



公司研究 | 深度报告 | 海尔智家 (600690.SH)

海尔智家：志存高远，乘风破浪

报告要点

海尔始终坚持全球化市场布局，并前瞻性拓展高端市场，品牌积淀深厚，并已经成为全球大家电行业龙头。展望未来，公司在全球市场的可拓展空间依然广阔，且经营效率持续提升；高端市场占据较强领先优势，有望进一步顺应结构性品质升级机遇，依靠渠道体系和产品创新拓宽品类和客群；在此基础上，公司优化自身空调领域产品结构，并通过供应链优化，有望提升自身市场份额和盈利能力。

分析师及联系人



陈亮

SAC: S0490517070017



陈佳

SAC: S0490513080003

SFC: BQT624

海尔智家 (600690.SH)

2024-05-20

公司研究 | 深度报告

投资评级 买入 | 维持

海尔智家：志存高远，乘风破浪

白电龙头，大展宏图

公司作为全球大家电龙头，致力于全球化布局，积极探索高端市场，2023 年公司实现营收 2614.28 亿元，较上年同期提升 7.33%，实现归母净利润 165.97 亿元，同比增长 12.81%，归母净利润率提升至 6.40%。2024 年正值公司成立四十周年，回顾历史，公司始终寻求突破创新，实现规模持续较高增长，1991-2023 年营收规模复合增长高达 20.97%，展望未来，公司在全球化、高端化及空调品类布局将进一步深入，有望带来更大增长空间和盈利效率的优化。

全球化：前瞻布局，并购助力

海尔智家于九十年代末就已开启对国际市场的探索，在当时国内家电企业普遍采用代工出口的背景下，公司坚定选择品牌整体出海，逐步建立起渠道体系、品牌知名度等为后期的较快发展奠定基础。2015 年公司正式开启国际并购战略，先后收购日本三洋电机公司部分白电业务、美国通用电气公司家电业务、新西兰 Fisher&Paykel 公司等优质标的，并利用前期的积累实现全球品牌集群协同作用，2023 年公司在全球洗衣机、冰箱和大型厨电销量端份额均位于第一。

高端化：时代已至，厚积薄发

随着中国居民收入水平的中枢提升，对生活水平的更高要求，家电品类存在品质升级和高端化挖掘机会。公司 2007 年就前瞻性地创立了高端品牌卡萨帝，十几年间凭借研发优势不断推出现象级单品，如法式对开门冰箱和一机双滚筒“分区洗”洗衣机，同时利用高端媒体和名人效应提升品牌调性与知名度，2020 年成立的“三翼鸟”品牌门店通过场景化、套系化展示进一步提高消费者品质生活感知和消费转化率。2023 年卡萨帝冰箱和空调在中国一万五千元以上市场份额达到 50%和 28%，洗衣机在万元以上市场份额达到 84%，在高端市场保持领先优势。

空调：基础夯实，日臻完善

面对空调行业仍具有增量前景、龙头更注重盈利的趋势，公司积极优化空调产品策略及依靠卡萨帝的品牌优势，实现市场份额提升，同时海尔品牌依靠在下沉市场的积极布局把握增量需求。盈利能力维度，高价格段产品占公司整体比重的提升必将带动盈利能力的改善，并且海尔已开始向空调产业链上游延伸，提升零部件自制率，随着自建厂商在未来的产能爬坡及公司对于上游环节的布局持续完善，海尔空调业务的盈利能力将持续得到优化。

投资建议：步步为营，前景可期

公司始终坚持全球化市场布局，并前瞻性拓展高端市场，品牌积淀深厚，并已经成为全球大家电行业龙头。展望未来，公司在全球市场的可拓展空间依然广阔，且经营效率持续提升；高端市场占据较强领先优势，有望进一步顺应结构性品质升级机遇，依靠渠道体系和产品创新拓宽品类和客群；在此基础上，公司优化自身空调领域产品结构，并通过供应链优化，有望提升自身市场份额和盈利能力。基于此，我们判断公司未来增长前景可期，经营效率持续优化，预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 191.47、220.46 和 250.06 亿元，对应 PE 分别为 15.95、13.85 和 12.21 倍，维持“买入”评级。

风险提示

1、宏观经济增速放缓风险；2、汇率波动风险；3、原材料价格波动风险；4、行业竞争加剧风险；5、海外业务运营风险；6、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。

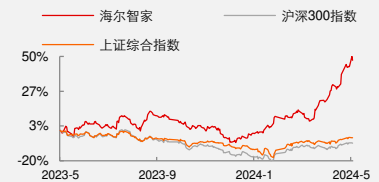
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	32.36
总股本(万股)	943,811
流通A股/B股(万股)	630,855/0
每股净资产(元)	11.37
近12月最高/最低价(元)	33.00/19.86

注：股价为 2024 年 5 月 14 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《盈利效率优化，提高分红率》2024-04-02
- 《营收强韧性增长，运营效率优化》2023-11-08
- 《海尔智家 2023 半年报点评：经营尽显 α，空调表现抢眼》2023-08-31



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

白电龙头，大展宏图.....	7
全球化：前瞻布局，并购助力	9
内销成熟，进壤广地.....	9
风口初现，应机立断.....	11
盈利回升，渐入佳境.....	18
基础已具，前程似锦.....	20
高端化：时代已至，厚积薄发	22
品质升级，需求迁变.....	22
长期耕耘，独占鳌头.....	23
空间犹存，未来可期.....	29
空调：基础夯实，日臻完善	30
路径不同，差距拉开.....	30
把握需求，边际向好.....	34
投资建议：步步为营，前景可期.....	38
风险提示.....	39

图表目录

图 1：公司营收规模稳健提升.....	7
图 2：公司归母净利润增长韧性较强	7
图 3：1991-2023 年海尔智家营业收入及净利润率	8
图 4：海尔智家白电产品收入贡献较均衡.....	8
图 5：近十年，海尔智家外销产品收入占比增加约 40%	8
图 6：中国白电品类 CR3 集中度处于较高水平.....	9
图 7：2005-2023 年空调内、外销量及增速	10
图 8：2005-2023 年冰箱内、外销量及增速	10
图 9：2005-2023 年洗衣机内、外销量及增速	11
图 10：海尔智家 2023 年海外收入排我国白电上市公司第二（亿元）	11
图 11：海尔智家 2023 年一半以上收入由外销贡献	11
图 12：海尔集团已连续 8 年大型家用电器销量全球第一.....	12
图 13：1990-2005 年我国洗衣机年产量提升 3.5 倍（万台）	12
图 14：1990-2005 年我国电冰箱年产量提升 5.5 倍（万台）	12
图 15：海尔英国门店	13
图 16：海尔埃及门店	13
图 17：海尔智家品牌出海初期大事件梳理.....	13
图 18：2001-2014 年海尔智家外销收入 CAGR18.5%.....	14
图 19：2010-2014 年美的集团外销收入明显高于海尔智家	14
图 20：2014 年海尔品牌全球大家电销量市占率为 10.2%.....	14

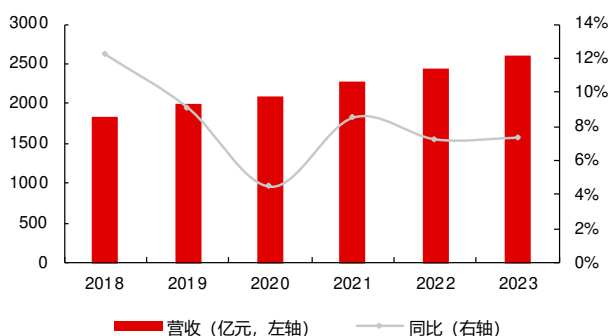
图 21: 2014 年海尔智家大家电市占率位列全球第二	14
图 22: 2014 年海尔智家在发达国家集中地区销量份额较低	15
图 23: 海尔智家海外收购并表后业绩大幅增长	16
图 24: 2015 起海尔智家外销占比迅速提升	16
图 25: 全球大家电销量规模较大的欧美品牌绝大多数归属于大集团	17
图 26: 海尔智家五大方面全球协同赋能	17
图 27: 被收购后, GEA 在北美地区大家电销量持续提升 (百万台)	18
图 28: 海尔智家凭借并购 GEA 在北美市场份额反超惠而浦	18
图 29: 海尔智家海外业务毛利率近年来均优于美的和新宝股份	19
图 30: 美的小家电业务及新宝股份营业利润率较海尔智家海外业务占优	19
图 31: 2016 年收购 GEA 后, 销售费用率显著提升	20
图 32: 并购战略启动后海尔有息负债率大幅上升	20
图 33: 海尔智家财务费用 2016 年开始大幅提升 (单位: 亿元)	20
图 34: 近年来我国人均可支配收入增幅有所放缓	22
图 35: 空调销量在经历连续两年负增长后已开始改善	22
图 36: 洗衣机销量 2023 年出现大幅减少	22
图 37: 冰箱销量近两年持续负增长	22
图 38: 空调 2020-2023 年低价格段线下销量占比大幅减少	23
图 39: 2020-2023 年洗衣机中、高价格段线下销量占比显著提升	23
图 40: 2020-2023 年冰箱高价格段线下销量占比提升 8.63%	23
图 41: 2019-2023 年我国家电成交均价上涨约 9%	23
图 42: 卡萨帝 2017-2023 年营收同比增速大幅由于海尔智家整体	24
图 43: 海尔集团全球累计专利申请 10.7 万项	24
图 44: 卡萨帝天成冰箱储鲜科技拥有 84 项专利	24
图 45: 传统对开门冰箱左右竖式分列	25
图 46: 卡萨帝法式对开门冰箱有效储物空间大	25
图 47: 卡萨帝 10 公斤滚筒洗衣机	25
图 48: 2015 年卡萨帝发布双子云裳“分区洗”洗衣机	25
图 49: 用生活场景展示卡萨帝光年套系	27
图 50: 卡萨帝原石 635L 冰箱中、差评率仅约为 0.16%	27
图 51: 卡萨帝滚筒洗衣机 10 公斤洗烘一体机中、差评率约为 0.5%	27
图 52: 卡萨帝线上旗舰店	28
图 53: 卡萨帝线下门店	28
图 54: 三翼鸟门店数量已突破 3700 家	29
图 55: 2023 年中国家庭冰箱拥有率已经达到 98.5%	29
图 56: 2023 年我国洗衣机家庭拥有率已达到 98.9%	29
图 57: 2017-2023 年前三季度卡萨帝高端冰洗份额显著提升	30
图 58: 2000-2022 年三大白电企业收入 (亿元)	31
图 59: 2023 年分产品收入占比 (从左至右分别为海尔、美的、格力)	31
图 60: 2000-2023 年主要上市公司空调业务营收 (亿元)	32
图 61: 1999-2006 冷年家用空调工厂结算均价 (元)	32
图 62: 2004 年开始原材料成本快速上涨	32

图 63: 白电龙头空调业务毛利率	33
图 64: 2002~2005 年空调品牌数量 (家)	33
图 65: 家电下乡政策期间海尔空调业务未能获得增长 (亿元)	33
图 66: 海尔智家空调内销量自 2021 年持续上升 (万台)	34
图 67: 海尔智家近年空调内销量增速表现优秀	34
图 68: 中国空调挂机线下分价格段销量趋势匹配消费升级背景	34
图 69: 中国空调挂机线上高价格段销量份额持续提升	34
图 70: 空调均价近年来有所上涨	35
图 71: 中国城镇居民每百户空调拥有量增速已经放缓 (台/百户)	35
图 72: 海尔品牌空调均价目前低于美的、格力 (元)	35
图 73: 中国农村居民每百户空调拥有量较低 (台/百户)	35
图 74: T3 市场中海尔空调线下销量端份额中枢上升	36
图 75: 农村市场海尔空调线下销量份额的稳定性相对较高	36
图 76: 海尔智家空调业务盈利能力已处于上升通道	37
图 77: 压缩机占空调原材料成本 26.1%	38
表 1: 海尔智家全球化品牌集群	15
表 2: 2023 年海尔智家产品分地区销量份额及排名	18
表 3: 2023 年全球主要地区大家电分品类信息汇总	21
表 4: 2006-2022 年卡萨帝全球范围内主要奖项梳理	26
表 5: 2023 年主要厨电品类百户保有量及卡萨帝销售额份额	30
表 6: 2018-2023 年海尔智家下沉市场投入布局情况	35
表 7: 2023 年白色电器品类均价	37
表 8: 公司收入和利润的敏感性分析 (单位: 亿元)	39

白电龙头，大展宏图

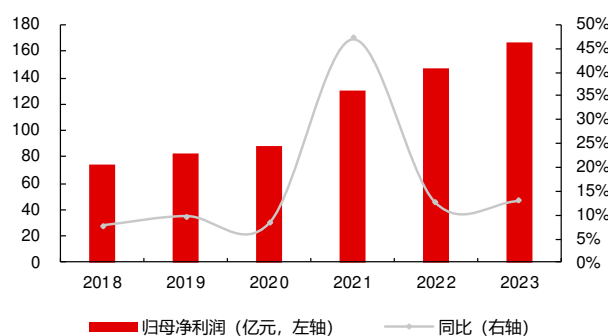
海尔智家股份有限公司成立于 1984 年，主要从事冰箱/冷柜、洗衣机、空调、热水器、厨电、小家电等智能家电产品与智慧家庭场景解决方案的研发、生产和销售。公司于 1993 年、2018 年及 2020 年分别在上海证券交易所、法兰克福交易所及香港联交所上市，成为了全球首家在上海、香港和法兰克福三地上市的公司，构建起“A+D+H”全球资本平台。公司坚持创业、创新，在全球市场上积极布局，旨在成为创物联网时代智慧家庭的引领者，2023 年实现营收 2614.28 亿元，同比增长 7.33%，实现归母净利润 165.97 亿元，同比增长 12.81%。

图 1：公司营收规模稳健提升



资料来源：Wind，长江证券研究所

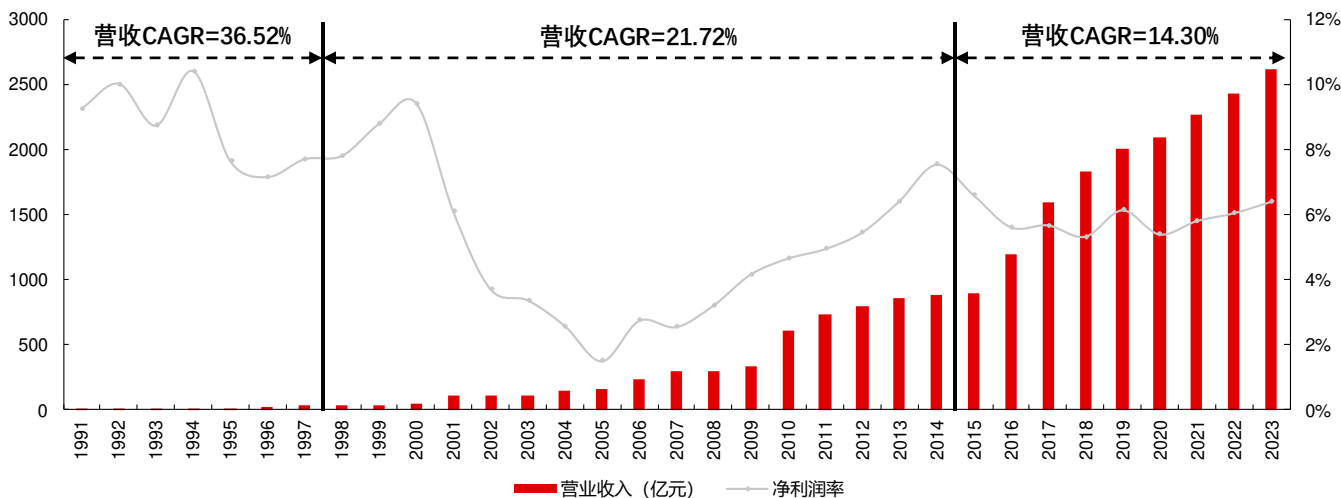
图 2：公司归母净利润增长韧性较强



资料来源：Wind，长江证券研究所

1984 年至今，恰逢海尔智家成立四十周年，公司也已从一家资不抵债、濒临倒闭的小厂发展成为全球最大的家用电器制造商之一。公司发展历程大致可分为三个主要阶段：1984-1991 年公司集中资源发展冰箱主业，将海尔冰箱打造成为中国名牌；1991-1999 年公司开始多元化尝试，先后切入空调、冰柜、彩电等领域；1999 起公司正式开始海外扩张，其中 1999-2014 年的核心战略为自主品牌出海，为公司初步打下了海外知名度、打通了海外渠道等，2015 年开始公司将战略重心转变为海外并购，先后收购 AQUA、GEA、Fisher&Paykel 等国际知名家电品牌，营收规模显著增长，2015-2023 年营收复合增速高达 14.3%。

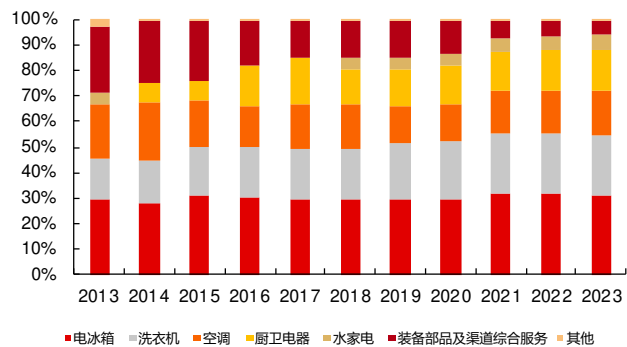
图 3：1991-2023 年海尔智家营业收入及净利润率



资料来源：Wind，长江证券研究所

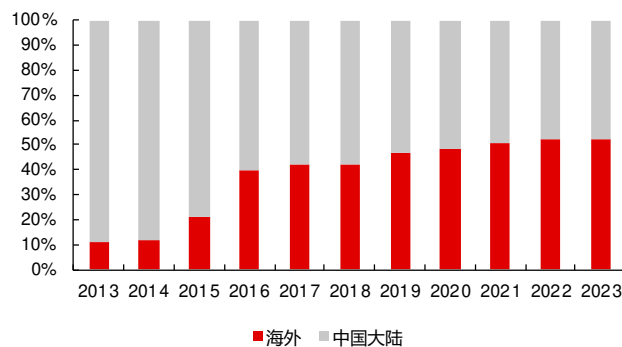
从产品收入结构看，公司 2023 年厨卫电器收入占比较 2014 年有明显提升趋势，并且从 2021 年开始公司各业务占比已趋于稳定，2023 年电冰箱/洗衣机/空调/厨卫电器收入占比分别为 31.23%/23.44%/17.47%/15.91%。地区销售结构来看，从 2015 年公司实施海外并购战略以来外销收入占比大幅提升，2023 年内销/外销占比分别为 47.87%/52.13%。

图 4：海尔智家白电产品收入贡献较均衡



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 5：近十年，海尔智家外销产品收入占比增加约 40%



资料来源：Wind，长江证券研究所

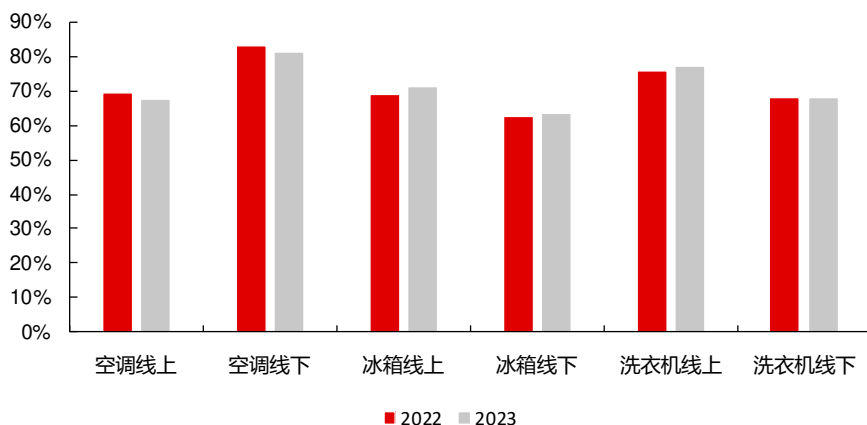
尽管近些年家电行业难以避免地受到了外部环境的影响，但海尔智家长期增长的逻辑并没有改变。本篇报告，我们将结合现阶段家电行业全球化以及高端化的大环境，深入分析海尔智家在这两个领域的作为；此外，空调产业作为公司一直以来的弱环，我们也会对海尔在该领域未来的潜力和空间做出展望。

全球化：前瞻布局，并购助力

内销成熟，进壤广地

中国内地白电各品类市场从销售额角度看 CR3 份额均达到 60% 以上，较多品类 CR3 份额已达到 70% 以上水平，意味着部分龙头在激烈的市场竞争中已经胜出，其在品牌认知、成本优势、渠道布局和组织管理体系等方面已经形成领先优势，而这也传递了两条信息：一方面是巨头们的市场地位在短期内很难被撼动，同时在国内整体需求中枢放缓的背景下新入局者取得突破的难度激增；另一方面是由于国内市场规模体量已经很大，且白电各品类保有量基本接近饱和状态，潜在的成长空间有限。这意味着家电品牌若想继续扩大营收规模，将重心移至海外增量市场是必然选择。

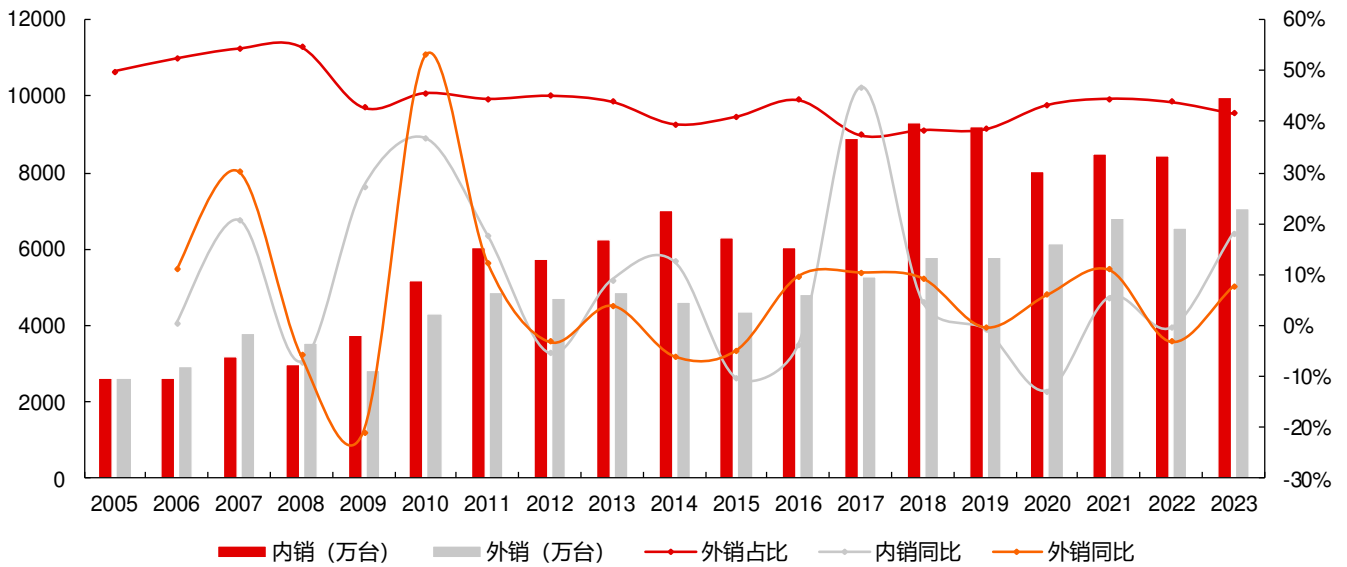
图 6：中国白电品类 CR3 集中度处于较高水平



资料来源：奥维云网，长江证券研究所

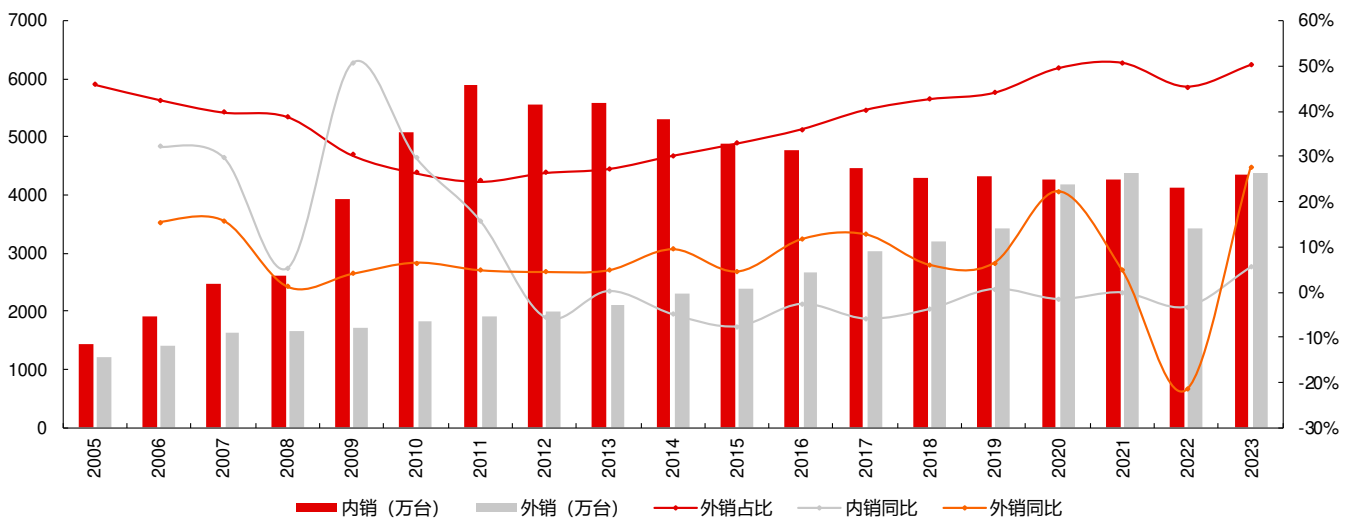
白电各品类内、外销数据也印证了上面的观点。空调品类来看，2018 年起内销同比增速开始放缓，其中 2019、2020 和 2022 年出现逆增长；而外销从 2016 年起增速就较为稳定，除 2019 和 2022 年外，其余年份都保持 6%-11% 的增速，占比也从 2017 年的 37.37% 上升到 2023 年的 41.57%。冰箱品类来看，内销景气度从 2012 年起就开始回落，只有 2013 和 2019 两年实现了小幅增长；反观外销从 2009 年便开始稳步上升，只有 2022 年受海外需求透支的影响呈现较大幅度下降，截至 2023 年底，外销占比已超过 50%。洗衣机品类来看，外销表现自 2019 年起持续优于内销，2019-2023 年外销占比已提升超十个点。总结来讲，白电企业的主战场已从国内逐渐转至海外，而唯有在海外市场取得优势的品牌在未来才更有可能寻求持续发展。

图 7：2005-2023 年空调内、外销量及增速



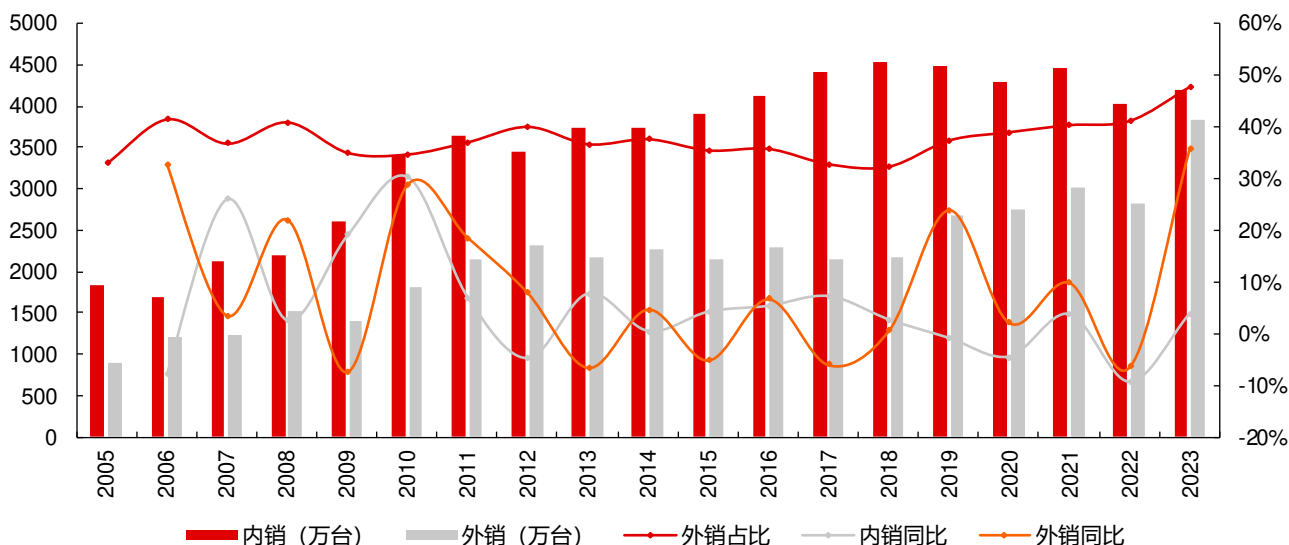
资料来源：产业在线，长江证券研究所

图 8：2005-2023 年冰箱内、外销量及增速



资料来源：产业在线，长江证券研究所

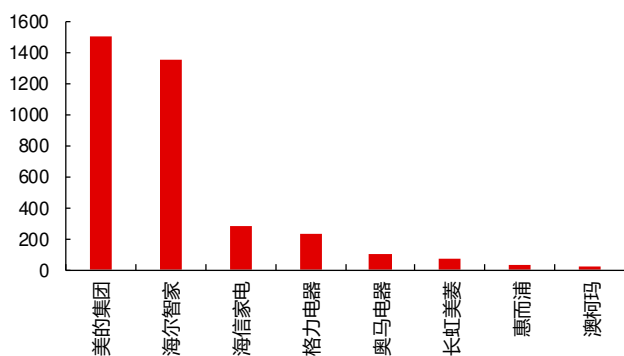
图 9：2005-2023 年洗衣机内、外销量及增速



资料来源：产业在线，长江证券研究所

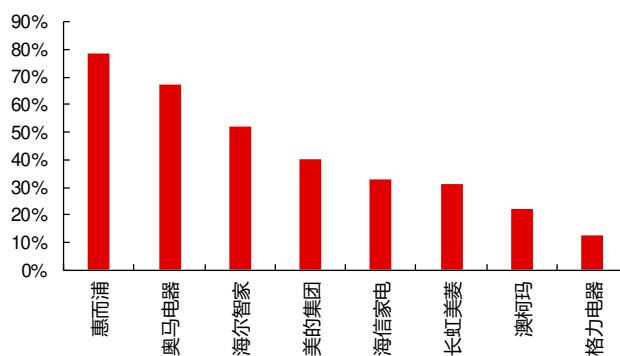
聚焦我国白色家电上市公司，从外销收入来看，海尔智家 2023 年海外营收约 1357 亿，仅次于美的集团，但美的大部分海外收入来自于代加工；从外销占比来看海尔智家 2023 年外销贡献一半以上收入，排名第三，但惠而浦和奥马电器整体收入体量相较海尔智家太小，没有太大的可比性。综合收入体量、海外经营模式和外销收入占比来看，海尔在我国白电上市公司中海外优势较为明显。

图 10：海尔智家 2023 年海外收入排我国白电上市公司第二（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所（注：格力电器、惠而浦、澳柯玛为 2022 年数据）

图 11：海尔智家 2023 年一半以上收入由外销贡献

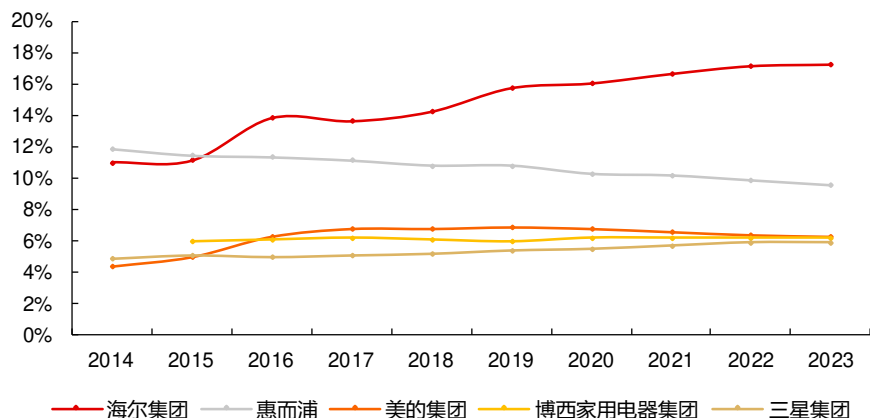


资料来源：Wind，长江证券研究所（注：格力电器、惠而浦、澳柯玛为 2022 年数据）

风口初现，应机立断

根据欧睿提供的数据，自 2016 年超过惠而浦后，海尔集团一直保持大型家用电器全球销量第一，2023 年与美的集团的全球份额已拉开近 11 个点的差距。从结果上看，海尔智家已然成为中国大家电行业中出海最成功的企业，我们认为它的成功离不开公司前中期极具预见性的品牌出海以及后期披沙炼金的海外并购策略。

图 12: 海尔集团已连续 8 年大型家用电器销量全球第一

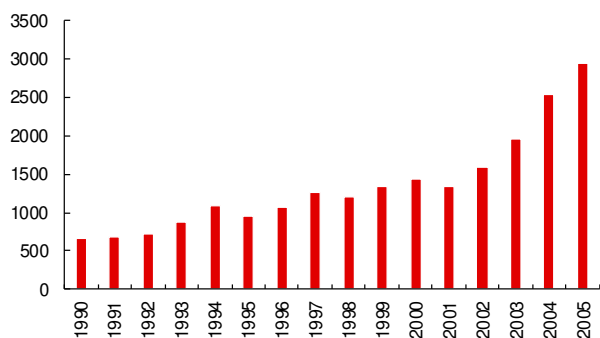


资料来源: 欧睿, 长江证券研究所

品牌出海, 蓄势待发

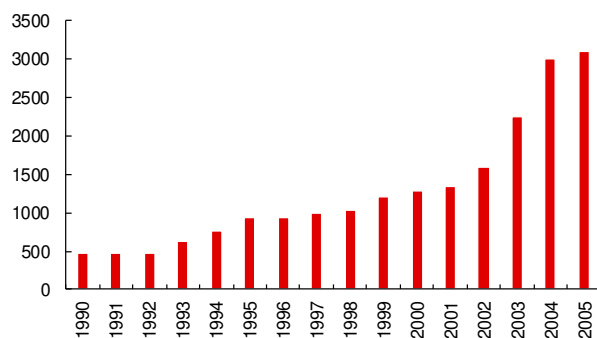
将时间线拉回到上世纪末与本世纪初, 我国家电行业正处于野蛮生长时期; 单看洗衣机和电冰箱两个品类的年产量数据, 1990 至 2000 年我国洗衣机和电冰箱年产量分别从 653 万台和 475 万台分别升至 1443 万台和 1278 万台, 自 2001 年中国加入 WTO 后, 年产量增速又进一步大幅提升。海尔智家创始人张瑞敏先生认为中国家电企业得以迅速扩张并非因为能力强, 而是因为中国家电市场空间较为广阔, 当行业逐渐饱和或海外品牌涌入内地市场时, 中国企业的发展势必会受到压迫。

图 13: 1990-2005 年我国洗衣机年产量提升 3.5 倍 (万台)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 14: 1990-2005 年我国电冰箱年产量提升 5.5 倍 (万台)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

为防患于未然, 海尔智家在九十年代末坚定选择出海, 一方面可以分散国内市场潜在竞争加剧的风险, 另一方面可以抢占海外市场的份额。此外, 公司并没有选择当时较为普遍的 OEM 出海方式, 而选择了品牌整体出海, 因为 OEM 本质是在为别的企业打工, 话语权较弱, 只有将自有品牌打造成国际化名牌才能实现长期可持续发展。

图 15: 海尔英国门店



资料来源: 海尔集团欧洲官网, 长江证券研究所

图 16: 海尔埃及门店



资料来源: 优居视界, 长江证券研究所

品牌整体出海较 OEM 出海具有以下两方面优势。首先, 品牌出海有助于在全球范围内打造知名度, 而麦肯锡咨询公司指出, 高品牌知名度往往意味着高客户信任度以及客户黏度, 从而进一步转化为较高的购买意愿及复购率; 另外, 因 OEM 模式主要依靠国内企业与海外品牌间的关系, 若海外品牌单方面选择终止合作或者自身经营情况出现问题, 国内企业会受到很大程度的牵连。所以, 虽然品牌出海会伴随着大量的资本支出和不确定性, 但获取的巨额回报也是成正比的。

海尔智家国际化战略始于 1998 年, 但实际上公司创立之初就已开始为出海打基础, 1984 年就斥资向德国利勃海尔公司引进了生产优质电冰箱的关键设备和核心技术, 打造出了当时亚洲第一条四星级电冰箱生产线。九十年代初, 海尔的产品分别通过了美国 UL、ISO9001 国际质量体系等认证, 并开始将公司的产品出口至海外销售。为进一步丰富公司的销售渠道, 1997 年海尔在德国科隆举行的世界家电博览会向海外经销商颁发了产品的经销证书。1999 年后, 由于海尔的产品在海外已经供不应求, 公司在海外活动主要围绕着产能扩张和覆盖区域延申这两点进行, 开始在海外自建工厂以及并购海外当地的产能。**仔细梳理, 我们发现海尔智家前中期的品牌出海战略路径清晰且层层递进: 1) 引入技术, 2) 获取认证, 3) 产品出口, 4) 渠道扩张, 5) 提升产能/区域延展。**

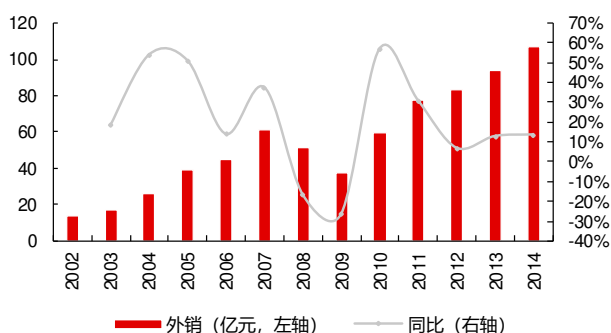
图 17: 海尔智家品牌出海初期大事件梳理



资料来源: 海尔集团官网, 三菱重工海尔官网, 长江证券研究所

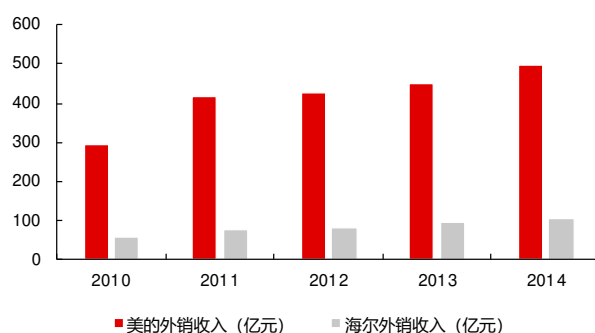
截至 2015 年海尔智家开始采取并购扩张策略前，公司 2014 年外销营收已经达到 107 亿元，而 2002 年海外收入只刚超 14 亿元，年均复合增长率 19.39%；期间只有 2008、2009 两年海外营收呈现负增长，其主要原因是金融危机导致海外宏观经济放缓。根据欧睿，单品牌来看，2014 年海尔全球大型家用电器销量份额已达 10.2%，排名第一，遥遥领先美的品牌（3.3%）；公司整体来看，海尔智家占全球大型家用电器 11% 的销量份额，只落后惠而浦 0.8 个点。但是从收入口径来看，美的集团 2010-2014 年外销收入均远超海尔智家，我们认为该差距主要是由于两家公司不同的海外经营模式与当时不同的扩张策略形成的，美的集团出海前中期为了规避风险，没有选择品牌出海，而是选择通过 OEM 模式切入国际市场，其海外收入绝大部分源自为其他品牌代加工。

图 18: 2001-2014 年海尔智家外销收入 CAGR18.5%



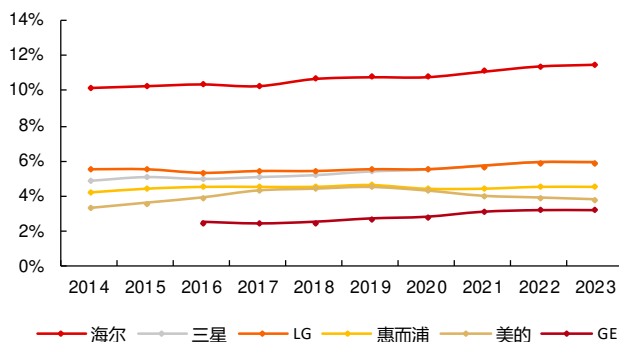
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 19: 2010-2014 年美的集团外销收入明显高于海尔智家



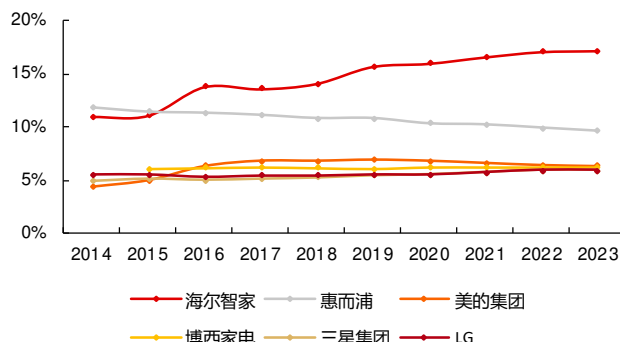
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 20: 2014 年海尔品牌全球大家电销量市占率为 10.2%



资料来源: 欧睿, 长江证券研究所

图 21: 2014 年海尔智家大家电市占率位列全球第二



资料来源: 欧睿, 长江证券研究所

从区域拓张和产能建设的角度来看，由于海尔智家一直践行本土化研发、制造和营销的市场战略以满足不同地区消费者差异化的需求，截至 2014 年公司在全球已拥有 24 个工业园、5 大研发中心和 66 个贸易公司，用户遍布全球 100 多个国家和地区¹。从销售渠道的角度来看，海尔在 2014 年已成功进入美国前十大连锁渠道和欧洲 15 大连锁销售渠道，并拥有 12000 余个海外专卖店、6000 余个展厅。从营销角度来看，海尔充分发挥 Facebook、Twitter 等社交媒体平台带来的便利，与当地用户进行交互，增加品牌知名度²。

¹ 数据来自于中国经济网于 2014 年 9 月 19 日发布的名为《青岛海尔股份有限公司》的文章

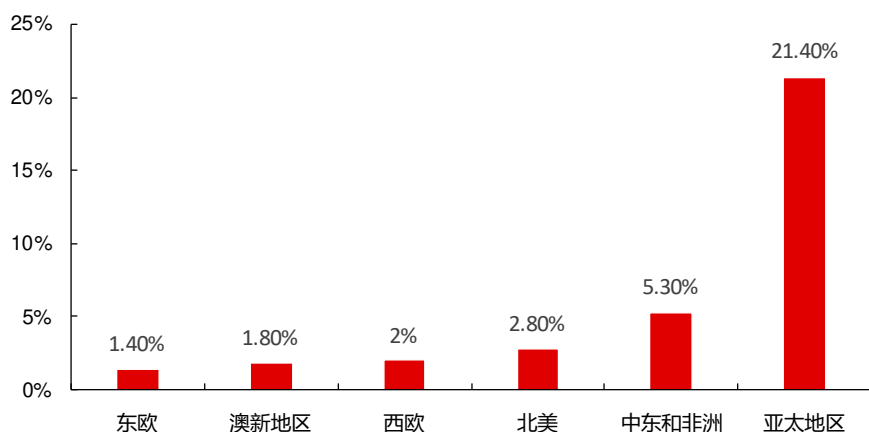
² 资料来自于青岛日报于 2014 年 10 月 18 号发布的名为《布局全球设计、全球制造、全球销售“青岛制造”加速“全球化”》的文章

总结来讲，2014 年及之前海尔智家的出海战略为品牌出海，打造国际名牌，结果上看公司在海外的扩张已获得阶段性胜利，无论是全球销量、区域扩张、产能升级、渠道配套还是打造品牌知名度方面都已做的较为出色。但我们认为此阶段更像是海尔智家在为下一阶段海外并购战略打基础，以迎接后来爆发式的增长。

外延并购，化茧成蝶

2014 年海尔智家占全球大型家用电器 11% 的销量份额，排名全球第二，但将各地区拆分，公司的份额呈现出非常大的差距：公司在亚太地区的零售量占比为 21.4%，远超排名第二美的品牌的 7%，在中东和非洲地区占比约为 5.3%，而在北美、西欧、澳新地区和东欧的份额分别仅为 2.8%、2.0%、1.8% 和 1.4%。可以明显看出，海尔智家的品牌出海战略在经济较为落后的地区表现较好，而在发达国家更为集中的地区则略显逊色，我们认为该现象主要有两点原因：首先发达地区在当时都拥有本土知名品牌，并已经积累了优秀的口碑和庞大的用户基数，海尔智家以一个外来者的身份很难抢占份额；其次，就当时来说，北美及欧洲地区消费者对“中国制造”还存在较为严重的固有印象，海尔品牌知名度和影响力难以打造。

图 22：2014 年海尔智家在发达国家集中地区销量份额较低



资料来源：欧睿，长江证券研究所

为进一步打通发达国家市场，在继续发展海尔自有品牌外，公司自 2015 年开始海外家电公司的并购之旅，标志着公司全球化战略拉开第二序幕。海尔于 2015 年收购日本三洋电机公司的日本及东南亚白色家电业务，于次年收购 GEA，于 2018 年收购新西兰 Fisher&Paykel 公司，并于 2019 年收购意大利公司 Candy。在此之后，海尔七大品牌集群，包括海尔、Leader、卡萨帝、AQUA、GEA、Fisher&Paykel 和 Candy 正式形成，并通过各品牌以及旗下品牌不同的覆盖区域和市场定位全方面覆盖全球主要地区高中低端各细分市场。

表 1：海尔智家全球化品牌集群

品牌	主要产品	主要覆盖区域	市场定位	子品牌	成立/收购时间
Haier	冰箱、冰柜、洗衣机、空调、厨电、水家电、生活小家电等	中国、北美、欧洲、澳大利亚、新西兰、南亚、东南亚等	高、中、低端市场	-	1984 年成立
Leader	冰箱、冷柜、洗衣机、空调、厨电、热水器等	中国	针对追求简单和时尚的年轻消费者	-	1998 年成立

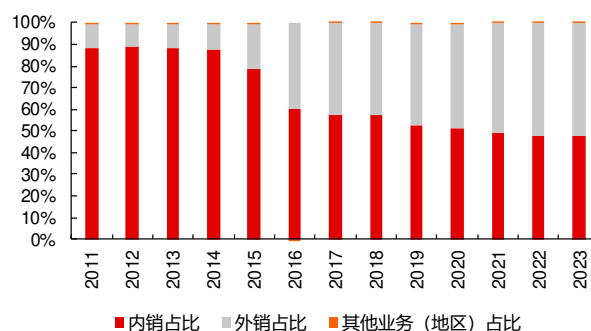
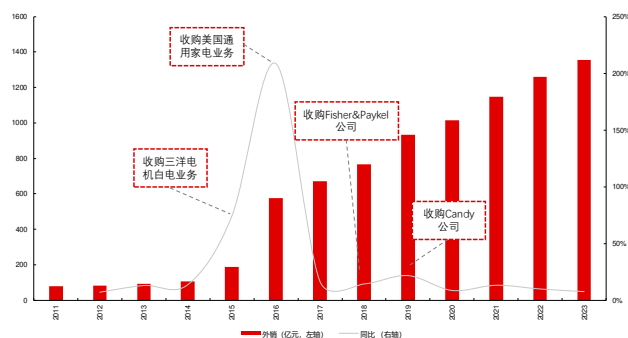
Casarte 卡萨帝	冰箱、洗衣机、冰吧、空调、酒柜、彩电、厨电、洗碗机等	中国、欧洲、南亚等	高端市场	-	2007年成立
AQUA	冰箱、冷柜、洗衣机、洗碗机、清洁电器等	日本、南亚	大众市场	-	2015年收购
GE APPLIANCES a Haier company	冰箱、洗衣机、空调、冰吧、酒柜、热水器等	中国、北美、欧洲、中东等	高端、奢侈品市场	GE, GE Profile, Café, Monogram, Hotpoint	2016年收购
FISHER & PAYKEL	冰箱、洗衣机、酒柜、洗碗机、厨电等	中国、新西兰、澳大利亚、北美、欧洲、南亚、东南亚等	高端、奢侈品市场	DCS (专注于海外烹饪产品)	2018年收购
CANDY	冰箱、洗衣机、厨电等	欧洲、南亚、东南亚等	大众市场	Hoover, Rosières, Jinling, Baumatic, Zerowatt, Iberna	2019年收购

资料来源：公司公告，品牌官网，维基百科，界面新闻，长江证券研究所

聚焦海尔智家外销营收表现，可以看出公司每次收购并表后或多或少均有明显改善，尤其是在 2015 年收购日本三洋电机公司部分白电业务以及次年收购 GEA 后，外销收入在小基数上同比分别增长 74.27%和 208.39%。海尔智家内外销占比也证明了在公司启用并购战略后，海外业务对整体营收端比重有质的提升，2015 和 2016 年外销收入占比较上年分别上升 8.7%和 19.1%。

图 23：海尔智家海外收购并表后业绩大幅增长

图 24：2015 起海尔智家外销占比迅速提升

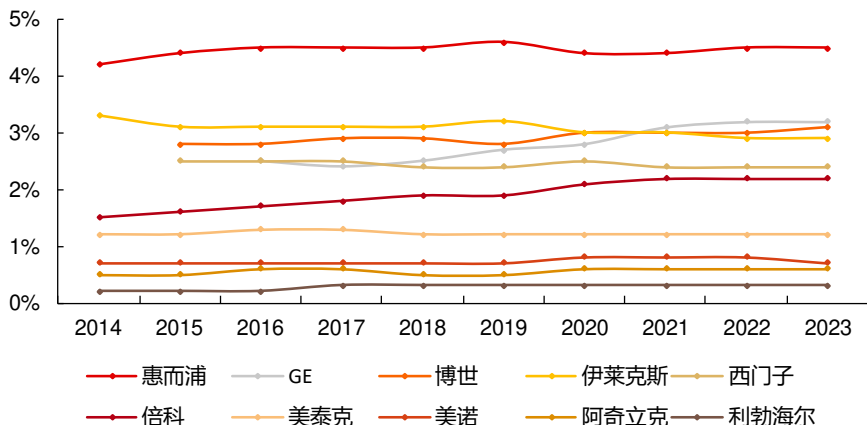


资料来源：Wind，长江证券研究所

资料来源：Wind，长江证券研究所

海尔智家在第二阶段海外扩张时公司决策层披沙炼金的并购标的选择和计划实施果断性是成功的核心因素之一。家电资产在全球范围内数量众多，但是要以合理的价格顺利收购具有潜力的优质资产却很难。目前来看，欧美优质家电品牌绝大多数已归属于大集团，被收购的可能性较低，在公司率先抢占优质品牌资源后，余下的具有规模的高质量欧美白电品牌只剩下 Electrolux（伊莱克斯）、Miele（美诺）、Liebherr（利勃海尔）等，海尔智家主要竞争对手外延并购之路基本被堵死。

图 25：全球大家电销量规模较大的欧美品牌绝大多数归属于大集团



资料来源：欧睿，长江证券研究所

而比标的选择更为重要的是海尔智家国际化品牌的运营能力，因为一般来说，出现在并购市场上的家电资产，大多数要么是近期经营表现不理想的独立公司，要么是逐渐远离经营战略中心的大集团子公司，无论是哪一种，财务现状可能都较为一般；在海尔体系中，Candy 和 FPA 属于前者，Sanyo 和 GEA 属于后者，但这些资产前期已有足够的积累和底蕴，若能妥善经营，便可以重新焕发生机，并与海尔品牌形成有效协同。

根据历史经验，并购整合的难度相对较大，而海尔智家却在收购 Fisher&Paykel 后，使其收入、利润均创历史新高，在收购三洋和 Candy 分别八个月和一年后，让它们扭亏为盈。我们认为这与公司前中期长时间海外创牌打下的扎实基础是分不开的。凭借多年的切身体验，海尔对海外各地区消费者的需求与偏好较为熟悉，在收购当地品牌后可以快速制定相应策略；此外，之前提到截至 2014 年，海尔已打通欧洲、美国主要连锁渠道，并在全球开设一万多家门店，且标的公司自身也自带渠道，多方合作可以实现渠道的整合，增加公司整体在海外的覆盖范围；同时，海尔的技术与品质其实已经与海外名牌相当甚至更好，公司可以与子品牌实现技术协同，相互配合，以更低成本打造出高品质产品。

图 26：海尔智家五大方面全球协同赋能

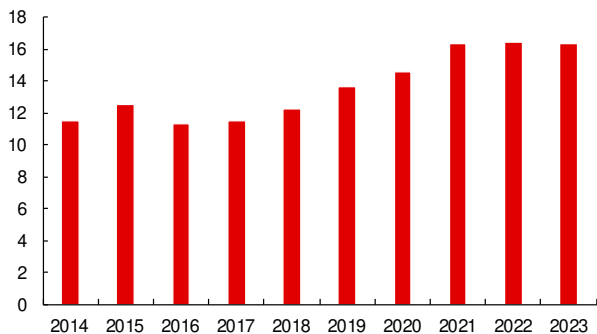


资料来源：公司公告，长江证券研究所

海尔智家在 2016 年对 GEA 的收购是目前为止公司最大的一笔交易，耗资 54 亿美元，但同时也是公司凭借并购切入成熟市场最成功的一桩生意。2016 年 GEA 在北美市场的大家电销量约为 1130 万台，2021 年销量已超 1630 万台，期间提升约 44%，自 2019

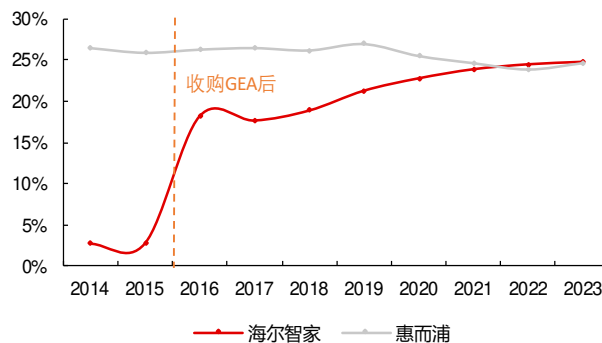
年起 GEA 单品牌销量就一直稳居北美大家电品牌榜首。而海尔智家公司整体也凭借收购 GEA，在 2022 年实现了对惠而浦的反超，成为了北美地区大型家用电器份额最大的公司。此次跨国并购不仅帮助 GEA 在北美市场进一步实现份额的提升，也帮助海尔智家稳稳地立足在家电行业中较为成熟的美国市场，真正意义上实现了 1+1>2 的效果。

图 27：被收购后，GEA 在北美地区大家电销量持续提升（百万台）



资料来源：欧睿，长江证券研究所

图 28：海尔智家凭借并购 GEA 在北美市场份额反超惠而浦



资料来源：欧睿，长江证券研究所

总结来说，自上世纪末海尔智家开始国际化战略至今，公司已递交出优秀的成绩单，不仅成为中国本土大家电行业出海最成功的企业之一，而且从全球视角来看也占据重要地位，2023 年海尔智家大型家用电器销量份额在全球主要地区都名列前茅。

表 2：2023 年海尔智家产品分地区销量份额及排名

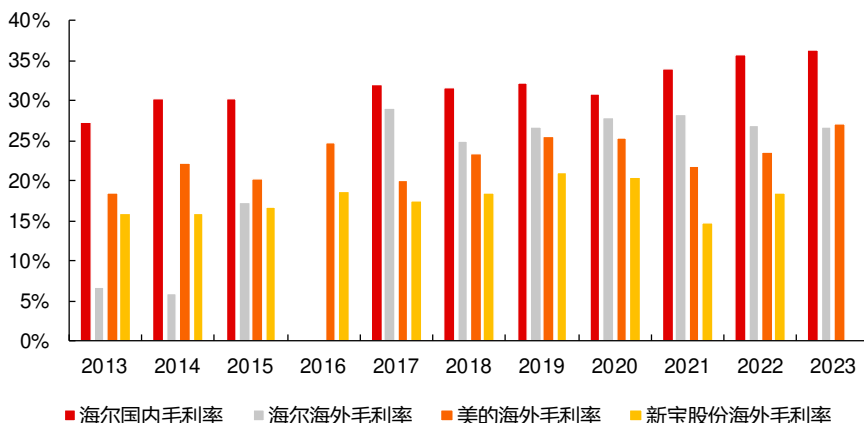
地区	洗衣机份额 (排名)	冰箱份额 (排名)	大型厨电份额 (排名)
全球	22.9% (1)	22.9% (1)	8.5% (1)
亚太地区	33.4% (1)	34.3% (1)	8.1% (3)
澳新地区	33.5% (1)	22.3% (2)	10.4% (2)
东欧	16.2% (2)	13.2% (2)	7.1% (5)
西欧	13.9% (4)	7.9% (5)	4.7% (5)
拉丁美洲	1.7% (12)	3.2% (7)	0.9% (13)
北美	23.0% (2)	24.2% (1)	31.1% (1)
中东及非洲	6.1% (5)	5.6% (6)	2.3% (8)

资料来源：欧睿，长江证券研究所

盈利回升，渐入佳境

在规模扩张基础上，海尔智家海外业务盈利能力存在提升空间，首先从毛利率角度来看，2015 年前公司品牌整体出海阶段毛利率水平较低，而在 2015 年收购日本三洋电机家电业务后毛利率大幅提升，完成对 GEA 的并购后 2017 年海外毛利率水平与国内差距大幅缩小，之后海外毛利率基本也能维持在 26% 以上；横向对比美的集团海外业务及西式小家电代工龙头新宝股份海外业务，2017 年起海尔智家毛利率水平一直占优。

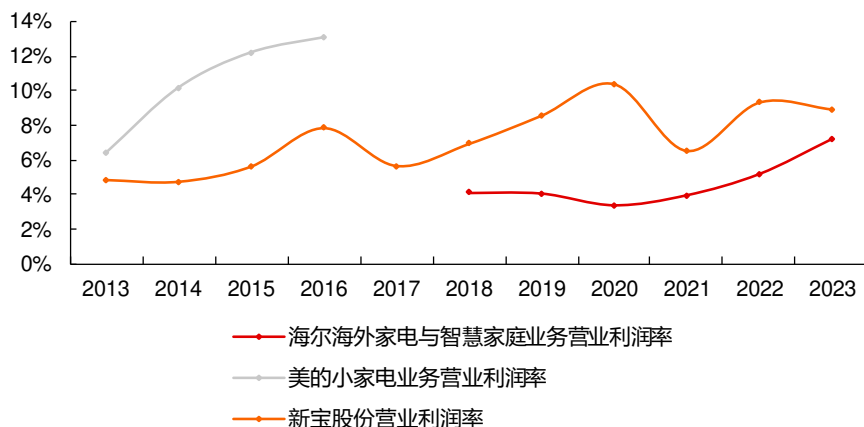
图 29： 海尔智家海外业务毛利率近年来均优于美的和新宝股份



资料来源：Wind，长江证券研究所（注：海尔智家 2016 年国内/海外毛利率未单独披露，新宝股份 2023 年数据暂未披露）

从营业利润率维度来看，2018-2023 年上半年公司海外家电与智慧家庭业务营业利润率分别只有 4.11%/4.08%/3.4%/3.98%/5.21%/7.24%；对比外销占比较高的美的集团小家电业务在 2014 年营业利润率已经突破 10%并有维持下去的趋势；新宝股份因为主要采取代工模式，具有毛利率偏低的特点，但营业利润率也相对较高，近几年基本保持在 6% 至 10%的水平。

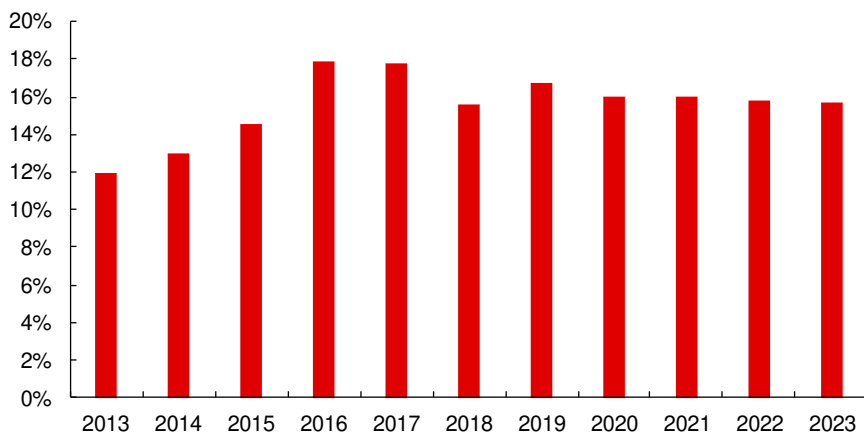
图 30： 美的小家电业务及新宝股份营业利润率较海尔智家海外业务占优



资料来源：Wind，长江证券研究所（注：2023 海尔年报更改披露口径，故 2023 年公司营业利润率取上半年数据）

我们认为造成海尔智家海外业务毛利率高，营业利润低主要有以下几点原因。首先，公司收购的海外资产本身的费用率就较高，盈利能力相对较弱；虽然没有各标的公司的具体财务数据，但从海尔智家的销售费用可以看出，在 2016 年收购 GEA 后，销售费用率较上年提升超 3.2%，这可能是海外市场较高的劳动力成本及运营费用有待优化等造成的。

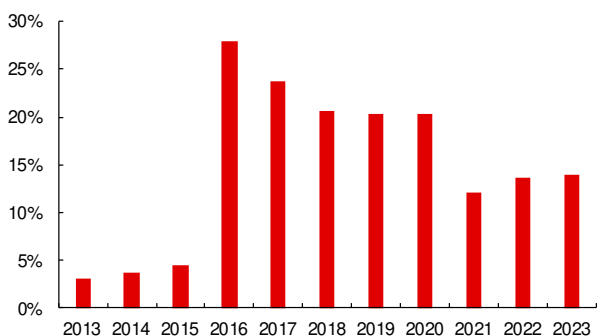
图 31：2016 年收购 GEA 后，销售费用率显著提升



资料来源：Wind，长江证券研究所

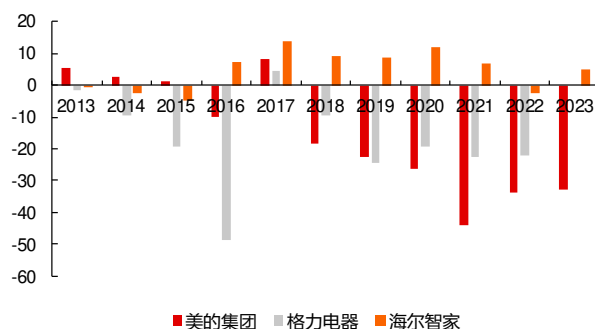
其次，收购会在短期内带来一定的重组费用，加重公司财务负担；2016 年收购 GEA 开始，海尔智家有息负债率大幅增长，对应的财务费用也由负转正，而反观另外两大白电巨头，2013-2023 年绝大多数时间保持明显的财务正收益，所以收购战略带来的短期财务开支也对海尔智家的盈利能力造成了较大的影响。

图 32：并购战略启动后海尔有息负债率大幅上升



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 33：海尔智家财务费用 2016 年开始大幅提升（单位：亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

海尔的跨国并购战略的确在短期内对公司盈利能力造成一定的波动，但我们也注意到 2020 年开始，公司销售费用率有下降趋势，且 2023 年半年公司海外家电与智慧家庭业务营业利润率已改善至 7.24%。总结来说，海尔智家海外的盈利能力已初步进入改善通道，随着公司协同整合继续深入，规模效应稳步显现，外加重组费用造成的影响持续褪去，我们认为海尔智家外销盈利能力在未来会有明显改善。

基础已具，前程似锦

根据先前的讨论，我们认为现阶段海尔智家国际化战略已经取得实质性的成效，那么未来公司在海外市场是否可以寻求进一步突破呢？

为回答这个问题，我们试图将全球各主要地区分成两个大类：“大空间”与“小空间”。

“大空间”代表该地区家电市场较不成熟，保有量较低，未来的增量空间很大，无论目前的市场集中度是高还是低，或海尔智家份额是大还是小，只要公司愿意在此地区重点发展，未来所带来的回报潜力是值得期待的；而“小空间”则代表该地区市场已比较成熟，保有量水平高，增量空间小，未来的竞争主要将集中在存量的更新需求上。为了看

得更为透彻，我们进一步将“小空间”细分为“小空间，大潜力”和“小空间，小潜力”两个小类：“小空间，大潜力”指虽然该地区渗透率逐渐趋于成熟，但市场集中度较低，但海尔智家目前份额较小，还未形成龙头级企业，未来竞争格局可以较轻易改变，公司在抢夺份额上有较大的潜力；而“小空间，小潜力”指该地区需求已基本饱和，并且海尔目前份额已经比较大，未来在存量市场上的空间也比较受限。

表 3：2023 年全球主要地区大家电分品类信息汇总

地区	品类	百户保有量 (台)	CR3 集中度	海尔份额	份额排名	类型
亚太地区	洗衣机	68.2	61.1%	33.4%	1	大空间
	冰箱	76.9	52.1%	34.3%	1	大空间
	洗碗机	4.3	44.9%	6.6%	4	大空间
澳新地区	洗衣机	98.7	60.9%	33.5%	1	小空间，小潜力
	冰箱	98.6	59.4%	22.3%	2	小空间，小潜力
	洗碗机	69.7	50.4%	13.0%	3	小空间，大潜力
东欧	洗衣机	94.2	51.8%	16.2%	2	小空间，大潜力
	冰箱	99.2	47.9%	13.2%	2	小空间，大潜力
	洗碗机	23.7	52.3%	10.4%	4	大空间
西欧	洗衣机	97.4	38.9%	6.1%	5	小空间，大潜力
	冰箱	99.2	43.5%	7.9%	4	小空间，大潜力
	洗碗机	69.9	59.0%	4.5%	6	小空间，大潜力
北美	洗衣机	86.8	75.9%	23%	2	小空间，小潜力
	冰箱	99.5	58.8%	24.2%	1	小空间，小潜力
	洗碗机	76.1	71.3%	29.2%	2	小空间，小潜力
中东及非洲	洗衣机	43	51.9%	13.9%	4	大空间
	冰箱	54.3	30.4%	5.6%	6	大空间
	洗碗机	4.8	64.6%	2.7%	8	大空间

资料来源：欧睿，长江证券研究所

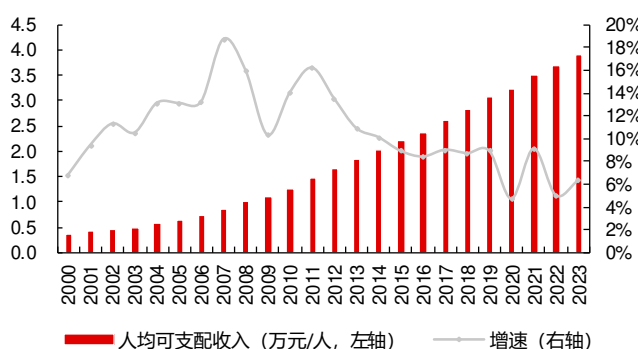
总结来看，亚太地区和中东及非洲地区无论是白电还是厨电都还存在较大的增量空间，未来大概率可以改善提升市场规模；整个欧洲地区虽然各品类家电保有量已基本饱和，但市场集中度并不高，且海尔智家目前的份额较低，还是存在抢占存量市场份额的机会。澳新地区和北美洲情况类似，增量空间不大，且除了澳新地区洗碗机品类海尔智家份额较低外，其他各品类目前所占份额均比较高，在存量市场不具有太大空间。若以份额扩张为目的，海尔智家拓展的潜力预计在亚太地区和中东及非洲地区，并且试图在欧洲市场积极寻求突破，顺应更新换代需求以抢占更大份额；凭借海尔智家在海外多年深耕所积累的品牌知名度和运营经验，我们认为公司在全球市场的增长动能将持续迸发。

高端化：时代已至，厚积薄发

品质升级，需求迁变

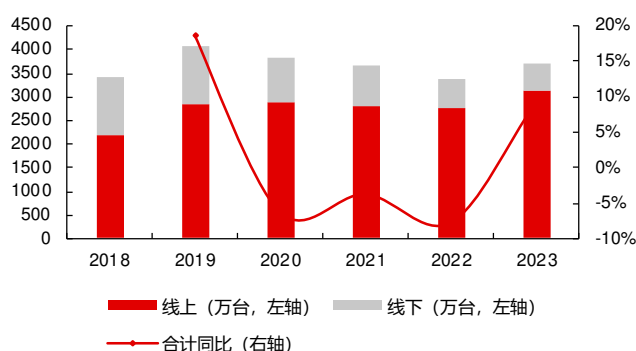
2019年及之前，我国人均可支配收入增速维持在较高水平，2019年后由于外部环境影响，整体增速有所放缓，但随着复工复产进程的持续推进，人均可支配收入增速已有回升迹象。大家电作为可选消费品，且占日常开支比例较大，行业景气与人均可支配收入等宏观指标存在较为紧密联系。奥维云网统计的数据也印证了该结论：从零售规模来看，空调、冰箱和洗衣机品类线上、线下合计销量在2019年后增速均大幅下降，甚至出现持续性的负增长。

图 34：近年来我国人均可支配收入增幅有所放缓



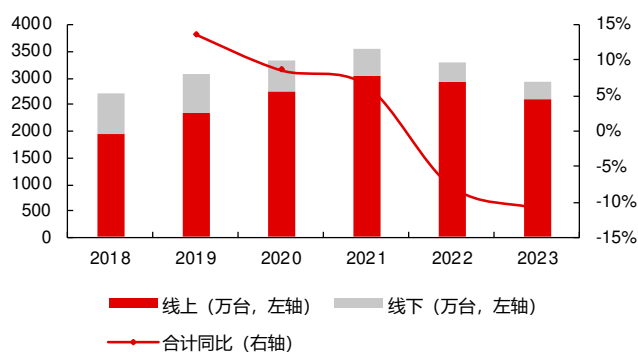
资料来源：中经数据，长江证券研究所

图 35：空调销量在经历连续两年负增长后已开始改善



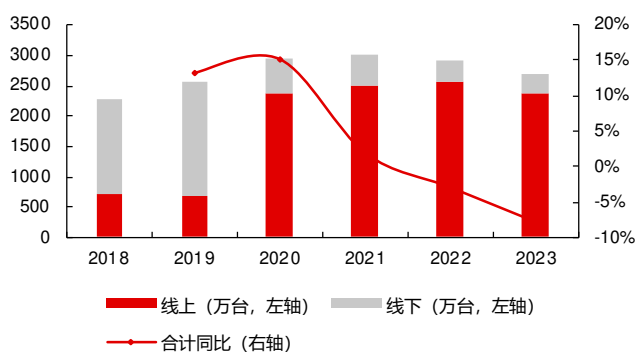
资料来源：奥维云网，长江证券研究所

图 36：洗衣机销量 2023 年出现大幅减少



资料来源：奥维云网，长江证券研究所

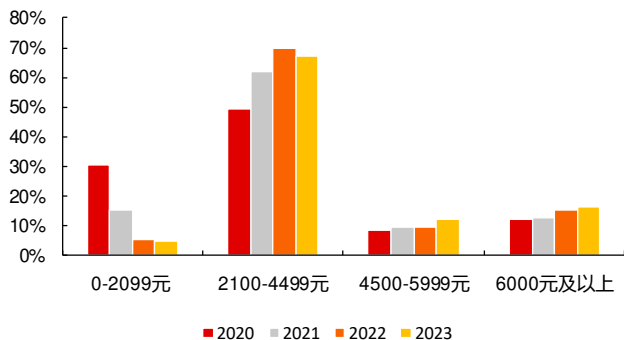
图 37：冰箱销量近两年持续负增长



资料来源：奥维云网，长江证券研究所

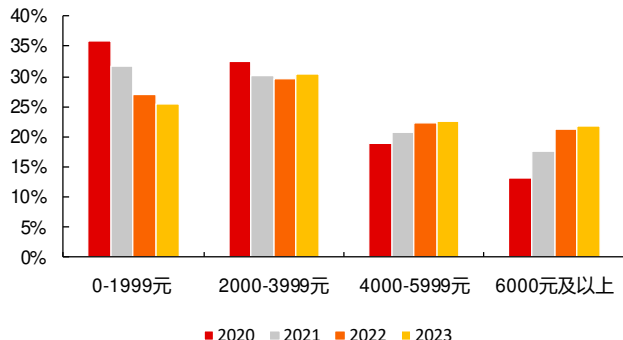
然而，尽管国内家电行业整体景气度受外部环境影响有所波动，我国家电行业高端化的趋势却较为明显，我们认为这是由于高端家电主力消费人群为高收入群体，该群体对价格敏感度偏低，且更为注重生活品质。考虑到我国消费者目前还是更倾向于去线下体验高端家电，我们根据奥维云网提供的数据统计了白电主要品类分价格段销量占比：冰箱、空调和洗衣机高价格段销量占比自2020年均有显著提升，其中洗衣机和冰箱增幅尤为明显，四年内6000元及以上洗衣机占比提升8.63%，10000元及以上冰箱占比提升9.7%。此外，statista的数据也证明了我国家电产品成交均价有上升趋势，2019-2023年由450美元上涨至490美元，增幅约为9%。由此看来，我国家电行业高端化的趋势已较为明朗。

图 38: 空调 2020-2023 年低价格段线下销量占比大幅减少



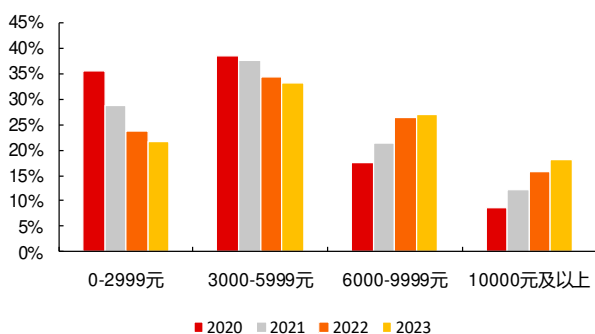
资料来源: 奥维云网, 长江证券研究所

图 39: 2020-2023 年洗衣机中、高价格段线下销量占比显著提升



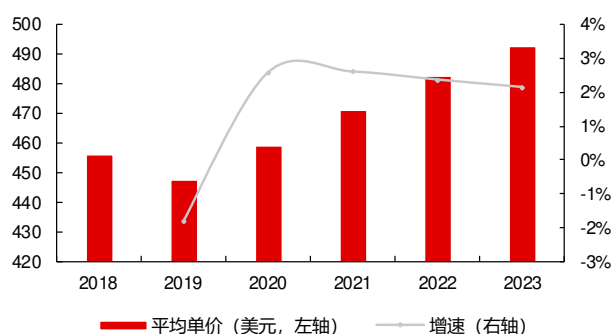
资料来源: 奥维云网, 长江证券研究所

图 40: 2020-2023 年冰箱高价格段线下销量占比提升 8.63%



资料来源: 奥维云网, 长江证券研究所

图 41: 2019-2023 年我国家电成交均价上涨约 9%

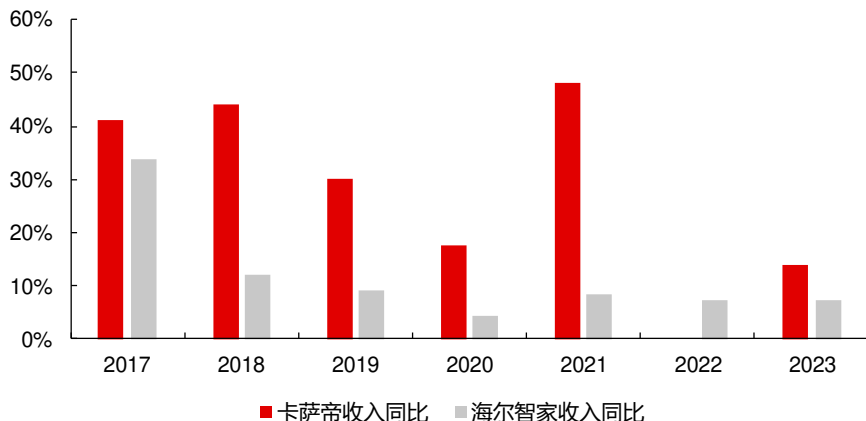


资料来源: statista, 长江证券研究所

长期耕耘，独占鳌头

在此轮家电行业消费升级的浪潮中，海尔智家无疑是白电产业最大的受益者，究其原因**是其具有前瞻性的发展战略**。十几年前我国高端家电市场由松下、三星、西门子等海外品牌主导，国内自主品牌鲜有涉猎高端领域，而海尔智家早期便投入大量资源布局高端市场，并于 2007 年创立了旗下高端品牌卡萨帝。横向对比 2017-2023 年卡萨帝营收与海尔智家整体营收，卡萨帝各年收入增速均明显高于公司整体，可以预见卡萨帝品牌正逐渐成为海尔发展的核心动力源。另外，卡萨帝冰箱、洗衣机和空调品类已连续八年蝉联中国高端市场份额第一，2023 年卡萨帝冰箱和空调在一万五千元以上市场份额已高达 50%和 28%，洗衣机在万元以上市场份额高达 84%。

图 42：卡萨帝 2017-2023 年营收同比增速大幅由于海尔智家整体



资料来源：公司公告，长江证券研究所

我们认为卡萨帝能在中国高端家电市场占据较强领先地位主要是由于其技术实力、品牌力及渠道布局这三个因素有机结合、相互作用的结果：品牌诞生前中期，国内高端家电市场竞争不太激烈，加上海尔集团的资金支持，给足卡萨帝钻研技术和打磨产品的时间与资本，同时卡萨帝注重在全球范围内打造高端的品牌调性和影响力，并加以合理的渠道布局，确保了品牌的技术积淀、营销投入可以有效转化为业绩成果。

钻研产品，精益求精

卡萨帝坚持原创科技，全球共布局 5 大研发中心、14 个设计中心、28 个合作研发机构，遍布全球 12 个国家。截至目前，海尔集团全球累计专利申请和全球累计发明专利申请分别已有 10.7 万和 6.8 万项，虽然我们无法得知卡萨帝单品牌专利确切的数量，但从 2019 年卡萨帝天成冰箱光储鲜科技一项技术就运用 84 项专利，便可以看出其技术积累和研发底蕴十分深厚。

图 43：海尔集团全球累计专利申请 10.7 万项



资料来源：海尔集团官网，长江证券研究所

图 44：卡萨帝天成冰箱储鲜科技拥有 84 项专利



资料来源：装修情报微博，长江证券研究所

然而光有科研方面的成果还不足以使得卡萨帝在家电领域后来者居上，因为白电产品核心功能较为单一且发展时间很长，各品牌产品同质化比较严重，现代产品的迭代升级本质就是在早期的雏形上根据不同时期、不同地区的情况进行优化。这便要求品牌对终端用户需求有细致入微的了解，并将相应的科研成果有针对性地、恰到好处地融入到产品当中。

从结果来看，卡萨帝也确实做到了这一点，成立之初卡萨帝的代表作就解决了用户的一大实际痛点。当时市面上虽然已经存在对开门冰箱，但传统对开门冰箱冷藏室与冷冻室是左右竖式分列，虽整体容量尚可，但左右两侧单独看空间有限，无法放置底面积较大的碗具或体积较大的食材。卡萨帝的首款发明就针对该缺点进行了合理化改造，取消了左右竖式分列，使冰箱内部平台一体化，极大程度改善了有效储物空间，同时也开创了冰箱产业的一个全新品类——法式对开门冰箱。

图 45：传统对开门冰箱左右竖式分列



资料来源：KitchenAid 海外官网，长江证券研究所

图 46：卡萨帝法式对开门冰箱有效储物空间大



资料来源：卡萨帝官网，长江证券研究所

另外一个具有代表性的例子是卡萨帝 2015 年发布的全球首款一机双滚筒“分区洗”洗衣机——双子云裳。部分对衣物洗护要求较高的家庭会将内外衣物、大人与小孩衣物以及深浅色衣物分开洗涤，而通常每个家庭只会购置一台洗衣机，这便造成了用户每天需要花费大量时间在洗衣服上，严重影响家庭生活节奏；而卡萨帝分区洗衣机两个独立的滚筒可以同时针对不同类型的衣物进行清洁，大大改善了人们洗衣的效率。卡萨帝也凭借着双子云裳洗衣机获得了国家科技进步奖，同时也是近十年以来洗衣机行业唯一一次获此殊荣。

图 47：卡萨帝 10 公斤滚筒洗衣机



资料来源：卡萨帝官网，长江证券研究所

图 48：2015 年卡萨帝发布双子云裳“分区洗”洗衣机



资料来源：卡萨帝官网，长江证券研究所

自卡萨帝推出双子分区洗衣机并取得巨大成功后，其他品牌也竞相发布了自己的分区洗衣机产品，而直至今日也无法撼动卡萨帝高端分区洗的领先地位，本质上是因为卡萨帝技术更精。卡萨帝箱体采用钢骨一体化结构，并且搭载了品牌首创的双子星智平衡系统和同步柔性科技，实现上下两筒互为配重，减轻整机重量，保证运行的极致平稳。此外，为解决消费者洗完衣物后未能及时取出，导致衣物和洗衣筒产生异味和滋生细菌的难题，卡萨帝去年发布了搭载“呼吸窗”科技的产品；该技术可以实现 360° 环形送风，向筒内持续输送新鲜空气，有效避免异味、发霉等情况。

品牌从诞生以来已经向市场和消费者充分证明了其卓越的科研实力。更为重要的是，这些研究成果和专利不仅仅是品牌的炫技，而是真实地融入到产品中，让消费者可以实际感知到功能的优化。虽然白电品类发展已较为成熟，可改进的空间有限，但卡萨帝总能定位到其他品牌，甚至消费者自己都容易忽略的细节，并用其科技硬实力恰到好处地对产品更新迭代，持续改善用户体验。

强化营销，口碑载道

不同于中低端产品，高端家电消费者主要集中在高收入群体，整体上看此类人群的价格敏感度较低，对产品“性价比”的重视程度没那么高，所以激进的定价策略在高端市场的效果会大打折扣。在高端市场，消费者往往更看重的是品牌价值，如知名度、美誉度等，而品牌价值不是能一夜之间就能打造的。卡萨帝的品牌推广具有三大鲜明特征：1) 注重品牌价值高度，保持高贵大气的格局；2) 紧密植入艺术品味，用艺术文化营销实现品牌价值和产品价值的完美结合；3) 选择高端媒体、高端峰会和国际化展览作为品牌推广平台。

卡萨帝如今的忠实用户已经包括意大利皇室公主、马来西亚玻璃市州总督、卢森堡高端钟表珠宝品牌后代、比利时 600 年历史的 Ten Torre 古堡主等社会名流，得到他们的青睐有助于卡萨帝渗透进高端的用户群体圈层中，帮助品牌提升调性。此外，随着数字化流量红利时代的深入，卡萨帝开始将营销手段拓展至数字化领域，2015 年品牌与由谢霆锋担任主厨主持的明星美食真人秀节目《十二道锋味第二季》进行了跨界合作，帮助品牌有效提升知名度。

另外，卡萨帝将高端峰会、国际化展览作为品牌推广平台，但前提是品牌自身的产品力够硬，而之前提到的卡萨帝强大的科研实力确保了其产品优秀的品质。自卡萨帝创立以来，在国内外各个平台获奖次数已不计其数，其中单是被认为家电与消费电子领域最具影响力和公信力的产品评选表彰活动“艾普兰奖”都已荣获多次，在此类高知名度平台频繁“刷脸”有助于品牌在全球范围内获得大量关注。

表 4：2006-2022 年卡萨帝全球范围内主要奖项梳理

时间	地区	事件详情
2006 年	国内	卡萨帝依靠原创科技创新设计的首批产品，荣获了由中国创新设计红星奖委员会颁发的“中国创新设计红星奖”“至尊金奖”。
2009 年	国内	卡萨帝复式滚筒洗衣机摘得由中国工信部等十余家权威单位联合发起的洗衣机行业“十大节能明星产品”大奖。
2012 年	国际	卡萨帝 JS-306S 酒柜荣获“艾普兰酒柜产品奖”，艾普兰奖被称为全球智慧生活领域“奥斯卡”。
2015 年	国际	卡萨帝在 2015 年电博会荣获多项大奖：云珍冰箱荣获趋势设计大奖、卡萨帝双子云裳与洗碗机共同荣获产品创新大奖、卡萨帝小家电荣获工业设计大奖、卡萨帝鼎门冰箱荣获技术创新大奖。
2017 年	国际	2017 红点奖获奖名单在德国发布，卡萨帝鼎级云珍冰箱、强力波洗衣机、云鼎空调和固态制冷酒柜 4 大品类荣膺大奖。
2019 年	国际	2019AWE，卡萨帝洗烘一体自由转换式洗衣干衣机 C9 HB13/17U1 荣获“艾普兰金奖”。
2020 年	国际	卡萨帝物联网双屏冰箱凭借在智慧保鲜和智慧饮食场景领域的创新获得“2020 CES 科技创新奖”。
2021 年	国际	卡萨帝上榜世界品牌实验室榜单，品牌价值 505.81 亿元，成为榜单中首个高端家电品牌。
2022 年	国内	卡萨帝 H20 亚式洗碗机 CWY15-B26BKU1 凭借创新的双面洗设计成功斩获金选奖“年度卓越技术贡献双面洗科技”专项奖。

资料来源：卡萨帝官网，新华社，中国网，环球网，泡泡网，知电，长江证券研究所

卡萨帝的品牌内涵是“高端生活+高端产品”，其中对于“高端产品”的营销从上面提及两点有所展现，而卡萨帝对“高端生活”的诠释我们认为体现在其线上官网的设计以及

线下门店的布局上。线上来看，卡萨帝总是将产品套系化并嵌入高端生活场景中，给消费者留下“卡萨帝产品完美适配高品质生活”的印象；线下来看，部分卡萨帝三翼鸟门店没有将产品分品类机械式地聚集摆放，而是模拟各类生活场景，如客厅、厨房、阳台等，将对应的产品赋予美感地布置进去。无论线上线下，卡萨帝始终在向人们传递卡萨帝“高端生活”的形象，唤起消费者购物欲望。

图 49：用生活场景展示卡萨帝光年套系



资料来源：卡萨帝官网，长江证券研究所

但即使卡萨帝凭借其在国内外平台上取得的荣誉以及巧用流量红利打造出高端化的品牌认知，若终端用户无法切身感受到品牌的价值，其积累的知名度和名誉度也难以保持持久生命力，毕竟真实用户群体中的口碑才是真正能提升用户黏度和扩大客户基数最直接的因素。为保证信息的真实度，我们使用第三方购物平台京东作为数据来源，选取卡萨帝冰箱和洗衣机品类当期销量第一的型号作为参考。用户评价界面显示，卡萨帝原石 635L 冰箱中、差评率仅为 0.26% 左右，晶彩云裳洗烘一体机中、差评率也仅为 0.5% 左右，其中部分差评还是由物流因素导致，实际产品好评率可能会更高。虽然产品个例在单平台的用户反馈无法准确反映真实的用户口碑，但大体看来卡萨帝的用户好感度还是比较优秀。

图 50：卡萨帝原石 635L 冰箱中、差评率仅约为 0.16%



资料来源：卡萨帝京东自营旗舰店，长江证券研究所（注：为 2024 年 1 月 22 日数据）

图 51：卡萨帝滚筒洗衣机 10 公斤洗烘一体机中、差评率约为 0.5%



资料来源：卡萨帝京东自营旗舰店，长江证券研究所（注：为 2024 年 1 月 22 日数据）

据海尔集团官方统计，截至 2023 年 7 月，卡萨帝全球高端用户已经突破 1200 万户，并且海尔在全球 6000 多万名会员中，有 100 多万是卡萨帝活跃会员。此外，卡萨帝在京东自营旗舰店和抖音平台分别拥有 1447.1 万和 58.7 万粉丝，而 COLMO 在两个平

台的关注数仅为 38.8 万和 14.4 万人³，所以我们认为卡萨帝在品牌高端形象的打造上付诸的努力已有成效。

优化渠道，东渐西被

卡萨帝采取多元化的渠道布局，线下渠道包括：1) 家电连锁渠道，如苏宁、国美、五星等卖场；2) 地方综合性百货商场，如上海永安百货、青岛利群百货、广州友谊商城、长春欧亚、武汉工贸等；3) 海尔品牌店，卡萨帝优选了一千多家海尔优质品牌店，开设品牌专区。线上渠道主要集中在：1) 海尔智家 APP；2) 优质购物平台网站，如天猫、京东、苏宁易购等，3) 冰箱和洗衣机品类也在短视频平台抖音开设了旗舰店。**整体来看卡萨帝做到了线上线下渠道全覆盖，并且线下门店覆盖各个地区、各级城市和各大核心商区。**

图 52：卡萨帝线上旗舰店



资料来源：卡萨帝天猫旗舰店，长江证券研究所

图 53：卡萨帝线下门店

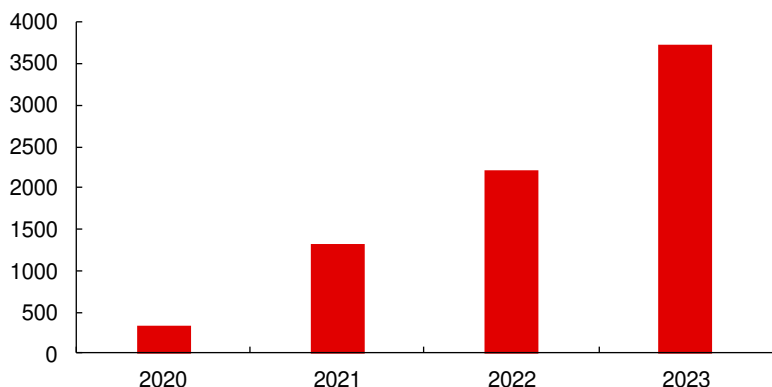


资料来源：鲁网新闻中心，长江证券研究所

当然，卡萨帝的多渠道布局还不足以使其优于其他品牌，毕竟市面上大部分品牌基本都可以做到，真正给卡萨帝注入新鲜活力的是海尔旗下全球首个场景品牌门店三翼鸟。该品牌门店创始于 2020 年 9 月，其本质其实就是突破了传统家电销售渠道的界限，不仅仅只出售海尔旗下家电产品，还提供套系化家电和装修增值服务，并通过“海尔智家大脑”实现产品与场景的交互；比如原先用户若想装修厨房，设计公司、施工团队和家电购买都需单独进行，且有可能导致风格突兀或者打孔、挖洞和家电尺寸不匹配等问题，而三翼鸟则可以提供一站式服务，为消费者节省大量时间和犯错成本。目前三翼鸟在全国范围内已开设约 3700 多家场景门店，且全部上市卡萨帝家电产品。

³ 数据为 2024 年 4 月 2 日数据，未来可能发生变化

图 54：三翼鸟门店数量已突破 3700 家



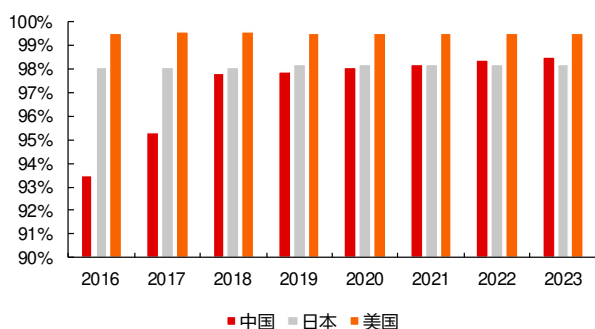
资料来源：公司公告，长江证券研究所

在国内生活节奏普遍加快和生活场景智能化的大环境下，三翼鸟可以很大程度减少消费者在装修时付出的昂贵的时间成本，并同时满足消费者对于科技的需求。虽然三翼鸟创立时间很短，具体成果还需要时间来检验，但我们认为三翼鸟创新的理念可以有效优化卡萨帝的销售渠道，未来极有可能带动卡萨帝品牌的销量和份额。

空间犹存，未来可期

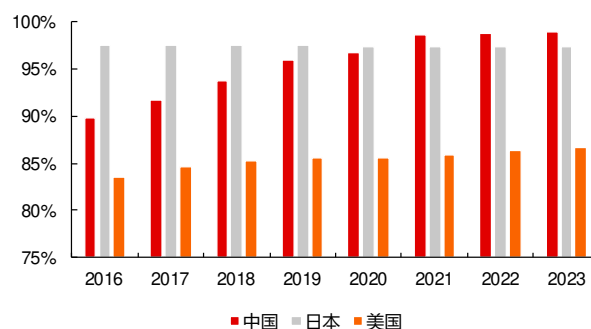
根据欧睿，2023 年我国电冰箱和洗衣机家庭拥有率已分别达到 98.5%和 98.9%，而发达国家中日本为 98.2%和 97.3%，美国为 99.5%和 86.6%，整体来看我国冰箱、洗衣机品类已基本趋于饱和，未来的贡献将主要来自存量的更新需求。

图 55：2023 年中国家庭冰箱拥有率已经达到 98.5%



资料来源：欧睿，长江证券研究所

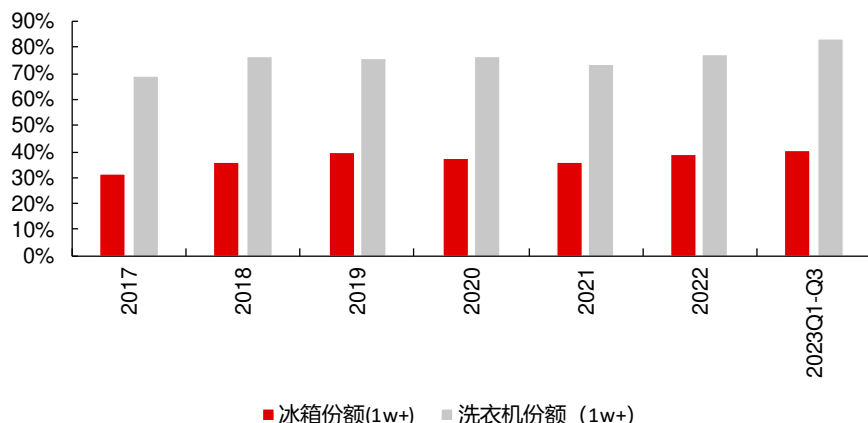
图 56：2023 年我国洗衣机家庭拥有率已达到 98.9%



资料来源：欧睿，长江证券研究所

鉴于当下消费升级以及物联网发展继续深化的趋势，高价格段家电的比重势必会继续提升。同时，卡萨帝在高端冰洗领域的地位还在提升，2023 年前三季度卡萨帝在万元以上冰箱和洗衣机的线下份额分别为 40.3%和 83.5%，较 2017 年分别提升 9.3%和 14.6%。由于冰洗品类保有量已趋于饱和，新增需求很难再为卡萨帝带来质的突破。但更新需求中，结合卡萨帝品牌的影响力和科研实力，以及三翼鸟渠道优化的新助力，品牌大概率会保持，甚至进一步扩大在高端冰洗市场的份额，成为该领域在家电消费升级浪潮下最大的受益者。

图 57：2017-2023 年前三季度卡萨帝高端冰洗份额显著提升



资料来源：公司公告，卡萨帝官网，长江证券研究所

同时，我们认为卡萨帝在厨电领域或有较大的机会，因为目前我国厨电品类百户保有量对比发达国家水平依然有明显差距，虽然有一部分是由于生活、饮食习惯差异所导致的，但总体来说还是有可观的增量潜力，尤其是洗碗机和咖啡机品类，和与国内饮食文化较为相似的日本相比每百户保有量也相差 14.2 台和 17.3 台。卡萨帝在售的厨电品类 2023 年销售额份额比较低，未来在份额提升上有较大的空间，品牌也已在厨电领域积极布局，并将 GEA 和 Candy 沉淀多年的技术融入到产品中去。我们认为凭借卡萨帝本身的知名度加上集团内部为其提供的厨电领域技术支持，未来将有望打开更大的增量空间。

表 5：2023 年主要厨电品类百户保有量及卡萨帝销售额份额

品类	卡萨帝线上份额	卡萨帝线下份额	百户保有量（国内）	百户保有量（美国）	百户保有量（日本）
洗碗机	0.4%	2.77%	2.3	80.3	16.5
油烟机	-	2.87%	31	8.6	39.9
燃气灶	-	2.87%	—	—	—
蒸烤一体机	-	5.32%	1.9	9.4	1.1
消毒柜	-	3.43%	<20	—	—
咖啡机	-	-	2.2	189	19.5

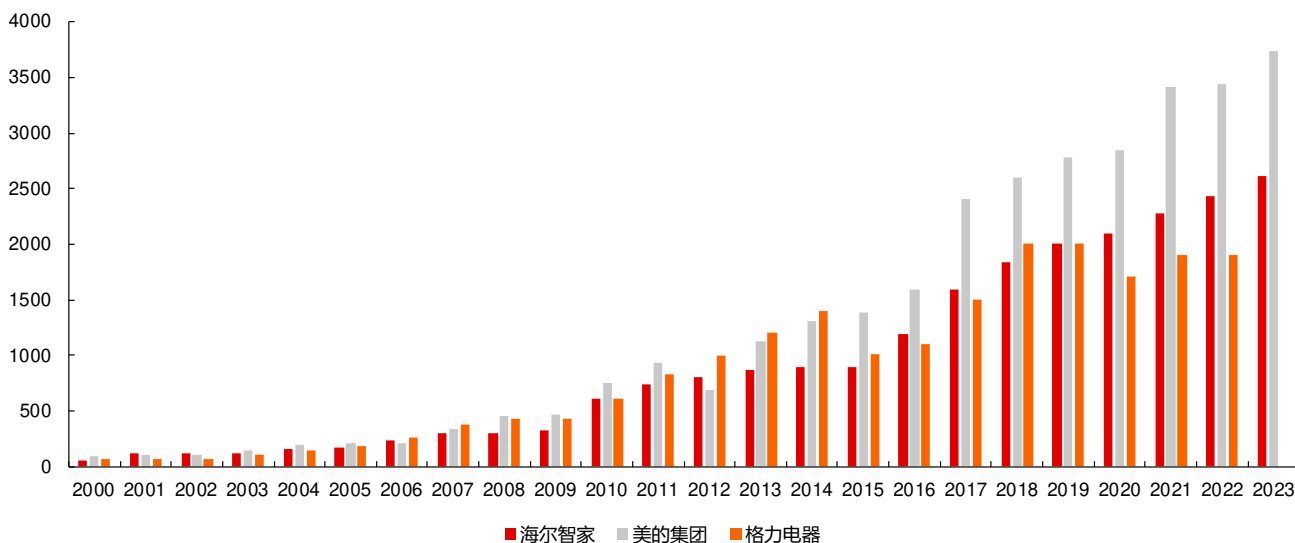
资料来源：奥维云网，欧睿，长江证券研究所

空调：基础夯实，日臻完善

路径不同，差距拉开

横向比较海尔智家、格力电器和美的集团 2000 年后的营收表现，2001 和 2002 年海尔收入略高于格力、美的，而 2003 年起海尔逐渐被美的超越，此后的 2006 年格力电器又完成了对海尔与美的集团的反超；随后的几年里，美的和格力轮次占据第一大白电龙头的位置，而海尔始终排在前三；2016 年后因收购 GEA，海尔收入大幅提升，超越格力电器，但在空调领域依然与美的集团和格力电器存在可拓展的差距。

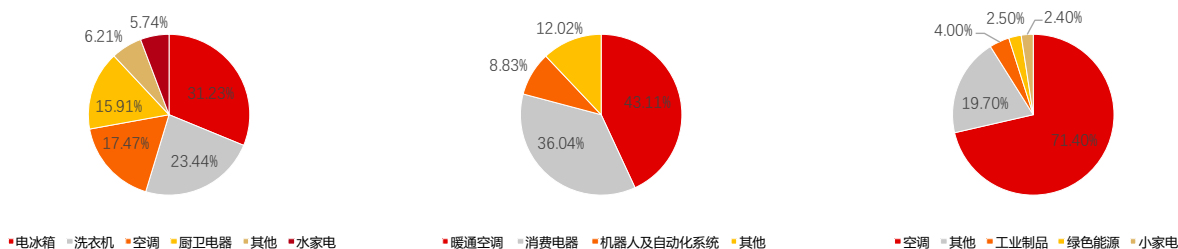
图 58：2000-2022 年三大白电企业收入（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

我们认为 2015 年前海尔智家较另外两大巨头营收增速较慢，以及 2015 年后与美的集团收入差距放大最主要的原因是三家公司业务重心有所差异：格力和美的本身就是做空调起家，格力 2022 年空调收入占比超过 70%，而海尔智家的业务则侧重于电冰箱和洗衣机，空调在整体收入中占比较小，2023 年只占 17.5%。由于空调品类发展相对较晚，2000 年时渗透率只有 13.6%，对比洗衣机和电冰箱同年渗透率分别已达到 56.0%和 40.6%，所以近二十年空调处于渗透率快速提升阶段，而海尔空调的收入占比相对较低。

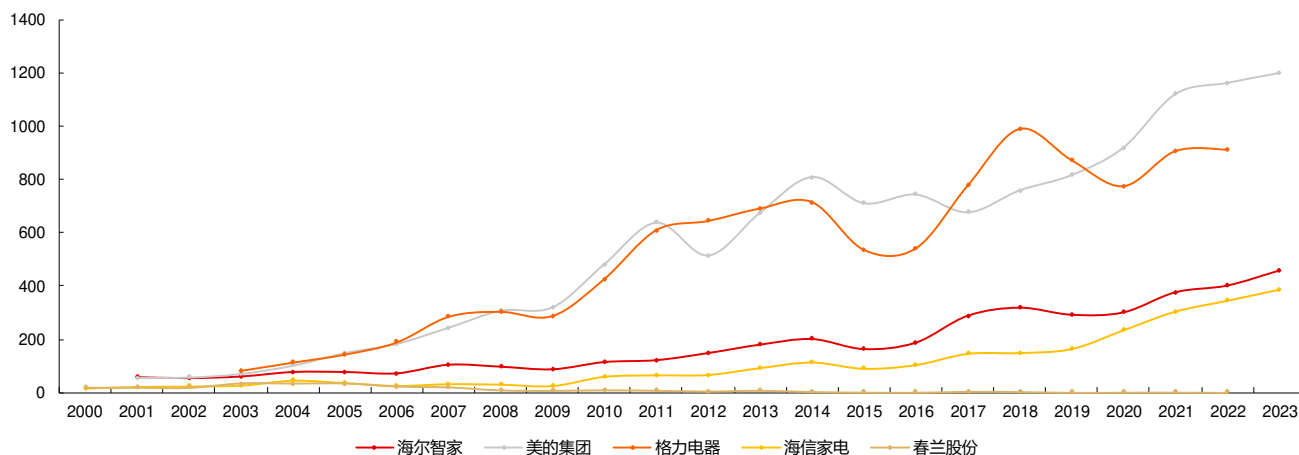
图 59：2023 年分产品收入占比（从左至右分别为海尔、美的、格力）



资料来源：Wind，长江证券研究所（注：格力电器为 2022 年数据）

回顾历史，以辨来势，我们想通过复盘以明晰产生差距的要素，以便于判断后续海尔空调的发展潜力。虽然海尔早期是做冰箱起家，拓展空调品类的时间较晚，但公司还是凭借冰箱产业积累的品牌和规模优势在空调市场迅速打开了局面。我们可以清楚看出二十一世纪初海尔空调业务收入端并未明显落后，规模与美的和格力相当。而 2004 年前后是空调产业的一个关键节点，也是海尔智家空调业务逐渐被美的、格力拉开差距的起点。

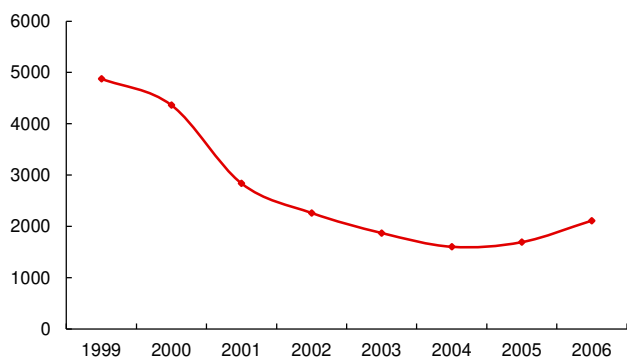
图 60: 2000-2023 年主要上市公司空调业务营收 (亿元)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

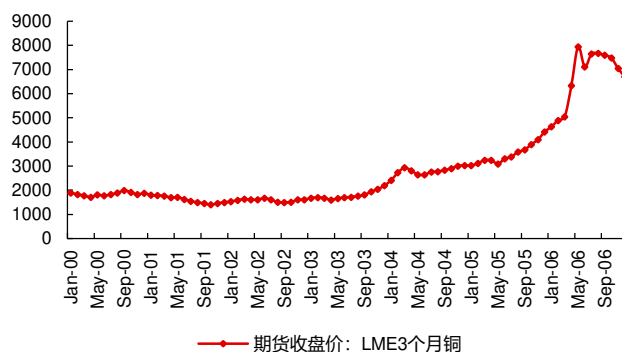
激烈价格战叠加成本上涨, 行业盈利下滑, 格局迅速出清。2000 年以来空调行业保持快速成长, 产销量大幅增长, 也吸引了众多厂家进入, 供给端快速扩容。供给快速增加以及技术持续进步迭代下行业竞争激烈, 也由此引发第一轮大规模价格战, 工厂结算价由 1999 年的 4878 元下探至 2004 年的 1600 元。2003 年底以来, 家电上游主要大宗原材料包括铜铝等价格大幅上涨, 在销售均价下探和成本上涨双重挤压下, 行业盈利能力承压, 龙头在此阶段的毛利率持续下行。规模相对较小的品牌利润压力要更甚于龙头, 因此行业迎来了一轮快速出清与整合, 国内空调品牌数量由 2002 年 400 家下降至 2005 年 30 家。

图 61: 1999-2006 冷年家用空调工厂结算均价 (元)



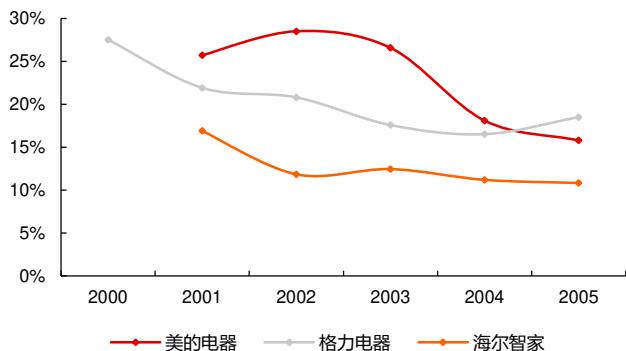
资料来源: 格力定增意向书, 本翼资本, 长江证券研究所

图 62: 2004 年开始原材料成本快速上涨



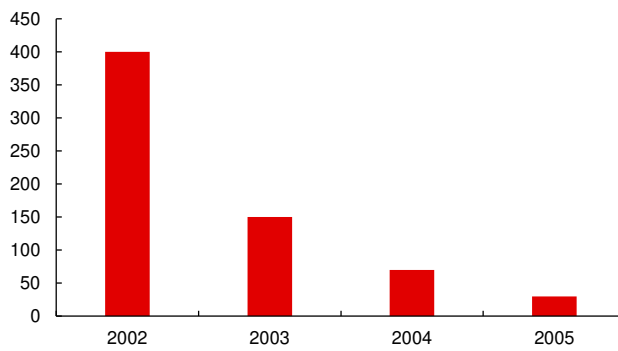
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 63: 白电龙头空调业务毛利率



资料来源：公司公告，长江证券研究所（注：美的与海尔为空调业务毛利率，格力采用公司整体毛利率）

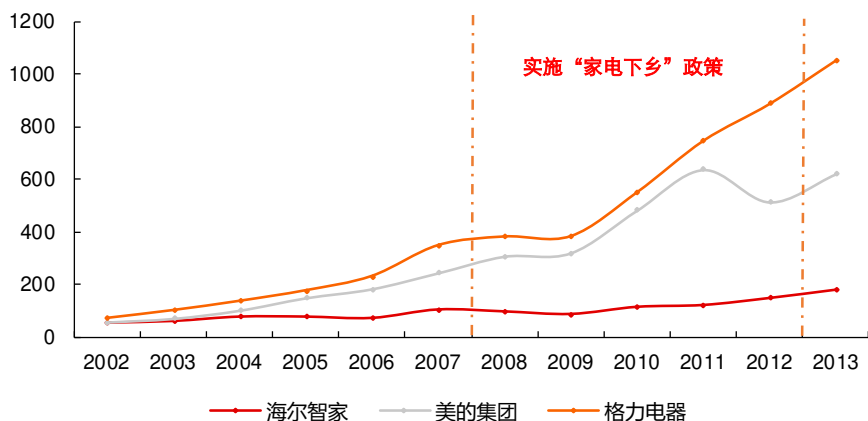
图 64: 2002~2005 年空调品牌数量 (家)



资料来源：《2006 年空调市场报告》，长江证券研究所

在此后下沉市场快速发展阶段，海尔渠道策略的差异使得扩张节奏相对偏慢，由此拉开了差距。起初海尔以工贸分公司承担产品的分销和市场的开拓，这套模式的好处在于中间的层级少，公司的控制能力较强，而劣势在于偏向重资产经营，进行渠道扩张的节奏较慢。因此，当市场聚集在一二线时，海尔较有优势，而如果需要抢占下沉市场份额，在速度上便不占优。反观格力，在当时始终坚持渠道自建，大多数销售公司在 2000 年左右就已设立，2004 年开始推进专卖店建设，在抢占社会渠道资源上占明显优势。美的方面，当时其空调业务还是侧重在 KA 渠道，但是却很快做出了相应的调整，2005 年开始推进“小区域代理+直营”模式，并于 2007 年开始打造类似于格力的销售公司。刚刚提到 2003 年后由于原材料成本上涨价格战影响，部分规模较小企业被迫出清，留下了大量的空白市场，再加上 2007 年 12 月开始的家电下乡政策，格力和美的依靠自身成本和渠道优势快速抢占市场份额，而海尔却因销售模式的差异无法快速下沉渠道，进而导致空调业务被拉开差距。

图 65: 家电下乡政策期间海尔空调业务未能获得增长 (亿元)



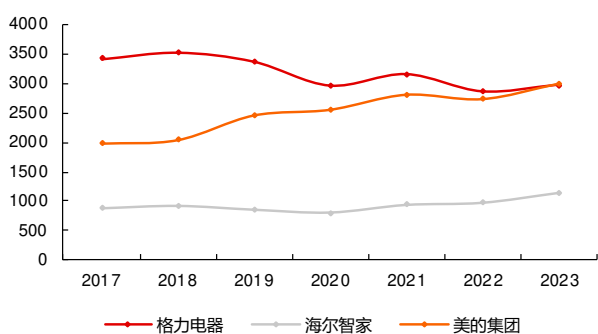
资料来源：Wind，长江证券研究所

总结来讲，海尔智家空调业务上的差距始于 2003 年左右原材料价格的上涨和行业内普遍较为激进的定价策略，加剧于 2007 年开始的家电下乡政策，份额被美的、格力迅速拉开。而随着空调行业需求逐渐趋于成熟阶段，龙头企业以追求盈利为先的背景下，海尔有望通过产品策略优化、供应链的完善来实现份额的提升和盈利效率的改善。

把握需求，边际向好

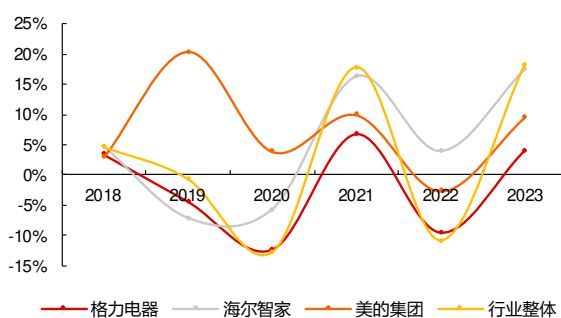
目前海尔智家与美的集团、格力电器在空调业务的规模差距依然存在，虽然空调行业的格局大势可能基于规模效应无法发生根本变化，但在较大差距空间之下存在份额边际提升的可能。事实上，通过产品策略优化和 SKU 的精简，海尔空调业务迎来积极的变化，2021 年开始海尔空调内销增速就大幅高于格力和美的，尤其是在空调行业整体景气度下行的 2022 年，三大白电巨头只有海尔实现了销量端的正增长。在地产景气高，空调产业依靠分销高速发展的时代，海尔因自己的业务重心、经营模式等因素落后于美的、格力，而随着渠道体系完善，市场需求进入更新需求主导的阶段，海尔通过产品优化有望实现市场份额的渗透。

图 66：海尔智家空调内销量自 2021 年持续上升（万台）



资料来源：奥维云网，长江证券研究所

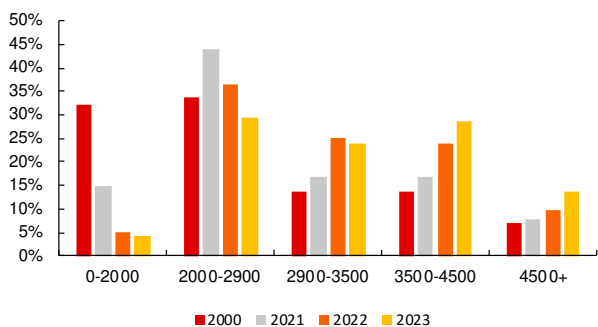
图 67：海尔智家近年空调内销量增速表现优秀



资料来源：奥维云网，长江证券研究所

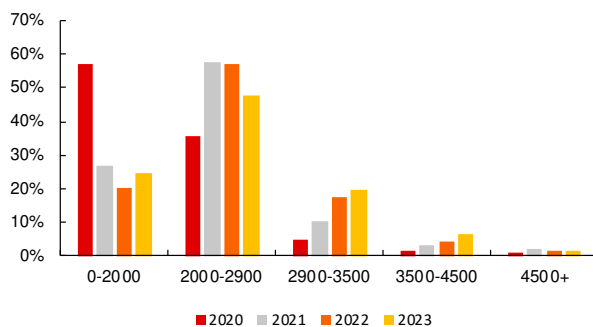
首先，近年来中国家电市场结构性升级的需求给海尔带来新的拓展契机。根据奥维云网数据，2020-2023 年中国空调挂机线上及线下高价格段销量份额均呈现明显上升趋势，4500 元及以上线上线下销量占比已达到 13.5%，线上也提升至 1.5% 左右。

图 68：中国空调挂机线下分价格段销量趋势匹配消费升级背景



资料来源：奥维云网，长江证券研究所

图 69：中国空调挂机线上高价格段销量份额持续提升

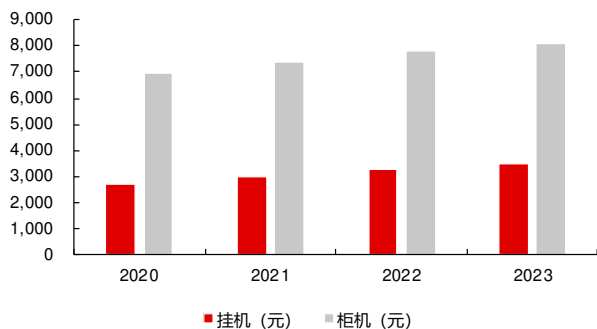


资料来源：奥维云网，长江证券研究所

而海尔智家对高端家电布局较早，2007 年就创立了旗下高端品牌卡萨帝，而美的集团 2018 年才创立高端品牌 COLMO，格力到目前为止还是主要定位在大众市场。借助卡萨帝多年来深耕所积累的品牌知名度和口碑，海尔在 2021 年高端空调市场（挂机单价 >4000 元，柜机单价 >10000 元）零售额份额达到 20.2%，较上年提升 5.2 个百分点，2022 年进一步提升 3.9%，份额超过 24%。此外，2022 年中国城镇居民每百户空调拥有量已达到 163 台，近几年空调成交价持续上涨一定程度上说明更新需求中存在结构性升级机会，我们判断未来空调行业品质升级趋势将延续，海尔智家凭借其在高端市场

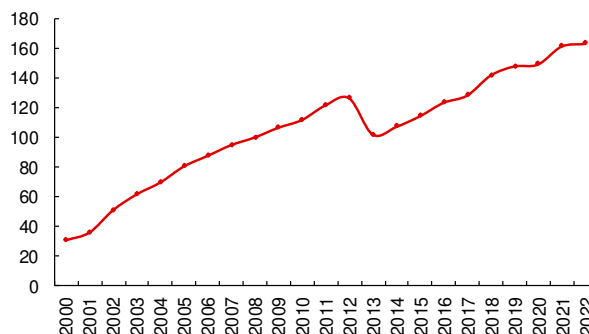
的优势以及此前提到的三翼鸟品牌对于渠道体系的优化，有望在一二线存量市场渗透更大份额。

图 70：空调均价近年来有所上涨



资料来源：奥维云网，长江证券研究所

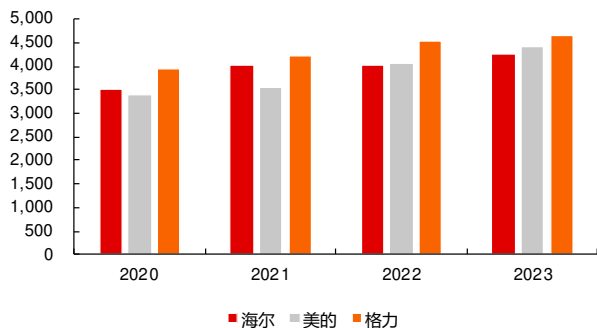
图 71：中国城镇居民每百户空调拥有量增速已经放缓（台/百户）



资料来源：国家统计局，长江证券研究所

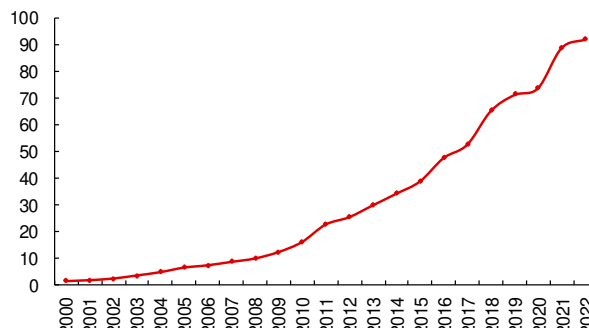
在此基础上，海尔品牌也有望在空调下沉增量市场提升份额。首先从潜在空间而言，农村空调每百户保有量相比于城镇仍有较大潜力，低线市场消费者对价格的敏感度偏高，虽然目前来看海尔品牌空调均价低于美的和格力，但由于海尔在成本端不占优，若未来发生价格战，海尔的低价优势将被淡化。

图 72：海尔品牌空调均价目前低于美的、格力（元）



资料来源：奥维云网，长江证券研究所

图 73：中国农村居民每百户空调拥有量较低（台/百户）



资料来源：国家统计局，长江证券研究所

海尔非常注重对于下沉市场的挖掘，近年来积极推动渠道优化及口碑打造。2018 年海尔积极响应国家的扶贫战略，花费 1744 万元用于精准扶贫，并于次年全面开启乡镇市场的统仓统配，大幅降低货品损坏率及物流延误率，在低线地区建立良好的品牌形象。除此之外，海尔在线上大力建设各类渠道以提升下沉市场覆盖率，并重视品牌与用户的交互，有效提升终端转化效率。

表 6：2018-2023 年海尔智家下沉市场投入布局情况

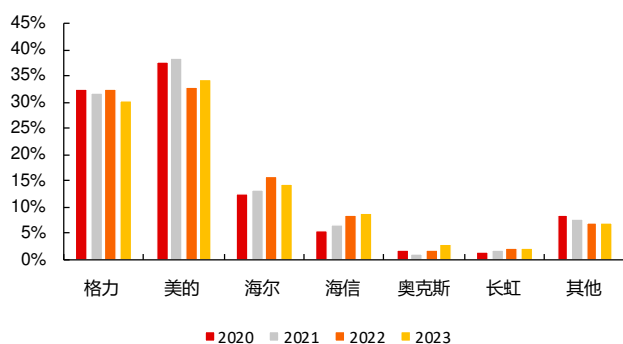
时间	目的	具体措施
2018	口碑打造	花费 1744 万元用于精准扶贫，主要用于少年儿童的教育改善、身体及心理健康发展等方面建设。对于农村具体情况，定制创业扶贫模式，落实国家精准扶贫战略，全力推进农村扶贫。
	渠道铺设	电商平台加速农村市场的网点铺设，渠道生态日益多元化。
2019	渠道优化/口碑打造	通过乡镇市场的统仓统配支撑营销管理到镇、不良品快速处理、订单全流程可视，提升乡镇市场精细化运营水平，打造良好的口碑。2019 年，因配送装卸造成的不良品数量下降 97%，海尔物流配送及时率达 99.4%。

2020	渠道优化	加强乡镇店的数字化管理能力，实现统仓统配在乡镇店的广泛覆盖，乡镇用户反向定制比例明显提升，借此优化下沉渠道 SKU 数量，加快库存周转。
2021	渠道建设	线下渠道： 针对家居建材类渠道比重提升，公司通过与全国性、区域性家居连锁的战略合作积极推进前置类触点网络建设，建材类触点新增 723 家。低线市场通过社群化做好服务、数字化变革，让用户更便捷地了解家电产品功能变化，加速农村市场的产品更新换代。 线上渠道： 下沉触点新增 10,000 家，门店动销率和客单价均显著提升。
2022	渠道优化	在农村市场上门清洗家电以增强用户交互，提升转化效率；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。
2023	渠道优化	在低线市场强化商圈门店的高端成套销售能力建设，推进终端门店从售卖单品向销售场景方案的转型，提升终端转化效率与成套销售比例。

资料来源：公司公告，长江证券研究所

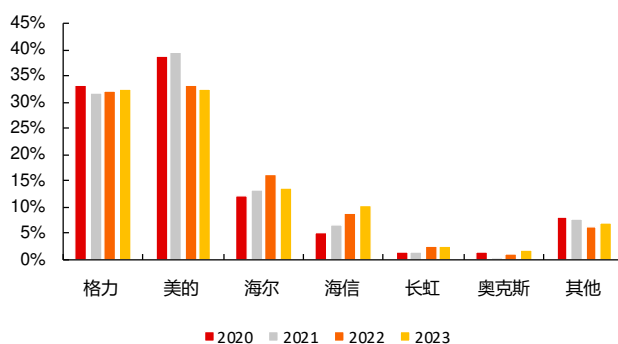
2020 年以来规模较小品牌由于均价较低且下沉市场布局较早，在 T3 市场⁴和农村市场份额显著提升，龙头品牌格力份额基本维持平稳，而美的 2023 年在 T3 市场和农村市场销量端份额为 34.3%和 32.3%，较 2020 年分别大幅下滑 3.5%和 6.6%；反观海尔虽然 2023 年份额略有下滑，但降幅明显低于美的且 2020-2023 年整体呈中枢上升趋势，基于此，我们认为海尔在低线市场的布局已初见成效。

图 74：T3 市场中海尔空调线下销量端份额中枢上升



资料来源：奥维云网，长江证券研究所

图 75：农村市场海尔空调线下销量份额的稳定性相对较高

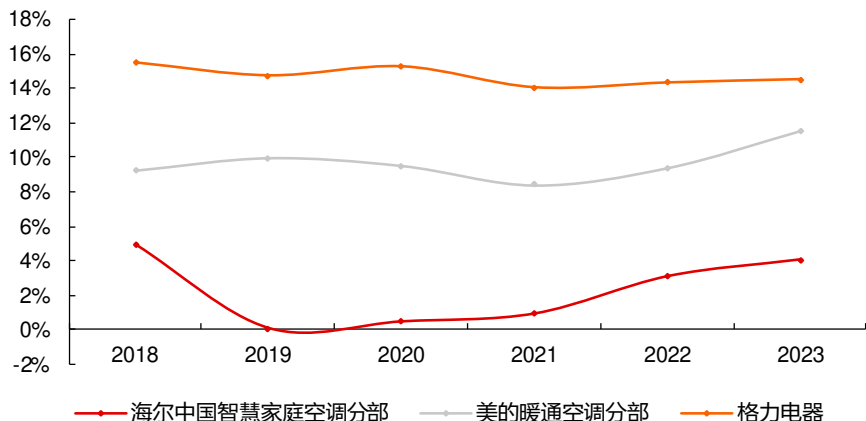


资料来源：奥维云网，长江证券研究所

从盈利能力来看，海尔智家空调业务利润率较美的和格力依然存在提升空间。格力和美的的空调业务营业利润率基本在 10%以上，2023 年海尔智家空调分部利润率约为 4%，还存在较大优化空间。我们也能明显看出在经历了 2019 年左右的价格战以及 2022 年前的一波原材料价格上涨之后，海尔空调业务盈利能力已进入上升通道，2023 年海尔空调业务营业利润率已提升至 4.04%。展望未来，我们认为以下两点逻辑将支持空调业务盈利能力进一步改善。

⁴ 奥维云网“T3”市场指较贫穷地级市。

图 76：海尔智家空调业务盈利能力已处于上升通道



资料来源：Wind，长江证券研究所（注：2023 年海尔空调业务分部名称更改为“空气能源解决方案”；格力电器为 2023 年上半年数据）

一方面，通过产品结构优化实现销售和盈利的改善。在新需求形势下，海尔积极的进行空调产品的品类精简和针对性开发，更好的满足消费者的需求，实现更好的销售转化，同时动销的加快也使得公司和经销商盈利能力得到提升。在此基础上，公司卡萨帝品牌在高端市场还是占据优势，此前格力、美的依靠马太效应在空调业务上规模持续高于海尔，而现在海尔也可以依靠卡萨帝品牌的积累在高端领域抢占份额。如果空调结构性升级趋势得以延续，那么卡萨帝空调的销量以及在海尔空调收入中的占比也将不断提升，而高端产品的溢价和利润率往往高于中低端产品，所以卡萨帝在未来有望带动海尔空调业务盈利能力提升。

表 7：2023 年白色电器品类均价

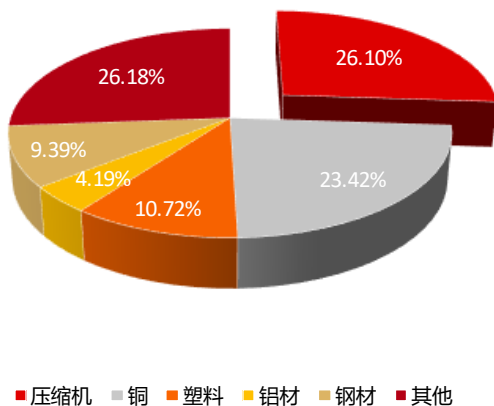
品类	行业均价 (元)	海尔智家均价 (元)	卡萨帝均价 (元)
冰箱线上	6672	7464	10549
冰箱线下	2587	3078	
洗衣机线上	1668	1903	14271
洗衣机线下	4228	4571	
空调线上	3071	3242	8286
空调线下	4292	4260	

资料来源：奥维云网，卡萨帝京东自营旗舰店，长江证券研究所（注：卡萨帝均价为 2024 年 2 月卡萨帝京东自营旗舰店各品类在售产品原价的均值）

另一方面，海尔智家已开始空调产业链的优化，旨在补齐核心能力和降低成本。2022 年上半年，海尔提升了电路板等五大模块的自制比例，补全了产业链一体化能力，节省材料成本约 5.5%。2023 年 1 月，海尔智家全资子公司青岛海尔空调器有限公司拟与上海海立股份有限公司合资设立郑州海立电器有限公司，主要从事家电用转子压缩机业务。压缩机是空调的核心零部件，根据志高控股 2018 年披露的数据来看，压缩机在空调原材料成本中占比高达 26%。合资压缩机公司可以在多方面裨益海尔空调业务：1) 合资公司设立于郑州市海尔产业园内，压缩机可与空调匹配生产节奏并节省物流、仓储和包装成本；2) 合资公司主要满足海尔需求，生产压缩机型号少、换产少，生产效率会比较高；3) 空调在过热/过冷气温的年份需求会大幅增长，导致压缩机供不应求，价格随之提升，此项目有助于稳定压缩机产能，有效降低零部件成本波动风险。此外，2023 年 3

月郑州电脑板自制工厂也已正式开始量产，目前年产能约为 200 万套，公司年报中预计此举将进一步降低成本超千万。

图 77：压缩机占空调原材料成本 26.1%



资料来源：志高控股公司公告，长江证券研究所

总结来说，海尔智家空调业务的份额及盈利能力均有机会在未来实现改善。份额来看，由于需求进入偏成熟阶段，在龙头企业追求盈利效率的趋势下，海尔空调边际变好将是大概率事件，主要驱动因素是公司积极优化空调产品策略及依靠卡萨帝的品牌优势有望提升市场份额，以及海尔品牌依靠在下沉市场的积极布局把握增量需求。盈利能力来看，高价格段产品占公司整体比重的提升势必带动盈利能力的改善，并且海尔已开始向空调产业链上游延申，提升零部件自制率，随着自建厂商在未来的产能爬坡及公司对于上游环节的布局持续完善，海尔空调业务的盈利能力将逐步得到优化。

投资建议：步步为营，前景可期

公司始终坚持全球化市场布局，并前瞻性拓展高端市场，品牌积淀深厚，并已经成为全球大家电行业龙头。展望未来，公司在全球市场的可拓展空间依然广阔，且经营效率持续提升；高端市场占据较强领先优势，有望进一步顺应结构性品质升级机遇，依靠渠道体系和产品创新拓宽品类和客群；在此基础上，公司优化自身空调领域产品结构，并通过供应链优化，有望提升自身市场份额和盈利能力。基于此，我们判断公司未来增长前景可期，经营效率持续优化，预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 191.47、220.46 和 250.06 亿元，对应 PE 分别为 15.95、13.85 和 12.21 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 1、宏观经济增速放缓风险。**白色家电产品属于耐用消费类电器产品，消费者收入水平及对未来收入增长的预期将对产品购买意愿产生一定影响。如果宏观经济增幅收窄导致用户购买力下降，将对公司产生负面影响。
- 2、汇率波动风险。**公司业务收入涉及美元、欧元、日元等外币。相关货币的汇率波动将对公司财务状况产生一定影响。
- 3、原材料价格波动风险。**公司产品及核心零部件主要使用钢、铝、铜等金属原材料，以及塑料、发泡料等大宗原材料，如原材料供应价格持续上涨，将对公司的生产经营构成一定压力。此外，公司依赖第三方供应商提供关键原材料、零部件及制造设备，若供应商的供应中断或价格大幅上涨会对公司的业务造成负面影响。
- 4、行业竞争加剧风险。**白电行业充分竞争、产品同质化较高，若需求下降、竞争加剧可能会导致价格战等风险。
- 5、海外业务运营风险。**公司已在全球多地建立生产基地、研发中心和营销中心，海外收入占比较高。海外市场受当地政治经济局势、法律体系和监管制度影响较多，上述因素若发生重大变化，将对公司当地运营形成一定风险。
- 6、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。**由于外部环境的不确定性，原材料价格变动和竞争形势带来的影响无法准确评估，则可能对毛利率的变动假设不成立或者不及预期，则可能带来公司整体盈利预测跟最终实际情况存在较大差异的可能。

表 8：公司收入和利润的敏感性分析（单位：亿元）

项目	基准情形				悲观情形			
	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2614.28	2842.99	3075.22	3327.42	2614.28	2842.99	3075.22	3327.42
yoy	7.3%	8.7%	8.2%	8.2%	7.3%	8.7%	8.2%	8.2%
毛利率	31.51%	31.62%	31.72%	31.81%	31.51%	31.53%	31.57%	31.58%
归母净利润	165.97	191.47	220.46	250.06	165.97	189.27	216.55	243.59
yoy	12.81%	15.37%	15.14%	13.42%	12.81%	14.04%	14.41%	12.49%

资料来源：Wind，长江证券研究所

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	261428	284299	307522	332742	货币资金	54486	62773	75719	86558
营业成本	179054	194392	209980	226885	交易性金融资产	954	1454	1954	2454
毛利	82374	89907	97542	105858	应收账款	20268	21962	25327	29277
%营业收入	32%	32%	32%	32%	存货	39524	48878	53811	60163
营业税金及附加	1016	1023	1076	1165	预付账款	1238	1361	2100	2269
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他流动资产	16150	18038	19593	20739
销售费用	40978	43811	46436	50677	流动资产合计	132620	154465	178504	201460
%营业收入	16%	15%	15%	15%	长期股权投资	25547	25497	25447	25447
管理费用	11490	12083	12670	14042	投资性房地产	99	99	99	99
%营业收入	4%	4%	4%	4%	固定资产合计	29604	34030	38055	38083
研发费用	10221	11088	11993	12977	无形资产	11006	1506	-7994	-7994
%营业收入	4%	4%	4%	4%	商誉	24290	24240	24190	24190
财务费用	514	962	976	447	递延所得税资产	1806	1516	1516	1516
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他非流动资产	28408	30133	31633	31633
加: 资产减值损失	-1505	-1208	-1209	0	资产总计	253380	271486	291450	314434
信用减值损失	-243	-150	-150	0	短期贷款	10318	7683	7683	7683
公允价值变动收益	20	0	0	0	应付款项	47062	48598	47829	47898
投资收益	1910	1950	1950	1950	预收账款	0	0	0	0
营业利润	19880	22832	26281	29801	应付职工薪酬	5078	3888	3780	3403
%营业收入	8%	8%	9%	9%	应交税费	2841	2843	3075	3327
营业外收支	-168	-60	-60	-60	其他流动负债	54682	55898	53972	51791
利润总额	19712	22772	26221	29741	流动负债合计	119981	118910	116339	114103
%营业收入	8%	8%	9%	9%	长期借款	17936	17936	17936	17936
所得税费用	2980	3461	3986	4521	应付债券	0	0	0	0
净利润	16732	19311	22235	25220	递延所得税负债	2028	2038	2038	2038
归属于母公司所有者的净利润	16597	19147	22046	25006	其他非流动负债	7523	7444	7444	7444
少数股东损益	135	164	189	214	负债合计	147468	146329	143758	141522
EPS (元)	1.79	2.03	2.34	2.65	归属于母公司所有者权益	103514	122595	144941	169947
					少数股东权益	2398	2562	2751	2965
现金流量表 (百万元)					股东权益	105912	125156	147692	172912
	2023A	2024E	2025E	2026E	负债及股东权益	253380	271486	291450	314434
经营活动现金流净额	25262	21318	22661	18553					
取得投资收益收回现金	826	1950	1950	1950	基本指标				
长期股权投资	-1019	0	0	0		2023A	2024E	2025E	2026E
资本性支出	-9739	-9097	-8960	-7960	每股收益	1.79	2.03	2.34	2.65
其他	-7153	-1588	-1500	-500	每股经营现金流	2.68	2.26	2.40	1.97
投资活动现金流净额	-17085	-8735	-8510	-6510	市盈率	11.73	15.95	13.85	12.21
债券融资	0	0	0	0	市净率	1.91	2.49	2.11	1.80
股权融资	946	131	0	0	EV/EBITDA	6.97	7.38	6.37	6.59
银行贷款增加(减少)	19958	-2635	0	0	总资产收益率	6.6%	7.1%	7.6%	8.0%
筹资成本	-7224	-1257	-1204	-1204	净资产收益率	16.0%	15.6%	15.2%	14.7%
其他	-21520	-735	0	0	净利率	6.3%	6.7%	7.2%	7.5%
筹资活动现金流净额	-7841	-4496	-1204	-1204	资产负债率	58.2%	53.9%	49.3%	45.0%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	585	8025	12947	10838	总资产周转率	1.07	1.08	1.09	1.10

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层
P.C / (200122)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430015)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务（例如：配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资）。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。