

海尔智家 (600690.SH)

重视企业经营 α ，关税冲击祸兮福所依

本篇报告复盘海尔企业经营三重 α ，国补份额提升、高端卡萨帝增长提速、海外关税冲击彰显韧性，上半年海尔股价相对跑输，跟市场过度担忧竞争格局、全球经济动荡以及国补效果递减有关，我们建议投资者 25H2 重视海尔经营层面的改善确定性，给予“强烈推荐”投资评级。

- 第三批国补资金到位，下半年刺激强度边际递减、重视海尔企业经营 α 。7 月 21 日发改委确认第三批 1380 亿补贴资金启动投放，6 月国补暂停引发的需求退坡焦虑，随着资金落地，需求端潜力再次释放。上半年海尔国补刺激效果显著，25H1 空调线上/线下零售额同比分别增长 30%/59%，线上/线下市占率分别提升 2.2/0.6pcts 至 10%/15%；洗衣机线上/线下分别增长 10%/24%，分区洗产品推动线下份额提升 2pcts 至 39%；冰箱线上受大盘拖累下滑 8%，线下同比增长 15%，销售额市占率分别保持在 38%/39%。
- 中国区：数字库存提升周转，供应链降本增效，卡萨帝高端突围。以空调为例，面对小米外部竞争压力，海尔从供应链垂直一体化、产品平台化、渠道效率提升、卡萨帝高端四个维度突围：1) 郑州压缩机合资工厂 600 万台产能、重庆海尔电脑板工厂 25H1 已经投产；2) 产品平台化模具自制后，非标件成本大幅下降，多品牌矩阵提供差异化产品、覆盖全价格带，此外海尔商用暖通智慧楼宇业务规模 24 年首次突破 100 亿元，海外市场收购欧洲暖通空调渠道加速发展；3) 数字库存提升渠道周转效率，日日顺物流终止分拆上市后，推动中国区统仓统配效率升级，实现经销商库存减负，加快客户资产效率提升 50%，仓储成本降低 12%。4) 卡萨帝高端品牌国补后重启增长势能，24Q4/25H1 分别增长 30%/20%，内部产品结构、渠道结构不均衡的局面正在被扭转。
- 海外市场：北美后地产需求释放，欧洲等海外区域利润率改善。7 月 22 日特朗普表示正在考虑取消房屋销售资本利得税以提振美国房地产市场，此外美联储 26 年降息概率升温，北美需求释放有望成为加分项，其次美国进口高关税壁垒拦截其他竞争对手，本土制造优势突出的 GEA 获得份额扩张机遇；欧洲等海外市场组织变革调整加快，调整为市场前端为核心的倒三角模型，25Q1 关闭意大利洗衣机/罗马尼亚冰箱工厂，提升土耳其/国内工厂及东南亚供应链辐射，品牌端收购暖通渠道后形成多品牌矩阵 (Candy 线上、Hoover 中端、KLIMA 专业渠道)，赞助欧洲系列网球赛事，进驻高端零售渠道法国 Darty、西班牙 ECI、捷克 Datart 及意大利专业厨房渠道，多措并举有望加快海外利润率回升。
- 重视海尔 α ，关税冲击彰显全球经营韧性。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 210 亿元、240 亿元和 274 亿元，同比增长 12%/14%/14%，对应 PE 分别为 11/10/9 倍。截至 7 月 2 日港股员工持股计划完成股份回购 6887 万港币；A 股累计回购 7.9 亿元，公司预计回购金额 10-20 亿元。参考 PE-Band，海尔当前估值处于 21 年-25 年以来估值最低 10%分位数，首次覆盖给予“强烈推荐”投资评级。
- 风险提示：关税不确定性；终端需求不及预期；原材料上涨；海运费上涨；汇率波动。

强烈推荐 (首次)

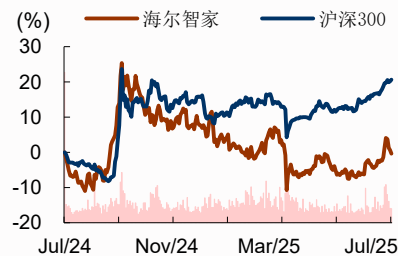
消费品/家电
 目标估值: NA
 当前股价: 25.41 元

基础数据

总股本 (百万股)	9383
已上市流通股 (百万股)	6255
总市值 (十亿元)	238.4
流通市值 (十亿元)	158.9
每股净资产 (MRQ)	12.5
ROE (TTM)	16.5
资产负债率	57.4%
主要股东	海尔卡奥斯股份有限公司
主要股东持股比例	13.41%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	7	-4	-1
相对表现	1	-13	-23



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 史晋星 S1090522010003
 shijinxing@cmschina.com.cn
- 闫哲坤 S1090523070001
 yanzhekun@cmschina.com.cn
- 牛保航 S1090525060005
 niuyuhang@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	261428	285981	302174	318022	333694
同比增长	7%	9%	6%	5%	5%
营业利润(百万元)	19880	22912	25776	29460	33554
同比增长	11%	15%	13%	14%	14%
归母净利润(百万元)	16597	18741	21037	24029	27354
同比增长	13%	13%	12%	14%	14%
每股收益(元)	1.77	2.00	2.24	2.56	2.92
PE	14.4	12.7	11.3	9.9	8.7
PB	2.3	2.1	1.9	1.7	1.6

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、 海尔股价滞涨缘由	5
二、 国补到位、高端突围、海外转机柳暗花明	6
1、 第三批国补资金落地，展望下半年国补刺激强度递减、重视企业经营 α	6
2、 面对外部竞争压力，卡萨帝高端率先突围	8
3、 海外转机柳暗花明，利润率释放潜力大	9
三、 盈利预测	14
四、 风险提示	15

图表目录

图 1: 小米空调线上份额 15% (右轴-价格: 元)	5
图 2: 小米线上冰箱份额变化	5
图 3: 海尔空调线上份额提升 2pcts 至 10% (右轴-价格: 元)	7
图 4: 海尔空调线下份额提升 0.6pct 至 15% (右轴-价格: 元)	7
图 5: 日日顺体系拆解	8
图 6: 卡萨帝冰洗占比较高	8
图 7: 卡萨帝品牌价格显著高于海尔品牌 (元)	8
图 8: 海尔国内经营利润率高于海外	9
图 9: 海尔海外 GEA 利润率持续改善	9
图 10: 海尔海外分区域收入结构	9
图 11: 海尔海外分地区营业利润率	9
图 12: 美国家电需求结构拆分	10
图 13: 美国成屋交易处于历史低点	10
图 14: 海尔北美拥有 11 个制造基地	10
图 15: 北美市场海尔洗碗机销量市占率第二	11
图 16: 北美市场海尔洗衣机销量市占率第二	11
图 17: 北美市场海尔大厨电销量市占率第一	11
图 18: 北美市场海尔冰箱销量市占率第一	11
图 19: 西欧市场海尔洗碗机销量市占率第五	12
图 20: 西欧市场海尔洗衣机销量市占率第三	12

图 21: 西欧市场大厨电海尔销量市占率第四	12
图 22: 西欧市场海尔冰箱销量市占率第三	12
图 23: 东欧市场洗碗机海尔销量市占率并列第二	13
图 24: 东欧市场洗衣机海尔销量市占率升至第二	13
图 25: 东欧市场大厨电海尔销量市占率第三	13
图 26: 东欧市场冰箱海尔销量市占率升至第二	13
图 27: 新兴市场海尔洗衣机销量市占率	13
图 28: 新兴市场海尔冰箱销量市占率	13
图 29: 海尔全球制造基地梳理	14
图 30: 海尔智家历史 PE Band	15
图 31: 海尔智家历史 PB Band	15
表 1: 家电国补基础品类 25H1 行业增速表现	5
表 2: 海尔国补 25H1 增速表现	6
表 3: 海尔白电分品类 25H1 销售额市占率表现	6
表 4: 卡萨帝 2025 年首创 AI 高端家电套细化产品	9
表 5: 公司业务拆分 (亿元)	14
附: 财务预测表	16

一、海尔股价滞涨缘由

横向对照三大白股价走势,截止6月30日,格力/美的涨幅仅1%,海尔跑输13%。总体而言,国补以旧换新补贴带来的EPS增厚未能体现到股价投资收益中来。我们尝试复盘个中缘由:

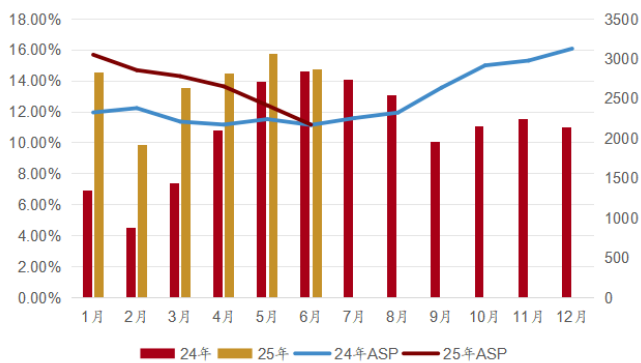
- 1、国补效果:** 白电空调>洗衣机>电视>冰箱>热水,厨电品类线下好于线上。目前海尔冰箱、洗衣机份额35-40%处于绝对领先,空调份额线上10%/线下15%处于第二梯队,国补刺激效果方面,空调得益于每人补贴3台,增幅更为显著。此外6月国补暂停提前引发投资者对需求退坡的焦虑。
- 2、小米冲击:** 小米跨界冲击对行业竞争格局冲击担忧。小米空调线上份额15%反超海尔进入前三,全年出货量预计1000万台;小米冰洗虽然跟海尔差距依然较大,但线上份额进步明显,截止25H1升至7%左右。
- 3、关税冲击:** 特朗普关税冲击引发全球经济动荡。海尔收购的通用家电GEA在北美本土制造80%,此外公司计划在美投资4亿美元建洗衣机工厂,2026年产能释放后实现区域化供应,进一步提升运营韧性。此前市场对欧美宏观环境的过度忧虑掩盖了公司经营层面的努力。

表 1: 家电国补基础品类 25H1 行业增速表现

1-3月	空调	冰箱	洗衣机	电视	烟机	灶具	燃气热水器
线上	7%	-12%	1%	10%	15%	18%	-11%
线下	16%	9%	14%	8%	39%	38%	17%
4-6月	空调	冰箱	洗衣机	电视	烟机	灶具	燃气热水器
线上	32%	-2%	20%	20%	17%	10%	-8%
线下	31%	18%	20%	24%	49%	45%	27%

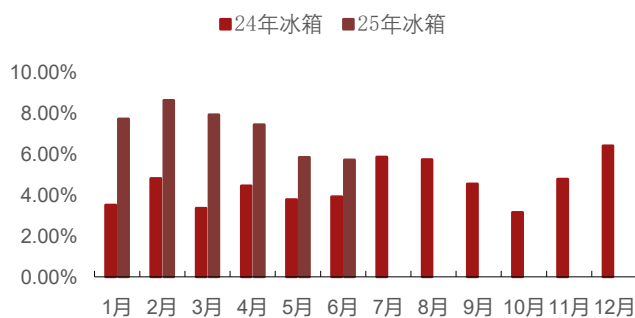
资料来源: 奥维云网、招商证券

图 1: 小米空调线上份额 15% (右轴-价格: 元)



资料来源: 奥维云网, 招商证券

图 2: 小米线上冰箱份额变化



资料来源: 奥维云网, 招商证券

二、国补到位、高端突围、海外转机柳暗花明

1、第三批国补资金落地，展望下半年国补刺激强度递减、重视企业经营 α

7月14日，财政部发行两期合计1230亿元超长期特别国债；7月26日发改委确认第三批690亿补贴资金已经下达地方政府，10月将下达第四批690亿元资金，保障政策平稳实施。截至7月16日全国2.8亿人次申领消费品以旧换新补贴，政策带动相关商品销售额突破1.6万亿元。今年6月国补暂停引发政策退坡焦虑，随着第三批资金落地，需求端潜力再次释放。

复盘25H1上半年海尔国补消费刺激效果，海尔空调线上/线下零售额同比分别增长30%/59%，显著跑赢行业，线上/线下市场份额分别提升2.2/0.6 pcts至10%/15%；海尔洗衣机线上/线下分别增长10%/24%，同样表现好于行业，线上份额基本持平、线下份额提振2pcts至39%；海尔冰箱受线上大盘拖累整体下滑8%，份额微跌1pcts至38%，线下零售额同比增长15%，份额提振0.1pct至39%；海尔厨电方面烟机线上/线下零售额分别增长51%/73%。

表 2: 海尔国补 25H1 增速表现

海尔	空调	冰箱	洗衣机	烟机
线上	30%	-8%	10%	51%
线下	59%	15%	24%	73%

资料来源：奥维云网、招商证券

表 3: 海尔白电分品类 25H1 销售额市占率表现

海尔	空调线上	空调线下	冰箱线上	冰箱线下	洗衣机线上	洗衣机线下
2025H1	10.18%	15.18%	38.12%	39.18%	35.63%	38.75%
2024H1	7.99%	14.61%	39.10%	39.05%	35.88%	36.72%

资料来源：奥维云网、招商证券

以空调为例，海尔2024年全球空调收入近500亿元，其中国内350亿元，海外150亿元。从2022年空调事业部负责人更换后，围绕供应链垂直一体化、产品平台化、渠道效率提升三个维度进行改进：

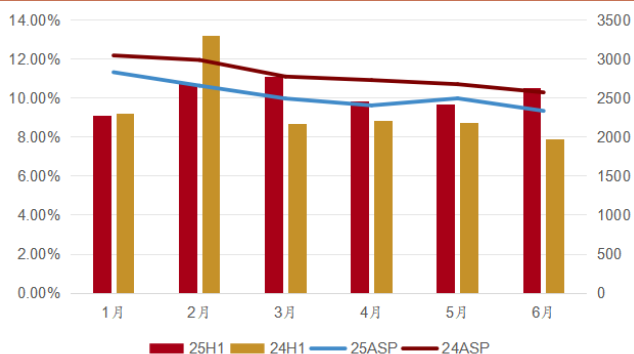
1) 供应链层面，2023年海尔跟海立在郑州海尔产业园区内成立合资空调压缩机工厂，截止2025H1压缩机一期产能600万台已经投产，未来设计产能1500万台全部投产后海尔将实现压缩机自给自足；重庆海尔电路板工厂2025年1月投产后自制能力合计达530万台，通过缩小体积、提升自动化占比优化成本；模具自制后单套模具出模量从100万套提升至200万套，非标件成本大幅下降。

2) 产品平台化，为海尔、Leader、卡萨帝多品牌提供差异化产品，同时做好成本控制，在25年行业价格竞争激烈的当下，新品占比超过50%，通过多品牌矩阵覆盖全价格带，实现线上、线下份额持续回升；此外，海尔商用暖通智慧楼宇

业务规模 24 年首次突破 100 亿元，同比增长 15%，虽然跟海信日立 200 亿、格力 300 亿、美的 400 亿仍有差距，但考虑到海尔海外市场影响力高，有望加速规模突破。

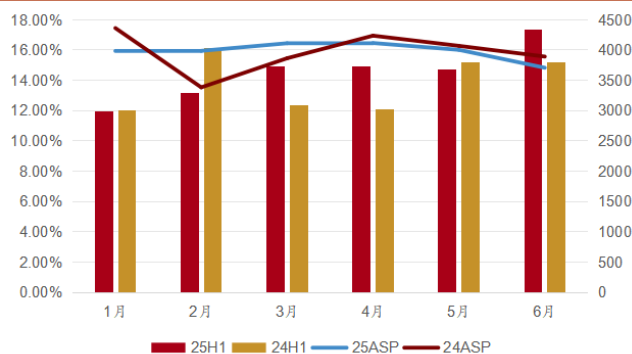
- **暖通空调**：25 年 4 月海尔在国内发布 PROFROID 品牌，产品涵盖制冷架、蒸发器、CO2 热泵和冷水机等多品类；5 月海尔智慧楼宇携 HICS 绿色低碳园区解决方案重磅亮相，以自研楼宇智控+自制高效设备为核心，聚焦园区全生命周期方案痛点，提供暖通智控、园区数字化等六大场景的软硬一体集成式解决方案，助力用户打造全周期智慧低碳的工业园区。

图 3: 海尔空调线上份额提升 2pcts 至 10%(右轴-价格:元)



资料来源：奥维云网，招商证券

图 4: 海尔空调线下份额提升 0.6pct 至 15%(右轴-价格:元)



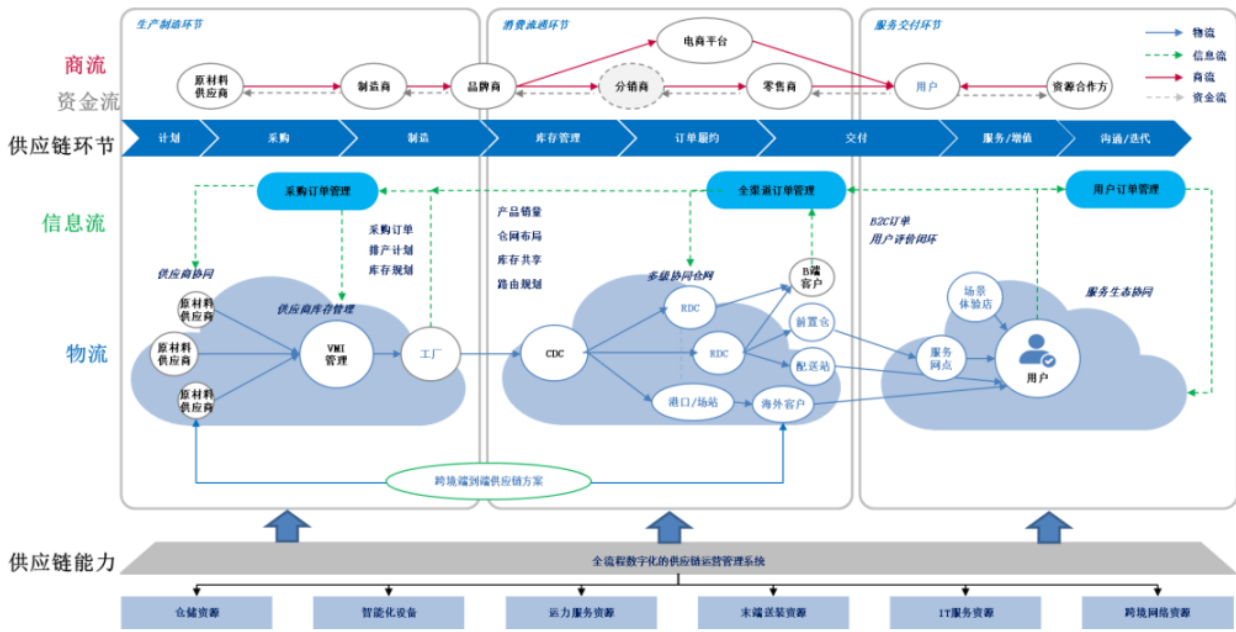
资料来源：奥维云网，招商证券

3) 渠道效率升级，海尔 24 年底决定终止日日顺物流分拆上市后，25 年重新推动中国区统仓统配效率升级，实现经销商库存减负，加快客户资产效率提升 50%，仓储成本降低 12%。

- 针对家电大件物流供应链需求高频次、碎片化、高时效、全流程的特点，海尔将不同经销渠道库存产品统一管理，结合客户不同 SKU 销量表现、销售区域及下游市场需求预测，为终端客户提供包括仓储网络优化、智能布仓、补货策略在内的供应链方案，同时依托覆盖全国 99% 区县的合作网点打造末端送装一体服务能力。
- 生产制造方面，日日顺供应链上线“数字库存”模式，打通线上线下库存数据，实现实物仓和虚拟仓动态协同，用户需求和库存位置精确匹配；同时推出及时生产 JIT、供应商管理库存 VMI 等，实现高频次、小批量、不同地区原材料/零部件生产节奏的精准匹配。

日日顺能力强劲，后续有望对海尔进行持续赋能。日日顺通过数字化的运营能力构建并管理了覆盖全国、送装同步、到村入户的稀缺物流服务网络，根据招股书，截至 2022 年 12 月 31 日，日日顺超过 900 座仓库、超过 1000 条干线运输线路、近 18 万辆运输车辆以及近 5000 个服务网点在内的基础设施及服务资源，并且凭借从采购、工厂制造到终端消费者的全流程、多场景的服务能力，可满足客户在采购、生产制造、消费流通环节对于供应链服务的需求。

图 5：日日顺体系拆解



资料来源：日日顺招股书、招商证券

2、面对外部竞争压力，卡萨帝高端率先突围

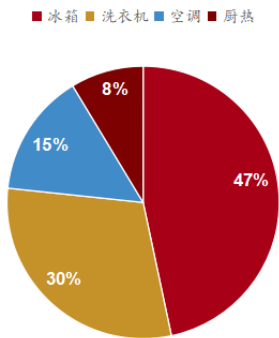
卡萨帝作为海尔中国区高端品牌代表，经历 2023-2024 年渠道库存调整后，国补启动推动重回增长通道，24Q4 卡萨帝增长 30%，25 年上半年继续保持 20%+ 增长，经营潜力正在释放。过去卡萨帝产品结构、渠道结构增长不均衡的局面正在被扭转：

- **线上：用户触达。** 自从 4 月以来海尔集团董事长周云杰开通个人 IP 账号，定位“首席用户体验官”，通过工厂探访、产品共创、用户痛点答疑加强内容企划，提升品牌认知，解决优质技术与产品在线上体现不足的问题。
- **线下：渠道共建。** 公司持续推进与三翼鸟部分重合的城市体验中心建设，全年规划 400 多家（覆盖一二线城市），目前已覆盖 60 多家门店及体验中心。
- **产品端：** 过去卡萨帝冰洗占比过高接近 80%，空调占比不足 20%；今年在 AI 科技创新引领下，搭载 AI 双系统分控科技的卡萨帝星悦空调实现一台空调吹出两种风，成为 1.2-1.4 万市场第一型号。此外，卡萨帝超 30% 的用户复购率，背后是场景化体验+全生命周期服务带来的忠诚度，今年 6 月上市的 AI 鉴赏家套系，融入“AI 之眼”推出带摄像头的成套化产品，让用户实现“越用越懂你”，通过终身服务、圈层运营促进用户流量获取与转化。

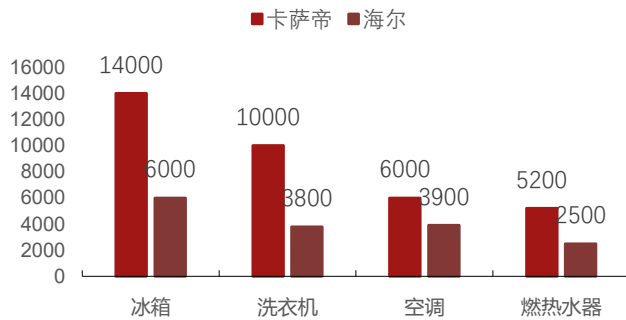
卡萨帝品牌势能强劲，能够带动公司相对弱势的品类如空调、厨卫进一步突围。目前卡萨帝产品结构中冰洗占比相对较高，空调、厨卫的占比正逐渐提升，利润率也逐渐改善。

图 6：卡萨帝冰洗占比较高

图 7：卡萨帝品牌价格显著高于海尔品牌（元）



资料来源：奥维云网，招商证券



资料来源：奥维云网，招商证券

表 4: 卡萨帝 2025 年首创 AI 高端家电套细化产品

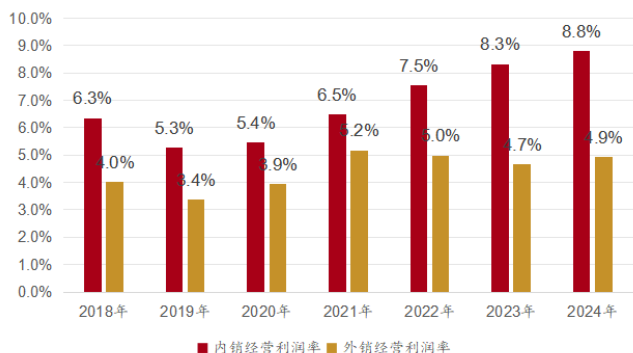
品类	产品	功能	非遗灵感
冰箱	AI 星云冰箱	AI 之眼识别 210 种食材 + 氮氧智控保鲜 + 节气菜谱推荐	南京云锦“顺时而食”
空调	AI 星云空调	AI 灵犀智控系统+动态五恒系统+ 听声辨位避儿童	故宫太和殿“天人合一”
洗衣机	AI 奢护洗衣机	AI 湿洗 + 泡沫残留主动漂洗 + 真丝/云锦专护	云锦千年护理工艺
烟灶	AI 烟灶联动	AI 看锅控火，溢锅前自动调小火力	古法火候掌控
热水器	AI 巡航热水器	AI 动态阻垢 + 0 金属 0 镁渣 + 桃花浴养肤	东方桃花浴养肤智慧

资料来源：奥维云网、招商证券

3、海外转机柳暗花明，利润率释放潜力大

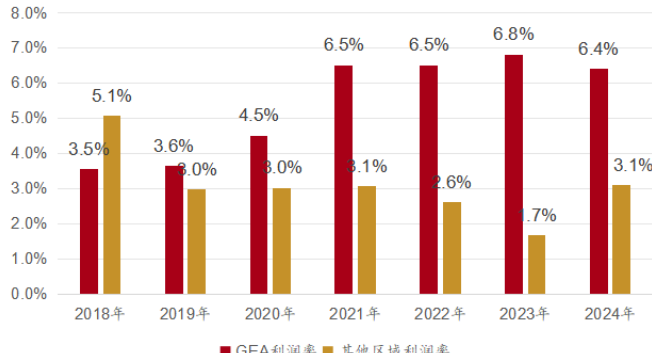
海外利润率释放潜力大。海尔目前国内外收入分别占比 50%，从经营利润率来看，国内营业利润率 2019 年以来从 5.3%持续优化改善至 8.8%，高于海外水平，海外营业利润率在疫情后基本徘徊在 5%左右。其中北美收购的 GEA 团队整合效果最佳，2018-2024 年利润率从 3.5%持续改善至接近 7%，其他海外区域利润率受疫情冲击影响徘徊在 3%以下。

图 8: 海尔国内经营利润率高于海外



资料来源：公司年报，招商证券

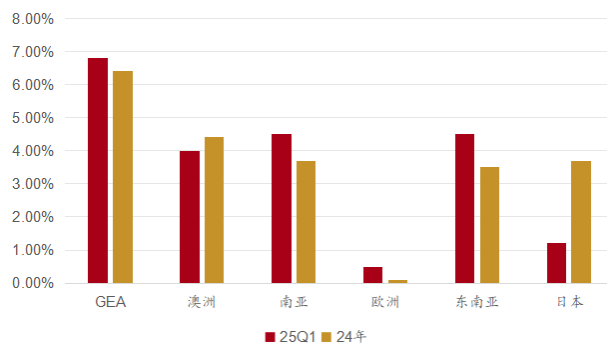
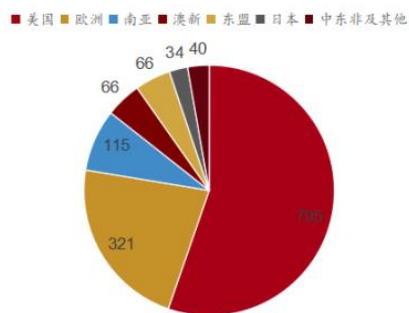
图 9: 海尔海外 GEA 利润率持续改善



资料来源：公司年报，招商证券

图 10: 海尔海外分区域收入结构

图 11: 海尔海外分地区营业利润率



资料来源：公司年报，招商证券

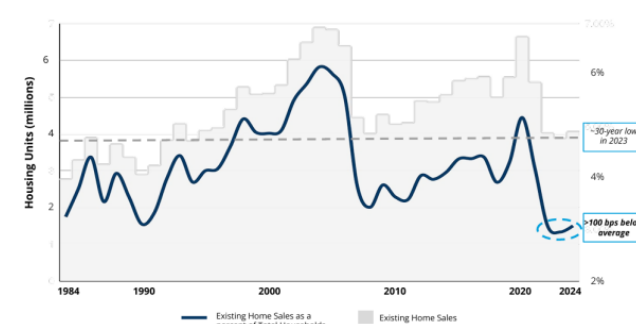
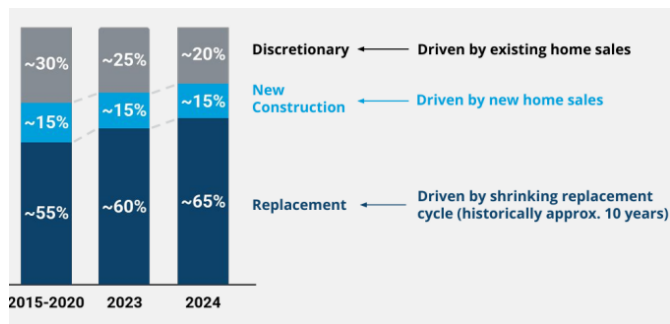
资料来源：公司年报，招商证券

1) 北美: GEA 本土制造优势放大

7月22日，特朗普讨论取消美国房屋销售资本利得税，以提振低迷的房地产市场。考虑到美联储26年降息概率逐步升温，未来美国后地产需求释放有望成为加分项，根据惠而浦估测，北美家电需求65%来自存量更新，20%/15%需求来自成屋/新屋销售，在潜在美国地产需求释放助推下GEA有望获得更快增长动能。

图 12: 美国家电需求结构拆分

图 13: 美国成屋交易处于历史低点

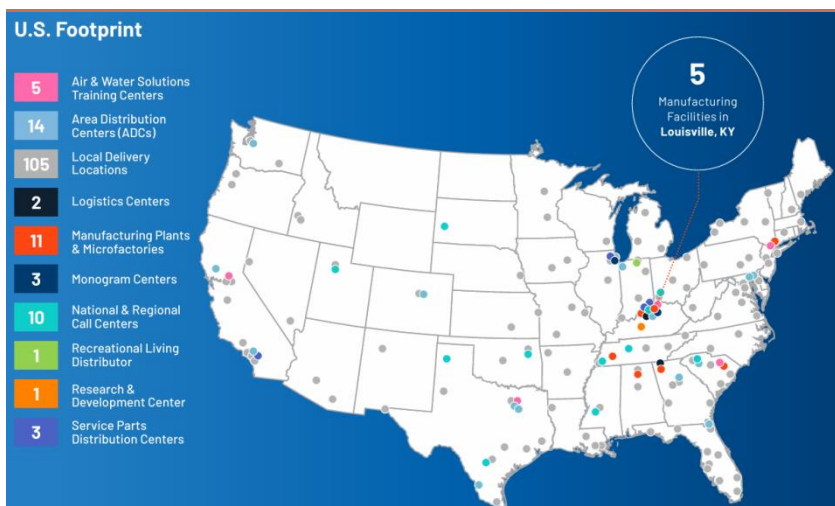


资料来源：美股惠而浦年报，招商证券

资料来源：美股惠而浦年报，招商证券

本土制造优势显著。GEA自2016年以来在美国累计投资超过35亿美元，目前拥有11家制造工厂和14个配送中心，雇佣了1.55万名本地员工；2025年6月，GEA宣布在肯塔基州总部投资4.9亿美元建设洗衣机工厂，新产线预计2027年投入使用，进一步巩固本土制造优势。目前海尔GEA北美家电市场份额第一，其他竞争对手或面临高关税壁垒无法进入，GEA获得份额扩张机遇。

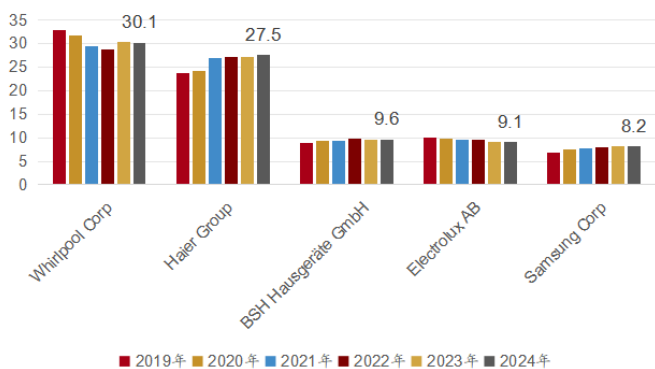
图 14: 海尔北美拥有 11 个制造基地



资料来源：GEA 官网、招商证券

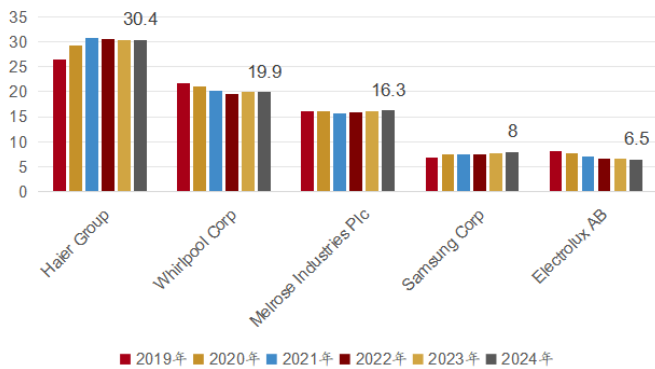
海外效率提升后，叠加公司强劲的产品力和渠道能力，所以品类份额持续提升。以北美市场为例，GEA 在冰箱、大厨电、微波炉持续强化市场销量占有率第一的地位，2024 年分别达 26%、30%和 19%；GEA 洗碗机 2018 年和惠而浦份额相差 13pcts，2024 年销量市占率提升至 27.5%，跟惠而浦差距缩窄到 3pcts 以内；GEA 洗衣机 2024 年销量占有率提升至 22%，而惠而浦则下降至 34%以下，双方市占差距从 19 个 pcts 缩窄到 12 个 pcts。

图 15: 北美市场海尔洗碗机销量市占率第二



资料来源：欧睿，招商证券

图 17: 北美市场海尔大厨电销量市占率第一



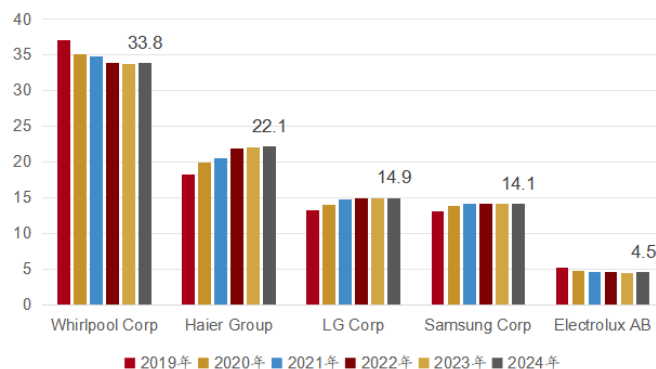
资料来源：欧睿，招商证券

2) 欧洲：疫情后加快海外组织架构调整，供应链关停并转提升效率。海尔推动以国家为单位的本土化产品创新与迭代速度，将领先的技术与当地差异化需求充分结合，提升品牌价格指数，深化全球物流平台、营销平台建设，全面开展海外数字化变革项目，提升海外市场全流程价值链效率。

- **组织架构**：以欧洲为例，24 年 4 月更换总经理后，调整为市场前端为核心的倒三角模型，推动团队协同变革，实行 ‘one team’ 模式，让产业线团队深入当地研究市场，改进产品；
- **工厂效率**：海尔欧洲业务 25 年 1 月宣布启动转型计划，25 年 3 月关闭罗马尼亚冰箱工厂，25 年 6 月关闭意大利洗衣机工厂后、布鲁盖里奥工厂将转型成为欧洲服务中心及备件中心，目前制造环节主要集中在土耳其和中国，

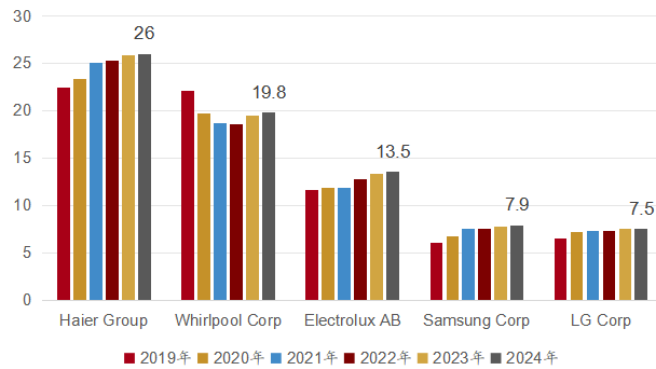
敬请阅读末页的重要说明

图 16: 北美市场海尔洗衣机销量市占率第二



资料来源：欧睿，招商证券

图 18: 北美市场海尔冰箱销量市占率第一

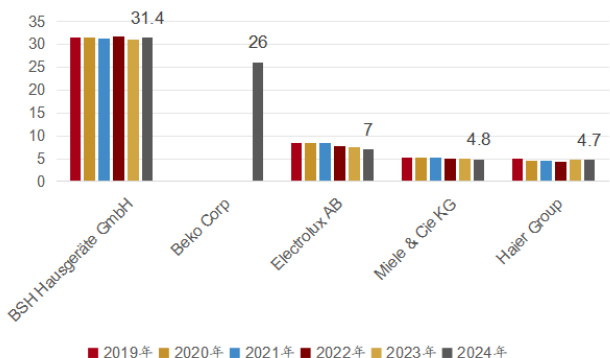


资料来源：欧睿，招商证券

加快中高端产品上市速度；

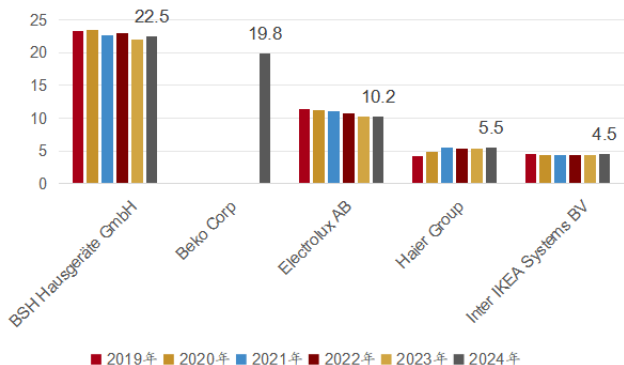
- **品类协同**：25年6月欧洲收购匈牙利 KLIMA KFT 暖通空调渠道服务商；24年10月收购开利商用制冷业务后，引进 CO₂ 制冷技术应用于暖通行业，在产品安全性、能效比、可靠性上得到极大提升。
- **品牌营销**：欧洲市场以海尔、Candy 和 Hoover 三大品牌为核心，其中海尔品牌定位高端用户，CANDY 为欧洲国民潮品，Hoover 的产品则更年轻时尚，收购 KLIMA 后补齐专业渠道，23年以来持续赞助欧洲系列网球赛事，进驻高端零售渠道法国 Darty、西班牙 ECI、捷克 Datart 及意大利专业厨房渠道。

图 19：西欧市场海尔洗碗机销量市占率第五



资料来源：欧睿，招商证券

图 21：西欧市场大厨电海尔销量市占率第四

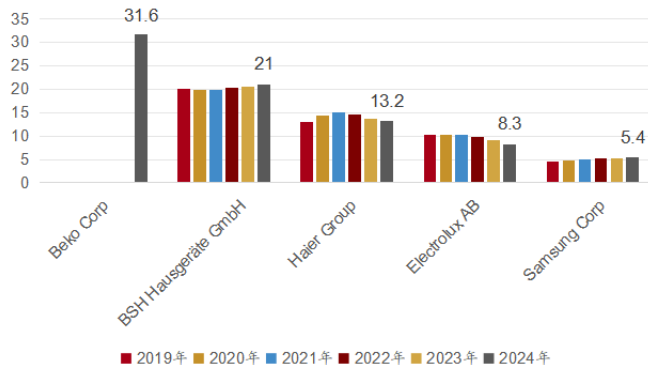


资料来源：欧睿，招商证券

欧洲市场自从惠而浦整体剥离出售给土耳其 Arcelik 后，双方合资成立 Beko 欧洲公司，其中 Arcelik 持股 75%、惠而浦持股 25%。海尔在欧洲面临的主要竞争对手也从原来的惠而浦变成 Beko。

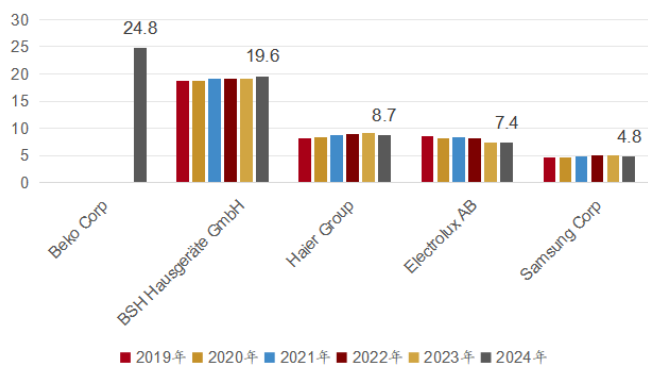
- **西欧市场**：根据欧睿统计，2024 年海尔冰箱、洗衣机销量市占率排名第三，分别占比 8.7% 和 13.2%；海尔大厨电、洗碗机分列第四和第五，占比分别为 5.5% 和 4.7%。
- **东欧市场**：根据欧睿统计，2024 年海尔洗衣机、洗碗机、冰箱销量市占率均升至第二，分别占比 18%、17% 和 16%，仅次于土耳其 Beko；大厨电海尔销量市占率升至第三，份额 9% 仅次于海信和 Beko。

图 20：西欧市场海尔洗衣机销量市占率第三



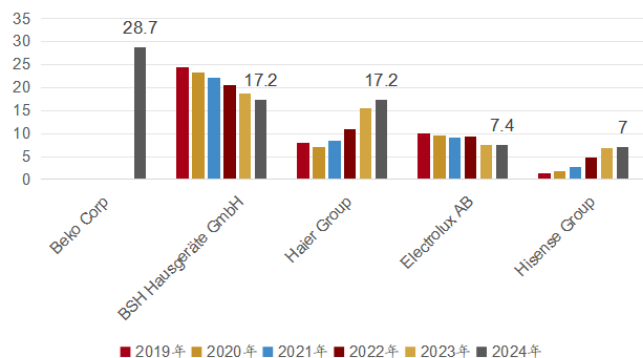
资料来源：欧睿，招商证券

图 22：西欧市场海尔冰箱销量市占率第三



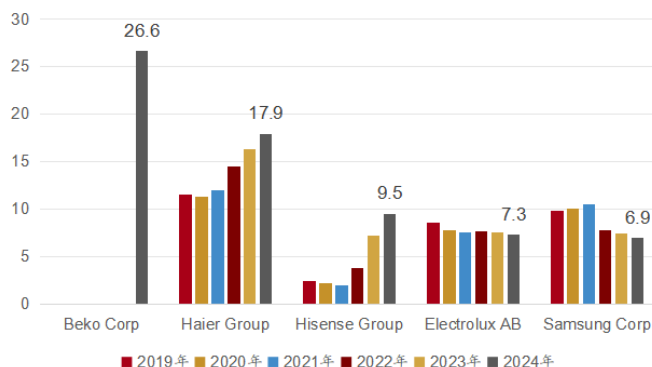
资料来源：欧睿，招商证券

图 23: 东欧市场洗碗机海尔销量市占率并列第二



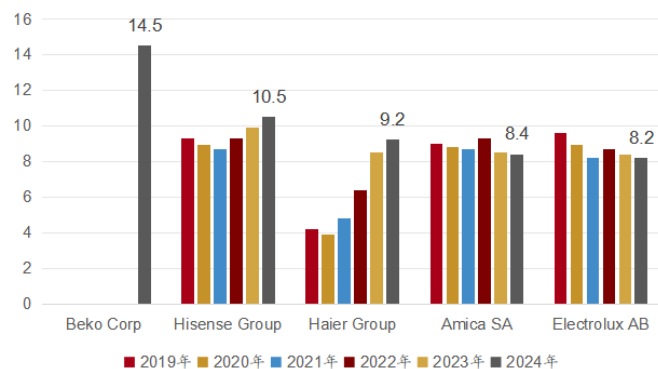
资料来源: 欧睿, 招商证券

图 24: 东欧市场洗衣机海尔销量市占率升至第二



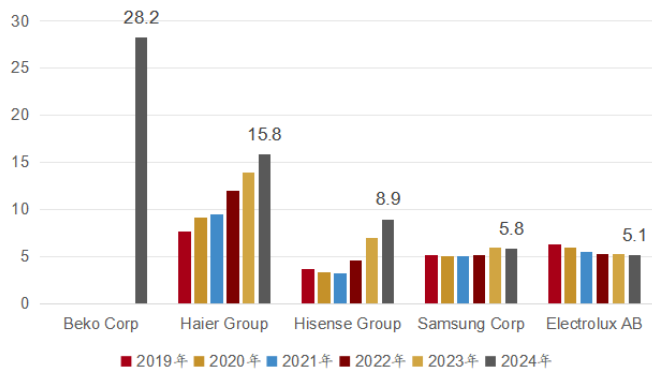
资料来源: 欧睿, 招商证券

图 25: 东欧市场大厨电海尔销量市占率第三



资料来源: 欧睿, 招商证券

图 26: 东欧市场冰箱海尔销量市占率升至第二



资料来源: 欧睿, 招商证券

2) 新兴市场: 海尔南亚、东南亚、中东非地区在 2025 年一季度分别同比增长超 30%、20%、50%。在研发方面, 海尔构建线下 10+N 开放式创新体系以及线上 HOPE 创新生态平台, 链接全球超过 25 万名专家, 依据不同地区消费者的需求特点研发针对性产品; 在制造环节, 全球布局 122 个制造中心, 25 年 4 月海尔胶州中央空调工厂下线首台 AI 中央空调, 同时全球首个 AI 赋能多联机互联工厂投产, 5 月底年产能 600 万套的海尔泰国春武里空调工厂试运行; 在营销层面, 针对新兴市场气候条件、生活习惯, 针对性推出产品和服务, 例如东南亚除湿功能更强的空调和洗衣机, 中东非耐高温、稳定性强的家电产品。

图 27: 新兴市场海尔洗衣机销量市占率

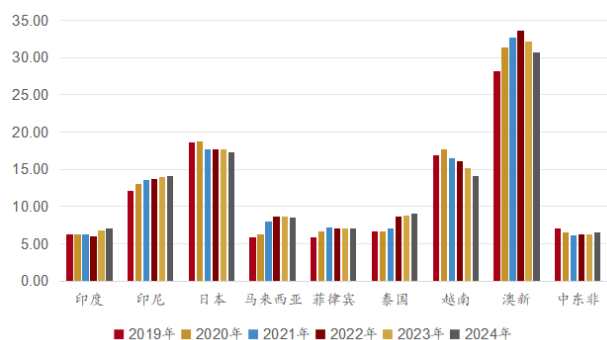
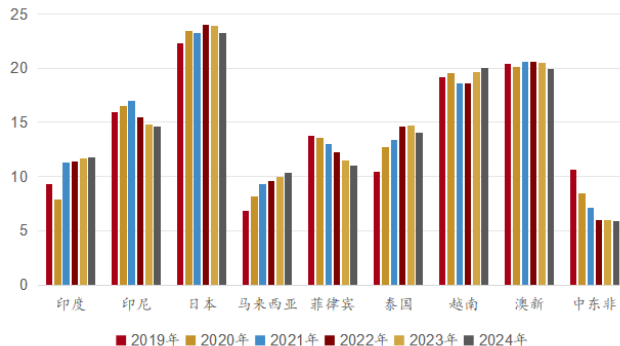


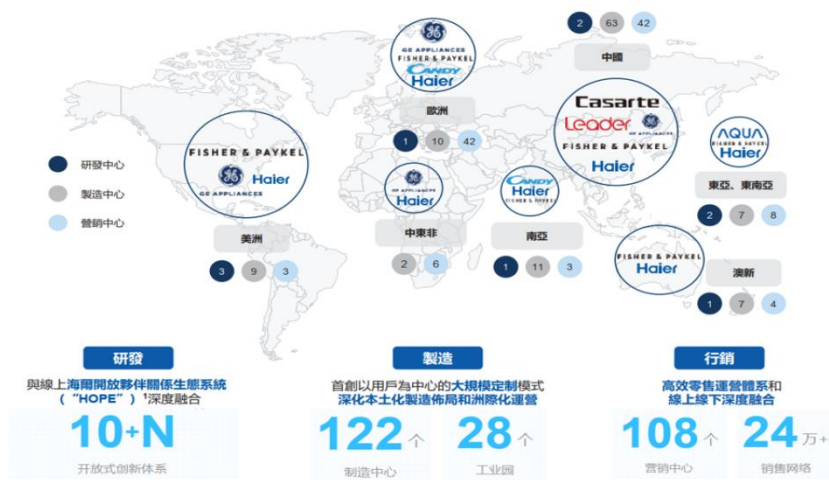
图 28: 新兴市场海尔冰箱销量市占率



资料来源：欧睿，招商证券

资料来源：欧睿，招商证券

图 29：海尔全球制造基地梳理



资料来源：公司公告、招商证券

三、盈利预测

我们关键假设如下：

- 1) 冰箱&洗衣机：公司当家产品，品牌力深厚，内销国补加持下增速将回升，外销全球化布局，品牌力进一步提升。我们估计收入增速将相较 2024 年回升，毛利率提升则受益于制造端效率不断提升。
- 2) 空调：产品力相较此前有明显的提升，此外公司制造端和海立成立合资压缩机工厂，零部件自制化率不断提升。2025 年以来公司空调营收高增，后续有望进一步提升份额。毛利率有较显著的提升源于供应链端把控能力加强+制造端降费提效。
- 3) 厨卫电器：此前较为短板的业务，受益产品力的投入+卡萨帝的带动，此外美国有降息预期，收入有望摆脱 2024 年的下滑局面，增速回升。毛利率提升则受益于产能端的规模效应+制造端效率提升。
- 4) 水家电：公司热水器业务竞争力强劲，此后将进一步夯实，保持稳健增长。净水器国内渗透率较低，行业有望较快增长，公司充分受益。水家电盈利能力在所有品类中保持较高，后续有望依靠品牌力和制造能力进一步提升。

表 5：公司业务拆分（亿元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
电冰箱	776	816	832	866	900	936
yoy	8%	5%	2%	4%	4%	4%
毛利	248	263	256	269	283	297
毛利率	31.9%	32.2%	30.8%	31.1%	31.4%	31.7%
洗衣机	577	613	630	655	682	709
yoy	5%	6%	3%	4%	4%	4%
毛利	191	204	198	207	218	229

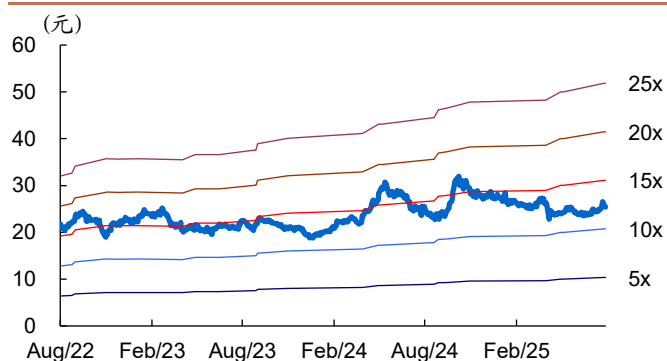
敬请阅读末页的重要说明

	毛利率	33.2%	33.3%	31.4%	31.6%	32.0%	32.3%
空调		401	457	491	559	621	683
	yoy	7%	14%	7%	14%	11%	10%
	毛利	115	134	117	140	158	178
	毛利率	28.6%	29.4%	23.9%	25.0%	25.5%	26.0%
厨卫电器		387	416	411	428	445	458
	yoy	10%	7%	-1%	4%	4%	3%
	毛利	125	133	121	127	133	140
	毛利率	32.3%	32.0%	29.3%	29.7%	30.0%	30.5%
水家电		138	150	158	165	174	181
	yoy	11%	9%	5%	5%	5%	4%
	毛利	63	69	66	69	74	77
	毛利率	46.0%	46.1%	41.6%	42.0%	42.4%	42.7%

资料来源：公司公告、招商证券

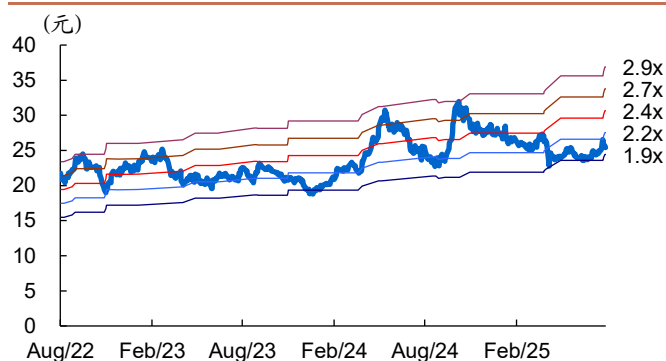
我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 210 亿元、240 亿元和 274 亿元，同比增长 12%/14%/14%，对应 PE 分别为 11、10 和 9 倍。股价安全边际足够，参考公司 2024 年分红率 48%，目前股息率对应接近 5%，截至 7 月 2 日港股员工持股计划完成股份回购 6887 万港币；A 股累计回购 7.9 亿元，公司预计回购金额 10-20 亿元。参考 PE-Band，海尔当前估值处于 21 年-25 年以来估值最低 10%分位数，给予“强烈推荐”投资评级。

图 30：海尔智家历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 31：海尔智家历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

四、风险提示

- 1) 关税不确定性影响。2025 年起，特朗普政府关税政策反复变动，对国内出口美国占比较高的企业产生较大影响。
- 2) 美国欧洲终端需求不及预期影响。公司美国收入占海外收入 55%，若美国通胀高企，将对公司产生不利影响。
- 4) 海运费波动影响。公司外销占比较高，若海运费出现大幅上涨，将对公司发货周期和盈利产生明显影响，上一轮运费上涨公司利润有受影响。
- 5) 汇率波动影响。公司美国市场占比高，结算主要以美元。若汇率大幅波动将对公司盈利能力产生影响。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	132620	151690	148474	164747	182917
现金	54486	55584	47245	58507	71746
交易性投资	1022	1379	1379	1379	1379
应收票据	8621	12119	12805	13476	14141
应收款项	20268	26473	27972	29439	30890
其它应收款	1901	2718	2871	3022	3171
存货	39524	43044	45254	47414	49526
其他	6798	10373	10948	11510	12065
非流动资产	120759	138424	140792	142541	143794
长期股权投资	25547	20932	20932	20932	20932
固定资产	29604	37519	44174	49771	54477
无形资产商誉	35562	41686	37517	33766	30389
其他	30046	38287	38168	38072	37995
资产总计	253380	290114	289265	307288	326711
流动负债	119981	149571	135804	139246	142592
短期借款	10318	13784	12000	11000	10000
应付账款	69278	75737	79625	83425	87142
预收账款	7732	10852	11409	11954	12486
其他	32653	49198	32769	32867	32963
长期负债	27488	22153	22153	22153	22153
长期借款	17936	9665	9665	9665	9665
其他	9551	12488	12488	12488	12488
负债合计	147468	171725	157957	161399	164745
股本	9438	9383	9383	9383	9383
资本公积金	18728	16605	16605	16605	16605
留存收益	75348	85379	97361	110872	125731
少数股东权益	2398	7023	7960	9030	10248
归属于母公司所有者权益	103514	111366	123349	136859	151718
负债及权益合计	253380	290114	289265	307288	326711

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	25262	26543	28690	32392	36295
净利润	16732	19576	21974	25099	28572
折旧摊销	5736	6580	10257	10876	11372
财务费用	1810	2280	700	650	600
投资收益	(1910)	(1913)	(3664)	(3664)	(3664)
营运资金变动	3466	890	(578)	(569)	(586)
其它	(572)	(870)	0	0	0
投资活动现金流	(17085)	(20074)	(8961)	(8961)	(8961)
资本支出	(9907)	(10072)	(12625)	(12625)	(12625)
其他投资	(7178)	(10003)	3664	3664	3664
筹资活动现金流	(7841)	(7914)	(28068)	(12169)	(14095)
借款变动	(1673)	(623)	(18313)	(1000)	(1000)
普通股增加	(8)	(55)	0	0	0
资本公积增加	(1266)	(2124)	0	0	0
股利分配	(5355)	(7563)	(9055)	(10519)	(12495)
其他	462	2451	(700)	(650)	(600)
现金净增加额	336	(1445)	(8339)	11263	13239

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	261428	285981	302174	318022	333694
营业成本	179054	206487	217087	227447	237581
营业税金及附加	1016	1276	1348	1419	1489
营业费用	40978	33586	35052	35936	36706
管理费用	11490	12110	12389	12721	13014
研发费用	10221	10740	11785	12403	12814
财务费用	514	973	700	650	600
资产减值损失	(1763)	(1562)	(1700)	(1650)	(1600)
公允价值变动收益	20	47	47	47	47
其他收益	1559	1704	1704	1704	1704
投资收益	1910	1913	1913	1913	1913
营业利润	19880	22912	25776	29460	33554
营业外收入	128	184	184	184	184
营业外支出	296	363	400	400	400
利润总额	19712	22733	25560	29244	33338
所得税	2980	3157	3586	4145	4765
少数股东损益	135	834	937	1070	1218
归属于母公司净利润	16597	18741	21037	24029	27354

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	7%	9%	6%	5%	5%
营业利润	11%	15%	13%	14%	14%
归母净利润	13%	13%	12%	14%	14%
获利能力					
毛利率	31.5%	27.8%	28.2%	28.5%	28.8%
净利率	6.3%	6.6%	7.0%	7.6%	8.2%
ROE	16.9%	17.4%	17.9%	18.5%	19.0%
ROIC	13.0%	13.7%	14.4%	16.0%	16.6%
偿债能力					
资产负债率	58.2%	59.2%	54.6%	52.5%	50.4%
净负债比率	12.6%	13.8%	7.5%	6.7%	6.0%
流动比率	1.1	1.0	1.1	1.2	1.3
速动比率	0.8	0.7	0.8	0.8	0.9
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.1	1.0	1.1	1.1
存货周转率	4.4	5.0	4.9	4.9	4.9
应收账款周转率	9.6	8.5	7.6	7.6	7.6
应付账款周转率	2.6	2.8	2.8	2.8	2.8
每股资料(元)					
EPS	1.77	2.00	2.24	2.56	2.92
每股经营净现金	2.69	2.83	3.06	3.45	3.87
每股净资产	11.03	11.87	13.15	14.59	16.17
每股股利	0.81	0.97	1.12	1.33	1.57
估值比率					
PE	14.4	12.7	11.3	9.9	8.7
PB	2.3	2.1	1.9	1.7	1.6
EV/EBITDA	14.7	12.5	9.7	8.7	7.8

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。