

海尔智家（600690.SH）

优于大市

2025 年中报点评：内外销经营稳步向前，收入业绩增长超 10%

核心观点

延续较好增长态势，盈利能力稳步提升。公司 2025H1 实现营收 1564.9 亿/+10.2%，归母净利润 120.3 亿/+15.6%，扣非归母净利润 117.0 亿/+15.2%。其中 Q2 收入 773.8 亿/+10.4%，归母净利润 65.5 亿/+16.0%，扣非归母净利润 63.4 亿/+14.8%。公司拟每 10 股中期分红 2.69 元，现金分红率为 20.8%。公司内销深化数字化变革、全面提效，外销整合全球研发和制造平台、提升产品力及运营效率，国内外收入实现良好增长，盈利水平进一步提升。

国内 Q2 增速小幅提升，海外新兴区域表现亮眼。1) 公司 H1 国内收入同比增长 8.8%至 774.2 亿，其中 Q1 增长 7.8%，预计 Q2 增长有所提速。通过实施数字库存、数字营销等变革项目，公司产品周转、用户流量的触达与转化等均有提升，H1 卡萨帝品牌收入增长超 20%，Leader 品牌收入增长超 15%。2) 公司海外收入同比增长 11.7%至 790.8 亿，其中 Q1 增长 12.6%，预计 Q2 保持双位数增长。海外新兴市场增长较快，H1 美洲收入 400.2 亿/+2.4%，欧洲收入 180.0 亿/+24.1%，南亚收入 86.7 亿/+32.5%，澳洲收入 32.6 亿/+1.0%，东南亚收入 41.3 亿/+18.3%，中东非收入 24.4 亿/+65.4%，日本收入 19.6 亿/+7.2%。公司积极推动 CCR、Kwikot 业务整合，深化全球营销、物流、服务、数字化平台能力建设，实现全球各区域产品协同，加速本土化产品迭代。

各品类增长稳健，空调、水家电表现较好。H1 公司空调产业收入 329.8 亿/+12.8%，其中家空增长超 10%，家空海外增长超 15%；冰箱收入 428.5 亿/+4.2%，洗衣机收入 320.0 亿/+7.6%，厨电收入 206.7 亿/+2.0%；水家电收入 97.9 亿/+20.8%，公司通过协同拓展海外渠道及产品差异化创新，海外热水器收入实现翻番增长，其中北美/澳洲/东南亚分别增长超 40%/50%/80%。

持续优化成本及费率，盈利稳步提升。同口径下，公司 H1 毛利率同比+0.1pct 至 26.9%，Q2 毛利率+0.1pct 至 28.4%，供应链降本成效持续体现。Q2 公司销售/管理/研发/财务费用率同比分别-0.17/+0.03/+0.10/+0.05pct 至 10.6%/4.4%/3.2%/-0.2%，期间费用率基本平稳。Q2 公司其他收益、公允价值变动收益及投资收益同比有所增加，归母净利率同比+0.4pct 至 8.5%。

风险提示：行业竞争加剧；原材料价格大幅上涨；行业需求恢复不及预期。

投资建议：维持盈利预测，维持“优于大市”评级

公司内销冰洗表现稳健、空调产业变革带动增量，数字化及高端化改善盈利；海外有望受益于降息带动家电需求增长，全球协同优势持续显现。维持盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母利润 212/234/257 亿，同比+13%/10%/10%；EPS=2.26/2.49/2.74 元，对应 PE=12/11/10x，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	261,428	285,981	306,129	321,408	336,750
(+/-%)	7.4%	9.4%	7.0%	5.0%	4.8%
归母净利润(百万元)	16597	18741	21240	23402	25681
(+/-%)	12.8%	12.9%	13.3%	10.2%	9.7%
每股收益(元)	1.76	2.00	2.26	2.49	2.74
EBIT Margin	7.1%	7.6%	8.2%	8.4%	8.6%
净资产收益率 (ROE)	16.0%	16.8%	17.4%	17.7%	18.0%
市盈率 (PE)	14.8	13.0	11.5	10.4	9.5
EV/EBITDA	16.4	14.9	13.8	12.9	12.2
市净率 (PB)	2.37	2.19	2.00	1.84	1.71

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

家用电器·白色家电

证券分析师：陈伟奇

0755-81982606

chenweiqi@guosen.com.cn

S0980520110004

证券分析师：邹会阳

0755-81981518

zouhuiyang@guosen.com.cn

S0980523020001

证券分析师：王兆康

0755-81983063

wangzk@guosen.com.cn

S0980520120004

证券分析师：李晶

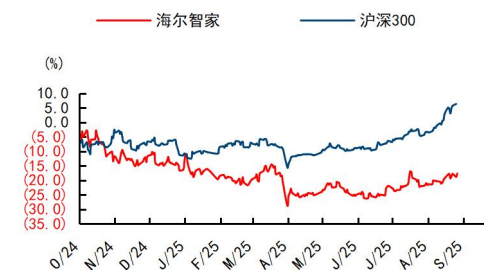
lijing29@guosen.com.cn

S0980525080003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	25.95 元
总市值/流通市值	246771/246771 百万元
52 周最高价/最低价	35.37/23.58 元
近 3 个月日均成交额	1066.46 百万元

市场走势

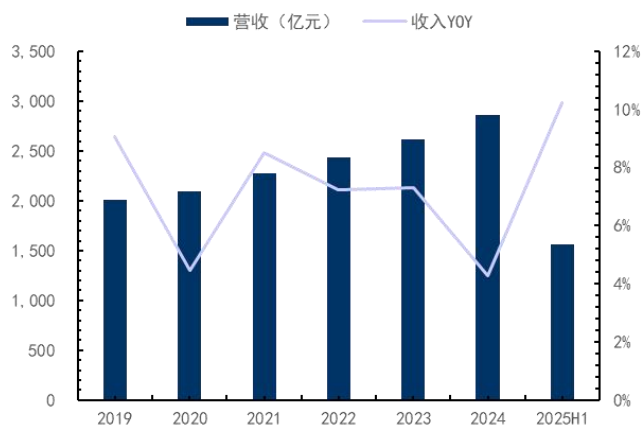


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《海尔智家（600690.SH）-2024 年报点评：下半年国内外收入加速增长，四季度盈利受业务整合等扰动》——2025-03-31
- 《海尔智家（600690.SH）-盈利稳步改善，以旧换新成效有望显现》——2024-11-04
- 《海尔智家（600690.SH）-如何展望海尔智家全球发展空间？》——2024-10-28
- 《海尔智家（600690.SH）-2024 年中报点评：强化经营质量，盈利持续改善》——2024-08-28
- 《海尔智家（600690.SH）-拟收购伊莱克斯南非热水器业务，补足渠道加速出海发展》——2024-07-19

图1: 公司营业收入及增速



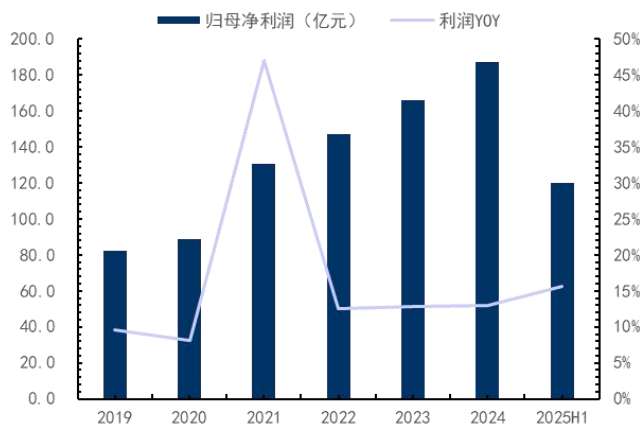
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季营业收入及增速



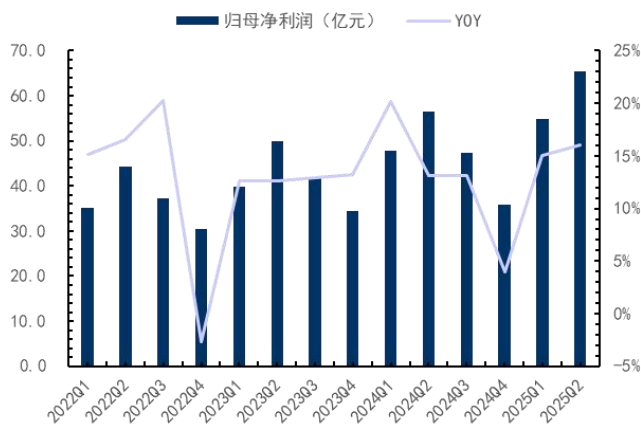
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及增速



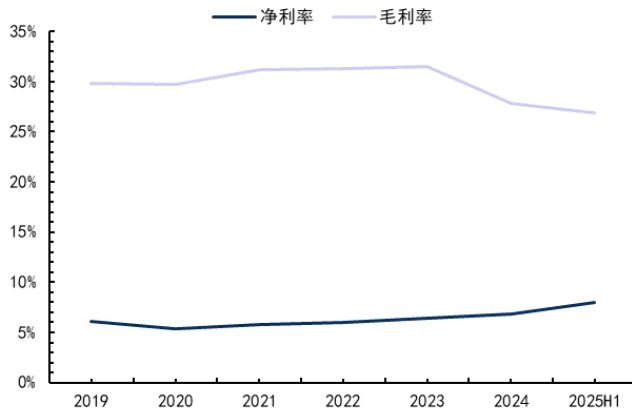
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季归母净利润及增速



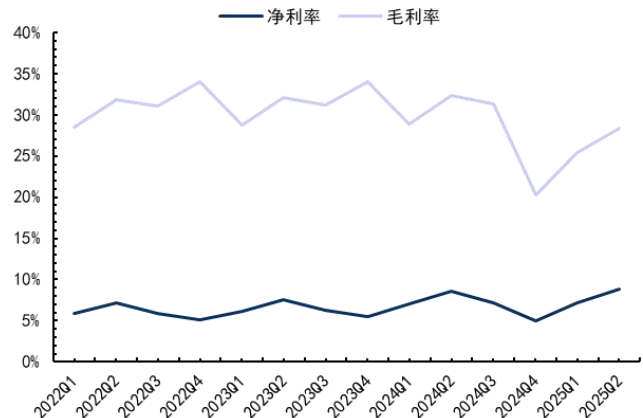
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司毛利率及净利率



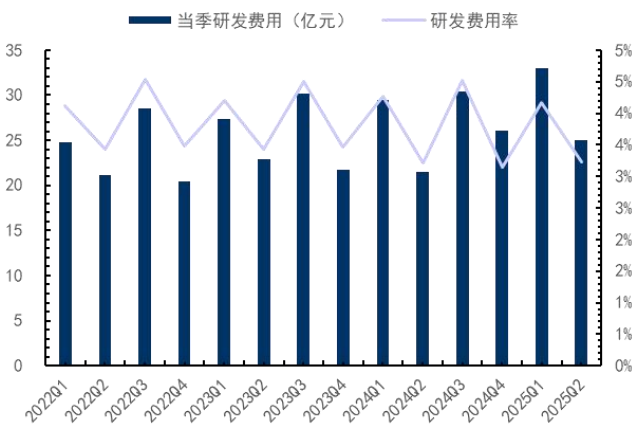
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司单季度毛利率及净利率



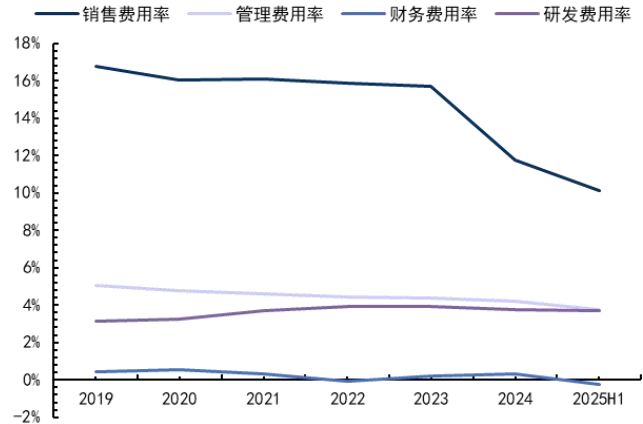
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 公司研发费用率情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司期间费用情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				PEG (25E)	投资评级
				24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E		
000651.SZ	格力电器	41.41	2,320	5.75	5.98	6.28	6.57	7.2	6.9	6.6	6.3	1.4	优于大市
600690.SH	海尔智家	25.95	2,305	2.00	2.26	2.49	2.74	13.0	11.5	10.4	9.5	1.2	优于大市
000333.SZ	美的集团	74.03	5,698	5.03	5.79	6.36	6.95	14.7	12.8	11.6	10.7	1.3	优于大市

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	54486	55584	54736	66816	79218	营业收入	261428	285981	306129	321408	336750
应收款项	30791	41309	43613	44909	47237	营业成本	179054	206487	220944	231772	242729
存货净额	39524	43044	45354	48093	50162	营业税金及附加	1016	1276	1193	1252	1312
其他流动资产	6865	9076	9380	9919	10378	销售费用	40978	33586	35817	37283	38726
流动资产合计	132620	151690	156027	172534	189791	管理费用	11490	12110	11888	12293	12684
固定资产	35007	43199	46585	49930	51886	研发费用	10221	10740	11327	11892	12460
无形资产及其他	11006	14035	13473	12912	12351	财务费用	514	973	209	(93)	(265)
投资性房地产	49199	60258	60258	60258	60258	投资收益	1910	1913	1911	1831	1985
长期股权投资	25547	20932	20432	20732	20872	资产减值及公允价值变动	(1485)	(1237)	(1448)	(1310)	(932)
资产总计	253380	290114	296776	316366	335159	其他收入	1301	1427	1164	1295	1397
短期借款及交易性金融负债	14051	30313	17056	19455	21256	营业利润	19880	22912	26378	28825	31553
应付款项	69278	75737	82135	85777	89740	营业外净收支	(168)	(179)	(134)	(120)	(94)
其他流动负债	36652	43521	45841	48085	50179	利润总额	19712	22733	26245	28705	31459
流动负债合计	119981	149571	145032	153316	161175	所得税费用	2980	3157	4041	4249	4623
长期借款及应付债券	17936	9665	9665	9665	9665	少数股东损益	135	834	963	1054	1155
其他长期负债	9551	12488	12588	12888	13088	归属于母公司净利润	16597	18741	21240	23402	25681
长期负债合计	27488	22153	22253	22553	22753	现金流量表（百万元）					
负债合计	147468	171725	167286	175870	183929	净利润	16597	18741	21240	23402	25681
少数股东权益	2398	7023	7505	7979	8441	资产减值准备	(426)	(221)	243	85	72
股东权益	103514	111366	121986	132517	142790	折旧摊销	5227	6112	4878	5613	6201
负债和股东权益总计	253380	290114	296776	316366	335159	公允价值变动损失	1485	1237	1448	1310	932
关键财务与估值指标						财务费用	514	973	209	(93)	(265)
每股收益	1.76	2.00	2.26	2.49	2.74	营运资本变动	(8027)	(11265)	4143	1697	1473
每股红利	0.77	1.06	1.13	1.37	1.64	其它	503	611	239	389	390
每股净资产	10.97	11.87	13.00	14.12	15.22	经营活动现金流	15359	15216	32192	32497	34749
ROIC	16%	16%	16%	18%	19%	资本开支	0	(11443)	(9394)	(9791)	(8600)
ROE	16%	17%	17%	18%	18%	其它投资现金流	(434)	(1722)	(268)	147	0
毛利率	32%	28%	28%	28%	28%	投资活动现金流	(1453)	(8551)	(9162)	(9944)	(8740)
EBIT Margin	7%	8%	8%	8%	9%	权益性融资	249	269	0	0	0
EBITDA Margin	9%	10%	10%	10%	10%	负债净变化	4345	(8271)	0	0	0
收入增长	7%	9%	7%	5%	5%	支付股利、利息	(7224)	(9982)	(10620)	(12871)	(15408)
净利润增长率	13%	13%	13%	10%	10%	其它融资现金流	(8049)	30670	(13257)	2399	1801
资产负债率	59%	62%	59%	58%	57%	融资活动现金流	(13558)	(5567)	(23877)	(10473)	(13607)
股息率	3.0%	4.1%	4.4%	5.3%	6.3%	现金净变动	348	1097	(847)	12080	12401
P/E	14.8	13.0	11.5	10.4	9.5	货币资金的期初余额	54139	54486	55584	54736	66816
P/B	2.4	2.2	2.0	1.8	1.7	货币资金的期末余额	54486	55584	54736	66816	79218
EV/EBITDA	16.4	14.9	13.8	12.9	12.2	企业自由现金流	0	2161	20744	20450	23675
						权益自由现金流	0	24559	7310	22928	25702

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032