

## 海尔智家 (600690.SH)

强烈推荐 (维持)

### 内外销稳健增长，业绩表现亮眼

公司 25Q2 收入业绩均同比增长 16%，上半年经营活动净现金流同比增长 32% 至 111 亿元。靓丽答卷跟三大战略执行密切相关：聚焦明显爆款和多品牌协同、AI 与数字化变革降费提效、全球市场多元化与本土化布局。

- 分区域，国内市场收入增长 8.8%，其中卡萨帝高端品牌增长超过 20%，Leader 品牌增长超过 15%。中国区数字库存降低客户资金及仓储压力，上半年 POP 渠道新增客户超 100 家，专卖店统仓直配订单占比升至 55%，上线客户零售规模增长 22%；数字营销大模型，实现用户流量高效触达、转化和沉淀。海外市场收入增长 11.7%，其中美国+2%跑赢行业，欧洲收入增长 24%，全年有望扭亏为盈，新兴市场南亚/东南亚/中东非增长 33%/18%/65%，日本/澳新增长 7%/1%，收购的 CCR、Kwikot 业务整合稳步推进，产品/市场/技术协同可期。
- 分产业，制冷收入+4%，其中海外新兴市场东南亚、南亚收入增长超 25%；厨电产业收入+2%，其中卡萨帝厨电收入增长 40%以上；洗护产业收入+8%，其中卡萨帝 12kg 以上大容积及热泵洗烘一体机收入增长超过 30%，Leader 三滚筒懒人洗打造行业爆款，上半年电商渠道占国内比例超 40%，海外新兴市场南亚、中东非、东南亚增长超过 40%/40%/30%；空气能源解决方案收入+13%，其中家用空调收入增长超 10%，国内线上/线下份额分别提升 1.2/0.9pcts，渠道层面数字库存助推国内空调电商收入增长近 50%，海外市场收入增长超 15%，欧洲依托“海尔+Candy+HEC”多品牌组合策略，在意大利/西班牙/巴基斯坦份额第一，埃及进入前三。智慧楼宇产业，将 CCR 旗下 CO2 制冷剂应用品牌 PROFROID 引入国内布局高端市场，海外收购匈牙利暖通渠道 KLIMA KFT 加快区域突破；全屋用水收入+21%，其中国内卡萨帝热水器和净水收入增长 20%以上，采暖炉增长 32%，海外市场得益于南非 Kwikot 热水器收购及阿联酋市场开拓，中东非快速突破。
- 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 12/10/9 倍。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。
- 风险提示：国补效果不及预期，海外关税冲击，产品推新不及预期等。

#### 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	14.9	13.2	11.7	10.3	9.0
PB	2.4	2.2	2.0	1.8	1.6

资料来源：公司数据、招商证券

消费品/家电  
目标估值：NA  
当前股价：26.3 元

#### 基础数据

总股本 (万股)	9383
已上市流通股 (万股)	6255
总市值 (亿元)	246.8
流通市值 (亿元)	164.5
每股净资产 (MRQ)	12.2
ROE (TTM)	17.7
资产负债率	59.4%
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	4	0	14
相对表现	-7	-16	-22

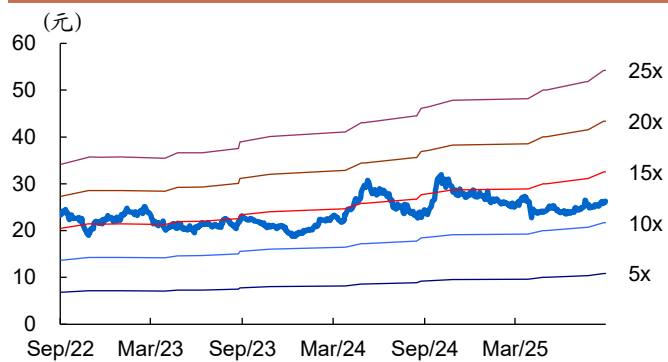
资料来源：公司数据、招商证券

#### 相关报告

1、《海尔智家 (600690) — 重视企业经营 α，关税冲击祸兮福所依》  
2025-07-30

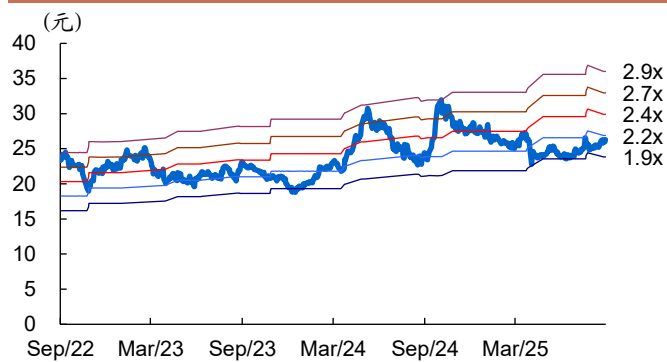
史晋星 S1090522010003  
shijinxing@cmschina.com.cn  
闫哲坤 S1090523070001  
yanzhekun@cmschina.com.cn  
牛侯航 S1090525060005  
niuyuhang@cmschina.com.cn

图 1: 海尔智家历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 海尔智家历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	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
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	<b>253380</b>	<b>290114</b>	<b>289265</b>	<b>307288</b>	<b>326711</b>
<b>流动负债</b>	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
<b>长期负债</b>	27488	22153	22153	22153	22153
长期借款	17936	9665	9665	9665	9665
其他	9551	12488	12488	12488	12488
<b>负债合计</b>	<b>147468</b>	<b>171725</b>	<b>157957</b>	<b>161399</b>	<b>164745</b>
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
<b>负债及权益合计</b>	<b>253380</b>	<b>290114</b>	<b>289265</b>	<b>307288</b>	<b>326711</b>

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	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
<b>投资活动现金流</b>	(17085)	(20074)	(8961)	(8961)	(8961)
资本支出	(9907)	(10072)	(12625)	(12625)	(12625)
其他投资	(7178)	(10003)	3664	3664	3664
<b>筹资活动现金流</b>	(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)
<b>现金净增加额</b>	<b>336</b>	<b>(1445)</b>	<b>(8339)</b>	<b>11263</b>	<b>13239</b>

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	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
<b>营业利润</b>	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
<b>利润总额</b>	19712	22733	25560	29244	33338
所得税	2980	3157	3586	4145	4765
少数股东损益	135	834	937	1070	1218
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>16597</b>	<b>18741</b>	<b>21037</b>	<b>24029</b>	<b>27354</b>

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>年成长率</b>					
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%
<b>获利能力</b>					
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%
<b>偿债能力</b>					
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
<b>营运能力</b>					
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
<b>每股资料(元)</b>					
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
<b>估值比率</b>					
PE	14.9	13.2	11.7	10.3	9.0
PB	2.4	2.2	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	14.7	12.5	9.7	8.7	7.8

资料来源：公司数据、招商证券

## 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。