

海尔智家-H (6690 HK, 买入, 目标价: HK\$34.10)

买入

持有

卖出

目标价: HK\$34.10 当前股价: HK\$26.20

股价上行/下行空间 +30%

52 周最高/最低价 (HK\$) 36.45/22.10

市值 (US\$mn) 66,866

当前发行数量(百万股) 9,383

三个月平均日交易额 (US\$mn) 50

流通盘占比 (%) 100

主要股东 (%)

香港中央结算有限公司 25

海尔卡奥斯 13

海尔集团 11

按 2025 年 3 月 11 日收市数据

资料来源: FactSet

主要调整

	现值	原值	变动
评级	买入	买入	N/A
目标价 (HK\$)	34.10	34.10	N/A
2024E EPS (RMB)	2.04	2.04	N/A
2025E EPS (RMB)	2.26	2.26	N/A
2026E EPS (RMB)	2.47	2.47	N/A

股价表现



资料来源: FactSet

25 年利润端有望实现低双位数增长

- 我们预计 2025 年内销/海外营收分别同比增长~4%/5%，整体营收同比增长~4%；
- 海尔在国内与海外市场持续推进全链路数字化转型，盈利能力有望进一步改善，预计 2025 年归母净利润低双位数增长；
- 维持盈利预测与买入评级，维持 34.10 港元的目标价，对应 14 倍 2025 年 P/E。

预计 2025 年内销营收同比增长~4%：1) 海尔继续通过产品迭代与场景方案创新抢占冰/洗两大优势品类份额，8W25 冰箱线上/线下零售量分别同比-5%/+1%、洗衣机线上/线下零售量分别同比增长 9%/7% (AVC 数据，下同)，我们预计 2025 年海尔冰/洗营收分别同比增长~1%/4%。2) 针对空调业务，海尔除提高各分公司空调销售的 KPI 占比以外，还结合各地市场规模，与渠道商共同制定年度锁单规划。在保证基础零售额份额的同时，也将锁单量提前反馈于生产端以尽可能优化排产规划、平衡产销，提高产端效率。受益于国补政策更新，海尔 8W25 家空线上/线下零售量分别同比增长 41%/67%，即便假设前期所刺激需求透支下半年，偏保守预计今年海尔空调业务营收同比增长~8%，我们测算 25 年海尔内销营收同比增长~4%。

预计 2025 年海外营收同比增长~5%：1) GEA 将灶具子品类拆解至不同价格带驱动增长，也持续完善三合一滚筒洗衣机与洗碗机的 SKU 进一步抢占份额，同时加速空调与小家电（如和面机）等相对弱势品类的布局。2) 考虑海尔美国营收占比~25%，其中中国/墨西哥出口分别~10%/20%+，我们测算海尔对美关税敞口仅 8%-10%。但若将关税导致的成本增加全部转嫁至消费者可能导致终端需求受到抑制，企业需重新寻求营收与盈利能力的平衡，我们暂时预计 2025 年海尔北美营收小幅增长~1%。3) 海尔欧洲的品牌定位升级与管理变革初见成效，今年有望继续实现高单位数增长，在南亚/东南亚实现 15-20%增速的预期下，预计 2025 年海尔海外市场营收同比增长~5%。

盈利预测与估值：维持盈利预测与买入评级，维持 34.10 港元的目标价，对应 14 倍 2025 年 P/E：海尔在国内与海外市场持续推进全链路数字化转型，盈利能力有望进一步改善，我们预计海尔 2024/25/26 年营收分别同比增长 3.8%/4.4%/4.3%至 2,714.0/2,834.3/2,957.2 亿元；预计 2024/25/26 年归母净利润分别同比增长 15.5%/10.7%/9.4%至 191.6/212.2/232.2 亿元，归母净利率有望从 2023 年的 6.3%进一步改善至 26 年的 7.9%。我们继续给予海尔-A/H 股 10%折价率，维持海尔-H 目标价 34.10 港元不变，较目前股价仍有 30%上升空间。**风险提示：**原材料价格上涨；家电需求疲软；汇率波动风险。

财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (RMBmn)	243,485	261,422	271,396	283,431	295,719
息税前利润 (RMBmn)	18,785	21,823	24,296	26,750	29,138
归母净利润 (RMBmn)	14,711	16,597	19,161	21,217	23,216
每股收益 (RMB)	1.56	1.76	2.04	2.26	2.47
市盈率 (x)	15.3	12.7	11.6	10.5	9.6

注：历史估值倍数以全年平均股价计算。资料来源：Wind，华兴证券

研究团队

姜雪峰, 分析师

证书编号: S1680519070001

电话: +86 21 6015 6632

电邮地址: xjiang@huaxingsec.com

附：财务报表

年结: 12月

利润表

(RMBmn)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	261,422	271,396	283,431	295,719
营业收入	261,422	271,396	283,431	295,719
营业成本	(180,719)	(187,263)	(195,000)	(203,011)
毛利润	80,703	84,133	88,430	92,708
管理及销售费用	(64,130)	(65,087)	(66,930)	(68,819)
息税前利润	21,823	24,296	26,750	29,138
息税折旧及摊销前利润	28,612	31,451	34,814	38,143
利息收入	1,447	1,447	1,447	1,447
利息支出	(2,111)	(1,413)	(1,413)	(1,413)
税前利润	19,712	22,883	25,337	27,726
所得税	(2,980)	(3,459)	(3,830)	(4,191)
净利润	16,597	19,161	21,217	23,216
基本每股收益 (RMB)	1.76	2.04	2.26	2.47

资产负债表

(RMBmn)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	132,621	138,681	151,919	166,831
货币资金	53,977	57,240	67,138	78,615
应收账款	28,890	29,992	31,322	32,680
存货	39,524	40,955	42,647	44,399
其他流动资产	10,230	10,494	10,812	11,136
非流动资产	120,759	131,837	137,857	143,757
固定资产	35,495	45,574	50,673	55,706
无形资产	9,101	9,171	9,234	9,290
商誉	24,290	24,290	24,290	24,290
其他	50,067	50,995	51,854	52,665
资产	253,380	270,517	289,777	310,588
流动负债	120,083	123,863	128,332	132,958
短期借款	10,408	10,408	10,408	10,408
预收账款	7,732	8,012	8,343	8,686
应付账款	69,278	71,787	74,753	77,824
长期借款	17,988	17,988	17,988	17,988
非流动负债	7,369	7,369	7,369	7,369
负债	147,468	151,248	155,717	160,343
股份	9,438	9,383	9,383	9,383
资本公积	94,076	107,171	121,672	137,539
未分配利润	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	105,912	119,270	134,060	150,245
少数股东权益	2,398	2,660	2,951	3,268
负债及所有者权益	253,380	270,517	289,777	310,588

注：历史估值倍数以全年平均股价计算。

资料来源：公司公告，华兴证券

现金流量表

(RMBmn)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	16,597	19,161	21,217	23,216
折旧摊销	6,789	7,155	8,064	9,004
利息（收入）/支出	664	(34)	(34)	(34)
其他非现金科目	0	0	0	0
其他	(419)	(5,369)	34	34
营运资本变动	1,631	983	1,129	1,192
经营活动产生的现金流量	25,262	21,896	30,409	33,413
资本支出	(17,422)	(13,040)	(14,295)	(15,114)
收购及投资	0	0	0	0
处置固定资产及投资	1,506	210	210	210
其他	(1,169)	0	0	0
投资活动产生的现金流量	(17,085)	(12,830)	(14,085)	(14,904)
股利支出	(5,254)	(6,066)	(6,716)	(7,349)
债务筹集（偿还）	2,255	0	0	0
发行（回购）股份	0	0	0	0
其他	(4,842)	262	290	318
筹资活动产生的现金流量	(7,841)	(5,803)	(6,426)	(7,032)
现金及现金等价物净增加额	336	3,263	9,898	11,477
自由现金流	6,260	13,755	15,347	17,431

财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
YoY (%)				
营业收入	7.4	3.8	4.4	4.3
毛利润	8.2	4.2	5.1	4.8
息税折旧及摊销前利润	15.2	9.9	10.7	9.6
净利润	12.8	15.4	10.7	9.4
稀释每股调整收益	12.9	16.1	10.7	9.4
盈利率 (%)				
毛利率	30.9	31.0	31.2	31.3
息税折旧摊销前利润率	10.9	11.6	12.3	12.9
息税前利润率	8.3	9.0	9.4	9.9
净利率	6.3	7.1	7.5	7.9
净资产收益率	15.7	16.1	15.8	15.5
总资产收益率	6.6	7.1	7.3	7.5
流动资产比率 (x)				
流动比率	1.1	1.1	1.2	1.3
速动比率	0.8	0.8	0.9	0.9
估值比率 (x)				
市盈率	12.7	11.6	10.5	9.6
市净率	2.0	1.9	1.7	1.5
市销率	0.9	0.8	0.8	0.8

附录

【分析师声明】

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认，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注册为证券分析师，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。

【法律声明】

一般声明

本报告由华兴证券有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有由中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的特定客户及其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。

本公司研究报告的信息均来源于公开资料，但本公司对该等信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但该等信息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，仅供投资者参考之用，在任何情况下，报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本报告的接收人须保持自身的独立判断。在任何情况下，本公司及其雇员不对任何人因使用报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所在的意见、评估及预测仅为本报告出具日的分析师观点和判断，可在不发出通知的情况下作出更改，在不同时期，本公司可发出与该报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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的假设和标准、采取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受者进行更新的义务。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，华兴证券有限公司可能会持有或交易报告中提及公司所发行的证券或投资标的，也可能为这些公司提供或争取建立业务关系或服务关系（包括但不限于提供投资银行业务或财务顾问服务等）。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的利益冲突。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。

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。未经本公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制或转载，否则，本公司将保留追究其法律责任的权利。

【评级说明】

公司评级体系以报告发布日后 6-12 个月的公司股价涨跌幅相对同期公司所在证券市场大盘指数（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）涨跌幅为基准：分析师估测“买入”公司股票相对大盘涨幅在 10%以上；“持有”公司股票相对大盘涨幅介于-10%到 10%之间；“卖出”公司股票相对大盘涨幅低于-10%。

行业评级体系以报告发布日后 6-12 个月的行业指数涨跌幅相对同期相关证券市场（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）大盘指数涨跌幅为基准：分析师估测“超配”行业相对大盘涨幅在 10%以上；“中性”行业相对大盘涨幅介于-10%到 10%之间；“低配”行业相对大盘涨幅低于-10%。