

海尔智家 (600690.SH)

优于大市

2025 年报点评：四季度经营有所波动，分红规划逐步提高

核心观点

全年业绩稳健增长，四季度经营有所承压。公司 2025 年实现营收 3023.5 亿/+5.7%，归母净利润 195.5 亿/+4.4%，扣非归母净利润 186.0 亿/+4.5%。其中 Q4 收入 682.9 亿/-6.7%，归母净利润 21.8 亿/-39.2%，扣非归母净利润 17.1 亿/-45.1%。公司拟每股派发现金股利 0.8867 元；叠加中期分红，现金分红率为 55%，对应 3 月 27 日收盘价股息率为 5.2%。同时公司拟回购 30-60 亿元 A 股股份，股份将用于员工持股计划。公司发布未来三年股东回报规划，预计 2026 年现金分红率不低于 58%，2027/2028 年现金分红率不低于 60%。

新兴市场延续高景气，四季度受内销拖累。1) 公司 2025 年国内收入 1466 亿/+3.1%，H1/H2 分别+8.8%/-2.7%，预计 Q4 内销在高基数和国补退坡下有所承压。奥维云网数据显示，2025 年我国家电全品类零售额同比下降 4.3%，其中 H2 下降 16%，公司表现优于大盘。2) 2025 年公司海外收入 1558 亿/+8.3%，H1/H2 分别+11.7%/+5.1%。海外新兴市场延续高增，美洲收入 799 亿/+0.4%，欧洲收入 385 亿/+19.9%，澳洲收入 67 亿/+0.8%，南亚收入 142 亿/+23.2%，东南亚收入 75 亿/+13.4%，中东非收入 42 亿/+55.8%，日本收入 38 亿/+10.3%。

各品类增长稳健，多品牌表现突出。2025 年公司空调收入 537 亿/+9.6%，冰箱收入 842 亿/+1.1%，洗衣机收入 650 亿/+3.1%，厨电收入 413 亿/+0.5%，水家电收入 175 亿/+10.9%，渠道部品及渠道综合服务收入 389 亿/+19.9%。公司国内多品牌差异化运营优势凸显，2025 年海尔品牌零售额增长 8%，卡萨帝收入同比双位数增长，Leader 品牌收入首破百亿，同比增长 30%。

Q4 毛利率拖累明显，一次性费用影响盈利。同口径下，公司 2025 年毛利率同比-1.1pct 至 26.7%；Q4 毛利率同比-5.1pct 至 24.8%，受原材料上涨、行业竞争及关税等拖累。2025 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别-0.6/+0.3/-0.4/-0.4pct 至 11.2%/4.6%/3.3%/-0.02%，管理费用率提升主要系 Q4 为推进欧洲市场组织提效一次性费用支出，及新兴市场强化组织建设投入增加。2025 年公司归母净利率同比-0.1pct 至 6.5%，Q4 同比-1.7pct 至 3.2%。

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：下调盈利预测，维持“优于大市”评级

公司内销具备经营韧性，海外新兴市场持续发力。考虑到原材料成本上涨，下调 2026-2027 年盈利预测并新增 2028 年预测，预计公司 2026-2028 年归母净利润 206/226/246 亿（前值为 237/263/-亿），同比+5%/+10%/+9%；EPS=2.20/2.41/2.63 元，对应 PE=9.7/8.9/8.1x，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	285,981	302,347	317,169	333,717	350,429
(+/-%)	9.4%	5.7%	4.9%	5.2%	5.0%
归母净利润(百万元)	18741	19553	20601	22571	24634
(+/-%)	12.9%	4.3%	5.4%	9.6%	9.1%
每股收益(元)	2.00	2.09	2.20	2.41	2.63
EBIT Margin	7.6%	7.1%	7.5%	7.8%	8.1%
净资产收益率 (ROE)	16.8%	16.5%	16.2%	16.6%	16.8%
市盈率 (PE)	10.7	10.3	9.7	8.9	8.1
EV/EBITDA	13.3	13.1	13.0	12.0	11.2
市净率 (PB)	1.80	1.69	1.57	1.47	1.37

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：王兆康 0755-81983063
wangzk@guosen.com.cn
S0980520120004

证券分析师：邹会阳 0755-81981518
zouhuiyang@guosen.com.cn
S0980523020001

证券分析师：李晶 0755-81981518
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 21.38 元
总市值/流通市值 200494/200494 百万元
52 周最高价/最低价 28.31/21.38 元
近 3 个月日均成交额 1158.89 百万元

市场走势

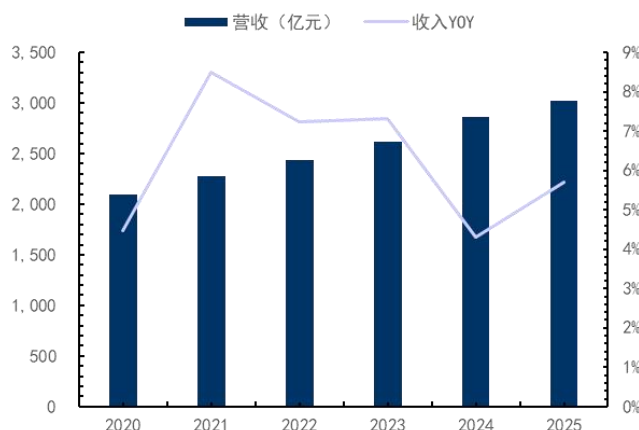


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

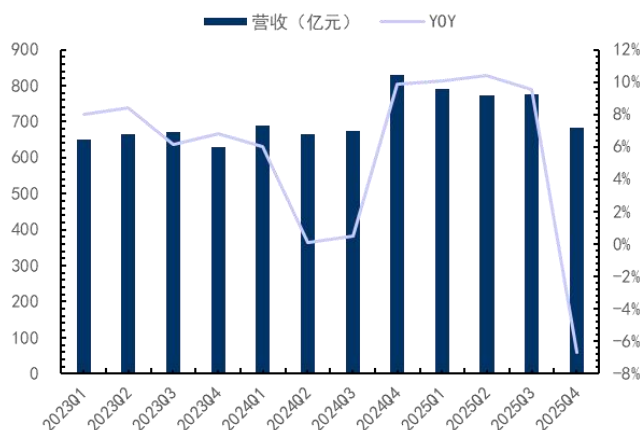
- 《海尔智家 (600690.SH) - 2025 年三季报点评：内外销双增，盈利稳步提升》——2025-11-03
- 《海尔智家 (600690.SH) - 2025 年中报点评：内外销经营稳步向前，收入业绩增长超 10%》——2025-09-02
- 《海尔智家 (600690.SH) - 2024 年报点评：下半年国内外收入加速增长，四季度盈利受业务整合等扰动》——2025-03-31
- 《海尔智家 (600690.SH) - 盈利稳步改善，以旧换新成效有望显现》——2024-11-04
- 《海尔智家 (600690.SH) - 如何展望海尔智家全球发展空间？》——2024-10-28

图1: 公司营业收入及增速



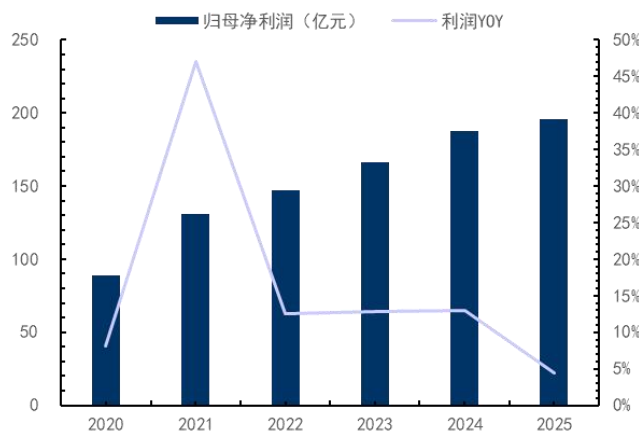
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季营业收入及增速



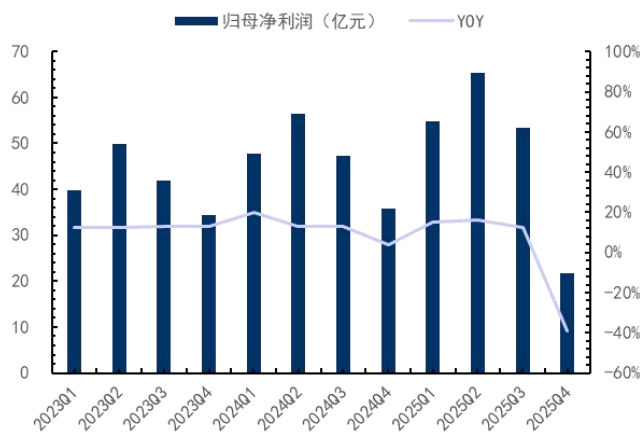
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及增速



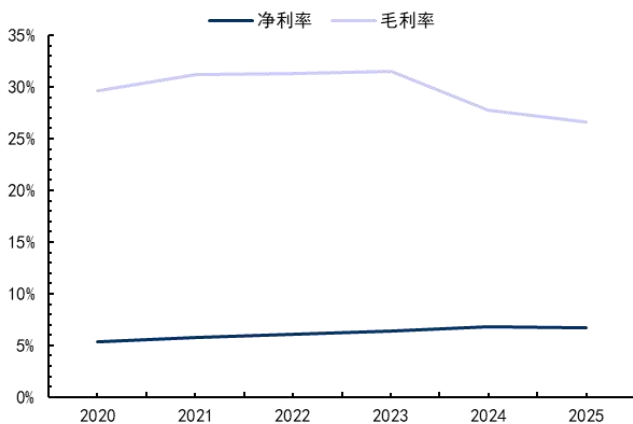
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季归母净利润及增速



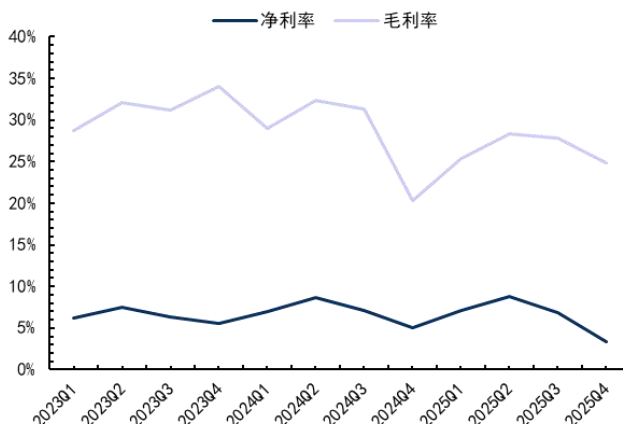
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司毛利率及净利率



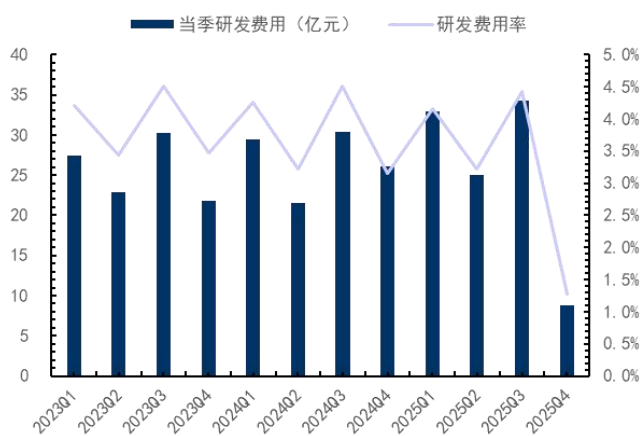
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司单季度毛利率及净利率



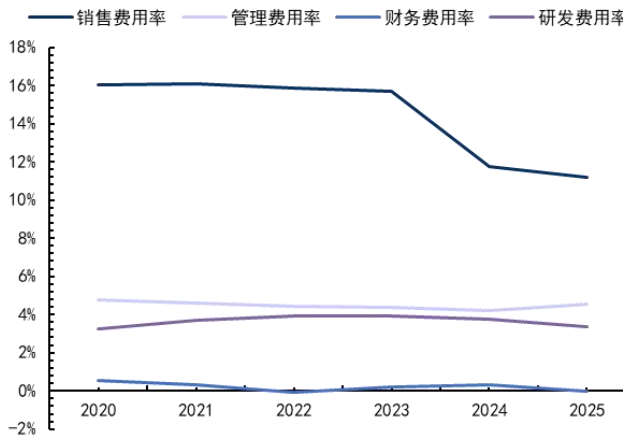
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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	37.82	2,118	5.75	5.98	6.28	6.57	6.6	6.3	6.0	5.8	1.3	优于大市
600690.SH	海尔智家	21.38	1,859	2.00	2.09	2.20	2.41	10.7	10.3	9.7	8.9	1.4	优于大市
000333.SZ	美的集团	76.35	5,790	5.03	5.84	6.43	7.03	15.2	13.1	11.9	10.9	1.3	优于大市
000921.SZ	海信家电	21.54	280	2.42	2.56	2.82	3.08	8.9	8.4	7.6	7.0	0.9	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)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	55584	47622	52564	64426	74238	营业收入	285981	302347	317169	333717	350429
应收款项	41309	36302	39629	41371	43511	营业成本	206487	221739	233195	243862	255242
存货净额	43044	46849	49347	51548	53900	营业税金及附加	1276	1330	1405	1478	1552
其他流动资产	9076	11359	11546	12227	12822	销售费用	33586	33878	35523	37710	39598
流动资产合计	151690	152833	164857	180754	195654	管理费用	12110	13762	12621	13250	13885
固定资产	43199	45238	47400	48550	48254	研发费用	10740	10096	10784	11346	11915
无形资产及其他	14035	14225	13656	13087	12518	财务费用	973	(51)	262	55	(165)
投资性房地产	60258	61741	61741	61741	61741	投资收益	1913	1530	1521	1355	1569
长期股权投资	20932	21757	21257	21557	21697	资产减值及公允价值变动	(1237)	(1222)	(1315)	(1258)	(1265)
资产总计	290114	295795	308911	325689	339865	其他收入	1427	1825	1426	1325	1301
短期借款及交易性金融负债	30313	26100	21412	23471	21190	营业利润	22912	23725	25011	27437	30005
应付款项	75737	77415	82588	86053	90025	营业外净收支	(179)	(247)	(198)	(168)	(154)
其他流动负债	43521	38831	42439	44081	46201	利润总额	22733	23479	24813	27269	29851
流动负债合计	149571	142346	146439	153605	157416	所得税费用	3157	3316	3567	3989	4441
长期借款及应付债券	9665	14666	14666	14666	14666	少数股东损益	834	610	645	709	776
其他长期负债	12488	12806	12906	13206	13406	归属于母公司净利润	18741	19553	20601	22571	24634
长期负债合计	22153	27472	27572	27872	28072	现金流量表 (百万元)					
负债合计	171725	169818	174011	181477	185488	净利润	18741	19553	20601	22571	24634
少数股东权益	7023	7279	7549	7833	8143	资产减值准备	(221)	30	176	24	(4)
股东权益	111366	118698	127351	136379	146233	折旧摊销	6112	6715	5117	5737	6203
负债和股东权益总计	290114	295795	308911	325689	339865	公允价值变动损失	1237	1222	1315	1258	1265
关键财务与估值指标						财务费用	973	(51)	262	55	(165)
每股收益	2.00	2.09	2.20	2.41	2.63	营运资本变动	(11265)	(5228)	3045	807	1201
每股红利	1.06	1.48	1.27	1.44	1.58	其它	611	147	95	260	314
每股净资产	11.87	12.66	13.58	14.54	15.59	经营活动现金流	15216	22440	30348	30657	33614
ROIC	16%	15%	15%	17%	18%	资本开支	0	(6150)	(8200)	(7600)	(6600)
ROE	17%	16%	16%	17%	17%	其它投资现金流	(1722)	(8025)	(1070)	589	0
毛利率	28%	27%	26%	27%	27%	投资活动现金流	2893	(14999)	(8770)	(7311)	(6740)
EBIT Margin	8%	7%	7%	8%	8%	权益性融资	(257)	65	0	0	0
EBITDA Margin	10%	9%	9%	10%	10%	负债净变化	(8271)	1501	0	0	0
收入增长	9%	6%	5%	5%	5%	支付股利、利息	(9982)	(13873)	(11949)	(13543)	(14781)
净利润增长率	13%	4%	5%	10%	9%	其它融资现金流	19752	9278	(4687)	2059	(2281)
资产负债率	62%	60%	59%	58%	57%	融资活动现金流	(17011)	(15402)	(16636)	(11484)	(17061)
股息率	5.0%	6.9%	6.0%	6.8%	7.4%	现金净变动	1097	(7962)	4942	11862	9812
P/E	10.7	10.3	9.7	8.9	8.1	货币资金的期初余额	54486	55584	47622	52564	64426
P/B	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4	货币资金的期末余额	55584	47622	52564	64426	74238
EV/EBITDA	13.3	13.1	13.0	12.0	11.2	企业自由现金流	0	13838	20204	21201	24839
						权益自由现金流	0	24616	15292	23213	22699

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 ±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 ±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

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