

## 全年营收稳健增长，数字化变革持续提效

### 投资要点

- 事件：**公司发布年报，2024年公司实现营收2859.8亿元，同比增加4.3%；归母净利润187.4亿元，同比增加12.9%；扣非净利润178.1亿元，同比增加12.5%。单季度来看，Q4公司实现营收830.1亿元，同比增加9.9%；归母净利润35.9亿元，同比增加4%；扣非后归母净利润31.2亿，同比增加0.5%。
- 以旧换新驱动内需，品牌矩阵共同发力。**报告期内，公司实现国内收入1416.8亿元，同比增长13.7%。受益于家电以旧换新大力实施，我们预计公司Q4国内家电业务有所提速。卡萨帝作为中国高端家电头部品牌，充分受益，Q4增速超过30%；统帅品牌年轻化战略见效，全年零售额同比增长26%。公司近期网红产品三桶懒人洗衣机，与消费者共创，真正实现了以用户需求为核心的产品设计语言。
- 全球化战略持续深化，新兴市场快速增长。**报告期内，公司实现海外收入1429亿元，同比增长5.3%，新兴市场东南亚、南亚（印度收入首破10亿美元，同比+30%）、中东非（埃及基地投产）表现亮眼；公司战略性收购开利商用制冷业务（2024年10月并表）与南非热水器龙头Kwikot（2024年12月并表），分别实现拓展商用制冷业务、加速水产业海外市场发展。
- 数字化变革推动费率优化，盈利能力提升。**2024年公司毛利率27.8%，同比提升0.3pp；销售费用率11.7%，同比降低0.3pp，管理费用率4.2%，同比降低0.1pp。毛利率及主要费用率的优化，得益于公司持续推进采购、研发及制造端数字化变革、构建数字化产销协同体系，提升品牌溢价能力，同时提高运营效率。财务费用率0.3%，同比增加0.2pp。财务费用率恶化原因主要系海外受加息影响利息支出增加，这也是导致Q4单季度利润增速环比下行的原因之一。
- 重视股东回报，提升分红加大回购。**2024年度分红金额占公司2024年度归母净利润的比例为48.01%；现金分红金额89.97亿元，拟支出10~20亿人民币进行回购计划。
- 盈利预测与投资建议。**预计公司2025-2027年EPS分别为2.28元、2.62元、2.99元，对应PE为12、10、9X，维持“买入”评级。
- 风险提示：**汇率波动、原材料价格波动、市场竞争加剧等风险。

| 指标/年度         | 2024A     | 2025E     | 2026E     | 2027E     |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入（百万元）     | 285981.23 | 302733.08 | 320567.81 | 339564.09 |
| 增长率           | 9.39%     | 5.86%     | 5.89%     | 5.93%     |
| 归属母公司净利润（百万元） | 18741.12  | 21380.23  | 24545.63  | 28014.75  |
| 增长率           | 12.92%    | 14.08%    | 14.81%    | 14.13%    |
| 每股收益EPS（元）    | 2.00      | 2.28      | 2.62      | 2.99      |
| 净资产收益率ROE     | 16.53%    | 16.16%    | 16.19%    | 15.96%    |
| PE            | 14        | 12        | 10        | 9         |
| PB            | 2.29      | 1.99      | 1.72      | 1.49      |

数据来源：Wind，西南证券

### 西南证券研究院

分析师：龚梦泓  
执业证号：S1250518090001  
电话：023-63786049  
邮箱：gmh@swsc.com.cn  
联系人：方建钊  
电话：18428374714  
邮箱：fjz@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源：聚源数据

### 基础数据

|             |             |
|-------------|-------------|
| 总股本(亿股)     | 93.83       |
| 流通A股(亿股)    | 62.55       |
| 52周内股价区间(元) | 23.52-33.12 |
| 总市值(亿元)     | 2548.42     |
| 总资产(亿元)     | 2,901.14    |
| 每股净资产(元)    | 11.87       |

### 相关研究

- 海尔智家(600690):控费提效成果显著,以旧换新有望改善收入 (2024-10-31)
- 海尔智家(600690):收入稳健增长,盈利能力逆势提升 (2024-09-01)
- 海尔智家(600690):海内外稳健增长,盈利能力加速提升 (2024-05-04)

## 盈利预测

### 关键假设：

假设 1：考虑到公司不断改善产品结构，提升盈利能力，考虑公司卡萨帝品牌增速超过整体，预计公司冰洗产品均价有所提升，毛利率也随之提升。假设未来三年公司冰洗产品销量保持 3%的复合增速，均价保持约 2%的复合增速，假设 2025-2027 年公司电冰箱毛利率分别为 31%、31.3%、31.5%；洗衣机毛利率分别为 32%、32.5%、32.5%。

假设 2：公司重点建设空调业务，规模化趋势下，空调业务毛利率提升迅速。假设未来三年空调销量保持约 6%的复合增速，均价保持 4%的复合增速，空调产品毛利率分别为 26%、28%、30%。

假设 3：因会计政策调整及 CCR 等收购项目并表，公司费用率有所变化，预计 2025-2027 年销售费用率分别为 12.5%、12.3%、12%，整体改善趋势延续。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

| 单位：百万元    |      | 2024A    | 2025E    | 2026E    | 2027E    |
|-----------|------|----------|----------|----------|----------|
| 合计        | 营业收入 | 285981.2 | 302733.1 | 320567.8 | 339564.1 |
|           | 增速   | 4.29%    | 5.9%     | 5.9%     | 5.9%     |
|           | 营业成本 | 206487.1 | 216486.4 | 227497.3 | 239510.5 |
|           | 毛利率  | 27.80%   | 28.5%    | 29.2%    | 29.5%    |
| 电冰箱       | 营业收入 | 83240.8  | 87402.8  | 91772.9  | 96361.6  |
|           | 增速   | 1.96%    | 5.0%     | 5.0%     | 5.0%     |
|           | 营业成本 | 57624.1  | 60307.9  | 63048.0  | 66007.7  |
|           | 毛利率  | 30.77%   | 31.0%    | 31.3%    | 31.5%    |
| 洗衣机       | 营业收入 | 63028.4  | 66179.8  | 69488.8  | 72963.2  |
|           | 增速   | 2.87%    | 5.0%     | 5.0%     | 5.0%     |
|           | 营业成本 | 43252.6  | 45002.3  | 46904.9  | 49250.2  |
|           | 毛利率  | 31.38%   | 32.0%    | 32.5%    | 32.5%    |
| 厨电        | 营业收入 | 41111.2  | 43166.8  | 45325.1  | 47591.4  |
|           | 增速   | -1.15%   | 5.0%     | 5.0%     | 5.0%     |
|           | 营业成本 | 29051.1  | 30216.7  | 31727.6  | 33313.9  |
|           | 毛利率  | 29.34%   | 30.0%    | 30.0%    | 30.0%    |
| 空调        | 营业收入 | 49055.9  | 53961.5  | 59357.7  | 65293.5  |
|           | 增速   | 7.44%    | 10.0%    | 10.0%    | 10.0%    |
|           | 营业成本 | 37346.5  | 39931.5  | 42737.5  | 45705.4  |
|           | 毛利率  | 23.87%   | 26.0%    | 28.0%    | 30.0%    |
| 渠道综合服务及其他 | 营业收入 | 32395.8  | 34015.6  | 35716.4  | 37502.2  |
|           | 增速   | 114.26%  | 5.0%     | 5.0%     | 5.0%     |
|           | 营业成本 | 29608.2  | 31124.3  | 32680.5  | 34314.5  |
|           | 毛利率  | 8.60%    | 8.5%     | 8.5%     | 8.5%     |

| 单位：百万元 |      | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|--------|------|---------|---------|---------|---------|
| 其他     | 营业收入 | 17149.1 | 18006.6 | 18906.9 | 19852.2 |
|        | 增速   | 6.21%   | 5.0%    | 5.0%    | 5.0%    |
|        | 营业成本 | 9604.6  | 9903.6  | 10398.8 | 10918.7 |
|        | 毛利率  | 43.99%  | 45.0%   | 45.0%   | 45.0%   |

数据来源：Wind，西南证券

**附表：财务预测与估值**

| 利润表（百万元）      | 2024A            | 2025E            | 2026E            | 2027E            | 现金流量表（百万元）        | 2024A            | 2025E            | 2026E           | 2027E           |
|---------------|------------------|------------------|------------------|------------------|-------------------|------------------|------------------|-----------------|-----------------|
| 营业收入          | 285981.23        | 302733.08        | 320567.81        | 339564.09        | 净利润               | 19575.61         | 21936.60         | 25409.44        | 28871.63        |
| 营业成本          | 206487.07        | 216486.37        | 227497.34        | 239510.50        | 折旧与摊销             | 6579.67          | 3164.87          | 3288.28         | 3367.99         |
| 营业税金及附加       | 1276.04          | 1236.16          | 1338.96          | 2342.99          | 财务费用              | 972.57           | 302.73           | 320.57          | 339.56          |
| 销售费用          | 33585.90         | 37841.64         | 39429.84         | 40747.69         | 资产减值损失            | -1283.98         | -1100.00         | -1100.00        | -1300.00        |
| 管理费用          | 12110.24         | 24218.65         | 25324.86         | 26146.43         | 经营营运资本变动          | -1560.73         | -3834.27         | -660.26         | 506.54          |
| 财务费用          | 972.57           | 302.73           | 320.57           | 339.56           | 其他                | 2259.94          | 7.03             | -2505.14        | 164.92          |
| 资产减值损失        | -1283.98         | -1100.00         | -1100.00         | -1300.00         | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>26543.08</b>  | <b>20476.96</b>  | <b>24752.89</b> | <b>31950.64</b> |
| 投资收益          | 1912.56          | 1900.00          | 1900.00          | 1900.00          | 资本支出              | -11860.64        | -1100.00         | -1100.00        | -1100.00        |
| 公允价值变动损益      | 47.13            | -18.52           | 16.12            | 14.91            | 其他                | -8213.71         | 3321.24          | 1916.12         | 1914.91         |
| 其他经营损益        | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             | <b>投资活动现金流净额</b>  | <b>-20074.35</b> | <b>2221.24</b>   | <b>816.12</b>   | <b>814.91</b>   |
| <b>营业利润</b>   | <b>22911.72</b>  | <b>25629.02</b>  | <b>29672.36</b>  | <b>33691.82</b>  | 短期借款              | 3466.02          | -13784.37        | 0.00            | 0.00            |
| 其他非经营损益       | -178.92          | -154.46          | -164.86          | -163.74          | 长期借款              | -8271.23         | 0.00             | 0.00            | 0.00            |
| <b>利润总额</b>   | <b>22732.79</b>  | <b>25474.56</b>  | <b>29507.51</b>  | <b>33528.08</b>  | 股权融资              | -3702.20         | 0.00             | 0.00            | 0.00            |
| 所得税           | 3157.18          | 3537.96          | 4098.07          | 4656.45          | 支付股利              | 0.00             | -3748.22         | -4276.05        | -4909.13        |
| 净利润           | 19575.61         | 21936.60         | 25409.44         | 28871.63         | 其他                | 593.51           | -17625.38        | -320.57         | -339.56         |
| 少数股东损益        | 834.49           | 556.36           | 863.81           | 856.88           | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>-7913.90</b>  | <b>-35157.97</b> | <b>-4596.61</b> | <b>-5248.69</b> |
| 归属母公司股东净利润    | 18741.12         | 21380.23         | 24545.63         | 28014.75         | <b>现金流量净额</b>     | <b>-1702.12</b>  | <b>-12459.77</b> | <b>20972.40</b> | <b>27516.87</b> |
|               |                  |                  |                  |                  |                   |                  |                  |                 |                 |
| 资产负债表（百万元）    | 2024A            | 2025E            | 2026E            | 2027E            | 财务分析指标            | 2024A            | 2025E            | 2026E           | 2027E           |
| 货币资金          | 55583.84         | 43124.07         | 64096.47         | 91613.33         | <b>成长能力</b>       |                  |                  |                 |                 |
| 应收和预付款项       | 43692.08         | 42612.91         | 46011.18         | 48868.10         | 销售收入增长率           | 9.39%            | 5.86%            | 5.89%           | 5.93%           |
| 存货            | 43044.41         | 45284.21         | 49265.44         | 51056.33         | 营业利润增长率           | 15.25%           | 11.86%           | 15.78%          | 13.55%          |
| 其他流动资产        | 9369.20          | 6743.77          | 7068.24          | 7413.85          | 净利润增长率            | 16.99%           | 12.06%           | 15.83%          | 13.63%          |
| 长期股权投资        | 20932.44         | 20932.44         | 20932.44         | 20932.44         | EBITDA 增长率        | 16.58%           | -4.49%           | 14.38%          | 12.37%          |
| 投资性房地产        | 246.16           | 246.16           | 246.16           | 246.16           | <b>获利能力</b>       |                  |                  |                 |                 |
| 固定资产和在建工程     | 43198.75         | 42226.96         | 41131.76         | 39956.85         | 毛利率               | 27.80%           | 28.49%           | 29.03%          | 29.47%          |
| 无形资产和开发支出     | 41685.95         | 40652.66         | 39619.36         | 38586.07         | 三费率               | 16.32%           | 20.60%           | 20.30%          | 19.80%          |
| 其他非流动资产       | 32360.99         | 32301.20         | 32241.42         | 32181.63         | 净利率               | 6.85%            | 7.25%            | 7.93%           | 8.50%           |
| <b>资产总计</b>   | <b>290113.82</b> | <b>274124.38</b> | <b>300612.46</b> | <b>330854.75</b> | ROE               | 16.53%           | 16.16%           | 16.19%          | 15.96%          |
| 短期借款          | 13784.37         | 0.00             | 0.00             | 0.00             | ROA               | 6.75%            | 8.00%            | 8.45%           | 8.73%           |
| 应付和预收款项       | 84692.76         | 91400.14         | 95494.10         | 100398.40        | ROIC              | 30.49%           | 28.95%           | 32.49%          | 36.78%          |
| 长期借款          | 9665.07          | 9665.07          | 9665.07          | 9665.07          | EBITDA/销售收入       | 10.65%           | 9.61%            | 10.38%          | 11.01%          |
| 其他负债          | 63582.66         | 37275.65         | 38536.39         | 39911.87         | <b>营运能力</b>       |                  |                  |                 |                 |
| <b>负债合计</b>   | <b>171724.86</b> | <b>138340.87</b> | <b>143695.56</b> | <b>149975.34</b> | 总资产周转率            | 1.05             | 1.07             | 1.12            | 1.08            |
| 股本            | 9382.91          | 9382.91          | 9382.91          | 9382.91          | 固定资产周转率           | 8.52             | 7.90             | 8.17            | 8.69            |
| 资本公积          | 20115.36         | 20115.36         | 20115.36         | 20115.36         | 应收账款周转率           | 11.88            | 11.56            | 11.88           | 11.74           |
| 留存收益          | 84584.75         | 102216.76        | 122486.34        | 145591.96        | 存货周转率             | 4.82             | 4.73             | 4.73            | 4.74            |
| 归属母公司股东权益     | 111366.12        | 128204.30        | 148473.88        | 171579.50        | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 107.28%          | —                | —               | —               |
| 少数股东权益        | 7022.85          | 7579.21          | 8443.02          | 9299.91          | <b>资本结构</b>       |                  |                  |                 |                 |
| <b>股东权益合计</b> | <b>118388.97</b> | <b>135783.51</b> | <b>156916.90</b> | <b>180879.41</b> | 资产负债率             | 59.19%           | 50.47%           | 47.80%          | 45.33%          |
| 负债和股东权益合计     | 290113.82        | 274124.38        | 300612.46        | 330854.75        | 带息债务/总负债          | 13.66%           | 6.99%            | 6.73%           | 6.44%           |
|               |                  |                  |                  |                  | 流动比率              | 1.01             | 1.19             | 1.37            | 1.56            |
|               |                  |                  |                  |                  | 速动比率              | 0.73             | 0.80             | 0.96            | 1.16            |
|               |                  |                  |                  |                  | 股利支付率             | 0.00%            | 17.53%           | 17.42%          | 17.52%          |
| 业绩和估值指标       | 2024A            | 2025E            | 2026E            | 2027E            | <b>每股指标</b>       |                  |                  |                 |                 |
| EBITDA        | 30463.95         | 29096.63         | 33281.22         | 37399.38         | 每股收益              | 2.00             | 2.28             | 2.62            | 2.99            |
| PE            | 13.60            | 11.92            | 10.38            | 9.10             | 每股净资产             | 11.87            | 13.66            | 15.82           | 18.29           |
| PB            | 2.29             | 1.99             | 1.72             | 1.49             | 每股经营现金            | 2.83             | 2.18             | 2.64            | 3.41            |
| PS            | 0.89             | 0.84             | 0.79             | 0.75             | 每股股利              | 0.00             | 0.40             | 0.46            | 0.52            |
| EV/EBITDA     | 6.75             | 6.45             | 5.01             | 3.72             |                   |                  |                  |                 |                 |
| 股息率           | 0.00%            | 1.47%            | 1.68%            | 1.93%            |                   |                  |                  |                 |                 |

数据来源：Wind，西南证券

## 分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

|      |                                                  |
|------|--------------------------------------------------|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上          |
|      | 持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间   |
|      | 中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间  |
|      | 回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间 |
|      | 卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下         |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上        |
|      | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间  |
|      | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下       |

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究院

## 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

## 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

## 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

## 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名  | 职务         | 座机           | 手机          | 邮箱                   |
|----|-----|------------|--------------|-------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 总经理助理、销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn      |
|    | 崔露文 | 销售副总监      | 15642960315  | 15642960315 | clw@swsc.com.cn      |
|    | 李煜  | 资深销售经理     | 18801732511  | 18801732511 | yfliyu@swsc.com.cn   |
|    | 田婧雯 | 高级销售经理     | 18817337408  | 18817337408 | tjw@swsc.com.cn      |
|    | 汪艺  | 高级销售经理     | 13127920536  | 13127920536 | wyyf@swsc.com.cn     |
|    | 张玉梅 | 销售经理       | 18957157330  | 18957157330 | zymf@swsc.com.cn     |
|    | 欧若诗 | 销售经理       | 18223769969  | 18223769969 | ors@swsc.com.cn      |
|    | 李嘉隆 | 销售经理       | 15800507223  | 15800507223 | ljlong@swsc.com.cn   |
|    | 龚怡芸 | 销售经理       | 13524211935  | 13524211935 | gongyy@swsc.com.cn   |
|    | 蒋宇洁 | 销售经理       | 15905851569  | 15905851569 | jjj@swsc.com.c       |
| 北京 | 李杨  | 销售总监       | 18601139362  | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn     |
|    | 张岚  | 销售副总监      | 18601241803  | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
|    | 杨薇  | 资深销售经理     | 15652285702  | 15652285702 | yangwei@swsc.com.cn  |
|    | 姚航  | 资深销售经理     | 15652026677  | 15652026677 | yhang@swsc.com.cn    |
|    | 张鑫  | 高级销售经理     | 15981953220  | 15981953220 | zhxin@swsc.com.cn    |
|    | 王一菲 | 高级销售经理     | 18040060359  | 18040060359 | wyf@swsc.com.cn      |
|    | 王宇飞 | 高级销售经理     | 18500981866  | 18500981866 | wangyuf@swsc.com     |
|    | 马冰竹 | 销售经理       | 13126590325  | 13126590325 | mbz@swsc.com.cn      |

|    |     |         |             |             |                      |
|----|-----|---------|-------------|-------------|----------------------|
| 广深 | 郑龔  | 广深销售负责人 | 18825189744 | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |
|    | 龚之涵 | 高级销售经理  | 15808001926 | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn   |
|    | 杨举  | 销售经理    | 13668255142 | 13668255142 | yangju@swsc.com.cn   |
|    | 陈韵然 | 销售经理    | 18208801355 | 18208801355 | cryf@swsc.com.cn     |
|    | 林哲睿 | 销售经理    | 15602268757 | 15602268757 | lzt@swsc.com.cn      |