

海外收入稳健增长，Q2 归母净利润短期承压

海信家电(000921)

评级：	增持	股票代码：	000921
上次评级：	增持	52周最高价/最低价：	39.05/22.82
目标价格：		总市值(亿)	355.77
最新收盘价：	25.69	自由流通市值(亿)	355.77
		自由流通股数(百万)	1,384.86

事件概述：

25H1，公司实现营收 493.40 亿元，同比+1.44%，实现归母净利润 20.77 亿元，同比+3.01%；其中，25Q2，实现营收 245.02 亿元，同比-2.60%，实现归母净利润 9.49 亿元，同比-8.25%。

分析判断：

► 外销收入稳健增长，内销业务短期承压。

分业务看：1) 暖通空调：25H1，实现收入 236.94 亿元，同比+4.07%；其中，央空业务或受地产精装修市场的影响有所下滑，海信日立收入 106.55 亿元，同比-6.0%；家空业务中新风空调呈快速增长趋势，据奥维云网，海信空调在新风赛道市占率第一，25H1，璀璨高端套系收入同比+48%；2) 冰洗业务：25H1，实现收入 153.92 亿元，同比+4.76%；据奥维云网，25H1，容声冰箱零售额同比+9.7%，海信冰箱零售额同比+8.6%；海信洗衣机聚焦技术升级与场景化创新，洗衣机国内主营业务收入同比+37.6%；3) 其他主营业务：25H1，实现收入 66.13 亿元，同比+8.89%；25H1，三电公司实现收入同比+3%，新增商权 69 亿元，为后续订单持续增长奠定基础。

分地区看：1) 境内：25H1，实现营收 252.49 亿元，同比-0.31%；2) 境外：25H1，实现营收 204.51 亿元，同比+12.34%，其中，欧洲区收入同比+22.7%，美洲区收入同比+26.2%，中东非区收入同比+22.8%，亚太区收入同比+14.5%，东盟区中央空调收入同比+26%。

► 海外毛利率持续优化，或因三电公司短期调整拖累净利率。

毛利率端：25H1，毛利率为 21.48%，同比+0.2 pct，其中，分业务看，暖通空调毛利率为 27.12%，同比-1.56 pct，冰洗业务毛利率为 18.74%，同比+2.12 pct，其他主营业务毛利率为 15.80%，同比+0.99 pct；分区域看，内销毛利率为 31.02%，同比-0.06 pct，外销毛利率为 12.33%，同比+1.35 pct，或系规模效应、产品力提升以及墨西哥蒙特雷工厂经营状况改善等贡献；25Q2，公司毛利率为 21.55%，同比+0.6 pct，稳中向好。

费用率端：25H1，销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率为 9.87%、2.50%、3.39%、0.08%，分别同比-0.33、+0.03、+0.01、+0.30 pct；25Q2，销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率为 10.19%、2.60%、3.47%、0.15%，分别同比-0.19、+0.31、+0.01、+0.28 pct。

净利率端：25H1，净利率为 6.06%，同比-0.17 pct，25Q2，净利率为 5.53%，同比-0.41 pct，或与三电公司汇兑损益影响以及组织架构优化在短期内增加运营成本等有关。

► 围绕智慧生活战略开展技术创新，品牌矩阵丰富，赞助顶级体育赛事提升国际影响力。

公司产品涵盖海信、容声、科龙、日立、约克等八大品牌，通过不同品牌覆盖不同类别的产品，满足客户的差异化需求，海信品牌资产和知名度持续提升，且海信不断推进国际化战略，连续赞助 2016 年欧洲杯、2018 年世界杯、2020 年欧洲杯、2022 年世界杯、2024 年欧洲杯等世界顶级体育赛事，2024 年官宣赞助 2025FIFA 世俱杯，海信在国际市场的品牌影响力有望不断提升。

投资建议

我们调整盈利预测，我们预计公司 25-27 年实现营业收入分别为 992\1068\1142 亿元（25-27 年前值为

1009/1094/1181 亿元)，实现归母净利润 37.2/42.1/46.6 亿元 (25-27 年前值为 38.2/42.2/46.1 亿元)，相应 EPS 分别为 2.68/3.04/3.36 元 (25-27 年前值为 2.76/3.04/3.33 元)，2025 年 7 月 31 日收盘价 25.69 元对应 PE 分别为 10/8/8 倍，维持“增持”评级。

风险提示

国际贸易不确定性风险、市场需求调整风险、技术变革竞争加剧风险等。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	85,600	92,746	99,198	106,776	114,220
YoY (%)	15.5%	8.3%	7.0%	7.6%	7.0%
归母净利润(百万元)	2,837	3,348	3,717	4,209	4,657
YoY (%)	97.7%	18.0%	11.0%	13.2%	10.6%
毛利率 (%)	21.2%	20.8%	21.2%	21.4%	21.5%
每股收益(元)	2.08	2.46	2.68	3.04	3.36
ROE	20.9%	21.7%	21.4%	21.7%	21.5%
市盈率	12.35	10.44	9.57	8.45	7.64

资料来源：Wind，华西证券研究所预测；(注：收盘价为 2025 年 7 月 31 日)

分析师：纪向阳

邮箱：jixy1@hx168.com.cn
SAC NO: S1120525020004

分析师：褚菁菁

邮箱：chujj@hx168.com.cn
SAC NO: S1120525070001

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	92,746	99,198	106,776	114,220	净利润	5,126	5,798	6,357	6,892
YoY (%)	8.3%	7.0%	7.6%	7.0%	折旧和摊销	1,166	1,285	1,328	1,306
营业成本	73,476	78,192	83,972	89,712	营运资金变动	-180	1,357	1,357	1,286
营业税金及附加	424	454	489	523	经营活动现金流	5,132	7,208	7,926	8,415
销售费用	9,002	9,523	10,197	10,851	资本开支	-1,385	-285	-327	-327
管理费用	2,499	2,619	2,733	2,856	投资	-147	-1,187	-1,187	-1,186
财务费用	-37	-39	-36	-38	投资活动现金流	-619	-604	-699	-738
研发费用	3,447	3,670	3,791	3,883	股权募资	5	0	0	0
资产减值损失	-180	-155	-155	-155	债务募资	456	187	179	179
投资收益	906	820	840	800	筹资活动现金流	-5,121	-1,779	-2,076	-2,310
营业利润	5,679	6,209	6,899	7,521	现金净流量	-686	4,869	5,151	5,367
营业外收支	287	540	500	500	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
利润总额	5,966	6,749	7,399	8,021	成长能力				
所得税	840	950	1,042	1,130	营业收入增长率	8.3%	7.0%	7.6%	7.0%
净利润	5,126	5,798	6,357	6,892	净利润增长率	18.0%	11.0%	13.2%	10.6%
归属于母公司净利润	3,348	3,717	4,209	4,657	盈利能力				
YoY (%)	18.0%	11.0%	13.2%	10.6%	毛利率	20.8%	21.2%	21.4%	21.5%
每股收益	2.46	2.68	3.04	3.36	净利润率	3.6%	3.7%	3.9%	4.1%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	总资产收益率 ROA	7.6%	7.9%	7.9%	7.9%
货币资金	4,398	9,266	14,418	19,785	净资产收益率 ROE	21.7%	21.4%	21.7%	21.5%
预付款项	524	547	571	592	偿债能力				
存货	7,567	7,828	8,244	8,671	流动比率	1.10	1.19	1.26	1.33
其他流动资产	40,019	42,592	44,768	46,857	速动比率	0.79	0.87	0.95	1.03
流动资产合计	52,508	60,234	68,000	75,905	现金比率	0.09	0.18	0.27	0.35
长期股权投资	1,765	1,855	1,945	2,035	资产负债率	72.2%	69.4%	67.1%	64.9%
固定资产	5,649	5,093	4,500	3,868	经营效率				
无形资产	1,407	1,380	1,344	1,297	总资产周转率	1.37	1.36	1.33	1.30
非流动资产合计	17,194	16,146	15,804	15,484	每股指标(元)				
资产合计	69,702	76,379	83,805	91,389	每股收益	2.46	2.68	3.04	3.36
短期借款	2,709	2,909	3,109	3,309	每股净资产	11.15	12.53	14.02	15.67
应付账款及票据	28,981	30,625	32,702	34,639	每股经营现金流	3.70	5.20	5.72	6.08
其他流动负债	16,230	17,080	18,039	18,991	每股股利	1.23	1.37	1.55	1.71
流动负债合计	47,919	50,614	53,850	56,938	估值分析				
长期借款	49	54	59	64	PE	10.44	9.57	8.45	7.64
其他长期负债	2,359	2,361	2,331	2,301	PB	2.59	2.05	1.83	1.64
非流动负债合计	2,408	2,415	2,390	2,365					
负债合计	50,327	53,030	56,240	59,303					
股本	1,386	1,384.86	1,385	1,385					
少数股东权益	3,919	6,001	8,148	10,383					
股东权益合计	19,375	23,350	27,564	32,086					
负债和股东权益合计	69,702	76,379	83,805	91,389					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者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，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

行业评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。