（2012年至今），先后实施网络化战略和生态品牌战略，从1到N智慧家庭服务初步完善



加速期（2012年至今），从1到N，更名“海尔智家”智慧家庭服务初步完善

资料来源：海尔智家官网、Wind、开源证券研究所

图20：海尔已经建立智慧生活圈



资料来源：海尔智家官网、开源证券研究所

综上所述，在 2020 年海尔推出三翼鸟场景品牌之前，已在智慧家庭、智能家居领域做了充分的准备布局，包含智慧成套家电的上市、物联网技术研发、标准制定以及通过 OCF 认证、生态圈的建设、渠道网络以及物流体系建设、营销服务的升级、线下场景化体验、定制化服务以及高质量交付……三翼鸟品牌的推出并非一蹴而就、一时兴起，是公司长期战略布局中稳扎稳打的重要举措。

2.1.4、贯彻“高端+场景+生态”三级品牌战略，助力生态品牌战略落地

2020 年海尔智家私有化海尔电器后，进入生态品牌战略阶段，搭建以消费物联网为核心业务的平台，并保留原有技术、原有业务以及国内外销售服务、物流体系等。公司的优势是前期积累了高端产品以及拥有全品类的家电产品，基于智慧家庭业务的物联网平台，公司推出了新的生态场景品牌“三翼鸟”，希望能够为用户提供更好的消费体验和服务。

通过高端品牌、场景品牌、生态品牌这三级品牌的三级战略实现生态品牌战略的落地。

(1) 高端品牌，颠覆了传统价格驱动的销售体系，带来高产品价值，实现高份额、高单价、高盈利和高效率，海尔智家构筑起了海尔、卡萨帝、Leader、GEA、AQUA、FPA、Candy 等完整的品牌矩阵，覆盖超高端、高端、大众、年轻等群体，并实现高端品牌的全球引领。

(2) 场景品牌，为用户提供定制化成套的产品解决方案，放大单个用户价值，三翼鸟打破传统行业边界，通过“1+3+5+N”全场景智慧解决方案，带来高用户价值，带来成套方案的落地、成套的收入、场景的收入。

(3) 生态品牌，为用户提供新的生活方式而不仅局限于产品本身的价值。例如正在做的衣联网、食联网，努力构建无界生态，为用户创造无缝的体验。阿尔法鱼是食联网的代表，创造了美食生活的一站式解决方案。“洗衣先生”是衣联网的代表，目前已经成为全中国最大的洗护衣物的平台，可以提供衣物全生命周期的解决方案。

三级品牌战略带给用户从产品体验升级到场景化体验升级，再到生活方式的升

级，提升消费者体验。在三级品牌战略中，高端品牌是根，为场景品牌、生态品牌奠定了牢固的基础。高端品牌的极致创新力、极致产品力和全球覆盖能力，是海尔智家战略部署升级的根本，在此基础上才有场景品牌和生态品牌的进化。

依托于30年发展以来积累的资源，供应链能力和创新能力等，公司有望快速实现战略布局，并对内部做好机制调整，加速生态品牌战略落地。

公司推出三翼鸟品牌，我们认为可能出于以下几个原因：

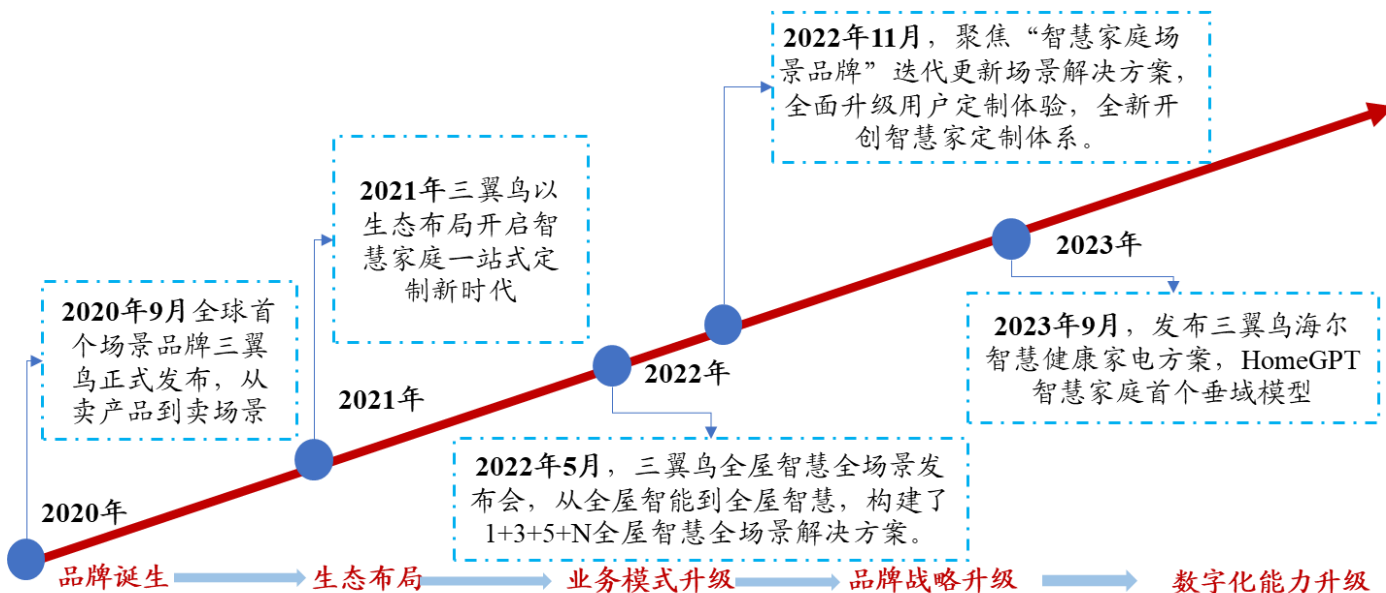
(1) 品牌差异化和定位：三翼鸟作为全新品牌，更专注于高端消费群体和高端市场，通过品牌分化以及瞄准定位，可以更精确的满足用户需求，提供更高端更个性化的解决方案。同时，推出新品牌树立新形象，有助于进一步加强公司在智能家居市场的品牌影响力。

(2) 技术创新和产品迭代：公司需要一个新的平台来展示最新的技术和产品，展现公司的创新能力。

(3) 增强用户体验和互动：公司洞察家电消费需求变化，旨在提供更加完整和一体化的用户体验，不仅包括智能家电产品，更包括相关的服务、应用和生态系统。

纵观三翼鸟的发展历程，2020年品牌诞生，2021年开启生态布局，2022年升级业务模式和品牌战略，2023年数字化能力再升级取得初步落地成果……三年三翼鸟持续研发创造引领行业，在单品上积累的核心技术、先进制造经验、用户基础使得公司具备足够的单品规模与行业经验，得以顺利将产品形态由单品向成套转型。2023年三翼鸟全国门店触点2900家，定制落地方案超8万套，场景交易额超51亿。

图21：三翼鸟开辟家电场景服务新赛道，三年初显成效



资料来源：三翼鸟官网、海尔智慧家庭公众号、开源证券研究所

将三翼鸟发展分成三个阶段，目前第一阶段已经完成，处于第二阶段：**(1) 第一阶段：**2020-2022，成套智能家电，建赋能成套家电场景，全流程的数字化能力；**(2) 第二阶段：**2023-2025，智慧家电家居一体化，建效率最高、体验最佳的家电家居一体化平台；**(3) 第三阶段：**2025年后，生态融合的智慧生活，建用户全场景全生命周期的智慧住居生态平台。

2023 年三翼鸟已经实现了智慧成套家电场景方案的落地变现，2024 年三翼鸟将聚焦智慧家电家居一体化场景方案进行升级，联合生态资源共同进行方案的企划研发，打造行业引领的智慧生活新标准。

作为智慧家庭场景品牌，我们认为三翼鸟的优势主要包括服务、产品和渠道三个方面，这也是三翼鸟于 2020 年诞生，如今已经落地成果丰厚的原因，作为唯一场景品牌连续三年上榜《中国 500 最具价值品牌》。

2.2、服务端：着力于数字化设计和交付工具，打造一站式服务能力

三翼鸟品牌致力于提供一站式智慧家定制服务，其服务端的核心优势包括使用数字化工具进行包括全屋解决方案的设计服务、全流程交付在内的全流程管家服务。

2.2.1、数字化设计工具：成套家电设计工具“筑巢”结合 AIGC 匹配消费者需求，实现“第一次整装”

2023 年三翼鸟推出行业首款成套家电设计工具——筑巢，帮助实现数字端的“第一次整装”。这款数字化设计工具包含了海量户型资料和场景解决方案，拥有超 500 个 3D 版家电设计模块，可为设计师提供超 2000 万+真实户型，涵盖全国 90% 以上的户型图，提供近 5000 个家电模型、超 400 个专业家电模型，吸引设计师 5000 多名，定制设计用户超过 10 万名。

随着 AIGC 全线融入筑巢设计工具 2.0，不论全屋整装还是局部焕新，用户都能通过 3D-VR 样板间即时看到实装模拟图，全视角线上了解智能家电的外观、尺寸及风格。当前三翼鸟筑巢设计工具已实现 3 万多套本地化设计方案。

图22：2023 年三翼鸟推出行业首款成套家电设计工具——筑巢

筑巢设计工具定制方案能力



资料来源：三翼鸟官方公众号

三翼鸟筑巢设计作为行业首个成套家电设计工具，拥有三项核心能力：

(1) 场景化体验：未来智慧家生活可视。筑巢 VR 方案可沉浸式体验家生活场景，结合空间美学、智慧体验、生活定制不同方案。筑巢 VR 店可以做到人货场三合一直接触达用户，更多方案可选，通过场景方案 VR 体验、门店设计师交互，预约分享键下单，提升了效率。赋能门店更多获客方式创新，例如小区活动、设计师圈层、新媒体种草等等。

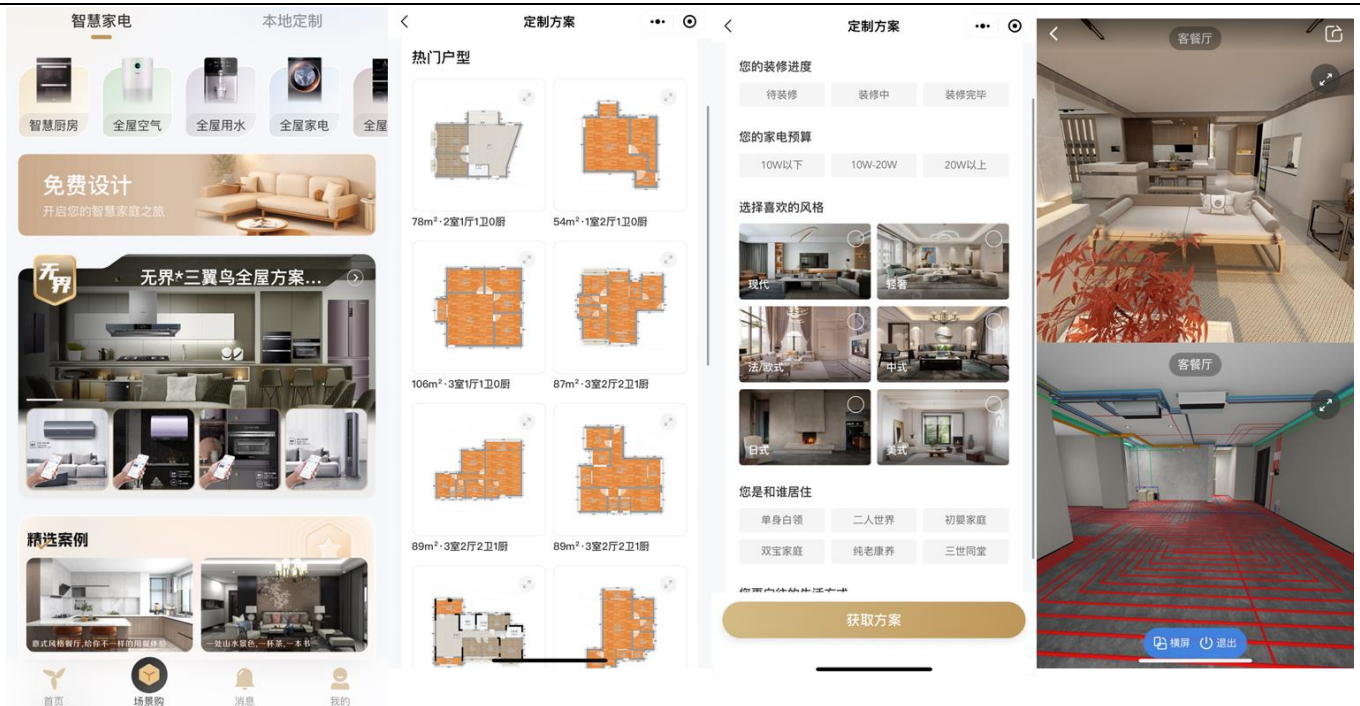
(2) 个性化定制：为用户量身 AI 定制家电方案。筑巢快设计为用户快速定制专属方案，第一步查户型，第二步选方案、第三步提需求、第四步 15 秒快速生成方案。筑巢快设计持续迭代升级：家电实时换搭，一键换，尝鲜体验；方案智慧选，家电按需搭，家装风格按需换，筑巢 AI 智能生成不同风格的方案。

(3) **模块化设计：家电模块让家电设计像搭积木一样简单**：拥有设计工具模块库，家电设计规则标准化，设计效率提升六倍以上。**家电模块应用让家电家居家装更融合**，包括 F2 中子集成阳台、功能集成设计、水电定位设计、柜电融合设计等等。

筑巢帮助消费者定制家电方案，只需要提供户型图和预算等需求，筑巢工具可以短时间内给到可视化的设计布局，包括水电走线等等，让消费者在数字化工具中实现“第一次整装”，从而改变门店售卖家电方式为“先设计然后成套购买”。于此同时，直观的设计方案有助于家装公司更好完成交付，避免过多返工。

从数据上看，三翼鸟广州体验中心 001 号店成立至今，筑巢设计工具共计引流分享 799 次，筑巢快设计服务 1286 次，筑巢 VR 店使用 298 次。

图23：在三翼鸟小程序中，根据户型图和预算需求可使用筑巢工具一键生成方案图和水电排布，充分做好装修设计与匹配



资料来源：三翼鸟 APP

2024 年筑巢设计将从家电设计工具升级为涵盖设计、报价、下单、生产全流程打通，行业首个智慧家电家居一体化的全新设计平台，为用户提供全流程的定制体验。

2.2.2、场景方案能力：三翼鸟注重家电与家居的一体化设计匹配，场景方案丰富

整装服务的关键之一，在于能否向用户提供高度匹配的“套系化”设计方案，从而实现风格统一。这既要求家电产品的风格与家装风格匹配，也要求家装属性和家电属性的匹配。三翼鸟主要通过全屋方案设计和家电嵌入式方案布局来实现。

风格统一方面，三翼鸟全屋方案和场景方案涵盖多种风格，轻奢、法式、日式、新中式等等，且可以通过筑巢 APP 进行相应更改，能够有效契合消费者需求。

图24：三翼鸟全屋方案和场景方案涵盖多种风格，轻奢、法式、日式、新中式等等



资料来源：三翼鸟官网

家电产品融入方面，三翼鸟针对前装家电品类做了更加适宜于前装的方案设计。例如，三翼鸟拥有中央净软水系统、中央空调新风系统、地暖壁挂炉系统、智能家居系统等方案，在水路电路排布之初就进行产品的融入，给用户提供了极大的便利，节省了后期的改造成本，也使得通过“套系化”的产品出售取得增长。

在局部空间提供家电的嵌入式方案来融入家装。现在家庭普遍住房面积不大的条件下，通过嵌入式的方式很好的节省了空间。三翼鸟厨房方案推出了平嵌、零嵌、全嵌等多种方案，满足不同风格和不同预算的需求，在节省空间的同时做到家电家居一体化设计和智慧联动。

图25：三翼鸟厨房方案推出了平嵌、零嵌、全嵌等多种方案



资料来源：三翼鸟官网

针对全屋整装外的局部场景与需求，三翼鸟也提供不同的场景方案。例如，在官网以及小程序查询方案后，通过筑巢设计，根据户型图和预算需求可一键生成方案图和水电排布，充分做好装修设计与匹配。场景方案预算从5万以下到40万以上均有，10-20万相对较多。

表7：三翼鸟提供全屋家电、全屋空气、全屋用水等等多种场景方案

场景	场景数	典型场景
全屋家电	40	无界 卡萨帝星云全屋家电方案、和睿 智慧健康家·三居现代前装方案、无界 光年全屋家电大平层法式精装后置、无界 卡萨帝银河套系全屋方案
全屋空气	20	无界 全屋新风、和睿 铭家中央空调智慧
全屋用水	17	和睿 全屋智雅用水方案、无界 全屋宜居用水方案

场景	场景数	典型场景
全屋智能	7	和睿 悦享智控全屋智慧套装、和睿 AI 奢享别墅全屋智慧方案
厨房家电	15	和睿 零嵌精厨-妙集厨房、无界 全嵌美厨·融境厨房、无界 平嵌好厨·光年厨房
卫浴家电	9	无界 美肤浴室、和睿 健康浴室
客厅家电	9	无界 智慧健身客厅、和睿 海尔·夏日消暑
阳台家电	8	无界 活力健身阳台、无界 萌宠阳台
卧室家电	2	无界 智慧主卧、无界 自然奢适衣帽间
玄关家电	1	无界 智启艺术玄关

资料来源：三翼鸟官网、开源证券研究所

表8：三翼鸟场景方案预算从5万以下到40万以上均有，10-20万相对较多

场景类型	不同预算对应的场景方案数				
	5万以下	5-10万	10-20万	20-40万	40万以上
全屋家电	4	16	23	20	9
卫浴家电	6	7	4	1	0
客厅家电	3	5	8	5	2
阳台家电	1	3	5	1	1
	2万以下	2-5万	5-8万	8-10万	10万以上
厨房家电	5	12	12	10	6

资料来源：三翼鸟官网、开源证券研究所

2.2.3、数字化交付工具：“翼交付”场景交付工具实现全流程高标准交付

交付工具方面，三翼鸟推出行业首个“翼交付”场景交付工具，通过数字化赋能，做到用户全程可视。基于翼交付 1.0 的升级，三翼鸟还可做到管家式全流程交付、智慧家庭整体交付、高标准零差异交付，将设计图纸一比一还原进生活，保证用户“所见即所得”。

图26：一站式的精细化、专业化、场景化家电交付工具，提升30%的综合效率

翼交付6大功能



资料来源：三翼鸟官方公众号

三翼鸟交付不是简单的配送、安装，而是将交付标准前置化，变成方案的一部分，包括整体空间布局、用户习惯的兼容、从设计到施工的全链路管理等等，用户更省力、省时、省心。翼交付是管家式全流程交付、智慧家庭整体交付、高标准高品质交付。

翼交付做到了全链路整合，根据三周年发布会，用户管家超 1.5 万人，配送车超

10 万辆，服务兵超 10 万人，效率提升 30%。

三翼鸟可以做到设计生态、健康生态、住居生态、娱教生态、美食生态的用户全生态服务。在交付之后还有一周暖房服务，一月生态服务，一季清洗服务、一年周年服务、两年升级服务、五年体验服务。高标准交付、长售后以及全流程服务是三翼鸟的竞争优势之一。

2024 年翼交付将升级为行业首个智慧家电家居一体化的交付平台，打造智慧家电家居一体化的交付标准，实现交付全流程的数字化，让用户得到最专业的交付体验。

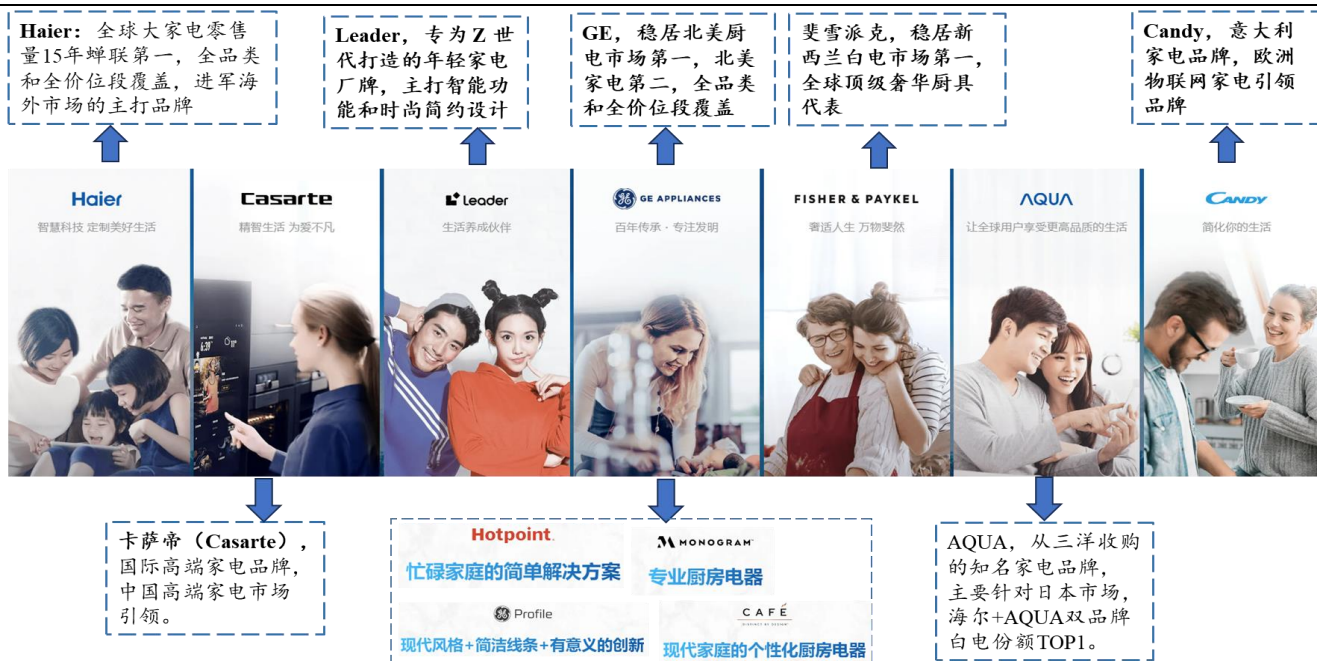
2.3、产品端：家电全品类+家居子品牌布局共同助力、有效协同

2.3.1、套系化基础好：全品类、多场景，促进单用户价值提升

做好整装的基础是产品品类要全面，这样才能提供整体的解决方案，各种产品以及服务打包在一起才能够提升客单值。家电企业天然相对于家装企业有价值上的优势，因为可以提供全面的家电产品。

海尔旗下拥有 7 大家电品牌，多品牌组合策略差异化覆盖各个市场和各种家电需求。在中国，海尔智家实现国内市场绝对引领。海尔在 2023 年以 28% 的综合市场份额，继续居第一位；卡萨帝 7 年实现了 13 倍增长，在绝对第一基础上份额持续提升；斐雪派克继 2023 年全面发力中国，2024 年又发布全新社交厨房场景方案；Leader 作为 Z 世代生活养成伙伴，为 4 类年轻圈层匹配了全新生活场景。在美国，GE Appliances 已连续 2 年成为当地第一大家电公司；在日本，海尔智家经过 20 多年自主创牌、高端创牌成功登顶“家电王国”第一；在欧洲，海尔智家连续 8 年市场增速最快，市场份额增速持续保持第一；在澳洲，海尔智家跑赢行业，斐雪派克稳居新西兰白电市场第一；在东南亚，泰国的空调和冷柜的市场份额均居第一位。

图27：海尔旗下多品牌组合策略差异化覆盖各个市场和各种家电需求



资料来源：海尔智家官网、开源证券研究所

三翼鸟门店从之前主要涵盖海尔、卡萨帝两个品牌的家电产品，2024 年将继续

拓展为 Fisher&Paykel、Casarte、Haier、Leader 四个品牌，通过三翼鸟打造阳台生态、厨房生态、卧室生态、客厅生态，分别对应衣食住娱。四个品牌有不同的定位和受众群体：(1) Fisher&Paykel：全球顶奢家电品牌（时代引领者、新贵先锋、大宅设计师），超高端引领；(2) Casarte：国际高端家电品牌（科创精英、精致女性、悦享先锋），高端绝对引领；(3) Haier：智慧科技家电第一品牌（务实青年、品质中产、都市银发），智慧科技引领，目前三翼鸟门店中卡萨帝占比达到 40%；(4) Leader：Z 世代首选家电品牌（独立品味、尝新 KOL、悦己随性），年轻首选。背靠海尔集团，三翼鸟未来有望融合进旗下更多高端家电品牌产品。

三翼鸟产品线丰富，涵盖众多家电品类以及家庭各种使用场景，套系化场景化基础好。海尔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，例如成功支持了 GEAppliances 重启热水器业务。场景来看，包含智慧客厅、智慧卧室、智慧厨房、智慧浴室以及智慧阳台。以前装占比比较高的空冰洗来看，三翼鸟旗下空调/冰箱/洗衣机产品数分别达到 170/281/396 款，智能家电 SKU 占比分别达到 65%/47%/20%。

图28：三翼鸟智慧客厅及智慧卧室场景下配备多种智能家电，空调智能化 SKU 占比达到 65%



资料来源：海尔智家官网、开源证券研究所

图29：三翼鸟智慧厨房场景涵盖 20 种家电产品，其中集成灶有 29 款

海尔智慧家庭 五大空间—智慧厨房
专业生活服务，轻松享受美味与健康

AI食材管家 **AI膳食顾问** **AI烹饪助手**

产品展示

油烟机 75款中18款智慧家电	洗碗机 49款中9款智慧家电	集成灶29款产品	燃气灶44款中1款智慧家电	冷冻柜 213款中5款智慧家电
消毒柜14款中3款智慧家电	电烤箱 13款产品	蒸箱 9款产品	冰箱283款中132款智慧家电	净水机163款中64款智慧家电
冰吧 25款产品	垃圾处理 器7款产品	电饭煲24款产品	电压力锅 5款产品	酒柜 19款产品
果蔬消毒清洗 机34款产品	空气炸锅 23款产品	多功能锅 2款产品	智能营养秤 4款产品	小厨宝 14款产品

智慧厨房

- 菜谱内容中心：海量菜谱科学推荐，专业烹饪知识库
- 厨房设备智控：人性化智慧厨电，贴心烹饪辅助
- 专业膳食管理：全家健康管理，精准膳食推荐，专业膳食规划服务
- 智慧存储：食材智慧管理，安全饮食保障

资料来源：海尔智家官网、开源证券研究所

图30：智慧浴室和智慧阳台可以做到设备智能联动，电热水器智能 SKU 占比达 43%

海尔智慧家庭 五大空间—智慧浴室
全流程贴心呵护，提升沐浴幸福感

智慧浴室

智慧阳台

设备智能联动
无需逐个调节，一秒切换所需场景

浴室自除湿
实时监测湿度，自动除湿调节

语音交互
语音操控，自然交流精准执行

设备智能联动
无需逐个调节，洗浴照有序自动运行

语音交互
深度语音理解，懂你所想

极致收纳
柜电融合极致零嵌，美观易打理

产品展示

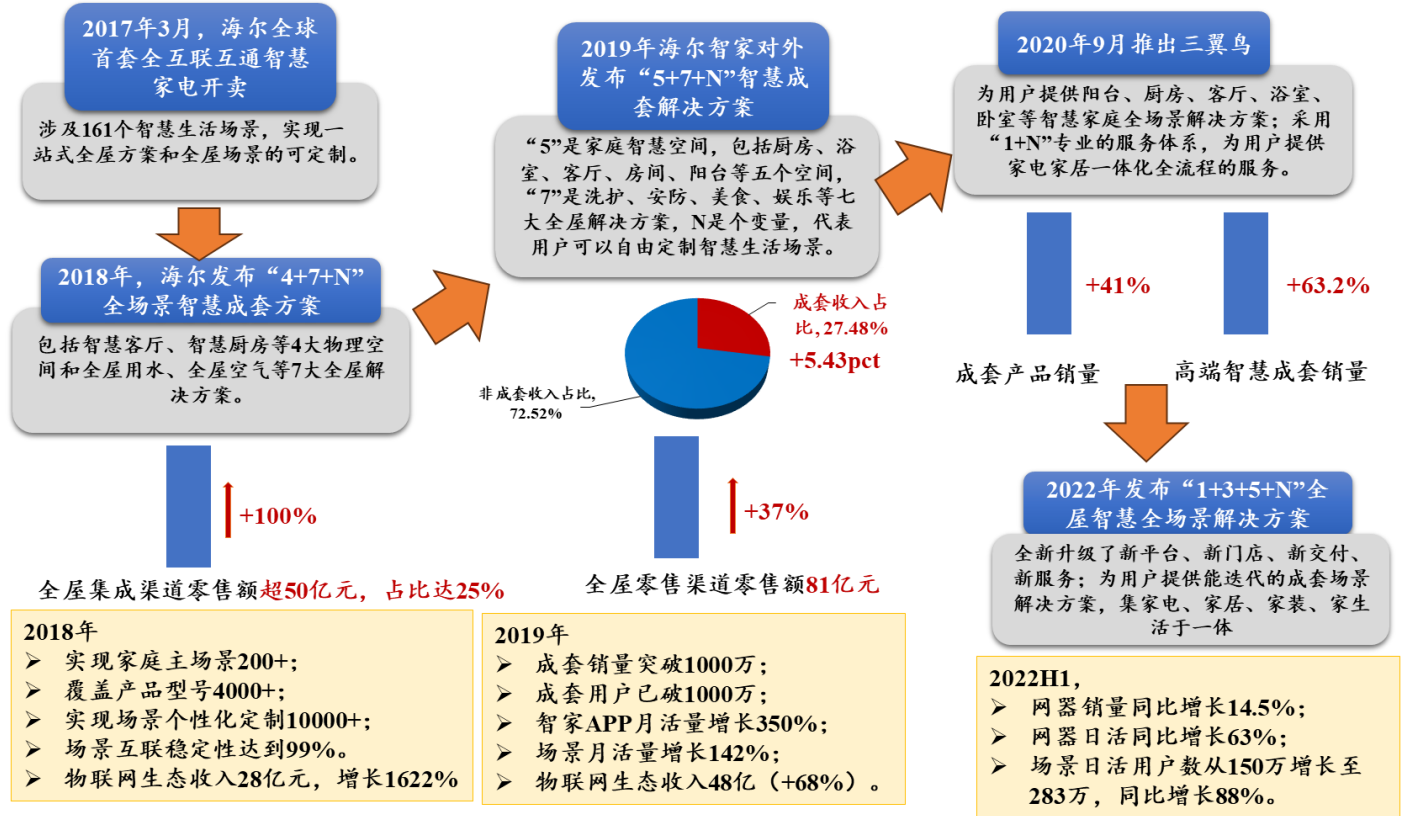
电热水器 370款中160款智慧家电	洗衣机 398款中82款智慧家电	智能浴霸 15款产品
空气能热水器 55款中22款智慧家电	太阳能热泵热水器 55款中22款智慧家电	淋浴花洒
智能马桶 21款中2款智慧家电	智能马桶盖	燃气热水器 220款中125款智慧家电
太阳能热水器 38款产品	采暖炉 69款产品	晾衣架3款产品

资料来源：海尔智家官网、开源证券研究所

场景方案不断迭代拓展，单用户价值不断提升。从时间维度来看：2017年3月，

海尔全球首套全互联互通智慧家电开卖，涉及 161 个智慧生活场景，实现一站式全屋方案和全屋场景的可定制。2018 年，海尔在 AWE 发布“4+7+N”全场景智慧成套方案。2019 年海尔智家对外发布“5+7+N”智慧成套解决方案；2020 年 9 月推出三翼鸟，为用户提供阳台、厨房、客厅、浴室、卧室等智慧家庭全场景解决方案；2022 年发布“1+3+5+N”全屋智慧全场景解决方案，1 是指 1 个智家大脑，3 是指 3 大全屋专业系统解决方案，5 是指 5 大智慧空间，N 是指 N 种个性化定制智慧场景方案。2023 年三翼鸟场景交易额超 51 亿。

图31：场景不断拓展，方案不断优化，从成套家电走向全屋智能解决方案



资料来源：公司公告、海尔智慧家庭公众号、三翼鸟场景品牌公众号、中国电子报公众号、开源证券研究所

图32：2022年发布“1+3+5+N”全屋智慧全场景解决方案

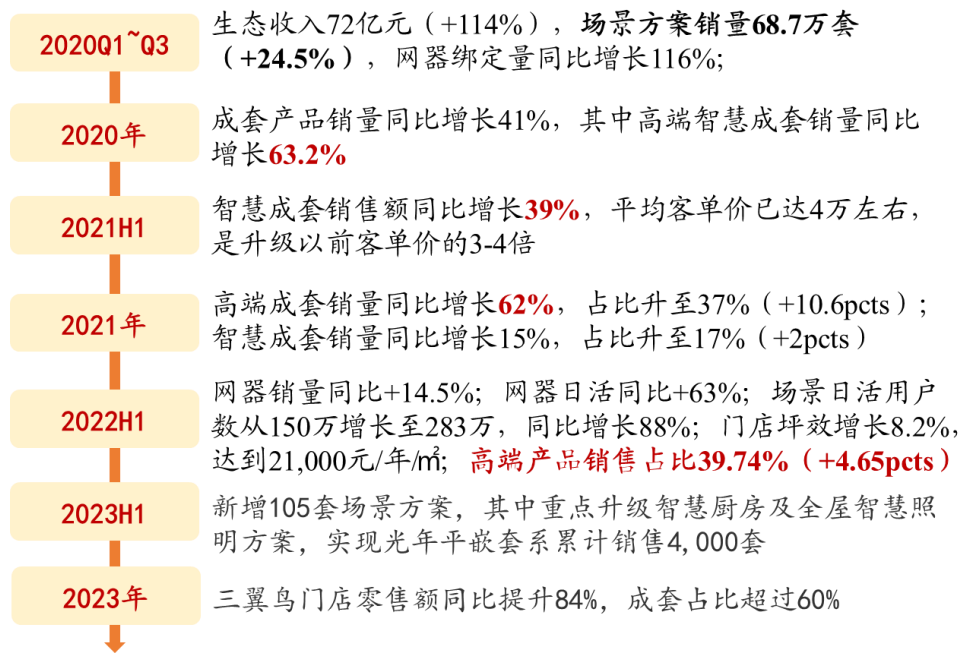


资料来源：三翼鸟官网、智能 HeadLine 公众号、开源证券研究所

2023年通过场景服务提升用户粘性、放大单用户价值。2023Q1,三翼鸟门店的卡萨帝零售额占比提升2个百分点,空调、厨电、水家电等前置类产品零售额占比提升3个百分点。2023H1,公司还推出业界首个全屋用水解决方案在线设计平台,265家三翼鸟门店和624家家装门店的设计师和销售团队可帮助数百万用户直观了解整体热水器及净水解决方案。截至2023年9月,三翼鸟场景用户日活385万、网器日活327.9万。在2023年的“万家筑巢”活动中,仅6-7月,方案进小区数2149个,小区定制化方案3112个,交易用户数4.9万人,场景交易金额8.5亿。

三翼鸟场景方案有效带动公司成套产品销售,2023年Q1-3三翼鸟实现了10万套爆款方案的销售,落地了8400套厨下用水方案、9279套厨房平嵌方案、31307套舒适健康空气方案、19716套阳台三筒方案。过去三年三翼鸟已为超过34万中国家庭定制了智慧生活方案。通过场景方案建设放大成套价值;通过打造生态品牌为用户提供包含衣食住娱的家生活解决方案,更高频的服务用户,提升用户粘性。三翼鸟2023年Q1-3场景交易额达40亿,2023年三翼鸟门店零售额同比提升84%,成套占比超过60%。

图33: 三翼鸟场景方案有效带动成套产品销售, 提升客单价和门店坪效



资料来源: 公司公告、开源证券研究所

三翼鸟三周年发布会带来6大解决方案, 包括1套全屋家电解决方案、4套智慧厨房解决方案、1套全屋用水方案。通过智家大脑屏, 用户可随时掌握家中的温度、湿度、水质等情况; 全屋用水系统可针对不同场景进行规划用水, 如餐饮用水可进行五级过滤、沐浴用水会经过两重除水垢等; 饮食健康方面, 冰箱可保证食物无菌储鲜、烘干机能实现99%衣物除螨、消毒柜则通过80°C高温微蒸汽保证餐具洁净。

图34: 三翼鸟三周年发布会带来6大解决方案



资料来源: 海尔智慧家庭公众号

其中三翼鸟|海尔智慧健康家电方案, 是三翼鸟首次发布卡萨帝产品之外的场景方案。

图35：三翼鸟|海尔智慧健康家电方案是三翼鸟首次发布卡萨帝产品之外的场景方案



资料来源：海尔智慧家庭公众号

2.3.2、口碑实力领先：产品份额领先，专利与标准引领行业

套系化销售好的关键是产品力与口碑领先，关键指标就是份额。海尔家电受消费者认可，份额持续引领全球。2024年1月8日，欧睿国际数据显示，2023年海尔全球大型家用电器品牌零售量第一，第15次蝉联全球第一。其中海尔冰箱、洗衣机、酒柜、冰柜分别连续蝉联全球销量冠军16/15/14/13年。海尔厨电是中国唯一销量超

1000万台（不含洗碗机）的厨电企业。

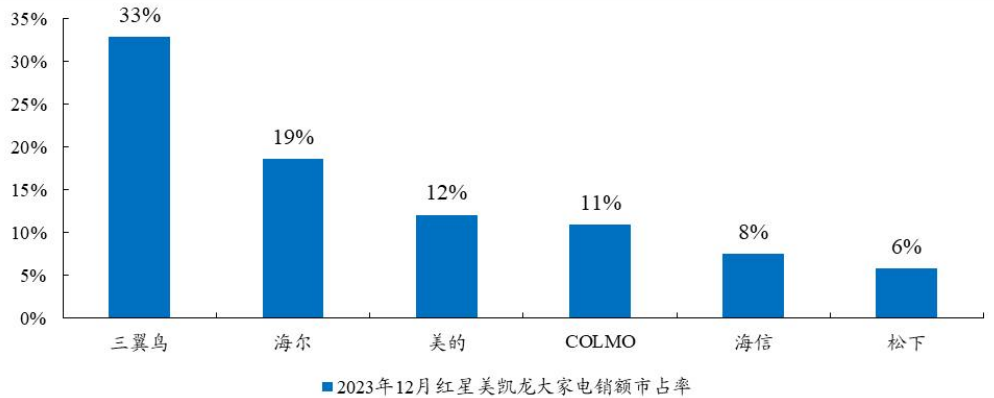
图36：海尔家电受消费者认可，2023年海尔全球大型家用电器品牌零售量第一，第15次蝉联全球第一



资料来源：海尔智慧家庭公众号

三翼鸟在前置渠道份额领先。根据奥维云网统计的2023年12月红星美凯龙265个重点商场的销售数据，大家电领域三翼鸟与海尔的份额分别达到32.9%/18.6%，位列第1/2名。三翼鸟进店率达到57.5%，遥遥领先。

图37：2023年12月红星美凯龙大家电领域三翼鸟与海尔的份额分别达到32.9%/18.6%，位列第1/2名



类别	三翼鸟	海尔	美的	COLMO	海信	松下
订单数	2359	1175	868	650	605	431
客单价 (元)	9093	10347	9082	10938	8123	8811
套购指数	1.14	1.23	1.60	1.44	1.23	1.48
进店率 (%)	57.5%	23.7%	29.0%	26.9%	22.0%	19.4%

资料来源：奥维云网、开源证券研究所

2023年6月15日，国际品牌价值研究权威机构“世界品牌实验室”发布2023年《中国500最具价值品牌》榜单。其中，三翼鸟再次作为唯一场景品牌荣登榜单，

已连续3年上榜，位列197名（提升12名），品牌价值评估为455.67亿人民币。

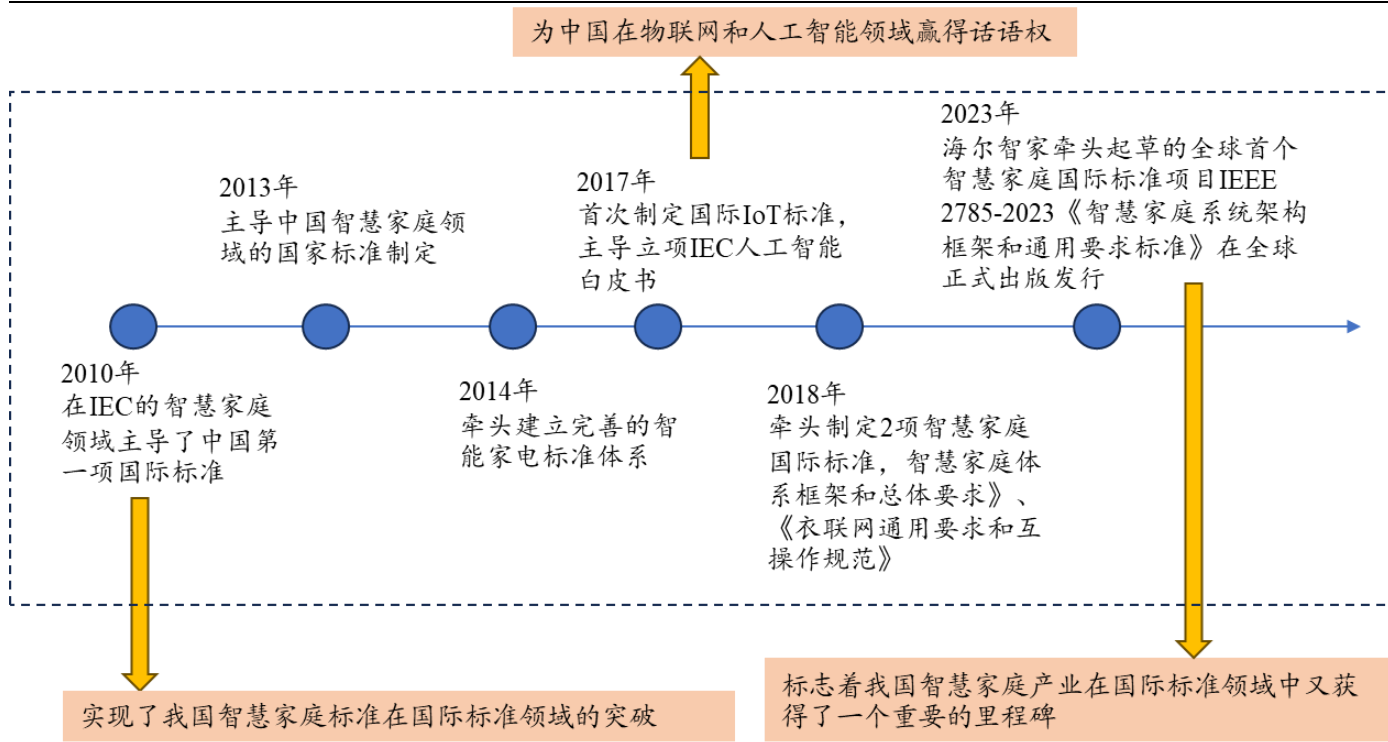
海尔家电研发实力强，体现在智能家居专利方面和标准制定方面引领行业。

海尔家电专利引领。海尔具有全球协同研发体系，设立了全球技术研发机制，共享通用模块和复用技术及在合规范围内共享专利。例如，公司成功将Fisher&Paykel研发的直驱电机技术应用于卡萨帝品牌洗衣设备，并取得理想成果。2024年1月11日，IPRdaily中文网公布了《2023年全球智慧家庭发明专利TOP100》排行榜。海尔智家以6152件公开专利申请数量领跑全球，实现10连冠。自此，海尔智家智慧家庭累计公开专利数量29486件，位居全球第一。

国内智能家居流派繁多且多不互通，但海尔智家自始至终打造开放和包容的生态。并且海尔是行业唯一覆盖OCF、IEEE、IEC、ISO和Matter国际5大标准组织的企业，选择三翼鸟就等于选择了几乎支持所有的智能家居体系。目前，三翼鸟已有2万余款组件、1000+场景方案、200余种服务，可供用户自由选择和组合，降低了用户选择的成本。

海尔智家标准引领。2023年3月海尔智家牵头起草的全球首个智慧家庭国际标准项目IEEE 2785-2023《智慧家庭系统架构框架和通用要求标准》在全球正式出版发行。该标准制定了智慧家庭系统框架、术语、参考模型、功能及相关技术要求，填补了全球智慧家庭产业和生态的标准空白，这标志着我国智慧家庭产业在国际标准领域中又获得了一个重要的里程碑。

图38：海尔引领智慧家庭领域标准制定与发展



资料来源：三翼鸟场景品牌公众号、三翼鸟全屋智慧公众号、开源证券研究所

2.3.3、品牌定位专门化：三翼鸟定位场景品牌

三翼鸟拥有专门化的子品牌定位，其他公司是在固有品牌体系中去智能家居和整装拓展。这样专门化的定位有助于：

(1) 明确市场定位：专门针对智能家居和整装市场的品牌，三翼鸟可以更清晰地定义其目标客户群，更精准地满足细分领域需求，有助于品牌在市场中建立独特的身份和价值主张。

(2) 集中投入资源：专门化的品牌定位允许三翼鸟集中其资源，包括研发、市场营销、客户服务等方面的资源，专注于智能家居和整装市场，集中投入有助于提高研发效率，创造更具创新性和竞争力的产品和服务。

(3) 更深入的市场理解：专注于特定市场使得三翼鸟能够更深入地理解和响应该市场的特定需求和趋势，有助于品牌在产品设计、用户体验和服务提供方面更加贴近消费者的真实需求。

(4) 强化品牌影响力：专门化的品牌更容易在目标市场中建立品牌权威性和认可度。对于智能家居和整装市场，三翼鸟通过提供高质量的产品和服务，能够建立起强大的品牌声誉，吸引并保持忠实客户。

(5) 策略的灵活调整：三翼鸟能够更灵活地调整其商业策略和市场方法，以适应市场变化和消费者需求的演变。

2.3.4、全屋智能：智家大脑拥有 HomeGPT、家庭多模态感知决策系统、泛在智能连接系统和家庭自进化系统

传统全屋智能体验存在很多痛点，包括：**(1) 交互静态：**用户与智能设备之间的交互是静态的，无法根据动态场景来调节。**(2) 同质化严重：**一套方案解决多种问题，千人一面。**(3) 智慧联动体验欠佳：**设备间连接故障频发；协同联动“机械化”、“刻板化”；多设备应答互相干扰；只提供单一功能、服务单一需求等等；**(4) 家电家居风格不匹配。**

区别于行业普遍的被动智能，三翼鸟可以做到主动智能、深度体验，解决许多行业痛点。

(1) 主动式协同联动。搭载了智家大脑，实现了全场景控制、无感知智能和主动式服务。以智慧场景光为例，智家大脑能够充分感知用户在家中的动态，根据观影、休闲或运动等不同状态主动协同联动，提供实时氛围感灯光，而不需要用户再逐一设备设置、操作。除了产品之间的联动，还有数据的联动。如运动腕表上健康数据、体脂称上的体重数据、厨房的饮食数据，都会综合起来呈现在卫生间的镜子上，在智能升级的基础上，实现健康升级。

(2) 大数据精准定制，做到千人前面。例如行业一般提供智能单品解决用户对空气多样化的需求时，三翼鸟全屋空气则综合考虑季节、地域、人群、环境等因素。例如监测到空气湿度大会主动打开除湿模式、多花粉会自动开启除菌除尘模式。通过行业唯一的智慧家电设计工具——筑巢设计工具，三翼鸟可以快速规划布局、选配场景，最快3分钟就能设计一个智慧家。

(3) 智慧联动体验升级。区别行业全屋网络覆盖弱，导致的智能设备连接不畅等问题，三翼鸟全屋网络解决方案采用分布式路由，子母路由互相扩展补充，增强信号，确保网络覆盖各个角落；全屋设备绑定智家APP后，无需输入密码就能自动连接；自动建立全屋智慧专属通道，宽带资源紧张也能流畅自如。不同于行业语音操控仍存在语音交互混乱问题，智家大脑迭代了人声定位技术“waken”，做到精准应答。

(4) **场景化深度服务，打破产品的边界。**三翼鸟能提供全屋智慧全场景解决方案。三翼鸟已经集成多品类和多品牌，能够为方案的落地提供品牌支撑。三翼鸟已经与高端品牌卡萨帝深度协同。再加上三翼鸟牵头成立的中国大家居 TOP 生态联盟，场景品牌、高端品牌及生态品牌的联动能够发挥规模效应。例如三翼鸟智慧厨房不仅让厨房小白秒变大厨，还能定制健康食谱，通过厨电联动，轻松做出大师菜，还能根据季节、家庭结构、健康情况等制定饮食计划。

(5) **家电家居融合设计：**根据家电和家居的风格匹配设计，以厨房为例，三翼鸟筑巢设计可以根据预算、户型、风格，30秒成套厨房场景快速可视化。

智家大脑是海尔智家自主研发的智慧家庭核心技术平台，融合应用了物联网、人工智能、大数据等前沿技术，是专注生活，集思考、决策、情感于一体的家庭智慧大脑。它由一个智家大脑平台、三朵云（AI云、大数据云、IoT云）和全屋神经网络系统构成，拥有连接、感知、决策、交互四大能力。

图39：智家大脑 2.0 是智能管家



资料来源：海尔智家官网

图40：海尔智家大脑是智慧家庭的核心技术引擎



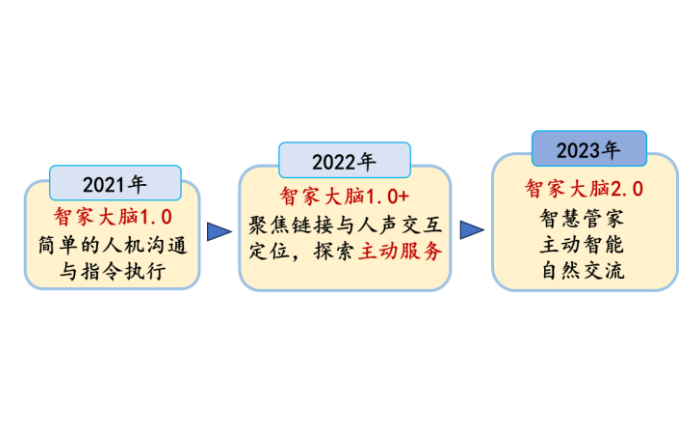
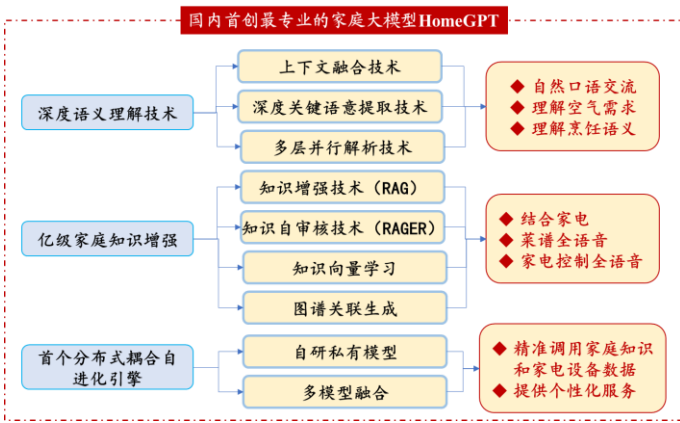
资料来源：海尔智慧家庭公众号

海尔智家大脑融入了物联网、大数据、人工智能等尖端的科技，打造了三大核心平台的能力。

(1) 国内首创最专业的家庭大模型 HomeGPT，提升了智家大脑对用户和家庭生活的理解力。海尔智家大脑完成从 1.0 到 2.0 的跃迁，覆传统“一问一答”式的交互模式，不仅可以实现全场景自然交互，还能提供全屋主动服务，变得更聪明、更懂用户。HomeGPT 率先将大模型能力落地应用于智慧家庭，通过独有的深度语义理解技术、亿级家庭知识增强、行业首个场景生成引擎三大技术优势，全面推动行业交互体验、智慧场景能力、生活服务能力全面进阶。

图41: HomeGPT 深度融合海尔家电，带来更自然的、更深入的类人化的交互体验

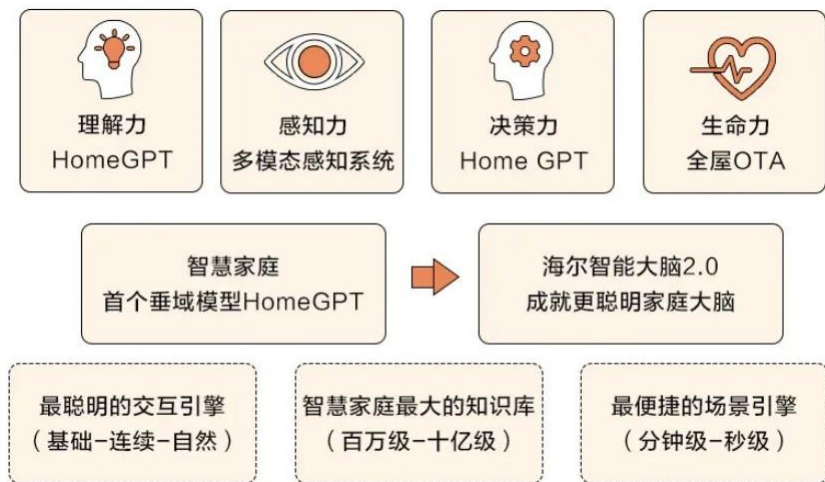
图42: 海尔智家大脑完成了从 1.0 到 2.0 的能力跃迁



资料来源：2024 年海尔智家生态大会、开源证券研究所

资料来源：海尔智慧家庭公众号、开源证券研究所

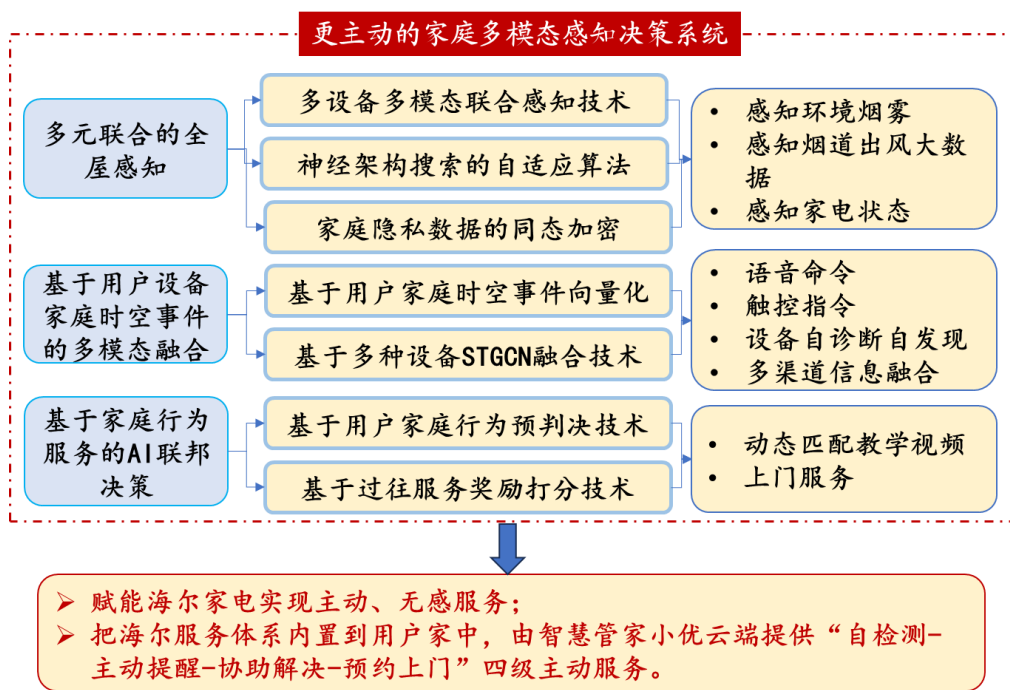
图43: 智家大脑 2.0 更聪明，拥有行业首创 Homegpt 大模型



资料来源：三翼鸟官方公众号

(2) 智家大脑拥有更主动的家庭多模态感知决策系统，提升了智家大脑在用户家中的感知力。依托全屋感知系统迭代，实现多端数据统一采集，构建全屋感知服务模型。同时，围绕软硬一体的思路和端云一体理念，实现语音语料多样化和图像的多模态交互，开启新式立体交互形态。

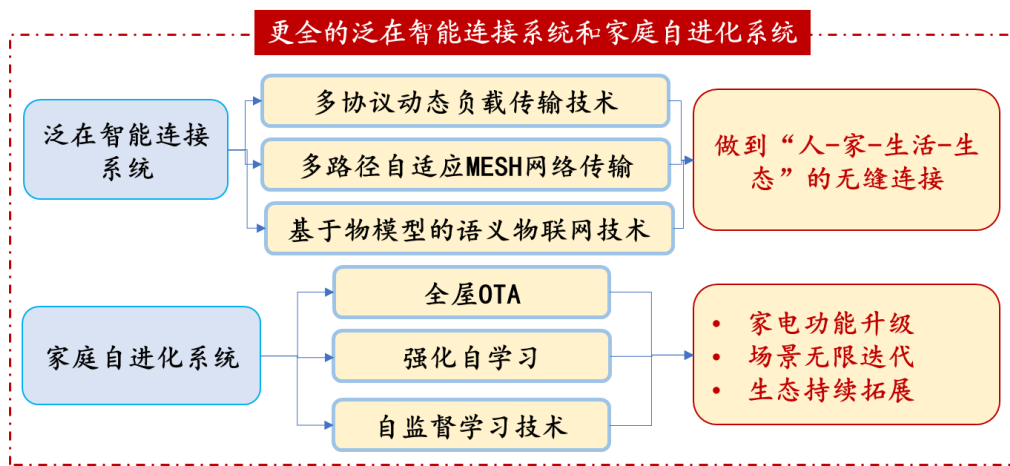
图44：智家大脑拥有更主动的家庭多模态感知决策系统，提升了智家大脑在用户家中的感知力



资料来源：2024年海尔智家生态大会、开源证券研究所

(2) 智家大脑拥有更全的泛在智能连接系统和家庭自进化系统，让智家大脑保持生命力，做到“人-家-生活-生态”的无缝连接，实现家电功能升级、场景无限迭代、生态持续拓展。

图45：智家大脑拥有更全的泛在智能连接系统和家庭自进化系统，让智家大脑保持生命力



资料来源：2024年海尔智家生态大会、开源证券研究所

海尔智家大脑是智慧家庭体验的核心支撑，智家大脑通过连接 140 多种家电品类、400 生态品类、亿级网器设备、数十亿级家庭知识库、HomeGPT 场景应用，提供智慧管家服务、实现服务场景更全、场景更深、用户体验更好。海尔智家大脑场景月交互超 24 亿，在持续交互中学习、反哺，使大脑能力不断的迭代，海尔智家大脑持续与用户共创智慧家庭体验的生生不息。

2023年12月,海尔智家大脑发布家电行业智能模组新物种——行业首款集通信与人体感知于一体的通感智能模组,在通信技术的基础上融合人体感知技术,感知能力复用了2.4G射频技术,在不增加成本的情况下实现了有无人存在的感知能力,能够精确感知到用户的位置,支持1~6米的多段距离感知,意味着这些智能设备能够更精确地根据用户的位置进行反应,如自动调节空调温度或灯光亮度。在通信层面,从Wi-Fi4升级到Wi-Fi6,使智能家居的联网、控制更智慧、快捷、稳定。未来此模组将逐步落地应用于海尔全品类智能家电,使主动服务的智慧生活体验实现更全面的普及。

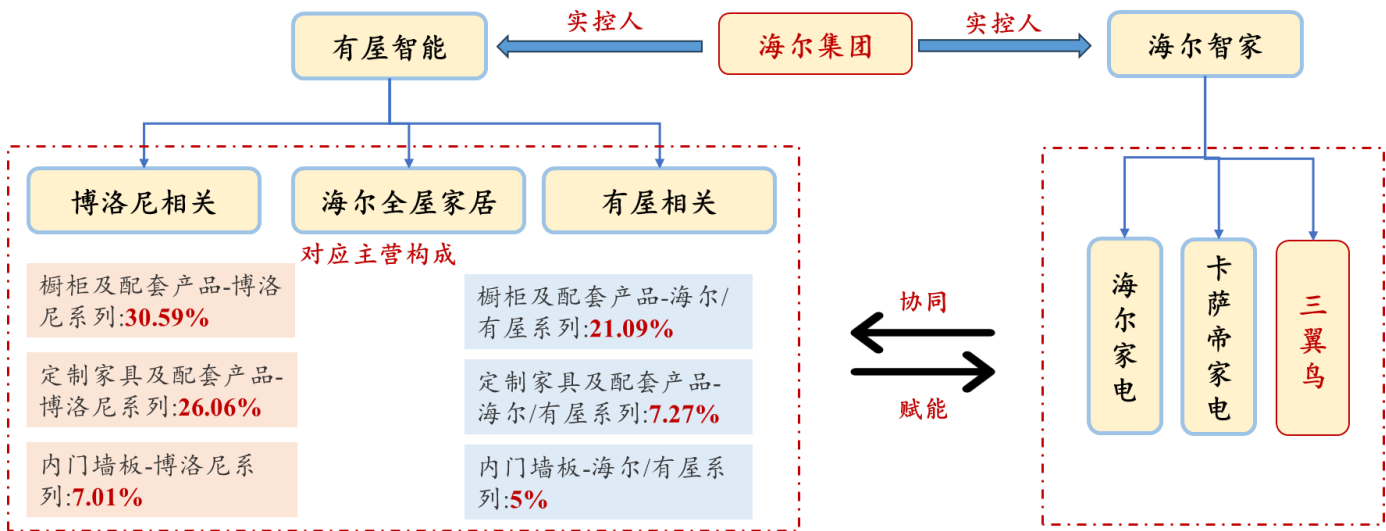
2024年智家大脑将基于家庭大模型打造智能交互的新引擎,实现全场景拟人化的自然交互,为用户提供管家式的主动服务、场景体验。

2.3.5、家居家电一体化能力：有屋智能+博洛尼赋能三翼鸟，智慧大脑打造强大的数字化中台能力

有屋智能与海尔智家的实控人均均为海尔集团,其中有屋智能主要定位家居,旗下博洛尼、海尔、有屋三个品牌;海尔智家定位家电,旗下有7大品牌以及三翼鸟场景品牌。家电家居处于同一体系下更有利于资源协同,提升效率。

三翼鸟强调跨品牌、跨产品的整合能力,通过整合有屋智能的技术、博洛尼的设计、成套家电设计与供应交付,三者结合使得海尔能够提供从基础家装到高端定制,再到智能家居的全方位服务。这种无缝的服务体验大大提升了客户的满意度和忠诚度,有利于在家居市场建立更加全面和强大的品牌影响力。

图46：实控人均均为海尔集团，家电家居处于同一体系下更有利于资源协同



资料来源：Wind、开源证券研究所

家电家居处于同一体系下, (1)运营效率更高、协同更好:三翼鸟和旗下的博洛尼家居品牌,能够在设计、生产、销售等环节实现无缝对接,从而提高整体运营效率。(2)统一的用户体验:更好地控制产品设计、用户界面和服务质量,确保用户在使用家电和家居产品时获得一致且高质量的体验。(3)数据和洞察力的共享:共享客户数据和市场洞察,这有助于更好地了解消费者需求,并快速对市场变化做出反应,相比跨公司合作更为高效和安全。(4)跨领域创新:跨领域的视角有助于开发出真正创新的产品,例如将智能家电技术应用于家居设计中,创造出全新的生活体验。

● **有屋智能：家居产品线齐全、智能化产品设计加强与家电联动**

有屋智能家居产品线齐全，三大品牌定位可与家电更好匹配。产品涵盖了整体橱柜、定制家具、内门墙板以及配套智能化定制家居产品，拥有“有屋（EOROOM）”、“博洛尼（Boloni）”、“海尔（Haier）”等知名品牌，其中，“博洛尼（Boloni）”品牌定位于高端人士首选品牌，主打欧式高端产品；“海尔（Haier）”品牌定位于时尚消费人群，主打中式简约风；“有屋（EOROOM）”品牌旗下虫洞系列产品定位于艺术加科技人群首选品牌，主打智能轻奢产品。三种不同定位的品牌可以分别与三翼鸟的三种定位家电卡萨帝、海尔、统帅进行组合，满足不同消费需求的人群。

有屋智能产品创新设计风格丰富，先后与具有意大利、清华美院等背景的设计师合作分别打造了简约、欧式、轻奢、新中、田园、古典等不同风格的产品，满足各类消费群体的居家审美需求。

图47：有屋智能产品涵盖了整体橱柜、定制家具、内门墙板以及配套智能化定制家居产品

类别	产品图示及名称			
整体橱柜				
	芬兰	墨尔本-单面漆	摩卡-U型	艾斯特-U字型
定制家具				
	科莫系列	伦敦雾	混合衣帽间	伯尔尼亚书柜
内门墙板				
	玻瑞斯 A 墙板	辛尼斯 B 墙板	伯尔尼亚 R	纯粹
其他产品				
	智能挂衣杆	小云顶沙发	卡米拉岩板餐桌	奥格岩板茶几

资料来源：有屋智能公告

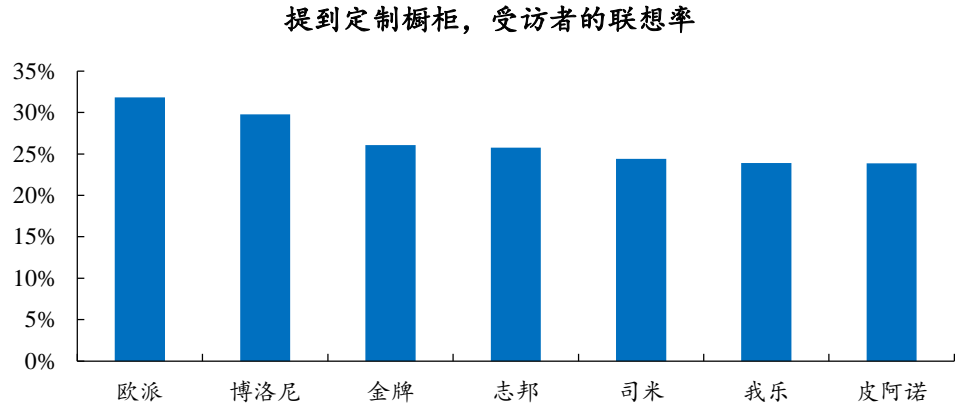
有屋智能较早布局智能家居领域，推动传统家居产品向智能网器产品转型升级，更好和智能家电互联，打造全场景智能化。在传统柜体内植入智能化产品设计，较早地推出了使用橱柜杀菌技术、柜内净化技术、语音控制技术等技术核心的有屋小智、橱柜精灵、阳台精灵、鞋柜精灵等一系列具备物联网及智能化属性的产品。该模式使家居产品具备物联网属性，具有集中管理、远程控制等功能。这种智能化布局可以更好和房间的智能家电进行联动，具备明显的差异化优势。

● **博洛尼：高端整装定制，知名度高、设计领先，可与海尔家电一体化设计**

在家装领域，博洛尼定位于高端个性化全屋定制，主要面向追求品质生活和精致设计的消费者。

(1) 知名度领先，起源于意大利，坚持三十年高端定制，创始人蔡明是中国家居装潢领域第一人，喜爱意大利设计，尊重德国质量。根据博洛尼官网信息，提到定制橱柜，29.79%的受访者会想到博洛尼。

图48：提到定制橱柜，29.79%的受访者会想到博洛尼



数据来源：博洛尼官网、开源证券研究所

(2) 设计领先：与各领域一线国际大师合作，将传统意大利设计美学与现代元素结合，创造出既时尚又实用的家居产品。博洛尼通过解析6种人的需求，与诸多国际大牌御用时尚设计师，共同探讨服装元素与家居环境的结合可能。博洛尼一贯坚持全品类发展，“七贯穿”是博洛尼产品研发的核心维度，即色彩、材质、造型、比例、灯光、纹样以及围合，结合对高端人群生活方式的调研分析，为每类客户设计专属风格空间。

图49：博洛尼与著名服装设计师合作，彰显时尚、格调，高级艺术融入生活



国际大牌还原到您家
INTERNATIONAL CLOTHING

国际服装设计师
Iracema Trevisan Carneiro

跨界潮流一触即发
CROSS-BORDER



国际时装设计师
Zandra Rhodes



国际时装设计师
Hussein Chalayan



伊拉希玛，意大利时尚纹样设计师，毕业于法国巴黎时尚学院，服务于众多国际一线品牌。2018年，以纹样创意总监的身份，正式参与BOLONI的纹样研发工作。



桑德拉·罗德斯，曾获英国“最高级巴思爵士”荣誉，被称为“时尚界传奇老奶奶”，是英国流行纺织品设计的先驱，她力图打破纯艺、设计和应用艺术之间的人为边界。



侯赛因·卡拉扬，与亚历山大·麦昆和约翰·加利亚诺齐名，毕业于伦敦中央圣马丁艺术与科学学院，主理品牌CHALAYAN定位于高奢市场。2019年，博洛尼跨界卡拉扬打造《部落颂歌》设计师产品系列。

资料来源：博洛尼官网、开源证券研究所

图50: 博洛尼与简约主义大师、色彩专家、摄影师合作, 开启新潮流

里诺·克塔托, 科宝·博洛尼橱柜首席设计师。意大利高端设计界领军人物, 意大利知名家具企业Mobitretevi、Dhesja、mathias和Elve的设计师; 意大利内门系统一流品牌Boscaeredi设计师。设计全球首创家居体验馆——7间宅将家居行业带入体验时代。

Karl Johan Bertilsson, NCS色彩副总裁、国际色彩设计与管理大师

Francesco Bagnato, 来自意大利的微观摄影师, 他镜头下的昆虫, 已自2017年9月起正式作为博洛尼的品牌形象, 展现天然、野性、纯粹与孤独。

资料来源: 博洛尼官网、博洛尼全屋定制公众号、南阳科宝博洛尼家居装饰公司公众号、开源证券研究所

(3) 质量领先: 博洛尼使用的材料均为高品质, 如优质木材、金属和布料等, 确保了产品的耐用性和美观性, 是行业中第一家敢与客户签订环保协议的公司, 执行“变态级环保”, 所有主材商必须执行博洛尼行业更高的环保标准 GB/T18883。

图51: 所有主材商必须执行博洛尼行业更高的环保标准 GB/T18883

行业首个环保研究院 持续迭代环保能力, 为您的新家保驾护航



GB/T18883标准	环保标准对比	GB50325规范
卫健委颁发		建设部颁发
健康人居环境标准		民用建筑工程
国家推荐环保标准		强制验收标准
检测前密闭12小时		检测前密闭1小时
入住时空气健康标准		收房前标准

执行最高环保等级
卫健委GB/T18883

资料来源: 博洛尼整体家装官方号公众号

2024年, 卡萨帝与博洛尼联合推出致境套系, 依托三翼鸟平台, 共同打造高端智慧厨房的解决方案, 引领中国高端厨房市场的全面升级。

2.3.6、生态合作：打造开放生态，构建“家电+家居+家装”一体化平台

三翼鸟通过和不同类型的公司合作，构建“家电+家居+家装”一体化平台，多元拓展自己在智能家居和整装市场的竞争力。

(1) 家居装饰公司：与家具、灯饰、装饰材料等供应商建立合作，便于提供整体的家居解决方案，例如三翼鸟与居然之家在建店、营销、工程等方面展开了多项合作，2022年双方战略合作2.0阶段，三翼鸟100%进驻居然之家商场，新增触点346家；2022年7月8日，2022中国建博会（广州）现场，三翼鸟联合17家家居建材行业TOP品牌，正式成立中国大家居TOP生态联盟。2022年1月12日，海尔智家与索菲亚深度战略签约在广州举行，当日索菲亚即下单厨房场景20000套。

(2) 智能家居技术提供商：合作开发智能家居解决方案，例如智能控制系统、安全监控设备等。例如三翼鸟与中国移动在智慧家庭、5G+工业互联网、基础通信业务等领域展开合作，双方共建智慧家电实验室，积极推进终端算力协作，在中国移动首批发布的25款算力终端中，海尔智家推出了13款；同时“云算一体”推进终端变革，共同打造云终端产品创新形态。与中国移动等科技企业的合作，使三翼鸟能够紧跟智能家居和物联网技术的最新发展。这种合作对于提升三翼鸟产品的科技含量，以及为消费者提供更加先进和便捷的智能家居解决方案至关重要。

(3) 设计师和建筑公司：聚合设计师资源，为用户提供方案设计、场景规划的个性化解决方案，与众多设计大咖合作，例如深泽直人、马岩松、杨明洁、青山周平、郑铮、黄晓靖、王湘苏、秦岳明等等。

(5) 物流和供应链管理公司：通过旗下日日顺平台以及与阿里巴巴战略合作，联手打造全新的家电及大件商品的物流配送、安装服务等整套体系及标准，该体系将对全社会开放。

(6) 房地产开发商：与房地产开发商合作，将智能家居解决方案整合到新建住宅项目中。在三翼鸟社区用户创新发展峰会上，三翼鸟携手万科、绿城、保利、世茂等60多家顶级地产商和物业，共同打造智慧社区生态。这种合作使三翼鸟能够深入到住宅项目的设计和规划阶段，为建设更加智能化和人性化的居住环境提供支持。

(7) 零售渠道合作伙伴：包括线上电商平台和线下家电零售商，扩大销售渠道，为三翼鸟在市场上的扩张提供了重要的渠道支持。三翼鸟与红星美凯龙达成了深度战略合作，合作内容包括联合建店、营销共创、品牌构建、数字化布局四大领域。这种合作有助于三翼鸟更好地触及消费者，同时也为其提供了稳定的销售和展示平台。

三翼鸟具备强大的资源整合能力和市场适应性。截至2023年底，三翼鸟已汇集了2万多位设计师、3万多位家电客户、1000多家家装公司、1000多个家居生态和1.4万个成套服务管家。从前期设计、中期实施到后期服务共同满足千人千面的定制需求。例如科勒 KOHLER、瑞士卢森地板、福乐阁 Flugger、法狮龙 FS/LON、金意陶 KITO、诺贝尔瓷砖、TATA 木门、汉斯格雅 hansgrohe 等品质资源方。

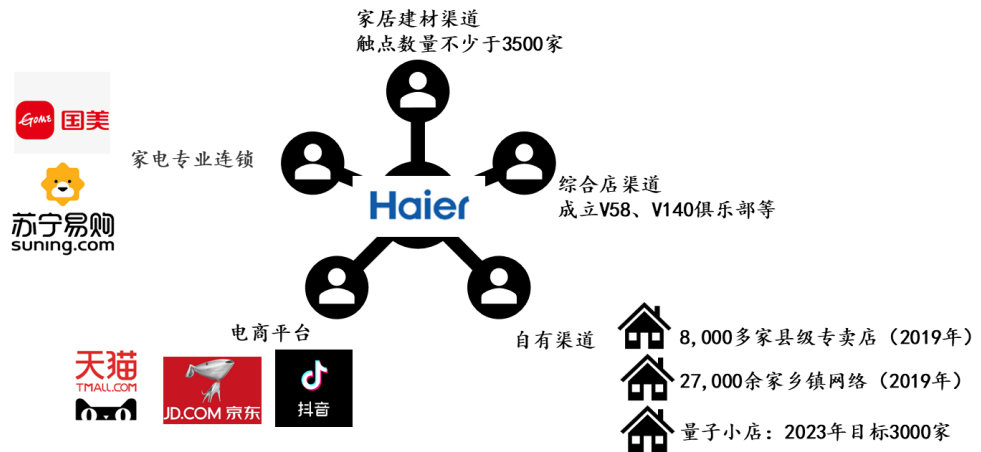
2.4、渠道端：渠道拓展+门店升级+经销商三维构筑竞争优势

2.4.1、渠道基础：海尔深耕线下多年，带领三翼鸟广建触点

海尔已经深耕线下渠道数十年，拥有家电企业广泛的销售网络和庞大的经销商体系。海尔的销售渠道主要包括：(1) KA 渠道，主要是苏宁、国美等专业连锁；(2)

电商平台，主要是天猫、京东等；(3) 自有渠道：海尔专卖店、卡萨帝旗舰店、社区量子小店、三翼鸟门店等等；(4) 家居建材等前置渠道，红星美凯龙等大卖场。2022 年新增此类触点 401 家，前置渠道零售额增长 51%。这些广泛的销售渠道成为了海尔众多的流量入口，在三翼鸟发展之初可以有效帮助快速拓展触点，相互协同助力，产生的流量规模是互联网公司和家装公司不能比拟的。

图52：海尔建立了高效深入的渠道网络布局



资料来源：公司公告、各公司官网、开源证券研究所

在渠道建设方面，专卖店、建材渠道、Mall 渠道海尔行业领先布局。三翼鸟套系化销售路线行业领先，因此早期布局渠道后已经搭建了较好的运营团队和服务团队做支撑，包括设计师团队、安装施工团队、智能设计团队等等，因此前端销售人员与客户谈好报价后能够很快承接订单进行转化交付。

海尔线下渠道运营经验丰富，持续挖掘需求。在行业 KA 渠道流量萎缩、部分 KA 渠道关闭门店的挑战下，公司坚持深化全域触点建设，在城市住宅小区搭建样板间、展示家装设计方案，促进成套家电销售；同时积极布局 shopping mall 渠道，利用生活化场景方案、线上线下融合交互等方式，打造高品质生活方案，激发换新需求。

三翼鸟场景方案的属性要求在线下门店实地展示，在还没有建立单独三翼鸟门店之前，三翼鸟的场景主要是在海尔的各种线下体验店里进行展示宣传，庞大的海尔销售渠道为三翼鸟方案展示提供了重要支撑。

在海尔线下渠道广阔成熟的背景下，三翼鸟的用户数量和门店快速拓展。用户数量方面，目前超过 340000 个家庭选择三翼鸟智慧生活。门店布局方面，三翼鸟体验店在全国遍地开花，布局 2900 多家门店、3000 多家专卖店、1000 多家量子小店，覆盖 14000 个社区。2019 年 9 月，行业首家智慧场景交互体验中心——上海海尔智家 001 号体验中心运营，创造行业“以成套和场景销售代替单品销售”的新模式，智慧场景方案客单均价 25 万元。

2023 年 2 月 11 日，海尔三翼鸟广州体验中心 001 号店正式开业，打造沉浸式智慧场景体验和全流程数字化运营体系的 4.0 智慧家庭体验中心。2023 年三翼鸟累计布局 3,300+智慧生活体验馆，覆盖 304 个核心城市，加速智慧家庭入户。从开业至今一年，门店销售数据显示，场景销售额与大单套购占比共计超过 6 成。

图53: 2023年2月11日, 海尔三翼鸟广州体验中心001号店正式开业

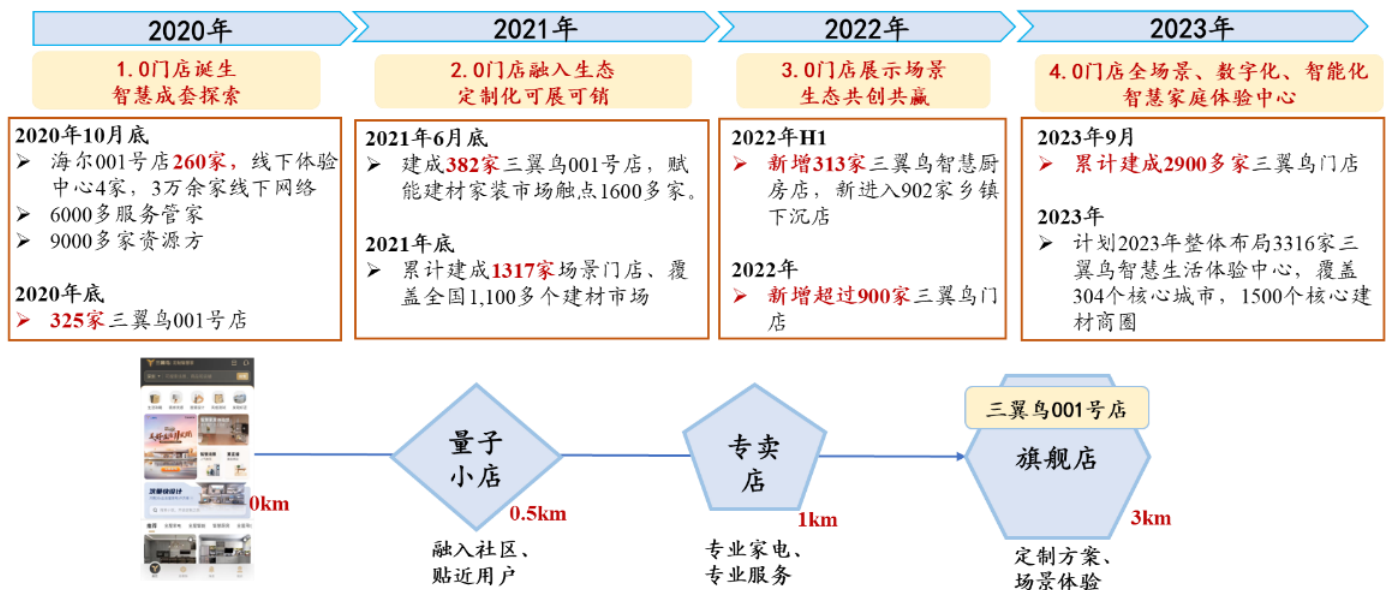


资料来源: 海尔智家官网

2.4.2、门店升级: 门店数量增加, 迭代升级展示家电家居一体化方案

门店实现了从 1.0 智慧成套探索、2.0 定制化可展可销、3.0 生态共创共赢, 到 4.0 智慧家庭体验中心的迭代升级。三翼鸟升级的数字化门店, 可以做到与用户零距离触达、零距离交互、零距离场景体验。门店服务内容从最初的海尔专卖店仅提供家电到现在提供衣食住娱一站式解决方案; 品牌拓展, 不仅有海尔一个品牌, 还有家居、家装等不同的生态资源配套展示, 更具备竞争力。2022年新增超过900家三翼鸟门店, 三翼鸟门店零售额同比增长257%。三翼鸟触点新增近1500家, 三翼鸟门店零售额同比提升84%。

图54: 三翼鸟门店数量拓展, 展示不断升级, 完成1.0到4.0的迭代变革



资料来源: 海尔智慧家庭公众号、公司公告、开源证券研究所

拓展优化门店矩阵, 更全更专更精。三翼鸟进行“1+2”网络布局, “1”代表三翼鸟 001 号店, 承接用户全屋家电方案和全屋场景方案; “2”代表三翼鸟中央集成

店和三翼鸟智慧厨房店，前者承接提供全屋用水、采暖、空气等专业智慧解决方案，后者具备吃、买、存、做、洗、改全流程智慧厨房场景方案。根据三翼鸟三周年发布会，目前主打全屋电器的三翼鸟 001 号店达到 741 家，主打成套厨居的三翼鸟智慧厨房店达到 565 家，主打高端嵌入的三翼鸟嵌入式冰箱店达到 121 家。

不同之处：门店主动走向用户。（1）门店多数建立在周边小区多的地方，贴近用户生活便于随时进店体验。（2）通过量子小店走进社区、深入住户，突破传统营业时间限制，与用户实现无时无刻的交互。（3）除了线下渠道，三翼鸟还通过三翼鸟 APP、小程序等数字化工具，让更多消费者实现人在家中坐，场景随时看。

升级后的三翼鸟门店是智慧家庭体验中心，结合海尔广泛的销售渠道网络和线下运营根基，能够赋能三翼鸟整装过程中的产品展示、销售、售后服务、物流和交付。从与用户交互的频次、深度、粘性都比互联网公司和家装公司更有优势。

2.4.3、经销商基础：体量大且能力强，三翼鸟战略执行能够落地推进

海尔的经销商体系历经多年发展，不仅体量大，而且能力强。体量大体现在海尔遍布全国的销售网络。能力强体现在海尔的经销商可以协助整合多项整装生态链资源，助力三翼鸟门店展示落地销售。

三翼鸟场景方案涉及从材料、家电、设计、施工、交付的整装全链条，整个流程需要对接很多人和事，较为繁杂，三翼鸟想要为消费者做到一站式服务，意味着背后必须要有强大的经销商体系，很多市场拓展和客户服务需要当地的经销商去落地执行。经销商对于当地市场的熟悉程度以及经销商在当地的一些合作资源是经销商独特的优势，是公司本身很难触达的领域，因此在战略落地执行层面，经销商的能力一定程度上决定了当地市场的拓展和消费者对于三翼鸟的感知。

接下来我们以西安地区某大型经销商为例进行分析。

（1）门店方面，经销商目前最大的门店是全品类三翼鸟门店，占地面积 4000 平方米，除了海尔全系列产品之外还会引入瓷砖、卫浴等生态方，生态方资源由经销商自行选择。其他门店主要分为两层，一层用来销售家电，另一层用来做三翼鸟的场景化展示，包括定制、家居、成套家电和智能体验。

（2）方案方面，具体的三翼鸟方案根据用户需求一客一议，客单值取决于销售的能力以及实施的能力。能做三翼鸟的方案，客单值基本都在 30 万以上，因为包括家具、家电、定制、施工。而传统的装修公司客单值一般在 6-9 万之间，三翼鸟方案明显客单值更高，也调动了经销商的积极性。

（3）自有团队全套服务：从家具、家电、定制、设计、施工全部都是经销商的团队在做，剩下的主材和辅材是经销商签订的统一供应商。装修团队是经销商自己培养的人，不仅有设计总监也会有交付总监，还有项目经理去跟进每一次的服务。

2.4.4、经销商管理：赋能产品和平台搭建，良性循环带动经销商的积极性

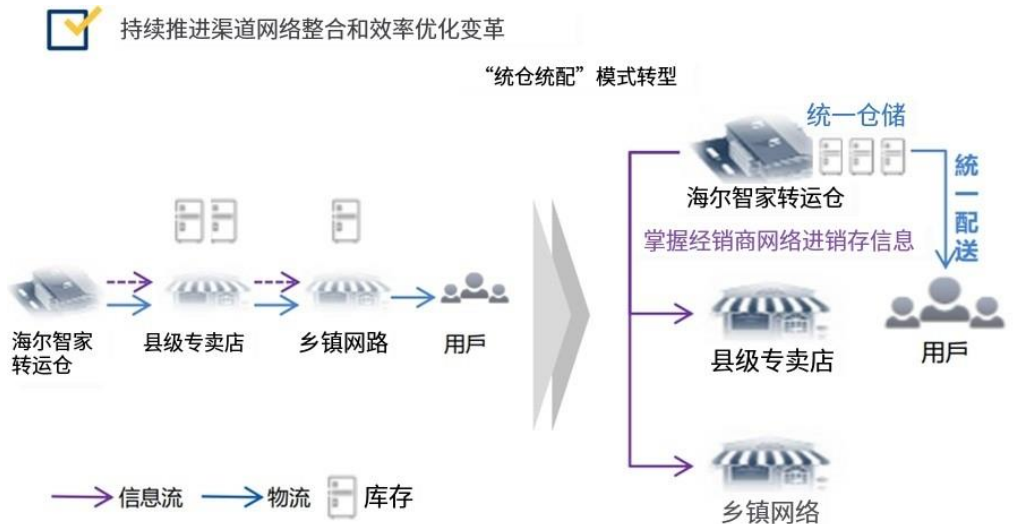
除了经销商本身的资源和团队以外，海尔经销商能力强的基础是海尔背后持续对经销商进行培训和赋能。除了提供海尔旗下全系列产品之外，总部负责搭建数字化管理平台、数字化营销中台、数字化设计工具等等，系统化的去做高空的品牌推广。

在经销商维度，加速落地数字化平台战略，推动从“公司管理经销商”到“经

销商全流程经营用户”的转变。2021 年全方位推进电子签约体系，缩短经销商签约、开户、建店等环节的时间。同时赋能经销商提升自身经营能力；通过提供会员管理、物流配送管理、服务管理以及数据挖掘分析等数字化工具，帮助经销商提高与用户交互、交易和交付的效率。

(1) 数字化管理平台：巨商汇平台覆盖全部专卖店客户，实现客户进销存的实时可视化管理。同时，易理货平台也完成了 100% 的乡镇店覆盖，实现从政策兑现到产品奖励和培训直接到镇的数字化体系。通过渠道数字化体系的普及，乡镇管理进一步透明，极大提升了市场营销方式、奖励资源的有效性。此外，随着公司对乡镇店的数字化管理能力加强，以及统仓统配在乡镇店的广泛覆盖，乡镇用户的反向定制比例显著提升，借此优化下沉渠道 SKU 数量，加快库存周转，为生产和销售效率的提升带来重要贡献。

图55：统仓统配模式提升渠道效率，赋能经销商物流仓储管理



资料来源：海尔智家官网、开源证券研究所

(2) 数字化营销中台：通过提供“分享裂变”、“社群经营”等工具，帮助直销员更高效经营用户，不仅可以将公域流量引流到店到人，而且直销员可以灵活调动资源，经营私域流量，解决线下用户流量获取难的问题，有效调动销售团队积极性，用户平均单价提升 12.5%。公司借力体验云平台提升营销资源的数字化，基于 AI 精准营销手段建立覆盖全渠道、全场景的数字化平台，实现对用户的识别、触达、运营与追溯，大幅提高营销运营效率。2020 年通过数据精准分析，“潜在客户”挖掘出潜在用户约 200 万，有效赋能用户转化。

(3) 数字化展示平台：通过赋能经销商专业设计工具筑巢、三翼鸟 APP、智家 APP 向消费者展示家电家居一体化方案等，提高订单转化效率和客单价。

在渠道建设方面，除了专卖店和建材渠道，还会拓展 ShoppingMall 渠道。目前专卖店渠道的比重在下降，大部分门店是在建材市场当中，公司开拓 shoppingmall 渠道的原因在于租金低且还有客流量，经营方式也比较灵活（联营方式等等）。目前西安市第一家门店开在熙地港王府井，后续进入了城市人家（西安最大装修公司，每年能做 4000 多个用户）。之后会进入业之峰、方林装饰（沈阳装修公司），把握当地家博会渠道，单个城市每场活动做 300 多万增量。开拓 ShoppingMall 渠道西安太高端的 ShoppingMall 性价比不高也不会选择进入。渠道策略方面，海尔会根据商圈

进行经销商分配，同一个商场内可以有不同经销商开不同形式的店铺。

在经销商建设三翼鸟门店推广三翼鸟方案的意愿方面，目前西安已经有用户全部家电、定制和智能系统都采用三翼鸟的相关案例，对于经销商来说，用户选择三翼鸟意味着更高的客单价，从10-100万不等。海尔的各项产品，包括空调和厨电等等家电产品以及智能系统的竞争力很强，经销商也更加有信心和动力去做推广。

在经销商团队日常管理方面：(1) 日常基础培训，内部讲解。(2) 用户交互：包括打电话以及小区上门拜访，并制定相应的交互指标，例如电销每天要求20个，其中到店、加微信、成交会通过数字化管理，规范化记录方便数据回溯。(3) 加强与物业公司合作，例如保利物业、万科物业、恒大物业等等，和大装修公司或者大地产商合作降低风险。

在经销商考核方面，内部比较考核利润，开始逐渐从批发模式逐步转变到零售模式(2B→2C)，零售占比由20%提升至目前90%。转零售后配合数字化以及各种营销措施，可以利用更小成本获取更多流量，同时尽量入驻流量较大的渠道，达到提升综合效率的效果。目前营销政策更多倾向于用户获取上而非广告广播，例如礼品积分、抖音小红书等精准引流策略等。同时存在优胜劣汰的机制，督促经销商的积极性，保证经销商的质量。在海尔层面会对经销商进行充分的评估，然后分配来做不同的品牌，很多经销商从最开始做家电到后来做全品类家电，或者从海尔发展成做卡萨帝或者三翼鸟。

一方面，能做三翼鸟的经销商本身已经具备了多方面的能力，另一方面，经销商在做三翼鸟的过程中团队的综合能力也在不断提升，几乎覆盖行业的所有技能，销售也需要懂得定制和设计。两相结合成为了良性循环，三翼鸟的套系化销售也会激起销售的欲望，带动经销商团队的热情提升。达到的效果也很显著，西安经销商在9月份就完成了签约时承诺的全年业绩，预计实际全年业绩能够翻倍。自身能力的提升以及业绩的正反馈更带动了经销商的积极性。

3、总结与展望：三翼鸟优势显著，To B 与 To C 齐发力带动规模增长

3.1、三翼鸟整合资源，提供智能家居解决方案和一站式服务

家居家装渠道天然难以形成规模优势，因为用户对房间设计需求差异性很大，同时对交付的效率要求很高，后端渠道成本在整个链条上占比很高，无法通过规模化来分摊掉；而前端产品研发没有很高的技术门槛，导致整个家居市场混乱，此前一直没有出现能整合资源的品牌商。

传统家装公司在提供智能家居解决方案中，(1) **依赖外部合作**：并没有自己的智能家居产品线，而是通过与第三方智能家居品牌合作，将这些产品整合到他们的家装方案中，例如与家电品牌合作提供产品，与技术平台合作，使用第三方智能家居控制系统，如阿里巴巴的天猫精灵、小米的米家智能平台等，来实现家居环境的智能化控制。(2) **兼容性挑战**：由于依赖多个供应商的产品，传统家装公司在整合不同品牌和技术标准的智能家居产品时面临兼容性问题，可能导致用户体验不一致，以及在维护和升级系统时的额外复杂性。(3) **专业知识限制**：在技术支持和专业知识方面可能不如专业科技公司深入，可能影响到最终的服务质量和用户体验。

三翼鸟通过整合各项服务来提供更便捷高效的解决方案：（1）**家电整合：**将海尔（卡萨帝、海尔、Leader）的家电产品，如冰箱、洗衣机、空调等，直接整合到家装方案中。这不仅简化了消费者选择和购买家电的流程，还能确保家电与家居设计的和谐一致。（2）**智能家居系统：**升级后的海尔智家大脑 2.0，拥有 Homegpt 模型（首个获得行业权威评估的智慧家庭领域专业模型），引入智能家居技术，如智能照明、温控系统、安全监控等，与家装设计同步规划和实施，为用户提供更舒适、便捷的居住环境。（3）**一站式服务：**从设计到施工，再到家电安装和智能系统集成，三翼鸟提供一站式服务，减少了客户与多个服务提供商沟通的需求，简化了整个装修流程。

三翼鸟场景品牌的出现整合了家电和家居资源，并在设计和交付方面开发出了对应高效的工具。提供一站式服务，从设计到施工，再到家电安装和智能系统集成，减少了客户与多个服务提供商沟通的需求，简化了整个装修流程。其他家电公司虽然也在构建智能家居生态系统，但更多侧重于自身产品的智能化和技术创新，并且不能提供完整的一站式服务，服务链条不完整。2023 年三翼鸟 Q1-3 实现了 10 万套爆款方案的销售，场景交易额达 40 亿，展现出了强有力的落地能力。

3.2、三翼鸟 B/C 通吃，加速规模化，看好成为海尔第二增长曲线

智能家居行业 B/C 通吃的品牌很少。B 端，很多地产商也开始布局智能家居，但是缺乏硬件实力，只能靠整合第三方软硬件的智装服务商；C 端，大多数品牌主打单品，缺乏定制能力，与设计端、家装端、服务端脱节，无法满足用户个性化的需求。

三翼鸟 B/C 通吃。在 B 端，三翼鸟通过生态合作已积累丰富的地产、建材、装修、家装等资源，形成深度的 to B 定制化服务能力，而且这种 B/C 双端的领先优势，仍在持续提升。从 2023 年 6 月推出“万家筑巢”计划，7 月成立智慧家装联盟，再到 2023 年 12 月和 61 家 TOP 级地产商、物业企业签署合作协议，发布合伙人平台，三翼鸟和上下游合作伙伴的关系变得愈发紧密。在 C 端，依托海尔智家在智慧家庭数十年的沉淀及布局，三翼鸟在品牌、产品、渠道与服务上均具备领先优势，响应用户需求不断用新技术去进行产品、方案与服务的创新。通过 B/C 协同，产业链上下游玩家可以越走越近，所有玩家能分享的蛋糕也会越来越大，三翼鸟可以充分享受红利。

三翼鸟定位“智慧家庭场景品牌”，是构建“家生态”解决方案的核心。未来我们看好在海尔智家的多项赋能之下，三翼鸟持续迭代升级、全面落地，进入更多家庭，持续为用户定制美好生活，成为海尔智家的第二增长曲线。

4、盈利预测与投资建议

整装行业已成家装行业发展的大势所趋，公司在家电企业中综合实力强、整装布局早、产业链完善，有望实现整装业务良性发展、反哺家电业务。

我们维持盈利预测，预计 2024-2026 年公司归母净利润为 187.1/212.6/239.0 亿元，对应 EPS 为 1.98/2.25/2.53 元，当前股价对应 PE 分别为 13.3/11.7/10.4 倍，维持“买入”评级。

5、风险提示

(1) 需求恢复不及预期。发达国家家电市场的需求在疫情期间集中释放，疫情之后消费需求回落。家用电器消费具有地产后周期和可选属性，在高利率环境下，房地产贷款利率持续攀升，导致购房意愿下降，进而拖累家电市场的需求。

(2) 汇率、原材料价格波动。家电成本中，以钢、铜、铝及塑料等原材料占比较大，如果大宗原材料价格波动加剧，价格持续上行或给公司带来一定的成本端压力。公司海外收入占比超过 50%，该部分业务以美元结算，汇率波动可能会对公司收入和利润造成不利影响。

(3) 海外业务运营风险。公司业务全球化稳步发展，已在全球多地建立生产基地、研发中心和营销中心，海外收入占比逐年提升。海外市场受当地政治经济局势（如发生军事冲突、战争等事件）、法律体系和监管制度影响较多，上述因素发生重大变化，将对公司当地运营形成一定风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	130479	132620	158492	171501	203946
现金	54162	54486	71060	83368	104856
应收票据及应收账款	25511	28890	30392	32446	35142
其他应收款	2401	2650	2761	3036	3169
预付账款	1111	1238	1278	1418	1468
存货	41588	39524	47080	45357	53343
其他流动资产	5706	5833	5922	5876	5968
非流动资产	105539	120759	121145	120982	120859
长期投资	24528	25547	28250	31005	33734
固定资产	27158	29604	28713	27442	25782
无形资产	10660	11273	10505	9565	8763
其他非流动资产	43192	54336	53677	52971	52580
资产总计	236018	253380	279637	292482	324805
流动负债	118771	119981	131491	130439	146090
短期借款	9672	10318	10318	10318	10318
应付票据及应付账款	66984	69278	80040	77237	91801
其他流动负债	42115	40385	41132	42883	43971
非流动负债	22496	27488	23368	19174	15053
长期借款	13591	17936	13817	9623	5501
其他非流动负债	8905	9551	9551	9551	9551
负债合计	141267	147468	154859	149613	161143
少数股东权益	1291	2398	2550	2724	2919
股本	9447	9438	9438	9438	9438
资本公积	23882	23762	23762	23762	23762
留存收益	61998	73378	81868	91297	101657
归属母公司股东权益	93459	103514	122228	140145	160743
负债和股东权益	236018	253380	279637	292482	324805

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	20257	25262	24181	22779	31097
净利润	14733	16732	18866	21431	24093
折旧摊销	5155	5736	5524	5997	6144
财务费用	-242	514	-509	-604	-1456
投资损失	-1833	-1910	-1871	-2181	-2254
营运资金变动	-2497	-150	2762	-1269	5156
其他经营现金流	4940	4340	-591	-594	-585
投资活动现金流	-8926	-17085	-3853	-3541	-3644
资本支出	8210	9907	3207	3079	3292
长期投资	-1391	-8016	-2703	-2754	-2729
其他投资现金流	675	838	2058	2292	2377
筹资活动现金流	-3900	-7841	-3755	-6930	-5965
短期借款	-1554	646	0	0	0
长期借款	10218	4345	-4119	-4194	-4122
普通股增加	48	-8	0	0	0
资本公积增加	1217	-120	0	0	0
其他筹资现金流	-13829	-12704	364	-2735	-1844
现金净增加额	8190	585	16573	12309	21488

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	243579	261428	280038	300025	321169
营业成本	167263	179054	191177	204053	217878
营业税金及附加	814	1016	976	1020	1060
营业费用	38600	40978	43686	46744	49845
管理费用	10846	11490	12238	12961	13810
研发费用	9507	10221	10940	11725	12549
财务费用	-242	514	-509	-604	-1456
资产减值损失	-1500	-1505	-1668	-1800	-1920
其他收益	1070	1559	1042	1238	1200
公允价值变动收益	-122	20	31	22	14
投资净收益	1833	1910	1871	2181	2254
资产处置收益	207	-15	155	89	109
营业利润	17845	19880	22558	25374	28677
营业外收入	137	128	165	246	200
营业外支出	191	296	222	217	231
利润总额	17791	19712	22501	25403	28646
所得税	3058	2980	3635	3972	4553
净利润	14733	16732	18866	21431	24093
少数股东损益	21	135	153	173	195
归属母公司净利润	14712	16597	18713	21257	23898
EBITDA	22805	25623	27391	30195	32941
EPS(元)	1.56	1.76	1.98	2.25	2.53

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	7.3	7.3	7.1	7.1	7.0
营业利润(%)	12.3	11.4	13.5	12.5	13.0
归属于母公司净利润(%)	12.5	12.8	12.8	13.6	12.4
获利能力					
毛利率(%)	31.3	31.5	31.7	32.0	32.2
净利率(%)	6.0	6.4	6.7	7.1	7.5
ROE(%)	15.5	15.8	15.1	15.0	14.7
ROIC(%)	33.3	30.9	36.8	42.1	55.3
偿债能力					
资产负债率(%)	59.9	58.2	55.4	51.2	49.6
净负债比率(%)	-23.7	-19.1	-32.9	-40.3	-50.8
流动比率	1.1	1.1	1.2	1.3	1.4
速动比率	0.7	0.7	0.8	0.9	1.0
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0
应收账款周转率	16.0	14.5	15.2	14.8	15.0
应付账款周转率	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.56	1.76	1.98	2.25	2.53
每股经营现金流(最新摊薄)	2.15	2.68	2.56	2.41	3.29
每股净资产(最新摊薄)	9.90	10.97	12.95	14.85	17.03
估值比率					
P/E	16.9	15.0	13.3	11.7	10.4
P/B	2.7	2.4	2.0	1.8	1.5
EV/EBITDA	10.0	9.0	7.6	6.4	5.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn