

数字化变革持续推进,提升分红加大回购

投资要点

- 事件:** 公司发布年报, 2025年公司实现营收3023.5亿元, 同比增长5.7%; 归母净利润195.5亿元, 同比增长4.4%; 扣非净利润186亿元, 同比增长4.5%。单季度来看, Q4公司实现营收682.9亿元, 同比下降6.7%; 归母净利润21.8亿元, 同比下降39.2%; 扣非后归母净利润17.1亿, 同比下降45.1%。
- 用户共创打造爆款, 品牌矩阵精准覆盖。** 2025年, 公司实现国内收入1460.4亿元, 同比增长3.1%。公司深化多品牌矩阵运营, 卡萨帝品牌作为高端家电引领者, 收入实现同比双位数增长, 在冰箱、洗衣机、空调等核心品类的高端市场份额持续引领; Leader品牌聚焦年轻用户, 通过与用户共创推出“懒人三筒”洗衣机等现象级产品, 全年收入首次突破百亿, 同比增长30%; 海尔品牌则通过麦浪套系等产品, 实现零售额同比增长8%。
- 全球化战略持续深化, 新兴市场快速增长。** 2025年, 公司实现海外收入1545.5亿元, 同比增长8.2%。新兴市场表现亮眼, 东南亚、南亚、中东非区域整体收入同比增长超过24%, 其中印度市场收入增长15%, 巴基斯坦市场增长30%以上。在成熟市场, 欧洲白电产品收入实现两位数增长, 盈利能力大幅改善; 北美市场在行业下滑背景下, 公司高端品牌收入增长7%, 空气和水渠道收入同比大双位数增长。此外, 公司战略性收购的开利商用制冷(CCR)业务与南非热水器龙头Kwikot业务整合顺利, 分别实现收入双位数增长和利润增长10%。
- 原材料、关税及竞争加剧致使Q4承压。** 2025年公司毛利率为26.7%, 同比减少1.1pp, 其中国内市场主要受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的影响。费用率方面, 公司销售/管理/财务/研发费用率分别为11.2%/4.6%/-0%/3.3%, 分别同比-0.6pp/+0.3pp/-0.4pp/-0.4pp, 国内市场主要得益于加速落地统仓TOC模式、数字化平台等方式, 海外市场主要通过整合全球资源、提升运营效率来实现费用率的优化。综合来看, 公司净利率为6.7%, 同比减少0.2pp。Q4净利率为3.4%, 同比减少1.6pp, 预计主要受到关税成本、竞争加剧等影响。
- 重视股东回报, 提升分红加大回购。** 公司2025年度现金分红比例提升至55%, 较2024年提高7个百分点。公司同时发布未来三年(2026-2028年)股东回报规划, 承诺2026年度现金分红比例不低于58%, 2027、2028年度不低于60%。此外, 公司拟支出10~20亿人民币进行A股回购计划。
- 盈利预测与投资建议:** 预计公司2026-2028年EPS分别为2.22元、2.38元、2.56元, 对应PE分别为10、9、8x, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 汇率波动、原材料价格波动、市场竞争加剧等风险。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	302346.78	317540.63	336375.66	355156.11
增长率	5.72%	5.03%	5.93%	5.58%
归属母公司净利润(百万元)	19552.80	20774.70	22341.09	24025.30
增长率	4.33%	6.25%	7.54%	7.54%
每股收益EPS(元)	2.09	2.22	2.38	2.56
净资产收益率ROE	16.01%	15.06%	14.25%	13.63%
PE	10	10	9	8
PB	1.67	1.47	1.29	1.15

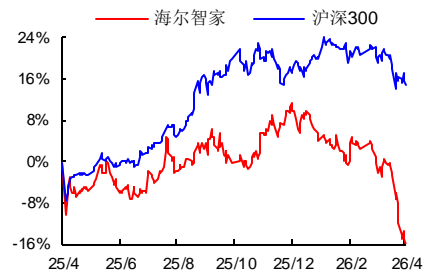
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 龚梦泓
执业证号: S1250518090001
电话: 023-63786049
邮箱: gmh@swsc.com.cn

分析师: 方建利
执业证号: S1250525070008
电话: 18428374714
邮箱: fjl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	93.78
流通A股(亿股)	62.53
52周内股价区间(元)	21.15-27.93
总市值(亿元)	1,983.37
总资产(亿元)	2,957.95
每股净资产(元)	12.66

相关研究

- 海尔智家(600690): 行稳致远, 品牌突围 (2025-11-07)
- 海尔智家(600690): 数字化推行改善费用率, 业绩超预期 (2025-09-05)
- 海尔智家(600690): 高端品牌成长迅速, 盈利能力保持稳定 (2025-05-07)

盈利预测

关键假设：

假设 1：考虑到公司不断改善产品结构，提升盈利能力，假设 2026-2028 年公司电冰箱毛利率分别为 31.2%、31.3%、31.4%；洗衣机毛利率分别为 31.2%、31.3%、31.4%。

假设 2：公司持续推进空调产能升级，假设 2026-2028 年公司空调产品毛利率分别为 23%、23.5%、24.5%。

假设 3：公司维持稳定的费用投放策略，预计 2026-2028 年销售费用率分别为 11.4%。

基于以上假设，我们预测公司 2026-2028 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2025A	2026E	2027E	2028E
合计	营业收入	302346.8	317540.6	336375.7	355156.1
	增速	5.7%	5.0%	5.9%	5.6%
	营业成本	221738.8	230961.6	244254.3	257096.2
	毛利率	26.7%	27.3%	27.4%	27.6%
电冰箱	营业收入	84165.1	86269.2	90582.7	95111.8
	增速	1.1%	2.5%	5.0%	5.0%
	营业成本	58788.0	59353.2	62230.3	65246.7
	毛利率	30.2%	31.2%	31.3%	31.4%
洗衣机	营业收入	64985.0	66609.6	69940.1	73437.1
	增速	3.1%	2.5%	5.0%	5.0%
	营业成本	44901.7	45827.4	48048.8	50377.8
	毛利率	30.9%	31.2%	31.3%	31.4%
厨电	营业收入	41322.8	42562.5	44265.0	46035.5
	增速	0.5%	3.0%	4.0%	4.0%
	营业成本	29515.4	30219.3	31295.3	32455.1
	毛利率	28.6%	29.0%	29.3%	29.5%
空调	营业收入	53741.8	59116.0	65027.6	70229.8
	增速	9.6%	10.0%	10.0%	8.0%
	营业成本	41684.2	45519.3	49746.1	53023.5
	毛利率	22.4%	23.0%	23.5%	24.5%
渠道综合服务及其他	营业收入	38892.6	42781.9	45348.8	48069.7
	增速	20.1%	10.0%	6.0%	6.0%
	营业成本	35260.3	38931.5	41267.4	43743.4
	毛利率	9.3%	9.0%	9.0%	9.0%
其他	营业收入	19239.5	20201.5	21211.6	22272.2
	增速	12.2%	5.0%	5.0%	5.0%
	营业成本	11589.1	11110.8	11666.4	12249.7
	毛利率	39.8%	45.0%	45.0%	45.0%

数据来源：Wind, 西南证券

相对估值

海尔智家作为全球家电龙头，国内海外市场齐头并进，全球创牌“三步走”战略稳步推进，具备较强的外部经济环境波动应对能力。估值方面，我们选择与公司业务布局相似的白电龙头美的集团、格力电器、海信家电作为可比公司。考虑到公司冰洗品类具有较高的市场份额和品牌知名度，空调业务与海外盈利能力持续改善，高端品牌占据消费者心智，全球化布局+本土化运营能力领先，目前公司估值处于历史较低水平，具备估值修复空间。

表 2：可比公司估值

证券代码	证券简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
000333.SZ	美的集团	76.35	6.23	6.77	7.27	12.25	11.27	10.52
000651.SZ	格力电器	37.47	5.64	5.94	-	6.64	6.31	-
000921.SZ	海信家电	21.51	2.50	2.72	2.90	8.62	7.90	7.41
平均值						9.17	8.49	8.88
600690.SH	海尔智家	21.15	2.22	2.38	2.56	9.53	8.89	8.97

数据来源：可比公司来自 Wind 一致预期，数据截至 2026/4/4，西南证券整理

从 PE 角度看，公司 2026/2027 年估值为 9.5 倍/8.9 倍，可比公司平均估值为 9.2 倍/8.5 倍。我们考虑到公司冰洗品类具有较高的市场份额和品牌知名度，空调业务与海外盈利能力持续改善，高端品牌占据消费者心智，全球化布局+本土化运营能力领先，未来将支撑盈利能力持续改善，预计公司 2026-2028 年 EPS 分别为 2.22 元、2.38 元、2.56 元，对应 PE 分别为 10 倍、9 倍、8 倍，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	现金流量表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	302346.78	317540.63	336375.66	355156.11	净利润	20163.09	21560.56	23112.07	24894.19
营业成本	221738.75	230961.60	244254.31	257096.21	折旧与摊销	6969.40	5131.13	5767.07	6474.29
营业税金及附加	1329.75	1376.29	1472.25	2450.58	财务费用	-50.96	1335.78	1325.98	1125.71
销售费用	33877.81	36199.63	38346.83	40132.64	资产减值损失	-1314.07	-1100.00	-1100.00	-1300.00
管理费用	13762.45	25403.25	26910.05	28412.49	经营营运资本变动	-4240.16	-2273.57	-291.21	723.73
财务费用	-50.96	1335.78	1325.98	1125.71	其他	4475.63	-742.57	-2619.37	295.16
资产减值损失	-1314.07	-1100.00	-1100.00	-1300.00	经营活动现金流净额	26002.94	23911.32	26194.53	32213.08
投资收益	1529.89	1900.00	1900.00	1900.00	资本支出	-22667.56	-21300.00	-19300.00	-17300.00
公允价值变动损益	91.90	52.93	63.98	69.60	其他	5592.26	10619.82	1963.98	1969.60
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-17075.30	-10680.18	-17336.02	-15330.40
营业利润	23725.49	25317.01	27130.22	29208.08	短期借款	3636.42	12012.58	389.41	-7532.67
其他非经营损益	-246.75	-211.00	-217.57	-220.24	长期借款	1500.81	0.00	0.00	0.00
利润总额	23478.74	25106.01	26912.65	28987.83	股权融资	246.04	0.00	0.00	0.00
所得税	3315.65	3545.45	3800.58	4093.64	支付股利	-10754.96	-3910.56	-4154.94	-4468.22
净利润	20163.09	21560.56	23112.07	24894.19	其他	-12299.01	-5446.69	-1325.98	-1125.71
少数股东损益	610.30	785.85	770.98	868.89	筹资活动现金流净额	-17670.71	2655.33	-5091.51	-13126.60
归属母公司股东净利润	19552.80	20774.70	22341.09	24025.30	现金流量净额	-8726.91	15886.47	3767.00	3756.09
资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	47621.66	63508.13	67275.13	71031.22	成长能力				
应收和预付款项	39148.89	40610.90	43444.68	45710.41	销售收入增长率	5.72%	5.03%	5.93%	5.58%
存货	46848.79	49020.65	53694.30	55617.67	营业利润增长率	3.55%	6.71%	7.16%	7.66%
其他流动资产	19214.16	7954.21	8305.35	8655.48	净利润增长率	3.00%	6.93%	7.20%	7.71%
长期股权投资	21756.90	21756.90	21756.90	21756.90	EBITDA 增长率	0.59%	3.72%	7.67%	7.55%
投资性房地产	334.43	334.43	334.43	334.43	获利能力				
固定资产和在建工程	45238.35	61890.81	75907.33	87216.63	毛利率	26.66%	27.27%	27.39%	27.61%
无形资产和开发支出	41942.73	41525.29	41107.85	40690.41	三费率	15.74%	19.82%	19.79%	19.62%
其他非流动资产	33689.18	33623.03	33556.88	33490.73	净利率	6.67%	6.79%	6.87%	7.01%
资产总计	295795.07	320224.34	345382.85	364503.88	ROE	16.01%	15.06%	14.25%	13.63%
短期借款	17420.78	29433.36	29822.77	22290.11	ROA	6.82%	6.73%	6.69%	6.83%
应付和预收款项	86426.31	93151.90	97699.28	102705.29	ROIC	18.64%	18.39%	16.86%	16.17%
长期借款	11165.89	11165.89	11165.89	11165.89	EBITDA/销售收入	10.14%	10.01%	10.17%	10.36%
其他负债	54805.09	43278.21	44542.80	45764.50	营运能力				
负债合计	169818.07	177029.36	183230.74	181925.79	总资产周转率	1.03	1.03	1.01	1.00
股本	9377.63	9377.63	9377.63	9377.63	固定资产周转率	7.77	7.07	6.11	5.37
资本公积	20366.68	20366.68	20366.68	20366.68	应收账款周转率	10.89	11.09	11.11	11.07
留存收益	92783.16	109647.31	127833.46	147390.54	存货周转率	4.74	4.64	4.68	4.67
归属母公司股东权益	118698.40	135130.53	153316.68	172873.77	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	107.36%	—	—	—
少数股东权益	7278.60	8064.45	8835.43	9704.32	资本结构				
股东权益合计	125977.00	143194.98	162152.11	182578.09	资产负债率	57.41%	55.28%	53.05%	49.91%
负债和股东权益合计	295795.07	320224.34	345382.85	364503.88	带息债务/总负债	18.89%	24.91%	24.28%	20.31%
					流动比率	1.07	1.08	1.11	1.17
					速动比率	0.74	0.75	0.76	0.81
					股利支付率	55.00%	18.82%	18.60%	18.60%
业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E	每股指标				
EBITDA	30643.94	31783.91	34223.27	36808.08	每股收益	2.09	2.22	2.38	2.56
PE	10.14	9.55	8.88	8.26	每股净资产	12.66	14.41	16.35	18.43
PB	1.67	1.47	1.29	1.15	每股经营现金	2.77	2.55	2.79	3.44
PS	0.66	0.62	0.59	0.56	每股股利	1.15	0.42	0.44	0.48
EV/EBITDA	5.07	4.65	4.22	3.62					
股息率	5.42%	1.97%	2.09%	2.25%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱
上海	崔露文	销售岗	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	张方毅	销售岗	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	ors@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn	
北京	李杨	北京销售主管兼销售岗	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	马冰竹	销售岗	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
	高欣	广深销售主管兼销售岗	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzh@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn
