

公司研究

空调业务显著抬头，数字化改革加速落地

——海尔智家（600690.SH）动态跟踪报告

买入（维持）

当前价/目标价：25.04/35.54 元

作者

分析师：洪吉然

执业证书编号：S0930521070002

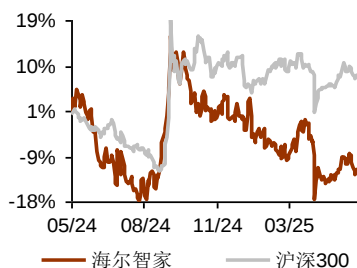
021- 52523793

hongjiran@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	93.83
总市值(亿元):	2349.48
一年最低/最高(元):	23.10/35.37
近 3 月换手率:	29.44%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-0.84	-3.33	-19.73
绝对	1.01	-4.61	-12.46

资料来源：Wind

相关研报

海外市场引领增长，业绩表现超出预期——海尔智家（600690.SH）2025 年度一季报业绩点评（2025-05-03）

海内外收入齐增，高分红政策延续——海尔智家（600690.SH）2024 年报业绩点评（2025-04-03）

要点

事件：5 月 29 日，公司发布 2024 年年度股东大会、2025 年第一次 A 股/D 股/H 股类别股东大会决议公告，发布第十二届董事会第一次会议决议公告。

点评：

新一届董事会和高管序列诞生：董事会会议选举李华刚为董事长兼总裁，选举宫伟为副董事长，表决通过聘任多位副总裁，其中 Kevin Nolan 负责北美业务，管江勇负责水联网业务，赵奔锋负责中国区及洗涤产业，吴勇负责冰箱及厨电业务，李攀负责海外市场，宋玉军负责空气业务，付松辉负责智慧楼宇业务，李洋负责全球采购，黄晓武负责资本市场经营及公司战略投融资、公司可持续发展事宜，孙佳程负责财务管理，黄德成负责南亚业务。经股东大会表决，董事会获得回购不超过已发行 H 股股份总数 10%股份、不超过已发行 D 股股份总数 30%股份的一般性授权。

25 年空调经营明显向上：①零售端增长大幅领先行业：据奥维云网，25M1-4，海尔系空调（含统帅、卡萨帝）线上/线下零售量同比+76%/+25%，行业线上/线下零售量同比+20%/+13%。**②市场份额进一步强化：**25M1-4，海尔系空调线上/线下零售量份额同比+3.6/+1.0pcts。

空调竞争力全面提升：①产品方面：25M2 推出线上引流款净省电系列，高能效、AI 智控、高性价比定位明确，对标竞争对手补齐产品阵容。**②数字化方面：**公司数字营销、数字库存改革落地，营销、订单交付与配送效率显著提升，品牌热度快速升温，25Q1 海尔品牌主动搜索 sov 提升 140%。**③供应链方面：**公司建立了压缩板、电路板的自制能力，产品成本控制能力优化。

数字化改革提质增效：①数字营销强化 ToC 互动能力：25Q1 上线海尔智家 AI 数据云，助力公司实现对用户需求的精准洞察，成功打造 Leader 懒人三筒洗衣机、海尔麦浪冰箱、海尔小蓝瓶等行业热搜爆款。**②数字库存降低客户经营门槛：**公司已完成 POP 客户数字库存模式上线运行，实现线上型号库存共享，降低客户资源投入压力，25Q1 家空产业新引入 POP 客户超 60 家，POP 渠道零售额增长超 100%。**③中国模式向海外复制输出：**公司 25 年计划开展海外数字化变革项目，吸收中国市场数字化实践经验，赋能公司海外各国业务运营提效。

高股息支撑高价值：①高分红政策延续：公司 24 年现金分红比例为 48.0%，同比+3.0pcts，结合 24 年股票现金回购，合计分红比例达 50.6%，预计 25-26 年公司现金分红比例不低于 50%。25 年海尔智家的预期股息率是 4.8%（股价时间为 2025-05-30，假设 25 年归母净利润 215 亿元，现金分红率 50%）。**②25 年股票回购稳步推进：**据公司公告，公司计划 25 年以集中竞价形式使用自有资金或自筹资金回购 A 股股票，回购价格不超过 40 元/股，回购总金额不超过 20 亿元且不低于 10 亿元。自回购起始日（2025 年 4 月 7 日）至 2025 年 5 月 30 日，公司已回购 A 股股份 1243.6 万股，回购金额达 3.12 亿元。

盈利预测、估值与评级：海尔智家定位于全球大家电领军品牌，25 年空调经营明显向上，数字化转型提质增效，经营效率不断提高，全球产销研布局继续推进。维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 215/243/273 亿元，现价对应 PE 为 11、10、9 倍，维持“买入”评级，维持目标价 35.54 元。

风险提示：海外销售疲软，关税风险超预期，以旧换新政策效果不及预期。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	261,428	285,981	307,310	326,331	346,098
营业收入增长率	7.36%	9.39%	7.46%	6.19%	6.06%
归母净利润（百万元）	16,597	18,741	21,518	24,291	27,324
归母净利润增长率	12.82%	12.92%	14.82%	12.89%	12.49%
EPS（元）	1.76	2.00	2.29	2.59	2.91
ROE（归属母公司）（摊薄）	16.03%	16.83%	17.38%	17.64%	17.82%
P/E	14	13	11	10	9
P/B	2.3	2.1	1.9	1.7	1.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-05-30 注：23、24 年末公司总股本分别为 94.38、93.83 亿股，预计 25-27 年公司总股本为 93.83 亿股。

表 2：海尔智家副总裁聘任名单及分管方向

序号	姓名	职务	岗位
1	Kevin Nolan	副总裁	负责北美业务
2	管江勇	副总裁	负责水联网业务
3	赵弇锋	副总裁	负责中国区及洗涤产业
4	吴勇	副总裁	负责冰箱及厨电业务
5	李攀	副总裁	负责海外市场
6	宋玉军	副总裁	负责空气业务
7	付松辉	副总裁	负责智慧楼宇业务
8	李洋	副总裁	负责全球采购
9	黄晓武	副总裁、首席可持续发展官	负责资本市场经营以及公司战略投融资、公司可持续发展事宜
10	孙佳程	副总裁	负责财务管理
11	黄德成	副总裁	负责南亚业务
12	孙丹凤	副总裁、首席数字官	负责数字化业务
13	JAMES QUN LIU（刘群）	副总裁、首席合规官	负责海尔智家全球合规事务管理

资料来源：公司公告，光大证券研究所

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	261,428	285,981	307,310	326,331	346,098
营业成本	179,054	206,487	221,771	234,509	247,819
折旧和摊销	5,227	6,112	7,314	8,341	9,386
税金及附加	1,016	1,276	1,229	1,305	1,384
销售费用	40,978	33,586	36,877	38,833	40,840
管理费用	11,490	12,110	13,214	13,706	14,190
研发费用	10,221	10,740	11,831	12,727	13,498
财务费用	514	973	946	824	461
投资收益	1,910	1,913	2,500	2,500	2,500
营业利润	19,880	22,912	25,379	28,648	32,225
利润总额	19,712	22,733	25,339	28,601	32,170
所得税	2,980	3,157	3,801	4,290	4,825
净利润	16,732	19,576	21,538	24,311	27,344
少数股东损益	135	834	20	20	20
归属母公司净利润	16,597	18,741	21,518	24,291	27,324
EPS(元)	1.76	2.00	2.29	2.59	2.91

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	25,262	26,543	28,960	33,759	35,260
净利润	16,597	18,741	21,518	24,291	27,324
折旧摊销	5,227	6,112	7,314	8,341	9,386
净营运资金增加	2,058	8,593	2,886	908	3,290
其他	1,381	-6,903	-2,758	220	-4,739
投资活动产生现金流	-17,085	-20,074	-1,880	-8,128	-8,631
净资本支出	-9,739	-10,029	-10,002	-10,521	-11,021
长期投资变化	25,547	20,932	0	0	0
其他资产变化	-32,893	-30,978	8,122	2,393	2,390
融资活动现金流	-7,841	-7,914	-19,666	-21,732	-16,088
股本变化	-8	-55	0	0	0
债务净变化	2,458	7,991	-10,336	-11,459	-5,018
无息负债变化	3,881	16,266	8,303	7,835	8,311
净现金流	585	-1,702	7,415	3,899	10,542

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	31.5%	27.8%	27.8%	28.1%	28.4%
EBITDA 率	10.5%	11.0%	10.4%	10.9%	11.6%
EBIT 率	8.3%	8.7%	8.0%	8.4%	8.9%
税前净利润率	7.5%	7.9%	8.2%	8.8%	9.3%
归母净利润率	6.3%	6.6%	7.0%	7.4%	7.9%
ROA	6.6%	6.7%	7.2%	7.8%	8.3%
ROE (摊薄)	16.0%	16.8%	17.4%	17.6%	17.8%
经营性 ROIC	19.5%	18.2%	17.1%	18.7%	20.3%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	58%	59%	56%	53%	51%
流动比率	1.11	1.01	1.13	1.22	1.33
速动比率	0.78	0.73	0.79	0.86	0.95
归母权益/有息债务	3.24	2.79	4.18	7.57	11.64
有形资产/有息债务	6.73	6.14	8.63	14.62	21.63

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	253,380	290,114	300,565	310,845	329,737
货币资金	54,486	55,584	62,999	66,898	77,440
交易性金融资产	954	1,236	1,000	1,000	1,000
应收账款	20,268	26,473	28,027	29,761	31,564
应收票据	8,621	12,119	11,749	12,356	13,667
其他应收款 (合计)	2,650	3,489	3,314	3,563	3,890
存货	39,524	43,044	50,175	51,140	53,765
其他流动资产	4,550	4,791	5,005	5,195	5,393
流动资产合计	132,620	151,690	165,844	173,681	190,688
其他权益工具	6,404	5,987	6,106	6,229	6,353
长期股权投资	25,547	20,932	20,816	20,816	20,816
固定资产	29,604	37,519	41,232	44,065	46,080
在建工程	5,403	5,680	4,410	3,465	2,764
无形资产	11,006	14,035	13,885	13,766	13,648
商誉	24,290	27,384	27,384	27,384	27,384
其他非流动资产	2,034	1,758	1,758	1,758	1,758
非流动资产合计	120,759	138,424	134,720	137,164	139,049
总负债	147,468	171,725	169,692	166,068	169,361
短期借款	10,318	13,784	17,477	5,518	0
应付账款	47,062	54,588	57,660	60,972	64,433
应付票据	22,216	21,149	22,177	23,451	24,782
预收账款	0	0	11,661	12,383	13,133
其他流动负债	-	-	578	1,529	2,518
流动负债合计	119,981	149,571	147,192	142,109	143,764
长期借款	17,936	9,665	10,165	10,665	11,165
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	4,236	6,466	7,137	8,094	9,231
非流动负债合计	27,488	22,153	22,501	23,959	25,597
股东权益	105,912	118,389	130,873	144,778	160,377
股本	9,438	9,383	9,383	9,383	9,383
公积金	28,605	25,412	25,412	25,412	25,412
未分配利润	68,536	79,288	91,752	105,637	121,216
归属母公司权益	103,514	111,366	123,830	137,715	153,294
少数股东权益	2,398	7,023	7,043	7,063	7,083

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	15.67%	11.74%	12.00%	11.90%	11.80%
管理费用率	4.39%	4.23%	4.30%	4.20%	4.10%
财务费用率	0.20%	0.34%	0.31%	0.25%	0.13%
研发费用率	3.91%	3.76%	3.85%	3.90%	3.90%
所得税率	15%	14%	15%	15%	15%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.80	0.97	1.11	1.25	1.41
每股经营现金流	2.68	2.83	3.09	3.60	3.76
每股净资产	10.97	11.87	13.20	14.68	16.34
每股销售收入	27.70	30.48	32.75	34.78	36.89

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	14	13	11	10	9
PB	2.3	2.1	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	9.2	8.7	8.1	6.9	5.8
股息率	3.2%	3.9%	4.4%	5.0%	5.6%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP