

海信家电 (000921.SZ)

外销高增，业绩超预期

公司 25Q1 营业收入+6%，达到 248 亿元；归母净利润+15%，达到 11 亿元，超出市场预期。

- 分产品看：1) 空调：根据产业在线，25Q1 海信家电内销/外销量同比+9%/+32%。我们预计欧洲和新兴市场继续保持较高增速，外销增长高于内销。2) 冰洗：根据产业在线，25Q1 公司冰箱内销量/外销量/外销量同比+2%/+16%。公司冰箱外销品牌力不断提升，且随着墨西哥蒙特雷工厂产能的释放，美国敞口进一步实现覆盖，且外销盈利能力得到优化。3) 中央空调：扭转 2024 年的颓势，我们估计公司内销同比已经转正，其中公建渠道恢复带动增长。公司中央空调在精装修市场品牌力强劲，份额有望持续提升一定程度对抗竣工下行风险；家装零售渠道通过拓展网点、拓展前装渠道进一步提升份额。4) 三电收入估计有小幅下滑。公司收购三电以来不断加大研发投入，优化人员配置。我们估计新能源车业务占比不断提升，盈利能力优化。
- 盈利方面，公司主营毛利率略降 0.22pct，主要跟外销增长快于内需有关。费用方面，公司销售/管理/研发/财务费用率为 9.55%/2.39%/3.32%/0.02%，分别同比-0.45、-0.25、+0.02、+0.33 pct，期间费用率优化 0.35pct，归母净利率改善 0.4pct 至 4.5%，在去年 Q1 基数较高的情况下，盈利能力持续提升。
- 投资建议：国内中央财政支持的消费品以旧换新活动去年三季度细则落地，叠加公司中央空调业务 2025 年恢复增长的确定性强。公司业绩预计 2025 年持续改善的确定性强，坚定看好公司成长。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 38/43/50 亿元，分别增长 12%/15%/15%，对应估值 11/10/9 倍，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：原材料价格大幅上涨、地产竣工不及预期、以旧换新不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	85600	92746	101495	110461	120323
同比增长	15%	8%	9%	9%	9%
营业利润(百万元)	5248	5679	6418	7480	8650
同比增长	56%	8%	13%	17%	16%
归母净利润(百万元)	2837	3348	3750	4328	4966
同比增长	98%	18%	12%	15%	15%
每股收益(元)	2.05	2.42	2.71	3.12	3.58
PE	14.8	12.5	11.2	9.7	8.5
PB	3.1	2.7	2.4	2.1	1.8

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐 (维持)

消费品/家电

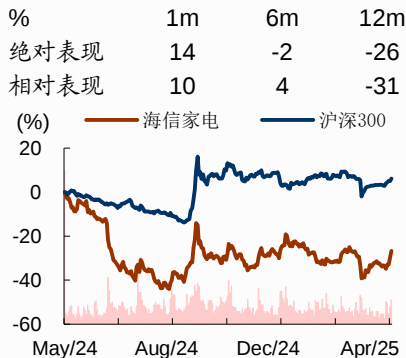
目标估值：

当前股价：30.28 元

基础数据

总股本(百万股)	1386
已上市流通股(百万股)	912
总市值(十亿元)	42.0
流通市值(十亿元)	27.6
每股净资产(MRQ)	12.0
ROE(TTM)	21.1
资产负债率	71.2%
主要股东	青岛海信空调有限公司
主要股东持股比例	37.28%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《海信家电 (000921) —短期盈利承压不改长期逻辑，坚定看好公司成长》2024-11-01
- 《海信家电 (000921) —经营稳健，盈利能力持续提升，坚定看好公司成长》2024-09-02
- 《海信家电 (000921) —海信日立利润分配协议点评：三方共赢，增强控制力》2024-07-26

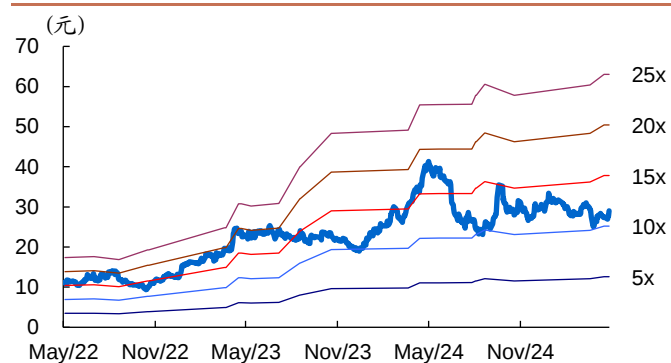
史晋星 S1090522010003

shijinxing@cmschina.com.cn

闫哲坤 S1090523070001

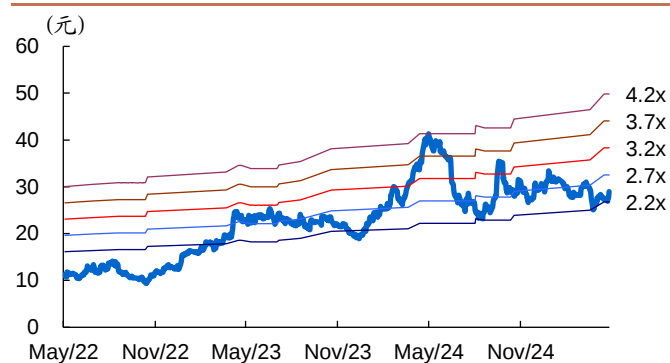
yanzhekun@cmschina.com.cn

图 1: 海信家电历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 海信家电历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	45140	52508	60649	64999	74200
现金	4939	4398	9660	11016	16909
交易性投资	13192	16209	16209	16209	16209
应收票据	742	459	502	547	595
应收款项	9225	10481	11469	12483	13597
其它应收款	146	243	266	289	315
存货	6775	7567	8159	8806	9532
其他	10121	13152	14384	15649	17042
非流动资产	20807	17194	17010	16845	16699
长期股权投资	1671	1765	1765	1765	1765
固定资产	5663	5649	5637	5626	5618
无形资产商誉	1568	1633	1470	1323	1191
其他	11904	8147	8138	8131	8125
资产总计	65946	69702	77659	81844	90899
流动负债	44042	47919	51839	51272	54887
短期借款	2502	2709	3786	0	0
应付账款	26658	28981	31247	33725	36508
预收账款	1444	1841	1985	2143	2320
其他	13437	14388	14820	15404	16059
长期负债	2508	2408	2408	2408	2408
长期借款	43	49	49	49	49
其他	2465	2359	2359	2359	2359
负债合计	46550	50327	54247	53680	57295
股本	1388	1386	1386	1386	1386
资本公积金	1879	1835	1835	1835	1835
留存收益	10313	12235	14280	16734	19535
少数股东权益	5816	3919	5911	8210	10848
归属于母公司所有者权益	13580	15456	17501	19954	22756
负债及权益合计	65946	69702	77659	81844	90899

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	10612	5132	5156	6191	7231
净利润	4791	5126	5742	6628	7603
折旧摊销	1156	1084	1053	1033	1015
财务费用	(161)	(14)	(30)	(30)	(30)
投资收益	(719)	(906)	(1674)	(1664)	(1664)
营运资金变动	5682	(209)	65	225	307
其它	(138)	51	0	0	0
投资活动现金流	(9557)	(619)	806	796	796
资本支出	(985)	(1394)	(868)	(868)	(868)
其他投资	(8572)	774	1674	1664	1664
筹资活动现金流	(621)	(5121)	(700)	(5631)	(2134)
借款变动	286	(3609)	975	(3786)	0
普通股增加	25	(2)	0	0	0
资本公积增加	(195)	(44)	0	0	0
股利分配	(705)	(1406)	(1705)	(1875)	(2164)
其他	(32)	(60)	30	30	30
现金净增加额	433	(609)	5262	1356	5892

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	85600	92746	101495	110461	120323
营业成本	66696	73476	79222	85504	92559
营业税金及附加	579	424	464	505	551
营业费用	9311	9002	10150	10936	11792
管理费用	2296	2499	2735	2977	3243
研发费用	2780	3447	4060	4584	5054
财务费用	(205)	(37)	(30)	(30)	(30)
资产减值损失	(228)	(132)	(150)	(170)	(170)
公允价值变动收益	15	253	50	40	40
其他收益	599	718	718	718	718
投资收益	719	906	906	906	906
营业利润	5248	5679	6418	7480	8650
营业外收入	498	349	349	349	349
营业外支出	62	62	62	62	62
利润总额	5685	5966	6705	7767	8937
所得税	893	840	963	1139	1333
少数股东损益	1954	1778	1992	2299	2638
归属于母公司净利润	2837	3348	3750	4328	4966

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	15%	8%	9%	9%	9%
营业利润	56%	8%	13%	17%	16%
归母净利润	98%	18%	12%	15%	15%
获利能力					
毛利率	22.1%	20.8%	21.9%	22.6%	23.1%
净利率	3.3%	3.6%	3.7%	3.9%	4.1%
ROE	22.6%	23.1%	22.8%	23.1%	23.3%
ROIC	20.7%	21.2%	21.5%	22.4%	23.2%
偿债能力					
资产负债率	70.6%	72.2%	69.9%	65.6%	63.0%
净负债比率	4.0%	4.1%	4.9%	0.1%	0.1%
流动比率	1.0	1.1	1.2	1.3	1.4
速动比率	0.9	0.9	1.0	1.1	1.2
营运能力					
总资产周转率	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
存货周转率	10.0	10.2	10.1	10.1	10.1
应收账款周转率	9.6	8.9	8.9	8.8	8.8
应付账款周转率	2.8	2.6	2.6	2.6	2.6
每股资料(元)					
EPS	2.05	2.42	2.71	3.12	3.58
每股经营净现金	7.66	3.70	3.72	4.47	5.22
每股净资产	9.80	11.15	12.63	14.40	16.42
每股股利	1.01	1.23	1.35	1.56	1.79
估值比率					
PE	14.8	12.5	11.2	9.7	8.5
PB	3.1	2.7	2.4	2.1	1.8
EV/EBITDA	15.3	14.2	12.4	10.9	9.6

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。