

## 引领新质全球化，空间仍可期

### 核心观点

- 新质全球化代表，海外成绩斐然。**海尔自 2005 年起就实施全球化战略，坚定的选择了品牌整体出海，经历了出口、本土化、品牌运营三个阶段，先后通过收购 AQUA、斐雪派克、GEA、CANDY 获取渠道体系与品牌知名度，打入了日本、澳新、北美与欧洲市场。目前公司全球化运营已经进入收获期，形成了“产品+产能+品牌”三位一体的出海布局，成为了全球白电龙头公司，根据欧睿销量口径数据显示，2023 年海尔系大家电在全球市占率为 17.2%，居世界第一。
- 全球三位一体布局，出海讲究因地制宜。****北美市场：**海尔收购 GEA 后在北美地区实现产品与渠道多方面协同，2023 年海尔系销量市占率 24.8%，居北美首位；**欧洲市场：**“Haier+CANDY”双品牌运营，整体处于欧洲市场中游位置，二者主打性价比，更加契合东欧市场；**南亚与东南亚市场：**与 AQUA 协同布局，通过推出符合当地生活的差异化产品获取市场份额；**日本与澳新市场：**日本市场本土品牌忠诚度高，通过“Haier+AQUA”双品牌协同战略打开日本市场；澳新市场收购斐雪派克后技术协同效应显著，助力海尔系成为澳洲市场销量市占率第一。
- 打造全球协同体系，出海曲线方兴未艾。**目前海尔在全球范围内已具有较高的本土化研发、生产与品牌运营能力，形成了研发协同、采购协同、供应链协同、营销协同的全球化体系。未来将通过海外品牌提升、产品创新与渠道建设推动公司新一轮的海外发展。同时在海外业务盈利能力方面也有望提升，过去 GEA 与 CANDY 在北美及欧洲地区与头部品牌收入体量有差距，未来随着规模提升，与海尔进行全球协同，有望进一步降本。同时海尔在不断进行品牌提升，推出高端化产品提升盈利水平。

### 盈利预测与投资建议

- 公司长期坚持全球化布局，品牌与渠道积淀深厚，目前已成为全球大家电行业龙头，未来公司在全球市场市占率仍有提升空间，且经营效率与盈利能力有望进一步增强，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 193.56、220.38、253.30 亿元，根据可比公司平均估值水平，我们给予公司 2024 年 15 倍 PE，对应目标价 30.75 元，首次给予“买入”评级。

### 风险提示

宏观经济增速放缓、原材料价格波动、行业竞争加剧、海外产业运营风险、汇率波动

### 公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	243,579	261,428	280,744	304,145	329,295
同比增长(%)	7.3%	7.3%	7.4%	8.3%	8.3%
营业利润(百万元)	17,845	19,880	23,002	26,188	30,101
同比增长(%)	12.3%	11.4%	15.7%	13.9%	14.9%
归属母公司净利润(百万元)	14,712	16,597	19,356	22,038	25,330
同比增长(%)	12.5%	12.8%	16.6%	13.9%	14.9%
每股收益(元)	1.56	1.76	2.05	2.33	2.68
毛利率(%)	31.3%	31.5%	31.5%	31.6%	32.0%
净利率(%)	6.0%	6.3%	6.9%	7.2%	7.7%
净资产收益率(%)	17.0%	16.9%	16.7%	15.9%	15.6%
市盈率	17.1	15.2	13.0	11.4	9.9
市净率	2.7	2.4	2.0	1.7	1.4

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入 (首次)
股价 (2024年07月17日)	26.66 元
目标价格	30.75 元
52 周最高价/最低价	33/19.86 元
总股本/流通 A 股 (万股)	943,811/943,811
A 股市值 (百万元)	251,620
国家/地区	中国
行业	家电
报告发布日期	2024 年 07 月 19 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	1.14	-11.78	-4.27	19.74
相对表现%	-0.98	-10.8	-2.48	29.19
沪深 300%	2.12	-0.98	-1.79	-9.45



### 证券分析师

周振 zhouzhen@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860523070002

### 联系人

路天奇 lutianqi@orientsec.com.cn

## 目录

新质全球化代表，海外业务成绩斐然.....	5
全球三位一体布局，出海讲究因地制宜.....	8
北美市场：与 GEA 实现品类、渠道多方协同.....	8
欧洲市场：与 CANDY 双品牌运营，重点发力东欧.....	12
新兴市场：与 AQUA 协同布局，推出差异化产品.....	15
日本与澳新市场：通过收购打破品牌认知障碍.....	17
打造全球化协同体系，出海曲线方兴未艾.....	19
盈利预测与投资建议.....	23
盈利预测.....	23
投资建议.....	25
风险提示.....	26

## 图表目录

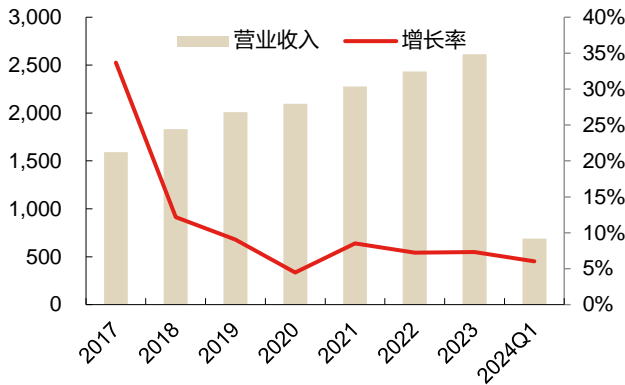
图 1: 公司营业收入及同比 (亿元) .....	5
图 2: 公司归母净利润及同比 (亿元) .....	5
图 3: 海尔智家 2002-2005 年海外收入占比 (亿元) .....	5
图 4: 海尔智家 2006-2010 年海外收入占比 (亿元) .....	6
图 5: 海尔智家 2011 年至今海外收入占比 (亿元) .....	6
图 6: 海尔收购历程 .....	7
图 7: 海尔子品牌定位 .....	7
图 8: 海尔海外收入 (亿元) .....	8
图 9: 公司海外分地区收入规模 (亿元) .....	8
图 10: 海尔北美地区收入及增速 .....	9
图 11: 北美大家电市场规模及增速 .....	9
图 12: 北美地区大家电销量市占率 .....	9
图 13: GEA 子品牌及定位 .....	10
图 14: GEA 北美销售网络 .....	11
图 15: 2015 年北美家电市场规模 (亿美元) .....	11
图 16: 海尔子品牌北美销量市占率 .....	12
图 17: 海尔欧洲市场收入及增速 .....	12
图 18: 2016 年 CANDY 收入地区占比 .....	13
图 19: CANDY 收购历史 .....	13
图 20: 东欧销量市占率 .....	14
图 21: 西欧销量市占率 .....	14
图 22: Haier 及 CANDY 东欧销量市占率 .....	14
图 23: Haier 及 CANDY 西欧销量市占率 .....	15
图 24: 海尔南亚地区收入及增速 .....	15
图 25: 海尔东南亚地区收入及增速 .....	15
图 26: 亚洲国家人均 GDP 增速 .....	16
图 27: 亚洲城镇人口占比 .....	16
图 28: 东南亚主要国家家电市场规模 (亿美元) .....	16
图 29: 海尔南亚及东南亚主要国家销量市占率 .....	17
图 30: 海尔日本地区收入及增速 .....	17
图 31: 海尔澳新地区收入及增速 .....	17
图 32: 日本大家电市场 (亿美元) .....	17
图 33: 日本大家电销量市占率 .....	17
图 34: 日本 AQUA 社区洗衣 .....	18

图 35: 海尔澳新市场销量市占率.....	19
图 36: 海尔发明专利榜单.....	19
图 37: GSOP 平台.....	20
图 38: 海尔智家全球化网络布局.....	20
图 39: 海尔品牌价值.....	21
图 40: GE 获评 2022 年最佳法式对开门冰箱.....	21
图 41: X11 套系产品.....	21
图 42: 卡萨帝泰国旗舰店.....	22
图 43: 北美地区营业收入对比（人民币亿元）.....	23
图 44: 公司有息负债及占比（亿元）.....	23
图 45: 惠而浦与伊莱克斯欧洲市场税前净利率.....	23
图 46: 海尔分市场收入预测（亿元）.....	25
图 47: 可比公司估值.....	25

## 新质全球化代表，海外业务成绩斐然

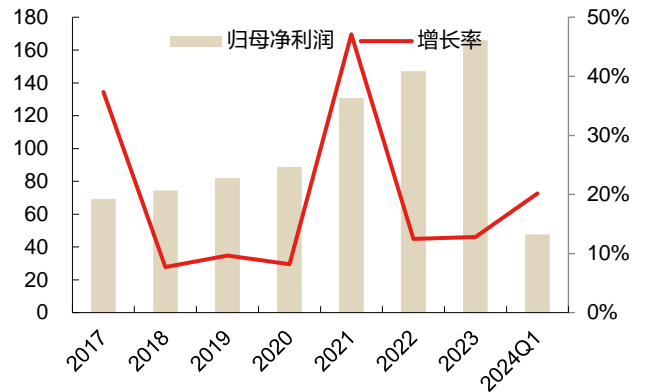
青岛海尔公司前身是成立于 1984 年的青岛电冰箱总厂，2019 年，青岛海尔正式更名为“海尔智家”。海尔智家目前作为海尔集团旗下重要的家电业务平台，产业资源遍布全球，在集团整体战略推动下，海尔智家汇集了全球资源，平台化发展不断提速。海尔智家上市三十余年，收入由上市初期 1993 年的 7.95 亿元增长至 2023 年 2614.28 亿元，1993-2023 年 CAGR 为 21.23%。尤其在近些年面对国内外经济压力与宏观事件影响下，包括家用电器在内的多行业面临着严峻挑战，但是海尔智家面临寒冬依旧逆势增长，充分体现了海尔智家作为全球家电行业引领者的实力。

图 1：公司营业收入及同比（亿元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 2：公司归母净利润及同比（亿元）

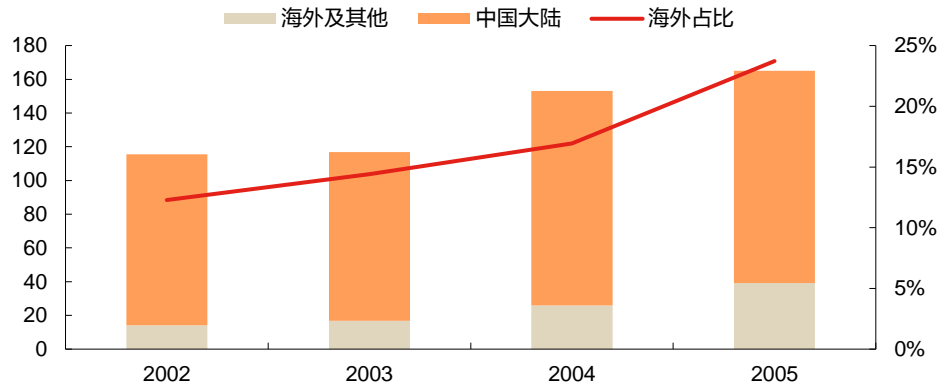


数据来源：公司公告，东方证券研究所

海尔自成立之初就具备出海基因，1984 年向利勃海尔引进了冰箱的关键设备和核心技术，打造了亚洲最早的四星级冰箱产线。1998 年海尔智家正式开展国际化战略，与美的海外主要以 ODM 收入为主不同，海尔以品牌出海为主，在全球化的过程中经历了出口、本土化、品牌运营三个阶段：

**第一阶段是 1998-2005 年的出口阶段。**海尔初步开始国际化的尝试，逐渐由中国走向世界，2005 年海尔的境外收入占比达 24%，实现了国际化的从 0 到 1 的突破。

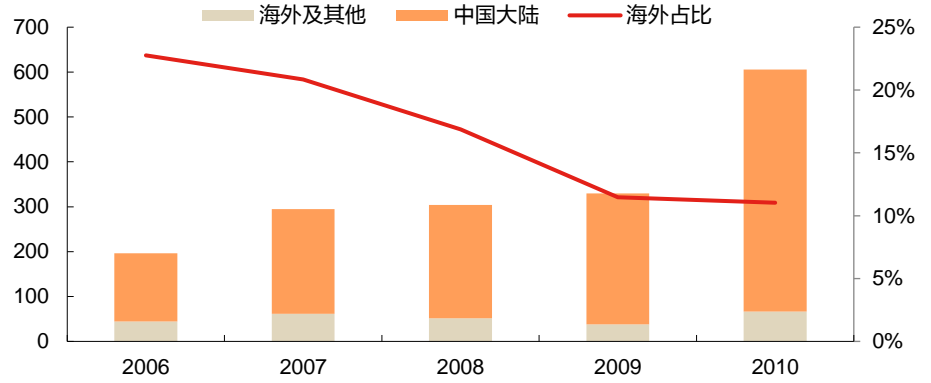
图 3：海尔智家 2002-2005 年海外收入占比（亿元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

**第二阶段是 2006 年-2010 年的本土化阶段。**随着公司海外收入占比不断提升，海尔在海外更加注重经营质量，不断加强海外本土化产能建设和品牌运营，在这一阶段海尔主要在海外向下扎根，收入增速有所放缓，但是收入质量不断提升。

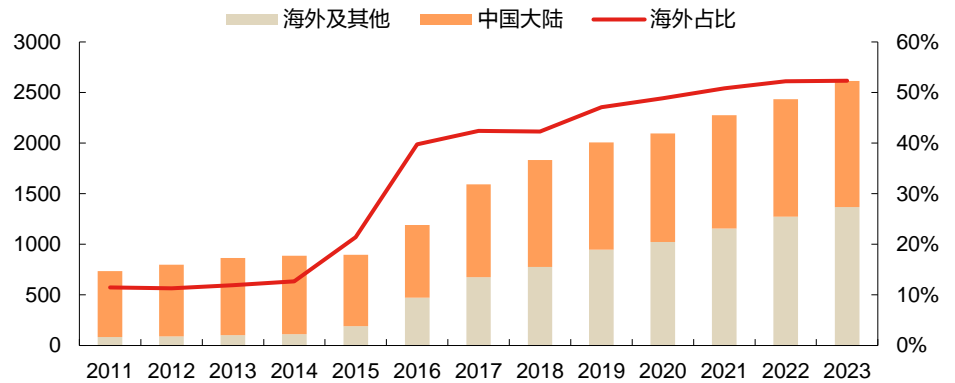
图 4：海尔智家 2006-2010 年海外收入占比（亿元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

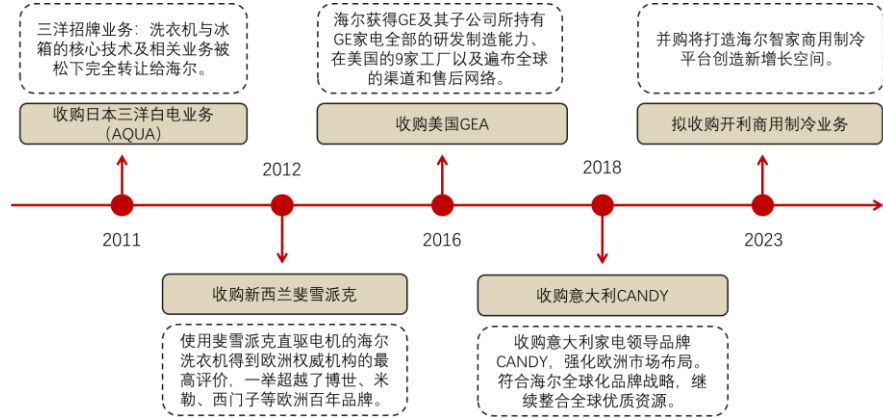
**第三阶段是自 2011 年开始的大规模并购所引领的多市场多品牌的运营阶段。**2011 年收购原日本三洋品牌的 AQUA 布局东南亚和日本市场；2012 年收购新西兰国宝级电器品牌斐雪派克布局澳新市场；2016 年收购美国第二大白电品牌 GEA 进入北美市场；2019 年收购意大利老牌家电品牌 CANDY 布局欧洲市场；2023 年拟收购 Carrie 进军商用空调市场，成长为全球家电公司龙头。并且除 CANDY 外，海尔收购的均为中高端品牌，反映出海尔在全球高端化领域的领先。2023 年海尔海外收入 1356.78 亿元，占收入比例 51.9%。

图 5：海尔智家 2011 年至今海外收入占比（亿元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 6：海尔收购历程



数据来源：公司公告，东方证券研究所

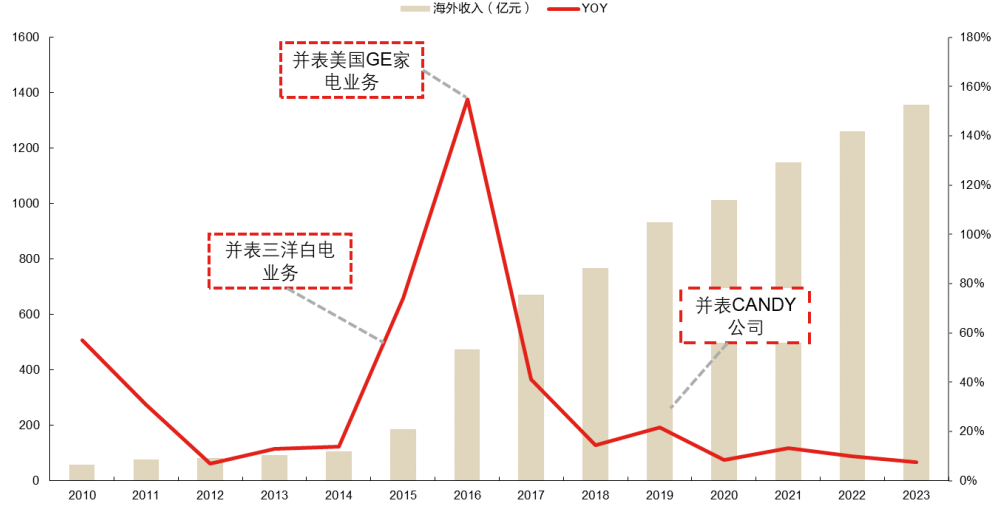
图 7：海尔子品牌定位

品牌	主要产品	主要覆盖范围	市场定位
海尔	冰箱、洗衣机、空调、热水器、电视等	东南亚、东亚、非洲、欧洲、北美洲、南美洲、中东等	通过持续创新和科技引领，为家用与商用提供定制化成套智能场景解决方案。以用户体验为核心，建立家电物联网生态。为全球中高端消费者提供舒适惬意的高品质生活。
卡萨帝	冰箱、洗衣机、空调、厨房电器、热水器等	亚洲、欧洲等	依靠原创科技和创新设计，定位国际高端家电品牌，志在引领高端生活方式。通过丰富的产品阵容，为用户提供定制化智慧场景成套解决方案。
Leader	热水器、洗衣机、冰箱、厨电、空调等	中国	洞察年轻用户需求，以创新型、智能型家电产品深度融入新世代独特的生活全景。致力于为年轻人打造多元化、个性化的生活方式。
GE Appliances	厨房电器、冰箱、酒柜、烘干衣机、热水器等	欧洲、亚洲、北美、中东等	秉承“以美好，致生活”的理念，将百年传承的发明基因铸入家电制造，汇聚世界研发、制造、设计力量，为全球用户缔造更高品位的生活方式。
Fisher&Paykel	烤箱、灶具、冰箱、酒柜、洗衣机等	澳洲、北美、欧洲、亚洲等	开发灵活电器，根据个性化的生活方式和需求定制电器方案。旨在培育多元文化氛围，用技术创新挑战传统电器设计理念，使其符合可持续设计基本原则。
AQUA	洗衣机、冰箱、冷冻库、洗衣机、烹饪家电、吸尘器	日本、南亚等	定位中高端家庭用户，注重节能和环保设计，追求生活品质与科技创新的结合。
CANDY	洗衣机、制冷机、烤箱、烘干机等	欧洲、亚洲等	旨在简化日常生活和提供最佳性价比，使用最易访问和使用的技术，推出全系列产品 and 独特的解决方案。

数据来源：公司官网，东方证券研究所

从报表端来看，海尔每次收购并表后业绩均有较为明显的改善，尤其是在 2011 年通过新加坡海尔收购日本三洋白电业务之后于 2015 年并表以及 2016 年并表 GEA 后，外销收入同比增长 70.59% 和 146.16%。而海尔海外收购之路的成功难以被竞争对手复刻，主要原因是对于家电企业优质的收并购标的一般是短期经营不善或者处于集团公司边缘盈利能力不佳的子公司业务。而已经归属于大集团，运营良好的家电企业被收购的可能性较小。在中国龙头家电企业大规模收购后，目前市场上优质白电标的仅剩 Miele、Liebherr 等少数品牌。

图 8：海尔海外收入（亿元）

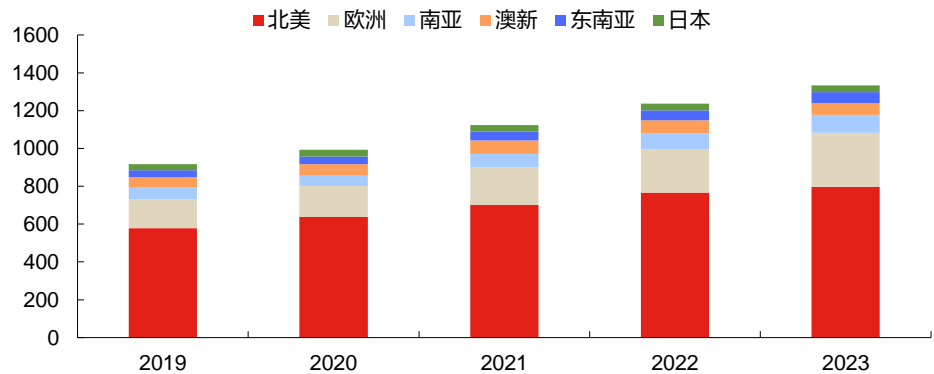


数据来源：Wind，东方证券研究所

## 全球三位一体布局，出海讲究因地制宜

分市场来看，目前海尔海外收入主要来自于美国与欧洲。2023 年美洲（主要市场为美国）与欧洲市场收入占海尔海外收入 80%，其中北美市场占海外收入比约 59%，欧洲市场占海外收入比约 21%。因此我们将海外市场分为北美、欧洲、新兴市场、日本与澳新几大市场来讨论。

图 9：公司海外分地区收入规模（亿元）



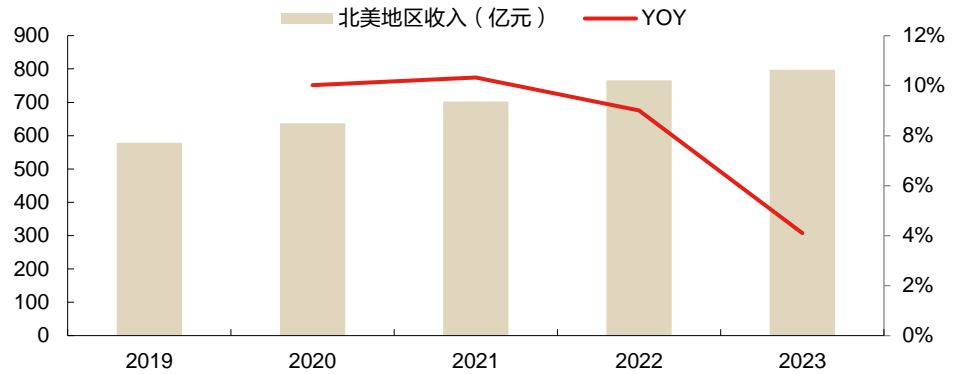
数据来源：公司公告，东方证券研究所

## 北美市场：与 GEA 实现品类、渠道多方协同

海尔 2023 年在北美市场实现收入 797.51 亿元，同比增长 4.1%，北美市场是海尔的海外业务重心，近些年增速逐渐放缓，目前已进入了市场成熟期，2019-2023 年 CAGR 为 8.33%。



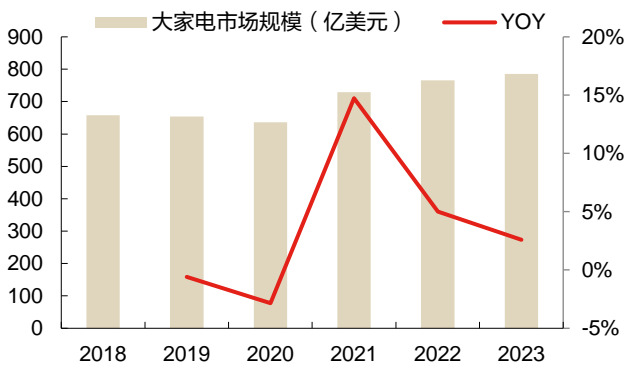
图 10：海尔北美地区收入及增速



数据来源：公司公告，东方证券研究所

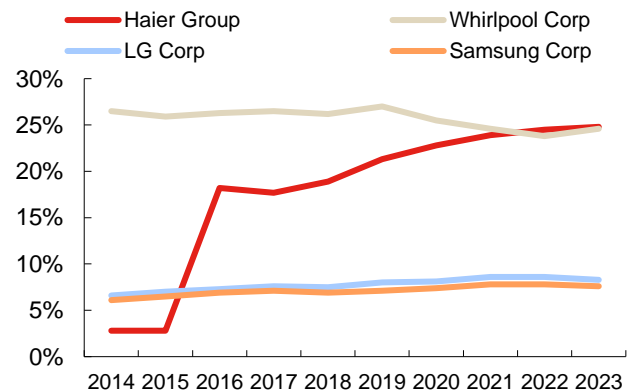
从规模上看北美地区是目前规模最大的海外市场，家电消费基础较好，未来的增量预计主要来自于更新需求。根据欧睿数据统计2023年北美市场大家电市场规模约786亿美元，在市占率方面，根据欧睿销量口径统计，海尔公司市占率在美国由2014年2.8%快速提升至2023年24.8%。其中关键因素在于2016年并购美国老牌厂商GEA后，海尔北美地区市占率由2015年的2.8%快速提升至2016年18.2%。

图 11：北美大家电市场规模及增速



数据来源：欧睿，东方证券研究所

图 12：北美地区大家电销量市占率



数据来源：欧睿，东方证券研究所

GEA 创立于 1892 年，原属美国通用电气下的家电部门，在美国知名度极高，在 2016 年海尔出价 56 亿美元收购 GEA 时，根据欧睿销量数据统计 GEA 是美国第二大家电厂商。GEA 业务主要涵盖厨电及冰洗类产品，并且拥有完善的品牌布局，旗下包含 Monogram、café、GE Profile 及 Hotpoint 等多个子品牌，覆盖超高端到大众市场的全部价格带。

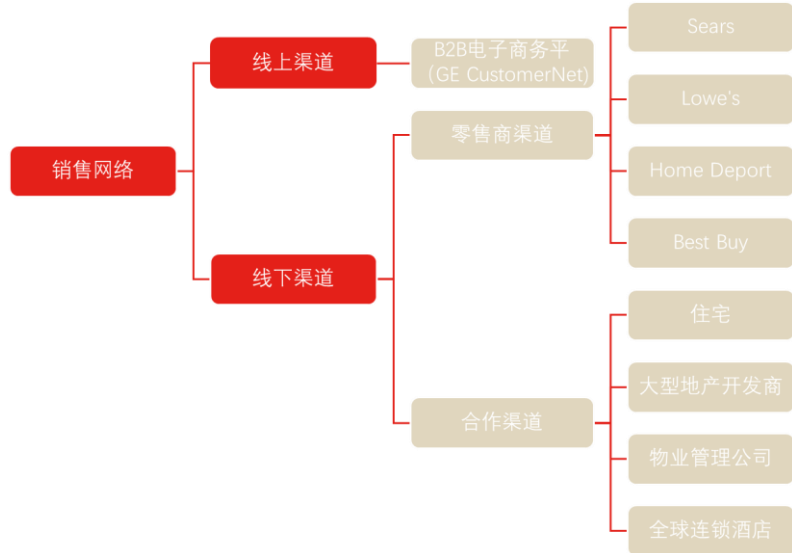
图 13: GEA 子品牌及定位

品牌	系列产品	市场定位	价值主张
Hotpoint <b>Hotpoint</b>	烤箱灶、洗衣机、洗碗产品、冰箱等	优质实用	可靠实用，可满足日常生活需要
GE Artistry 	部分厨电产品，如烤箱灶、微波炉等	简洁时尚	个性时尚，性价比较高
GE 	全部厨电产品、洗衣机、干衣机、冰箱等	经典耐用	可靠耐用，适用于家庭生活
GE Profile 	部分厨电产品，如烤箱、灶具、油烟机	创新高品	将现代设计与先进技术完美融合，在创新中体现个性
GE Café 	部分厨电产品，如烤箱、灶具、油烟机等	高端专业	从实验中获取灵感，并与美学、动力相结合，打造大师级美食
Monogram <b>MONOGRAM</b>	高端烤箱灶、高端冰箱、高端油烟机等	高端奢侈	永恒的品质、持久的优雅、一丝不苟的设计

数据来源：公司公告，东方证券研究所

同时 GEA 长期深耕美国市场，渠道优势明显，构建了覆盖全美的销售网络，通过零售商与合同渠道向客户提供各类家电销售和服务。在零售商方面公司长期与 Best Buy 等全美头部家电零售商保持良好的合作关系；在合作渠道方面，GEA 与物业、地产开发商、连锁酒店维持长期合作，此外 GEA 还搭建了 B2B 平台进行销售管理。

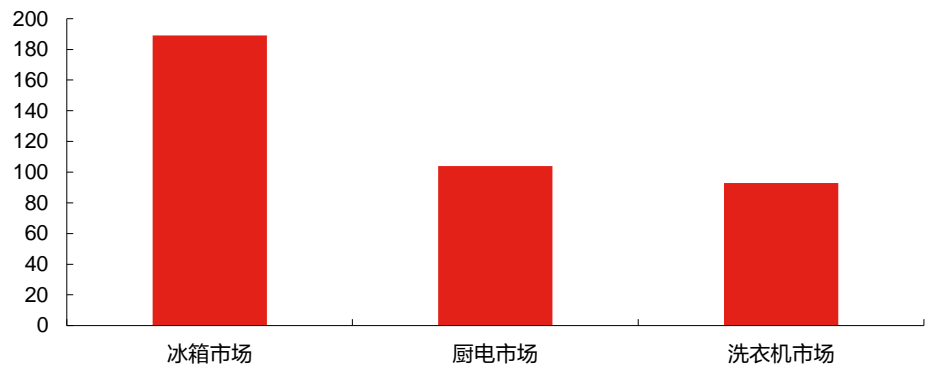
图 14: GEA 北美销售网络



数据来源：公司公告，东方证券研究所

在收购前，从品类来看 GEA 以厨电见长，冰洗相对弱势，根据海尔的公告，在 2015 年 1-9 月 GEA 厨电产品收入占比为 43.6%，冰箱收入占比为 28.7%，洗衣机收入占比为 19.3%。而根据欧睿的数据，2015 年北美冰箱市场规模 189 亿美元，厨电市场规模 104 亿美元，洗衣机市场规模 93 亿美元，GEA 在厨电上的强势难以掩盖在冰洗上的短板。

图 15: 2015 年北美家电市场规模（亿美元）

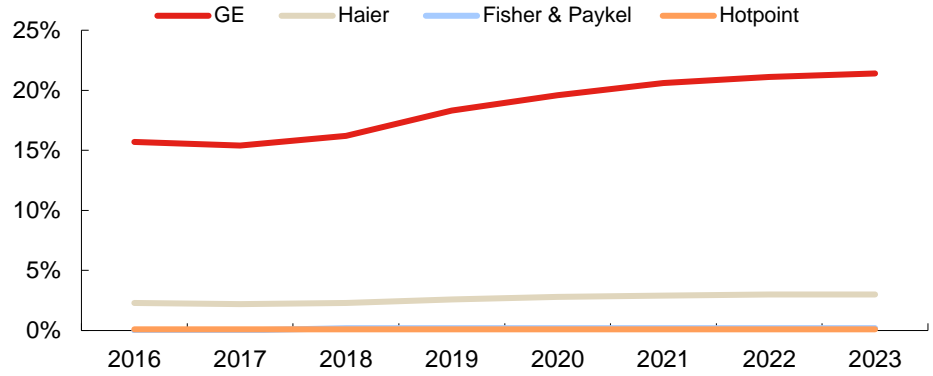


数据来源：欧睿，东方证券研究所

海尔在收购 GEA 后实现了优势的互补，海尔一方面从产品端提供研发支持，帮助 GEA 完成了高端化转型，补齐了冰洗短板，针对北美当地的生活需求推出了大容量滚筒洗衣机与多门冰箱，另一方海尔利用全球供应链的支持，采取全球集中采购等协同策略，整合全球采购资源，产生规模效应，获取更高的议价能力。而 GEA 一方面补齐了海尔在厨电上的短板，另一方面海尔接手了 GEA 在北美的渠道资源，海尔系品牌充分发挥与 GEA 渠道协同作用，按品牌市占率拆分，在北

美市场收购 GEA 后，GEA 品牌本身市占率由 2016 年的 15.7% 提升至 2023 年的 21.4%，海尔品牌市占率也从 2016 年 2.3% 提升至 2023 年 3.0%，斐雪派克也实现了从无到有的增长。

图 16: 海尔子品牌北美销量市占率

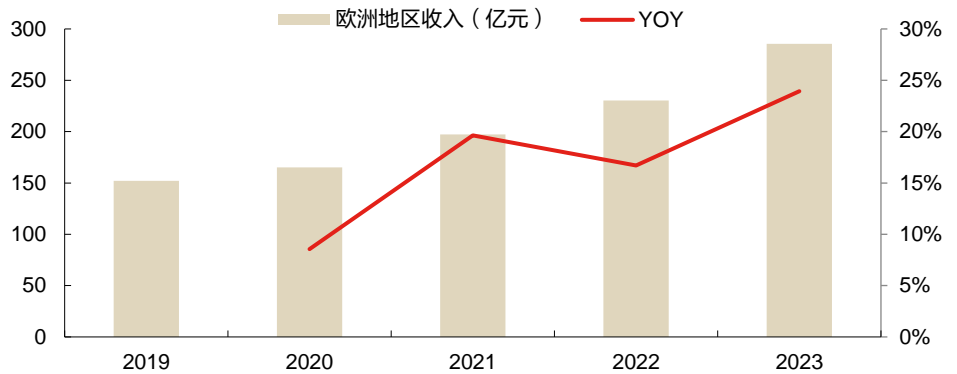


数据来源：欧睿，东方证券研究所

## 欧洲市场：与 CANDY 双品牌运营，重点发力东欧

根据公司公告，2023 年海尔智家欧洲地区实现销售收入 285.44 亿元，同比增长 23.9%，主要原因是 Haier 与 CANDY 双品牌同时发力，市占率有所提升。

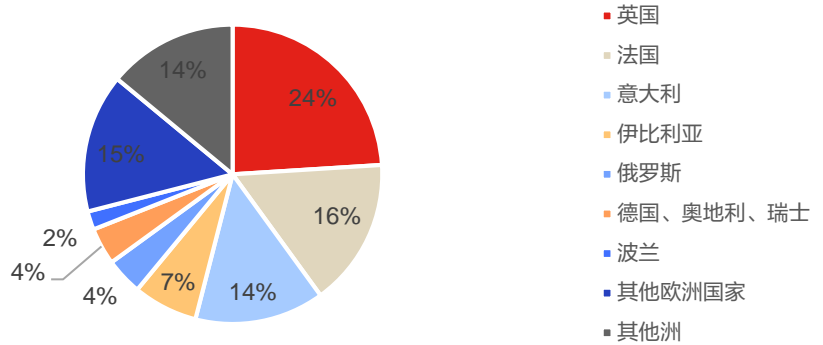
图 17: 海尔欧洲市场收入及增速



数据来源：公司公告，东方证券研究所

公司 2019 年以 4.75 亿欧元的价格收购 CANDY 公司全部股权，进军欧洲市场。CANDY 是意大利领先的专业家电制造商，公司主要业务集中在欧洲，根据 CANDY 2016 年年报显示公司 86% 的收入来源于欧洲地区，产品主要涵盖了洗涤、烹饪、制冷和小型家用电器。

图 18：2016 年 CANDY 收入地区占比



数据来源：公司公告，东方证券研究所

通过自创和收购，CANDY 旗下拥有以 CANDY、Hoover 及 Rosi è res 三个品牌为核心的品牌矩阵，并且多数品牌定位大众市场，注重产品的性价比，着力打造年轻人使用的高性价比经济品牌，而海尔的加入为 CANDY 补充了高端品牌，覆盖了更多的消费者。

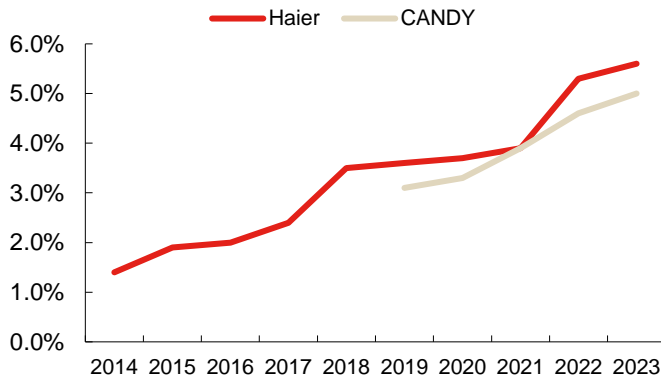
图 19：CANDY 收购历史

时间	被收购方	所属国家
1971年	Kelvinator	英国
1973年	La Sovrana	英国
1985年	Zerowatt	意大利
1985年	Gasfire	意大利
1995年	Hoover European Appliances	美国
1987年	Rosi è res	法国
1992年	Mayc-Otsein	西班牙
1993年	Iberna	意大利
2005年	Vyatka	俄罗斯
2006年	广东金羚电器有限公司	中国
2007年	Doruk	土耳其
2007年	Süsler	土耳其
2007年	Helkama Forste	芬兰
2013年	Baumatic	英国

数据来源：公司公告，东方证券研究所

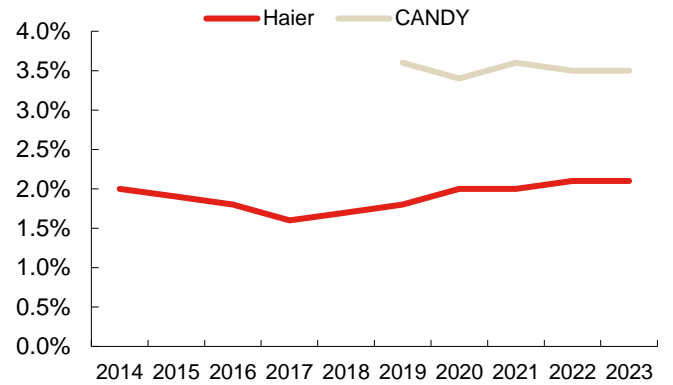
欧洲国家数量众多，文化与生活习惯各不相同，导致销售和渠道资源投放难以像中国和美国一样形成规模效应，对于各品牌而言取得较高的市场份额有一定的制约。从欧睿销量数据口径分析，2023 年西欧地区大家电 CR3 约为 44.5%，小于北美地区 57.7%。在经济发达的西欧本土拥有比较多强势的品牌，当地居民更偏好于中高端产品比如 BSH、惠而浦等，而 Haier 与 CANDY 本身定位中端性价比产品，在东欧市场更具有竞争力。

图 20：东欧销量市占率



数据来源：欧睿，东方证券研究所

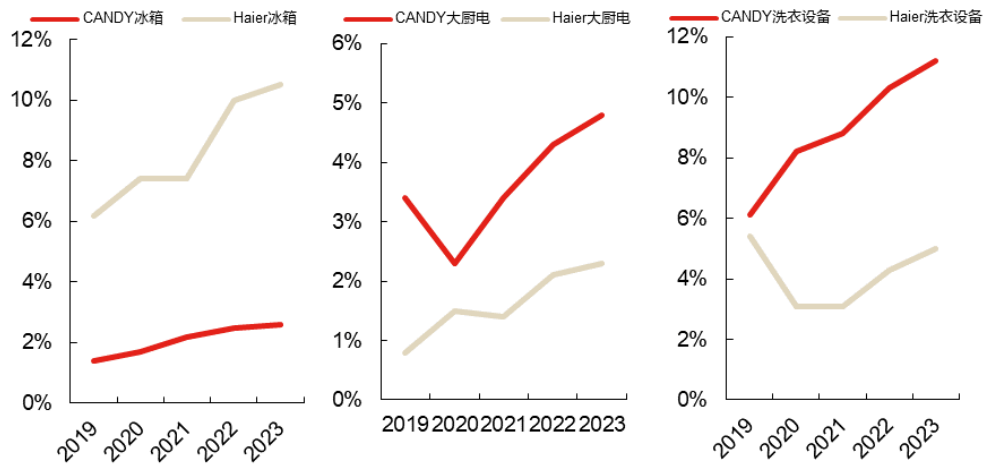
图 21：西欧销量市占率



数据来源：欧睿，东方证券研究所

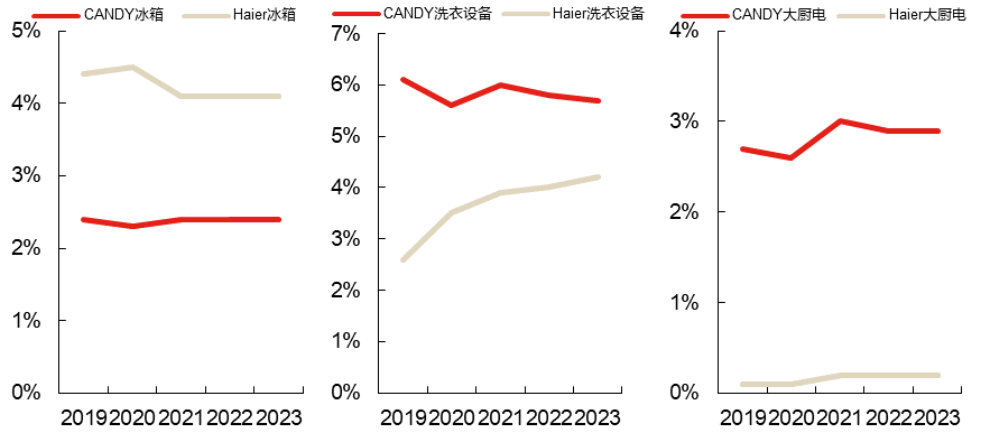
与北美的 GEA 相同，CANDY 厨具在欧洲较为强势，但是冰箱业务处于短板，海尔收购 CANDY 后在欧洲市场同样做出了优势互补，海尔为 Hoover 和 CANDY 配套推出了更多冰箱产品，CANDY 厨电类产品也为海尔反向赋能。

图 22：Haier 及 CANDY 东欧销量市占率



数据来源：欧睿，东方证券研究所

图 23: Haier 及 CANDY 西欧销量市占率

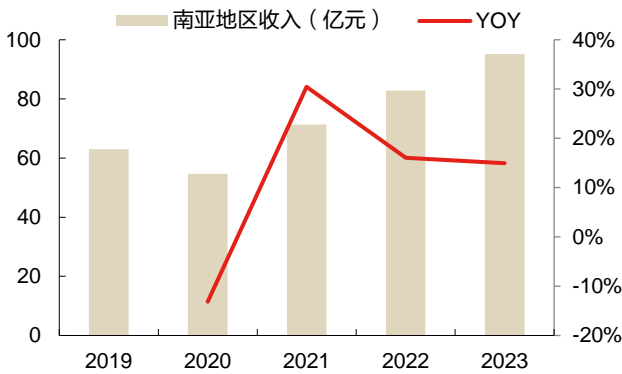


数据来源: 欧睿, 东方证券研究所

### 新兴市场: 与 AQUA 协同布局, 推出差异化产品

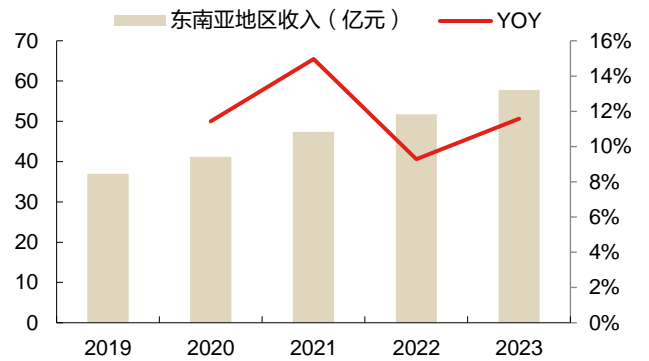
根据海尔智家的公告, 2023 年南亚市场实现收入 95.21 亿元, 同比增长 14.9%, 在东南亚市场实现收入 57.80 亿元, 同比增长 11.6%。

图 24: 海尔南亚地区收入及增速



数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

图 25: 海尔东南亚地区收入及增速



数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

在亚洲, 东盟十国 2022 年人口合计 6.8 亿人, 约为中国人口的 48%。除新加坡与马来西亚经济较为发达外, 整体的城镇化率和人均 GDP 与中国相比仍有一定差距。但是近年东盟主要国家经济发展加速, 人均 GDP 同比增速增高。

图 26：亚洲国家人均 GDP 增速

	文莱	柬埔寨	印尼	老挝	马来西亚	缅甸	菲律宾	新加坡	泰国	越南	中国
2010	25.86%	6.52%	38.20%	20.39%	23.89%	11.45%	16.29%	21.35%	20.27%	37.38%	17.68%
2011	33.31%	12.47%	16.78%	20.92%	14.97%	13.97%	10.42%	14.09%	8.01%	16.01%	17.75%
2012	1.53%	7.97%	1.51%	14.83%	3.84%	14.40%	9.90%	3.07%	6.52%	12.12%	9.63%
2013	-6.18%	6.81%	-1.78%	15.93%	1.19%	15.45%	6.58%	2.56%	5.09%	8.09%	9.37%
2014	-6.63%	8.16%	-3.50%	9.31%	2.96%	13.83%	3.10%	1.05%	-3.62%	8.08%	7.85%
2015	-25.23%	6.62%	-4.43%	7.10%	-12.19%	10.96%	1.31%	-3.33%	-1.95%	1.42%	6.42%
2016	-12.77%	9.43%	7.11%	8.64%	-1.48%	6.67%	2.15%	2.25%	2.55%	6.38%	7.73%
2017	5.32%	9.35%	7.89%	5.65%	4.44%	10.54%	1.29%	7.50%	9.95%	8.38%	10.80%
2018	10.83%	9.45%	1.64%	4.67%	10.96%	11.34%	3.81%	9.27%	10.68%	9.20%	9.97%
2019	-1.58%	9.00%	6.37%	1.77%	0.52%	12.62%	6.86%	-1.15%	7.07%	6.85%	6.93%
2020	-11.61%	-5.59%	-6.16%	-0.20%	-8.69%	8.60%	-5.55%	-7.26%	-8.22%	2.73%	2.50%
2021	15.71%	3.00%	11.26%	-2.23%	9.55%	-14.85%	7.32%	26.82%	0.84%	4.74%	13.28%
2022	18.14%	8.27%	10.47%	-18.98%	7.71%	18.49%	1.10%	6.56%	-2.14%	10.84%	5.32%

数据来源：Wind，东方证券研究所

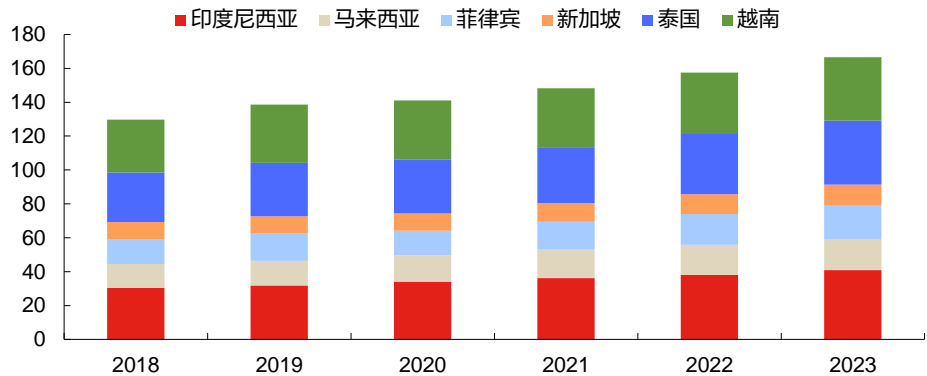
图 27：亚洲城镇人口占比

	越南	文莱	柬埔寨	印度尼西亚	老挝	马来西亚	缅甸	菲律宾	新加坡	泰国	中国
2010	30%	75%	20%	50%	30%	71%	29%	45%	100%	44%	49%
2011	31%	75%	21%	51%	31%	72%	29%	46%	100%	45%	51%
2012	32%	76%	21%	51%	31%	72%	29%	46%	100%	45%	52%
2013	32%	76%	21%	52%	32%	73%	29%	46%	100%	46%	53%
2014	33%	76%	22%	53%	32%	74%	30%	46%	100%	47%	54%
2015	34%	77%	22%	53%	33%	74%	30%	46%	100%	48%	56%
2016	35%	77%	23%	54%	34%	75%	30%	46%	100%	48%	57%
2017	35%	77%	23%	55%	34%	75%	30%	47%	100%	49%	58%
2018	36%	78%	23%	55%	35%	76%	31%	47%	100%	50%	59%
2019	37%	78%	24%	56%	36%	77%	31%	47%	100%	51%	60%
2020	37%	78%	24%	57%	36%	77%	31%	47%	100%	51%	61%
2021	38%	79%	25%	57%	37%	78%	31%	48%	100%	52%	63%
2022	39%	79%	25%	58%	38%	78%	32%	48%	100%	53%	64%

数据来源：Wind，东方证券研究所

根据欧睿数据显示，2023 年东南亚主要六国家市场规模为 167 亿美元，2018-2023 年均复合增长率为 5.13%，其中印尼 6.02%、马来西亚 5.20%、菲律宾 6.22%、新加坡 4.59%、泰国 5.22%、越南 3.72%。而在东南亚国家中鲜有本土强势的家电品牌，过去由于日韩品牌进入当地市场较早，并且相比国内品牌从质量到技术上均占有优势，东南亚国家日韩家电巨头三星 LG 市占率较高，但随着中国品牌进入，技术差距逐渐被拉平，中国品牌市占率不断提升。

图 28：东南亚主要国家家电市场规模（亿美元）

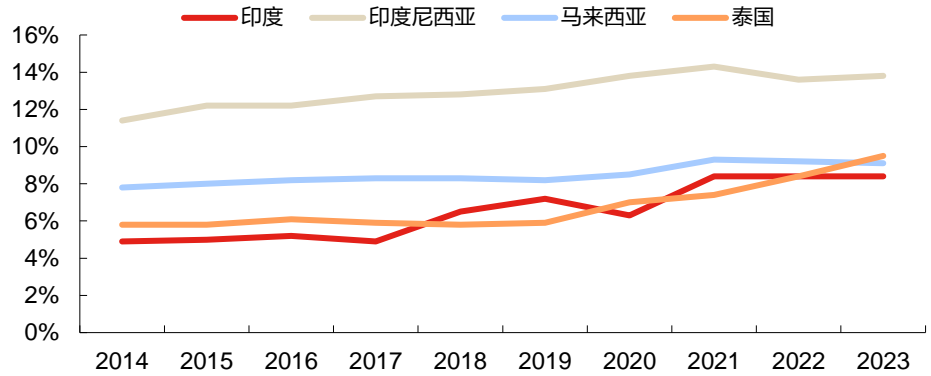


数据来源：欧睿，东方证券研究所



海尔自 1996 年在印度尼西亚建立了首个海外冰箱工厂，开始逐步布局南亚与东南亚市场，2007-2015 年陆续收购了日本三洋在东南亚的白电业务，逐步扩大以本土研发、制造、运营为一体的完整的产业链。目前通过 Haier 及 AQUA 双品牌布局，以性价比产品为主导，推出带有头巾清洗模式的洗衣机与自清洁空调等符合当地消费需求的产品，通过差异化打开市场。并且在当地加强产能与渠道建设，截至 2023 年在巴基斯坦市场公司通过建立超过 300 家专卖店，实现业务拓展，本市收入增长 20%，市场份额达到了 40%，在印尼和菲律宾新增 150 个品牌专区，同时在马来西亚新开设 15 家专卖店，加强自有渠道的布局，海尔在南亚及东南亚的市占率不断提升。

图 29：海尔南亚及东南亚主要国家销量市占率

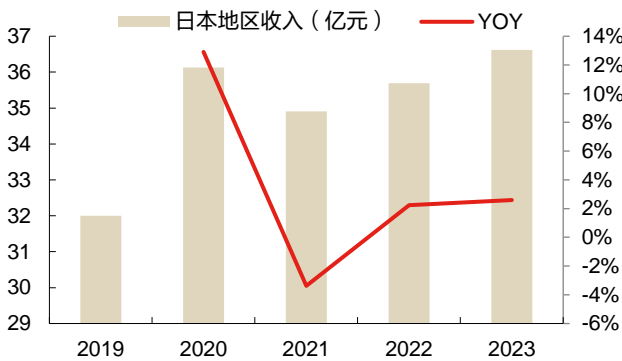


数据来源：欧睿，东方证券研究所

## 日本与澳新市场：通过收购打破品牌认知障碍

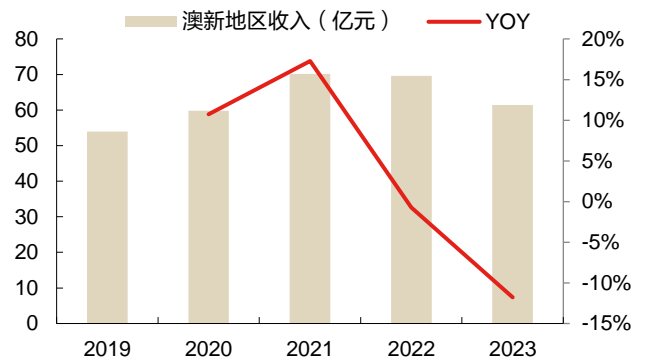
根据公司公告，2023 年海尔智家在日本实现收入 37 亿元，同比增长 2.6%，在澳新市场实现收入 61.42 亿元，同比下滑 11.8%。

图 30：海尔日本地区收入及增速



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 31：海尔澳新地区收入及增速



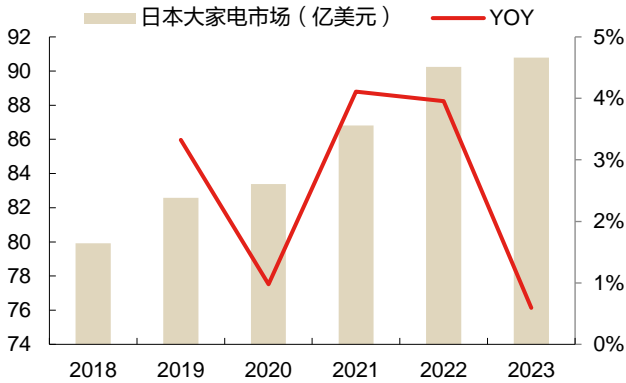
数据来源：公司公告，东方证券研究所

日本市场是一个成熟市场，2023 年大家电市场规模约 91 亿美元，2018-2023 年 CAGR 为 2.58%。大家电市场竞争集中度较高，本土企业市场稳固，多年 CR5 保持 60% 以上，本土日立与松下市场份额常年稳居前二。

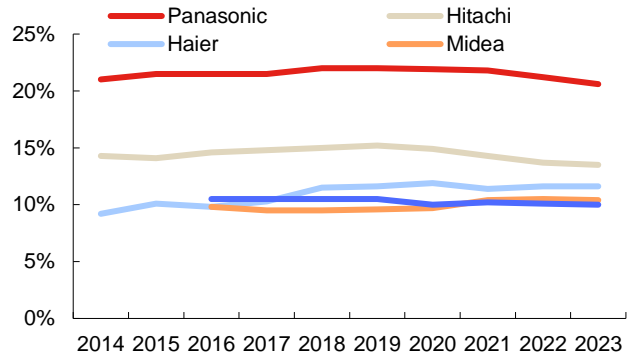
图 32：日本大家电市场 (亿美元)

图 33：日本大家电销量市占率

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



数据来源：欧睿，东方证券研究所



数据来源：欧睿，东方证券研究所

海尔于 2011 年收购三洋旗下 AQUA 品牌，利用本土品牌知名度与消费者忠诚度进入日本市场，并采用 Haier 与 AQUA 双品牌协同发展的战略成功解决了外来品牌知名度不足的问题，实现对主流渠道的全覆盖，并通过高端成套和体验专区等差异化展示方式，成功赢得了卖场的最佳位置。此外，海尔在日本的社区洗业务通过产品迭代和 IOT 技术的升级，联网机器数量超过 5.3 万台，活跃用户超过 200 万人。

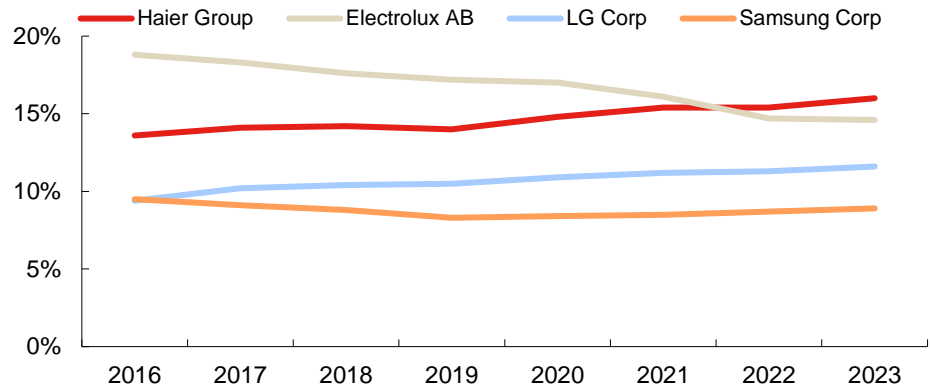
图 34：日本 AQUA 社区洗衣



数据来源：公司官网，东方证券研究所

澳新市场海尔表现优异，海尔于 2012 年收购在电机领域拥有先进技术的老牌企业斐雪派克，一方面复制了双品牌经营战略，运营 Haier 与斐雪派克两大品牌，另一方面斐雪派克是世界首台直驱洗衣机电机的发明者，与传统皮带电机对比，直驱电机效率大幅提升。由于无需皮带传动，部件损耗、故障率及运行噪音亦明显优化。海尔在吸取了先进的技术后为高端产品注入了新的研发活力。海尔公司口径在澳洲的销量市占率稳步提升，2023 年达到 16%，居澳新市场第一。

图 35：海尔澳新市场销量市占率



数据来源：欧睿，东方证券研究所

## 打造全球化协同体系，出海曲线方兴未艾

海尔在品牌收购后持续全球化运营，实现产品、产能、品牌集体出海战略，形成了研发协同、采购协同、供应链协同、营销协同的全球化体系。

**研发协同：**公司在全球运营 10 大研发中心，形成协同研发体系，设立了全球技术研发机制，各品牌间共享通用模块和复用技术及在合规范围内共享专利。海尔在全球研发的投入不断加大，根据官网数据显示，2023 年全球智慧家庭发明专利排行榜中，海尔以 6152 件公开的专利申请领跑全球，连续 10 次排名全球第一，智慧家庭累计公开专利 29486 件。

图 36：海尔发明专利榜单

榜单	排名	申请专利数/件
2019年全球智慧家庭发明专利排行榜 (TOP100)	1	1243
2020年上半年全球智慧家庭发明专利排行榜 (TOP100)	1	768
2020年1-9月全球智慧家庭发明专利排行榜 (TOP20)	1	1163
2020年全球智慧家庭发明专利排行榜 (TOP100)	1	2034
2021年上半年全球智慧家庭发明专利排行榜 (TOP100)	1	1868
2021年全球智慧家庭发明专利排行榜 (TOP100)	1	4535
2022年上半年全球智慧家庭发明专利排行榜 (TOP100)	1	2655
2022年全球智慧家庭发明专利排行榜 (TOP100)	1	5691
2023年上半年全球智慧家庭发明专利排行榜 (TOP100)	1	3087
2023年全球智慧家庭发明专利排行榜 (TOP100)	1	6152

数据来源：IPRDaily，东方证券研究所

**采购协同：**自 2018 年起公司成立全球采购委员会统筹推进全球采购活动，通过 GSOP 全球采购协同运营平台，构建自主可控的全球供应链生态体系；全球采购委员会搭建全球优选商与优选料资源库，通过集团级共用品类大资源聚合，实现降本价值共享，进而持续提升全球供应链韧性。

**供应链协同：**公司通过多年的并购布局了上游供应链产线，充分发挥了各区域的供应链优势，形成了上下游产业链协同效应。搭建了从市场到供应商到生产到物流的端到端全球供应链数字化管理体系，通过智能算法实时快速调整全球产能布局，全球工厂共享共创发展智能制造技术，持续提升制造竞争力。

图 37: GSOP 平台



数据来源：公司官网，东方证券研究所

**营销协同：**公司在全球范围运营多层次品牌组合，可实现全球协同品牌推广。公司也在全球各区域市场之间互相推广和引入成功营销策略。例如，公司把在中国三四级市场的销售及营销模式成功复制到印度、巴基斯坦、泰国等市场，强化了公司的品牌形象和区域市场竞争力。

**全球化研发生产布局广泛。**目前海尔在全球范围内已具有较高的本土化研发、生产与品牌运营能力，产品种类齐全，覆盖地区较广。根据海尔官网显示，海尔目前在全球拥有 35 个工业园、143 个制造中心、126 个营销中心，全球销售网络遍布 200 多个国家和地区。并且海尔在海外主要依靠自主品牌经营的模式，与渠道深度绑定，直接触达终端客户，全球共拥有超过 23 万个销售网点。

图 38: 海尔智家全球化网络布局



数据来源：公司官网，东方证券研究所

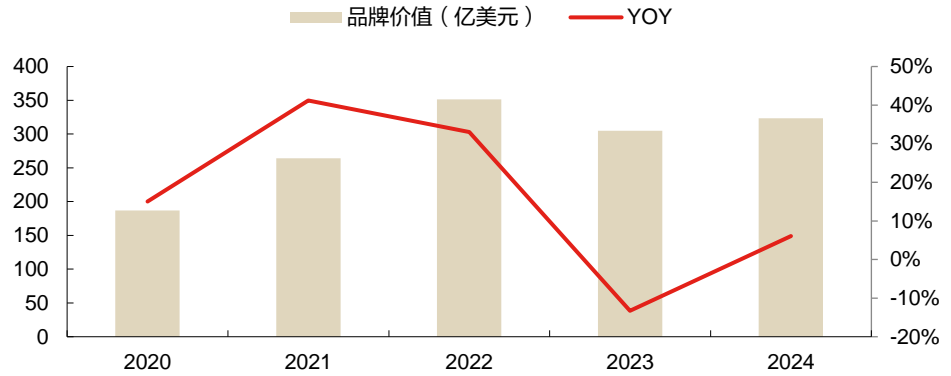
海尔在完成全球化体系的布局后，目前正通过海外品牌提升、产品创新与渠道建设推动公司新一轮的海外发展：

**在品牌提升方面，**海尔重点布局欧洲地区，CANDY 在 2024 年进行了品牌焕新，并在欧洲做了大规模的品牌推广活动，地区主要涵盖意大利、西班牙、德国、法国、英国等发达国家。New CANDY 的品牌重新定位于年轻化、科技化、时尚化的消费市场。同时海尔与两大世界顶级网球赛罗兰-加洛斯与 ATP 世界巡回赛进行合作，深化了海尔欧洲的高端品牌建设。根据公司官网披

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

露数据显示，2023 年，海尔欧洲品牌知名度提升 3.1 个百分点，品牌线上线下曝光达 11.9 亿人次。根据 BrandZ 品牌价值排行数据显示，2024 年海尔品牌价值达 323.47 亿元，在全球品牌榜单中排第 58 名。

图 39：海尔品牌价值



数据来源：BrandZ，东方证券研究所

**在产品创新方面**，海尔以国内研发团队与 FPA、CANDY 研发团队协同研究出应用于 Haier、Fisher&Paykel、CANDY、HOOVER 的独立式、嵌入式洗碗机的 H2O 喷淋技术，实现产品性能的全面领先。在美国海尔根据当地生活习惯推出 GE Profile 室内烟熏机、Combo 大滚筒洗衣机等产品，其中 GE Appliances 的冰箱被美国《福布斯》评为 2022 年“最佳法式对开门冰箱”；在欧洲海尔推出 X11 套系产品，X11 洗衣机比欧洲 A 级能效标准还节能 50%，实现了同类产品中最高的能源效率，引领欧洲节能新标杆，X11 干衣机则首创双擎热泵技术，解决衣物缠绕、反转不出风的问题，保证了烘干效果的同时能效也做到了比 A+++ 还节能 10%。

图 40：GE 获评 2022 年最佳法式对开门冰箱



数据来源：公司官网，东方证券研究所

图 41：X11 套系产品



数据来源：公司官网，东方证券研究所

**在渠道建设方面**，海尔线上线下共同发力，重点布局南亚、东南亚等新兴市场渠道。在线下 2021 年海尔智家菲律宾 001 号店开业，2022 年 8 月卡萨帝高端智慧场景体验中心泰国开业，2023 年 2 月 AQUA 印尼望加锡首家品牌店开业，2023 年 5 月海尔在老挝最大的品牌店于首都万象开业。在线上渠道方面，东南亚五国通过线上 TikTok 平台发起海尔自清洁空调健康生活挑战赛，8 天相

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

关话题播放量破 30 亿。2021 年泰国的 6.6 购物节，CANDY 在 Lazada 和 Facebook 上同步进行成套产品的场景直播，当日 Lazada 旗舰店浏览量超 5 万人次，点赞超 9 万人次。

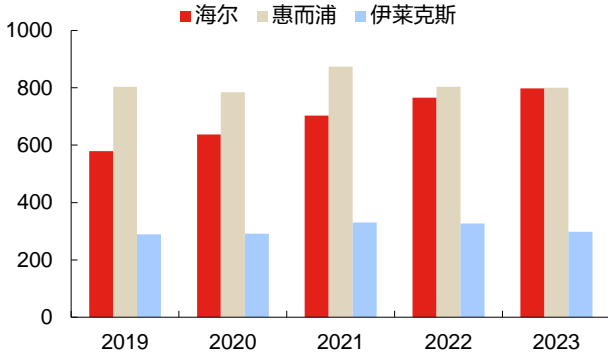
图 42：卡萨帝泰国旗舰店



数据来源：公司官网，东方证券研究所

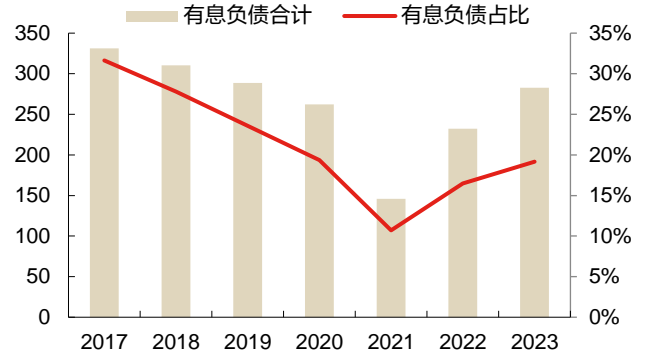
**另外国外利润有较大提升空间。**GEA 在北美地区过去相比于以冰洗著称的惠而浦在营收规模上处于劣势，2023 年海尔旗下品牌在北美地区营收规模基本追平惠而浦，规模优势将进一步带来成本费用的摊薄。其次海尔通过杠杆收购的方式在短期内带来一定财务费用提升。但是随着近年 GEA 在美收入体量明显增长，规模化效益不断显现，并且前期渠道布局逐渐完善，折旧压力减小，债务逐渐偿还三方面的共同提升，海尔未来海外利润率增长空间较为可观。

图 43: 北美地区营业收入对比 (人民币亿元)



数据来源: Bloomberg, 东方证券研究所

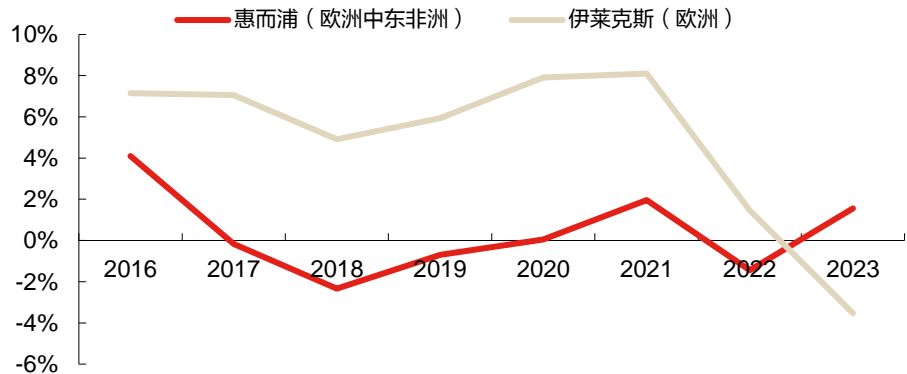
图 44: 公司有息负债及占比 (亿元)



数据来源: 公司公告, 东方证券研究所 (包含短期借款、长期借款、应付债券)

而在欧洲市场 CANDY 本身定位性价比产品, 面临同样盈利能力较弱的问题, 根据公司披露 2017 年 CANDY 公司营收 11.48 亿欧元, 税前净利 460 万, 净利润 220 万; 从财务比率来看, 公司税前净利率为 0.4%, 净利率为 0.19%。对比欧洲其他家电公司, CANDY 仍有较大的盈利能力提升空间。未来随着规模提升, 与海尔进行全球协同, 有望进一步降本, 并通过提高品牌定位来增加品牌价格指数, 提升盈利水平。

图 45: 惠而浦与伊莱克斯欧洲市场税前净利率



数据来源: Bloomberg, 东方证券研究所

## 盈利预测与投资建议

### 盈利预测

我们对公司 2024-2026 年盈利预测根据地区拆分做如下假设:

- 1) 中国大陆地区伴随替换需求与高端化进程带来的结构升级, 收入预计维持稳定增长, 2024-2026 年收入增速为 6.50%/6.50%/6.50%, 对应收入为 1327.14/1413.40/1505.27 亿元。

- 2) 海外及其他 2024-2026 年收入增速为 8.20%/9.98%/9.80%，对应收入为 1480.30/1628.05/1787.67 亿元，分地区来看：
- i. 北美地区本身处于家电成熟市场，海尔通过 Haier、GEA、斐雪派克三大主力品牌覆盖多层次用户，未来随着主要品牌 GEA 高端化升级与市占率的提升，在北美市场 2024-2026 年收入增速预计为 6.50%/6.50%/6.50%，对应收入为 849.35/904.56/963.35 亿元。
  - ii. 欧洲市场是未来海尔重点发展方向之一，海尔 2024 年在欧洲地区为主品牌 CANDY 进行品牌焕新，推动品牌高端化发展，未来品牌市占率与盈利能力有望持续提升。海尔在欧洲市场 2024-2026 年收入增速预计为 10.00%/15.00%/15.00%，对应收入为 313.98/361.08/415.24 亿元。
  - iii. 南亚及东南亚家电市场本身处于快速发展阶段，增长潜力巨大，公司在当地加大品牌和渠道布局，未来有望实现较高收入弹性。我们预计在南亚市场 2024-2026 年收入增速为 15.00%/15.00%/15.00%，对应收入为 109.49/125.92/144.80 亿元；东南亚市场 2024-2026 年收入增速为 15.00%/15.00%/13.00%，对应收入为 66.47/76.44/86.38 亿元。
  - iv. 澳洲市场海尔通过 Haier+斐雪派克双品牌布局，在专利共享与联合研发的模式下产品实力不断增强，市占率稳步提升。海尔在澳新市场 2024-2026 年收入增速预计为 5.00%/12.00%/12.00%，对应收入为 64.49/72.23/80.90 亿元。日本市场通过 Haier+AQUA 双品牌布局，未来保持稳定增长，2024-2026 年收入增速预计为 3.00%/3.00%/3.00%，对应收入为 37.72/38.85/40.02 亿元。
  - v. 海尔不断在中东非市场加大渠道布局，未来在低基数的作用下有望实现较高的收入弹性，我们预计中东非市场 2024-2026 年收入增速为 20.00%/30.00%/30.00%，对应收入为 23.21/30.17/39.22 亿元。
- 3) 在盈利能力方面，海尔一方面在国内外通过品牌升级稳步向高端化前进，另一方面通过公司通过全球采购和供应链协同将最大程度控制成本压力，海内外毛利率将稳步提升。我们预计 2024-2026 年国内毛利率为 36.62%/36.69%/37.48%，海外及其他毛利率为 26.98%/27.17%/27.41%。
- 4) 在费用率方面，随着海尔全球化协同不断增强，未来费用率整体稳中有降，2024-2026 年销售费用率为 15.50%/15.40%/15.40%，管理费用率为 4.10%/4.10%/4.10%，研发费用率为 3.80%/3.65%/3.60%。



图 46：海尔分市场收入预测（亿元）

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
中国大陆收入	1163.31	1246.14	1327.14	1413.40	1505.27
YOY	4.43%	7.12%	6.50%	6.50%	6.50%
毛利率	35.85%	36.37%	36.62%	36.69%	37.48%
海外及其他收入	1271.83	1368.14	1480.30	1628.05	1787.67
YOY		7.57%	8.20%	9.98%	9.80%
毛利率	27.19%	27.08%	26.98%	27.17%	27.41%
北美	766.29	797.51	849.35	904.56	963.35
YOY	9.04%	4.07%	6.50%	6.50%	6.50%
欧洲	230.32	285.44	313.98	361.08	415.24
YOY	16.69%	23.93%	10.00%	15.00%	15.00%
南亚	82.84	95.21	109.49	125.92	144.80
YOY	16.05%	14.93%	15.00%	15.00%	15.00%
东南亚	51.80	57.80	66.47	76.44	86.38
YOY	9.27%	11.59%	15.00%	15.00%	13.00%
澳洲	69.62	61.42	64.49	72.23	80.90
YOY	-0.70%	-11.78%	5.00%	12.00%	12.00%
日本	35.69	36.62	37.72	38.85	40.02
YOY	2.22%	2.62%	3.00%	3.00%	3.00%
中东非	19.71	19.34	23.21	30.17	39.22
YOY	33.25%	-1.85%	20.00%	30.00%	30.00%
总收入	2435.14	2614.28	2807.44	3041.45	3292.95
YOY		7.36%	7.39%	8.34%	8.27%
毛利率	31.33%	31.51%	31.54%	31.60%	32.01%

数据来源：Wind，东方证券研究所

## 投资建议

公司长期坚持全球化布局，品牌与渠道积淀深厚，目前已成为全球大家电行业龙头，未来公司在全球市场市占率仍有提升空间，且经营效率与盈利能力有望进一步增强，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 193.56、220.38、253.30 亿元，我们选取白色家电制造企业海信家电、美的集团、雪祺电气、四川长虹和自主品牌出海且海外销售占比较高的石头科技与科沃斯作为可比公司，根据可比公司 2024 年平均估值水平，我们给予公司 2024 年 15 倍 PE，对应目标价 30.75 元，首次给予“买入”评级。

图 47：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元)	每股收益(元)			市盈率		
		2024/7/17	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
海信家电	000921	27.32	2.05	2.45	2.83	13.36	11.14	9.65
美的集团	000333	62.83	4.83	5.39	5.95	13.01	11.66	10.56
雪祺电气	001387	13.33	0.79	1.03	1.27	16.78	12.94	10.46
石头科技	688169	331.99	15.59	19.19	22.71	21.30	17.30	14.62
科沃斯	603486	41.25	1.06	2.35	2.89	38.85	17.53	14.26
四川长虹	600839	4.34	0.15	0.19	0.24	29.13	22.53	18.02
调整后平均							15.00	12.00

数据来源：Wind，东方证券研究所

## 风险提示

### 1、宏观经济增速放缓

大家电属于耐用消费品，若宏观经济增速降低影响消费者收入水平，将导致用户购买力下降，对公司产生不利影响。

### 2、原材料价格波动

公司主要产品原材料涉及钢、铝、铜、塑料等大宗商品，若原材料价格持续上涨将对公司盈利能力造成不利影响。

### 3、行业竞争加剧

大家电行业竞争充分，产品同质化较高，若全球竞争加剧可能会导致价格战风险。

### 4、海外产业运营风险

公司在全球建造了多个生产研发基地，若当地政治局势发生重大变化，将对公司海外经营形成一定风险。

### 5、汇率波动

公司海外业务占收入比例超过 50%，若汇率大幅度波动将对公司财务状况造成一定影响。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	54,162	54,486	81,126	97,218	115,552	营业收入	243,579	261,428	280,744	304,145	329,295
应收票据、账款及款项融资	25,511	28,890	29,478	31,935	34,576	营业成本	167,263	179,054	192,208	208,045	223,878
预付账款	1,111	1,238	1,291	1,399	1,515	销售费用	38,600	40,978	43,515	46,838	50,711
存货	41,588	39,524	44,208	47,850	51,492	管理费用	10,846	11,490	11,510	12,470	13,501
其他	8,107	8,482	7,766	7,975	8,199	研发费用	9,507	10,221	10,668	11,101	11,855
<b>流动资产合计</b>	<b>130,479</b>	<b>132,620</b>	<b>163,870</b>	<b>186,378</b>	<b>211,333</b>	财务费用	(242)	514	707	517	346
长期股权投资	24,528	25,547	25,547	25,547	25,547	资产、信用减值损失	1,931	1,748	1,500	1,520	1,550
固定资产	27,158	29,604	38,316	46,438	53,805	公允价值变动收益	(122)	20	50	100	100
在建工程	4,095	5,403	6,267	6,785	7,096	投资净收益	1,833	1,910	2,000	2,000	2,200
无形资产	10,506	11,006	10,318	9,630	8,943	其他	463	527	317	435	347
其他	39,252	49,199	38,909	38,967	39,167	<b>营业利润</b>	<b>17,845</b>	<b>19,880</b>	<b>23,002</b>	<b>26,188</b>	<b>30,101</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>105,539</b>	<b>120,759</b>	<b>119,357</b>	<b>127,368</b>	<b>134,557</b>	营业外收入	137	128	200	200	200
<b>资产总计</b>	<b>236,018</b>	<b>253,380</b>	<b>283,226</b>	<b>313,745</b>	<b>345,891</b>	营业外支出	191	296	200	200	200
短期借款	9,672	10,318	10,000	10,000	10,000	<b>利润总额</b>	<b>17,791</b>	<b>19,712</b>	<b>23,002</b>	<b>26,188</b>	<b>30,101</b>
应付票据及应付账款	66,984	69,278	74,961	81,138	87,312	所得税	3,058	2,980	3,450	3,928	4,515
其他	42,115	40,385	40,154	40,866	41,631	<b>净利润</b>	<b>14,733</b>	<b>16,732</b>	<b>19,552</b>	<b>22,260</b>	<b>25,586</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>118,771</b>	<b>119,981</b>	<b>125,115</b>	<b>132,004</b>	<b>138,943</b>	少数股东损益	21	135	196	223	256
长期借款	13,591	17,936	17,936	17,936	17,936	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>14,712</b>	<b>16,597</b>	<b>19,356</b>	<b>22,038</b>	<b>25,330</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.56	1.76	2.05	2.33	2.68
其他	8,905	9,551	9,647	11,017	10,637						
<b>非流动负债合计</b>	<b>22,496</b>	<b>27,488</b>	<b>27,583</b>	<b>28,953</b>	<b>28,573</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>141,267</b>	<b>147,468</b>	<b>152,698</b>	<b>160,957</b>	<b>167,516</b>		<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
少数股东权益	1,291	2,398	2,593	2,816	3,072	<b>成长能力</b>					
实收资本(或股本)	9,447	9,438	9,438	9,438	9,438	营业收入	7.3%	7.3%	7.4%	8.3%	8.3%
资本公积	20,024	18,728	23,762	23,762	23,762	营业利润	12.3%	11.4%	15.7%	13.9%	14.9%
留存收益	61,998	73,378	92,734	114,772	140,102	归属于母公司净利润	12.5%	12.8%	16.6%	13.9%	14.9%
其他	1,991	1,970	2,000	2,000	2,000	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>94,750</b>	<b>105,912</b>	<b>130,528</b>	<b>152,788</b>	<b>178,374</b>	毛利率	31.3%	31.5%	31.5%	31.6%	32.0%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>236,018</b>	<b>253,380</b>	<b>283,226</b>	<b>313,745</b>	<b>345,891</b>	净利率	6.0%	6.3%	6.9%	7.2%	7.7%
						ROE	17.0%	16.9%	16.7%	15.9%	15.6%
						ROIC	12.7%	13.2%	13.4%	13.0%	13.0%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	59.9%	58.2%	53.9%	51.3%	48.4%
						净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						流动比率	1.10	1.11	1.31	1.41	1.52
						速动比率	0.73	0.76	0.94	1.04	1.14
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	16.0	14.5	14.6	16.0	16.0
						存货周转率	4.0	4.3	4.4	4.4	4.3
						总资产周转率	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	1.56	1.76	2.05	2.33	2.68
						每股经营现金流	2.14	2.68	2.73	2.60	2.80
						每股净资产	9.90	10.97	13.56	15.89	18.57
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	17.1	15.2	13.0	11.4	9.9
						市净率	2.7	2.4	2.0	1.7	1.4
						EV/EBITDA	-17,293.1	10.3	9.0	7.9	6.8
						EV/EBIT	13.0	11.2	9.7	8.6	7.5

现金流量表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	14,733	16,732	19,552	22,260	25,586
折旧摊销	(17,617)	1,771	1,654	2,331	3,052
财务费用	(242)	514	707	517	346
投资损失	(1,833)	(1,910)	(2,000)	(2,000)	(2,200)
营运资金变动	(2,011)	2,106	(1,002)	336	181
其它	27,225	6,049	6,842	1,087	(564)
<b>经营活动现金流</b>	<b>20,257</b>	<b>25,262</b>	<b>25,754</b>	<b>24,531</b>	<b>26,401</b>
资本支出	10,825	(1,805)	(10,042)	(10,042)	(10,042)
长期投资	(2,439)	(8,822)	2,840	0	0
其他	(17,311)	(6,458)	2,809	2,100	2,300
<b>投资活动现金流</b>	<b>(8,926)</b>	<b>(17,085)</b>	<b>(4,393)</b>	<b>(7,942)</b>	<b>(7,742)</b>
债权融资	6,823	1,797	1,270	20	20
股权融资	(169)	(1,304)	5,034	0	0
其他	(10,554)	(8,333)	(1,026)	(517)	(346)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(3,900)</b>	<b>(7,841)</b>	<b>5,279</b>	<b>(497)</b>	<b>(326)</b>
汇率变动影响	760	249	-0	-0	-0
<b>现金净增加额</b>	<b>8,190</b>	<b>585</b>	<b>26,639</b>	<b>16,092</b>	<b>18,334</b>

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

**每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：**

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或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（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。