

# 海尔智家(600690.SH/06690.HK)

## 业绩短期承压，重视综合回报

### 核心观点：

- **25Q4 公司业绩承压。**公司发布 2025 年年报。2025 全年公司营业收入 3023.5 亿元 (YoY+5.7%)，归母净利润 195.5 亿元 (YoY+4.4%)，毛利率 26.7% (YoY-1.2pct)，归母净利率 6.5% (YoY-0.1pct)。2025 Q4 单季实现营业收入 682.9 亿元 (YoY-6.7%)，归母净利润 21.8 亿元 (YoY-39.2%)，毛利率 24.8% (YoY-5.1pct)，归母净利率 3.2% (YoY-1.7pct)。
- **25Q4 毛利率下降明显的原因主要系：**(1) 国内市场四季度铜等大宗材料持续上涨以及国内竞争白热化带来的行业均价加速下降；(2) 海外市场受关税高企等负面影响。
- **全年收入分区域来看，美洲市场表现偏弱，新兴市场增长强劲。**分部收入来看，2025 年中国大陆收入同比+3.1%，美洲/澳洲/南亚/欧洲/东南亚/中东非/日本收入分别同比+0.4%/+0.8%/+23.2%/+19.9%/+13.4%/+55.8%/+10.3%。
- **分红比例提升，重视综合回报。**公司 2025 年分红比例提升至 55%，同比+7pct，并推出未来三年股东回报规划：2026 年现金分红比例不低于 58%，2027、2028 年现金分红比例均不低于 60%。同时公司推出 30-60 亿元的 A 股回购计划，综合回报进一步提升。
- **盈利预测与投资建议：**短期业绩承压不改龙头韧性，关税影响有望逐渐减弱，股东回报持续提升。我们预计 26-28 年实现归母净利润 205.1、218.5、239.1 亿元，考虑可比公司估值，给予 26 年 12xPE，对应合理价值 26.25 元/股，维持“买入”评级。考虑 A/H 溢价因素，对应港股合理价值 25.37 港元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料成本压力；行业竞争加剧；提效不及预期；海外市场拓展不达预期。

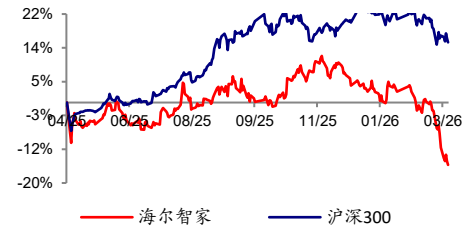
### 盈利预测：

单位:人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	285,981	302,347	311,150	322,287	333,865
增长率 (%)	9.4%	5.7%	2.9%	3.6%	3.6%
EBITDA	31,567	32,174	33,784	34,773	37,019
归母净利润	18,741	19,553	20,511	21,849	23,911
增长率 (%)	12.9%	4.4%	4.9%	6.5%	9.4%
EPS (元/股)	2.00	2.09	2.19	2.33	2.55
市盈率 (P/E)	14.3	12.5	9.7	9.1	8.3
ROE (%)	16.8%	16.5%	16.1%	16.1%	16.4%
EV/EBITDA	7.4	7.1	5.1	4.6	4.0

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入-A/买入-H
当前价格	21.15 元/20.44 港元
合理价值	26.25 元/25.37 港元
前次评级	买入/买入
报告日期	2026-04-06

### 相对市场表现



### 分析师：

曾婵



SAC 执证号: S0260517050002



SFC CE No. BNV293



0755-82771936



zengchan@gf.com.cn

### 分析师：

张云添



SAC 执证号: S0260526010004



15166390628



zhangyuntian@gf.com.cn

### 分析师：

芦家宁



SAC 执证号: S0260526020004



无



lujianing@gf.com.cn

请注意，张云添、芦家宁并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究：

海尔智家 2025-10-31

(600690.SH/06690.HK):内、

外销均实现稳健增长，盈利

提升

海尔智家 2025-09-02

(600690.SH/06690.HK):Q2

收入增长良好，盈利能力稳

步提升

海尔智家 2025-04-30

(600690.SH/06690.HK):Q1

业绩增长稳健

**资产负债表**

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产总额</b>	<b>151,690</b>	<b>152,833</b>	<b>164,472</b>	<b>177,650</b>	<b>192,340</b>
货币资金	55,584	47,622	55,410	66,535	77,983
应收及预付	41,962	37,402	38,191	39,550	40,951
存货	43,044	46,849	49,558	49,887	51,358
其他	11,099	20,961	21,313	21,679	22,047
<b>非流动资产总额</b>	<b>138,424</b>	<b>142,962</b>	<b>140,778</b>	<b>138,971</b>	<b>136,345</b>
长期股权投资	20,932	21,757	21,757	21,757	21,757
固定资产	37,519	40,353	39,760	38,817	36,593
在建工程	5,680	4,885	5,385	5,685	5,885
使用权资产	5,842	6,024	3,735	2,361	1,536
无形资产	14,035	14,225	14,425	14,635	14,855
其他	54,417	55,717	55,717	55,717	55,717
<b>资产总额</b>	<b>290,114</b>	<b>295,795</b>	<b>305,251</b>	<b>316,622</b>	<b>328,685</b>
<b>流动负债总额</b>	<b>149,571</b>	<b>142,346</b>	<b>142,553</b>	<b>144,509</b>	<b>146,267</b>
短期借款	13,784	17,421	15,000	14,000	13,000
应付及预收	86,589	85,950	88,577	91,533	94,292
其他	49,198	38,976	38,976	38,976	38,976
<b>非流动负债总额</b>	<b>22,153</b>	<b>27,472</b>	<b>27,472</b>	<b>27,472</b>	<b>27,472</b>
长期借款	9,665	11,166	11,166	11,166	11,166
应付债券	0	3,500	3,500	3,500	3,500
其他	12,488	12,806	12,806	12,806	12,806
<b>负债总额</b>	<b>171,725</b>	<b>169,818</b>	<b>170,024</b>	<b>171,980</b>	<b>173,739</b>
股本	9,383	9,378	9,378	9,378	9,378
其他	101,983	109,321	117,936	126,675	136,240
归母权益合计	111,366	118,698	127,313	136,053	145,617
少数股东权益	7,023	7,279	7,913	8,589	9,328
<b>负债和股东权益</b>	<b>290,114</b>	<b>295,795</b>	<b>305,251</b>	<b>316,622</b>	<b>328,685</b>

**利润表**

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	<b>285,981</b>	<b>302,347</b>	<b>311,150</b>	<b>322,287</b>	<b>333,865</b>
营业成本	206,487	221,739	228,552	236,118	243,083
营业税金及附加	1,276	1,330	1,368	1,417	1,468
销售费用	33,586	33,878	34,553	35,790	37,076
管理费用	12,110	13,762	13,852	14,348	14,863
研发费用	10,740	10,096	10,390	10,762	11,148
财务费用	973	-51	-95	-165	-171
资产信用减值损失	-1,550	-1,340	-1,139	-1,148	-1,181
公允价值变动收益	47	92	0	0	0
投资收益	1,913	1,530	1,574	1,631	1,689
<b>营业利润</b>	<b>22,912</b>	<b>23,725</b>	<b>24,870</b>	<b>26,475</b>	<b>28,951</b>
营业外收支	-179	-247	-247	-247	-247
利润总额	22,733	23,479	24,623	26,229	28,705
所得税费用	3,157	3,316	3,477	3,704	4,054
<b>合并净利润</b>	<b>19,576</b>	<b>20,163</b>	<b>21,146</b>	<b>22,525</b>	<b>24,651</b>
少数股东损益	834	610	634	676	740
<b>归母净利润</b>	<b>18,741</b>	<b>19,553</b>	<b>20,511</b>	<b>21,849</b>	<b>23,911</b>
EPS (元/股)	2.00	2.09	2.19	2.33	2.55

**现金流量表**

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>26,543</b>	<b>26,003</b>	<b>29,163</b>	<b>32,060</b>	<b>32,514</b>
合并净利润	19,576	20,163	21,146	22,525	24,651
折旧摊销	8,081	8,750	9,413	8,914	8,715
营运资金变动	-2,532	-5,550	-2,047	69	-1,349
其他	0	0	0	0	0
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-20,074</b>	<b>-17,075</b>	<b>-4,648</b>	<b>-5,823</b>	<b>-4,745</b>
资本性开支	-10,029	-8,733	-7,245	-7,122	-6,103
投资	-6,401	-9,109	0	0	0
其他	-3,644	766	2,597	1,300	1,358
<b>融资活动现金流净额</b>	<b>-7,914</b>	<b>-17,671</b>	<b>-15,373</b>	<b>-15,113</b>	<b>-16,321</b>
股本融资	269	65	0	0	0
债权融资	4,080	-1,981	-2,421	-1,000	-1,000
股利分配与偿付利息	-9,982	-13,873	-12,952	-14,113	-15,321
其他	-2,281	-1,881	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	<b>-1,702</b>	<b>-8,727</b>	<b>9,143</b>	<b>11,124</b>	<b>11,448</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>56,683</b>	<b>54,995</b>	<b>46,268</b>	<b>55,410</b>	<b>66,535</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>54,981</b>	<b>46,268</b>	<b>55,410</b>	<b>66,535</b>	<b>77,983</b>

**主要财务比率**

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长率	9.4%	5.7%	2.9%	3.6%	3.6%
营业利润增长率	15.2%	3.6%	4.8%	6.5%	9.4%
归母净利润增长率	12.9%	4.4%	4.9%	6.5%	9.4%
<b>获利能力</b>					
毛利率	27.8%	26.7%	26.5%	26.7%	27.2%
净利率	6.8%	6.7%	6.8%	7.0%	7.4%
ROE	16.8%	16.5%	16.1%	16.1%	16.4%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	59.2%	57.4%	55.7%	54.3%	52.9%
有息负债率	8.1%	10.8%	9.7%	9.1%	8.4%
流动比率	1.0	1.1	1.2	1.2	1.3
利息保障倍数	8.6	8.7	23.1	25.8	29.1
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	12.2	11.3	11.3	11.3	11.3
存货周转率	4.8	4.7	4.6	4.7	4.7
应付账款周转率	3.8	4.1	4.1	4.1	4.1
<b>每股指标</b>					
每股收益	2.00	2.09	2.19	2.33	2.55
每股净资产	11.87	12.66	13.58	14.51	15.53
每股经营现金流	2.83	2.77	3.11	3.42	3.47
<b>估值比率</b>					
PE	14.3	12.5	9.7	9.1	8.3
PB	2.4	2.1	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	7.4	7.1	5.1	4.6	4.0

## 广发家电行业研究小组

曾 焯：首席分析师，武汉大学经济学硕士，2017 年进入广发证券发展研究中心。  
 张 云 添：联席首席分析师，帝国理工学院硕士，2026 年进入广发证券发展研究中心。  
 文 焯：资深分析师，南洋理工大学金融硕士，2026 年进入广发证券发展研究中心。  
 芦 家 宁：资深分析师，香港中文大学（深圳）硕士，2026 年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。  
 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。  
 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。  
 增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。  
 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。  
 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号 广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。