



海尔智家 (600690.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

经营稳健，高质量增长

业绩简评

2025 年 10 月 30 日，公司披露 2025 年三季报，25Q3 公司实现营收 775.6 亿，同比+9.51%，归母净利润 53.4 亿，同比+12.79%，扣非归母净利润 51.9 亿，同比+14.70%；前三季度公司实现营收 2340.5 亿，同比+9.98%，归母净利润 173.7 亿，同比+14.7%，扣非归母净利润 169.0 亿，同比+15.03%。

经营分析

国内 Q3 增长较上半年提速。前三季度中国区收入累计增长 9.5%，单 Q3 收入增长 10.8%，其中三季度家用空调产业收入增长超 30%。增速环比 25H1 提速，预计主要受益于 1) 数字库存、数字营销等变革深化，截至 9 月底区县专卖店系统上线率达到 86%，累计提升 15 个百分点，区县专卖由公司直配订单占比由 26%提升至 74%，2) 触点加速拓展、用户转化能力提升。此外，国内多品牌战略升级持续深化，协同发力覆盖多层级客群，前三季度卡萨帝增长 18%、Leader 品牌收入增长 25%。

海外本土研产销体系稳步推进，Q3 延续稳健增长。前三季度海外收入累计增长 10.5%，单 Q3 增长 8.3%。其中美国保持较好经营韧性，本土工厂提效与北美区域产能扩充有望保证后续增长；欧洲持续推进改革提效，通过关停低效产能、优化物流网络等措施提高运营效率，单季度暖通收入同比增长超 30%；新兴市场延续较好增长，南亚收入前三季度同比增长超 25%、东南亚前三季度收入同比增长超 15%、中东非前三季度收入同比增长超 60%。

国内数字化改革深化，海外坚持高端战略，盈利能力增强。数字库存+数字营销+制造端降本增强带动盈利能力继续优化，25Q3 毛利率为 27.9%，同比+0.1pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 11.6%/3.7%/4.4%/0.1%，同比分别-0.07pct/-0.11pct/+0.08pct/+0.05pct。

盈利预测、估值与评级

海尔数字化改革深化带动国内全流程成本优化，海外高端创牌稳步推进，本土化研产销带动新兴市场持续高增，高端化与全球化稳步推进，引领长期增长。预计公司 2025/2026/2027 年实现归母净利润 213.1/236.6/263.0 亿元，同比分别+13.7%/+11.1%/11.2%，当前股价对应 PE 估值为 11.4/10.2/9.2 倍，维持“买入”评级。

风险提示

汇率波动；海外需求波动；原材料价格波动；关税及贸易政策变化。

国金证券研究所

分析师：王刚 (执业 S1130524080001)

wang_g@gjzq.com.cn

分析师：赵中平 (执业 S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

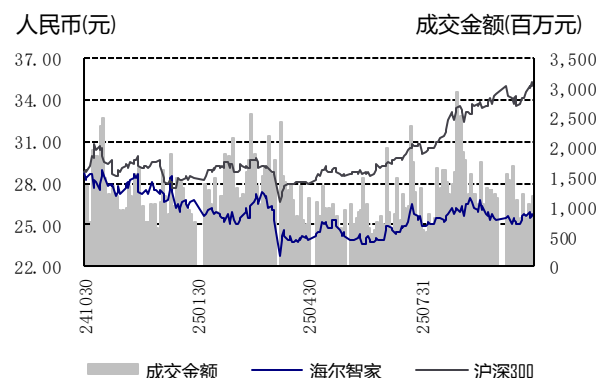
分析师：蔡润泽 (执业 S1130525090001)

cairunze@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：25.81 元

相关报告：

1. 《海尔智家公司点评：数字化深化+海外高增，业绩表现超预期》，2025.8.29
2. 《海尔智家公司深度研究：高端领航，全球纵横》，2025.7.14



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	261,428	285,981	310,890	332,625	352,850
营业收入增长率	7.36%	9.39%	8.71%	6.99%	6.08%
归母净利润(百万元)	16,597	18,741	21,306	23,664	26,303
归母净利润增长率	12.82%	12.92%	13.68%	11.07%	11.15%
摊薄每股收益(元)	1.758	1.997	2.271	2.522	2.803
每股经营性现金流净额	2.68	2.83	3.08	3.61	3.97
ROE(归属母公司)(摊薄)	16.03%	16.83%	17.15%	17.08%	17.02%
P/E	11.94	14.25	11.45	10.31	9.27
P/B	1.91	2.40	1.96	1.76	1.58

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	243,514	261,428	285,981	310,890	332,625	352,850
增长率	7.4%	9.4%	8.7%	7.0%	6.1%	
主营业务成本	-167,223	-179,054	-206,487	-227,162	-242,815	-256,985
%销售收入	68.7%	68.5%	72.2%	73.1%	73.0%	72.8%
毛利	76,290	82,374	79,494	83,728	89,810	95,865
%销售收入	31.3%	31.5%	27.8%	26.9%	27.0%	27.2%
营业税金及附加	-813	-1,016	-1,276	-1,399	-1,497	-1,588
%销售收入	0.3%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-38,598	-40,978	-33,586	-33,576	-35,591	-37,402
%销售收入	15.9%	15.7%	11.7%	10.8%	10.7%	10.6%
管理费用	-10,837	-11,490	-12,110	-12,746	-13,305	-13,761
%销售收入	4.5%	4.4%	4.2%	4.1%	4.0%	3.9%
研发费用	-9,499	-10,221	-10,740	-11,814	-12,640	-13,408
%销售收入	3.9%	3.9%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%
息税前利润 (EBIT)	16,543	18,669	21,782	24,193	26,777	29,706
%销售收入	6.8%	7.1%	7.6%	7.8%	8.1%	8.4%
财务费用	246	-514	-973	-509	-660	-475
%销售收入	-0.1%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.1%
资产减值损失	-1,931	-1,748	-1,550	-711	-250	-50
公允价值变动收益	-122	20	47	0	0	0
投资收益	1,833	1,910	1,913	1,900	1,900	1,900
%税前利润	10.3%	9.7%	8.4%	7.2%	6.5%	5.9%
营业利润	17,844	19,880	22,912	26,363	29,258	32,571
营业利润率	7.3%	7.6%	8.0%	8.5%	8.8%	9.2%
营业外收支	-54	-168	-179	-150	-150	-150
税前利润	17,790	19,712	22,733	26,213	29,108	32,421
利润率	7.3%	7.5%	7.9%	8.4%	8.8%	9.2%
所得税	-3,058					
所得税率	17.2%	15.1%	13.9%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	14,732	16,732	19,576	22,281	24,742	27,558
少数股东损益	21	135	834	975	1,078	1,255
归属于母公司的净利润	14,711	16,597	18,741	21,306	23,664	26,303
净利率	6.0%	6.3%	6.6%	6.9%	7.1%	7.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	14,732	16,732	19,576	22,281	24,742	27,558
少数股东损益	21	135	834	975	1,078	1,255
非现金支出	7,978	8,547	9,631	6,852	7,455	8,362
非经营收益	-974	-580	-499	253	-641	-868
营运资金变动	-1,582	562	-2,164	-445	2,339	2,160
经营活动现金净流	20,154	25,262	26,543	28,941	33,894	37,212
资本开支	-7,976	-9,739	-10,029	-5,795	-11,860	-9,860
投资	-1,413	-8,172	-10,810	-4,625	-4,600	-5,100
其他	468	826	765	1,930	1,930	1,930
投资活动现金净流	-8,920	-17,085	-20,074	-8,490	-14,530	-13,030
股权募资	987	946	269	109	113	178
债权募资	3,672	1,534	4,080	-8,270	-4,274	-8,974
其他	-8,482	-10,321	-12,262	-9,580	-10,564	-11,393
筹资活动现金净流	-3,822	-7,841	-7,914	-17,742	-14,725	-20,189
现金净流量	8,171	585	-1,702	2,709	4,639	3,993

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	54,139	54,486	55,584	56,956	60,657	63,992
应收款项	27,875	31,539	42,441	45,283	48,449	51,395
存货	41,543	39,524	43,044	45,432	48,563	51,397
其他流动资产	6,826	7,071	10,620	10,234	11,397	12,544
流动资产	130,383	132,620	151,690	157,906	169,066	179,328
%总资产	55.3%	52.3%	52.3%	53.2%	53.6%	54.1%
长期投资	31,745	41,241	42,865	45,149	48,619	52,639
固定资产	31,253	35,007	43,199	45,577	50,034	51,512
%总资产	13.3%	13.8%	14.9%	15.4%	15.9%	15.5%
无形资产	35,064	36,304	42,284	42,490	42,655	42,830
非流动资产	105,460	120,759	138,424	138,766	146,581	151,989
%总资产	44.7%	47.7%	47.7%	46.8%	46.4%	45.9%
资产总计	235,842	253,380	290,114	296,672	315,647	331,318
短期借款	15,938	14,051	30,313	22,561	17,287	7,313
应付款项	84,486	88,459	97,481	103,254	110,321	116,716
其他流动负债	18,208	17,471	21,777	20,305	21,862	23,393
流动负债	118,632	119,981	149,571	146,119	149,470	147,422
长期贷款	13,591	17,936	9,665	10,665	11,665	12,665
其他长期负债	8,905	9,551	12,488	7,631	6,867	6,371
负债	141,129	147,468	171,725	164,416	168,002	166,458
普通股股东权益	93,423	103,514	111,366	124,258	138,569	154,529
其中：股本	9,447	9,438	9,383	9,383	9,383	9,383
未分配利润	57,977	68,536	79,288	92,072	106,270	122,051
少数股东权益	1,291	2,398	7,023	7,998	9,076	10,331
负债股东权益合计	235,842	253,380	290,114	296,672	315,647	331,318

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	1.557	1.758	1.997	2.271	2.522	2.803
每股净资产	9.890	10.968	11.869	13.243	14.768	16.469
每股经营现金净流	2.133	2.677	2.829	3.084	3.612	3.966
每股股利	0.567	0.801	0.965	0.908	1.009	1.121
回报率						
净资产收益率	15.75%	16.03%	16.83%	17.15%	17.08%	17.02%
总资产收益率	6.24%	6.55%	6.46%	7.18%	7.50%	7.94%
投入资本收益率	10.82%	11.32%	11.73%	12.43%	12.89%	13.66%
增长率						
主营业务收入增长率	7.01%	7.36%	9.39%	8.71%	6.99%	6.08%
EBIT 增长率	10.94%	12.85%	16.67%	11.07%	10.68%	10.94%
净利润增长率	12.58%	12.82%	12.92%	13.68%	11.07%	11.15%
总资产增长率	8.45%	7.44%	14.50%	2.26%	6.40%	4.96%
资产管理能力						
应收账款周转天数	22.9	25.3	29.8	34.0	34.0	34.0
存货周转天数	88.8	82.6	73.0	73.0	73.0	73.0
应付账款周转天数	91.9	90.7	89.8	90.0	90.0	90.0
固定资产周转天数	40.7	41.3	47.9	46.5	47.9	46.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-26.73%	-22.21%	-14.35%	-18.99%	-22.41%	-27.53%
EBIT 利息保障倍数	-67.3	36.3	22.4	47.5	40.6	62.5
资产负债率	59.84%	58.20%	59.19%	55.42%	53.22%	50.24%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	4	26	45	114
增持	0	0	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.04	1.02	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究