

渠道升级改革显效

Q3 业绩强劲亮眼

核心观点

海尔智家发布 Q3 业绩报告，三季度延续稳健增长、前三季收入与净利创历史新高；统仓 ToC+数字库存改革显效，公司空调零售与出货表现领先行业。展望未来，公司持续加强国内数字化内生提效、海外高端化布局与多品牌协同三大战略改革，不断增强核心竞争力。在北美需求企稳与内部效率提升的双重驱动下，有望实现份额的持续突破与盈利稳健改善。

事件

海尔智家发布 2025 年 Q3 业绩报告

25Q1-Q3：公司实现营业收入 2340.5 亿元（+10.0%）；归母净利润 173.7 亿元（+14.7%）；扣非净利润 168.92 亿元（+15.0%）

Q3 单季：公司实现营业收入 775.6 亿元（+9.51%）；归母净利润 53.4 亿元（+12.69%）；扣非净利润 51.9 亿元（+14.7%）

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	261,427.78	285,981.23	318,297.10	345,988.95	371,938.12
YoY(%)	7.36	9.39	11.30	8.70	7.50
净利润(百万元)	16,596.62	18,741.12	21,209.12	23,533.73	25,976.89
YoY(%)	12.82	12.92	13.17	10.96	10.38
毛利率(%)	31.51	27.80	28.00	28.10	28.20
净利率(%)	6.35	6.55	6.66	6.80	6.98
ROE(%)	16.03	16.83	16.76	16.42	16.05
EPS(摊薄/元)	1.77	2.00	2.26	2.51	2.77
P/E(倍)	15.15	13.42	11.86	10.69	9.68
P/B(倍)	2.43	2.26	1.99	1.75	1.55

资料来源：iFinD，中信建投

海尔智家(600690.SH)

维持

买入

马王杰

mawangjie@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521070002

翟延杰

zhaiyanjie@csc.com.cn

010-56135260

SAC 编号:S1440521080002

发布日期：2025 年 11 月 02 日

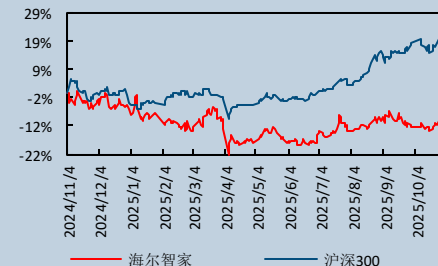
当前股价：26.81 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现(%)

1 个月	3 个月	12 个月
4.93/2.54	4.81/-4.57	-10.33/-31.42
12 月最高/最低价(元)		29.93/23.58
总股本(万股)		938,046.33
流通 A 股(万股)		625,450.11
总市值(亿元)		2,334.20
流通市值(亿元)		1,676.83
近 3 月日均成交量(万)		4835.49
主要股东		
HKSCC NOMINEES LIMITED		24.66%

股价表现



相关研究报告

【中信建投白色家电】海尔智家(600690):Q2 业绩超预期 改革显效迎接降息新周期

25.08.30

一、收入复盘：Q3 增速稳健，收入、净利创历史新高，渠道改革显效

公司 Q3 延续稳健增长态势，利润增速跑赢收入增速。单 Q3 实现收入 775.60 亿元（+9.51%）、归母净利润 53.40 亿元（+12.69%），经营性现金流净额 174.9 亿元（+21.2%），经营质量与现金创造能力同步提升，良好的经营韧性，验证了海尔智家变革成果。

结构层面，中国区单 Q3 收入双位数增长、前三季度高单位数增长，空调、厨电等潜力产业增幅优于行业，家用空调产业三季度单季度收入增长超 30%；海外 Q3 收入同比高单位数增长、前三季度双位数增长，欧洲暖通单 Q3 增速超 30%，新兴市场保持高增。

二、盈利分析：毛利小幅抬升、费用优化，带动经营净利率抬升

Q3 公司盈利能力稳步提升。单 Q3 公司毛利率 27.88%，经营净利率 6.91%，销售费用率 11.64%（-3.36pct），管理费用率 3.74%（-0.14pct），研发费用率 4.42%（-0.09pct），财务费用率 0.12%；前三季度毛利率 27.2%（+0.1pct），经营净利率 8.0%（+0.2pct）；销售费用率 10.6%（-0.1pct），管理费用率 3.8%（基本持平）；财务费用率 -0.1%（-0.1pct）。主要系海内外市场推进数字化变革，优化营销资源配置、物流配送及仓储运营等方面效率，国内聚焦全流程降本，海外坚定高端品牌与结构优化、叠加全球供应链与数字化平台落地，共同抬升盈利能力。

三、前景展望：内生提效与海外本土化双轮驱动，经营质量有望延续改善

尽管“以旧换新”边际拉动趋弱、行业竞争加剧，但公司凭借组织与体系能力穿越周期。

国内端，增长的确定性来自数字化、套系化、多品牌的体系发力。重点品类空调、厨电将继续抬升份额与单客价。多品牌覆盖差异化客群、带动套系化成交提升（前三季度卡萨帝、Leader 分别同比+18%/+25%）持续提升单客价值与份额；同时数字库存与数字营销贯穿营销/物流/仓储全链路，费用效率改善为增长保驾。

海外端，盈利弹性来自本土化、高端化、四网合一（物流网、信息网、服务网和营销网）的战略部署。欧洲市场凭借 A+++能效新品卡位升级窗口，洗衣机 599 欧元以上价位占比由 17%抬至 25%；北美市场空气/水业务 Q3 同比 20%+，本土工厂与土耳其、中国制造协同对冲关税与供给波动；泰国空调园区年规产能 600 万套，辐射本地与欧美订单；南亚/东南亚/中东非收入分别 25%+/15%+/60%+，新兴市场成为新的增长点。

四、投资建议与风险提示

投资建议：我们认为公司持续深化转型，在白电行业的领先地位有望进一步巩固。伴随美国降息预期逐渐明朗，家电行业有望受益，看好公司盈利能力的持续提升与长期成长空间。预计公司 2025-27 年收入分别为 3183、3460、3719 亿元，增速分别为 11.30%、8.70%、7.50%，归母净利润为 212.09、235.34、259.77 亿元，增速为 13.17%、10.96%、10.38%，对应 PE 分别为 11.86X、10.69X、9.68X，维持“买入”评级。

风险提示：1、美国宏观经济增速不及预期，家电销售与美国房地产表现息息相关。若美联储降息进展不及预期或地产增长放缓，或对公司产品销售形成较大影响；2、原材料价格大幅波动：公司原材料成本占营业成本比重较大，若大宗价格再度上涨，公司盈利能力将会减弱；3、海外市场风险：海外环境近年不确定性加剧，公司外销占比较高，若外需下降则业绩将受到相应冲击；4、市场竞争加剧：弱市场环境下，行业竞争更为激烈，公司存在份额丢失及低价竞争拖累盈利的风险。

分析师介绍

马王杰

中信建投证券家电和农业行业首席分析师，上海交通大学管理学硕士。研究扎实，观点鲜明。家电领域重点覆盖白电、黑电、小家电、清洁电器、两轮车、摩托车、电动园林工具。曾获上证报最佳分析师，Wind 金牌金牌分析师，新浪金麒麟菁英分析师等

翟延杰

家用电器行业研究员，北京大学金融硕士，专注于白色家电、厨电及小家电新消费等产业链研究。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)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,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,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证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街16号院1号楼18层
电话:(8610) 56135088
联系人:李祉瑶
邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
电话:(8621) 6882-1600
联系人:翁起帆
邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇广电金融中心35楼
电话:(86755) 8252-1369
联系人:曹莹
邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
中环交易广场2期18楼
电话:(852) 3465-5600
联系人:刘泓麟
邮箱:charleneliu@csci.hk