

海尔智家(600690)公司深度研究——

研产销“三位一体”， 全球化深度整合

证券分析师：孟昕(分析师)

分析师登记编号：S1190524020001

证券分析师：赵梦菲(分析师)

分析师登记编号：S1190525040001

研究助理：金桐羽(联系人)

一般证券业务登记编号：S1190124030010

摘要

- **海尔智家：**作为家电领域综合龙头，海尔的行业地位不言而喻，我们看好其“加速变革提效”与“全球化精耕细作”两条成长主线。本篇报告，我们将聚焦海尔全球业务布局，深入挖掘公司在海外市场扩张、品牌协同、营销与供应链本土化建设中的核心优势。
- **行业分析：外部环境风起云涌，新兴市场结构性机遇浮现。**1) **关税：**2025H1关税不确定性风险受到市场关注。我们认为，中长期而言，美国收入占比较小、主要品类税率更低的公司受到影响有限，对于美国市场收入占比较高的企业，若公司提前布局美国本土产能，或海外多地布产以实现风险转移，亦具备相对较强的抗风险能力。2) **行业：**全球家电市场规模保持稳健增长，但区域分化明显，北美与欧洲需求增量有限，新兴市场（如南亚、东南亚）成为主力。
- **公司分析：研产销“三位一体”，南亚市场展现高潜力。**1) **三位一体：**与一般企业“中国制造+海外分销”模式不同，海尔采用本土化研产销模式拓展全球市场。**研发方面，**搭建全球共创的数字研发平台实现赋能，建设10+N创新生态体系。**生产方面，**至2024年在全球拥有1.6亿台+产能，35个工业园区、163个制造中心（其中海外拥有61个），形成东西半球自循环+国内国外共享循环的良性体系。**销售方面，**拥有126个营销中心和23万+销售网点，多品牌矩阵运营覆盖主流渠道与专业市场，在多个主要国家进入第一梯队。2) **南亚市场：**成为结构性高潜力市场，2024年收入115.25亿元（+21.05%）。印度市场实现优秀增长，2024年收入同比增幅超30%，本土化运营取得成效，或可窥见公司新兴市场成长路径。
- **投资建议：**海尔智家作为家电出海先行者，深耕高潜力海外市场，研产销“三位一体”全球化优势突出，具备较强的外部经济环境波动应对能力。我们预计，2025-2027年公司归母净利润分别为213.07/238.23/262.82亿元，对应EPS分别为2.27/2.54/2.80元，当前股价对应PE分别为11.38/10.18/9.23倍。**维持“买入”评级。**
- **风险提示：**海外业务运营风险、汇率波动风险、宏观经济增速放缓导致市场需求下降的风险、行业竞争加剧导致的价格战风险、原材料价格波动风险等

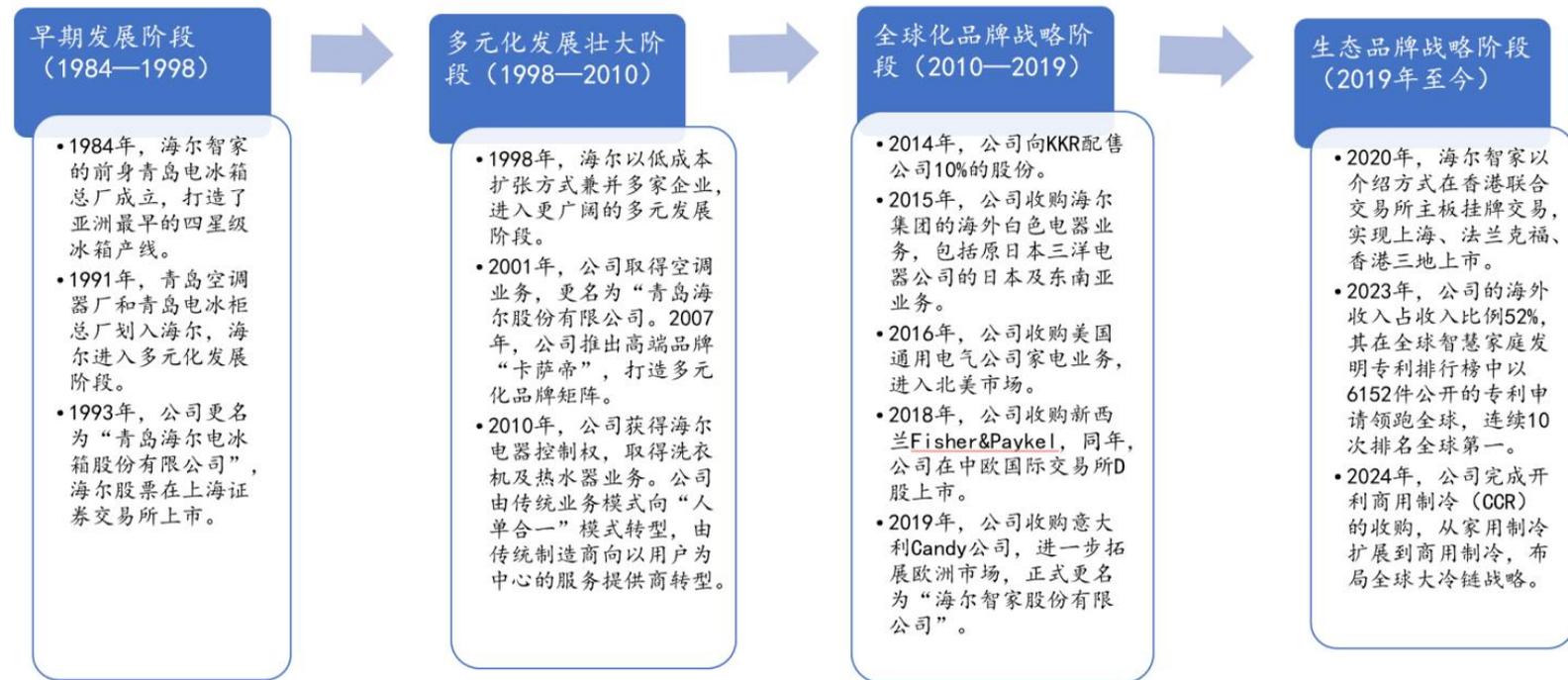
目录

- 1 海尔智家：出海先行者，全球化布局+本土化运营领先
- 2 行业分析：外部环境风起云涌，新兴市场结构性机遇浮现
- 3 公司分析：研产销“三位一体”，南亚市场展现高潜力
- 4 投资建议
- 5 风险提示

□ 发展历程：从冰箱入局成长为全球大家电行业龙头，向高端化、智能化驱动

公司从冰箱业务起步（1984-1998），通过低成本并购完成多元化扩张（1998-2010），逐步实现全球化突破（2010-2019）并完成三地上市，现已进入生态化建设阶段（2019年至今）。

图表1：公司从冰箱入局成长为全球大家电行业龙头，向高端化、智能化驱动



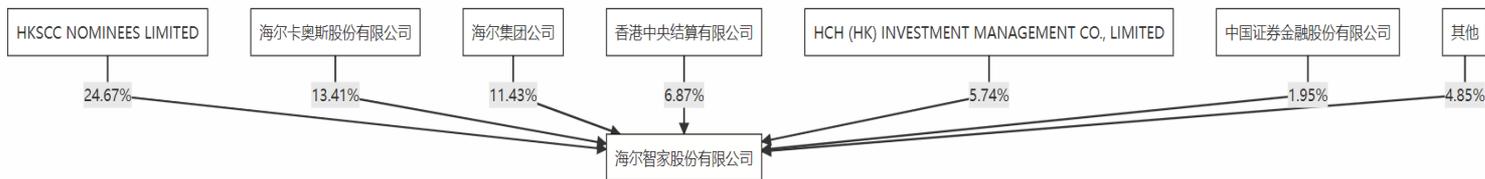
资料来源：公司官网，太平洋证券整理

□股权结构：核心股东股权集中度高，实际控制人为海尔集团公司

➤公司前十大股东持股比例合计超过60%，其中实际控制人为海尔集团公司。

香港投资者代理股份比例最高，达到24.67%。股东性质多元化：包括境内非国有法人、境外法人等，如海尔卡奥斯股份有限公司、海尔集团公司等为境内非国有法人，HCH (HK) INVESTMENT MANAGEMENT CO., LIMITED为境外法人，我们认为，多元化的股东结构有助于公司拓展国际市场和资源整合。

图表2：公司股权结构介绍

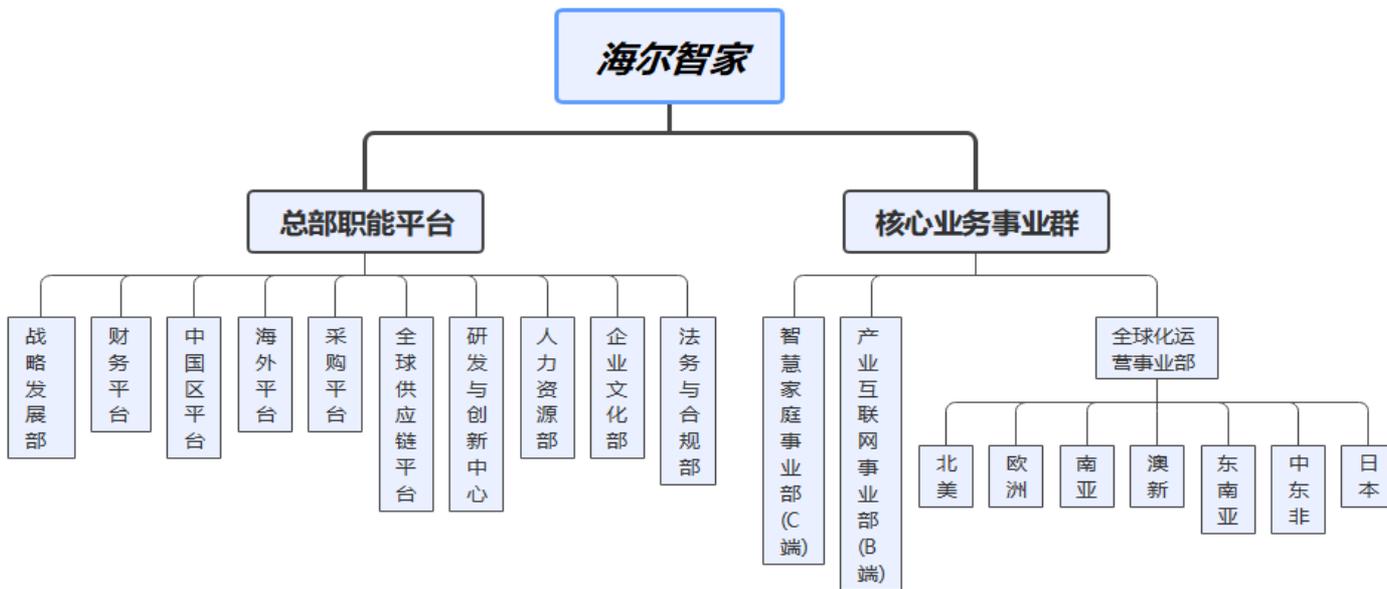


资料来源：同花顺，太平洋证券整理（截至2025/3/28）

（注：其他包含：青岛海尔创业投资咨询有限公司，青岛海创智管理咨询企业(有限合伙)，中国工商银行-上证50交易型开放式指数证券投资基金，中国工商银行股份有限公司-华泰柏瑞沪深300交易型开放式指数证券投资基金）

组织架构：小平台整合为大平台，践行“人单合一”模式

图表3：组织结构清晰赋能企业进化

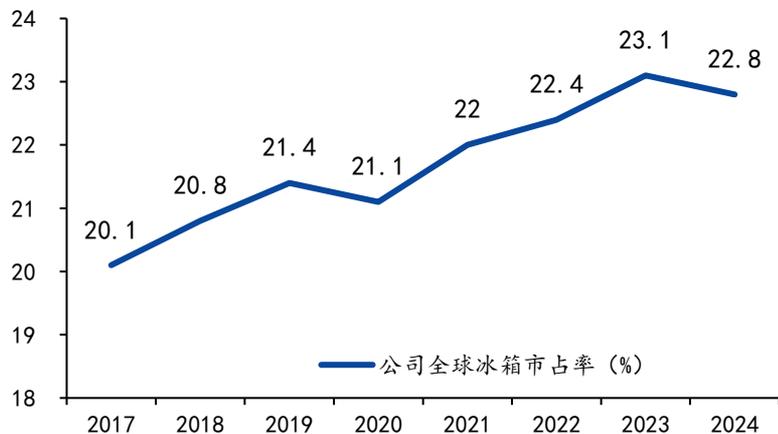


资料来源：公司公告，公司官网等，太平洋证券整理

□ 主营业务：全品类开花，卡萨帝领跑高端市场

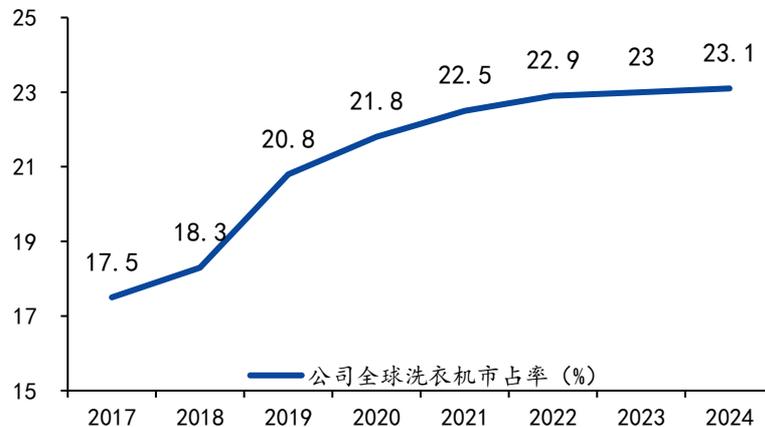
- 公司凭借高端化、智能化、全球化战略，持续巩固在家电行业的全球领先地位。通过高端品牌矩阵、智能化产品创新及全球化市场拓展，未来有望进一步提升盈利能力与市场份额。
- 1) **核心家电业务**：公司冰箱品牌零售量居行业之首，通过高端产品线（如卡萨帝品牌）满足高端市场需求并提升盈利能力；洗衣机业务以智能化升级强化用户体验，进一步巩固市占率领先地位；空调业务在北美市场保持市占率第一，全球市占率第三，通过技术创新和市场拓展持续巩固竞争力。

图表4：公司全球冰箱市占率多年维持20%以上，居全球龙头



资料来源：欧睿，太平洋证券整理

图表5：公司全球洗衣机市占率稳步增长，巩固头部地位

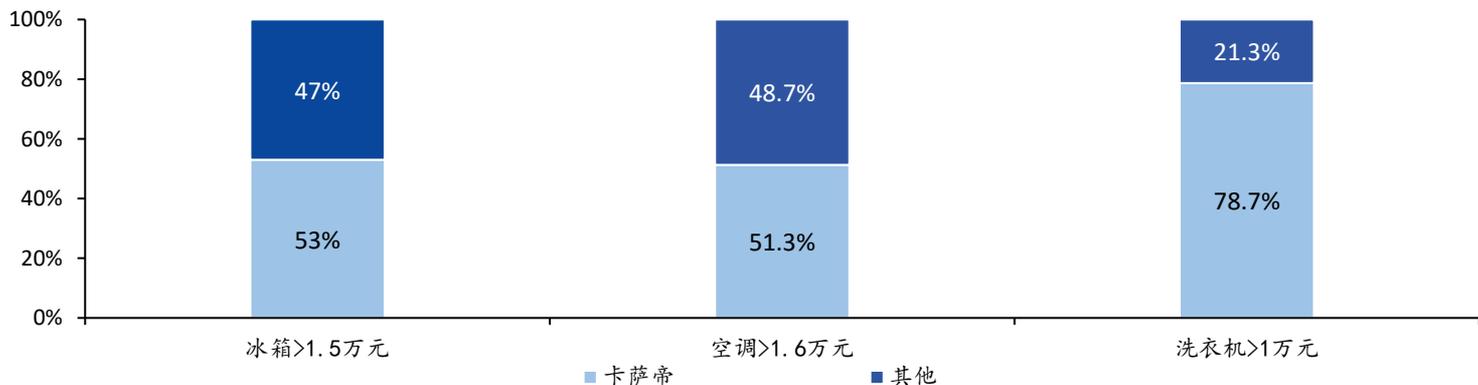


资料来源：欧睿，太平洋证券整理

□ 主营业务：全品类开花，卡萨帝领跑高端市场

- **2) 多品牌矩阵布局，卡萨帝领跑高端：**海尔作为国民品牌占据大众市场头部地位，亦具备多品牌矩阵精准覆盖高端、性价比等差异化消费市场。其中，卡萨帝品牌凭借高端产品线的持续创新，2024年收入实现快速增长，零售额同比增长12%，套系销量增长64.6%。2024年卡萨帝品牌线下零售的冰箱、空调、洗衣机在中国一万五千元以上市场的份额分别为49%、34%、88%。2025Q1卡萨帝品牌收入增幅超20%，冰箱在1.5万元+/空调在1.6万元+/洗衣机在1万元+市场份额分别为53%/51.3%/78.7%，领跑高端市场。
- 此外，针对**年轻消费群体**的Leader品牌零售额同比增长26%，进一步覆盖细分市场需求。

图表6：卡萨帝引领高端家电市场，冰箱在1.5万元+/空调在1.6万元+/洗衣机在1万元+市场份额分别为53%/51.3%/78.7%



资料来源：公司官网，太平洋证券整理，截至2025Q1

□ 主营业务：全品类开花，卡萨帝领跑高端市场

- 3) 智能化AI赋能与场景化服务驱动创新：公司加速AI技术与产品的深度融合，推动智能化升级，推出具备**互联功能**的冰箱、空调、洗碗机等产品，实现烟灶联动、洗干联动等智慧场景。
- 通过“**三翼鸟**”平台提供定制化智慧家庭解决方案，深化场景化服务能力，显著提升用户粘性。推出“**AI之眼**”系列新科技，利用AI算法和视觉技术，提升用户体验。如搭载智慧管家的AI冰箱，能够“看”到并记录食材的存放时间，提醒用户食材的保质期和食用顺序。搭载AI技术洗衣机，能够识别衣物数量和类型，自动调整洗衣程序，避免串色风险，并提醒用户遗漏的小件衣物。

图7：卡萨帝鉴赏家套系产品， 搭载“AI之眼”科技，让家电具备智能感知和交互能力

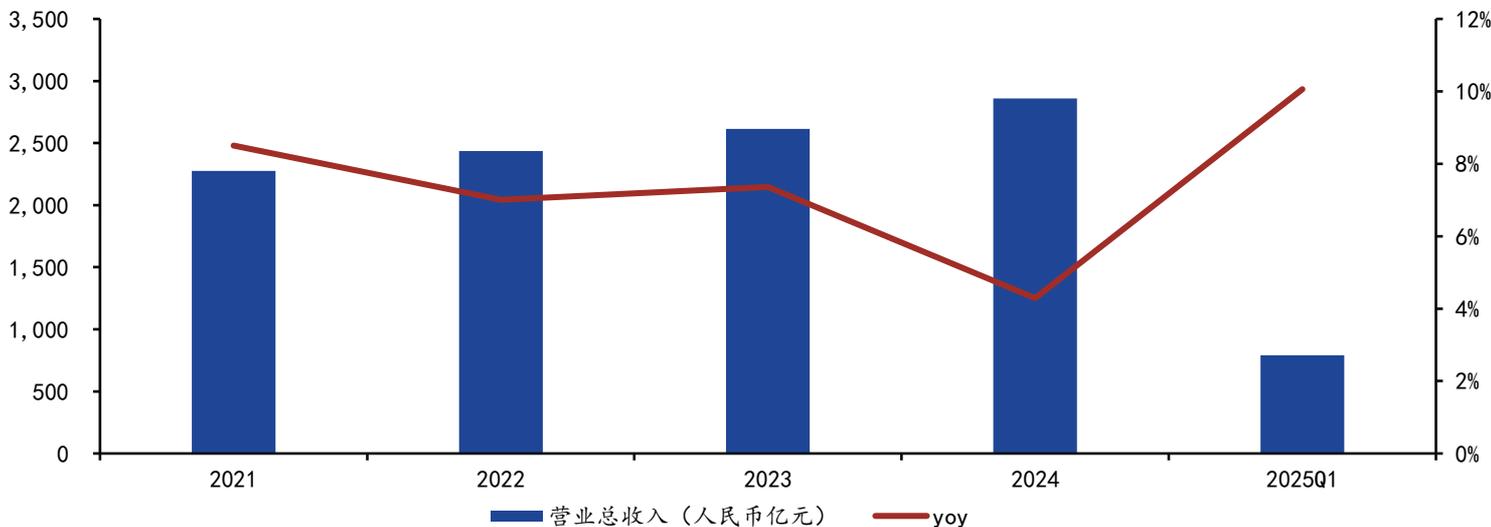


资料来源：公司官网，太平洋证券整理

□ 财务分析——收入端：整体稳步向上，全球化+高端化驱动结构改善

➤收入端：整体来看，公司收入持续向上，2024年公司总收入2859.81亿元，同比增长4.29%，连续多年保持正增长，2025Q1达到791.18亿元（+10.06%），业务规模持续扩张，彰显充足的经营韧性。

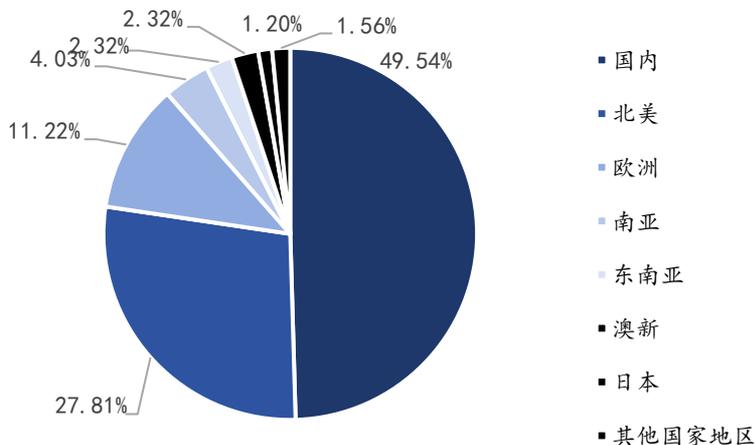
图表8：2024A/2025Q1公司总营收分别同比+4.3%/+10.1%



资料来源：同花顺，太平洋证券整理（注：2024A/2025Q1采用合并调整口径）

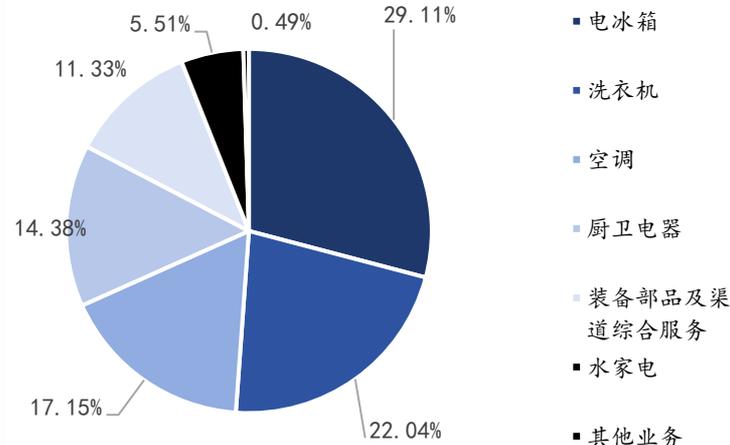
- **分地区：海外市场贡献显著，新兴市场结构性机遇涌现。**2024年公司海外收入占比49.97%（1429亿元），与国内（1417亿元）基本持平，美洲和欧洲为海外主要市场，东南亚、南亚、中东非等新兴市场通过并购（如南非Kwikot）及零售模式转型实现高增长。2025Q1国内/海外市场分别同比+7.8%/+12.6%，东南亚/中东非收入分别同比增长20%/50%+。
- **分业务及品牌：卡萨帝拉动结构升级。**传统家电业务保持份额领先，2024年冰箱、洗衣机、空调作为基本盘合计贡献超68%收入。高端卡萨帝品牌拉动结构升级，零售业务增长12%。新兴业务增长强劲：暖通产业收入增长15%（规模突破100亿元），智慧楼宇全球收入增长15%。

图表9：分地区看，2024年公司海外市场收入占比49.97%，其中北美/欧洲占比27.81%/11.22%



资料来源：同花顺，太平洋证券整理

图表10：分业务看，2024年公司冰箱/洗衣机/空调作为基本盘分别贡献29.11%/22.04%/17.15%的营收

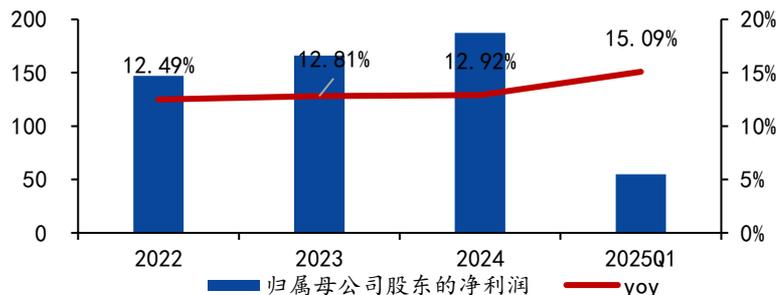


资料来源：同花顺，太平洋证券整理

□ 财务分析——盈利端：盈利能力向好，净利率持续提升

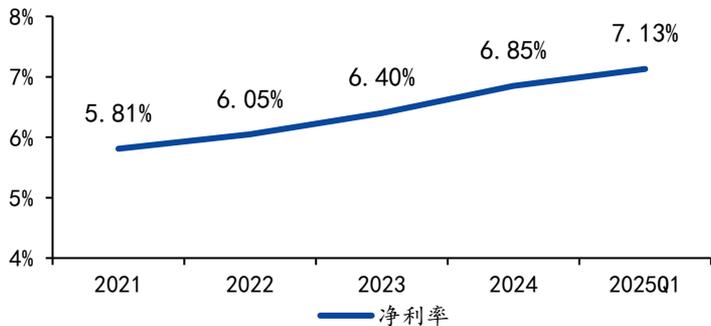
- 归母净利润：**公司业绩持续双位数增长。2024年归母净利润187.41亿元（+12.92%），扣非净利润178.05亿元（+12.52%），2025Q1归母净利润达到54.87亿元（+15.09%）。
- 利润率：**公司净利率持续提升，2025Q1达到7.13%；毛利率亦有所优化，2025Q1达到25.40%，考虑到会计准则变动计算可比口径同比+0.06pct，系得益于国内市场数字化变革构建产销协同体系+海外市场坚定高端战略，聚焦本地化。

图表11：公司业绩端保持较快增长，2025Q1同比+15.09%



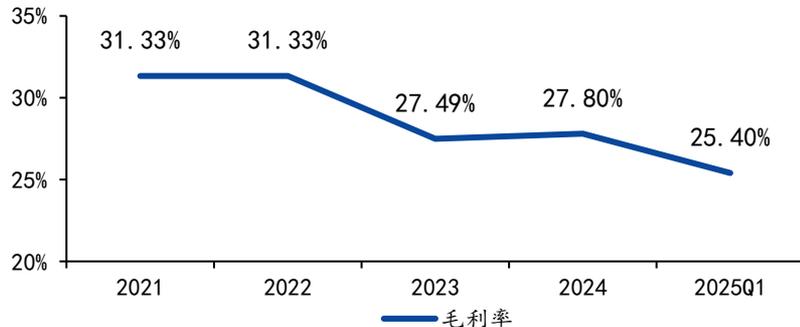
资料来源：同花顺，太平洋证券整理

图表12：公司净利率持续提升，2025Q1达7.13%



资料来源：同花顺，太平洋证券整理

图表13：公司2025Q1毛利率25.40%（可比口径+0.06pct）

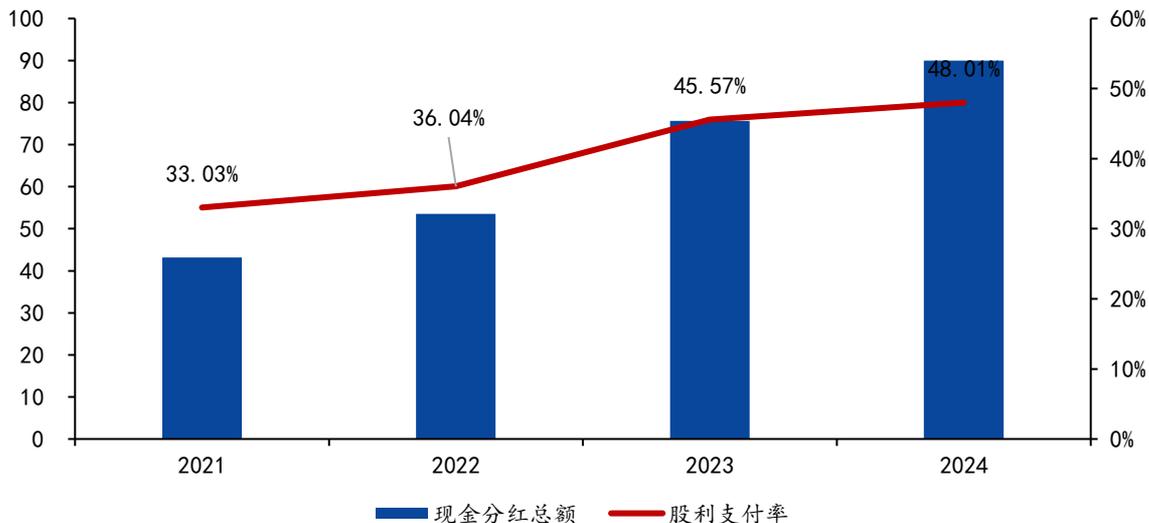


资料来源：同花顺，太平洋证券整理

□ 分红——利润分配稳定，注重股东回报

► 公司分红比例逐年提升，股东回报策略明确，充沛现金流保障可持续性。2024年利润分配中每10股派现9.65元，分红总额89.97亿元，分红比例提升至48.01%，同比提升3pct，并承诺2025-2026年不低于50%；此外，公司2024年回购注销股份5405万股（对应金额15.22亿元）。提高分红比例和回购注销股份的操作，显示公司不仅当下业绩稳健，亦彰显未来充足信心。

图表14：公司2024年现金分红89.97亿元，股利支付率提升至48.01%，同比+3pct



资料来源：同花顺，太平洋证券整理

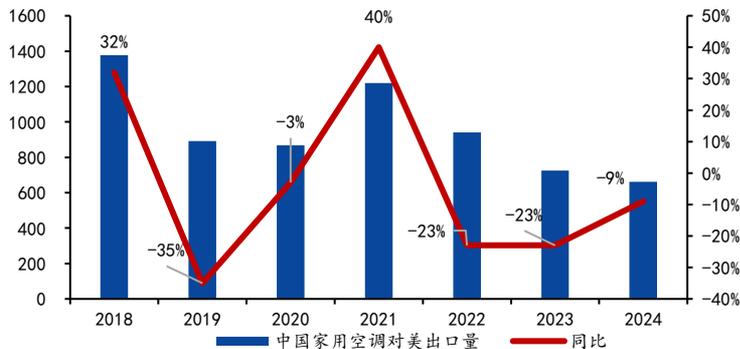
目录

- 1 海尔智家：出海先行者，全球化布局+本土化运营领先
- 2 行业分析：外部环境风起云涌，新兴市场结构性机遇浮现
- 3 公司分析：研产销“三位一体”，南亚市场展现高潜力
- 4 投资建议
- 5 风险提示

（一）关税仍具不确定性，本土化布局企业优势显现

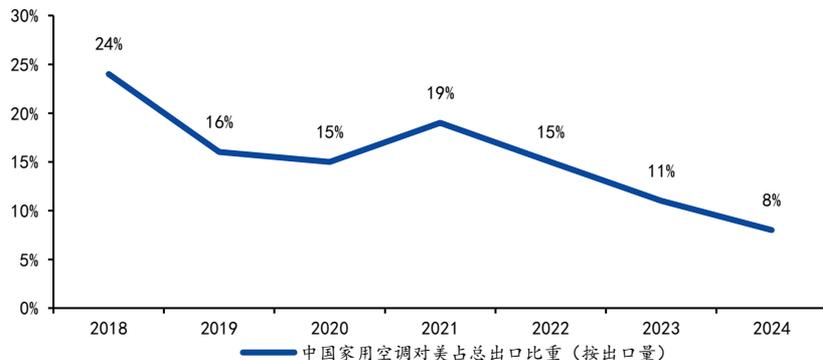
- 关税政策：**2025H1关税不确定性风险受到市场关注。我们认为，关税增加将推高出口成本，削弱利润空间，削弱目标市场消费需求，加剧市场竞争，或使家电企业重新审视供应链战略与布局，增加运营复杂性和管理成本，此时拥有本地化研产销能力的企业具备更强的抗风险能力。
- 出口规模与市场份额变化：**2017至2024年间，中国出口白电美国总量保持1.7%复合增长率，但不同品类表现有所差异。空调受关税冲击明显，部分产能转移至泰国等地，导致美国进口份额中国占比由2017年的95%降至2024年的52%，美国市场对中国依赖性降低，而中国企业也积极寻找新兴市场：中国对美出口占出口量总比例由2018年24%连年下降2024年的8%。冰箱领域我国仍保持54%主导地位，而洗衣机通过产品结构调整，中国和墨西哥联合占美国进口比例提升至52%。

图表15：2018年美国对中国家用空调产品加征25%关税后家电出口美国量除2021年外均有下降



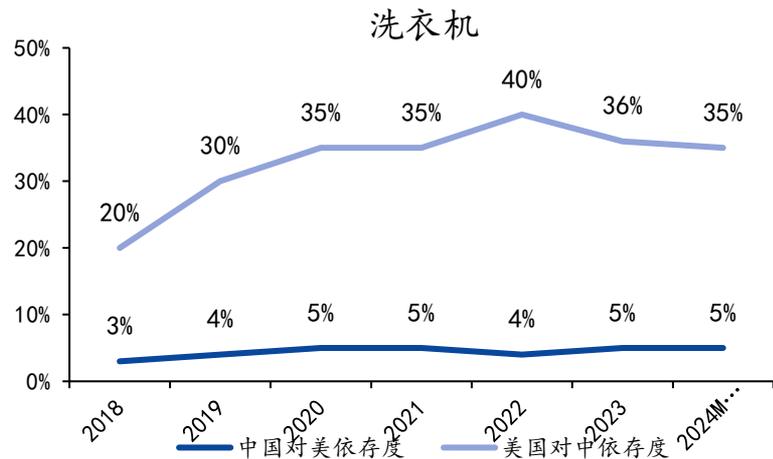
资料来源：产业在线，太平洋证券整理

图表16：2024年中国家用空调对美国直接出口占比降至不足10%，中国企业更多地将战略重心转移至新兴市场



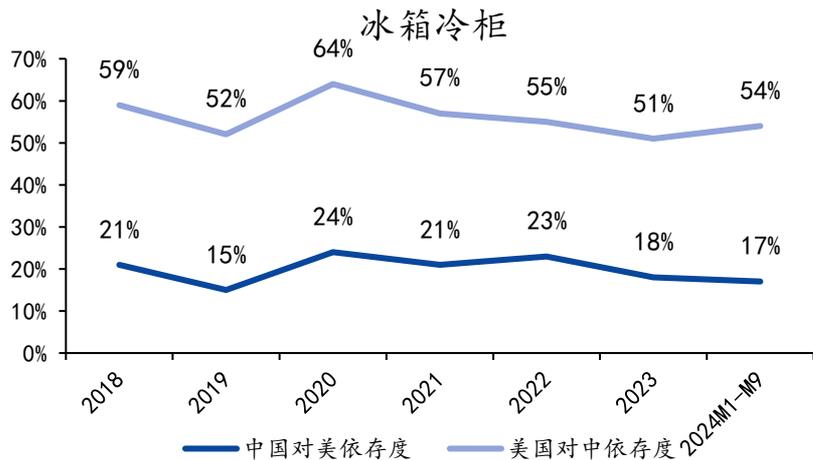
资料来源：产业在线，太平洋证券整理

图表17: 洗衣机受贸易摩擦影响较小, 中国对美出口规模有限, 2024年1-9月中国对美依存度降至5%



资料来源: 产业在线, 太平洋证券整理

图表18: 冰箱冷柜受关税影响较小, 2024年1-9月中国对美国的依存度为17%



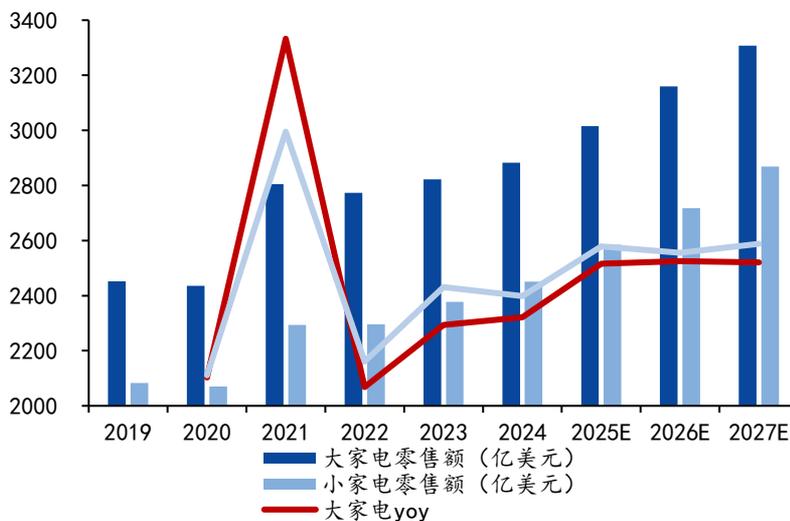
资料来源: 产业在线, 太平洋证券整理

- **全球竞争格局重塑:** 中国白电低价优势被高关税稀释, 部分订单或分流至东南亚、墨西哥等低税率地区。同时, 美国对泰国、印度尼西亚等东南亚国家加征的高关税或使这些国家对中国转口贸易采取限制措施, 进一步压缩出口空间。我们认为, 虽短期关税加征幅度收缩, 风险有所减弱, 但中长期而言, 即使小幅加征关税, 也会带来中国家电企业出口压力。此时美国收入占比较小、主要品类税率更低的公司受到影响有限, 对于美国市场收入占比较高的企业, 若公司提前布局美国本土产能, 或海外多地布产以实现风险转移, 亦具备相对较强的抗风险能力。如海尔在北美拥有多个生产基地, 兼具本地品牌GEA优势, 反而在外部环境波动时相对受益。

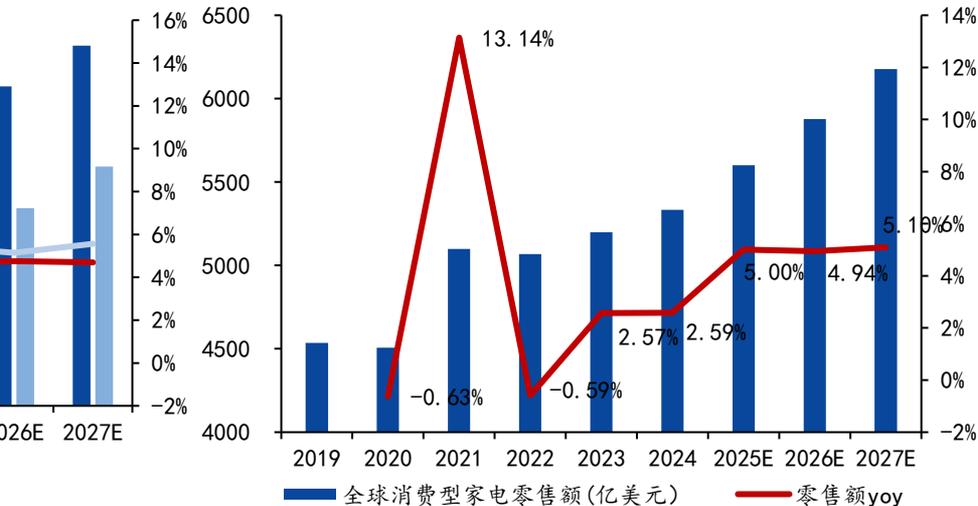
(二) 全球家电市场分化，新兴市场存在结构性机遇

- 全球家电市场规模保持稳健增长，但区域分化明显，北美与欧洲需求疲软，新兴市场（如南亚、东南亚）成为增长主力。
- 全球：根据欧睿数据，2024年全球家电市场销售额达5333.61亿美元（同比+2.59%），预计2027年将达到6176.49亿美元（2024-2027年CAGR为5.0%）。2024年全球核心家电零售额达2,882亿美元（同比+2.1%），小家电零售额达2,451亿美元（同比+3.1%），整体增长稳健。

图表19：2024年全球核心家电零售额达2,882亿美元（同比+2.1%），小家电零售额达2,451亿美元（同比+3.1%）



图表20：全球家电市场销售额达5333.61亿美元（同比+2.59%）



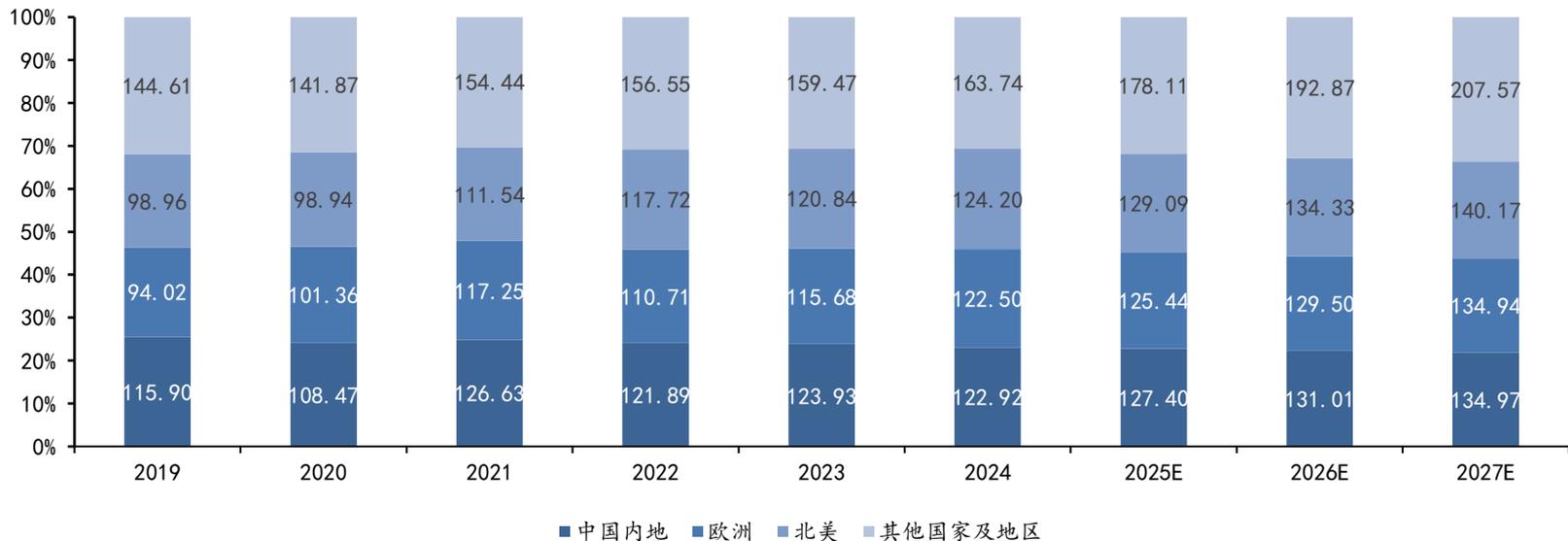
资料来源：欧睿，太平洋证券整理

资料来源：欧睿，太平洋证券整理

➤ **分区域：中国、北美、西欧为三大核心市场，合计占全球家电规模的65%。**其中，中国是全球家电销售额最大的国家，2024年销售额为1229.2亿美元，占全球市场的23.05%；北美/西欧市场也承担较大市场份额，2024年销售额分别占全球市场23.5%/18.4%。北美市场受到高利率与需求疲软影响，家电行业有所承压，但高效产品需求稳定。欧洲由于俄乌冲突与能源价格波动或影响短期消费者信心，整体销量+1.8%，但线上渠道+7.9%。

图表21：中国、北美2024年市场份额分别达到23.05%/23.5%，预计销售额持续上升，2027年达到1349.7/1401.7亿美元

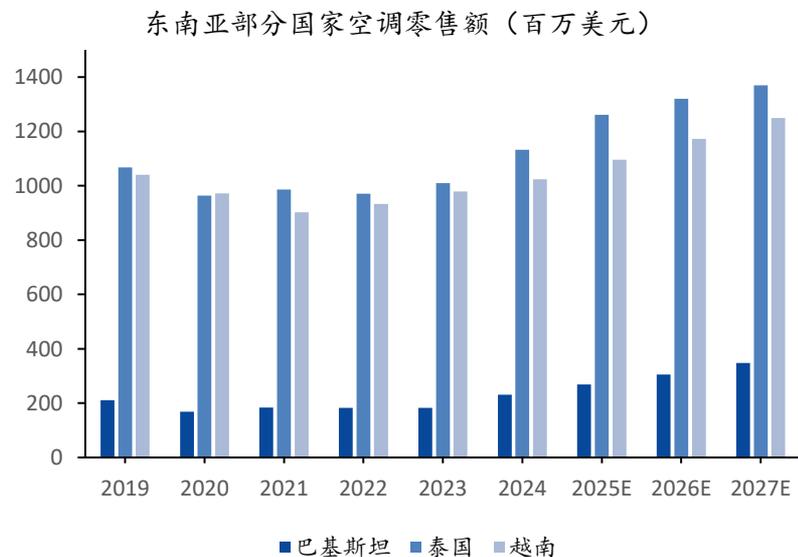
按区域分全球家电市场销售额（十亿美元）及占比



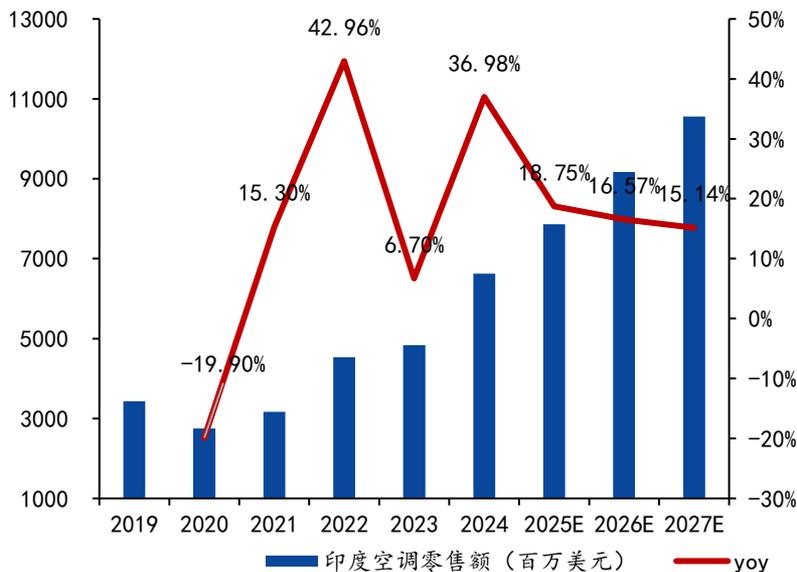
资料来源：美国人口普查局、中国家用电器协会、弗若斯特沙利文报告，太平洋证券整理（截至2025/4）

► 南亚市场表现良好，空调销量增长显著。2024年印度空调需求拉动零售量同比+33%，零售销售额同比+37%；巴基斯坦空调零售量同比+13%，零售额同比+26%。东南亚市场中，泰国空调、冰箱需求增长显著，2024年零售量分别同比+13%、+4.9%，越南洗衣机、空调需求加大，印尼冰箱实现增长。

图表22：东南亚市场空调零售额增长显著，巴基斯坦2023年同比+26%



图表23：印度空调零售额增长显著（同比+36.98%），预计未来继续保持两位数增长

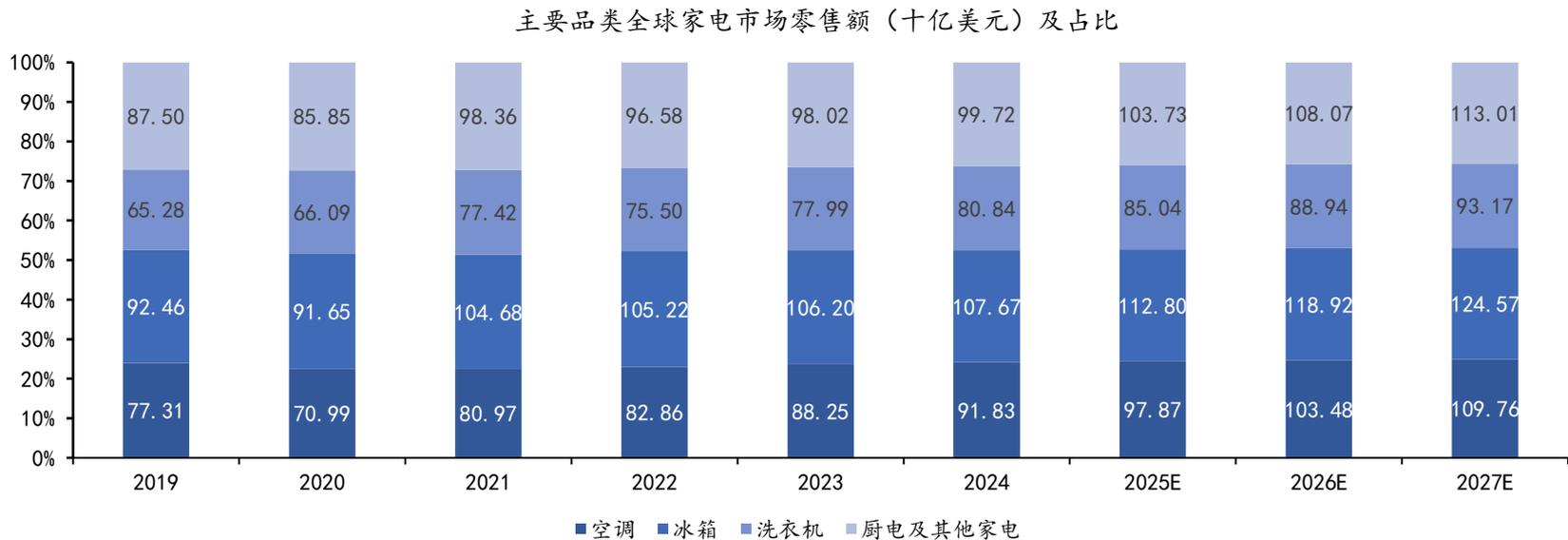


资料来源：欧睿，太平洋证券整理

资料来源：欧睿，太平洋证券整理

►分品类：全球家电市场中，空调、洗衣机、冰箱和厨电及其他家电的销售总额整体呈上升趋势。根据欧睿数据，2024年全球空调/冰箱/洗衣机/厨电市场（烹饪类家电+微波+洗碗机）销售总额分别为918.3亿/1076.7亿/808.4亿/997.2亿美元，2027年预计零售额分别为1097.6亿/1245.7亿/931.7亿/1130.1亿美元，2024-2027年销售总额CAGR分别为6.1%、5.0%、4.8%及4.3%。

图表24：全球空调/冰箱/洗衣机/厨电市场规模呈上升趋势，2024-2027年销售总额CAGR分别为6.1%、5.0%、4.8%及4.3%

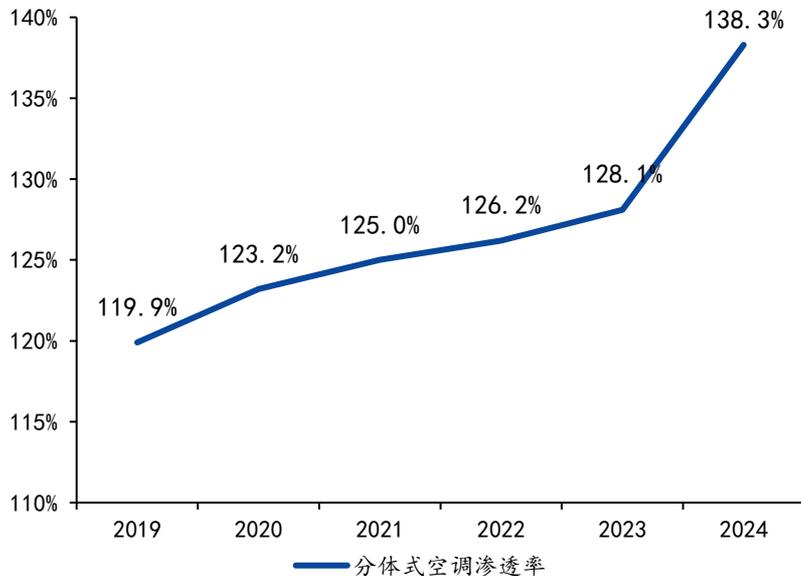
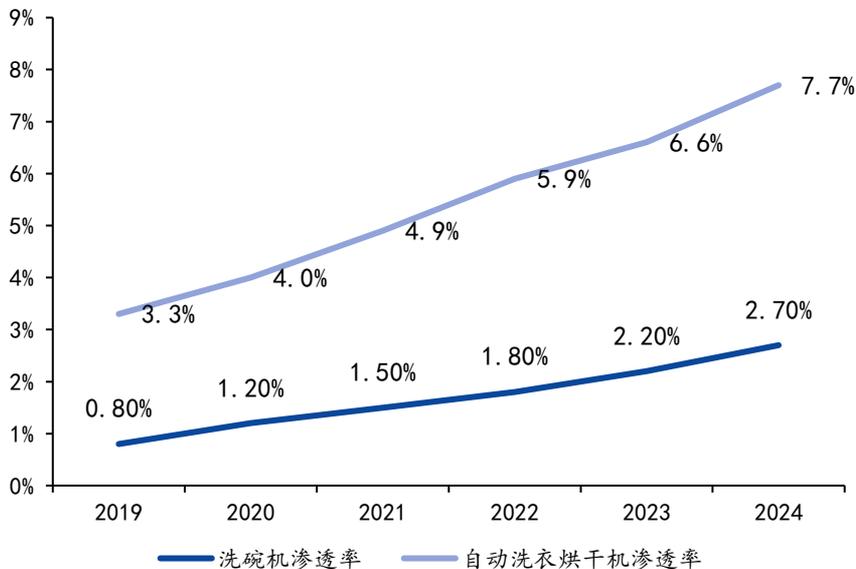


资料来源：欧睿，太平洋证券整理

- ▶ **行业空间：全球家电市场进入存量主导阶段，消费升级与新兴品类渗透率提升成为长期增长的核心驱动力。国内市场：2023年家电保有量超30亿台，处于存量市场竞争阶段，以旧换新或带动高性能产品换购需求提升，高附加值产品需求增长，洗碗机、干衣机渗透率不断提升，2024年分体式空调渗透率达138%。**
- ▶ **海外市场：新兴市场城市化进程加速，中产阶级扩容推动家电普及需求，东南亚、南亚等地区空调、冰箱等品类增长空间广阔。**

图表25：国内洗碗机、自动洗衣烘干机渗透率不断提升

图表26：2024年分体式空调渗透率达138%



资料来源：欧睿，太平洋证券整理

资料来源：欧睿，太平洋证券整理

目录

- 1 海尔智家：出海先行者，全球化布局+本土化运营领先
- 2 行业分析：外部环境风起云涌，新兴市场结构性机遇浮现
- 3 公司分析：研产销“三位一体”，南亚市场展现高潜力
- 4 投资建议
- 5 风险提示

三、公司分析：研产销“三位一体”，南亚市场展现高潜力

（一）研产销全球化布局，海外并购构建多品牌矩阵

- 与一般企业“中国制造+海外分销”模式不同，海尔采用本土化研产销模式拓展全球市场。通过海外并购与本土化运营，公司创新地构建了覆盖全球的研产销网络，一定程度上有效规避汇率折损和海运不确定性，降低成本风险，提升供应链效率，实现更高效的全球化运营。
- **品牌矩阵：**充分利用AQUA、GEA、Fisher&Paykel、Candy、CCR、KWIKOT等子品牌优势，差异化布局海外市场。

图表27：通过收并购完善品牌矩阵

时间	收并购标的	原属国家	品牌/业务	LOGO	影响
2015	海尔集团海外白色家电业务	多国	日本三洋电机（日本及东南亚业务）		整合东南亚及日本市场渠道，强化本土化供应链
2016	美国通用电气（GE）家电业务	美国	GE Appliances		获得高端技术及北美市场渠道，提升全球化研发能力
2018	Fisher&Paykel（FPA）	新西兰	Fisher & Paykel		补充高端厨电技术，强化新西兰及澳洲市场布局
2019	Candy集团	意大利	Candy		加速欧洲市场渗透，整合中端产品线及欧洲供应链
2024	CCR	多国	CCR（商用制冷）		助力“大冷链”战略，拓展欧洲及亚太商用制冷业务
2024	伊莱克斯	南非	Kwikot（热水器）		巩固南非热水器市场，推动白电产品本地化销售

资料来源：公司官网，太平洋证券整理

➤ **研发方面**，搭建全球共创的数字研发平台实现赋能，在全球设立10+N创新生态体系。

- 1) **研发中心**：在中国、美国、德国、日本、新西兰等拥有10多个研发中心，让当地的研发工程师根据当地用户需求快速创新产品方案；
- 2) **研发平台**：布局HOPE创新生态平台，开放链接全球25万技术专家和100万优质资源，加速全球创新资源围绕用户需求的高效协同。创新体系覆盖北美、欧洲、南亚等区域，本地化研发团队针对区域特点开发产品，快速响应不同市场的创新需求。

图表28：重视全流程AI+数字化研发



资料来源：海尔智家2025生态大会，太平洋证券整理

图表29：搭建HOPE创新生态平台

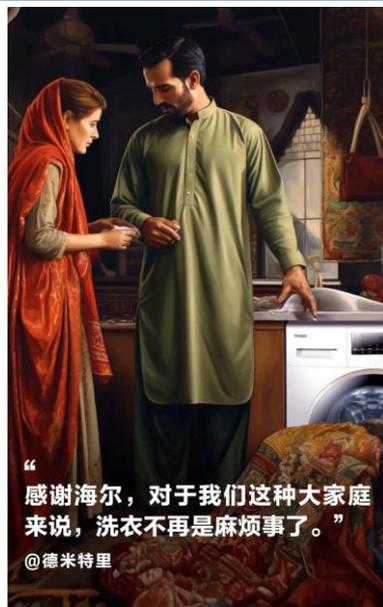


资料来源：海尔智家2025生态大会，太平洋证券整理

- **空调案例：**针对中东高温环境开发强冷空调，针对东南亚的湿热气候创新了UV健康智能空调，可快速除湿除菌，具有自清洁技术，显著提升了产品竞争力。
- **洗衣机案例：**在巴基斯坦，基于当地家庭人数多、喜欢穿大袍子的特点，公司为当地人专门设计了大容量全自动洗衣机，一次能洗32件大袍子；由于空调是当地必需品，公司创新太阳能混合空调，在晴天利用太阳能，阴天和夜晚则切换到电网供电，在节能环保方面表现优秀。

图表30：为东南亚地区研发UV健康自清洁空调受到市场欢迎

图表31：为巴基斯坦设计大容量全自动洗衣机



“感谢海尔，对于我们这种大家庭来说，洗衣不再是麻烦事了。”
@德米特里

资料来源：中国日报，太平洋证券整理

资料来源：海尔上海微信公众号，太平洋证券整理

➤ **生产方面**，海尔形成了完整的全球供应链布局。

➤ **全球产能**：整体来看，截至2024年，公司在全球拥有1.6亿台+产能。其中，制冷产能4000万台+，洗涤产能4000万台+，热水器产能2000万台+，厨电产能1500万台+，空调产能3000万台+。

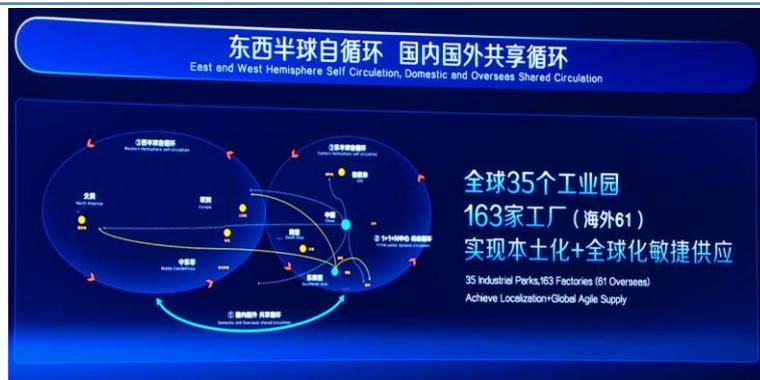
➤ **全球循环**：AI赋能柔性供应链体系，公司已拥有35个工业园区、163个制造中心（其中海外拥有61个），形成东西半球自循环+国内国外共享循环的良性体系。

图表32：全球产能超过1.6亿台



资料来源：海尔智家2025生态大会，太平洋证券整理

图表33：形成东西半球自循环+国内国外共享循环体系



资料来源：海尔智家2025生态大会，太平洋证券整理

- **海外产能覆盖北美、欧洲、东南亚等核心市场。**公司通过收购和自建相结合的方式，不断扩大海外产能，如在泰国、越南、墨西哥等地新建或扩建工厂，以满足当地及周边市场的需求。
- **通过本地化生产，公司减少了跨境结算需求。**例如，其在北美、欧洲和东南亚的工厂直接雇佣当地员工，使用当地采购的原材料，显著降低了因汇率波动带来的成本风险。我们认为，公司在埃及、泰国等地建立生产基地，不仅能够有效规避美国对中国设置的高额关税，还能够通过本地化采购和生产缩短供货周期，赋能供应链效率持续提升。

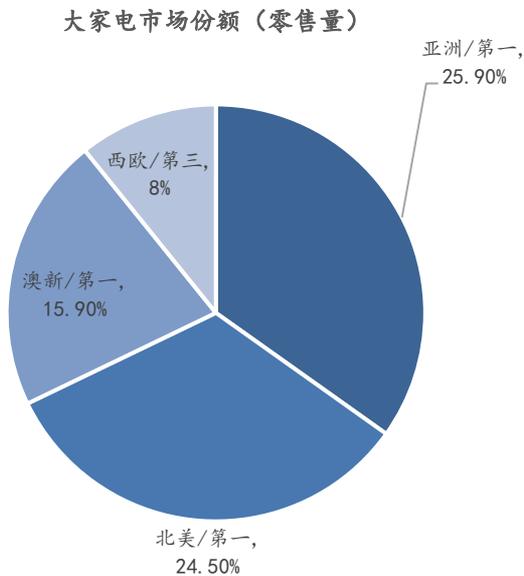
图表34：海外产能覆盖北美、欧洲、东南亚等核心市场

地区	主要工厂	产品类型及产能	地位及优势
东南亚	印尼勿加泗工厂	空调、电视等（年产能超过160万台）	东南亚重要生产基地
欧洲	土耳其埃斯基谢希尔工厂、意大利厄尔巴岛工厂	干衣机、厨电	海尔欧洲零废物认证与98%回收率领跑绿色制造
中东非	埃及生态园	空调、电视及洗衣机（总家电年产能超90万台）	通过海纳云数字孪生管理平台实现智能化、数字化、柔性化生产
美国	美国约10座工厂	冰箱、洗衣机、空调、热水器、厨电等	在美国实现家电全品类本土化生产，2024年本土Roper厨电工厂升级，GEA的HVAC收入+70%

资料来源：公司公告，公司微信公众号，太平洋证券整理（注：仅选取部分代表性工厂）

- **销售方面**，公司在全球有成熟的销售渠道布局。公司拥有126个营销中心和23万个销售网点，覆盖主流渠道与专业市场，提升交付效率。市场份额持续突破，在多个主要国家进入第一梯队，美国核心家电领跑，巴基斯坦份额40%+，澳洲整体份额领先。
- **多品牌矩阵本地化运营促进销量增长**：GEA助力公司在北美大家电市场的零售量份额增长至2024年的24.5%；2024年收购南非市场具有百年历史、份额58%的热水器品牌Kwikot进一步拓展市场潜力。

图表35：公司在多个主要区域大家电份额领先



图表36：公司在多个主要国家销售进入第一梯队



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

资料来源：海尔智家2025生态大会，太平洋证券整理

(二) 分区域市场

□ 北美：市场不确定性因素存在，本地化能力巩固领先地位

- **市场不确定之下，高能效节能产品仍有相对确定性需求：**根据OECD预测，2025年美国经济增长速为1.9%，美联储预PCE通胀率为2.7%，关税政策或影响消费者可支配收入和企业投资意愿，家电市场需求面临压力。尽管如此，受制于高通胀背景下的刚性需求，高能效和节能型家电产品有望将持续受到消费者青睐。
- **公司针对北美需求持续创新业务：**2024年，公司在北美市场实现销售收入795.29亿元，同比稳健。2024年初上市Apex独立式烤箱新品，冰箱、制冰机、洗烘一体机等品类持续升级，能效不断优化，帮助公司在Lowes厨电部门排名第一，并签约更多建筑商渠道新客户；空气与水产业的商用空调业务借综合暖通空调解决方案推出实现+70%增长，风管式空调收入增长10倍。美国本土建厂亦在成本控制、供应链效率提升等方面增强公司本土化能力。

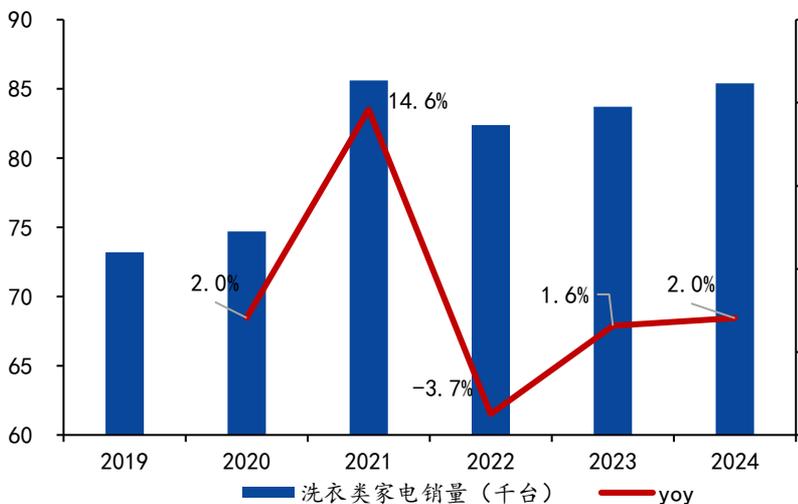
图表37：针对北美需求，业务持续创新

业务类别	业务发展及产品创新情况
制冷产业	高端BM冰箱成为行业爆款，公司保持市场份额第一
厨电产业	GE Appliances推出高端新品，坚持高端产品战略，提升品牌产品竞争力
衣物洗涤	Combo Core洗干一体机上市，比传统直排电干衣机节能50%，实现2小时快速洗烘
智慧楼宇	DFS产品推出，具备SmartHQ控制和OTA功能，低温制热性能出色，SEER2高达27
水产业	热泵热水器推出，采用先进热泵技术，达到美国能耗新标准

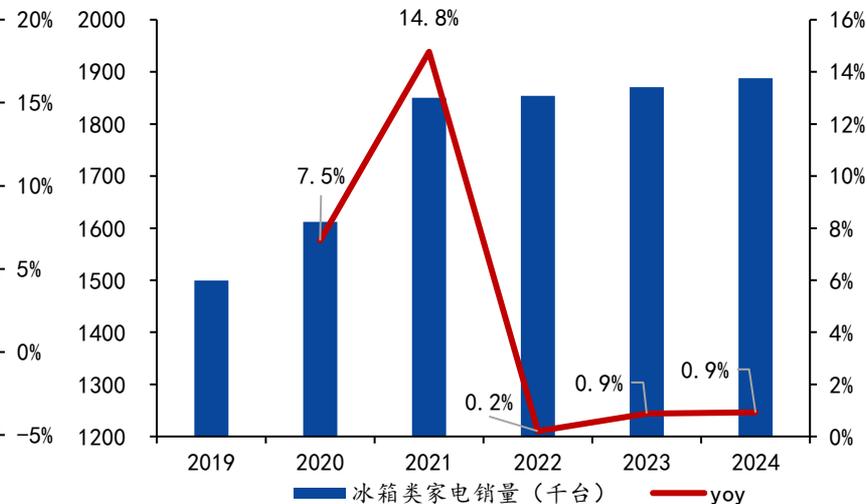
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

►公司在美国市场的主要品类家电零售量恢复稳步增长。消费类家电零售量从2019年的300.25万台增至2024年的384.71万台（CAGR达5.1%），大家电从2019年的191.06万台增至2024年的233.7万台（CAGR达4.1%）小家电从2019年的109.19万台增至2024年的151万台（CAGR达6.7%），洗碗机、家用洗衣设备、微波炉、制冷家电等品类零售量均稳步上升，2019-2024年CAGR分别达。其中，家用洗衣设备2022年稍有回落，2024年恢复增长。我们认为，整体而言，公司美国市场持续开拓，产品多样化能力提升，市场份额逐步扩大，品牌影响力持续增强。

图表38：公司在美国市场的洗衣类家电销量稳步回升



图表39：公司在美国市场的冰箱类家电销量近年较为稳定



资料来源：欧睿，太平洋证券整理

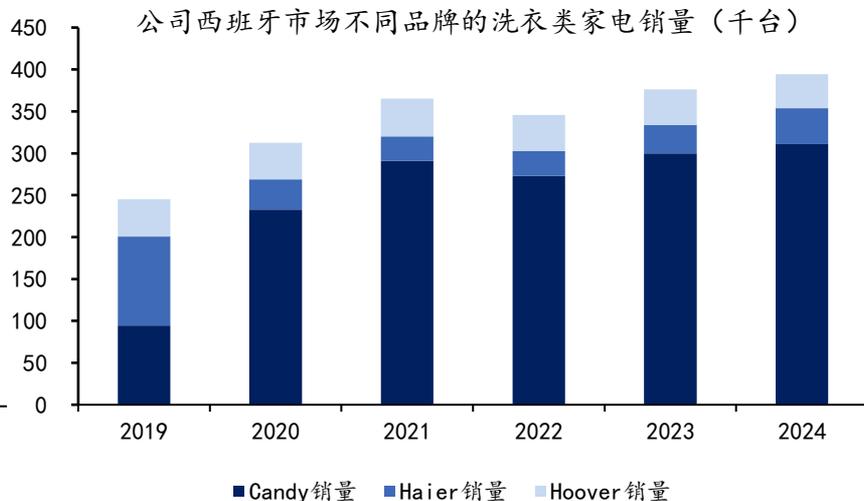
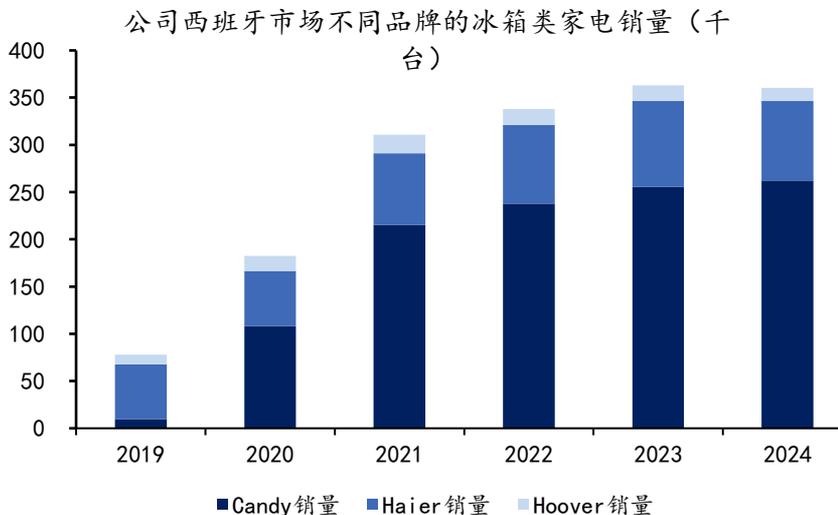
资料来源：欧睿，太平洋证券整理

欧洲：高端产品创新+品牌合作深化助力市场增长，品牌影响力升级

➤ 欧洲市场增速优于行业，高端品份额提升。2024年，公司在欧洲市场实现销售收入320.89亿元，同比+12.42%。公司销售收入增速显著优于东欧6.0%、西欧5.7%的行业销售额增速，显示出公司在欧洲市场的强劲竞争力和发展态势。具体来看，公司在西班牙市场的表现较为优秀，高端产品如多门冰箱和X11系列洗衣机在1000欧元以上价格段的份额从0.6%提升至8%，Candy品牌、Haier品牌销量稳步增长。

图表40：2024年西班牙Candy冰箱销量26.2万台（同比+2.6%）

图表41：Candy/Haier洗衣类家电西班牙市场恢复，2024年销量达31.1/4.3万台（同比+3.8%/+25.9%）

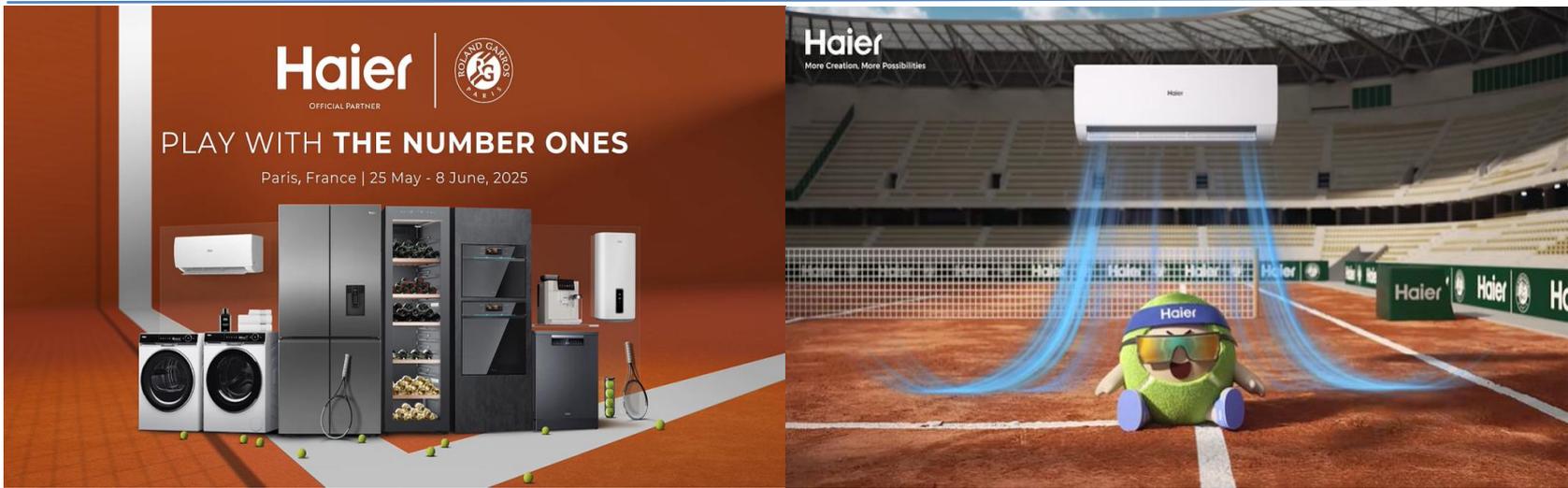


资料来源：欧睿，太平洋证券整理

资料来源：欧睿，太平洋证券整理

- 产品和服务持续升级，满足欧洲消费者在容量、能效和保鲜方面的需求。例如，推出的Candy Fresco 700系列冰箱，凭借创新的Panaroma照明系统、环回新风技术和自适应湿度区域，仅用三个月时间便跃居西班牙热销榜首位，并在意大利市场跻身前十。
- 公司在欧洲市场的品牌营销进一步深化，品牌力持续提升。2024年，公司与罗兰—加洛斯（Roland-Garros）、Nitto ATP年终总决赛以及多项ATP赛事续签战略合作关系，2025年，赞助马德里公开赛、法网等头部体育赛事，进一步扩大品牌影响力。目前海尔品牌在欧洲知名度约30%，在法国达到47%。

图表42：2025年海尔已连续三年赞助法网



资料来源：公司公众号，太平洋证券整理

□ 澳新：市场份额稳步提升，产品创新提升品牌竞争力

- ▶ 公司在澳新市场的份额稳步提升。2024年，公司在澳新市场实现销售收入66.42亿元，同比+8.14%，优于澳新消费型家电2.1%销售额增速。
- ▶ 澳大利亚市场：公司市场份额增加2pct，跃居行业第一。其中，洗护类份额+3pct，冰箱+2pct，洗碗机+4pct，厨电+5pct。
- ▶ 新西兰市场：公司继续保持领先地位，海尔品牌实现两位数增长，实现领跑。

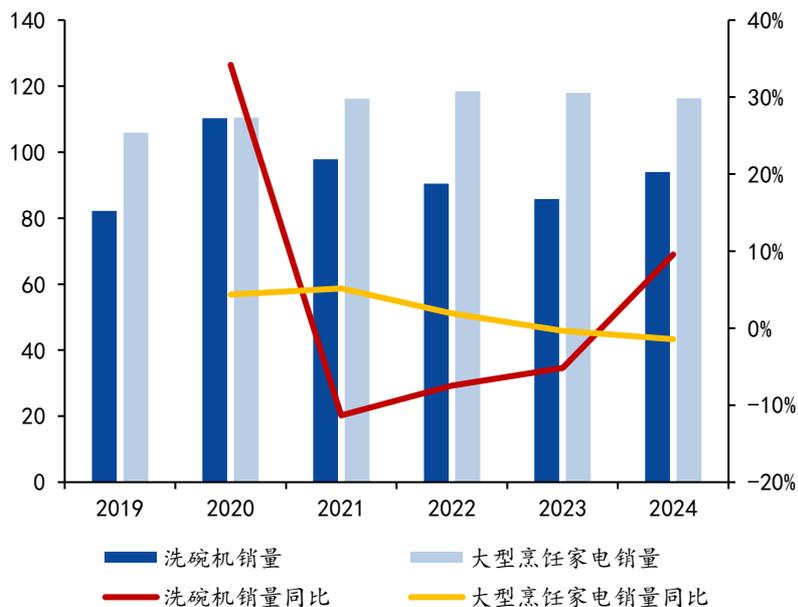
图表43：在澳新市场持续推出前沿产品，满足消费者对高效节能、高端产品的需求

产品名称	市场表现及成就
海尔 8 星能效冰箱	受到 TGG 和 HVN 等经销商青睐，在相应容量范围内市场份额提升 8pct
Gemini 洗烘一体机和 Hero 系列	作为首款零售价超 3000 澳元的产品，带动市场份额增长 15pct
超薄热泵干衣机	凭借 7 星能效性能，助力市场份额提升 9pct
FPA 高端厨电	推出包括烤箱、微波炉和蒸汽炉在内的高端系列产品，进一步巩固市场地位

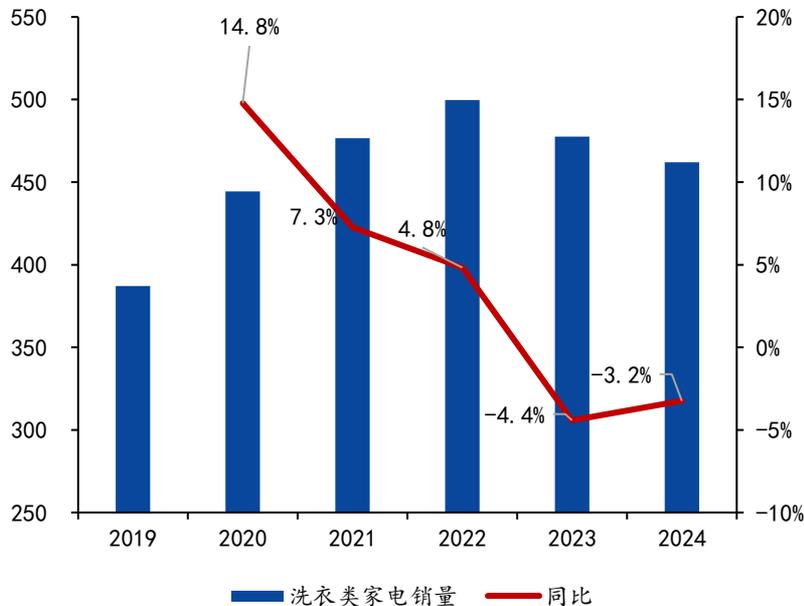
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

►从零售量看，2024年澳新市场洗碗机增速较快。2024年洗碗机销量达9.4万台，同比+9.6%（2019-2024年CAGR 2.7%）；大型烹饪家具2019年销量10.6万台，2024年达11.6万台（2019-2024年CAGR 1.9%）。洗衣类家电得益于公司产品研发和创新，销量从2019年的38.7万台增长至2024年的46.2万台（2019-2024年CAGR 3.8%）。

图表44：澳新市场洗碗机/大型烹饪电器2024年销量分别为9.4/11.6万台，同比+9.6%/-1.4%



图表45：澳新市场洗衣类家电2019-2024年CAGR 3.8%



资料来源：欧睿，太平洋证券整理

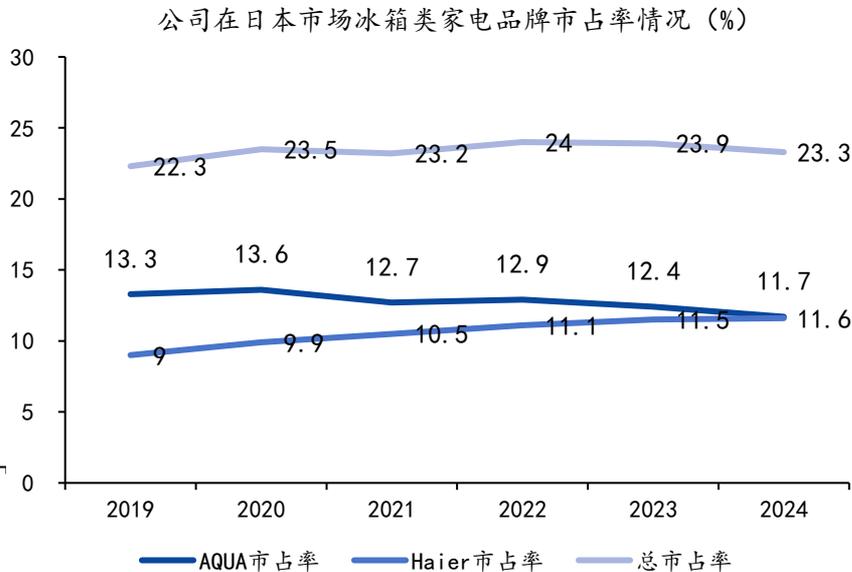
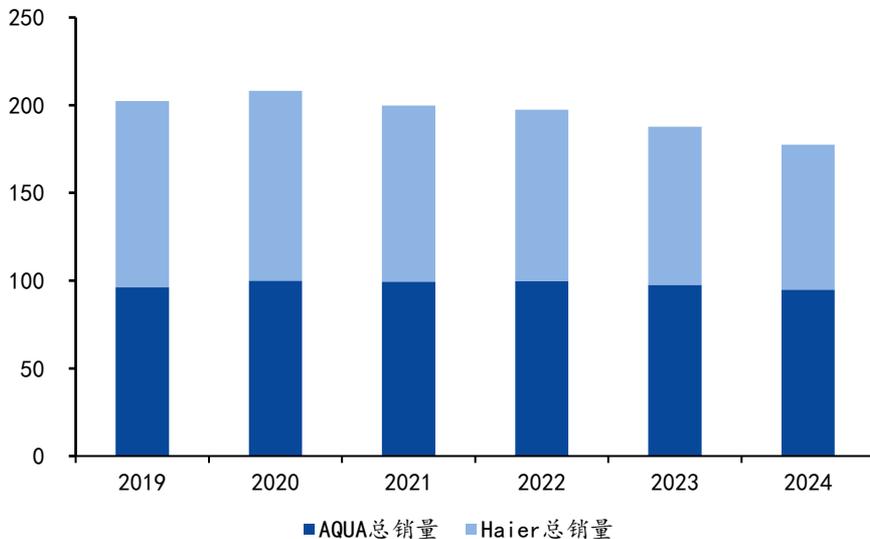
资料来源：欧睿，太平洋证券整理

日本：双品牌战略持续引领，市场份额增长优秀

- Haier 差异化+AQUA 高端双品牌运营，日本市场份额增长较快。2024年，公司在日本市场实现销售收入34.26亿元。
- 分品类来看，冰箱：公司市场份额+2pct，达到16.5%，位居行业第二；冷柜：公司市场份额达到40.1%，稳居行业第一；洗衣机：公司市场份额+3pct，达到17.0%，位居行业第三。

图表46：AQUA品牌销量稳定

图表47：双品牌运营助力公司冰箱类家电市占率保持稳定，Haier市占率维持上升趋势



资料来源：欧睿，太平洋证券整理

资料来源：欧睿，太平洋证券整理

- **产品创新上**，公司在日市场持续推出前沿产品，满足消费者对高效节能和高端产品的需求；TX冰箱系列：采用智能温湿度控制技术，实现了行业领先的全空间保鲜；8kg洗衣机：体积极致小巧，搭载PTC烘干模块，性能领先同类产品；10kg热泵烘干一体机：在10kg洗衣机市场份额达47.2%，稳居市场首位。
- **品牌营销上**，公司宣布羽生结弦为新品牌代言人，本土体育明星高影响力+挑战创新精神与海尔“不断超越”的品牌追求高度一致，本地化品牌营销具备较强的精准性。

图表48：AQUA TX系列冰箱能保鲜性能优秀



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

图表49：公司宣布羽生结弦为新品牌代言人

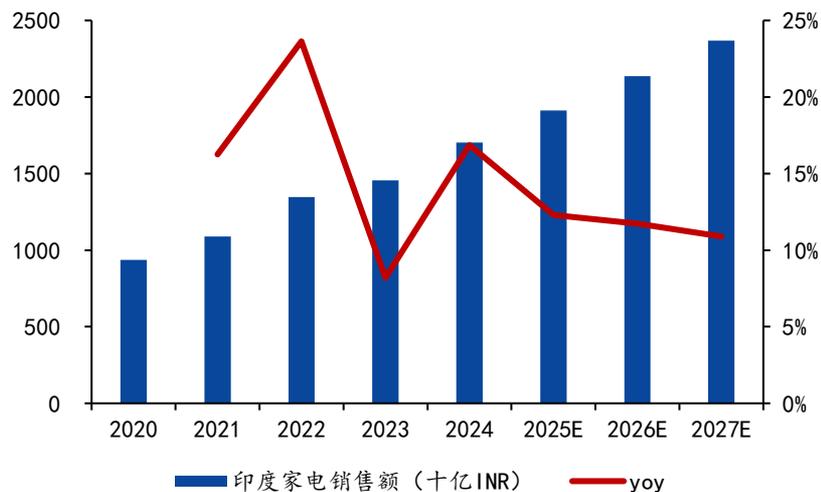


资料来源：公司官网，太平洋证券整理

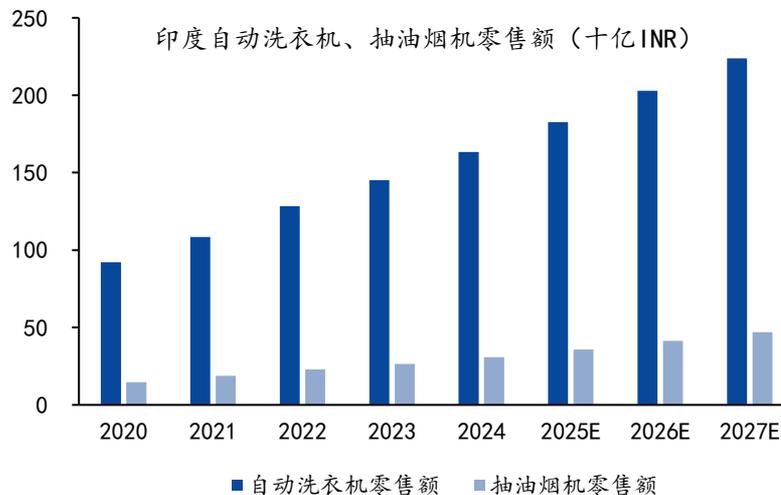
□ 南亚：收入增长较快，印度市场值得关注，市场具备高潜力

- 南亚市场系结构性高潜力市场。2024年，公司在南亚市场实现收入115.25亿元，同比+21.05%。印度市场实现显著增长，2024年收入同比增幅超30%，2022-2024年CAGR 24%，稳居行业前三。
- 以印度为例，在核心家庭数量增加、夏季延长和城市化进程加快的推动下，印度的家用电器在2024年实现较快增长，零销量同比+6.5%，零售额同比+16.9%。人们的观念和生活方式也推动了电器的需求增加：空调从奢侈品转变为被视为必需品、自动洗衣机深受双工家庭欢迎、消费者越来越意识到在烹饪时消除异味和烟雾的好处，因此独立式抽油烟机的需求较为强劲。

图表50：印度家电2024年零售额同比+16.9%，未来三年预计维持两位数增长



图表51：印度市场自动洗衣机和抽油烟机增长强劲

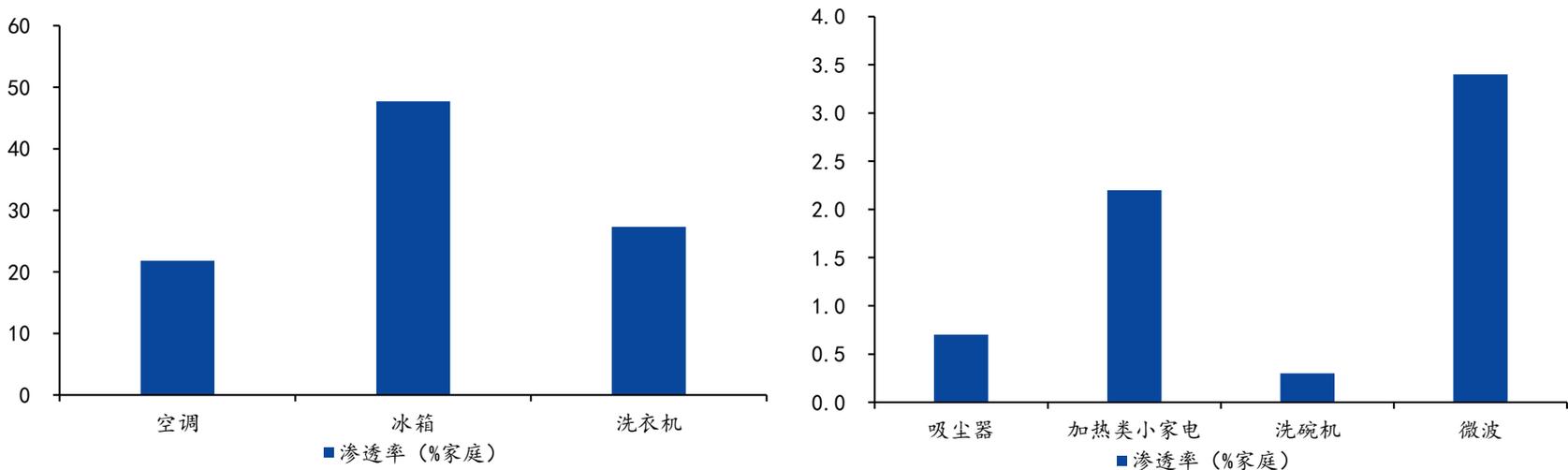


资料来源：欧睿，太平洋证券整理

资料来源：欧睿，太平洋证券整理

- 印度家电行业目前处于快速发展阶段。2024年冰箱/洗衣机/厨电/空调行业增速各达到5%/3%/1%/28%，在空调需求拉动下，2024A家电行业销量同比增长8.6%，销售额同比增长10.4%，整体均价上涨2%。
- 整体渗透率较低，市场潜力充足：印度大家电仅5000万台，而小家电渗透率更低，吸尘器等品类渗透率不到1台/百户，2024年行业增速预计达到20%+。
- 然而，印度市场也面临供应链复杂、物流效率低等挑战，我们认为，企业本土化供应链能力尤为重要。

图表52：印度家电渗透率较低，2024年空调/冰箱/洗衣机渗透率分别为21.8%/47.8%/27.3%，部分小家电渗透率更低，增长空间大



资料来源：欧睿，太平洋证券整理

➤通过“三位一体本土化”战略深度融入当地市场，实现全面竞争力提升。

➤1) 产品本土化：以印度消费者需求为核心，针对印度家庭储藏习惯，设计大冷藏、小冷冻的冰箱结构；针对高温环境推出的强冷5星能效空调、针对素食主义消费者对冷藏的高需求，海尔推出83%冷藏容积的变温侧T对开门冰箱、获得年度金奖的高效节能冷柜等，带动2024年收入超过10亿美金，同比增长超过30%；针对高耐用性需求，推出大容量、耐用型洗衣机。

图表53：结合印度市场需求升级产品



资料来源：海尔智家2025生态大会，太平洋证券整理

图表54：推出83%冷藏容积的S+冰箱，成为亚马逊最畅销的冰箱型号，推动海尔大冰箱增幅超70%



资料来源：公司官方微信公众号，太平洋证券整理

➤2) **制造本土化**：近年日系、韩系、中资企业在印度白电产能布局加速，集群效应明显。海尔在印度建立起日益完善的制造体系，已拥有西部和北部工业园，总产能约700万台/年，并计划2027年前新增5座智能化工厂，覆盖空冰洗等高增品类。

➤3) **市场本土化**：公司通过“四网合一”（渠道、营销、服务、物流）策略，全面覆盖印度市场：渠道上，线上线下一联动，覆盖线下26,000家；营销上，通过ATL（广告营销）、BTL（线下活动）和APP推广，提升品牌影响力；服务上，7000+工程师帮助服务响应；物流上，34个仓库，实现90%区域48小时内配送。

图表55：中国家电企业在印度加速布局



图表56：海尔在印度践行“四网合一”本土化



资料来源：产业在线，太平洋证券整理

资料来源：海尔智家2025生态大会，太平洋证券整理

目录

- 1 海尔智家：出海先行者，全球化布局+本土化运营领先
- 2 行业分析：外部环境风起云涌，新兴市场结构性机遇浮现
- 3 公司分析：研产销“三位一体”，南亚市场展现高潜力
- 4 投资建议
- 5 风险提示

(一) 关键假设

- 1) 电冰箱：**美国市场盈利回升，新品上市助力增长，高端品牌卡萨帝带动营收向上。我们预计2025-2027年收入分别+4.95/+6.80/+5.75%，毛利率分别为29.95/30.57/30.90%。
- 2) 洗衣机：**leader品牌三筒洗衣机有望打造爆款，卡萨帝加码线上，拉动收入及盈利提升。我们预计2025-2027年收入分别+9.50/+5.50/+5.70%，毛利率分别为31.69/31.72/32.04%。
- 3) 空调：**借冰洗传统优势业务加速提升空调产品力，pop变革及数字营销增长可期。我们预计2025-2027年收入分别+11.00/+7.53/+6.75%，毛利率分别为24.28/24.52/24.69%。
- 4) 厨卫电器/渠道综合服务及其他/水家电：**我们认为，公司业务有望稳健增长，盈利能力逐年向好。

图表57：海尔智家分业务收入拆分

分业务	2024	2025E	2026E	2027E
电冰箱				
收入 (亿元)	832.41	873.61	933.02	986.67
YOY	1.96%	4.95%	6.80%	5.75%
毛利率	30.77%	29.95%	30.57%	30.90%
毛利 (亿元)	256.17	261.65	285.26	304.90
洗衣机				
收入 (亿元)	630.28	690.16	728.12	769.62
YOY	2.87%	9.50%	5.50%	5.70%
毛利率	31.38%	31.69%	31.72%	32.04%
毛利 (亿元)	197.76	218.71	230.97	246.62
空调				
收入 (亿元)	490.56	544.52	585.52	625.05
YOY	7.44%	11.00%	7.53%	6.75%
毛利率	23.87%	24.28%	24.52%	24.69%
毛利 (亿元)	117.09	132.23	143.55	154.35
厨卫电器				
收入 (亿元)	411.11	436.60	464.46	486.76
YOY	-1.15%	6.20%	6.38%	4.80%
毛利率	29.34%	28.80%	29.22%	29.29%
毛利 (亿元)	120.60	125.75	135.74	142.59
渠道综合服务及其他				
收入 (亿元)	323.96	348.45	366.39	383.07
YOY	16.13%	7.56%	5.15%	4.55%
毛利率	8.60%	7.89%	8.02%	8.29%
毛利 (亿元)	27.88	27.50	29.39	31.74
水家电				
收入 (亿元)	157.51	165.62	174.23	182.24
YOY	4.93%	5.15%	5.20%	4.60%
毛利率	41.61%	40.35%	40.46%	40.60%
毛利 (亿元)	65.55	66.82	70.50	74.00
其他业务				
收入 (亿元)	13.99	15.34	16.24	17.58
YOY	23.22%	9.66%	5.88%	8.26%
毛利率	70.78%	33.10%	36.33%	37.27%
毛利 (亿元)	9.90	5.08	5.90	6.55
总计				
收入 (亿元)	2859.81	3074.30	3267.98	3450.99
毛利 (亿元)	794.94	837.75	901.31	960.75
毛利率	27.80%	27.25%	27.58%	27.84%

资料来源：太平洋证券整理

(二) 盈利预测与估值

海尔智家作为家电出海先行者，深耕高潜力海外市场，研产销“三位一体”全球化优势突出，具备较强的外部经济环境波动应对能力。

估值方面，我们选择与公司业务布局相似的白电龙头美的集团、格力电器、海信家电作为可比公司。考虑到公司作为综合龙头，家电全品类布局广泛，在冰洗传统优势业务的基础上发力空调，高端品牌占据消费者心智，全球化布局+本土化运营能力领先，且公司估值处于历史较低水平，具备广阔的成长空间，我们预计，2025-2027年公司归母净利润分别为213.07/238.23/262.82亿元，对应EPS分别为2.27/2.54/2.80元，当前股价对应PE分别为11.38/10.18/9.23倍。维持“买入”评级。

图表58：可比公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价	归母净利润增速 (%)				PE (倍)				EPS			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
000333.SZ	美的集团	73.48	14.29	12.25	9.21	8.89	14.94	13.02	11.92	10.95	5.03	5.64	6.16	6.71
000651.SZ	格力电器	46.74	10.91	9.88	7.49	6.83	7.91	7.40	6.89	6.45	5.75	6.31	6.79	7.25
000921.SZ	海信家电	26.35	17.99	13.92	12.05	11.05	11.96	9.57	8.54	7.69	2.42	2.75	3.08	3.42
			平均				11.60	10.00	9.12	8.36				
600690.SH	海尔智家	25.85	12.92	13.69	11.81	10.32	14.09	11.38	10.18	9.23	2.02	2.27	2.54	2.80

资料来源：携宁，Wind，太平洋证券整理（注：收盘价截至2025年7月4日，除海尔智家外，其余均采用wind一致预期）

图表59：海尔智家盈利预测

资产负债表 (百万)						现金流量表 (百万)						预测指标					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	57,256	55,584	65,071	74,322	82,099	经营性现金流	26,536	26,543	37,504	40,475	43,722	毛利率	27.49%	27.80%	27.25%	27.58%	27.84%
应收和预付款项	32,865	40,974	44,067	46,831	49,443	投资性现金流	-17,340	-20,074	-17,867	-20,105	-22,003	销售净利率	6.05%	6.55%	6.93%	7.29%	7.62%
存货	39,524	43,044	46,623	49,336	51,912	融资性现金流	-7,921	-7,914	-10,236	-11,119	-13,943	销售收入增长率	12.57%	4.29%	7.50%	6.30%	5.60%
其他流动资产	9,269	12,087	11,732	12,088	12,282	现金增加额	1,526	-1,702	9,487	9,251	7,777	EBIT 增长率	22.21%	13.56%	17.55%	11.37%	9.82%
流动资产合计	138,913	151,690	167,493	182,577	195,735							净利润增长率	12.81%	12.92%	13.69%	11.81%	10.32%
长期股权投资	20,196	20,932	19,339	17,115	15,940							ROE	16.39%	16.83%	17.36%	17.63%	17.66%
投资性房地产	99	246	320	392	490							ROA	6.88%	7.10%	7.33%	7.64%	7.87%
固定资产	33,426	37,519	39,972	41,648	43,499							ROIC	11.49%	11.77%	12.68%	13.06%	13.26%
在建工程	5,952	5,680	6,179	6,874	7,181							EPS (X)	1.79	2.02	2.27	2.54	2.80
无形资产开发支出	12,721	14,302	15,321	16,382	17,715	营业收入	274,205	285,981	307,430	326,798	345,099	PE (X)	11.73	14.09	11.38	10.18	9.23
长期待摊费用	747	598	598	598	598	营业成本	198,838	206,487	223,655	236,667	249,023	PB (X)	1.96	2.40	1.98	1.79	1.63
其他非流动资产	187,928	210,837	231,386	252,804	272,506	营业税金及附加	1,152	1,276	1,332	1,437	1,506	PS (X)	0.72	0.93	0.79	0.74	0.70
资产总计	261,068	290,114	313,114	335,813	357,929	销售费用	32,727	33,586	33,571	35,621	37,547	EV/EBITDA (X)	6.52	8.44	5.99	5.18	4.60
短期借款	10,895	13,784	14,637	16,292	18,091	管理费用	11,874	12,110	12,943	13,726	14,460						
应付和预收款项	72,179	75,737	82,034	86,807	91,339	财务费用	506	973	273	218	80						
长期借款	18,365	9,665	11,874	11,302	8,947	资产减值损失	-1,512	-1,284	-1,944	-1,926	-1,853						
其他负债	52,098	72,538	74,014	77,500	80,952	投资收益	1,699	1,913	1,980	2,145	2,244						
负债合计	153,537	171,725	182,560	191,901	199,329	公允价值变动	17	47	0	0	0						
股本	9,438	9,383	9,383	9,383	9,383	营业利润	20,381	22,912	26,029	29,085	32,084						
资本公积	21,515	20,115	20,115	20,115	20,115	其他非经营损益	-169	-179	-134	-161	-158						
留存收益	73,378	84,585	95,750	108,137	121,802	利润总额	20,212	22,733	25,894	28,925	31,926						
归母公司股东权益	101,266	111,366	122,742	135,129	148,795	所得税	3,123	3,157	3,799	4,130	4,621						
少数股东权益	6,264	7,023	7,812	8,783	9,805	净利润	17,088	19,576	22,096	24,794	27,305						
股东权益合计	107,530	118,389	130,554	143,912	158,600	少数股东损益	492	834	789	971	1,022						
负债和股东权益	261,068	290,114	313,114	335,813	357,929	归母股东净利润	16,597	18,741	21,307	23,823	26,282						

资料来源：携宁，太平洋证券整理（注：收盘价截至2025年7月4日）

目录

- 1 海尔智家：出海先行者，全球化布局+本土化运营领先
- 2 行业分析：外部环境风起云涌，新兴市场结构性机遇浮现
- 3 公司分析：研产销“三位一体”，南亚市场展现高潜力
- 4 投资建议
- 5 风险提示

风险提示

- **海外业务运营风险：**公司业务全球化布局，若当地政策、渠道准入条件等发生变化，则可能对公司海外业务产生不确定性影响。
- **汇率波动风险：**伴随公司全球布局的深入，产品结算涉及美元、欧元等外汇，如果相关币种汇率波动，将对公司财务状况产生不确定性，影响财务成本。
- **宏观经济增速放缓导致市场需求下降的风险：**若居民收入水平以及对未来收入增长的预期变化，对产品购买意愿或有改变，若宏观经济增幅放缓导致用户购买力下降，将对行业增长及公司收入业绩产生负面影响。
- **行业竞争加剧导致的价格战风险：**白电行业充分竞争，产品同质化程度较高，或面临价格战等风险。
- **原材料价格波动的风险：**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，若原材料供应价格持续上涨，或对公司的生产经营构成一定压力。另外，公司依赖第三方供应商提供关键原材料、零部件及制造设备以及OEM供应商，供应受阻或价格大幅上涨均会对公司的业务造成负面影响。

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上；

中性：预计未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间；

看淡：预计未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在15%以上；

增持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于5%与15%之间；

持有：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与5%之间；

减持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路926号同德广场写字楼31楼



投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。