

海信家电 (000921.SZ)

优于大市

2025年中报点评：二季度经营略承压，经营性盈利表现稳健

核心观点

二季度小幅承压，整体表现稳健。公司2025H1实现营收493.4亿/+1.4%，归母净利润20.8亿/+3.0%，扣非归母净利润18.2亿/+6.7%。其中Q2收入245.0亿/-2.6%，归母净利润9.5亿/-8.3%，扣非归母净利润8.1亿/-6.4%。公司Q2受空调业务拖累，经营小幅承压；H1整体增长稳健，韧性依然充足。

家空收入增长良好，中央空调盈利高位维稳。2025H1公司暖通空调收入增长4.1%至236.9亿，其中海信日立收入下降6.0%至106.6亿，海信日立之外的空调收入同比增长14.1%至130.4亿。海信日立净利率同比提升0.2pct至17.5%，公司暖通空调分部经营利润率同比-1.3pct至11.8%，预计家空业务受内销价格竞争影响，盈利有所下滑；中央空调盈利能力则稳中向好。

冰洗收入稳健增长，盈利稳步向上。2025H1公司冰洗收入同比增长4.8%至153.9亿；经营利润率同比+0.8pct至4.2%，结构升级下盈利能力稳步提升。

三电增长平稳，持续降本增效。H1公司旗下从事汽车压缩机及热管理业务的三电公司收入同比增长3%，并新增商权69亿。三电2024年营收约合人民币85亿，订单的持续获得为公司后续收入增长奠定坚实基础。三电通过技术突破，持续获得订单，在国内新增ECH等产品订单，在欧洲新增战略客户主平台机械压机订单，在美洲获取重要客户电动压缩机订单。同时，三电积极提升运营效率，优化组织结构和流程，提升资产使用效率，逐步改善盈利能力。

海外驱动增长，内销表现平稳。公司2025H1内销收入同比下降0.3%至252.5亿，预计主要系中央空调业务影响；外销收入同比增长12.3%至204.5亿。其中家电欧洲区收入增长22.7%，美洲区收入增长26.2%，中东非收入增长22.8%，亚太收入+14.5%；东盟区冰洗收入增长约50%，东盟区中央空调增长26%。

Q2毛利率提升，减值等拖累盈利。同口径下，公司H1毛利率同比+0.7pct至21.5%，Q2毛利率同比+1.1pct至21.5%，公司冰洗及外销毛利率均有所提升。公司费用投入加大，Q2销售/管理/研发/财务费用率同比+0.3/+0.3/+0.0/+0.3pct至10.2%/2.6%/3.5%/+0.1%。公司公允价值变动收益、资产及信用减值损失同比拖累利润约1.3亿，Q2归母净利率同比-0.2pct至3.9%。

风险提示：行业竞争加剧；汇率大幅波动；原材料价格大幅上涨；海外业务发展不及预期；三电整合及扭亏进度不及预期。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级

考虑到关税扰动及地产下行等对中央空调的影响，下调盈利预测，预计公司2025-2027年归母净利润35.5/39.0/42.7亿（前值为37.8/41.9/46.3亿），同比+6.1%/+9.9%/+9.5%，对应PE=10.6/9.7/8.8x，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	85,600	92,746	96,968	102,872	108,733
(+/-%)	15.5%	8.3%	4.6%	6.1%	5.7%
归母净利润(百万元)	2,837	3,348	3,551	3,903	4,273
(+/-%)	97.7%	18.0%	6.1%	9.9%	9.5%
每股收益(元)	2.04	2.42	2.56	2.82	3.08
EBIT Margin	4.6%	4.2%	5.2%	5.4%	5.5%
净资产收益率 (ROE)	20.9%	21.7%	20.6%	20.3%	20.0%
市盈率 (PE)	13.3	11.3	10.6	9.7	8.8
EV/EBITDA	16.6	17.8	15.4	14.5	13.7
市净率 (PB)	2.78	2.44	2.19	1.97	1.77

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

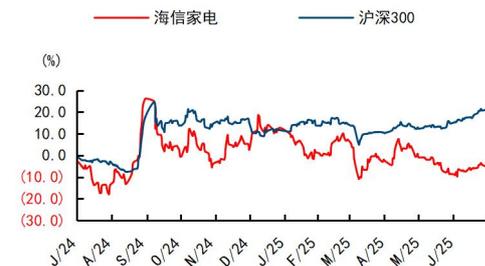
证券分析师：邹会阳 0755-81981518
zouhuiyang@guosen.com.cn
S0980523020001

联系人：李晶 cnlijing29@guosen.com.cn

基础数据

投资评级 优于大市(维持)
合理估值
收盘价 27.20元
总市值/流通市值 37668/37668百万元
52周最高价/最低价 39.05/22.82元
近3个月日均成交额 316.32百万元

市场走势

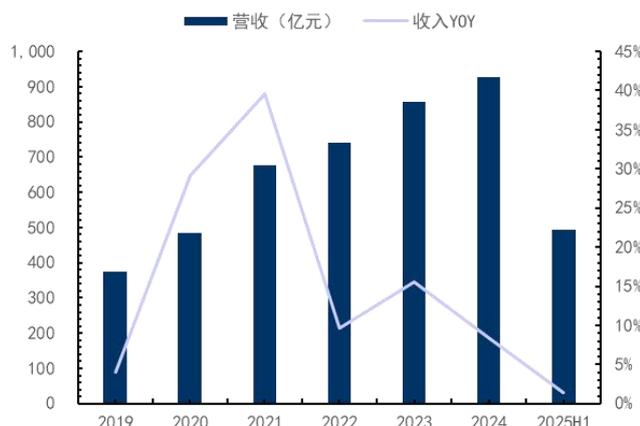


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《海信家电(000921.SZ)-2024年半年报点评：海外各区域驱动增长，四季度内销回暖》——2025-03-31
- 《海信家电(000921.SZ)-2024年中报点评：海外白电收入增长37%，盈利稳步向上》——2024-09-05
- 《海信家电(000921.SZ)-2023年年报点评：海外收入加速增长，白电盈利全面提升》——2024-04-02
- 《海信家电(000921.SZ)-2023年业绩预告点评：全年业绩翻倍增长，经营盈利持续提升》——2024-02-02
- 《海信家电(000921.SZ)-2023年中报点评：二季度收入增长提速，利润超出预告上限》——2023-08-31

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



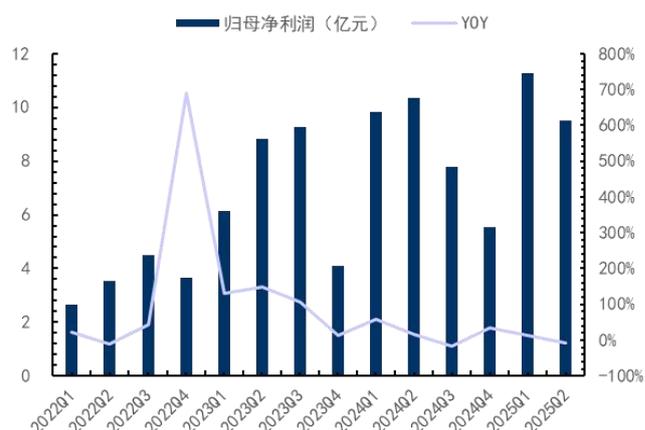
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及增速



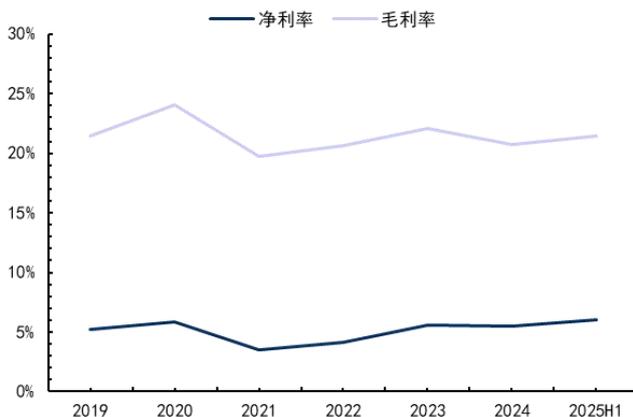
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季归母净利润及增速



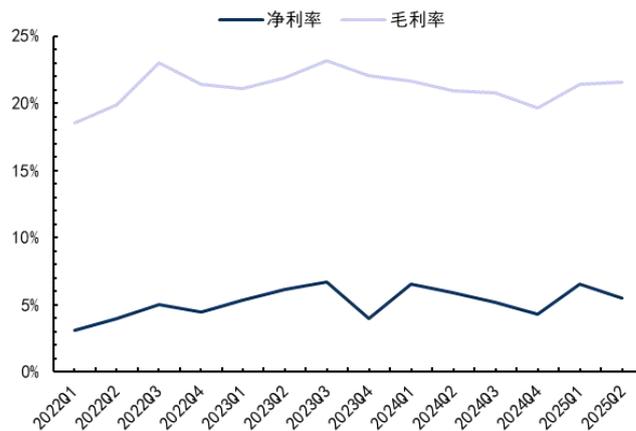
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司毛利率及净利率



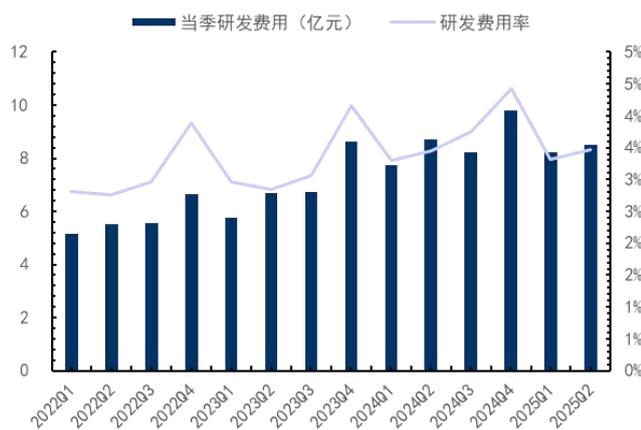
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司单季度毛利率及净利率



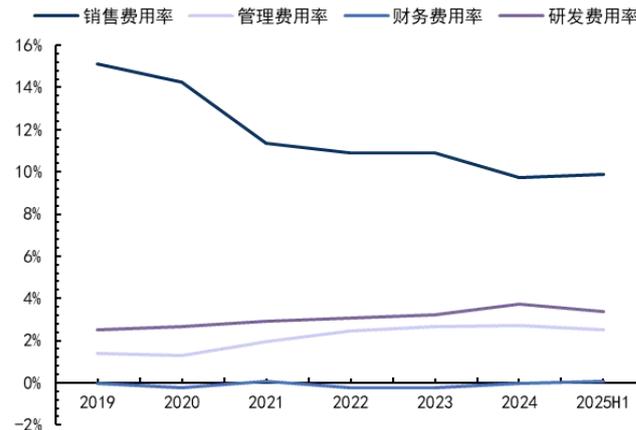
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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		EPS				PE				PEG	投资评级
			亿元	24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E	(25E)		
600690.SH	海尔智家	25.58	2,264	2.00	2.26	2.49	2.74	12.8	11.3	10.3	9.3	1.1	优于大市	
000333.SZ	美的集团	72.11	5,538	5.03	5.62	6.13	6.63	14.3	12.8	11.8	10.9	1.5	优于大市	
000921.SZ	海信家电	27.20	353	2.42	2.56	2.82	3.08	11.3	10.6	9.7	8.8	1.1	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)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	4939	4398	4902	7217	9007	营业收入	85600	92746	96968	102872	108733
应收款项	9967	11182	11207	12090	12819	营业成本	66696	73476	76270	80861	85439
存货净额	6775	7567	7843	8338	8787	营业税金及附加	579	424	576	592	590
其他流动资产	6625	8268	8522	8725	9490	销售费用	9311	9002	9406	9876	10330
流动资产合计	45140	52508	54200	58747	63152	管理费用	2296	2499	2287	2422	2557
固定资产	6106	6323	6717	7210	7554	研发费用	2780	3447	3394	3601	3806
无形资产及其他	1342	1407	1352	1296	1241	财务费用	(205)	(37)	(12)	(44)	(91)
投资性房地产	11687	7699	7699	7699	7699	投资收益	719	906	868	876	874
长期股权投资	1671	1765	1888	1997	2113	资产减值及公允价值变动	(176)	73	74	33	60
资产总计	65946	69702	71856	76949	81760	其他收入	(2218)	(2680)	(3394)	(3601)	(3806)
短期借款及交易性金融负债	2624	2811	2459	2594	2584	营业利润	5248	5679	5991	6473	7037
应付款项	26658	28981	29233	31183	32877	营业外净收支	437	287	317	311	312
其他流动负债	14760	16128	16604	17614	18570	利润总额	5685	5966	6308	6784	7350
流动负债合计	44042	47919	48296	51392	54032	所得税费用	893	840	965	1018	1139
长期借款及应付债券	43	49	49	49	49	少数股东损益	1954	1778	1791	1863	1938
其他长期负债	2465	2359	2182	2040	1881	归属于母公司净利润	2837	3348	3551	3903	4273
长期负债合计	2508	2408	2231	2090	1930	现金流量表 (百万元)					
负债合计	46550	50327	50527	53481	55962	净利润	2837	3348	3551	3903	4273
少数股东权益	5816	3919	4098	4284	4478	资产减值准备	(84)	(11)	28	12	11
股东权益	13580	15456	17231	19183	21319	折旧摊销	1141	1059	687	772	844
负债和股东权益总计	65946	69702	71856	76949	81760	公允价值变动损失	176	(73)	(74)	(33)	(60)
关键财务与估值指标						财务费用	(205)	(37)	(12)	(44)	(91)
每股收益	2.04	2.42	2.56	2.82	3.08	营运资本变动	3084	3911	24	1251	558
每股红利	1.38	3.17	1.28	1.41	1.54	其它	721	(543)	152	174	183
每股净资产	9.78	11.15	12.43	13.84	15.38	经营活动现金流	7874	7691	4368	6080	5808
ROIC	65%	43%	40%	41%	38%	资本开支	0	(1162)	(981)	(1188)	(1084)
ROE	21%	22%	21%	20%	20%	其它投资现金流	(8089)	(4259)	(633)	(652)	(671)
毛利率	22%	21%	21%	21%	21%	投资活动现金流	(8242)	(5514)	(1737)	(1948)	(1872)
EBIT Margin	5%	4%	5%	5%	6%	权益性融资	(34)	5	0	0	0
EBITDA Margin	6%	5%	6%	6%	6%	负债净变化	23	6	0	0	0
收入增长	15%	8%	5%	6%	6%	支付股利、利息	(1913)	(4390)	(1776)	(1952)	(2136)
净利润增长率	98%	18%	6%	10%	9%	其它融资现金流	3120	6044	(352)	135	(10)
资产负债率	79%	78%	76%	75%	74%	融资活动现金流	(695)	(2718)	(2127)	(1817)	(2146)
股息率	5.1%	11.6%	4.7%	5.2%	5.7%	现金净变动	(1062)	(542)	504	2315	1790
P/E	13.3	11.3	10.6	9.7	8.8	货币资金的期初余额	6001	4939	4398	4902	7217
P/B	2.8	2.4	2.2	2.0	1.8	货币资金的期末余额	4939	4398	4902	7217	9007
EV/EBITDA	16.6	17.8	15.4	14.5	13.7	企业自由现金流	7544	7156	3996	5527	5397
						权益自由现金流	10688	13207	3655	5699	5458

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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