

# 海信家电(000921.SZ/00921.HK)

## 内销承压，外销彰显韧性

### 核心观点：

- **25Q4 公司业绩承压。**公司发布 2025 年年报。2025 年公司实现营业收入 879.3 亿元 (YoY-5.2%)，归母净利润 31.9 亿元 (YoY-4.8%)，毛利率 21.3% (YoY+0.5pct)，归母净利率 3.6% (YoY+0.01pct)。2025Q4 单季实现营业收入 164.0 亿元 (YoY-26.0%)，归母净利润 3.7 亿元 (YoY-32.5%)，毛利率 22.3% (YoY+0.8pct)，归母净利率 2.3% (YoY-0.2pct)。
- **2025 年分产品看，暖通空调承压，冰洗和其他主营均实现增长。**暖通空调/冰洗/其他主营业务收入分别同比-3.6%/+1.2%/+6.5%。暖通空调中：中央空调业务主要受地产市场持续低迷以及公建项目缩减的双重挑战，其中，海信日立营业收入同比-16%；家空业务预计受到国补退坡和空调价格竞争影响。
- **内销下降，外销延续韧性。**公司 2025 年内销收入同比-5%，外销收入同比+6%。海信全球份额提升逻辑持续演绎，2025 年海信白电在欧洲区的收入同比+22%、南美区收入同比+28%、亚太区收入同比+15%。
- **分红比例继续提升，每股股利高于去年。**公司 2025 年分红比例提升至 55%，2025 年董事会建议每 10 股派发现金红利 12.65 元，高于上一年。
- **盈利预测与投资建议：**短期内销虽有承压，但依然看好全球品牌份额提升逻辑。我们预计 25-27 年实现归母净利润 32.6、34.6、36.7 亿元，考虑可比公司估值，给予 25 年 11xPE，对应合理价值 25.85 元/股，维持“买入”评级。考虑 A/H 溢价因素，对应港股合理价值 24.23 港元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料成本压力；行业竞争加剧；海外市场拓展不达预期。

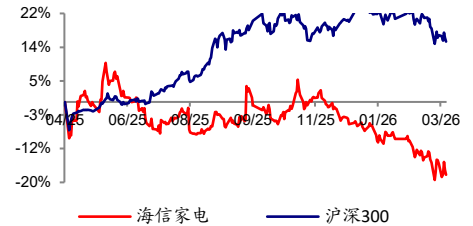
### 盈利预测：

单位:人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	92,746	87,928	89,801	93,524	97,697
增长率 (%)	8.3%	-5.2%	2.1%	4.1%	4.5%
EBITDA	5,781	5,760	5,785	6,064	6,417
归母净利润	3,348	3,187	3,259	3,458	3,674
增长率 (%)	18.0%	-4.8%	2.3%	6.1%	6.2%
EPS (元/股)	2.42	2.30	2.35	2.50	2.65
市盈率 (P/E)	12.0	10.8	9.1	8.6	8.1
ROE (%)	21.7%	18.2%	17.2%	16.9%	16.7%
EV/EBITDA	6.6	5.9	4.7	3.8	3.1

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入-A/买入-H
当前价格	21.51 元/20.16 港元
合理价值	25.85 元/24.23 港元
前次评级	买入/买入
报告日期	2026-04-06

### 相对市场表现



### 分析师：

曾婵



SAC 执证号: S0260517050002

SFC CE No. BNV293



0755-82771936



zengchan@gf.com.cn

### 分析师：

张云添



SAC 执证号: S0260526010004

15166390628



zhangyuntian@gf.com.cn

### 分析师：

芦家宁



SAC 执证号: S0260526020004

无



lujianing@gf.com.cn

请注意，张云添、芦家宁并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究：

海信家电 2025-07-31

(000921.SZ/00921.HK):外销

好于内销

海信家电 2025-04-29

(000921.SZ/00921.HK):外销

增长亮眼，业绩超预期

**资产负债表**

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产总额</b>	<b>52,508</b>	<b>52,489</b>	<b>56,115</b>	<b>60,715</b>	<b>64,685</b>
货币资金	4,398	3,496	5,661	9,729	12,669
应收及预付	11,520	9,970	10,742	11,187	11,686
存货	7,567	6,862	7,453	7,344	7,659
其他	29,023	32,161	32,259	32,454	32,672
<b>非流动资产总额</b>	<b>17,194</b>	<b>17,495</b>	<b>17,197</b>	<b>16,948</b>	<b>16,634</b>
长期股权投资	1,765	2,005	2,005	2,005	2,005
固定资产	5,649	7,160	6,994	6,696	6,270
在建工程	674	911	881	916	1,016
使用权资产	163	201	221	241	261
无形资产	1,407	1,306	1,234	1,248	1,260
其他	7,536	5,912	5,862	5,842	5,822
<b>资产总额</b>	<b>69,702</b>	<b>69,984</b>	<b>73,312</b>	<b>77,662</b>	<b>81,319</b>
<b>流动负债总额</b>	<b>47,919</b>	<b>46,455</b>	<b>46,794</b>	<b>47,943</b>	<b>49,216</b>
短期借款	2,709	3,301	2,800	2,700	2,600
应付及预收	30,822	29,927	30,766	32,016	33,389
其他	14,388	13,227	13,227	13,227	13,227
<b>非流动负债总额</b>	<b>2,408</b>	<b>2,009</b>	<b>1,982</b>	<b>1,982</b>	<b>965</b>
长期借款	49	71	71	71	71
应付债券	0	0	0	0	0
其他	2,359	1,938	1,910	1,910	893
<b>负债总额</b>	<b>50,327</b>	<b>48,464</b>	<b>48,775</b>	<b>49,925</b>	<b>50,181</b>
股本	1,386	1,385	1,385	1,385	1,385
其他	14,070	16,084	17,518	19,040	20,656
归母权益合计	15,456	17,469	18,903	20,425	22,041
少数股东权益	3,919	4,051	5,634	7,313	9,097
<b>负债和股东权益</b>	<b>69,702</b>	<b>69,984</b>	<b>73,312</b>	<b>77,662</b>	<b>81,319</b>

**利润表**

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	<b>92,746</b>	<b>87,928</b>	<b>89,801</b>	<b>93,524</b>	<b>97,697</b>
营业成本	73,476	69,191	71,163	74,050	77,219
营业税金及附加	424	406	415	432	451
销售费用	9,002	8,662	8,757	9,167	9,624
管理费用	2,499	2,404	2,365	2,463	2,573
研发费用	3,447	3,441	3,334	3,473	3,628
财务费用	-37	205	41	-16	-75
资产信用减值损失	-136	-217	-203	-163	-193
公允价值变动收益	253	231	200	200	200
投资收益	906	1,032	1,054	1,098	1,147
<b>营业利润</b>	<b>5,679</b>	<b>5,280</b>	<b>5,405</b>	<b>5,745</b>	<b>6,113</b>
营业外收支	287	168	168	168	168
利润总额	5,966	5,449	5,573	5,913	6,282
所得税费用	840	715	731	776	824
<b>合并净利润</b>	<b>5,126</b>	<b>4,734</b>	<b>4,842</b>	<b>5,137</b>	<b>5,458</b>
少数股东损益	1,778	1,547	1,583	1,679	1,784
<b>归母净利润</b>	<b>3,348</b>	<b>3,187</b>	<b>3,259</b>	<b>3,458</b>	<b>3,674</b>
EPS (元/股)	2.42	2.30	2.35	2.50	2.65

**现金流量表**

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>5,132</b>	<b>5,796</b>	<b>4,530</b>	<b>6,171</b>	<b>5,973</b>
合并净利润	5,126	4,734	4,842	5,137	5,458
折旧摊销	1,166	1,364	1,435	1,516	1,581
营运资金变动	-180	574	-752	598	192
其他	0	0	0	0	0
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-619</b>	<b>-3,554</b>	<b>1,171</b>	<b>34</b>	<b>85</b>
资本性开支	-1,385	-2,023	-1,180	-1,280	-1,280
投资	-147	7	0	0	0
其他	912	-1,538	2,351	1,314	1,365
<b>融资活动现金流净额</b>	<b>-5,121</b>	<b>-2,015</b>	<b>-2,454</b>	<b>-2,136</b>	<b>-3,118</b>
股本融资	5	13	0	0	0
债权融资	456	714	-501	-100	-100
股利分配与偿付利息	-4,390	-3,301	-1,935	-2,036	-2,150
其他	-1,192	559	-18	0	-868
<b>现金净增加额</b>	<b>-686</b>	<b>222</b>	<b>3,247</b>	<b>4,069</b>	<b>2,939</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>2,877</b>	<b>2,191</b>	<b>2,414</b>	<b>5,661</b>	<b>9,729</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>2,191</b>	<b>2,414</b>	<b>5,661</b>	<b>9,729</b>	<b>12,669</b>

**主要财务比率**

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长率	8.3%	-5.2%	2.1%	4.1%	4.5%
营业利润增长率	8.2%	-7.0%	2.4%	6.3%	6.4%
归母净利增长率	18.0%	-4.8%	2.3%	6.1%	6.2%
<b>获利能力</b>					
毛利率	20.8%	21.3%	20.8%	20.8%	21.0%
净利率	5.5%	5.4%	5.4%	5.5%	5.6%
ROE	21.7%	18.2%	17.2%	16.9%	16.7%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	72.2%	69.2%	66.5%	64.3%	61.7%
有息负债率	4.0%	4.8%	3.9%	3.6%	3.3%
流动比率	1.1	1.1	1.2	1.3	1.3
利息保障倍数	30.8	22.8	39.6	45.7	52.1
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	9.4	8.9	8.9	8.9	8.9
存货周转率	9.7	10.1	9.5	10.1	10.1
应付账款周转率	5.7	4.0	4.0	4.0	4.0
<b>每股指标</b>					
每股收益	2.42	2.30	2.35	2.50	2.65
每股净资产	11.15	12.61	13.65	14.75	15.92
每股经营现金流	3.70	4.19	3.27	4.46	4.31
<b>估值比率</b>					
PE	12.0	10.8	9.1	8.6	8.1
PB	2.6	2.0	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	6.6	5.9	4.7	3.8	3.1

## 广发家电行业研究小组

曾 婵：首席分析师，武汉大学经济学硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。  
 张 云 添：联席首席分析师，帝国理工学院硕士，2026年进入广发证券发展研究中心。  
 文 焯：资深分析师，南洋理工大学金融硕士，2026年进入广发证券发展研究中心。  
 芦 家 宁：资深分析师，香港中文大学（深圳）硕士，2026年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。  
 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。  
 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。  
 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。  
 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。  
 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦47 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北 路429号泰康保险大厦 37楼	香港湾仔骆克道81号 广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。  
 广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。  
 广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。  
 本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。  
 本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。  
 研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。  
 本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广

发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。