

2025 年 05 月 07 日

王睿哲

C0062@capital.com.tw

目标价(港币)

27

#### 公司基本资讯

|                  |                          |
|------------------|--------------------------|
| 产业别              | 家用电器                     |
| H 股价(2025/05/06) | 22.90                    |
| 恒生指数(2025/05/06) | 22,662.7                 |
| 股价 12 个月高/低      | 35.75/19.82              |
| 总发行股数(百万)        | 9,382.91                 |
| H 股数(百万)         | 2,857.40                 |
| H 市值(亿元)         | 1,859.69                 |
|                  | HKSCC                    |
| 主要股东             | NOMINEES LIMITED(24.66%) |
| 每股净值(元)          | 12.55                    |
| 股价/账面净值          | 1.82                     |
|                  | 一个月 三个月 一年               |
| 股价涨跌(%)          | -10.89                   |
|                  | -7.47% % -9.80%          |

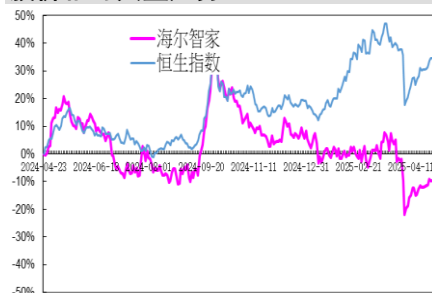
#### 近期评等

|            |       |    |
|------------|-------|----|
| 出刊日期       | 前日收盘  | 评等 |
| 2024-12-24 | 28.69 | 买进 |

#### 产品组合

|     |       |
|-----|-------|
| 电冰箱 | 29.3% |
| 洗衣机 | 22.2% |
| 空调  | 17.2% |

#### 股价相对大盘走势



## 海尔智家(06690.HK)

Buy 买进

国补及新兴市场增长推动, 25Q1 净利 YOY+15%

#### 结论及建议:

- **公司业绩:** 公司25Q1实现营收791.2亿元, YOY+10.0%, 录得归母净利54.9亿元, YOY+15.1%, 扣非后归母净利润53.6亿元, YOY+15.6%, 公司业绩符合预期。
- **新兴市场快速增长, 内销受益于国补政策:** (1) 公司25Q1海外部分营收YOY+13%, 新兴市场保持快速增长态势, 南亚、东南亚、中东非市场营收分别增长超30%、20%、50%, 北美市场高端品牌也有双位数的增长, 欧洲市场份额则在稳步提升。(2) 国内市场受益于家电国家补贴政策, 25Q1同比增长7.8%, 其中高端品牌卡萨帝系列产品保持快速增长态势, 同比增长超20%。
- **毛利率微升, 汇兑收益影响财务费用:** 公司25Q1毛利率为25.4%, 同比微升0.1个百分点, 主要是公司国内市场推进采购、研发及制造端数字化变革, 海外则通过高端品牌战略及全球供应链协同推动毛利率提升。公司25Q1销售费用率、管理费用率及研发费用率分别为9.6%、3.1%、4.2%, 分别同比下降0.1、0.1、0个百分点, 财务费用率为-0.3%, 同比优化0.6个百分点, 主要是受卢布升值和人民币贬值影响, 汇兑收益增加, 影响财务费用同比变动约4亿元。
- **发布A/H股核心员工持股计划, 充分调动员工积极性:** 公司发布2025年核心员工持股计划, 覆盖面较广, 我们认为将有效调动员工积极性, 推进公司物联网智慧家庭生态品牌战略的全面实施。A股/H股的资金来源为公司提取的激励基金7.57亿元/0.63亿元, 参与人员分别为不超过2570人及不超过27人, 考核目标均是 ROE需大于17.7%, 当期权益直接归属持有人(2025年、2026年分别归属40%和60%), 若ROE在16.8%-17.7%之间由管委会决定归属比例, ROE小于16.8%则不归属。
- **盈利预测与投资建议:** 公司国内家电销售将持续受益于国补政策, 海外成熟市场市占率稳步提升, 高端快速增长, 新兴市场则积极开拓, 保持较高增速。此外, 公司通过收购及自建工厂已成功实现了多品牌、跨区域的全球化布局, 贸易政策变化影响有限。我们预计公司 2025-2027 年净利润分别为 216.6 亿元、237.3 亿元、262.9 亿元, YOY+15.6%、+9.5%、+10.8%, EPS 分别为 2.3 元、2.5 元、2.8 元, H 股 P/E 分别为 9X、8X、8X, 估值偏低, 股息率近 4%也具备一定吸引力, 维持“买进”的投资建议。
- **风险提示:** 消费促进政策实施低于预期、国内房地产销售及交付波动、原材料价格波动、汇率波动、海外业务运营风险

| 年度截止 12 月 31 日  |         | 2023  | 2024  | 2025F | 2026F | 2027F |
|-----------------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 纯利 (Net profit) | RMB 百万元 | 16597 | 18741 | 21658 | 23724 | 26288 |
| 同比增减            | %       | 12.82 | 12.92 | 15.56 | 9.54  | 10.81 |
| 每股盈余 (EPS)      | RMB 元   | 1.79  | 2.02  | 2.31  | 2.53  | 2.80  |
| 同比增减            | %       | 13.29 | 12.85 | 14.27 | 9.54  | 10.81 |
| A 股市盈率(P/E)     | X       | 14.03 | 12.44 | 10.88 | 9.94  | 8.97  |
| H 股市盈率(P/E)     | X       | 11.89 | 10.53 | 9.22  | 8.41  | 7.59  |
| 股利 (DPS)        | RMB 元   | 0.80  | 0.97  | 1.15  | 1.26  | 0.98  |
| 股息率 (Yield)     | %       | 3.19  | 3.84  | 4.59  | 5.03  | 3.90  |

### 【投资评等说明】

| 评等                 | 定义                                    |
|--------------------|---------------------------------------|
| 强力买进 (Strong Buy)  | 潜在上涨空间 $\geq 35\%$                    |
| 买进 (Buy)           | $15\% \leq \text{潜在上涨空间} < 35\%$      |
| 区间操作 (Trading Buy) | $5\% \leq \text{潜在上涨空间} < 15\%$       |
| 中立 (Neutral)       | 无法由基本面给予投资评等<br>预期近期股价将处于盘整<br>建议降低持股 |

附一：合并损益表

| 百万元           | 2023   | 2024   | 2025F  | 2026F  | 2027F  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入          | 261428 | 285981 | 311961 | 336418 | 358465 |
| 经营成本          | 179054 | 206487 | 223368 | 240956 | 256447 |
| 营业税金及附加       | 1016   | 1276   | 1396   | 1514   | 1613   |
| 销售费用          | 40978  | 33586  | 36384  | 38688  | 40865  |
| 管理费用          | 11490  | 12110  | 12817  | 13457  | 14339  |
| 财务费用          | 514    | 973    | 244    | 673    | 717    |
| 投资收益          | 1910   | 1913   | 1842   | 1800   | 1800   |
| 营业利润          | 19880  | 22912  | 27676  | 30147  | 33380  |
| 营业外收入         | 128    | 184    | 191    | 60     | 60     |
| 营业外支出         | 296    | 363    | 305    | 300    | 300    |
| 利润总额          | 19712  | 22733  | 27562  | 29907  | 33140  |
| 所得税           | 2980   | 3157   | 4656   | 4935   | 5468   |
| 少数股东损益        | 135    | 834    | 1248   | 1249   | 1384   |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 16597  | 18741  | 21658  | 23724  | 26288  |

附二：合并资产负债表

| 百万元       | 2023   | 2024   | 2025F  | 2026F  | 2027F  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金      | 54486  | 55584  | 58363  | 59530  | 60721  |
| 应收账款      | 20268  | 26473  | 29650  | 33208  | 37193  |
| 存货        | 39524  | 43044  | 47349  | 52084  | 57292  |
| 流动资产合计    | 132620 | 151690 | 163825 | 176931 | 191085 |
| 长期股权投资    | 25547  | 20932  | 22188  | 23520  | 24931  |
| 固定资产      | 29604  | 37519  | 38644  | 39804  | 40998  |
| 在建工程      | 5403   | 5680   | 5396   | 5126   | 4870   |
| 非流动资产合计   | 120759 | 138424 | 145346 | 152613 | 160243 |
| 资产总计      | 253380 | 290114 | 309170 | 329543 | 351329 |
| 流动负债合计    | 119981 | 149571 | 158546 | 168058 | 178142 |
| 非流动负债合计   | 27488  | 22153  | 23261  | 24424  | 25645  |
| 负债合计      | 147468 | 171725 | 181807 | 192483 | 203787 |
| 少数股东权益    | 2398   | 7023   | 8006   | 9607   | 12105  |
| 股东权益合计    | 103514 | 111366 | 119357 | 127454 | 135436 |
| 负债及股东权益合计 | 253380 | 290114 | 309170 | 329543 | 351329 |

附三：合并现金流量表

| 百万元           | 2023   | 2024   | 2025F  | 2026F  | 2027F  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 经营活动产生的现金流量净额 | 25262  | 26543  | 25,989 | 28,469 | 34,174 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -17085 | -20074 | -12381 | -15439 | -19936 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | -7841  | -7914  | -10829 | -11862 | -13048 |
| 现金及现金等价物净增加额  | 585    | -1702  | 2779   | 1167   | 1191   |

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务，不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证i@持意见或立场，或买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证i@。此份报告，不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。