

新兴市场高增，持续提效

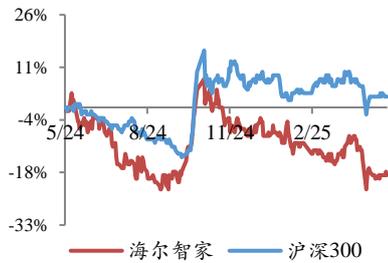
——海尔智家 25Q1 点评

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-05-02

收盘价（元）	24.79
近 12 个月最高/最低（元）	35.37/23.10
总股本（百万股）	9,383
流通股本（百万股）	6,255
流通股比例（%）	66.66
总市值（亿元）	2,326
流通市值（亿元）	1,550

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：邓欣

执业证书号：S0010524010001

邮箱：dengxin@hazq.com

联系人：唐楚彦

执业证书号：S0010124070002

邮箱：tangchuyan@hazq.com

相关报告

1. 海尔智家 24A：汇兑+短期费用影响盈利 2025-03-28
2. 海尔智家 24Q3：运营管理持续提效 2024-10-30
3. 海尔智家 24Q2：内外销盈利提效 2024-08-29

主要观点：

● 公司发布 25Q1 业绩报告：

- Q1：收入 791.18 亿元（同比+10.06%），归母净利润 54.87 亿元（同比+15.09%）；扣非归母净利润 53.64 亿元（同比+15.61%）；
- 业绩表现略超预期。

● 收入分析：内销国补支撑/外销新兴市场贡献弹性

- 分区域：Q1 内销/外销同比+7.8%/+12.6%延续 24Q4（预计内销/外销+11%/+11%）内外销较好增长；外销剔除 CCR 并表影响，预计 25Q1/24Q4 分别同比+8%/+5%、Q1 有所提速，其中 Q1 新兴市场贡献外销弹性，预计北美/欧洲/中东非/南亚/东南亚区域（RMB 口径）分别同比：基本持平/+30%+（含 CCR 并表影响）/+50%+ /+30%+ /+20%+；

- 分产品：我们预计空气能源解决方案环比加速，对整体增速环比向上有所拉动。

- 分品牌：卡萨帝品牌 25Q1 同比 20%+延续 24Q4（同比+30%+）较好增长。

● 利润分析：数字化变革助降本提效

- 盈利能力：Q1 毛利率 25.4%同比+0.1pct，归母净利率 6.93%同比+0.3pct，销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.1/-0.1/持平/-0.6pct；受益于供应链及业务流程的降本提效和数字化变革，毛利率/费用率皆有优化，财务费用率受卢布升值和人民币贬值影响汇兑收益增加。

- 余粮充足：报告期末合同负债 58.62 亿元（24Q4 期末 108.52 亿），余粮仍足。

- 持股计划：公司发布 25 年 A 股持股计划（草案）：1）对象：部分公司董事（独立董事除外）、高级管理人员、公司及子公司核心技术（业务）人员共计不超过 2,570 人，董事及高管 10 人；2）规模：7.57 亿元；3）目标：考核要求 25-26 年 ROE 超过 17.7%。

● 投资建议：

➤ 我们的观点：

公司 Q1 内销国补继续支撑/外销新兴市场贡献弹性，数字化变革成效显著助降本提效，关注公司国补助份额提升+外销新兴市场挖潜+数字化提效潜力。

盈利预测：我维持前次盈利预测。预计 2025-2027 年公司收入 3040.93/3165.02/3271.29 亿元，同比+6.3%/+4.1%/+3.4%，归母净利润 212.54/233.46/248.04，同比+13.4%/+9.8%/+6.2%；对应

PE 11/10/9X, 维持“买入”评级。

● **风险提示:**

行业景气度波动, 原材料成本波动。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	285981	304093	316502	327129
收入同比 (%)	4.3%	6.3%	4.1%	3.4%
归属母公司净利润	18741	21254	23346	24804
净利润同比 (%)	12.9%	13.4%	9.8%	6.2%
毛利率 (%)	27.8%	29.1%	29.1%	29.1%
ROE (%)	16.8%	15.9%	14.8%	13.5%
每股收益 (元)	2.02	2.27	2.49	2.64
P/E	14.09	10.94	9.96	9.38
P/B	2.40	1.74	1.47	1.27
EV/EBITDA	8.44	5.93	4.85	3.53

资料来源: wind, 华安证券研究所

注: 数据截至 2025 年 4 月 30 日

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	151690	198256	216323	268936	
现金	55584	89692	115162	155246	
应收账款	26473	13228	28972	14645	
其他应收款	3489	2424	3555	2443	
预付账款	2383	1293	1346	1392	
存货	43044	62305	46129	64685	
其他流动资产	20716	29315	21159	30525	
非流动资产	138424	138064	136157	132902	
长期投资	20932	22232	23532	24832	
固定资产	37519	37599	34886	30229	
无形资产	14035	14035	14035	14035	
其他非流动资产	65939	64198	63703	63806	
资产总计	290114	336320	352480	401838	
流动负债	149571	173526	164844	187948	
短期借款	13784	13784	14284	14784	
应付账款	54588	53156	60264	58282	
其他流动负债	81199	106587	90295	114882	
非流动负债	22153	22153	22653	23153	
长期借款	9665	9665	10165	10665	
其他非流动负债	12488	12488	12488	12488	
负债合计	171725	195680	187497	211102	
少数股东权益	7023	7065	7112	7162	
股本	9383	9382	9382	9382	
资本公积	20115	20070	20070	20070	
留存收益	81868	104122	128418	154122	
归属母公司股东权益	111366	133574	157870	183574	
负债和股东权益	290114	336320	352480	401838	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	26543	39975	29112	42629	
净利润	19576	21297	23393	24853	
折旧摊销	8081	6860	7257	7505	
财务费用	2280	1257	1279	1324	
投资损失	-1913	-1977	-2057	-2126	
营运资金变动	-2164	11497	-1780	10076	
其他经营现金流	22423	10841	26193	15774	
投资活动现金流	-20074	-4564	-3363	-2220	
资本支出	-10029	-5241	-4120	-3047	
长期投资	-10810	-1300	-1300	-1300	
其他投资现金流	765	1977	2057	2126	
筹资活动现金流	-7914	-1303	-279	-324	
短期借款	2889	0	500	500	
长期借款	-8700	0	500	500	
普通股增加	-55	-1	0	0	
资本公积增加	-1399	-46	0	0	
其他筹资现金流	-649	-1257	-1279	-1324	
现金净增加额	-1702	34108	25470	40084	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业收入	285981	304093	316502	327129	
营业成本	206487	215487	224346	231938	
营业税金及附加	1276	1216	1266	1309	
销售费用	33586	39532	40512	41545	
管理费用	12110	12894	13388	13805	
财务费用	973	-133	-963	-1455	
资产减值损失	-1284	-1000	-950	-900	
公允价值变动收益	47	0	0	0	
投资净收益	1913	1977	2057	2126	
营业利润	22912	25856	28425	30222	
营业外收入	184	96	108	129	
营业外支出	363	138	178	226	
利润总额	22733	25815	28355	30125	
所得税	3157	4518	4962	5272	
净利润	19576	21297	23393	24853	
少数股东损益	834	43	47	50	
归属母公司净利润	18741	21254	23346	24804	
EBITDA	30342	31606	33612	35046	
EPS (元)	2.02	2.27	2.49	2.64	

主要财务比率		2024A	2025E	2026E	2027E
会计年度					
成长能力					
营业收入	4.3%	6.3%	4.1%	3.4%	
营业利润	12.4%	12.8%	9.9%	6.3%	
归属于母公司净利润	12.9%	13.4%	9.8%	6.2%	
获利能力					
毛利率 (%)	27.8%	29.1%	29.1%	29.1%	
净利率 (%)	6.6%	7.0%	7.4%	7.6%	
ROE (%)	16.8%	15.9%	14.8%	13.5%	
ROIC (%)	11.8%	11.0%	10.3%	9.6%	
偿债能力					
资产负债率 (%)	59.2%	58.2%	53.2%	52.5%	
净负债比率 (%)	145.1%	139.1%	113.6%	110.7%	
流动比率	1.01	1.14	1.31	1.43	
速动比率	0.66	0.74	0.99	1.05	
营运能力					
总资产周转率	1.04	0.97	0.92	0.87	
应收账款周转率	11.64	15.32	15.00	15.00	
应付账款周转率	3.95	4.00	3.96	3.91	
每股指标 (元)					
每股收益	2.02	2.27	2.49	2.64	
每股经营现金流 (摊)	2.83	4.26	3.10	4.54	
每股净资产	11.87	14.24	16.83	19.56	
估值比率					
P/E	14.09	10.94	9.96	9.38	
P/B	2.40	1.74	1.47	1.27	
EV/EBITDA	8.44	5.93	4.85	3.53	

资料来源: wind, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：邓欣，华安证券研究所副所长、消费组组长兼食品饮料、家用电器、消费首席分析师。经济学硕士，双专业学士，10余年证券从业经验，历任中泰证券、中信建投、安信证券、海通证券，曾任家电、医美、泛科技消费首席分析师等，专注于成长消费领域，从产业链变革视角前瞻挖掘投资机会。

联系人：唐楚彦，武汉大学金融学学士，伦敦大学学院金融学硕士，3年消费行业研究经验。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。