

消费

收盘价 目标价 潜在涨幅
港元 22.90 港元 36.52↓ +59.5%

2025年4月3日

海尔智家 (6690 HK)

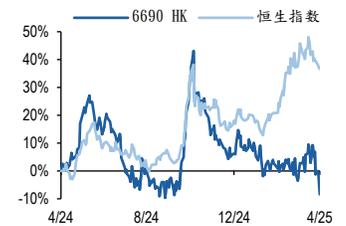
内外销均环比提速；2025年1季度表现优于管理层全年目标

- 2024年业绩符合预期。**2024年海尔智家收入/净利润同比增长9.4%/17.0%至2860亿/196亿元（人民币，下同）。4季度收入/净利润同比增长10.0%/4.0%至830亿/35.9亿元。全年净利润率6.8%，同比提升0.4个百分点。每10股派息9.65元，分红总额89.97亿元，分红率提升至48%（2023年：45%）。
- 海内外业务表现。**受到政策补贴的积极影响，海尔4季度冰箱/洗衣机/空调出货量分别同比+10%/+8%/+29%（数据来源：产业在线），带动海尔4季度不含物流的纯家电收入同比增长12.8%，利润率提升1.2个百分点至9.7%。高端品牌卡萨帝表现尤为亮眼，4季度收入增速达30%，全年零售额增长12%。海外收入于4季度有所提速，同比增长10.7%至372亿元，推动全年海外收入同比增长5%（其中上下半年分别增长4%/7%）。东南亚市场拓展迅速，泰国市场份额达15%（位居第一），东南亚和南亚收入增速接近40%，部分品类实现翻倍增长。
- 2025年展望。**面对北美关税风险，公司已采取产品组合优化、产能调整及供应商谈判（供应商承担50%关税）等措施，目标确保2025年北美盈利不受拖累。在内销方面，除了政策的支持，公司还计划通过强化线上营销、新增440家线下门店（含44家高端体验中心）及优化送装服务进一步提升卡萨帝的市场份额，目标2025年卡萨帝收入增长22%。全年来看，目标实现中高个位数（力争双位数）/双位数的收入增长/利润增长。
- 维持买入。**2025年1季度整体表现优于管理层全年目标。同时，公司持续发展数字化进程以降低整体费用率，2024年中国区的销售费用率降低了0.4个百分点，预计2025年保持该趋势。公司持续增加股东回报，计划10-20亿元回购股份，进一步优化投资者收益。我们微调2025/26年盈利预测以反映较高的利息费用支出。基于15倍2025年市盈率（不变），调整目标价至36.52港元/34.33元人民币（600690 CH）。

个股评级

买入

1年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位(港元)	35.75
52周低位(港元)	22.60
市值(百万港元)	236,729.57
日均成交量(百万)	73.81
年初至今变化(%)	(16.73)
200天平均价(港元)	27.15

资料来源: FactSet

谭星子, FRM

kay.tan@bocomgroup.com
(852) 3766 1856

财务数据一览

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入(百万人民币)	261,428	285,981	298,567	313,996	331,823
同比增长(%)	7.4	9.4	4.4	5.2	5.7
净利润(百万人民币)	16,597	18,741	20,557	22,396	24,215
每股盈利(人民币)	1.79	2.02	2.29	2.49	2.70
同比增长(%)	13.3	12.8	13.3	8.9	8.1
前EPS预测值(人民币)			2.32	2.53	
调整幅度(%)			-1.2	-1.5	
市盈率(倍)	12.0	10.6	9.4	8.6	7.9
每股账面净值(人民币)	11.08	11.87	12.25	12.34	12.79
市账率(倍)	1.93	1.80	1.75	1.73	1.67
股息率(%)	3.7	4.5	5.1	5.6	6.0

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

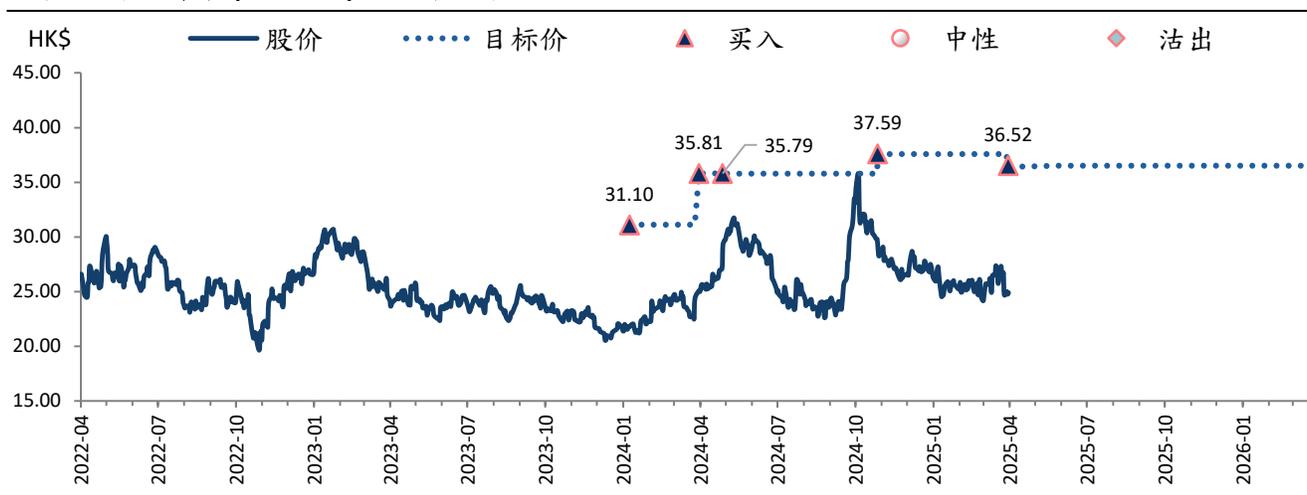
此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

2025 年 4 月 3 日

海尔智家 (6690 HK)

图表 1: 海尔智家 (6690 HK) 目标价和评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 2: 交银国际消费行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
9992 HK	泡泡玛特	买入	162.60	176.00	8.2%	2025 年 03 月 28 日	潮流玩具
291 HK	华润啤酒	买入	29.00	34.47	18.9%	2025 年 03 月 21 日	啤酒
1876 HK	百威亚太	买入	9.11	9.78	7.3%	2025 年 02 月 26 日	啤酒
2319 HK	蒙牛乳业	买入	19.46	22.91	17.7%	2025 年 03 月 27 日	乳业
600887 CH	伊利股份	买入	28.29	33.30	17.7%	2024 年 11 月 06 日	乳业
600597 CH	光明乳业	买入	8.44	12.30	45.7%	2023 年 09 月 05 日	乳业
6186 HK	中国飞鹤	中性	5.80	4.00	-31.1%	2024 年 09 月 02 日	乳业
600882 CH	妙可蓝多	中性	24.45	13.40	-45.2%	2024 年 08 月 27 日	乳业
1112 HK	健合国际	中性	9.64	10.40	7.9%	2023 年 08 月 24 日	乳业
2313 HK	申洲国际	买入	53.10	116.00	118.5%	2024 年 03 月 27 日	纺织服装
6690 HK	海尔智家	买入	22.90	36.52	59.5%	2025 年 04 月 03 日	家电
000333 CH	美的集团	买入	73.36	87.22	18.9%	2025 年 04 月 02 日	家电
000651 CH	格力电器	买入	45.35	52.96	16.8%	2024 年 04 月 30 日	家电
1044 HK	恒安国际	中性	21.40	22.64	5.8%	2025 年 03 月 26 日	个护家清
9922 HK	九毛九	中性	2.96	3.14	6.2%	2025 年 03 月 31 日	餐厅
9896 HK	名创优品	买入	35.45	46.42	31.0%	2025 年 03 月 24 日	零售
2020 HK	安踏	买入	85.30	113.30	32.8%	2025 年 03 月 20 日	运动品牌
2331 HK	李宁	中性	15.54	14.89	-4.2%	2024 年 08 月 19 日	运动品牌
3813 HK	宝胜国际	买入	0.55	0.90	64.4%	2025 年 03 月 12 日	体育用品经销商
6110 HK	滔搏国际	中性	3.31	3.06	-7.6%	2024 年 11 月 05 日	体育用品经销商

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2025 年 4 月 3 日

财务数据

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	261,428	285,981	298,567	313,996	331,823
主营业务成本	(179,054)	(206,487)	(207,504)	(217,285)	(228,958)
毛利	82,374	79,494	91,063	96,711	102,865
销售及管理费用	(52,468)	(45,696)	(54,443)	(57,256)	(60,507)
研发费用	(10,221)	(10,740)	(11,346)	(11,932)	(12,609)
经营利润	19,685	23,058	25,275	27,523	29,749
财务成本净额	(514)	(973)	(1,015)	(1,068)	(1,128)
应占联营公司利润及亏损	0	0	0	0	0
其他非经营净收入/费用	541	647	676	711	751
税前利润	19,712	22,733	24,935	27,166	29,372
税费	(2,980)	(3,157)	(3,463)	(3,773)	(4,079)
非控股权益	(135)	(834)	(915)	(997)	(1,078)
净利润	16,597	18,741	20,557	22,396	24,215
作每股收益计算的净利润	16,597	18,741	20,557	22,396	24,215

截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	54,486	55,584	54,981	55,979	57,551
应收账款及票据	28,890	38,952	40,666	43,066	45,420
存货	39,524	43,044	43,368	47,118	48,229
其他流动资产	9,720	14,110	13,684	14,667	14,435
总流动资产	132,620	151,690	152,700	160,829	165,634
投资物业	99	246	246	246	246
物业、厂房及设备	29,604	37,519	38,989	40,209	41,179
其他有形资产	5,403	5,680	6,180	6,680	7,181
无形资产	11,006	14,035	14,035	14,035	14,035
合资企业/联营公司投资	6,404	5,987	6,487	6,987	7,488
其他长期资产	68,243	74,958	73,993	74,093	74,194
总长期资产	120,759	138,424	139,929	142,249	144,322
总资产	253,380	290,114	292,629	303,079	309,957
短期贷款	10,318	13,784	13,784	13,784	13,785
应付账款	69,278	75,737	75,280	79,234	81,036
其他短期负债	40,385	60,050	58,511	63,230	62,963
总流动负债	119,980	149,571	147,575	156,249	157,784
长期贷款	17,936	9,665	9,665	9,665	9,665
长期应付账款	57	188	188	188	188
其他长期负债	9,494	12,300	12,300	12,300	12,300
总长期负债	27,488	22,153	22,153	22,153	22,153
总负债	147,468	171,725	169,728	178,402	179,938
股本	9,438	9,383	9,383	9,383	9,383
储备及其他资本项目	94,076	101,983	105,580	106,358	110,622
股东权益	103,514	111,366	114,962	115,741	120,005
非控股权益	2,398	7,023	7,938	8,935	10,014
总权益	105,912	118,389	122,901	124,676	130,019

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	16,732	19,576	21,472	23,393	25,293
折旧及摊销	5,736	6,580	3,530	3,780	4,030
营运资本变动	(150)	(2,532)	(1,808)	(2,100)	(154)
利息调整	1,810	2,280	1,015	1,068	1,128
其他经营活动现金流	1,134	(1,127)	1,325	(361)	1,247
经营活动现金流	25,262	24,776	25,534	25,779	31,544
资本开支	(9,907)	(10,072)	(9,989)	(10,030)	(10,010)
投资活动	8,146	17,221	12,683	14,952	13,818
其他投资活动现金流	(35,138)	(47,366)	(39,075)	(41,037)	(40,056)
投资活动现金流	(17,085)	(20,074)	(16,402)	(16,055)	(16,228)
负债净变动	18,424	9,569	13,996	11,783	12,890
权益净变动	946	269	607	438	523
股息	7,224	9,982	8,603	9,292	8,948
其他融资活动现金流	(34,435)	(27,733)	(31,084)	(29,409)	(30,247)
融资活动现金流	(7,841)	(7,914)	(7,877)	(7,896)	(7,887)
汇率收益/损失	249	(257)	(257)	(257)	(257)
年初现金	54,139	54,486	55,584	54,981	55,979
年末现金	54,486	55,584	54,981	55,979	57,551

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	1.790	2.020	2.288	2.493	2.696
全面摊薄每股收益	1.780	2.020	2.288	2.493	2.696
Non-GAAP标准下的每股收益	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
每股股息	0.800	0.959	1.095	1.193	1.290
每股账面值	11.077	11.869	12.252	12.335	12.790
利润率分析(%)					
毛利率	31.5	27.8	30.5	30.8	31.0
EBITDA利润率	9.7	10.4	9.6	10.0	10.2
EBIT利润率	7.5	8.1	8.5	8.8	9.0
净利率	6.3	6.6	6.9	7.1	7.3
盈利能力(%)					
ROA	6.8	6.9	7.1	7.5	7.9
ROE	16.5	16.7	17.0	18.1	19.0
其他					
净负债权益比(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0
存货周转天数	82.6	73.0	76.0	76.0	76.0
应收账款周转天数	37.4	42.7	48.0	48.0	48.0
应付账款周转天数	137.0	126.4	131.0	128.0	126.0

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
 - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
 - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告期内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告期内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告期内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、富景中国控股有限公司、天津建设发展集团股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司及北京赛目科技股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。