

# 海尔智家 (600690.SH)

## 如何展望海尔智家全球发展空间？

优于大市

### 核心观点

**海尔智家：全球大家电龙头。**公司是全球大型家电第一品牌，产品覆盖冰箱冷柜、洗衣机、空调、热水器等，在全球拥有海尔、卡萨帝、GE Appliances、Fisher&Paykel、AQUA 等七大家电品牌。公司通过 20 多年海外本土化运营，2023 年海外收入占比已达到 52%，在我国家电企业出海中走在前列。公司 2010-2023 年营收复合增长 11% 至 2614 亿，归母净利润复合增长 17% 至 166 亿。

**北美：成熟家电市场增长稳健，海尔大家电份额攀升至首位。**北美占公司海外收入的接近 6 成，也是全球主要家电市场。2023 年北美家电市场零售规模达到 1207 亿美元，2013-2023 年复合增长 5.4%，其中量/价复合增长 1.5%/3.9%。北美大家电行业格局集中，2023 年海尔/惠而浦销量市占率 26.7%/21.6%，海尔在大家电各品类上均保持前两位的市占率，大厨电、家用空调份额超 30%。随着公司进一步补强薄弱品类，预计公司在北美区域的远期收入能达到 1056 亿元，较 2023 年存在 28% 的增长空间。利润方面，2015-2023 年惠而浦北美 EBIT 利润率在 12% 左右，随着公司加快产品迭代升级速度、优化产品结构、提升制造及运营效率，未来海尔利润率有望向惠而浦北美对标。

**欧洲：家电市场格局分散，海尔收入快速增长。**欧洲同样是相对成熟的家电市场，欧睿数据显示，2023 年欧洲家电市场零售规模达到 1162 亿美元，2013-2023 年复合增长 1.4%（欧元口径为+3.6%），其中销量复合增长 1.0%。欧洲家电格局较为分散，国内企业持续抢占份额，2023 年海尔市占率达到 8.9%。公司持续强化欧洲市场的竞争力，2019 年收购整合 Candy，2023 年宣布收购开利全球商用制冷业务，在欧洲市场的渠道布局及影响力稳步提升。我们假设未来公司在西欧的市占率能接近东欧、东欧的市占率能达到美国的水平，则预计公司在欧洲地区的远期收入水平能达到 447 亿元，较 2023 年存在 57% 的增长空间。利润率对标博世及伊莱克斯欧洲区的盈利能力，预计随着 Candy 产品结构优化及制造运营提效，海尔欧洲利润率能达到 5%-6%。

**澳新：家电市场多强并存，海尔份额稳步提升。**2023 年澳新家电市场零售规模 81.7 亿美元，2013-2023 年复合增长 0.4%（澳元口径为 4.3%），其中销量复合增长 1.6%。澳新大家电市场多强争霸，海尔位居行业龙头，2023 年销量市占率达到 15.0%，近 10 年份额提升 4.7pct。随着公司逐步强化空调、冰箱等品类的市占率，预计公司在澳新地区的远期收入水平能达到 81 亿元，较 2023 年存在 31% 的增长空间。对标同为澳新地区大家电龙头的伊莱克斯，海尔在澳新地区的稳态利润率有望达到 6%-8%。

**日本：家电行业量减价增，海尔冰洗份额较高。**2023 年日本家电市场规模 260 亿美元，2013-2023 年复合增速为-1.3%（日元口径为 2.4%），其中销量复合增速为-1.3%。日本大家电市场格局一超多强，松下份额领先，海尔市占率接近 8%。公司自 2002 年进入日本市场，通过与三洋的协同发力，公司在冰箱等领域表现出色。随着公司强化各品类竞争力，预计公司日本地区的远期收入水平能达到 55 亿元，较 2023 年存在 49% 的增长空间。

**东南亚及南亚：家电行业尚处成长期，海尔已跻身头部阵营。**东南亚及南亚国家家电需求增长较快，2023 年印度、印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、新加坡、泰国、越南 7 国合计家电零售规模 335 亿美元，2013-2023 年复合增长 4.5%，其中销量复合增长 4.1%。东南亚及南亚大家电市场被中日韩品牌占据，2023 年海尔在上述 7 国的销量市占率为 8.4%，位居第二梯队。随着公司加快在当地的渠道布局和产能建设及当地家电市场规模的成长，预计公司在东南亚及南亚收入有望突破 400 亿元，较 2023 年存在 163% 的增长空间。

**中东非及拉美：家电行业格局分散，海尔市占率尚低。**中东非及拉美虽然家电渗透率同属成长期，但家电行业增长较缓。2023 年拉美/中东非家电零售

### 公司研究 · 深度报告

#### 家用电器 · 白色家电

**证券分析师：陈伟奇** 0755-81982606  
chenweiqi@guosen.com.cn  
S0980520110004

**证券分析师：王兆康** 0755-81983063  
wangzk@guosen.com.cn  
S0980520120004

**证券分析师：邹会阳** 0755-81981518  
zouhuiyang@guosen.com.cn  
S0980523020001

**联系人：李晶** 0755-81981518  
lijing29@guosen.com.cn  
S0980523020001

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	34.76 - 38.10 元
收盘价	30.82 元
总市值/流通市值	289181/289181 百万元
52 周最高价/最低价	35.37/19.86 元
近 3 个月日均成交额	1134.13 百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《海尔智家 (600690.SH) - 2024 年中报点评：强化经营质量，盈利持续改善》——2024-08-28
- 《海尔智家 (600690.SH) - 拟收购伊莱克斯南非热水器业务，补足渠道加速出海发展》——2024-07-19
- 《海尔智家 (600690.SH) - 2023 年年报点评：盈利能力持续提升，加大分红回报力度》——2024-03-28
- 《海尔智家 (600690.SH) - 收购开利全球商用制冷业务，切入 B 端千亿制冷市场》——2023-12-15
- 《海尔智家 (600690.SH) - 2023 年中报点评：国内外业务稳健增长，经营质量持续提升》——2023-09-01

规模 391/257 亿美元，近 10 年复合增速为-0.5%/+3.0%，其中销量复合增速为+1.5%/+2.5%。中东非及拉美家电格局分散，市场基本被国外品牌占据，2023 年海尔在中东非及拉美大家电行业的销量市占率为 6.5%和 1.8%。海尔正逐步强化在中东非及拉美的产能、品牌及渠道布局，2024 年宣布收购南非热水器品牌 Kwikot。随着当地家电规模的持续增长，预计海尔在中东非及拉美地区的远期收入为 51 亿和 69 亿，较 2023 年存在 162%和 271%的增长空间。

**海外增长展望：能力先行，空间广阔。**海尔海外自主品牌发展之路已经历 20 多年的探索和发展，在本土化运营、海外团队管理、品牌并购整合、全球化平台打造等诸多方面积累起丰富的经验和能力。综合全球各区域展望，预计海尔海外收入有望达到 2161 亿的收入规模，较 2023 年海外收入存在约 60%的增长空间；利润端，预计海尔海外的经营利润率有望达到 8.9%，海外远期利润展望存在翻倍以上增长空间。

**盈利预测与估值：**公司经过多年本土化运营和品牌收并购，在海外已建立起领先的竞争力，中长期成长空间依然广阔。预计公司 2024-2026 年归母净利润 189/214/240 亿元（+14.0%/12.9%/12.3%）。通过多角度估值，预计合理估值 34.76-38.10 元，较目前股价有 13%-24%溢价，维持“优于大市”评级。

**风险提示：**行业竞争加剧、原材料价格大幅上涨、海外业务运营风险、家电市场需求不及预期、商誉减值风险。

盈利预测和财务指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	243,514	261,428	271,341	287,839	303,351
(+/-%)	7.0%	7.4%	3.8%	6.1%	5.4%
归母净利润(百万元)	14711	16597	18926	21362	23993
(+/-%)	12.6%	12.8%	14.0%	12.9%	12.3%
每股收益(元)	1.56	1.76	2.02	2.28	2.56
EBIT Margin	6.8%	7.1%	7.9%	8.3%	8.7%
净资产收益率 (ROE)	15.7%	16.0%	16.8%	17.4%	18.2%
市盈率 (PE)	19.8	17.5	15.3	13.5	12.1
EV/EBITDA	19.5	18.3	17.4	15.7	14.4
市净率 (PB)	3.12	2.81	2.56	2.36	2.19

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 内容目录

<b>海尔智家：全球大家电龙头，海外布局领先</b> .....	10
发展历程：战略规划高瞻远瞩，业务扩张走向全球 .....	10
股权结构：实控人地位稳定，核心高管持股激励充足 .....	11
财务表现：外销成长为半壁江山，盈利质量持续提升 .....	12
海外布局：海外多品牌覆盖，美洲收入占比高 .....	14
<b>北美：成熟家电市场增长稳健，海尔大家电份额攀升至首位</b> .....	17
北美成熟家电市场稳健增长，近期需求有望随地产企稳而好转 .....	17
北美大家电市场双强争霸，海尔市占率稳步提升 .....	20
海尔北美：收购 GEA 后实现良好整合，经营质量全面提升 .....	22
<b>欧洲：家电市场格局分散，海尔收入快速增长</b> .....	27
欧洲家电市场增长平缓，2020 年以来价格上涨助推规模 .....	27
欧洲大家电市场格局分散，国内品牌持续抢占份额 .....	30
海尔欧洲：收入实现快速增长，盈利提升空间较大 .....	33
<b>澳新：家电市场多强并存，海尔份额稳步提升</b> .....	37
澳新家电市场规模增长稳健，各品类量价近 10 年复合小幅提升 .....	37
澳新大家电市场格局分散，海尔份额稳步提升至首位 .....	40
海尔澳新：收购 Fisher&Paykel 后，各品类市占率协力向前 .....	42
<b>日本：家电行业量减价增，海尔冰洗份额较高</b> .....	44
日本近 10 年家电市场量减价增，分体式空调占比高 .....	44
日本大家电市场一超多强，格局相对分散 .....	46
海尔日本：与 AQUA 协同发力，份额稳步提升 .....	47
<b>东南亚及南亚：家电行业尚处成长期，海尔已跻身头部阵营</b> .....	49
新兴家电市场销量增长较快，保有率存在较大提升空间 .....	49
东南亚及南亚大家电市场格局分散，中日韩家电企业多强争霸 .....	52
海尔东南亚及南亚：较早切入当地市场，建立较强领先优势 .....	53
<b>中东非及拉美：家电行业格局分散，海尔市占率尚低</b> .....	55
中东非及拉美家电销量增长稳健，家电渗透率依然较低 .....	55
中东非及拉美大家电格局分散，市场被全球家电品牌瓜分 .....	58
海尔中东非及拉美：市占率较低，成长潜力充足 .....	59
<b>海尔海外展望：能力先行，空间广阔</b> .....	60
<b>财务分析</b> .....	62
成长性分析：营收增速中等，利润增速领先 .....	62
盈利能力分析：毛利率较高，盈利能力持续强化 .....	62
现金流量分析：营收及净利润的现金含量均超过 100% .....	63
经营效率分析：应收账款周转表现良好，存货周转天数有所提升 .....	64

<b>盈利预测</b> .....	<b>64</b>
假设前提 .....	64
未来 3 年业绩预测 .....	67
盈利预测的敏感性分析 .....	67
盈利预测情景分析 .....	67
<b>估值与投资建议</b> .....	<b>69</b>
绝对估值：34.76-45.01 元 .....	69
相对估值：30.82-38.10 元 .....	70
投资建议 .....	70
<b>风险提示</b> .....	<b>71</b>
<b>附表：财务预测与估值</b> .....	<b>73</b>

## 图表目录

图 1: 海尔智家发展历程 (1984-2024 年)	11
图 2: 海尔智家股权结构图 (截至 2024Q1)	11
图 3: 2010-2023 年公司收入实现持续较快增长	13
图 4: 2010-2023 年公司外销实现快速成长	13
图 5: 2019-2023 年公司空调、水家电占比提升, 装备部品及渠道综合服务占比下降	13
图 6: 2019-2023 年公司毛利率在内销带动下有所提升	14
图 7: 2019-2023 年公司销售、管理费用率有所优化	14
图 8: 2010-2023 年公司归母净利润稳步增长	14
图 9: 2020 年以来公司归母净利率明显提升	14
图 10: 海尔开启全球化品牌战略后陆续收购海外品牌	15
图 11: 海尔智家实现全球多品牌布局	15
图 12: 公司海外收入以美洲、欧洲为主	16
图 13: 公司海外收入以冰箱、厨电、洗衣机为主	16
图 14: 海尔在北美、澳新等区域的大家电份额较高, 欧洲及中东非、拉美地区仍有较大空间	16
图 15: 2013-2023 年北美家电零售额复合增长 5.4%	17
图 16: 2013-2023 年北美家电零售量复合增长 1.5%	17
图 17: 2013-2023 年北美家电零售均价复合增长 3.9%	18
图 18: 2023 年北美家电零售额中冰洗单品占比较高	18
图 19: 2013-2023 年北美冰箱零售额复合增长 5.8%	18
图 20: 2013-2023 年北美洗衣机零售额复合增长 7.6%	18
图 21: 2013-2023 年北美大厨电零售额复合增长 6.3%	19
图 22: 2013-2023 年北美小家电零售额复合增长 4.3%	19
图 23: 2013-2023 年北美家用空调零售额复合增长 3.3%	19
图 24: 北美各类家电均价持续上涨	19
图 25: 2024 年以来美国家电和电子店销售额同比增速有所回暖	20
图 26: 北美家电零售量需求与住房销售存在关联	20
图 27: 2024 年以来美国住房销售数据增速环比有所改善	20
图 28: 北美大家电+空调行业格局: 头部品牌集中度较高, 海尔+惠而浦双强	21
图 29: 北美大厨电销量格局: 海尔和惠而浦位居前二	21
图 30: 北美洗衣机销量格局: 惠而浦市占率接近 40%	21
图 31: 北美冰箱销量格局: 海尔和惠而浦位居前二	22
图 32: 北美空调销量格局: 海尔市占率遥遥领先	22
图 33: 北美洗碗机销量格局: 海尔和惠而浦位居前二	22
图 34: 北美微波炉销量格局相对分散, 海尔市占率领先	22
图 35: 2015 年海尔在北美家用空调、冰箱的市占率相对较高	23
图 36: 海尔 2016 年收购 GEA 后在北美零售量市占率稳步提升	23
图 37: 海尔在美洲区收入逐步增长, 规模持平惠而浦北美	23

图 38: 2018-2023 年海尔在北美主要大家电品类的销量市占率均有明显提升	24
图 39: GEA 在亚马逊北美站上的零售额规模远超惠而浦 (单位: 万美元)	24
图 40: GEA 受到全球的研发及供应链支持	25
图 41: 海尔海外分部利润率与惠而浦北美利润率存在一定的差距	26
图 42: 惠而浦北美的费用率相对稳定, 净利率波动预计主要与毛利率相关	26
图 43: 2013-2023 年欧洲家电零售额复合增长 1.4% (美元口径)	27
图 44: 2013-2023 年欧洲家电零售量复合增长 1.0%	27
图 45: 欧洲 2020 年后家电均价明显上涨	28
图 46: 2023 年欧洲家电零售额中冰洗单品占比较高	28
图 47: 2013-2023 年欧洲家用空调零售额复合增长 4.0%	28
图 48: 2013-2023 年欧洲冰箱零售额复合增长 1.3%	28
图 49: 2013-2023 年欧洲洗衣机零售额复合增长 1.1%	29
图 50: 2013-2023 年欧洲大厨电零售额复合增长 0.9%	29
图 51: 2013-2023 年欧洲小家电零售额复合增长 1.5%	29
图 52: 欧洲各类家电均价走势相似	29
图 53: 2023 年欧洲主要国家大家电零售额规模	30
图 54: 欧洲大家电市场规模在国家之间较为分散	30
图 55: 2010 年以来欧洲家电需求与地产关联性相对较弱	30
图 56: 北美的人口增量远好于欧盟地区	30
图 57: 西欧大家电销量格局: 行业格局较为稳定	31
图 58: 东欧大家电销量格局: 头部两家份额提升明显	31
图 59: 西欧大厨电销量格局较为分散	31
图 60: 东欧大厨电销量格局: 头部品牌份额有所提升	31
图 61: 西欧冰箱销量格局: 各企业份额较为稳定	32
图 62: 东欧冰箱销量格局: 海尔位居第二	32
图 63: 西欧洗衣机销量格局: 各企业份额较为稳定	32
图 64: 东欧洗衣机销量格局: 海尔位居前二	32
图 65: 西欧家用空调销量格局: 海尔、美的、格力位居前十	32
图 66: 东欧家用空调销量格局: 海尔、格力位居前二	32
图 67: 2018 年海尔的主营白电品类在欧洲已取得靠前的市场份额	33
图 68: 2019-2023 年在欧洲主要家电公司中, 海尔在欧洲的收入增长较快 (亿人民币元)	33
图 69: 2019-2023 年公司在东欧的大白电上市占率提升最为显著	34
图 70: 开利商用制冷的营收及净利润	35
图 71: 开利商用制冷提供从设备到售后的整体解决方案	35
图 72: 2018-2019 年博世、伊莱克斯欧洲区家电业务 EBIT 利润率基本在 5% 以上	36
图 73: 公司在欧洲进行了较多的产能建设投资	36
图 74: 2013-2023 年澳新家电零售额复合增长 4.3% (澳元口径)	37
图 75: 2013-2023 年澳新家电零售量复合增长 1.6%	37
图 76: 2013-2023 年澳新家电零售价复合增长 2.6% (澳元口径)	38
图 77: 2023 年澳新家电零售额中家用空调的占比高于美欧	38
图 78: 2013-2023 年澳新冰箱零售额复合增长 4.1%	38

图 79: 2013-2023 年澳新洗衣机零售额复合增长 5.2%	38
图 80: 2013-2023 年澳新大厨电零售额复合增长 3.6%	39
图 81: 2013-2023 年澳新小家电零售额复合增长 4.6%	39
图 82: 2013-2023 年澳新家用空调零售额复合增长 3.6%	39
图 83: 澳新各类家电均价上涨平稳	39
图 84: 2010-2023 年澳新家电零售量与住宅开工数量存在关联	40
图 85: 澳新更快的人口增速也带来了家电销量更快的增长	40
图 86: 澳新大家电格局较为分散	40
图 87: 澳新大家电市场龙头海尔市占率提升幅度最大	40
图 88: 澳新冰箱销量格局: 多强争霸	41
图 89: 澳新洗衣机销量格局: 海尔市占率领先	41
图 90: 澳新大厨电销量格局: 海尔市占率陆续提升	41
图 91: 澳新空调销量格局: 海尔市占率相对较低	41
图 92: 澳新洗碗机销量格局: 海尔位居第二	42
图 93: 澳新微波炉销量市占率呈现出一超多强格局	42
图 94: 2014-2023 年 Fisher&Paykel 及海尔品牌在主要大家电品类上市占率均有提升	42
图 95: 2016-2023 年伊莱克斯在亚太及中东非的扣非经营利润率在 5%-10%之间	43
图 96: 2013-2023 年日本家电零售额稳步增长	44
图 97: 2013-2023 年日本家电零售量有所下降	44
图 98: 2013-2023 年日本家电均价在日元口径下有所上涨	44
图 99: 2023 年日本家电零售额中家用分体式空调单品占比高	44
图 100: 2013-2023 年日本家用空调零售额复合增长 2.6%	45
图 101: 2013-2023 年日本冰箱零售额复合增长 2.2%	45
图 102: 2013-2023 年日本洗衣机零售额复合增长 3.5%	45
图 103: 2013-2023 年日本大厨电零售额规模有所波动	45
图 104: 2013-2023 年日本小家电零售额复合增长 2.7%	46
图 105: 日本各类家电均价持续上涨, 洗衣机涨幅最明显	46
图 106: 日本大家电+空调行业格局: 一超多强, 各企业份额相对稳定	46
图 107: 日本家用空调销量格局: 多强争霸	47
图 108: 日本冰箱销量格局: 海尔及旗下三洋市占率领先	47
图 109: 日本洗衣机销量格局: 头部 4 家份额较为集中	47
图 110: 日本大厨电销量格局: 头部 2 家企业份额较高	47
图 111: 海尔+AQUA 在日本冰箱行业销量市占率稳步提升	48
图 112: 海尔+AQUA 在日本洗衣机行业销量市占率较为稳固	48
图 113: 海尔在日本家用空调行业销量市占率较低	48
图 114: 海尔在日本收入稳步增长	48
图 115: 2013-2023 年南亚及东南亚 7 国家电零售额复合增长 4.5% (亿美元)	50
图 116: 2013-2023 年南亚及东南亚 7 国家电零售量复合增长 4.1%	50
图 117: 南亚及东南亚 7 国家电销量及销额复合增速较快	50
图 118: 2023 年南亚及东南亚 7 国家电零售额中家用空调及冰箱单品占比较高	50
图 119: 2013-2023 年南亚及东南亚 7 国家用空调销量复合增长 5.2% (百万台)	51

图 120: 2013-2023 年南亚及东南亚 7 国冰箱销量复合增长 4.2% (百万台)	51
图 121: 2013-2023 年南亚及东南亚 7 国洗衣机销量复合增长 4.5% (百万台)	51
图 122: 2013-2023 年南亚及东南亚 7 国小家电销量复合增长 4.0% (百万台)	51
图 123: 东南亚及南亚国家的家用空调渗透率尚低	52
图 124: 东南亚及南亚国家的冰箱渗透率相对高一些	52
图 125: 东南亚及南亚国家的洗衣机渗透率普遍高于家用空调	52
图 126: 与我国比, 南亚及东南亚家电渗透率存在较大提升空间	52
图 127: 印度大家电市场 CR3 约为 50%	53
图 128: 印尼大家电市场格局相对分散	53
图 129: 泰国大家电市场多强争霸	53
图 130: 越南大家电市场格局分散	53
图 131: 公司在南亚及东南亚收入保持上涨趋势	54
图 132: 公司在印度、印尼等地市占率稳步提升	54
图 133: 2013-2023 年拉美家电零售额 (美元口径) 有所波动	55
图 134: 2013-2023 年中东非家电零售规模稳步增长	55
图 135: 2013-2023 年拉美及中东非家电零售量稳步增长	56
图 136: 2013-2023 年拉美及中东非家电零售价格有所波动	56
图 137: 2023 年拉美家电零售额中各品类占比较为均衡	56
图 138: 2023 年中东非家电零售额中各品类占比较为均衡	56
图 139: 2013-2023 年拉美家用空调零售量有所波动	57
图 140: 2013-2023 年拉美冰箱销量复合增长 0.5%	57
图 141: 2013-2023 年拉美洗衣机销量规模有所回落	57
图 142: 2013-2023 年中东非家用空调销量规模稳步提升	57
图 143: 2013-2023 年中东非冰箱销量复合增长 1.3%	57
图 144: 2013-2023 年中东非洗衣机销量复合增长 1.7%	57
图 145: 拉美冰洗渗透率处于较高水平	58
图 146: 中东非白电渗透率保持稳步提升	58
图 147: 拉美大家电销量格局较为分散	58
图 148: 中东非大家电销量格局分散	58
图 149: 海尔在拉美及中东非的销量市占率有待强化	59
图 150: 海尔在中东非收入规模较小	59
图 151: 海尔埃及工业园二期于 2024 年奠基	60
图 152: Kwikot 是南非知名的热水器品牌	60
图 153: 公司营收规模位居行业中上水平 (单位: 亿元)	62
图 154: 海尔智家营收增速位居可比公司中游水平	62
图 155: 公司利润体量尚有较大增长空间 (单位: 亿元)	62
图 156: 海尔归母利润增速位居可比公司领先水平	62
图 157: 公司毛利率位居可比公司前列	63
图 158: 海尔扣非归母净利率相对较低但持续提升	63
图 159: 公司销售费用率高于可比公司	63
图 160: 海尔智家的平均 ROE 水平略低于可比公司	63

图 161: 公司销售商品提供劳务收到的现金/营业收入超 100%	64
图 162: 公司经营性现金净流量 / 净利润维持在 150%左右	64
图 163: 海尔存货周转天数有所提升 (单位: 天)	64
图 164: 海尔应收账款周转天数较低 (单位: 天)	64
表 1: 公司每年持续对管理层及核心员工进行股权激励	12
表 2: 远期测算下, 海尔在北美的收入有望达到 1056 亿	25
表 3: 海尔欧洲远期收入展望: 有望达到 447 亿元	1
表 4: 预计海尔在澳新地区的远期收入有望超过 80 亿元	43
表 5: 假设海尔在日本的白电市占率能跟国内对标, 预计公司在日本收入存在约 50%的增长空间	49
表 6: 海尔在东南亚及南亚大家电占据靠前的市场份额	54
表 7: 随着东南亚及南亚家电渗透率的提升及海尔在当地市占率的增长, 海尔东南亚及南亚销量存在翻倍增长空间	55
表 8: 2023 年海尔各品牌在拉美的销量市占率相对较低	59
表 9: 中东非及拉美地区家电渗透率存在较大提升空间, 随着海尔市占率提升, 未来收入存在翻倍增长空间	60
表 10: 海尔打造出研发、采购、营销等全球协同平台	61
表 11: 海尔海外营收及利润远期空间展望	61
表 12: 海尔智家业务拆分	65
表 13: 未来 3 年盈利预测表	67
表 14: EPS 随市场份额和三项费用率变化的敏感性分析 (元)	67
表 15: 情景分析 (乐观、中性、悲观)	68
表 16: 公司盈利预测假设条件 (%)	69
表 17: 资本成本假设	69
表 18: 海尔智家 FCFF 估值表	69
表 19: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	70
表 20: 海尔智家与可比公司估值	70

## 海尔智家：全球大家电龙头，海外布局领先

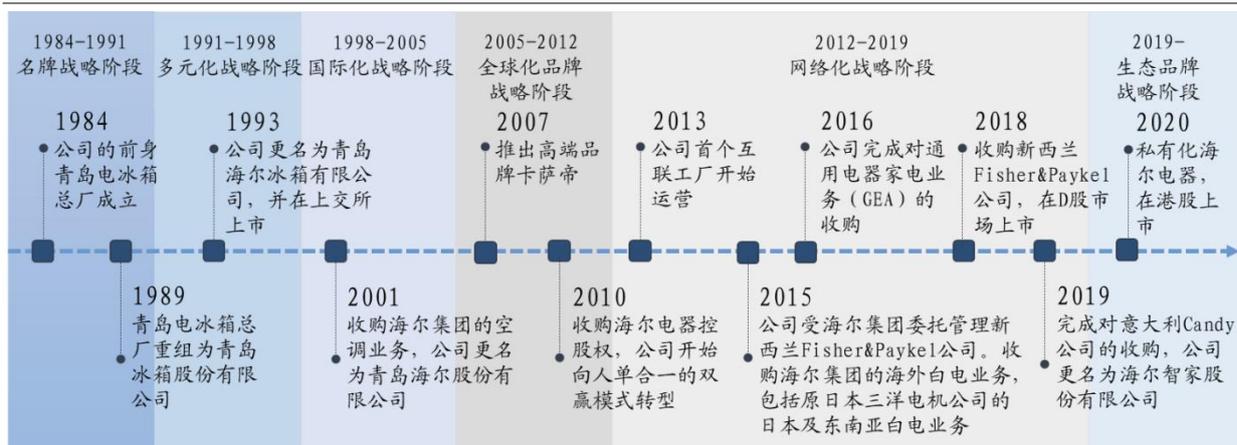
海尔智家的前身青岛电冰箱总厂成立于 1984 年，目前已成长为全球大型家电第一品牌，大家电零售量连续十五年位居世界第一。公司已构建起白电、厨卫产业集群，产品覆盖冰箱冷柜、洗衣机、空调、热水器、净水器、厨房电器、小家电等多个品类，为用户提供智慧家庭全场景解决方案；拥有海尔、卡萨帝、Leader、GE Appliances、Fisher&Paykel、AQUA、Candy 七大品牌覆盖全球不同用户群体的需求。

### 发展历程：战略规划高瞻远瞩，业务扩张走向全球

回顾海尔 40 年的发展历程，按发展战略的不同，可将其分为六个战略阶段：

- **名牌战略阶段（1984-1991）：追求高品质的产品，打造品牌知名度。**当时电冰箱市场供不应求，产品良莠不齐。公司在市场普遍忽视产品质量时，以砸质量有问题冰箱的方式唤起员工的质量意识，明确提出“创优质、夺金牌”的目标。随后，公司凭借其优秀的产品品质在国内快速发展。1988 年，公司夺得电冰箱行业第一块“国家优质产品奖”金牌。1989 年，当市场需求下降厂商大打价格战时，海尔凭借高质量带来的品牌效应，提价 12%，依然受到消费者抢购，奠定行业龙头地位。
- **多元化战略阶段（1991-1998）：扩充产品品类，扩大公司规模。**1991 年，青岛空调器厂和青岛电冰柜总厂划入海尔，公司进入多元化发展阶段。此后，公司陆续兼并 16 家亏损企业，以“吃休克鱼”的方式，通过输入海尔文化，盘活被兼并企业，实现公司的快速扩张。公司还利用 1993 年上市筹来的资金，兴建了家电行业的第一个工业园，提升公司产能。截止 1998 年，海尔集团旗下已有冰箱、洗衣机、空调、热水器等核心品类。
- **国际化战略阶段（1998-2005）：走出国门，走向世界。**海尔秉持先难后易的国际化策略，先到发达国家创出名牌，然后以高屋建瓴之势打开发展中国家市场。1999 年 4 月，公司在美国南卡州建立了海尔工厂，以自有品牌在国际市场上攻城略地。
- **全球化品牌战略阶段（2005-2012）：整合全球资源，收购本土品牌。**公司从“海尔的国际化”转变为“国际化的海尔”，通过收购当地知名品牌及在当地建立研发、生产、销售基地，与自有品牌共享当地优质资源，实现协同，以一个个本土化名牌汇集成全球化的海尔世界名牌。
- **网络化战略阶段（2012-2019）：互联互通，平台共享，人单合一，小微引爆。**基于人单合一的管理模式，公司 2013 年开始试水小微模式，每个小微成为自创业、自组织、自驱动的基本单元，小微并联成用户体验迭代的生态圈，持续实现用户体验的引爆。基于此，公司从家电制造商转型为面向全社会孵化创客的平台，致力于变成网络互联中的节点，互联互通各种资源，打造以用户为中心的共赢开放平台。
- **生态品牌战略阶段（2019-）：物联网生态，共赢进化。**公司通过与用户、合作伙伴联合共创，不断提供无界且持续迭代的整体价值体验，最终实现终身用户及生态各方共赢共生。2019-2024 年，海尔连续 6 年作为全球唯一“物联网生态品牌”连续荣登 BrandZ 最具价值全球品牌 100 强，2024 年位居全球 58 位。

图1: 海尔智家发展历程 (1984-2024 年)



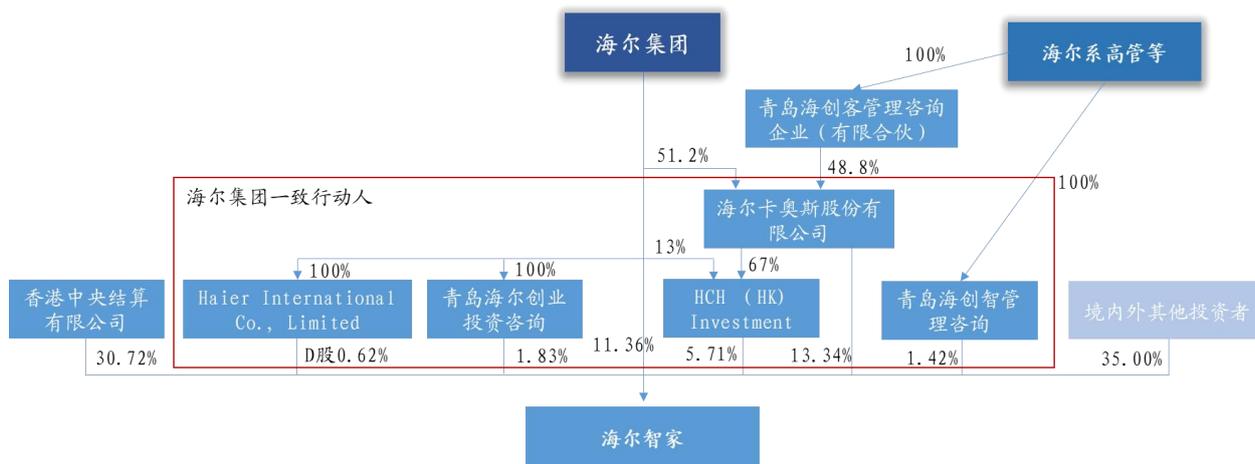
资料来源: 公司公告, 公司官网, 国信证券经济研究所整理

### 股权结构: 实控人地位稳定, 核心高管持股激励充足

自上市以来, 公司实际控制人海尔集团控股 30%以上, 股权结构较为稳定。截止 2024Q1, 海尔集团通过直接和间接持股及一致行动等方式, 合计控制公司 34.3% 的股权, 是公司的实际控制人。

股改之后, 公司实行多轮股权激励, 高管及员工广泛获得公司股权, 实现管理层和公司利益良好的统一。自 2021 年 5 月起, 公司陆续发布一系列 A/H 股员工持股计划及期权激励计划等, 涉及董事、高管及下属产业总经理和部门经理、核心技术人员等。此外, 公司管理层、高管还通过配售加强和上市公司利益绑定, 以及通过青岛海创智、青岛海创客等间接持有公司的股份。

图2: 海尔智家股权结构图 (截至 2024Q1)



资料来源: wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

注: 香港中央结算公司持股为香港中央结算(代理人)有限公司和香港中央结算有限公司的合计统计

**表1: 公司每年持续对管理层及核心员工进行股权激励**

时间	激励计划	激励对象	授予数量及价格	行权条件
2022 年	2022 年 A 股股票期权激励计划	公司业务主管、核心技术人员及业务骨干 (1840 人)	1.05 亿份股票期权 (占总股本 1.11%)，行权价格 23.86 元/股	2022-2025 年归母净利润较 2021 年复合增速达到或超过 15%
	2022 年 A 股核心员工持股计划	不超过 2250 人，包括公司董监高、公司及子公司核心技术 (业务) 人员共不超过 2250 人	公司提取的激励基金，额度为 6.8 亿元，股份来源于回购公司股票	公司董监高及平台人员考核为 2022-2023 年归母净利润较 2021 年复合增速不低于 15%，其他人员由管委会考核
	2022 年 H 股核心员工持股计划	公司董事、高管、公司及子公司核心技术 (业务) 人员共不超过 33 人	公司提取的激励基金，额度为 0.6 亿元，股份来源于公司回购 H 股股票	公司董监高及平台人员考核为 2022-2023 年归母净利润较 2021 年复合增速不低于 15%，其他人员由管委会考核
2023 年	2023 年 A 股核心员工持股计划	公司董监高、公司及子公司核心技术 (业务) 人员共不超过 2400 人	公司提取的激励基金，额度为 5.66 亿元，股份来源于回购公司股票	公司董监高及平台人员考核为 2023-2024 年归母净利润较 2022 年复合增速不低于 15%、ROE 不低于 16.8%，综合两者的平均完成度，完成度大于 100%，全部归属；完成度 80%-100% 之间则由薪酬与考核委员会决定归属的比例。其他人员由管委会考核。
	2023 年 H 股核心员工持股计划	公司董事、高管、公司及子公司核心技术 (业务) 人员共 34 人	公司提取的激励基金，额度为 0.71 亿元，股份来源于公司回购 H 股股票	公司董监高及平台人员考核为 2023-2024 年归母净利润较 2022 年复合增速不低于 15%、ROE 不低于 16.8%，综合两者的平均完成度，完成度大于 100%，全部归属；完成度 80%-100% 之间则由薪酬与考核委员会决定归属的比例。其他人员由管委会考核。
2024 年	2024 年 A 股核心员工持股计划	公司董监高、公司及子公司核心技术 (业务) 人员共不超过 2400 人	公司提取的激励基金，额度为 7.12 亿元，股份来源于回购公司股票	公司董监高及平台人员考核为 2024-2025 年归母净利润较 2023 年复合增速不低于 15%、ROE 不低于 16.8%，综合两者的平均完成度，完成度大于 100%，全部归属；完成度 80%-100% 之间则由薪酬与考核委员会决定归属的比例。其他人员由管委会考核。
	2024 年 H 股核心员工持股计划	公司董事、高管、公司及子公司核心技术 (业务) 人员共计不超过 30 人	公司提取的激励基金，额度为 0.69 亿元，股份来源于公司回购 H 股股票	公司董监高及平台人员考核为 2024-2025 年归母净利润较 2023 年复合增速不低于 15%、ROE 不低于 16.8%，综合两者的平均完成度，完成度大于 100%，全部归属；完成度 80%-100% 之间则由薪酬与考核委员会决定归属的比例。其他人员由管委会考核。

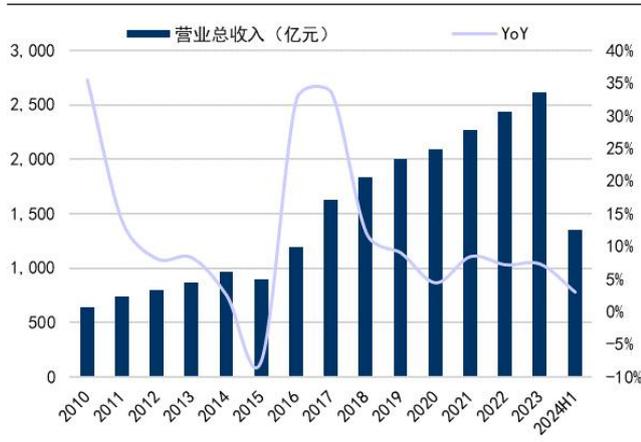
资料来源: wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 财务表现: 外销成长为半壁江山, 盈利质量持续提升

**海内外协同发力, 营收持续成长。**2010-2023 年公司营收由 647 亿元增长至 2614 亿元, 年均复合增长 11.3%, 保持较快的平稳增长。2010-2015 年家电下乡政策影响逐步减弱后, 叠加地产的波动, 公司增速由 2010 年的 35.6% 降至 2015 年的 -7.4%。2016 年 6 月并表 GEA 后, 海外收入大增, 带动收入增长超 30%。此后公司收入保持平稳的高个位数增长, 营收增长稳健。

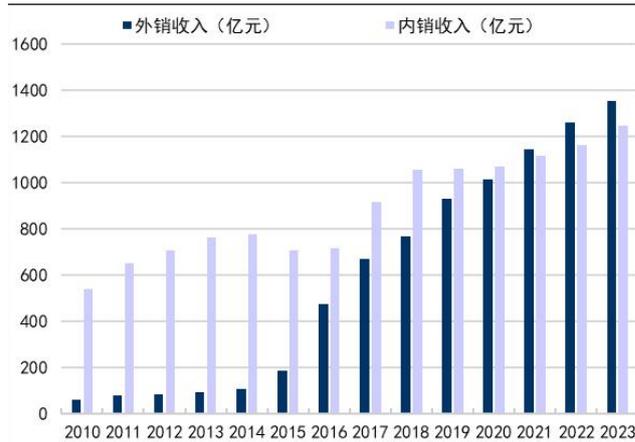
分内外销看, 外销快速成长为公司的半壁江山。2010-2023 年公司外销收入由 59 亿元增长至 1357 亿元, 复合增速高达 27.2%; 内销收入由 539 亿元增长至 1246 亿元, 复合增速达到 6.7%。公司海外通过本土化运营及品牌收购等方式, 实现快速壮大, 占营收的比重已达到 51.9%。

图3：2010-2023 年公司收入实现持续较快增长



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

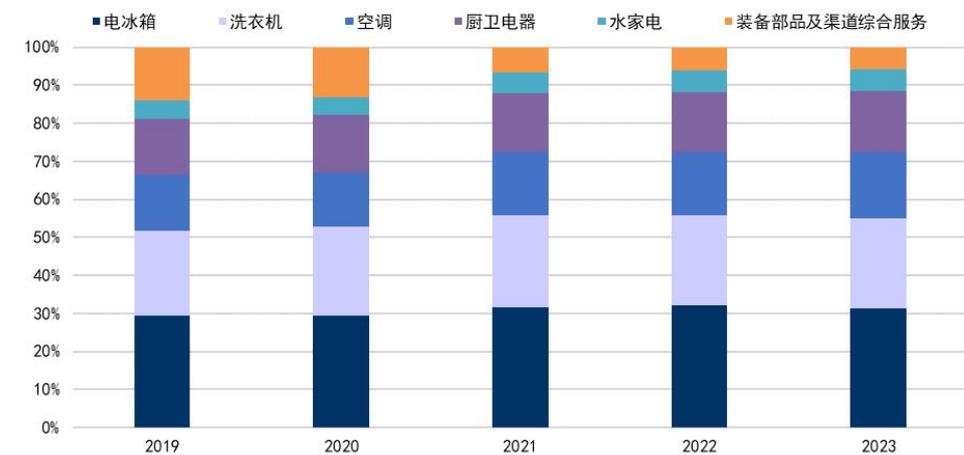
图4：2010-2023 年公司外销实现快速增长



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

公司以白电产品为主，冰箱、洗衣机、空调、厨卫电器等收入占比靠前。2023 年公司电冰箱和洗衣机收入占比分别是 31.2%和 23.4%；其次是空调和厨卫电器，占比分别为 17.5%和 15.9%；水家电和装备部品及渠道综合服务（装备部品主要为家电上游配套部件的采购、生产与销售，模具制造与销售；渠道综合服务主要包括日日顺渠道分销业务、售后业务等）各自占比接近 6%。近几年公司各品类表现相对均衡，装备部品及渠道综合服务收入占比明显下降，空调及水家电占比小幅提升。

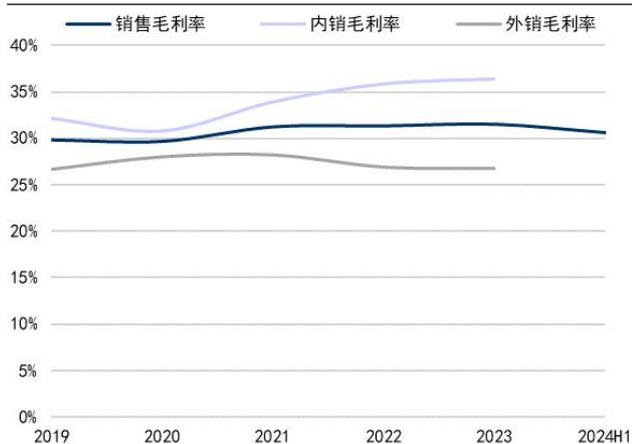
图5：2019-2023 年公司空调、水家电占比提升，装备部品及渠道综合服务占比下降



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

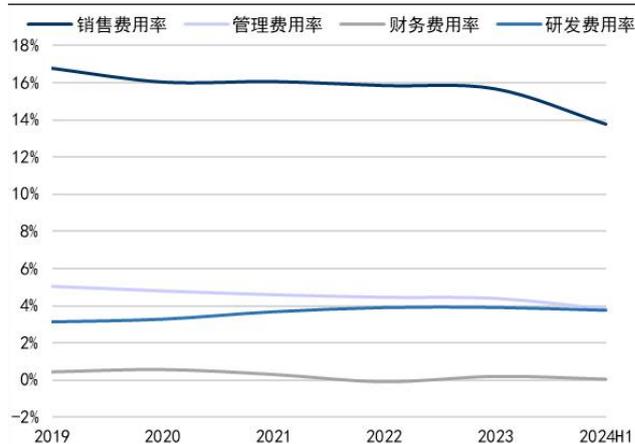
公司近 5 年毛利率在内销带动下稳步提升，费用率有所优化。2019-2023 年公司毛利率由 29.8%提升至 31.5%，其中内销毛利率提升明显，由 32.2%提升至 36.4%；外销毛利率有所波动，2019-2023 年在 26.5%-28.5%以内变化，受原材料成本影响较大。公司销售、管理费用率有所优化，研发费用率稳步提升，2019-2023 年期间费用率合计优化 1.2pct，其中销售费用率下降 1.1pct，管理费用率下降 0.6pct。

图6: 2019-2023 年公司毛利率在内销带动下有所提升



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

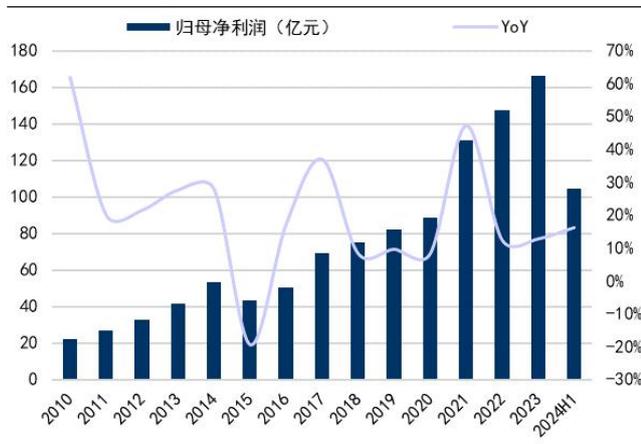
图7: 2019-2023 年公司销售、管理费用率有所优化



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

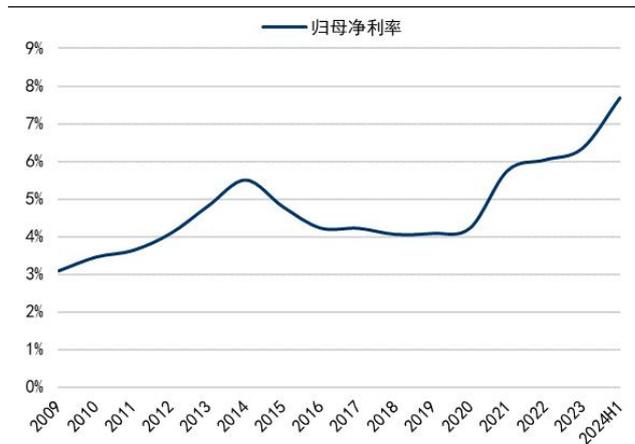
**利润规模稳步增长, 2020 年以来净利率提升明显。**2010-2023 年公司归母净利润由 22 亿增长至 166 亿, 复合增速达到 16.7%, 高于同期收入增速。净利率方面, 公司 2010-2014 年净利率由 3.1% 稳步上涨至 5.5%; 此后受内销市场需求放缓、并表 GEA 业务影响, 2015-2020 年净利率维持在 4%-5% 之间; 2021 年公司私有化海尔电器后, 通过数字化和四个重构等一系列措施提质增效, 净利率实现快速提升, 2023 年净利率达到 6.3%。

图8: 2010-2023 年公司归母净利润稳步增长



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图9: 2020 年以来公司归母净利率明显提升



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

### 海外布局: 海外多品牌覆盖, 美洲收入占比高

海尔 1998 年起开启国际化战略阶段, 1999 年在美国、欧洲等地建厂, 将自有品牌推向海外市场。但海外发达国家市场较为成熟, 本土品牌历经多年的竞争, 在当地已建立起较强的竞争优势和品牌知名度, 新品牌开拓难度较大。于是, 海尔在 2005 年 12 月开启全球化品牌战略阶段, 通过收购整合当地的优质资源, 在当地建立起研发、生产和销售三位一体的基地, 进行本土化运营。2006 年海尔和日本三洋株式会社合作成立合资公司——海尔三洋株式会社, 提高彼此在全球冰箱行业的竞争力。2011 年海尔集团收购日本三洋电机在日本、东南亚等地的白电业务, 2012 年收购新西兰品牌 Fisher&Paykel。同时海尔智家作为集团白电平台,

分别于 2015 年和 2018 年收购了集团旗下的三洋白电业务和 Fisher&Paykel。此外，海尔智家还于 2016 年收购通用电气旗下白电业务，2018 年收购意大利 Candy 公司。至此，海尔智家实现“海尔、卡萨帝、Leader、GE Appliances、Fisher&Paykel、AQUA、Candy”七大世界级品牌的全球化布局与运营，覆盖高端、大众、性价比等消费需求。

图10: 海尔开启全球化品牌战略后陆续收购海外品牌



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图11: 海尔智家实现全球多品牌布局



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理 注：研发中心、制造中心及运营中心数量统计截至 2020H1

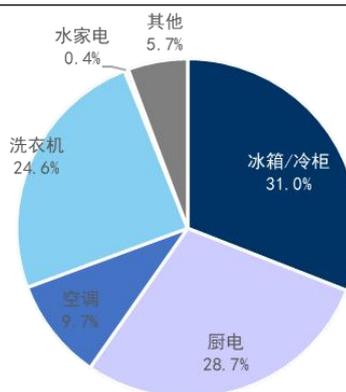
目前公司的海外收入主要来自于美洲、欧洲等区域，以冰箱、厨电及洗衣机为主。2023年，公司海外收入中，美洲（预计主要为美国）收入占比58.5%，欧洲收入占比20.9%；其他区域收入占比均不足10%，美欧合计收入占比接近8成。公司在北美、澳新区域拥有较高的市占率，在欧洲、中东非、南亚等市场仍处于开拓阶段，发展空间较大。公司在海外的品类以冰箱、洗衣机、厨电为主，2022年公司海外收入中，冰箱收入占比31.0%，厨电收入占比28.7%，洗衣机收入占比24.6%，空调收入占比9.7%，热水器等水家电0.4%。公司海外收入中冰洗和厨电的占比较高，空调、水家电、小家电等仍有较大的发展空间。

图12: 公司海外收入以美洲、欧洲为主



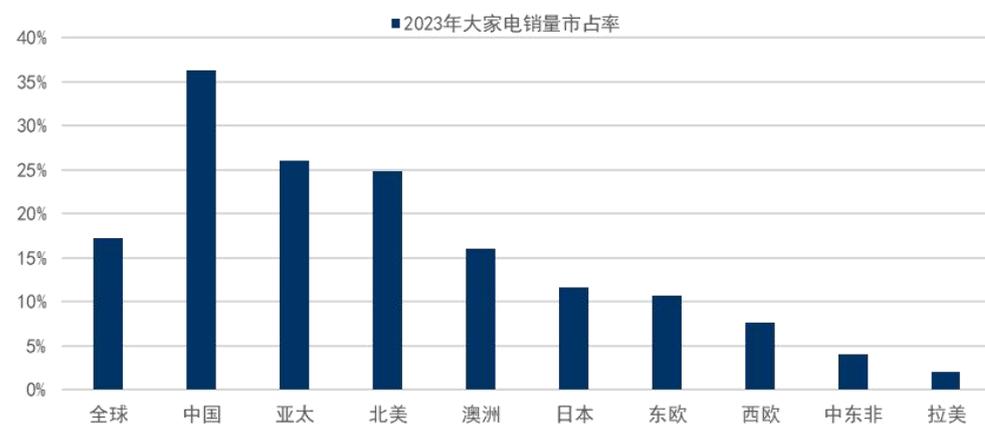
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图13: 公司海外收入以冰箱、厨电、洗衣机为主



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图14: 海尔在北美、澳新等区域的大家电份额较高，欧洲及中东非、拉美地区仍有较大空间



资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理 注: 大家电包含冰箱、洗衣机、大厨电、微波炉、洗碗机等品类, 不包含空调

## 北美：成熟家电市场增长稳健，海尔大家电份额攀升至首位

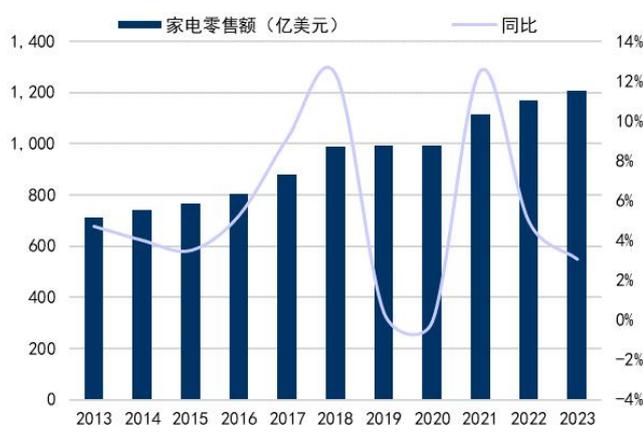
北美是公司海外收入的主要来源，也是全球最主要的家电市场之一。公司自 2016 年收购 GEA 之后，通过持续的协同赋能，公司已位居北美大家电销量第一。我们从北美大家电行业及公司自身的举措来展望公司在北美的发展方向。

### 北美成熟家电市场稳健增长，近期需求有望随地产企稳而好转

北美家电市场量价保持小幅提升，冰洗及大厨电占比接近 6 成。欧睿数据显示，2023 年北美家电市场零售规模达到 1207 亿美元，2013-2023 年复合增长 5.4%，其中销量复合增长 1.5%；价格是北美家电市场增长的主要动力，均价从 2013 年的 128 美元上涨至 2023 年的 187 美元，复合增长率达到 3.9%。过去 10 年北美家电市场量价保持稳健的小幅增长，2022-2023 年零售量增速相对较慢，预计受高通胀影响，2023 年家电均价涨幅有所放缓，零售量增速明显改善。

分品类看，冰箱是北美市场规模最大的单品，2023 年零售额占北美家电零售额的 25.0%；其次为洗衣机，占比 14.8%；家用空调（含分体式空调、移动式空调及窗机，2023 年零售额占比分别为 9.5%/25.7%/64.7%）在北美的零售额规模相对较小，2023 年为 37 亿美元，占比仅 3.1%，预计与当地的住宅结构和中央空调占比比较高有关。大厨电和小家电品类相对较多，占比分别为 19.6%和 37.6%。

图15: 2013-2023 年北美家电零售额复合增长 5.4%



资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

图16: 2013-2023 年北美家电零售量复合增长 1.5%



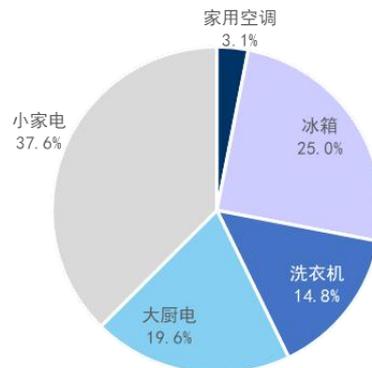
资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

图17: 2013-2023 年北美家电零售均价复合增长 3.9%



资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

图18: 2023 年北美家电零售额中冰洗单品占比较高



资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

注: 品类划分按照国内家电划分标准进行调整, 大厨电包含洗碗机、烟灶等, 小家电包含微波炉、空气处理产品 (空气净化器、电风扇、加湿器、除湿器等)、清洁电器、个护电器、厨房小家电等, 下同

北美大家电行业的量价增长相对好于小家电, 其中洗衣机、大厨电表现领先。欧睿数据显示, 2013-2023 年北美家电市场中, 冰箱/洗衣机/大厨电的零售额复合增速分别为 5.8%/7.6%/6.3%, 增长好于行业整体; 其中零售量的复合增速基本在 1%-2%之间, 价贡献明显, 2013-2023 年价格年复合增长 4.1%/6.2%/4.4%。小家电及空调的增长相对更慢一些, 2013-2023 年零售额复合增速分别为 4.3%/3.3%, 零售价的复合增速分别为 2.7%/2.4%, 零售量的复合增速为 1.5%/-0.2%, 依然是价格上涨对规模增长贡献更大。

图19: 2013-2023 年北美冰箱零售额复合增长 5.8%



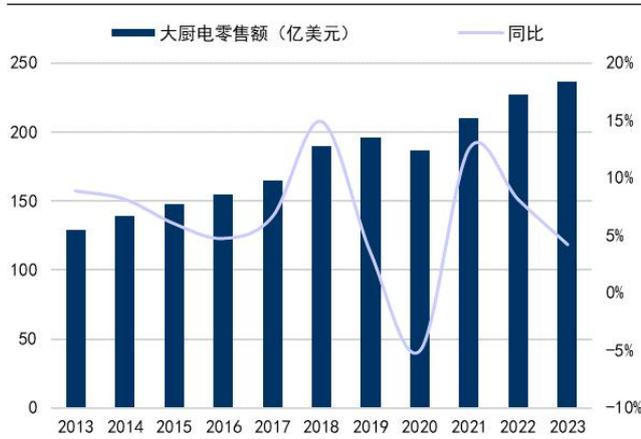
资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

图20: 2013-2023 年北美洗衣机零售额复合增长 7.6%



资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

图21: 2013-2023 年北美大厨电零售额复合增长 6.3%



资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

图22: 2013-2023 年北美小家电零售额复合增长 4.3%



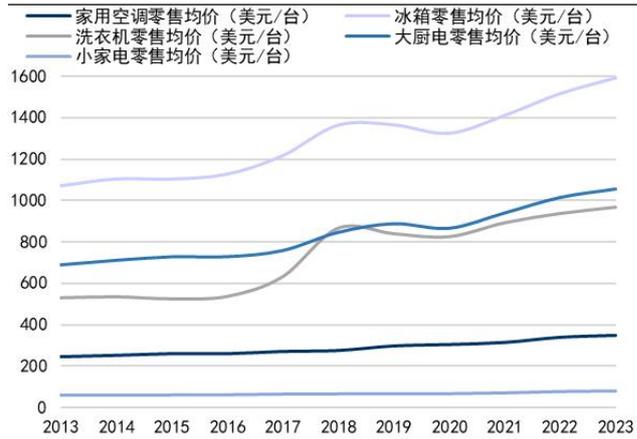
资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

图23: 2013-2023 年北美家用空调零售额复合增长 3.3%



资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

图24: 北美各类家电均价持续上涨



资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

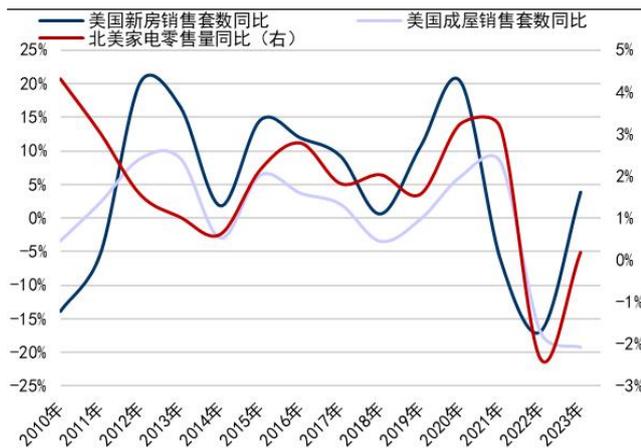
**近期美国家电零售数据已出现积极复苏迹象。**根据美国人口普查局数据, 2024 年 7-8 月美国家电和电子店销售额同比分别增长 6.1%/2.4%, 1-8 月累计同比增长 1.7%, 零售呈现出稳健增长趋势。而复盘来看, **美国家电零售量与地产存在一定关联, 近期美国地产已呈现出企稳迹象, 预计家电有望回到正常的增长通道。**对比 2010-2023 年北美家电零售量增速与美国新房/成屋销售套数同比增速, 三者呈现出较为明显的同涨同跌趋势, 家电零售量需求与地产之间存在较为显著的关联性, 不过家电零售量的波动显著小于地产的波动。而 2024 年以来, 美国住房销售数据已出现明显回暖, 2024 年 1-6 月美国成屋销售套数同比-3.0%, 新房成交套数同比-1.1%, 成屋销售降幅明显收窄, 在低基数下呈现出企稳迹象。后续随着美国迎来降息周期, 住房贷款利率下调后, 预计美国住房数据有望回升, 带动家电需求回归稳步增长。

图25: 2024 年以来美国家电和电子店销售额同比增速有所回暖



资料来源: 美国人口普查局, 国信证券经济研究所整理

图26: 北美家电零售量需求与住房销售存在关联



资料来源: 欧睿, 美国人口普查局, 全美地产经纪商协会, 国信证券经济研究所整理

图27: 2024 年以来美国住房销售数据增速环比有所改善

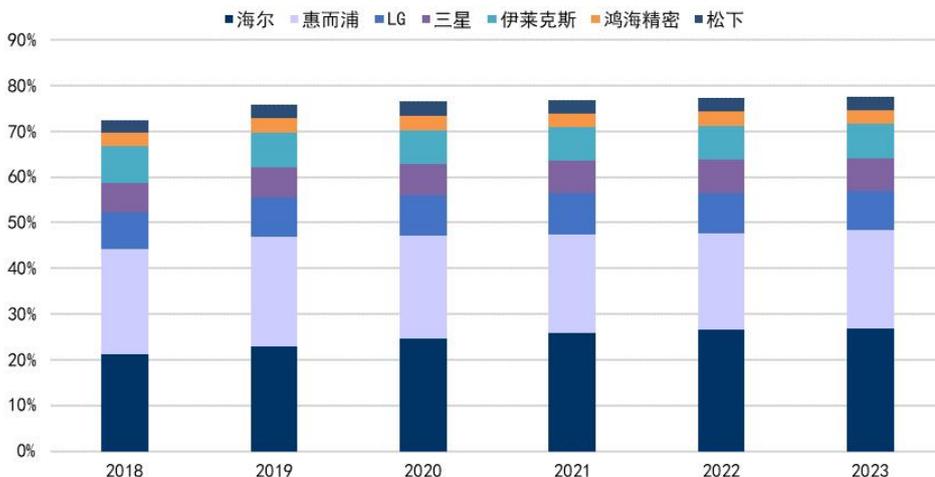


资料来源: 美国人口普查局, 全美地产经纪商协会, 国信证券经济研究所整理

## 北美大家电市场双强争霸，海尔市占率稳步提升

北美大家电市场格局相对集中，海尔和惠而浦销量市占率接近 50%。考虑到海尔在北美的产品以白电、大厨电为主，我们选取欧睿口径的大家电（含洗碗机、洗衣机、大厨电、微波炉、冰箱）和家用空调作为大家电行业，分析北美大家电行业格局情况。欧睿数据显示，2023 年北美大家电市场海尔及惠而浦销量市占率较为领先，分别达到 26.7%和 21.6%，其他品牌市占率均不足 10%，头部品牌份额相对集中。从变动趋势看，海尔市占率提升最为明显，2018-2023 年销量市占率提升 5.5pct，惠而浦小幅下降 1.5pct，其余品牌市占率变动相对较小。

图28: 北美大家电+空调行业格局: 头部品牌集中度较高, 海尔+惠而浦双强



资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理 注: 此处大家电包含欧睿口径的大家电(含洗碗机、洗衣机、大厨电、微波炉、冰箱)和家用空调

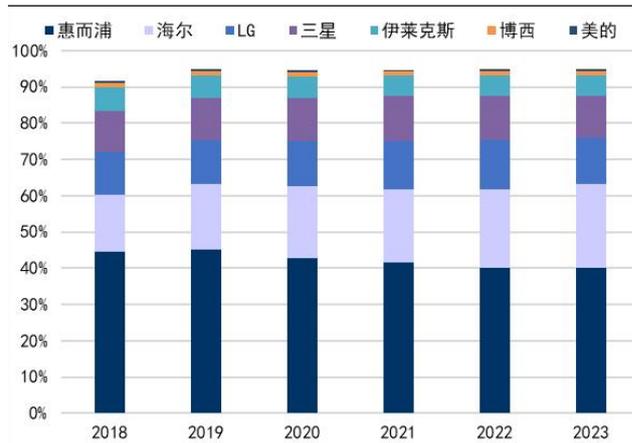
分品类看, 海尔在大家电的各品类上均保持前两位的市占率, 品类布局较为全面。欧睿数据显示, 2023 年在大厨电行业, 海尔销量市占率达到 31.1%, 惠而浦为 20.6%, 位居行业前两位; 在洗衣机领域, 惠而浦销量市占率达到 40.2%, 份额较为领先, 海尔达到 23.0%, 份额持续提升; 在冰箱行业, 海尔市占率达到 24.3%, 惠而浦市占率 21.3%, 依然是双强争霸格局; 空调行业, 海尔销量市占率达到 40.5%, 份额遥遥领先, 其次为 LG, 市占率为 11.9%; 洗碗机方面, 惠而浦和海尔市占率分别为 31.2%和 29.2%, 份额保持领先; 微波炉行业格局相对分散, 海尔销量市占率为 19.9%, 位居行业首位。

图29: 北美大厨电销量格局: 海尔和惠而浦位居前二



资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

图30: 北美洗衣机销量格局: 惠而浦市占率接近 40%



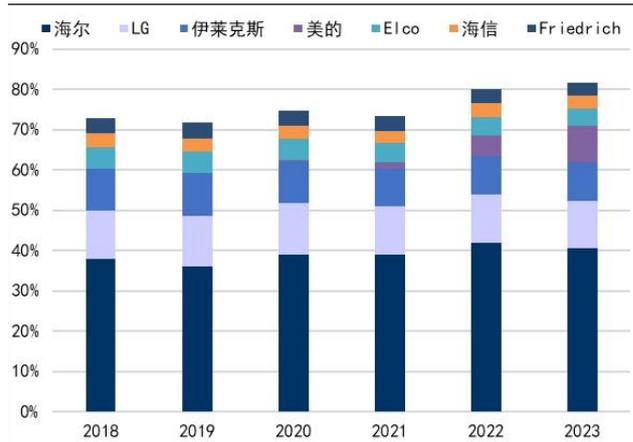
资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

图31: 北美冰箱销量格局: 海尔和惠而浦位居前二



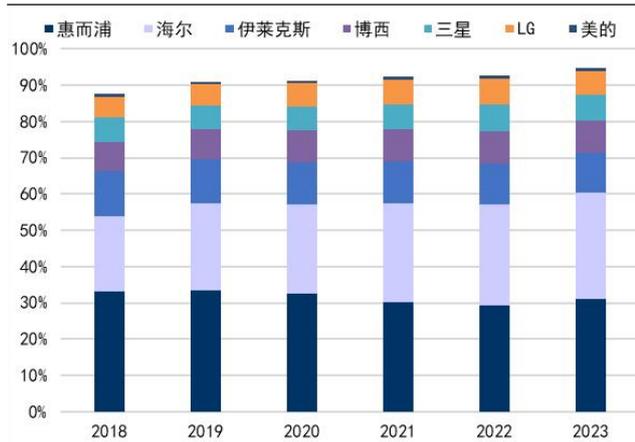
资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

图32: 北美空调销量格局: 海尔市占率遥遥领先



资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

图33: 北美洗碗机销量格局: 海尔和惠而浦位居前二



资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

图34: 北美微波炉销量格局相对分散, 海尔市占率领先

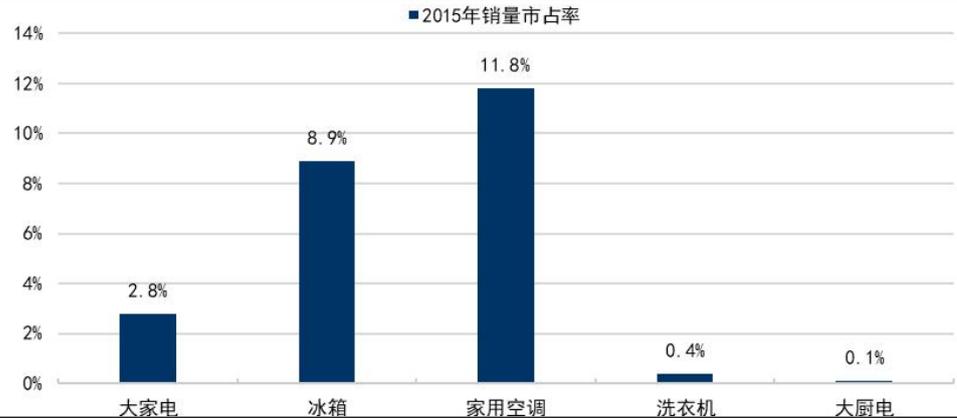


资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

## 海尔北美: 收购 GEA 后实现良好整合, 经营质量全面提升

海尔在北美大家电市场登顶的背后, 是海尔 20 多年来在自主品牌出海和品牌收购整合上不断的探索和努力。海尔 1998 年确立“国际化”战略, 1999 年公司进军北美市场, 在美国建设生产厂; 2000 年 3 月, 公司在美国制造的第一台冰箱下线。但由于美国大家电市场非常成熟, 品牌认知已经建立, 新品牌想要切入较为困难, 海尔通过差异化的缝隙产品逐步向美国市场渗透, 比如针对大学生群体需求设计的带活动台面小冰箱、小型洗碗机等。经历了 10 余年自主品牌的本土化探索和发展后, 到 2015 年, 海尔在北美大家电市场的销量市占率已达到 2.8%, 在所有品牌中位列第 9, 其中海尔在家用空调和冰箱的市占率相对较高, 分别达到 11.8% 和 8.9%。

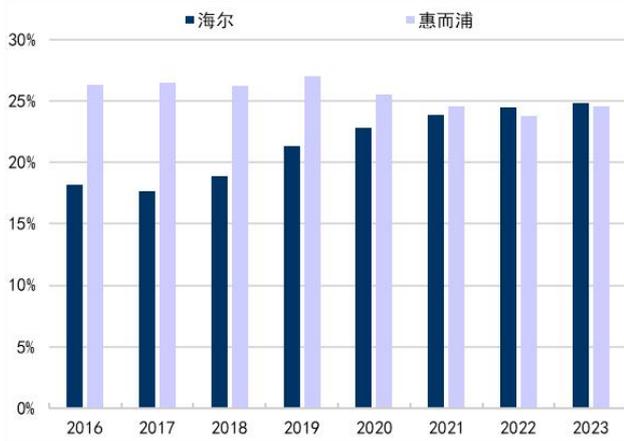
图35: 2015 年海尔在北美家用空调、冰箱的市占率相对较高



资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理 注: 大家电包含冰箱、洗衣机、大厨电、微波炉、洗碗机等品类, 不含家用空调

**2016 年收购 GEA 后, 公司保持对 GEA 的投入, 通过“人单合一”的管理和全球采购研发赋能, 推动 GEA 及海尔在北美市占率稳步提升。**根据欧睿的数据, 2016 年收购 GEA 后, 海尔及 GEA 旗下品牌在北美大家电市场跃居行业第二, 零售量市占率达到 18.2%, 仅次于惠而浦 (市占率 26.3%); 此后海尔在北美的市占率持续提升, 2023 年零售量市占率达到 24.8%, 已超越惠而浦的 24.6%, 成为北美大家电领域的第一。从收入看, 海尔在北美的收入表现也领先于惠而浦。2017-2023 年海尔在美洲的收入从 471 亿元增长至 798 亿元, 年复合增长 9.2%; 而同期惠而浦在北美的收入从 111 亿美元增长至 114 亿美元, 复合增速为 0.5%。

图36: 海尔 2016 年收购 GEA 后在北美零售量市占率稳步提升



资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

图37: 海尔在美洲区收入逐步增长, 规模持平惠而浦北美

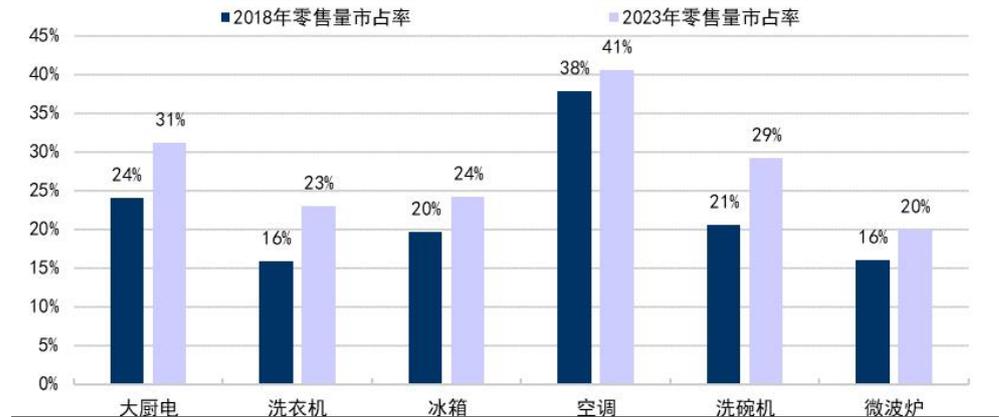


资料来源: 惠而浦官网, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

注: 惠而浦北美收入披露值为美元口径, 按当年美元兑人民币中间价的平均值换算成人民币口径

**目前海尔在北美主要大家电品类中均占据前二的销量份额, 大厨电、家用空调份额超 30%。**在海尔及 GEA 等品牌的协同发力下, 海尔在北美主要的大家电品类中的市占率持续提升, 份额稳居行业前列。欧睿数据显示, 2023 年海尔在北美市场的大厨电/洗衣机/冰箱/家用空调/洗碗机/微波炉零售量市占率分别为 31.1%/23.0%/24.2%/40.5%/29.2%/19.9%, 与 2018 年相比, 市占率分别+7.1%/+7.1%/+4.5%/+2.6%/+8.7%/+3.9%。通过海尔与 GEA 的协同发展, 公司在北美主要家电品类的市占率均有明显提升。

图38: 2018-2023 年海尔在北美主要大家电品类的销量市占率均有明显提升



资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

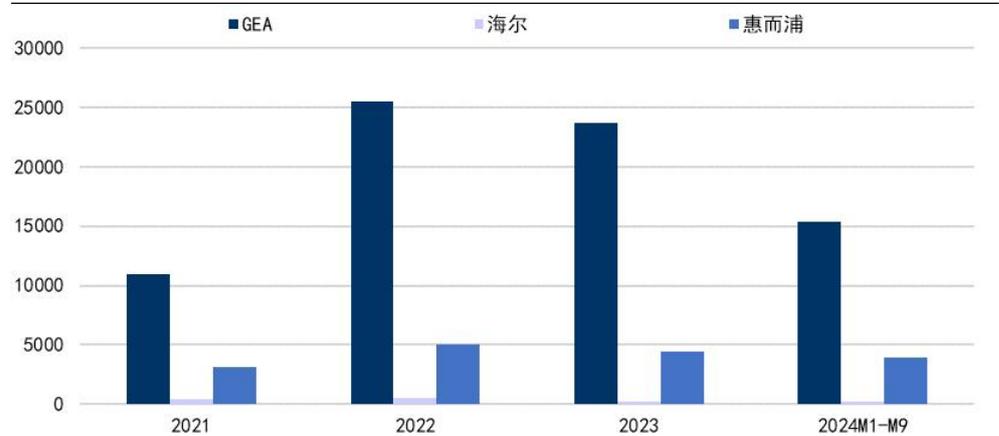
我们认为, 海尔在收购 GEA 后, 市占率能再上一台阶的主要原因, 在于公司管理和研发采购等全球平台上的赋能:

1) “人单合一”的管理机制和全球优势经验协同: 公司在 GEA 推行人单合一模式, 对员工实施充分激励, 激发员工的经营活力和主动性。同时, 公司也充分运用全球各地的优势经验, 对当地人员进行赋能。2020 年疫情刚开始期间, 公司北美团队利用中国市场的电商运营经验, 迅速抓住了线上的增长机会, 2020H1 公司海外电商渠道销额同比提升 32.4%。根据久谦平台显示, 2023 年惠而浦在亚马逊北美站实现零售额 0.44 亿美元, 而 GE 与家电相关的品类零售额达到 2.37 亿美元, GEA 在电商上的优势显著。

2) 全球研发及产品协同: 公司建立全球协同研发体系, 设立了全球技术研发机制, 共享通用模块和复用技术及在合规范围内共享专利, 并通过全球产品开发机制协调全球产品合作开发, 可实现产品类别之间的区域合作和补充。GEA 优势的厨电技术及产品可通过海尔平台输送到全球, 海尔优势的白电技术和产品也能跟 GEA 产生良好的协同, 助力 GEA 在新品上的快速迭代升级。

3) 全球采购及供应链协同: 公司成立全球采购委员会统筹推进全球采购活动, 通过集团级共用品类大资源聚合, 实现降本价值共享; 搭建从市场到供应商到生产到物流的端到端全球供应链数字化管理体系, 通过智能算法实时快速调整全球产能布局, 全球工厂共享共创发展智能制造技术, 持续提升制造竞争力。

图39: GEA 在亚马逊北美站上的零售额规模远超惠而浦 (单位: 万美元)



资料来源: 久谦中台, 国信证券经济研究所整理 注: GEA 零售额排除跟家电无关的照明、电工等品类

图40: GEA 受到全球的研发及供应链支持



资料来源: GEA 官网, 国信证券经济研究所整理

随着公司在管理上及全球研发采购平台上的持续推进, 公司的产品有望进一步补强, 推动市占率的稳步提升。对比公司在国内的产品布局及市占率, 公司在北美的冰箱、洗衣机、及热水器等业务仍有进一步强化的空间。以冰箱、洗衣机来看, 根据产业在线的数据, 海尔 2023 年在中国内销量市占率分别为 35.5%/41.8%, 处于绝对领先地位; 而海尔在北美冰洗的销量份额为 24.2%/23.0%, 依然存在提升的空间。在热水器品类上, 热水器头部企业 A. O. 史密斯 2023 年在北美实现收入 29.2 亿美元 (约合人民币 207 亿元), 占据北美 37% 的份额; 而海尔虽然在中国是热水器龙头, 热水器收入超百亿, 但北美市场的水器业务才刚刚起步, 预计未来存在较大成长空间。

我们假设海尔在北美冰箱、洗衣机的市占率能逐步对标国内, 达到 30%-35% 的市占率水平, 热水器业务的市占率能达到 A. O. 史密斯的一半, 其他品类市占率小幅提升。在此假设下, 我们预计公司在北美主要大家电品类的销量市占率较 2023 年提升 4.1pct 至 30.8%。在不考虑未来价格变化及假设海尔的产品均价与行业均价相同的情况下, 加上热水器的收入展望后, 预计公司北美区域的远期收入水平能达到 1056 亿元, 较 2023 年存在 28.3% 的增长空间。(具体测算过程见下表)

表2: 远期测算下, 海尔在北美的收入有望达到 1056 亿

	2023 年行业销量规模 (万台)	2023 年海尔市占率	合计市占率	市占率对标或假设	预计未来能达到市占率	远期市占率合计	2023 年美洲区收入 (亿元)	预计海尔北美收入 (亿元)
大厨电	1356	31.1%	26.7%	持续提升趋势, 但基本稳定	32.0%	30.8%	798	952
洗衣机	1841	23.0%		对标国内 2023 年 39.8% 的市占率	35.0%			
冰箱	1889	24.2%		对标国内 2023 年 35.5% 的市占率	30.0%			
家用空调	1063	40.5%		持续提升趋势, 但基本稳定	41.0%			
洗碗机	886	29.2%		持续提升趋势, 但基本稳定	30.0%			
微波炉	1672	19.9%		持续提升趋势, 但基本稳定	20.0%			
热水器	1020	很小		史密斯市占率达到 37%, 假设海尔达到其一半的份额	18.5%			

资料来源: 欧睿, 产业在线, 国信证券经济研究所整理和测算

注: 由于只有销量市占率数据, 假设海尔大厨电、洗衣机、冰箱、空调、洗碗机、微波炉的均价与行业均价相同, 以零售额的增长空间作为公司收入增长空间的对照; 此处未考虑后续价格的变动; 海尔美洲区收入主要来源于北美, 拉美收入占比较低, 故以美洲收入代表北美

除了收入端存在较大增长潜力, 在利润率方面, 公司同样具备较大提升空间。2022 年公司海外分部利润率为 5.0%, 考虑到欧洲等其他区域市场规模较小, 预计北美

经营利润率高于海外整体利润率。但对标惠而浦来看，2015-2019年惠而浦北美的EBIT利润率在12%左右，2020-2021年更是高达15%-18%，2022-2023年受到去库存及市场竞争的影响，利润率降至10%左右。海尔在北美的盈利能力仍有提升空间。

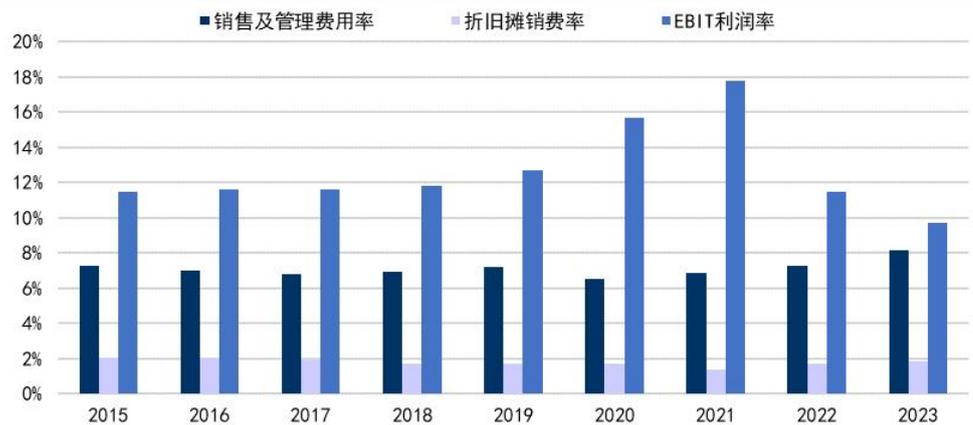
图41: 海尔海外分部利润率与惠而浦北美利润率存在一定的差距



资料来源：公司公告，惠而浦官网，国信证券经济研究所整理

从惠而浦北美利润率的变化情况看，毛利率是影响盈利的主要因素。2015-2022年，惠而浦北美的费用率及折旧摊销费率维持在9%左右的水平，2023年由于费用率提升提升至10%。但在此期间，净利率的波动相对较大，最低不到10%，最高接近18%，因而预计毛利率是影响净利率的主要因素。这一现象预计主要系北美大家电销售渠道仍以连锁百货及工程渠道等为主，2B占比较高。因而对于海尔在北美而言，提升盈利能力，一方面可以通过产品持续迭代升级，推新卖贵、调整产品结构来提升毛利率，另一方面也可以通过提升生产制造效率和运营效率。若对标惠而浦北美来看，海尔北美的稳态净利率水平可对照惠而浦北美在2015-2019年较为稳定的利润率水平，即12%左右。

图42: 惠而浦北美的费用率相对稳定，净利率波动预计主要与毛利率相关



资料来源：惠而浦官网，国信证券经济研究所整理

## 欧洲：家电市场格局分散，海尔收入快速增长

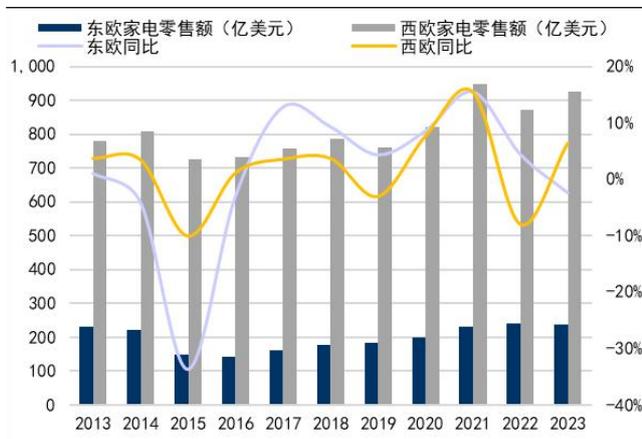
欧洲与北美均是相对成熟的家电市场，但欧洲家电市场的增长相对更弱，由于国家和渠道较为分散，行业集中度也较低。海尔通过长时间的本土化发展和对 Candy 品牌的并购整合，在欧洲市场实现快速增长。未来通过在欧洲市场推动 Candy 及海尔品牌产品持续升级、提升价格指数，公司有望在欧洲市场延续较快增长，同时提升盈利能力。

### 欧洲家电市场增长平缓，2020 年以来价格上涨助推规模

欧洲家电市场量价同样保持小幅提升，但增速慢于北美市场。欧睿数据显示，2023 年欧洲家电市场零售规模达到 1162 亿美元，2013-2023 年复合增长 1.4%，以欧元计算复合增长 3.6%；其中西欧家电市场零售额为 926 亿美元，占比 80%，2013-2023 年复合增长 1.7%（欧元口径为 4.0%）；东欧家电市场零售额 236 亿美元，近 10 年复合增长 0.2%（欧元口径为 2.4%）。欧洲家电销量增长相对平缓，2013-2023 年欧洲家电零售量复合增长 1.0%，其中西欧/东欧复合增长 1.2%/0.5%。均价方面，以欧元计价，2013-2020 年东西欧家电均价基本稳定，美元口径则有所下降；2021 年以来受到通胀的影响，家电均价有所上行，带动家电规模增长，2021-2023 年西欧/东欧零售均价年复合增长 8.7%/10.4%（欧元口径）。

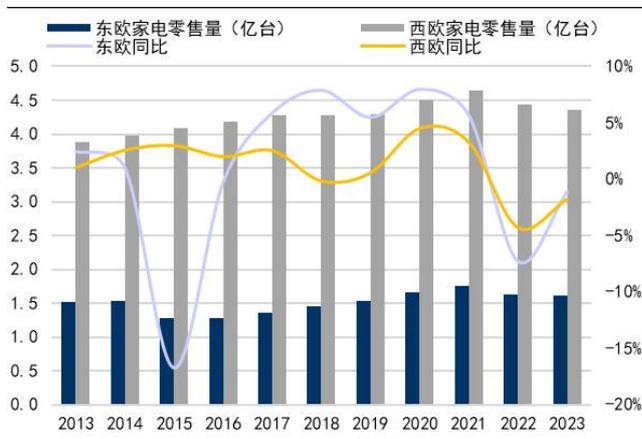
分品类看，欧洲家电品类占比与北美相似，冰洗占比较高，2023 年东西欧冰箱和洗衣机占家电整体零售额的比重均在 15%-20%之间，大厨电占比在 20%左右，小家电占比在 36%左右。欧洲家用空调的零售额占比略高于北美，东欧和西欧占比分别为 8.7%和 4.9%。

图43：2013-2023 年欧洲家电零售额复合增长 1.4%(美元口径)



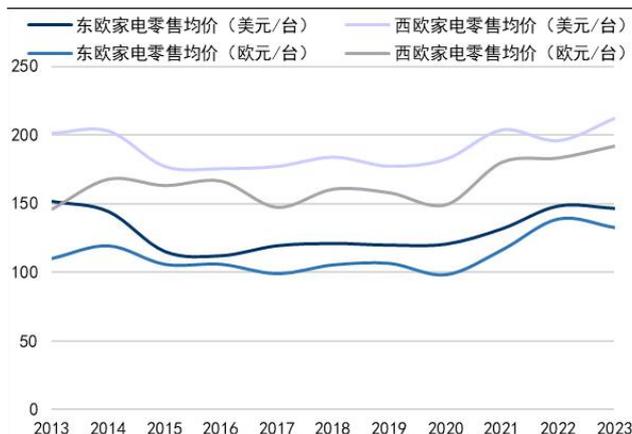
资料来源：欧睿，国信证券经济研究所整理

图44：2013-2023 年欧洲家电零售量复合增长 1.0%



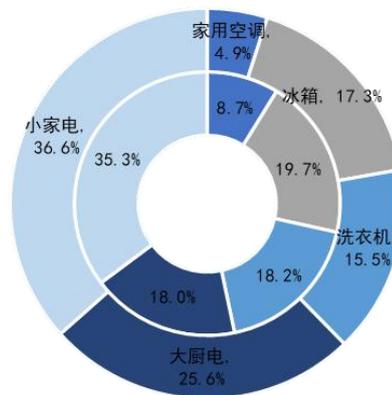
资料来源：欧睿，国信证券经济研究所整理

图45: 欧洲 2020 年后家电均价明显上涨



资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

图46: 2023 年欧洲家电零售额中冰洗单品占比较高



资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

注: 品类划分按照国内家电划分标准进行调整, 大厨电包含洗碗机、烟灶等, 小家电包含微波炉、空气处理产品(空气净化器、电风扇、加湿器、除湿器等)、清洁电器、个护电器、厨房小家电等; 外圈为西欧的分布情况, 内圈为东欧

欧洲各家电品类的量价增长均处于较低水平, 空调销量增长相对快一些。欧睿数据显示, 2013-2023 年欧洲家电市场中, 空调/冰箱/洗衣机/大厨电/小家电零售额的复合增速分别为 4.0%/1.3%/1.1%/0.9%/1.5%, 其中零售量的复合增速分别为 3.6%/0.7%/0.9%/0.8%/1.0%。空调增长相对快一些, 而冰洗、大厨电及小家电等渗透率接近饱和, 增长较为缓慢。价格方面, 以美元计价, 2013-2023 年空调/冰箱/洗衣机/大厨电/小家电价格复合增长 0.4%/0.6%/0.2%/0.1%/0.5%, 若以欧元计价, 价格涨幅相对大一些, 分别为 2.6%/2.8%/2.4%/2.3%/2.8%, 各品类均价均有小幅上涨。

图47: 2013-2023 年欧洲家用空调零售额复合增长 4.0%



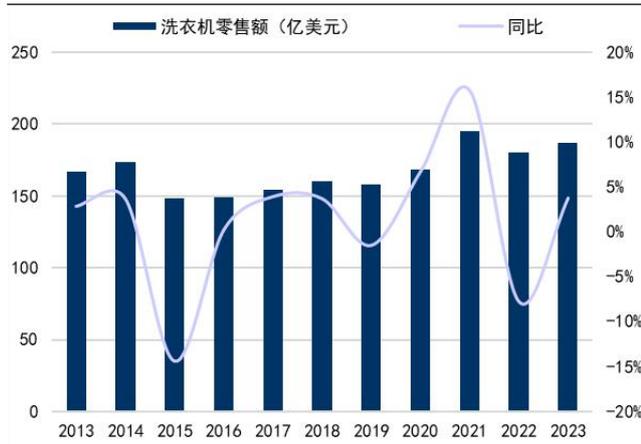
资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

图48: 2013-2023 年欧洲冰箱零售额复合增长 1.3%



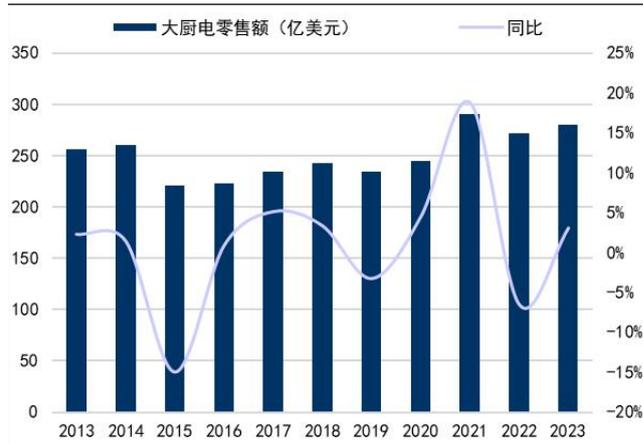
资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

图49: 2013-2023 年欧洲洗衣机零售额复合增长 1.1%



资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

图50: 2013-2023 年欧洲大厨电零售额复合增长 0.9%



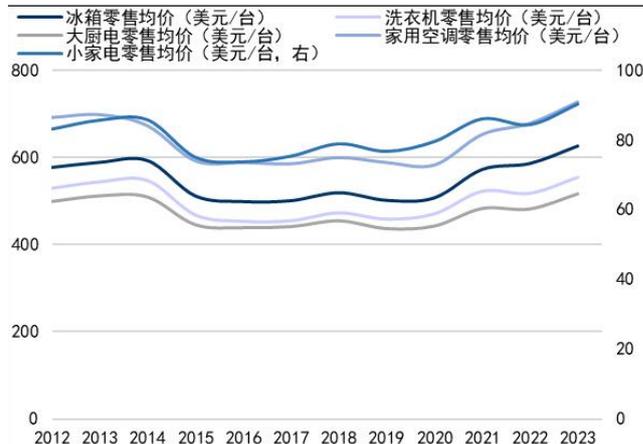
资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

图51: 2013-2023 年欧洲小家电零售额复合增长 1.5%



资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

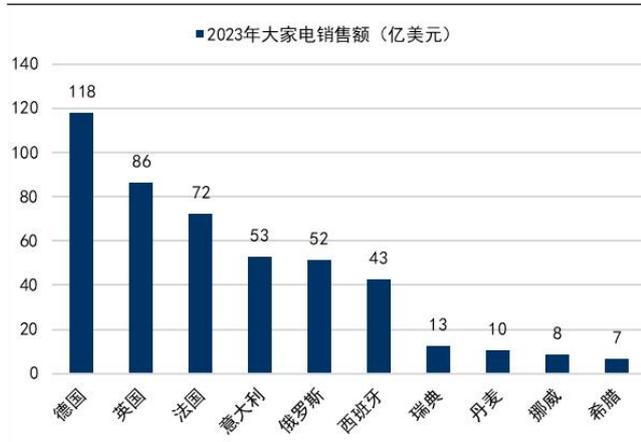
图52: 欧洲各类家电均价走势相似



资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

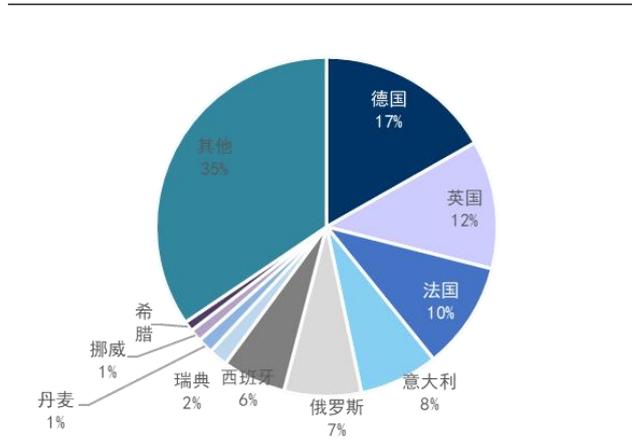
分区域看, 欧洲国家众多, 各自销售渠道不一, 家电市场较为分散。以大家电为例, 欧睿数据显示, 2023 年德国在欧洲国家中大家电市场规模最大, 零售额达到 118 亿美元, 但占欧洲市场的比重仅有 16.7%; 其次为英国, 零售额 86 亿美元, 占比 12.2%; 法国零售额 72 亿美元, 占比 10.2%。且由于不同国家的语言、文化等存在较大差异, 各自国家头部的商超均不同, 德国规模较大的商超有 Aldi、Lidl、Edeka、Rewe、Kaufland 等, 法国则为 Carrefour (家乐福)、Leclerc、Auchan、Casino、Intermarché 等。较为分散的国家和渠道分布、及多元的语言和文化, 导致行业格局的变化相对缓慢, 提升了家电企业在欧洲的进入门槛和运营成本。

图53: 2023年欧洲主要国家大家电零售额规模



资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

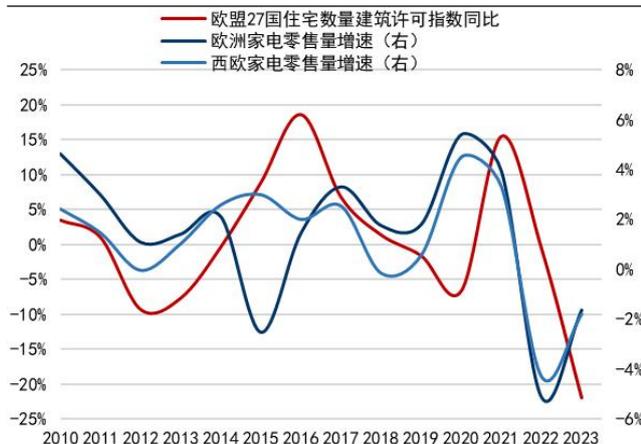
图54: 欧洲大家电市场规模在国家之间较为分散



资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

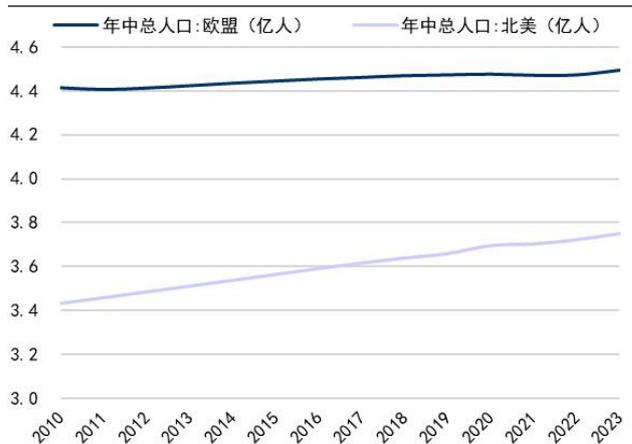
**欧洲家电需求与地产关联性相对较弱。**我们选取欧盟 27 国住宅数量建筑许可指数同比与欧洲及西欧家电零售量同比增速对比来看, 住宅建筑许可的表现与西欧家电零售量在趋势上有所关联, 但相关性相对较弱。欧洲家电需求与地产关联度较弱, 预计与当地家电渗透率较高且人口增量相对较少有关; 北美人口增长相对较快, 因而新建住宅或成屋销售能带动增量需求, 欧洲市场则预计以存量为主。

图55: 2010年以来欧洲家电需求与地产关联性相对较弱



资料来源: 欧睿, 欧盟统计局, 国信证券经济研究所整理

图56: 北美的人口增量远好于欧盟地区



资料来源: 世界银行, 国信证券经济研究所整理

### 欧洲大家电市场格局分散, 国内品牌持续抢占份额

欧洲由于国家及渠道众多, 大家电市场格局较为分散, 且无明显的集中度提升趋势。同样选取欧睿口径的大家电(含洗碗机、洗衣机、大厨电、微波炉、冰箱)和家用空调作为大家电行业来进行分析。欧睿数据显示, 在西欧市场, 2023年大家电前三的家电公司分别为博西、Arçelik AS、惠而浦, 零售量市占率分别为20.3%/12.0%/10.7%, 其余品牌市占率均不足10%。国内企业海尔及海信市占率相对较高, 分别达到7.6%和2.0%, 份额较前几年均有所提升。在东欧市场, 行业格局更为分散, 2023年大家电头部三家公司分别为Arçelik AS、海尔和惠而浦, 零售量市占率分别为13.9%/12.2%/7.8%。除海尔外, 国内品牌海信、美的在东欧也具有一定的占有率, 2023年销量份额达到5.2%/2.9%。从份额变化趋势看, 西欧

的市占率变化较小，除品牌收购外，份额难有大幅的变动；东欧市场的市占率变化相对较大，Arçelik AS、海尔在东欧份额提升值得瞩目。

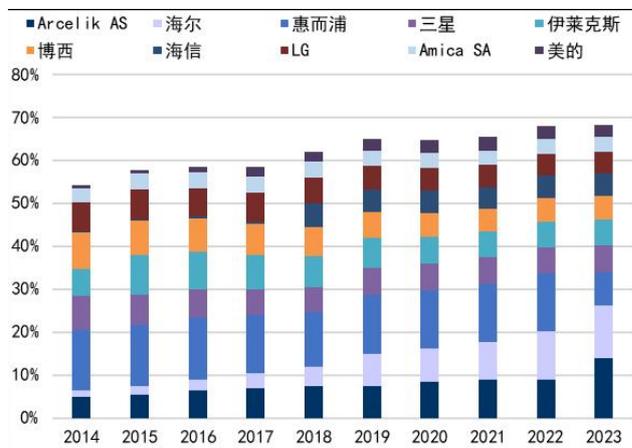
图57: 西欧大家电销量格局：行业格局较为稳定



资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

注: 此处的大家电包含欧睿口径的大家电(含洗碗机、洗衣机、大厨房电、微波炉、冰箱)和家用空调, 下同

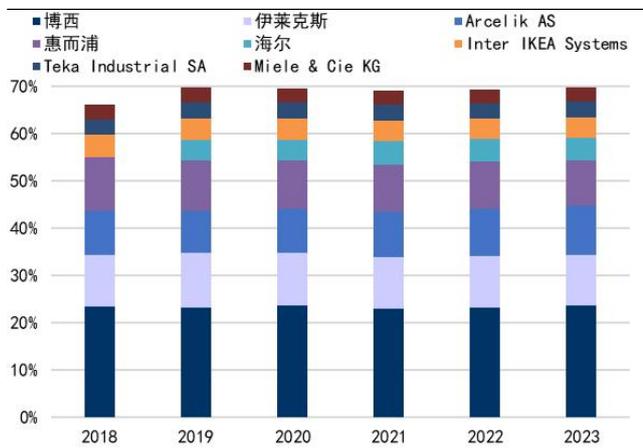
图58: 东欧大家电销量格局：头部两家份额提升明显



资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

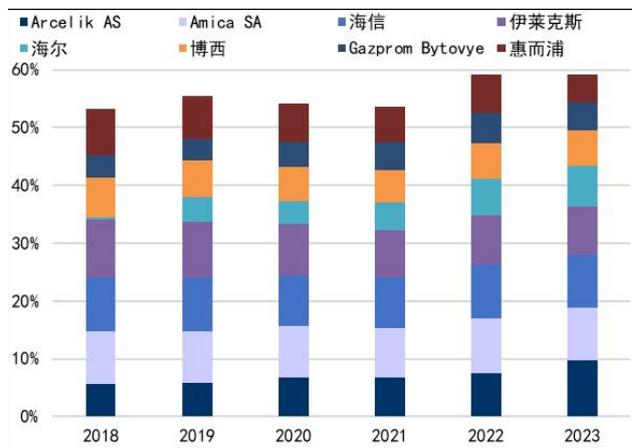
在大家电的主要品类上，东西欧市场的市场格局同样较为分散，国内企业均占有一定份额。欧睿数据显示，大厨电行业，2023年博西在西欧的销量市占率最高，达到23.7%，其他企业市占率低于11%；东欧大厨电行业则更分散，龙头Arçelik AS的销量市占率仅9.7%，海信、海尔市占率分别为9.1%/7.1%，位居前五。欧洲冰箱行业呈现出一超多强的格局，西欧市场博西销量市占率最高，达到19.7%，Arçelik AS以13.8%的份额位居第二，海尔市占率7.9%，位居第五；在东欧市场，Arçelik AS占据第一，销量份额达到23.6%，其次为海尔，市占率为13.2%。洗衣机行业格局与冰箱类似，2023年海尔在西欧/东欧销量份额达到13.9%/16.2%，分别位居行业第四/第二。在家用空调领域，国内品牌占据的份额则相对更高，在西欧市场，Arçelik AS销量份额最高为11.1%，海尔市占率达到8.2%，位居第二；在东欧市场，海尔以28.5%的销量份额位居第一，其次格力占据16.9%的份额，美的、海信销量市占率在4%左右。在欧美大家电市场，头部企业通常在大家电多个品类上占据靠前的份额，对企业的多品类布局能力具备较高要求。

图59: 西欧大厨电销量格局较为分散



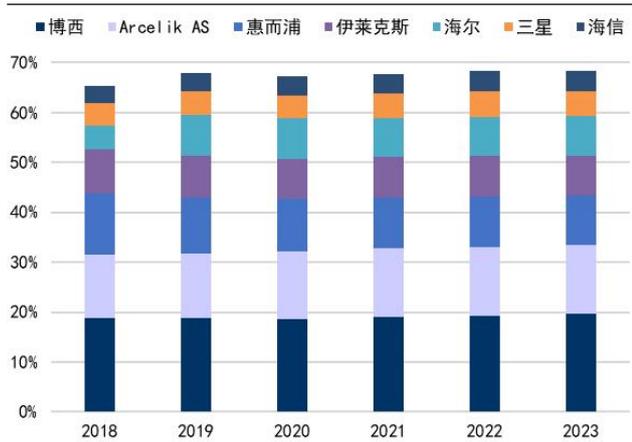
资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

图60: 东欧大厨电销量格局：头部品牌份额有所提升



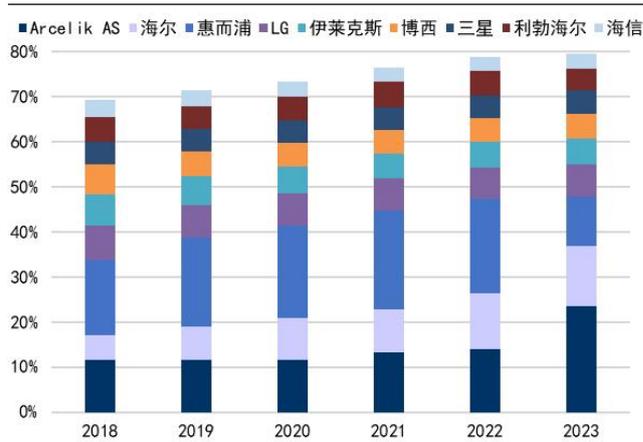
资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

图61: 西欧冰箱销量格局: 各企业份额较为稳定



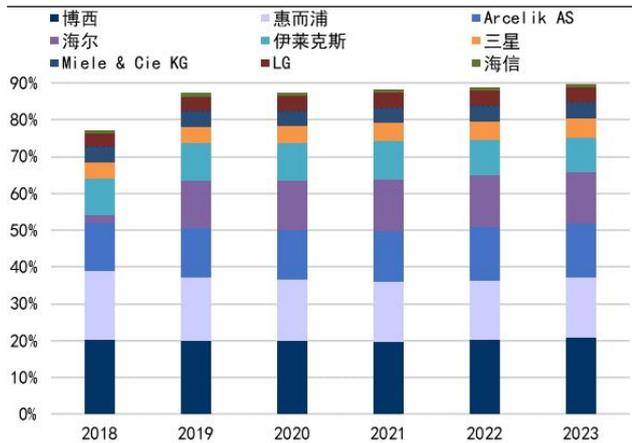
资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

图62: 东欧冰箱销量格局: 海尔位居第二



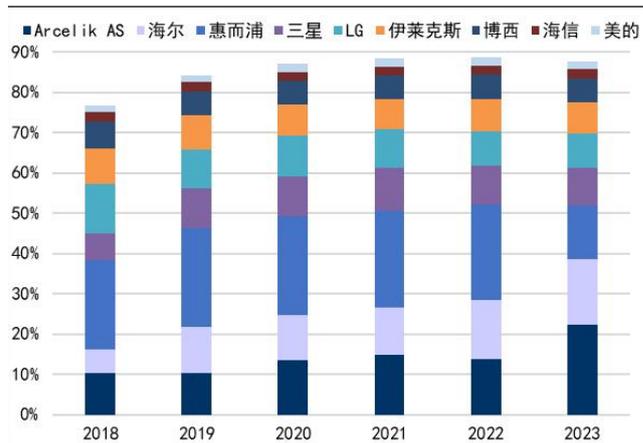
资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

图63: 西欧洗衣机销量格局: 各企业份额较为稳定



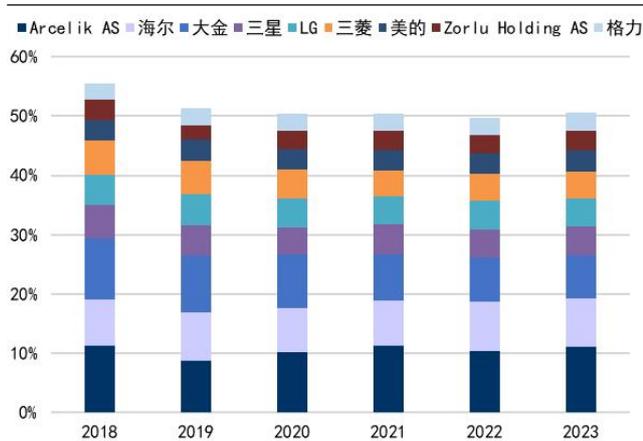
资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

图64: 东欧洗衣机销量格局: 海尔位居前二



资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

图65: 西欧家用空调销量格局: 海尔、美的、格力位居前十



资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

图66: 东欧家用空调销量格局: 海尔、格力位居前二

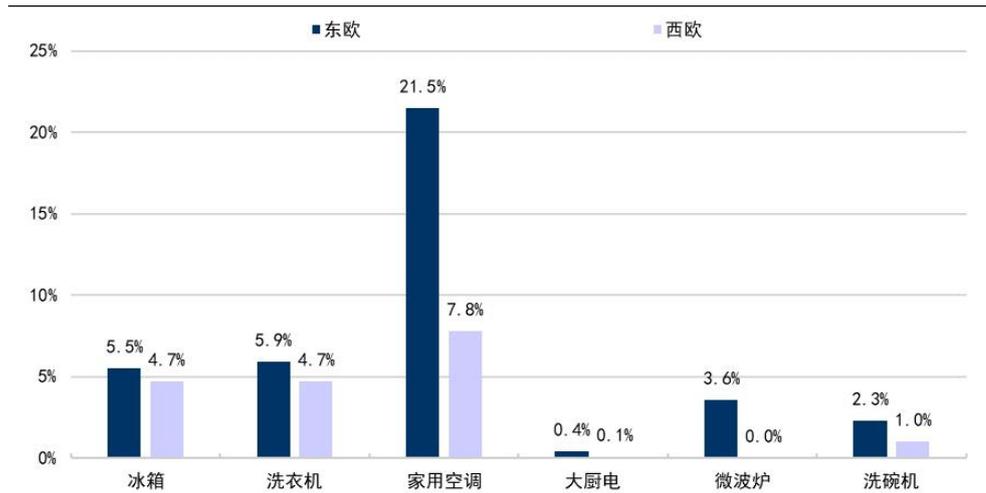


资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

## 海尔欧洲：收入实现快速增长，盈利提升空间较大

海尔在欧洲同样较早的开始了本土化的发展，在 2019 年收购 Gandy 前，公司在欧洲市场已具备一定规模。2018 年公司在欧洲实现收入 41.4 亿元，同比增长 25.0%，而同期欧洲家电市场及伊莱克斯欧洲区收入仅增长 4.7%。公司主营的白电品类在东西欧均取得一定的市场地位，2018 年公司冰箱在西欧/东欧的销量市占率为 4.7%/5.5%，洗衣机在西欧/东欧的市占率为 2.0%/5.9%，空调的销量市占率相对更高，西欧/东欧分别为 7.8%/21.5%。

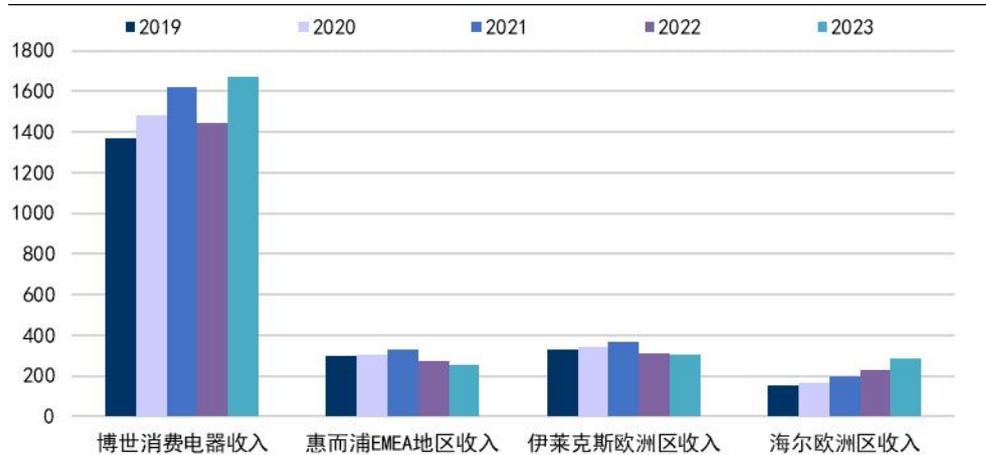
图67: 2018 年海尔的主营白电品类在欧洲已取得靠前的市场份额



资料来源：欧睿，国信证券经济研究所整理

收购 Gandy 后，公司欧洲区收入持续保持较快增长，至 2023 年复合增速达到 17%。2019 年 1 月收购 Gandy 后，公司在欧洲区的收入达到 151.9 亿元，2023 年收入年复合增长 17.1% 至 285.4 亿元，是同期公司海外增长最快的区域。对比其他公司来看，2019-2023 年博世消费电器（含家电及电工工具，主要收入来自于欧洲区域）收入复合增长 5.0%，惠而浦在 EMEA（欧洲及中东非）、伊莱克斯在欧洲的收入有所下降，海尔在欧洲区域的收入表现较为突出。

图68: 2019-2023 年在欧洲主要家电公司中，海尔在欧洲的收入增长较快（亿人民币元）

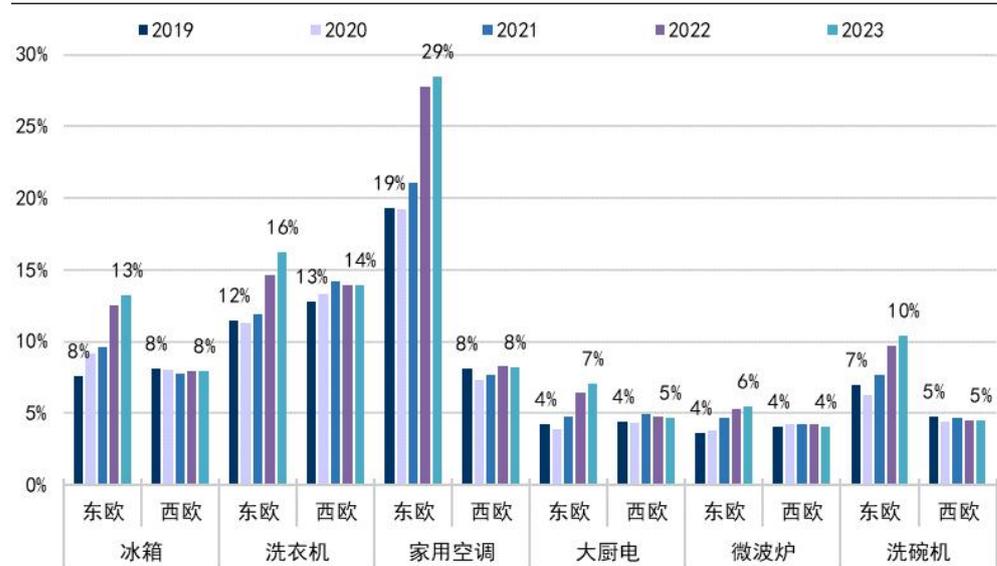


资料来源：公司公告，各公司官网，中国人民银行，国信证券经济研究所整理

注：博世消费电器收入含家电及电工工具，主要收入来自于欧洲区域；博世、惠而浦、伊莱克斯报表收入货币计价分别为欧元、美元和瑞典克朗，此处均按当中兑换人民币中间价的年均值换算为人民币口径

分品类及区域看，公司在东欧快速抢占市场，西欧增长相对较慢，且擅长的大白电市占率提升相对更好。2019年收购 Candy 后，公司在欧洲区域的市占率明显提升，但分区域看，公司在东欧市占率提升较大，西欧变化相对缓慢。2019-2023年在大家电领域（含空冰洗、大厨电、微波炉等）的销量市占率，海尔在东欧提升超过 4.6pct 至 12.2%，在东欧市场的主要大家电品类市占率均有所提升；在西欧的市占率仅提升 0.2pct 至 7.6%。分品类看，公司在传统优势的大白电品类上市占率提升较快，而厨电、微波炉等相对慢一些。2019-2023年公司在东欧市场上，冰箱/洗衣机/家用空调销量市占率分别提升 5.6/4.7/9.2pct，大厨电/微波炉/洗碗机销量市占率分别提升 2.9/1.9/3.4pct。

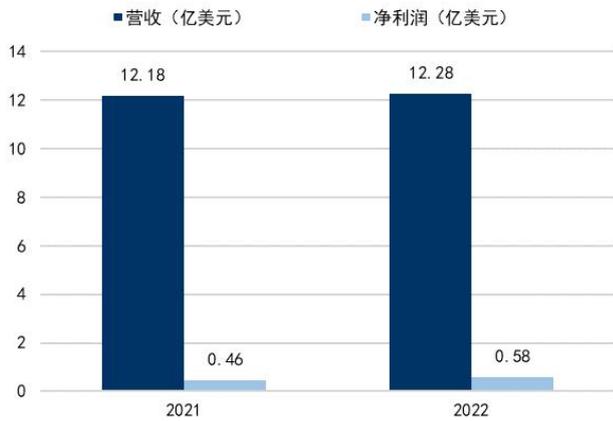
图69：2019-2023年公司在东欧的大白电上市占率提升最为显著



资料来源：欧睿，国信证券经济研究所整理

海尔持续强化在欧洲的业务布局，2024年10月成功收购开利全球商用制冷业务，有望在渠道、运营团队等方面形成良好协同。2023年12月海尔公告，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.（开利商用制冷）100%股权。开利商用制冷在欧洲发展多年，是欧洲头部的商用制冷公司，在欧洲拥有广泛布局的渠道及运维体系。收购开利商用制冷业务，海尔有望借助其在欧洲的渠道网络和维修售后团队，加速中央空调、热泵等业务在欧洲的发展；基于海尔全球化的供应链、研发、生产等方面的协同，开利商用制冷在欧洲等区域也能实现更好的增长。2024年10月，海尔成功收购开利商用制冷，双方将共同创建充分整合的全球大冷链。

图70: 开利商用制冷的营收及净利润



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图71: 开利商用制冷提供从设备到售后的整体解决方案



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

展望未来, 公司持续强化欧洲业务的竞争能力, 通过管理、全球化采购研发等, 加快欧洲业务的发展, 市占率仍有较大提升空间。在本土化发展及整合 Candy 的过程中, 公司欧洲业务展现出在“人单合一”管理机制上的组织活力, 随着公司全球化采购研发协同及数字化成效逐步显现, 公司有望进一步提升产品、渠道、营销等方面的竞争力, 带动市占率的稳步增长。

考虑到 2019 年收购 Candy 后, 公司冰箱、洗衣机、大厨电、微波炉在东欧及西欧的市占率较为接近, 而东欧通过这几年的增长, 市占率逐步超过西欧。我们假设随着公司逐步加大在西欧的投入及产品迭代升级, 西欧主要产品的市占率能逐步接近 2023 年东欧的水平; 东欧的市占率延续稳步提升的趋势, 在公司传统强势的白电领域, 东欧的市占率能达到或接近目前美国的水平, 厨电市占率则小幅提升。在此假设下, 我们预计公司在欧洲主要大家电品类的远期销量市占率能较 2023 年提升 4.7pct 至 13.6%。在假设海尔的产品均价与行业相同、及未来产品均价不出现变化的情况下, 预计公司欧洲地区的远期收入水平能达到 447 亿元, 较 2023 年存在 56.8% 的增长空间。(暂不考虑公司收购开利全球商用制冷业务的影响, 具体测算过程见下表)

表3: 海尔欧洲远期收入展望: 有望达到 447 亿元

		零售量 (万台)	零售额 (亿美元)	均价 (美元/台)	2023 年海尔市占率	市占率合计	海尔欧洲市占率展望	远期市占率合计	2023 年海尔欧洲区收入 (亿元)	海尔欧洲收入展望 (亿元)
冰箱	东欧	906	47	514	13.2%		24.0%			
	西欧	2395	160	667	7.9%		13.0%			
洗衣机	东欧	859	43	500	16.2%		25.0%			
	西欧	2514	144	572	13.9%		16.0%			
家用空调	东欧	347	21	594	28.5%		35.0%			
	西欧	564	46	810	8.2%	8.9%	28.0%	13.6%	285	447
大厨电	东欧	1068	32	299	7.1%		10.0%			
	西欧	2891	156	541	4.7%		7.0%			
微波炉	东欧	619	8	121	5.5%		8.0%			
	西欧	1211	24	198	4.1%		6.0%			
洗碗机	东欧	234	11	456	10.4%		14.0%			
	西欧	1217	81	666	4.5%		10.0%			

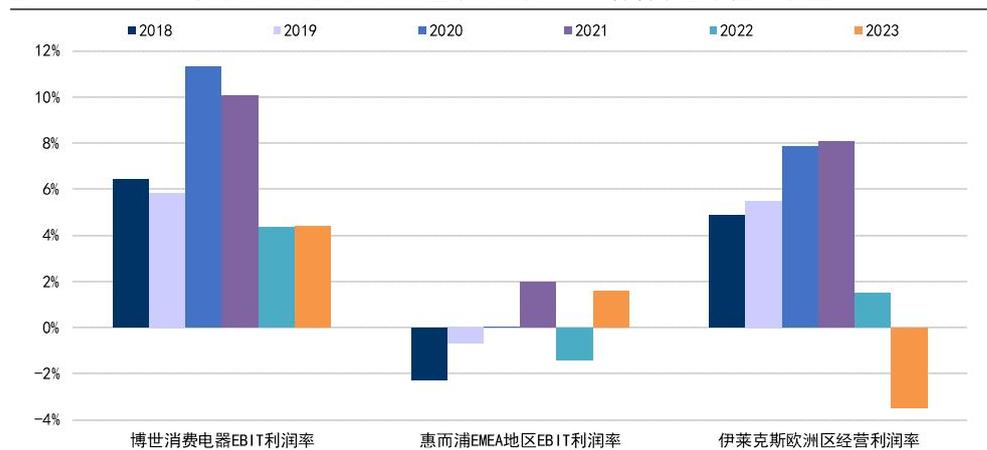
资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理和测算

注: 由于只有销量市占率数据, 假设海尔大厨电、洗衣机、冰箱、空调、洗碗机、微波炉的均价与行业均价相同, 即销量市占率等同销售额市占率, 以零售额的增长空间作为公司收入增长空间的对照; 此处未考虑后续价格的变动; 未考虑收购开利全球商用制冷业务的影响

海尔在欧洲的盈利能力同样具备较大的提升空间。在被收购前, Candy 在 2016 及

2017 年的净利率分别为 1.2% 和 0.2%；考虑到公司欧洲收入以 Candy 为主、且公司对欧洲区仍处于较大投入阶段，预计当前公司欧洲利润率依然处于较低的水平，在 0%~2% 之间。但对比其他欧洲家电企业而言，公司的净利率提升空间较大。2018-2019 年伊莱克斯、博世消费电器业务的 EBIT 利润率在 5%-6% 左右，2020-2021 年提升至 8%-11% 左右，2022-2023 年受到库存及需求降低影响，博世消费电器利润率降至 4.4%，伊莱克斯则在 2023 年降至亏损状态。惠而浦 EMEA 区域的 EBIT 利润率相对较低，在 -2%~2% 之间，2023 年通过业务调整利润率逆势提升至 1.6%。整体而言，**欧洲本土的家电企业在欧洲市场的盈利能力相对较强。**

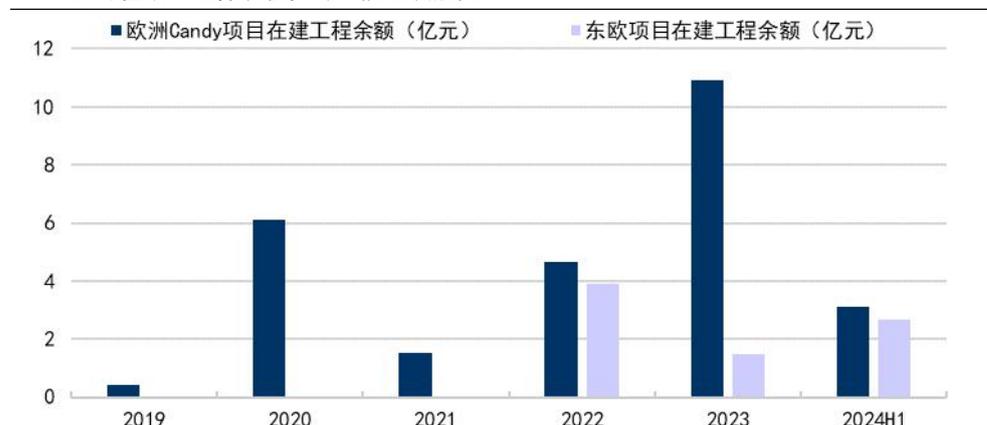
图72: 2018-2019 年博世、伊莱克斯欧洲区家电业务 EBIT 利润率基本在 5% 以上



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

**对比博世及伊莱克斯等，海尔欧洲业务盈利能力有望逐步提升。**一方面海尔在欧洲深入本土化运营，Candy 为本土化的经营团队+海尔的管理、采购、研发赋能。公司加大在欧洲的投资力度，2023 年欧洲 Candy 项目在建工程余额超过 10 亿元，在土耳其、罗马尼亚等布局工厂，在东欧也有新的产能建设。随着本土化生产及工厂转固后生产效率、产能利用率等持续优化，公司在欧洲的盈利能力有望持续提升。另一方面，借助海尔在中国及美国等多地的研发和产品开发平台，Candy 及海尔品牌有望加快产品升级迭代步伐，不断提升价格指数，通过产品结构带动盈利改善。通过本土化的运营及产品结构升级，我们认为**海尔欧洲区域长期盈利能力有潜力对标博世及伊莱克斯在 2018-2019 年正常情况下盈利能力，即 5-6% 水平。**

图73: 公司在欧洲进行了较多的产能建设投资



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

## 澳新：家电市场多强并存，海尔份额稳步提升

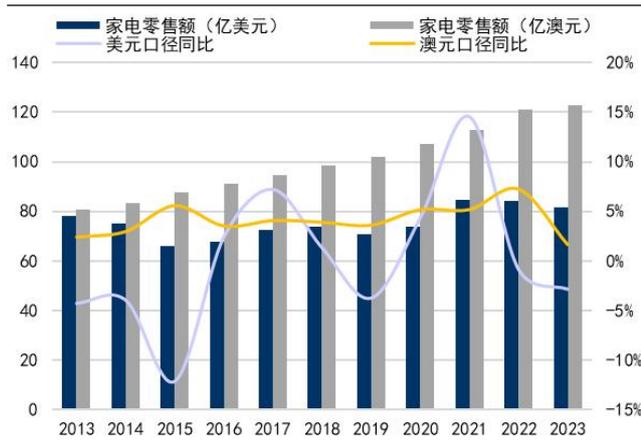
澳新家电市场规模较小，2023 年贡献海尔海外收入的 4.5%。公司通过海尔品牌的本土化深耕和对 Fisher&Paykel 的收购整合，已成为澳新大家电行业第一，市占率稳步提升。未来通过双品牌策略及产品持续升级迭代，公司在澳新市场仍有较大增长潜力，盈利有望迎来稳步提升。

### 澳新家电市场规模增长稳健，各品类量价近 10 年复合小幅提升

以澳元口径计算，澳新家电市场量价保持稳健增长，近 10 年零售额复合增长 4%。欧睿数据显示，2023 年澳新家电市场零售规模达到 81.7 亿美元，与欧美超千亿美元的家电市场规模相比，澳新家电市场体量较小；2013-2023 年复合增长 0.4%，以澳元（以当年美联储公布的澳元兑美元年平均均值换算）口径计算，年复合增长 4.3%。澳新家电销量增长相对平缓，2013-2023 年零售量复合增长 1.6%至 4479 万台。澳新家电均价与北美较为接近，2023 年均价达到 182 美元/台，2013-2023 年复合增速为-1.2%，以澳元口径计算，复合增速为 2.6%。从价格变动趋势来看，2013-2019 年澳新家电均价上涨相对平缓，澳元口径复合增长 1.2%，2021-2023 年均价上涨幅度相对较大。（考虑到澳元口径增长相对平稳，下文以澳元口径计价。）

澳新家电品类分布与北美较为接近，冰箱是占比最高的大单品，但空调的占比相对较高。2023 年澳新冰箱零售额占总零售额的 21.4%，大厨电和洗衣机占比 16.0%和 12.1%。澳新小家电和空调的占比高于美欧，分别为 40.7%和 9.9%。澳新地区的家用空调与北美存在较大差异，北美零售渠道的空调多为窗机等，2023 年家用空调的零售均价仅为 348 美元/台，而澳新零售渠道的家用空调以分体式为主，2023 年零售均价达到 721 美元/台。

图74：2013-2023 年澳新家电零售额复合增长 4.3%(澳元口径)



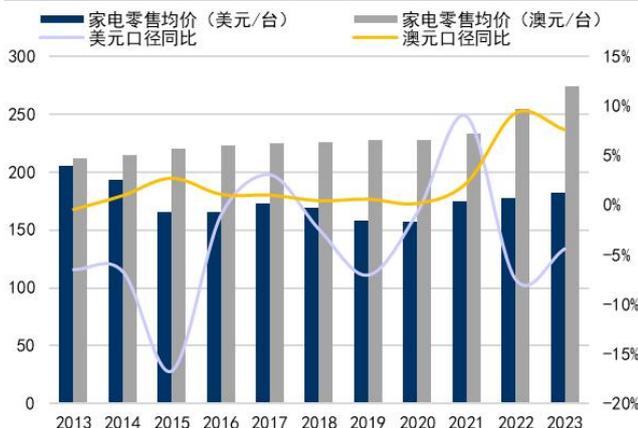
资料来源：欧睿，国信证券经济研究所整理

图75：2013-2023 年澳新家电零售量复合增长 1.6%



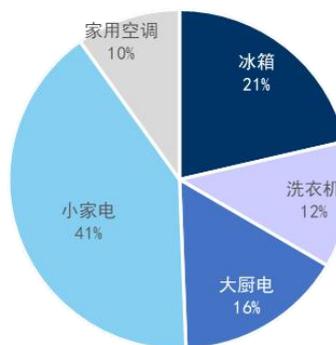
资料来源：欧睿，国信证券经济研究所整理

图76: 2013-2023 年澳新家电零售价复合增长 2.6%(澳元口径)



资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

图77: 2023 年澳新家电零售额中家用空调的占比高于美欧



资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

注: 品类划分按照国内家电划分标准进行调整, 大厨电包含洗碗机、烟灶等, 小家电包含微波炉、空气处理产品(空气净化器、电风扇、加湿器、除湿器等)、清洁电器、个护电器、厨房小家电等, 下同

**澳新主要家电品类近 10 年的零售额复合增速在 3%-5% 之间, 其中洗衣机增长较快。**欧睿数据显示, 2013-2023 年澳新家电市场中, 洗衣机/小家电的零售额复合增速分别为 5.2%/4.3% (澳元口径), 增长好于行业整体; 家用空调、冰箱、大厨电的零售额复合增速基本在 4% 左右, 整体增长稳健。量价方面, 澳新主要家电品类的零售量复合增速在 2% 左右, 冰箱/家用空调近 10 年销量复合增长 2.6%/2.5%, 增速相对快一些。价格端, 小家电及洗衣机产品结构升级相对显著, 近 10 年价格复合增长 3.0%, 其他品类均价复合增速均在 1.0%-1.4%。量价对各品类规模的增长均有小幅贡献。

图78: 2013-2023 年澳新冰箱零售额复合增长 4.1%



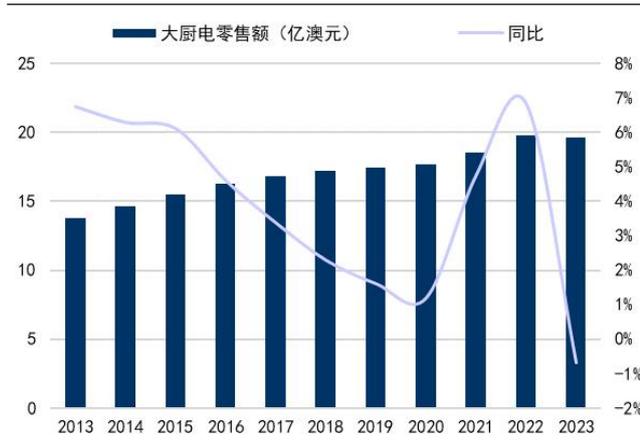
资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

图79: 2013-2023 年澳新洗衣机零售额复合增长 5.2%



资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

图80: 2013-2023 年澳新大厨电零售额复合增长 3.6%



资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

图81: 2013-2023 年澳新小家电零售额复合增长 4.6%



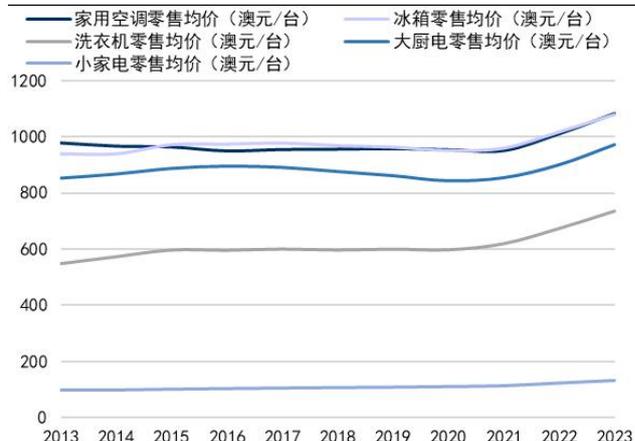
资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

图82: 2013-2023 年澳新家用空调零售额复合增长 3.6%



资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

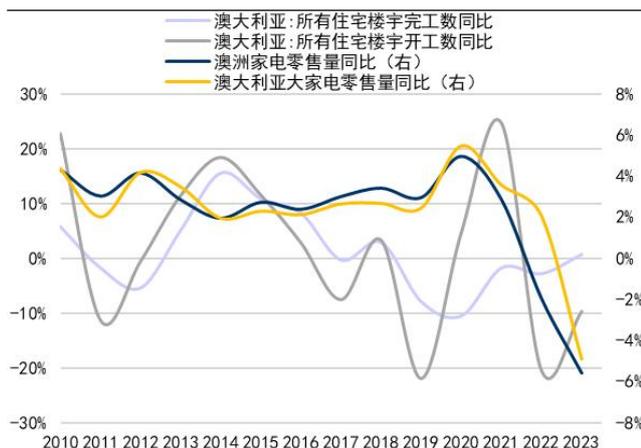
图83: 澳新各类家电均价上涨平稳



资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

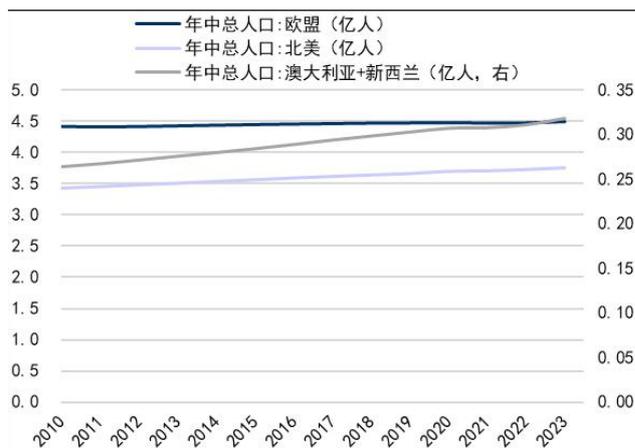
**澳新家电需求与住宅新开工有所关联，人口增速较快下，澳新家电销量的增速也相对较快。**对比澳新家电零售量与澳大利亚所有住宅开工数及完工数，2010-2023年期间，澳新家电零售量同比增速与澳大利亚所有住宅开工数同比之间存在一定关联，相关系数达到 0.41；而跟住宅完工数关联度不大，预计与当地住房家电配备相对前置有关。澳新家电近 10 年零售量的复合增速（1.6%）高于北美（1.5%）和欧洲（1.0%），预计与澳新人口增速高于美欧相关。2013-2023 年，澳大利亚和新西兰的人口复合增长达到 1.5%，北美为 0.7%，欧洲为 0.2%。较高的人口增速为澳新家电销量的增长提供了更好的基础。

图84: 2010-2023 年澳新家电零售量与住宅开工数量存在关联



资料来源: 欧睿, 澳大利亚统计局, 国信证券经济研究所整理

图85: 澳新更快的人口增速也带来了家电销量更快的增长



资料来源: 世界银行, 国信证券经济研究所整理

### 澳新大家电市场格局分散, 海尔份额稳步提升至首位

澳新大家电市场多强争霸, 行业前三的销量份额在 10%-15% 之间。选取欧睿口径的大家电 (含洗碗机、洗衣机、大厨电、微波炉、冰箱) 和家用空调作为大家电行业。欧睿数据显示, 2023 年澳新大家电市场, 海尔 (含 Fisher&Paykel 及海尔品牌) 位居行业销量第一, 市占率达到 15.0%, 近 10 年份额提升 4.7pct。伊莱克斯销量市占率达到 13.9%, 位居次席, 近几年份额有所降低。LG 近 10 年销量市占率提升 2.8pct 至 10.6%, 位居第三。行业头部 3 家的市占率仅 39.5%, 格局较为分散。但澳新大家电市场集中度存在提升的趋势, CR5 从 2014 年的 49.2% 提升至 2023 年的 52.4%, 头部企业如海尔、LG 的市占率提升幅度最大。

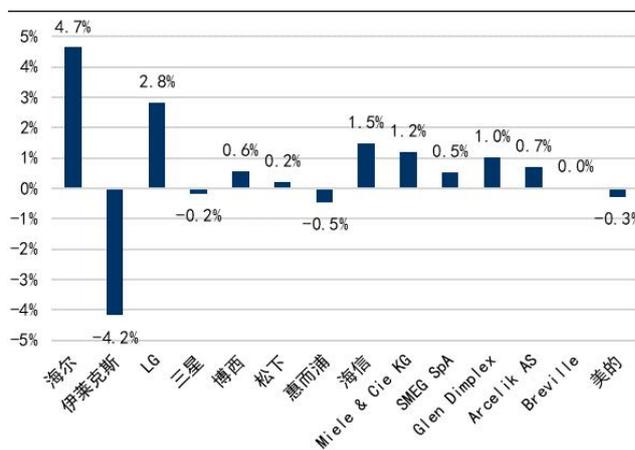
图86: 澳新大家电格局较为分散



资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

注: 此处的大家电包含欧睿口径的大家电 (含洗碗机、洗衣机、大厨电、微波炉、冰箱) 和家用空调, 下同

图87: 澳新大家电市场龙头海尔市占率提升幅度最大



资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

分品类看, 澳新地区大家电品类普遍呈现出超多强的格局, 海尔在冰洗上的市占率较高。欧睿数据显示, 在澳新市场冰箱领域, 伊莱克斯市占率位列第一, 2023 年销量份额达到 23.0%, 其次海尔市占率为 18.2%, 三星及 LG 销量市占率在 14%-15%; 在洗衣机方面, 海尔独占鳌头, 销量市占率达到 28.4%, 其次为 LG, 市占率为 16.1%; 在大厨电领域, 伊莱克斯份额居首, 2023 年销量市占率为 26.8%,

其次海尔市占率为 11.0%；空调竞争格局相对分散，龙头大金的市占率为 13.5%，海尔以 4.4%的销量份额位居第六；洗碗机方面，博西销量份额为 21.9%，位居首位，海尔以 15.9%的市占率位居次席。整体而言，澳新市场各大家电品类格局均相对分散，龙头市占率在 20%-30%之间，其余品牌市占率不足 20%。

图88: 澳新冰箱销量格局: 多强争霸



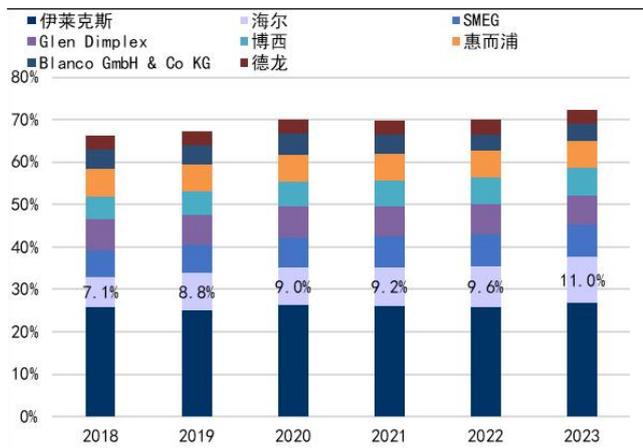
资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

图89: 澳新洗衣机销量格局: 海尔市占率领先



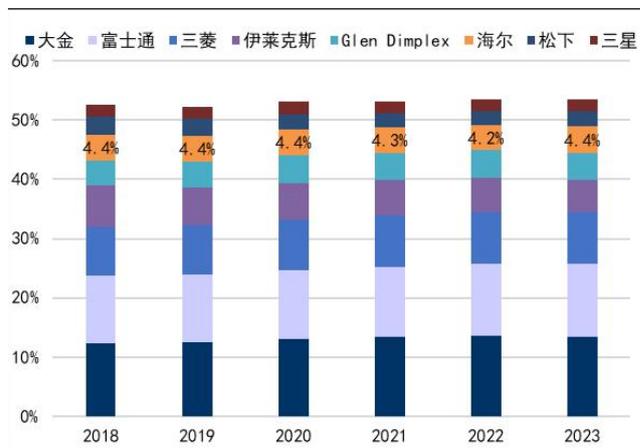
资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

图90: 澳新大厨电销量格局: 海尔市占率陆续提升



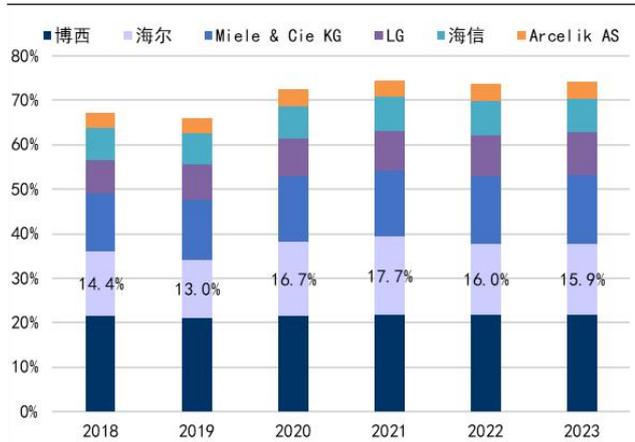
资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

图91: 澳新空调销量格局: 海尔市占率相对较低



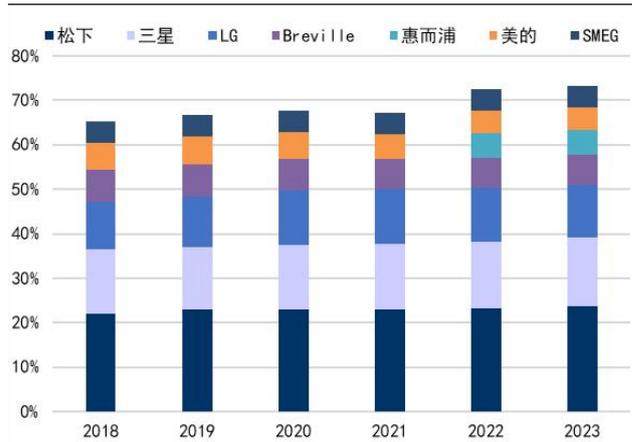
资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

图92: 澳新洗碗机销量格局: 海尔位居第二



资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

图93: 澳新微波炉销量市占率呈现出一超多强格局

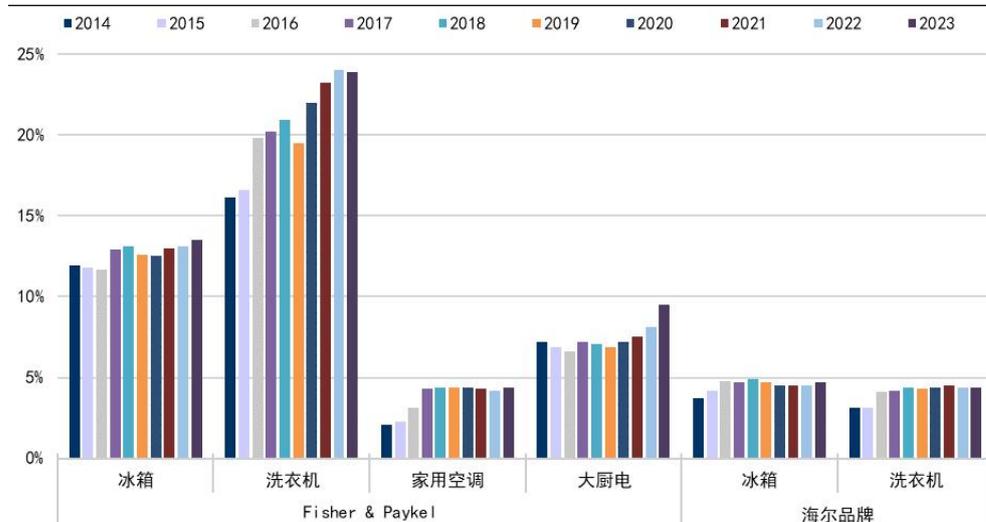


资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

### 海尔澳新: 收购 Fisher&Paykel 后, 各品类市占率协力向前

海尔集团 2012 年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。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。技术方面, Fisher&Paykel 的电机技术在卡萨帝洗衣机上得到广泛应用, 国内研发团队与 FPA、CANDY 研发团队协同研究出洗碗机的 H20 喷淋技术等, 在产品性能上实现领先。渠道方面, 海尔利用自身全球化布局将 Fisher&Paykel 引入北美、欧洲等市场, 也借助其在澳新的渠道强化海尔的渠道布局。经过 10 多年的整合, 海尔品牌与 Fisher&Paykel 品牌在澳新市场上的市占率稳步提升。欧睿数据显示, 2014-2023 年 Fisher&Paykel 品牌在澳新市场的冰箱/洗衣机/家用空调/大厨电销量市占率分别提升 1.6/7.8/2.3/2.3pct, 海尔品牌在澳新市场的冰箱/洗衣机销量市占率分别提升 1.0/1.3pct。双方协同整合助力两个品牌的市占率提升。

图94: 2014-2023 年 Fisher&Paykel 及海尔品牌在主要大家电品类上市占率均有提升



资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

对比其他区域来看，海尔在澳新大家电市场的市占率有望延续提升趋势。在公司具备传统优势的白电品类上，公司仅在澳新的洗衣机品类上拥有较高份额，在冰箱、家用空调的销量市占率均低于公司在中国和北美的市占率；在大厨电和洗碗机上，公司销量市占率在 11%-16%，低于公司在北美的份额。因而我们将公司在澳新市场白电的市占率对标国内白电的销量份额，大厨电及洗碗机份额假设延续提升趋势，预计公司澳新地区的远期收入水平能达到 81 亿元，较 2023 年存在 31.2% 的增长空间。（具体测算过程见下表）

表4: 预计海尔在澳新地区的远期收入有望超过 80 亿元

	2023 年行业销量规模 (万台)	2023 年行业零售额 (亿美元)	2023 年海尔市占率	合计市占率	市占率对标或假设	预计未来能达到的市占率	未来市占率合计	2023 年澳新收入 (亿元)	预计澳新收入展望 (亿元)
大厨电	123.04	9.07	11.0%		延续提升趋势，但基本稳定	15.0%			
洗衣机	202.16	9.86	28.4%		对标国内 2023 年 39.8% 的销量市占率	30.0%			
冰箱	243.14	17.46	18.2%	17.5%	对标国内 2023 年 35.5% 的销量市占率	25.0%	22.3%	61	81
家用空调	112.12	8.08	4.4%		对标国内 2023 年 11.5% 的销量市占率	12.0%			
洗碗机	78.98	3.97	15.9%		延续提升趋势，但基本稳定	20.0%			

资料来源：欧睿，国信证券经济研究所整理和测算

注：由于只有销量市占率数据，假设海尔大厨电、洗衣机、冰箱、空调、洗碗机的均价与行业均价相同，即销量市占率等同销售额市占率，以零售额的增长空间作为公司收入增长空间的对照；此处未考虑后续价格的变动

对比同为澳新地区大家电龙头的伊莱克斯，海尔在澳新地区的经营利润率有望达到 6%-8%。伊莱克斯与海尔同为澳新地区大家电龙头，根据伊莱克斯年报显示，2016-2023 年伊莱克斯在亚太（澳新占比较高）及中东非地区的扣非后经营利润率在 5%-10% 之间，平均为 6.9%。而根据海尔智家公告，2017 年 Fisher&Paykel 的净利率为 4.5%，与伊莱克斯尚存在一定差距。考虑到后续海尔及 Fisher&Paykel 品牌在澳新规模持续增长，且 Fisher&Paykel 作为高端品牌，毛利空间较大，在海尔的数字化平台赋能后，效率有望得到提升，进而带动盈利能力上升。所以对伊莱克斯，我们认为海尔在澳新地区的稳态净利率有望达到 6%-8% 的水平。

图95: 2016-2023 年伊莱克斯在亚太及中东非的扣非经营利润率在 5%-10% 之间



资料来源：伊莱克斯官网，国信证券经济研究所整理

## 日本：家电行业量减价增，海尔冰洗份额较高

### 日本近 10 年家电市场量减价增，分体式空调占比高

日本家电市场规模保持小幅增长，近 10 年量减价增。欧睿数据显示，2023 年日本家电市场零售规模达到 3.7 万亿日元，2013-2023 年复合增长 2.4%；以 2023 年美元（人民币）兑日元年平均汇率计算，折合 260 亿美元，约合 1844 亿人民币；以美元口径计算，2013-2023 年日本家电市场零售额复合增速为-1.3%。近 10 年日本家电市场销量有所下降，2013-2023 年复合增速为-1.3%；日元口径下，均价年复合上涨 3.7%，美元口径下均价基本持平。日本近 10 年来人口出现复合-0.2% 的小幅下降，家电销量同样有所下滑，但在均价的持续上涨下，日本家电规模保持小幅增长。

分品类看，日本与我国家电品类结构较为相似，家用空调是规模最大的单品，2023 年零售额占比达到 31.4%；冰箱和洗衣机零售额占比 13.8%和 11.8%，大厨电及小家电占比分别为 10.2%和 32.7%。日本住宅通常较为紧凑，层高较低，分体式空调安装方便，且价格相对较低，技术成熟、具备良好的节能性，因而在日本得到广泛应用，零售额占比较高。

图96: 2013-2023 年日本家电零售额稳步增长



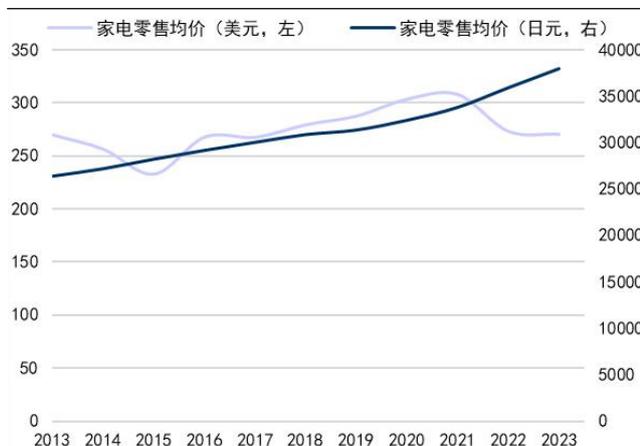
资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

图97: 2013-2023 年日本家电零售量有所下降



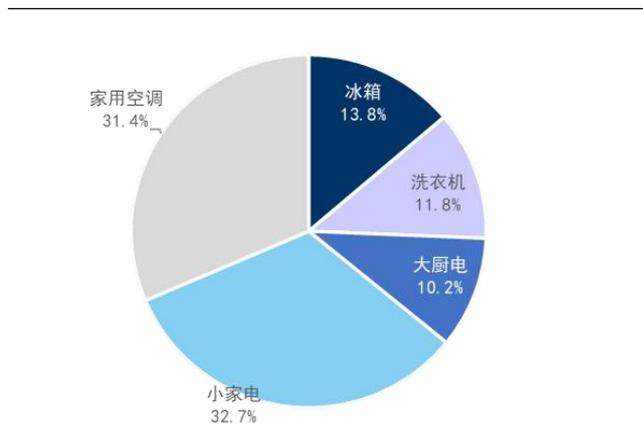
资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

图98: 2013-2023 年日本家电均价在日元口径下有所上涨



资料来源: 欧睿, 国际货币基金组织, 国信证券经济研究所整理

图99: 2023 年日本家电零售额中家用分体式空调单品占比高



资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

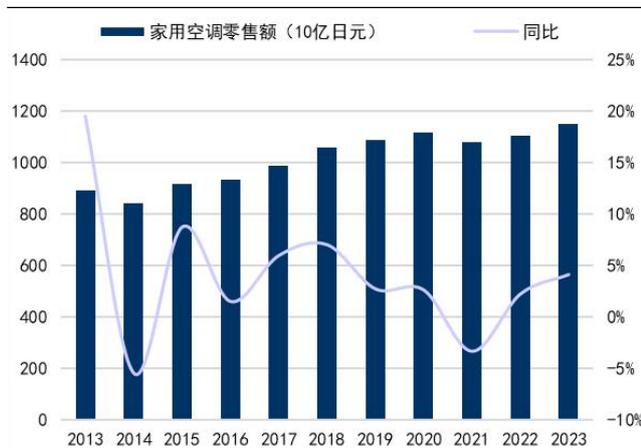
注: 品类划分按照国内家电划分标准进行调整, 大厨电包含洗碗机、

注：汇率换算按照美元兑日元年平均汇率

烟灶等，小家电包含微波炉、空气处理产品（空气净化器、电风扇、加湿器、除湿器等）、清洁电器、个护电器、厨房小家电等，下同

日本主要家电品类销量均呈现出量减价增的趋势，其中洗衣机增长相对较快。欧睿数据显示，2013-2023 年日本家电市场中，家用空调/冰箱/洗衣机/大厨电/小家电零售额（日元口径）的复合增速分别为 2.6%/2.2%/3.5%/0.2%/2.7%。洗衣机由于洗干一体的升级趋势，价格上涨相对显著，零售额增长较快。2013-2023 年日本洗衣机零售均价（日元口径）复合增长 5.2%，均价涨幅领先其他品类；家用空调/冰箱/大厨电/小家电过去 10 年均价年复合上涨 3.6%/3.1%/1.7%/4.1%。日本各家电品类销量均有所下降，2013-2023 年家用空调/冰箱/洗衣机/大厨电/小家电销量年复合增速分别为-1.0%/-0.9%/-1.6%/-1.5%/-1.3%。

图100: 2013-2023 年日本家用空调零售额复合增长 2.6%



资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

图101: 2013-2023 年日本冰箱零售额复合增长 2.2%



资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

图102: 2013-2023 年日本洗衣机零售额复合增长 3.5%



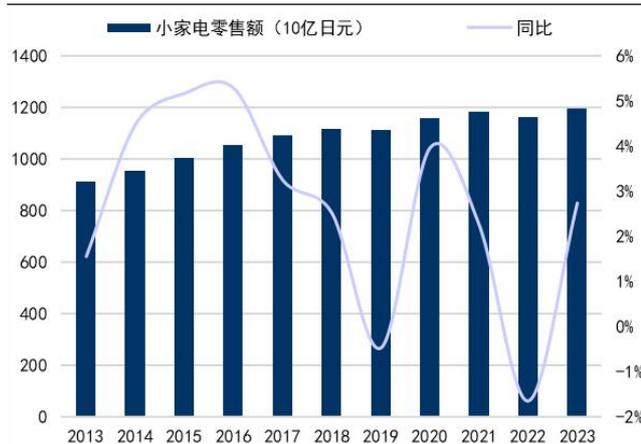
资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

图103: 2013-2023 年日本大厨电零售额规模有所波动



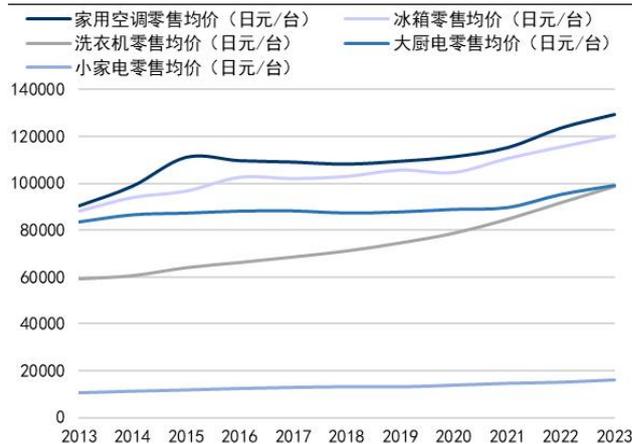
资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

图104: 2013-2023年日本小家电零售额复合增长2.7%



资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

图105: 日本各类家电均价持续上涨, 洗衣机涨幅最明显



资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

## 日本大家电市场一超多强, 格局相对分散

日本大家电市场格局较为分散, 中国企业市占率小幅提升。选取欧睿口径的大家电(含洗碗机、洗衣机、大厨电、微波炉、冰箱)和家用空调整体作为大家电行业。欧睿数据显示, 2023年日本大家电市场中, 松下以19.5%的销量市占率遥遥领先; 美的旗下东芝品牌以9.2%的销量市占率位居次席, 日立、海尔、大金、鸿海精密(夏普)销量市占率均在8%左右, 第二阵营品牌较多, 行业格局较为分散。从变动趋势来看, 除品牌收并购对市占率有较大影响之外, 各企业市占率相对稳定。2016-2023年大金/海尔/海信/美的等销量市占率有所提升, 分别提高1.1/1.0/0.6/0.3pct, 松下及日立销量市占率下降1-2pct, 整体变化幅度较小。

图106: 日本大家电+空调行业格局: 一超多强, 各企业份额相对稳定



资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理 注: 此处大家电包含欧睿口径的大家电(含洗碗机、洗衣机、大厨电、微波炉、冰箱)和家用空调

分品类看, 日本主要大家电品类均呈现多强争霸格局。根据欧睿数据, 在日本家空行业, 大金份额稳步提升, 2023年以21.0%的销量市占率稳居首位; 松下市占率17.7%, 位居第二; 江森自控(日立)以12.3%的市占率位居第三, 近10年CR3维持在50%出头的水平。在冰箱行业, 海尔市占率稳步提升, 2023年以24.7%的

销量市占率位居首位，其次为松下，市占率 15.5%，近 10 年 CR3 在 53%-60% 之间波动。在洗衣机行业，2023 年日立以 23.6% 销量市占率位居首位，其次松下销量市占率达到 23.2%；海尔市占率 17.6%，位居第三；美的以 14.6% 的市占率位居第四，洗衣机行业集中度相对较高。大厨电行业集中度也相对较高，2023 年富士及 Rinnai（林内）以 28.0% 和 27.8% 的销量市占率位居前二，近 10 年 CR3 在 70% 左右，头部份额相对集中。

图107: 日本家用空调销量格局：多强争霸



资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

图108: 日本冰箱销量格局：海尔及旗下三洋市占率领先



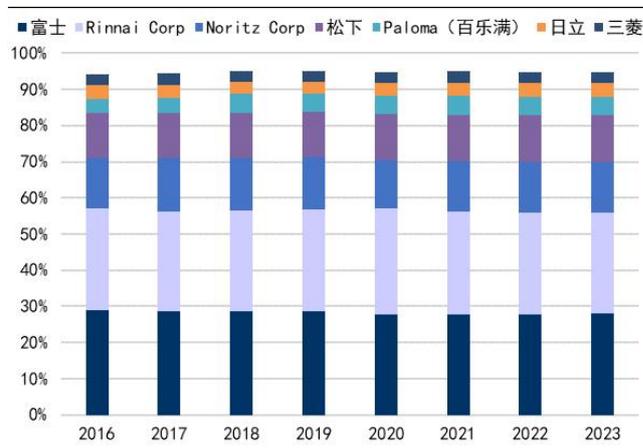
资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

图109: 日本洗衣机销量格局：头部 4 家份额较为集中



资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

图110: 日本大厨电销量格局：头部 2 家企业份额较高



资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

### 海尔日本：与 AQUA 协同发力，份额稳步提升

海尔在日本持续推出适合当地的本土化产品，与 AQUA 一起实现份额提升。海尔于 2002 年进入日本市场，与三洋合作，成立三洋海尔合资公司。2011 年海尔集团收购日本三洋电机在日本、东南亚等地的白电业务，包括 AQUA 品牌。此后，海尔品牌定位大众市场，AQUA 定位中高端市场，在海尔全球技术研发、采购生产的加持下，海尔+AQUA 品牌快速推出切合当地需求的高品质产品，在日本白电市场持续抢占份额。2023 年公司针对日本市场对大容量冰洗产品的需求，成功推出行业领先的 TX 超薄大冰箱和大容积热泵滚筒等差异化新品，推动冰洗品类零售量份

额提升。海尔已成为日本冰箱行业龙头，2023年销量市占率达到24.7%，其中海尔品牌市占率13.4%，AQUA品牌市占率11.3%，2014-2023年海尔/AQUA品牌冰箱销量市占率分别提升1.9/7.3pct；在洗衣机行业，2023年海尔品牌和AQUA品牌销量市占率分别为11.0%和6.6%，助力海尔成为日本洗衣机行业第三。在市占率提升的带动下，虽然日本家电行业整体增长较缓，但海尔在日本的收入稳步增长，2023年收入达到36.6亿，2017-2023年复合增长5.2%。

图111: 海尔+AQUA 在日本冰箱行业销量市占率稳步提升



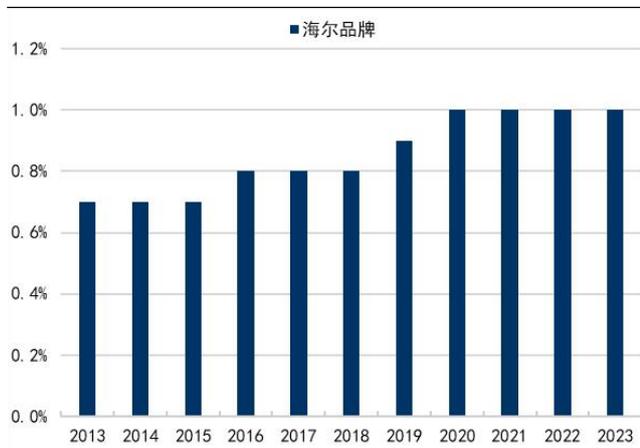
资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

图112: 海尔+AQUA 在日本洗衣机行业销量市占率较为稳固



资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

图113: 海尔在日本家用空调行业销量市占率较低



资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

图114: 海尔在日本收入稳步增长



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**展望未来, 海尔在日本依然有较大增长空间。**在已具备领先优势的冰洗品类上, 海尔2023年冰洗销量份额为24.7%和17.6%, 与公司在国内35%以上的销量市占率相比, 仍有一定差距。随着公司持续深耕本土化创新, 借助全球技术研发平台, 不断推出适合当地的新品及销售模式, 有望进一步提升市占率。在家用空调等品类, 海尔依然有突破的空间。其2023年在日本家用空调的销量市占率仅1.0%, 与公司在国内超10%的空调份额存在明显差距。未来随着公司在产品、渠道等方面的进一步补足, 家用空调等薄弱品类有望贡献新的增长动力。

我们假设公司沿着上述路径逐步提升在日本白电行业的市占率, 对标公司在国内的白电市占率, 假设公司未来在空冰洗领域的市占率有望达到5%/30%/25%, 则公

司在日本白电领域的市占率合计提升 5.2pct。在假设海尔的产品均价与行业相同、及未来产品均价不出现变化的情况下，**预计公司日本地区的远期收入水平能达到 55 亿元，较 2023 年存在 49% 的增长空间。**（具体测算过程见下表）

表5: 假设海尔在日本的白电市占率能跟国内对标，预计公司在日本收入存在约 50% 的增长空间

	2023 年行业销量规模 (万台)	2023 年行业零售额 (10 亿日元)	2023 年海尔市占率	合计销量市占率	市占率对标或假设	预计未来能达到的市占率	未来市占率合计	2023 年日本收入 (亿元)	日本收入展望 (亿元)
冰箱	420.5	504.4	24.7%		对标国内 2023 年的销量市占率	35.5%	30.0%		
洗衣机	439.4	433.1	17.6%	10.9%	对标国内 2023 年的销量市占率	39.8%	25.0%	16.0%	36.6
家用空调	889.8	1148.9	1.0%		对标国内 2023 年的销量市占率	11.5%	5.0%		54.7

资料来源：欧睿，国信证券经济研究所整理和测算

注：由于只有销量市占率数据，假设海尔空冰洗的均价与行业均价相同，即销量市占率等同销售额市占率，以零售额的增长空间作为公司收入增长空间的对照；此处未考虑后续价格及销量的变动

## 东南亚及南亚：家电行业尚处成长期，海尔已跻身头部阵营

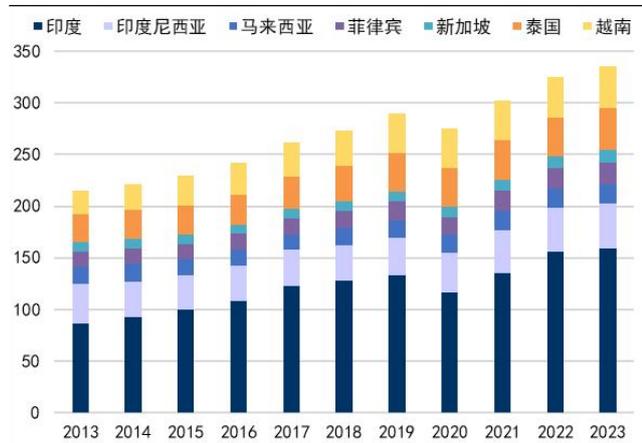
东南亚及南亚国家经济发展水平普遍不高，家电渗透率存在较大增长空间，近 10 年家电销量增速同样高于欧美澳新等地区不到 2% 的复合增速，增长动能相对较强。海尔在东南亚及南亚地区已建立起一定的市场地位，随着东南亚及南亚家电行业规模的持续成长和公司在当地市场份额的稳步提升，东南亚及南亚市场有望为公司业绩增长提供较为长期的增长动力。

### 新兴家电市场销量增长较快，保有率存在较大提升空间

东南亚及南亚国家近 10 年家电销量复合增速普遍超过 3%，需求表现好于发达国家。我们以欧睿上有统计的印度、印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、新加坡、泰国、越南作为东南亚及南亚的代表，来分析当地家电行业的发展情况。欧睿数据显示，以当年美元兑本币年平均汇率计算，2023 年上述 7 国家电零售额合计 335 亿美元，2013-2023 年复合增长 4.5%。但考虑到过去 10 年上述国家的货币兑美元均有所贬值，以本币口径计算的增速相对更高，本币口径下，上述 7 国过去 10 年家电零售额复合增速的平均值为 6.2%。东南亚及南亚地区家电规模的增长主要由销量带动，2013-2023 年上述 7 国家电合计销量复合增速达到 4.1%，各国的销量复合增速也均在 3% 以上，增长动力好于美欧等发达国家。

东南亚及南亚国家的家电品类结构与欧美澳新存在明显差异，白电是其主要品类，占比超过 60%。2023 年上述 7 国的家电品类中，家用空调和冰箱的零售额（美元口径）占比均在 25% 左右，洗衣机零售额占比 15%；大厨电占比显著低于发达国家，仅为 4.6%；小家电零售额占比 30%。受到气候及住房结构的影响，东南亚及南亚地区家用空调的零售额占比较高；厨电品类受饮食习惯影响，零售规模相对较小。

图115: 2013-2023 年南亚及东南亚 7 国家电零售额复合增长 4.5% (亿美元)



资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

图116: 2013-2023 年南亚及东南亚 7 国家电零售量复合增长 4.1%



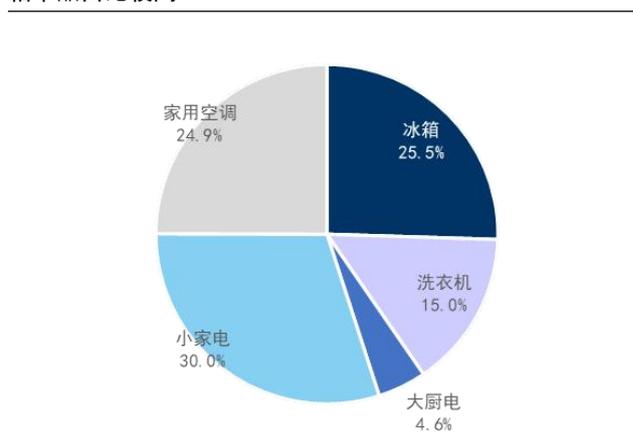
资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

图117: 南亚及东南亚 7 国家电销量及销额复合增速较快



资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

图118: 2023 年南亚及东南亚 7 国家电零售额中家用空调及冰箱单品占比较高

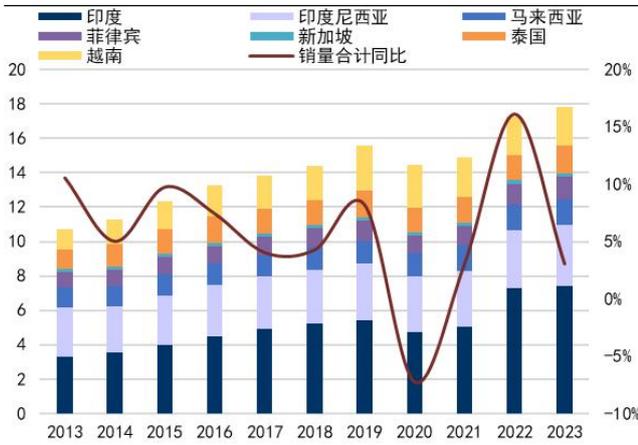


资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

注: 品类划分按照国内家电划分标准进行调整, 大厨电包含洗碗机、烟灶等, 小家电包含微波炉、空气处理产品(空气净化器、电风扇、加湿器、除湿器等)、清洁电器、个护电器、厨房小家电等, 下同

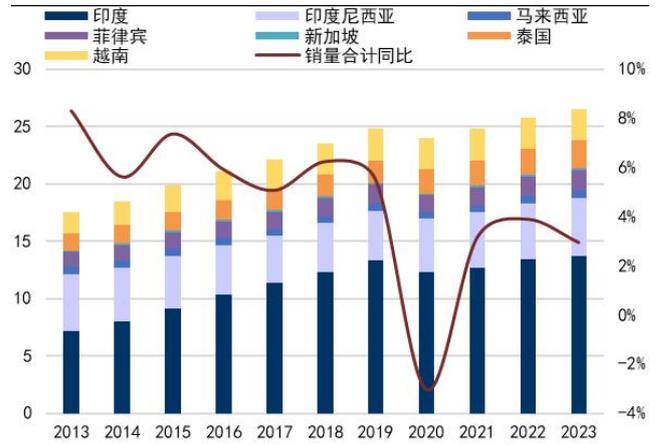
**东南亚及南亚家用空调销量复合增速相对较高。**欧睿数据显示, 2013-2023 年东南亚及南亚 7 国中, 家用空调/冰箱/洗衣机/大厨电的零售量复合增速分别为 5.2%/4.2%/4.5%/5.2%, 大家电的需求增长相对较快; 小家电零售量复合增速为 4.0%, 增速慢于行业。

图119: 2013-2023年南亚及东南亚7国家用空调销量复合增长5.2% (百万台)



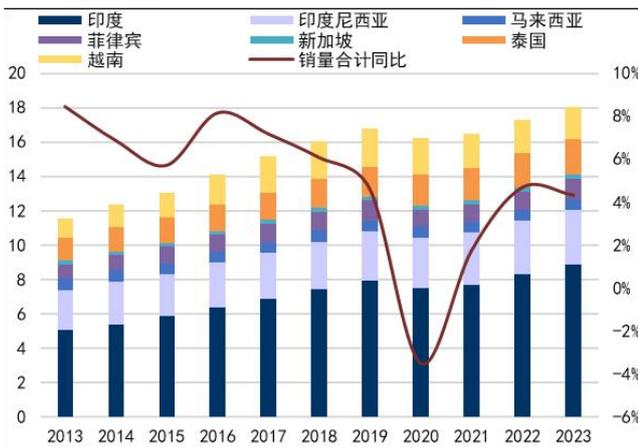
资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

图120: 2013-2023年南亚及东南亚7国冰箱销量复合增长4.2% (百万台)



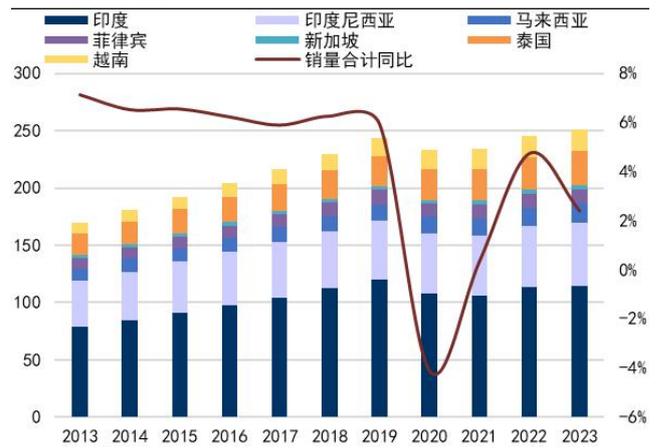
资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

图121: 2013-2023年南亚及东南亚7国洗衣机销量复合增长4.5% (百万台)



资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

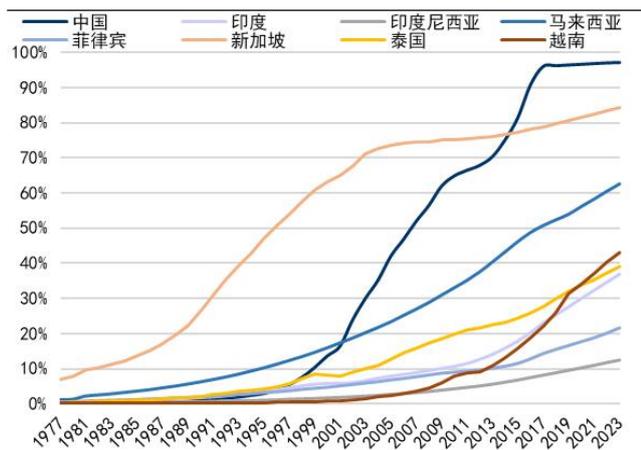
图122: 2013-2023年南亚及东南亚7国小家电销量复合增长4.0% (百万台)



资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

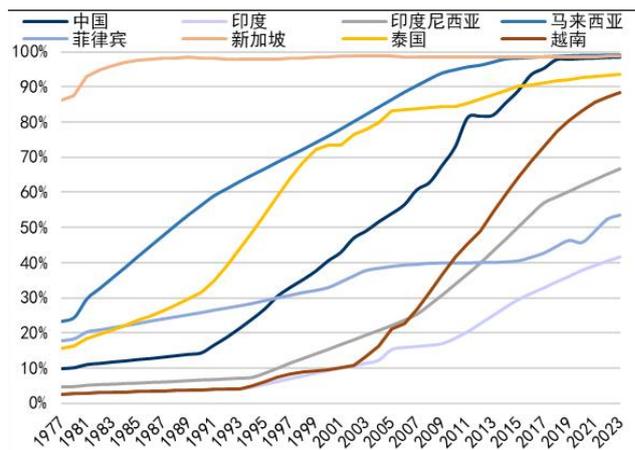
东南亚及南亚家电行业尚处于渗透率提升期，空调的渗透率相对更低，未来增长空间广阔。随着经济发展水平的不断提升，近年来东南亚及南亚国家家电产品的渗透率持续增长。经济较为发达的国家，如新加坡等，2023年空冰洗渗透率在80%以上，基本接近饱和。经济发展水平相对落后的国家，家电品类的渗透率则相对较低，2023年印度空冰洗的渗透率为37%/42%/22%，印尼空冰洗渗透率分别为13%/67%/39%，泰国空冰洗渗透率为39%/94%/76%，渗透率尚存在较大成长空间。平均来看，上述东南亚及南亚7国中，空冰洗的平均渗透率为50%/80%/63%。随着消费能力的提升，冰箱渗透率提升速度最快，其次为洗衣机，然后为空调。对标中国看，2023年我国空冰洗渗透率平均为98%，而东南亚及南亚7国平均为61%，渗透率尚存在约一半以上的增长空间。

图123: 东南亚及南亚国家的家用空调渗透率尚低



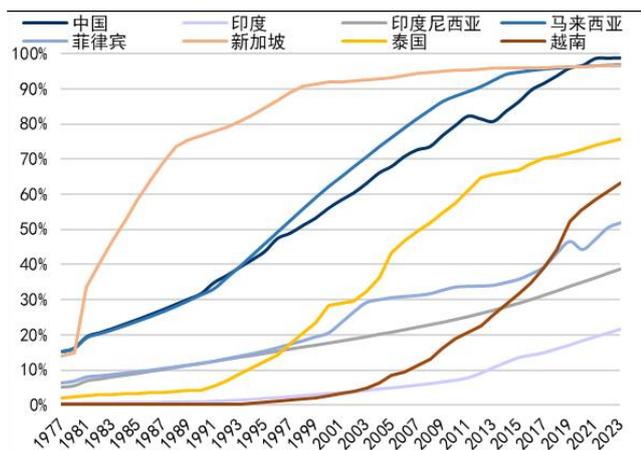
资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

图124: 东南亚及南亚国家的冰箱渗透率相对高一些



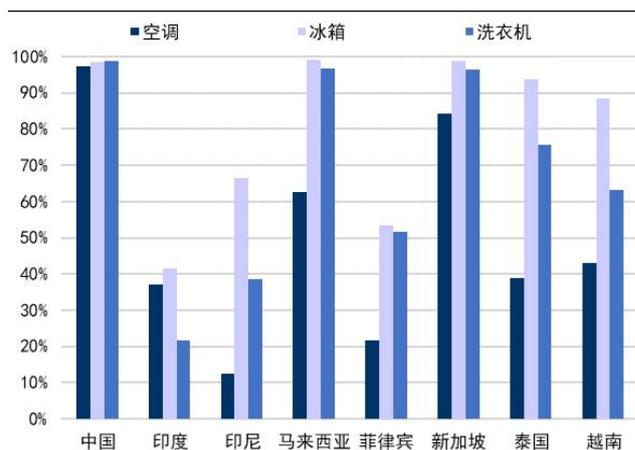
资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

图125: 东南亚及南亚国家的洗衣机渗透率普遍高于家用空调



资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

图126: 与我国比, 南亚及东南亚家电渗透率存在较大提升空间

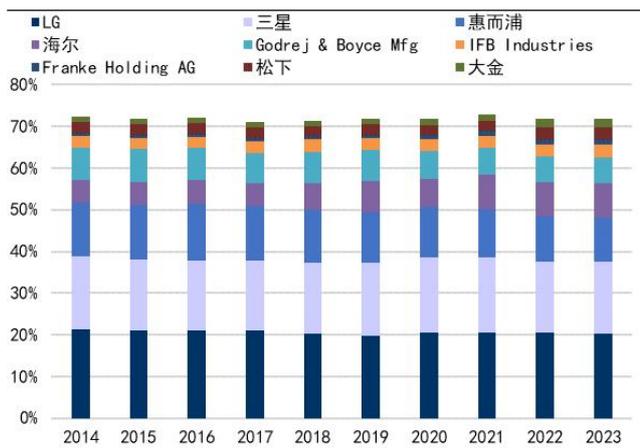


资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

## 东南亚及南亚大家电市场格局分散, 中日韩家电企业多强争霸

东南亚及南亚地区大家电市场多被中日韩品牌占据, 龙头品牌份额在 20%左右, 格局较为分散。考虑到海尔产品以大家电为主, 我们选取欧睿口径的大家电(含洗碗机、洗衣机、大厨电、微波炉、冰箱)和家用空调作为大家电行业, 分析当地大家电格局情况。欧睿数据显示, 2023 年印度大家电市场, LG 和三星位居行业前二, 销量份额分别为 20.4%和 17.1%; 第二梯队惠而浦及海尔销量市占率分别为 10.6%和 8.4%。东南亚国家同样呈现出以外资品牌为主的多强争霸格局。在印尼市场, Sharp 以 22.2%位居第一, 海尔及 LG 销量市占率为 11.7%和 12.9%, 位于第二梯队。泰国大家电格局则较为分散, 三星销量市占率第一, 但仅有 13.6%; 美的/LG/海尔市占率接近 10%, 占据第二梯队。越南大家电市场, 松下以 17.8%的销量市占率位于首位, 三星/海尔/美的销量市占率分别为 13.9%/11.8%/10.7%, 呈现多强争霸格局。

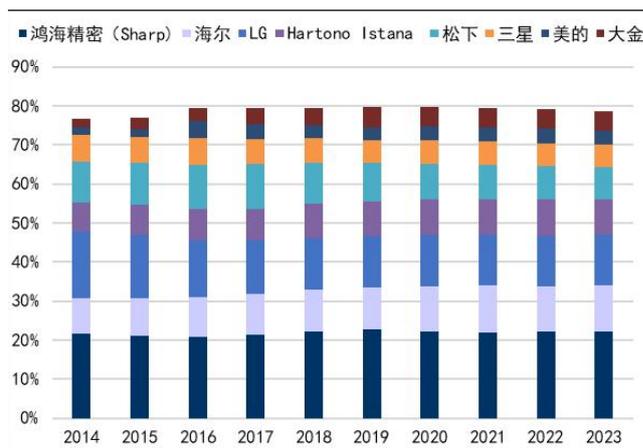
图127: 印度大家电市场 CR3 约为 50%



资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

注: 此处大家电包含欧睿口径的大家电(含洗碗机、洗衣机、大厨电、微波炉、冰箱)和家用空调, 下同

图128: 印尼大家电市场格局相对分散



资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

图129: 泰国大家电市场多强争霸



资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

图130: 越南大家电市场格局分散



资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

### 海尔东南亚及南亚：较早切入当地市场，建立较强领先优势

海尔早在 2000 年前后就在南亚及东南亚市场有较为广泛的布局，目前已成为东南亚及南亚的头部白电品牌。1996 年，海尔在印尼成立海尔印尼有限公司，实现首次跨国经营，并建立首个海外冰箱工厂；2001 年，海尔在巴基斯坦建立海外工业园，拉开在南亚扩张的序幕，2004 年海尔进军印度市场，并于 2007 年收购印度浦那市的冰箱生产工厂。2011 年海尔集团收购日本三洋电机在东南亚等地的白电业务，并于 2015 年并入上市公司体内，双方协同下，海尔在东南亚的市场份额稳步提升。根据欧睿及公司公告，海尔在巴基斯坦市场位居行业第一，2023 年市场份额达到 40%；在印度市场位居行业第 4，2023 年销量市占率达到 8.4%；在印尼、越南等市场均位居行业前三，拥有较强的领先优势。2023 年公司在南亚实现收入 95.2 亿, 2017-2023 年复合增长 12.1%；在东南亚实现收入 57.8 亿, 2017-2023 年复合增长 7.1%。

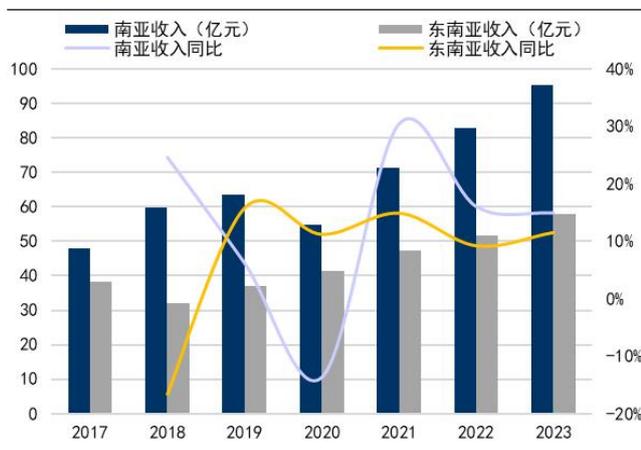
表6: 海尔在东南亚及南亚大家电占据靠前的市场份额

	2023年大家电市场（欧睿口径）			2023年大家电+家用空调市场	
	海尔品牌销量份额	AQUA品牌销量份额	其他品牌销量份额	海尔合计销量份额	排名
巴基斯坦				40%*	1
印度	8.6%			8.4%	4
印度尼西亚		13.8%		11.7%	3
马来西亚	5.4%		3.7%	6.5%	5
菲律宾	9.8%		1.7%	9.5%	3
新加坡			4.5%	4.6%	5
泰国	9.4%			9.7%	3
越南		14.5%		11.8%	3

资料来源：欧睿，公司公告，国信证券经济研究所整理

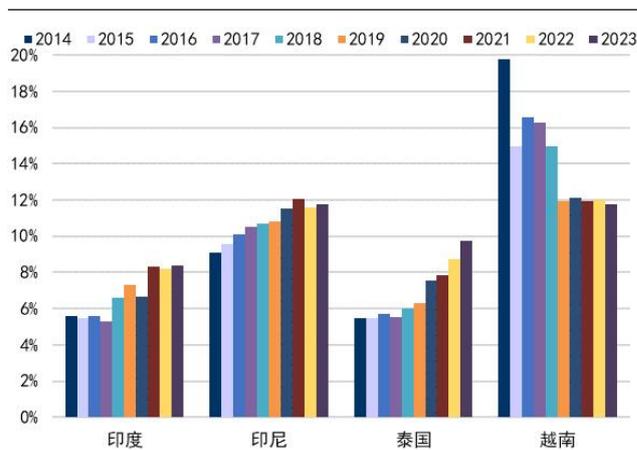
\*注：公司在巴基斯坦的市场份额为公司公告口径，预计为销售额份额；其余数据来自欧睿，为销量口径

图131: 公司在南亚及东南亚收入保持上涨趋势



资料来源：欧睿，国信证券经济研究所整理

图132: 公司在印度、印尼等地市占率稳步提升



资料来源：欧睿，国信证券经济研究所整理

随着东南亚及南亚家电渗透率的稳步提升，海尔凭借着前瞻的渠道和品牌布局、全球化的研发采购平台，有望在东南亚及南亚家电行业快速发展的赛道上，实现持续较快的增长。以欧睿有统计的印度、印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、新加坡、泰国、越南7国作为东南亚及南亚的代表来看，海尔在上述地区大家电（含冰洗、厨电等）和家用空调市场的合计市占率为9.4%，处于行业头部地位。但对标中国及北美地区的市占率来看，尚存在一定的提升空间。我们假设随着东南亚及南亚家电渗透率的提升，当地家电销量随之增长，海尔通过多品牌布局、全球化和本土化的产品技术研发、快速迭代的产品矩阵，渗透率有望逐步向行业龙头品牌靠拢。（具体假设详见表7。）从而预计东南亚及南亚地区的大家电销量存在80%-90%的增长空间，海尔在上述7国的远期渗透率有望提升3.9pct至13.4%，海尔的销量存在163%的增长空间。若不考虑价格差异及后续的价格上涨，以销量增长空间类比收入增长空间，2023年海尔在东南亚及南亚合计收入153亿，则远期收入有望突破400亿元。

表7: 随着东南亚及南亚家电渗透率的提升及海尔在当地市占率的增长, 海尔东南亚及南亚销量存在翻倍增长空间

	家用空调渗透率	冰箱渗透率	洗衣机渗透率	白电平均渗透率	家用空调+大家电销量(万台)	远期渗透率展望	远期家用空调+大家电销量展望(万台)	海尔市占率	海尔远期市占率展望	销量增长空间
印度	37.0%	41.7%	21.7%	33.5%	3335	70%	6976	8.4%	12%	163%
印度尼西亚	12.5%	66.6%	38.7%	39.3%	1287	80%	2621	11.7%	16%	
马来西亚	62.6%	99.1%	96.7%	86.1%	348	95%	384	6.5%	10%	
菲律宾	21.7%	53.5%	51.8%	42.3%	485	85%	974	9.5%	13%	
新加坡	84.2%	98.7%	96.6%	93.2%	96	95%	97	4.6%	10%	
泰国	39.0%	93.7%	75.7%	69.5%	780	90%	1011	9.7%	15%	
越南	43.0%	88.5%	63.1%	64.9%	811	95%	1188	11.8%	16%	
合计				<b>61.2%</b>	<b>7142</b>	<b>87%</b>	<b>13252</b>	<b>9.4%</b>	<b>13%</b>	

资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理和测算

注: 此处以渗透率的增长幅度作为远期销量增长幅度, 或存在偏差

## 中东非及拉美: 家电行业格局分散, 海尔市占率尚低

### 中东非及拉美家电销量增长稳健, 家电渗透率依然较低

中东非及拉美近 10 年家电销量复合增长在 2% 左右, 价格有所波动, 行业增长弱于东南亚及南亚地区。欧睿数据显示, 2023 年拉美家电零售规模达到 391 亿美元, 2013-2023 年复合增速为 -0.5%, 其中量/价复合增速分别为 +1.5%/-1.9%, 预计家电零售规模下降主要受当地货币贬值等影响。将家电零售均价以年平均汇率换算成巴西货币及墨西哥货币计算, 巴西雷亚尔口径下, 拉美家电零售均价近 10 年复合上涨 6.7%; 墨西哥比索口径下, 拉美家电零售均价近 10 年复合上涨 1.4%。

中东非 2023 年家电零售额 257 亿美元, 2013-2023 年复合增长 3.0%, 其中量/价复合分别增长 2.5%/0.5%。中东非地区的家电渗透率低于拉美, 家电销量的增速相对更快。

分品类看, 拉美及中东非各主要品类占比相对均衡。在拉美市场, 2023 年家用空调/冰箱/洗衣机/大厨电/小家电零售额占比分别为 13.5%/25.0%/18.0%/14.6%/28.8%; 在中东非市场, 家用空调/冰箱/洗衣机/大厨电/小家电零售额占比分别为 16.1%/20.8%/13.7%/15.1%/34.3%。冰箱是拉美及中东非地区规模最大的白电品类, 家用空调在当地也有普遍的应用。

图133: 2013-2023 年拉美家电零售额(美元口径)有所波动

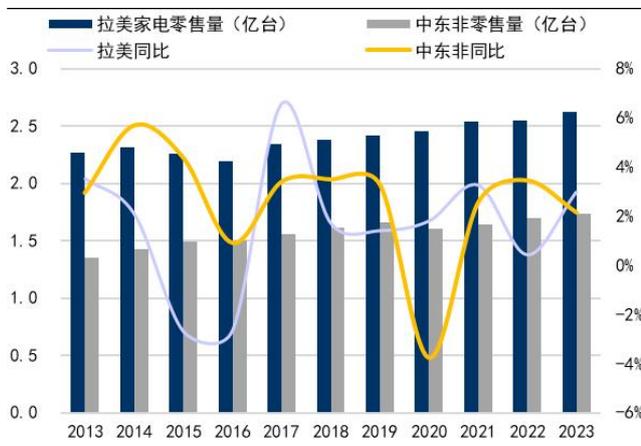


图134: 2013-2023 年中东非家电零售规模稳步增长



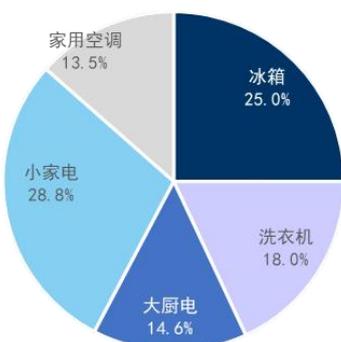
资料来源：欧睿，国信证券经济研究所整理

图135：2013-2023 年拉美及中东非家电零售量稳步增长



资料来源：欧睿，国信证券经济研究所整理

图137：2023 年拉美家电零售额中各品类占比较为均衡

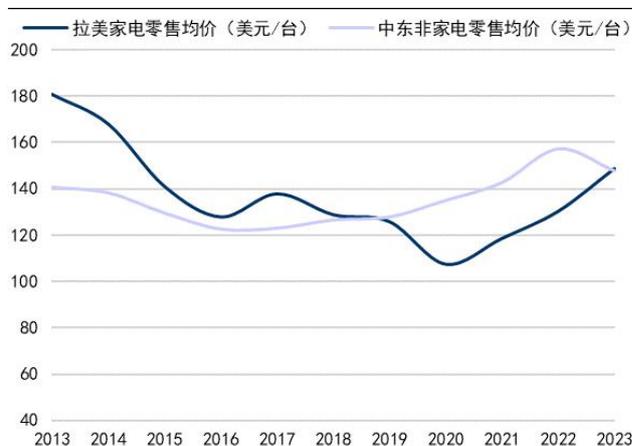


资料来源：欧睿，国信证券经济研究所整理

注：品类划分按照国家电划分标准进行调整，大厨电包含洗碗机、烟灶等，小家电包含微波炉、空气处理产品（空气净化器、电风扇、加湿器、除湿器等）、清洁电器、个护电器、厨房小家电等，下同

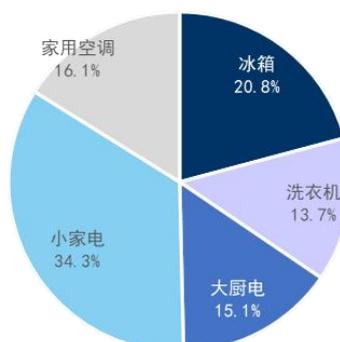
资料来源：欧睿，国信证券经济研究所整理

图136：2013-2023 年拉美及中东非家电零售价格有所波动



资料来源：欧睿，国信证券经济研究所整理

图138：2023 年中东非家电零售额中各品类占比较为均衡



资料来源：欧睿，国信证券经济研究所整理

**拉美地区白电规模基本稳定，中东非地区白电规模增长稳健。**欧睿数据显示，2013-2023 年拉美家电市场，家用空调/冰箱/洗衣机销量复合增速分别为-0.5%/+0.5%/-0.8%，销额复合增速为-3.1%/-0.6%/+0.6%；中东非地区白电增长则相对良好，近 10 年家用空调/冰箱/洗衣机销量复合增速分别为+0.9%/+1.3%/+1.7%，销额复合增速为+2.2%/+2.7%/+2.8%。根据世界银行的数据，2013-2023 年，拉美地区人均实际 GDP 复合增速为 0.3%，而中东非为 0.7%，经济增速的差异或是两地区之间家电销售增速差异的主要原因。

图139: 2013-2023 年拉美家用空调零售量有所波动



资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

图140: 2013-2023 年拉美冰箱销量复合增长 0.5%



资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

图141: 2013-2023 年拉美洗衣机销量规模有所回落



资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

图142: 2013-2023 年中东非家用空调销量规模稳步提升



资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

图143: 2013-2023 年中东非冰箱销量复合增长 1.3%



资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

图144: 2013-2023 年中东非洗衣机销量复合增长 1.7%

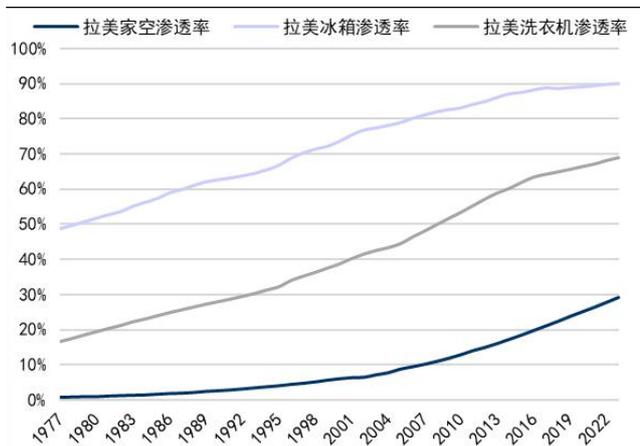


资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

拉美及中东非白电渗透率尚处于较低水平，家用空调渗透率不足 30%。随着经济的发展和居民收入的提升，拉美及中东非地区家电渗透率稳步上升。欧睿数据显

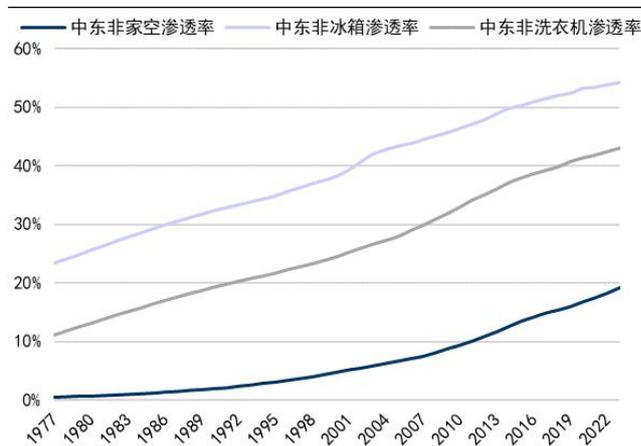
示, 2013-2023 年拉美空冰洗渗透率分别提升 13.1%/3.9%/10.0pct 至 29.1%/90.0%/68.8%; 中东非空冰洗渗透率分别提升 7.5%/5.3%/7.0pct 至 19.2%/54.2%/43.1%。与东南亚及南亚地区相似, 拉美及中东非地区冰箱渗透率最高, 其次为洗衣机, 家用空调渗透率最低。但从提升趋势来看, 近 10 年家空渗透率提升速度最快。未来预计随着当地消费水平的进一步提升, 白电渗透率仍有望保持提升趋势。

图 145: 拉美冰洗渗透率处于较高水平



资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

图 146: 中东非白电渗透率保持稳步提升



资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

## 中东非及拉美大家电格局分散, 市场被全球家电品牌瓜分

中东非及拉美大家电格局较为分散, 当地家电品牌较少, 市场基本被国外品牌占据。选取欧睿口径的大家电(含洗碗机、洗衣机、大厨电、微波炉、冰箱)和家用空调整体作为大家电行业。欧睿数据显示, 在拉美大家电市场, 2023 年惠而浦以 19.0% 的销量市占率位居第一; 其次为伊莱克斯, 市占率 14.1%; Controladora Mabe SA de CV (海尔通过 GEA 持股 48%, 墨西哥家电企业) 销量市占率 9.3%, 位居第三, CR3 仅为 42.4%, 行业格局较为分散。

中东非由于国家众多, 市场小而分散, 大家电市场格局更为分散。2023 年 LG 和 Arcelik AS 以 10% 左右的销量市占率位居前二; 其次三星、海尔、美的、惠而浦、海信等销量市占率在 4%-7% 之间, 行业 CR10 不足 60%, 格局分散。

图 147: 拉美大家电销量格局较为分散

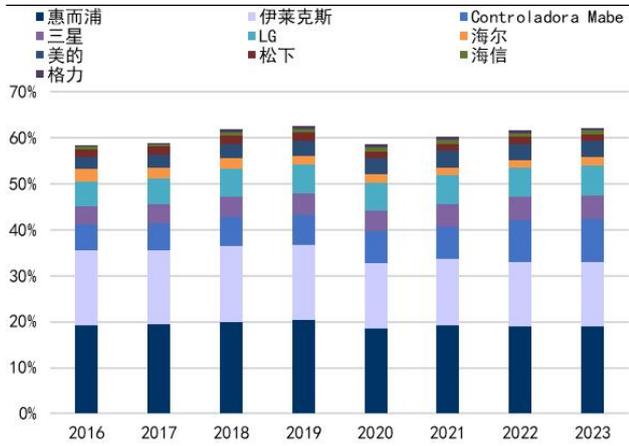


图 148: 中东非大家电销量格局分散



资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理 注: 此处大家电包含欧睿口径的大家电(含洗碗机、洗衣机、大厨电、微波炉、冰箱)和家用空调, 下同

资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

## 海尔中东非及拉美: 市占率较低, 成长潜力充足

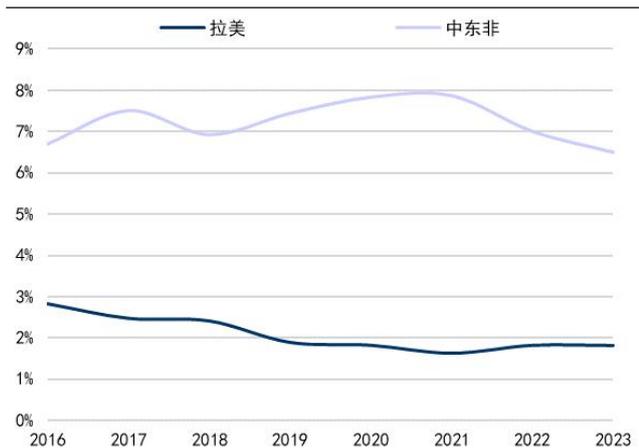
海尔在中东非及拉美的市占率相对较低, 品牌影响力尚未完全铺开。根据欧睿数据, 2023 年海尔在中东非及拉美大家电行业的销量市占率分别为 6.5% 和 1.8%, 与公司在全球其他区域相比, 市占率相对较低。具体分品牌看, 海尔品牌在拉美地区仅冰箱实现销量市占率 1.3%, 洗衣机及家用空调均采用 GEA 品牌, 但各品类市占率均不足 2%, 与同为北美大家电龙头的惠而浦存在较大差距。在中东非市场, 公司家用空调份额相对较高, 2023 年销量市占率达到 17.2%, 但传统优势的冰洗品类市占率相对较低, 在 6% 左右, 依然有提升空间。公司在中东非及拉美的收入也相对较低, 2023 年公司中东非收入 19.3 亿元, 2017-2023 年复合增长 9.7%, 是公司收入最少的区域; 拉美收入通过北美和拉美大家电行业规模及格局占比计算, 预计 2023 年拉美收入不足 20 亿元, 收入规模同样较低。

表8: 2023 年海尔各品牌在拉美的销量市占率相对较低

2023 年销量市占率		家用空调	冰箱	洗衣机	大厨电
拉美	海尔品牌		1.3%		
	GEA 等品牌	0.7%	1.9%	1.7%	0.9%
中东非	海尔品牌	13.9%	5.4%	3.2%	0.4%
	GEA、Candy 等其他品牌	3.3%	0.1%	2.9%	1.9%

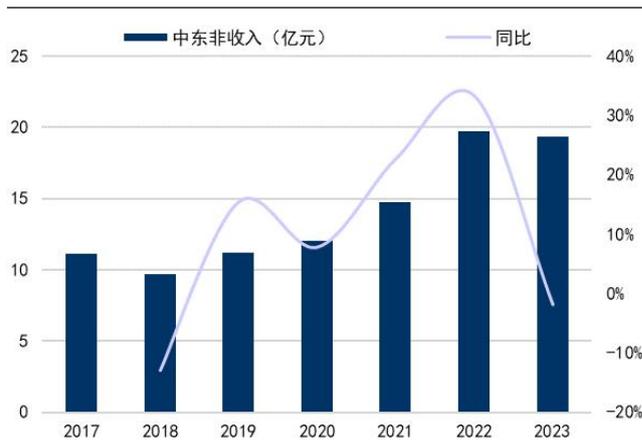
资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

图149: 海尔在拉美及中东非的销量市占率有待强化



资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

图150: 海尔在中东非收入规模较小



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

海尔正逐步强化在中东非及拉美的产能、品牌及渠道布局, 2024 年 7 月宣布收购南非热水器品牌 Kwikot。在产能方面, 为进一步发展中东非及欧洲等市场, 公司在埃及建设产业园, 其中一期项目已于 2024H1 投产, 实现空调、洗衣机等产品的本土化制造, 加速埃及和周边市场的发展; 二期工程主要生产冰箱、冷柜, 设计总产能超百万台。在品牌及渠道扩张上, 公司于 2024 年 7 月宣布收购伊莱克斯在南非的热水器业务, 其拥有南非百年热水器品牌 Kwikot, 是南非领先的水器制造商, 有望为公司打开南非及周边市场提供较强的品牌及渠道支撑。同时, 公司

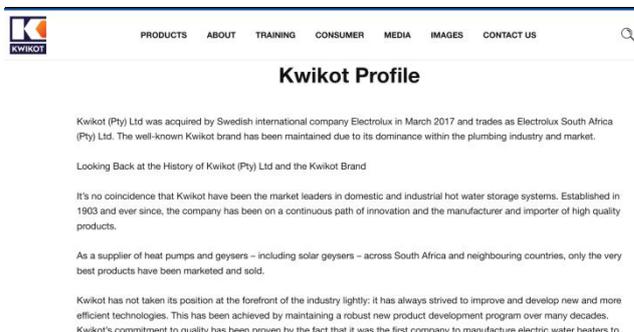
也在不断强化终端运营体系与零售能力建设，扩大渠道和品牌覆盖面，加速在新兴市场的增长。

图151: 海尔埃及工业园二期于 2024 年奠基



资料来源: 海尔集团微信公众号, 国信证券经济研究所整理

图152: Kwikot 是南非知名的热水器品牌



资料来源: Kwikot 官网, 国信证券经济研究所整理

随着海尔逐步强化在中东非及拉美的产能渠道布局，公司的市场份额有望企稳向上，打开收入增长空间。当前中东非及拉美家电渗透率尚处于成长期，我们假设中东非白电渗透率逐步向东南亚白电渗透率水平增长，拉美白电渗透率延续提升趋势（具体数值见下表）。则远期来看，以渗透率提升幅度作为当地家电零售额的增长幅度，中东非白电存在 71% 的增长空间，拉美白电规模存在 23% 的增长空间。随着海尔在中东非及拉美逐步发力，我们假设海尔在当地的市占率能逐步做到在东南亚相近的水平，叠加行业规模的增长，预计海尔在中东非及拉美地区的收入上限展望分别为 51 亿和 69 亿，较当前收入规模分别存在 162% 和 271% 的增长空间。

表9: 中东非及拉美地区家电渗透率存在较大提升空间，随着海尔市占率提升，未来收入存在翻倍增长空间

		2023 年渗透率	远期渗透率展望	2023 年零售额 (亿美元)	零售额展望 (亿美元)	2023 年海尔销量市占率	海尔远期销量市占率展望	2023 年海尔当地收入 (预计值, 亿元)	预计未来海尔当地收入上限展望 (亿元)
中东非	家用空调	19.2%	40%	41.4	86	17.2%	20.0%		
	冰箱	54.2%	80%	53.6	79	5.5%	10.0%	19.3	51
	洗衣机	43.1%	70%	35.2	57	6.1%	12.0%		
拉美	家用空调	29.1%	50%	52.6	90	0.7%	5.0%		
	冰箱	90.0%	92%	97.8	100	3.2%	8.0%	18.6	69
	洗衣机	68.8%	80%	70.5	82	1.7%	6.0%		

资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理和测算

注: 此处以渗透率的增长幅度作为远期销量增长幅度, 或存在偏差; 由于只有销量市占率数据, 假设海尔空冰洗均价与行业均价相同, 即销量市占率等同销售额市占率, 以零售额的增长空间作为公司收入增长空间的对照; 此处未考虑后续价格的变动

## 海尔海外展望: 能力先行, 空间广阔

海外各区域家电行业呈现出气候、生活习惯及经济发展水平等多方面差异, 本土化运营和发展是家电企业走出去的必然选择。海尔海外自主品牌发展之路已经历 20 多年的探索和发展, 公司在本土化运营、海外团队管理、品牌并购整合、全球化平台打造等诸多方面积累起丰富的经验和能力。

1) 在本土化方面, 公司实施研发、制造、营销三位一体本土化运营, 在海外各区域市场建立的本土化业务团队和灵活自主的管理机制, 实现对当地消费需求的快速洞察和响应; 持续推进本土化产能建设, 在印度、巴基斯坦、埃及、土耳其、泰国、越南等地不断深化当地供应链布局。

2) 在品牌并购整合方面, 公司具有开放包容的企业文化, 支持被并购企业建立灵

活的自主管理机制，推行人单合一管理模式，充分激发员工的活力。

3) 在全球化平台方面，公司充分利用全球协同平台及研发、产品开发、采购、供应链、营销及品牌推广等综合功能，并将成功的经验模式和研发技术拓展至全球，提升不同区域之间的协同效应，合理利用各区域之间的优势。

表10: 海尔打造出研发、采购、营销等全球协同平台

海尔全球协同平台	具体内容
全球协同研发	公司具有全球协同研发体系，设立了全球技术研发机制，共享通用模块和复用技术及在合规范围内共享专利。如，公司以国内研发团队与 FPA、CANDY 研发团队协同研究出应用于 Haier、Fisher&Paykel、CANDY、HOOVER 的独立式、嵌入式洗碗机的 H2O 喷淋技术，实现产品性能的全面领先。
全球协同产品开发	公司设立了全球产品开发机制协调全球产品合作开发，可实现产品类别之间的区域合作和补充。例如，南亚和中国开发团队深度融合，历时 10 个月，突破固有产品开发模式，从团队分工驱动、质量把控、产品验证、资源优势互补成本管控等方面进行模式创新，共同完成 HRT-683 冰箱产品的开发任务，成为当地主流差异化中高端产品。
全球协同采购	公司成立全球采购委员会统筹推进全球采购活动。全球采购委员会通过搭建跨产业、跨区域全球协同共享的数字化采购平台，构建自主可控的全球供应链生态体系；全球采购委员会搭建全球优选商与优选料资源库，通过集团级共用品类大资源聚合，实现降本价值共享；统一采购规则与规范，建立常态化运营体系和差异化采购策略，实现高效率零风险；搭建集团级数字化采购平台，通过物、商、人、机制四个上平台，提升共性能力，进而持续提升全球供应链韧性。
全球协同供应链	公司搭建了从市场到供应商到生产到物流的端到端全球供应链数字化管理体系，通过智能算法实时快速调整全球产能布局，全球工厂共享共创发展智能制造技术，持续提升制造竞争力。
全球协同营销和品牌推广	公司在全球范围运营多层次品牌组合，可实现全球协同品牌推广。公司也在全球各区域市场之间互相推广和引入成功营销策略。例如，公司把在中国三四级市场的销售及营销模式成功复制到印度、巴基斯坦、泰国等市场，强化了公司的品牌形象和区域市场竞争力。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

在上述能力的支撑下，我们预计海尔在海外各区域仍有较大的增长空间。根据前文的假设，我们将海尔在各区域的收入远期展望汇总，**预计海尔海外收入有望达到 2161 亿的收入规模，较 2023 年海外收入存在约 60% 的增长空间**，海外家电空间依然广阔。在盈利方面，公司依然在优化海外产能和供应链布局、持续提升运营效率，海外盈利能力有望稳步提升，根据前文的假设，我们将海尔北美的盈利能力对标惠而浦北美、欧洲区盈利能力对标伊莱克斯及博世、澳新及东南亚等地区对标伊莱克斯在亚太及中东非的盈利能力。综合测算下，**我们预计海尔海外的经营利润率有望达到 8.9%，海外远期利润展望较当前存在翻倍以上增长空间。**

表11: 海尔海外营收及利润远期空间展望

	2023 年家电行业规模(亿美元)	2013-2023 年家电规模复合增速(美元口径)	2023 年海尔收入(亿元)	2023 年海尔主要品类销量市占率*	海尔远期销量市占率展望	海尔远期收入展望(亿元)	2022 年海尔经营利润率	2023 年预计经营利润率*	远期经营利润率展望	2023 年预计经营利润(亿元)	远期经营利润展望(亿元)
北美	1207	5.4%	778.9	26.7%	30.8%	1055.9		6.9%	12.0%	54.1	126.7
美洲 拉美	391	-0.5% (巴西货币口径 +6.7%)	18.6	2.1%	6.4%	69.0		3.0%	6.0%	0.6	4.1
欧洲	1162	1.4% (欧元口径 3.6%)	285.4	8.9%	13.6%	447.5		0.0%	5.5%	0.1	24.6
澳新	82	0.4% (澳币口径 4.3%)	61.4	17.5%	22.3%	80.6	5.0%	5.8%	7.0%	3.6	5.6
日本	260	-1.3% (日元口径 2.4%)	36.6	10.9%	16.0%	54.7		0.5%	6.0%	0.2	3.3
东南亚及 南亚	335	4.5%	153.0	9.4%	13.4%	402.4		3.0%	6.0%	4.6	24.1
中东非	257	3.0%	19.3	8.9%	14.0%	50.7		3.0%	6.0%	0.6	3.0
合计	3694	2.7%	<b>1353.4</b>			<b>2160.7</b>		<b>4.7%</b>	<b>8.9%</b>	<b>63.7</b>	<b>191.6</b>

资料来源：欧睿，公司公告，国信证券经济研究所整理和测算

\*注：2023 年海尔在当地的销量市占率为公司主要涉及的家电品类，如北美为白电+大厨电品类，拉美主要为白电。2023 年海尔海外各区域经营利润率为预估值。

## 财务分析

### 成长性分析：营收增速中等，利润增速领先

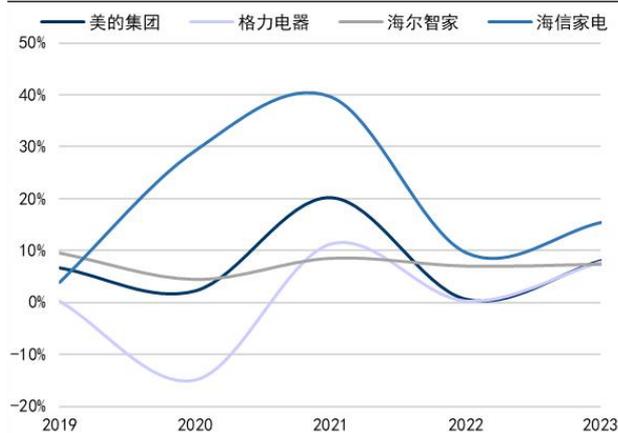
选取同为白电行业头部企业的美的集团、格力电器、海信家电作为可比公司。2023年公司营收2614亿元，位居可比公司偏高的水平；2018-2023年收入复合增速为7.4%，收入增速位于可比公司中等水平。公司利润复合增速较快，2018-2023年归母净利润复合增速达到17.4%，明显快于可比公司。

图153：公司营收规模位居行业中上水平（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图154：海尔智家营收增速位居可比公司中游水平



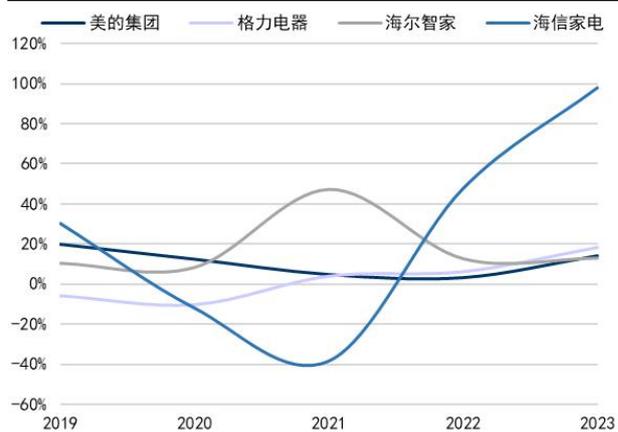
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图155：公司利润体量尚有较大增长空间（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图156：海尔归母净利润增速位居可比公司领先水平



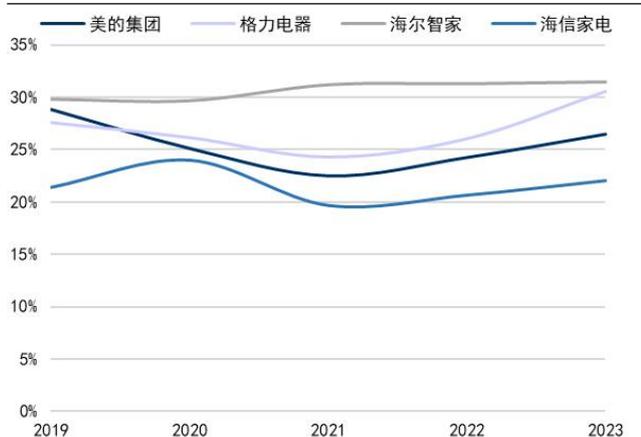
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

### 盈利能力分析：毛利率较高，盈利能力持续强化

在可比公司中，海尔智家毛利率2021-2023年均在31%以上，位居第一。公司的扣非归母净利率在可比公司中位于中等偏下水平，但公司净利率自2019年以来持续提升，2023年净利率已达到6.1%。费用率上，由于海尔C端品牌业务占比高，因而费用率投入大于可比公司，2023年海尔费用率达到15.7%，而可比公司普遍在8%-11%之间，公司管理、研发费用率同样略高于可比公司。但从趋势上看，海

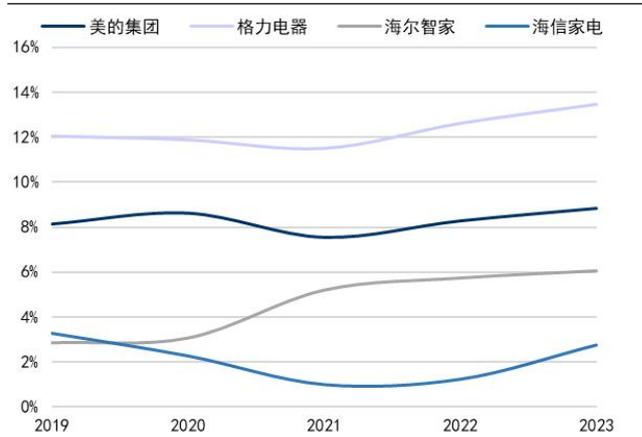
尔近几年销售费用率有所优化，每年均实现小幅下降。因此，公司的 ROE 在可比公司当中处于稍低一些的水平，2023 年公司的平均 ROE 为 16.9%，可比公司普遍在 22% 以上。

图 157: 公司毛利率位居可比公司前列



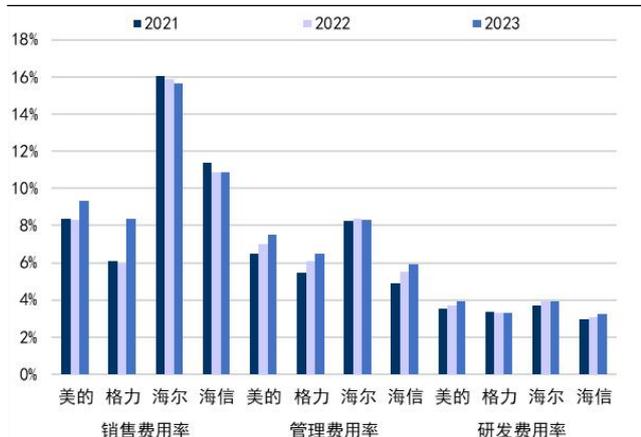
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 158: 海尔扣非归母净利率相对较低但持续提升



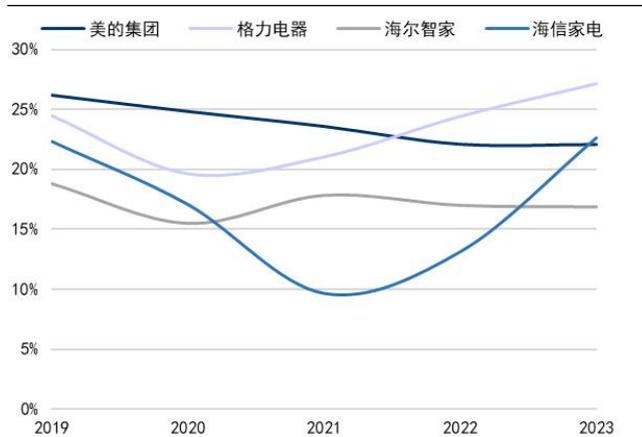
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 159: 公司销售费用率高于可比公司



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 160: 海尔智家的平均 ROE 水平略低于可比公司

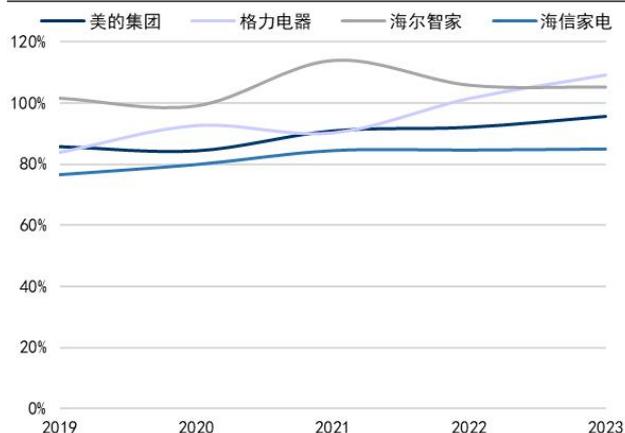


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 现金流量分析：营收及净利润的现金含量均超过 100%

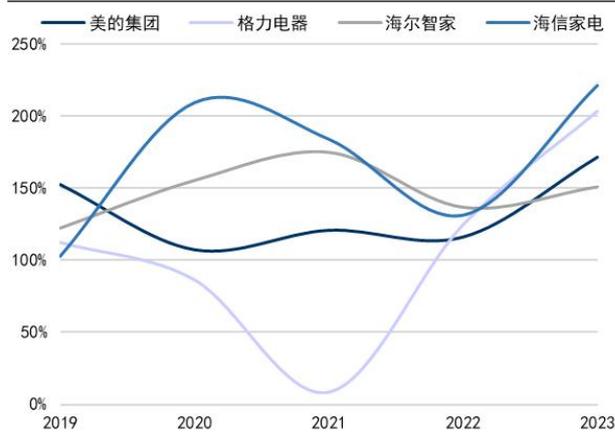
由于大部分业务直接面向终端消费者或经销商，家电企业的经营性现金流普遍较好。2018-2023 年公司销售商品提供劳务收到的现金/营业收入基本在 100% 以上，经营性现金净流量 / 净利润平均达到 156%，公司的经营现金流表现优异，在可比公司中也位于靠前水平。

图161: 公司销售商品提供劳务收到的现金/营业收入超 100%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图162: 公司经营性现金净流量 / 净利润维持在 150%左右

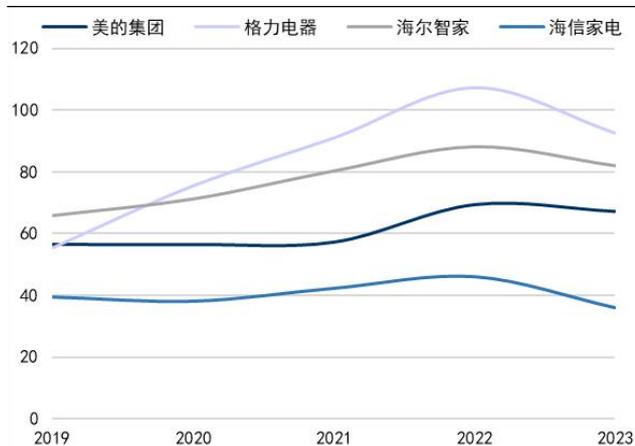


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 经营效率分析: 应收账款周转表现良好, 存货周转天数有所提升

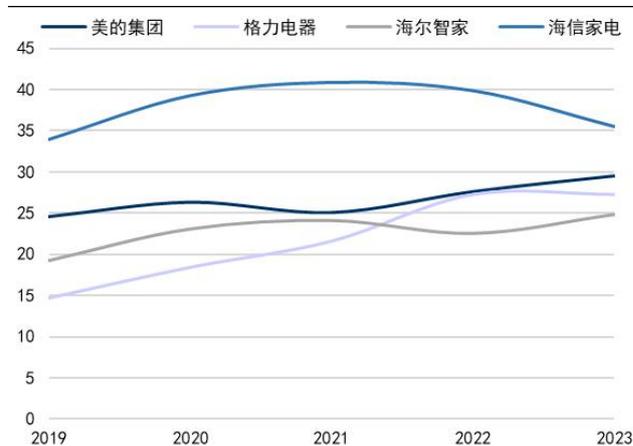
公司海外 C 端业务占比较高, 存货周转受海运等因素影响, 因而在可比公司中, 海尔的存货周转天数较高, 且随着 2021-2022 年海运时间延长, 公司的存货周转天数有所提升。2023 年海尔存货周转天数达到 82.1 天, 同比减少 6.2 天。但同样是因为 C 端业务占比高, 公司应收账款周转表现优异, 2023 年应收账款周转天数为 24.9 天, 在可比公司中最少。

图163: 海尔存货周转天数有所提升 (单位: 天)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图164: 海尔应收账款周转天数较低 (单位: 天)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 盈利预测

### 假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件:

**冰箱业务:** 公司冰箱业务来自国内和海外市场, 2022 年海外收入占比 50%。预计该业务海外收入随着海外降息周期的到来及住房市场的回暖而回到相对稳健的增长水平, 国内收入在 2024 年前三季度预计有所疲软, 在 2024Q4 随着以旧换新的

逐步推广而迎来较快增长，此后保持相对稳定的增速。预计公司冰箱业务2024-2026年收入增速分别为2%/6%/5%。公司冰箱业务已相对成熟，预计毛利率保持稳定，2024-2026年毛利率维持32.3%。

**洗衣机业务：**公司2022年洗衣机业务的外销收入占比为53.2%。考虑到近10年北美洗衣机市场规模复合增长较快，且2022-2023年洗衣机零售额有所下降，预计2024年随着北美家电零售市场的回暖及降息周期到来，公司洗衣机海外收入有望实现较快增长。国内洗衣机市场增长稳健，受益于干衣机的快速成长及以旧换新政策。预计2024-2026年公司洗衣机业务收入增速分别为6%/6%/5%。毛利率方面，预计随着干衣机收入规模的增长，公司洗衣机业务有望毛利率稳步提升至此前较高水平，预计2024-2026年毛利率为33.4%/33.5%/33.6%。

**空调业务：**2022年公司空调海外收入占比30%，占比相对较低。国内市场，2024年1-8月国内空调需求有所承压，公司通过聚焦产品、调整营销及渠道，内销收入增速有所放缓。但随着国家以旧换新政策成效逐步释放，预计公司空调内销收入有望逐步加速增长。外销方面，公司逐步加大空调出海力度，公司在北美、东欧的家空市场已有较高的市占率水平，预计外销有望延续较好的增长趋势。整体预计公司2024-2026年空调收入增速为5%/9%/8%。毛利率方面，公司正加大空调产业链一体化布局，优化供应链效率及零部件通用性，聚焦产品型号，预计毛利率有望稳步提升。对标公司冰洗毛利率及头部空调企业毛利率水平，预计公司2024-2026年空调毛利率分别为29.8%/30.2%/30.6%。

**厨电业务：**公司厨电收入以外销为主，2022年海外收入占比超过90%。海外市场，预计公司厨电收入保持稳健增长，随着海外进入降息周期，厨电收入增速有所上移。国内厨电收入预计保持稳定。预计公司2024-2026年厨电收入增速为3%/5%/5%。厨电业务毛利率预计保持稳定，2024-2026年预计维持在32%。

**水家电业务：**该业务主要包含热水器及净水产品等，2022年海外收入占比仅为3%左右。公司正逐步发力热水器海外业务，进入美国等渠道，并计划收购伊莱克斯南非热水器业务，预计热水器海外收入有望实现较快增长。内销方面，公司依然在持续开拓净水品类，热水器收入有望受益于以旧换新政策。整体预计公司2024-2026年热水器收入增速分别为7%/7%/7%。预计公司热水器毛利率维持稳定，2024-2026年保持46.2%的毛利率水平。

**装备部品及渠道综合服务：**装备部品及渠道综合服务主要是为公司产品的生产和销售提供一些辅助性的支持，其中装备部品主要是家电上游配套部件的采购、生产与销售，模具制造与销售；渠道综合服务主要包括渠道分销业务、售后业务等。过于3年该业务规模小幅波动，预计后续规模保持稳定，2024-2026年收入保持在151亿水平。该业务毛利率较低，基本在8%-10%之间，假设2024-2026年该业务毛利率稳定在9%。

（注：公司于2024年10月成功收购开利商用制冷业务、并宣布收购伊莱克斯南非热水器业务，由于上述业务规模未知，故未在本次盈利预测中得到体现）

表12: 海尔智家业务拆分

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>冰箱业务</b>						
收入（亿元）	715.7	776.4	816.4	832.7	882.7	926.8
增速	16.3%	8.5%	5.2%	2.0%	6.0%	5.0%
毛利（亿元）	227.3	247.5	263.1	269.0	285.1	299.4
毛利率	31.8%	31.9%	32.2%	32.3%	32.3%	32.3%
<b>洗衣机业务</b>						

收入 (亿元)	547.6	577.2	612.7	649.5	688.5	722.9
增速	13.0%	5.4%	6.2%	6.0%	6.0%	5.0%
毛利 (亿元)	184.3	191.4	204.0	216.9	230.6	242.9
毛利率	33.7%	33.2%	33.3%	33.4%	33.5%	33.6%
<b>空调业务</b>						
收入 (亿元)	375.3	400.6	456.6	479.4	522.6	564.4
增速	25.1%	6.7%	14.0%	5.0%	9.0%	8.0%
毛利 (亿元)	104.8	114.6	134.1	142.9	157.8	172.7
毛利率	27.9%	28.6%	29.4%	29.8%	30.2%	30.6%
<b>厨电业务</b>						
收入 (亿元)	352.4	387.4	415.9	428.4	449.8	472.3
增速	12.4%	9.9%	7.4%	3.0%	5.0%	5.0%
毛利 (亿元)	115.1	125.3	133.0	137.1	143.9	151.1
毛利率	32.7%	32.3%	32.0%	32.0%	32.0%	32.0%
<b>水家电业务</b>						
收入 (亿元)	124.7	137.9	150.1	160.6	171.9	183.9
增速	26.5%	10.6%	8.9%	7.0%	7.0%	7.0%
毛利 (亿元)	57.1	63.4	69.2	74.2	79.4	85.0
毛利率	45.8%	46.0%	46.1%	46.2%	46.2%	46.2%
<b>渠道综合服务及其他</b>						
收入 (亿元)	150.0	144.8	151.2	151.2	151.2	151.2
增速	-45.2%	-3.4%	4.4%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利 (亿元)	14.8	14.2	13.0	13.6	13.6	13.6
毛利率	9.9%	9.8%	8.6%	9.0%	9.0%	9.0%
<b>其他业务</b>						
收入 (亿元)	9.8	10.8	11.4	11.6	11.8	12.0
增速	-13.6%	10.5%	4.9%	2.0%	2.0%	2.0%
毛利 (亿元)	6.8	7.5	7.4	7.5	7.7	7.8
毛利率	69.5%	69.5%	65.0%	65.0%	65.0%	65.0%
<b>合计</b>						
总营收 (亿元)	2,275.6	2,435.1	2,614.3	2,713.4	2,878.4	3,033.5
增速	16.1%	7.0%	7.4%	3.8%	6.1%	5.4%
毛利 (亿元)	710.7	762.9	823.7	861.2	918.2	972.5
毛利率	31.2%	31.3%	31.5%	31.7%	31.9%	32.1%

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理和预测

注: 未考虑 2024 年以来收购产生的影响

综上所述, 预计海尔智家未来 3 年营收 2713.4/2878.4/3033.5 亿元, 同比 +3.8%/+6.1%/+5.4%, 毛利率为 31.7%/31.9%/32.1%。

#### 费用及其他收益假设:

**销售费用:** 近年来公司通过数字化提效等措施, 销售费用率逐步下降, 但对比可比公司来看, 公司销售费用率依然存在较大的下降空间。预计公司销售费用率延续下降趋势, 2024-2026 年销售费用率分别为 15.5%/15.3%/15.1%。

**管理费用:** 公司管理费用率近三年稳中略降, 预计未来三年延续该趋势。2024-2026 年预计管理费用率分别为 3.90%/3.85%/3.80%。

**研发费用:** 公司近两年研发费用率相对稳定, 预计 2024-2026 年研发费用率同样保持在 3.9%的水平。

**财务费用:** 公司海外收购的形成部分债务, 存在一定规模的利息支出, 但绝对体量较小。随着公司现金流的累加, 预计公司财务费用率小幅下降, 2024-2026 年预计财务费用率分别为 -0.05%/-0.12%/-0.19%。

## 未来 3 年业绩预测

表13: 未来 3 年盈利预测表

亿元	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	2614	2713	2878	3034
营业成本	1791	1852	1960	2061
销售费用	410	421	440	458
管理费用	102	106	111	115
财务费用	5	(1)	(4)	(6)
营业利润	199	229	258	288
利润总额	197	228	257	288
归属于母公司净利润	166	189	214	240
EPS	1.76	2.02	2.28	2.56
ROE	16.0%	16.8%	17.4%	18.2%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件, 我们得到公司 2024-2026 年营收为 2713.4/2878.4/3033.5 亿元, 归属母公司净利润 189/214/240 亿元, 利润年增速分别为 14.0%/12.9%/12.3%; 每股收益 2024-2026 年分别为 2.02/2.28/2.56 元。

## 盈利预测的敏感性分析

### 盈利随市场份额及三项费用率变化的敏感性分析（双因素敏感性分析）

根据欧睿的数据, 2023 年海尔大家电全球销量市占率为 17.2%, 位居首位。大家电销量市占率的变化和三项费用率对公司未来盈利影响较大, 故假设在不同市占率及三费情况下, 对公司 2024 年 EPS 的变化做敏感性分析, 结果如下:

表14: EPS 随市场份额和三项费用率变化的敏感性分析（元）

EPS (2024E)		全球大家电市场销量占比变化				
		16.2%	16.7%	17.2%	17.7%	18.2%
三项费用率变化	21.8%	2.24	2.31	2.38	2.45	2.51
	22.3%	2.13	2.19	2.26	2.32	2.39
	22.8%	2.01	2.08	2.14	2.20	2.26
	23.3%	1.90	1.96	2.02	2.07	2.13
	23.8%	1.79	1.84	1.90	1.95	2.01
	24.3%	1.68	1.73	1.78	1.83	1.88
	24.8%	1.56	1.61	1.66	1.70	1.75

资料来源: 国信证券经济研究所分析

## 盈利预测情景分析

我们采用中性、谨慎和乐观情境下公司的利润水平, 其中主要变量为收入增速、毛利率和费用率。在收入增速和盈利能力调整的情况下, 公司业绩的敏感性主要体现在 2023 年的利润增速上, 若收入、毛利率整体处于乐观/谨慎情况下 (收入增速提升/下降 5pct、毛利率提升/下降 0.5pct、费用率提升/下降 0.5pct), 2023-2026 年净利润复合增速分别为 22.4%和 3.8% (中性情况下复合增速 13.1%), 利润增速波动幅度约为 18.6pct。

表15: 情景分析 (乐观、中性、悲观)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>乐观预测</b>					
营业收入(百万元)	243,514	261,428	284,412	315,925	348,747
(+/-%)	7.0%	7.4%	8.8%	11.1%	10.4%
净利润(百万元)	14711	16597	22185	26059	30449
(+/-%)	12.6%	12.8%	33.7%	17.5%	16.8%
摊薄 EPS	1.56	1.76	2.36	2.78	3.25
<b>中性预测</b>					
营业收入(百万元)	243,514	261,428	271,341	287,839	303,351
(+/-%)	7.0%	7.4%	3.8%	6.1%	5.4%
净利润(百万元)	14711	16597	18926	21362	23993
(+/-%)	12.6%	12.8%	14.0%	12.9%	12.3%
摊薄 EPS(元)	1.56	1.76	2.02	2.28	2.56
<b>悲观的预测</b>					
营业收入(百万元)	243,514	261,428	258,270	261,059	262,075
(+/-%)	7.0%	7.4%	-1.2%	1.1%	0.4%
净利润(百万元)	14711	16597	15884	17218	18581
(+/-%)	12.6%	12.8%	-4.3%	8.4%	7.9%
摊薄 EPS	1.56	1.76	1.69	1.84	1.98
总股本(百万股)	9,447	9,438	9,383	9,383	9,383

资料来源: 国信证券经济研究所整理和预测

## 估值与投资建议

公司股票合理估值区间在 34.76-38.10 元, 维持优于大市评级。

考虑公司的业务特点, 我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

**绝对估值: 34.76-45.01 元**

未来 10 年估值假设条件见下表:

表16: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
营业收入增长率	7.01%	7.36%	3.79%	6.08%	5.39%	4.47%	4.00%	4.02%
营业成本/营业收入	68.67%	68.49%	68.26%	68.10%	67.94%	67.89%	67.84%	67.79%
管理费用/营业收入	4.01%	3.92%	3.90%	3.85%	3.80%	3.80%	3.80%	3.80%
研发费用/营业收入	3.90%	3.91%	3.90%	3.90%	3.90%	3.90%	3.90%	3.90%
销售费用/销售收入	15.85%	15.67%	15.50%	15.30%	15.10%	15.00%	15.00%	15.00%
营业税及附加/营业收入	0.33%	0.39%	0.36%	0.36%	0.36%	0.36%	0.36%	0.36%
所得税税率	17.19%	15.12%	16.42%	16.24%	15.93%	16.20%	17.00%	19.00%
股利分配比率	34.91%	43.53%	50.00%	55.00%	60.00%	60.00%	70.00%	70.00%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

表17: 资本成本假设

无杠杆 Beta	0.88	T	16.42%
无风险利率	2.50%	Ka	8.22%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	0.96
公司股价 (元)	30.82	Ke	8.75%
发行在外股数 (百万)	9383	E/(D+E)	90.05%
股票市值 (E, 百万元)	289181	D/(D+E)	9.95%
债务总额 (D, 百万元)	31936	WACC	8.32%
Kd	5.30%	永续增长率 (10年后)	2.0%

资料来源: wind, 国信证券经济研究所假设

注: 无杠杆 Beta 选取申万家电分类下前 10 大市值公司近 100 周的平均 Beta

根据以上主要假设条件, 采用 FCFF 估值方法, 得出公司价值区间为 34.76-45.01 元。从估值方法特征来看, 以 DCF、FCFF 为代表的绝对估值适用于连续盈利、商业模式较为稳定的公司。

表18: 海尔智家 FCFF 估值表

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	TV
EBIT	21,482	23,983	26,539	28,227	29,536	30,911	31,852	32,820	33,818	34,846	
所得税税率	16.4%	16.2%	15.9%	16.2%	17.0%	19.0%	21.0%	23.0%	25.0%	25.0%	
EBIT*(1-所得税税率)	17,954	20,087	22,312	23,655	24,515	25,038	25,163	25,272	25,364	26,135	
折旧与摊销	3,953	4,623	5,175	5,746	6,324	6,905	7,484	8,064	8,642	9,220	
营运资金的净变动	4,576	2,155	2,255	2,119	2,035	2,071	1,742	1,750	1,760	1,771	
资本性投资	(8,495)	(8,869)	(8,600)	(8,654)	(8,708)	(8,654)	(8,672)	(8,678)	(8,668)	(8,673)	
FCFF	17,988	17,997	21,142	22,866	24,167	25,360	25,718	26,407	27,098	28,453	459,323
PV (FCFF)	16,607	15,339	16,636	16,610	16,207	15,701	14,700	13,935	13,201	12,797	206,582
核心企业价值	358,315										
减: 净债务	(8,551)										
股票价值	366,865										
每股价值	39.10										

资料来源：国信证券经济研究所预测

### 绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表19：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		7.3%	7.8%	8.32%	8.8%	9.3%
永续 增长 率变 化	3.0%	53.59	48.02	43.50	39.75	36.60
	2.5%	49.73	<b>45.01</b>	41.11	37.82	35.03
	2.0%	46.60	42.52	<b>39.10</b>	36.18	33.66
	1.5%	44.00	40.43	37.38	<b>34.76</b>	32.47
	1.0%	41.82	38.64	35.90	33.52	31.43

资料来源：国信证券经济研究所分析

### 相对估值：30.82–38.10 元

主业为空调、冰箱、洗衣机且规模较大的头部家电企业有美的集团、格力电器、海信家电，选择作为海尔智家的可比公司。2024 年行业平均 PE 为 11.8 倍，但考虑到公司未来利润增速较快，且作为全球大家电龙头，公司出海进度领先、海外品牌布局广泛，未来全球增长空间充足，同样作为全球家电龙头的美的集团亦享受一定估值溢价，按 PEG=1.2–1.5 倍估值较为合理，对应 2024 年 15.1–18.9 倍，对应股价区间为 30.82–38.10 元。

表20：海尔智家与可比公司估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			2024–2026 年复合增速		PE			PEG (2024E)	
					2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E		
000333.SZ	美的集团	优于大市	75.27	5,756	337	378	417	457	9.9%	17.1	15.2	13.8	12.6	1.5
000651.SZ	格力电器	优于大市	46.99	2,632	290	316	342	371	8.3%	9.1	8.3	7.7	7.1	1.0
000921.SZ	海信家电	优于大市	29.26	406	28	34	39	44	13.9%	14.3	12.0	10.5	9.3	0.9
	平均值									13.5	11.8	10.7	9.6	1.1
600690.SH	海尔智家	优于大市	30.82	2,892	166	189	214	240	12.6%	17.4	15.3	13.5	12.1	1.2

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理和预测

注：美的集团、格力电器、海信家电盈利预测取自 wind 一致预测

### 投资建议

综合上述几个方面的估值，我们认为公司股票合理估值区间在 34.76–38.10 元之间，对应 2024 年估值为 17.2–18.9 倍，相对于公司目前股价有 13%–24% 溢价空间。公司海外业务经过长时间的本土化运营和品牌收并购，已在北美、欧洲、澳洲等区间建立起较强的竞争优势，是我国家电出海的佼佼者。海外大家电市场空间广阔，成熟市场规模依然稳健增长，新兴市场成长活力较强，凭借着在海外本土化运营和团队管理、全球化平台打造、渠道建设与品牌营销等多方面丰富的经验和能力，公司有望在海外市场持续稳健增长。经过对海外各区域的测算，我们预计公司在海外市场收入规模仍存在约 60% 增长空间，随着公司利润率逐步向海外龙头家电企业靠拢，海外经营利润存在翻倍增长空间，公司出海发展仍大有可为，维持“优于大市”评级。

## 风险提示

### 估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 34.76-38.10 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.5%、风险溢价 6.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取了与公司业务相同或相近的国内白电龙头如美的集团、格力电器、海信家电等的相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2024 年平均 PEG 做为相对估值的参考，同时考虑公司的龙头地位和成长性，选择家电龙头美的集团的 PEG 水平作为上限，最终给予公司 2024 年 15-19 倍 PE 估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

### 盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入增长 3.8%/6.1%/5.4%，可能存在对全球家电需求表现预测偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利率分别为 31.7%/31.9%/32.1%，延续提升趋势，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年销售费用率及管理费用率维持小幅下降趋势，可能存在对公司费用率估计偏低，从而高估未来 3 年业绩的风险。

### 经营风险

**宏观经济增速放缓导致市场需求下降的风险：**白色家电产品属于耐用消费类电器产品，用户收入水平以及对未来收入增长的预期，将对产品购买意愿产生一定影响，如果宏观经济增幅放缓导致用户购买力下降，将对行业增长产生负面影响。另外，房地产市场增幅放缓也将对市场需求产生一定负面影响，间接影响家电产品的终端需求。

**行业竞争加剧导致的价格战风险：**白电行业充分竞争、产品同质化较高，近年来行业集中呈现提升态势，但个别子行业因供需失衡形成的行业库存规模增加可能会导致价格战等风险。此外，由于技术飞速发展、行业人才匮乏、产品寿命周期缩短及易于模仿，越来越难以获益。新的产品、服务和技术通常伴随着较高的售价，同时公司不得不在研发上投入更多。

**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，如原材料供应价格持续上涨，将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，任何供应商的供应中断或价格大幅上涨均会对公司的业务造成负面影响。

**海外业务运营风险：**公司业务全球化稳步发展，已在全球多地建立生产基地、研发中心和营销中心，海外收入占比逐年提升。海外市场受当地政治经济形势（如发生军事冲突、战争等事件）、法律体系和监管制度影响较多，上述因素发生重大变化，将对公司当地运营形成一定风险。

**汇率波动风险：**随着公司全球布局的深入，公司产品进出口涉及美元、欧元、日元等外币的汇兑，如果相关币种汇率波动，将对公司财务状况产生一定影响，增加财务成本。此外，公司的综合财务报表以人民币计值，而附属公司的财务报表则以该实体经营所在的主要经济环境的货币计量和呈报，因此亦面临货币兑换的风险。

## 财务风险

**应收账款风险：**公司 2024H1 应收账款账面价值为 307 亿元，占总资产的比例为 12%。如果宏观经济形势及行业发展前景发生重大不利变化或个别客户经营状况发生困难，则公司存在因应收账款难以收回而产生坏账的风险。

**存货跌价风险：**公司 2024H1 存货账面价值为 395 亿元，占当期总资产的比例为 15%。若未来市场环境发生变化或竞争加剧导致产品滞销、存货积压等情况，将造成公司存货跌价损失增加，对公司的盈利能力产生不利影响。

**商誉减值风险：**公司此前海外并购较多、产生较多商誉，目前商誉 243 亿元、占总资产的 9%，若被收购业务表现不及预期，存在商誉减值风险。

## 政策风险

家电行业与消费品市场、房地产市场密切相关，宏观经济政策、消费投资政策、房地产政策以及相关的法律法规的变动，都将对产品需求造成影响，进而影响公司产品销售。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	54139	54486	64311	73091	81301	营业收入	243514	261428	271341	287839	303351
应收款项	27361	30791	31223	33121	34906	营业成本	167223	179054	185222	196021	206103
存货净额	41543	39524	40040	42274	44375	营业税金及附加	813	1016	974	1038	1092
其他流动资产	6820	6865	7220	7639	8055	销售费用	38598	40978	42058	44039	45806
<b>流动资产合计</b>	<b>130383</b>	<b>132620</b>	<b>143844</b>	<b>157122</b>	<b>169633</b>	管理费用	10837	11490	11023	11522	11968
固定资产	31253	35007	38179	41224	43772	研发费用	9499	10221	10582	11236	11844
无形资产及其他	10506	11006	10566	10126	9685	财务费用	(246)	514	(136)	(355)	(562)
投资性房地产	39173	49199	49199	49199	49199	投资收益	1833	1910	1871	1871	1884
长期股权投资	24528	25547	26621	27684	28750	资产减值及公允价值变动	(1622)	(1485)	(1469)	(1526)	(1193)
<b>资产总计</b>	<b>235842</b>	<b>253380</b>	<b>268408</b>	<b>285355</b>	<b>301040</b>	其他收入	845	1301	873	1087	1026
短期借款及交易性金融负债	15938	14051	14000	14663	14238	营业利润	17844	19880	22893	25770	28818
应付款项	66975	69278	72466	76383	80205	营业外净收支	(54)	(168)	(61)	(54)	(44)
其他流动负债	35720	36652	38291	40280	42211	<b>利润总额</b>	<b>17790</b>	<b>19712</b>	<b>22832</b>	<b>25716</b>	<b>28774</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>118632</b>	<b>119981</b>	<b>124757</b>	<b>131326</b>	<b>136654</b>	所得税费用	3058	2980	3749	4177	4583
长期借款及应付债券	13591	17936	17936	17936	17936	少数股东损益	21	135	157	177	198
其他长期负债	8905	9551	10262	10947	11627	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>14711</b>	<b>16597</b>	<b>18926</b>	<b>21362</b>	<b>23993</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>22496</b>	<b>27488</b>	<b>28198</b>	<b>28883</b>	<b>29563</b>	<b>现金流量表（百万元）</b>					
<b>负债合计</b>	<b>141129</b>	<b>147468</b>	<b>152955</b>	<b>160209</b>	<b>166217</b>	<b>净利润</b>	<b>14711</b>	<b>16597</b>	<b>18926</b>	<b>21362</b>	<b>23993</b>
少数股东权益	1291	2398	2476	2556	2635	资产减值准备	(8)	(426)	342	115	123
股东权益	93423	103514	112977	122590	132188	折旧摊销	5635	5227	3953	4623	5175
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>235842</b>	<b>253380</b>	<b>268408</b>	<b>285355</b>	<b>301040</b>	公允价值变动损失	1622	1485	1469	1526	1193
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	(246)	514	(136)	(355)	(562)
每股收益	1.56	1.76	2.02	2.28	2.56	营运资本变动	(5910)	(8027)	4576	2155	2255
每股红利	0.54	0.77	1.01	1.25	1.53	其它	22	503	(263)	(35)	(44)
每股净资产	9.89	10.97	12.04	13.07	14.09	<b>经营活动现金流</b>	<b>16072</b>	<b>15359</b>	<b>29003</b>	<b>29746</b>	<b>32696</b>
ROIC	17%	16%	17%	19%	21%	资本开支	0	(5822)	(8495)	(8869)	(8600)
ROE	16%	16%	17%	17%	18%	其它投资现金流	2266	(434)	(95)	52	0
毛利率	31%	32%	32%	32%	32%	<b>投资活动现金流</b>	<b>971</b>	<b>(7275)</b>	<b>(9664)</b>	<b>(9879)</b>	<b>(9665)</b>
EBIT Margin	7%	7%	8%	8%	9%	权益性融资	760	946	0	0	0
EBITDA Margin	9%	9%	9%	10%	10%	负债净变化	10552	4345	0	0	0
收入增长	7%	7%	4%	6%	5%	支付股利、利息	(5135)	(7224)	(9463)	(11749)	(14396)
净利润增长率	13%	13%	14%	13%	12%	其它融资现金流	(20355)	(2923)	(51)	663	(425)
资产负债率	60%	59%	58%	57%	56%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(8761)</b>	<b>(7736)</b>	<b>(9514)</b>	<b>(11086)</b>	<b>(14821)</b>
股息率	1.8%	2.5%	3.3%	4.0%	4.9%	<b>现金净变动</b>	<b>8282</b>	<b>348</b>	<b>9824</b>	<b>8780</b>	<b>8210</b>
P/E	19.8	17.5	15.3	13.5	12.1	货币资金的期初余额	45857	54139	54486	64311	73091
P/B	3.1	2.8	2.6	2.4	2.2	货币资金的期末余额	54139	54486	64311	73091	81301
EV/EBITDA	19.5	18.3	17.4	15.7	14.4	企业自由现金流	0	7224	17988	17997	21142
						权益自由现金流	0	8646	18052	18957	21190

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032