

2025年4月2日

## 公司研究

## 外销推动业绩增长，海外盈利能力持续提升

——海信家电 (000921.SZ) 2024 年报点评

## 增持 (维持)

当前价：29.71 元

## 作者

分析师：洪吉然

执业证书编号：S0930521070002

021-52523793

hongjiran@ebscn.com

## 要点

## 事件：

公司发布 2024 年年报：2024 年公司实现营收 927.5 亿元，YoY+8.3%；归母净利润 33.5 亿元，YoY+18%。公司 24Q4 实现营收 221.7 亿元，YoY+7.1%；归母净利润 5.5 亿元，YoY+34.9%。公司 2024 年度利润分配方案为每 10 股派现 12.30 元（含税），全年合计现金分红 17 亿元，现金分红比例达 51%。

## 点评：

**外销表现出色，中央空调内销短期承压。**分地区看，2024 年公司内销收入 480 亿元（同比-2.1%），外销收入 356 亿元（同比+27.6%）。分业务看，1) **暖通空调业务**：2024 年实现营收 403 亿元（同比+4.2%）。**中央空调**：受国内基建、地产市场低迷影响，公司 24 年央空内销规模小幅受挫，份额仍行业领先，央空外销在中东非、东盟市场取得较大突破，收入同比+57%、+80%。控股子公司海信日立 24 年营收 207 亿元（同比-6.4%），净利润 34.9（同比+7.5%）亿元，净利率 16.8%（同比+2.2pcts），盈利能力显著提升。公司持股海信日立 49.2% 股份，因此实现并表归母净利润 17.2 亿元（占公司 2024 年归母净利润的 51%）。**家用空调**：根据分部报表测算，公司实现收入 195 亿元（同比+18.5%），高增长主要系 24Q4 国补拉动，内销业绩修复，公司 24 年家空国内市场线上/线下零售额同比+10.8%/+21.2%。2) **冰洗业务**：根据分部报表，2024 年公司冰洗业务营收 308 亿元（同比+18.3%），受益于国补政策，24 年海信系冰箱零售额同比+21%，份额达行业第二，外销方面冰洗产品收入在欧洲、美洲等主要海外市场均实现大幅增长。3) **三电公司**：24 年实现营业收入 90 亿元（同比+2.5%），开始从压缩机为主的零部件供应商向新能源汽车综合热管理系统供应商转型，全球布局不断完善。

**外销毛利率改善，研发投入增加。**2024 年公司毛利率 20.8%（同比-1.3pcts），其中内销毛利率 30.7%（同比-1.2pcts），外销毛利率 11.4%（同比+1.2pcts），24 年公司毛利率下降主要系外销收入占比增加拉低整体毛利率所致，公司外销毛利率从 2021 年起连续增长，内销毛利率维持韧性，盈利能力持续提升。2024 年暖通空调业务毛利率 28.5%（同比-2.1pcts），冰洗业务毛利率 17.6%（同比-1.5pcts）。费用率方面，24 年公司销售费用率/管理费用率/研发费用率分别-1.2/+0.0/+0.5pcts，公司加快海外研发中心布局，主营各类产品创新持续推进，强化竞争力。2024 年公司归母净利率 3.6%（+0.3pcts），预计在股权激励的牵引下，未来公司的净利率有望逐步提升。资产负债表方面，公司货币资金+交易性金融资产 206.07 亿元，经营安全垫相当充分。

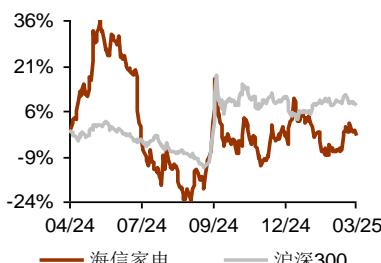
**盈利预测、估值与评级：**海信家电是 A 股最纯正的中央空调标的，央空产品加速渗透海外新兴市场，子公司海信日立降本增效成果显著。考虑到公司白电出口业务规模稳步上升，我们上调 2025-2026 年归母净利润预测至 37.9/42.8 亿元（相较前次预测上调 1%/1%），新增 2027 年归母净利润预测为 47.1 亿元，现价对应 PE 为 11/10/9 倍，维持“增持”评级。

**风险提示：**原材料大幅涨价，新业务协同不佳，市场竞争加剧，汇率波动风险。

## 市场数据

总股本(亿股)	13.86
总市值(亿元):	411.78
一年最低/最高(元):	22.82/41.51
近 3 月换手率:	55.78%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	4.53	-3.96	-10.00
绝对	4.50	-2.21	-1.89

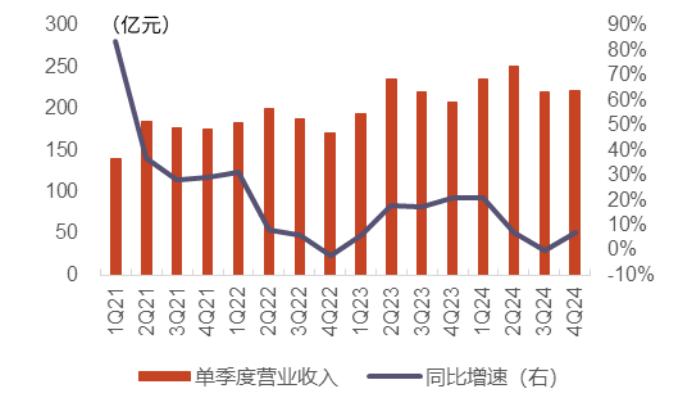
资料来源：Wind

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	85,600	92,746	101,790	111,410	121,300
营业收入增长率	15.50%	8.35%	9.75%	9.45%	8.88%
归母净利润 (百万元)	2,837	3,348	3,794	4,281	4,708
归母净利润增长率	97.74%	17.99%	13.32%	12.86%	9.97%
EPS (元)	2.04	2.42	2.74	3.09	3.40
ROE (归属母公司) (摊薄)	20.89%	21.66%	21.62%	22.49%	22.80%
P/E	15	12	11	10	9
P/B	3.0	2.7	2.3	2.2	2.0

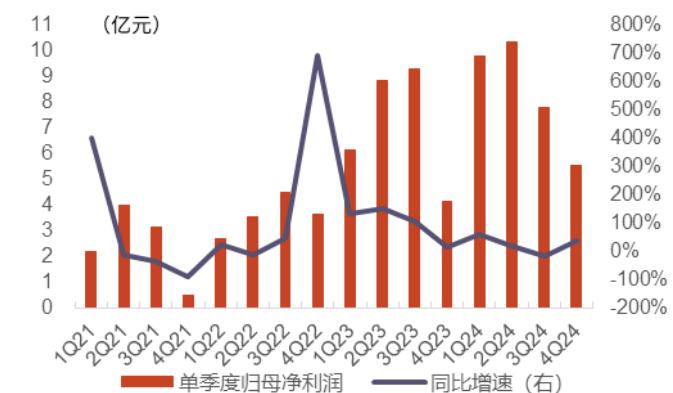
资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-03-31。注：2023-2024 年总股本分别为 1,387.94、1,386.01 百万股，截至 2025-03-31，总股本为 1,386.01 百万股。

图 1：公司单季度营业收入及同比



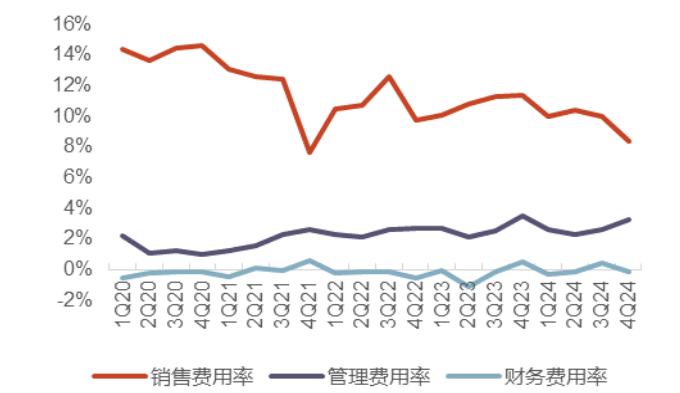
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 2：公司单季度归母净利润及同比



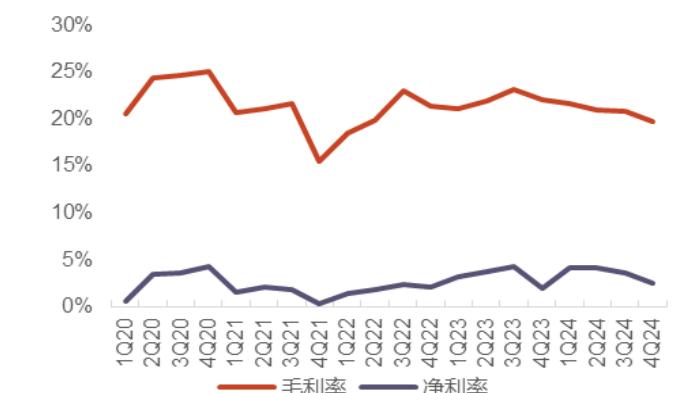
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 3：公司单季度三费率



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 4：公司单季度毛利率和净利率



资料来源：Wind，光大证券研究所

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	85,600	92,746	101,790	111,410	121,300
营业成本	66,696	73,476	79,346	86,341	93,914
折旧和摊销	1,141	1,059	1,293	1,404	1,508
税金及附加	579	424	509	557	607
销售费用	9,311	9,002	10,179	11,141	12,130
管理费用	2,296	2,499	2,743	3,002	3,269
研发费用	2,780	3,447	3,817	4,234	4,670
财务费用	-205	-37	18	-85	-151
投资收益	719	906	200	200	200
营业利润	5,248	5,679	6,462	7,193	7,904
利润总额	5,685	5,966	6,562	7,293	8,004
所得税	893	840	984	1,094	1,201
净利润	4,791	5,126	5,578	6,199	6,803
少数股东损益	1,954	1,778	1,784	1,917	2,095
归属母公司净利润	2,837	3,348	3,794	4,281	4,708
EPS(元)	2.04	2.42	2.74	3.09	3.40

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	65,946	69,702	69,343	76,259	83,709
货币资金	4,939	4,398	6,723	10,808	16,422
交易性金融资产	13,192	16,209	16,209	16,209	16,209
应收账款	9,225	10,481	11,323	12,547	13,732
应收票据	742	459	102	111	121
其他应收款 (合计)	0	243	1,013	1,109	1,207
存货	6,775	7,567	8,728	10,361	11,270
其他流动资产	6,200	7,688	7,507	7,314	7,116
流动资产合计	45,140	52,508	52,002	58,891	66,547
其他权益工具	40	42	42	42	42
长期股权投资	1,671	1,765	1,765	1,765	1,765
固定资产	5,663	5,648	5,682	5,538	5,216
在建工程	444	674	716	732	729
无形资产	1,342	1,407	1,428	1,449	1,470
商誉	226	226	221	221	221
其他非流动资产	9,879	5,860	5,860	5,860	5,860
非流动资产合计	20,807	17,194	17,342	17,367	17,161
总负债	46,550	50,327	46,096	49,601	53,347
短期借款	2,502	2,709	0	0	0
应付账款	12,050	12,848	13,489	14,678	15,965
应付票据	14,608	16,133	15,076	16,405	17,844
预收账款	4	3	3,054	3,342	3,639
其他流动负债	5,213	5,811	6,173	6,558	6,953
流动负债合计	44,042	47,919	43,951	47,408	51,105
长期借款	43	49	49	49	49
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2,098	2,048	2,093	2,142	2,191
非流动负债合计	2,508	2,408	2,145	2,193	2,242
股东权益	19,396	19,375	23,248	26,657	30,362
股本	1,388	1,386	1,386	1,386	1,386
公积金	2,840	2,824	2,824	2,824	2,824
未分配利润	9,355	11,300	13,389	14,881	16,490
归属母公司权益	13,580	15,456	17,545	19,037	20,646
少数股东权益	5,816	3,919	5,703	7,620	9,716

## 主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	22.1%	20.8%	22.0%	22.5%	22.6%
EBITDA 率	6.9%	6.3%	7.0%	7.5%	7.5%
EBIT 率	5.5%	5.2%	5.7%	6.2%	6.2%
税前净利润率	6.6%	6.4%	6.4%	6.5%	6.6%
归母净利润率	3.3%	3.6%	3.7%	3.8%	3.9%
ROA	7.3%	7.4%	8.0%	8.1%	8.1%
ROE (摊薄)	20.9%	21.7%	21.6%	22.5%	22.8%
经营性 ROIC	63.1%	99.8%	144.6%	184.7%	363.8%
偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	71%	72%	66%	65%	64%
流动比率	1.02	1.10	1.18	1.24	1.30
速动比率	0.87	0.94	0.98	1.02	1.08
归母权益/有息债务	5.09	5.40	355.36	385.59	418.18
有形资产/有息债务	23.70	23.40	1348.85	1488.41	1638.86

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	10.88%	9.71%	10.00%	10.00%	10.00%
管理费用率	2.68%	2.69%	2.69%	2.69%	2.69%
财务费用率	-0.24%	-0.04%	0.02%	-0.08%	-0.12%
研发费用率	3.25%	3.72%	3.75%	3.80%	3.85%
所得税率	16%	14%	15%	15%	15%
每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	1.01	1.23	2.01	2.24	2.45
每股经营现金流	7.65	3.70	5.95	5.75	6.94
每股净资产	9.78	11.15	12.66	13.74	14.90
每股销售收入	61.67	66.92	73.44	80.38	87.52
估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	15	12	11	10	9
PB	3.0	2.7	2.3	2.2	2.0
EV/EBITDA	5.8	5.1	3.8	3.0	2.5
股息率	3.4%	4.1%	6.8%	7.5%	8.3%

## 行业及公司评级体系

评级	说明
行业及公司评级	买入 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性 未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级 因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

## 分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

**光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。**

### 光大证券研究所

#### 上海

静安区新闸路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

#### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

#### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

### 光大证券股份有限公司关联机构

#### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

#### 英国

**Everbright Securities(UK) Company Limited**  
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP