

# 海信家电 (000921)

证券研究报告  
2026年04月03日

## 业绩受大盘影响，三电加速转型有望贡献增量

### 事件：

2025年3月30日，公司发布2025年年报，实现营业收入879.3亿元（同比-5.2%，下同），归母净利润31.9亿元（-4.8%），扣非归母净利润24.4亿元（-6.2%）。单2025Q4看，公司实现营业收入164亿元（-26.0%），归母净利润3.75亿元（-32.5%），扣非归母净利润1.18亿元（-62.8%）。2025年每10股派发现金红利12.65元（含税），分红比例进一步提升至55%。

### 点评：

**业绩受行业大盘影响，但中高端市场取得进展。**分业务看，（1）暖通空调业务实现收入388.3亿元（-3.6%），具体来看，中央空调：预计在地产市场持续低迷及公建项目缩减的双重影响下整体承压；家装领域方面，日立、海信、约克品牌均在高端市场取得进展，高端形象未来有望帮助公司享受产品溢价；工程领域，日立面向高价值市场、海信聚焦细分行业、约克聚焦全场景需求，三大品牌各司其职，形成差异化布局。家空：国内行业价格竞争相对激烈，行业均价触及近五年低点，行业海外出口规模下滑，根据奥维云网和产业在线数据，预计公司25年家空承压、其中Q4影响较大；（2）冰冷洗：实现收入312.0亿元（+1.2%），据奥维数据显示，2025年海信系冰箱零售额占有率17%（+0.6pct），依托容声与海信双品牌战略实现增长，其中中高端市场占有率增长更快；（3）厨电：内销收入同比+31%，线下收入同比+43%，处于增长势头；（4）汽车空调压缩机及综合热管理业务：三电加速转型，有望乘上汽车产业电动化的东风，从而增厚公司业绩。

**利润端：**2025年，毛利率21.3%（+0.5pct），期间费用率16.7%（+0.7pct），其中销售/管理/研发/财务费用率分别为9.9%/2.7%/3.9%/0.2%，同比分别+0.1/+0/+0.2/+0.3pct，财务费用主要受汇兑损益影响，综合影响下净利率为5.4%（-0.1pct），归母净利率为3.6%（+0pct），扣非净利率为2.8%（0pct）。单2025Q4看，毛利率22.3%（同口径追溯调整后+0.8pct），期间费用率19.5%（+1.7pct），其中销售/管理/研发/财务费用率分别为9.6%/3.7%/5.7%/0.5%，同比分别-0.5/+0.4/+1.2/+0.6pct，综合影响下净利率为4.0%（-0.3pct），归母净利率为2.3%（-0.2pct），扣非净利率为0.7%（-0.7pct）。非经损益中，委托投资损益1.36亿元（去年同期为1.26亿元），占收入的比例同比+0.3pct。

**投资建议：**公司以家电主业为基础，依托八大品牌矩阵满足用户差异化需求。同时，三电加速转型，有望乘上汽车产业电动化的东风。海信作为2026年美加墨世界杯的官方赞助商，有望提高品牌声量。由于25Q4归母净利润下滑，预计26-28年公司归母净利润为32.6/34.5/38.7亿元（26/27年前值分别为34.5/36.8亿元），对应动态PE为9.1x/8.7x/7.7x，维持“买入”评级。

**风险提示：**宏观经济不确定性、原材料价格风险、地缘政治风险等。

财务数据和估值	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	92,745.61	87,928.49	90,203.96	95,550.34	101,410.56
增长率(%)	8.35	(5.19)	2.59	5.93	6.13
EBITDA(百万元)	9,741.54	10,000.56	6,481.14	6,696.78	7,185.48
归属母公司净利润(百万元)	3,347.88	3,186.57	3,258.32	3,445.11	3,867.36
增长率(%)	17.99	(4.82)	2.25	5.73	12.26
EPS(元/股)	2.42	2.30	2.35	2.49	2.79
市盈率(P/E)	8.91	9.35	9.14	8.65	7.70
市净率(P/B)	1.93	1.71	1.58	1.44	1.32
市销率(P/S)	0.32	0.34	0.33	0.31	0.29
EV/EBITDA	1.42	0.82	(0.01)	(0.90)	(1.57)

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	家用电器/白色家电
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	21.51元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	925.27
流通A股股本(百万股)	918.13
A股总市值(百万元)	19,902.59
流通A股市值(百万元)	19,749.05
每股净资产(元)	12.61
资产负债率(%)	69.25
一年内最高/最低(元)	30.53/21.03

### 作者

<b>周嘉乐</b>	分析师
SAC 执业证书编号：S1110525060005 zhoujiale@tfzq.com	
<b>金昊田</b>	分析师
SAC 执业证书编号：S1110525050003 jinhaotian@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《海信家电-季报点评: 中央空调受地产拖累，白电保持经营韧性》2025-11-05
- 《海信家电-季报点评: 外销增速表现亮眼，利润水平持续提升》2025-04-29
- 《海信家电-年报点评报告: 外销快速增长多点开花，公司业绩表现亮眼》2025-03-30

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E	利润表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	4,397.69	3,496.41	9,455.49	15,566.66	20,884.59	营业收入	92,745.61	87,928.49	90,203.96	95,550.34	101,410.56
应收票据及应收账款	10,939.62	9,523.06	12,699.05	12,219.26	15,776.75	营业成本	73,476.06	69,190.77	70,567.23	74,947.97	79,852.37
预付账款	524.09	379.13	596.03	500.34	736.21	营业税金及附加	424.35	406.24	414.94	439.39	467.12
存货	7,566.93	6,862.33	8,716.17	8,798.79	10,955.61	销售费用	9,001.92	8,662.02	9,008.50	9,413.88	9,884.58
其他	29,079.57	32,228.24	30,094.38	30,877.35	31,814.35	管理费用	2,499.49	2,403.56	2,595.84	2,751.59	2,751.59
<b>流动资产合计</b>	<b>52,507.91</b>	<b>52,489.17</b>	<b>61,561.12</b>	<b>67,962.41</b>	<b>80,167.51</b>	研发费用	3,446.75	3,440.77	3,784.85	4,087.64	4,087.64
长期股权投资	1,764.94	2,005.22	2,167.51	2,302.75	2,415.45	财务费用	(36.90)	205.23	102.62	51.31	(25.65)
固定资产	5,648.64	7,160.33	6,548.65	5,853.24	5,081.71	资产/信用减值损失	(135.96)	(216.73)	(195.56)	(182.75)	(198.35)
在建工程	674.46	911.16	1,039.82	1,156.78	1,263.11	公允价值变动收益	253.16	230.64	166.24	216.68	204.52
无形资产	1,406.84	1,305.68	1,080.35	857.11	638.12	投资净收益	905.64	1,032.29	885.79	941.24	953.11
其他	7,699.15	6,112.69	6,251.85	6,450.04	6,710.91	其他	722.36	614.15	647.10	661.20	640.82
<b>非流动资产合计</b>	<b>17,194.03</b>	<b>17,495.07</b>	<b>17,088.17</b>	<b>16,619.92</b>	<b>16,109.31</b>	<b>营业利润</b>	<b>5,679.14</b>	<b>5,280.25</b>	<b>5,233.55</b>	<b>5,494.92</b>	<b>5,993.02</b>
<b>资产总计</b>	<b>69,701.94</b>	<b>69,984.24</b>	<b>78,649.29</b>	<b>84,582.33</b>	<b>96,276.82</b>	营业外收入	348.95	242.75	363.33	318.34	308.14
短期借款	2,708.72	3,300.81	2,400.00	2,400.00	2,400.00	营业外支出	61.70	74.36	65.93	67.33	69.21
应付票据及应付账款	28,981.06	28,306.27	33,543.79	35,994.44	42,434.84	<b>利润总额</b>	<b>5,966.39</b>	<b>5,448.64</b>	<b>5,530.94</b>	<b>5,745.94</b>	<b>6,231.95</b>
其他	16,229.60	14,847.83	16,879.33	17,711.30	20,068.45	所得税	840.24	714.83	725.62	753.83	817.59
<b>流动负债合计</b>	<b>47,919.37</b>	<b>46,454.91</b>	<b>52,823.12</b>	<b>56,105.74</b>	<b>64,903.29</b>	<b>净利润</b>	<b>5,126.15</b>	<b>4,733.81</b>	<b>4,805.32</b>	<b>4,992.11</b>	<b>5,414.36</b>
长期借款	49.37	71.31	60.00	60.00	60.00	少数股东损益	1,778.27	1,547.24	1,547.00	1,547.00	1,547.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>3,347.88</b>	<b>3,186.57</b>	<b>3,258.32</b>	<b>3,445.11</b>	<b>3,867.36</b>
其他	2,358.68	1,937.53	2,051.04	2,171.21	2,298.41	每股收益(元)	2.42	2.30	2.35	2.49	2.79
<b>非流动负债合计</b>	<b>2,408.05</b>	<b>2,008.84</b>	<b>2,111.04</b>	<b>2,231.21</b>	<b>2,358.41</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>
<b>负债合计</b>	<b>50,327.42</b>	<b>48,463.74</b>	<b>54,934.16</b>	<b>58,336.95</b>	<b>67,261.70</b>	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	3,918.90	4,051.49	4,840.46	5,613.96	6,387.46	营业收入	8.35%	-5.19%	2.59%	5.93%	6.13%
股本	1,386.01	1,384.86	1,384.86	1,384.86	1,384.86	营业利润	8.22%	-7.02%	-0.88%	4.99%	9.06%
资本公积	2,099.08	2,217.06	2,217.06	2,217.06	2,217.06	归属于母公司净利润	17.99%	-4.82%	2.25%	5.73%	12.26%
留存收益	12,024.75	13,511.72	15,173.47	16,896.02	18,829.70	<b>获利能力</b>					
其他	(54.21)	355.36	99.28	133.47	196.04	毛利率	20.78%	21.31%	21.77%	21.56%	21.26%
<b>股东权益合计</b>	<b>19,374.52</b>	<b>21,520.50</b>	<b>23,715.13</b>	<b>26,245.38</b>	<b>29,015.12</b>	净利率	3.61%	3.62%	3.61%	3.61%	3.81%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>69,701.94</b>	<b>69,984.24</b>	<b>78,649.29</b>	<b>84,582.33</b>	<b>96,276.82</b>	ROE	21.66%	18.24%	17.26%	16.70%	17.09%
						ROIC	-43.40%	-44.42%	-53.37%	-43.87%	-34.09%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	72.20%	69.25%	69.85%	68.97%	69.86%
						净负债率	-7.94%	1.33%	-27.66%	-48.18%	-61.82%
						流动比率	1.10	1.13	1.17	1.21	1.24
						速动比率	0.94	0.98	1.00	1.05	1.07
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	8.87	8.59	8.12	7.67	7.24
						存货周转率	12.93	12.19	11.58	10.91	10.27
						总资产周转率	1.37	1.26	1.21	1.17	1.12
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	2.42	2.30	2.35	2.49	2.79
						每股经营现金流	3.70	4.19	4.95	6.38	5.84
						每股净资产	11.15	12.61	13.63	14.90	16.34
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	8.91	9.35	9.14	8.65	7.70
						市净率	1.93	1.71	1.58	1.44	1.32
						EV/EBITDA	1.42	0.82	-0.01	-0.90	-1.57
						EV/EBIT	1.60	0.94	-0.01	-1.15	-1.97

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com