

关税下格局显著受益 增持+回购彰显龙头信心

核心观点

近期美国“对等关税”政策引发市场波动，我们认为海尔依托前瞻性的自主品牌建设+海外产能布局，在贸易冲突期更为受益。目前公司在美产能可覆盖在美 80%左右需求，凭借相对成本优势可赢得更为积极的竞争位置。通过逐步转移剩余产能、提高本土自采率和与供应商分摊关税成本等策略，公司可进一步降低外部风险和成本压力。收购以来稳步升级的 GE 品牌声誉也可助力海尔顺势提价而维持平稳的盈利水平。另一方面，家电国补政策有望迈向长周期，卡萨帝高端品牌受益弹性更为显著。目前海尔 PE 估值处于历史较低位置，综合考虑业绩增长确定性与分红率提升预期，建议关注公司修复机会。

事件

2025 年 4 月 7 日，海尔智家 9 位董事、高级管理人员计划自公告日起 6 个月，自愿以自有资金以集合竞价的方式增持公司股份，预计累计增持金额 2085-4170 万元，本次增持计划不设定价格上限。

同日，公司通过上海证券交易所交易系统以集中竞价交易方式回购 A 股股份 610000 股，回购成交最高价为 23.95 元/股，最低价为 23.60 元/股，已支付的资金总额为 1448 万元。

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	261,427.78	285,981.23	308,430.75	330,668.61	353,782.34
YoY(%)	7.36	9.39	7.85	7.21	6.99
净利润(百万元)	16,596.62	18,741.12	21,274.44	23,932.17	26,571.84
YoY(%)	12.82	12.92	13.52	12.49	11.03
毛利率(%)	31.51	27.80	28.07	28.31	28.60
净利率(%)	6.35	6.55	6.90	7.24	7.51
ROE(%)	16.03	16.83	16.51	16.12	15.61
EPS(摊薄/元)	1.77	2.00	2.27	2.55	2.83
P/E(倍)	13.33	11.81	10.40	9.24	8.33
P/B(倍)	2.14	1.99	1.72	1.49	1.30

资料来源：iFinD，中信建投证券

海尔智家(600690.SH)

维持

买入

马王杰

mawangjie@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521070002

翟延杰

zhaiyanjie@csc.com.cn

010-56135260

SAC 编号:S1440521080002

发布日期：2025 年 04 月 08 日

当前股价：23.58 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现(%)

1 个月	3 个月	12 个月
-10.78/-2.37	-14.81/-11.37	-10.51/-11.40
12 月最高/最低价(元)		33.12/23.52
总股本(万股)		938,291.33
流通 A 股(万股)		625,450.11
总市值(亿元)		1,999.31
流通市值(亿元)		1,474.81
近 3 月日均成交量(万)		4919.01
主要股东		
HKSCC NOMINEES LIMITED		24.66%

股价表现



相关研究报告

- 25.03.30 【中信建投白色家电】海尔智家(600690):Q4 内外销稳健增长 长周期国补海尔有望受益
- 24.09.01 【中信建投白色家电】海尔智家(600690):收入平稳盈利稳升，内外销积极因素正显现

简评

一、本土产能优势凸显，关税影响整体可控

海尔智家具备显著的在美产能优势，受此轮关税影响整体可控。①产能布局方面，目前公司本土供应产能可满足 50%左右的当地需求（零部件本土自产率水平较高），同时墨西哥工厂贡献 30%产能，目前享受关税豁免政策。②关税应对方面，公司借助本土产能的成本优势，叠加近年稳步提升的 GE 品牌声誉可伴随美国通胀提价而维持平稳的盈利水平，同时公司也与上游供应商就关税分摊事宜达成共识，控制成本端上行压力。综合全球供应链的调配能力与经营韧性，海尔可更为从容的应对此次关税加征，整体经营预计稳健。

二、凭借自主品牌与产能优势，公司竞争格局更为受益

相较竞企在美产能有限，公司在美价格策略更为灵活，市场份额有望进一步突破。除惠而浦外，伊莱克斯、三星、LG 等海外竞企由于缺乏足够的在美产能支撑，将面临更大的关税冲击，预计将通过提价来消化关税成本。公司凭借 80%的免税产能优势，可通过终端产品提价、与上游供应商分摊关税成本等多种方式有效化解关税压力，进而获得更为灵活的价格调控手段，从而实现更好的在美份额。

海尔在美运营能力亦较为突出，波动期间更具韧性。根据欧睿数据，近年来海尔智家深耕运营，在美国市场份额持续增长，市场占有率约 30%，已稳居市场首位。相较惠而浦、伊莱克斯等竞企，经营活力与竞争力显著上升。我们认为公司具备自主品牌与本土产能优势，同时近年综合经营实力稳步向上，市场波动期间的抗风险能力有望进一步拉开与竞企差距，从而迎来更为受益的竞争格局。

三、家电国补政策迈向长周期，公司因高端品牌更为受益

国补政策系近年影响加大家电内销的最重大变量，2024 年国家商务部对多种消费品发放以旧换新补贴，从效果看家电销售催化效应显著优于其他品类。根据商务部数据，2024 年超过 3600 万名消费者购买了八大类家电产品 5600 多万台，带动销售额 2400 亿元。2025 年国补政策“无缝衔接”，参考上一轮以旧换新，预计此次政策延续期或将进一步延长。我们认为国补政策的长期化对海尔有两方面积极影响：

①库存压力缓解，轻装上阵释放改革红利。受市场景气拖累，2024 年白电行业与公司一度面临较大的库存压力。以旧换新落地后，终端零售迎来爆发，海尔库存将得到有效消化。同时公司对渠道侧与产品侧进行梳理改革，精简 SKU 数量并增强零售导向考核，低库存下得以轻装上阵，经营端焕发改革活力。

②高端产品与国补天然契合，利好卡萨帝。国补政策下高端产品因折扣绝对金额多，且实际价格降至居民购买线内而获得更多青睐。历经多年耕耘，海尔旗下高端品牌卡萨帝已具备较强的市场知名度，国补下销售更为受益。奥维云网数据显示，2024 年 10-12 月，卡萨帝全渠道空调、冰箱、洗衣机份额分别提升 0.56%、2.10%、2.05%。同时卡萨帝利润率高于公司整体，销售占比提升有望结构化拉动公司整体盈利能力。

投资建议：全球化、高端化、智能化是白电行业未来的破局方向。海尔依托长期的耕耘积累，在国内高端化与外销自主化上均已占据领先地位，看好公司 α 属性带来的业绩确定性。预计 2025-27 年分别实现营业收

入 3084、3307、3538 亿元，同比增长 7.9%、7.2%、7.0%；归母净利润 213、239、266 亿元，同比增长 13.5%、12.5%、11.0%，对应 PE 分别为 10.4X、9.2X、8.3X，维持“买入”评级。

风险分析

1、宏观经济增速不及预期，家电产品属于耐用消费品，与居民收入预期息息相关。若宏观经济增长放缓，或对公司产品销售形成较大影响；

2、原材料价格下行不及预期：公司原材料成本占营业成本比重较大，若大宗价格再度上涨，公司盈利能力将会减弱；

3、海外市场风险：海外环境近年不确定性加剧，公司外销占比较高，若外需下降则业绩将受到相应冲击；

4、市场竞争加剧：弱市场环境下，行业竞争更为激烈，公司存在份额丢失及低价竞争拖累盈利的风险。

分析师介绍

马王杰

中信建投证券家电和农业行业首席分析师，上海交通大学管理学硕士。研究扎实，观点鲜明。家电领域重点覆盖白电、黑电、小家电、清洁电器、两轮车、摩托车、电动园林工具。曾获上证报最佳分析师，Wind 金牌金牌分析师，新浪金麒麟菁英分析师等

翟延杰

家用电器行业研究员，北京大学金融硕士，专注于白色家电、厨电及小家电新消费等产业链研究。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6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指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk