



空调产业能力提升，数字营销与时俱进

2025 年 08 月 28 日

核心观点

- **公司发布 2025 年中期报告**: 2025H1 营业收入为 1564.9 亿元, 同比+10.2%; 归母净利润 120.3 亿元, 同比+15.6%; 中期分红 0.269 元/股, 分红占上半年归母净利润的 20.83%。公司业绩略超预期, 主要是美国业务基本未受关税影响; 中国空调业务竞争力提升。
- **中国营收 774.1 亿元, 同比+8.8%**: 1) 市场需求呈现 M 形增长, 高端卡萨帝收入同比+20%, 性价比 Leader 收入同比+15%。2) 公司通过数字库存模式和数字营销变革, 有效提升 PoP 渠道和电商渠道竞争力, 带动业务发展。Leader 快速跟进小米挖掘的年轻人需求, 以三筒懒人洗衣机回应市场, 且成功抓住企业家 IP 流量, 表现出的应变力堪比当年公牛回应小米智能插线板。3) 公司近些年在空调供应链整合、降本方面不断深化, 有效应对了 2025Q2 中国空调市场的激烈价格竞争, 实现空调份额的提升与盈利能力的稳定。2025H1, 空调业务营业利润率 6.4%, 保持提升。4) 当前市场担忧 2025H2 国补退坡, 我们预计下半年增速将放缓, 但依然可以保持稳健增长。
- **海外营收 790.8 亿元, 同比+11.7%**: 1) 部分原因是 2024 年收购欧洲商用冷链公司 CCR、南非热水器公司 Kwikot。海外市场机会多, 并购整合是重要的市场机会。2) 公司广泛而扎实的全球化布局与本土运营能力下, 美国关税对公司直接影响低于预期。公司在美国市场收入稳中有升, 高端品牌占比提升。为提升美国生产本土化率, GE 家电未来 5 年将在美国投资超过 30 亿美元, 扩大空调、热水器产量, 并改造在美国的 11 家制造工厂。3) 2025H1, 美国关税导致的全球供应链震荡对很多国家家电需求有负面影响, 澳新、日本家电市场销售额小幅下降; 欧洲家电市场销售额基本持平; 东南亚的越南、泰国、印尼、马来西亚家电市场分别下滑 6~10%。4) 在此背景下, 海尔欧洲快速变革, 以及并表 CCR, 收入 180 亿元, 同比+24%; 日本、澳新市场分别增长 7%、1%; 新兴市场呈现高增长, 南亚增长 33%、东南亚增长 18%, 中东非增长 65% (包括 Kwikot 并表影响)。
- **投资建议**: 我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 217/245/274 亿元; EPS 为 2.31/2.61/2.92 元, 对应 PE 为 11.3/10/8.9 倍, 维持“推荐”评级。
- **风险提示**: 美国关税风险; 市场需求不及预期的风险; 市场竞争加剧的风险。

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	285,981	314,478	339,402	366,821
收入增速	4.3%	10.0%	7.9%	8.1%
归母净利润(百万元)	18,741	21,676	24,522	27,410
利润增速	12.9%	15.7%	13.1%	11.8%
摊薄 EPS(元)	2.00	2.31	2.61	2.92
PE	13.02	11.25	9.95	8.90

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院 (注: 收盘价为 2025 年 8 月 28 日)

海尔智家 (股票代码: 600690)

推荐 维持评级

分析师

何伟

☎: 021-20257811

✉: hewei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130525010001

陆思源

✉: lusiyan_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130525060001

杨策

✉: yangce_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520050005

刘立思

✉: liulisi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130524070002

市场数据

2025 年 08 月 28 日

股票代码	600690
A 股收盘价(元)	26.00
上证指数	3,843.60
总股本(万股)	938,291
实际流通 A 股(万股)	625,450
流通 A 股市值(亿元)	1,626

相对沪深 300 表现图

2025 年 08 月 28 日



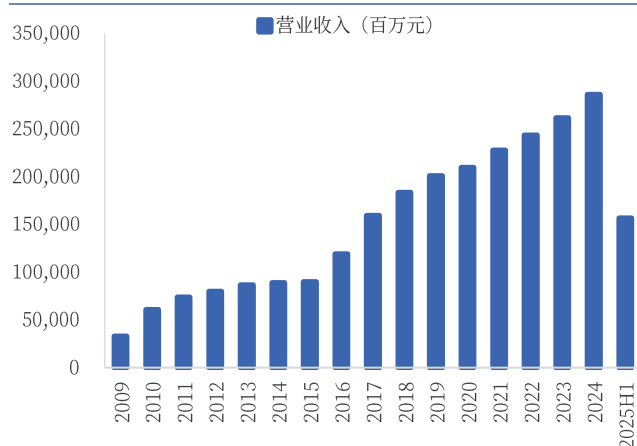
资料来源: 中国银河证券研究院

一、公司经营情况

（一）公司业务拆分

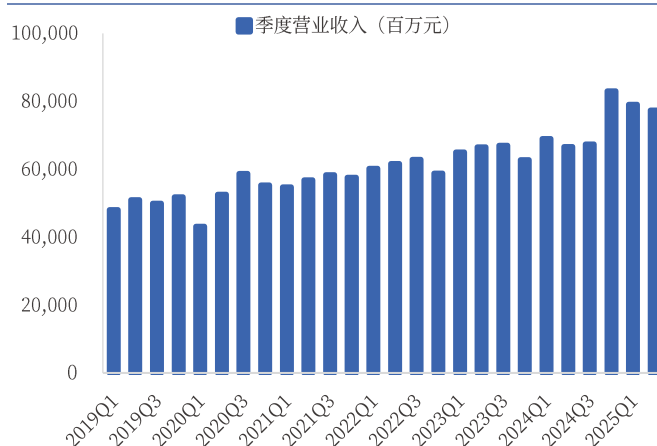
2025H1 公司实现营业收入 1564.9 亿元，同比+10.2%。其中，Q1、Q2 营业收入分别为 791.2 亿元、773.8 亿元，分别同比+10.1%、+10.4%。2024 年 12 月通过表决权委托方式控制优瑾（上海），2025 年 3 月完成收购卡奥斯模具（青岛），以上交易属于同一控制下企业合并，同比增速为调整口径下计算。

图1：公司营业收入



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图2：公司营业收入（季度）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

分品类来看，2025H1，空调/电冰箱/洗衣机/厨电/水家电/装备部品及渠道综合服务分别实现收入 328/ 425 / 316 / 205 / 96 / 187 亿元，分别同比+13% / +4.1% / +7.5% / +1.9% / +21.2% / +34.8%；毛利率分别为 24.3% / 28.9% / 30.4% / 28.6% / 36.9% / 12.3%，分别同比+0.3 / +0.2 / +0.2 / +0.3 / +0.3 / +1.9 pct。

表1：公司营业收入分品类拆分

	营收（百万元）			同比增速		毛利率		
	2025H1	2024	2023 调整	2025H1	2024	2025H1	2024	2023 调整
营业收入	156,494	285,981	274,205	10.2%	4.3%	26.9%	27.8%	27.5%
空调	32,773	49,056	45,660	13.0%	7.4%	24.3%	23.9%	23.6%
电冰箱	42,517	83,241	81,641	4.1%	2.0%	28.9%	30.8%	30.3%
洗衣机	31,645	63,028	61,272	7.5%	2.9%	30.4%	31.4%	30.8%
厨电	20,508	41,111	41,589	1.9%	-1.1%	28.6%	29.3%	29.0%
水家电	9,568	15,751	15,011	21.2%	4.9%	36.9%	41.6%	40.5%
装备部品及渠道综合服务	18,726	32,396	27,897	34.8%	16.1%	12.3%	8.6%	7.5%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

分部报告分品类拆分来看，2025H1，冰箱/厨电/空调/洗衣机/水家电/其他业务分别实现对外交易收入 427 / 206 / 329 / 319 / 97 / 186 亿元，分别同比+4.2% / +2% / +13% / +7.9% / +21% / +32.8%；分部利润率 9.2% / 9.5% / 6.4% / 10.9% / 15.3% / 0.5%，分别同比+0.4 / +0.6 / +0.4 /

+0.4 / +0.5 / +0.1 pct。

表2：公司分部报告拆分表（分品类）

	对外交易收入（百万元）			同比增速		分部利润率		
	2025H1	2024	2023 调整	2025H1	2024	2025H1	2024	2023 调整
整体	156,494	285,981	274,205	10.2%	4.3%	8.5%	7.2%	6.5%
冰箱	42,735	83,344	81,731	4.2%	2.0%	9.2%	7.2%	6.3%
厨电	20,629	41,119	41,594	2.0%	-1.1%	9.5%	7.7%	7.1%
空调	32,856	49,301	45,810	13.0%	7.6%	6.4%	4.7%	4.2%
洗衣机	31,938	63,134	61,312	7.9%	3.0%	10.9%	10.3%	9.2%
水家电	9,691	16,014	15,170	21.0%	5.6%	15.3%	13.9%	12.1%
其他业务	18,646	33,069	28,587	32.8%	15.7%	0.5%	1.3%	1.2%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

分部报告分地区拆分来看，2025H1，中国大陆地区、其他国家/地区分别实现对外交易收入 774、791 亿元，分别同比+8.8%、+11.7%。海外方面，美洲/澳洲/南亚/欧洲/东南亚/中东非/日本分别实现 400 / 33 / 87 / 180 / 41 / 24 / 20 亿元，分别同比+2.4% / +1% / +32.5% / +24.1% / +18.3% / +65.4% / +7.2%。

表3：公司分部报告拆分表（分地区）

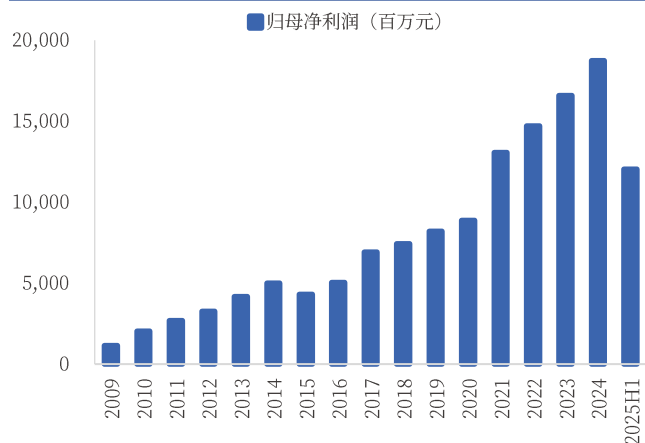
	对外交易收入（百万元）			同比增速	
	2025H1	2024	2023 调整	2025H1	2024
中国大陆地区	77,415	142,167	137,793	8.8%	3.2%
其他国家/地区	79,079	143,814	136,412	11.7%	5.4%
——美洲	40,016	79,529	79,751	2.4%	-0.3%
——澳洲	3,258	6,642	6,142	1.0%	8.1%
——南亚	8,666	11,525	9,521	32.5%	21.1%
——欧洲	17,995	32,089	28,544	24.1%	12.4%
——东南亚	4,130	6,633	5,780	18.3%	14.8%
——中东非	2,439	2,674	1,934	65.4%	38.2%
——日本	1,958	3,426	3,662	7.2%	-6.5%
——其他	616	1,296	1,077	-9.4%	20.4%
合计	156,494	285,981	274,205	10.2%	4.3%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（二）公司主要财务

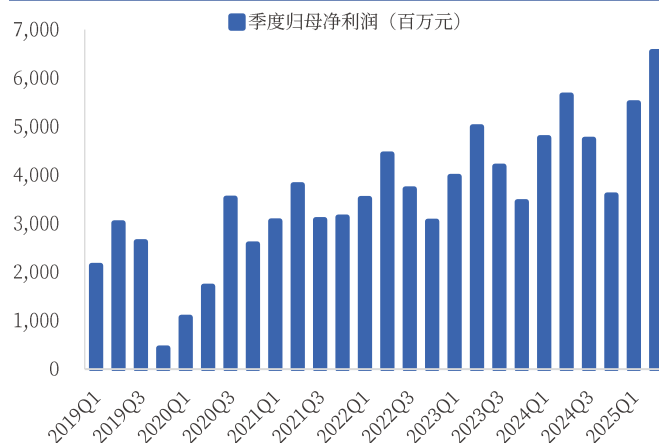
2025H1 公司实现归母净利润 120.3 亿元，同比+15.6%；归母净利率为 7.7%。其中，Q1、Q2 归母净利润分别为 54.9 亿元、65.5 亿元，分别同比+15.1%、+16%。2024 年 12 月通过表决权委托方式控制优瑾（上海），2025 年 3 月完成收购卡奥斯模具（青岛），以上交易属于同一控制下企业合并，同比增速为调整口径下计算。

图3：公司归母净利润



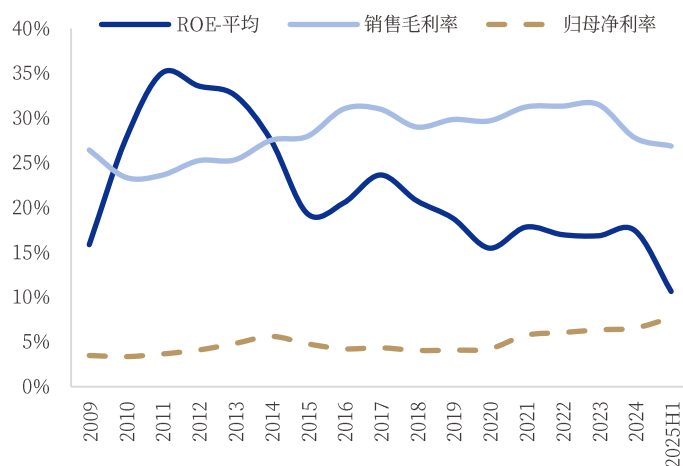
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图4：公司归母净利润（季度）



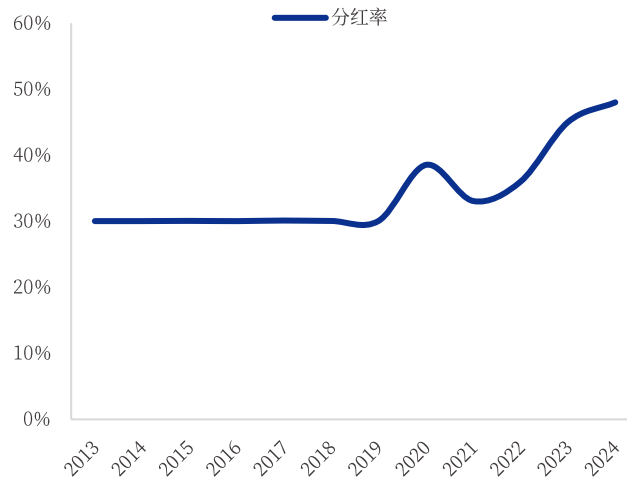
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图5：公司毛利率、ROE、归母净利率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图6：公司分红率（年度）



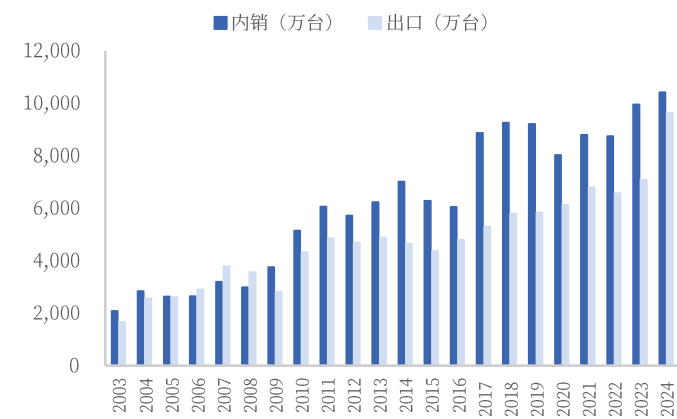
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

二、暖通空调产业短期有压力，长期向好

（一）家用空调：7 月内销出货量表现亮眼

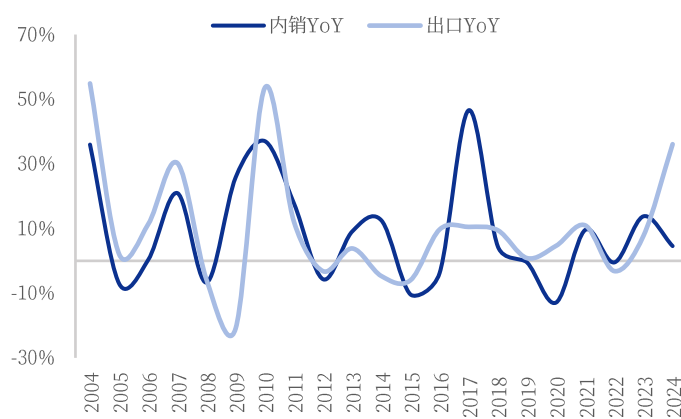
2024 年家用空调是景气的一年。内销在 2024 年第四季度受益于国家补贴政策刺激，全年实现增长。产业在线数据，2024 年家用空调累计内销规模达 10415 万台，同比增长 4.57%，其中 4Q2024 内销量同比+24%，政策补贴刺激效果显著。出口方面，2024 年出口 9641 万台，同比增长 36.08%，表现超预期。

图7：空调年度内销和出口规模



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图8：空调年度内销、出口出货量同比增速



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

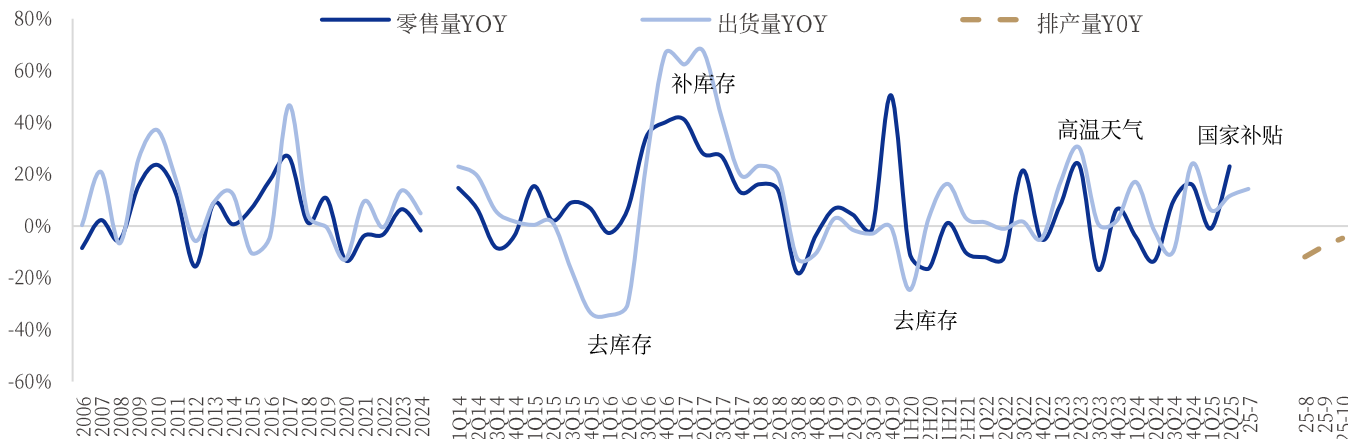
7 月空调内销出货量表现亮眼，后续预计将有压力。

1) 产业在线数据，2025 年 7 月空调内销出货量 1058 万台，同比+14.3%，主要受全国多地持续性高温驱动。

2) 后续几个月空调内销预计将有压力。一方面，8 月进入雨季，频繁的降雨天气将对空调的需求以及安装造成影响；另一方面，以旧换新政策力度支撑力度减弱，且未来还将面临去年同期的高基数影响。产业在线数据，8、9、10 月空调内销排产量较去年出货实绩分别-11.9%、-7.7%、-4.7%。

3) 全年来看，产业在线预测 2025H2 家用空调内销出货量约 4071 万台，同比-6%；2025 全年内销出货量约 10725 万台，同比+3%。

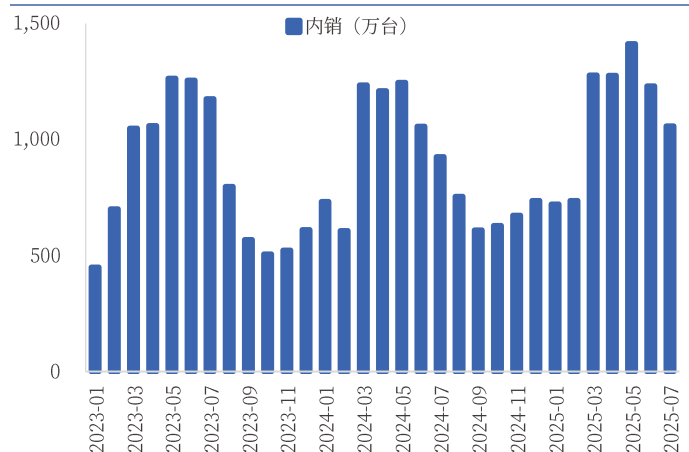
图9：中国家用空调市场零售量与出货量周期



资料来源：产业在线，奥维云网 AVC，中国银河证券研究院

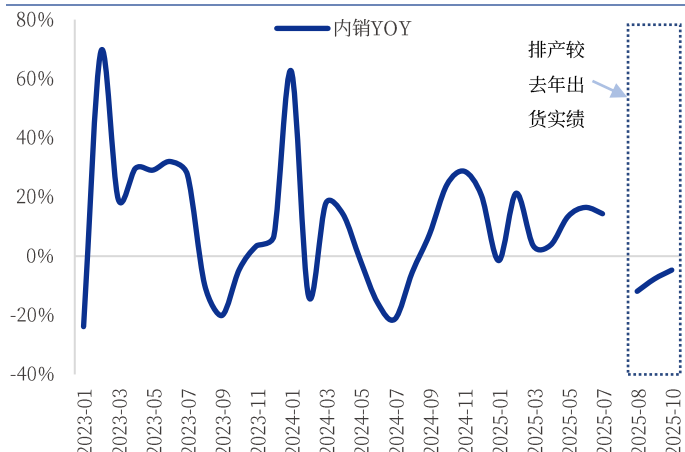
备注：排产量 YOY 指内销排产较去年同期内销出货实绩变化

图10: 家用空调内销出货量（月度）



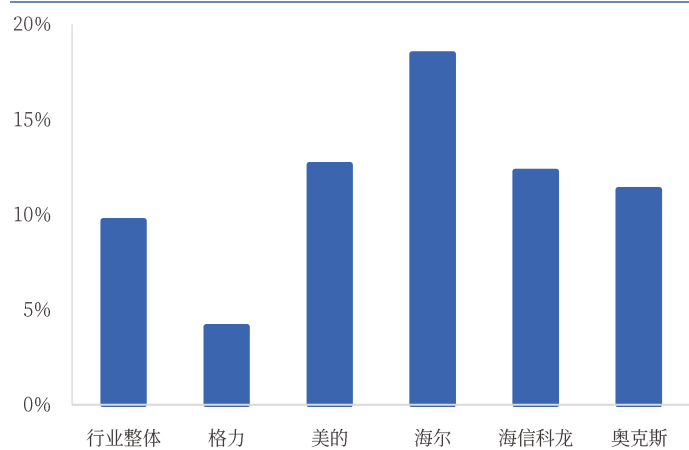
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图11: 家用空调内销出货量及排产同比增速（月度）



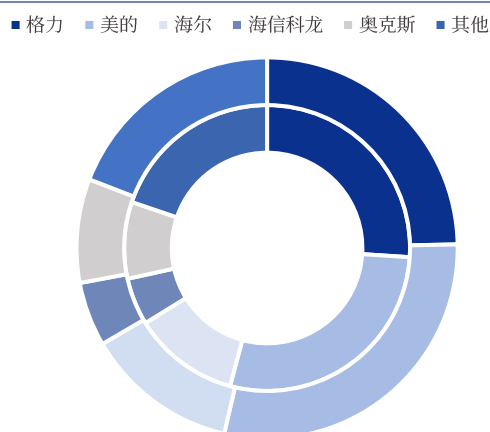
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图12: 家用空调主要公司内销出货量增速（25.1-7）



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

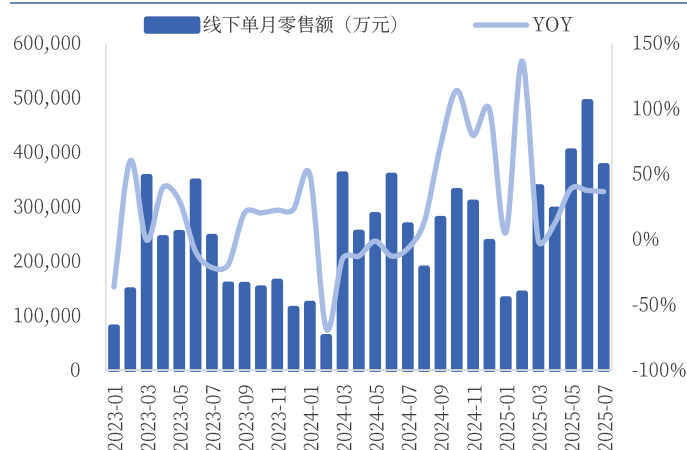
图13: 家用空调主要公司内销出货量份额（外/内，25/24 M1~7）



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

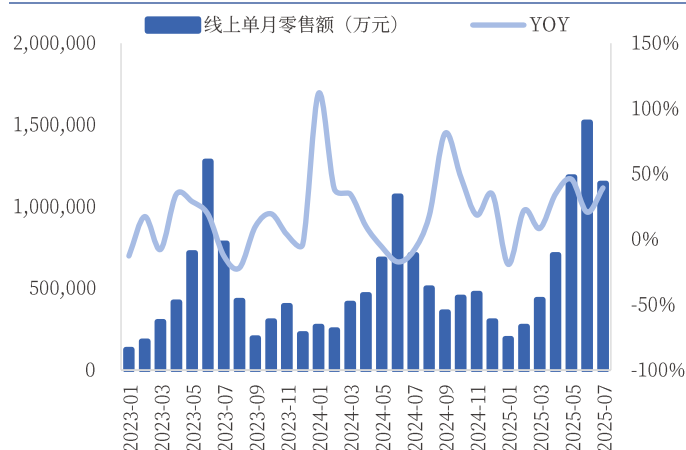
国补政策拉动下，空调终端需求持续向好。从零售端来看，2024年上半年我国空调零售市场规模呈现下滑；2024年8月以来，各地国补政策逐步落实，空调零售市场重新焕发活力，8-12月空调线上、线下零售额始终保持两位数以上的同比增速，终端需求持续向好。进入2025年，随着政策宣传力度加强，零售端整体延续增长态势，2025年6月空调线上、线下零售额规模分别同比+20.8%、+37.4%（奥维云网数据）。

图14: 空调线下零售市场零售额监测 (月度)



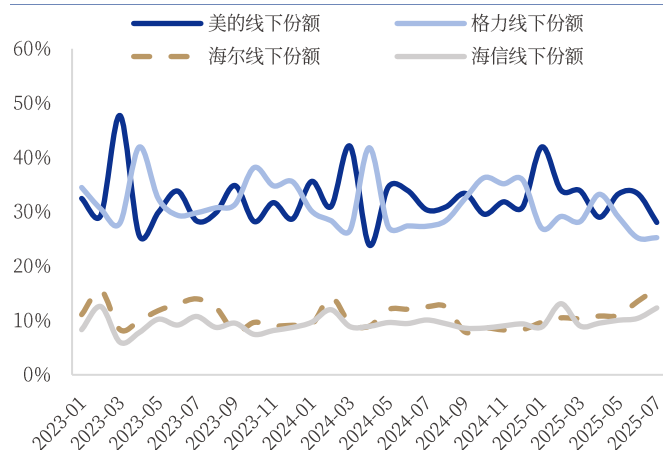
资料来源: AVC, 中国银河证券研究院

图15: 空调线上零售市场零售额监测 (月度)



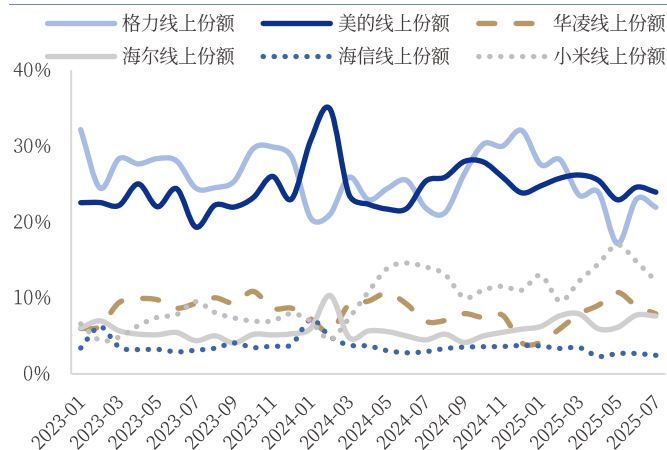
资料来源: AVC, 中国银河证券研究院

图16: 空调线下零售市场主要品牌零售额份额 (月度)



资料来源: AVC, 中国银河证券研究院

图17: 空调线上零售市场主要品牌零售额份额 (月度)



资料来源: AVC, 中国银河证券研究院

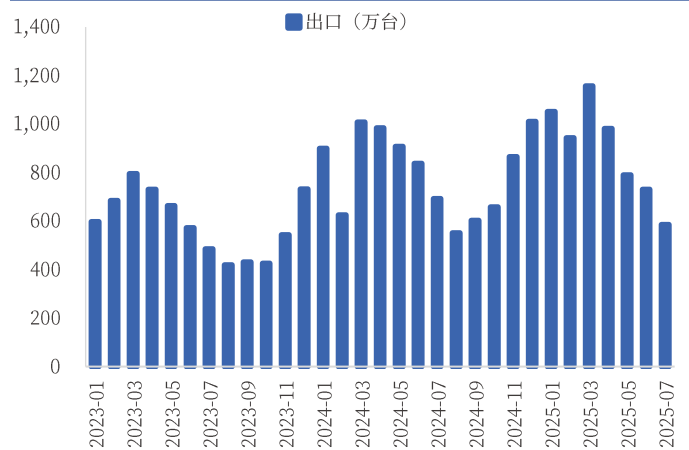
(二) 5月以来空调出口出货量持续下滑，关注企业海外生产基地。

1) 产业在线数据，2025年7月空调出口出货量585万台，同比-15.5%；8、9、10月家用空调出口排产较去年同期出口实绩-14.7%、-16.6%、-3.3%，继续反映了美国订单转移到海外，出口同比基数偏高的预期。

2) 全年来看，产业在线预测2025H2家用空调出口出货量约3925万台，同比-10%；2025全年出口出货量约9581万台，同比-1%。

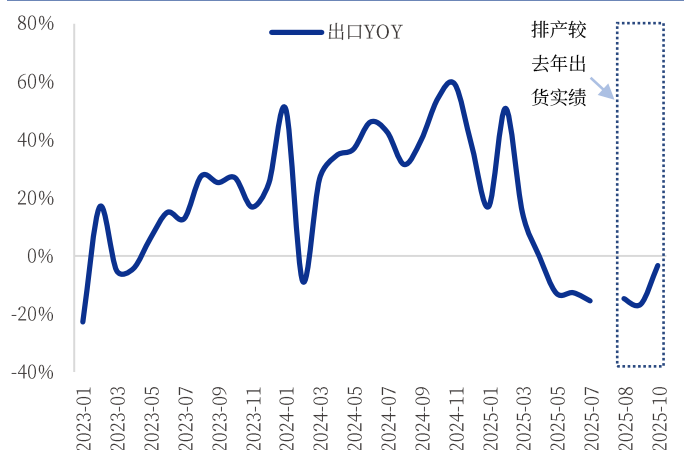
3) 空调龙头全球生产基地分布广泛，其中泰国是除中国外主要的空调生产基地，2024年美国空调类产品（SITC 7415）进口中从泰国进口占8.8%。美国关税风险有一定影响，但对于优质上市公司，海外供应链建设能够对冲风险。

图18: 家用空调出口出货量 (月度)



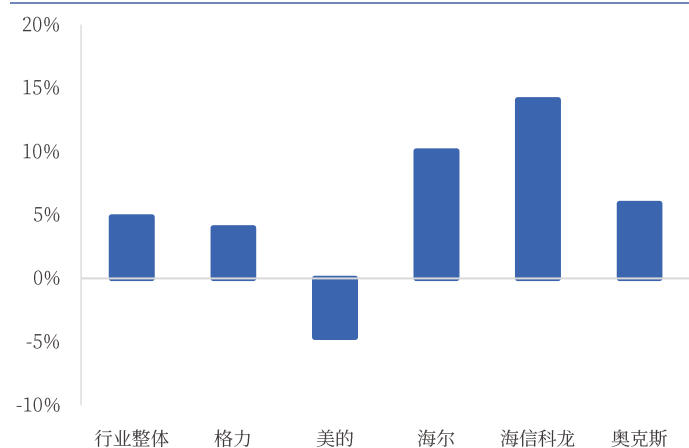
资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

图19: 家用空调出口出货量及排产同比增速 (月度)



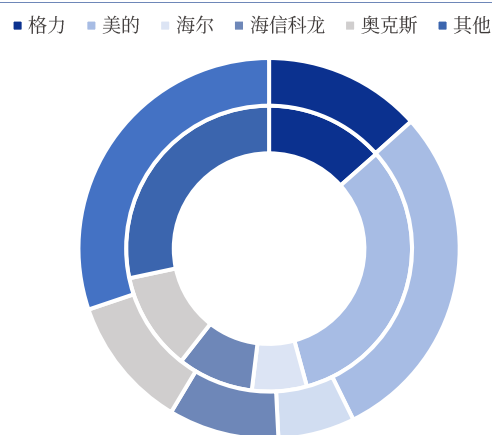
资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

图20: 家用空调主要公司出口出货量增速 (25.1-7)



资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

图21: 家用空调主要公司出口出货量份额 (外/内, 25/24 M1~7)



资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

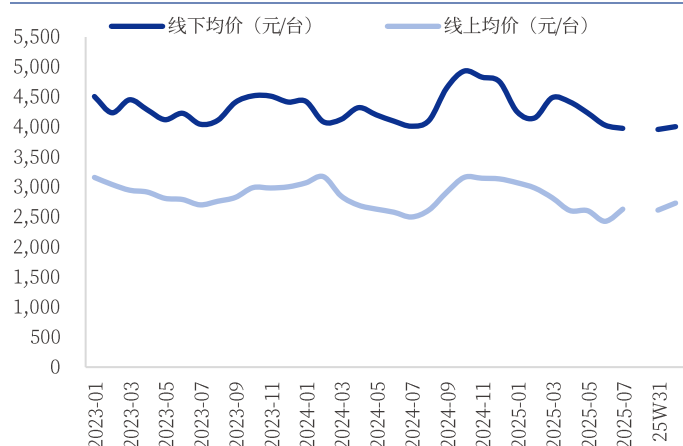
(三) 家用空调线上均价明显改善

1) 线下市场零售均价自4月以来持续下行，7月达到3978元/台，较4月-10.0%。线上市场零售均价年初以来逐月下降，自618后开始改善，7月达到2632元/台，环比6月+8.3%，25W32（8.4-8.10）继续上涨至2733元/台。

2) 小米品牌自2024年第三季度以来致力于提高盈利能力，零售均价略偏高，性价比不明显。618后线上零售均价快速回升，25W32达到2685元/台，较6月均价+23.6%。小米空调线上零售份额已有接近一年维持在14%左右波动，不再连续环比提升。

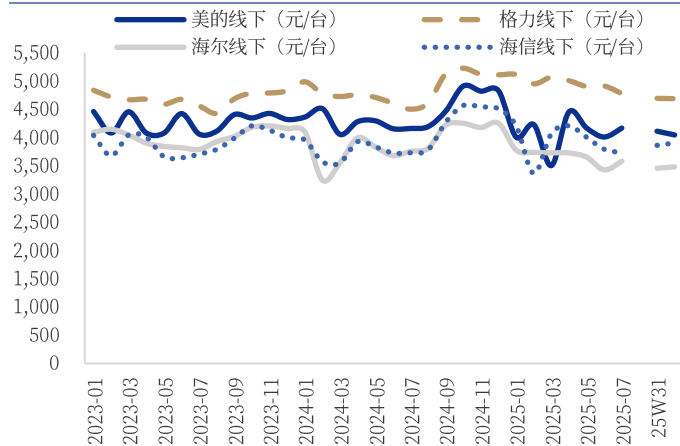
3) 2019-2021年空调零售市场竞争激烈。2022-2024年美的、格力注重提升盈利能力，空调行业竞争格局转好，在此期间空调二三线公司普遍利润率提升，市场份额提升。本轮价格下降，是美的借助华凌品牌提升市场份额导致。但618之后竞争压力明显缓和，25W32（8.4~8.10）华凌线上零售均价已达到2560元/台，较6月均价+24.7%，其余品牌线上零售均价均有不同程度的改善。

图22: 空调线下、线上零售均价



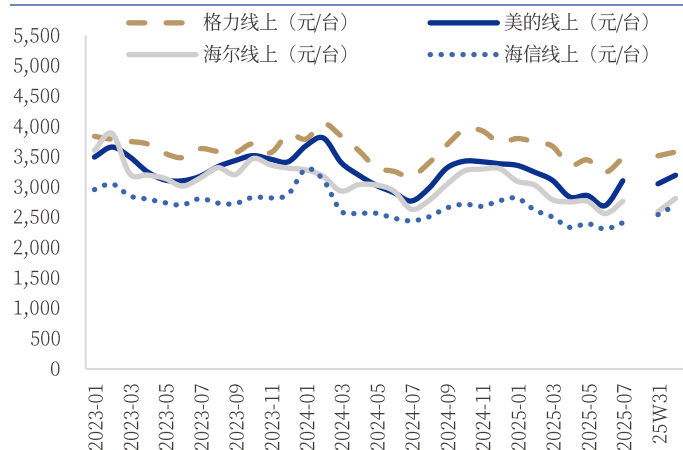
资料来源: AVC, 中国银河证券研究院 (25W32 指 25.8.4-8.10, 依次类推)

图23: 空调线下零售市场各品牌零售均价



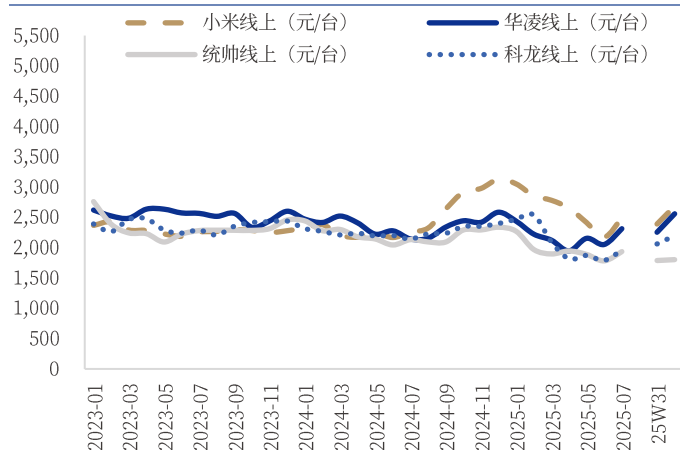
资料来源: AVC, 中国银河证券研究院 (25W32 指 25.8.4-8.10, 依次类推)

图24: 空调线上零售市场各品牌零售均价（主品牌）



资料来源: AVC, 中国银河证券研究院 (25W32 指 25.8.4-8.10, 依次类推)

图25: 空调线上零售市场各品牌零售均价（互联网品牌）



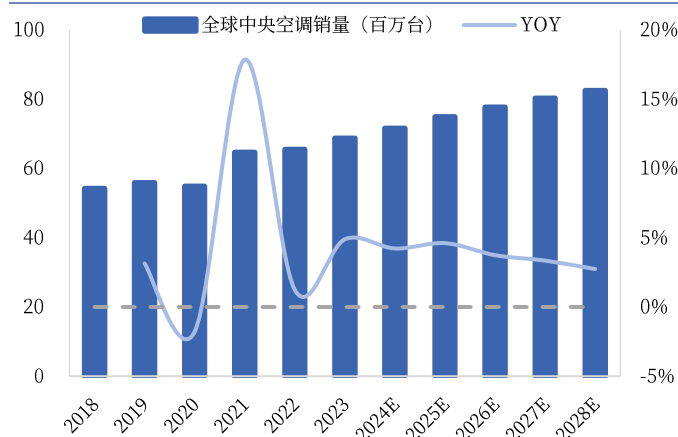
资料来源: AVC, 中国银河证券研究院 (25W32 指 25.8.4-8.10, 依次类推)

（四）中央空调内销有压力，但出口保持增长

中央空调形式多样，产品丰富，主要有家用（多联机、单元机等）和商用（离心机、螺杆机等）两类场景。据 Frost & Sullivan, 2023 年全球中央空调销售额达到 5217 亿元，呈现稳步增长趋势。

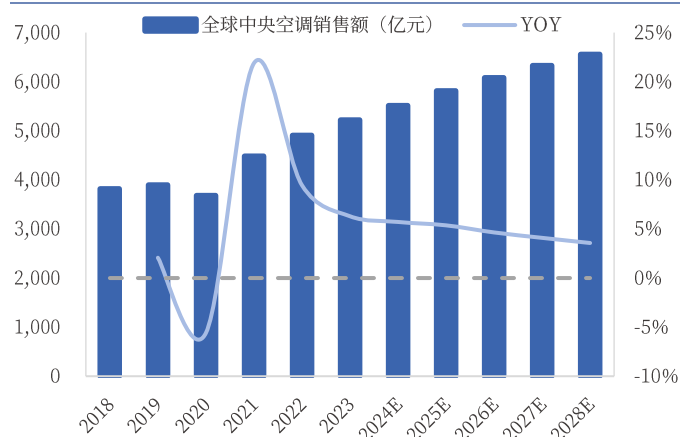
2000-2010 年代，中国的城镇化进程中家用空调的渗透率快速提升，工业化发展带动中央空调需求增长，为全球市场贡献了长期且巨大的增量。2020 年后，美国制造业回流刺激中央空调需求，以及全球数据中心大规模建设带动的冷水机组需求增长。

图26：全球中央空调销量（年度）



资料来源：Frost & Sullivan, 中国银河证券研究院

图27：全球中央空调销售额（年度）

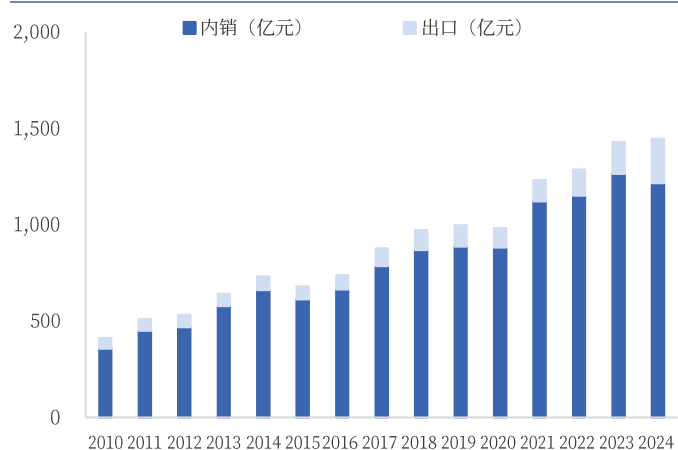


资料来源：Frost & Sullivan, 中国银河证券研究院

中央空调内销受房地产市场持续低迷，工业投资步伐放缓负面影响。产业在线数据，2024年中央空调内销额1215亿元，同比下滑3.8%，主要系房地产市场持续低迷，工业投资步伐放缓，中央空调终端需求疲弱；2025年1-6月中央空调内销规模为564亿元，同比下降10.1%，其中6月同比-57.8%，预计25H2同比-17.3%。受到家用空调政府补贴后高性价比的影响，家用中央空调市场竞争也在加剧。

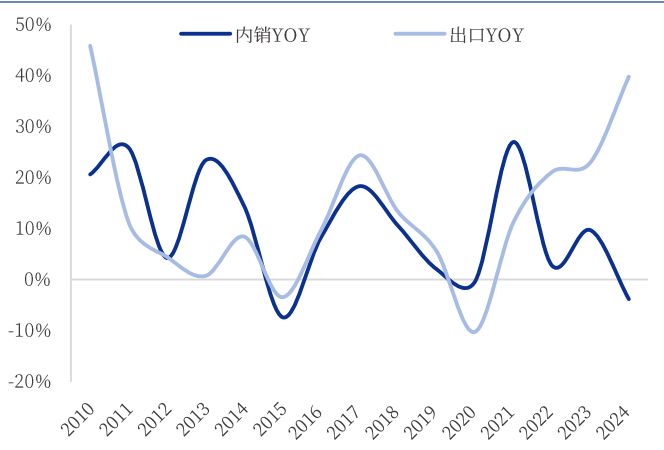
中国企业全球竞争力提升，份额提升带动出口近年较好增长。产业在线数据，2024年中央空调出口额达232亿元，同比增长39.8%；2025年1-6月，出口销售额达127亿元，同比增长22.2%，其中6月同比-9.9%。

图28：中央空调内销、出口规模（年度）



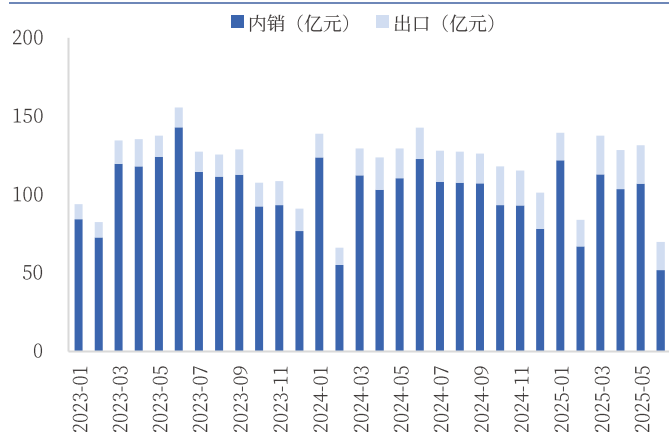
资料来源：产业在线, 中国银河证券研究院

图29：中央空调内销、出口规模同比增速（年度）



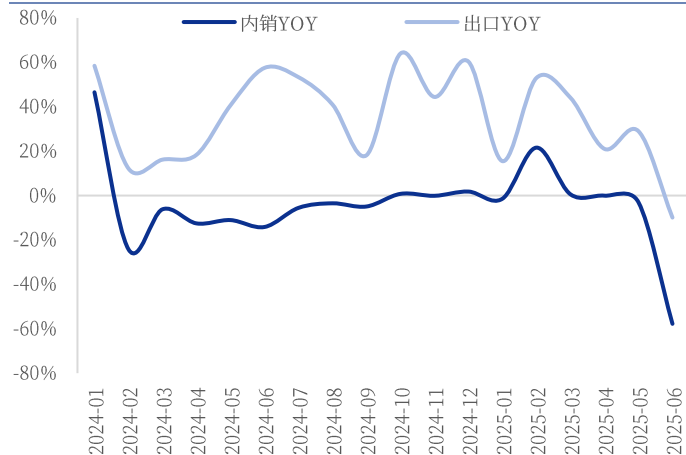
资料来源：产业在线, 中国银河证券研究院

图30：中央空调内销、出口规模（月度）



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图31：中央空调内销、出口规模同比增速（月度）



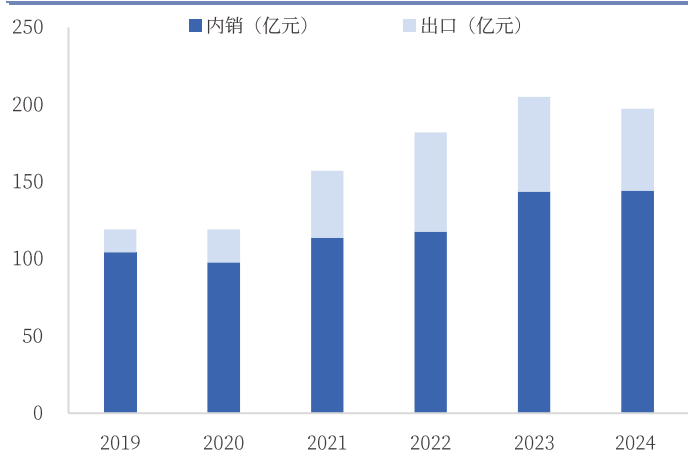
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

（五）热泵：国内推动热泵行业高质量发展，出口见底反弹

内销方面，热泵内销 2024 年表现一般，2025 年有望受益于利好政策发布。2025 年 4 月 2 日，国家发展改革委等部门联合印发了《推动热泵行业高质量发展行动方案》，政策重视热泵在国内建筑、工业、农业、交通等重点领域应用，提出到 2030 年重点热泵产品能效提升 20% 以上，大功率高温热泵、高效压缩机、新型制冷剂核心技术将取得突破。根据产业在线数据，2024 年热泵内销额达 144 亿元，同比微增 0.4%；2025 年 1-6 月内销额达 68 亿元，同比-9.4%，其中 6 月同比-34.4%；2025H2 内销额预计 95.4 亿元，同比+1%；2025 全年内销额预计 162.9 亿元，同比-3%。随着政策发力，国内热泵销售有望得到支撑，对应 1000 亿级市场空间。

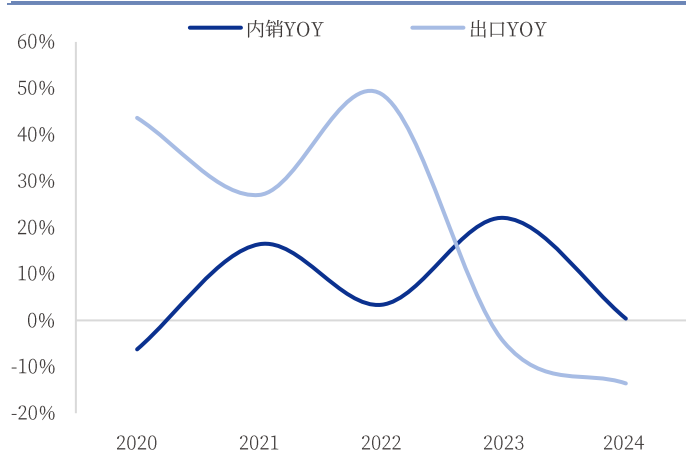
出口方面，欧洲热泵补贴政策的剧烈波动，导致热泵出口过去两年面临大力度去库存周期。2024 年下半年起，欧美热泵逐步走出去库周期，单月增速逐步改善。由于同比基数偏低，2025 年 1-6 月热泵出口同比增长 20.2%。展望未来，预计随着欧洲部分国家补贴重启，热泵出口有望延续改善。产业在线预测 2025H2 热泵出口额预计达 20 亿元，同比+6%；2025 全年出口额预计 50.5 亿元，同比+14%。

图32：热泵内销、出口规模（年度）



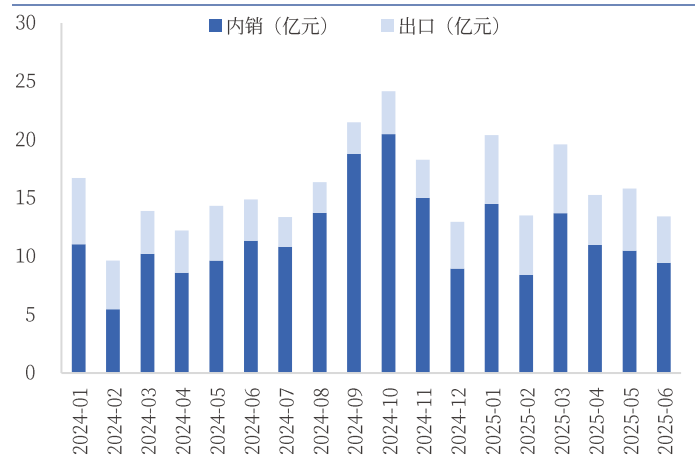
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图33：热泵内销、出口规模同比增速（年度）



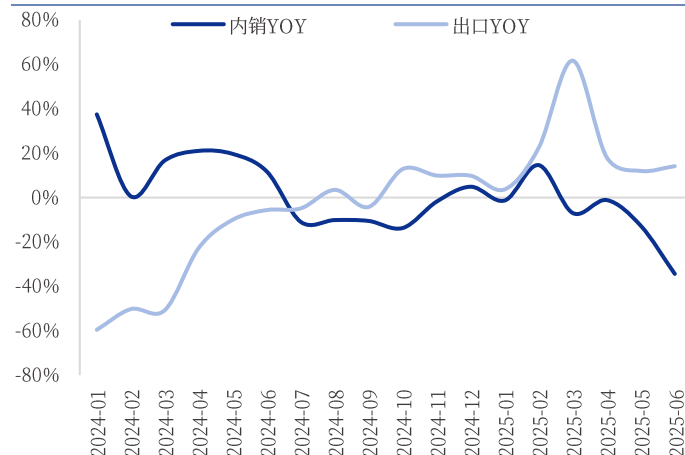
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图34：热泵内销、出口规模（月度）



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图35：热泵内销、出口规模同比增速（月度）



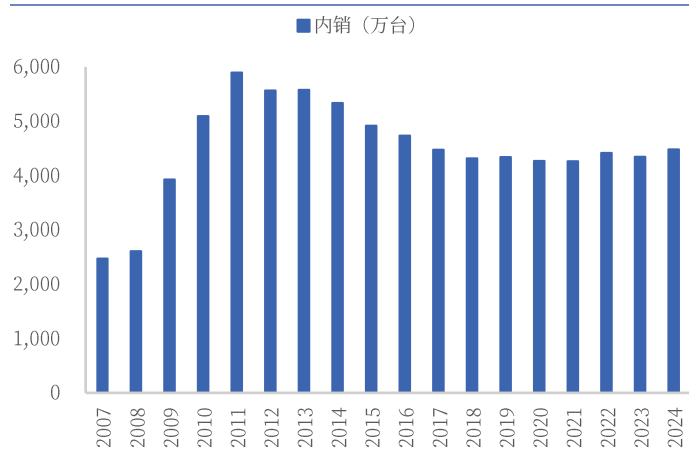
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

三、冰洗：内销以更新需求为主，后续出货有待观察

（一）内销以更新需求为主，销量多年处于一平台

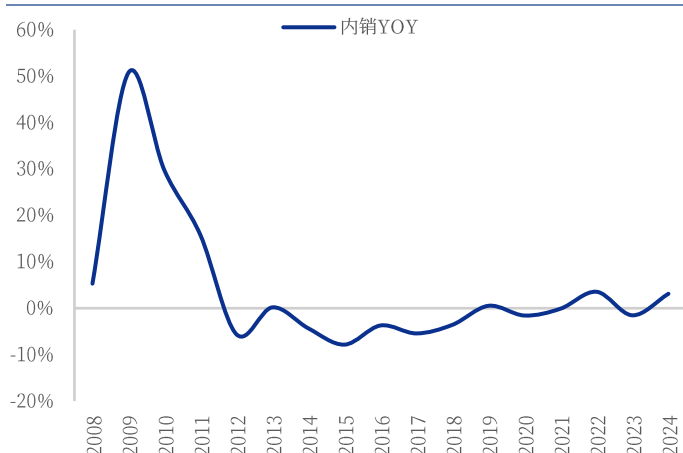
冰箱市场需求长期以更新为主，十多年前由于家电下乡出现过销售高峰。2019-2024 年期间冰箱内销量处于较为稳定的平台，时有小幅下滑或小幅增长。2024 年，受家电国补政策和以旧换新政策的推动，下半年起冰箱内销市场复苏，全年国内销量实现 3.1% 正增长（产业在线）。

图36：冰箱内销出货量（年度）



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

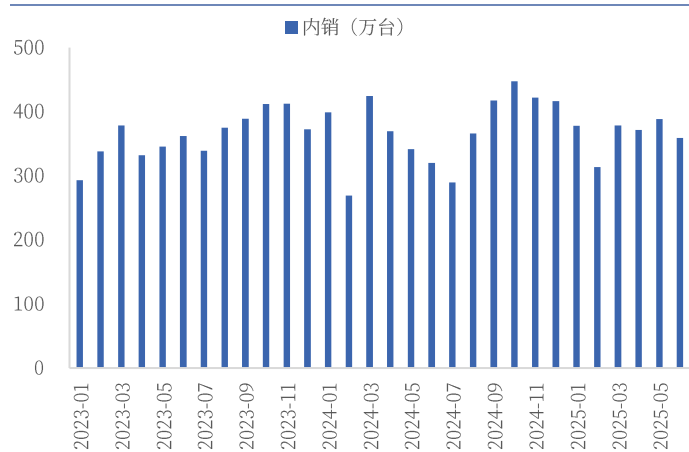
图37：冰箱内销出货量同比增速（年度）



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

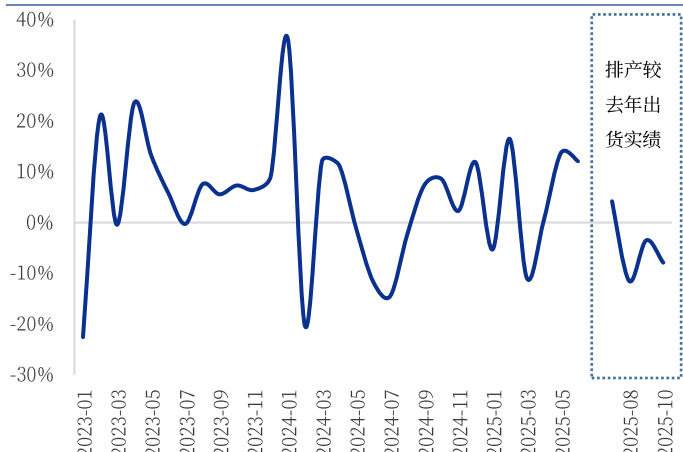
产业在线数据，2025年7~10月冰箱内销排产较去年出货实绩分别同比+4.2%、-11.5%、-3.5%、-7.9%。

图38：冰箱内销出货量（月度）



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

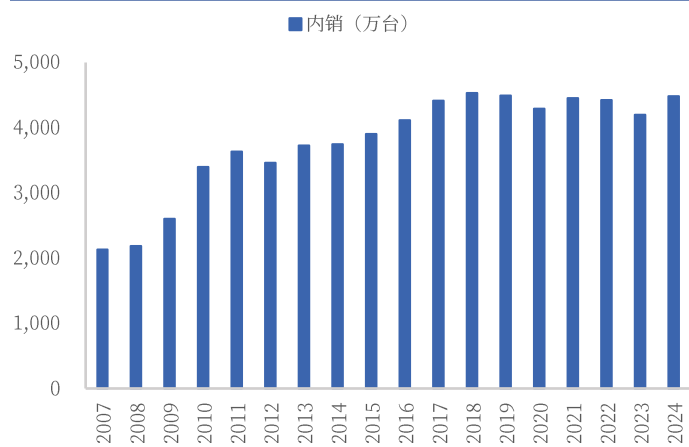
图39：冰箱内销出货量同比增速及排产情况（月度）



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

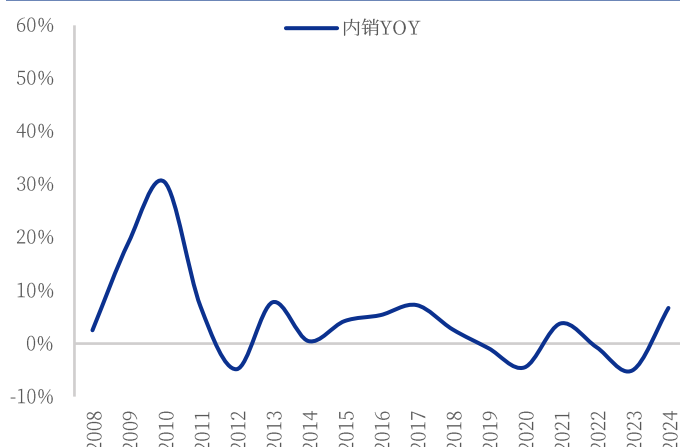
洗衣机销量情况与空调类似，得益于以旧换新政策有效激活了潜在需求，叠加消费者偏好高品质、高效产品推动产品结构升级，2024 年洗衣机内销累计达 4482 万台，同比增长 6.7%，创近年来最好增速。

图40: 洗衣机内销出货量 (年度)



资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

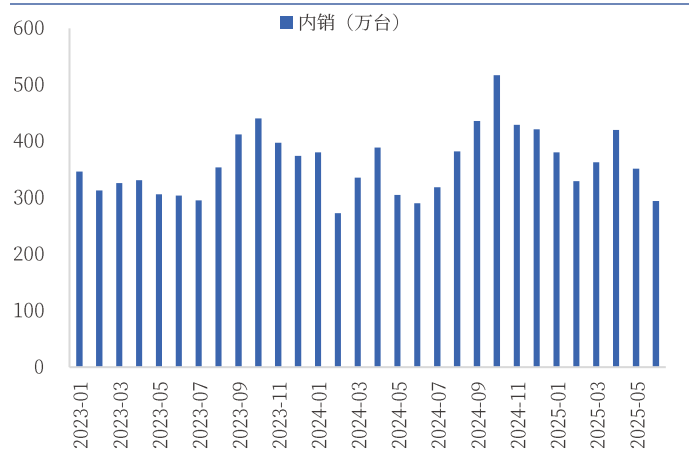
图41: 洗衣机内销出货量同比增速 (年度)



资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

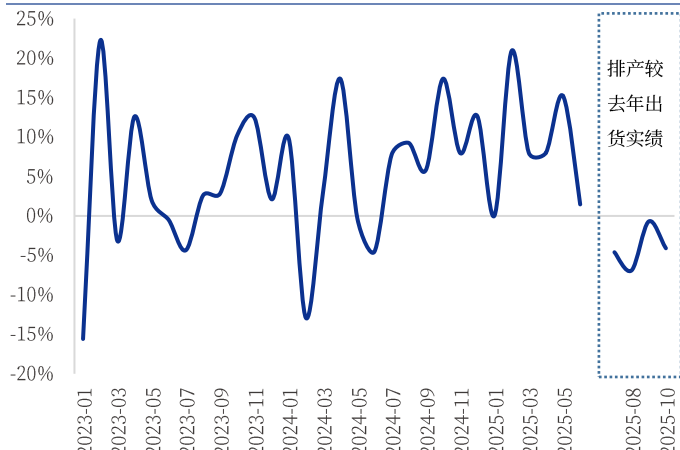
产业在线数据, 2025年7~10月洗衣机内销排产较去年出货实绩分别同比-4.6%、-6.9%、-0.7%、-4.1%。2025H2 预计洗衣机内销出货量约 2428 万台, 同比-3%; 2025 全年内销出货量预计 4566 万台, 同比+2%。

图42: 洗衣机内销出货量 (月度)



资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

图43: 洗衣机内销出货量同比增速及排产情况 (月度)



资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

冰箱、洗衣机零售受益消费升级，以及针对年轻人的产品转型。2023-2024 年冰箱、洗衣机消费升级，零售均价稳步提升，带动冰箱、洗衣机零售额市场稳步增长。当下年轻人单身率明显上升，带动不同的需求。小米洗衣机首先迎合了当下年轻人的需求。2024 年小米推出子母洗衣机后，带一个 1KG 小滚筒，满足年轻人单独洗内衣/袜子的需求。家电企业 2025 年上半年跟进，陆续推出细致分区洗产品，开辟增长新赛道。2025 年 3 月海尔统帅发布三筒洗衣机，两个 1kg 小筒赋予不同面料、不同大小、不同家庭成员衣物分区洗涤的可能性，同时产品“加量不加价”，具备性价比，成功打造爆款。

图44：多品牌推出三筒洗衣机



资料来源：海尔、美的、海信京东官方旗舰店，中国银河证券研究院

图45：三筒洗衣机满足不同场景需求

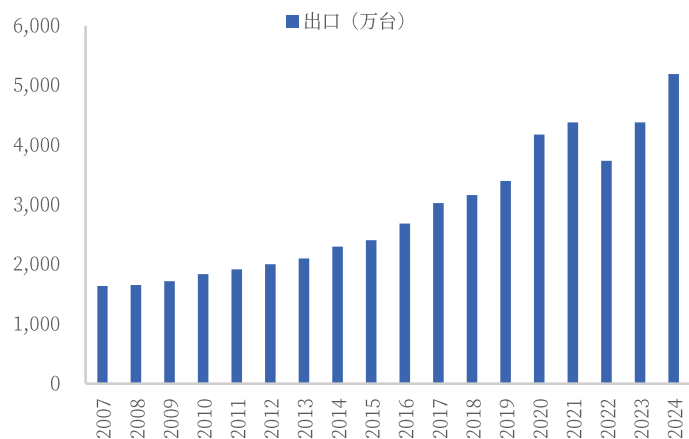


资料来源：海尔京东官方旗舰店，中国银河证券研究院

（二）冰洗出口后续存在压力

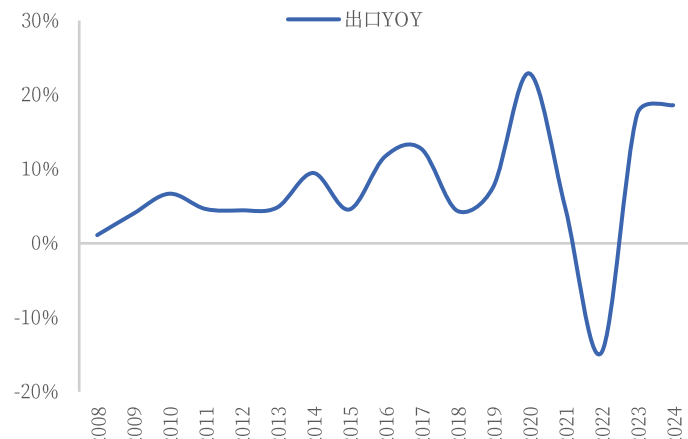
我家电企业积极实现全球化布局，叠加近年来新兴市场国家需求释放明显，2024年我国冰箱出口出货量增长18.6%，表现较为亮眼。

图46：冰箱外销出货量（年度）



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

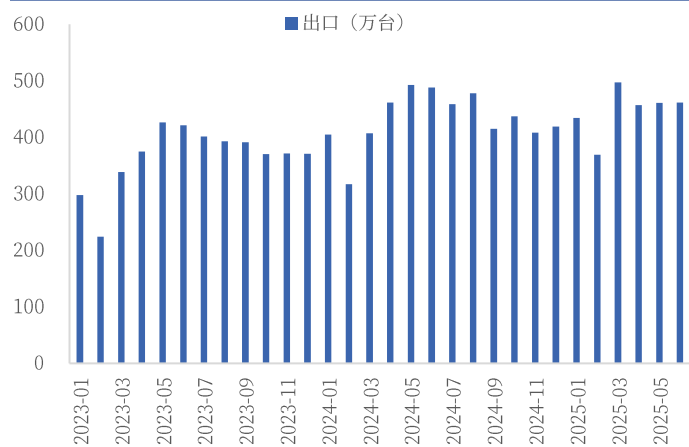
图47：冰箱外销出货量同比增速（年度）



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

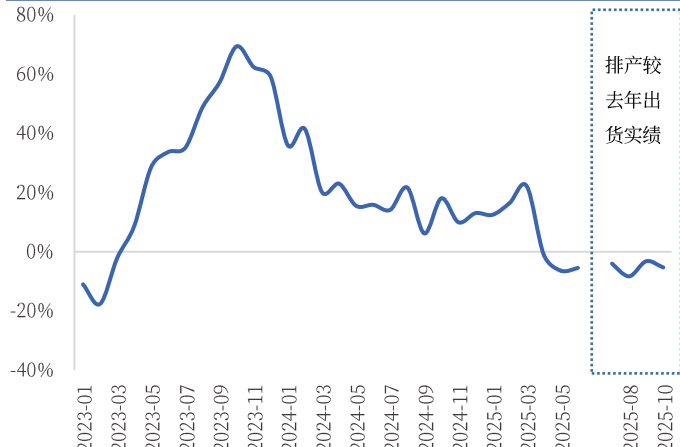
产业在线数据，2025年7~10月冰箱出口排产较去年出货实绩分别同比-4.0%、-8.3%、-3.2%、-5.3%。

图48：冰箱外销出货量（月度）



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

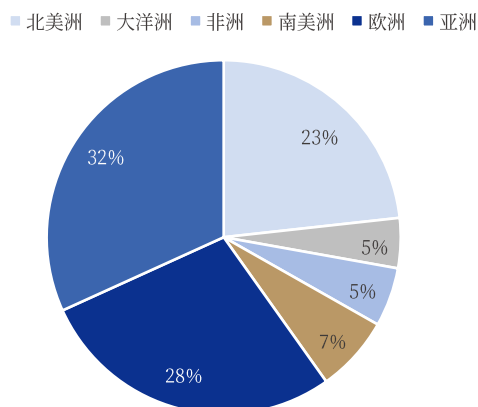
图49：冰箱外销出货量同比增速及排产情况（月度）



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

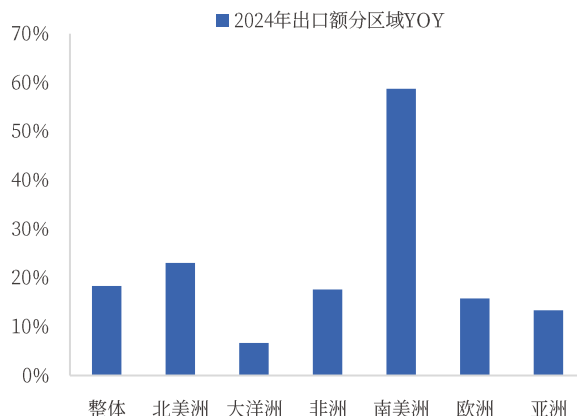
分区域来看，亚洲、欧洲、北美洲为主要出口市场，2024年出口额合计占比达83%。各出口区域2024年均实现较好增长，其中南美洲出口额为11亿美元，同比+58.7%，2019-2024年CAGR高达26%，出口额占比较2019年提升3.1pct至6.9%（海关总署数据）。

图50：2024年中国冰箱（除零件）出口额分区域占比



资料来源：海关总署，中国银河证券研究院

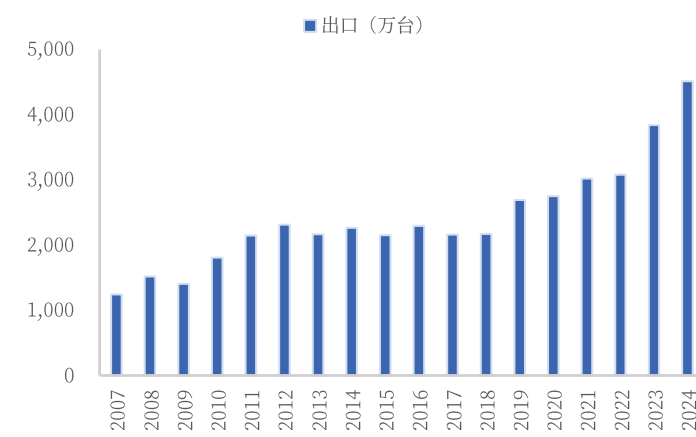
图51：2024年中国冰箱（除零件）出口额分区域同比增速



资料来源：海关总署，中国银河证券研究院

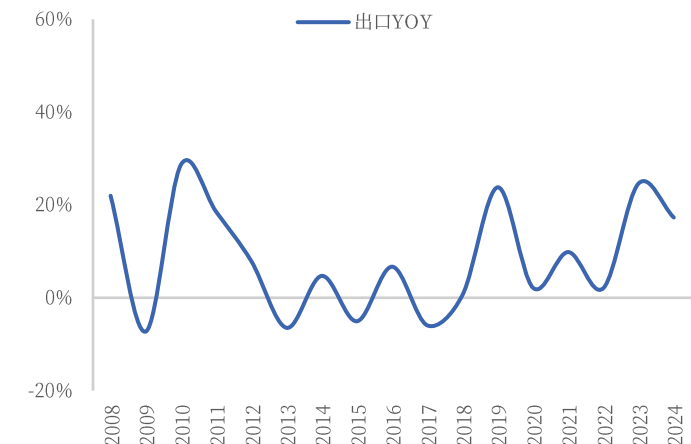
我国洗衣机在技术、成本和批量化生产等方面具备优势，叠加海外市场的关税担忧促使商家提前备货，2024年出口出货量达4511万台，同比增长17.3%。

图52: 洗衣机外销出货量 (年度)



资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

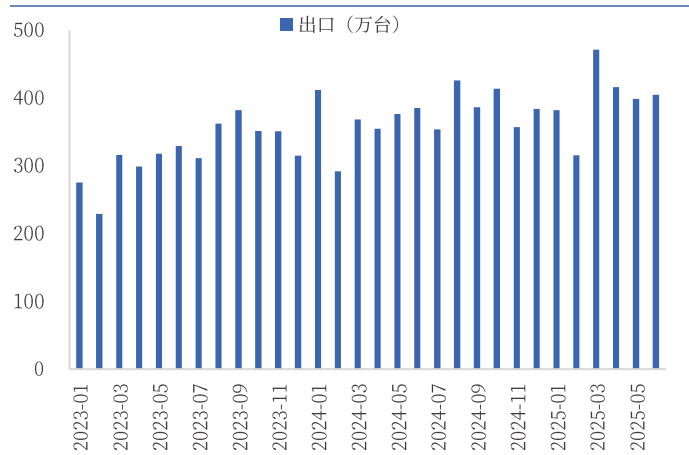
图53: 洗衣机外销出货量同比增速 (年度)



资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

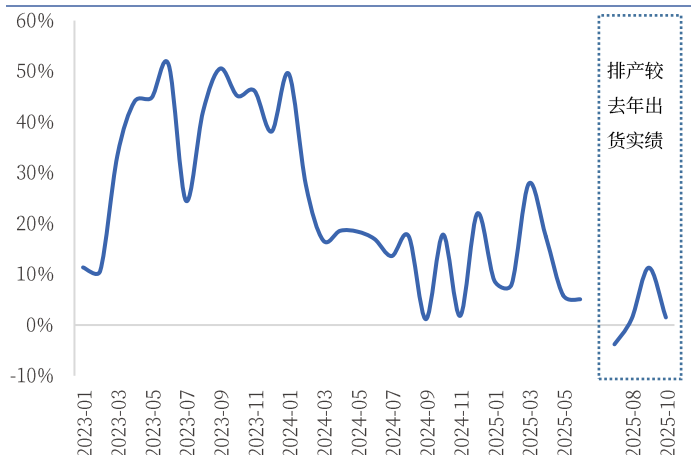
产业在线数据, 2025 年 7~10 月洗衣机出口排产较去年出货实绩分别同比-3.8%、+1.2%、+11.3%、+1.5%。2025H2 预计洗衣机出口出货量约 2336.9 万台, 同比+1%; 2025 全年出口出货量预计 4725.7 万台, 同比+5%。

图54: 洗衣机外销出货量 (月度)



资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

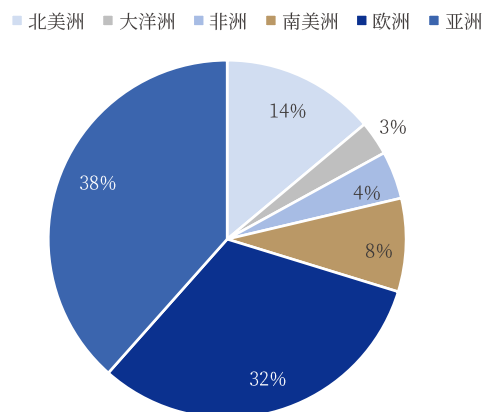
图55: 洗衣机外销出货量同比增速及排产情况 (月度)



资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

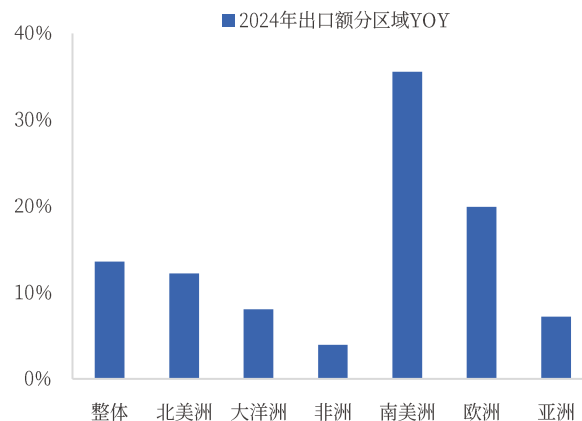
分区域来看, 新兴市场需求增长是洗衣机出口快速增长的动力。海关总署数据, 2024 年南美洲为增速最快的区域市场, 出口额同比+35.6%至 5 亿美元, 出口额占比较 2019 年提升 1.8pct 至 8.4%。

图56：2024 年中国洗衣机（除零件）出口额分区域占比



资料来源：海关总署，中国银河证券研究院

图57：2024 年中国洗衣机（除零件）出口额分区域同比增速



资料来源：海关总署，中国银河证券研究院

四、投资建议

我们预计 2025-2027 年，公司营业收入为 3145/3394/3668 亿元；归母净利润为 217/245/274 亿元；EPS 为 2.31/2.61/2.92 元，当前股价对应 PE 为 11.3/10/8.9 倍，维持“推荐”评级。

表4：主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	285,981	314,478	339,402	366,821
收入增速	4.3%	10.0%	7.9%	8.1%
归母净利润（百万元）	18,741	21,676	24,522	27,410
利润增速	12.9%	15.7%	13.1%	11.8%
摊薄 EPS（元）	2.00	2.31	2.61	2.92
PE	13.02	11.25	9.95	8.90

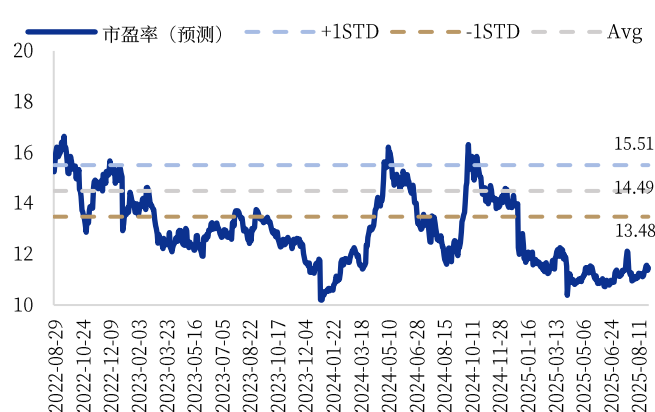
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院（注：收盘价为 2025 年 8 月 28 日）

图58：海尔智家 A 股历史估值区间（市盈率 TTM）



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图59：海尔智家 A 股历史估值区间（市盈率 预测）



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图60：海尔智家 A/H 股折价率



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

五、风险提示

美国关税风险；市场需求不及预期的风险；市场竞争加剧的风险。

附录：

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	151,690	180,735	207,126	240,938
现金	55,584	87,971	109,576	133,588
应收账款	26,473	17,371	18,756	20,379
其它应收款	3,489	3,145	3,394	3,668
预付账款	2,383	1,926	2,223	2,579
存货	43,044	49,961	51,468	56,721
其他	20,716	20,362	21,708	24,003
非流动资产	138,424	136,485	133,938	130,392
长期投资	26,919	27,169	27,369	27,369
固定资产	37,519	39,352	40,282	40,426
无形资产	14,035	12,799	11,442	9,796
其他	59,952	57,164	54,845	52,801
资产总计	290,114	317,220	341,063	371,330
流动负债	149,571	162,441	170,093	183,011
短期借款	13,784	13,784	13,784	13,784
应付账款	54,588	58,570	63,625	69,287
其他	81,199	90,086	92,684	99,940
非流动负债	22,153	21,810	22,209	22,058
长期借款	9,665	9,665	9,665	9,665
其他	12,488	12,145	12,544	12,392
负债总计	171,725	184,251	192,303	205,069
少数股东权益	7,023	7,988	9,086	10,323
归属母公司股东权益	111,366	124,981	139,675	155,938
负债和股东权益	290,114	317,220	341,063	371,330

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	26,543	45,805	36,140	39,815
净利润	19,576	22,641	25,621	28,647
折旧摊销	8,081	8,010	8,702	9,368
财务费用	2,280	779	779	779
投资损失	-1,913	-2,139	-2,227	-2,452
营运资金变动	-2,532	14,460	1,760	1,241
其他	1,052	2,053	1,505	2,232
投资活动现金流	-20,074	-4,219	-4,312	-3,726
资本支出	-10,029	-5,894	-6,125	-5,964
长期投资	-10,810	-464	-414	-214
其他	765	2,139	2,227	2,452
筹资活动现金流	-7,914	-9,199	-10,224	-12,077
短期借款	2,889	0	0	0
长期借款	-8,700	0	0	0
其他	-2,103	-9,199	-10,224	-12,077
现金净增加额	-1,702	32,387	21,605	24,012

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	285,981	314,478	339,402	366,821
营业成本	206,487	229,439	247,668	267,676
税金及附加	1,276	1,415	1,527	1,651
销售费用	33,586	35,222	37,504	40,350
管理费用	12,110	13,523	14,255	15,040
研发费用	10,740	11,950	12,897	13,939
财务费用	973	-444	-1,156	-1,631
资产减值损失	-1,284	-220	-228	-17
公允价值变动收益	47	0	0	0
投资收益及其他	3,339	4,006	4,183	4,686
营业利润	22,912	27,160	30,661	34,466
营业外收入	184	152	157	164
营业外支出	363	286	317	322
利润总额	22,733	27,026	30,501	34,308
所得税	3,157	4,385	4,880	5,661
净利润	19,576	22,641	25,621	28,647
少数股东损益	834	965	1,098	1,237
归属母公司净利润	18,741	21,676	24,522	27,410
EBITDA	31,786	34,593	38,047	42,044
EPS (元)	2.00	2.31	2.61	2.92

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入增长率	4.3%	10.0%	7.9%	8.1%
营业利润增长率	12.4%	18.5%	12.9%	12.4%
归母净利润增长率	12.9%	15.7%	13.1%	11.8%
毛利率	27.8%	27.0%	27.0%	27.0%
净利率	6.8%	7.2%	7.5%	7.8%
ROE	16.8%	17.3%	17.6%	17.6%
ROIC	12.5%	12.6%	12.8%	12.9%
资产负债率	59.2%	58.1%	56.4%	55.2%
净资产负债率	145.1%	138.6%	129.3%	123.3%
流动比率	1.01	1.11	1.22	1.32
速动比率	0.66	0.75	0.86	0.95
总资产周转率	1.04	1.04	1.03	1.03
应收账款周转率	11.64	14.35	18.79	18.75
应付账款周转率	3.95	4.06	4.05	4.03
每股收益	2.00	2.31	2.61	2.92
每股经营现金流	2.83	4.88	3.85	4.24
每股净资产	11.87	13.32	14.89	16.62
P/E	13.02	11.25	9.95	8.90
P/B	2.19	1.95	1.75	1.56
EV/EBITDA	7.32	5.79	4.70	3.68
PS	0.85	0.78	0.72	0.67

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

何伟，研究所副所长、大消费组组长。上海交通大学理学硕士。2009-2011 入职光大证券研究所担任家电分析师；2012-2024 入职中国国际金融股份有限公司担任家电首席分析师，董事总经理；2025 年加入中国银河证券股份有限公司研究院。2022 年、2023 年荣获 II China 机构投资者·财新资本市场分析师成就奖，可选消费行业最佳分析师（大陆&海外综合）第一。《Extel》（原《机构投资者》）2025 年度“亚洲最佳本土券商评选，中国最佳分析师非必需消费品第一；中国香港最佳分析师非必需消费品第一。

杨策，家电行业分析师。伦敦国王大学理学硕士，2018 年加入中国银河证券股份有限公司研究院，从事家电行业研究工作。

刘立思，家电行业分析师。中央财经大学本硕，2022 年加入中国银河证券研究院，从事家电行业研究工作。

陆思源，家电行业分析师。加州大学圣地亚哥分校金融硕士，2023 年加入中国银河证券研究院，从事家电行业研究工作。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	超配：	相对基准指数涨幅 10%以上
	中性：	相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
	回避：	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐：	相对基准指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐：	相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
	中性：	相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：	相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院	机构请致电：	
深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层	深广地区：	程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn 苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层	上海地区：	陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn 李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn
北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦	北京地区：	田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn 褚 颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn
公司网址：www.chinastock.com.cn		