



行稳致远，品牌突围

投资要点

- **推荐逻辑：**1) 公司在国内市场持续推进品牌高端化，卡萨帝从线下零售额来看，2024 年卡萨帝品牌冰箱、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%，明显带动公司盈利能力。2) 海外市场，公司通过持续并购和品牌孵化，构建了国际化、多品牌生态体系，通过海外生产基地建设、研发中心设立等本土化战略，如今海尔已经在全球设立了 10 大研发中心、71 个研究院、35 个工业园、143 个制造中心和 23 万个销售网络，能够有效应对频发的关税风险。3) 公司自 2015 年开始频繁进行品牌收购，从生产成本端、费用端拖累了盈利能力，近年来利润端压力持续缓解，利润空间逐步释放。
- **内销：品牌高端化。**随着人均可支配收入持续上升，中国家电行业的高端化趋势日益显著。海尔在 2007 年便创立高端子品牌卡萨帝，卡萨帝深耕高端家电近二十载，形成强大的品牌壁垒和口碑优势，在 2017 年至 2024 年，卡萨帝营收增速常年高于海尔智家整体，2015-2021 卡萨帝销额 CAGR 达到 33.6%，逐步成为其业务增长的核心引擎。从线下零售额来看，2024 年卡萨帝品牌冰箱、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%。
- **外销：全球创牌三步走战略下。**海尔通过持续并购和品牌孵化，构建了国际化、多品牌生态体系。截至目前，公司已形成包含海尔主品牌、卡萨帝、Leader、GE Appliances、Fisher & Paykel、AQUA 和 Candy 的七大高端品牌矩阵。逆全球化趋势下，公司通过海外生产基地建设、研发中心设立等本土化战略，能够有效应对频发的关税风险。
- **利润空间逐步释放。**自 2015 年海尔进入海外优质品牌资产收购的高峰期，快速扩大海尔在全球市场份额的同时，因为海外产能效率、费用支出等问题，也拖累了整体的盈利能力，但聚焦近几年，我们可以看到密集收购带来的利润端压力正在逐步缓解，利润空间逐步释放。
- **盈利预测与投资建议。**海尔在全球创牌战略下，国内市场通过卡萨帝+三翼鸟的布局已取得较强的品牌影响力；海外市场目前正处于践行“三步走”战略的实践期，本土化优势明显。因此我们预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 2.33 元、2.70 元、3.06 元，对应 PE 分别为 11、10、9 倍，给予公司 2026 年 12 倍 PE，对应目标价 32.4 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格波动风险；全球经济增速放缓导致需求下滑的风险；关税政策风险；汇率波动风险等。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	285981.23	308222.91	328490.60	348466.54
增长率	9.39%	7.78%	6.58%	6.08%
归属母公司净利润（百万元）	18741.12	21896.66	25331.43	28688.64
增长率	12.92%	16.84%	15.69%	13.25%
每股收益 EPS（元）	2.00	2.33	2.70	3.06
净资产收益率 ROE	16.53%	16.48%	16.58%	16.19%
PE	13	11	10	9
PB	2.24	1.94	1.67	1.44

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：龚梦泓

执业证号：S1250518090001

电话：023-63786049

邮箱：gmh@swsc.com.cn

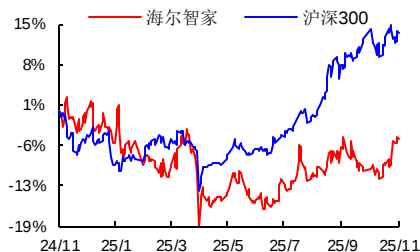
分析师：方建钊

执业证号：S1250525070008

电话：18428374714

邮箱：fjz@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	93.80
流通 A 股(亿股)	62.55
52 周内股价区间(元)	23.58-29.93
总市值(亿元)	2,495.20
总资产(亿元)	2,915.16
每股净资产(元)	12.74

相关研究

1. 海尔智家（600690）：数字化推行改善费用率，业绩超预期（2025-09-05）
2. 海尔智家（600690）：高端品牌成长迅速，盈利能力保持稳定（2025-05-07）
3. 海尔智家（600690）：全年营收稳健增长，数字化变革持续提效（2025-03-31）

投资要件

关键假设：

1) 考虑到公司不断改善产品结构，提升盈利能力，考虑公司卡萨帝品牌增速超过整体，预计公司冰洗产品均价有所提升，毛利率也随之提升。假设未来三年公司冰箱产品销量保持3%的复合增速，均价保持约2%的复合增速，假设2025-2027年公司电冰箱毛利率分别为30.9%、31.3%、31.5%；洗衣机毛利率分别为31.8%、32.2%、32.5%。

2) 公司重点建设空调业务，规模化趋势下，空调业务毛利率提升迅速。假设未来三年空调销量保持约8%的复合增速，均价分别同比增长7%/5%/2%，空调产品毛利率分别为25%、28%、30%。

3) 因会计政策调整及CCR等收购项目并表，公司费用率有所变化，预计2025-2027年销售费用率分别为11.8%、11.75%、11.7%，整体改善趋势延续。

区别于市场的观点

1) 市场可能高估了逆全球化背景下，海尔的海外风险敞口，低估了海尔全球制造中心&研发中心布局所带来的本土化优势，认为其海外发展会在关税风险下受到较大的影响。我们认为其一方面在新兴市场仍具有较大的收购、发展潜力；另一方面其在全球创牌三步走战略下，所建立起的产能优势、技术优势会成为关税风险下的护城河。

2) 近年来公司盈利能力表现弱于可比公司，市场倾向于将其归因为发展OBM业务的必然结果，但我们认为海尔自2015年来进入海外收购高峰期，导致近几年从成本端、费用端对其盈利能力形成压制，但随着海尔用“人单合一”等模式持续优化海外管理效率，推进海外产能升级建设，公司盈利能力有望迎来增长。

3) 品类方面，公司的优势品类——冰洗表现良好，但市场忽视了公司在空调等相对弱势业务上的长线布局，随着公司在空调产品的供应链布局、产能升级、营销加强，公司空调产品有望迎来营收与利润率的双击，打开上行空间。

股价上涨的催化因素

关税不确定性落地；空调品类超预期增长；海外盈利能力改善

估值和目标价格

预计公司2025-2027年营业收入分别为3082.2亿元(+7.8%)、3284.9亿元(+6.6%)和3484.7亿元(+6.1%)，归母净利润分别为219亿元(+16.8%)、253亿元(+15.7%)、287亿元(+13.3%)，预计公司2025-2027年EPS分别为2.33元、2.70元、3.06元，对应PE分别为11倍、10倍、9倍，给予2026年12倍估值，对应目标价32.4元，维持“买入”评级。

投资风险

原材料价格波动风险；全球经济增速放缓导致需求下滑的风险；关税政策风险；汇率波动风险等。

目 录

1 行稳致远，品牌突围	1
1.1 冰箱立业，全球布局成就家电龙头	1
1.2 坚持品牌出海，剑指全球	2
2 内销：品牌高端化、场景化，费用规模化，营销共创化	5
2.1 卡萨帝：品牌定位源自高端设计、创新产品	7
2.2 三翼鸟：全球首个场景品牌，实现多品牌多品类协同	10
2.3 产品破圈：触达用户，营销共创化	13
3 出海：以品牌收购带动海外增长	15
3.1 海外并购全景：分而治之，仍有可为	15
3.2 北美市场：收购 GEA，实现品牌突围	17
3.3 欧洲市场：收购 Candy，发力东欧	20
3.4 澳新市场：市场规模稳定，收购头部品牌 Fisher&Paykel	23
3.5 日本市场：海尔+AQUA 协同发力	25
3.6 新兴市场：消费升级趋势明显，有望成为新增长点	27
4 全球协同，效率提升，利润空间逐步释放	30
4.1 全球产能布局完善	30
4.2 技术协同下的领先优势	31
4.3 财务分析：品牌出海的利润率空间有待释放	33
5 盈利预测与估值	38
5.1 盈利预测	38
5.2 绝对估值	39
5.3 相对估值	40
6 风险提示	40

图 目 录

图 1: 2015-2025Q3 公司营业收入及增速情况.....	1
图 2: 2015-2025Q3 公司归母净利润及增速情况.....	1
图 3: 公司发展历程.....	2
图 4: 公司海外收入情况和增速情况 (亿元)	3
图 5: 2010-2024 年海尔与美的海外收入对比 (亿元)	3
图 6: 公司大家电零售量全球第一.....	4
图 7: 2017-2027 (E) 年全球家电市场区域结构 (亿元)	5
图 8: 2017-2027 (E) 年全球家电市场品类结构 (亿元)	5
图 9: 2000-2024 年中国空调保有量 (台/百户)	5
图 10: 2000-2024 年中国冰箱保有量 (台/百户)	5
图 11: 2000-2024 年中国洗衣机保有量 (台/百户)	6
图 12: 2000-2024 年中国电视保有量 (台/百户)	6
图 13: 2014-2024 年全国居民人均可支配收入 (万元)	6
图 14: 2018-2024 年冰箱成交均价 (人民币元)	7
图 15: 2018-2024 年洗衣机成交均价 (人民币元)	7
图 16: 卡萨帝发展史.....	7
图 17: 卡萨帝与海尔智家营收增速比较.....	8
图 18: 卡萨帝所获奖项.....	8
图 19: 卡萨帝“双子云裳”分区洗衣机.....	9
图 20: 卡萨帝收入及占比情况.....	10
图 21: 三翼鸟提供品牌全屋智慧解决方案.....	11
图 22: 近年以来三翼鸟门店数量快速增长 (家)	11
图 23: 各品牌不同场景融合.....	12
图 24: 三翼鸟带动其他品类发展.....	13
图 25: 海尔一机三筒洗衣机.....	14
图 26: 海尔麦浪冰箱.....	14
图 27: 公司海外收购关键节点.....	15
图 28: 公司海外分地区营收规模 (亿元)	16
图 29: 北美大家电销量及增速情况.....	17
图 30: 北美大家电销额及增速情况.....	17
图 31: 2020-2024 年公司美洲收入及增速情况	18
图 32: 北美大家电品牌市占率情况.....	18
图 33: 北美洗衣机品牌市占率情况.....	19
图 34: 北美冰箱品牌市占率情况	19
图 35: 东欧大家电销量及增速情况.....	20
图 36: 东欧大家电销额及增速情况.....	20
图 37: 西欧大家电销量及增速情况.....	20
图 38: 西欧大家电销额及增速情况.....	20
图 39: 2016 年 Candy 收入结构情况.....	21

图 40: 东欧大家电品牌市占率情况	22
图 41: 西欧大家电品牌市占率情况	22
图 42: 澳洲大家电销量及增速情况	23
图 43: 澳洲大家电销额及增速情况	23
图 44: 公司澳新市场收入情况	23
图 45: 澳洲大家电品牌市占率情况	24
图 46: 澳洲洗衣机品牌市占率情况	24
图 47: 澳洲冰箱品牌市占率情况	25
图 48: 日本大家电销量及增速情况	25
图 49: 日本大家电销额及增速情况	25
图 50: 2010 年日本洗衣机市场份额	26
图 51: 日本大家电品牌市占率情况	26
图 52: 印度大家电销量及增速情况	27
图 53: 印度大家电销额及增速情况	27
图 54: 印度尼西亚大家电销量及增速情况	27
图 55: 印度尼西亚大家电销额及增速情况	27
图 56: 马来西亚大家电销量及增速情况	27
图 57: 马来西亚大家电销额及增速情况	27
图 58: 菲律宾大家电销量及增速情况	28
图 59: 菲律宾大家电销额及增速情况	28
图 60: 新加坡大家电销量及增速情况	28
图 61: 新加坡大家电销额及增速情况	28
图 62: 泰国大家电销量及增速情况	28
图 63: 泰国大家电销额及增速情况	28
图 64: 越南大家电销量及增速情况	29
图 65: 越南大家电销额及增速情况	29
图 66: 海尔收购南非品牌 Kwikot	30
图 67: 斐雪派克直驱变频电机	32
图 68: Combo 洗衣机	33
图 69: 海尔毛利率优于可比公司	33
图 70: 海尔扣非净利率弱于可比公司	33
图 71: 毛销差对比	34
图 72: 海尔海外业务毛利率低于国内业务	34
图 73: 海尔海外业务经营利润率弱于国内业务	34
图 74: 公司费用率分析 (%)	35
图 75: 海尔智家成功完成对开利商用制冷的收购	37

表 目 录

表 1: 卡萨帝获奖情况	9
表 2: 空调、厨电、水家电等品类增速快于冰洗 (亿元)	13
表 3: 公司品牌矩阵	15
表 4: 2023 年海尔分地区份额情况及排名	16
表 5: Candy 收购历史	21
表 6: 海尔集团在东南亚各国品牌份额情况 (%)	29
表 7: 海尔全球生产基地	30
表 8: 海尔海外研发中心设立情况	31
表 9: 海尔拥有十大灯塔工厂	35
表 10: 海外产能不断升级	36
表 11: 公司各品类经营利润率	36
表 12: 分业务收入及毛利率	38
表 13: 绝对估值假设条件	39
表 14: FCFE 估值结果	39
表 15: 可比公司估值	40
附表: 财务预测与估值	41

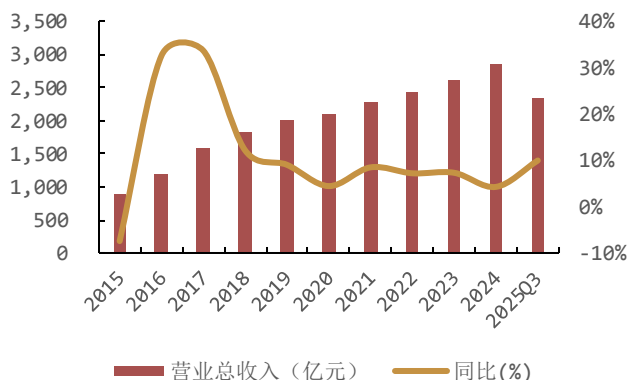
1 行稳致远，品牌突围

1.1 冰箱立业，全球布局成就家电龙头

海尔智家前身为 1984 年的青岛电冰箱总厂，于 2019 年更名为“海尔智家”，是海尔集团旗下重要的家电业务平台，主要从事冰箱/冷柜、洗衣机、空调、厨电、热水器、小家电等家电产品的研发、生产、销售。公司分别于 1993 年、2018 年及 2020 年分别于上海证券交易所、法兰克福交易所和香港联交所上市，构建起“A+D+H”的全球资本体系。

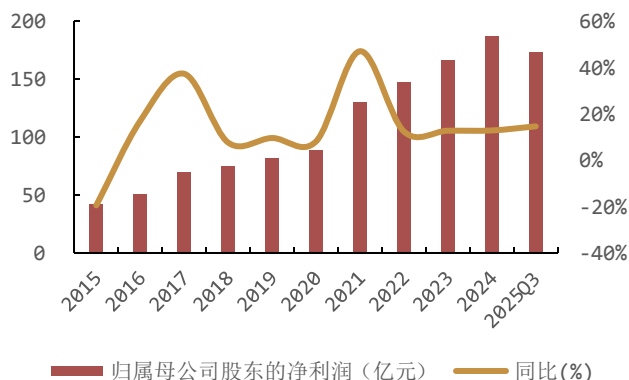
上市三十余年以来，公司汇集全球资源，不断发展提速，营业收入自 1993 年的 7.95 亿元增长至 2024 年的 2859.81 亿元，1994-2024 年 CAGR 为 20.9%，目前已成长为全球大型家电第一品牌，大家电零售量连续十六年位居全球第一。

图 1：2015-2025Q3 公司营业收入及增速情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 2：2015-2025Q3 公司归母净利润及增速情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

自成立以来，公司从一家濒临倒闭的家电小厂发展成为全球最大的家电集团之一，发展历程大概可以分为三个阶段：

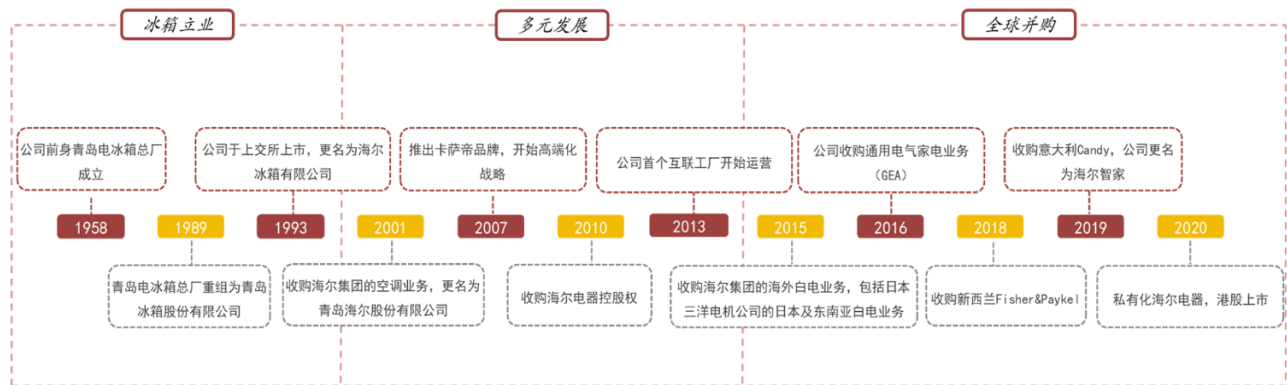
1984 年-1991 年：奠定品牌，冰箱立业。早期我国冰箱乃至家电市场供不应求，家电厂商普遍缺乏对于产品质量的重视，彼时创始人张瑞敏砸冰箱的事件奠定了公司追求产品质量、品牌形象的基础；1988 年，公司荣获电冰箱行业“国家优质产品奖”金牌；1989 年，电冰箱行业因需求下降而出现价格战时，公司凭借树立的高质量产品的品牌形象，提价 12%，奠定其在冰箱行业龙头地位。

1991 年-2015 年：多元发展，尝试出海。1993 年，公司于上交所完成上市，上市之后公司主要着力发展了三个方向：**1) 完善品类**，公司在冰箱主业外开始进行多元化尝试，先后切入空调、洗衣机、热水器等品类；**2) 丰富品牌矩阵**，除 1984 年成立的海尔主品牌以外，公司先后于 1998 年及 2007 年分别成立 Leader、卡萨帝品牌，形成覆盖全局市场的品牌矩阵；**3) 尝试出海**，1999 年公司开始进行海外扩张，4 月公司在美国南卡州建立海尔工厂，以海尔自主品牌进军国际市场。

2015 年-至今：海外并购，成就全球龙头。2015 年开始，公司将出海的战略重心从自有品牌转变为海外并购，先后收购 AQUA、GEA、Fisher&Paykel 等当地品牌，带动公司营收规模快速增长，2016-2024 年营收 CAGR 为 12.3%。截至 2024 年，公司业务已经覆盖亚洲、

欧洲、美洲、大洋洲和非洲等五大洲，海尔冰箱、洗衣机、酒柜、冷柜保持全球第一。其中，海尔冰箱已连续 17 年全球第一、海尔洗衣机连续 16 年全球第一、海尔酒柜连续 15 年全球第一、海尔冷柜连续 14 年全球第一。

图 3：公司发展历程



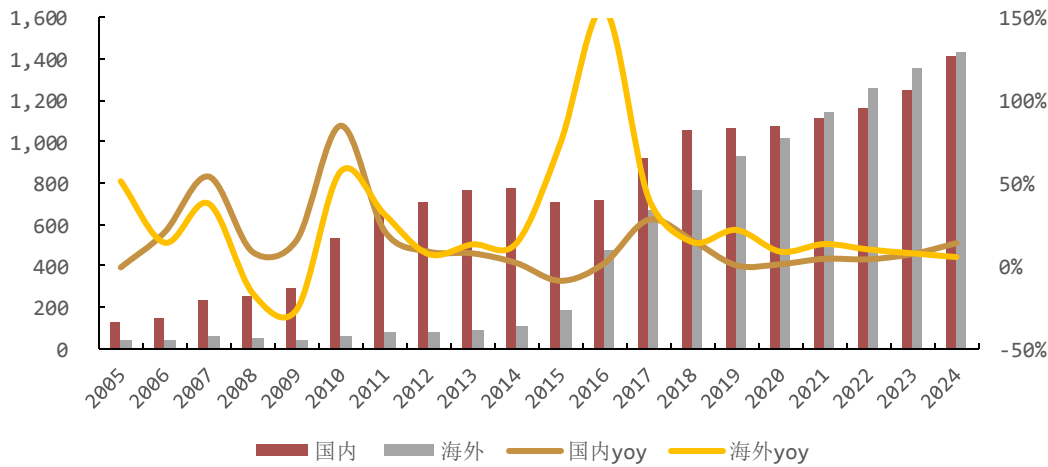
数据来源：公司公告，西南证券整理

1.2 坚持品牌出海，剑指全球

我国家电保有量自 2009 年家电下乡以来迎来快速增长，家电内销市场从增量市场逐步转变为存量替换市场，同时市场集中度高、竞争格局稳定，因此出海则成为了家电巨头们不可忽视的发展引擎。根据产业在线数据来看，空调品类内销增速自 2018 年起开始放缓，冰箱和洗衣机品类则自 2012 年起便开始出现回落，三大品类的外销增速则整体优于内销，家电公司发展的重心转移至海外扩张。

坚持品牌出海，从自有品牌到收购海外品牌。1999 年公司便开始进行海外扩张，4 月公司在美国南卡州建立海尔工厂，但并没有选择当时主流的 OEM 出海方式，而是以海尔自主品牌进军国际市场，在 1999-2014 年间，公司海外业务增速整体与国内业务增速相匹配。2015 年后，公司开始进行海外品牌收购的扩张模式。2015 年公司收购海尔集团的海外白电业务，包括日本三洋电机公司的白电业务；2016 年，海尔斥资约 54 亿美元收购美国通用电气 (GE) 家电业务，并成功添入 GE Appliances、Hotpoint 等品牌；2018 年收购新西兰品牌 Fisher & Paykel；2019 年再收购意大利 Candy 集团，进一步补强欧洲市场布局。公司每次收购并表后营收规模都会迎来明显的增长，尤其是于 2015 年并表日本三洋白电业务、于 2016 年并表 GEA 后，外销收入分别同比增长 74.3% 和 154.8%。

图 4：公司海外收入情况和增速情况（亿元）

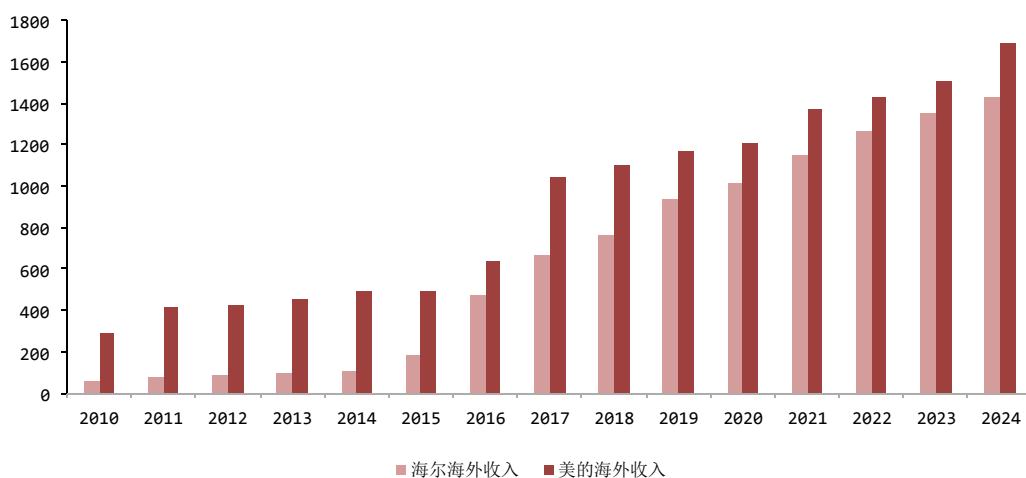


数据来源：公司公告，西南证券整理

品牌出海，事缓则圆。在出海前期，OEM 模式相较于品牌模式具有投入低，成型快，盈利稳定等优点，但究其本质，OEM 模式始终是利用产能优势为品牌商代工，商品制造、销售的价值链条中，只能取得相对较小的部分。此外，从长期角度来看，OEM 厂商也面临被品牌商压榨利润空间的风险。反观品牌出海模式，前期投入更大，成型速度慢，但是其利润空间、规模上限都优于 OEM 模式。对比海尔与可比公司的海外收入情况来看，在海尔开始进行全球品牌收购之前，海尔海外业务增速慢于发展 OEM 业务的公司，但其海外收入绝大部分源自于为其他品牌代工，随着海尔在海外进行品牌收购的推进，海尔的海外收入规模快速增长。

公司并购后的品牌矩阵逐渐成型，包括 GE Appliances、Fisher & Paykel、Candy 等高端子品牌。截至 2024 年，海外品牌贡献占比显著，国际市场收入占比超过半数。此外，这些子品牌帮助海尔快速进入欧美、澳新等高端家电市场，实现渠道扩展与管理协同，推动海外营收持续增长。总体而言，品牌并购不仅带来短期营收爆发，还奠定了长期全球化品牌矩阵的基础，驱动公司营收与利润迈入新台阶。

图 5：2010-2024 年海尔与美的海外收入对比（亿元）

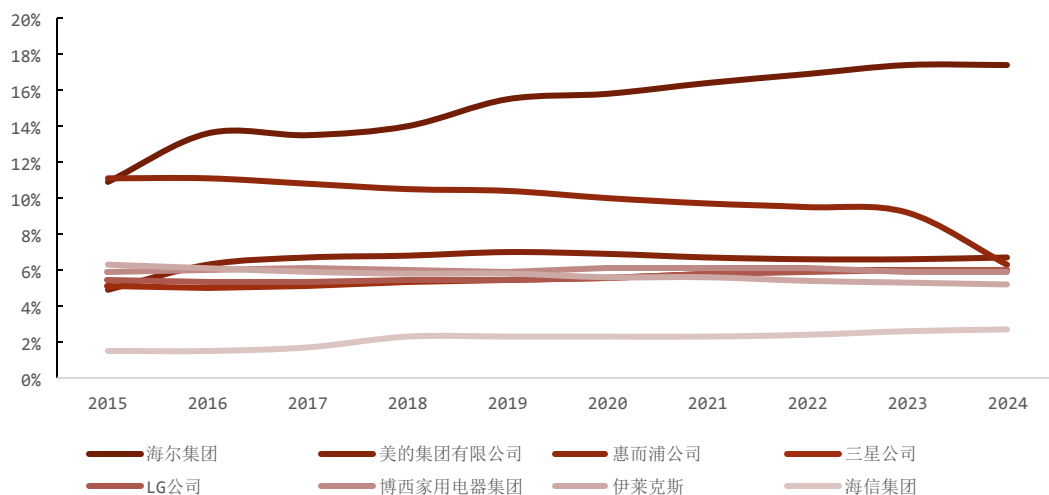


数据来源：公司公告，西南证券整理

品牌出海优势放大，强者愈强。根据欧睿数据，公司全球市场份额从 2015 年的 10.9% 稳步增长至 2024 年约 17.4%，领先优势持续扩大。这一增长主要得益于其全球化布局和多品牌整合战略，如并购 GE Appliances 和 Candy 等国际品牌，有效增强了其在北美与欧洲的市场渗透率。相比之下，传统强者惠而浦的市场份额则呈现出逐年下滑趋势，从约 11% 降至 2024 年的不足 10%，反映其在全球市场竞争中份额被持续蚕食。美的集团、博西家电集团和三星集团的份额则较为稳定，均维持在 5%-7% 区间。

公司大家电全球市占率遥遥领先，依托“品类领先+渠道优势”的双轮驱动：一方面通过核心白电实现销量增长和市场突破；另一方面凭借大家电渠道覆盖形成全品类竞争力。为后续并购 GE、Candy 以及智慧家庭战略奠定了坚实基础，极大增强了其在全球市场中的持续扩张能力。自 2015 年开始，公司全球大家电销量市占率稳定超过 10%，超过惠而浦后，不断加固其龙头领先地位。

图 6：公司大家电零售量全球第一

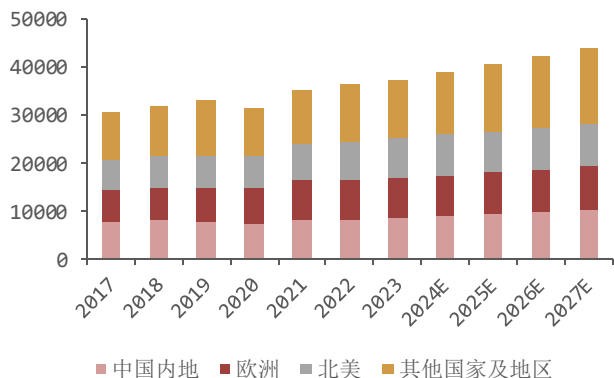


数据来源：欧睿，西南证券整理

2 内销：品牌高端化、场景化，费用规模化，营销共创化

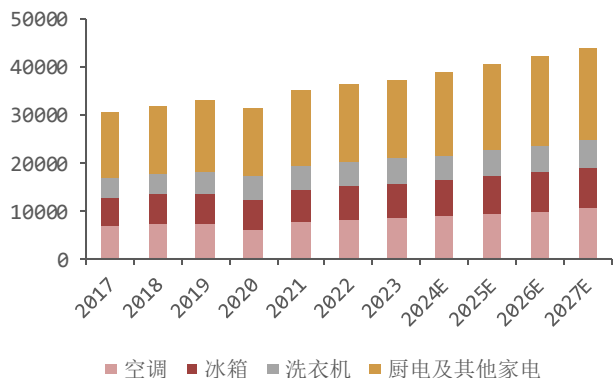
全球家电市场以中欧美、白电为主。根据弗若斯特沙利文，2023 年全球家电销售额共 3.76 万亿，同比增长 2.6%，并预计 2023-2027 年保持 4.2% 的复合增速，全球家电市场仍有增长空间。分区域看，中国、北美与欧洲为三大主要市场，合计占比约 66%；分品类看，白电为家电市场主要品类，占比约 55%。

图 7：2017-2027 (E) 年全球家电市场区域结构 (亿元)



数据来源：弗若斯特沙利文，西南证券整理

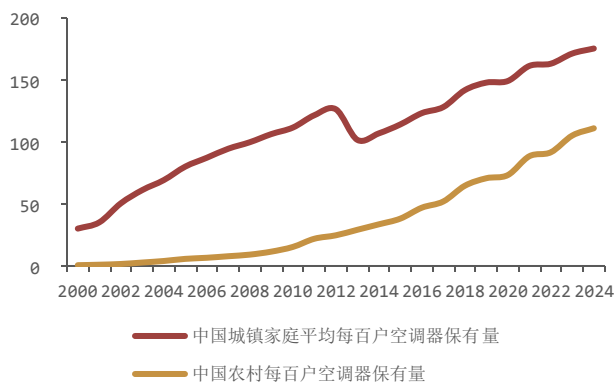
图 8：2017-2027 (E) 年全球家电市场品类结构 (亿元)



数据来源：弗若斯特沙利文，西南证券整理

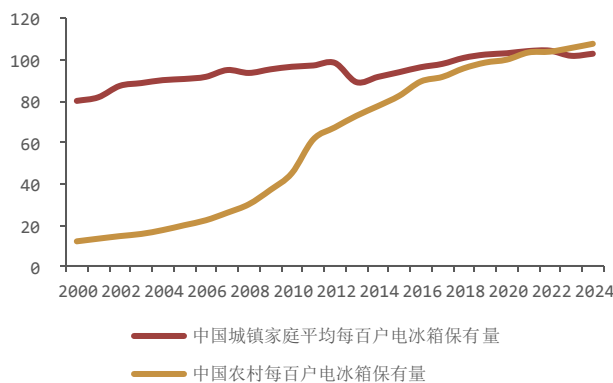
中国黑白电市场保有量见顶。随着中国“家电下乡”活动的开展，中国黑电、白电的保有量迎来快速提升，发展至今，国内家电市场已经基本饱和，开始进入存量竞争，中国家电行业从提量转为提质。

图 9：2000-2024 年中国空调保有量 (台/百户)



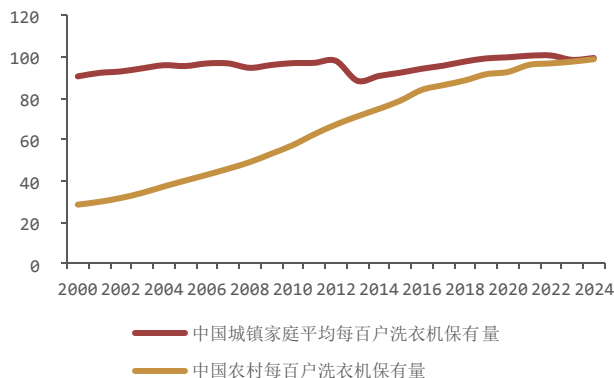
数据来源：国家统计局，wind，西南证券整理

图 10：2000-2024 年中国冰箱保有量 (台/百户)



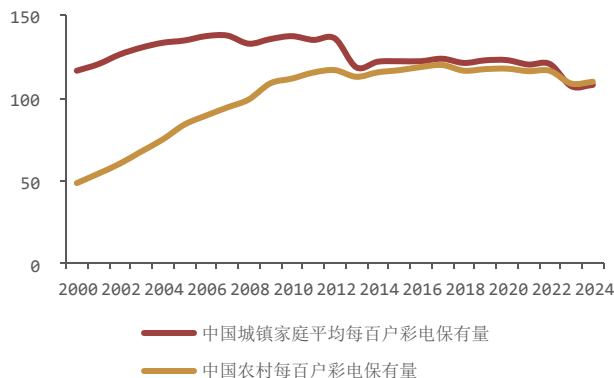
数据来源：国家统计局，wind，西南证券整理

图 11：2000-2024 年中国洗衣机保有量（台/百户）



数据来源：国家统计局，wind，西南证券整理

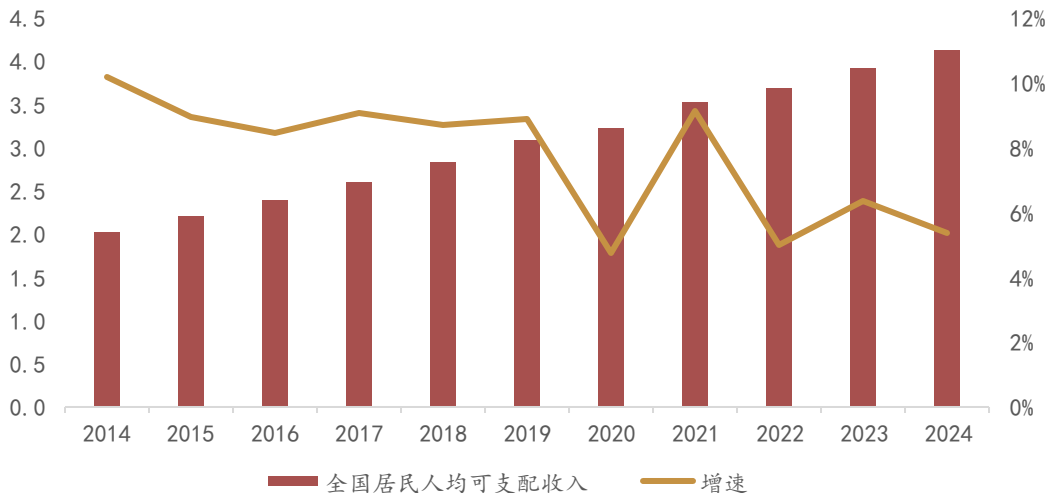
图 12：2000-2024 年中国电视保有量（台/百户）



数据来源：国家统计局，wind，西南证券整理

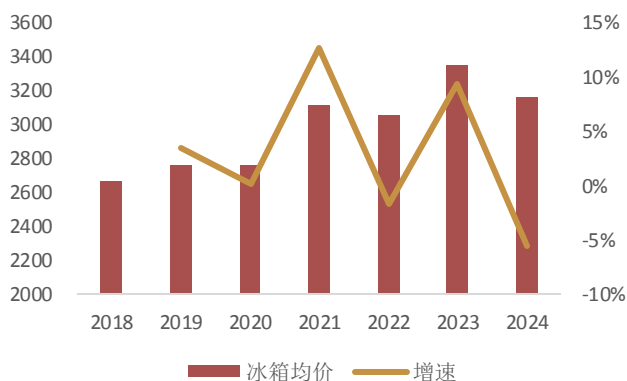
消费升级下家电高端化趋势明显。由于高端家电消费群体以高收入人群为主，对价格敏感度较低，更注重生活品质，家电行业的高端化趋势日益显著。根据国家统计局的数据：自 2014 年以来，全国居民人均可支配收入持续上升；麦肯家电网数据显示，2018 年以来冰箱、洗衣机成交均价整体处于上升态势，自 2018 年的 2667 元提升至 2024 年的 3161 元；洗衣机自 2018 年的 2025 元提升至 2024 年的 2102 元，进一步印证了高端化趋势的确立。

图 13：2014-2024 年全国居民人均可支配收入（万元）



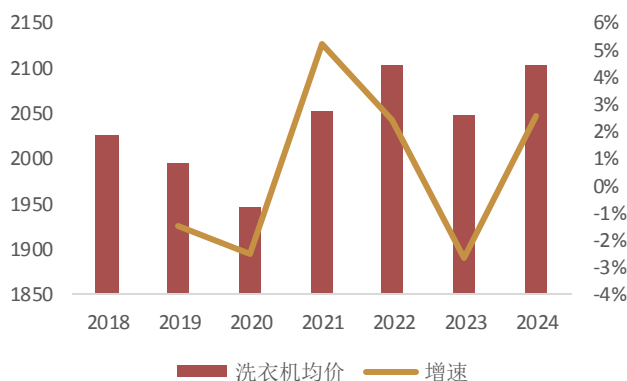
数据来源：国家统计局，choice，西南证券整理

图 14：2018-2024 年冰箱成交均价（人民币元）



数据来源：艾肯家电网，西南证券整理

图 15：2018-2024 年洗衣机成交均价（人民币元）

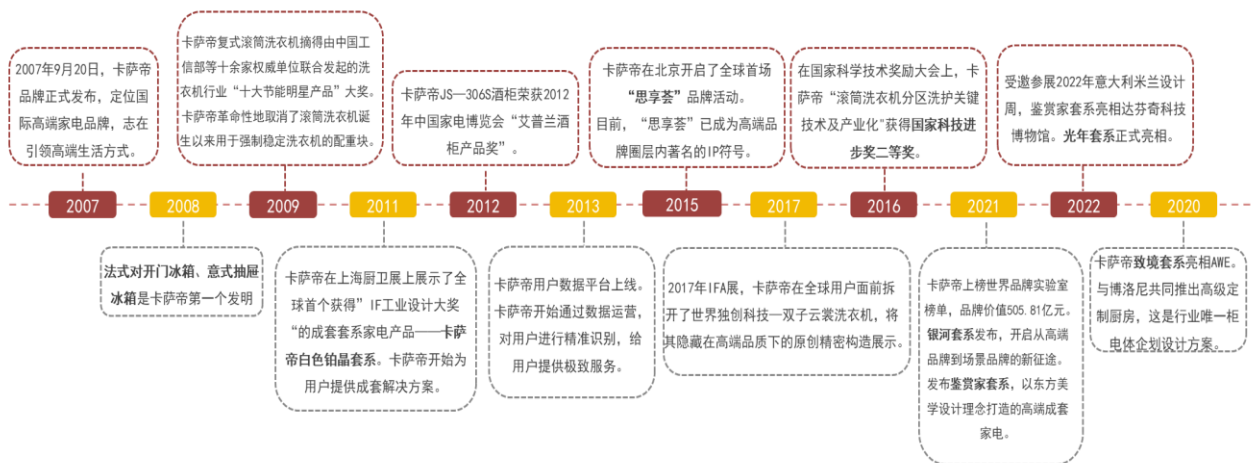


数据来源：艾肯家电网，西南证券整理

2.1 卡萨帝：品牌定位源自高端设计、创新产品

海尔智家早在 2007 年便创立高端子品牌卡萨帝，当时国内高端家电市场仍被松下、三星、西门子等外资品牌主导，自主品牌尚少涉足。卡萨帝深耕高端家电近二十载，形成强大的品牌壁垒和口碑优势，在消费者心中树立良好的品牌形象，具有高的品牌溢价。高端市场的核心竞争力是产品技术和口碑效应，新入市场的追随者很难通过价格手段挑战现有的市场格局。

图 16：卡萨帝发展史

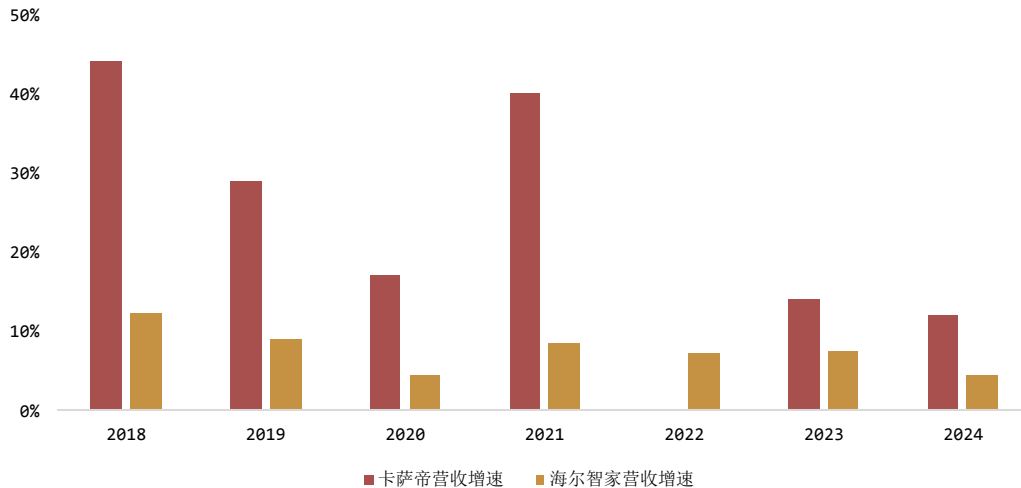


数据来源：卡萨帝官网，西南证券整理

卡萨帝增速表现优于海尔。自 2017 年至 2024 年，卡萨帝营收增速常年高于海尔智家整体，逐步成为其业务增长的核心引擎。2024 年卡萨帝品牌已在中国高端大家电市场中占据绝对领先地位，在高端市场冰箱、洗衣机、空调等品类的零售额份额排名第一。其中，就线下零售额而言，卡萨帝品牌冰箱、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%。

我们认为，卡萨帝之所以能在高端领域取得领先地位，归功于其技术实力、品牌形象与渠道建设三者协同发力：早期凭借海尔集团雄厚资金与技术支持，在 2006~2016 年完成产品打磨与技术积累；其后通过国际化品牌定位、全球研发与多国设计中心提升品牌力，再辅以线上线下高端渠道布局，使技术和营销投资有效转化为市场占有率和营收表现。

图 17：卡萨帝与海尔智家营收增速比较



数据来源：公司公告，西南证券整理

深厚的研发实力。卡萨帝自创立之初即树立原创科技基因，现已在全球布局 5 大研发中心、14 个设计中心和 28 个合作研发机构，并汇聚了遍布 12 国的设计资源。海尔集团全球专利累积已达 10.7 万项，其中发明专利 6.8 万项，且仅 2019 年天成冰箱“光储鲜科技”便涉及 84 项专利，足见卡萨帝研发实力厚实。

图 18：卡萨帝所获奖项



数据来源：公司公告，西南证券整理

复盘卡萨帝的发展史，除深厚的研究实力外，高端品牌形象树立还来自于两个方面：

- **创新的产品。**卡萨帝的技术不仅停留在概念，而是持续解决用户痛点：首款法式对开门冰箱革新传统结构，提升储物空间；2015 年推出的“双子云裳”分区洗衣机实现双滚筒同步洗涤并获国家科技进步奖；后续产品采用钢骨一体化箱体、双子星智平衡系统和“呼吸窗”360°送风，有效防潮除味。这些技术创新不是浮于表面的

展示，而是真正融入产品细节，全面改善用户体验，即使在白电成熟市场，卡萨帝依然以科技硬实力持续引领行业迭代。

- **高端的设计。**卡萨帝创立以来，在国内外各个平台获奖次数已不计其数。紧密植入艺术品味，用艺术文化营销实现品牌价值和产品价值的完美结合。

图 19：卡萨帝“双子云裳”分区洗衣机



数据来源：公司公告，西南证券整理

表 1：卡萨帝获奖情况

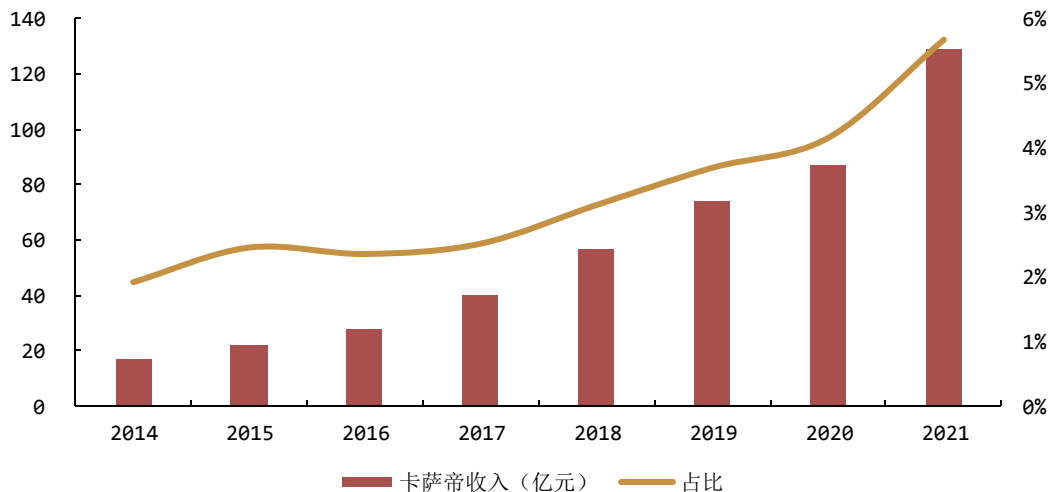
时间	奖项	时间	奖项
2007	洗衣机获德国 iF 设计大奖	2016	卡萨帝双子云裳滚筒洗衣机获 iF 及红点两项设计大奖 卡萨帝鼎级云珍冰箱及云珍三门冰箱等均获 iF 国际设计奖
2008	卡萨帝原创意式三门冰箱获德国红点至尊奖 卡萨帝法式对开门冰箱获得第 24 届美国金锤奖	2017	卡萨帝幂级云裳先衣机获 iF 国际设计 卡萨帝固态制冷酒柜获 iF 国际设计奖 卡萨帝纤见洗衣机获得红点奖
2009	卡萨帝原创法式对开门冰箱荣登“2008 年度影响世界的十大创意产品名单”	2018	萨帝 F+自由嵌入式冰箱获得 iF 及红点 2 项设计大奖
2010	卡萨帝燃气灶获得红点奖	2019	卡萨帝臻享双门冰吧荣获 iF 设计大奖 卡萨帝臻享双门冰吧荣获红点大奖 臻享双门冰吧卡萨帝星云套系,抽屉式洗碗机等斩获 IDEA 国际设计奖 10 余项
2011	卡萨帝白色铂晶套系获得德国 iF 国际设计奖的套系家电	2020	镡享家全屋用水套系荣膺 IFA 年度卓越创新成果奖 卡萨帝物联网冰箱获得 iF 奖 卡萨帝物联网冰箱获得红点奖
2012	对开门和意式二代三门冰箱获美国 IDEA 国际设计奖	2021	卡萨帝 Homey 系列冰箱获得 iF 设计奖

时间	奖项	时间	奖项
			卡萨帝鼎级云珍冰箱及云珍三门冰箱等均获 iF 国际设计奖 卡萨帝设计师套系烤箱，蒸箱，烟机等获得 iF 国际设计奖 卡萨帝 Homey 系列冰箱获得红点设计大奖
2013	卡萨帝意式三门及对开门等 5 款冰箱获得红点奖	2022	卡萨帝指挥家系列法式冰箱获得 iF 设计大奖 卡萨帝中子和美洗干护理机获得 iF 设计大奖 卡萨帝指挥家系列法式冰箱获得红点设计大奖 卡萨帝中子和美洗干护理机获得红点设计大奖
2014	卡萨帝双滚筒洗衣机斩获 iF 国际设计奖 卡萨帝朗度法式对开门冰箱获得红点奖	2023	卡萨帝原创平嵌冰箱·F+系列荣获“德国 iF 设计奖”金奖 致境套系 F+冰箱获中国家电行业首个大家电 iF 设计金奖
2015	卡萨帝博芬系列物联网双温区酒柜获 iF 国际设计奖 卡萨帝灵琬传奇热水器获得红点奖 卡萨帝云裳欧式洗衣机获得红点奖	2024	卡萨帝星云套系、设计师系列 T 型冰箱、嵌入式酒柜等 获 19 项 iF 设计奖

数据来源：卡萨帝官网，西南证券整理

卡萨帝占比持续提升，带动公司盈利能力改善。卡萨帝作为海尔打造出来的高端品牌，均价远高于家电行业平均水平，我们推测其利润率也要明显高于行业平均水平，在海尔品牌高端化的进程中为公司的利润端带来了更大的弹性。自 2014 年至 2021 年，卡萨帝品牌营收自 17 亿元增长至 129 亿元，CAGR 为 33.6%，高于公司总体营收增速，占比自 2014 年的 1.9%提升至 2021 年的 5.7%，有效带动了公司盈利能力提升。

图 20：卡萨帝收入及占比情况



数据来源：公司公告，西南证券整理 (2022 年后不再单独披露卡萨帝收入情况)

2.2 三翼鸟：全球首个场景品牌，实现多品牌多品类协同

全球首个场景品牌——三翼鸟。作为海尔智家由传统产品制造导向迈向智能化场景服务转型的核心战略抓手，三翼鸟品牌于 2020 年正式发布，标志着企业在物联网与智慧家庭深度融合领域的重要布局。该品牌定位为**全球首个场景品牌**，旨在通过“高端+场景+生态”三级品牌战略的系统推进，实现从单一产品输出向全流程场景解决方案提供的全面转型。三翼

鸟不仅整合海尔在智能家居、定制家居、数字平台等多维度积累的资源优势，还充分联动旗下有屋、博洛尼等定制家居品牌，构建跨品类、跨空间的协同服务体系。

图 21：三翼鸟提供品牌全屋智慧解决方案

SCENE BRAND 智慧家电家居一体化定制

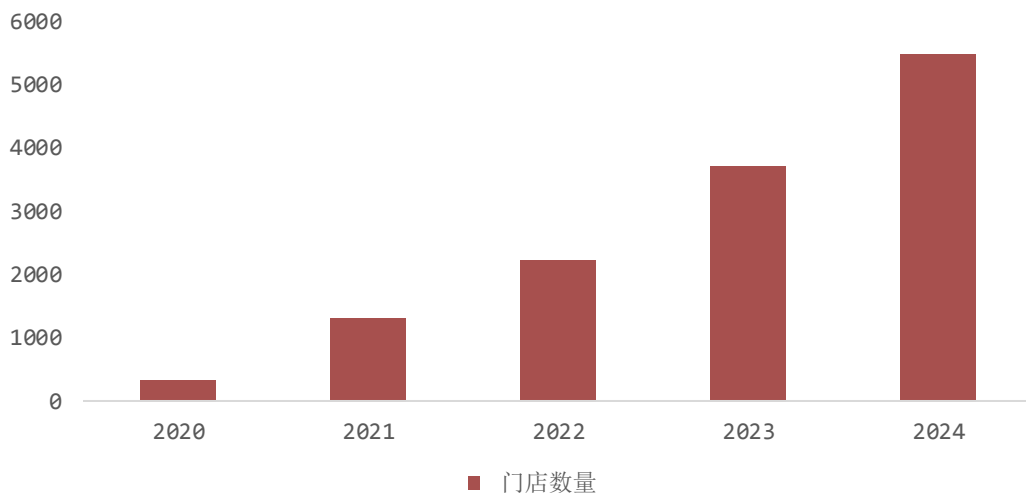
三翼鸟

全球首个场景品牌

数据来源：公司官网，西南证券整理

三翼鸟门店快速增长。三翼鸟全部上市有卡萨帝家电产品，近年以来三翼鸟门店数量快速增长，目前三翼鸟在全国范围内已开设超过 5000 家门店。三翼鸟作为公司旗下的场景品牌，其快速发展对于品牌建设有几项助力：**1) 高端品牌展示：**卡萨帝等高端品牌形象的树立需要线下渠道支持，而不能仅靠经销商、卖场等传统线下渠道，三翼鸟是一个好的高端品牌展示平台；**2) 品牌协同：**除卡萨帝以外，三翼鸟对海尔旗下其他众多品牌进行了集中曝光，形成品牌间协同；**3) 品类均衡发展：**公司旗下海尔、洗衣机等核心品类的份额情况表现突出，其他品类相对较弱，三翼鸟可以用来进行套系化销售，带动品类均衡发展。

图 22：近年以来三翼鸟门店数量快速增长（家）



数据来源：公司公告，西南证券整理

三翼鸟助力品牌融合。基于 2006 年启动的 U-Home 项目和 2015 年系统推进的智慧家庭战略，海尔在长期技术积累、生态布局和用户洞察的基础上，推动三翼鸟形成覆盖厨房、客厅、卧室、阳台、浴室等多场景的整体解决方案，贯通产品设计、场景定制、智能交付、售后服务等关键环节。该平台充分利用旗下 Fisher & Paykel、Casarte、Haier 和 Leader 四大品牌，针对不同消费阶层和生活习惯，为用户提供精准契合的智慧场景融合。不断强化用

户价值感知与品牌粘性，为企业构建起差异化竞争优势，成功实现从家电制造商向智能场景生态服务商的战略跃迁。

- **阳台生态 - 智慧空气与洁净方案：**融合 Haier 的智慧空调与洗衣机，结合三翼鸟全屋空气系统，为都市银发及务实中产提供健康、节能、智能控温环境。
- **厨房生态 - 奢华至实用全覆盖：**厨电墙面由 Casarte 和 Fisher & Paykel 高端嵌入式设备搭配，满足科创精英与新时代家居设计师对品质与颜值的追求；结合 Leader 针对 Z 世代推出的轻奢电磁灶与智能蒸烤一体机，打造悦享新派小家庭的“秀场级”开放厨房。
- **卧室生态 - 智能舒眠+个性收纳：**Haier 智慧睡眠空调与 Leader 多样化智能被褥收纳柜结合，面向品质中产和年轻群体，实现舒适健康且具潮流感的卧室体验。
- **客厅生态 - 娱乐与设计融合：**三翼鸟客厅智能硬件对接 Haier 与 Casarte 高端冰洗强互联，并配合 Leader 智能家居配件，打造有颜值、有品味又具科技交互的生活空间，迎合新贵先锋及 Z 世代独立人群。
- **浴室+整屋 - 创新生活一体化：**“智家大脑”让冰箱、空调、厨电等联动，根据时间、习惯自动调节场景模式，同时整合高端与性价比品牌，实现同一时间、同一系统下的跨品牌跨空间协同。

图 23：各品牌不同场景融合



数据来源：公司官网，西南证券整理

三翼鸟带动品类均衡发展。公司通过强化三翼鸟在成套场景方案设计、销售与服务等方面竞争力，不断增强套系化与场景化方案销售能力，实现单用户价值增加。2023 年，三翼鸟聚焦成套家电设计工具、数字化门店建设等能力，提升场景方案体验和销售能力。2023 年，三翼鸟门店零售额同比提升 84%，成套占比超过 60%；2024 年，三翼鸟成套销售占比达 57%，卡萨帝占比 35%，前置类产品占比 40%。截至 2023 年，三翼鸟已为 41.3 万家庭提供定制智慧方案，定制落地方案从最初的几千套，增长至 8 万余套；场景交易额已突破 51 亿大关。

图 24：三翼鸟带动其他品类发展

带动多品类家电成套销售

截至2023年度，三翼鸟定制落地方案增长至8万余套

2023三翼鸟场景交易额突破51亿元
成套方案占比超过60%



2023年三翼鸟整体门店销售额同比增长84%

数据来源：公司官网，西南证券整理

公司过去优势品类主要在于冰洗，空调、厨电、水家电等品类在营收占比、市占率方面相对较弱。根据公司披露的中国智慧家庭业务下各分部经营数据，我们可以看到 2019-2022 年期间（三翼鸟门店快速增长期），公司相对弱势品类皆实现了高于冰洗品类的增速，弱势品类在三翼鸟带动下实现均衡发展。

表 2：空调、厨电、水家电等品类增速快于冰洗（亿元）

品类	2019	2020	2021	2022	CAGR
冰箱	327.5	343.9	432.0	417.4	8.4%
厨电	24.4	27.7	37.7	35.0	12.7%
空调	234.9	255.1	339.5	321.9	11.1%
洗衣机	244.4	259.9	316.1	306.6	7.8%
水家电	96.0	102.2	138.5	127.0	9.8%
合计	927.2	988.8	1263.8	1207.9	9.2%

数据来源：公司公告，西南证券整理（自 2022 年后公司不再单独披露中国区各分部数据）

2.3 产品破圈：触达用户，营销共创化

CEO 出圈，触达用户。周云杰作为海尔集团董事局主席兼 CEO，自 2025 年两会上因形象“出圈”后，其个人 IP 迅速引来广泛关注，抖音、微博、小红书等平台涨粉超百万级别。企业高层形象的主动曝光，本质是以“人格品牌”拓宽传播路径，增强品牌亲和力与可触达性，相较传统广告和渠道投入，此举具备低投入高回报特性。周云杰的低调理工男标签，与专业思维和用户导向形成信任背书，重塑内销市场对“海尔智家”价值感知。

贴近用户，共创产品。针对“洗衣分筒太麻烦”的痛点，海尔推出行业首创的一机三筒洗衣机，首发一周就预售 8.8 万台；百万用户参与创意投票，最终诞生的麦浪冰箱不仅能分区存储和极致保鲜，日耗电量还不足 1 度，稳居中高端冰箱市场榜首；还有磁控保鲜冰箱、洗空气空调、云溪洗衣机、小蓝瓶热水器等产品，都是在用户共创的基础上诞生的。

图 25：海尔一机三筒洗衣机



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 26：海尔麦浪冰箱



数据来源：公司官网，西南证券整理

海尔智家营销聚焦于场景化体验，如“三翼鸟”智慧住居场景解决方案，覆盖阳台、厨房、空气等子场景。这一策略并非简单促销，而是将产品营销嵌入用户生活日常，通过数字化平台监测需求，引导用户从单品购买向整套系统升级。金融分析显示，此类场景式闭环显著增强用户黏性，提高客户生命周期价值（CLV），为海尔智家在内销市场建立了持续的现金流和口碑驱动机制。

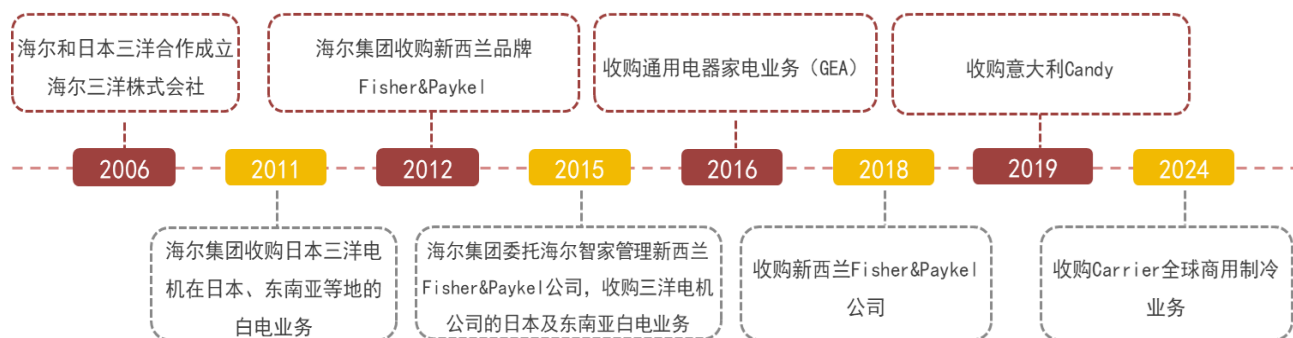
随着数字化转型推进，海尔智家借助云平台与用户画像构建精准营销体系，形成“产品—数据—服务”反馈链。营销不再是单点传播，而是对品牌认知与情感资产的长期积累。再结合世界品牌实验室发布的最新报告显示，海尔品牌价值达 5735 亿元、连续 22 年入选，归功于其生态与技术营销模式。从资本角度分析，这是品牌向“资产化”转变的典型路径，使品牌具备更强的估值弹性、高端市场穿透力与长期竞争壁垒。

3 出海：以品牌收购带动海外增长

3.1 海外并购全景：分而治之，仍有可为

自 2011 年起，海尔智家海外战略进入实质导入期：首先通过收购三洋电机在日本及东南亚的家电业务，奠定亚洲制造与渠道基础；2012 年完成对新西兰 Fisher & Paykel 的全资控股，补强高端技术与大洋洲市场；2016 年以约 54 亿美元收购美国国家电巨头 GE Appliances，借助其品牌与渠道快速打开北美市场；2018–2019 年收购意大利 Candy 集团，进一步深耕欧洲洗护与厨房电器布局；2024 年 10 月，再次以 7.75 亿美元收购 Carrier 全球商用制冷业务，标志海尔进入智慧商用制冷领域，全面升级为“平台+场景”的全球化战略发展阶段。每一次并购都借特定目标资源释放、市场断层与本土化红利，实现海尔的跨越式国际扩张。

图 27：公司海外收购关键节点



数据来源：wind，西南证券整理

品牌矩阵完善。截至目前，海尔智家通过持续并购和品牌孵化，构建了国际化、多品牌生态体系。截至目前，公司已形成包含海尔主品牌、卡萨帝、Leader、GE Appliances、Fisher & Paykel、AQUA 和 Candy 的七大高端品牌矩阵，同时推出智慧家庭生态品牌三翼鸟，全面覆盖全球主流细分市场并提升生态平台能力。

表 3：公司品牌矩阵

品牌	覆盖区域	品牌定位	成立/收购时间
Haier	中国、北美、欧洲、澳大利亚、新西兰、南亚、东南亚等	覆盖高、中、低端市场	1984 年成立
Leader	中国	针对年轻消费者	1998 年成立
Casarte 卡萨帝	中国、欧洲、南亚等	高端市场	2007 年成立
AQUA	日本、南亚	大众市场	2015 年收购
 GE APPLIANCES	北美、欧洲、中国、中东等	高端市场	2016 年收购
 FISHER & PAYKEL	中国、新西兰、澳大利亚、北美、欧洲、南亚、东南亚等	高端市场	2018 年收购

品牌	覆盖区域	品牌定位	成立/收购时间
	欧洲、南亚、东南亚等	大众市场	2019 年收购

数据来源：公司公告，西南证券整理

从海外各地区的份额来看，海尔在不同地区的份额呈现出较大差距。亚太、澳新等地区具有明显的领先优势；欧美地区排名靠前，但并未拉开明显差距；拉美、中东非等新兴市场则份额较低。我们认为，各地区之间的差异一方面源自于地区间经济、家电行业发展阶段、竞争格局等现实因素影响，另一方面也深受公司在海外品牌收购、本土化发展的行为影响。

总体来说，公司长期坚持品牌出海模式，已经在出海方面取得不菲的成绩，但同时也仍有部分地区待攻克提升，我们将尝试从品牌的角度去探讨公司后续在海内外发展的机遇与挑战。

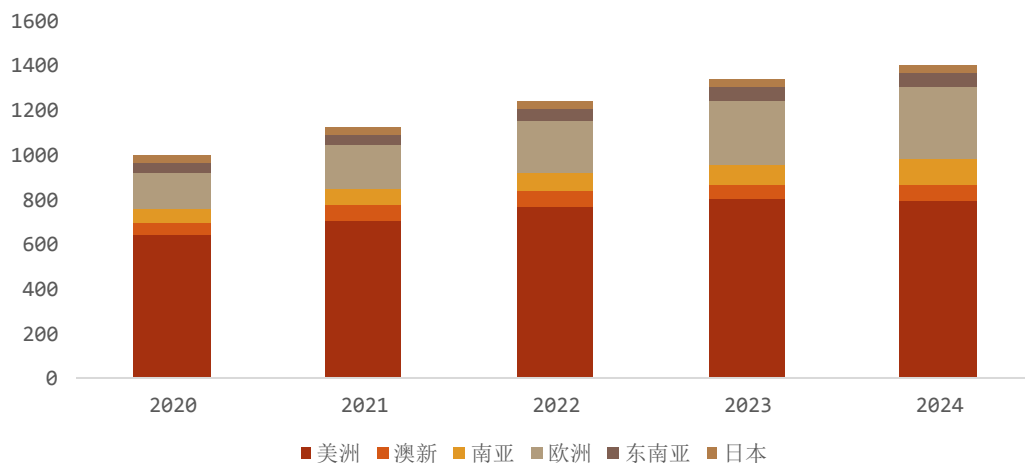
表 4：2023 年海尔分地区份额情况及排名

地区	洗衣机份额（排名）	冰箱份额（排名）	大型厨电份额（排名）
全球	22.9%（1）	22.9%（1）	8.5%（1）
北美	23%（2）	24.2%（1）	31.1%（1）
澳新	33.5%（1）	22.3%（2）	10.4%（2）
西欧	13.9%（4）	7.9%（5）	4.7%（5）
东欧	16.2%（2）	13.2%（2）	7.1%（5）
亚太	33.4%（1）	34.3%（1）	8.1%（3）
拉丁美洲	1.7%（12）	3.2%（7）	0.9%（13）
中东非	6.1%（5）	5.6%（6）	2.3%（8）

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司经过持续的海外品牌收购动作，在欧美、澳新、日本、东南亚、南亚等地都已取得不菲的业务规模，但由于不同市场的发展阶段区别、品牌收购节奏的不同，公司在各地的规模和增速表现有所分化。其中占比最高的是欧美市场，2024 年美洲与欧洲在海外营收中分别占比 56.9%、22.9%；其次南亚市场占比为 8.2%；澳新、日本、东南亚等市场占比则仅为低个位数。

图 28：公司海外分地区营收规模（亿元）



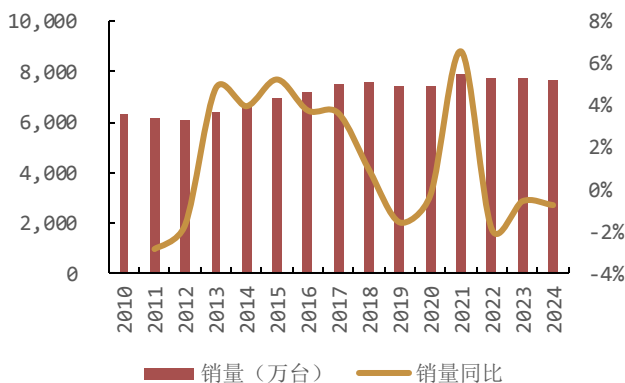
数据来源：公司公告，西南证券整理

为此，我们认为有必要分地区对公司的海外品牌及发展情况进行梳理。

3.2 北美市场：收购 GEA，实现品牌突围

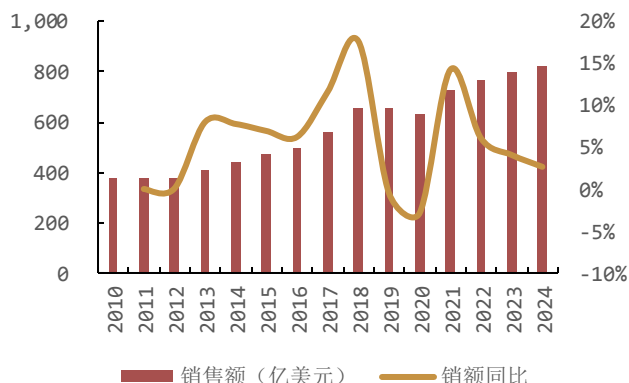
北美市场成熟度高，规模依靠均价提升驱动。北美市场作为全球领先的发达国家，家电市场发展比较成熟。根据欧睿数据来看，2011-2024 年间北美大家电销量 CAGR 为 1.3%，销额 CAGR 为 5.7%，主要为均价提升带来的规模增长，均价自 2010 年的 592 美元增长 81.3% 至 2024 年的 1074 美元。2024 年北美大家电市场销量为 7669.2 万台，同比-0.7%；销售额为 823.4 亿美元，同比增长 2.7%。

图 29：北美大家电销量及增速情况



数据来源：欧睿，西南证券整理

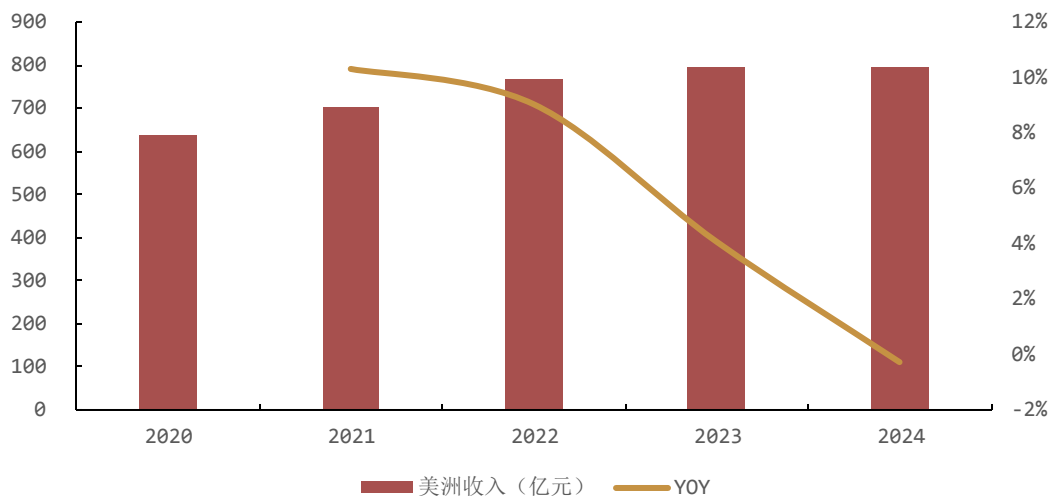
图 30：北美大家电销额及增速情况



数据来源：欧睿，西南证券整理

公司收购 GE 实现品牌突围。北美市场作为一个高度成熟的家电市场，品牌格局也相对比较集中，是公司全球化战略的重要支点。2016 年，海尔集团宣布以 54 亿美元现金收购美国通用电气（GE）旗下的家电业务 GE Appliances，并于当年 6 月完成交割。此次并购不仅涵盖了 GE 在美国本土的家电制造和销售业务，还包括其在墨西哥与 Mabe 的合资公司权益，以及 GE、Hotpoint、Monogram 等多个具有广泛影响力的家电品牌商标。这一交易是海尔在北美市场的战略性布局，其目的不仅在于扩大国际市场份额，更在于通过 GE 强大的品牌力、成熟的渠道网络和本地制造体系，迅速打入美国高端家电市场，实现品牌升级与技术协同。得益于 GE 对公司北美营收的贡献，公司美洲收入自 2020 年的 637.1 亿元，增长 24.8% 至 2024 年的 795.3 亿。

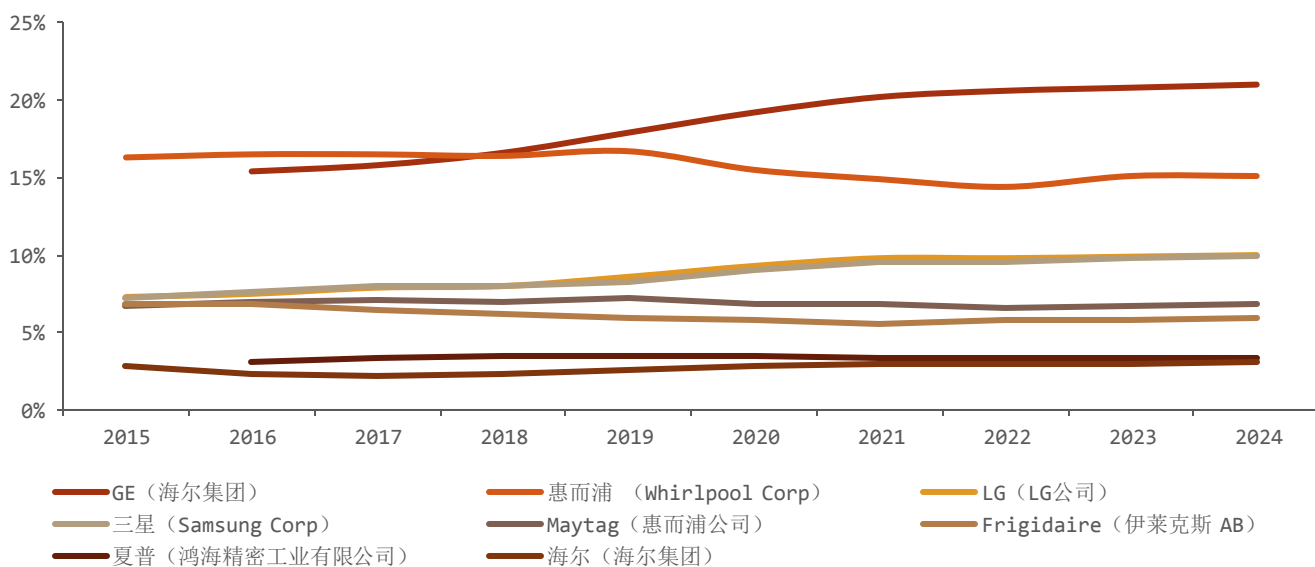
图 31：2020-2024 年公司美洲收入及增速情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

助力 GEA 成为北美第一品牌。公司在 2016 年收购 GEA 后，通过“人单合一”的管理和全球采购研发的支持，推动 GEA 在北美市占率稳步提升，其销量份额于 2018 年超过惠而浦成为北美第一品牌，市占率从 2016 年的 15.4% 提升至 2024 年的 21%，海尔品牌市占率从 2016 年的 2.8% 提升至 2024 年的 3.1%。通过海尔与 GEA 的协同发展，整个海尔集团 2024 年在北美的市占率达到了 24.1%。

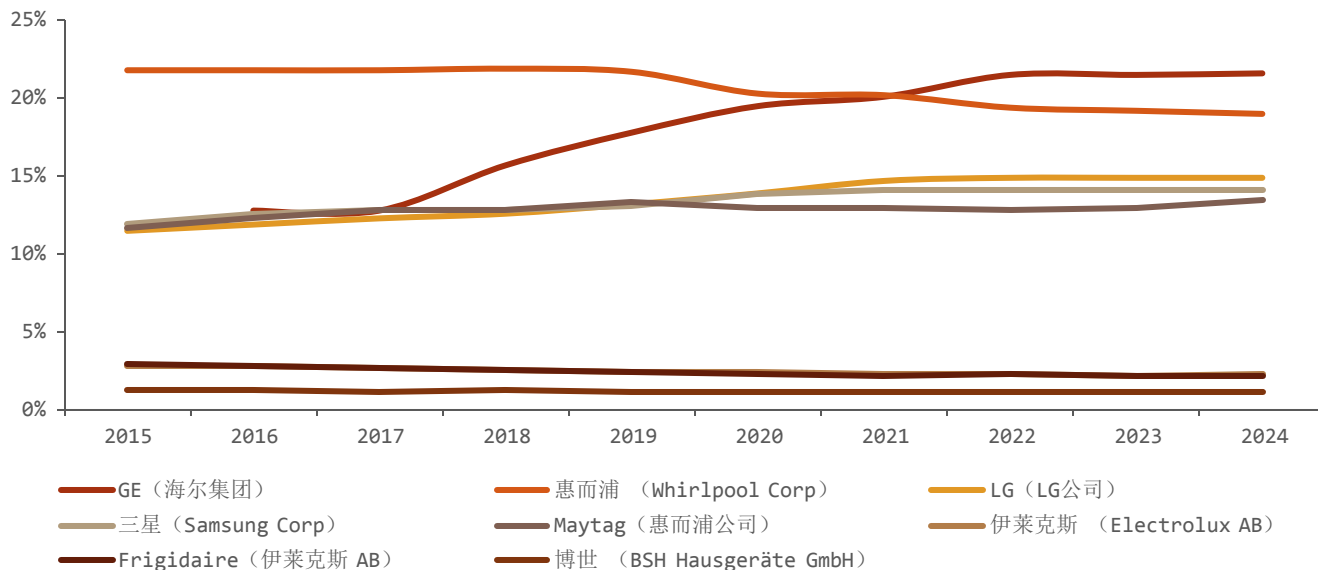
图 32：北美大家电品牌市占率情况



数据来源：欧睿，西南证券整理

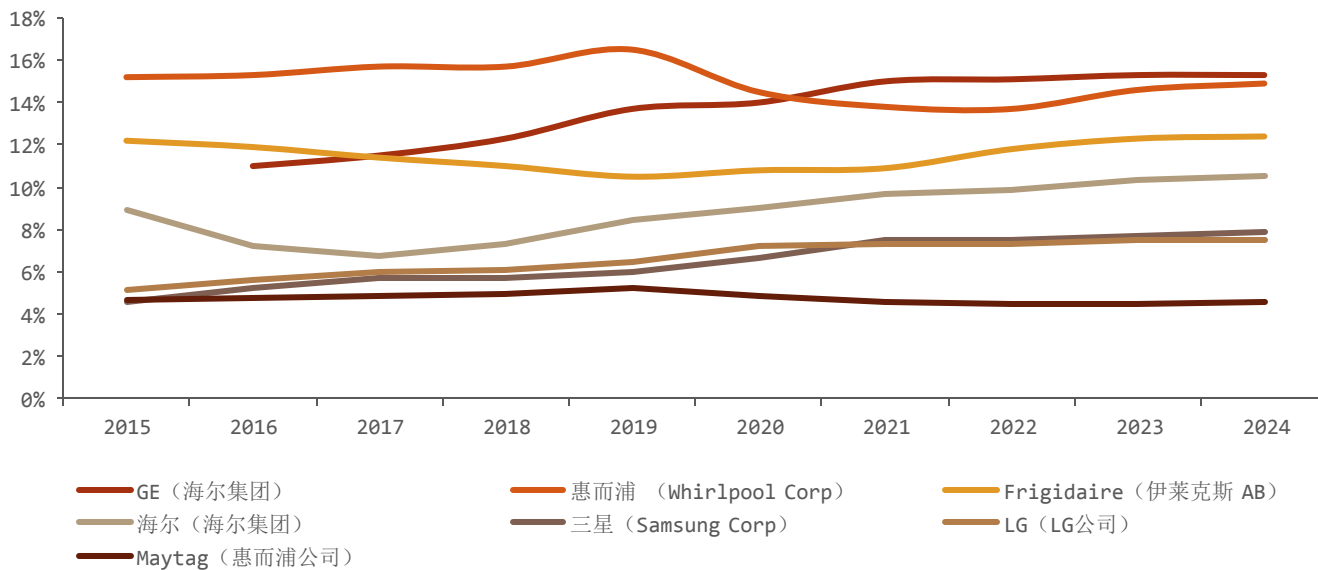
海尔补足 GEA 的冰洗品类。从具体品类来看，GEA 在被收购前厨电优势更加明显，冰洗相对弱势，收购完成后公司帮助 GEA 补足冰洗短板。GEA 的洗衣机北美市占率从 2016 年的 12.8% 提升至 2024 年的 21.6%，于 2022 年超过惠而浦成为第一；冰箱市占率从 2016 年的 11% 提升至 2024 年的 15.3%，于 2021 年超过惠而浦成为第一。

图 33：北美洗衣机品牌市占率情况



数据来源：欧睿，西南证券整理

图 34：北美冰箱品牌市占率情况



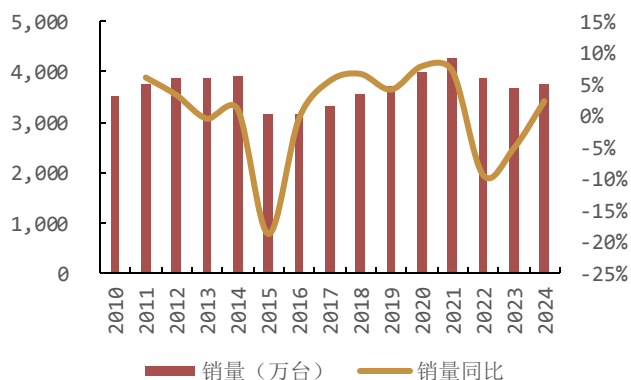
数据来源：欧睿，西南证券整理

对此，我们认为公司在北美通过收购 GEA 实现品牌突围的战略取得了非常成功的结果，在北美这种品牌格局稳定的市场，一方面利用 GEA 的渠道资源赋能海尔品牌，另一方面利用海尔的全球采购、研发优势，赋能 GEA 品牌在北美市场提升成为龙头。

3.3 欧洲市场：收购 Candy，发力东欧

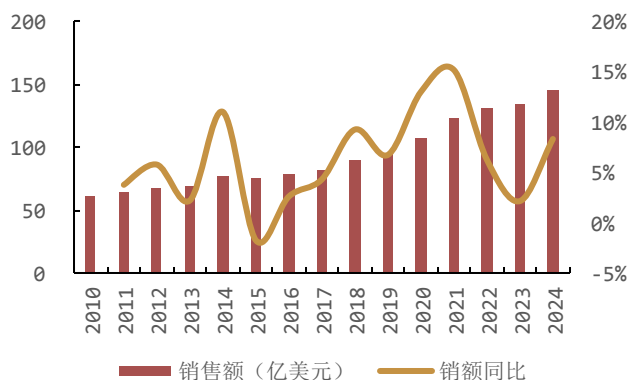
欧洲市场不同于北美市场，其国家及渠道众多，大家电市场相对分散，但欧洲市场来说作为发达区域，家电市场整体仍然较为成熟。根据欧睿数据来看，2011-2024 年间东欧大家电销量 CAGR 为 0.5%，销额 CAGR 为 6.3%，主要为均价提升带来的规模增长，均价自 2010 年的 176 美元增长 120.3% 至 2024 年的 387 美元；西欧大家电销量 CAGR 为 0.7%，销额 CAGR 为 3.4%，均价自 2010 年的 390 美元增长 44.9% 至 2024 年的 565 美元。总体来说，欧洲市场与北美市场相似，主要体现为均价提升带来的规模增长，西欧相对东欧来说更加成熟。

图 35：东欧大家电销量及增速情况



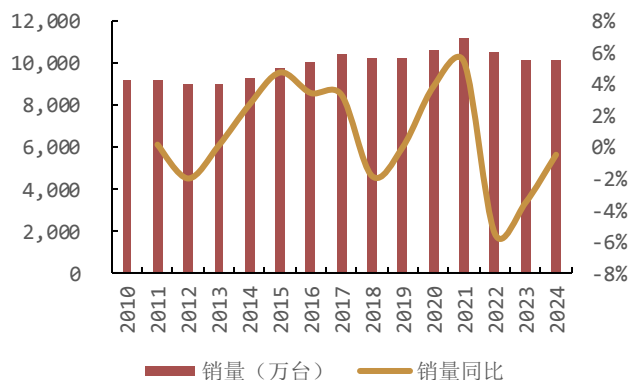
数据来源：欧睿，西南证券整理

图 36：东欧大家电销额及增速情况



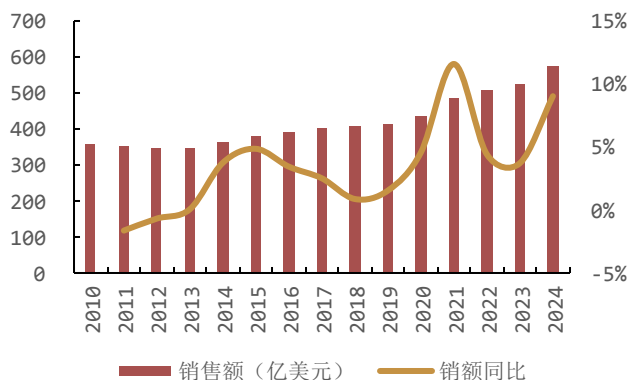
数据来源：欧睿，西南证券整理

图 37：西欧大家电销量及增速情况



数据来源：欧睿，西南证券整理

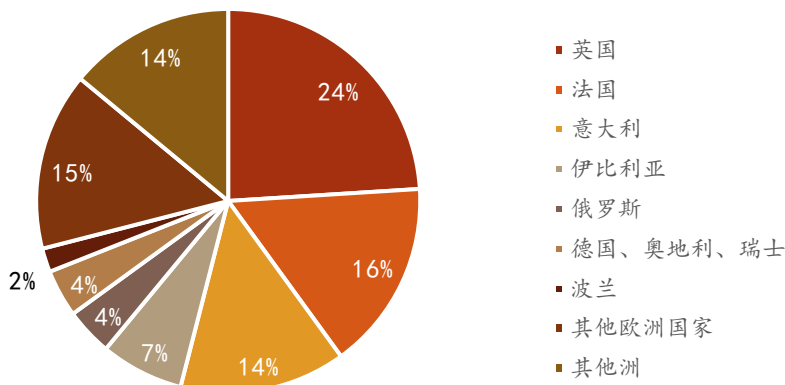
图 38：西欧大家电销额及增速情况



数据来源：欧睿，西南证券整理

收购 Candy，进军欧洲。2019 年，海尔智家宣布以约 4.75 亿欧元收购意大利家电制造商 Candy 全部股权，进军欧洲市场。Candy 作为欧洲老牌家电品牌，在洗衣机、洗碗机、厨房电器及小家电领域拥有完整的产品线，并在意大利、法国、西班牙等地建立了覆盖广泛的本地销售与服务网络，其 86% 的收入来自欧洲地区。CANDY 旗下拥有以 CANDY、Hoover 及 Rosières 三个品牌为核心的品牌矩阵，其多数品牌定位大众市场，强调产品性价比，主要瞄准年轻人市场。

图 39：2016 年 Candy 收入结构情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

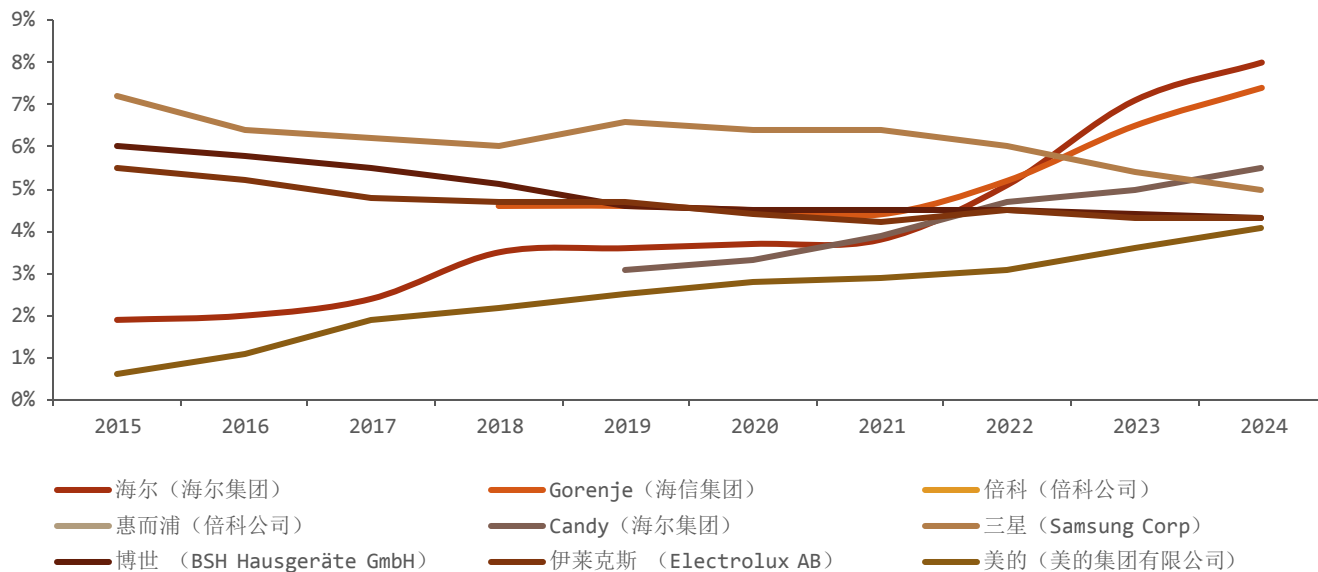
表 5：Candy 收购历史

时间	收购品牌	国家
1971 年	Kelvinator	英国
1973 年	L_a Sovrana	英国
1985 年	Zerowatt	意大利
1985 年	Gasfire	意大利
1995 年	Hoover European Appliances	美国
1987 年	Rosieres	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	Susler	土耳其
2007 年	Helkama Forste	芬兰
2013 年	Baumatic	英国

数据来源：公司公告，西南证券整理

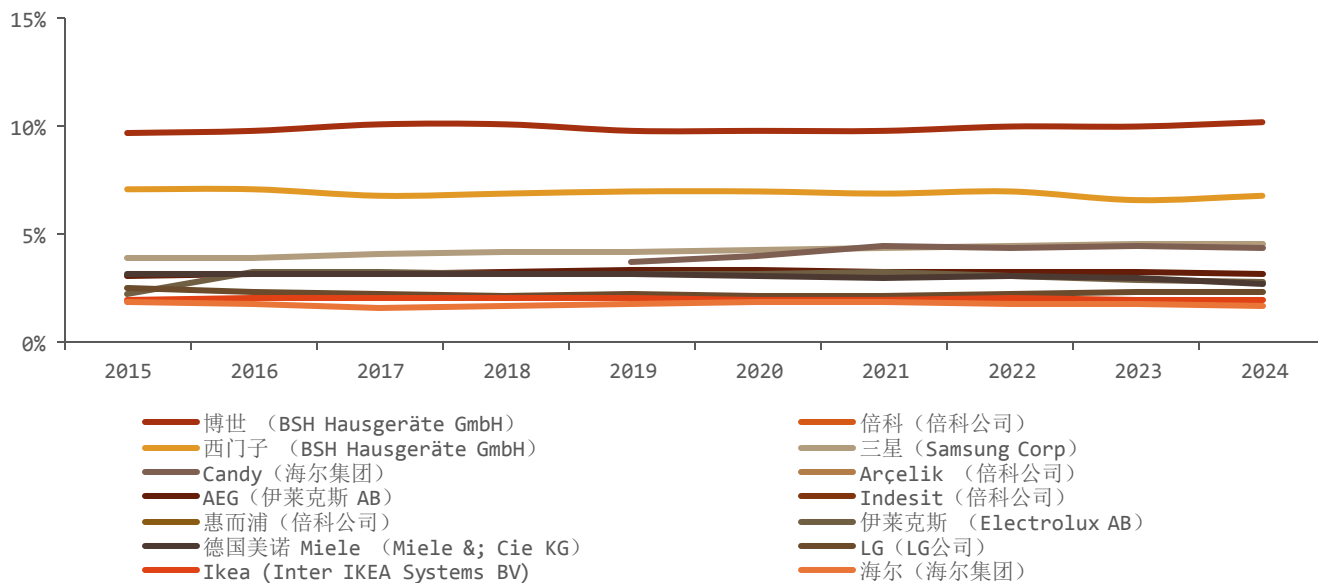
欧洲家电市场高度碎片化，Candy 亦因规模限制和品牌定位单一面临增长瓶颈，海尔的介入不仅注入资本与技术资源，还通过供应链整合和多品牌协同提升了 Candy 的运营效率，使其在欧洲市场的份额得到提升。根据欧睿数据，Candy 品牌在东欧市占率自 2019 年的 3.1% 提升至 2024 年的 5.5%，在西欧的市占率自 2019 年的 3.7% 提升至 2024 年的 4.4%。海尔品牌份额也有所提升，在东欧市占率自 2019 年的 3.6% 提升至 2024 年的 8%。

图 40：东欧大家电品牌市占率情况



数据来源：欧睿，西南证券整理

图 41：西欧大家电品牌市占率情况



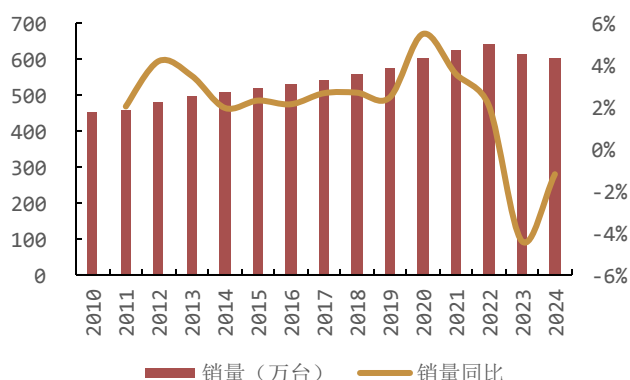
数据来源：欧睿，西南证券整理

此次收购使海尔得以弥补在西欧市场的布局短板，加快推进“本地化制造+本地化品牌”的战略落地，成为海尔全球化布局中的关键一环。

3.4 澳新市场：市场规模稳定，收购头部品牌 Fisher&Paykel

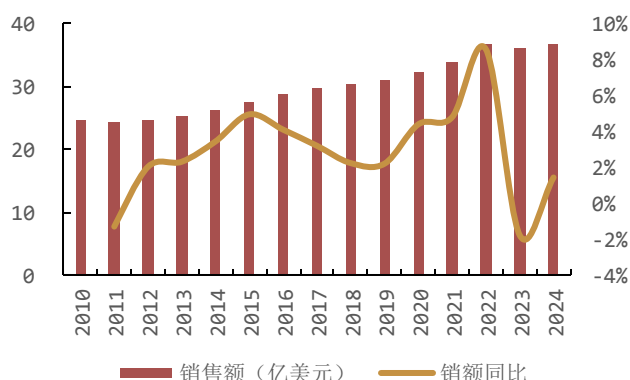
市场基本稳定，收购头部品牌。相较于欧美市场来说，澳洲市场均价提升趋势并不明显，大家电均价自 2010 年的 544 美元提升 11.3% 至 2024 年的 605 美元，叠加保有量的见顶，导致整个澳洲市场的家电规模基本维持稳定，自 2010 年的 24.6 亿美元提升至 2024 年的 36.6 亿美元，CAGR 仅为 2.9%。在这样一个高度成熟的市场之下，公司采取了与欧美市场不同的品牌收购策略，没有选择一个品牌进行赋能、扶持，而是直接选择了当地的头部品牌 Fisher&Paykel。

图 42：澳洲大家电销量及增速情况



数据来源：欧睿，西南证券整理

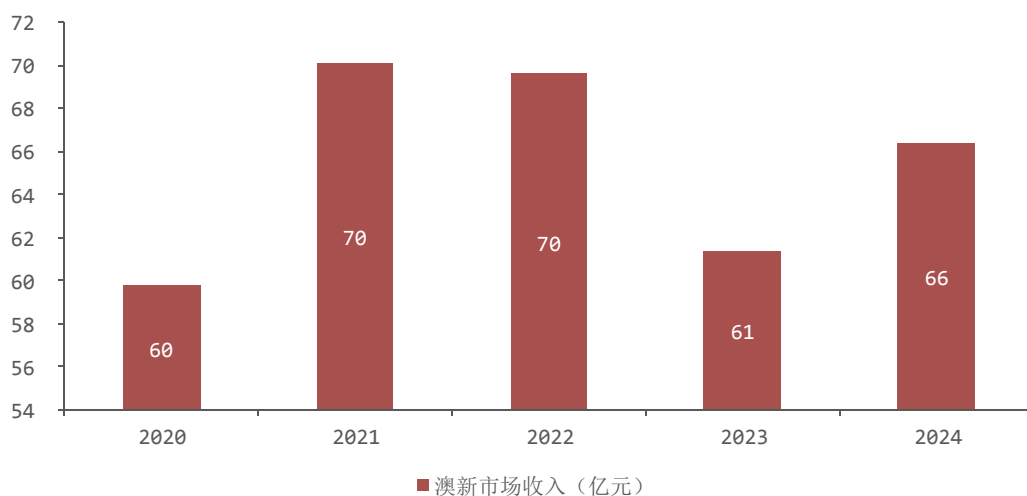
图 43：澳洲大家电销售额及增速情况



数据来源：欧睿，西南证券整理

海尔集团 2012 年以约 9.27 亿新西兰元（约 7.66 亿美元）收购新西兰高端家电品牌 Fisher&Paykel，2015 年海尔智家受托运营 Fisher&Paykel 并于 2018 年将其收购。本次并购的核心动因在于 F&P 拥有多项领先的高端技术与设计专利，尤其是多温区智能冰箱、双抽屉洗碗机及微处理器控制的刷式电机系统。此外，F&P 在澳新及北美等地区的渠道网络，也为海尔提供了进入大洋洲及借力欧洲市场的重要跳板。

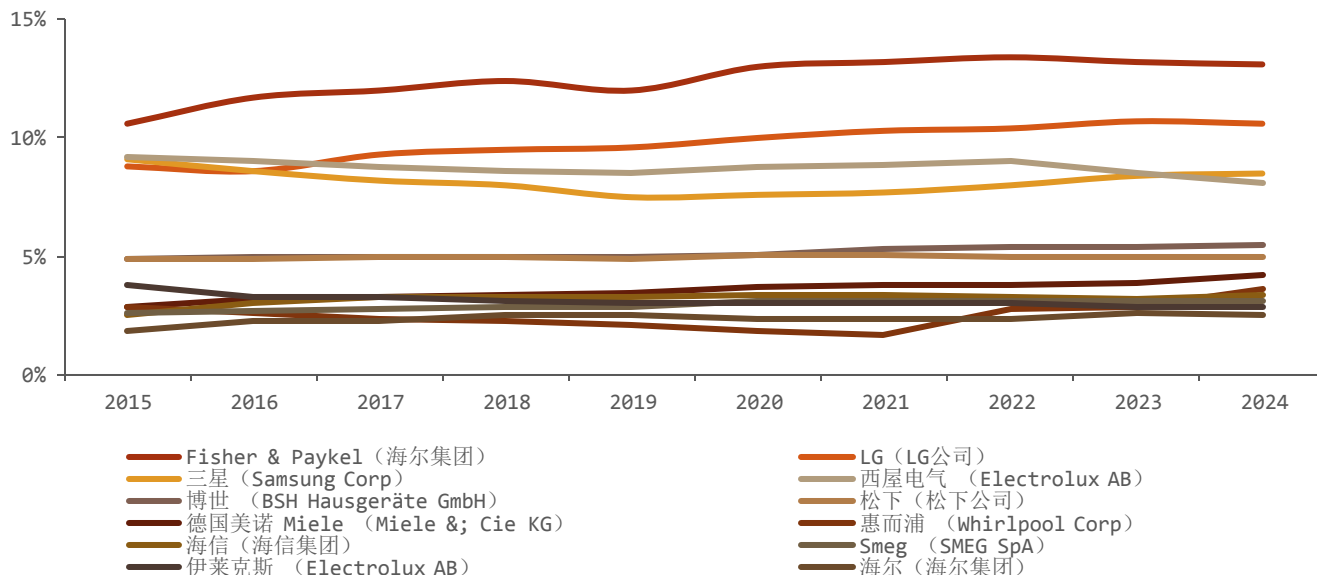
图 44：公司澳新市场收入情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

自收购后,海尔与 Fisher&Paykel 在产品技术、销售渠道及采购等多方面实现良好协同,带动海尔及 Fisher&Paykel 品牌在澳新市场市占率的持续提升。2015 年-2024 年间,Fisher&Paykel 在澳洲的市占率自 10.6% 提升至 13.1%, 海尔品牌在澳洲的市占率自 1.9% 提升至 2.5%。

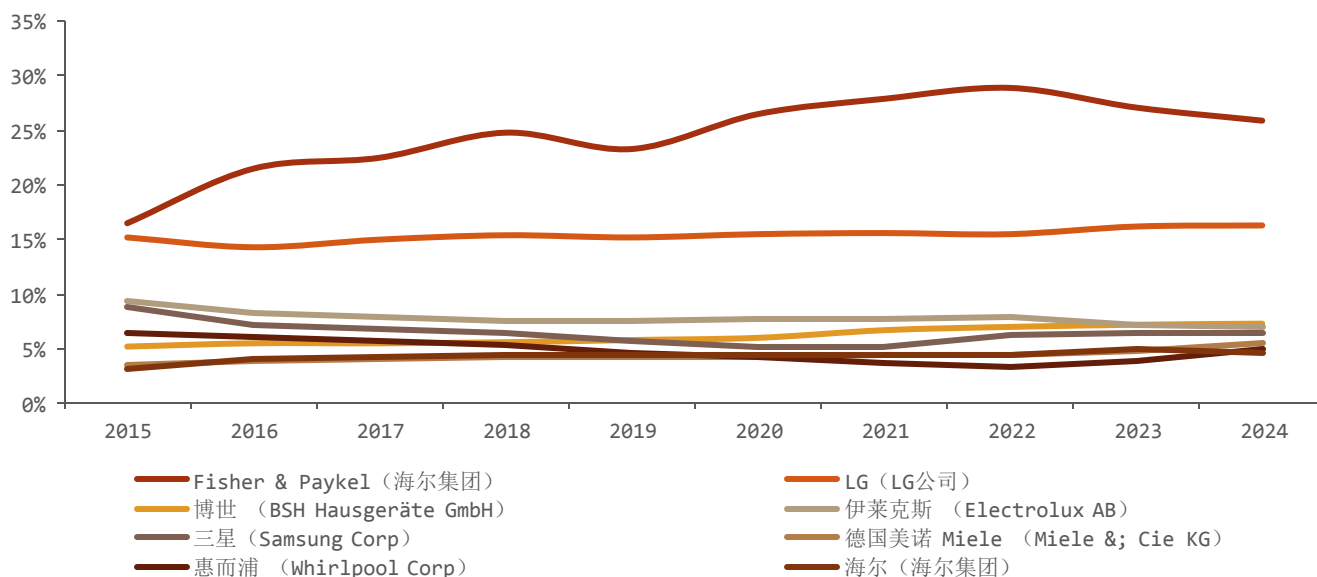
图 45: 澳洲大家电品牌市占率情况



数据来源: 欧睿, 西南证券整理

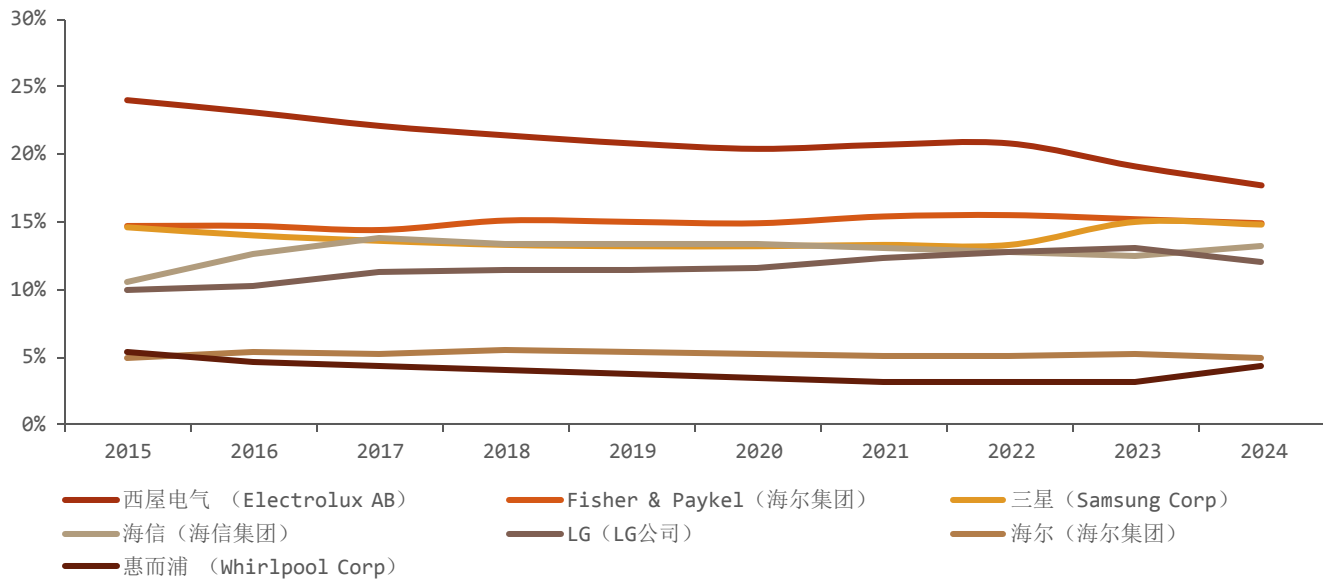
洗衣机品类增长明显。从具体品类来看, Fisher&Paykel 与 GEA 情况类似, 在被收购前厨电优势更加明显, 冰洗相对弱势。Fisher&Paykel 的洗衣机澳洲市占率从 2015 年的 16.5% 提升至 2024 年的 25.9%, 海尔的洗衣机市占率则从 2015 年的 3.1% 提升至 2024 年的 4.7%。洗衣机方面, 两大品牌市占率提升不明显。

图 46: 澳洲洗衣机品牌市占率情况



数据来源: 欧睿, 西南证券整理

图 47：澳洲冰箱品牌市占率情况



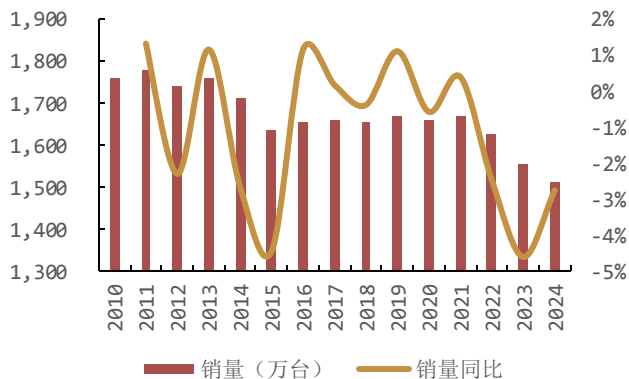
数据来源：欧睿，西南证券整理

总体来说，相较于欧美等市场，澳洲市场的格局更加成熟、稳固，因此公司在收购品牌时选择了当地头部品牌 Fisher&Paykel，获取其渠道资源，赋能其全球供应链、研发能力，实现协同发展。

3.5 日本市场：海尔+AQUA 协同发力

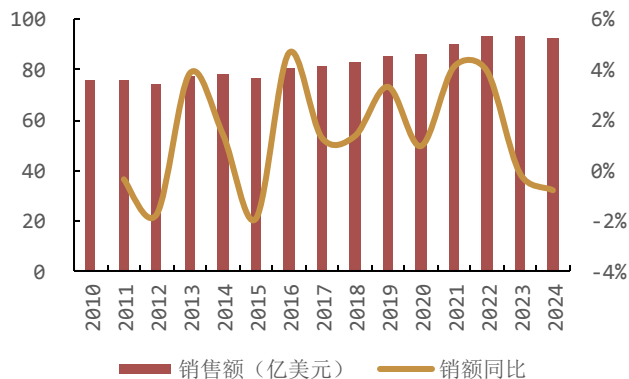
日本市场作为曾经的家电生产大国，其家电保有量已经趋于饱和，因此近几年销量整体呈现收缩态势，主要依靠均价提升来实现家电行业规模的增长。根据欧睿数据来看，2011-2024 年间日本大家电销量 CAGR 为 -1.1%，销额 CAGR 为 1.4%，均价自 2010 年的 433 美元增长 41.7%至 2024 年的 614 美元。

图 48：日本大家电销量及增速情况



数据来源：欧睿，西南证券整理

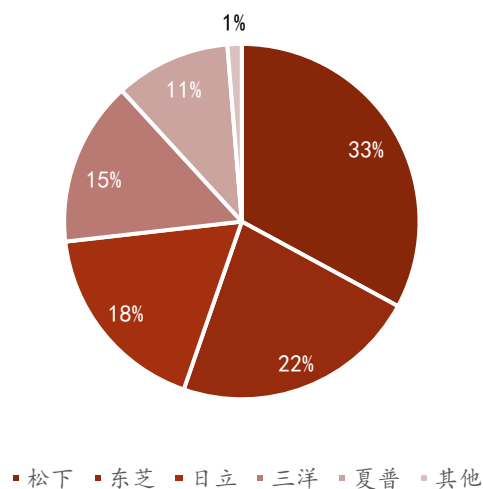
图 49：日本大家电销额及增速情况



数据来源：欧睿，西南证券整理

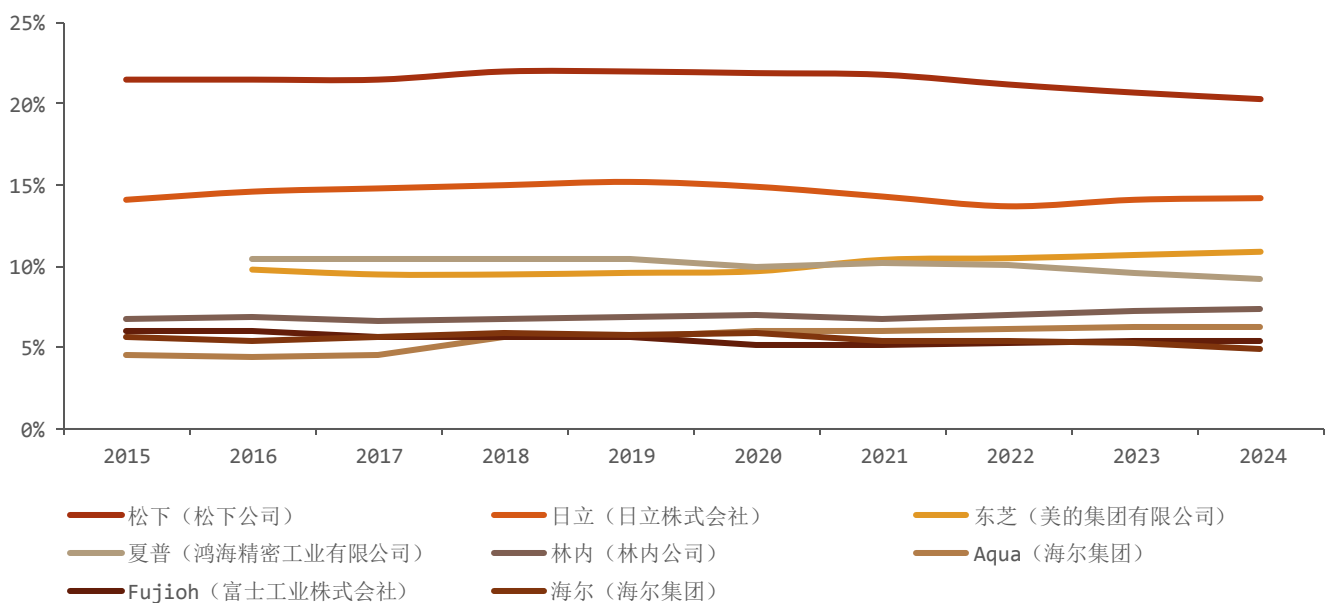
2011 年 10 月，海尔集团以约 100 亿日元（约 1.3 亿美元）成功收购三洋电机在日本、越南、印尼、菲律宾和马来西亚等地的洗衣机与冰箱等白电业务，涵盖 9 家子公司、2 个研发中心、4 个制造工厂以及约 3000 名员工，并取得超过 1200 项专利和 50 多个商标使用权。此时三洋在日本洗衣机市场占有率约为 15%，越南冰箱市场份额高达 30%，远超当时海尔。海尔借此并购迅速补齐在技术、品牌、生产与渠道方面的短板，实现本地化运营，利用三洋的研发能力与区域影响力，提升产品线丰富度并扩大市场覆盖。彼时，东南亚及日本市场成熟且竞争激烈，日本本土品牌主导，海尔敏锐抓住三洋非核心资产剥离契机，以并购加速深入亚洲市场，构筑“双品牌策略”（Haier+AQUA/SANYO），快速进入高端白电领域。

图 50：2010 年日本洗衣机市场份额



数据来源：欧睿，西南证券整理

图 51：日本大家电品牌市占率情况

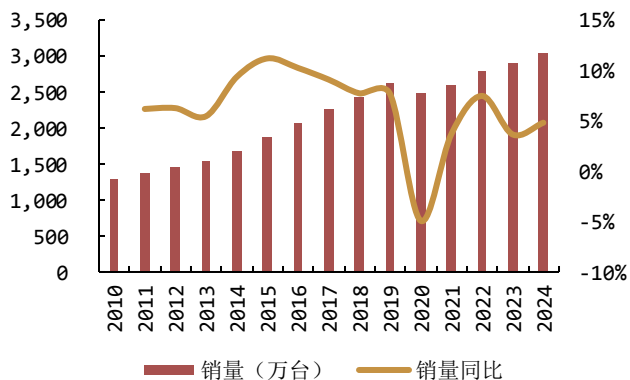


数据来源：欧睿，西南证券整理

3.6 新兴市场：消费升级趋势明显，有望成为新增长点

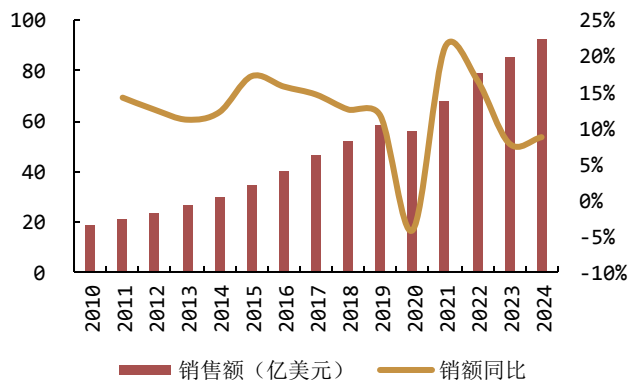
总体来说，在东南亚及南亚等新兴市场，大家电销额增速快于销量增速，随着当地经济的快速发展，居民可支配收入提升，家电消费升级趋势明显。

图 52：印度大家电销量及增速情况



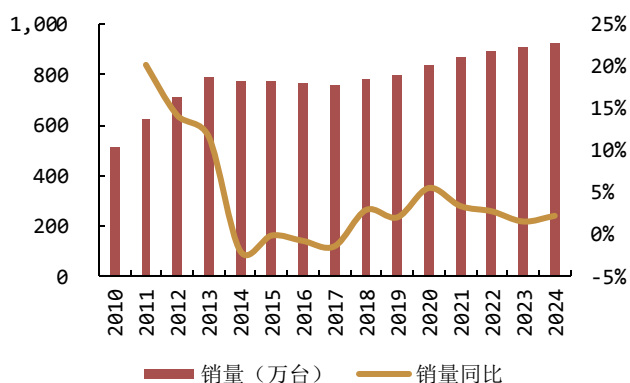
数据来源：欧睿，西南证券整理

图 53：印度大家电销额及增速情况



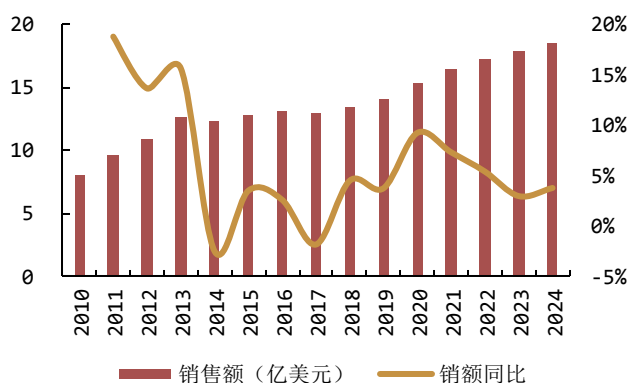
数据来源：欧睿，西南证券整理

图 54：印度尼西亚大家电销量及增速情况



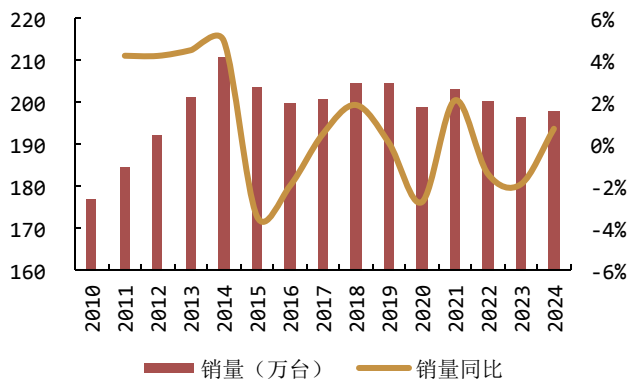
数据来源：欧睿，西南证券整理

图 55：印度尼西亚大家电销额及增速情况



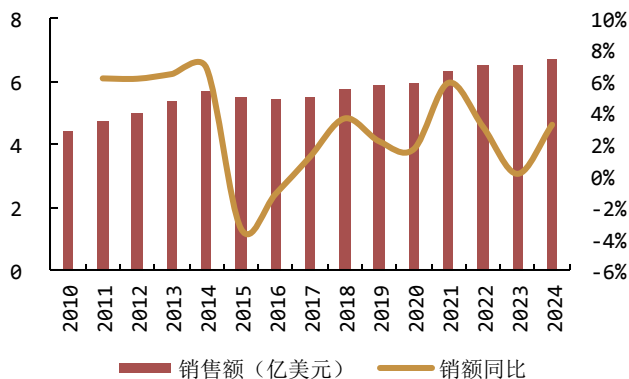
数据来源：欧睿，西南证券整理

图 56：马来西亚大家电销量及增速情况



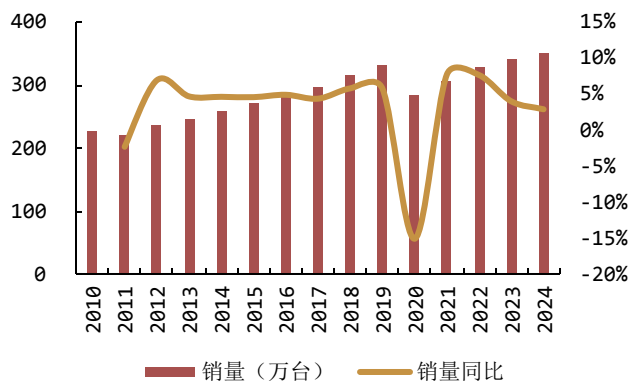
数据来源：欧睿，西南证券整理

图 57：马来西亚大家电销额及增速情况



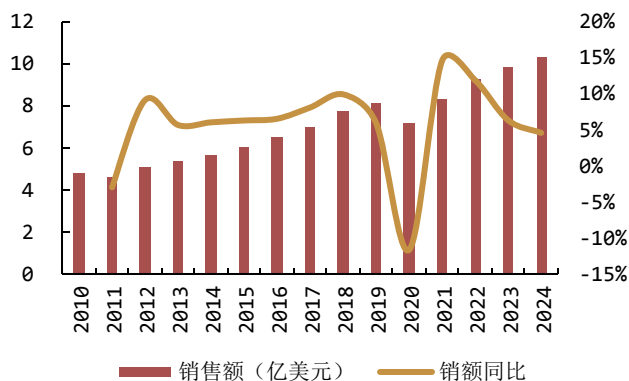
数据来源：欧睿，西南证券整理

图 58：菲律宾大家电销量及增速情况



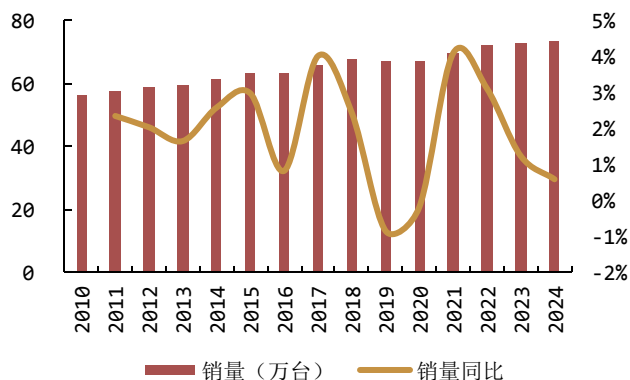
数据来源：欧睿，西南证券整理

图 59：菲律宾大家电销额及增速情况



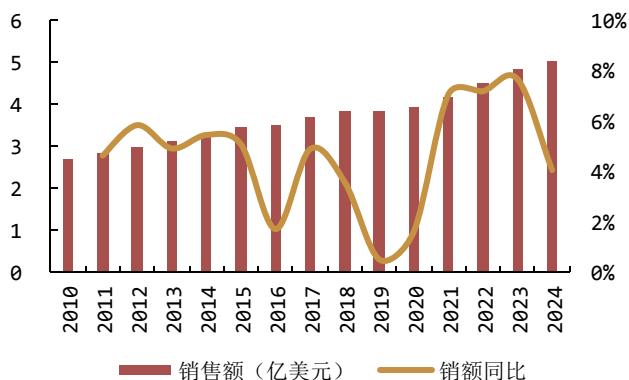
数据来源：欧睿，西南证券整理

图 60：新加坡大家电销量及增速情况



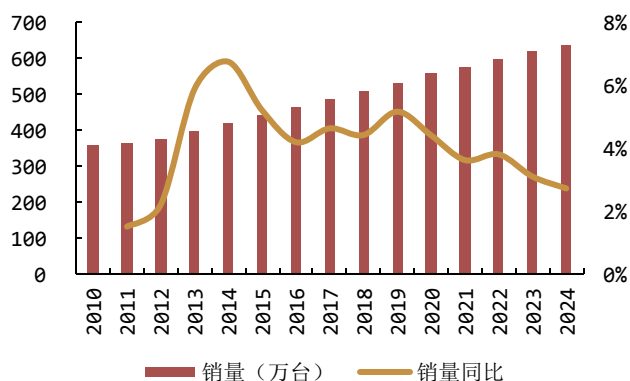
数据来源：欧睿，西南证券整理

图 61：新加坡大家电销额及增速情况



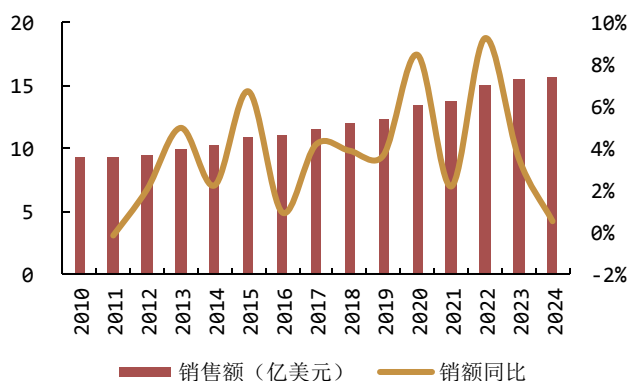
数据来源：欧睿，西南证券整理

图 62：泰国大家电销量及增速情况



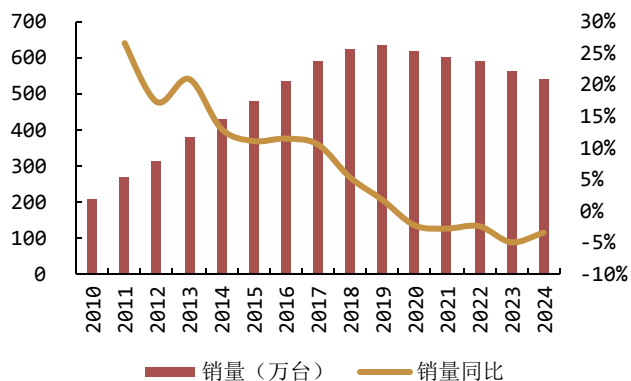
数据来源：欧睿，西南证券整理

图 63：泰国大家电销额及增速情况



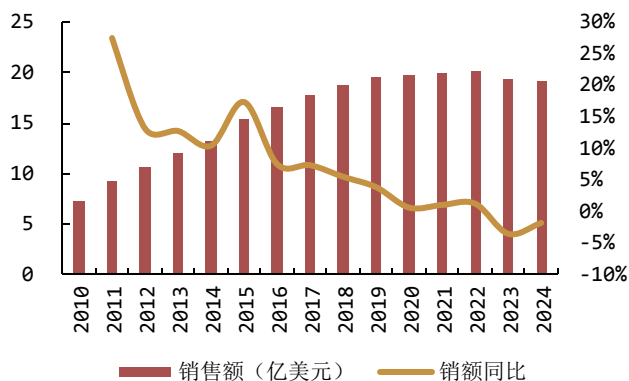
数据来源：欧睿，西南证券整理

图 64: 越南大家电销量及增速情况



数据来源: 欧睿, 西南证券整理

图 65: 越南大家电销额及增速情况



数据来源: 欧睿, 西南证券整理

海尔在东南亚及南亚等新兴市场已经建立起一定的市场的地位, 近十年在印度、印度尼西亚、菲律宾、泰国等市场品牌份额均实现约 5pp 的提升, 后续新兴市场有望成为公司新的业绩增长点。

表 6: 海尔集团在东南亚各国品牌份额情况 (%)

国家	品牌	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
印度	海尔	5.7	5.8	5.4	6.9	7.5	6.7	8.5	8.6	9.1	9.2
印度尼西亚	Aqua	-	9.7	11	12	13.1	13.8	14.3	13.6	13.3	13.3
马来西亚	海尔	4.4	4.5	4.5	4.5	4.4	5	6	5.9	5.9	6
菲律宾	海尔	3.2	3.1	3.1	9.8	9.4	9.7	9.5	9	8.6	8.3
新加坡	Fisher & Paykel	1.6	1.7	1.7	1.8	2.2	1.9	1.8	1.8	1.7	1.7
泰国	海尔	5.8	5.9	5.8	5.8	5.9	6.9	7.3	8.4	9.4	10
越南	Aqua	18.6	20.8	19.4	18	15	15.1	14.4	14.2	14.2	13.9

数据来源: 欧睿, 西南证券整理

新兴市场收购路径广阔。在新兴市场来看, 除当地市场明确的消费升级趋势、以及海尔品牌的份额提升以外, 公司在当地仍具有较强的收购潜力。结合公司“前难后易”的国际战略, 以及中国汇率及政策支持带来的成本优势, 海尔可进一步并购区域性本地品牌或细分领域企业 (如冷链设备、智能厨电、智能建筑等) 来补充短板。总体来看, 在高端智能、B 端商用、细分市场与本地资源整合方面, 海尔在新兴市场的收购路径依旧广阔。

图 66：海尔收购南非品牌 Kwikot



数据来源：公司官网，西南证券整理

4 全球协同，效率提升，利润空间逐步释放

复盘海尔全球创牌的过程，可以发现其经历了自主创牌“走出去”、本土化创新“走进来”、高端创牌“走上去”三次跃迁。从利润率的角度来看，海尔目前扣非净利率水平相较于可比公司偏低，我们认为，其盈利能力的压力主要来自于海外业务的拖累，在海尔全球创牌三步走的过程中，其盈利能力将随着效率提升、制造能力提升得以释放。

4.1 全球产能布局完善

在全球逆全球化趋势下，贸易保护主义不断升温，关税摩擦频发。在这样的背景下，对于中国家电企业而言，出海不仅是中国家电企业突破存量竞争，拓宽发展空间的重要途径，更是对于中国家电企业本土化能力的一次挑战。家电企业与当地用户建立品牌沟通的桥梁，背后离不开本土化研发、本土化制造、本土化营销“三位一体”布局的支持。

如今，海尔已经在全球设立了 10 大研发中心、71 个研究院、35 个工业园、143 个制造中心和 23 万个销售网络，服务全球 10 亿用户家庭。其全球化产能布局有助于其规避关税风险的同时，也有利于其通过快速响应持续开拓海外市场。

表 7：海尔全球生产基地

区域	生产基地	定位
中国	青岛总部集群	海尔工业园：集团总部所在地，涵盖空调、洗衣机、模具等核心事业部，主导产品研发与全球销售
		海尔中德工业园：冰箱、洗衣机、中央空调、热水器、净水等多产业的智慧园区
		海尔信息产业园：生产电视、手机等数码产品，内部设海尔大学，承担员工培训与技术创新
		海尔开发区工业园：聚焦特种冰柜、小家电、太阳能产品及特种钢材生产
		海尔胶州工业园：以供应链为核心，集中海尔配件供应商，提供零部件与包装支持

区域	生产基地	定位
		海尔平度工业园：负责售后服务体系,提供技术支持和退换货处理
		海尔胶南工业园：专业化生产洗衣机与空调产品
欧洲	意大利	通过收购 Candy 品牌获得本土化生产能力,主导洗衣机等家电生产,支撑南欧市场。欧洲研发中心优化节能算法,本地化生产比例达 80%
	土耳其	欧洲核心制造基地,覆盖洗衣机、洗碗机等品类,年产能超 300 万台,100%使用可再生能源供电,服务欧洲及中东非市场
	俄罗斯	鞑靼斯坦冰箱工厂:年产能 50 万台,面向俄罗斯及独联体国家供应,补充欧洲市场产能缺口
中东非	埃及	海尔埃及生态园：非洲首个家电产业集群,一期已投产,二期规划中,定位为中东非及欧洲市场的核心供应枢纽,年产能超 150 万台智能家电
	南非	2024 年收购伊莱克斯南非热水器业务,新增本地化热水器产能,覆盖非洲市场渠道需求
东南亚及南亚	泰国	泰国空调工业园:东南亚最大空调生产基地,支持空调、洗衣机等品类的区域化定制生产,形成"中国研发+泰国制造"的供应链集群
	印度	浦那工厂:年产能超 200 万台,覆盖冰箱、洗衣机等品类,服务印度及南亚市场快速增长需求
	巴基斯坦	工业园覆盖冰箱、空调等品类,年产能超 100 万台,辐射南亚市场
美洲	美国	南卡罗来纳州卡姆地是北美最大冰箱工厂,年产能超 200 万台; GEAppliances 的 9 家工厂覆盖厨电、洗衣机等高端品类,占据 30%高端市场份额
	墨西哥	布局供应链网络以服务北美市场, 规避贸易壁垒, 2025 年计划新建产能以应对区域需求增长
日本	日本	通过收购三洋电机工厂,整合技术研发与高端制造能力
澳新	新西兰	斐雪派克生产基地定位高端嵌入式厨电,年产能 50 万台,主导澳新市场

数据来源：公司公告，西南证券整理

4.2 技术协同下的领先优势

公司在海外持续进行品牌收购，一方面实现了品牌业务“走出去”的战略需求，另一方面也能够充分利用全球家电品牌的技术研发协同，来实现品牌业务在海外“走上去”的战略目标。

表 8：海尔海外研发中心设立情况

位置	研究领域	设立目的
德国 纽约堡	以洗衣机、洗碗机和冰冷产品为主，研发出双子滚筒等先进技术，整合欧洲前沿技术和研发资源，与当地检测机构密切联系	整合欧洲前沿技术和研发资源，包括欧洲一流洗衣机洗碗机测试实验室，洗涤类产品节能降噪经验和热能分析能力，并密切与当地检测机构的联系
日本 熊谷	收购三洋电机在日本的电冰箱、洗衣机及家电等研发业务，承担海尔白色家电在日本及东南亚地区的技术开发与销售 以冰箱为主的白电产品基础研究，研发出冰箱风扇遮蔽技术、冰箱智能恒温技术（获 VDE 保鲜认证）洗衣机两轴驱动技术、超音波局部洗技术等	加强以冰箱研发为主的家电研发体系，面向亚洲市场的品牌“海尔”和日本市场的“AQUA”，同时整合东亚、东南亚的技术资源和市场资源，加强和周边相关电机企业的合作并进行技术上的交流
美国 路易斯	美国洛杉矶研发中心：整合美国一流设计资源，研究南部消费者生活方式，支持南卡工厂产品设计开发	专注于为美国消费者独特的使用体验研发、设计、定做产品，重点支持并发展海尔的北美市场
美国 维尔	美国路易斯维尔 GEA 研发中心：以通用电气的厨电业务为基础，拓展北美市场，研发出以厨房智能声控技术为代表的一系列互联技术	

位置	研究领域	设立目的
新西兰 奥克兰	全球最大高端厨电研发基地，针对澳新市场进行研发，以高端厨电和洗碗机为主，研发出直驱变频电机、内嵌技术等	获取其所拥有诸多的技术专利以及研发资源，同时开拓新西兰以及澳大利亚的高端家电市场
印度 班加罗尔	以冰箱、洗衣机、空调等产品研发为主	专注印度市场消费者独特需求，改进产品功能，与印度制造工厂和产业园合作，推出本地产品
墨西哥 克雷塔罗	以洗衣机和冰冷产品为主，与各大技术网络合作，研发出例如前端装载等高端技术	借助墨西哥人才资源、人工成本、关税优惠等优势，进一步覆盖墨西哥及美国市场
韩国 首尔	以研发 U—HOME 数字家庭解决方案为主	扩展韩国市场

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司能够通过 10+N 全球研发中心和 HOPE 开放平台（链接超 100 万资源），整合青岛总部、GEA 北美团队、欧洲研发中心等多方力量，实现跨区域技术互补。主要表现为**核心专利共享**和**联合技术开发**两种形式：

（1）核心专利共享：海尔将斐雪派克（Fisher&Paykel）的直驱电机技术广泛应用于卡萨帝高端洗护产品，实现静音与精准控制的双重突破。这种“并购获取—协同整合—全域复用”的技术路径，不仅让海尔智家在全球不同区域市场实现产品技术的本土化适配，更构建起行业领先的技术协同体系。

图 67：斐雪派克直驱变频电机

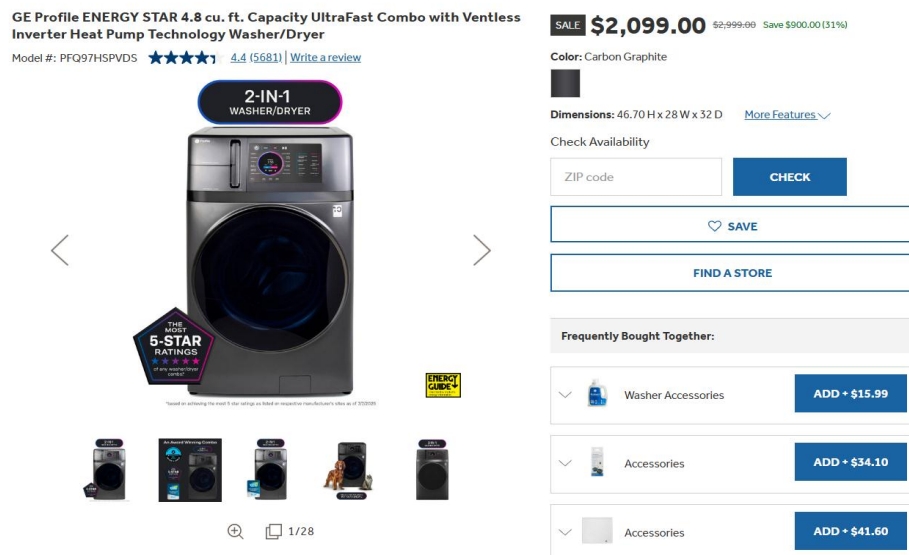


数据来源：京东平台，西南证券整理

（2）联合技术开发：融合青岛研发中心的整机集成设计、北美团队的换热系统技术与欧洲团队的烘干算法创新，联合开发 Combo 超高效洗干一体机。

在美国，用户洗衣洗烘时间长还耗电，GE Appliances 与 Haier 洗涤、海尔欧洲“三方合力”，研发出 Combo 热泵洗干一体机，于 2023 年以 Profile 品牌成功上市，行业洗烘普遍需要 6 小时，Combo 仅用 2 小时就能完成，还节能 50%。推出的 Combo 大滚筒洗衣机，零售价高达到 2999 美金。但半年过后，它追加的订单就突破了 10 万台，并带动了大滚筒洗衣机整体份额的迅速上升——从只有 4% 提升到 19%。

图 68：Combo 洗衣机

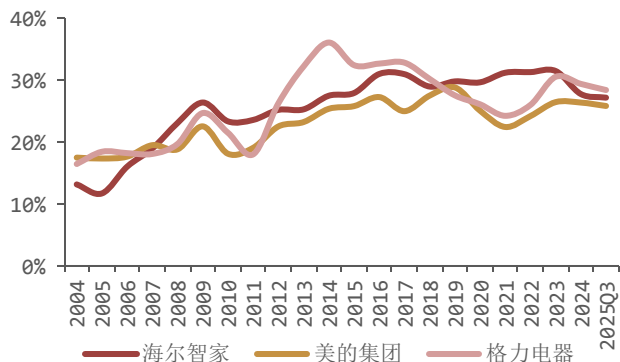


数据来源：GEA，西南证券整理

4.3 财务分析：品牌出海的利润率空间有待释放

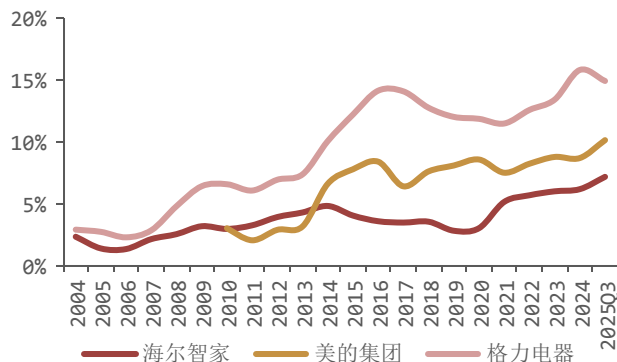
公司表现为高毛利、低净利。毛利率口径来看，公司整体毛利率自 2020 年以来呈现逐年改善态势（2024 年存在口径变化，可比口径下同比提升 0.3 个百分点至 27.8%）。横向对比，公司因销售模式、产品定位高端、坚持 OBM 业务等原因，毛利率表现整体优于可比公司。但从扣非净利率口径来看，公司的盈利能力表现持续弱于可比公司，我们认为，格力电器主营产品、区域较为集中，制造方面规模效应强，因此盈利能力表现较好，对比美的集团来看，相似的内外销结构、相似的产品多元度，海尔的盈利能力仍有提升空间。

图 69：海尔毛利率优于可比公司



数据来源：wind，西南证券整理

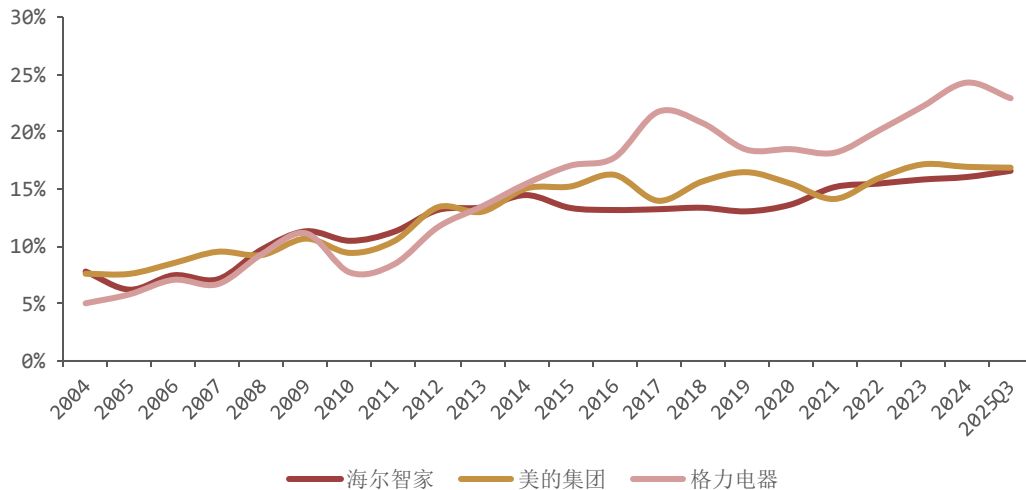
图 70：海尔扣非净利率弱于可比公司



数据来源：wind，西南证券整理

2015 年后海尔盈利能力表现与可比公司出现分化。考虑到海尔与美的在销售模式、产品价格定位方面的差异，我们选择从毛销差口径进行分析，可以看到 2014 年及之前海尔相较于可比公司，毛销差表现接近；2015 年及之后海尔毛销差表现开始与可比公司出现分化。为此，我们认为 2015 年后海尔盈利能力的表现分化与其同期开启的全球并购战略有关。

图 71：毛销差对比

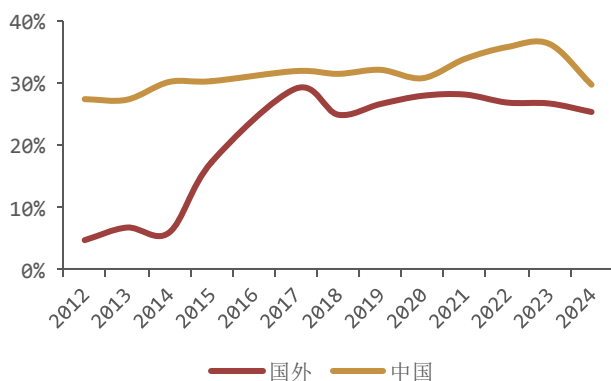


数据来源：wind，西南证券整理

海外业务拖累盈利能力，具有改善空间。从毛利率来看，在公司开启全球并购前，海外业务毛利率也明显弱于国内业务，彼时海尔品牌在全球的品牌力、价格指数偏弱；2015 年公司开启对海外优质品牌资产的收购后，海外业务毛利率迎来明显的提升，但收购时三洋白电、GEA 与 Candy 等资产均处于亏损状态，因此对公司海外业务盈利能力提升有限。

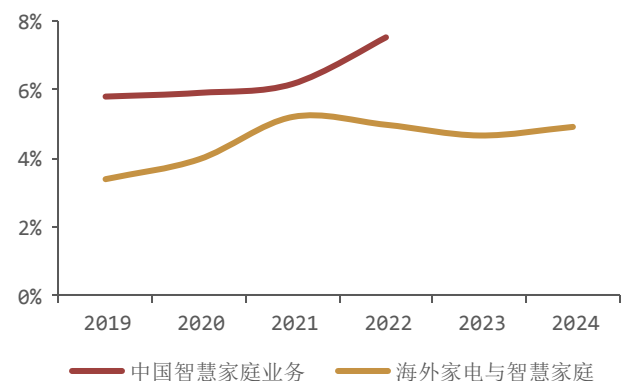
从经营利润率角度来看，海尔完成收购后，海外业务的毛利率保持相对稳定，但海外家电与智慧家庭分部的经营利润实现温和增长。收购动作下，海外业务营收端弹性优于利润端弹性，但是海尔坚持利用“人单合一”等策略提升海外业务经营效率，我们认为，虽然海尔目前海外业务对整体盈利能力仍有拖累，但是近几年来持续优化，后续仍有望通过**提效改善费用端、产能升级改善成本端**来释放利润空间。

图 72：海尔海外业务毛利率低于国内业务



数据来源：wind，西南证券整理

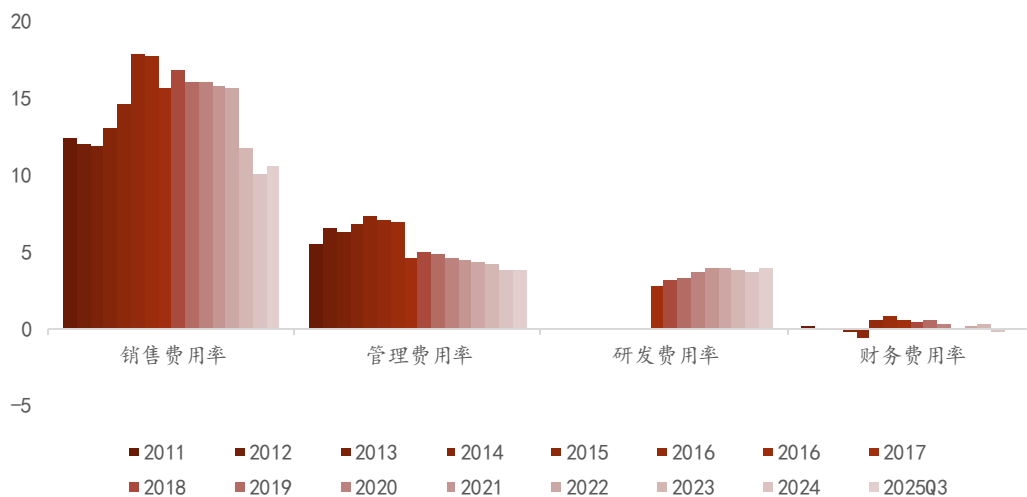
图 73：海尔海外业务经营利润率弱于国内业务



数据来源：公司公告，西南证券整理 (2022 年后不再单独披露中国智慧家庭业务的经营利润率)

提效改善费用端。从费用端来看，收购动作必然伴随着新增财务性的重组费用，以及收购后品牌整理下新增销售、管理费用。因此我们可以看到自 2015 年开始，公司费用端出现明显的提升。其中最为明显的是财务费用方面，其在 2016 年由于有息负债规模增大，从而出现由负转正。回到近几年来看，随着收购高峰期的过去，公司各项费用率也开始逐步回落，释放利润空间。

图 74：公司费用率分析 (%)



数据来源：wind，西南证券整理

产能升级改善成本端。从成本端来看，公司海外工厂仍有部分为被收购企业自带产能，存在自动化程度低、生产效率低下的问题，叠加海外人力成本较高的因素，导致公司海外生产成本端偏高，表现为海外业务“品牌定位高，毛利率低”的现象。

反观海尔国内业务，海尔作为中国第一家入选首批世界灯塔工厂的本土企业，自 2018 年至今，海尔已累计打造了 10 座灯塔工厂形成了全球独一无二的行业灯塔集群，是全球拥有灯塔工厂数量最多的中国企业。因此，我们认为并非海尔制造端能力弱，而是海外原有产能仍处于有序升级进程中，近年来公司也持续通过自建产能、升级海外产能的方式，提升海外制造能力，从而带来盈利能力改善。

表 9：海尔拥有十大灯塔工厂

名称	低位	入选年份
海尔青岛中央空调互联工厂	全球首批灯塔工厂唯一中国本土品牌 空调行业首座	2018
海尔沈阳冰箱互联工厂	冰箱行业首座	2020
海尔天津洗衣机互联工厂	洗衣机行业首座	2021
海尔郑州热水器互联工厂	热水器行业首座	2022
海尔青岛冰箱互联工厂	行业首家智能+5G 互联工厂应用标杆	2022
卡奥斯智控互联工厂	中国智能控制器行业首座	2023
海尔合肥空调互联工厂	全球首个家庭中央空调灯塔工厂	2023
海尔青岛洗衣机互联工厂	全球首个 5.5G 应用示范灯塔工厂	2023
海尔胶州空调互联工厂	全球首个外销空调灯塔工厂	2024

名称	低位	入选年份
海尔天津洗衣机互联工厂 (可持续灯塔工厂)	首个可持续灯塔工厂的中国本土企业	2023

数据来源：公司公告，西南证券整理

表 10：海外产能不断升级

年份	海外产能布局	形式
2021	罗马尼亚冰箱工厂、埃及空调工厂、印度洗衣机工厂投产运营，其中罗马尼亚工厂主要满足欧洲市场需求。	新建
2022	美国南卡州热水器工厂投产。	新建
2023	南亚北部工业园通过全流程升级提高工厂自动化率。	升级
2024	埃及生态园一期 5 月份投产，主要生产空调、电视及洗衣机等，首年产能突破 20 万台，同年 7 月，二期项目奠基。该生态园设计总产能超 150 万台。	新建
2024	越南 AQUA 基地实现冰箱的智能化制造，制造效率有效提升。	升级
2024	对印尼空调产线进行提效升级，产能同比提升 30%。	升级
2024	泰国春武里空调工业园 8 月奠基，规划年产能 600 万套，主要生产分体式空调、家庭中央空调、房车空调等全系列产品，一期计划将于 2025 年 9 月建成投产。	新建

数据来源：公司公告，西南证券整理

除海外的利润率拖累外，公司各品类的盈利能力也有所分化，优势品类冰洗的利润率表现优秀，但是在空调品类的利润率表现上则弱于可比公司。我们认为一方面是公司在空调市占率上偏低，规模效应偏弱所致，另一方面公司在压缩机等核心零部件的布局上也晚于可比公司。随着海尔在空调业务上的不断补足增强，预计后续会成为新的利润增长点。

表 11：公司各品类经营利润率

品类	2019	2020	2021	2022
冰箱	6.4%	6.8%	8.8%	7.2%
厨电	0.9%	1.4%	1.8%	1.5%
空调	0.1%	0.4%	2.6%	0.8%
洗衣机	8.7%	8.5%	9.7%	8.8%
水家电	11.6%	11.4%	12.4%	11.5%
合计	5.8%	5.9%	7.5%	6.2%

数据来源：公司公告，西南证券整理（自 2022 年后公司不再单独披露中国区各分部数据）

近年来，海尔在空调核心零部件压缩机和商用制冷方面均有布局：

（1）压缩机：签约海立股份

2023 年 1 月 19 日，海尔智家旗下全资子公司青岛海尔空调器有限总公司与海立股份签约，双方计划在郑州市合资新建压缩机工厂。2023 年 4 月 8 日，郑州海立电器有限公司制造基地奠基，该项目整体规划年产空调压缩机 1500 万台，其中一期产能为 600 万台，预计 2024 年上半年投产。合资公司注册资本 2 亿元，海立股份出资持股 51%，海尔空调持股 49%。此次合作，海尔旨在建立与空调业务深度融合且可控的压缩机供应能力，降低成本，带动空调产业收入及盈利能力的增长。

（2）商用制冷：收购开利、KLIMA KFT

收购开利商用制冷业务：2023 年 12 月 14 日，海尔智家发布公告称，以约 6.4 亿美元的对价收购开利全球旗下从事商用制冷业务的 Carrier Refrigeration Benelux B.V.100% 股权。这标志着海尔智家从“家庭制冷”拓展到“商用制冷”领域。

收购 KLIMA KFT：2025 年 3 月 14 日，海尔欧洲家电控股有限公司宣布与 E.ON MYENERGY KFT 签订股份购买协议，收购 KLIMA KFT 100% 的股权。KLIMA KFT 活跃于供热制冷和建筑行业，此次收购将增强海尔暖通欧洲公司在匈牙利市场的影响力，并将其业务范围扩展到邻国，加速其在中东欧的增长。

图 75：海尔智家成功完成对开利商用制冷的收购



数据来源：西南证券整理

总体来看，我们认为海尔全球创牌战略目前正处于践行“三步走”战略的实践期，全球化的研发中心、制造中心布局有助于海尔在出海进程中实现本土化优势，出海竞争力不断增强。盈利能力方面，自 2015 年海尔进入海外优质品牌资产收购的高峰期，快速扩大海尔在全球市场份额的同时，因为海外产能效率、费用支出等问题，也拖累了整体的盈利能力。但是聚焦近几年，我们可以看到密集收购带来的利润端压力正在逐步缓解，利润空间逐步释放，因此我们认为逆全球化趋势下，本土化能力领先的海尔仍然具有较强竞争优势，同时利润端弹性高于收入端。

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

关键假设：

1) 考虑到公司不断改善产品结构，提升盈利能力，考虑公司卡萨帝品牌增速超过整体，预计公司冰洗产品均价有所提升，毛利率也随之提升。假设未来三年公司冰箱产品销量保持 3% 的复合增速，均价保持约 2% 的复合增速；洗衣机产品销量保持 3% 的复合增速，均价分别同比增长 5%/2%/2%。假设 2025-2027 年公司电冰箱毛利率分别为 30.9%、31.3%、31.5%；洗衣机毛利率分别为 31.8%、32.2%、32.5%。

2) 公司重点建设空调业务，规模化趋势下，空调业务毛利率提升迅速。假设未来三年空调销量保持约 8% 的复合增速，均价分别同比增长 7%/5%/2%，空调产品毛利率分别为 25%、28%、30%。

3) 因会计政策调整及 CCR 等收购项目并表，公司费用率有所变化，预计 2025-2027 年销售费用率分别为 11.8%、11.75%、11.7%，整体改善趋势延续。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表

表 12：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
合计	营业收入	285981.2	308222.9	328490.6	348466.5
	增速	9.4%	7.8%	6.6%	6.1%
	营业成本	206487.1	221334.9	233442.9	245922.7
	毛利率	27.8%	28.2%	28.9%	29.4%
电冰箱	营业收入	83240.8	87402.8	91772.9	96361.6
	增速	2.0%	5.0%	5.0%	5.0%
	营业成本	57624.1	60395.3	63048.0	66007.7
	毛利率	30.8%	30.9%	31.3%	31.5%
洗衣机	营业收入	63028.4	68070.7	71474.2	75047.9
	增速	2.9%	8.0%	5.0%	5.0%
	营业成本	43252.6	46424.2	48459.5	50657.3
	毛利率	31.4%	31.8%	32.2%	32.5%
厨电	营业收入	41111.2	43989.0	46188.4	48497.9
	增速	-1.1%	7.0%	5.0%	5.0%
	营业成本	29051.1	30880.3	32331.9	33948.5
	毛利率	29.3%	29.8%	30.0%	30.0%
空调	营业收入	49055.9	56414.3	63748.2	70123.0
	增速	7.4%	15.0%	13.0%	10.0%
	营业成本	37346.5	42310.7	45898.7	49086.1
	毛利率	23.9%	25.0%	28.0%	30.0%
渠道综合服务及其他	营业收入	32395.8	34339.6	36399.9	38583.9

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
	增速	114.3%	6.0%	6.0%	6.0%
	营业成本	29608.2	31420.7	33305.9	35304.3
	毛利率	8.6%	8.5%	8.5%	8.5%
	营业收入	17149.1	18006.6	18906.9	19852.2
其他	增速	6.2%	5.0%	5.0%	5.0%
	营业成本	9604.6	9903.6	10398.8	10918.7
	毛利率	44.0%	45.0%	45.0%	45.0%

数据来源：Wind，西南证券

5.2 绝对估值

关键假设如下：

- 1) 无风险利率参考五年期国债利率，假设为 1.5%；市场组合报酬率参考 5 年道琼斯工业指数平均收益率，假设为 9.05%；
- 2) 参考债务总额及股票市值，假设债务资本比重为 15.96%；
- 3) 有效税率假设为 15% 不变。

表 13：绝对估值假设条件

估值假设	数值
预测期年数	3
过渡期年数	5
过渡期增长率	8.00%
永续期增长率	3.00%
无风险利率 R_f	1.50%
市场组合报酬率 R_m	9.05%
无杠杆 β	0.57
有杠杆 β	0.66
债务资本比重 W_d	15.96%
债务资本成本 K_d	5.00%
有效税率 T_x	15.00%
股权资本成本 K_e	6.48%

数据来源：西南证券

表 14：FCFE 估值结果

FCFE 估值	现金流折现值
FCFE (亿元)	100.21
PV(FCFE)	94.11
股票价值 (亿元)	3111.67
每股价值 (元)	33.17

数据来源：西南证券

绝对估值的结果可得，公司每股内在价值约 33.17 元。考虑绝对估值对过渡期增长率、永续增长率、WACC 等假设敏感度过高，故不采用绝对估值。

5.3 相对估值

海尔智家作为全球家电龙头，国内海外市场齐头并进，全球创牌“三步走”战略稳步推进，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。考虑到公司冰洗品类具有较高的市场份额和品牌知名度，空调业务与海外盈利能力持续改善，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，目前公司估值处于历史较低水平，具备估值修复空间。

表 15：可比公司估值

证券代码	证券简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
000333.SZ	美的集团	76.2	5.8	6.35	6.93	13.14	12.01	10.99
000651.SZ	格力电器	40.02	5.71	5.97	6.31	7.01	6.7	6.34
000921.SZ	海信家电	26	2.56	2.84	3.14	10.17	9.17	8.28
平均值						10.11	9.29	8.54
600690.SH	海尔智家	26.60	2.33	2.70	3.06	11.40	9.85	8.70

数据来源：可比公司来自 Wind 一致预期，数据截至 2025/11/7，西南证券整理

从 PE 角度看，公司 2025/2026 年估值为 11 倍/10 倍，可比公司平均估值为 10 倍/9 倍。我们考虑到公司冰洗品类具有较高的市场份额和品牌知名度，空调业务与海外盈利能力持续改善，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，未来将支撑盈利能力持续改善，预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 2.33 元、2.70 元、3.06 元，对应 PE 分别为 11 倍、10 倍、9 倍，给予 2026 年 12 倍估值，对应目标价 32.4 元，维持“买入”评级。

6 风险提示

原材料价格波动风险：公司生产成本中原材料采购成本占比较高，如果未来原材料价格产生大幅波动，而公司不能适时采取有效措施，公司将面临利润下降的风险。

全球经济增速放缓导致需求下滑的风险：公司产品进行全球化销售，若全球增速放缓导致需求下滑，则会对公司经营造成不利影响。

关税政策风险：海尔智家坚持全球化布局战略，在全球多地设立生产基地开展境外经营。如果公司海外销售遭遇关税加码等情形，将对公司的境外经营造成不利影响。

汇率波动风险：公司外销占比较高，主要以美元作为结算币种，汇率的波动将影响公司以美元标价外销产品的收入及汇兑损益，进而影响公司经营业绩。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	285981.23	308222.91	328490.60	348466.54	净利润	19575.61	22466.46	26222.90	29566.14
营业成本	206487.07	221334.86	233442.86	245922.67	折旧与摊销	6579.67	4203.85	4853.21	5567.13
营业税金及附加	1276.04	1258.57	1372.05	2404.42	财务费用	972.57	1338.48	1526.39	1253.51
销售费用	33585.90	36370.30	38597.65	40770.59	资产减值损失	-1283.98	-1100.00	-1100.00	-1300.00
管理费用	12110.24	24657.83	25950.76	26831.92	经营营运资本变动	-2616.07	-2709.02	-857.90	397.67
财务费用	972.57	1338.48	1526.39	1253.51	其他	3315.28	-496.92	-2359.55	258.91
资产减值损失	-1283.98	-1100.00	-1100.00	-1300.00	经营活动现金流净额	26543.08	23702.86	28285.05	35743.36
投资收益	1912.56	1900.00	1900.00	1900.00	资本支出	-11860.64	-21300.00	-19300.00	-17300.00
公允价值变动损益	47.13	-18.52	16.12	14.91	其他	-8213.71	3321.24	1916.12	1914.91
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-20074.35	-17978.76	-17383.88	-15385.09
营业利润	22911.72	26244.35	30617.02	34498.34	短期借款	3466.02	17745.99	-941.91	-10043.29
其他非经营损益	-178.92	-154.46	-164.86	-163.74	长期借款	-8271.23	0.00	0.00	0.00
利润总额	22732.79	26089.88	30452.16	34334.60	股权融资	-3702.20	0.00	0.00	0.00
所得税	3157.18	3623.42	4229.26	4768.46	支付股利	-7444.39	-3748.22	-4379.33	-5066.29
净利润	19575.61	22466.46	26222.90	29566.14	其他	8037.90	-13661.12	-1526.39	-1253.51
少数股东损益	834.49	569.80	891.47	877.50	筹资活动现金流净额	-7913.90	336.64	-6847.63	-16363.09
归属母公司股东净利润	18741.12	21896.66	25331.43	28688.64	现金流量净额	-1702.12	6060.74	4053.54	3995.19
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	55583.84	61644.58	65698.12	69693.31	成长能力				
应收和预付款项	43692.08	43427.85	47180.90	50182.77	销售收入增长率	9.39%	7.78%	6.58%	6.08%
存货	43044.41	46334.22	50553.02	52444.96	营业利润增长率	15.25%	14.55%	16.66%	12.68%
其他流动资产	9369.20	6843.65	7212.38	7575.81	净利润增长率	16.99%	14.77%	16.72%	12.75%
长期股权投资	20932.44	20932.44	20932.44	20932.44	EBITDA 增长率	16.58%	4.34%	16.39%	11.68%
投资性房地产	246.16	246.16	246.16	246.16	获利能力				
固定资产和在建工程	43198.75	61507.58	77167.07	90112.63	毛利率	27.80%	28.19%	28.93%	29.43%
无形资产和开发支出	41685.95	40533.05	39380.14	38227.24	三费率	16.32%	20.23%	20.11%	19.76%
其他非流动资产	32360.99	32301.20	32241.42	32181.63	净利率	6.85%	7.29%	7.98%	8.48%
资产总计	290113.82	313770.73	340611.66	361596.95	ROE	16.53%	16.48%	16.58%	16.19%
短期借款	13784.37	31530.36	30588.45	20545.16	ROA	6.75%	7.16%	7.70%	8.18%
应付和预收款项	84692.76	93431.12	97984.05	103083.87	ROIC	21.69%	20.41%	19.93%	19.66%
长期借款	9665.07	9665.07	9665.07	9665.07	EBITDA/销售收入	10.65%	10.31%	11.26%	11.86%
其他负债	63582.66	42830.80	44217.14	45646.05	营运能力				
负债合计	171724.86	177457.35	182454.71	178940.16	总资产周转率	1.05	1.02	1.00	0.99
股本	9382.91	9380.46	9380.46	9380.46	固定资产周转率	8.52	7.15	5.95	5.12
资本公积	20115.36	20117.81	20117.81	20117.81	应收账款周转率	11.62	11.31	11.65	11.46
留存收益	84584.75	102733.18	123685.28	147307.64	存货周转率	4.82	4.78	4.74	4.74
归属母公司股东权益	111366.12	128720.73	149672.83	173295.18	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	107.28%	—	—	—
少数股东权益	7022.85	7592.65	8484.12	9361.61	资本结构				
股东权益合计	118388.97	136313.38	158156.94	182656.79	资产负债率	59.19%	56.56%	53.57%	49.49%
负债和股东权益合计	290113.82	313770.73	340611.66	361596.95	带息债务/总负债	13.66%	23.21%	22.06%	16.88%
					流动比率	1.01	1.02	1.06	1.15
					速动比率	0.73	0.72	0.75	0.81
					股利支付率	39.72%	17.12%	17.29%	17.66%
					每股指标				
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	每股收益	2.00	2.33	2.70	3.06
EBITDA	30463.95	31786.68	36996.62	41318.99	每股净资产	11.87	13.72	15.96	18.47
PE	13.31	11.40	9.85	8.70	每股经营现金	2.83	2.53	3.02	3.81
PB	2.24	1.94	1.67	1.44	每股股利	0.79	0.40	0.47	0.54
PS	0.87	0.81	0.76	0.72					
EV/EBITDA	6.57	6.30	5.28	4.39					
股息率	2.98%	1.50%	1.76%	2.03%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jjy@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

广深	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	tdl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn