

公司研究

内外销齐发力，业绩增长超预期

——海尔智家（600690.SH）2025年半年报业绩点评

买入（维持）

当前价/目标价：26.26/35.54元

作者

分析师：洪吉然

执业证书编号：S0930521070002

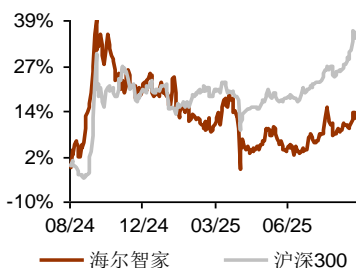
021-52523793

hongjiran@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	93.83
总市值(亿元)	2463.95
一年最低/最高(元)	22.29/34.13
近3月换手率	28.16%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-4.96	-9.40	-21.98
绝对	3.35	7.14	15.21

资料来源：Wind

相关研报

欧洲空调份额数一数二，长期受益全欧气候变暖——海尔智家（600690.SH）动态跟踪报告（2025-07-22）

北方空调加速普及，海尔智家尤为受益——海尔智家（600690.SH）动态跟踪报告（2025-07-19）

要点

事件：

公司发布2025年半年度报告，2025年上半年实现营收1564.9亿元（YoY+10.2%），归母净利润/扣非归母净利润为120.3亿元/117.0亿元，同比+15.6%/+15.2%。25Q2实现营收773.8亿元（YoY+10.4%），归母净利润/扣非归母净利润为65.5亿元/63.4亿元，同比+16.0%/+14.8%。公司首次实施中期分红，分红方案为每10股派发现金红利人民币2.69元（含税），分红总额25亿元。

点评：

内外销保持强势，海外发力新兴市场：分产品看，公司25年上半年冰箱/厨电/洗衣机/空调/水产业收入分别为429/207/320/330/98亿元，同比+4%/+2%/+8%/+13%/+21%。**分地区看，国内：**公司25年上半年国内主营业务收入774亿元（YoY+9%），公司充分受益于国补政策，数字库存、数字营销稳步推进，多品牌战略成效显著，25H1卡萨帝品牌收入同比增长20%以上，Leader品牌收入同比增长15%以上。**海外：**公司25年上半年海外主营业务收入791亿元（YoY+12%）。其中美洲/欧洲收入同比+2%/+24%，中东非收入同比+65%，南亚/东南亚收入同比+32%/+18%，澳洲/日本收入同比+1%/+7%。公司全球产销研布局完善，关税风险整体可控，25H1公司继续深化升级海外高端创牌模式，美国、欧洲白电与暖通业务持续跑赢行业，新兴市场高速增长。

盈利能力同比提升：毛利率：25年上半年公司毛利率26.9%，同比+0.1pcts，其中国内业务、海外业务毛利率同比均有提升。**费用率：**25年上半年公司销售/管理/财务费用率分别为10.1%/3.8%/-0.2%，同比-0.1/持平/-0.2pcts，费用控制良好，财务费用率小幅优化主要系欧元等币种升值影响，汇兑收益增加。公司在国内持续推动渠道数字化改革，优化物流体系效率，赋能销售环节，预计国内渠道改革对盈利能力正向影响将在未来几年逐渐释放；公司在海外坚持高端化路线和自有品牌出海，针对不同区域采取差异化的多品牌策略，保障产品利润空间。**资产负债表：**25年6月末公司（货币资金+交易性金融资产+其他流动资产-短期借款-长期借款）达418亿元，占总资产的比例达14%，公司经营安全垫充分。**现金流：**25年上半年公司经营净现金流111亿元，同比增加27亿元，公司现金流创造能力维持较高水平。

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，数字化转型降费增效，经营效率不断提高，全球产销研布局继续推进，预计公司产品内外销市占率稳步提升。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。

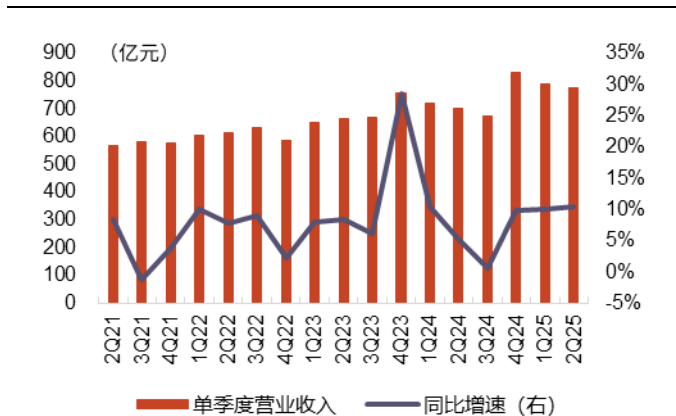
风险提示：海外销售疲软，关税风险超预期，以旧换新政策效果不及预期。

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	15	13	11	10	9
P/B	2.4	2.2	2.0	1.8	1.6

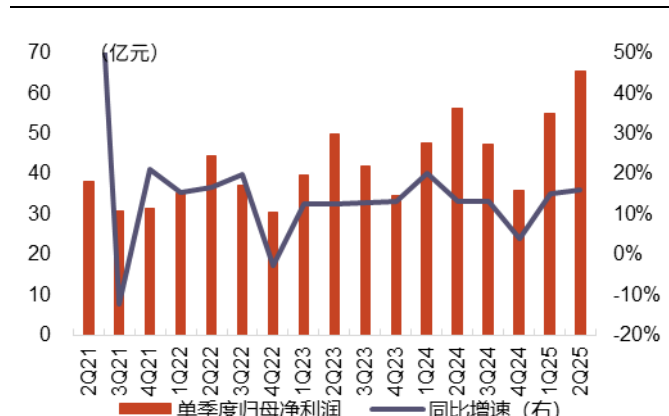
资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2025-08-29 注: 23-24 年公司总股本分别为 94.38、93.83 亿股, 预计 25-27 年公司总股本为 93.83 亿股

图 1: 公司单季度营业收入及同比



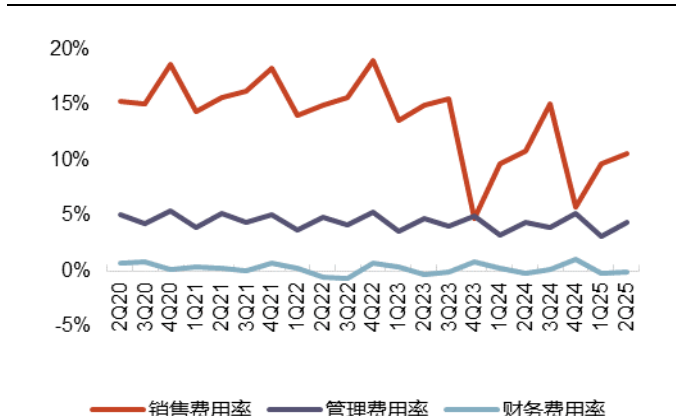
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 2: 公司单季度归母净利润及同比



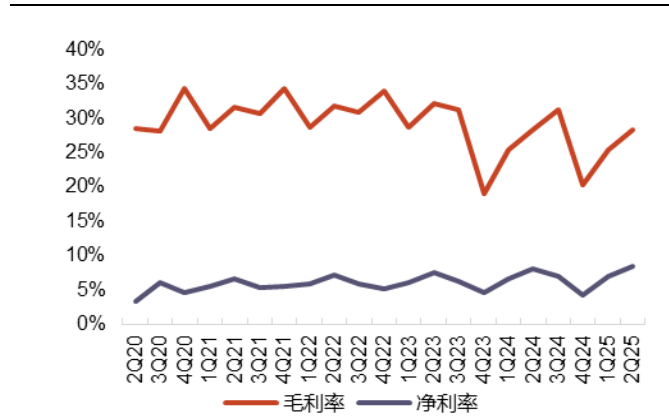
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 3: 公司单季度三费率



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 4: 公司单季度毛利率和净利率



资料来源: Wind, 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	22,800	33,037	34,509
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	9,047	1,631	4,041
其他	1,381	-6,903	-15,079	-1,226	-6,241
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	-13,505	-21,009	-15,337
股本变化	-8	-55	0	0	0
债务净变化	2,458	7,991	-4,175	-10,736	-4,267
无息负债变化	3,881	16,266	2,143	7,112	7,560
净现金流	585	-1,702	7,415	3,899	10,541

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%	16.3%	17.7%	19.1%

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	3.46	5.49	7.37
有形资产/有息债务	6.73	6.14	7.14	10.61	13.69

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	77,439
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	190,687
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	169,360
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
合同负债	7,732	10,852	13,000	13,000	13,000
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	143,763
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	2.43	3.52	3.68
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	15	13	11	10	9
PB	2.4	2.2	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	9.6	9.1	8.6	7.4	6.3
股息率	3.1%	3.7%	4.2%	4.8%	5.4%

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的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