

海尔智家（600690）

证券研究报告
2025年09月04日

海外及空调产业保持较快增长，盈利能力持续提升

事件：

2025年8月28日，海尔智家公布2025年半年报。公司25H1实现营收1564.9亿元（同比+10.2%，下同），归母净利润120.3亿元（+15.6%），扣非归母净利润117亿元（+15.2%）。2025Q2公司实现营收773.8亿元（+10.4%），归母净利润65.5亿元（+16.0%），扣非归母净利润63.4亿元（+14.8%）。

点评：

分地区来看，国内方面，25H1收入同比+8.8%，公司在激烈的竞争下通过全链路优势推品、精准触达用户流量以及深化多品牌战略协同，保持了经营韧性。分品牌看，卡萨帝/Leader品牌收入同比分别+20%/+15%，海尔品牌零售额同比+18%。公司持续深化数字库存与数字营销的模式革新，凭借多品牌战略协同的强化，搭建全域数字化运营体系，以此实现运营效率的优化，并同步提升客户与用户体验。海外方面，上半年收入同比+11.7%，公司持续深化高端创牌、推动数字化能力建设，并购业务整合推进良好。分区域看：（1）北美关税扰动下保持增长，高端品牌实现两位数增长；（2）欧洲收入同比+24.1%，白电与暖通业务持续跑赢行业，CCR并购后的整合效果初显；（3）新兴市场保持较快增长，中东非/南亚/东南亚同比分别+65%/+33%/+18%。（4）其他：日本/澳新同比分别+7.2%/+1.0%。分品类来看，25H1制冷产业/厨电产业/家庭衣物洗护方案/空气能源解决方案/全屋用水解决方案收入同比分别+4.2%/+2.0%/+7.6%/+12.8%/+20.8%，其中家空产业增长超10%，国内空调线下/线上零售份额分别达19.7%/11.3%，同比分别+1.17/+0.9pcts；海外增长15%+，在意大利ITS渠道、西班牙零售份额、巴基斯坦均位居行业第一；智慧楼宇产业方面，中央空调国内/出口市场份额同比分别达10.5%/16.2%，同比分别+0.4/+0.7pcts。

利润端：公司持续全面拥抱数字化与AI技术，通过全链路AI工具应用，推动流程提效与平台升级，成功实现响应速度、用户体验、运营效率及成本竞争力的全方位提升，盈利能力得以持续增强。2025Q2毛利率28.4%（+0.1pct），销售/管理/研发/财务费用率分别为10.6%/4.4%/3.2%/-0.2%，同比分别-0.2/0/+0.1/+0.1pct，综合影响下净利率为8.9%（+0.5pct），归母净利率为8.5%（+0.4pct），扣非净利率为8.2%（+0.3pct）。2025H1经营性现金流净额为111.4亿元（+32.2%）合同负债为57.1亿元（+75.4%），其他流动负债为14.7亿元（+34.1%），业绩蓄水良好。

投资建议：我们认为公司在数字化与AI工具的降本增效下，盈利能力有望持续增强，同时聚焦数字营销和创造用户价值、保持行业内竞争向上。根据公司半年报，预计25-27年公司归母净利润为213/240/266亿元，对应动态PE为11.6x/10.2x/9.2x，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格上涨的风险；房地产市场波动的风险；市场竞争加剧的风险；海外品牌和品类拓展不及预期的风险。

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	261,427.78	285,981.23	308,756.53	326,889.66	344,733.97
增长率(%)	7.36	9.39	7.96	5.87	5.46
EBITDA(百万元)	37,551.86	41,878.06	34,602.09	37,620.98	40,616.04
归属母公司净利润(百万元)	16,596.62	18,741.12	21,272.22	23,996.44	26,623.11
增长率(%)	12.82	12.92	13.51	12.81	10.95
EPS(元/股)	1.76	2.00	2.27	2.56	2.84
市盈率(P/E)	14.89	13.11	11.55	10.24	9.23
市净率(P/B)	2.39	2.21	2.01	1.84	1.67
市销率(P/S)	0.95	0.86	0.80	0.75	0.71
EV/EBITDA	4.06	5.33	5.24	4.58	3.62

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	家用电器/白色家电
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	26.19元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	6,254.50
流通A股股本(百万股)	6,254.50
A股总市值(百万元)	163,805.38
流通A股市值(百万元)	163,805.38
每股净资产(元)	12.25
资产负债率(%)	59.37
一年内最高/最低(元)	35.37/23.58

作者

周嘉乐	分析师
SAC执业证书编号：S1110525060005	zhoujiale@tfzq.com
宗艳	分析师
SAC执业证书编号：S1110522070002	zongyan@tfzq.com
金昊田	分析师
SAC执业证书编号：S1110525050003	jinhaotian@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《海尔智家-季报点评:Q1业绩超预期，盈利能力持续提升》2025-04-30
- 《海尔智家-年报点评报告:盈利改善+费用优化持续，蓄水池大幅扩容》2025-03-29
- 《海尔智家-公司点评:AI科技加码，全球布局深化》2025-03-21

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	54,486.45	55,583.84	73,349.92	82,230.25	107,483.18
应收票据及应收账款	28,889.53	38,591.68	36,926.47	45,949.04	44,644.85
预付账款	1,238.29	2,382.81	1,675.18	2,765.84	2,075.31
存货	39,524.01	43,044.41	49,485.79	51,778.28	58,609.69
其他	8,482.20	12,086.79	11,300.47	13,033.90	12,637.20
流动资产合计	132,620.48	151,689.54	172,737.83	195,757.32	225,450.23
长期股权投资	25,546.79	20,932.44	20,165.85	19,527.03	18,994.68
固定资产	29,603.94	37,518.65	37,070.22	35,930.35	34,161.91
在建工程	5,403.47	5,680.10	6,179.05	6,632.63	7,044.99
无形资产	11,272.72	14,301.94	14,166.21	13,824.82	13,296.46
其他	48,932.46	59,991.16	61,521.31	63,176.61	64,951.23
非流动资产合计	120,759.38	138,424.29	139,102.63	139,091.44	138,449.27
资产总计	253,379.86	290,113.82	311,840.45	334,848.76	363,899.51
短期借款	10,318.35	13,784.37	10,318.40	10,318.40	10,318.40
应付票据及应付账款	69,277.52	75,737.13	86,773.36	91,076.39	102,797.64
其他	40,384.63	60,049.88	62,521.43	68,448.55	71,287.54
流动负债合计	119,980.50	149,571.37	159,613.19	169,843.35	184,403.58
长期借款	17,936.30	9,665.07	9,665.07	9,665.07	9,665.07
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	9,551.31	12,488.41	12,944.85	13,417.97	13,908.38
非流动负债合计	27,487.62	22,153.48	22,609.92	23,083.04	23,573.45
负债合计	147,468.12	171,724.86	182,223.10	192,926.38	207,977.03
少数股东权益	2,397.59	7,022.85	7,505.92	8,040.16	8,632.89
股本	9,438.11	9,382.91	9,382.91	9,382.91	9,382.91
资本公积	23,762.35	20,115.36	19,844.40	19,844.40	19,844.40
留存收益	73,378.03	84,584.75	95,433.58	107,431.80	120,743.35
其他	(3,064.34)	(2,716.90)	(2,549.46)	(2,776.90)	(2,681.08)
股东权益合计	105,911.74	118,388.97	129,617.35	141,922.38	155,922.47
负债和股东权益总计	253,379.86	290,113.82	311,840.45	334,848.76	363,899.51

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	16,732.07	19,575.61	21,272.22	23,996.44	26,623.11
折旧摊销	5,735.99	6,579.67	7,162.83	7,461.86	7,733.71
财务费用	1,810.09	2,279.77	617.76	490.60	517.38
投资损失	(1,909.92)	(1,912.56)	(2,008.19)	(2,108.60)	(2,150.00)
营运资金变动	(7,598.38)	(6,686.22)	9,107.94	(4,962.56)	8,827.05
其它	10,492.53	6,706.80	997.19	1,148.50	1,285.46
经营活动现金流	25,262.38	26,543.08	37,149.75	26,026.24	42,836.70
资本支出	10,613.05	12,875.80	6,621.17	5,961.07	5,358.85
长期投资	1,018.99	(4,614.35)	(766.59)	(638.82)	(532.35)
其他	(28,717.11)	(28,335.80)	(10,767.61)	(9,843.84)	(8,733.51)
投资活动现金流	(17,085.07)	(20,074.35)	(4,913.03)	(4,521.59)	(3,907.01)
债权融资	1,944.06	7,018.49	(3,479.62)	135.59	131.70
股权融资	(8,766.91)	(12,351.48)	(10,991.03)	(12,759.91)	(13,808.47)
其他	(1,018.18)	(2,580.91)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(7,841.03)	(7,913.90)	(14,470.65)	(12,624.32)	(13,676.77)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	336.28	(1,445.17)	17,766.08	8,880.33	25,252.92

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	261,427.78	285,981.23	308,756.53	326,889.66	344,733.97
营业成本	179,053.96	206,487.07	223,240.28	235,697.30	247,874.12
营业税金及附加	1,016.20	1,276.04	1,377.66	1,458.57	1,206.57
销售费用	40,978.04	33,585.90	35,951.90	37,736.45	39,486.15
管理费用	11,489.64	12,110.24	12,642.43	13,221.46	13,805.31
研发费用	10,221.01	10,740.11	11,163.19	11,655.35	12,429.49
财务费用	514.16	972.57	617.76	490.60	517.38
资产/信用减值损失	(1,747.80)	(1,550.30)	(1,200.00)	(990.00)	(820.00)
公允价值变动收益	19.75	47.13	50.00	80.00	100.00
投资净收益	1,909.92	1,912.56	2,008.19	2,108.60	2,150.00
其他	1,543.52	1,693.02	1,800.00	1,910.00	2,030.00
营业利润	19,880.17	22,911.72	26,421.50	29,738.52	32,874.96
营业外收入	127.89	183.94	190.00	200.00	230.00
营业外支出	295.80	362.86	320.00	280.00	200.00
利润总额	19,712.26	22,732.79	26,291.50	29,658.52	32,904.96
所得税	2,980.19	3,157.18	4,072.09	4,593.58	5,096.40
净利润	16,732.07	19,575.61	22,219.41	25,064.94	27,808.56
少数股东损益	135.45	834.49	947.19	1,068.50	1,185.46
归属于母公司净利润	16,596.62	18,741.12	21,272.22	23,996.44	26,623.11
每股收益(元)	1.76	2.00	2.27	2.56	2.84

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	7.36%	9.39%	7.96%	5.87%	5.46%
营业利润	11.41%	15.25%	15.32%	12.55%	10.55%
归属于母公司净利润	12.82%	12.92%	13.51%	12.81%	10.95%
获利能力					
毛利率	31.51%	27.80%	27.70%	27.90%	28.10%
净利率	6.35%	6.55%	6.89%	7.34%	7.72%
ROE	16.03%	16.83%	17.42%	17.92%	18.08%
ROIC	31.93%	35.57%	33.85%	44.34%	46.57%
偿债能力					
资产负债率	58.20%	59.19%	58.43%	57.62%	57.15%
净负债率	-21.24%	-13.18%	-27.95%	-31.35%	-44.31%
流动比率	1.11	1.01	1.08	1.15	1.22
速动比率	0.78	0.73	0.77	0.85	0.90
营运能力					
应收账款周转率	9.61	8.48	8.18	7.89	7.61
存货周转率	6.45	6.93	6.67	6.46	6.25
总资产周转率	1.07	1.05	1.03	1.01	0.99
每股指标(元)					
每股收益	1.76	2.00	2.27	2.56	2.84
每股经营现金流	2.68	2.83	3.96	2.77	4.57
每股净资产	10.97	11.87	13.01	14.27	15.70
估值比率					
市盈率	14.89	13.11	11.55	10.24	9.23
市净率	2.39	2.21	2.01	1.84	1.67
EV/EBITDA	4.06	5.33	5.24	4.58	3.62
EV/EBIT	4.72	6.24	6.61	5.72	4.47

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com