



公司评级 买入（维持）

报告日期 2025年01月22日

基础数据

01月21日收盘价(元)	27.50
总市值(亿元)	2,580.30
总股本(亿股)	93.83

来源: 聚源, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证家电】海尔智家(600690.SH)2024年三季报点评: Q3经营稳健, 静待政策催化-2024.11.03

【兴证家电】海尔智家(600690.SH)2024年半年报点评: 外销稳健增长, 盈利改善持续兑现-2024.08.29

【兴证家电】海尔智家(600690.SH)2024年一季报点评: 结构升级效率优化, Q1业绩超预期-2024.04.30

分析师: 颜晓晴

S0190521020002
yanxiaqing@xyzq.com.cn

分析师: 苏子杰

S0190522070005
suzijie@xyzq.com.cn

分析师: 王雨晴

S0190523070007
wangyuqing@xyzq.com.cn

研究助理: 周庆

zhouqing@xyzq.com.cn

海尔智家(600690.SH)

国补受益高端复苏, 出海品牌韧性突出

投资要点:

- **内销: 短期受益国补高端修复, 长期降本增效盈利改善。**短期: (一) 短期看, 冰洗受益国补内销回暖, 线下结构升级趋势增强, 卡萨帝显著修复。2024年国补政策期间, 国内冰洗品类销量快速增长。24Q4 海尔系冰箱线上/线下销量分别同比+10%/+66%, 洗衣机线上/线下销量分别同比+39%/+58%, 销量增速远超行业。卡萨帝高端品牌需求显著修复, 24Q4 卡萨帝冰箱线上/线下销量分别同比+59%/+75%, 洗衣机线上/线下销量分别同比+42%/+103%。高端品类(冰箱线上均价4000元+, 线下均价8000元+; 洗衣机线上均价2000元+, 线下均价6000元+)占比亦显著提升, 9-12月海尔品牌高端冰箱线上/线下销量占比分别提升至32%/31%, 相较国补前分别增长14/11pct。国补延续至2025年, 海尔内销有望借力政策持续修复, 卡萨帝恢复快增有望贡献利润增量。(二) 长期看, 空调业务持续成长, 数字化变革深入, 并表日日顺助力零售转型, 全流程提效优化盈利空间。2024年公司在青岛投资新建年产500万台套空调项目, 强化空调业务布局。同时, 公司持续推进国内全流程数字化变革, 2024年10月公司拟并表日日顺, 助力国内市场零售业务变革及海外品牌供应链本土化升级, 进一步加速效率提升。
- **外销: 短期品牌业务韧性突显, 长期拓宽成长边界。**(一) 短期看, 全球化布局成熟, 品牌业务韧性突显。基于全球布局的家电自主品牌集群及本地化供应链优势, 公司在主要市场大家电行业份额均维持领先地位。公司在海外市场积极推动产品结构升级及全流程数字化提效, 北美市场降息预期下, 地产改善有望带动家电需求好转, 亦将优化部分财务费用, 同时, 2025年美国市场价格竞争预期放缓, 收入利润均有提升空间。海尔北美业务敞口以本土产能为主, 亦可有效规避关税风险。欧洲市场组织架构改革完成助推盈利改善, 新兴市场快速成长贡献新增量, 预计海外业务持续稳增。(二) 长期看, 多元业务整合拓宽成长边界。2024年公司分别收购伊莱克斯南非热水器业务和开利商用制冷业务, 继续拓展多元家电业务, 成长空间广阔。
- **盈利预测与评级:** 公司为家电品牌出海龙头, 在国补政策拉动下内销实现高增, 高端品牌卡萨帝逐步修复。外销品牌业务韧性突显, 效率持续优化, 经营步入上行通道, 未来全球化及高端化逻辑有望持续兑现。调整2024-2026年EPS为2.03/2.32/2.61元, 1月21日收盘价对应动态PE分别为13.5x/11.9x/10.5x, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 终端需求不及预期, 原材料成本上涨, 行业竞争加剧

主要财务指标

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	261428	272247	291507	305630
同比增长	7.3%	4.1%	7.1%	4.8%
归母净利润(百万元)	16597	19089	21737	24506
同比增长	12.8%	15.0%	13.9%	12.7%
毛利率	31.5%	31.6%	31.7%	31.8%
ROE	16.0%	17.1%	17.6%	17.9%
每股收益(元)	1.77	2.03	2.32	2.61
市盈率	15.5	13.5	11.9	10.5

数据来源: 携宁, 兴业证券经济与金融研究院整理
注: 每股收益均按照最新股本摊薄计算

目录

一、 内销：短期受益国补高端修复，长期降本增效盈利改善	3
二、 外销：短期品牌业务韧性突显，长期拓宽成长边界	5
三、 盈利预测及评级	5
四、 风险提示	6

图目录

图 1、 2024 年国补中海尔系空冰洗销量同比改善	4
图 2、 2024 年国补中卡萨帝空冰洗销量同比显著提升	4
图 3、 2024 年国补中行业高端冰洗销量显著提速	4
图 4、 2024 年国补中海尔品牌高端冰洗销量改善	4
图 5、 2024 年国补中海尔品牌高端冰洗销量占比提升	5
图 6、 2024 年国补中卡萨帝品牌高端冰洗销量加速增长	5
图 7、 2024 年海尔大家电全球份额稳定，品牌韧性突显	5

一、内销：短期受益国补高端修复，长期降本增效盈利改善

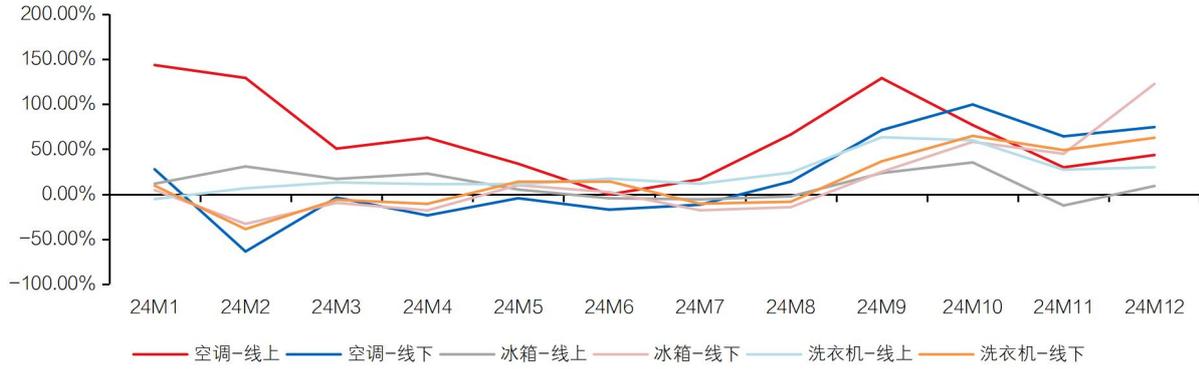
（一）短期看，冰洗受益国补内销回暖，线下结构升级趋势增强。2024 年国补政策期间，国内冰洗品类销量快速增长。据 AVC 数据，2024 年 9-12 月国内冰箱线上/线下销量分别同比+17%/+53%，均价分别同比+5%/+11%；洗衣机线上/线下销量分别同比+17%/+37%，均价分别同比-3%/+13%，相较政策落地前需求改善（24 年 1-8 月冰箱线上/线下销量同比+2%/-8%，洗衣机线上/线下销量同比+10%/-2%）。补贴加持下，线下冰洗结构升级趋势增强，均价显著提升。

海尔系量价提升，卡萨帝显著修复。国补加强行业头部集中效应，24Q4 海尔系冰箱线上/线下销量分别同比+10%/+66%，洗衣机线上/线下销量分别同比+39%/+58%，销量增速远超行业。卡萨帝高端品牌需求显著修复，24Q4 卡萨帝冰箱线上/线下销量分别同比+59%/+75%，洗衣机线上/线下销量分别同比+42%/+103%。高端品类（冰箱线上均价 4000 元+，线下均价 8000 元+；洗衣机线上均价 2000 元+，线下均价 6000 元+）占比亦显著提升，9-12 月海尔品牌高端冰箱线上/线下销量占比分别提升至 32%/31%，相较国补前分别增长 14/11pct。

国补延续至 2025 年，海尔内销有望借力政策持续修复。2025 年 1 月 8 日，国家发展改革委、财政部发布关于 2025 年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知，各地国补政策陆续延续，预计将继续拉动海尔内销改善，卡萨帝恢复快增有望贡献利润增量。

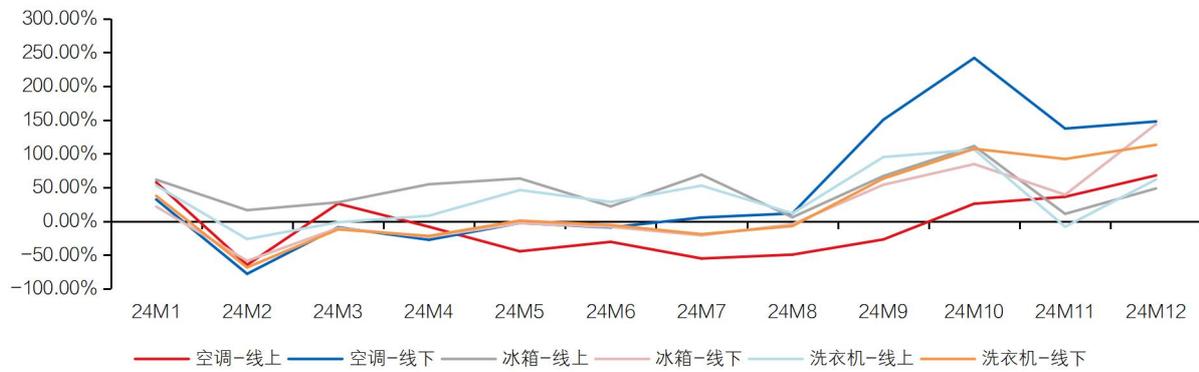
（二）长期看，空调业务持续成长，数字化变革深入，并表日日顺助力零售转型，全流程提效优化盈利空间。2024 年公司在青岛投资新建年产 500 万台套空调项目，打造集“研产销”为一体的智能制造基地，面向国内外市场，强化空调业务布局。同时，公司持续推进国内全流程数字化变革，2024 年 10 月公司拟通过受托表决权的方式，实现对供应链服务提供商日日顺的控制，将日日顺和海尔智家的业务系统和数据管理打通，提升公司供应链管理能力和物流能力，打造涵盖仓储、分销、配送的全流程一体化物流能力，助力国内市场零售业务变革及海外品牌供应链本土化升级，进一步加速效率提升。

图 1、2024 年国补中海尔系空冰洗销量同比改善



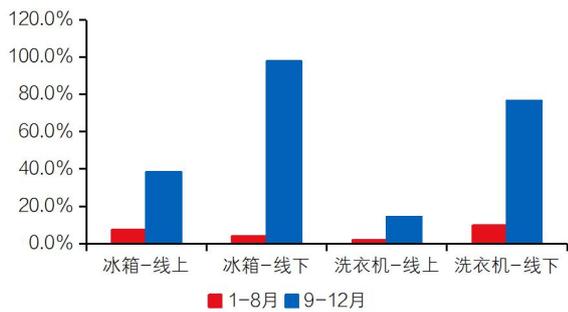
数据来源：AVC，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、2024 年国补中卡萨帝空冰洗销量同比显著提升



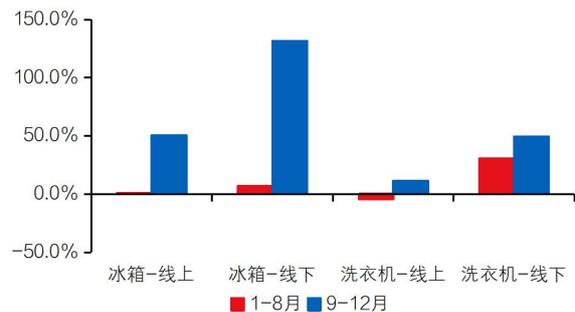
数据来源：AVC，兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、2024 年国补中行业高端冰洗销量显著提速



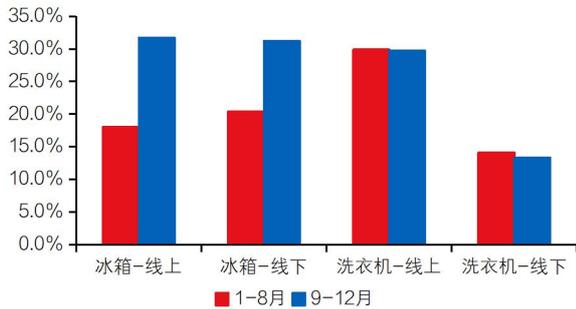
数据来源：AVC，兴业证券经济与金融研究院整理
注：高端品类指冰箱线上均价 4000 元+，线下均价 8000 元+；洗衣机线上均价 2000 元+，线下均价 6000 元+。

图 4、2024 年国补中海尔品牌高端冰洗销量改善



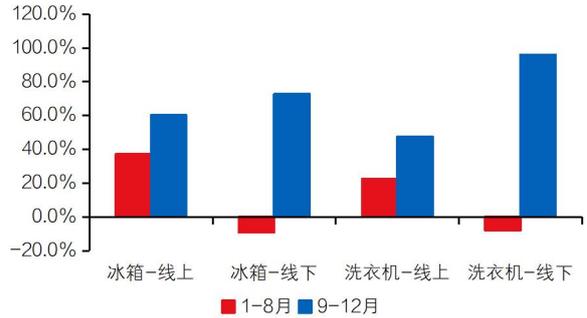
数据来源：AVC，兴业证券经济与金融研究院整理
注：高端品类指冰箱线上均价 4000 元+，线下均价 8000 元+；洗衣机线上均价 2000 元+，线下均价 6000 元+。

图 5、2024 年国补中海尔品牌高端冰洗销量占比提升



数据来源：AVC，兴业证券经济与金融研究院整理
注：高端品类指冰箱线上均价 4000 元+，线下均价 8000 元+；洗衣机线上均价 2000 元+，线下均价 6000 元+。

图 6、2024 年国补中卡萨帝品牌高端冰洗销量加速增长



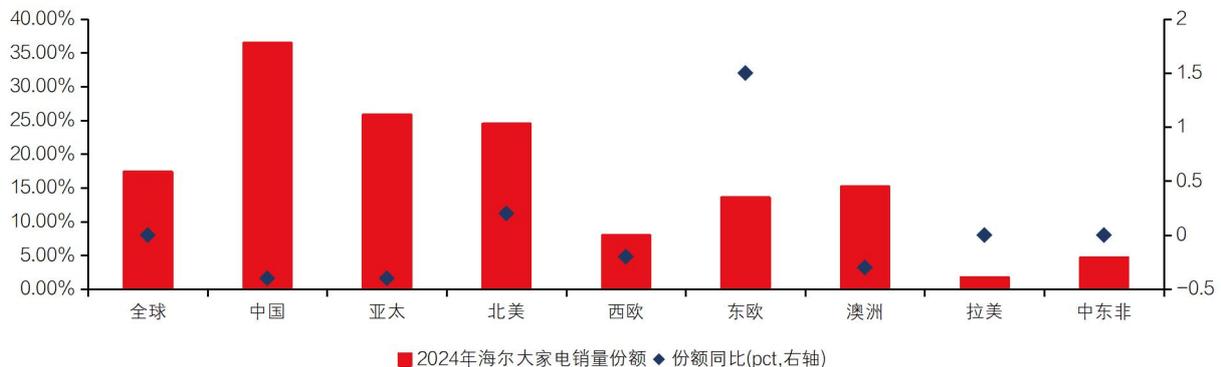
数据来源：AVC，兴业证券经济与金融研究院整理
注：高端品类指冰箱线上均价 4000 元+，线下均价 8000 元+；洗衣机线上均价 2000 元+，线下均价 6000 元+。

二、外销：短期品牌业务韧性突显，长期拓宽成长边界

(一) 短期看，全球化布局成熟，品牌业务韧性突显。基于全球布局的家电自主品牌集群及本地化供应链优势，公司在主要市场大家电行业份额均维持领先地位。公司在海外市场积极推动产品结构升级及全流程数字化提效，北美市场降息预期下，地产改善有望带动家电需求好转，亦将优化部分财务费用，同时，2025 年美国市场价格竞争预期放缓，收入利润均有提升空间。海尔北美业务敞口以本土产能为主，亦可有效规避关税风险。欧洲市场组织架构改革完成助推盈利改善，新兴市场快速成长贡献新增量，预计海外业务持续稳增。

(二) 长期看，多元业务整合拓宽成长边界。2024 年公司分别收购伊莱克斯南非热水器业务和开利商用制冷业务，继续拓展多元家电业务，成长空间广阔。

图 7、2024 年海尔大家电全球份额稳定，品牌韧性突显



数据来源：欧睿，兴业证券经济与金融研究院整理
注：大家电品类主要包含冰箱、洗衣机、厨电。

三、盈利预测及评级

公司为家电品牌出海龙头，在国补政策拉动下内销实现高增，高端品牌卡萨帝逐步修复。外销品牌业务韧性突显，效率持续优化，经营步入上行通道，未来全球化及高端化逻辑有望持续兑现。调整 2024-2026 年 EPS 为 2.03/2.32/2.61 元，1 月 21 日收盘价对应动态 PE 分别为 13.5x/11.9x/10.5x，维持“买入”评级。

四、风险提示

1. 终端需求不及预期：若短期国内外终端需求不及预期，公司出货或受影响。
2. 原材料成本上涨：若短期原材料价格大幅上涨，公司利润或承压。
3. 行业竞争加剧：若部分地区市场价格竞争加剧，公司利润或受影响。

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	132620	133102	145461	158211
货币资金	54486	59457	66394	75502
交易性金融资产	954	235	266	259
应收票据及应收账款	28890	25630	27518	29092
预付款项	1238	1228	1336	1398
存货	39524	39384	42324	44159
其他	7528	7168	7623	7802
非流动资产	120759	102888	105926	108744
长期股权投资	25547	21322	21281	21294
固定资产	29604	29323	32257	34623
在建工程	5403	5918	6686	7615
无形资产	11006	10318	9533	8825
商誉	24290	22690	22626	22640
其他	24909	13317	13544	13747
资产总计	253380	235990	251387	266955
流动负债	119981	96762	101577	105029
短期借款	10318	8047	8194	8254
应付票据及应付账款	69278	52817	56993	59846
其他	40385	35898	36390	36929
非流动负债	27488	24908	23319	21714
长期借款	17936	16291	14705	13102
其他	9551	8616	8614	8612
负债合计	147468	121670	124896	126743
股本	9438	9383	9383	9383
未分配利润	68536	75807	84498	94296
少数股东权益	2398	2649	2869	3116
股东权益合计	105912	114321	126491	140212
负债及权益合计	253380	235990	251387	266955

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
归母净利润	16597	19089	21737	24506
折旧和摊销	6800	7614	8776	9991
营运资金的变动	562	-20612	-874	-300
经营活动产生现金流量	25262	8225	29692	33953
资本支出	-9739	-4105	-11583	-12498
长期投资	-8172	14799	13	37
投资活动产生现金流量	-17085	12940	-9706	-10552
债权融资	1534	-3277	-1436	-1550
股权融资	946	0	0	0
融资活动产生现金流量	-7841	-15833	-13050	-14293
现金净变动	585	4971	6937	9108

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	261428	272247	291507	305630
营业成本	179054	186280	199148	208562
税金及附加	1016	1009	1098	1145
销售费用	40978	40510	44309	45722
管理费用	11490	11802	12768	12775
研发费用	10221	10890	11660	12164
财务费用	514	-226	-633	-1038
投资收益	1910	1919	1938	1988
公允价值变动收益	20	0	0	0
信用减值损失	-243	-391	-54	-5
资产减值损失	-1505	-1597	-88	-33
营业利润	19880	23022	26064	29361
营业外收支	-168	-50	-56	-14
利润总额	19712	22971	26008	29347
所得税	2980	3631	4052	4594
净利润	16732	19340	21956	24753
少数股东损益	135	251	220	248
归属母公司净利润	16597	19089	21737	24506
EPS(元)	1.77	2.03	2.32	2.61

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业总收入增长率	7.3%	4.1%	7.1%	4.8%
营业利润增长率	11.4%	15.8%	13.2%	12.7%
归母净利润增长率	12.8%	15.0%	13.9%	12.7%
盈利能力				
毛利率	31.5%	31.6%	31.7%	31.8%
归母净利率	6.3%	7.0%	7.5%	8.0%
ROE	16.0%	17.1%	17.6%	17.9%
偿债能力				
资产负债率	58.2%	51.6%	49.7%	47.5%
流动比率	1.11	1.38	1.43	1.51
速动比率	0.73	0.91	0.96	1.03
营运能力				
资产周转率	106.8%	111.3%	119.6%	117.9%
每股资料(元)				
每股收益	1.77	2.03	2.32	2.61
每股经营现金	2.69	0.88	3.16	3.62
估值比率(倍)				
PE	15.5	13.5	11.9	10.5
PB	2.5	2.3	2.1	1.9

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的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。其中：沪深两市以沪深300指数为基准；北交所市场以北证50指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级	
行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数	
	中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平	
	回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数	

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

本公司为 000001 但上述持仓不曾、不会、不将对研究业务的独立性、客观性产生影响。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

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

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号世界财富大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn