

空调业务承压，冰洗盈利改善

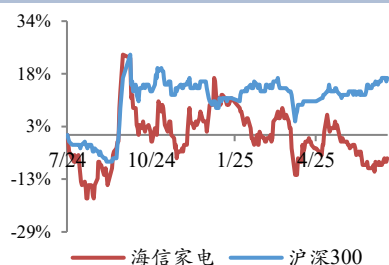
——海信家电 25Q2 点评

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-07-31

收盘价（元）	26.51
近 12 个月最高/最低（元）	39.05/22.82
总股本（百万股）	1,386
流通股本（百万股）	918
流通股比例（%）	66.27
总市值（亿元）	367
流通市值（亿元）	243

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：邓欣

执业证书号：S0010524010001

邮箱：dengxin@hazq.com

联系人：唐楚彦

执业证书号：S0010124070002

邮箱：tangchuyan@hazq.com

相关报告

1. 海信家电 25Q1：中央空调盈利修复
2025-04-29
2. 海信家电 24A：关注中央空调+海外挖潜
2025-03-31
3. 海信家电 24Q3：外销延续景气
2024-10-31

主要观点：

● 公司发布 25Q2 业绩报告：

- Q2：收入 245.02 亿元（同比-2.6%），归母净利润 9.49 亿元（同比-8.3%）；扣非归母净利润 8.10 亿元（同比-6.4%）；
- H1：收入 493.40 亿元（同比+1.4%），归母净利润 20.77 亿元（同比+3.0%）；扣非归母净利润 18.18 亿元（同比+6.7%）。

● 收入分析：内销承压/外销降速

- 分区域：我们预计 Q2 内销基本持平/外销同比约+5%，较 25Q1（内销基本持平/外销+20%+）外销有所降速；
- 分产品：我们预计 Q2 收入增速排序冰洗>家空>中央空调，家家降速居前：

中央空调：我们预计 Q2 同比高个位数下滑（25Q1 预计同比低个位数增长），降速主因内销承压，25Q1 预计内销同比略增；

家空：我们预计 Q2 同比低个位数下滑（25Q1 预计同比约+15%）有所降速，其中预计内销中个位数下滑/外销中个位数增长，较 25Q1（内销略增/外销+30%+）内销承压/外销降速；

冰洗：我们预计 Q2 同比低个位数增长（25Q1 预计同比中高个位数增长）边际降速主要来自外销，预计 Q2 内销低个位数下滑/外销高个位数增长、Q1 内销低个位数下滑/外销双位数增长。

三电：我们预计 Q2 同比双位数增长，较 Q1（预计同比低个位数下滑）有所提速。

● 利润分析：冰洗盈利改善

- **毛利率：**Q2 为 21.55%（同比+1.1pct），分产品来看：
空调：H1 毛利率同比-1.6pct，其中我们预计 Q1 毛利率同比改善/Q2 有所承压；
冰洗：H1 毛利率同比+2pct，其中我们预计 Q1 毛利率同比略降/Q2 有所改善，改善主要来自蒙特雷工厂产能利用率提升+结构改善+降本增效。
- **归母净利率：**Q2 为 3.9%（同比-0.2pct）；预计承压来自空调业务/三电业务受汇兑及裁员影响，冰洗业务同比+1.5pct 有所改善。

● 公司发布董事变更公告，海外挖潜可期

- 公司发布关于拟变更董事、变更总裁并选举职工董事的公告。选举殷必彤先生为职工代表董事；提名方雪玉女士为执行董事候选人，聘任高玉玲女士为总裁。殷先生为空气事业部总裁、方女士为海外业务负责人。

● **投资建议：**

➤ **我们的观点：**

公司 Q2 收入/利润有所降速主要来自空调业务承压，冰洗在蒙特雷工厂减亏+结构改善+降本增效下盈利显著改善，三电裁员影响落地。展望后续，公司海外新兴挖潜+渠道精细化仍可期。

盈利预测：基于公司最新业绩表现，我们调整 25-27 年盈利预测。预计 2025-2027 年公司收入 984.49/1040.69/1095.18 亿元（前值 1019.16/1095.54/1166.58 亿元），同比+6.1%/+5.7%/+5.2%，归母净利润 35.61/37.78/40.03 亿元（前值 38.92/44.36/48.90 亿元），同比+6.4%/+6.1%/+5.9%；对应 PE 10.6/10.0/9.4X，维持“买入”评级。

● **风险提示：**

行业竞争加剧，原材料成本波动。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	92746	98449	104069	109518
收入同比 (%)	8.3%	6.1%	5.7%	5.2%
归属母公司净利润	3348	3561	3778	4003
净利润同比 (%)	18.0%	6.4%	6.1%	5.9%
毛利率 (%)	20.8%	20.9%	20.7%	20.6%
ROE (%)	21.7%	18.7%	16.6%	14.9%
每股收益 (元)	2.46	2.57	2.73	2.89
P/E	11.75	10.58	9.97	9.41
P/B	2.59	1.98	1.65	1.41
EV/EBITDA	6.79	3.96	2.50	1.50

资料来源：wind，华安证券研究所

注：数据截至 2025 年 7 月 30 日

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	52508	60144	73462	80881	营业收入	92746	98449	104069	109518
现金	4398	10461	20747	29333	营业成本	73476	77912	82518	87011
应收账款	10481	10030	13097	10555	营业税金及附加	424	591	624	657
其他应收款	243	341	239	359	销售费用	9002	9156	9366	9966
预付账款	524	486	533	565	管理费用	2499	2264	2290	2300
存货	7567	9314	9023	9759	财务费用	-37	-223	-51	-185
其他流动资产	29296	29513	29823	30309	资产减值损失	-180	0	0	0
非流动资产	17194	17301	17325	17272	公允价值变动收益	253	0	0	0
长期投资	1765	1765	1765	1765	投资净收益	906	886	937	986
固定资产	5649	5790	5845	5814	营业利润	5679	7864	8386	8893
无形资产	1407	1363	1321	1289	营业外收入	349	400	350	350
其他非流动资产	8374	8384	8394	8404	营业外支出	62	50	20	10
资产总计	69702	77446	90787	98152	利润总额	5966	8214	8716	9233
流动负债	47919	48724	54676	54203	所得税	840	1232	1307	1385
短期借款	2709	4209	4709	5209	净利润	5126	6982	7409	7848
应付账款	12848	13482	14220	15101	少数股东损益	1778	3421	3630	3846
其他流动负债	32362	31033	35747	33894	归属母公司净利润	3348	3561	3778	4003
非流动负债	2408	2368	2348	2338	EBITDA	5699	8001	8746	9174
长期借款	49	59	69	79	EPS (元)	2.46	2.57	2.73	2.89
其他非流动负债	2359	2309	2279	2259					
负债合计	50327	51092	57024	56542					
少数股东权益	3919	7340	10970	14816					
股本	1386	1388	1388	1388					
资本公积	2099	2094	2094	2094					
留存收益	11971	15531	19310	23312					
归属母公司股东权益	15456	19014	22792	26795					
负债和股东权益	69702	77446	90787	98152					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	5132	7095	10118	8399	成长能力				
净利润	5126	6982	7409	7848	营业收入	8.3%	6.1%	5.7%	5.2%
折旧摊销	1166	1247	1349	1452	营业利润	8.2%	38.5%	6.6%	6.0%
财务费用	-14	165	209	230	归属于母公司净利润	18.0%	6.4%	6.1%	5.9%
投资损失	-906	-886	-937	-986	获利能力				
营运资金变动	-180	-62	2420	195	毛利率 (%)	20.8%	20.9%	20.7%	20.6%
其他经营现金流	5245	6693	4657	7312	净利率 (%)	3.6%	3.6%	3.6%	3.7%
投资活动现金流	-619	-117	-104	-72	ROE (%)	21.7%	18.7%	16.6%	14.9%
资本支出	-1385	-1003	-1041	-1058	ROIC (%)	17.4%	18.6%	16.2%	13.9%
长期投资	-147	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	912	886	937	986	资产负债率 (%)	72.2%	66.0%	62.8%	57.6%
筹资活动现金流	-5121	1292	271	260	净负债比率 (%)	259.8%	193.9%	168.9%	135.9%
短期借款	206	1500	500	500	流动比率	1.10	1.23	1.34	1.49
长期借款	6	10	10	10	速动比率	0.79	0.90	1.05	1.18
普通股增加	-2	2	0	0	营运能力				
资本公积增加	-16	-5	0	0	总资产周转率	1.37	1.34	1.24	1.16
其他筹资现金流	-5316	-215	-239	-250	应收账款周转率	9.41	9.60	9.00	9.26
现金净增加额	-686	8270	10286	8586	应付账款周转率	5.90	5.92	5.96	5.93

每股指标 (元)					估值比率				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
每股收益	2.46	2.57	2.73	2.89	P/E	11.75	10.58	9.97	9.41
每股经营现金流 (摊薄)	3.71	5.12	7.31	6.06	P/B	2.59	1.98	1.65	1.41
每股净资产	11.15	13.73	16.46	19.35	EV/EBITDA	6.79	3.96	2.50	1.50

资料来源: wind, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：邓欣，华安证券研究所副所长、消费组组长兼食品饮料、家用电器、消费首席分析师。经济学硕士，双专业学士，10余年证券从业经验，历任中泰证券、中信建投、安信证券、海通证券，曾任家电、医美、泛科技消费首席分析师等，专注于成长消费领域，从产业链变革视角前瞻挖掘投资机会。

联系人：唐楚彦，武汉大学金融学学士，伦敦大学学院金融学硕士，3年消费行业研究经验。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属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投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。