

海尔智家 (600690)

证券研究报告

2021 年 07 月 30 日

深度跟踪系列一：全球化品牌初步起航

前瞻性海外布局，打造全品牌矩阵

公司不断并购海外优质资产，战略定位全球龙头地位。自各海外资产收购以来，海外收入占比快速上升（海外收入占比由 2011 年的 11% 上升至 49%）；此外，海外的盈利能力也随着海外布局的完善而不断提升（2011 年海外毛利率为 8%，2020 年海外毛利率为 28%）。**商业模式上**，公司通过产业链协同、产品协同、品牌协同实现高效的产品、品牌互补和市场扩张。

短中期：三大区域快速发展，拓展海外收入空间

我们以大家电保有量为划分标准，将北美、欧洲、澳新、日本划入成熟市场，南亚、东南亚划分为新兴市场。**成熟市场之北美**：2016 年海尔并购 GEA，开启北美市场的战略布局。在 GEA 被并购后，其自身水洗产品市场地位逐步提升，同时借力于平台资源，收入规模提升、运营效率逐步得到改善。我们预计海尔北美市场 2025 年收入有望实现 936 亿元。**成熟市场之欧洲**：2019 年初海尔成功并购 Candy，与海尔品牌间达成产品互补，实现品牌与种类全方位覆盖。同时双品牌对标市场不同，广泛覆盖消费者人群。此外，海尔丰富的线上管理经验以及合理的品牌定位将助力 Candy 把握此轮市场渠道变化带来的机会。我们预计 2025 年海尔在欧洲市场收入有望达到 278 亿元。**新兴市场之南亚和东南亚**：21 世纪初，海尔以自有品牌开始布局南亚及东南亚市场。新兴市场大家电尚存较大发展空间，预计未来 5 年保有量增速 CAGR 在 11%。海尔通过产品、渠道和品牌协同，在新兴市场快速拓展。预计 2025 年海尔在该部分市场的收入规模有望达到 210 亿元。**其他区域**：主要为日本、澳新，市场空间相对稳定，预计该部分市场至 2025 年收入规模达到 119 亿元。

长期视角：期待品牌协同迸发更多活力

当下海尔尚处于品牌协同早期，即品牌引入期。随着品牌布局完善，将逐步步入差异化品牌布局，以及最后阶段的全球统一管理，进而最大程度释放品牌协同带来的强市场拓展推动力。

盈利预测与估值

盈利预测：我们将公司整体收入拆分为国内和海外，基于公司全球品牌的前瞻性布局，我们预计公司 21-23 年的收入为 2341/2605/2879 亿元，同比增速为 11.6%/11.3%/10.5%；对应净利润为 124/147/165 亿元，同比增速为 39.5%/19%/11.7%（前值：21-22 年收入为 2263/2455 亿元；净利润为 93/107 亿元）；对应 21/22/23 年 PE 分别为 18/15/14X，维持买入评级。

风险提示：原材料价格上涨；海外品牌和品类拓展受阻；海外收入空间等测算具有一定主观性；疫情反复。

投资评级

行业	家用电器/白色家电
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	23.7 元
目标价格	33 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	9,393.17
流通 A 股股本(百万股)	6,308.55
A 股总市值(百万元)	222,618.14
流通 A 股市值(百万元)	149,512.70
每股净资产(元)	7.96
资产负债率(%)	62.86
一年内最高/最低(元)	35.95/18.72

作者

孙谦 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521050004
sunqiana@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《海尔智家-季报点评:降费增效逐步兑现，Q3 业绩表现超预期》
2020-10-31
- 2 《海尔智家-半年报点评:公司经营逐月改善，盈利能力有望持续提升》
2020-09-01
- 3 《海尔智家-公司点评:H 股私有化方案出炉，协同放大竞争优势》
2020-08-02

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	200,761.98	209,725.82	234,117.36	260,521.46	287,938.30
增长率(%)	9.52	4.46	11.63	11.28	10.52
EBITDA(百万元)	26,266.14	28,254.86	17,863.94	21,167.09	23,373.95
净利润(百万元)	8,206.25	8,876.59	12,381.85	14,734.46	16,456.63
增长率(%)	10.30	8.17	39.49	19.00	11.69
EPS(元/股)	1.25	1.35	1.32	1.57	1.75
市盈率(P/E)	19.00	17.57	17.98	15.11	13.53
市净率(P/B)	4.65	3.33	2.99	2.62	2.31
市销率(P/S)	1.11	1.06	0.95	0.85	0.77
EV/EBITDA	5.20	5.95	10.60	8.67	6.68

资料来源：wind，天风证券研究所



内容目录

1. 前瞻性海外布局，打造全价格带品牌矩阵	5
1.1. 海外布局基本完成，逐渐进入收获阶段	5
1.2. 商业模式：产业链、产品和品牌协同，实现三维共振	7
2. 短中期：三大区域快速发展，拓展海外收入空间	8
2.1. 成熟市场之北美：并购 GEA，协同发力	8
2.1.1. GEA 的收入与利润提升空间从何而来？	9
2.1.2. 并购后，协同作用效果渐现，北美市场未来可期	11
2.2. 成熟市场之欧洲：产品互补，线上兴起带来更多机遇	14
2.2.1. 战略核心——品牌互助，全面提升消费群体覆盖率	14
2.2.2. 线上渠道兴起，为 Candy 带来更多机遇	15
2.3. 新兴市场之南亚和东南亚：行业高速发展，公司率先享有红利	17
2.3.1. 新兴市场尚在增长期，规模空间较大	17
2.3.2. 产品、渠道、品牌协同，助力公司快速发展	18
2.4. 其他区域：存在一定增长空间	20
3. 长期视角：期待品牌协同迸发更多活力	22
3.1. 早期阶段——品牌引入	22
3.2. 中期阶段——差异化品牌布局	23
3.3. 后期阶段——统一全球管理体系	23
4. 盈利预测与估值讨论	23
4.1. 盈利预测	23
4.1.1. 收入端	23
4.1.2. 利润端	26
4.2. 估值讨论	27
5. 风险提示	27

图表目录

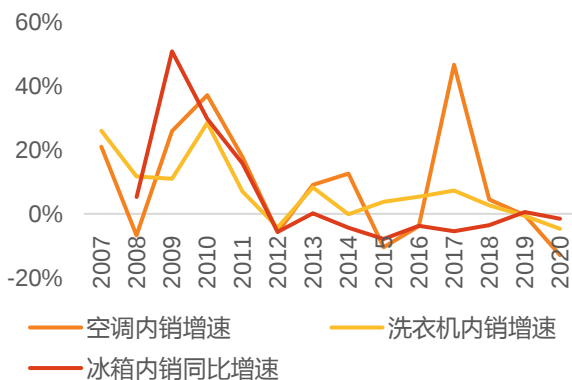
图 1：国内空、冰、洗内销量增速情况	5
图 2：海外大家电保有量情况（台/百户）	5
图 3：各国冰箱保有量（台/百户）	5
图 4：各国洗碗机保有量（台/百户）	5
图 5：海尔智家按区域收入划分（亿元，%）	6
图 6：2020 年海外各区域收入占比（亿元）	6
图 7：海尔智家国内外盈利能力（%）	6
图 8：海尔智家全球布局情况	7
图 9：海尔品牌布局	8
图 10：美国市场分品牌大家电销量市占率（%）	8
图 11：GEA 旗下品牌矩阵	9

图 12: GEA Vs.惠而浦(北美)的 EBIT/Sales (%)	9
图 13: GEA 与惠而浦 (北美) 毛利率对比 (%)	9
图 14: GEA 收入 Vs. 惠而浦 (北美) 收入 (亿美元)	10
图 15: 2015 年 1-9 月 GEA 产品收入占比	10
图 16: 2015 年惠而浦产品收入占比	10
图 17: 美国市场各企业冰箱销量占比 (%)	10
图 18: 美国市场各企业洗衣产品销量占比 (%)	10
图 19: 2015 年 GE 集团各业务收入占比情况 (十亿美元)	11
图 20: 截至 2020 年美国市场大家电分品牌销量占比 (%)	11
图 21: 美国地区 Bestbuy 官网热销品中 GEA 产品及性能	12
图 22: 美国市场惠而浦和 GEA 旗下衣洗类产品销量占比 (%)	12
图 23: 美国市场大家电惠而浦旗下品牌与 GEA 品牌销量占比 (%)	12
图 24: HOPE 创新平台	13
图 25: 美国大家电市场品牌按销量占比 (%)	13
图 26: 2018 年东欧市场海尔和 Candy 品牌产品销量占比 (%)	14
图 27: 2018 年西欧市场海尔和 Candy 品牌销量占比 (%)	14
图 28: 成熟市场分品牌集中度 CR3 (%)	15
图 29: 各国大家电线上销售占比情况 (%)	15
图 30: 2020 年各国大家电线上销售占比同比增速 (%)	15
图 31: Candy 品牌于法国和意大利市场的大家电销量占比 (%)	16
图 32: 南亚及东南亚地区海尔大家电市占率 (%)	17
图 33: 新兴国家人均可支配收入/各品类对应国内发展时期的人均可支配收入 (倍数关系)	18
图 34: 海尔 BM 冰箱	19
图 35: 2018-2020 年海尔研发费用及费率情况 (亿元)	19
图 36: 海尔巴基斯坦首次提供全新“云众播体验”互动	20
图 37: 日本大家电市场销量情况 (千台)	21
图 38: 品牌大家电销量占比 (%)	21
图 39: 澳新市场各品牌大家电市场销量占比 (%)	22
图 40: 行业收入规模增速和澳新市场收入增速对比 (%)	22
图 41: DCF 估值模型	27
图 42: DCF 估值模型下, 每股收益受参数影响的敏感性分析 (元/股)	27
表 1: 海尔智家的海外收购历程	6
表 2: Candy 品牌收购史	14
表 3: 各品牌大家电市占率情况 (%)	16
表 4: 与新兴市场冰、洗当下发展类似下, 国内对应品类所处发展时间阶段	17
表 5: 各国保有量 and 人均可支配收入线性回归下拟合度 R ² 值	18
表 6: 新兴国家未来 5 年人均可支配收入 CAGR 和大家电保有量 CAGR 预测	18
表 7: 海尔全球品牌布局情况	22
表 8: 海外收入预测 (亿元)	23

表 9：空调业务收入预测.....	24
表 10：冰箱业务收入预测	25
表 11：洗衣机业务收入预测.....	25
表 12：厨房及小家电业务收入预测（亿元）	26
表 13：按产品分毛利率.....	26

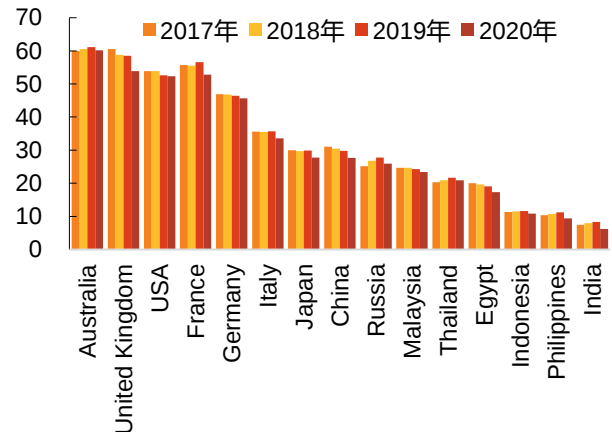
近几年来，国内大家电市场规模增速放缓，家电企业在稳固国内市场地位、改善产品结构的同时，也纷纷迈出国门，寻求更广阔的发展空间。**放眼全球大家电市场，各个区域的产品市场成熟度和格局存在一定差异：**从大家电保有量角度看，中国大家电市场除洗碗机处于较低保有量，其他品类的整体保有量较高，且当前已形成相对稳定的市场竞争格局（2020年空、冰、洗线下CR3分别为80%/67%/71%）。相比之下，海外市场印度、巴基斯坦、菲律宾等地大家电保有量仍有较大可提升空间（或将是未来各品牌长期下的海外规模增长核心区域）；北美、欧洲、澳新等区域，尽管核心大家电百户保有量较高，但市场内部品牌的市场份额有一定可挖掘空间（利于海尔旗下品牌海外短中期的规模增长）。**海尔作为国内成功的家电企业，在全球自主品牌经营上有着前瞻性布局，主要是通过三个维度进行协同拓展，包括产业链协同、产品协同和品牌协同。**

图 1：国内空、冰、洗内销量增速情况



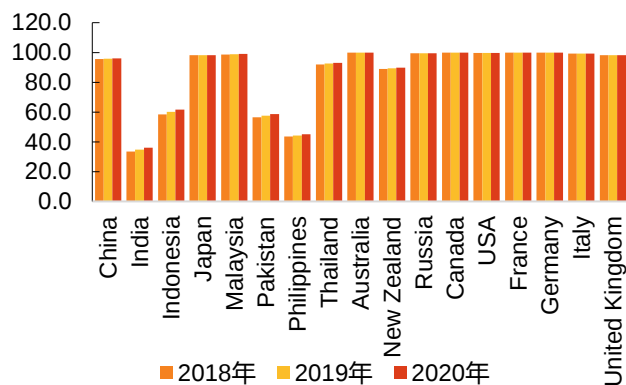
资料来源：产业在线，天风证券研究所

图 2：海外大家电保有量情况（台/百户）



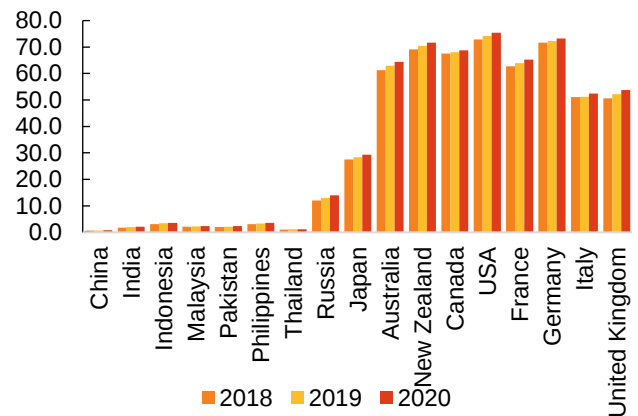
资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 3：各国冰箱保有量（台/百户）



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 4：各国洗碗机保有量（台/百户）



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

1. 前瞻性海外布局，打造全价格带品牌矩阵

1.1. 海外布局基本完成，逐渐进入收获阶段

公司战略定位全球，不断前瞻性并购海外优质资产。2005 年海尔集团提出全球化战略，并开启海外市场布局；2011 年海尔集团通过收购日本三洋电机布局日本和东南亚等地区白电业务；2012 年海尔集团成为斐雪派克电器控股有限公司 90%或超过 90%股份的持有人或控

股人，布局澳新市场；2015 年青岛海尔收购海尔集团所持有海外家电业务；2016 年青岛海尔收购 GE 下家电业务，布局北美市场；2019 年青岛海尔收购 Candy，进入欧洲市场。

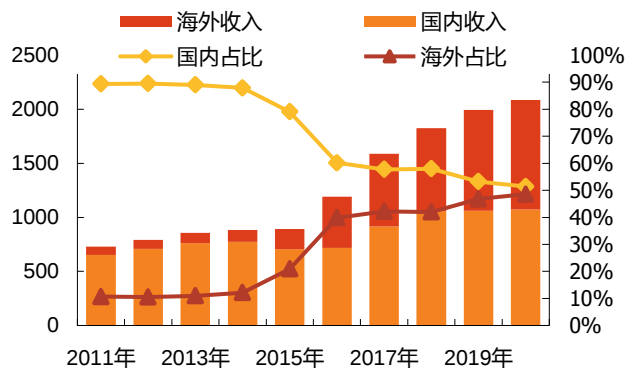
表 1：海尔智家的海外收购历程

时间	收购项目	布局区域
2011 年	海尔集团收购三洋电机	日本、东南亚市场
2012 年	海尔集团收购 FPA	澳新市场
2015 年	青岛海尔收购海尔集团海外家电业务	-
2016 年	青岛海尔收购 GE 下家电业务	北美市场
2019 年	青岛海尔收购 Candy	欧洲市场

资料来源：公司官网，天风证券研究所

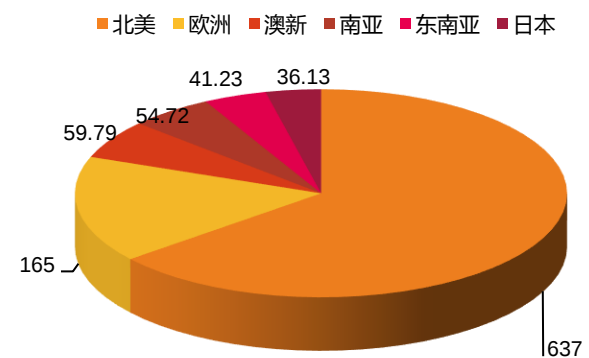
自收购以来，海外收入占比快速上升。2011 年公司海外收入仅 77.74 亿元，占总收入比重为 10.65%（总收入为 729.82 亿元）。随着海外市场的不断布局，截至 2020 年海外收入实现 1013.52 亿元，贡献总收入的 48.59%（总收入为 2086 亿元），其中北美市场收入贡献海外总收入的 63%、其次为欧洲市场（16%）、澳新（6%）。

图 5：海尔智家按区域收入划分（亿元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

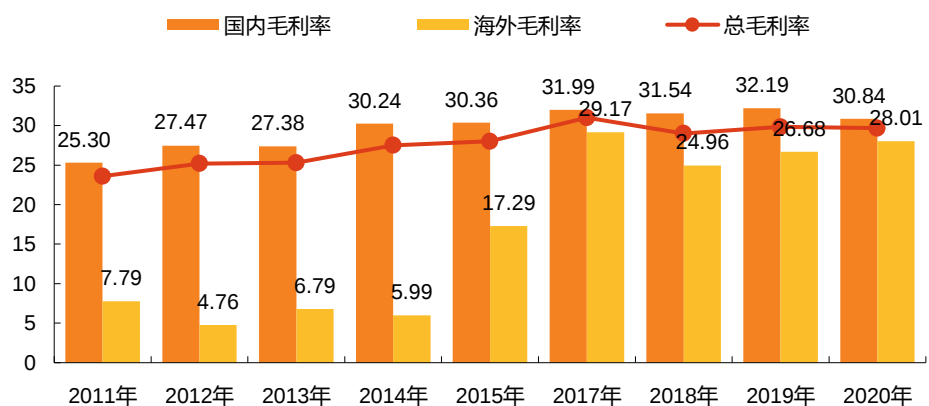
图 6：2020 年海外各区域收入占比（亿元）



资料来源：海尔 2020 年年报，天风证券研究所

海外布局的逐步完善，公司海外盈利能力不断提升。2011 年公司海外毛利率约 8%，整体毛利率为 23.6%。随着 2019 年 Candy 的并购完成，2020 年公司海外毛利率上升至 28%，整体毛利率达到为 29.68%。

图 7：海尔智家国内外盈利能力（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

1.2. 商业模式：产业链、产品和品牌协同，实现三维共振

海尔通过收购扩张，已完成从上游采购供应到终端触达消费者的全产业链、全球型覆盖，实现多角度共振，成为公司长远发展的核心竞争力。

图 8：海尔智家全球布局情况



资料来源：公司官网，天风证券研究所

➤ 产业链协同：降本增效，加速市场扩张

全球采购与供应链协同：公司在采购方面借助全球采购运营平台，共享采购资源，实现规模效应。在供应链上，利用可视化、数字化供应链管理体系，高效部署全球产能。

全球渠道协同：公司通过并购品牌切入不同国家，借助本国品牌的成熟渠道，高效且高速推进旗下品牌矩阵进入市场并做大市场。

➤ 产品间协同：实现各品牌间产品互补

全球协同研发与产品开发：研发层面，公司具有全球技术研发机制，共享通用模块和复用技术及在合规范围内共享专利。此外，公司自主搭建了海尔开放伙伴关系系统（HOPE 平台），HOPE 平台已链接全球一流资源超过 100 万、专利成果超过 3000 万，资源方可参与到公司以用户为中心的迭代式研发流程中。**开发层面，**全球产品开发机制协调全球产品合作开发，实现产品类别之间的区域合作和补充，完善品牌间的产品空缺。

➤ 品牌协同：达成各市场矩阵式布局

品牌复制、协同营销，加速品牌推广：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的营销策略。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。在此模式下，在不同区域中完成不同层级定位的品牌矩阵搭建。

图 9：海尔品牌布局



资料来源：公司官网，天风证券研究所

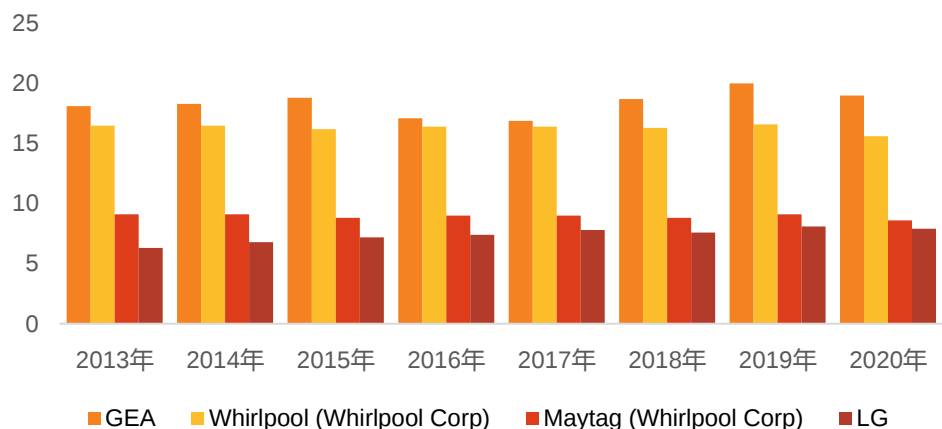
2. 短中期：三大区域快速发展，拓展海外收入空间

随着海外资产收购的完成，海尔在海外布局逐步迈入收获期。我们基于开篇提到的保有量情况，以核心大家电保有量为划分标准，将海外的市场分为**成熟市场**和**新兴市场**，其中北美、欧洲、澳新、日本划入**成熟市场**，南亚、东南亚划分为**新兴市场**。

2.1. 成熟市场之北美：并购 GEA，协同发力

2016 年，海尔并购北美家电巨头 GEA，开启北美市场的战略布局。根据欧睿数据，2015 年美国大家电市场销量占比前三品牌分别为 GEA、惠而浦和美泰克（惠而浦收购品牌），此轮海尔通过收购 GEA，深度布局北美市场。

图 10：美国市场分品牌大家电销量市占率（%）



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

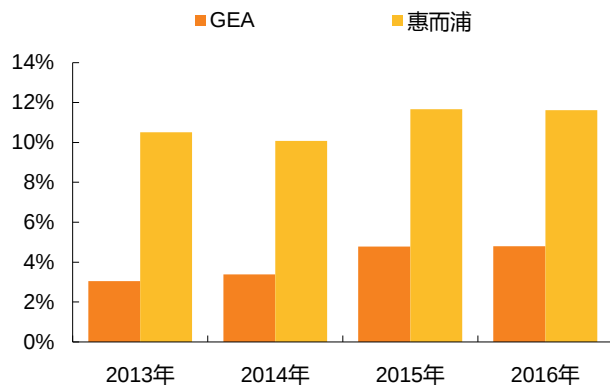
GEA 品牌布局完善，收入与利润提升空间较大。一方面，GEA 品牌布局完善，通过多元化子品牌设立，定位不同层级消费人群，品牌矩阵较为完善。另一方面，GEA 被收购前相较于北美龙头惠而浦，在收入与利润上均有显著提升空间：从收入角度看，2014 年被收购前 GEA 收入规模约为 59.08 亿美元，同期惠而浦收入规模约 106.34 亿美元，两者规模相差约 80%；从毛利角度看，2014 年 GEA 毛利虽高于同期惠而浦（北美），但 EBIT 率差距较为明显：2014 年 GEA 的 EBIT/Sales 为 3.39%，而惠而浦（北美）为 10.57%，相差约 7 个点。

图 11：GEA 旗下品牌矩阵



资料来源：公司官网，天风证券研究所

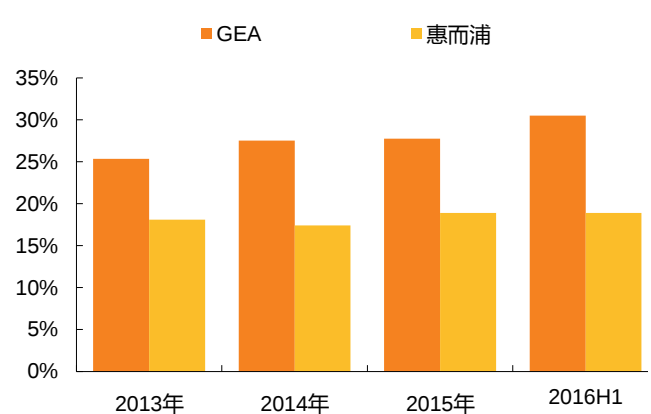
图 12：GEA Vs.惠而浦(北美)的 EBIT/Sales (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

注：其中 GEA 在 2015 年数据为前三季度数据，2016 年数据为其上半年数据

图 13：GEA 与惠而浦（北美）毛利率对比 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

注：其中 GEA 在 2015 年数据为前三季度数据，2016 年数据为其上半年数据

2.1.1. GEA 的收入与利润提升空间从何而来？

被海尔收购后的 GEA，收入与利润提升空间从何而来？我们从收入与费用支出两个角度进行分析，并认为最终 GEA 收入规模的提升是核心驱动因素。

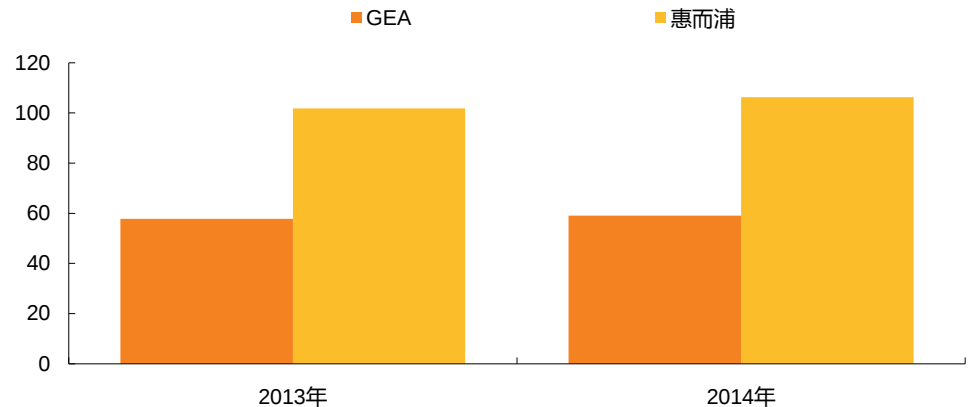
➤ 收入端：惠而浦各品类发展均衡，GEA 洗衣类产品偏弱

2014 年，惠而浦（北美）收入为 106.34 亿美元，而 GEA 仅为 59.08 亿美元，收入规模差距较大。从两者旗下的细分品类情况来看，2015 年惠而浦收入占比最高的单品为洗衣类产品，占其收入比重在 29%，第二大品类为制冷产品，占收入比重 28%；而 GEA 第一大品类为厨电产品，占其当年收入比重在 34%，第二大品类为制冷产品，占其收入比重在 29%。

从主要单品的市占率表现来看，惠而浦在北美市场表现更为均衡：根据欧睿数据，2015 年惠而浦洗衣产品在美国市场销量占比达 43%，较大幅度领先 GEA 的 14% 市占率；而 GEA 自身体量最大的厨电产品，2015 年在美国市场厨电销量占比 25%，惠而浦的厨电占比为 21%，差距相对较小。除大家电外，小家电产品布局上，惠而浦也强于 GEA，其 2015 年收入体

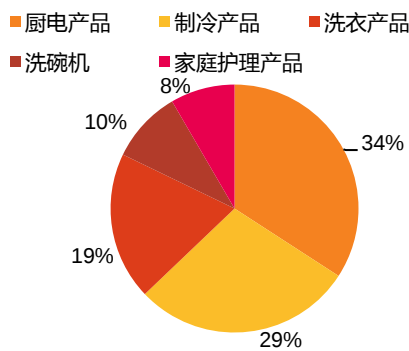
量中有 8%来自家庭护理类产品。因此，部分品类上的偏弱，是 GEA 在被收购前收入规模较小的主要原因。

图 14：GEA 收入 Vs. 惠而浦（北美）收入（亿美元）



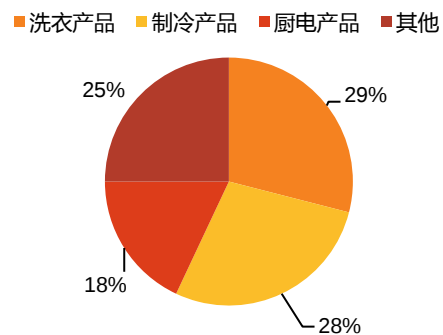
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 15：2015 年 1-9 月 GEA 产品收入占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 16：2015 年惠而浦产品收入占比



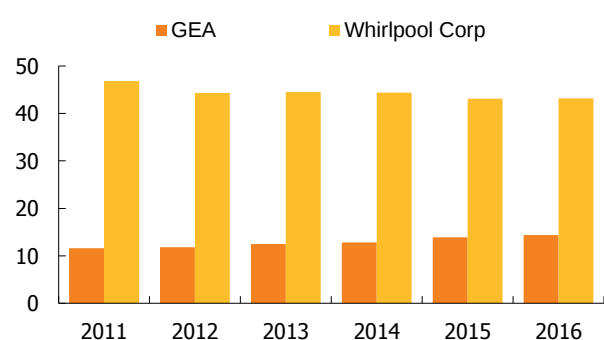
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 17：美国市场各企业冰箱销量占比 (%)



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 18：美国市场各企业洗衣产品销量占比 (%)



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

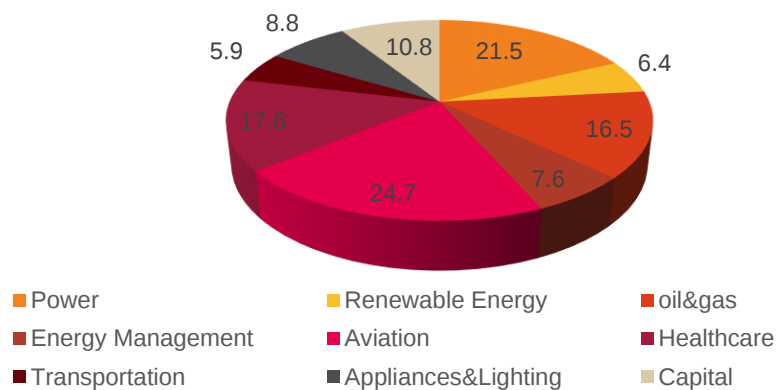
➤ 费用端：渠道合作模式和运营效率导致费用支出存在差异

惠而浦与 GEA 在北美市场渠道结构差异导致两者费用支出水平不同。根据惠而浦 2014 年

年报，其主要销售对象为大零售商。由于惠而浦北美销售呈现低毛利率、高 EBIT 率的特征（根据报表数据，相对 GEA），我们推测惠而浦凭借自身规模优势，与北美大零售商很可能采用买断包销的形式与其合作，销售效率较高。反观 GEA，据 2014 年报，其部分家电产品通过大零售商售卖，部分产品售卖通过建筑承包商，与大零售商的合作占比预计低于惠而浦的水平。因此 GEA 在产品具有高毛利率的同时，EBIT 率反而较低，背后实际的原因可能依然主要是来自销售体量差异带来的渠道合作模式上的差异。

除此之外，GEA 的经营效率可能也受到其在被收购前与 GE 集团其他业务之间关联度较低的影响。被收购前，GEA 从属于 GE 集团下的家用电器与照明业务，为集团收入规模占比较小的业务（据集团 2015 年年报披露，家电及照明业务收入占比为 7.35%），而彼时 GE 集团的主要业务为航空业、能源业和油气类等 2B 为主的业务。在此业务分布下，一方面 GE 集团对家电业务的资源分配上可能存在不足；另一方面 GEA 本身与集团其他业务的协同效应上也有缺失，运营效率并没有在集团层面优化。相比之下，惠而浦则为单一家电主业企业，资源更为聚焦，且各分业务间资源共享与协同更好，运营效率更高。

图 19：2015 年 GE 集团各业务收入占比情况（十亿美元）

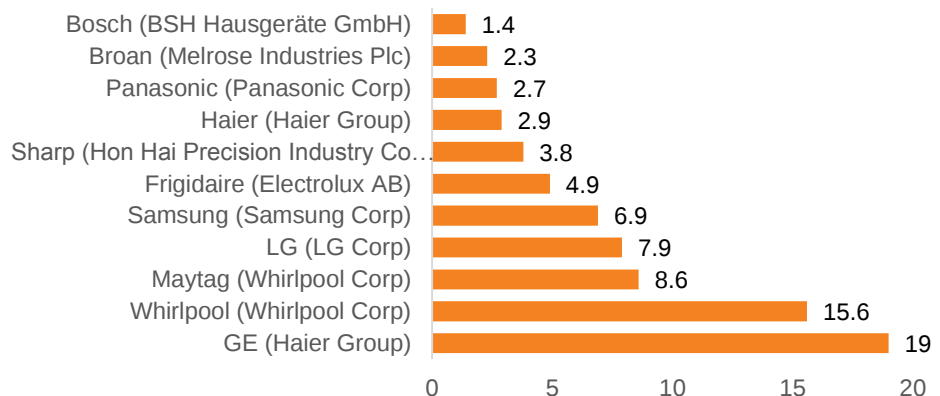


资料来源：GE 年报，天风证券研究所

2.1.2. 并购后，协同作用效果渐现，北美市场未来可期

目前北美区域中海尔旗下品牌包括 GEA、海尔、费雪派克等。据欧睿数据统计，截至 2020 年美国大家电市场中，海尔旗下品牌销量占比为 22.2%，其中 GEA 销量占比 19%，因此我们下文分成核心品牌 GEA 和海尔外埠品牌进一步分析。

图 20：截至 2020 年美国市场大家电分品牌销量占比 (%)

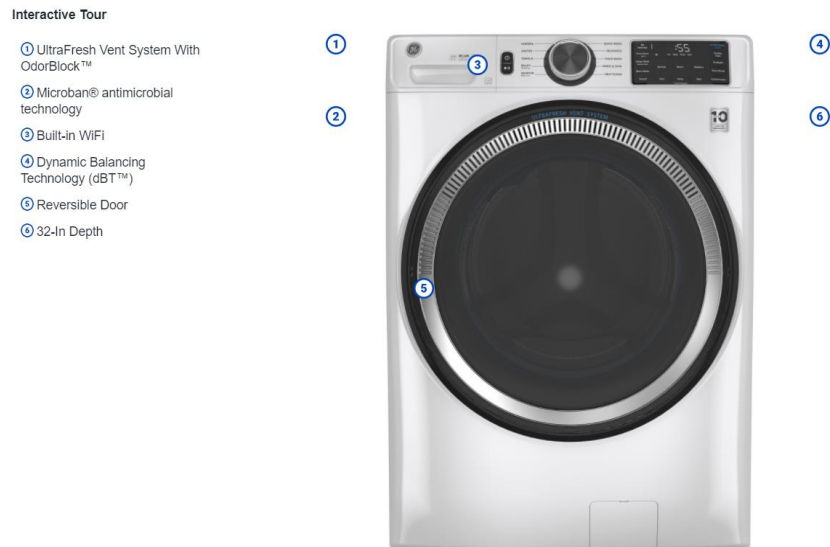


资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

➤ GEA：补齐短板，提升规模

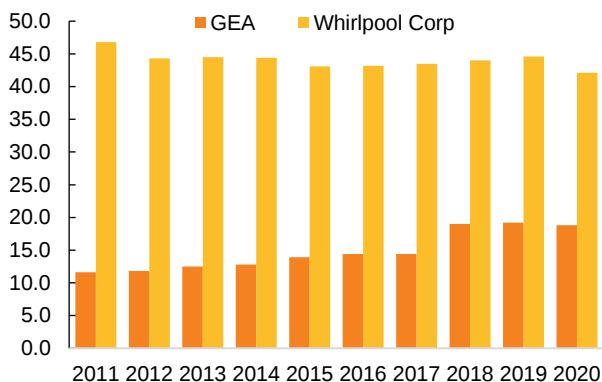
与海尔共享平台研发技术，提升和创新产品性能，弱势产品得到强化，市占率显著提升。GEA 洗衣产品在北美市场地位较惠而浦相对弱势（2015 年 GEA 洗衣机销量份额为 13.9%、惠而浦为 43%），并购后 GEA 团队与海尔共享全球研发资源，强化产品性能，推出新品。例如内置 UltraFresh 通风系统和 Microban 抗菌技术的新型滚筒洗衣机，位居 Bestbuy 热销榜前列。据欧睿数据，2016 年开始 GEA 的洗衣类产品市场份额稳步提升，截至 2019 年销量市占率接近 20%。与此同时，GEA 在原有产品的研发上也在不断投入与强化。GEA 基于全球化研发平台，还强化了微波炉中的温度控制、智能家居系统的数据安全性等性能，对应整体大家电的北美市场份额也有一定提升。

图 21：美国地区 Bestbuy 官网热销品中 GEA 产品及性能



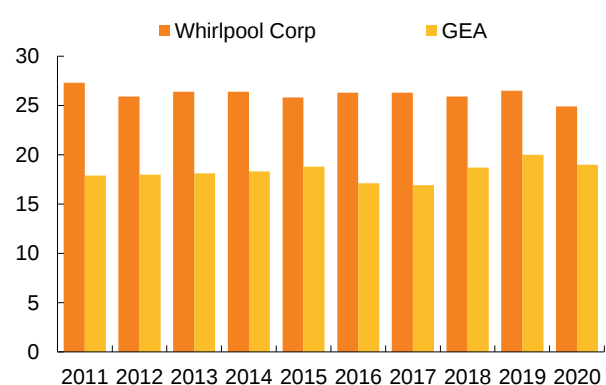
资料来源：Bestbuy 官网，天风证券研究所

图 22：美国市场惠而浦和 GEA 旗下衣洗类产品销量占比（%）



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 23：美国市场大家电惠而浦旗下品牌与 GEA 品牌销量占比（%）



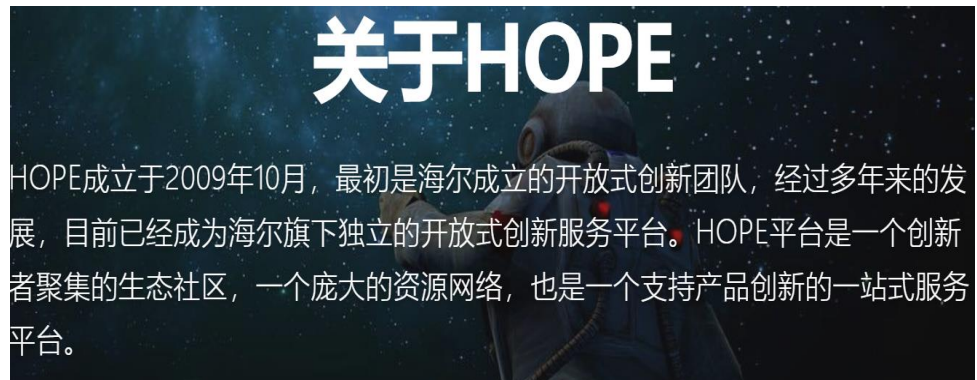
资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

积极吸纳海尔高积极性管理模式，推动收入快速增长。自收购 GEA 以来，团队采用“人单合一”模式打破过去串联业务结构，以用户、客户为中心分为八个产业小微，按照超利分享机制运营，激发员工动力，2018 年 GEA 美元收入增长 13%，成为美国市场增长最快的家电公司。

此外，公司充分发挥全球平台协同运用，推进数字化管理，较大程度提升效率。北美市场积极推进数字化管理运营，其中 GSOP（全球采购协同运营平台）2018 年开始试点全球品类联合谈判，支持全球团队在线高效协同。此外，美国研发团队与新加坡、以色列等地的同事在 HOPE 创新平台上紧密合作，在新的滚筒洗衣机的开发过程中，全球研发平台

将开发时间减少了 55%，并且参与的人员减少了 33%，能够极大的减少了人员冗杂的费用消耗。

图 24：HOPE 创新平台



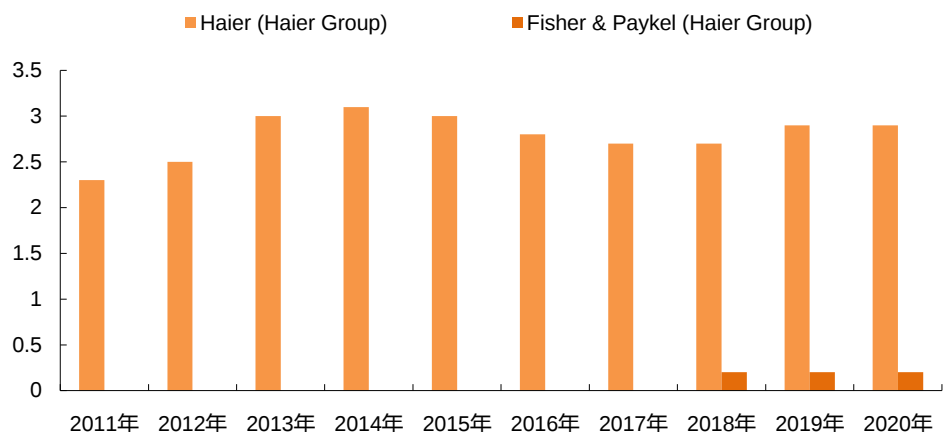
资料来源：公司官网，天风证券研究所

➤ 海尔外埠品牌：借助 GEA 已有渠道，进一步提升公司北美市场规模

北美市场的销售渠道具有较高进入壁垒。在北美区域，大卖场渠道在家电总渠道销售占比超过 50%。大卖场规定，只要消费者留有发票，就可在 90 天及以上有效期内获得全额退款，并且退换货的成本均由品牌方承担，因此销售方或卖场会最大程度满足客户要求，在此强渠道背景下，新品牌进入市场难度较大。

借助 GEA 品牌已有渠道，海尔旗下其他品牌快速布局北美市场。在 GEA 被收购后，海尔品牌、费雪派克等品牌充分发挥与 GEA 的渠道协同作用，在美国大家电市场销量份额逐步显现，其中海尔品牌从 2011 年的 2.3% 提升至 2020 年的 2.9%、费雪派克实现从无到有的市场份额提升。

图 25：美国大家电市场品牌按销量占比（%）



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

➤ 预计未来 5 年海尔（北美）收入端增长稳中有升

得益于收购后海尔平台的资源贡献等因素，2014-2019 年 GEA 在北美市场收入年复合增速为 5.5%（2014 年约为 59 亿美元，2019 年约 77 亿美元）。相比之下，惠而浦的收入及业绩增长不及 GEA。惠而浦 2019 年收入为 114.77 亿美元，但受制于行业步入成熟阶段，收入增速放缓：2014-2019 年的收入端年复合增速为 1.5%（2014 年为 106 亿美元，2019 年为 114.77 亿美元）。

随着产品结构改善、协同效应进一步发挥，我们保守预计北美地区将在 2020 年-2025 年维持 8% 的收入年复合增长，对应 2025 年收入将有望接近 936 亿元人民币。

2.2. 成熟市场之欧洲：产品互补，线上兴起带来更多机遇

2019 年初，海尔成功并购 Candy，布局欧洲市场。Candy 集团是意大利的专业电器制造商，旗下家电产品包括洗衣机、独立式/嵌入式厨房电器、小家电、冰箱等。在 Candy 被收购前，海尔于欧洲大家电市场的业务主要以海尔自有品牌推进；2019 年海尔成功并购 Candy，展开对欧洲市场大家电的全面布局。

表 2: Candy 品牌收购史

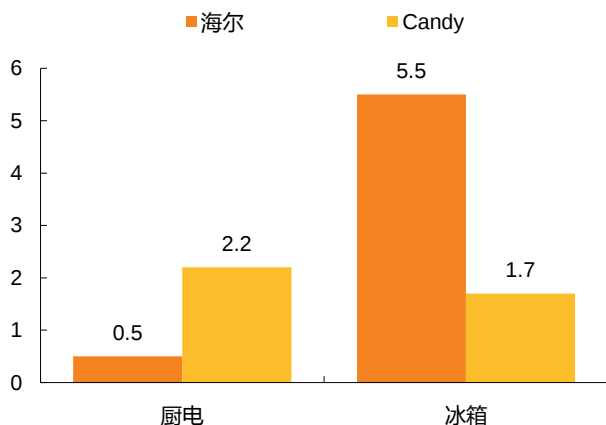
年份	收购历史
1945 年	CANDY 成立
1972 年	收购 Kelvinator（英国冷藏冷冻电器品牌）
1973 年	收购 LA SOVRANA（灶具品牌）
1984 年	收购 Gasfire（嵌入式烤箱灶具品牌）
1985 年	收购 ZEROWATT（意大利家电品牌）
1988 年	收购 Rosières（法国嵌入式厨电品牌）
1992 年	收购西班牙 MAYC 洗衣机公司及旗下 Otsein 品牌
1993 年	收购 iberna（意大利冰箱品牌）
1995 年	收购 Hoover 欧洲（吸尘器鼻祖品牌）
2005 年	收购俄罗斯 Vesta 集团及旗下洗碗机 Vyatka 品牌
2006 年	收购中国洗衣机金羚品牌
2006 年	收购 SUSLER（土耳其厨电品牌）

资料来源：公司官网，天风证券研究所

2.2.1. 战略核心——品牌互助，全方面提升消费群体覆盖率

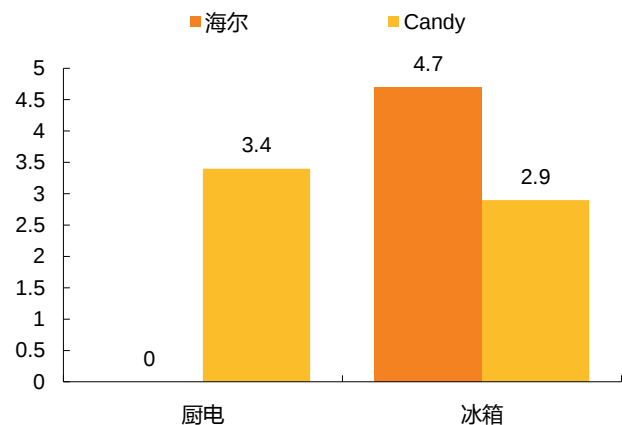
Candy 与海尔品牌间产品种类互补，实现品牌种类全方位覆盖。Candy 的厨具为其强势产品，海尔较之相对弱势，海尔借助 Candy 的优势，补充自身产品的空缺。海尔自身在冰箱品类上市场地位强势（在法国多年维持销量第一），但 Candy 原有的产品系列中冰箱相对弱势，并购后，海尔为 Hoover 和 Candy 都配套了更多冰箱产品。在此种类互助下，销售规模快速增长，刚收购完成的 8 个月的时间里，Candy 收入同比增长 11%，海尔品牌也实现了 22% 的同比增长，而当时欧洲市场家电整体处于下滑中。

图 26：2018 年东欧市场海尔和 Candy 品牌产品销量占比（%）



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 27：2018 年西欧市场海尔和 Candy 品牌销量占比（%）



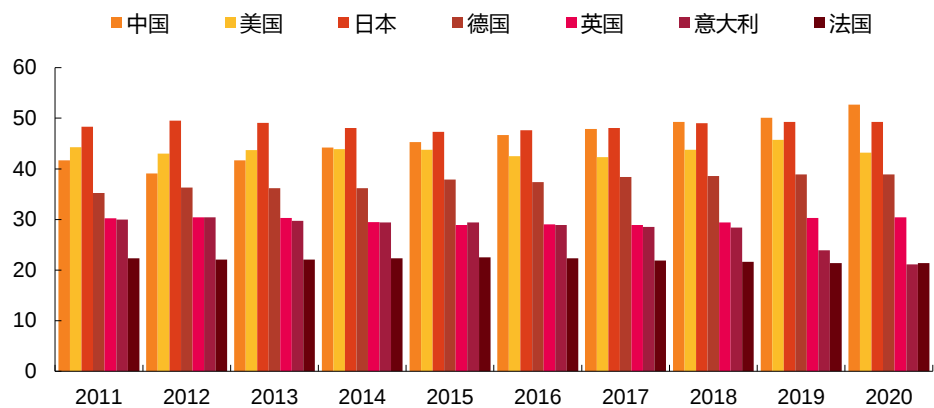
资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

Candy 与海尔品牌对标不同市场，覆盖消费群体范围显著提升。海尔自有品牌在欧洲定位高端，而 Candy 则为年轻人使用的高性价比经济型品牌，对应不同目标群体研发推出不同功能产品，实现了双品牌不同层级的市场覆盖。

2.2.2. 线上渠道兴起，为 Candy 带来更多机遇

欧洲大家电市场中分品牌 CR3 长期处于较低水平。以英、法、德、意大利为例，欧睿数据中 2019 年各国大家电 CR3 分别为 30.3%、21.4%、38.9%、23.9%，而中国、美国分别为 50%、45.7%。对比美国较高渠道壁垒形成品牌集中，欧洲市场（尤其在西欧地区）的线下大渠道商为均衡利益，存在平衡高市占率品牌而扶持小品牌的特点，同时欧洲国家数量较多，销售和渠道资源投放亦较难以形成规模效应。在此情况下，对于各品牌而言取得较高市场份额有一定制约。

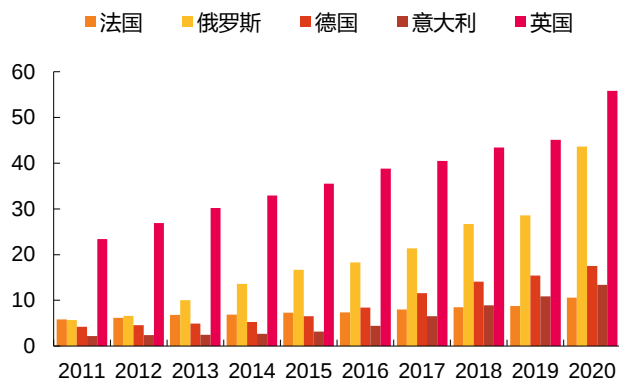
图 28：成熟市场分品牌集中度 CR3（%）



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

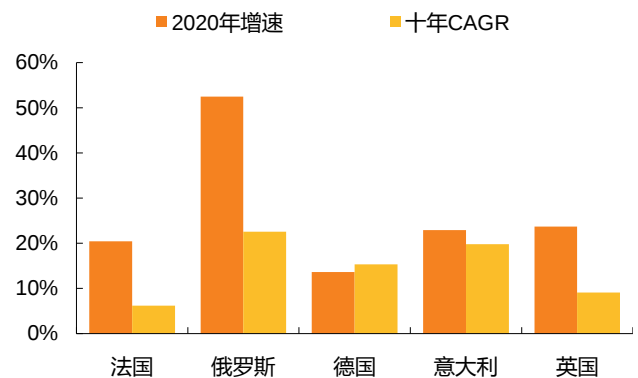
受疫情刺激，欧洲各国线上销售模式进入加速发展阶段，大家电线上销售布局亦获得提速。2020 年英、法、德、意大利、俄罗斯大家电线上销量占比同比增速分别达到 24%、20%、14%、23%、52%，均远高于过去十年来的各国对应的 CAGR。

图 29：各国大家电线上销售占比情况（%）



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

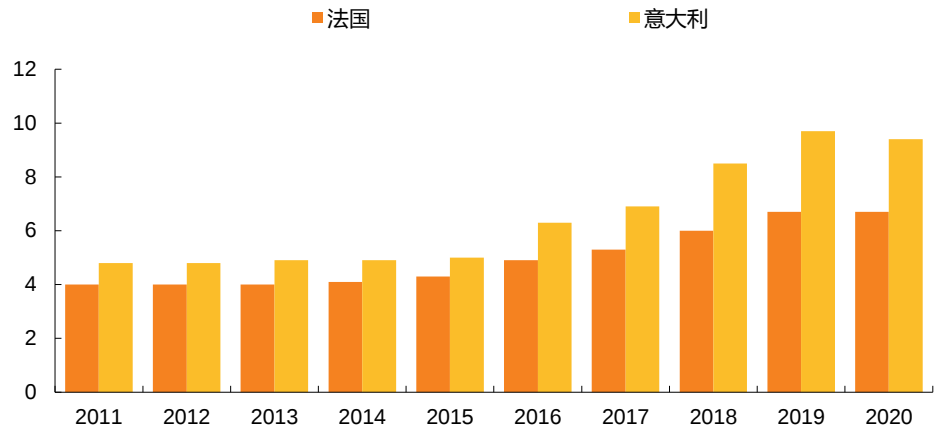
图 30：2020 年各国大家电线上销售占比同比增速（%）



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

丰富的线上管理经验以及合理的品牌定位将助力 Candy 把握此轮市场渠道变化带来的机会。国内电商高速发展于 2009 年左右开始，远早于海外市场，因此海尔在线上渠道的销售和管理上相比于海外企业更具丰富经验。同时 Candy 作为经济型品牌，产品也更适于在线上进行市场的快速开拓。在意大利本土市场，Candy 大家电销量占比由 2018 年的 8.5% 提升至 2019 年的 9.7%；法国市场中，Candy 大家电销量占比也由 18 年的 6% 提升至近 7%。

图 31: Candy 品牌于法国和意大利市场的大家电销量占比 (%)



资料来源: 欧睿国际, 天风证券研究所

未来五年, Candy 的市场份额提升有望带动欧洲市场收入实现双位数增长。

1) 销量:

Candy 品牌: 在 2019 年 Candy 被收购之后, 其在东欧和西欧市场的销量占比增幅分别为 15%和 23%, 基于线上兴起对 Candy 销量市占率提升的驱动, 我们保守预计至 2025 年 Candy 在东欧市场销量 CAGR 将在 10%左右、西欧市场销量 CAGR 在 15%左右 (考虑到欧洲大家电为存量市场, 品牌销量占比增速近似于品牌销量增速)。同时, 因 2019 年西欧和东欧的市场销量分别为 1.02 亿台/3657 万台 (欧睿数据口径), 基于 Candy 在各个市场的销量市场占比情况, 对应预计未来 5 年 Candy 的整体销量 CAGR 为 13%。

海尔品牌: 基于欧睿数据统计, 海尔自有品牌销量占比的增长情况较为波动, 特别是西欧市场, 市占率提升情况弱于东欧, 西欧市场相较东欧市场较难开拓。考虑在并购 Candy 后, 海尔在欧洲市场的厨电产品有望得到补强, 以及疫情整体提升欧洲电商渠道的发展, 我们预计未来自有品牌市场销量份额小幅增长, 至 2025 年的 CAGR 约为 5%。

基于 Candy 品牌和海尔品牌在东西欧市场的销量市占率及东欧西欧大家电市场规模 (据欧睿数据, 2019 年西欧为 1.02 亿台、东欧为 3657 万台), 我们得到 Candy 和海尔的销量比约为 2: 1, 结合上述对品牌的销量增速预测, 预计 2020-2025 年两个品牌销量合计 CAGR 为 10.3%。

表 3: 各品牌大家电市占率情况 (%)

Candy 品牌销量市占率					Haier 品牌销量市占率				
	2016	2017	2018	2019		2016	2017	2018	2019
东欧市场	2.6	2.7	2.7	3.1	东欧市场	2	2.5	3.6	3.9
yoy		3.85%	0.00%	14.81%	yoy		25.00%	44.00%	8.33%
西欧市场	3.5	3.8	4.4	5.4	西欧市场	2.0	1.8	1.9	1.7
yoy		8.6%	15.8%	22.7%	yoy		-10.0%	5.6%	-10.5%

资料来源: 欧睿国际, 天风证券研究所

2) 均价:

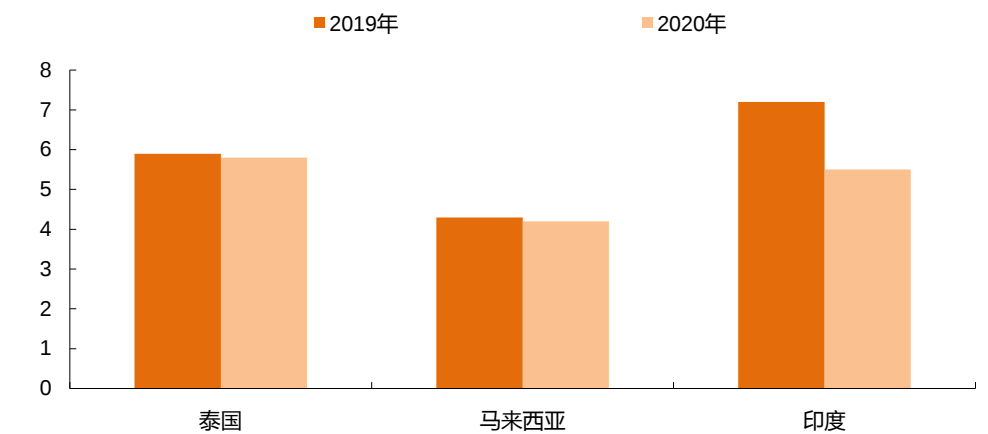
我们保守预计海尔和 Candy 品牌大家电的未来均价增幅与对应区域未来人均可支配收入增速保持一致 (据欧睿数据预测, 2019-2025 年东欧/西欧人均可支配收入 CAGR 分别为 4%/3%, 即对应 2019-2025 年海尔旗下产品的均价 CAGR 约为 3%)。

综合均价和销量的增速情况, 我们预计 2020-2025 年海尔在欧洲市场的收入规模 CAGR 约为 11%, 对应 2025 年海尔在欧洲市场收入规模达到 278 亿元人民币。

2.3. 新兴市场之南亚和东南亚：行业高速发展，公司率先享有红利

21 世纪初，海尔以自有品牌开始布局南亚及东南亚市场。据欧睿数据显示，截至 2019 年，海尔在南亚和东南亚市场的布局主要海尔自有品牌为主，其中印度大家电市场海尔自有品牌销量占比达 7.2%、泰国大家电市场中海尔自有品牌销量占比达 5.9%。海尔在南亚及东南亚市场的布局可以追溯到近 20 年前：其中 2001 年在巴基斯坦建立了全球第二个海外工业园，2007 年海尔冰箱和洗衣机在泰国实现当地化生产。

图 32：南亚及东南亚地区海尔大家电市占率（%）



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

2.3.1. 新兴市场尚在增长期，规模空间较大

如第二部分开头所述，新兴市场在保有量上与成熟市场存在较大差距，下面我们将进行详细的分析。

基于各国大家电百户保有量情况，我们发现新兴市场国家的冰、洗发展现状与 2000 年左右我国的冰、洗发展现状接近。我们选取大家电的核心品类洗衣机与冰箱，同时选取新兴市场国家泰国、巴基斯坦、菲律宾、印度尼西亚和印度作为代表，对标成熟市场中中国的冰、洗历史发展阶段，以保有量作为主要分析对比数据，发现新兴市场国家当下冰洗发展情况多与国内 2000 年左右发展情况较为类似。

表 4：与新兴市场冰、洗当下发展类似下，国内对应品类所处发展时间阶段

	对应中国各品类发展相似情况下时间	
	洗衣机	冰箱
泰国	2008 年	2012 年
巴基斯坦	2003 年	2007 年
菲律宾	1994 年	2002 年
印度尼西亚	1991 年	2007 年
印度	1982 年	1998 年

资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

进一步对标国内冰洗发展进行新兴国家的大家电保有量测算：

中国及新兴市场国家的人均可支配收入与大家电百户保有量呈现高度正向关系。我们选取 1995-2020 年的中国、巴基斯坦、泰国、菲律宾、印度以及印度的人均可支配收入和冰箱、

洗衣机百户保有量进行回归分析，得到人均可支配收入和冰、洗百户保有量间存在较高拟合度的正向关系，表明冰、洗百户保有量增速与人均可支配收入增速接近。

表 5：各国保有量 and 人均可支配收入线性回归下拟合度 R^2 值

	冰箱	洗衣机
中国	0.91	0.86
巴基斯坦	0.96	0.98
泰国	0.74	0.89
菲律宾	0.71	0.79
印度	0.98	0.98
印度尼西亚	1.00	0.99

资料来源：Wind，Bloomberg，天风证券研究所

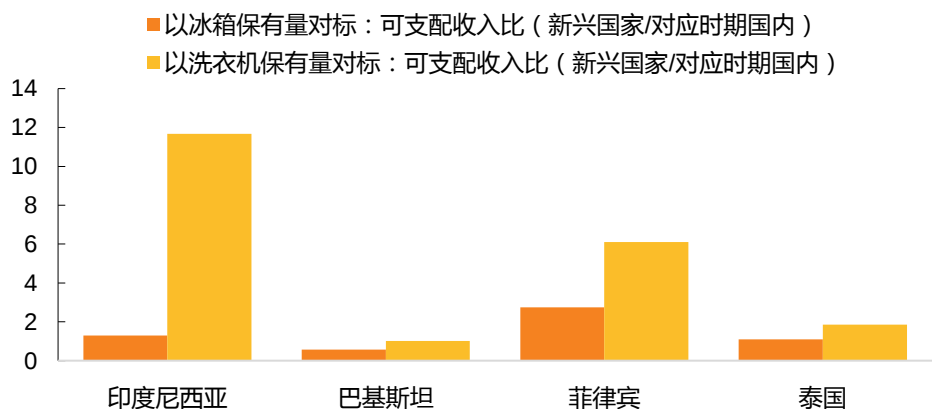
考虑到当下新兴国家的大家电发展现状与中国历史的大家电发展情况接近，同时新兴市场国家及中国的大家电百户保有量 and 人均可支配收入在历史上存在拟合度较高的线性关系，我们认为未来该线性关系仍旧存在：据欧睿数据预测，2020-2025 年，印度、印尼、巴基斯坦、菲律宾和泰国的人口可支配收入 CAGR 分别为 11%/7%/8%/7%/5%，对应国家大家电未来 5 年百户保有量增速为 11%/7%/8%/7%/5%，同时基于历史人口增速情况，预计未来 5 年新兴市场国家的家庭户数增速保持在 1-2% 左右，得到未来 5 年新兴市场国家的大家电市场总保有量增速约为 11%（因当下大多新兴国家人均可支配收入远高于对应时期国内人均可支配收入，则实际情况将好于该增速），因此新兴市场国家大家电未来 5 年销量 CAGR 将显著高于 11%。

表 6：新兴国家未来 5 年人均可支配收入 CAGR 和大家电保有量 CAGR 预测

	2021 E	2022 E	2023 E	2024 E	2025 E	人均可支配收入 CAGR	大家电保有量 CAGR
印度	19.3%	9.9%	9.5%	9.3%	9.6%	11%	11%
印度尼西亚	5.9%	7.6%	7.8%	7.9%	7.9%	7%	7%
巴基斯坦	7.6%	8.3%	8.8%	8.0%	8.2%	8%	8%
菲律宾	8.9%	7.6%	7.1%	6.7%	6.7%	7%	7%
泰国	2.5%	5.1%	5.2%	5.1%	4.7%	5%	5%

资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 33：新兴国家人均可支配收入/各品类对应国内发展时期的人均可支配收入（倍数关系）



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所测算

注：所选对标时间见表 4

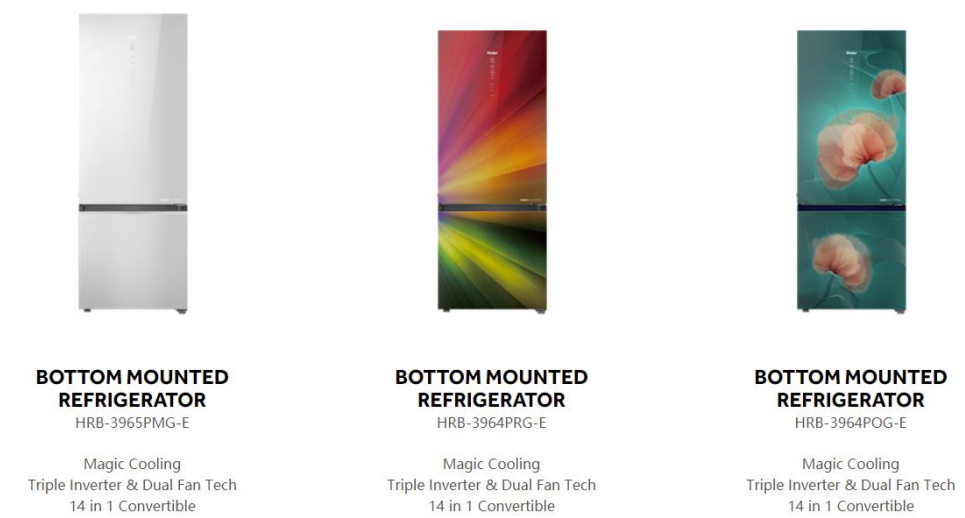
2.3.2. 产品、渠道、品牌协同，助力公司快速发展

新兴市场国家的大家电发展情况与国内过去的发展相似度较高，因此公司能够较高度借鉴过往国内成功经验，同时依托多维度协同作用，实现其在新兴市场的快速拓展。

➤ 产品端：重视用户需求，推出差异化产品

海尔以单一品类差异化产品打入市场，并逐渐进行全品类布局。以印度为例，印度是以印度教为主的社会，素食主义比较多。公司通过调研大量用户后发现当地对于冷藏食品的需求大于冷冻食品，针对这部分市场，推出“不弯腰”冰箱，即 BM 冰箱，上冷藏、下冷冻，比例由 6:4 上升至 7:3，2016 年 5 月份开始实施以来，仅仅 90 多天时间，海尔 BM 冰箱市场份额就上升到同类产品的 70%。紧接着海尔由 BM 逐步推展其他冰箱品类，随后推进空调和全自动的洗衣机品类。

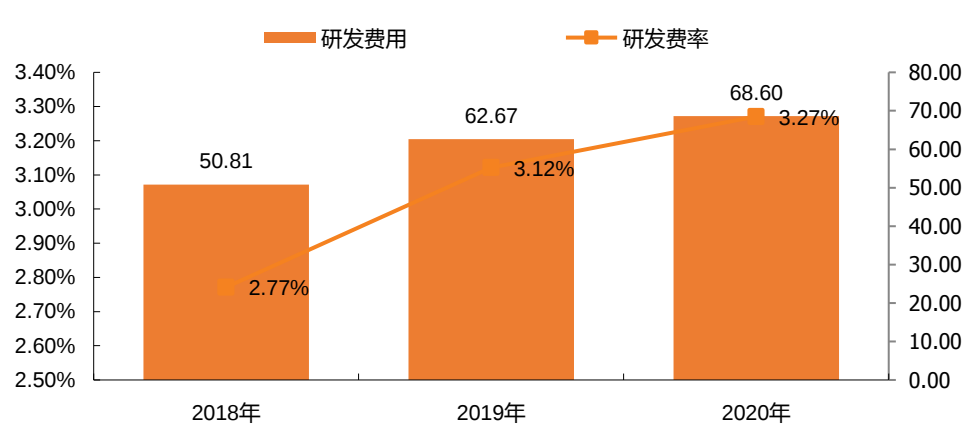
图 34：海尔 BM 冰箱



资料来源：海尔印度官网，天风证券研究所

多品类成功布局的背后是全球采购、供应链和研发的协同。公司采用全球化的采购和供应链协同，在降低成本的同时提升效率，此外 2020 年中国 RCEP 协议的签署，也将助力全球化采购和供应的协同作用更有效发挥。研发端，近三年公司的研发费用投入不断增长，在产品技术研发全球协同下，加快新品的成功推出。

图 35：2018-2020 年海尔研发费用及费率情况（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

➤ 打造全面品牌阵容，营销协同共享

引入不同品牌，定位不同层级市场，打造高中低品类的品牌矩阵。海尔通过自有品牌进入南亚及东南亚市场，随后逐步引入 GEA 品牌（2020 年菲律宾大家电市场销量占比达 0.8%）。

此外公司也开始引入 Candy 品牌，进行线上销售（2020 年 Candy 在埃及大家电销量占比为 1%）。随着品牌的持续引入，海尔逐渐打造由低端到高端的品牌矩阵，形成品牌协同效应，全方位覆盖消费者。

营销协同，提升品牌知名度。公司把在中国市场的营销模式成功复制到印度、巴基斯坦、泰国等市场，强化公司的品牌形象和区域市场竞争力。例如 2020 年 5 月 9 日至 11 日，海尔巴基斯坦首次将智家场景体验从线下扩展到线上直播，全方位推动智家战略落地。本次活动吸引 107 万当地用户关注，品牌曝光量达 163 万。

图 36：海尔巴基斯坦首次提供全新“云众播体验”互动



资料来源：公司官网，天风证券研究所

➤ 渠道端：全面渠道拓展，大力发展电商渠道

紧抓不同市场下的渠道布局，实现渠道网全面覆盖。一方面，海尔通过高端形象紧抓大连锁店等类似主流市场；另一方面，海尔也持续拓展下沉市场，其中在印度市场 2020 年伞下店覆盖率提升至近 70%。

大力发展线上，借助国内丰富经验拓展。除线下渠道外，海尔借助国内丰富电商销售管理经验大力发展电商渠道，截至 2020 年巴基斯坦市场的线上零售额增幅超过 300%，预计未来随着 Candy 品牌逐步推广，线上占比将稳步提升。

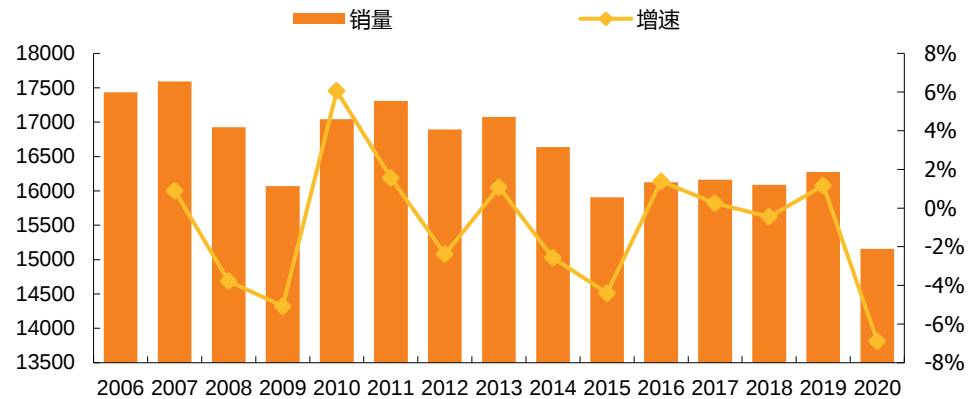
从产品力、品牌力和渠道开拓三方面分析下，我们认为海尔是新兴市场中有较大竞争力的品牌。参考新兴市场国家的大家电销量年复合增速下限以及近几年公司在南亚及东南亚市场的销量份额增速情况（欧睿口径下，公司冰箱过去 5 年在印度的销量份额 CAGR 为 17%），我们保守预计未来 5 年公司在新兴市场国家的大家电的销量年复合增速在 15% 以上。均价方面，参考过去十年国内大家电市场的均价增长（中怡康口径下，在 1-3% 之间），我们保守预计未来 5 年新兴市场的大家电均价年均增长在 2% 左右，对应至 2025 年的海尔在新兴市场收入规模年复合增速为 17%，对应 2025 年南亚及东南亚收入规模实现 210 亿元人民币。

2.4. 其他区域：存在一定增长空间

➤ 日本市场

日本大家电市场处于成熟阶段，市场规模稍有下滑。根据欧睿数据可知，近几年日本大家电市场日趋成熟，规模基本稳定，其中 2014-2019 年销量年复合增速为 -0.4%。

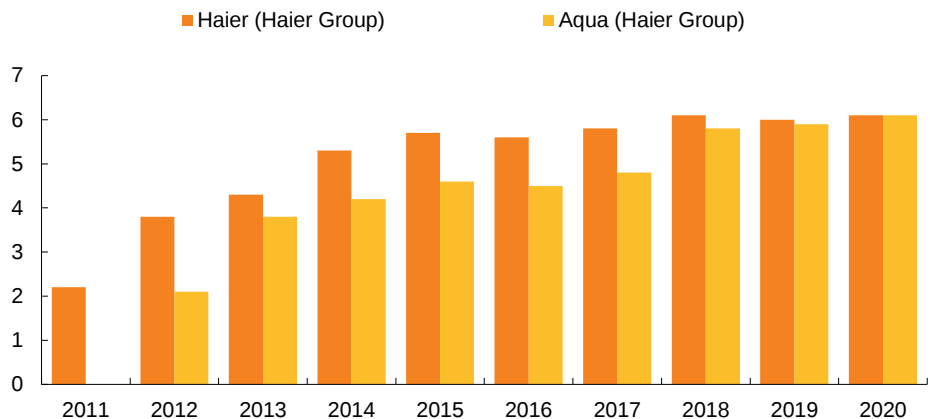
图 37：日本大家电市场销量情况（千台）



资料来源：欧睿国际，国盛证券研究所

公司在日本主要通过自有品牌和 AQUA 布局，在协同效应下两个品牌的市场份额有显著提升。2012 年海尔通过 AQUA 在日本销售家电产品，象征着海尔除了自有品牌外，还通过 AQUA 进行日本市场布局。此后两品牌在产品、渠道上相互协同，市场份额均有提升。

图 38：品牌大家电销量占比（%）



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

尽管日本大家电行业已届成熟，但公司的产品销量占比不断提升和产品结构持续改善，海尔在日本市场的收入规模增速好于行业，2018-2020 年增速分别为 10%/10%/11%。我们保守预计其收入规模在未来五年内或将维持 5% 的 CAGR。

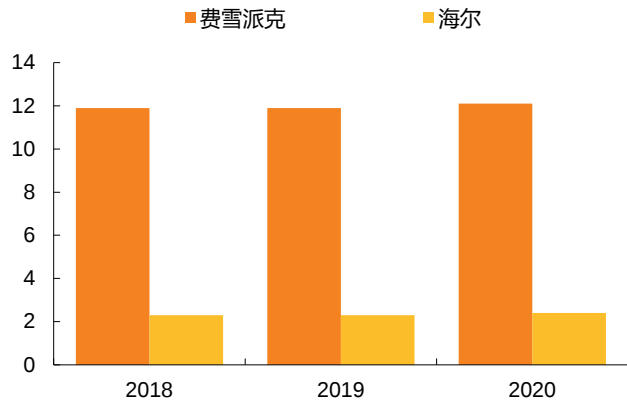
➤ 澳新市场

2018 年海尔正式持有费雪派克 100% 股权，布局澳新市场。2012 年海尔集团宣布成为斐雪派克电器控股有限公司 90% 或超过 90% 股份的持有人或控股人，2018 年海尔智家收购海尔集团持有费雪派克 100% 股权，正式注入体内。自此海尔以费雪派克和自有品牌布局澳新市场。

澳新市场高度成熟，各品牌份额稳定，公司在技术协同下，实现在澳新市场收入增速略超市场收入规模增速。费雪派克为澳新市场龙头，其中在澳洲市场始终保持销量占比约为 12%，而海尔自有品牌销量占比也维持在 2% 左右。在此情况下，公司通过技术协同，对产品升级、

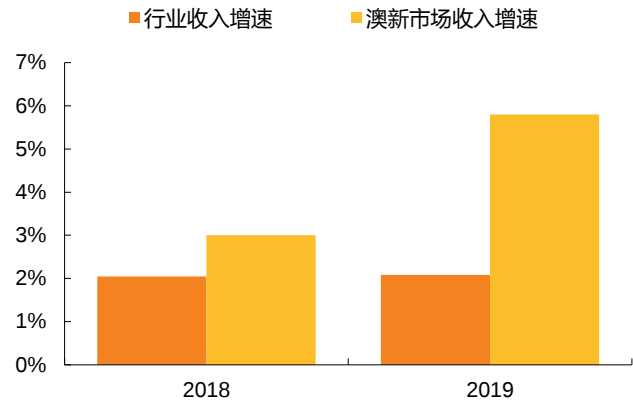
提升均价，在澳新市场的收入增长略超行业规模增速，其中 2019 年行业收入规模增速为 2.1%，海尔澳新市场收入增速为 5.8%。综合行业趋势和公司自身所处地位，我们认为澳新市场未来 5 年收入 CAGR 或将在 4% 左右水平。

图 39：澳新市场各品牌大家电市场销量占比（%）



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 40：行业收入规模增速和澳新市场收入增速对比（%）



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

考虑到 2020 年海尔在日本市场收入为 36 亿元，在澳新市场收入近 60 亿元，且海尔在日本市场收入规模年均增速约 5%，在澳新的收入规模年均增速为 4%，对应 2025 年海尔在澳新及日本区域收入为 119 亿元左右。

3. 长期视角：期待品牌协同迸发更多活力

3.1. 早期阶段——品牌引入

尽管海尔在全球化布局上已基本完成，但品牌的全方面协同布局需要较长时间，目前海尔尚处于较早期阶段，即品牌引入阶段：

- 1) **北美区域**：主要为海尔自有品牌，2016 年通过并购引入 GEA，2019 年左右引入费雪派克。对应 GEA 为多层次品牌布局，海尔定位中端，费雪派克定位超高端，
- 2) **欧洲区域**：原以海尔自有品牌，后通过并购引入 Candy 品牌，其中海尔自有品牌对应中高端，Candy 品牌定位经济型。
- 3) **澳新市场**：原为海尔自有品牌，后并购费雪派克后引入该品牌，2019 年开始 Candy 旗下的 Hoover 也加入海尔品牌布局的阵营中。
- 4) **南亚和东南亚**：多为海尔品牌，有少量 GEA 品牌，2020 年开始定位经济型品牌的 Candy 开始在线上销售。
- 5) **日本**：在收购 AQUA 后，海尔自有品牌与其在大家电市场上平分秋色。
- 6) **中东非**：目前 Candy 和海尔自有品牌有少量份额。

表 7：海尔全球品牌布局情况

	海尔	AQUA	费雪派克	GEA	Candy
北美	✓		✓	✓	
欧洲	✓				✓
澳新	✓		✓		✓

南亚及东南亚	✓		✓	✓
日本	✓	✓		
中东非	✓			✓

资料来源：公司官网，天风证券研究所

预计后续公司会不断将旗下所属品牌在各个市场引入布局，例如在北美市场引入 Candy 品牌、在欧洲市场引入 GEA 和费雪派克、澳新市场引入 GEA 等。

3.2. 中期阶段——差异化品牌布局

在向本土引入其他品牌的过程中，或将新品牌与本同品牌存在竞争的问题，则需要通过差异化品牌布局进一步减少竞争：

1) **品牌定位差异化**：品牌定位的差异化则是指明确产品所对应消费群体能够有显著区别，其中也会涉及到不同定位品牌下的渠道有差别，例如，更高端品牌更多放于主流卖场或自建门店进行销售，而类似于 Candy 品牌更多在线上销售。

2) **定位类似的品牌进行产品差异化**：在 FPA 的 DCS 品牌和 GEA 的 Monogram 品牌均定位超高端人群，因此在北美市场引入 FPA 的过程中，FPA 品牌产品更多是一些前置性的产品，例如高端厨电的套系，减少不同品牌间的竞争。

3.3. 后期阶段——统一全球管理体系

分品牌公司的考核管理，而非分区域的管理机制下，产品和品牌发展潜力或并未得到最大程度发挥。我们预计，当前海尔在海外的管理对象仍以各个品牌公司对主，而非分区域制管理。在此机制下，北美地区的各个海尔子品牌可能并未在渠道资源投放，品牌资源投放上实现完全统一协调，产品和品牌发展的潜力尚未最大化。

未来如能在全球主要区域层面，有更好的协同机制，则有望推动品牌协同效果的最大程度释放，助力海尔在各个区域抢占龙头地位。

4. 盈利预测与估值讨论

4.1. 盈利预测

4.1.1. 收入端

➤ 海外区域

基于上述分析，同时考虑到 2020 年基数较低，对应 2021 年各区域增速会高于上述分析中的年均增速，我们预计 2021-2023 年海尔在北美收入增速为 11%、8%、7%；在澳新市场收入增速分别为 16%、7%、7%；在南亚收入增速为 27%、19%、19%；在欧洲市场收入增速为 17%、12%、12%；东南亚收入增速为 22%、22%、22%、中东非收入增速为 16%、26%、26%；日本收入增速为 6%、6%、6%。综合得到 2021-2023 年海外市场收入为 1158、1278、1405 亿元，同比增速分别为 13%、10%、10%。

表 8：海外收入预测（亿元）

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
北美	579.22	637.05	705.08	761.48	814.79
yoy	10%	10%	11%	8%	7%
澳新	53.52	59.79	69.20	74.04	79.23

yoy	6%	12%	16%	7%	7%
南亚	63.40	54.72	69.29	82.46	98.13
yoy	6%	-14%	27%	19%	19%
欧洲	151.95	165.13	193.78	217.03	243.07
yoy	267%	9%	17%	12%	12%
东南亚	37.06	41.23	50.50	61.61	75.16
yoy	16%	11%	22%	22%	22%
中东非	11.18	12.06	14.01	17.65	22.24
yoy	15%	8%	16%	26%	26%
日本	32.49	36.13	38.39	40.69	43.13
yoy	10%	11%	6%	6%	6%
其他	12.39	14.38	17.43	22.66	29.46
yoy	-41%	16%	21%	30%	30%
总海外收入	941.19	1020.48	1157.67	1277.63	1405.21
yoy	22%	8%	13%	10%	10%

资料来源：Wind，天风证券研究所

国内区域

1) 空调品类：

2021-2023 年海尔空调的内外销量的增速预测：预计 2021-2023 年空调行业内销增速为 14%/9%/8%，若未来三年海尔保持市场份额在 11%左右（产业在线数据显示，2020 年市场份额为 10%），对应**海尔空调内销增速为 23%/8%/7%**；预计 2021-2023 年空调行业市场外销增速为 8%/7%/6%，若未来三年海尔外销份额为保持在 5%左右（产业在线数据显示，2020 年市场份额为 4.7%），对应**海尔空调外销增速为 11%/8%/6%**。

均价上，基于当下终端均价涨幅（中怡康数据显示，20 年初至 21 年 5 月海尔空调涨幅在 9%左右），而终端产品价格涨幅与出货端产品价格涨幅存在一定差异，同时参考欧睿数据对中国未来三年人均可支配收入增速预测分别为 10%/8%/7%，以及考虑到今年原材料价格上涨公司或转嫁部分成本压力至下游，我们预计 21-23 年海尔空调均价增幅分别在 7%/5%/4%。

综合得到，海尔空调业务收入在 2021 年-2023 年实现 282/319/355 亿元，对应增速为 29%/13%/11%。

表 9：空调业务收入预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
空调总收入（亿元）	234.93	218.68	281.65	319.40	354.62
yoy	0.31%	-6.92%	28.80%	13.40%	11.03%
总出货量（万台）	1,123	1,091	1,308	1,412	1,508
yoy	-11.75%	-2.85%	19.39%	8.51%	8.52%
外销量（万台）	269	286	317	342	362
yoy	-23.72%	6.33%	10.90%	8.00%	6.00%
内销量（万台）	855	806	991	1,070	1,145
yoy	-7.17%	-5.73%	23.05%	8.00%	7.00%
单价（元/台）	2,092	2,004	2,154	2,261	2,352
yoy	13.66%	-4.19%	7.45%	5.00%	4.00%

资料来源：Wind，产业在线，天风证券研究所

2) 冰箱业务

2021-2023 年海尔冰箱的内外销量的增速预测：预计 2021-2023 年冰箱行业内销增速为

8%/4%/4%，若未来三年海尔保持市场份额在 34%-35%（2020 年市场份额为 33%），则对应**海尔冰箱内销增速为 13%/6%/5%**；预计 2021-2023 年冰箱行业市场外销增速为 24%/15%/13%，若未来三年海尔外销份额为保持在近 3%（2020 年市场份额为 2.5%），则对应**海尔冰箱外销增速为 23%/13%/12%**。

均价上，基于当下终端均价涨幅（中怡康数据显示，20 年初至 21 年 5 月海尔冰箱均价涨幅在 21%左右），而终端产品价格涨幅与出货端产品价格涨幅存在一定差异，同时参考欧睿数据对中国未来三年人均可支配收入增速预测分别为 10%/8%/7%，以及考虑到今年原材料价格上涨公司或转嫁部分成本压力至下游，我们预计 21-23 年海尔空调均价增幅分别在 5%/3%/2%。

综合得到，海尔冰箱业务收入在 2021 年-2023 年实现 363/398/429 亿元，对应增速为 19%/10%/8%。

表 10：冰箱业务收入预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
冰箱收入（亿元）	304.27	305.72	363.00	398.28	428.82
yoy	2.65%	0.48%	18.74%	9.72%	7.67%
总出货量（万台）	1,480	1,506	1,706	1,818	1,919
yoy	2.22%	1.78%	12.99%	6.67%	5.64%
外销量（万台）	102	104	128	144	162
yoy	14.00%	1.85%	22.62%	13.00%	12.00%
内销量（万台）	1,378	1,402	1,579	1,673	1,757
yoy	1.44%	1.78%	12.60%	6.00%	5.00%
单价（元/台）	2,056	2,030	2,127	2,191	2,235
yoy	0.42%	-1.28%	4.80%	3.00%	2.00%

资料来源：Wind，产业在线，天风证券研究所

3）洗衣机业务

2021-2023 年海尔洗衣机的内外销量的增速预测：预计 2021-2023 年洗衣机行业内销增速为 10%/10%/9%，若未来三年海尔保持市场份额在 36%-37%（2020 年市场份额为 36%），则对应**海尔洗衣机内销增速为 12%/10%/10%**；预计 2021-2023 年洗衣机行业市场外销增速为 18%/14%/13%，若未来三年海尔外销份额为保持在近 12%-13%（2020 年市场份额为 10%），则对应**海尔洗衣机外销增速为 49%/18%/17%**。

均价上，基于当下终端均价涨幅（中怡康数据显示，20 年初至 21 年 5 月海尔洗衣机均价涨幅在 23%左右），而终端产品价格涨幅与出货端产品价格涨幅存在一定差异，同时参考欧睿数据对中国未来三年人均可支配收入增速预测分别为 10%/8%/7%，以及考虑到今年原材料价格上涨公司或转嫁部分成本压力至下游，我们预计 21-23 年海尔空调均价增幅分别在 5%/5%/5%。

综合得到，海尔洗衣机业务收入在 2021 年-2023 年实现 273/318/371 亿元，对应增速为 21%/17%/17%。

表 11：洗衣机业务收入预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
洗衣机收入（亿元）	221.13	224.83	272.61	318.09	370.90
yoy	6.04%	1.67%	21.25%	16.68%	16.60%
总出货量（万台）	1,807	1,733	2,009	2,232	2,479
yoy	-0.05%	-4.11%	14.37%	9.00%	7.45%
外销量（万台）	211	190	283	334	391
yoy	-12.88%	-10.08%	49.01%	18.00%	17.00%

内销量（万台）	1,596	1,543	1,726	1,898	2,088
yoy	1.93%	-3.32%	11.83%	10.00%	10.00%
单价（元/台）	1,223	1,297	1,357	1,425	1,496
yoy	6.10%	6.03%	4.62%	5.00%	5.00%

资料来源：Wind，产业在线，天风证券研究所

4) 厨电业务+水家电+其他

我们预计未来 3 年公司在厨电业务收入增速基本与 2020 年收入增速持平，对应 21-23 年收入增速分别为 23%/22%/20%；预计水家电业务收入增速高于 2019 年收入增速，我们保守预计 21-23 年水家电业务收入增速维持在 14%/11%/11%。

其他业务中包含有渠道、装备部件、生活小家电等业务。其中，20 年 9 月底公司以 40.6 亿元转让卡奥斯 54.5%股权，该部分业务收入于 20 年四季度起不计入表内，因此 21 年其他业务收入将有较大幅度下滑（根据公司公告，卡奥斯在 2020 年 1-5 月底收入接近 90 亿元），若剔除卡奥斯前 5 个月收入，则将带来收入同比下滑 43%，但考虑到卡奥斯收入 6-9 月收入仍在表内，且小家电等业务均有增长，我们保守预计 21 年该部分业务收入同比下滑 40%，22-23 年收入增速在 5%/5%。

表 12：厨房及小家电业务收入预测（亿元）

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
厨电	21.54	26.37	32.45	39.58	47.50
yoy	-5.29%	22.42%	23.05%	22.00%	20.00%
水家电	95.21	98.33	112.53	124.91	138.65
yoy	8.05%	3.27%	14.44%	11.00%	11.00%
其他业务	189.35	202.86	121.27	127.33	133.70
yoy	-	7.1%	-40.2%	5.0%	5.0%

资料来源：Wind，产业在线，天风证券研究所

综合以上，海尔智家 2021-2023 年总收入预计分别为 2341.2/2605.2/2879.4 亿元，同比增速为 11.6%/11.3%/10.5%。

4.1.2. 利润端

➤ 成本端

在 2021 年原材料大幅涨价情况下，公司通过全球采购和全球供应链协同将最大程度控制成本压力，通过分业务拆分毛利率，得到 21 年最后国内综合毛利率为 28.42%。随着后续的运营效率不断改善，预计 2022 年-2023 年的毛利率将逐步上升，分别为 29.97%/30.64%；海外毛利率 21-23 年分别为 28.72%/29.9%/30.5%。

表 13：按产品分毛利率

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
综合毛利率	29.83%	29.46%	28.42%	29.97%	30.64%
海外综合毛利率	26.68%	28.01%	28.72%	29.90%	30.50%
国内综合毛利率	32.18%	30.84%	28.12%	30.03%	30.78%
国内空调	24.25%	25.42%	26.12%	26.40%	27.00%
国内电冰箱	32.26%	31.95%	32.50%	32.50%	33.00%
国内洗衣机	34.73%	33.51%	32.76%	33.50%	33.50%
国内厨电	26.50%	26.40%	26.05%	26.00%	26.00%
国内水家电	37.44%	36.41%	35.96%	37.00%	38.00%

资料来源：Wind，天风证券研究所

➤ 费用端

随着公司管理运营效率逐步提升，我们预计 2021-2023 年销售费率 15.9%、16.4%、16.5%；管理费率为 4.3%、4.5%、4.7%；研发费率为 3%、3.5%、3.5%。

综合得到，2021-2023 年公司净利润分别为 124/147/165 亿元，同比增速为 40%/19%/12%。

4.2. 估值讨论

➤ 绝对估值

我们假设无风险收益率等于五年期国债利率（3%）、市场收益率等于沪深 300 指数收益率（约 10%），对应得到 WACC 为 10.22%；此外假设 2025-2032 年的经济利润增速为 5%，永续增长假设为 2%，通过 DCF 模型我们得到 2021 年公司市值达到 3054 亿元。

图 41：DCF 估值模型

EVA 估值			主要假设	
显性预测	41,912.6	18.5%	无风险利率	3.00%
半显性预测	80,005.5	35.3%	风险溢价	6.80%
永续价值	104,989.2	46.3%	β 系数	1.13
经济利润附加值	226,907.2	100.0%	Rm	9.80%
加：投入资本和非营业资产	104,916.7		Ke	10.68%
企业价值	331,824.0		Kd	6.42%
减：付息债务	24,588.3		D/DE	9.95%
减：少数股东权益	1,810.5		E/DE	90.05%
权益价值	305,425.2		WACC	10.16%
总股本	9,393.2		半显性期增长率	5.00%
每股权益价值	32.52		永续增长率	2.00%
股价	23.70			

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 42：DCF 估值模型下，每股收益受参数影响的敏感性分析（元/股）

WACC	永续增长率					
	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
12.00%	26.40	27.03	27.78	28.70	29.85	31.34
11.00%	28.27	29.10	30.11	31.38	33.00	35.17
10.00%	30.54	31.66	33.05	34.83	37.22	40.55
9.00%	33.36	34.88	36.85	39.47	43.14	48.65
8.00%	36.91	39.07	41.96	46.00	52.06	62.16
7.00%	41.52	44.70	49.15	55.83	66.96	89.21
6.00%	47.73	52.64	60.01	72.28	96.82	170.45

资料来源：Wind，天风证券研究所

5. 风险提示

原材料价格上涨：原材料价格上涨将对公司成本端有一定影响，进一步影响到其盈利能力。

海外品牌和品类拓展受阻：海外品牌和品类的拓展直接影响公司在海外市场的收入规模。

海外收入空间等测算具有一定主观性：相关测算过程存在一定主观性，可能与未来实际情

况有偏差。

疫情反复，影响销售：若疫情反复，对终端消费品销售有较明显的负面影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	36,178.82	46,461.33	49,935.78	56,530.39	84,058.67	营业收入	200,761.98	209,725.82	234,117.36	260,521.46	287,938.30
应收票据及应收账款	24,967.29	30,066.37	31,041.54	35,875.75	38,083.81	营业成本	140,868.40	147,475.18	167,586.72	182,447.48	199,703.98
预付账款	1,272.92	765.43	1,255.95	1,124.39	1,467.10	营业税金及附加	802.05	660.51	702.35	781.56	878.15
存货	28,228.60	29,446.97	26,415.27	39,488.51	31,687.04	营业费用	33,682.13	33,641.71	37,224.66	42,725.52	47,509.82
其他	9,899.52	7,507.49	9,417.20	9,230.39	9,393.89	管理费用	10,113.26	10,052.65	10,067.05	11,723.47	13,533.10
流动资产合计	100,547.14	114,247.59	118,065.74	142,249.44	164,690.51	研发费用	5,080.60	6,860.16	7,023.52	9,118.25	10,077.84
长期股权投资	20,460.76	21,567.66	21,567.66	21,567.66	21,567.66	财务费用	893.02	1,196.22	893.02	994.08	1,027.77
固定资产	21,180.06	20,895.50	21,226.12	20,958.16	20,318.04	资产减值损失	(860.58)	(1,335.63)	(478.64)	(891.62)	(901.96)
在建工程	2,391.36	3,596.90	2,194.14	1,364.48	848.69	公允价值变动收益	76.72	62.63	0.00	0.00	0.00
无形资产	10,880.36	10,185.61	9,266.48	8,347.34	7,428.20	投资净收益	5,479.54	4,060.10	3,820.95	4,453.53	4,111.53
其他	31,994.55	32,966.23	30,894.88	31,359.08	31,476.78	其他	(9,822.59)	(6,545.66)	(7,641.90)	(8,907.06)	(8,223.06)
非流动资产合计	86,907.09	89,211.91	85,149.28	83,596.72	81,639.36	营业利润	14,449.44	13,597.95	14,919.64	18,076.24	20,221.12
资产总计	187,454.24	203,459.50	203,215.02	225,846.17	246,329.87	营业外收入	390.97	197.44	354.19	314.20	288.61
短期借款	8,585.05	7,687.91	1,000.00	1,000.00	1,000.00	营业外支出	209.81	240.92	100.00	183.58	174.83
应付票据及应付账款	53,059.11	57,539.03	62,564.58	69,992.40	76,001.74	利润总额	14,630.61	13,554.48	15,173.83	18,206.87	20,334.90
其他	33,965.58	44,165.91	38,727.14	43,466.84	45,565.79	所得税	2,296.22	2,231.86	2,276.07	2,858.48	3,192.58
流动负债合计	95,609.74	109,392.85	102,291.72	114,459.24	122,567.54	净利润	12,334.39	11,322.62	12,897.76	15,348.39	17,142.32
长期借款	13,276.45	11,821.42	10,000.00	10,000.00	10,000.00	少数股东损益	4,128.15	2,446.02	515.91	613.94	685.69
应付债券	7,004.59	6,713.50	7,636.66	7,118.25	7,156.14	归属于母公司净利润	8,206.25	8,876.59	12,381.85	14,734.46	16,456.63
其他	6,573.60	7,420.72	6,916.19	6,970.17	7,102.36	每股收益 (元)	1.25	1.35	1.32	1.57	1.75
非流动负债合计	26,854.64	25,955.64	24,552.85	24,088.42	24,258.50						
负债合计	122,464.38	135,348.49	126,844.57	138,547.66	146,826.03						
少数股东权益	17,101.54	1,294.58	1,810.49	2,424.43	3,110.12	主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
股本	6,579.57	6,579.57	9,393.17	9,393.17	9,393.17	成长能力					
资本公积	4,435.89	15,009.03	15,009.03	15,009.03	15,009.03	营业收入	9.52%	4.46%	11.63%	11.28%	10.52%
留存收益	39,559.34	56,499.49	65,166.79	75,480.91	87,000.55	营业利润	26.86%	-5.89%	9.72%	21.16%	11.87%
其他	(2,686.48)	(11,271.67)	(15,009.03)	(15,009.03)	(15,009.03)	归属于母公司净利润	10.30%	8.17%	39.49%	19.00%	11.69%
股东权益合计	64,989.86	68,111.01	76,370.45	87,298.51	99,503.84	获利能力					
负债和股东权益总计	187,454.24	203,459.50	203,215.02	225,846.17	246,329.87	毛利率	29.83%	29.68%	28.42%	29.97%	30.64%
						净利率	4.09%	4.23%	5.29%	5.66%	5.72%
						ROE	17.14%	13.29%	16.61%	17.36%	17.07%
						ROIC	29.69%	22.05%	31.42%	38.99%	39.21%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	资产负债率	65.33%	66.52%	62.42%	61.35%	59.61%
净利润	12,334.39	11,322.62	12,381.85	14,734.46	16,456.63	净负债率	0.01%	-18.67%	-33.19%	-36.06%	-59.40%
折旧摊销	4,663.29	5,089.34	2,051.28	2,096.76	2,125.05	流动比率	1.05	1.04	1.15	1.24	1.34
财务费用	1,474.70	1,712.11	893.02	994.08	1,027.77	速动比率	0.76	0.78	0.90	0.90	1.09
投资损失	(5,479.54)	(4,060.10)	(3,820.95)	(4,453.53)	(4,111.53)	营运能力					
营运资金变动	(2,058.56)	12,430.19	1,562.89	(6,889.57)	13,664.19	应收账款周转率	8.09	7.62	7.66	7.79	7.79
其它	4,148.35	(8,895.04)	515.91	613.94	685.69	存货周转率	7.93	7.27	8.38	7.91	8.09
经营活动现金流	15,082.63	17,599.11	13,584.00	7,096.14	29,847.81	总资产周转率	1.13	1.07	1.15	1.21	1.22
资本支出	16,935.28	4,553.47	664.53	126.02	17.81	每股指标 (元)					
长期投资	6,494.28	1,106.89	100.00	100.00	100.00	每股收益	1.25	1.35	1.32	1.57	1.75
其他	(34,391.15)	(10,924.51)	3,814.50	4,226.43	3,618.42	每股经营现金流	1.61	1.87	1.45	0.76	3.18
投资活动现金流	(10,961.58)	(5,264.15)	4,579.03	4,452.44	3,736.23	每股净资产	5.10	7.11	7.94	9.04	10.26
债权融资	36,183.23	33,745.55	24,588.30	25,048.75	24,957.76	估值比率					
股权融资	1,771.30	11,518.62	(1,663.02)	(840.33)	(874.02)	市盈率	19.00	17.57	17.98	15.11	13.53
其他	(43,967.49)	(46,290.10)	(48,613.86)	(29,162.40)	(30,139.50)	市净率	4.65	3.33	2.99	2.62	2.31
筹资活动现金流	(6,012.96)	(1,025.92)	(25,688.58)	(4,953.97)	(6,055.75)	EV/EBITDA	5.20	5.95	10.60	8.67	6.68
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	6.28	7.20	11.97	9.62	7.34
现金净增加额	(1,891.92)	11,309.04	(7,525.55)	6,594.61	27,528.28						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com