

海信家电 (000921.SZ)

强烈推荐 (维持)

经营暂时承压，期待困境反转

消费品/家电
目标估值: NA
当前股价: 27.2 元

公司 25H1 实现营业总收入 493 亿元, 同比+1%, 归母净利 20.8 亿元, 同比+3%。其中 25Q2 营业收入-3%, 归母净利润-8%, 经营暂有承压。

基础数据

分产品看: 1) 空调: 根据产业在线, 25Q2 海信家电内销/外销量同比+6%/+17%。我们估计 H1 外销增长高于内销, 二季度内外销估计负增长, 其中内销受到行业价格战的影响, 外销和去年高基数有关。2) 冰洗: 根据产业在线, 25Q2 公司冰箱内销量/外销量同比+4%/+2%。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, 且二季度外销冰洗的盈利能力得到明显的优化。3) 中央空调: 海信日立 H1 实现营收 107 亿元, 同比-6%; 海信日立净利润 19 亿元, 同比-5%, 盈利能力稳定, 收入下滑主要系地产表现较为低迷。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。根据公众号, 公司多联机市占率仍旧保持在 20% 以上。4) 三电控股 H1 营收+3%。公司收购三电以来不断加大研发投入, 上半年三电盈利能力受到一定影响与人员优化和汇兑波动有关。

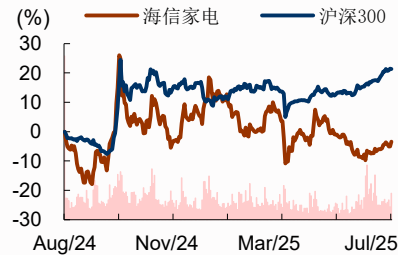
总股本 (百万股)	1385
已上市流通股 (百万股)	918
总市值 (十亿元)	37.7
流通市值 (十亿元)	25.0
每股净资产 (MRQ)	11.6
ROE (TTM)	21.3
资产负债率	73.9%
主要股东	青岛海信空调有限公司
主要股东持股比例	37.29%

盈利方面, Q2 公司主营毛利率+0.6pct, 主要跟产品结构提升有关。费用方面, 公司销售/管理/研发/财务费用率为分别同比-0.2、+0.3、+0.01、+0.28 pct, 归母净利率-0.2pct 至 3.9%, 财务费用率增加主要系汇兑损失增加。

股价表现

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, 公司业绩预计 2025 年稳健增长的确定性强, 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 37/42/49 亿元, 分别增长 10%/15%/15%, 对应估值 10/9/8 倍, 维持“强烈推荐”评级。

%	1m	6m	12m
绝对表现	6	-13	-2
相对表现	0	-21	-25



资料来源: 公司数据、招商证券

风险提示: 国补效果不及预期, 海外关税冲击, 原材料价格大幅上涨等。

相关报告

财务数据与估值

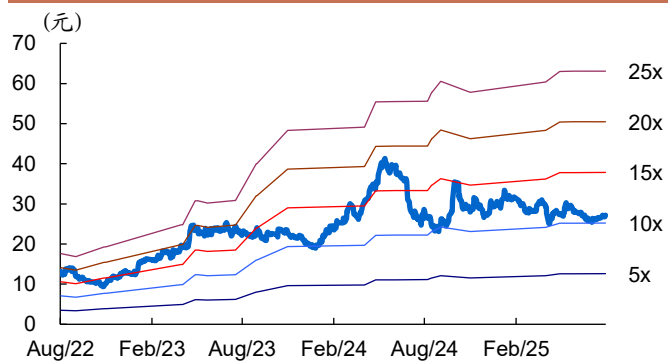
会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	85600	92746	99613	108191	117636
同比增长	15%	8%	7%	9%	9%
营业利润(百万元)	5248	5679	6286	7281	8453
同比增长	56%	8%	11%	16%	16%
归母净利润(百万元)	2837	3348	3679	4220	4859
同比增长	98%	18%	10%	15%	15%
每股收益(元)	2.05	2.42	2.66	3.05	3.51
PE	13.3	11.3	10.2	8.9	7.8
PB	2.8	2.4	2.2	1.9	1.7

资料来源: 公司数据、招商证券

- 《海信家电 (000921) — 外销高增, 业绩超预期》2025-05-12
- 《海信家电 (000921) — 2024 年业绩超预期, 盈利提升持续兑现》2025-04-01
- 《海信家电 (000921) — 国补提振内需, 中央空调局步步高》2024-12-11

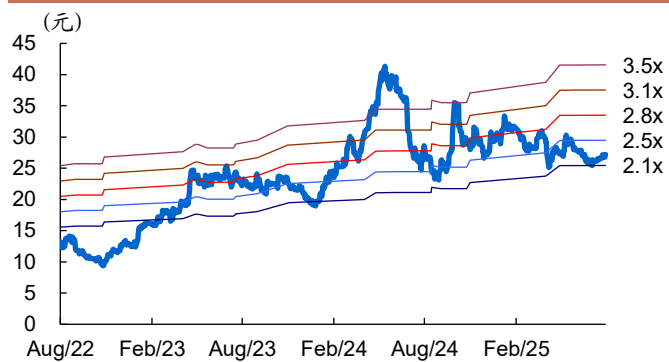
史晋星 S1090522010003
✉ shijinxing@cmschina.com.cn
闫哲坤 S1090523070001
✉ yanzhekun@cmschina.com.cn
牛侯航 S1090525060005
✉ niuyuhang@cmschina.com.cn

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	59834	63898	72811
现金	4939	4398	9485	10683	16432
交易性投资	13192	16209	16209	16209	16209
应收票据	742	459	493	535	582
应收款项	9225	10481	11257	12226	13293
其它应收款	146	243	261	283	308
存货	6775	7567	8012	8632	9323
其他	10121	13152	14117	15328	16662
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	76844	80743	89509
流动负债	44042	47919	51133	50410	53847
短期借款	2502	2709	3812	0	0
应付账款	26658	28981	30684	33062	35707
预收账款	1444	1841	1950	2101	2269
其他	13437	14388	14688	15248	15871
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	53541	52818	56255
股本	1388	1386	1386	1386	1386
资本公积金	1879	1835	1835	1835	1835
留存收益	10313	12235	14209	16589	19338
少数股东权益	5816	3919	5873	8114	10695
归属于母公司所有者权益	13580	15456	17429	19810	22559
负债及权益合计	65946	69702	76844	80743	89509

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	10612	5132	4955	6023	7034
净利润	4791	5126	5632	6462	7440
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)	(26)	223	273
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)	(674)	(5621)	(2080)
借款变动	286	(3609)	1001	(3812)	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)	(1839)	(2110)
其他	(32)	(60)	30	30	30
现金净增加额	433	(609)	5087	1198	5749

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	85600	92746	99613	108191	117636
营业成本	66696	73476	77795	83823	90529
营业税金及附加	579	424	456	495	538
营业费用	9311	9002	9961	10711	11528
管理费用	2296	2499	2685	2916	3170
研发费用	2780	3447	3985	4490	4941
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	6286	7281	8453
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	6573	7568	8741
所得税	893	840	941	1106	1301
少数股东损益	1954	1778	1954	2242	2581
归属于母公司净利润	2837	3348	3679	4220	4859

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	15%	8%	7%	9%	9%
营业利润	56%	8%	11%	16%	16%
归母净利润	98%	18%	10%	15%	15%
获利能力					
毛利率	22.1%	20.8%	21.9%	22.5%	23.0%
净利率	3.3%	3.6%	3.7%	3.9%	4.1%
ROE	22.6%	23.1%	22.4%	22.7%	22.9%
ROIC	20.7%	21.2%	21.1%	21.9%	22.9%
偿债能力					
资产负债率	70.6%	72.2%	69.7%	65.4%	62.8%
净负债比率	4.0%	4.1%	5.0%	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	10.0	10.1	10.1
应收账款周转率	9.6	8.9	8.8	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	2.66	3.05	3.51
每股经营净现金	7.66	3.71	3.58	4.35	5.08
每股净资产	9.81	11.16	12.59	14.30	16.29
每股股利	1.02	1.23	1.33	1.52	1.75
估值比率					
PE	13.3	11.3	10.2	8.9	7.8
PB	2.8	2.4	2.2	1.9	1.7
EV/EBITDA	14.6	13.4	12.0	10.6	9.3

资料来源：公司数据、招商证券

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。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，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。