

海尔智家（600690.SH）

公司报告 | 首次评级报告



2025年9月8日

基本信息		估值结果		四维评级	
所属行业	消费品	价值	4520亿	成长空间	★★★★☆
当前股价	26.44	DDM估值 上行空间	82%	盈利趋势	★★★★☆
总市值	2480.84亿	状态	低估	产业格局	★★★★☆
PE-TTM	12.19	价值	4183亿	护城河	★★★★★
PB-MRQ	2.16	动态估值 上行空间	69%		
		状态	低估		

核心评级结论

海尔智家是全球家电龙头，主要业务是大家电，包括空调、冰箱、洗衣机、厨电等。公司产品的市场为全球市场。

公司成长空间中等，国内家电行业较为成熟，主要靠更新需求拉动，天花板较低；海外市场，尤其是新兴市场，大家电的渗透率以及公司的市占率仍然有较大的提升空间。盈利趋势星级较好，公司为家电行业龙头，未来3至5年公司的盈利能力预计可以提升。产业格局星级较好，公司在新兴市场市占率仍然有提升的空间。公司具备深厚的护城河，海尔深耕家电行业多年，品牌实力雄厚，线下渠道覆盖广泛，规模效应显著，企业护城河深厚。

海尔智家的市值具备较高的上行空间，主要是由于国内市占率能够保持稳定，以及海外市场有较大的增长空间。

我们区别于市场的观点

我们认为海尔智家当前被市场错杀，其估值受压制的原因主如下：1）在国内市场，市场担忧以旧换新政策可能透支行业需求，进而导致今年三季度至明年家电市场增速放缓，甚至明年行业或出现负增长；但我们认为，当前股价已充分反映上述预期；2）在海外市场，因海尔智家对美业务敞口较大，市场担忧其将受到关税冲击，而实际上关税带来的影响相对有限。

风险提示

各市场增速大幅不及预期，或者海尔的市占率不及预期的风险；面对小米的强势竞争，收入端增速可能受到超预期冲击，以及公司可能加大费用投放，对于盈利能力造成不利影响；原材料价格大幅上涨可能影响公司的盈利能力。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	4
3.2 营销强度	5
3.3 客户集中度	5
3.4 供应商集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	8
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	9
6.2 动态估值	10
6.3 DDM估值	11
6.4 估值确定性	11

图表目录

图1：预测2025年收入占比	4
图2：预测2025年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	5
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	6
表1：护城河详解表	8
表2：公司整体业绩预测	10
表3：公司分业务业绩预测	10
表4：公司整体及分业务动态估值	10
表5：公司整体及分业务DDM估值	11

1. 基本信息

海尔智家总部位于山东青岛，是全球知名的大家电龙头企业。公司的冰箱和洗衣机位居国内市场市占率第一。2024年公司营收2860亿元，其中海外业务收入占比50%。公司建立了多品牌、跨产品、跨区域的研发、制造、营销三位一体及自建、互联及协同的运作模式。在全球贸易环境发生变化的当下，海尔的核心市场产能本土化与全球163个制造基地协同优势，布局更合理、更有弹性的全球供应链体系能够更好的对冲潜在的贸易风险。

2. 业务介绍

对于海尔智家公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

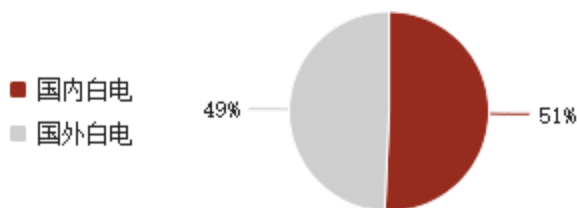
国内白电：

包括空调、冰箱和洗衣机以及其他，销售市场为中国地区。

国外白电：

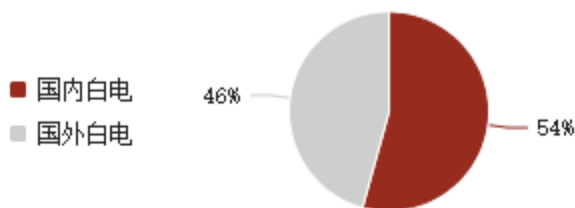
包括空调、冰箱和洗衣机以及其他，销售市场为除了中国地区的其他海外市场。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

海尔智家主要经营的是家电的制造与销售。部分家电业务进行外包生产，资产强度较低。家电产品的销售主要针对C端，客户集中度较低；智能家居业务具备极强的消费属性，需要维持一定的营销投入维持品牌力。公司通过收购扩张，已完成从上游采购供应到终端触达消费者的全产业链、全球型覆盖，实现多角度共振，成为长远发展的核心竞争力。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

海尔智家通过外包生产降低固定资产投入。单位收入需要的固定资产仅为0.13倍左右，资产较轻。这种轻资产布局不仅降低了重资产折旧压力，还让资产结构更灵活，进一步夯实了其资产轻量化的运营优势。

3.2 营销强度

低 较低 中等 较高 高

作为以大家电为核心的消费品公司，海尔智家需持续通过营销投放强化多品牌矩阵影响力与用户触达，以维持行业领先的品牌力。其营销覆盖卡萨帝高端线推广、GE Appliances本土化宣传及三翼鸟场景生态落地等多元需求。2024年销售费用达335.9亿元，销售费用率为11.7%，高于美的集团和格力电器。

3.3 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

海尔智家的家电销售以直接触达终端客户为核心模式，依托线下超2万家门店（覆盖县镇级市场）、天猫/京东等主流线上平台，以及三翼鸟场景体验店，构建起多元化零售网络。前五大客户集中度为23.3%，客户集中度较低。

3.4 供应商集中度

低 较低 中等 较高 高

海尔智家前5大供应商占比为23.67%，供应商集中度较低。为夯实供应链韧性，其核心举措是推行多供应商策略：针对压缩机、芯片等关键部件，同步与多家头部企业合作；对非核心物料，建立“战略供应商 + 备用供应商”分级体系，同时依托埃及生态园、泰国春武里工业园等本地化布局拓展区域供应商。这种模式有效分散了单一供应商依赖风险，即便面对地缘波动或产能紧张，也能保障采购与生产的稳定衔接。

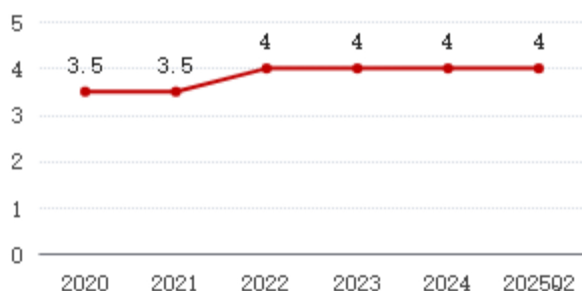
4. 历史经营绩效

大家电收入规模全球领先，2020年后利润改善明显。公司是全球领先的大家电龙头，2024年营业收入2860亿元，大家电收入规模、市场份额均为全球前列。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



公司的盈利能力较好，毛利率向下波动的幅度较小，近年来公司通过数字化变革以及降本增效，盈利能力稳步提升。

数据来源：公司财报，壹评级

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



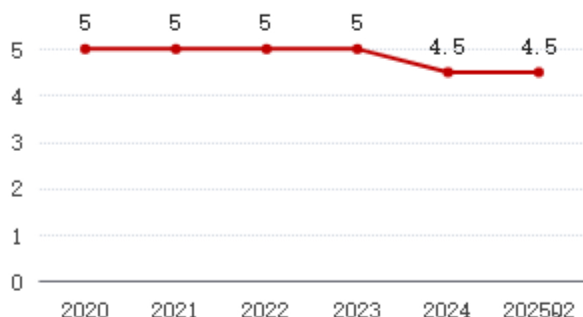
数据来源：公司财报，壹评级

公司的成长星级较高，核心源于公司国内和海外业务收入稳步增长，以及利润端的持续进阶。2018-2024年收入CAGR=7.7%，归母净利润CAGR=16.6%，收入和利润持续稳健增长，成长能力较优。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



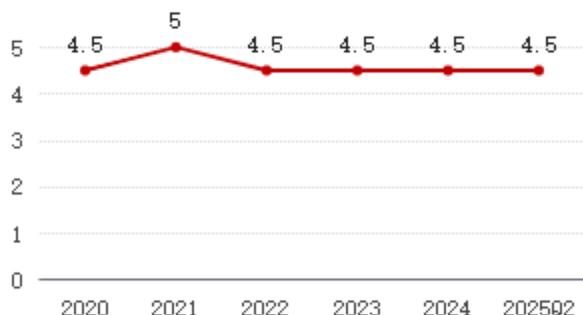
数据来源：公司财报，壹评级

公司上下游议价能力较强，前五大供应商采购占比仅16.8%，公司针对压缩机、芯片等关键部件同步合作多家头部企业，同时依托埃及生态园、泰国春武里工业园等本地化基地拓展区域供应商。这种布局有效分散了单一供应商依赖的风险，夯实产业链议价优势。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

海尔智家逐步提升分红比例，当前分红比例接近50%，相较同行，分红率仍然有提升的空间。公司有能力且愿意分红，股东回报星级较高。

5. 四维评级

公司护城河星级和产业格局星级均较高。公司深耕家电行业多年，具备深厚的品牌、渠道以及规模经济护城河；国内大家电行业市场集中度较高，海尔智家为国内大家电行业的龙头公司；公司通过收购海外品牌拓展国际市场，在北美、澳新市场市占率较高，在新兴市场国家市占率仍然有提升的空间。

5.1 成长空间

★★★★☆

国内空调、冰箱、洗衣机以及厨电业务较为成熟，主要以更新为主，天花板较低；海外市场，尤其是新兴市场的家电渗透率仍然有较大的提升空间，公司海外的成长空间相对广阔。海尔智家一半的收入来自于海外市场，综合来看公司有一定的成长空间。

国内白电(2.5星):

国内白电的成长空间星级一般。国内的空调、冰箱、洗衣机的户均保有量已经为较高水平，未来的行业增长将主要由更新需求拉动；厨电业务和房地产的关联程度较大，成长的确定性较弱；预计未来5年国内大家电行业复合增速约为5%。国内家电业务的成长空间相对较低。

国外白电(3星):

国外白电的成长空间星级一般。新兴市场的空调、冰箱、洗衣机的户均保有量仍然有提升空间，海尔凭借自身的规模优势和产品优势出海空间比较广阔。例如东南亚市场，预计未来5年大家电的行业增速约为10%。但由于新兴市场尚不成熟，尚未形成绝对的龙头公司，海尔长期的市占率具有一定的不确定性。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司的盈利能力弱于美的集团和格力电器，在行业内的盈利能力处于中游水平。公司当前正通过数字化转型、产品高端化与产业链优化等一系列举措提升盈利能力，公司盈利能力有进一步改善的趋势，盈利趋势星级较好。

国内白电(3.5星):

内销端，公司卡萨帝品牌在国内高端市场已形成领先优势，叠加大家电产品未来仍有高端化的趋势，产品结构有望持续改善；除此之外，公司仍在不断优化销售费用率。产品结构改善叠加费用率优化，公司盈利能力有进一步上行的空间。

国外白电(3.5星):

外销端，公司近年来针对以往盈利偏弱的地区展开一系列变革，同时对海外原有落后的生产设施进行整改优化，为后续经营与生产端效率的提升奠定了基础。

5.3 产业格局

★★★★☆

国内市场，海尔大家电领域的龙头公司；海外市场，在北美、澳新市场市占率较高，在新兴市场国家市占率仍然有提升的空间。综合国内市场和海外市场，产业格局星级较好。

国内白电(3.5星):

海尔在冰箱和洗衣机市场是绝对的龙头，在冰洗市场海尔的市占率均超过40%，且市占率稳定；在弱势品类空调的市占率也在逐步提升。

国外白电(3.5星):

在海外市场布局中，海尔智家凭借多品牌协同与本土化运营，在核心成熟市场稳居头部：在北美洲，依托旗下 GE Appliances 品牌的本土化优势，精准契合当地消费者对大容量、智能化家电的需求，2024 年市占率持续稳居区域第一；在澳大利亚及新西兰市场，同样以显著优势蝉联区域销量榜首。相较于成熟市场的稳固地位，在东南亚、拉美等新兴市场，海尔当前虽以高性价比机型建立基础，但随着泰国、埃及等本土化产能逐步释放，叠加对当地消费需求的进一步适配，未来市占率仍有较大提升空间。

5.4 护城河

★★★★☆

海尔智家深耕大家电领域数十年，已构筑起坚实的品牌、渠道、规模经济三重护城河。品牌端，形成“卡萨帝（高端）+ 海尔（主流）+GE Appliances 等全球化品牌”矩阵，覆盖不同消费层级与区域市场，2024年全球大家电品牌力蝉联榜首；渠道上，国内线下门店超2万家渗透至县镇。规模经济层面，依托全球8大“灯塔工厂”，实现千万级产能协同，核心部件联合采购成本较行业低8%-12%，持续夯实竞争壁垒。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
国内白电	(4.5星) 海尔智家上下游占款能力强，业务控制力星级高；国内业务的超额ROIC高于15%。公司为全球家电龙头公司。国内市场，在冰箱和洗衣机行业市占率第一，在弱势品类空调业务市占率也不断提升。	(4.5星) 国内白电业务的护城河来源于品牌、渠道、以及规模优势。美的品牌在国内知名度高，消费者心智强，公司自有品牌出海增速较快，不断提升全球品牌知名度，预计未来品牌护城河比较稳定；公司下沉渠道广，很难被竞争对手超越；公司具备产业链一体化优势，预计未来规模经济护城河保持稳定。
国外白电	(4星) 海尔智家上下游占款能力强，业务控制力星级高；国外业务的超额ROIC高于5%。公司为全球家电龙头公司。在北美、澳新市场市占率较高，在新兴市场国家市占率仍然有提升的空间。	(5星) 国外白电业务的护城河来源于品牌以及规模经济。公司通过收购海外品牌，打开国外市场，收购的海外品牌具有一定的品牌力。公司为全球家电龙头，具备规模经济优势，预计未来规模经济优势可以维持。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于海尔在国内的市占率能够保持稳定，海外市场有一定的增长空间的假设，公司当前被低估。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务国内家电业务和国外家电业务，我们按照地区进行盈利预测并估值，各地区的预测核心假设及逻辑如下：

1. 国内白电

收入假设：

1) 国内白色家电业务，市占率预计从2024年的15.7%提升至2029年的18%；市场规模方面，预计今年的以旧换新政策会透支明年的白色家电需求，预计明年大家电行业市场规模下滑2%，之后保持3%-5%的增速。

（注：市场规模和市占率均为研究员计算口径）

盈利能力假设：

1) 未来随着产品结构不断优化，叠加弱势品类空调的毛利率仍有提升的空间，预计国内白电业务毛利率会小幅上行。

2) 公司当前正通过数字化转型、产品高端化与产业链优化等一系列举措提升盈利能力，预计未来国内白电市场的净利率水平会稳步提升。

2. 海外白色家电业务：

收入假设：将海外市场拆分成美洲、澳洲、欧洲、中东非、日本，分别预测各市场未来的行业规模，以及海尔的市占率。（注：市场规模和市占率均为研究员计算口径）

1) 美洲市场：市场较为成熟，预计美洲市场未来5年复合增速为5%；海尔的市占率由2024年的9%提升至2029年的11%。

2) 澳新市场：市场较为成熟，预计澳新市场未来5年复合增速为4%；海尔的市占率由2024年的11.2%提升至2029年的13%。

3) 欧洲市场：市场较为成熟，预计欧洲市场未来5年复合增速为3.2%；海尔的市占率由2024年的3.8%提升至2029年的5%。

4) 中东非：家电渗透率偏低，但是考虑到消费能力也较低，所以给出偏保守的行业增速预测，预计中东非市场未来5年复合增速为5%；海尔的市占率由1.4%提升至2%。

5) 日本：预计市场规模保持稳定；海尔的市占率稳定在2%左右。

6) 南亚、东南亚：海尔收入规模较小，市场较为分散，市场增速较快，未来5年海尔的收入复合增速给10%。

盈利能力假设：

公司近年来针对以往盈利偏弱的地区展开一系列变革，同时对海外原有落后的生产设施进行整改优化，为后续经营与生产端效率的提升奠定了基础。预计海尔海外的净利率从2024年的5%提升至2029年的5.5%。

表2：公司整体业绩预测

海尔智家	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	2435.1	2614.3	2859.8	3174.4	3320.7	3558.5	3845.7	4102.0
归母净利润(亿)	147.1	166.1	187.5	211.0	218.1	237.2	259.3	280.5
归母净利润增速(%)	12.5	12.9	12.9	12.5	3.4	8.8	9.3	8.2
经营性净利润(亿)	127.8	143.7	176.3	191.8	198.4	218.5	242.5	264.9
经营性净利润增速(%)	12.6	12.5	22.7	8.8	3.4	10.1	11.0	9.2
经营性归母净利润(亿)	127.6	142.6	168.8	182.6	188.4	207.3	230.0	251.0
经营性归母净利润增速(%)	13.8	11.7	18.4	8.2	3.2	10.0	11.0	9.1

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

国内白电	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	1168.2	1250.2	1421.7	1609.4	1621.9	1716.6	1850.7	1943.2
收入增速(%)	4.4	7.0	13.7	13.2	0.8	5.8	7.8	5.0
经营性净利润(亿)	104.3	119.4	111.6	112.9	112.3	121.6	134.0	143.7
经营性净利率(%)	8.9	9.6	7.8	7.0	6.9	7.1	7.2	7.4
经营性净利润增速(%)	29.0	14.5	-6.5	1.2	-0.5	8.3	10.2	7.2
国外白电	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	1266.9	1364.1	1438.1	1565.0	1698.8	1841.9	1995.0	2158.8
收入增速(%)	9.5	7.7	5.4	8.8	8.6	8.4	8.3	8.2
经营性净利润(亿)	23.5	24.3	64.7	78.9	86.1	96.8	108.5	121.2
经营性净利率(%)	1.9	1.8	4.5	5.0	5.1	5.3	5.4	5.6
经营性净利润增速(%)	-28.0	3.6	166.4	21.9	9.1	12.5	12.0	11.7

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
国内白电	4.4%	中低	较好	强	7.5%	16.5	140.5
国外白电	4.4%	中低	较好	强	7.8%	15.78	117.0
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
国内白电(亿)	454.7	1735.8	2190.5	151.8	-	94.4	2436.7
国外白电(亿)	321.7	1369.4	1691.1	133.1	129.1	51.2	1746.3
公司整体测算(亿)	776.4	3105.2	3881.6	284.9	129.1	145.6	4183.0

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
国内白电(亿)	1188.7	1178.2	2366.9	151.8	-	94.4	2613.1
国外白电(亿)	929.7	943.5	1873.3	133.1	151.0	51.2	1906.6
公司整体测算(亿)	2118.4	2121.7	4240.2	284.9	151.0	145.6	4519.7

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司历史上经营十分稳健，收入和利润均稳健成长；公司凭借规模经济叠加优异的多品牌运营能力，未来在国内市场的市占率可以保持稳定，在海外市场的市占率仍然有较高的提升空间，估值确定性较高。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任作有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。