

海尔智家-H (6690 HK, 买入, 目标价: HK\$31.10)

买入

持有

卖出

目标价: HK\$31.10 当前股价: HK\$26.16

股价上行/下行空间 +19%

52 周最高/最低价 (HK\$) 36.45/19.24

市值 (US\$mn) 65,622

当前发行数量(百万股) 9,383

三个月平均日交易额 (US\$mn) 50

流通盘占比 (%) 100

主要股东 (%)

香港中央结算有限公司 25

海尔卡奥斯 13

海尔集团 11

按 2025 年 9 月 1 日收市数据

资料来源: FactSet

主要调整

	现值	原值	变动
评级	买入	买入	N/A
目标价 (HK\$)	31.10	31.10	N/A
2025E EPS (RMB)	2.26	2.26	N/A
2026E EPS (RMB)	2.52	2.52	N/A
2027E EPS (RMB)	2.74	2.74	N/A

股价表现



资料来源: FactSet

1H25 表现优异, 持续兑现增长逻辑

- 1H25 表现优异;
- 持续兑现增长逻辑, 利润端有望实现低双位数增长;
- 维持盈利预测与买入评级, 维持 31.10 港元的目标价, 对应 12 倍 2026 年 P/E。

1H25 表现优异: 海尔发布 1H25 业绩, 1) 营收/归母净利润分别同比增长 10.2%/15.6% 至 1,564.7/ 120.3 亿元。2) 在关税的不利影响下, 海尔搭建采购数字化平台, 强化全球供应链协同, 推动毛利率同比提升 0.1ppt 至 26.9%; 同时优化营销资源配置与仓配体系, 销售费用率同比降低 0.1ppt 至 10.1%, 叠加财务费用优化, 归母净利率同比提升 0.4pct 至 7.7%。3) **按地区**, 内销/海外营收分别同比增长 8.8%/ 11.7%至 774.2/790.8 亿元, 其中北美实现正增长, 欧洲/南亚/东南亚/澳新/中东非/日本分别增长 24%/32%/18%/1%/65%/7%。

持续兑现增长逻辑, 利润端有望实现低双位数增长: 1) 海尔自 3Q24 起大力推动全品类、全渠道库存统筹管理, 截止 1H25 统仓比例提升至 55%。除了增加网点曝光度并提高创收机会以外, 还直接减少货品的搬运次数以及期间产生的损耗, 并优化仓配效率。1H25 海尔经销商的存货周转天数同比下降 34 天至 70 天、不良品优化 46%, 经销商配送成本下降 1.5%-2%。未来至年底随 2C 业务全部统仓, 运营效率有望继续改善。2) 海尔上半年营收增长 10%, 但公司并未调整全年“营收高单位数、利润双位数增长”的指引, 反推 2H25 营收增速指引位于 4%-8%区间。考虑 2H24 内销相对高基数且白电或存在需求透支, 海尔 2H25 营收增速或偏向区间下限。3) GEA 具备本土化制造体系, 钢/铝也从美国本土采购, 我们测算关税敞口仅~3%, 意味着即便各品牌均将关税导致的成本增加部分转嫁至消费者, 海尔所需平均涨幅也大概率最小。在海尔本身的龙头地位下 (24 年北美零售量份额~25%), 甚至有望借此进一步提高市占率, 无需过多担心北美市场增长。4) 海尔于欧洲精简盲目扩张的人员并关停低效工厂, 也将欧洲产品企划体系与全球拉通, 组建专门团队提高欧洲产品的竞争力。当前管理变革已初见成效, 2H25 海尔欧洲营收有望实现 10%-15%的增速并扭亏为盈。

盈利预测与估值: 维持盈利预测与买入评级, 维持 31.10 港元的目标价, 对应 12 倍 2026 年 P/E: 我们预计 2025-27 年营收分别同比增长 5.9%/ 5.1%/ 4.8%至 3,029.6/ 3,184.3/ 3,337.3 亿元, 预计归母净利润分别同比增长 13.0%/ 11.6%/ 8.9%至 211.8/ 236.5/ 257.5 亿元。我们继续给予海尔 A/H 股 10%的折价率, 维持海尔-H 目标价为 31.10 港元不变, 较目前仍有 19%的上升空间。风险提示: 宏观经济下行; 业绩不及预期; 行业竞争加剧。

财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (RMBmn)	261,428	285,981	302,956	318,426	333,730
息税前利润 (RMBmn)	20,336	23,562	26,420	28,969	31,249
归母净利润 (RMBmn)	16,597	18,741	21,183	23,651	25,752
每股收益 (RMB)	1.76	2.00	2.26	2.52	2.74
市盈率 (x)	13.3	12.4	11.0	9.9	9.1

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。资料来源: Wind, 华兴证券预测

研究团队

姜雪峰, 分析师

证书编号: S1680519070001

电话: +86 21 6015 6632

电邮地址: xfjiang@huaxingsec.com

附：财务报表

年结: 12月
 利润表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	285,981	302,956	318,426	333,730
营业收入	285,981	302,956	318,426	333,730
营业成本	(206,487)	(218,593)	(229,628)	(240,597)
毛利润	79,494	84,363	88,798	93,133
管理及销售费用	(56,436)	(58,120)	(60,005)	(62,088)
其中：研发支出	0	0	0	0
其中：市场营销支出	0	0	0	0
其中：管理支出	0	0	0	0
息税前利润	23,562	26,420	28,969	31,249
息税折旧及摊销前利润	31,642	36,049	39,780	43,379
利息收入	1,898	2,094	2,151	2,140
利息支出	(2,727)	(2,888)	(2,510)	(2,237)
税前利润	22,733	25,625	28,610	31,152
所得税	(3,157)	(3,559)	(3,973)	(4,326)
净利润	18,741	21,183	23,651	25,752
基本每股收益 (RMB)	2.00	2.26	2.52	2.74

资产负债表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	151,690	163,293	180,841	200,150
货币资金	55,584	68,513	81,518	96,302
应收账款	26,473	20,235	21,256	22,272
存货	43,044	46,713	49,071	51,415
其他流动资产	26,588	27,832	28,996	30,162
非流动资产	138,424	137,997	136,869	134,905
固定资产	37,519	41,119	44,504	47,632
无形资产	14,035	13,504	12,907	12,244
商誉	27,384	27,384	27,384	27,384
其他	14,145	15,114	15,665	15,700
资产	290,114	301,290	317,710	335,055
流动负债	149,571	147,679	150,054	152,399
短期借款	13,784	13,784	13,784	13,784
预收账款	10,852	10,780	11,324	11,865
应付账款	54,588	57,788	60,706	63,606
长期借款	9,665	9,665	9,665	9,665
非流动负债	22,153	22,153	22,153	22,153
负债	171,725	169,832	172,207	174,552
股份	9,383	9,383	9,383	9,383
资本公积	101,983	114,170	127,229	141,156
未分配利润	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	111,366	123,553	136,612	150,539
少数股东权益	7,023	7,905	8,891	9,964
负债及所有者权益	290,114	301,290	317,710	335,055

注：历史估值倍数以全年平均股价计算。

资料来源：公司公告，华兴证券预测

现金流量表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	18,741	21,183	23,651	25,752
折旧摊销	8,081	9,629	10,811	12,130
利息（收入）/支出	973	938	502	241
其他非现金科目	(2,628)	(3,179)	(3,281)	(3,402)
其他	1,494	(127)	(133)	(140)
营运资本变动	(117)	5,346	3,855	3,952
经营活动产生的现金流量	26,543	33,791	35,405	38,534
资本支出	(13,098)	(13,668)	(14,149)	(14,631)
收购及投资	(4,409)	4,614	4,614	4,614
处置固定资产及投资	0	0	0	1
其他	(2,567)	1,860	1,960	2,066
投资活动产生的现金流量	(20,074)	(7,194)	(7,574)	(7,951)
股利支出	(7,484)	(8,997)	(10,592)	(11,826)
债务筹集（偿还）	7,991	(3,733)	(3,733)	(3,733)
发行（回购）股份	269	0	0	0
其他	(8,690)	(938)	(502)	(241)
筹资活动产生的现金流量	(7,914)	(13,668)	(14,826)	(15,799)
现金及现金等价物净增加额	(1,702)	12,929	13,004	14,784
自由现金流	15,155	24,057	25,462	28,360

财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
YoY (%)				
营业收入	9.4	5.9	5.1	4.8
毛利润	(3.5)	6.1	5.3	4.9
息税折旧及摊销前利润	16.6	13.9	10.3	9.0
净利润	12.9	13.0	11.6	8.9
稀释每股调整收益	13.6	13.0	11.6	8.9
盈利率 (%)				
毛利率	27.8	27.8	27.9	27.9
息税折旧摊销前利润率	11.1	11.9	12.5	13.0
息税前利润率	8.2	8.7	9.1	9.4
净利率	6.6	7.0	7.4	7.7
净资产收益率	16.8	17.1	17.3	17.1
总资产收益率	6.5	7.0	7.4	7.7
流动资产比率 (x)				
流动比率	1.0	1.1	1.2	1.3
速动比率	0.7	0.8	0.9	1.0
估值比率 (x)				
市盈率	12.4	11.0	9.9	9.1
市净率	2.1	1.9	1.7	1.5
市销率	0.8	0.8	0.7	0.7

附录

【分析师声明】

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认，本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

一般声明

本报告由华兴证券有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有由中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的特定客户及其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。

本公司研究报告的信息均来源于公开资料，但本公司对该等信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但该等信息并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，仅供投资者参考之用，在任何情况下，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，本报告的接收人须保持自身的独立判断。在任何情况下，本公司及其雇员不对任何人因使用报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所在的意见、评估及预测仅为本报告出具日的分析师观点和判断，可在不发出通知的情况下作出更改，在不同时期，本公司可发出与该报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同的假设和标准、采取不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接受者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，华兴证券有限公司可能会持有或交易报告中提及公司所发行的证券或投资标的，也可能为这些公司提供或争取建立业务关系或服务关系（包括但不限于提供投资银行业务或财务顾问服务等）。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制或转载，否则，本公司将保留追究其法律责任的权利。

【评级说明】

公司评级体系以报告发布日后 6-12 个月的公司股价涨跌幅相对同期公司所在证券市场大盘指数（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）涨跌幅为基准：分析师估测“买入”公司股票相对大盘涨幅在 10% 以上；“持有”公司股票相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“卖出”公司股票相对大盘涨幅低于 -10%。

行业评级体系以报告发布日后 6-12 个月的行业指数涨跌幅相对同期相关证券市场（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）大盘指数涨跌幅为基准：分析师估测“超配”行业相对大盘涨幅在 10% 以上；“中性”行业相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“低配”行业相对大盘涨幅低于 -10%。