

海信家电 (000921.SZ)

优于大市

2025 年报点评：外销稳健内销承压，分红提升股息率超 5%

核心观点

四季度经营承压，全年盈利能力维持稳健。公司 2025 年实现营收 879.3 亿 /-5.2%，归母净利润 31.9 亿 /-4.8%，扣非归母净利润 24.4 亿 /-6.2%。其中 Q4 收入 164.0 亿 /-26.0%，归母净利润 3.7 亿 /-32.5%，扣非归母净利润 1.2 亿 /-62.8%。公司拟每 10 股派发现金股利 12.65 元，现金分红率为 55%，对应 4 月 7 日收盘价股息率为 5.9%。受地产、国补退坡等影响，公司内销相对承压，但外销实现逆势增长，全年净利率维持稳定，经营韧性凸显。

中央空调拖累，海信日立盈利稳定。2025 年公司暖通空调收入下降 3.6% 至 388.8 亿，其中 H1/H2 分别+4.1%/-13.6%。其中海信日立收入下滑 16.2% 至 173.9 亿，其中 H1/H2 分别-6.0%/-28.4%；预计海信日立之外的空调收入同比+9.7% 至 214.4 亿，其中 H1/H2 分别+14.1%/+3.6%。海信日立净利率同比+0.1pct 至 16.9%，公司暖通空调分部经营利润率同比-1.5pct 至 10.7%。

冰洗经营稳健。2025 年公司冰洗收入同比增长 1.2% 至 312.0 亿，其中 H1/H2 分别+4.8%/-2.1%；冰洗经营利润率同比-0.2pct 至 3.4%。受 2025H2 高基数影响，公司冰洗收入小幅承压；利润率波动预计系外销占比提升所致。

海外贡献动能。公司 2025 年外销收入同比增长 6.4% 至 379.2 亿，其中欧洲区白电收入同比增长 22%，北美区家电收入同比增长 13%，南美区白电收入增长 28%，中东非区收入增长 9%，亚太区白电收入增长 15%，东盟区自有品牌收入增长 24%。通过发力体育营销，公司海外收入持续贡献增长动能。

三电增长小幅提速，实现扭亏。根据三电控股公告，2025 年三电收入同比增长 3.8% 至 1909 亿日元 (约合人民币 85.5 亿元)；实现净利润 2.7 亿日元 (约合人民币 0.12 亿元)，同比减亏 10.5 亿日元。三电 2025 年新增商权金额和新增订单均增长 30% 以上，随着三电深入调整，经营成效有望逐步显现。

毛利率及费用率有所提升，净利率稳定。公司 2025 年毛利率同比+0.5pct 至 21.3%，其中内销毛利率同比-0.9pct 至 29.9%，外销毛利率同比+1.2pct 至 12.6%；Q4 毛利率同比+0.8pct 至 22.3%。公司 2025 年销售/管理/研发/财务费用率同比+0.1/+0.0/+0.2/+0.3pct 至 9.9%/2.7%/3.9%/0.2%。公司全年归母净利率同比+0.01pct 至 3.6%，Q4 归母净利率同比-0.2pct 至 2.3%。

风险提示：行业竞争加剧；汇率及原材料价格大幅波动；家电内外销需求不及预期；三电整合进度不及预期。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级

考虑到原材料成本上涨，下调 2026-2027 年并引入 2028 年盈利预测，预计公司 2026-2028 年归母净利润 33.4/36.2/39.0 亿 (前值为 39.0/42.7 亿)，同比+4.8%/+8.5%/+7.6%，对应 PE=9.1/8.4/7.8x，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	92,746	87,928	91,611	96,702	101,210
(+/-%)	8.3%	-5.2%	4.2%	5.6%	4.7%
归母净利润 (百万元)	3,348	3,187	3,338	3,623	3,899
(+/-%)	18.0%	-4.8%	4.8%	8.5%	7.6%
每股收益 (元)	2.42	2.30	2.41	2.62	2.82
EBIT Margin	4.2%	4.4%	4.2%	4.7%	4.8%
净资产收益率 (ROE)	21.7%	18.2%	17.4%	17.6%	17.6%
市盈率 (PE)	9.1	9.6	9.1	8.4	7.8
EV/EBITDA	16.3	15.6	17.1	15.2	14.6
市净率 (PB)	1.98	1.75	1.59	1.48	1.38

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：邹会阳

0755-81981518

zouhuiyang@guosen.com.cn

S0980523020001

证券分析师：王兆康

0755-81983063

wangzk@guosen.com.cn

S0980520120004

证券分析师：李晶

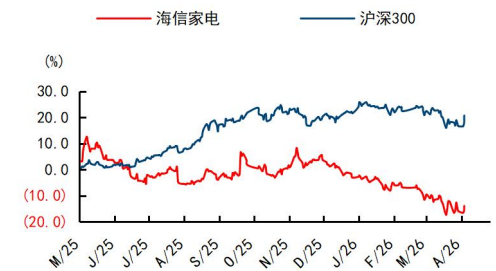
lijing29@guosen.com.cn

S0980525080003

基础数据

投资评级	优于大市 (维持)
合理估值	
收盘价	22.03 元
总市值/流通市值	30508/30351 百万元
52 周最高价/最低价	30.53/21.03 元
近 3 个月日均成交额	203.57 百万元

市场走势

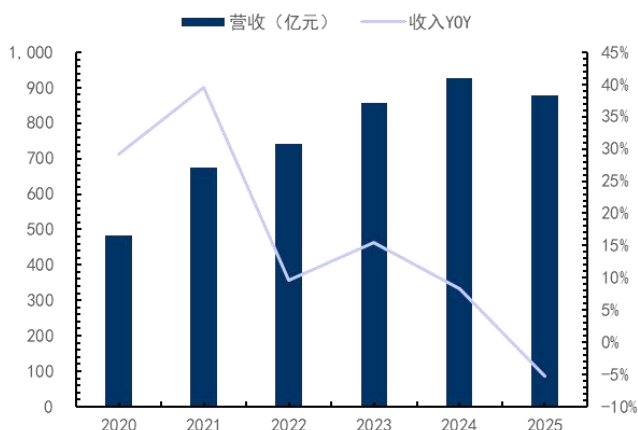


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

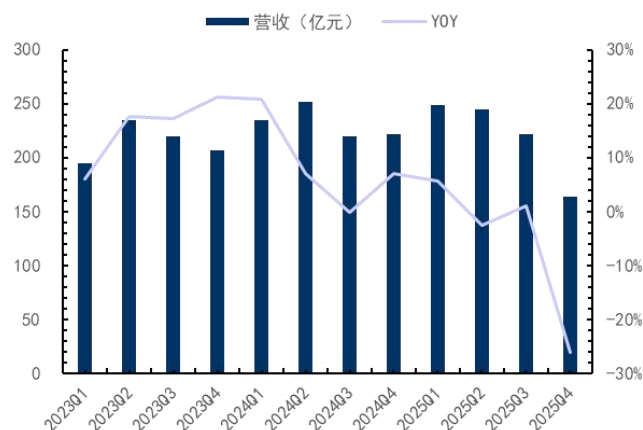
- 《海信家电 (000921.SZ) - 2025 年中报点评：二季度经营略承压，经营性盈利表现稳健》——2025-08-01
- 《海信家电 (000921.SZ) - 2024 年报点评：海外各区域驱动增长，四季度内销回暖》——2025-03-31
- 《海信家电 (000921.SZ) - 2024 年中报点评：海外白电收入增长 37%，盈利稳步向上》——2024-09-05

图1: 公司营业收入及增速



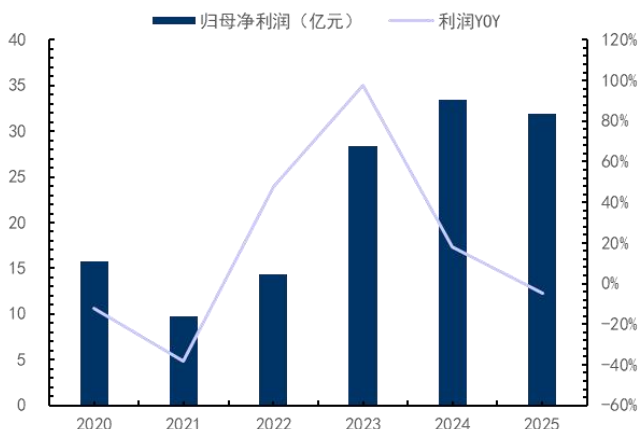
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季营业收入及增速



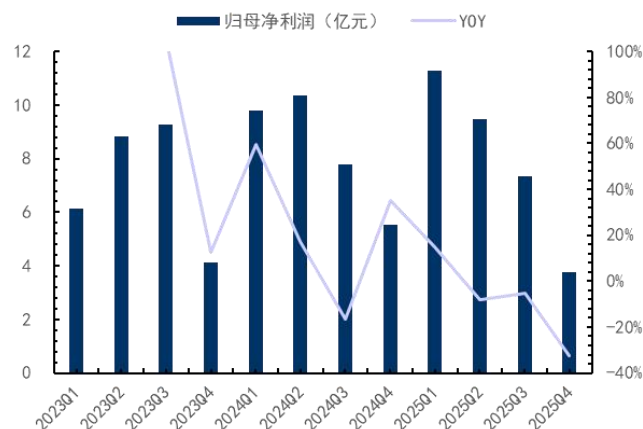
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及增速



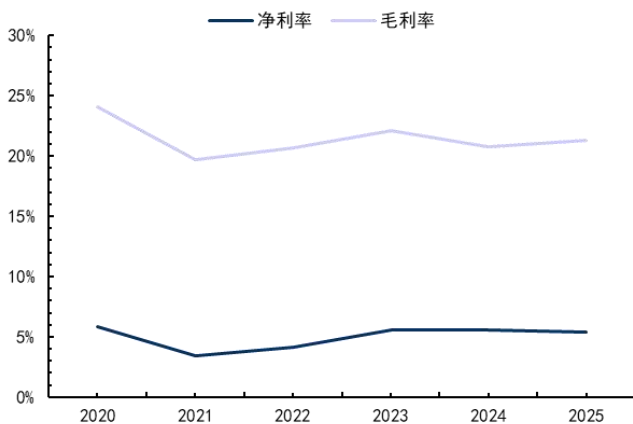
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季归母净利润及增速



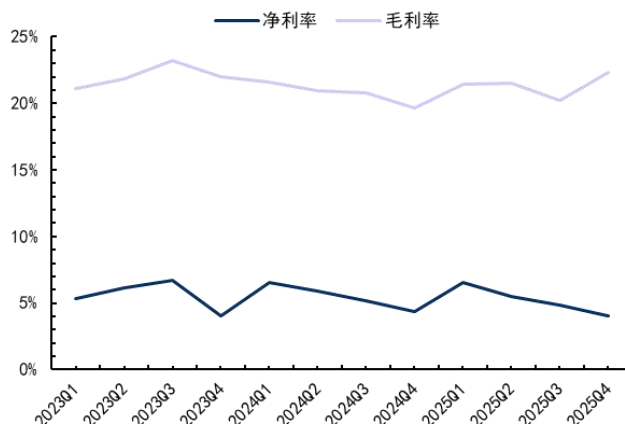
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司毛利率及净利率



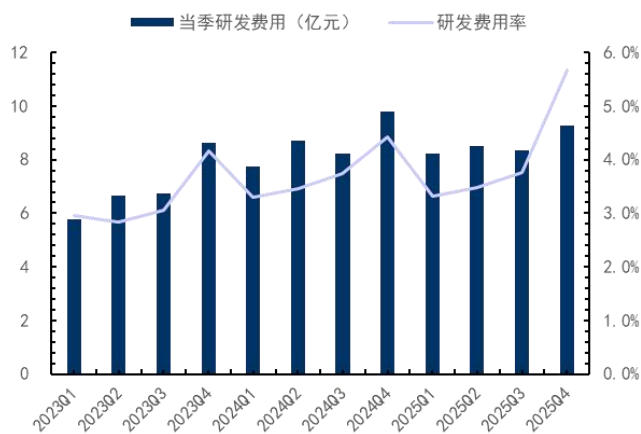
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司单季度毛利率及净利率



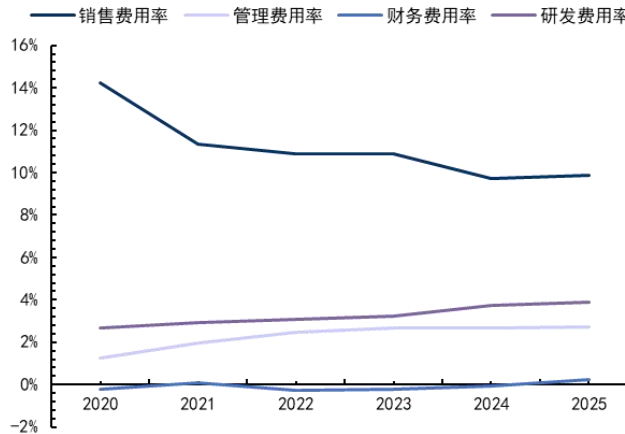
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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 亿元	EPS				PE				PEG (26E)	投资评级
				25A	26E	27E	28E	25A	26E	27E	28E		
600690.SH	海尔智家	20.67	1,805	2.09	2.20	2.41	2.63	9.9	9.4	8.6	7.9	1.0	优于大市
000333.SZ	美的集团	76.12	5,774	5.78	6.18	6.73	7.27	13.2	12.3	11.3	10.5	1.5	优于大市
000921.SZ	海信家电	22.03	279	2.30	2.41	2.62	2.82	9.6	9.1	8.4	7.8	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)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	4398	3496	4623	5383	7047	营业收入	92746	87928	91611	96702	101210
应收款项	11182	9717	10612	11182	11537	营业成本	73476	69191	72405	76106	79556
存货净额	7567	6862	7346	7645	8022	营业税金及附加	424	406	487	468	499
其他流动资产	8268	7900	7829	8524	8888	销售费用	9002	8662	9024	9477	9919
流动资产合计	52508	52489	55660	58741	62282	管理费用	2499	2404	2343	2470	2582
固定资产	6323	8071	8249	8920	9211	研发费用	3447	3441	3481	3675	3846
无形资产及其他	1407	1306	1254	1203	1152	财务费用	(37)	205	22	(4)	(33)
投资性房地产	7699	6113	6113	6113	6113	投资收益	906	1032	1007	812	851
长期股权投资	1765	2005	2172	2376	2561	资产减值及公允价值变动	73	11	19	33	21
资产总计	69702	69984	73449	77353	81319	其他收入	(2680)	(2824)	(2834)	(3078)	(3226)
短期借款及交易性金融负债	2811	3712	3049	3190	3317	营业利润	5679	5280	5523	5953	6333
应付款项	28981	28306	29548	31065	32447	营业外净收支	287	168	192	187	188
其他流动负债	16128	14437	15765	16425	17192	利润总额	5966	5449	5715	6140	6522
流动负债合计	47919	46455	48362	50681	52955	所得税费用	840	715	857	952	1011
长期借款及应付债券	49	71	71	71	71	少数股东损益	1778	1547	1520	1565	1612
其他长期负债	2359	1938	1674	1654	1624	归属于母公司净利润	3348	3187	3338	3623	3899
长期负债合计	2408	2009	1745	1725	1695	现金流量表 (百万元)					
负债合计	50327	48464	50107	52405	54650	净利润	3348	3187	3338	3623	3899
少数股东权益	3919	4051	4203	4360	4521	资产减值准备	(11)	39	26	15	10
股东权益	15456	17469	19138	20588	22147	折旧摊销	1059	1252	846	946	1035
负债和股东权益总计	69702	69984	73449	77353	81319	公允价值变动损失	(73)	(11)	(19)	(33)	(21)
关键财务与估值指标						财务费用	(37)	205	22	(4)	(33)
每股收益	2.42	2.30	2.41	2.62	2.82	营运资本变动	3911	1377	1026	608	1033
每股红利	3.17	2.38	1.21	1.57	1.69	其它	(543)	(95)	126	141	151
每股净资产	11.15	12.61	13.82	14.87	15.99	经营活动现金流	7691	5749	5342	5301	6107
ROIC	35%	31%	25%	25%	24%	资本开支	0	(2867)	(981)	(1548)	(1265)
ROE	22%	18%	17%	18%	18%	其它投资现金流	(4259)	(3421)	(735)	(757)	(780)
毛利率	21%	21%	21%	21%	21%	投资活动现金流	(4353)	(6528)	(1883)	(2509)	(2230)
EBIT Margin	4%	4%	4%	5%	5%	权益性融资	(77)	13	0	0	0
EBITDA Margin	5%	6%	5%	6%	6%	负债净变化	6	22	0	0	0
收入增长	8%	-5%	4%	6%	5%	支付股利、利息	(4390)	(3301)	(1669)	(2174)	(2339)
净利润增长率	18%	-5%	5%	9%	8%	其它融资现金流	4965	6423	(663)	142	127
资产负债率	78%	75%	74%	73%	73%	融资活动现金流	(3880)	(122)	(2332)	(2032)	(2213)
股息率	14.4%	10.8%	5.5%	7.1%	7.7%	现金净变动	(542)	(901)	1127	760	1664
P/E	9.1	9.6	9.1	8.4	7.8	货币资金的期初余额	4939	4398	3496	4623	5383
P/B	2.0	1.7	1.6	1.5	1.4	货币资金的期末余额	4398	3496	4623	5383	7047
EV/EBITDA	16.3	15.6	17.1	15.2	14.6	企业自由现金流	0	3085	4181	3815	4867
						权益自由现金流	0	9530	3499	3960	5014

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所提及的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