

消费

收盘价

港元 26.24

目标价

港元 36.60个

潜在涨幅

+39.5%

2025 年 9 月 1 日

海尔智家 (6690 HK)

1H25 中国内地市场渠道效率提升，海外市场高质量拓展；维持买入

④ **2Q25 业绩超预期，经营韧性凸显：**1H25 公司实现营业收入/扣非后归母净利润同比增 10.2%/15.2%至 1,564.9 亿元/117.0 亿元；2Q25 实现收入/归母净利润同比增 10.4%/16.0%至 773.9 亿元/65.4 亿元，较 1Q25 有所提速。公司持续优化产品结构、完善渠道和供应链布局，运营效率进一步改善。管理层指引 2H25 收入/利润将同比高单位数/双位数增长。我们小幅上调公司 2025-2027 年归母净利润 0.4-3.1%至 212-243 亿元，基于 13 倍 2026 年预测市盈率，小幅上调目标价至 36.60 港元。公司宣布首次中期分红，目前股息率吸引。维持**买入**。

④ **中国内地市场优化渠道效率，空调业务表现亮眼：**上半年中国内地业务收入同比增 8.8%，公司通过数字库存和数字营销加速产品周转和客户触达。空调业务表现亮眼，借由产品升级和渠道优化，公司线上、线下市场份额均取得增长。公司高端品牌卡萨帝上半年收入同比增超 20%，引领高端市场。卡萨帝正积极优化库存和渠道，增设线下城市体验中心（年底预计达 500 家），同时加速布局线上渠道，卡萨帝线上销售占比提升 5%，进一步打开增长空间。Leader 上半年增 15%以上，继续聚焦爆款策略。

④ **欧美市场稳健发展，新兴市场高增长延续，盈利能力仍有提升空间：**公司上半年海外业务收入同比增 11.7%，盈利能力持续提升。上半年北美市场稳健增长，收入同比增 2%，高端品牌增幅达两位数。欧洲市场改革初见成效，公司通过关停低效工厂、优化组织架构等一系列措施拉动盈利能力修复，管理层预计今年将扭亏。新兴市场继续高速增长，上半年南亚/东南亚/中东非市场收入同比增 32.5%/18.3%/65.4%，其中南亚、东南亚等新兴市场利润率改善明显，目前维持在单位数水平。

④ **小幅上调盈利预测和目标价：**基于上半年业绩表现，我们小幅上调 2025-27 年的收入预测 1-3%，净利率预测大致保持不变，带动 2025-27 年归母净利润预测上调 0.4-3.1%。基于 2026 年 13 倍预测市盈率，我们小幅上调公司目标价至 36.60 港元。目前股价对应 2025 年预期股息率接近 5%，较为吸引，维持**买入**评级。

财务数据一览

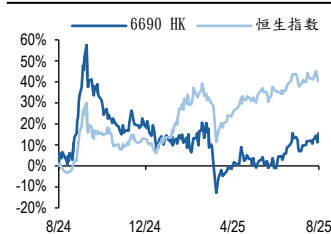
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入(百万人民币)	261,428	285,981	306,492	321,068	335,444
同比增长(%)	7.4	9.4	7.2	4.8	4.5
净利润(百万人民币)	16,597	18,741	21,196	22,734	24,305
每股盈利(人民币)	1.79	2.02	2.36	2.53	2.71
同比增长(%)	13.3	12.8	16.8	7.3	6.9
前EPS预测值(人民币)			2.29	2.49	2.70
调整幅度(%)			3.1	1.5	0.4
市盈率(倍)	13.4	11.9	10.2	9.5	8.9
每股账面净值(人民币)	11.08	11.87	11.62	12.54	12.25
市账率(倍)	2.17	2.02	2.07	1.92	1.96
股息率(%)	3.3	4.0	4.7	5.0	5.4

资料来源：公司资料，交银国际预测

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位(港元)	35.75
52周低位(港元)	19.82
市值(百万港元)	250,192.56
日均成交量(百万)	36.70
年初至今变化(%)	(4.58)
200天平均价(港元)	24.23

资料来源: FactSet

肖凯希

cathy.xiao@bocomgroup.com
(852) 3766 1856

钱昊, CFA

Alan.Qian@bocomgroup.com
(852) 3766 1853

图表 1：盈利预测变化

(人民币百万)	2025E			2026E			2027E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	306,492	298,567	2.7%	321,068	313,996	2.3%	335,444	331,823	1.1%
空调	54,943	52,980	3.7%	59,338	55,629	6.7%	62,898	58,411	7.7%
电冰箱	87,403	86,570	1.0%	90,899	90,899	0.0%	95,444	95,444	0.0%
洗衣机	66,810	65,550	1.9%	69,482	68,827	1.0%	71,567	72,957	-1.9%
毛利润	84,889	91,063	-6.8%	89,247	96,711	-7.7%	93,579	102,865	-9.0%
毛利率	27.7%	30.5%	-2.8ppts	27.8%	30.8%	-3.0ppts	27.9%	31.0%	-3.1ppts
经营利润	25,903	25,122	3.1%	27,777	27,362	1.5%	29,691	29,580	0.4%
经营利润率	8.5%	8.4%	0.0ppts	8.7%	8.7%	-0.1ppts	8.9%	8.9%	-0.1ppts
归母净利润	21,196	20,557	3.1%	22,734	22,396	1.5%	24,305	24,215	0.4%
净利率	6.9%	6.9%	0.0ppts	7.1%	7.1%	-0.1ppts	7.2%	7.3%	-0.1ppts

资料来源：交银国际预测

图表 2：交银国际预测 vs. VA 一致预期

(人民币百万)	2025E			2026E			2027E		
	交银国际 预测	VA 预期	差异	交银国际 预测	VA 预期	差异	交银国际 预测	VA 预期	差异
营业收入	306,492	304,773	0.6%	321,068	319,280	0.6%	335,444	336,260	-0.2%
空调	54,943	54,859	0.2%	59,338	59,116	0.4%	62,898	63,904	-1.6%
电冰箱	87,403	87,204	0.2%	90,899	90,866	0.0%	95,444	95,726	-0.3%
洗衣机	66,810	66,661	0.2%	69,482	69,441	0.1%	71,567	72,183	-0.9%
毛利润	84,889	84,485	0.5%	89,247	88,695	0.6%	93,579	93,775	-0.2%
毛利率	27.7%	27.7%	0.0ppts	27.8%	27.8%	0.0ppts	27.9%	27.9%	0.0ppts
经营利润	25,903	23,733	9.1%	27,777	25,770	7.8%	29,691	27,772	6.9%
经营利润率	8.5%	7.8%	0.7ppts	8.7%	8.1%	0.6ppts	8.9%	8.3%	0.6ppts
归母净利润	21,196	20,673	2.5%	22,734	22,659	0.3%	24,305	24,683	-1.5%
净利率	6.9%	6.8%	0.1ppts	7.1%	7.1%	0.0ppts	7.2%	7.3%	-0.1ppts

资料来源：公司资料，Visible Alpha，交银国际预测

图表 3: 海尔智家 (6690 HK) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 4: 交银国际消费行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/ 评级发表日期	子行业
9992 HK	泡泡玛特	买入	322.40	394.00	22.2%	2025 年 08 月 20 日	潮流玩具
291 HK	华润啤酒	买入	27.98	35.90	28.3%	2025 年 08 月 20 日	啤酒
1876 HK	百威亚太	买入	8.40	10.15	20.8%	2025 年 07 月 31 日	啤酒
2319 HK	蒙牛乳业	买入	15.20	21.51	41.5%	2025 年 08 月 29 日	乳业
600887 CH	伊利股份	买入	28.57	34.50	20.7%	2025 年 08 月 29 日	乳业
600597 CH	光明乳业	买入	8.79	12.30	39.9%	2023 年 09 月 05 日	乳业
6186 HK	中国飞鹤	中性	4.39	4.00	-8.9%	2024 年 09 月 02 日	乳业
600882 CH	妙可蓝多	中性	27.71	13.40	-51.6%	2024 年 08 月 27 日	乳业
1112 HK	健合国际	中性	14.75	10.40	-29.5%	2023 年 08 月 24 日	乳业
2313 HK	申洲国际	买入	61.45	84.00	36.7%	2025 年 08 月 28 日	纺织服装
6690 HK	海尔智家	买入	26.24	36.60	39.5%	2025 年 09 月 01 日	家电
000333 CH	美的集团	买入	73.71	87.22	18.3%	2025 年 04 月 02 日	家电
000651 CH	格力电器	买入	42.60	52.96	24.3%	2024 年 04 月 30 日	家电
1044 HK	恒安国际	中性	24.76	22.64	-8.6%	2025 年 03 月 26 日	个护家清
9922 HK	九毛九	中性	2.41	2.79	15.8%	2025 年 07 月 22 日	餐厅
9896 HK	名创优品	买入	48.12	48.70	1.2%	2025 年 08 月 22 日	零售
2020 HK	安踏	买入	96.00	117.90	22.8%	2025 年 08 月 27 日	运动品牌
2331 HK	李宁	中性	18.89	16.28	-13.8%	2025 年 07 月 15 日	运动品牌
3813 HK	宝胜国际	买入	0.52	0.74	42.3%	2025 年 08 月 12 日	体育用品经销商
6110 HK	滔搏国际	中性	3.22	2.98	-7.5%	2025 年 06 月 26 日	体育用品经销商

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2025 年 8 月 29 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	261,428	285,981	306,492	321,068	335,444
主营业务成本	(179,054)	(206,487)	(221,603)	(231,820)	(241,865)
毛利	82,374	79,494	84,889	89,247	93,579
销售及管理费用	(52,468)	(45,696)	(47,919)	(49,877)	(51,775)
研发费用	(10,221)	(10,740)	(11,647)	(12,201)	(12,747)
经营利润	19,685	23,058	25,323	27,170	29,057
财务成本净额	(514)	(973)	(306)	(321)	(335)
应占联营公司利润及亏损	0	0	0	0	0
其他非经营净收入/费用	541	647	694	727	759
税前利润	19,712	22,733	25,711	27,576	29,481
税费	(2,980)	(3,157)	(3,571)	(3,830)	(4,094)
非控股权益	(135)	(834)	(944)	(1,012)	(1,082)
净利润	16,597	18,741	21,196	22,734	24,305
作每股收益计算的净利润	16,597	18,741	21,196	22,734	24,305

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	54,486	55,584	54,981	59,189	58,412
应收账款及票据	28,890	38,952	42,779	42,839	46,613
存货	39,524	43,044	49,240	47,299	53,423
其他流动资产	9,720	14,110	14,047	14,840	14,694
总流动资产	132,620	151,690	161,047	164,167	173,141
投资物业	99	246	246	246	246
物业、厂房及设备	29,604	37,519	38,989	40,209	41,179
其他有形资产	5,403	5,680	6,180	6,680	7,181
无形资产	11,006	14,035	14,035	14,035	14,035
合资企业/联营公司投资	6,404	5,987	6,487	6,987	7,488
其他长期资产	68,243	74,958	73,993	74,093	74,194
总长期资产	120,759	138,424	139,929	142,249	144,322
总资产	253,380	290,114	300,976	306,417	317,463
短期贷款	10,318	13,784	13,784	13,784	13,785
应付账款	69,278	75,737	85,541	79,310	89,996
其他短期负债	40,385	60,050	62,537	64,533	66,512
总流动负债	119,980	149,571	161,862	157,627	170,293
长期贷款	17,936	9,665	9,665	9,665	9,665
长期应付账款	57	188	188	188	188
其他长期负债	9,494	12,300	12,300	12,300	12,300
总长期负债	27,488	22,153	22,153	22,153	22,153
总负债	147,468	171,725	184,016	179,781	192,447
股本	9,438	9,383	9,383	9,383	9,383
储备及其他资本项目	94,076	101,983	99,611	108,274	105,572
股东权益	103,514	111,366	108,993	117,657	114,955
非控股权益	2,398	7,023	7,967	8,979	10,061
总权益	105,912	118,389	116,960	126,636	125,016

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	16,732	19,576	22,140	23,746	25,387
折旧及摊销	5,736	6,580	3,530	3,780	4,030
营运资本变动	(150)	(2,532)	1,462	(4,040)	2,021
利息调整	1,810	2,280	306	321	335
其他经营活动现金流	1,134	(1,127)	1,306	(378)	1,239
经营活动现金流	25,262	24,776	28,745	23,430	33,013
资本开支	(9,907)	(10,072)	(9,989)	(10,030)	(10,010)
投资活动	8,146	17,221	12,683	14,952	13,818
其他投资活动现金流	(35,138)	(47,366)	(39,075)	(41,037)	(40,056)
投资活动现金流	(17,085)	(20,074)	(16,402)	(16,055)	(16,228)
负债净变动	18,424	9,569	13,996	11,783	12,890
权益净变动	946	269	607	438	523
股息	7,224	9,982	8,603	9,292	8,948
其他融资活动现金流	(34,435)	(27,733)	(31,084)	(29,409)	(30,247)
融资活动现金流	(7,841)	(7,914)	(7,877)	(7,896)	(7,887)
汇率收益/损失	249	(257)	(257)	(257)	(257)
年初现金	54,139	54,486	55,584	54,981	59,189
年末现金	54,486	55,584	54,981	59,189	58,412

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	1.790	2.020	2.360	2.531	2.706
全面摊薄每股收益	1.780	2.020	2.360	2.531	2.706
Non-GAAP标准下的每股收益	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
每股股息	0.800	0.959	1.130	1.211	1.295
每股账面值	11.077	11.869	11.616	12.540	12.252
利润率分析(%)					
毛利率	31.5	27.8	27.7	27.8	27.9
EBITDA利润率	9.7	10.4	9.4	9.6	9.9
EBIT利润率	7.5	8.1	8.3	8.5	8.7
净利率	6.3	6.6	6.9	7.1	7.2
盈利能力(%)					
ROA	6.8	6.9	7.2	7.5	7.8
ROE	16.5	16.7	18.0	18.7	19.3
其他					
净负债权益比(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0
存货周转天数	82.6	73.0	76.0	76.0	76.0
应收账款周转天数	37.4	42.7	48.0	48.0	48.0
应付账款周转天数	137.0	126.4	131.0	128.0	126.0

交銀國際

香港中環德輔道中 68 号万宜大厦 9 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、搜康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司及广州银诺医药集团股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。