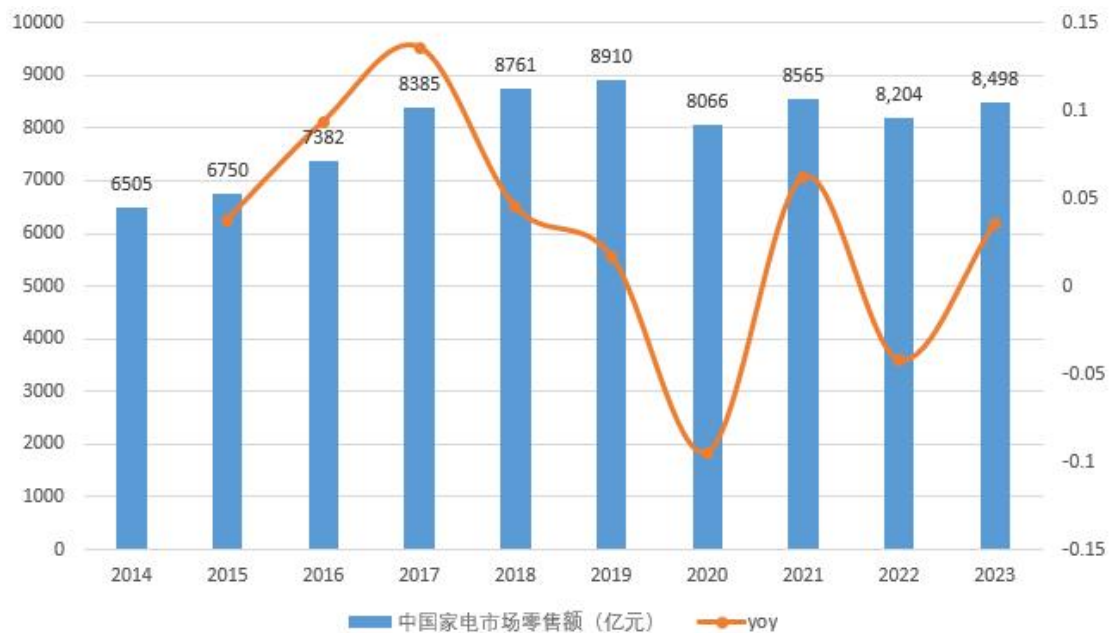


销售费用过高？格局要打开！海尔智家：老牌家电龙头，海外风生水起，国内高端局也遥遥领先！

导语：把美国品牌从第二带到第一。

作者：市值风云 App：萧瑟

房产购置后的家具配套曾是冰箱、洗衣机、空调等各类大家电的主要消费场景，而近年来受到房地产市场持续低迷的影响，国内家电市场规模的增长也陷入停滞。



(来源：奥维云网，制图：市值风云 APP)

从这个角度看，家电行业亦是政策加码下地产修复的受益者。

更重要的是，经过多年厮杀后，家电行业的竞争格局逐渐明晰，各大细分领域均呈现出一家独大或寡头垄断的局面。

存量市场下，这些家电寡头的增长空间何在？又是否有投资价值呢？

恰逢昨日海尔智家三季报发布，前三季度营收、净利润分别增长 2.2%、15.3%，在存量竞争的行业环境中还是相当优秀的，今天我们就先从它看起。

单位：元 币种：人民币

| 项目 | 本报告期 | 上年同期 | | 本报告期比上年同期增减变动幅度(%) | 年初至报告期末 | 上年同期 | | 年初至报告期末比上年同期增减变动幅度(%) |
|------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|--------------------|---------------------|--------------------|--------------------|-----------------------|
| | | 调整前 | 调整后 | | | 调整前 | 调整后 | |
| 营业收入 | 67,348,647,820.80 | 67,030,721,048.16 | 67,030,722,565.31 | 0.47 | 202,971,196,941.81 | 198,657,302,554.72 | 198,659,318,477.36 | 2.17 |
| 归属于上市公司股东的净利润 | 4,734,229,394.77 | 4,185,343,372.78 | 4,183,871,738.93 | 13.15 | 15,154,447,783.99 | 13,149,219,372.62 | 13,146,723,208.39 | 15.27 |
| 归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 | 4,524,653,457.51 | 4,116,766,925.02 | 4,116,766,925.02 | 9.91 | 14,685,158,359.89 | 12,720,744,689.60 | 12,720,744,689.60 | 15.44 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 不适用 | 不适用 | 不适用 | 不适用 | 13,875,667,270.94 | 13,203,115,800.79 | 13,202,623,101.74 | 5.10 |
| 基本每股收益(元/股) | 0.51 | 0.44 | 0.45 | 13.33 | 1.64 | 1.41 | 1.41 | 16.31 |
| 稀释每股收益(元/股) | 0.51 | 0.45 | 0.45 | 13.33 | 1.63 | 1.41 | 1.41 | 15.60 |
| 加权平均净资产收益率(%) | 4.47% | 4.16% | 4.16% | 增加0.31个百分点 | 14.14% | 13.32% | 13.32% | 增加0.82个百分点 |
| | 本报告期末 | | 上年度末 | | 本报告期末比上年度末增减变动幅度(%) | | | |

(来源：海尔智家三季报)

一、冰洗龙头，隔岸观火

海尔智家素来与美的集团 (000333.SZ)、格力电器 (000651.SZ) 并称为“家电三巨头”，从当前的吾股排名看，已是三家公司首位。

全市场排名 (2024-10-29)

14 / 5318

海尔智家

行业排名 1/5

所属行业 冰洗 >

全市场排名 (2024-10-29)



超过了99.74%的公司

42 / 5318

美的集团

行业排名 1/8

所属行业 空调 >

全市场排名 (2024-10-29)



超过了99.21%的公司

243 / 5318

格力电器

行业排名 4/8

所属行业 空调 >

全市场排名 (2024-10-29)

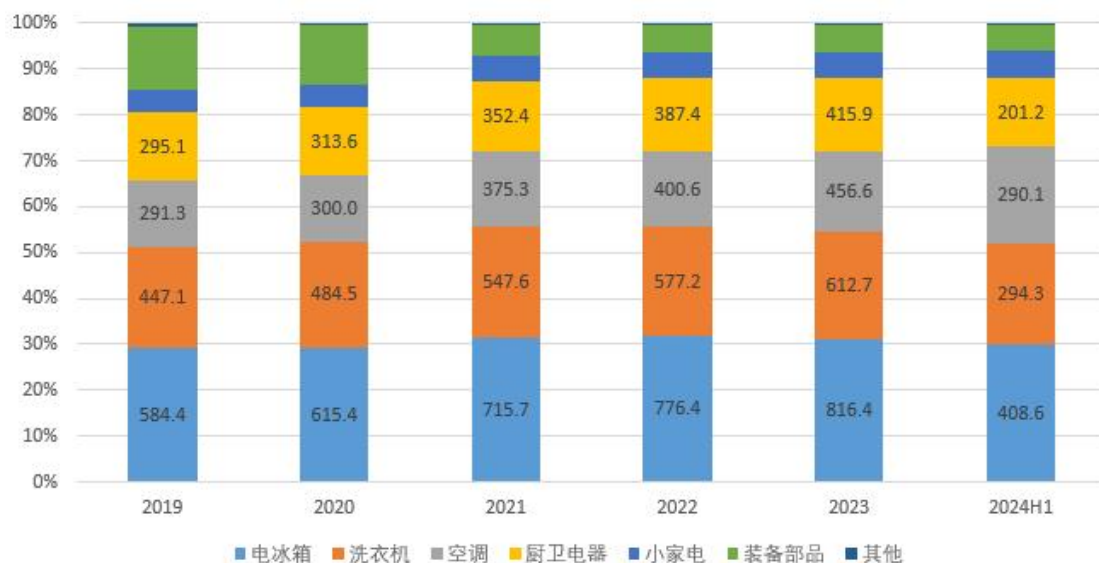


超过了95.43%的公司

(来源: 市值风云 APP)

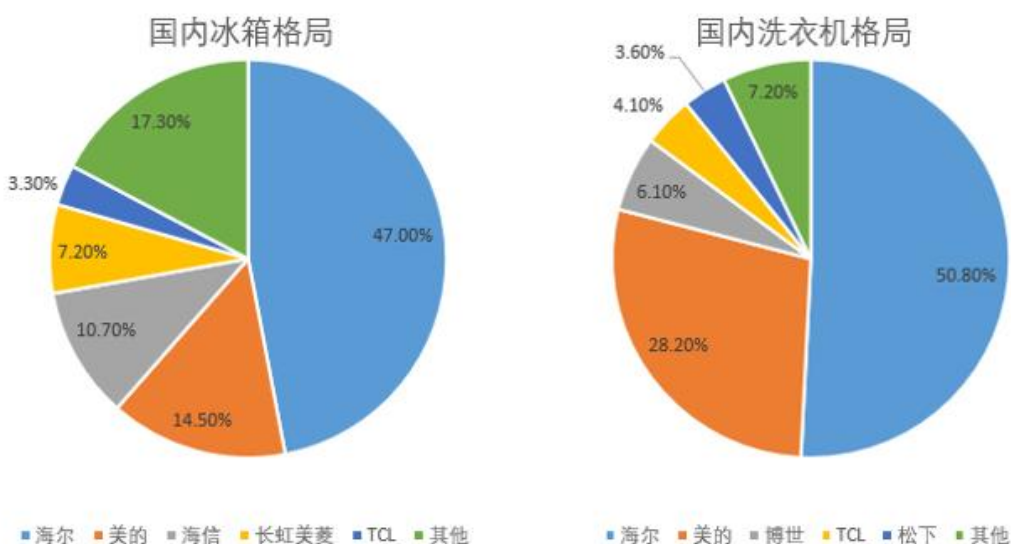
按照产品划分,相较于主打空调的另外两大巨头,海尔智家的产品结构更加分散,冰箱、洗衣机、空调、厨卫电器等品类均有成规模的收入贡献,其中冰洗两类产品占比较高。

海尔智家产品结构 (亿元)



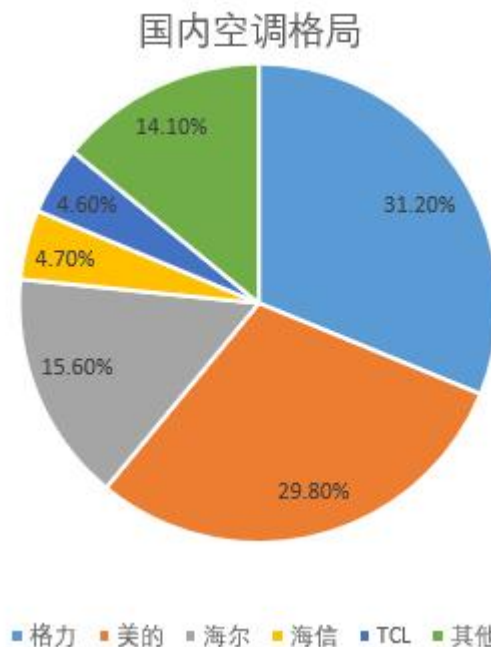
(来源: 市值风云 APP)

且在国内冰洗行业内, 海尔智家均已成为绝对龙头, 据欧睿数据统计 2023 年内海尔在两大品类中的市占率分别为 47.0%、50.8%。



(来源: Euromonitor, 制图: 市值风云 APP)

而在空调市场中，同期海尔智家以 15.6% 的市场份额排在国内第三，也能够分到一杯羹。



(来源：Euromonitor，制图：市值风云 APP)

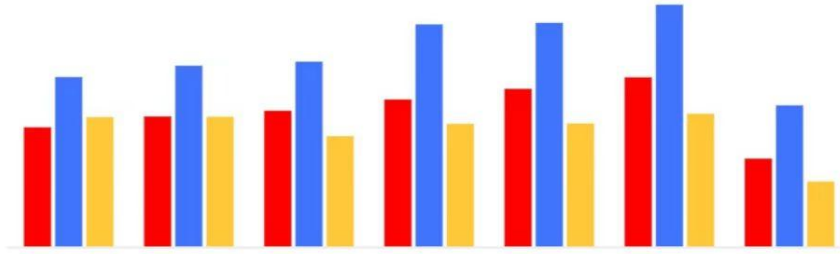
我们可以看到，三大家电品类中，当下属空调行业的竞争最为激烈，冰洗产品市场格局则更优。

海尔智家能够在稳住自家阵地的同时，将战火烧到对方主场，这便形成了独有的差异化优势。

业绩方面，自 2019 年起海尔智家的总营收超过格力电器来到业内第二，但距离美的集团仍有千亿级的差距。

营业收入

● 海尔智家(主) ● 美的集团 ● 格力电器



| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024H1 |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| ● 海尔智家(主) | 1841.1亿 | 2007.6亿 | 2097.2亿 | 2271.1亿 | 2435.8亿 | 2614.3亿 | 1356.2亿 |
| ● 美的集团 | 2618.2亿 | 2793.8亿 | 2857.1亿 | 3433.6亿 | 3457.1亿 | 3737.1亿 | 2181.2亿 |
| ● 格力电器 | 2000.2亿 | 2005.1亿 | 1705.0亿 | 1896.5亿 | 1901.5亿 | 2050.2亿 | 1002.9亿 |

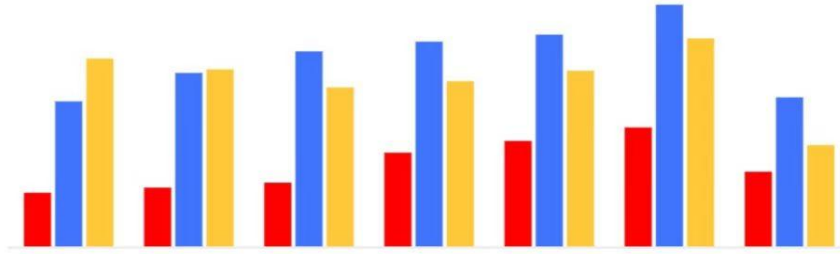


(来源：市值风云 APP)

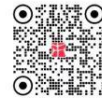
而在利润端海尔智家要逊色很多，净利润常年在三家公司中垫底，虽说近年来增长较快，但至 2023 年 166 亿的规模也仅有美的集团的一半。

归母净利润

● 海尔智家(主) ● 美的集团 ● 格力电器



| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024H1 |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| ● 海尔智家(主) | 74.8亿 | 82.1亿 | 88.8亿 | 130.8亿 | 147.1亿 | 166.0亿 | 104.2亿 |
| ● 美的集团 | 202.3亿 | 242.1亿 | 272.2亿 | 285.7亿 | 295.5亿 | 337.2亿 | 208.0亿 |
| ● 格力电器 | 262.0亿 | 247.0亿 | 221.8亿 | 230.6亿 | 245.1亿 | 290.2亿 | 141.4亿 |

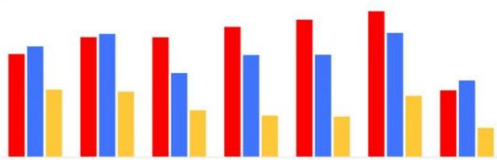


(来源: 市值风云 APP)

究其原因主要在于三家公司销售策略的不同, 近年来海尔智家的销售费用投放规模均居于首位, 费用率更是遥遥领先, 这在很大程度上侵蚀了公司利润。

销售费用

● 海尔智家(主) ● 美的集团 ● 格力电器

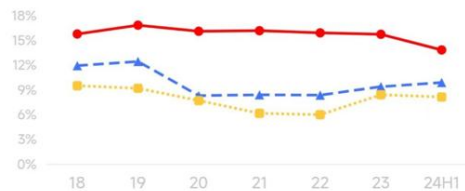


| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024H1 |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| ● 海尔智家(主) | 289.2亿 | 336.8亿 | 336.4亿 | 365.8亿 | 386.0亿 | 409.8亿 | 186.9亿 |
| ● 美的集团 | 310.9亿 | 346.1亿 | 235.6亿 | 286.5亿 | 287.2亿 | 348.8亿 | 214.6亿 |
| ● 格力电器 | 189.0亿 | 183.1亿 | 130.4亿 | 115.8亿 | 112.9亿 | 171.3亿 | 81.0亿 |



销售费用率

● 海尔智家(主) ● 美的集团 ● 格力电器



| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024H1 |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| ● 海尔智家(主) | 15.7% | 16.8% | 16.0% | 16.1% | 15.8% | 15.7% | 13.8% |
| ● 美的集团 | 11.9% | 12.4% | 8.2% | 8.3% | 8.3% | 9.3% | 9.8% |
| ● 格力电器 | 9.4% | 9.1% | 7.7% | 6.1% | 5.9% | 8.4% | 8.1% |



(来源: 市值风云 APP)

但正所谓失之东隅、收之桑榆，对于家电这类 C 端赛道，销售端的投入必然不是打水漂，海尔智家不仅在过去几年内实现了更高的盈利增长，且在行业内的新兴方向中取得领先。

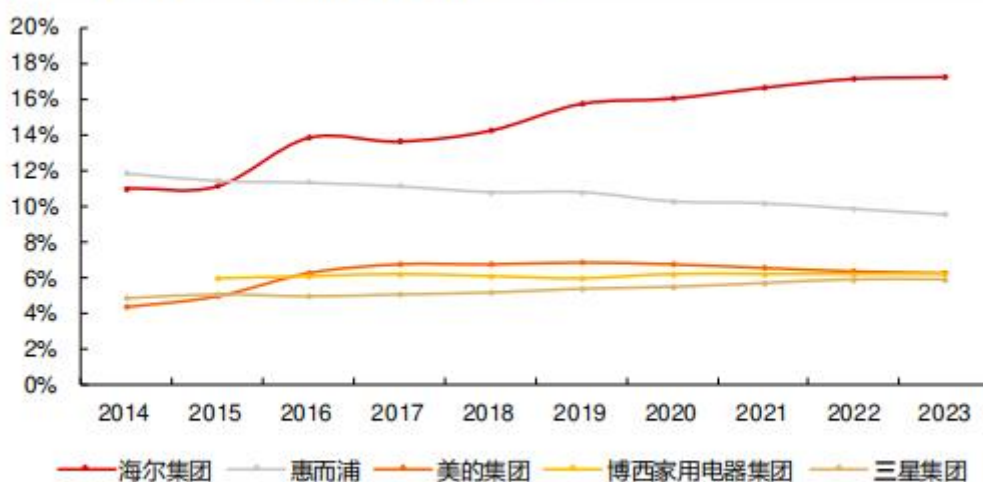
下面风云君就带大家逐个看下。

二、自有品牌出海代表

国内市场趋于饱和的情况下，出海的重要性不言而喻，而目前海尔智家正是国内出海最为成功的大型家电企业。

自 2016 年起，海尔一直是全球大家电销量冠军，且与第二名的差距持续扩大。

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

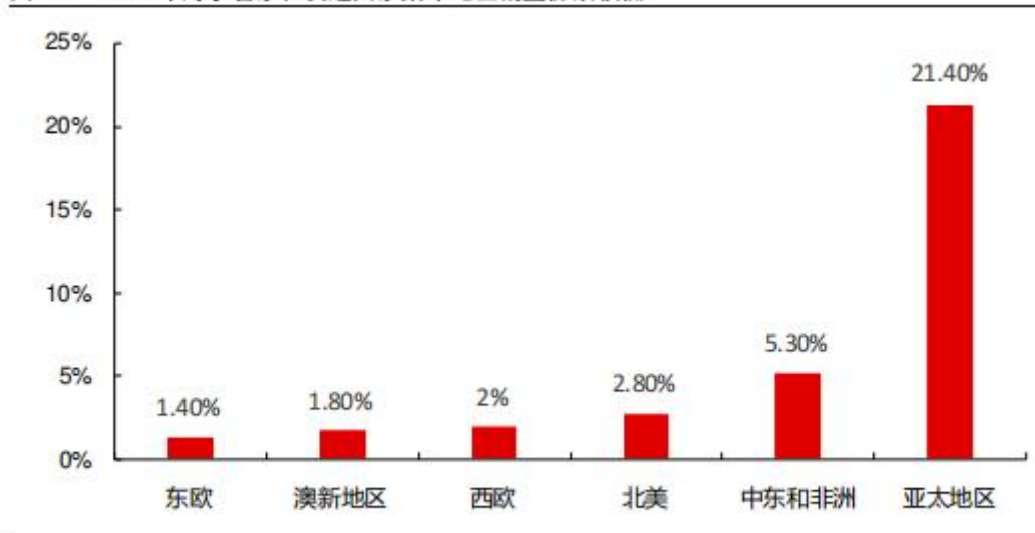
2023 年海尔智家境外收入 1,357 亿，国内家电企业中仅次于美的集团，但美的有 6 成来自海外代工，海尔则全部为自有品牌。

无论是客户信任度还是经营稳定性，前者均难与后者相提并论。

海尔智家国际化战略始于 1998 年，自始便采取品牌整体出海的策略。

2002 年至 2014 年间，海尔智家的境外收入自 14.19 亿提升至 107.02 亿，国际化战略收效明显，但彼时也遇到了难以进入欧美等成熟市场的瓶颈。

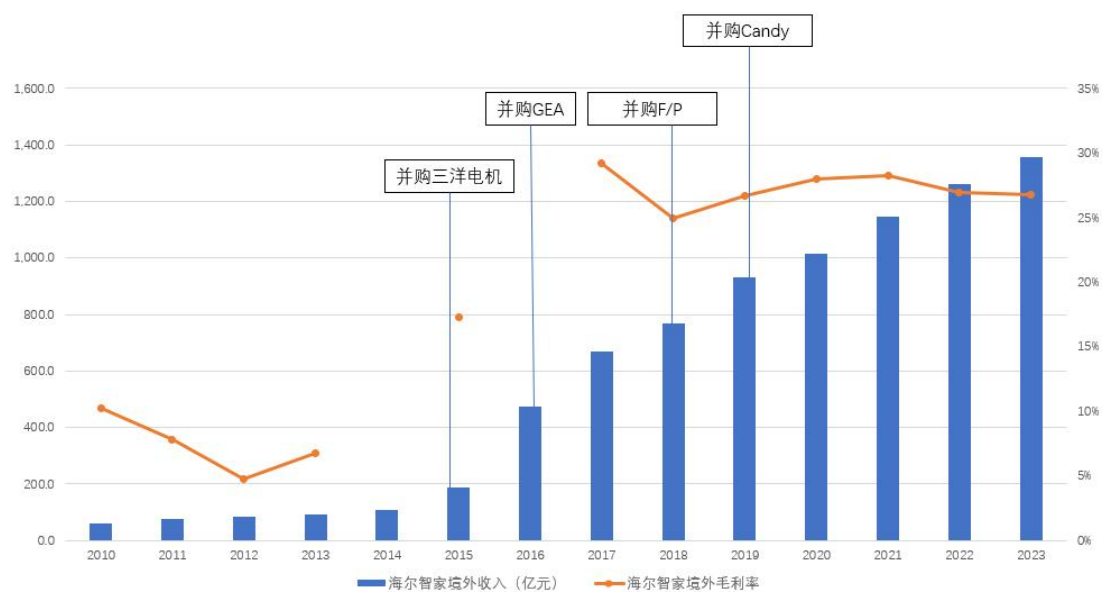
图 22：2014 年海尔智家在发达国家集中地区销量份额较低



资料来源：欧睿，长江证券研究所

2015 年起海尔智家变更出海策略，开启海外并购模式，陆续收购了日本三洋电机、美国 GRA、新西兰 Fisher&Paykel、意大利 Candy 等知名本土品牌，顺利进入当地市场。

从结果看，至 2020 年境外收入突破千亿，6 年间翻了近 10 倍，海尔智家也借此坐上全球第一的位置。



(来源：Choice 终端，制图：市值风云 APP)

看到这里，估计很多老铁会想，不就是并购吗，那岂不是有手就行？

但风云君想说的是，家电行业内，在不同消费土壤下的品牌运营本就不是易事，且一般而言出现在并购市场中的标的多是近况不佳，这进一步增加了运营难度。

并购后的跨境运营能力才是海尔智家的核心竞争力所在。

一方面，海尔智家将自己独创的人单合一模式与当地本土化团队结合，融入当地市场的同时降低了管理层面的障碍。

另一方面，通过多年出海经验的积累，海尔智家能够整合全球资源，在研产销等方面支持被并购企业。

截至 2024 年中，海尔智家在全球设立 10+N 创新生态体系，包含 122 个制造中心、108 个营销中心、近 23 万个销售网点。

(三)广泛而扎实的全球化布局和本土化运营能力

公司海外市场坚持依靠自有品牌出海与并购品牌协同开拓海外市场。公司的这一经营策略帮助公司建立了多品牌、跨产品、跨区域的研发、制造、营销三位一体及自建、互联及协同的运作模式。

公司广泛的全球化布局也有赖于在海外各区域市场建立的**本土化业务团队**和灵活自主的管理机制，从而使得公司实现对当地消费需求的快速洞察和响应。公司也积极融入当地市场和文化，于公司经营的海外区域树立了受到当地社会认可的企业形象。

目前，公司在全球设立 10+N 创新生态体系、122 个制造中心、108 个营销中心，并在全球市场覆盖接近 23 万个销售网点。

(五)跨境并购与整合能力

公司拥有出色的并购整合业绩。公司于 2015 年收购海尔集团的海外白色家电业务，其中包括日本三洋电机公司的日本及东南亚白色家电业务，于 2016 年收购美国通用电气公司的家电业务，于 2018 年收购自 2015 年起受海尔集团委托运营的新西兰 Fisher&Paykel 公司，并于 2019 年收购意大利公司 Candy。公司的并购整合能力体现在：第一，在被并购企业中推行**人单合一模式**，即全流程团队在同一目标下的增值分享机制，这一模式可激发被并购企业及员工的活力，使其创造更大的价值；第二，公司**利用全球平台，在战略、研发和采购等方面赋能被并购企业**，促进其提高竞争力；第三，公司具有开放包容的**企业文化**，支持被并购企业建立灵活的自主管理机制，容易得到被并购企业的认同，有利于促进整合效果。

(来源：海尔智家公告)

例如 GEA 大滚筒洗衣机项目，美国研发中心设计控制系统、德国研发中心负责算法、日本中心全程把握功能设计、新西兰中心设计了驱动系统、中国中心承担液压、结构及组装，最终打造出一款爆品。

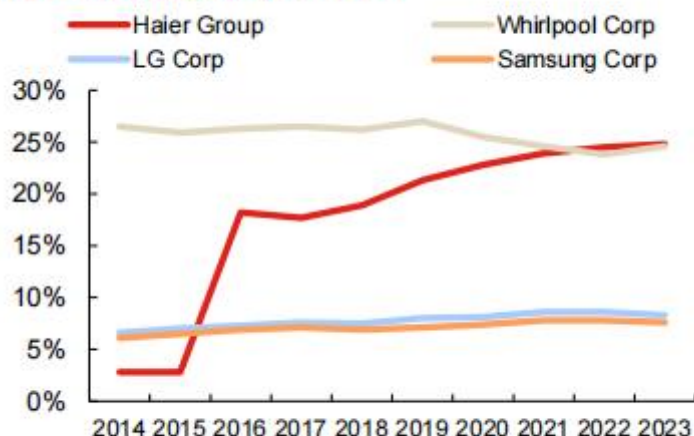


(来源：海尔智家公告)

拿最终效果来说，三洋电机和 Candy 被收购前均为亏损状态，但海尔智家接手一年后便双双实现扭亏，重新焕发生机。

再者，GEA 自 2016 年被收购后，在北美大区内的市场份额一路走高，帮助海尔智家在这一全球最大家电市场中站稳了脚，算是真正实现了“1+1>2”。

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

(来源: 申万宏源研究)

至 2023 年, GEA 已反超惠而浦, 成为北美第一大家电品牌。

海尔智家在其他大区内也不遑多让, 在亚太、澳新大区同样是第一品牌, 东欧、西欧大区中也是名列前茅的存在。

图表 93: 海尔智家已成长为全球大家电龙头 (销量排名)

| 2014年全球及主要区域大家电销量公司排名 | | | | | | | |
|-----------------------|----|------|---------|------|---------|------|-------|
| 全球 | 亚太 | 北美 | 西欧 | 拉美 | 中东非 | 东欧 | 澳大拉西亚 |
| 惠而浦 | 海尔 | 惠而浦 | 博世 | 惠而浦 | LG | 惠而浦 | 伊莱克斯 |
| 海尔 | 美的 | GE | 惠而浦 | 伊莱克斯 | 三星 | 博世 | 海尔 |
| 伊莱克斯 | LG | 伊莱克斯 | Arçelik | MABE | Arçelik | 三星 | 三星 |
| 博世 | 松下 | LG | 伊莱克斯 | LG | 惠而浦 | LG | LG |
| LG | 三星 | 三星 | 三星 | GE | 海尔 | 伊莱克斯 | 惠而浦 |

| 2023E全球及主要区域大家电销量公司排名 | | | | | | | |
|-----------------------|----|------|---------|------|---------|---------|-------|
| 全球 | 亚太 | 北美 | 西欧 | 拉美 | 中东非 | 东欧 | 澳大拉西亚 |
| 海尔 | 海尔 | 海尔 | 博世 | 惠而浦 | Arçelik | Arçelik | 海尔 |
| 惠而浦 | 美的 | 惠而浦 | Arçelik | 伊莱克斯 | LG | 海尔 | 伊莱克斯 |
| 美的 | LG | LG | 惠而浦 | MABE | 三星 | 惠而浦 | LG |
| 博世 | 三星 | 三星 | 伊莱克斯 | 三星 | 惠而浦 | 三星 | 三星 |
| 三星 | 松下 | 伊莱克斯 | 海尔 | LG | 美的 | 伊莱克斯 | 博世 |

来源: Euromonitor, 华福证券研究所

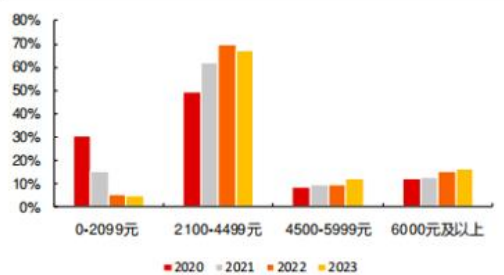
时至今日，海尔智家的并购之旅也并未就此完结，2023 年末收购开立制冷、近期收购伊莱克斯南非热水器业务等，都是海尔进一步扩大海外经营的落子。

三、家电高端局占尽先机

再将目光放回国内，存量市场之下，2023 年国内冰箱和洗衣机家庭拥有率已分别达到 98.5%、98.9%，庞大的存量替换市场已然形成。

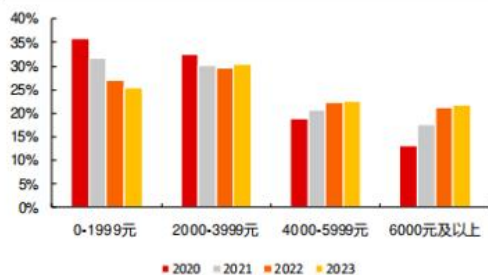
这一消费场景下，改善性替换的需求尤为突出。近年来无论是冰箱、洗衣机还是空调，高价位产品销售占比均在持续提升，家电行业高端化趋势已十分明朗。

图 38：空调 2020-2023 年低价格段线下销量占比大幅减少



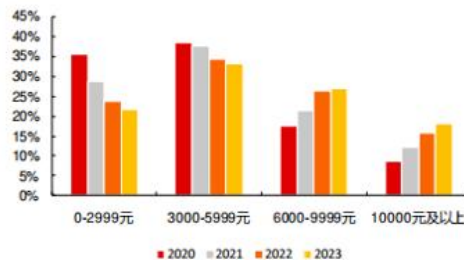
资料来源：奥维云网，长江证券研究所

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

对此家电三巨头对此也均有相应布局。

美的先在 2016 年收购东芝的东芝大家电业务，又在 2018 年推出自有高端家电品牌 COLMO，以迎合行业新潮流。

格力也在 2020 年起陆续推出京致系列、云铂系列等万元级高端产品，但目前尚未设立相关品牌，反应慢了一拍。

跑在最前面的还要数海尔智家，旗下的高端品牌卡萨帝早在 2006 年便已成立，法式双开门冰箱、分区洗衣机等大众熟知的高端家电均出自卡萨帝的手笔。

家电作为单价高、寿命长的可选消费品，品牌价值是在用户长期使用过程中不断积累下来的，高端家电则更是如此，这样看海尔智家在家电高端局中占尽了先发优势。

出于好奇风云君掏出手机看了下，就京东自营旗舰店而言，目前卡萨帝的用户规模要遥遥领先 COLMO，二者不在一个量级上。



2023年卡萨帝在1.5万元以上的冰箱、空调市场份额分别为50%、28%，1万元以上的洗衣机市场份额高达84%，均位居国内第一，已然是高端家电的第一大品牌。

不仅仅是自家的冰洗两大优势品类，凭借着卡萨帝，海尔智家在高端空调领域也实现了弯道超车，是家电行业消费升级的浪潮中的最大受益者。

2020年至2023年间，卡萨帝销售额自87亿增长至292亿，收入贡献已超10%，CAGR近50%，远高于海尔智家以及整个家电行业的销售增速。

可以说在原有品牌之外，海尔智家又孕育出一条全新的增长曲线，这在当前的行业环境下着实是稀缺属性。