

海尔智家 (600690.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

高端领航，全球纵横

投资逻辑

海尔智家：高端化战略引领者与全球化运营标杆。公司前瞻布局“

高端化+全球化”战略，20 余年持续深耕已确立全球家电龙头地位。
高端化：1) 产品+品牌+渠道构筑坚实壁垒。卡萨帝擅长挖掘高端用户消费痛点，引领高端家电产品创新，品牌上注重高端社群营销，打造七星级服务提高用户粘性，渠道上兼具广度与深度，连续八年稳居高端家电市场份额第一，24Q4 卡萨帝收入同比+30%以上。

2) 套系化+场景化打开增长空间。21 年起卡萨帝连续 4 年推出家电套系产品，加强与场景品牌三翼鸟的融合，24 年套系销量同比+64.6%，套系销售已占到三翼鸟销售的 35%。长期看，卡萨帝有望通过品牌与平台的资源整合，形成从产品销售→套系销售→场景化生活的销售升级，通过价值创新提高客单价及转化率。

全球化：1) 全球高效协同，出海进程领先。海尔产品矩阵完备、产能本土化程度高，品牌运营能力突出，海外发展进程领先。北美份额反超惠而浦后优势持续扩大；东欧快速扩张、西欧稳健增长，有望通过品牌升级+供应链优化推动盈利改善；东南亚/南亚在产业链布局加强+渠道双线突破下 24 年营收同比

+14.8%/+21.05%，中东非埃及产业园进入爬坡阶段，本土化生产+区域辐射能力增强，24 年营收同比+38.25%。**2) 布局加速兑现，潜在空间广阔。**成熟市场方面，海尔全球产业链优势凸显，制造研发等环节领先，品牌升级配合产品创新，增速持续快于行业，近五年北美、西欧大家电销额 CAGR 分别为 4.9%、4.6%，海尔分别为 6.6%、16.1%。新兴市场方面，家电需求规模扩容空间大，海尔渠道拓展、产能建设等前期投入持续兑现，有望充分承接渗透率及人口红利，长期空间广阔。

盈利预测、估值和评级
我们预计 25-27 年公司归母净利润 210 亿/233 亿/258 亿元，同比+12.2%/+10.8%/+10.5%。海尔智家是高端化战略引领者与全球化运营标杆，国内有望凭借卡萨帝带动出货结构优化，套系化+场景化打开长期空间，海外在渠道+产业链布局深化下份额有望进一步增长，我们给予公司 2026 年 13x 的目标 PE 估值，对应目标价为 32.28 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

盈利预测、估值和评级

我们预计 25-27 年公司归母净利润 210 亿/233 亿/258 亿元，同比+12.2%/+10.8%/+10.5%。海尔智家是高端化战略引领者与全球化运营标杆，国内有望凭借卡萨帝带动出货结构优化，套系化+场景化打开长期空间，海外在渠道+产业链布局深化下份额有望进一步增长，我们给予公司 2026 年 13x 的目标 PE 估值，对应目标价为 32.28 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

汇率波动；海外需求波动；原材料价格波动；关税及贸易政策变化。

国金证券研究所

分析师：王刚 (执业 S1130524080001)

wang_g@gjzq.com.cn

分析师：赵中平 (执业 S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

联系人：蔡润泽

cairunze@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：25.35 元

目标价 (人民币)：32.28 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	261,428	285,981	308,864	325,225	342,654
营业收入增长率	7.36%	9.39%	8.00%	5.30%	5.36%
归母净利润 (百万元)	16,597	18,741	21,023	23,300	25,751
归母净利润增长率	12.82%	12.92%	12.17%	10.83%	10.52%
摊薄每股收益 (元)	1.758	1.997	2.241	2.483	2.744
每股经营性现金流净额	2.68	2.83	2.98	3.51	3.87
ROE (归属母公司) (摊薄)	16.03%	16.83%	16.94%	16.86%	16.74%
P/E	11.94	14.25	11.29	10.18	9.21
P/B	1.91	2.40	1.91	1.72	1.54

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

1、海尔智家：高端化战略引领者+全球本土化运营标杆企业.....	5
1.1、深耕家电的全球白电龙头.....	5
1.2 全球化品牌战略效果显著，海内外七大品牌集群覆盖各圈层消费者.....	6
2、高端化：卡萨帝引领，高端市场具备长期增长空间.....	7
2.1 行业端：高端化为破局关键，需求长期具备扩容空间.....	7
2.2 卡萨帝：产品+品牌+渠道构筑壁垒，套系化+生态化打开长期增长空间.....	9
3、全球化：本土运营能力强劲，区域深耕促进稳定增长.....	13
3.1 北美.....	14
3.2 欧洲.....	16
3.3 澳新、日本.....	20
3.4 新兴市场.....	22
4、盈利预测与估值.....	26
5、风险提示.....	27

图表目录

图表 1： 海尔 2011 年起通过持续的海外并购及资源整合拓展全球化事业.....	5
图表 2： 海尔国内外营收情况及同比（单位：亿元）	5
图表 3： 2014 年以来海尔海外业务规模占比稳步提升.....	5
图表 4： 海尔 OBM 本土化运营经验丰富，市场持续拓展.....	6
图表 5： 海尔品牌矩阵丰富，高端品牌布局充分.....	7
图表 6： 国补以来家电需求回温.....	7
图表 7： 24 全年国内线下高端家电份额提升.....	8
图表 8： 25 年 5 月高端家电线上、线下占比保持提升.....	8
图表 9： 2024 年高端家电市场规模预计在 700 亿元以上.....	8
图表 10： 我国中高收入及以上群体规模保持提升.....	9
图表 11： 我国高端家电市场规模敏感性测算.....	9
图表 12： 卡萨帝高端市场份额遥遥领先.....	10
图表 13： 外资品牌洗衣机份额 2016 年起出现明显下滑.....	10
图表 14： 上轮政策刺激后冰洗已经进入存量市场.....	10
图表 15： 2013-2021 卡萨帝国内规模 CAGR 达 31%（单位：亿元）	10
图表 16： 卡萨帝通过技术创新解决现有家电产品的使用痛点.....	10
图表 17： 卡萨帝 AI 之眼五大品类功能创新.....	11
图表 18： 卡萨帝提供更高的服务标准.....	11



图表 19:	卡萨帝定期开展思享荟活动打造高端品牌形象	12
图表 20:	卡萨帝线下体验馆保持高品牌格调	12
图表 21:	目前卡萨帝、Colmo、西门子门店数量	12
图表 22:	海尔持续挖掘下沉渠道潜力	12
图表 23:	三翼鸟平台推出以来,卡萨帝场景化、套系化销售快速增长	12
图表 24:	卡萨帝连续四年推出套系化新品	13
图表 25:	三翼鸟提供的一站式解决方案带动套系化销售	13
图表 26:	15 年以来海尔全球份额持续提升	13
图表 27:	海尔在全球布局完善	14
图表 28:	北美 24 年主要家电品类规模及近五年 CAGR	14
图表 29:	24 年北美核心大家电品类品牌份额表现	15
图表 30:	21 年后海尔北美地区份额超过惠而浦	15
图表 31:	GEA 产品研发生产充分利用海尔全球平台资源	16
图表 32:	海尔收购 GEA 后北美在建工程规模大幅提升(亿元)	16
图表 33:	GEA 与惠而浦产品价格带对比(美元)	16
图表 34:	GEA SKU 型号更丰富	16
图表 35:	欧洲格局相对分散	17
图表 36:	西欧约占欧洲大家电需求的 80%	17
图表 37:	东欧近五年大家电整体销额增速 6.5%,空调规模快速提升	17
图表 38:	我国品牌在东欧市场已经有一定基础,海尔+海信在冰洗厨市场合计份额已在 20%左右	18
图表 39:	西欧 24 年各家电品类的市场规模及增长空间	18
图表 40:	西欧格局相对固化,倍科、博西长期占据较高份额	19
图表 41:	海尔在东欧多个品类实现份额突破	19
图表 42:	CCR 产品主要应用于商业场景	20
图表 43:	22 年 CCR 净利率约 4.7%	20
图表 44:	澳新 24 年各家电品类的市场规模及增长空间	20
图表 45:	24 年澳新各品类品牌份额	21
图表 46:	22 年海尔在澳新市场大家电份额反超伊莱克斯	21
图表 47:	日本 24 年各家电品类的市场规模及增长空间	22
图表 48:	24 年日本各品类品牌份额	22
图表 49:	印度 24 年各家电品类的市场规模及增长空间	22
图表 50:	24 年印度各品类品牌份额	23
图表 51:	印度目前人口年龄中位数处于我国 2000 年水平	24
图表 52:	我国、日韩系家电企业在印度产能布局情况	24
图表 53:	15 年以来海尔在印度冰冷市场份额翻倍	24



图表 54: 东南亚 24 年各家电品类的市场规模及增长空间.....	24
图表 55: 24 年东南亚各品类品牌份额.....	25
图表 56: 我们测算海尔在海外大家电市场未来 5 年 CAGR 有望达到 6%.....	26
图表 57: 盈利预测.....	26
图表 58: 可比公司估值.....	27



1、海尔智家：高端化战略引领者+全球本土化运营标杆企业

1.1、深耕家电的全球白电龙头

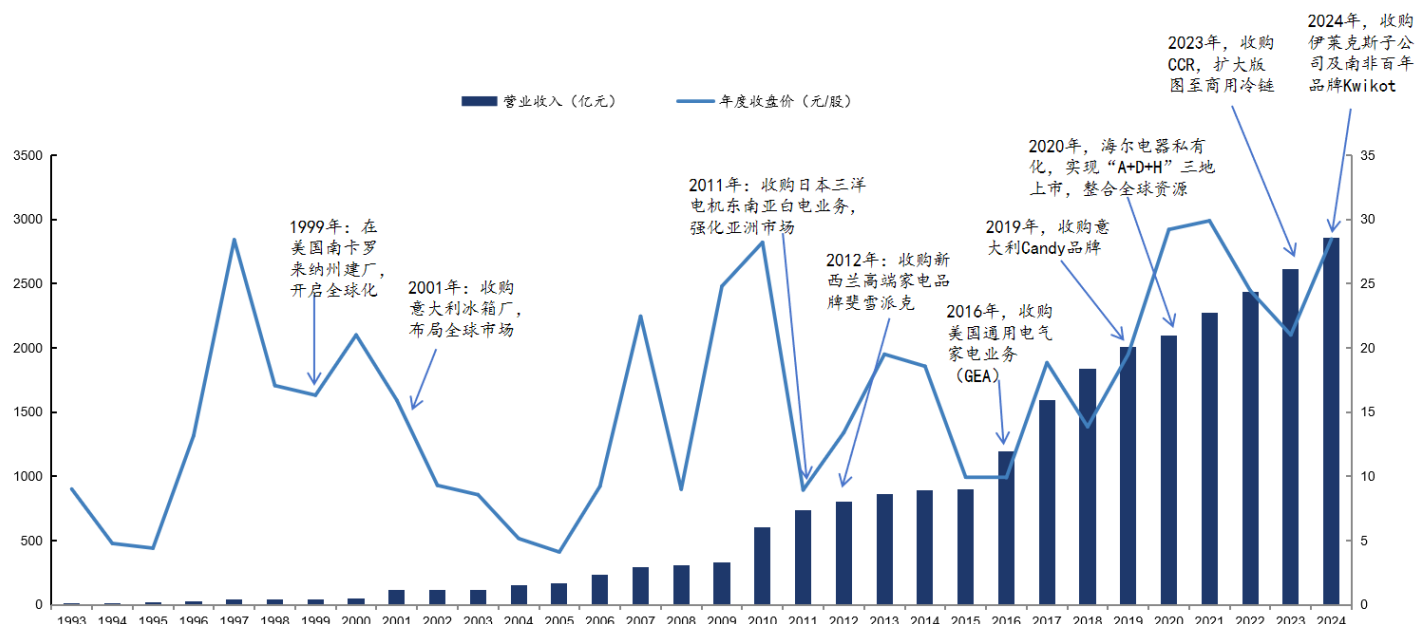
海尔智家前身可追溯至1984年成立的青岛电冰箱总厂，1993年以“青岛海尔”登陆A股，2019年公司证券简称变更为“海尔智家”，标志着全面向智慧家庭生态品牌转型。2020年12月完成海尔电器私有化，实现智家业务板块的整体上市。作为白电三巨头之一，公司通过“自主培育+战略并购”构建起覆盖全球的七大品牌矩阵，展现出显著的全球化运营优势。

海尔前瞻性地布局“高端化+全球化”双轨战略，经过十余年深耕，公司“高端化+全球化”战略已进入收获期：

1) 国内市场，通过海尔（主流市场）、卡萨帝（高端市场）、Leader（年轻化市场）三大品牌实现全价格带覆盖，其中2006年海尔创立高端家电品牌卡萨帝，已连续八年稳居中国高端家电第一品牌，带动海尔出货结构持续优化。

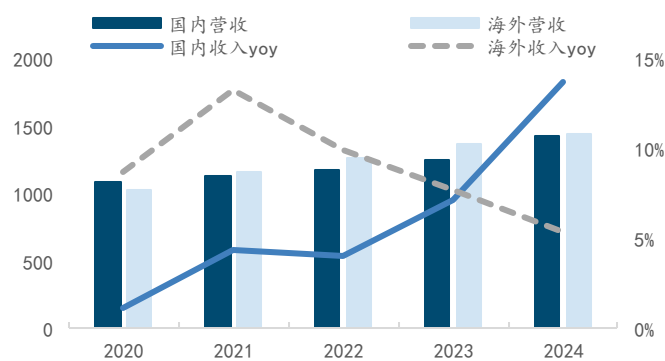
2) 海外市场，经过多年本土化运营，海外营收占比已突破50%。海外收入中欧美为基本盘，24年营收占比近80%，南亚+东南亚+中东非等新兴市场近年持续高增，24年新兴合计营收同比+21%，带动占比提升2pct至14.6%。

图表1：海尔2011年起通过持续的海外并购及资源整合拓展全球化事业



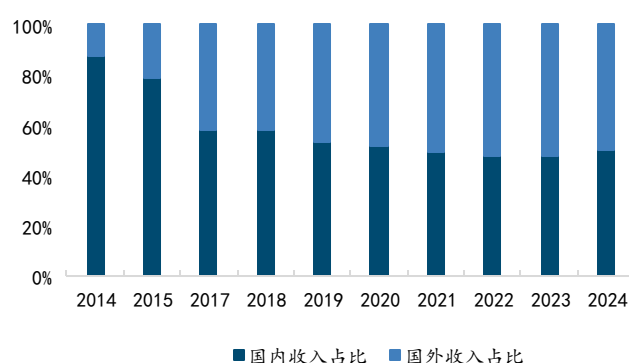
来源：Wind，公司官网，国金证券研究所

图表2：海尔国内外营收情况及同比（单位：亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

图表3：2014年以来海尔海外业务规模占比稳步提升



来源：Wind，国金证券研究所



1.2 全球化品牌战略效果显著，海内外七大品牌集群覆盖各圈层消费者

海尔智家自 1998 年启动国际化战略，2005 年升级为全球化品牌战略，2016 年实现欧美市场关键突破，通过“资源协同+本土化运营”构建竞争壁垒。在全球市场的战略布局中，通过一系列并购举措，不断拓展其业务版图，提升品牌影响力和市场竞争力。

1) 品牌战略探索阶段：

2011 年，海尔以 100 亿日元左右的价格收购了日本三洋在日本和东南亚地区的洗衣机、冰箱等电器业务，涉及三洋在日本本土及东南亚地区的 9 家全资或合资公司的全部股权。此次收购使海尔在日本及东南亚市场获得了更广泛的渠道资源和品牌影响力，为后续在该地区的市场拓展奠定了坚实基础。

2012 年，海尔以 7 亿美元的价格收购新西兰家电企业斐雪派克（收购分多次进行，目前控股比例已达到 100%）。斐雪派克作为新西兰国宝级品牌，拥有先进的技术和良好的品牌形象，此次并购进一步提升了海尔在高端家电市场的技术实力和品牌竞争力，同时也为其在澳洲及全球市场的布局增添了重要砝码。

2) 全球化品牌战略成熟阶段：

2016 年，海尔收购通用家电 100% 股权，交易全部价款的总额约为 55.8 亿美元。通用电气家电在美国市场具有深厚的品牌根基和广泛的渠道网络，此次收购使海尔成功打入美国中高端市场，实现了品牌溢价，同时也完善了海尔在全球市场的布局，提升了其在全球家电行业的影响力。

2019 年，海尔智家收购意大利公司 Candy 100% 股权。Candy 在欧洲市场具有较高的知名度和市场份额，此次并购进一步巩固了海尔在欧洲市场的地位，增强了其在欧洲市场的竞争力，同时也为海尔在全球市场的多元化发展提供了新的机遇。

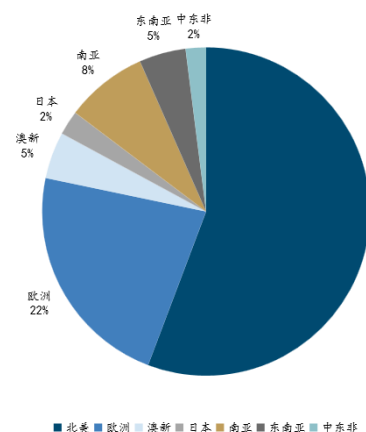
2024 年，海尔智家收购 CCR 和 Kwikot 全部股权。CCR 的收购助力海尔智家大冷链战略推进，拓展了海尔在商用制冷领域的业务版图，为公司欧洲市场发展提供有力支撑的同时，进一步促进亚太等地区商用制冷业务发展；收购南非百年热水器品牌 Kwikot，巩固海尔智家在热水器领域的业务布局，并进一步促进白电业务快速深入南非市场。

图表4：海尔 OBM 本土化运营经验丰富，市场持续拓展

海尔几次重要收购及战略意义

品牌战略探索阶段		明确海外战略，进军成熟市场		未来展望
2011	2012	2016	2019	2024
日本及东南亚：收购日本三洋电机白电业务，包括 AQUA 品牌	澳新市场：新西兰国宝级电器品牌 Fisher & Paykel	美国市场：通用电气家电业务 (GEA)	欧洲市场：意大利 Candy 公司	欧洲和新兴市场：开利商用制冷 CCR、南非百年热水器品牌 Kwikot
填补日本空白，获得 AQUA 品牌，奠定越南、泰国等地的扩张基础	高端品牌矩阵补齐，获得洗衣机直驱电机技术，实现技术跃迁	切入北美家电市场腹地，收获北美渠道及供应链资源	获得了壁垒较高的欧洲渠道资源及欧洲本土产能	将版图拓展至商用冷链板块，强化了海尔欧洲的售后服务体系

2024年海尔智家海外营收分区域拆解



来源：公司官网，公司公告，国金证券研究所

七大品牌集群覆盖全球各圈层消费者。海尔智家已构建起七大核心品牌矩阵（海尔、卡萨帝、Leader、GE Appliances、Candy、Fisher & Paykel、AQUA），实现全球市场主要客群覆盖。

分区域看，

- ◆ 中国：构建“卡萨帝（高端）+海尔（主流）+Leader（年轻化）”的品牌矩阵，全面覆盖不同消费层级。



- ◆ 欧美：北美市场通过"Monogram（超高端定制）+Café（轻奢）+GE Profile（高端全能）+GE（中高端）+Haier（主流）+Hotpoint（经济型）"六大品牌实现市场全渗透；欧洲市场依托海尔、Candy 两大品牌占据大众市场。
- ◆ 亚太+澳新：日本市场采用"AQUA+海尔"双品牌战略，澳新则以当地国民品牌 FPA 主攻高端市场，海尔品牌定位中端市场。
- ◆ 新兴：AQUA 品牌在东南亚市场已经具有品牌知名度。2024 年公司战略性收购 Kwikot（南非专业热水器），进一步加强新兴市场布局。

图表5：海尔品牌矩阵丰富，高端品牌布局充分

近 100%自有品牌布局	定位层级	覆盖市场	目标用户
卡萨帝 (Casarte)	超高端	中国、全球高端市场	高净值人群、品质生活追求者
海尔 (Haier)	主流全能	全球主要市场	中产家庭、全年龄段用户
Leader	年轻化细分	中国	Z 世代、性价比敏感用户
GE Appliances	中高端	北美	本土化中高端家庭
Monogram (GEA 子品牌)	超高端定制	北美	顶级豪宅业主、设计师
Café (GEA 子品牌)	轻奢个性化	北美	年轻高收入家庭
GE Profile (GEA 子品牌)	高端全能	北美	技术先锋家庭
Hotpoint (GEA 子品牌)	经济实用	北美	性价比敏感用户、租赁市场
Candy	大众时尚	欧洲、中东、拉美	都市家庭、性价比用户
Fisher&Paykel	奢华艺术	澳洲、北美、亚太高端市场	设计美学爱好者、高端客群
AQUA	区域专业化	日本、东南亚	本土化需求敏感用户
CCR (2024 新增)	商用制冷专家	欧洲、亚太	商业客户（餐饮、医疗）
Kwikot (2024 新增)	专业热水解决方案	南非及撒哈拉以南非洲	家庭及商业热水用户

来源：公司官网，国金证券研究所 注：标红为海尔旗下高端品牌

2、高端化：卡萨帝引领，高端市场具备长期增长空间

2.1 行业端：高端化为破局关键，需求长期具备扩容空间

短期看，国补带动下家电需求景气提升。24Q3 以来，受益于国补政策刺激，家电需求景气度快速回温，主要品类销额实现较好增长。据奥维云网，25 年初至 5 月，空调、洗衣机、油烟机线上销额同比分别+26.9%、7.6%、17.5%。

图表6：国补以来家电需求回温

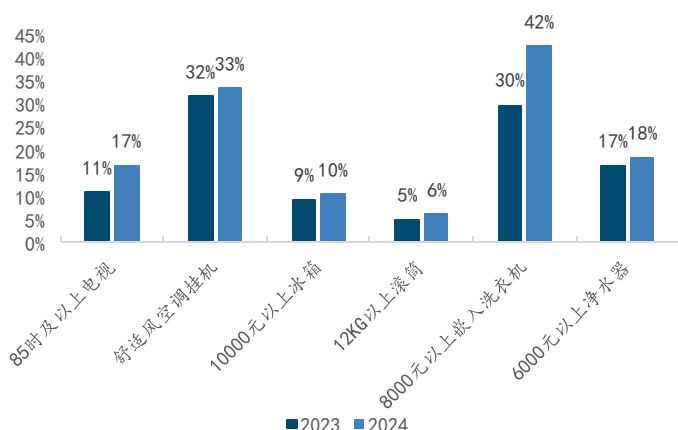
	2024 年 1-8 月		24 年 9-12 月		25 年 1-5 月	
	线上销额	线上均价	线上销额	线上均价	线上销额	线上均价
	同比	同比	同比	同比	同比	同比
空调	-4%	3%	42.8%	4.2%	26.9%	-2.5%
冰箱	2%	-1%	21.7%	4.7%	-5.8%	-1.7%
洗衣机	6%	4%	19.1%	-2.9%	7.6%	5.6%
电视	3%	-13%	33.9%	13.4%	16.4%	12.0%
油烟机	1%	-2%	26.5%	3.1%	17.5%	-0.8%
扫地机器人	21%	-3%	77.2%	5.0%	44.2%	3.7%

来源：奥维云网，国金证券研究所

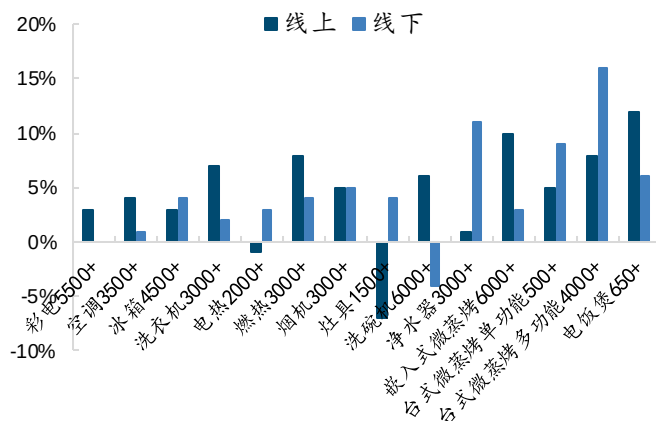
高端家电充分受益，占比明显提升。国补规则对高端产品明显利好，国补以来高端家电产品占比明显提升。据《2024 年中国家电行业年度报告》，24 全年 10000 元以上、8000 元以上冰箱、嵌入洗衣机线下销额份额实现 1pct、12pct 的提升。25 年国补拉动效果依然显著，据奥维云网，25 年 5 月空调/冰箱/洗衣机/烟机高端产品线上、线下销额占比分别+4pct/+3pct/+7pct/+5pct、+1pct/+4pct/+2pct/+5pct。



图表7：24 全年国内线下高端家电份额提升



图表8：25 年 5 月高端家电线上、线下占比保持提升



来源：《2024 年中国家电行业年度报告》，国金证券研究所

来源：奥维云网，国金证券研究所

高端家电市场规模较大，我们测算 24 年或超 700 亿。由于卡萨帝核心 SKU 的均价高于奥维云网对高端家电价格的划分，我们以卡萨帝核心产品所处的价格带作为划分标准，参考奥维云网在对应价格带统计的线上、线下份额，估算目前高端家电的市场规模。我们测算得目前高端家电市场规模超 700 亿元，估算卡萨帝份额已在 20% 以上。

图表9：2024 年高端家电市场规模预计在 700 亿元以上

	线上销额 (亿元)	线下销额 (亿元)	线上高端价格带 分界 (元)	对应价格带 线上占比	线下高端价格带 分界 (元)	对应价格带 线下高端占比	高端家电规模 (亿元)
冰箱	692	742	6000	18%	15000	15%	236
洗衣机	513	491	5000	8%	10000	14%	110
空调	997	1074	4000	10%	11000	12%	229
烟油机	171	191	3500	12%	8000	8%	36
灶具	94	109	2000	12%	5000	8%	20
热水器	228	304	3000	9%	4000	10%	51
洗碗机	75	57	7000	10%	10000	30 %	25
合计							705

来源：奥维云网，中怡康，国金证券研究所测算

注：测算逻辑为按照各家电品类在对应价格段的线上/线下销额占比，测算当前高端市场规模（线上总规模*对应价格带占比+线下总规模*对应价格带占比）。

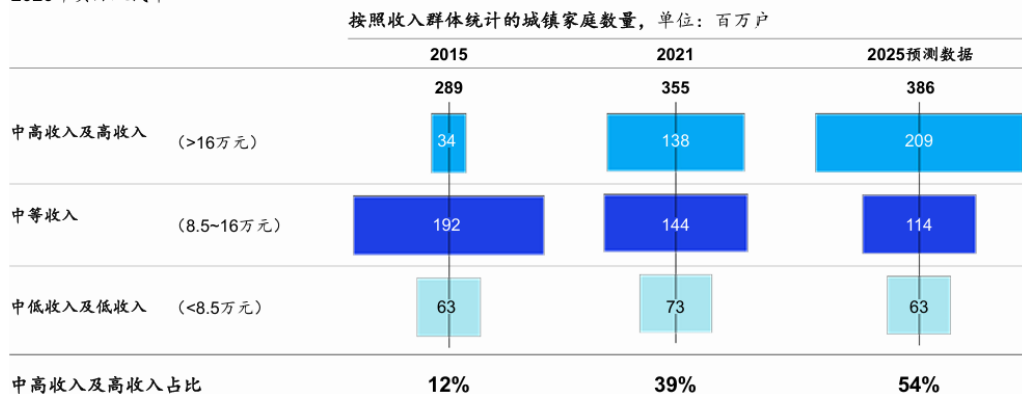
长期看，我国高端家电规模仍有充足扩容空间。高端家电本质上是通过功能价值+情绪价值的提升，成为大众愿意付出更高溢价的耐用消费品，我们认为中产及以上的消费群体均有可能成为潜在受众。我国中产及以上阶层数量庞大，近年来占我国人口比重持续提升，据麦肯锡发布的《2023 麦肯锡中国消费者报告》，将年收入>16 万元每户定义为中产及以上群体，2015 年该群体占我国总人口比重约 12%，2021 年上升至 39%，预计 25 年该比例将上升至 50% 以上。



图表10：我国中高收入及以上群体规模保持提升

中国家庭年可支配收入

2020年实际人民币



来源：《2023 麦肯锡中国消费者报告》，国金证券研究所

据《国民生活基础调查》（作者篠崎武久、高桥阳子），日本中产比例由 1985 年的 64% 持续下滑至 2000 年的 58% 左右后，至 2018 年期间基本稳在该水平。以日本中产人口比重为参考，上述针对我国中产规模的预测存在一定合理性，但同时也考虑到我国人均收入每年保持增长，以 16 万元/户作为中产收入划分界限或在一定程度上有所高估，因此我们在敏感性分析中将此比例作为参数予以反映。以我国中产及以上人口比例及高端家电渗透率为变量，针对我国高端家电市场规模进行敏感性测算，若假设我国中产阶级及以上人群比重为 40%，未来高端家电渗透率在中产及以上人群中渗透率达到 30%，则对应高端家电市场规模达到 1340 亿，较上文测算仍有接近翻倍的空间。

图表11：我国高端家电市场规模敏感性测算

高端家电市场规模（亿元）		高端家电在中产阶级及以上的渗透率假设				
		20%	25%	30%	35%	40%
我国中产阶级及以上人 群比例假设	30%	670	838	1005	1173	1340
	35%	782	977	1173	1368	1564
	40%	893	1117	1340	1564	1787
	45%	1005	1256	1508	1759	2010
	50%	1117	1396	1675	1954	2234

来源：产业在线，奥维云网，国金证券研究所测算 注：测算中高端家电涉及品类为空调、冰箱、洗衣机、油烟机、灶具、热水器、洗碗机，均价参考奥维四分法下的 24 年线上、线下高端家电均价水平

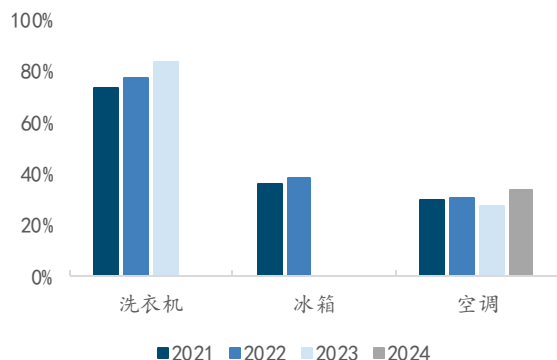
2.2 卡萨帝：产品+品牌+渠道构筑壁垒，套系化+生态化打开长期增长空间

壁垒深厚，卡萨帝稳居国内高端家电龙一地位。卡萨帝品牌于 2006 年启用，经过十多年的投入拓展至 9 大品类，实现家电核心品类全覆盖。凭借更好的产品、更广泛的渠道及优秀的品牌及服务打破了外资长期在高端家电市场的垄断局面，已成为中国高端家电领域最具代表性的品牌。

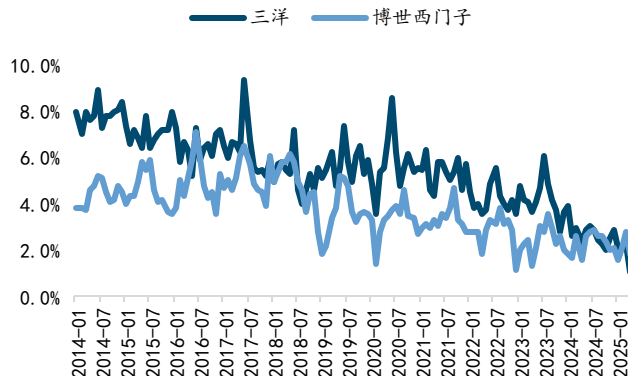
根据中怡康数据，自 2017 年起，卡萨帝品牌已在中国高端大家电市场中稳居领先地位，其冰箱、洗衣机、空调等核心品类的零售额份额持续排名第一。2024 年卡萨帝品牌冰箱、空调、洗衣机在中国 15000+ 元线下市场的份额分别为 49%、34%、88%，占据绝对领先地位。



图表12：卡萨帝高端市场份额遥遥领先



图表13：外资品牌洗衣机份额 2016 年起出现明显下滑



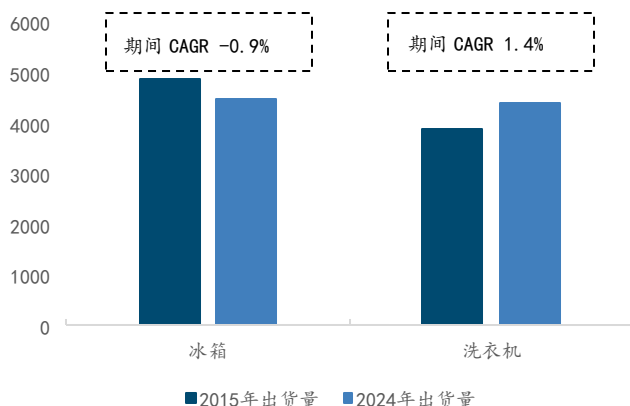
来源：奥维云网，国金证券研究所 注：空调品类为 1W5+份额；洗衣机、冰箱品

来源：中怡康，国金证券研究所

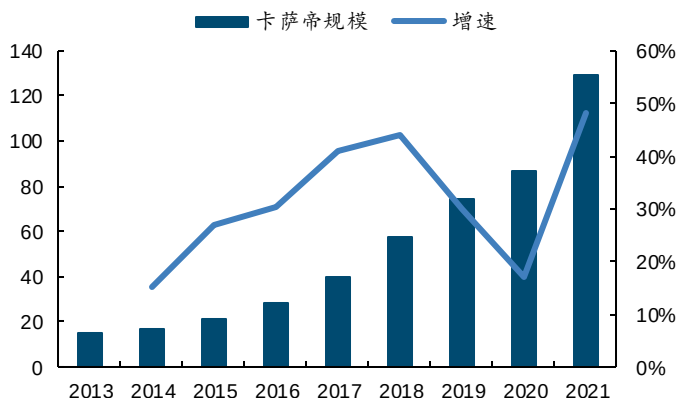
类为 1W+份额

连续多年保持高增，卡萨帝高端品牌战略价值凸显。“家电下乡”以来我国家电渗透率快速提升至较高水平，从总量来看，除空调仍在扩容外，冰、洗增量则明显有限，据产业在线，2015-2024 年空、冰、洗内销量 CAGR 分别为 5.5%、-0.9%、1.4%，卡萨帝则通过高端产品放量，带动规模实现数倍增长，据海尔 2024 生态大会，2023 年卡萨帝实现销售规模 292 亿，是 2016 年规模的 13 倍。长期看，卡萨帝产品、品牌及渠道壁垒深厚，战略价值凸显，是海尔在国内白电行业进入存量竞争阶段的破局关键。

图表14：上轮政策刺激后冰洗已经进入存量市场



图表15：2013-2021 卡萨帝国内规模 CAGR 达 31%（单位：亿元）



来源：产业在线，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

产品+品牌+渠道构筑坚实壁垒：

1) 产品：挖掘高端用户的需求痛点，引领高端家电功能、形态创新。从产品上来看，卡萨帝擅长挖掘高端用户的需求痛点，依托全球积累的高端家电设计与制造技术，融合家居与艺术灵感，在功能、外观、生态等方面做突破，以平嵌、细胞级保鲜、场景化解决方案等打造差异化卖点。

图表16：卡萨帝通过技术创新解决现有家电产品的使用痛点

产品	解决痛点	具体技术方案
冰箱	平嵌+保鲜	全球首创 MSA 控氧保鲜技术，通过氮氧分离技术延缓食材氧化
		首创自由式嵌入冰箱，散热缝隙由 10cm 收窄至 2cm；离心变轨铰链技术，解决传统冰箱门体突出难题，支持 90° 直角开门与抽屉全拉出
洗衣机	平嵌+分区+烘干	首创双区洗护，AI 精控 7 种面料专属程序，磨损率更低
		3D 透视烘干技术：一次烘干厚重冬衣
空调	温控+无感送风	制冷塔与常温塔独立控制，先将自然风吸入混合再吹出，解决传统空调“直吹不适”痛点，垂直温差<0.5℃，全屋温度波动<0.3℃



产品	解决痛点	具体技术方案
热水器	恒温+速热	创新双胆热水器，通过分区加热保证热水供应速度及恒定水温

来源：卡萨帝官网，艾肯家电网，国金证券研究所

25 年推出的 AI 之眼系列产品引领 AI+家电的技术创新。卡萨帝“AI 之眼”系列产品通过视觉识别与 AI 决策技术，赋予传统家电主动感知与执行能力，实现从“被动响应”到“主动服务”的跨越。冰箱可动态识别食材保鲜状态，烟机预判溢锅风险自动调火，洗衣机智能规避混洗串色，空调无感调节温湿并避人送风，以多模态交互重构高端家电体验。

图表17：卡萨帝 AI 之眼五大品类功能创新

品类	AI 之眼新增功能
冰箱	主动识别食材种类，自主调节氮氧比例智控保鲜；深冷锁鲜技术（-30℃）
烟机	实时监测锅内状态，溢锅前自动调火力；烟灶联动开机，智慧恒风系统自适应风量
烤箱	自主识别用户放入的食材品类与数量，自动匹配智慧菜谱，用户只须按下开启键即可烹饪
洗衣机	混洗风险预警（颜色/材质识别）；首创一体成型奢护内筒大幅减少衣物磨损
空调	自主感知空气状态，主动协调地暖和新风系统，保持室内恒温舒适

来源：公司官网，国金证券研究所

2) 品牌：注重社群营销，首创 7 星级服务打造品牌口碑。

卡萨帝深度链接高端圈层用户，通过举办高端品牌展览活动及城市体验中心等方式，持续打造高端形象。在服务方面，卡萨帝首创 7 星级服务标准，提供全流程、高品质服务，以更快的售后响应速度、更长的保修期及终身维护等在用户体验上打造差异化，强化品牌认同与消费者粘性。

图表18：卡萨帝提供更高的服务标准

服务内容	卡萨帝服务标准	博世·西门子服务标准
专属服务通道	专属 VIP 通道：卡萨帝小程序专属报装、报修通道。	西门子客服热线、小程序报装报修（常规售后流程）
专属服务管家	专属认证工程师：由形象佳、技能好、评价高的服务师上门服务。	常规售后维修人员上门服务
专业一体化融合设计	安装场景设计：免费产品安装设计。	-
专业一站式精致安装	①精致安装：原创平放精致安装； ②拆旧换新：拆旧机安装一步到位。	常规安装服务
专享包修承诺	①开箱不限：15 天内可免费换新维修/补偿；②性能故障：365 天可换可修。	执行国家三包：7 天退换、15 天换货
专享清洗服务	专业清洗保养（购机一年内免费清洗一次）	提供有偿专业清洗服务（含除菌、除垢，需预约付费，按机型报价）。
专享 VIP 用户终生保修	卡萨帝 VIP（金卡及以上）用户产品终生保修；①冰箱整机包修期 1 年，核心部件包修 3 年，包修期内免费维修； ②第 2-10 年寿命期内金卡及以上用户免收维修费、仅收备件费。	无“终生保修”，提供付费延长保修计划（4 年/6 年/8 年，额外付费）。

来源：卡萨帝官网，西门子官网，国金证券研究所



图表19：卡萨帝定期开展思享荟活动打造高端品牌形象



来源：卡萨帝官网，国金证券研究所

图表20：卡萨帝线下体验馆保持高品牌格调

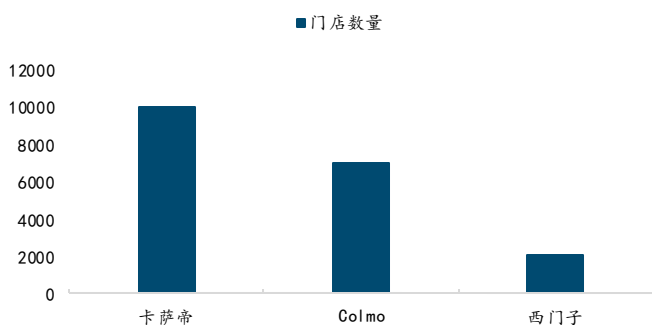


来源：卡萨帝官网，国金证券研究所

3) 渠道：线下渠道分布广泛，兼具广度与深度。

从渠道来看，2013 年起，卡萨帝开始推进专厅与品牌体验店建设，2014 年卡萨帝新开和升级网络已达 2600 家，基本实现网络全覆盖，2020H1 进一步突破，实现县级以上区域 95% 覆盖；2021 年起，海尔通过三翼鸟平台推动卡萨帝向场景化、套系化销售升级，22 年起加速在高端购物中心入驻，截至 23 年全国已有 3000 家以上三翼鸟门店，卡萨帝在 300 个以上的 shopping mall 完成入驻，渠道分布兼具广度与深度。

图表21：目前卡萨帝、Colmo、西门子门店数量



来源：中国日报，南方企业新闻网，高德地图，百度地图，国金证券研究所

图表22：海尔持续挖掘下沉渠道潜力

海尔及卡萨帝下沉渠道体系建设梳理	
2017-2019	建立多元化的渠道体系，实现乡镇统仓统配，管理到镇，19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%
2020-2021	加强乡镇店数字化能力，乡镇用户反向定制，有效运转型号占比提升；库存周转加快加大建材类渠道比重，村镇专卖和下沉触点升级
2022-2023	农村市场上门清洗家电增强转化率、住宅区搭建样板间展示：强化三四级市场门店建设，提高套系销售比例
2024至今	下沉布局仍在深化，此外推进数字库存变革，在POP店渠道率先实施，进一步缩短链条

来源：公司公告，国金证券研究所

注：卡萨帝门店数据为 22 年，Colmo 门店数据为 23 年，西门子门店数据为 25 年

套系化+场景化打开增长空间：冰洗等强势品类带动其他品类销售，场景化通过价值创新提高客单价

卡萨帝以“家居一体化”和“智慧互联”为核心，加快推进套系化销售。在产品方面，21 年起卡萨帝连续 4 年推出家电套系产品，24 年推出的“极境套系”将品类进一步拓展至 16 个，同年套系销量增长 64.6%。场景化方面，21 年起卡萨帝与场景品牌三翼鸟相互融合，通过三翼鸟平台对接前装环节，24 年卡萨帝套系已占三翼鸟销售的 35%。长期看，有望通过品牌与平台的资源整合，形成从产品销售→套系销售→场景化生活方式销售，通过价值创新提高客单价及转化率。

图表23：三翼鸟平台推出以来，卡萨帝场景化、套系化销售快速增长

时间	套系化+场景化销售表述梳理
2024	三翼鸟成套销售占比 57%，其中卡萨帝套系占 35%；卡萨帝套系销售同比增长 64.6%
2023	三翼鸟成套销售占比 60%，零售额同比+84%
2022	三翼鸟零售额同比+257%；卡萨帝套系化收入占比提升 2.4pct
2021	三翼鸟成套销售占比 52%，高端成套销量同比+62%、智慧成套同比+15%
2020	三翼鸟高端成套销量同比+41%、智慧成套同比+63.2%



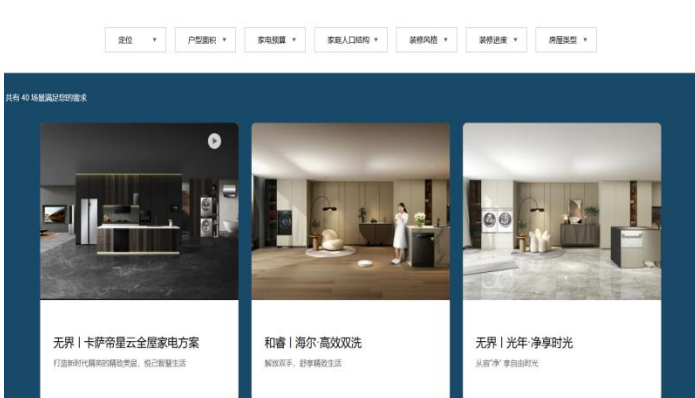
来源：公司公告，国金证券研究所

图表24：卡萨帝连续四年推出套系化新品



来源：卡萨帝官网，国金证券研究所

图表25：三翼鸟提供的一站式解决方案带动套系化销售

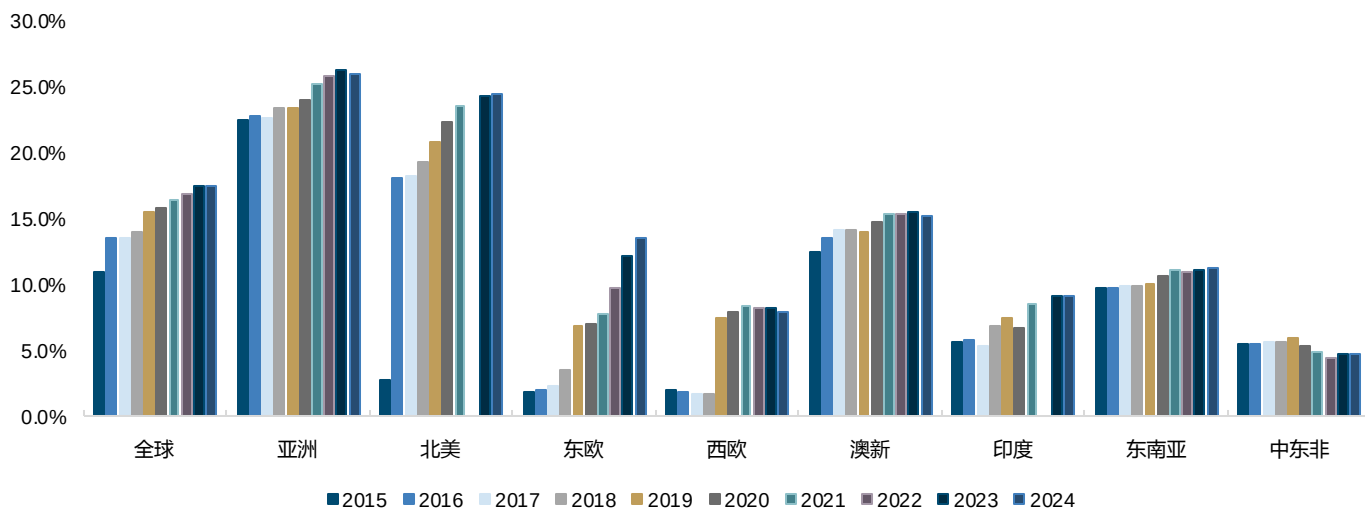


来源：三翼鸟官网，国金证券研究所

3、全球化：本土运营能力强劲，区域深耕促进稳定增长

品牌出海+战略并购，海尔在海外本土化运营能力稀缺性强。海外成熟市场中消费者忠诚度较高，家电品牌认知壁垒深厚，品牌是重要资源。海尔在 2016 年成功收购了北美老牌家电企业 GEA，并带领 GEA 在多个品类实现对惠而浦的反超，其对海外品牌的整合、本土化运营及文化的深度融合能力具备极强的稀缺性。

图表26：15 年以来海尔全球份额持续提升



来源：欧睿，国金证券研究所

全球运营体系完善，资源高效协同。海尔目前已构建了覆盖研发、制造、营销等全价值链的全球化运营体系，在全球拥有 163 个制造中心、126 个营销中心网络，覆盖 23 万+个销售网点的渠道，实现了全球资源的高效整合，有效的为旗下收购的多个品牌赋能。



图表27: 海尔在全球布局完善



来源：公司官网，国金证券研究所

3.1 北美

海外规模最大的区域性市场，冰、洗、厨为核心品类。2024 年北美家电核心大家电市场规模接近 800 亿美元，近五年销量 CAGR 1.2%。北美市场冰、洗、厨为主要品类，24 年零售额合计占比达 83%。除空调外，其他核心大家电品类总量增长有限，主要靠结构拉动，近五年整体销额、销量 CAGR 分别为 4.9%、1.2%。

图表28: 北美 24 年主要家电品类规模及近五年 CAGR

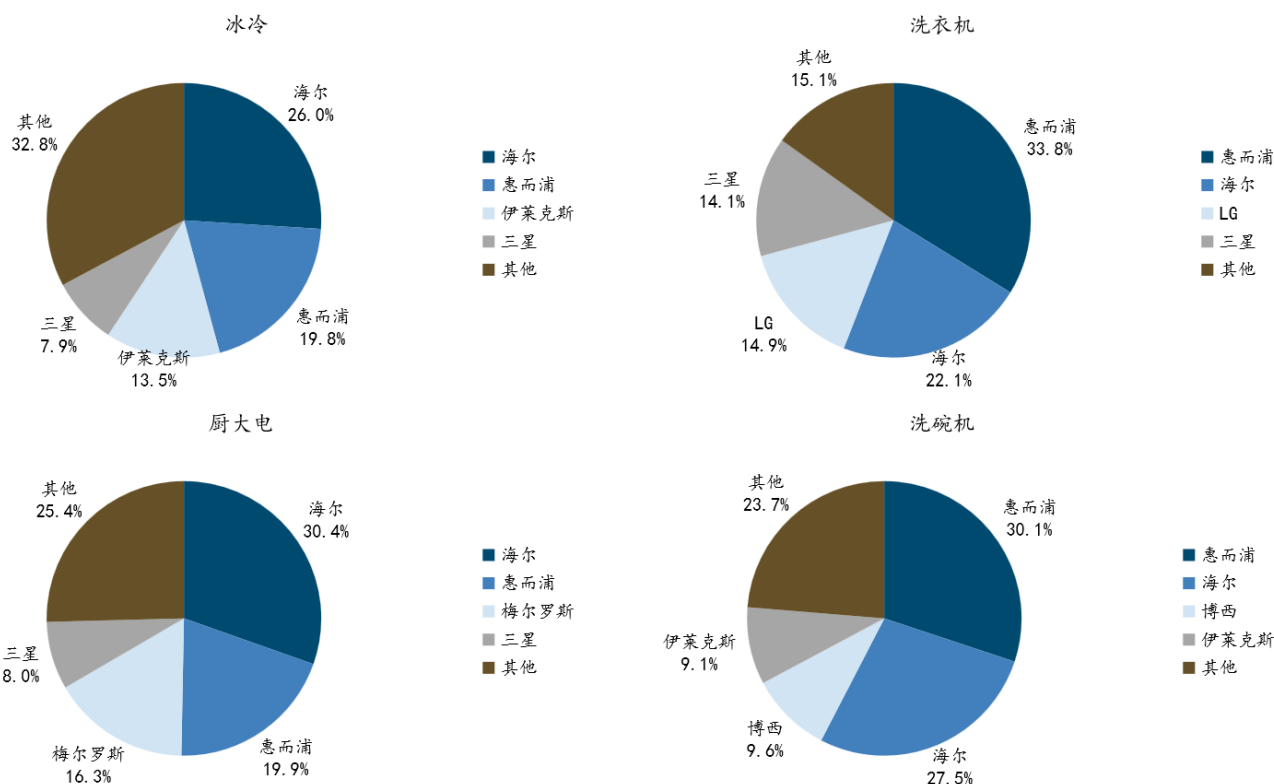
品类	零售端销额 (亿美元)	近五年 CAGR (销额)	零售端销量 (百万台)	近五年 CAGR (销量)
空调	48.06	8.94%	11.51	3.16%
冰冷	304.76	4.21%	18.39	0.27%
洗衣机	204.36	6.05%	19.58	1.56%
厨大电	157.54	4.39%	13.43	-0.02%
洗碗机	85.19	4.20%	8.71	0.06%
整体	799.91	4.86%	71.62	1.21%

来源：欧睿，国金证券研究所

市场集中度较高，洗衣机为例 CR2 在 56%左右。北美市场渠道集中度较高，品牌又多与沃尔玛、Bestbuy 等大型渠道深度绑定，因此龙头份额集中度较高。目前海尔在冰冷、厨大电市场已占据龙一位置，在洗衣机、洗碗机市场份额弱于惠而浦，居于第二。



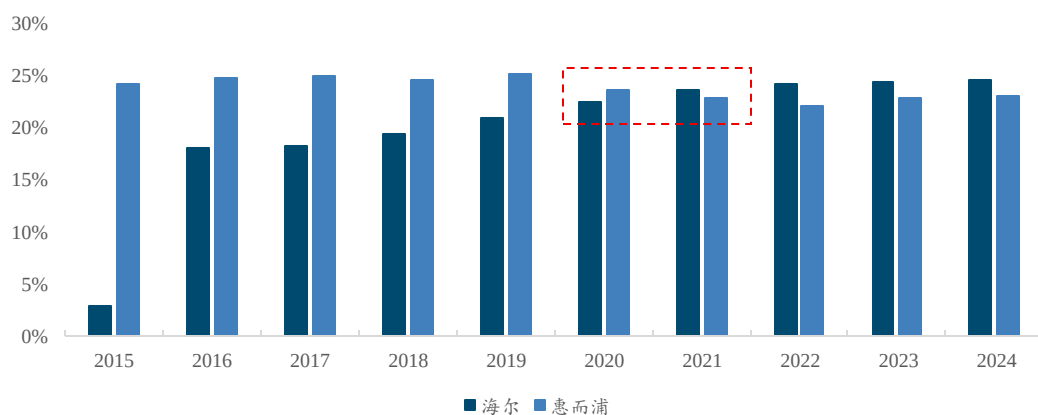
图表29：24 年北美核心大家电品类品牌份额表现



来源：欧睿，国金证券研究所

海尔收购 GEA 后份额快速提升，从总量上看，21 年实现对惠而浦的反超，后续差距不断拉大。24 年海尔在北美份额达到 25%，领先惠而浦 2pct。

图表30：21 年后海尔北美地区份额超过惠而浦



来源：欧睿，国金证券研究所

我们认为海尔对 GEA 的赋能主要体现在以下几个方面，

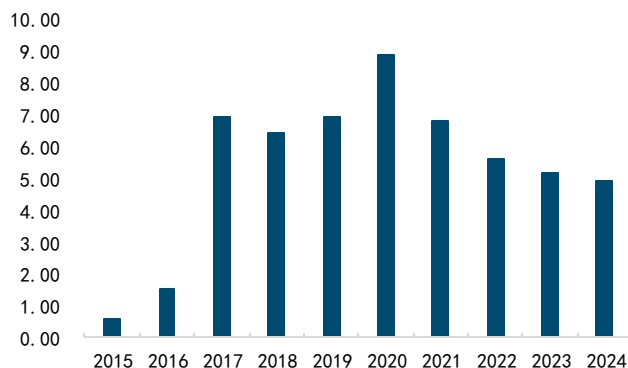
- 1) 管理模式：组织效率提升，引入“人单合一”模式，通过超利分享机制激发员工积极性。
- 2) 供应链及采购：利用海尔的全球供应链及大规模采购优势降本，收购 GEA 后海尔持续加大在美国的 CAPEX，扩大本土化生产规模、提升生产效率。
- 3) 产品及研发扬补齐短板：海尔收购后帮助 GEA 补齐了冰洗产品方面的短板，如利用如



斐雪派克的直驱电机技术打造洗衣机产品等，带领 GEA 完成高端化转型。

图表31: GEA 产品研发生产充分利用海尔全球平台资源

图表32: 海尔收购 GEA 后北美在建工程规模大幅提升 (亿元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

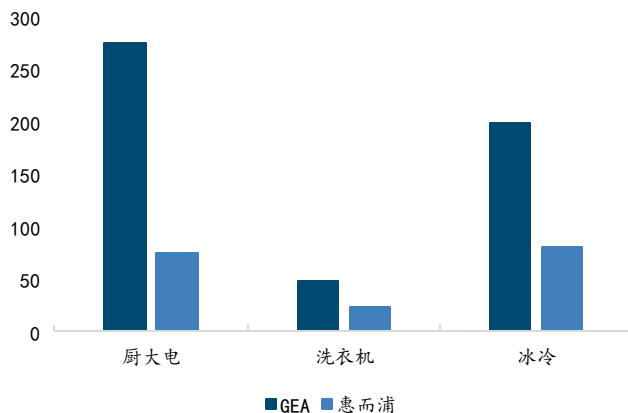
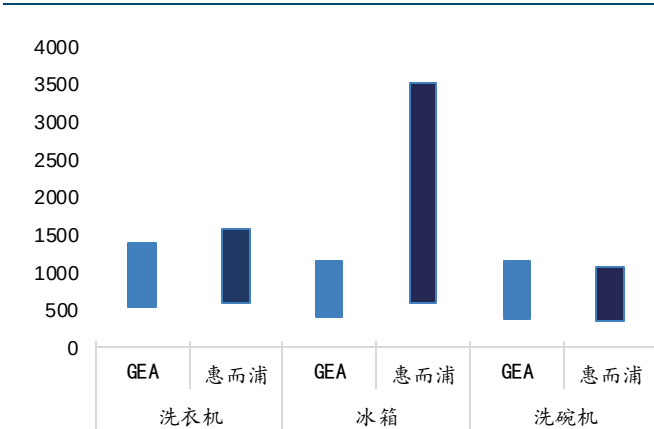
来源: 公司公告, 国金证券研究所

本土化生产比例高, 无惧关税扰动。海尔收购 GEA 后持续强化北美本土产能建设, 据产业在线, 海尔已实现全品类本地化生产, 80%以上的产品实现了本土制造, 若输美家电关税在全球其他区域内普遍加征, 海尔有望实质受益于美国本土产能布局。

长期来看, 海尔多维度竞争优势充足, 份额仍有提升空间。海尔在制造、规模、产品体系、品牌体系等多个维度具备更强竞争优势, 产品价格带覆盖范围更广, GEA SKU 更丰富, 在冰箱、厨大电等强势品类份额存在进一步提升可能, 在洗衣机、洗碗机等弱势品类, 海尔根据美国用户习惯加快微创新, 有望通过产品力的提升进一步缩小与惠而浦的差距。

图表33: GEA 与惠而浦产品价格带对比 (美元)

图表34: GEA SKU 型号更丰富



来源: GEA 官网, 惠而浦官网, 国金证券研究所

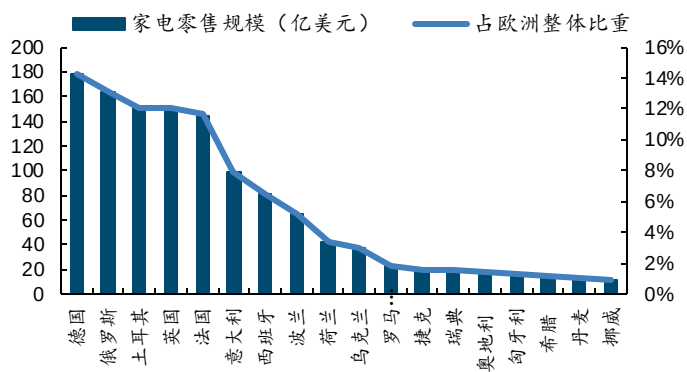
来源: GEA 官网, 惠而浦官网, 国金证券研究所

3.2 欧洲

欧洲家电市场受制于各国文化、语言体系不同, 线下渠道壁垒较高, 规模扩张难度大。分区域看, 西欧家电消费规模远大于东欧, 24 年占比达到 80%。分国家看, 欧洲家电市场相对分散, 德国家电市场是欧洲最大的单一市场, 总规模约 180 亿, 但仅占欧洲整体的 14% 左右。

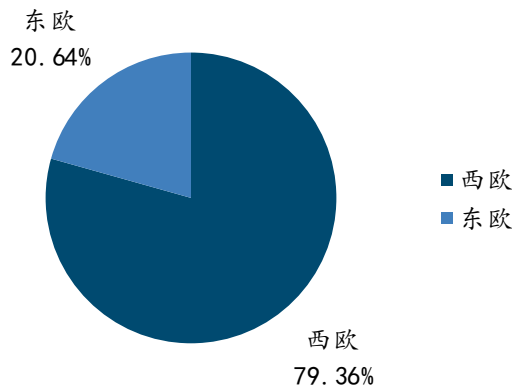


图表35：欧洲格局相对分散



来源：欧睿，国金证券研究所

图表36：西欧约占欧洲大家电需求的80%



来源：欧睿，国金证券研究所

东欧：

24 年东欧大家电规模约 160 亿美元，近五年销额、销量 CAGR 6.50%、1.05%，量额增速均快于西欧。分品类看，空调、洗碗机规模持续扩容，近五年销额 CAGR 分别达 16.7%、7.2%，冰洗厨稳定。

图表37：东欧近五年大家电整体销额增速 6.5%，空调规模快速提升

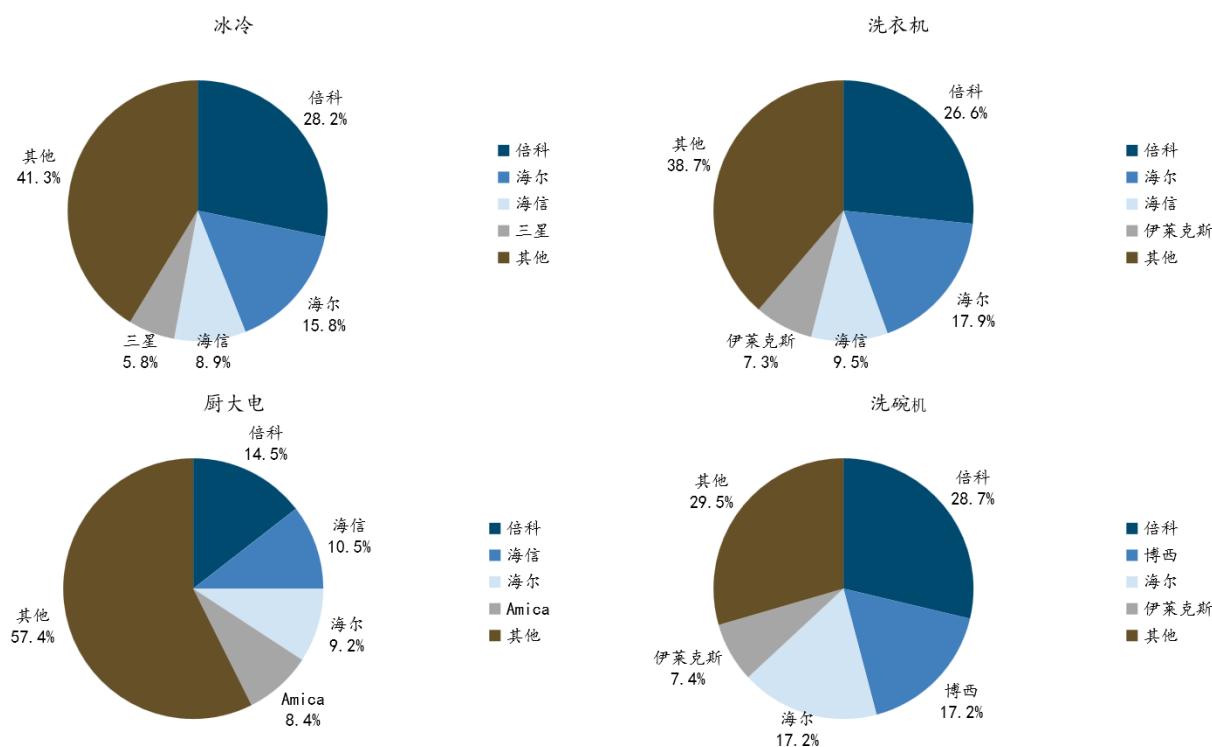
品类	零售端销额 (亿美元)	近五年 CAGR (销额)	零售端销量 (百万台)	近五年 CAGR (销量)
空调	21.77	16.68%	3.63	7.41%
冰冷	48.97	5.03%	9.26	0.02%
洗衣机	43.85	5.66%	8.82	1.18%
厨大电	33.27	2.86%	10.90	-0.79%
洗碗机	12.38	7.16%	2.60	3.16%
整体	160.24	6.50%	35.2022	1.05%

来源：欧睿，国金证券研究所

我国品牌在东欧市场已经具备一定基础。从格局上看，倍科在收购惠而浦后成为东欧大家电市场龙一，冰、洗、洗碗机份额均在 30%左右，海尔、海信在东欧已有不错基础，冰、洗、厨市场中两家公司合计份额已在 20%左右。



图表38：我国品牌在东欧市场已经有一定基础，海尔+海信在冰洗厨市场合计份额已在20%左右



来源：欧睿，国金证券研究所

西欧：

24 年大家电规模约 616 亿美元，占欧洲整体接近 80%，除空调外存量特征突出。近五年西欧大家电整体销额、销量 CAGR 分别为 5.3%、0.1%，行业总量稳定，存量特征突出。与东欧类似，空调市场是亮点，近五年销额 CAGR 高达 17%。

图表39：西欧 24 年各家电品类的市场规模及增长空间

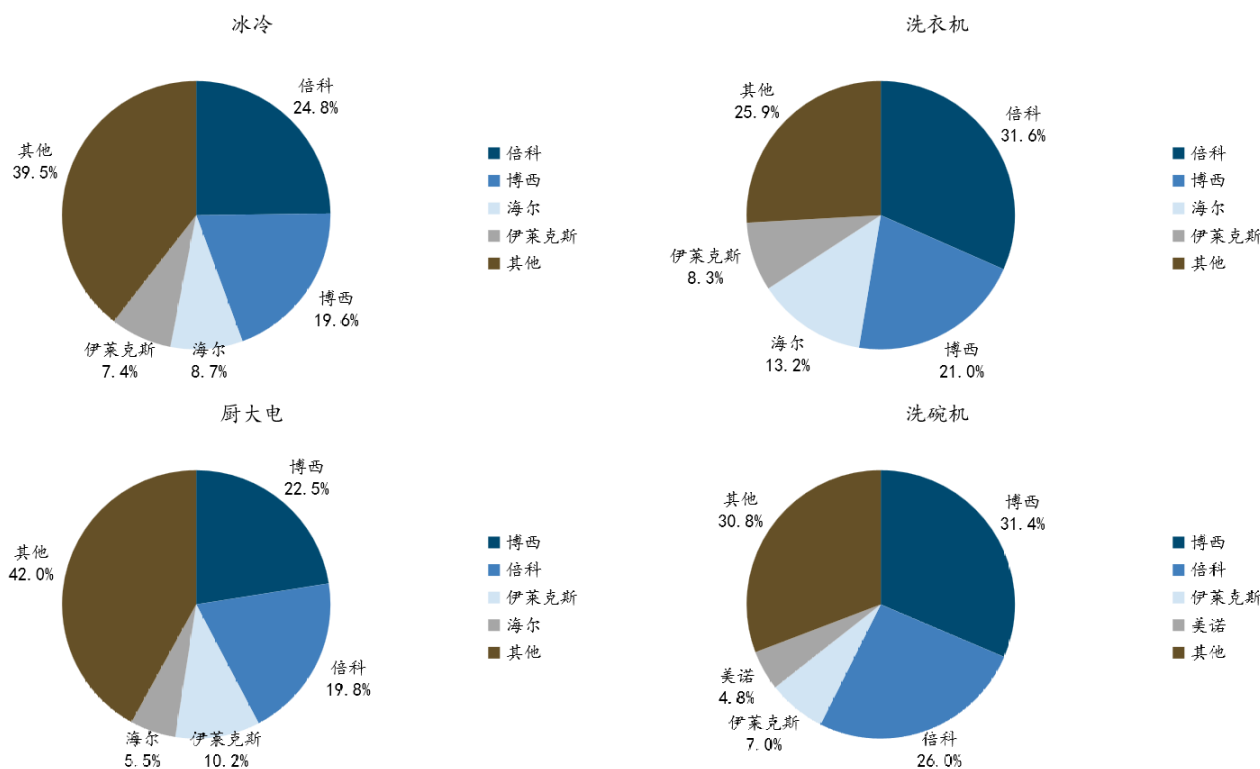
品类	零售端销额 (亿美元)	近五年 CAGR (销额)	零售端销量 (百万台)	近五年 CAGR (销量)
空调	63.62	17.19%	6.55	10.25%
冰冷	160.76	5.17%	23.69	-0.04%
洗衣机	162.40	5.86%	26.91	0.65%
厨大电	148.25	2.80%	27.49	-0.69%
洗碗机	80.97	4.84%	11.96	0.46%
整体	615.99	5.34%	96.60	0.14%

来源：欧睿，国金证券研究所

西欧格局固化，老牌家电龙头长期保持较高份额。西欧竞争格局固化，份额突破往往需要通过并购品牌，24 年倍科与惠而浦共同成立 Beko Europe（倍科控股 75%），完成了对惠而浦欧洲资产的收购，在冰箱、洗衣机市场份额反超博西，目前形成双足鼎立局面。



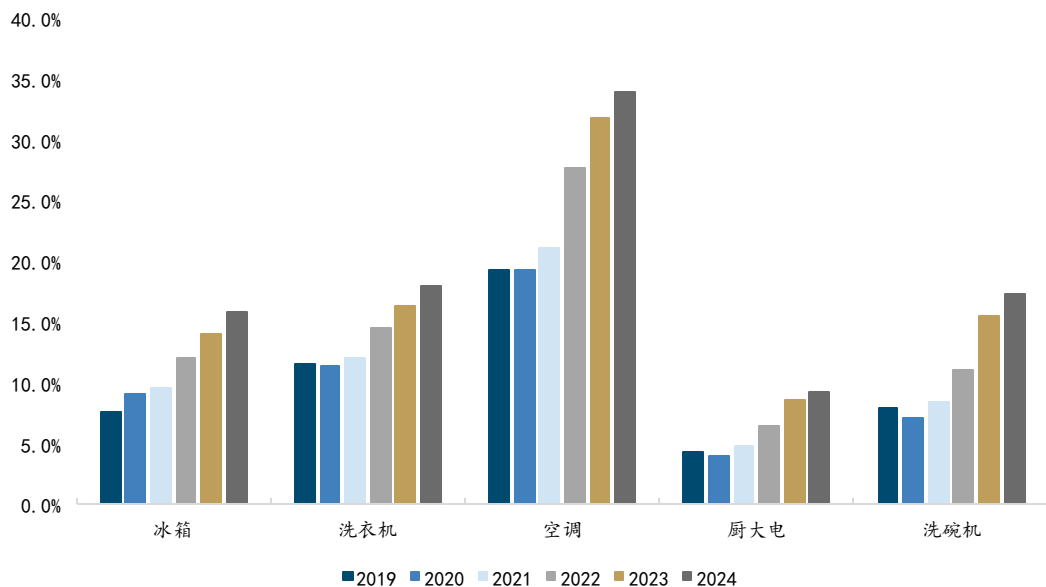
图表40：西欧格局相对固化，倍科、博西长期占据较高份额



来源：欧睿，国金证券研究所

海尔通过收购 Candy 加强资源协同，实现份额的突破。Candy 拥有覆盖 45 国的销售网络，在欧洲拥有成熟的渠道资源，收购后一方面借助 Candy 的资源打通了欧洲的线下渠道网络，另一方面也形成了海尔+Candy+Hoover 的品牌矩阵，19 年以来海尔东欧份额由 6.8% 提升至 13.6%，欧洲区期间营收 CAGR 达 16%。

图表41：海尔在东欧多个品类实现份额突破



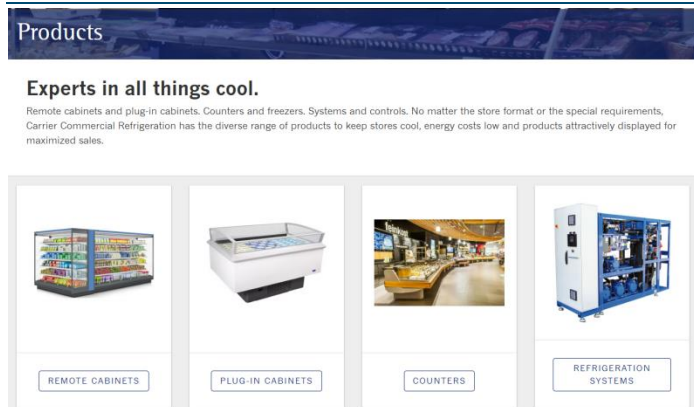
来源：Euromonitor，国金证券研究所

持续加强欧洲布局，24 年收购 CCR（开利商用制冷），商业版图进一步扩大。CCR 是欧洲头部商用制冷企业，渠道、售后及运维资源丰富，本次收购进一步强化了海尔在欧洲的渠道资源积累，同时也有望借助 CCR 的二氧化碳制冷技术、成熟的售后团队，加快中央空调、热



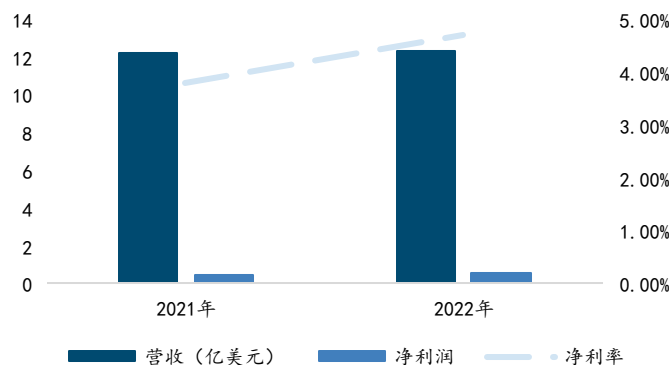
泵等业务在欧洲的拓展。

图表42: CCR 产品主要应用于商业场景



来源: CCR Europe 官网, 国金证券研究所

图表43: 22 年 CCR 净利率约 4.7%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

3.3 澳新、日本

澳新市场: 双品牌协同, Fisher & Paykel 驱动高端增长

2024 年澳新家电市场规模 47.5 亿美元, 冰冷为核心品类。澳新市场成熟度较高, 近五年大家电销额 CAGR 为 2.5%, 量、价均有微增, 各品类规模均保持稳定。

图表44: 澳新 24 年各家电品类的市场规模及增长空间

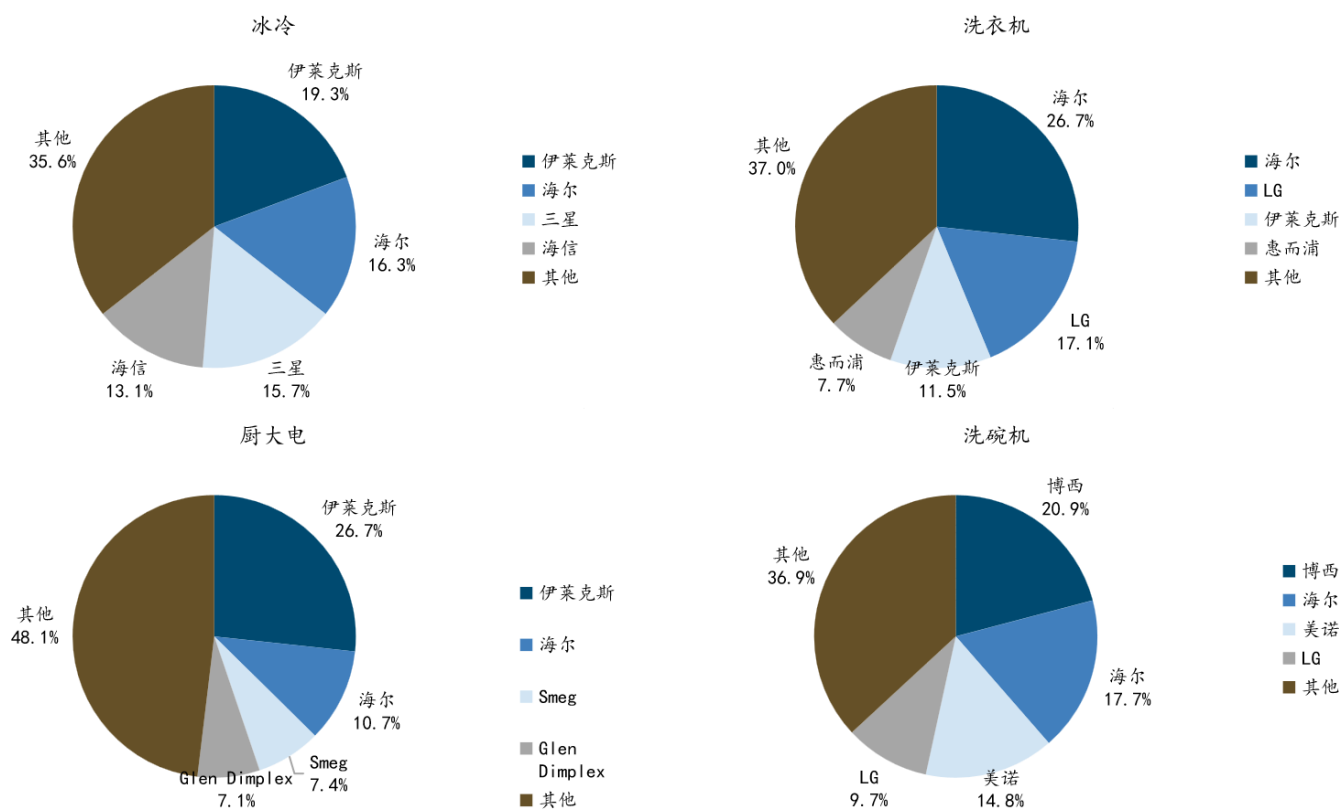
品类	零售端销额 (亿美元)	五年内 CAGR (销额)	零售端销量 (百万台)	五年内 CAGR (销量)
空调	8.18	2.85%	1.14	1.24%
冰冷	17.15	2.76%	2.41	1.53%
洗衣机	9.64	4.16%	2.03	1.47%
厨大电	8.76	0.50%	1.20	-1.08%
洗碗机	3.81	1.20%	0.81	1.22%
整体	47.5	2.47%	7.60	1.00%

来源: 欧睿, 国金证券研究所

海尔为澳新冰洗龙头。当地不同品类间头部品牌格局有所不同, 冰冷、厨大电中伊莱克斯、海尔为龙一、龙二, 洗衣机海尔、LG 领跑, 洗碗机则由博西、海尔主导。



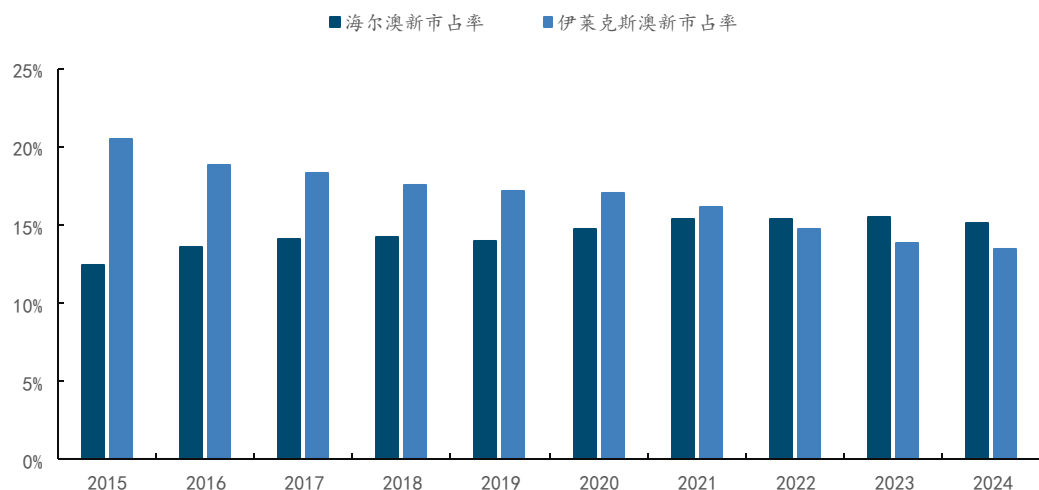
图表45：24 年澳新各品类品牌份额



来源：欧睿，国金证券研究所

海尔在澳新主打“Haier + Fisher & Paykel”双品牌策略，市占率自 2015 年起稳步提升，2024 年达到 15.2%，自 22 年反超伊莱克斯以来连续 3 年位列第一。

图表46：22 年海尔在澳新市场大家电份额反超伊莱克斯



来源：欧睿，国金证券研究所

日本市场：

2024 年日本家电市场规模达 159.52 亿美元，近五年规模稳定。空调为规模最大的单一品类，24 年占比 46%，超过冰洗总和。



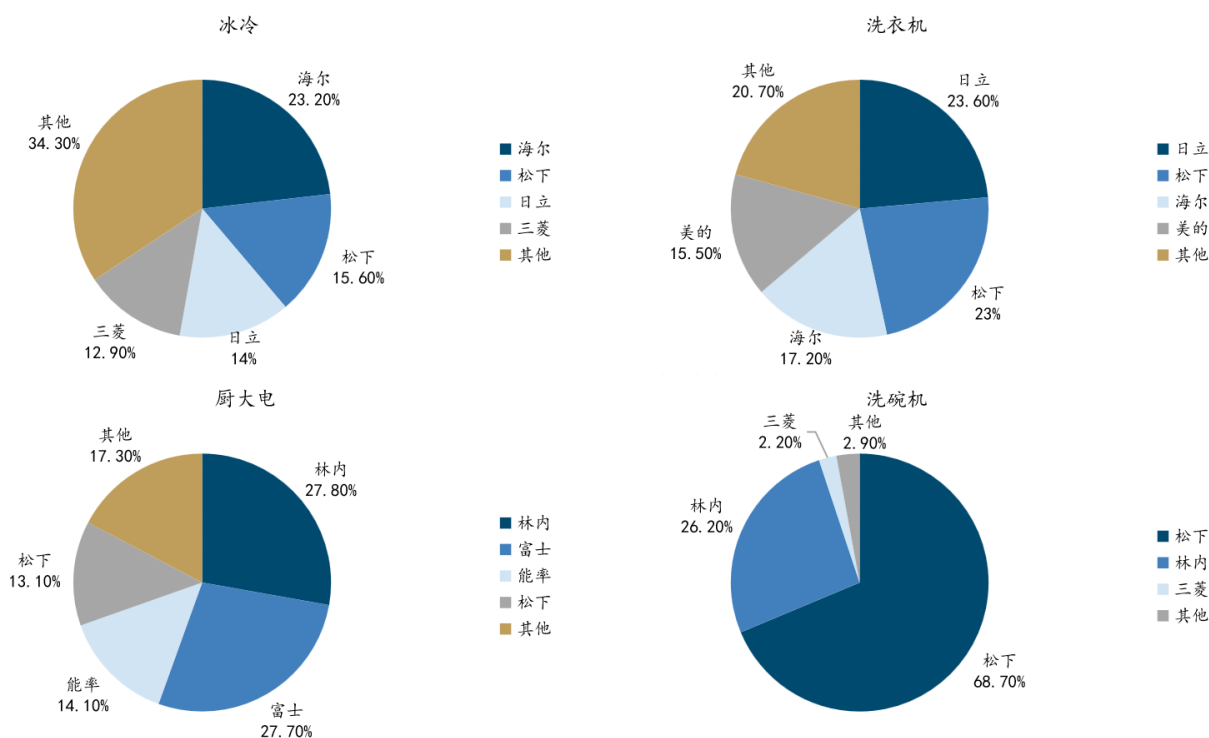
图表47：日本 24 年各家电品类的市场规模及增长空间

品类	零售端销额 (亿美元)	五年内 CAGR (销额)	零售端销量 (百万台)	五年内 CAGR (销量)
空调	74.02	-5.8%	8.4	-4.28%
冰冷	32.67	-4.9%	4.1	-1.76%
洗衣机	28.08	-4.6%	4.3	-4.19%
厨大电	19.59	-5.6%	2.9	-1.63%
洗碗机	5.17	-3.9%	0.8	0.00%
整体	159.52	-5.0%	20.5	-2.7%

来源：欧睿，国金证券研究所（汇率参考年平均汇率）

日本本土品牌竞争激烈，海尔冰洗表现亮眼。日本市场格局稳定，松下、日立等本土龙头品牌份额常年维持在较高水平，2011 年海尔收购三洋日本冰洗业务后开启海尔+AQUA 双品牌运营，冰洗份额稳步提升，目前在冰冷市场已占据龙头位置，24 年份额 23%，领先第二名松下近 8pct。

图表48：24 年日本各品类品牌份额



来源：欧睿，国金证券研究所

3.4 新兴市场

印度家电市场处于高速扩容通道。2024 年印度家电市场规模达 155.78 亿美元，得益于普及率的快速提升，印度家电市场近年快速扩容，近五年销额、销量 CAGR 达到 9.8%、9.8%，其中空调规模增长迅猛，近五年销量 CAGR 超过 20%，成为印度第一大家电品类。

图表49：印度 24 年各家电品类的市场规模及增长空间

品类	零售端销额 (亿美元)	五年内 CAGR (销额)	零售端销量 (百万台)	五年内 CAGR (销量)
空调	65.85	13.9%	11.6	21.59%
冰冷	52.34	4.9%	15.8	3.83%
洗衣机	31.21	7.3%	10.8	6.16%

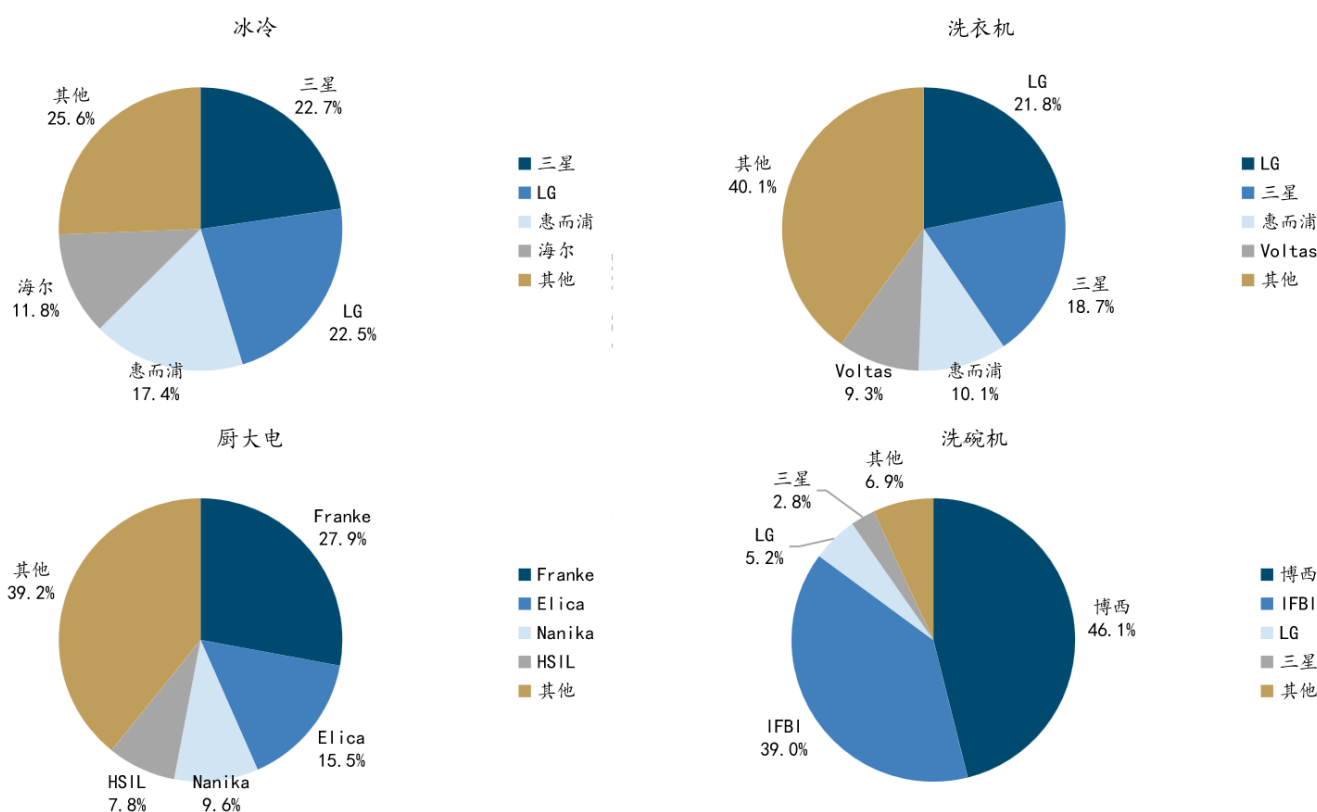


品类	零售端销额 (亿美元)	五年内 CAGR (销额)	零售端销量 (百万台)	五年内 CAGR (销量)
厨大电	5.48	10.1%	2.1	10.67%
洗碗机	0.91	24.9%	0.2	18.92%
整体	155.78	9.8%	40.5	9.80%

来源：欧睿，国金证券研究所（汇率参考年平均汇率）

印度家电市场主要被外资占领，韩系影响力较强。三星、LG 为印度冰洗市场龙头，24 年合计份额 40%左右，厨大电市场主要由瑞士的 Franke、意大利的 Elica 掌握，洗碗机市场由德国的博西主导。

图表50：24 年印度各品类品牌份额

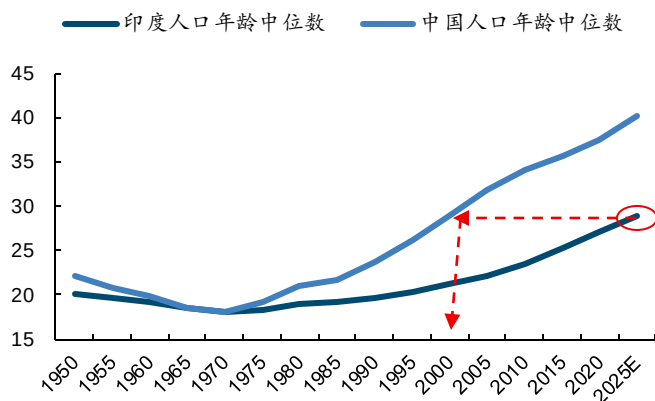


来源：欧睿，国金证券研究所

人口红利充足+较低的家电渗透率+较低的城镇化率，印度家电市场成长空间巨大。据联合国最新报告数据，24 年末印度人口达 14.17 亿，其中 25 岁以下人口比例超过 40%，城镇化率仅 36%。家电渗透率仍然处于极低位置，23 年印度空调、冰箱、洗衣机渗透率仅 6%、35%、14%，规模分别仅相当于我国的 1/10、1/4、1/5，成长空间巨大。

海尔印度产能已有不错基础，计划进一步扩容。印度政府积极扶持白电本土制造，我国、日系、韩系企业在印度均已布局基础。海尔在印度的布局主要集中在集中在印度中部的浦那与北部的工业园，据海尔印度 CEO Satish，目前海尔印度空调产能 150w 台/年，计划在 27 年将产能扩张至 400w/台每年。

图表51：印度目前人口年龄中位数处于我国2000年水平



来源：Worldometer，国金证券研究所

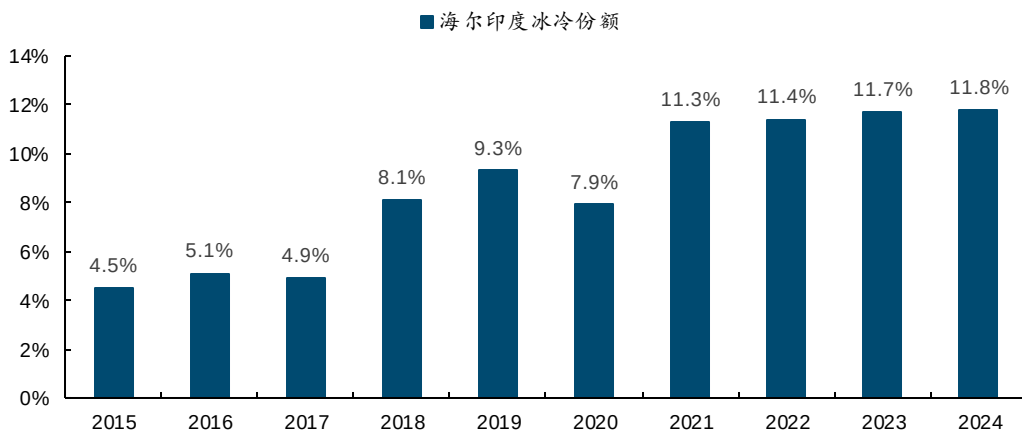
图表52: 我国、日韩系家电企业在印度产能布局情况



来源：产业在线，国金证券研究所

渠道拓展+高端化战略突破，海尔在印度增长提速。15 年以来海尔在印度冰冷市场份额由 5.1%大幅提升至 11.8%，主要得益于海尔积极拓展线下销售渠道及高端化战略有效推进。21 年海尔在印度 5 大全国性连锁和 50 大区域性连锁覆盖率达到 100%，乡镇网络覆盖率达到 82%，24 年完成辐射全印度的销售网络建设，同时高端产品带动 ASP 持续提升，全年收入增长 30%以上。

图表53: 15 年以来海尔在印度冰冷市场份额翻倍



来源：欧睿，国金证券研究所

东南亚家电市场增长稳健，部分品类仍有较大空间。2024 年东南亚家电市场规模达 118.33 亿美元，近五年 CAGR 为 2.6%，空调增速明显快于整体，已成为东南亚家电最大品类，但越南、泰国、印尼、菲律宾等地渗透率仍然偏低，未来有望持续扩容。

图表54: 东南亚 24 年各家电品类的市场规模及增长空间

品 类	零售端销额 (百万美元)	五年内 CAGR (销额)	零售端销量 (百万台)	五年内 CAGR (销量)
空调	46.38	5.0%	11.7	5.1%
冰冷	37.8	1.0%	12.5	1.7%
洗衣机	25.28	1.6%	9.1	0.8%
厨大电	8.87	1.5%	3.3	0.8%
整体	118.33	2.6%	36.6	2.4%

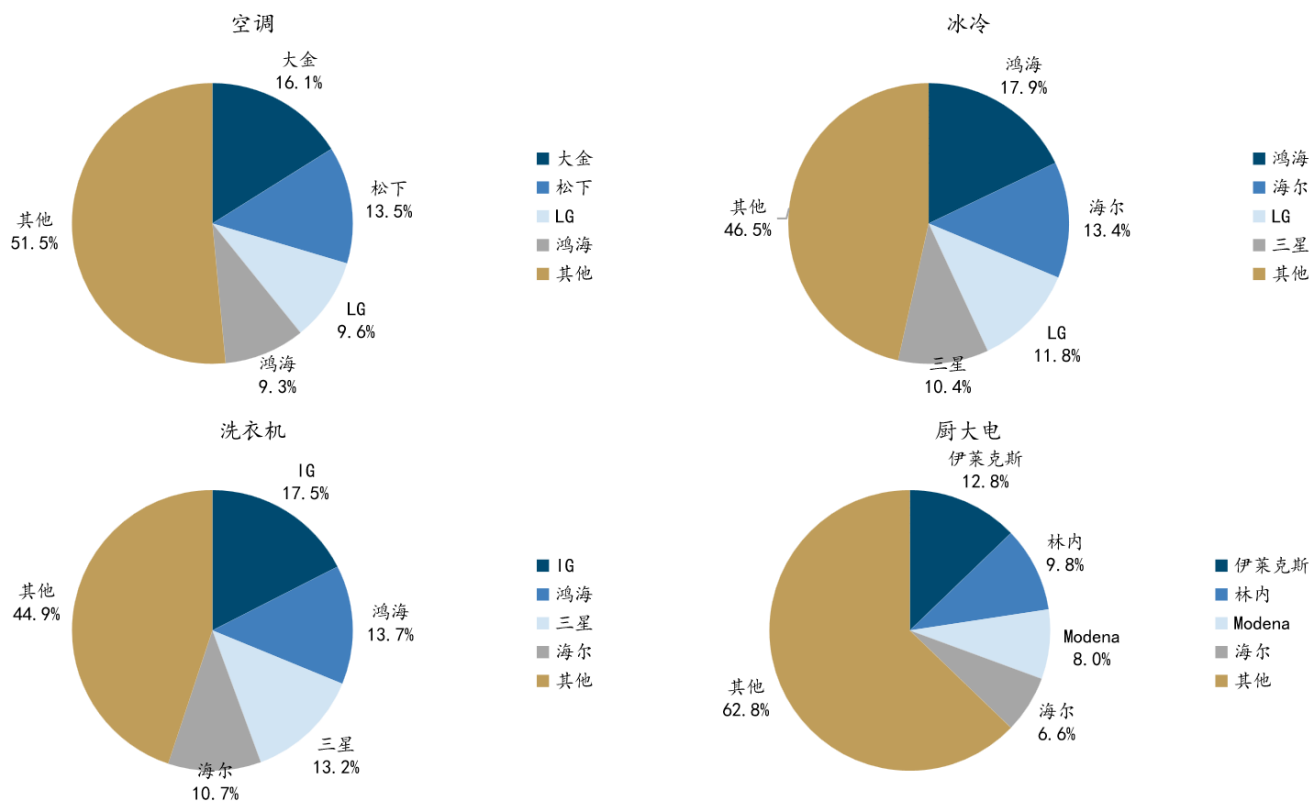
来源：欧睿，国金证券研究所（汇率参考年平均汇率）

格局相对分散,韩系、日系及我国品牌均有一定基础,其中韩系、日系由于进入东南亚市场的时间更久,份额相对更高,但近年罕有突破,基本维持在恒定水平。我国企业产业链



布局逐渐完善，配合渠道的进一步深耕份额持续提升，海尔、美的空调份额较 5 年前均有 2-3pct 的提升。

图表55：24 年东南亚各品类品牌份额



来源：欧睿，国金证券研究所

结合上述分析、过去五年各地区行业表现及海尔自身表现，我们对海尔在海外的收入情况进行预测：

成熟市场规模相对稳定，主要依靠结构升级带动行业扩容，我们假设未来 5 年行业北美、欧洲、澳新、日本 CAGR 在 1%-3% 之间，海尔近年在欧洲收购动作频繁，东欧渠道开拓顺利，有望借助东欧的快速发展辐射西欧市场，我们预计其增速有望明显快于行业。

新兴市场家电渗透率快速提升，行业规模扩容空间大，我们假设未来 5 年南亚、东南亚、中东非行业增速在中个位数左右，海尔 24 年在印度线下、线下渠道实现双线突破，在东南亚区域启动空调工厂建设、推动越南及印尼产线升级，中东非区域的埃及产业园一期进入爬坡期，实现大家电本土化生产的同时能够有效辐射周边国家，我们预计在前期投入持续兑现过程中海尔本地份额有望持续保持快速增长。参考上述测算逻辑，我们预计海尔 2030 年海外收入有望达到 1892 亿，期间 CAGR 有望达到 6%。


图表56：我们测算海尔在海外大家电市场未来5年CAGR有望达到6%

地区	海尔					龙头或最大竞争对手情况			2030E	2030E	25-30E	25-30E	25-30E	2030E
	23年收入	24年收入	24年排名	24年份额	份额近5年趋势	龙头或最大竞争对手	龙头（曾经）最高份额	份额近年趋势	海尔排名	海尔份额	行业CAGR (β)	海尔超额CAGR (α)	海尔总体CAGR	海尔收入
北美	798	795	1	24.5%	逐年上升，部分品类突破龙头历史高点	惠而浦	25.0%	下降后维持稳定	1	27.0%	2%	2%	4%	965
欧洲	281	321	3	9.5%	每年提升0.3-0.6pct	倍科	22.7%	稳定	3	12.0%	3%	5%	8%	467
澳新	61	66	1	15.2%	稳定	伊莱克斯	20.5%	持续下降	1	16.0%	1%	1%	2%	73
日本	37	34	3	11.2%	稳定	松下	20.3%	略下降	2	12.0%	0%	1%	1%	36
南亚	95	115	4	9.2%	平均每年提升0.3pct	LG	22.2%	略下降	3	13.0%	7%	7%	14%	223
东南亚	58	66	3	11.2%	每年小幅提升	鸿海精密	15.6%	持续下降	2	12.5%	4%	2%	6%	89
中东非	19	27	5	4.7%	企稳回升	倍科	18.7%	倍科未知，韩系下滑后稳定	4	5.5%	4%	3%	7%	38
合计	1349	1424											5.9%	1892

来源：公司公告，欧睿，国金证券研究所测算 注：本测算主要关注海尔传统大家电业务，未考虑 CCR 并表影响

4、盈利预测与估值

我们预计 25-27 年公司实现营业收入为 3089、3252、3427 亿元，同比分别+8.0%、+5.3%、+5.4%，归母净利润 210、233、258 亿元，同比+12.2%、+10.8%、+10.5%。

营收方面，我们按照国内、海外对公司业务进行拆分。

- 1) 国内业务：预计更新需求释放+高端化推动下国内家电需求稳重有增，海尔有望凭借全品类、丰富的品牌矩阵充分受益，预计 25-27 年国内营收为 1487 亿/1557 亿/1630 亿元，同比+4.9%/+4.7%/+4.7%。
- 2) 海外业务：我们预计 25-27 年海外整体营收 1588 亿/1681 亿/1782 亿元，同比+11.1%/+5.9%/+6.0%。

北美：海尔通过 FPA、GEA、Haier 品牌覆盖了多个价格带的用户，未来有望凭借 GEA 占有率进一步提升带动增长，我们预计 25-27 年北美营收为 827 亿/860 亿/895 亿元，同比+4.0%/+4.0%/+4.0%。

欧洲：海尔近年在欧洲的布局提速，24 年推动 Candy 品牌升级、收购 CCR 扩大商业版图，预计未来份额增长快于行业，我们预计 25-27 年欧洲营收为 424 亿/453 亿/484 亿元，同比+32.0%/+6.9%/+6.9%。

澳新+日本：公司在澳新市场通过斐雪派克、海尔覆盖高端及大众市场，未来有望通过进一步深化渠道布局实现增长，我们预计：日本市场方面，公司通过 AQUA+海尔双品牌布局，有望通过高端、场景和生态品牌建设上进一步打开空间，我们预计 25-27 年澳新营收为 68 亿/70 亿/73 亿元，同比+3.0%/+3.0%/+3.0%；日本营收为 35 亿/36 亿/36 亿元，同比+2.0%/+2.0%/+2.0%。

新兴市场：新兴市场在人口红利+渗透率提升拉动下发展潜力巨大，海尔在印度通过线上、线下渠道联合布局快速开拓渠道，在泰国、越南、印尼等地加快产能建设及产线升级，在埃及建设产业生态园辐射周边市场，预计未来有望实现较高增长。我们预计 25-27 年南亚营收 133 亿/152 亿/175 亿元，同比+15.0%/+15.0%/+15.0%；东南亚营收为 72 亿/77 亿/84 亿元，同比+8.0%/+8.0%/+8.0%；中东非营收为 29 亿/32 亿/36 亿元，同比+10.0%/+10.0%/+10.0%。

图表57：盈利预测

单位：亿元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
国内收入	1374	1417	1487	1557	1630
Yoy	7.06%	3.12%	4.94%	4.69%	4.70%
毛利率	29.5%	29.8%	30.0%	30.2%	30.4%
海外收入	1357	1429	1588	1681	1782



单位：亿元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
Yoy	7.60%	5.32%	12.2%	6.0%	6.1%
毛利率	25.1%	25.4%	25.7%	25.9%	26.1%
其中：					
北美	798	795	827	860	895
Yoy	4.1%	-0.3%	4.0%	4.0%	4.0%
欧洲	285	321	424	453	484
Yoy	23.9%	12.4%	32.0%	6.9%	6.9%
南亚	95	115	133	152	175
Yoy	14.9%	21.1%	15.0%	15.0%	15.0%
东南亚	58	66	72	77	84
Yoy	11.6%	14.8%	8.0%	8.0%	8.0%
澳新	61	66	68	70	73
Yoy	-11.8%	8.1%	3.0%	3.0%	3.0%
日本	37	34	35	36	36
Yoy	2.6%	-6.5%	2.0%	2.0%	2.0%
中东非	19	27	29	32	36
Yoy	-1.8%	38.2%	10.0%	10.0%	10.0%
总收入	2742	2860	3089	3252	3427
Yoy	12.6%	4.3%	8.0%	5.3%	5.4%
毛利率	27.5%	27.8%	28.0%	28.2%	28.3%

来源：Wind，国金证券研究所

我们选取美的集团、格力电器、海信家电作为可比公司，可比公司 2025-2027 年平均 PE 分别为 9.8 倍、9.0 倍、8.2 倍。公司是国内冰洗龙一企业，市场份额领先，定价权、盈利韧性较强，卡萨帝增长有望带动国内盈利能力进一步提升，海外 OBM 业务较代工具备更广阔成长空间，海尔连续多年全球份额稳步提升，近年持续通过并购整合加强海外布局，研产销本地化建设加速落地，全球份额趋势有望延续。此外，24 年以来海尔数字化变革进入深水区，有望通过模式变革推动国内外经营效率的进一步提升。公司成长逻辑清晰，全球供应链体系完善，抗风险性更强，在全球关税普遍加征的背景下有望凭借美国本土产能优势实质上受益于本轮贸易冲突，我们给予公司 2026 年 13x 的目标 PE 估值，对应目标价为 32.28 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表58：可比公司估值

代码	名称	股价(元)	EPS					PE				
			2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
000333.SZ	美的集团	71.79	4.80	5.03	5.70	6.21	6.77	11.38	14.94	12.59	11.56	10.60
000651.SZ	格力电器	46.34	5.15	5.75	6.33	6.77	7.22	6.24	7.91	7.32	6.84	6.42
000921.SZ	海信家电	26.09	2.04	2.42	2.75	3.09	3.43	9.98	11.96	9.48	8.44	7.61
	平均值		4.00	4.40	4.93	5.36	5.81	9.20	11.60	9.80	8.95	8.21
600690.SH	海尔智家	25.25	1.76	2.00	2.24	2.49	2.76	11.94	14.25	11.3	10.1	9.2

来源：Wind，国金证券研究所 注：股价为 7 月 10 日收盘价

5、风险提示

汇率波动风险：公司海外业务占比较高，若汇率大幅度波动，会对公司收益产生影响。

海外需求波动风险：若海外宏观经济、消费力疲软，将导致行业销量不及预期。

原材料价格波动风险：铜、钢材、塑料等关键原材料成本在公司家电生产成本中占比较高，原材料价格的剧烈波动会影响公司盈利水平。



关税及贸易政策变化风险：公司美国敞口占比较高，关税提升将增加公司的出口成本，政策频繁变化可能影响家电出口。


附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	243,514	261,428	285,981	308,864	325,225	342,654
增长率	7.4%	9.4%	8.0%	5.3%	5.4%	
主营业务成本	-167,223	-179,054	-206,487	-222,450	-233,646	-245,551
%销售收入	68.7%	68.5%	72.2%	72.0%	71.8%	71.7%
毛利	76,290	82,374	79,494	86,414	91,579	97,104
%销售收入	31.3%	31.5%	27.8%	28.0%	28.2%	28.3%
营业税金及附加	-813	-1,016	-1,276	-1,390	-1,464	-1,542
%销售收入	0.3%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-38,598	-40,978	-33,586	-36,137	-37,726	-39,405
%销售收入	15.9%	15.7%	11.7%	11.7%	11.6%	11.5%
管理费用	-10,837	-11,490	-12,110	-12,972	-13,334	-13,706
%销售收入	4.5%	4.4%	4.2%	4.2%	4.1%	4.0%
研发费用	-9,499	-10,221	-10,740	-12,046	-12,684	-13,364
%销售收入	3.9%	3.9%	3.8%	3.9%	3.9%	3.9%
息税前利润 (EBIT)	16,543	18,669	21,782	23,869	26,372	29,087
%销售收入	6.8%	7.1%	7.6%	7.7%	8.1%	8.5%
财务费用	246	-514	-973	-519	-682	-505
%销售收入	-0.1%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.1%
资产减值损失	-1,931	-1,748	-1,550	-711	-250	-50
公允价值变动收益	-122	20	47	0	0	0
投资收益	1,833	1,910	1,913	1,900	1,900	1,900
%税前利润	10.3%	9.7%	8.4%	7.3%	6.6%	6.0%
营业利润	17,844	19,880	22,912	26,030	28,830	31,922
营业利润率	7.3%	7.6%	8.0%	8.4%	8.9%	9.3%
营业外收支	-54	-168	-179	-150	-150	-150
税前利润	17,790	19,712	22,733	25,880	28,680	31,772
利润率	7.3%	7.5%	7.9%	8.4%	8.8%	9.3%
所得税	-3,058	-2,980	-3,157	-3,882	-4,302	-4,766
所得税率	17.2%	15.1%	13.9%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	14,732	16,732	19,576	21,998	24,378	27,006
少数股东损益	21	135	834	975	1,078	1,255
归属于母公司的净利润	14,711	16,597	18,741	21,023	23,300	25,751
净利率	6.0%	6.3%	6.6%	6.8%	7.2%	7.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	14,732	16,732	19,576	21,998	24,378	27,006
少数股东损益	21	135	834	975	1,078	1,255
非现金支出	7,978	8,547	9,631	6,852	7,455	8,362
非经营收益	-974	-580	-499	261	-629	-857
营运资金变动	-1,582	562	-2,164	-1,144	1,713	1,834
经营活动现金净流	20,154	25,262	26,543	27,966	32,917	36,345
资本开支	-7,976	-9,739	-10,029	-5,795	-11,860	-9,860
投资	-1,413	-8,172	-10,810	-4,625	-4,600	-5,100
其他	468	826	765	1,930	1,930	1,930
投资活动现金净流	-8,920	-17,085	-20,074	-8,490	-14,530	-13,030
股权募资	987	946	269	109	113	178
债权募资	3,672	1,534	4,080	-7,751	-4,491	-8,839
其他	-8,482	-10,321	-12,262	-9,475	-10,431	-11,184
筹资活动现金净流	-3,822	-7,841	-7,914	-17,117	-14,809	-19,845
现金净流量	8,171	585	-1,702	2,359	3,578	3,470

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	54,139	54,486	55,584	56,606	59,246	62,057
应收款项	27,875	31,539	42,441	44,988	47,371	49,910
存货	41,543	39,524	43,044	44,490	46,729	49,110
其他流动资产	6,826	7,071	10,620	10,190	11,307	12,431
流动资产	130,383	132,620	151,690	156,274	164,653	173,509
%总资产	55.3%	52.3%	52.3%	53.0%	52.9%	53.3%
长期投资	31,745	41,241	42,865	45,149	48,619	52,639
固定资产	31,253	35,007	43,199	45,577	50,034	51,512
%总资产	13.3%	13.8%	14.9%	15.4%	16.1%	15.8%
无形资产	35,064	36,304	42,284	42,490	42,655	42,830
非流动资产	105,460	120,759	138,424	138,766	146,581	151,989
%总资产	44.7%	47.7%	47.7%	47.0%	47.1%	46.7%
资产总计	235,842	253,380	290,114	295,039	311,234	325,498
短期借款	15,938	14,051	30,313	23,080	17,589	7,749
应付款项	84,486	88,459	97,481	101,441	106,509	111,895
其他流动负债	18,208	17,471	21,777	20,152	21,406	22,758
流动负债	118,632	119,981	149,571	144,673	145,503	142,403
长期贷款	13,591	17,936	9,665	10,665	11,665	12,665
其他长期负债	8,905	9,551	12,488	7,615	6,808	6,289
负债	141,129	147,468	171,725	162,953	163,976	161,357
普通股股东权益	93,423	103,514	111,366	124,089	138,182	153,810
其中：股本	9,447	9,438	9,383	9,383	9,383	9,383
未分配利润	57,977	68,536	79,288	91,902	105,882	121,333
少数股东权益	1,291	2,398	7,023	7,998	9,076	10,331
负债股东权益合计	235,842	253,380	290,114	295,039	311,234	325,498

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	1.557	1.758	1.997	2.241	2.483	2.744
每股净资产	9.890	10.968	11.869	13.225	14.727	16.393
每股经营现金净流	2.133	2.677	2.829	2.981	3.508	3.873
每股股利	0.567	0.801	0.965	0.896	0.993	1.098
回报率						
净资产收益率	15.75%	16.03%	16.83%	16.94%	16.86%	16.74%
总资产收益率	6.24%	6.55%	6.46%	7.13%	7.49%	7.91%
投入资本收益率	10.82%	11.32%	11.73%	12.23%	12.70%	13.40%
增长率						
主营业务收入增长率	7.01%	7.36%	9.39%	8.00%	5.30%	5.36%
EBIT 增长率	10.94%	12.85%	16.67%	9.58%	10.48%	10.30%
净利润增长率	12.58%	12.82%	12.92%	12.17%	10.83%	10.52%
总资产增长率	8.45%	7.44%	14.50%	1.70%	5.49%	4.58%
资产管理能力						
应收账款周转天数	22.9	25.3	29.8	34.0	34.0	34.0
存货周转天数	88.8	82.6	73.0	73.0	73.0	73.0
应付账款周转天数	91.9	90.7	89.8	90.0	90.0	90.0
固定资产周转天数	40.7	41.3	47.9	46.8	49.0	47.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-26.73%	-22.21%	-14.35%	-18.35%	-21.30%	-26.21%
EBIT 利息保障倍数	-67.3	36.3	22.4	46.0	38.7	57.6
资产负债率	59.84%	58.20%	59.19%	55.23%	52.69%	49.57%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	6	24	41	67	128
增持	0	0	0	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.03	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、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。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究