

# Q1 业绩稳健增长 关税无虞看好全年表现

## 核心观点

海尔智家发布 2025 年一季报，收入业绩均实现稳健双位数增长。内销方面，家电国补利好高端品牌卡萨帝，海外市场方面，美国市场通过供应链变革改善盈利能力，新兴市场规模效应显现。此外，公司通过精简 SKU、改革渠道、数字化库存等措施有效控制费用，推动归母净利润率同比提升。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 29 日，海尔智家发布 2025 年一季度报告。

Q1 单季，营业收入达 791.18 亿元（+10.06%）归母净利润达到 54.87 亿元（+15.09%），扣除非经常性损益后的归母净利润达到 53.64 亿元（+15.61%）。

## 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)	14.02	12.41	10.93	9.72	8.75
P/B(倍)	2.25	2.09	1.81	1.57	1.37

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 05 月 06 日

当前股价：24.79 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
股票价格绝对/相对市场表现(%)	-8.73/-6.57	-10.73/-11.61	-13.92/-19.26
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)			2,163.11
流通市值(亿元)			1,550.49
近 3 月日均成交量(万)			4982.00
主要股东			
HKSCC NOMINEES LIMITED			24.66%

## 股价表现



## 一、内外销齐发力，Q1 营收稳健增长

国内市场方面，海尔内销收入同比增长 7.8%，家电国补长期化政策对海尔更为利好。高端产品与国补天然契合，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。24Q1 卡萨帝品牌增幅超过 20%。

海外市场方面，海外外销同比增长 12.6%，预计美国市场整体收入基本持平，GEA 通过供应链变革改善盈利能力，新产品上市带动高端增长超过双位数；新兴市场收入快速增长，预计南亚、东南亚、中东非等市场实现较高双位数增长。

## 二、费用率有效控制，净利率稳健提升

海尔智家盈利能力稳步提升。归母净利润率达到 6.9%，同比提升 0.3 个百分点。受益于产品结构升级，毛利率达 25.4% (+0.1%)。同时，海尔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，经营端焕发改革活力。同时数字化建设降低了仓储、人员和货损成本，使得费用控制有效，25Q1 销售费用率为 9.6% (-0.1%)，管理费用率为 3.1% (-0.1%)，费用端整体实现优化。

## 三、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。**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。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。

**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  $\alpha$  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 10.9X、9.7X、8.8X，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处广电金融中心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