

海尔智家 (600690.SH) 经营利润稳健增长，分红比例提升至近一半

2025年04月01日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

吕明（分析师）

周嘉乐（分析师）

陈怡仲（联系人）

lyming@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

chenyizhong@kysec.cn

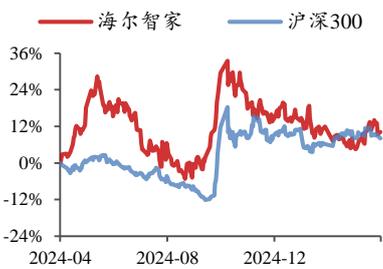
证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790123070024

日期	2025/3/31
当前股价(元)	27.34
一年最高最低(元)	35.37/23.10
总市值(亿元)	2,565.29
流通市值(亿元)	1,709.98
总股本(亿股)	93.83
流通股本(亿股)	62.55
近3个月换手率(%)	43.84

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《2024Q3 持续提效降费，归母净利润实现较快增长——公司信息更新报告》
-2024.11.1

《2024Q2 提效降费成果显著，盈利持续保持提升——公司信息更新报告》
-2024.8.29

《2024Q1 业绩超预期，数字化变革带动盈利提升——公司信息更新报告》
-2024.5.4

● 经营利润稳健增长，分红比例提升至近一半，维持“买入”评级

2024 年公司实现营收 2859.8 亿（同比+4.3%，下同），归母净利润 187.4 亿（+12.9%），扣非归母净利润 178 亿（+12.5%）。单季度看，公司实现营收 830.1 亿元（+9.9%），归母净利润 35.9 亿（+4.0%），扣非归母净利润 31.2 亿（+0.5%）。公司经营利润稳健增长，2024 年分红比例提升至 48.01%，2025 年推出 10-20 亿人民币回购方案，2025-2026 年分红比例或超 50%，充分回馈股东。考虑欧洲并购、整合一次性支出及财务费用扰动，我们下调 2025-2026 年、新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 210.89/236.83/259.48 亿元（2025-2026 年原值为 216.2/241.9 亿元），对应 EPS 分别为 2.25/2.52/2.77 元，当前股价对应 PE 为 12.2/10.8/9.9 倍，公司海内外提质增效趋势向好，维持“买入”评级不变。

● 国补拉动卡萨帝快速增长，海外新兴市场仍有较大增量，关税影响预计有限
分地区来看，（1）国内：2024 年国内收入 1416.8 亿元（+13.7%），占比 49.8%，冰箱冷柜/厨电/洗衣机/智慧楼宇份额持续提升，国补对高端化拉动显著，2024Q4 家电整体业务/卡萨帝收入同比分别增长 10%/超 30%。（2）海外：2024 年公司海外收入 1429 亿元（+5.3%），其中美洲/澳洲/南亚/欧洲/东南亚/中东非/日本收入分别同比-0.3%/+8.1%/+21.1%/+12.4%/+14.8%/+38.2%/-6.5%，在澳新/南亚/市场份额持续提升。公司不断完善全球化产业链以提质增效及应对关税影响，报告期内收购开利商用制冷业务与南非热水器龙头 Kwikot，持续推进埃及、泰国等全球供应链布局，同时将继续执行包括数字化转型、提价、产地规划调整、供应商协商等措施，预计能够有效应对关税风险。**分产品看**，2024 年公司空调/电冰箱/厨电/水家电/洗衣机收入分别同比+7%/+2%/-1%/+5%/+3%，空调增长亮眼。**从品牌端看**，2024 年卡萨帝零售额增幅 12%，三翼鸟实现成套销售占比 57%，持续引领高端升级；Leader 品牌零售额同比+26%，有效补足下沉渠道影响力。

● 财务费用及一次性费用支出下四季度利润有所扰动，2025 年轻装上阵

2024Q4 毛利率 20.3%（-13.7pct，主系会计准则变更，还原后同比提升超 1pct），期间费用率 15.1%（-13.4pct），其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别-13.0 pct /-0.1pct /-0.3pct/持平。综合影响下净利率为 5.0%（-0.5pct），归母净利率为 4.3%（-1.2pct），扣非净利率为 3.8%（-1.2pct）。归母净利润受影响主系海外高利率致利息费用增加、汇率波动导致汇兑损失增加、CCR 并表剥离、欧洲白电重组费用等一次性因素，单季度影响约 0.5pct。公司持续通过 AI+数字化进行降本增效，海外改革进入深水区，关税影响预计有限，盈利能力有望回归上升通道。

● 风险提示：降费提效不达预期；高端市场需求不达预期；海外行业竞争加剧。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	274,205	285,981	306,430	325,019	342,121
YOY(%)	12.6	4.3	7.2	6.1	5.3
归母净利润(百万元)	16,597	18,741	21,089	23,683	25,948
YOY(%)	12.8	12.9	12.5	12.3	9.6
毛利率(%)	27.5	27.8	27.9	28.0	28.1
净利率(%)	6.2	6.8	7.2	7.6	7.9
ROE(%)	15.9	16.5	15.7	15.4	14.7
EPS(摊薄/元)	1.77	2.00	2.25	2.52	2.77
P/E(倍)	15.5	13.7	12.2	10.8	9.9
P/B(倍)	2.5	2.3	1.9	1.7	1.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、经营利润稳健增长，分红比例提升至近一半.....	4
1.1、分区域：国内收入增速持续提升；欧洲/南亚/东南亚/中东非收入实现双位数增长，澳新/南亚份额持续提升..	4
1.1.1、国内：收入增速持续提升，多品类市场份额稳步扩大，高端品牌解决方案驱动业务升级	5
1.1.2、海外：整合全球优势资源实施高端品牌战略，多品牌协同布局及新兴市场拓展持续提升市场份额.....	7
1.2、分产业：融合全球研发资源，各产业全球开花，份额领先.....	8
1.3、分产品：空调/水家电收入实现中位数增长，收入占比提升.....	10
2、盈利能力持续提升，数字化持续驱动降本增效.....	11
3、盈利预测与投资建议	14
4、风险提示	14
附：财务预测摘要	15

图表目录

图 1：2024 年营收 2859.81 亿元，同比+4.3%.....	4
图 2：2024 年公司归母净利润 187.4 亿元，同比+12.9%	4
图 3：2024Q4 实现收入 830.1 亿元（同比+9.9%）	4
图 4：2024Q4 实现归母净利润 35.9 亿元（同比+4.0%）	4
图 5：2024 年国内收入 1416.81 亿元（+13.7%），2020 年以来国内收入增速不断提升.....	5
图 6：2024 年公司国内收入占比 49.8%.....	5
图 7：2024 年公司冰箱冷柜/厨电的线下份额分别为 44.1%/9.0%，线上份额分别为 40.4%/5.3%.....	5
图 8：2024 年公司冰箱冷柜/厨电的线上份额实现同比增长.....	5
图 9：2024 年公司海外收入 1429 亿元（+5.3%）	7
图 10：2024 年公司海外占比 50.2%，稍有回落	7
图 11：2024 年公司在欧洲/南亚/东南亚/中东非收入实现双位数增长，澳洲个位数增长，美洲/日本收入下降	8
图 12：2024 年公司美洲/欧洲收入占比分别为 55.3%/22.3%.....	8
图 13：2024 年公司家庭衣物洗护方案分部收入同比增长 3.0%	9
图 14：2024 年冰箱冷柜/厨电/空气能源解决方案/家庭衣物洗护方案/全屋用水解决方案/其他业务收入占比分别为 22.5%/11.1%/13.3%/17.0%/4.3%/31.8%	9
图 15：2024 年公司冰箱冷柜/厨电/空调/洗衣机/水家电分部利润同比+18.3%/+7.4%/+71.4%/+13.4%/+21.9%.....	9
图 16：2024 年公司空调/电冰箱/厨电/水家电/洗衣机/装备部品及渠道综合服务收入分别同比 +7.4%/+2.0%/-1.1%/+4.9%/+2.9%/+16.1%	11
图 17：2024 年空调/电冰箱/厨电/水家电/洗衣机/装备部品及渠道综合服务占比分别为 17.2%/29.3%/14.4%/ 5.5%/22.1%/11.4%	11
图 18：2024 年公司毛利率达到 27.8%，同比-3.7pcts.....	11
图 19：2024Q4 毛利率为 20.34%，同比-13.68pcts.....	11
图 20：2024 年空调/电冰箱/厨电/水家电/洗衣机/装备部品及渠道综合服务毛利率分别同比 +0.27%/+0.48%/+0.36%/+1.07%/+0.57%/+1.07%	12
图 21：2024 年公司销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率同比分别-3.9/-0.2/-0.2/+0.1pcts.....	12
图 22：2024 年公司归母净利率为 6.6%（+0.2pct）	12
图 23：2024Q4 公司销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率同比分别-13/-0.1/-0.3pct/持平	13
图 24：2024Q4 归母净利率为 4.3%（-1.2pct）	13
图 25：2024 年公司存货周转天数为 73.1 天（-9 天）	13
图 26：2024 年公司应收账款及应收票据周转天数为 42.5 天（+14.4 天）	13

图 27: 2024 年公司应付账款及应付票据周转天数为 126.4 天 (+23.7 天)	14
图 28: 2024 年公司净营业周期为-10.9 天 (-18.3 天)	14
图 29: 2024 年公司经营活动产生的现金流量净额为 265.43 亿元, 同比增长 5.1%.....	14

1、经营利润稳健增长，分红比例提升至近一半

2024 年公司实现营业收入 2859.8 亿元（+同比 4.3%，下同），归母净利润 187.4 亿元（+12.9%），扣非归母净利润 178 亿元（+12.5%）。2024 年公司分红比例提升至 48.01%，现金分红金额 89.97 亿元。

稳健发展主系：(1) 积极把握以旧换新政策机会、发挥高端产品与品牌优势；(2) 海外持续拓展份额，通过聚焦高端提升结构、推进零售模式转型，实现快速增长；(3) 深化 Leader 品牌的战略投入，通过个性、简约的创新产品设计和营销升级，带动品牌收入快速增长；(4) 通过外延并购与自身变革，加速暖通产业的布局与发展；(5) 创新营销模式，以更贴近消费者的方式传递品牌价值、激发品牌活力，深化与用户连接。

图1：2024 年营收 2859.81 亿元，同比+4.3%

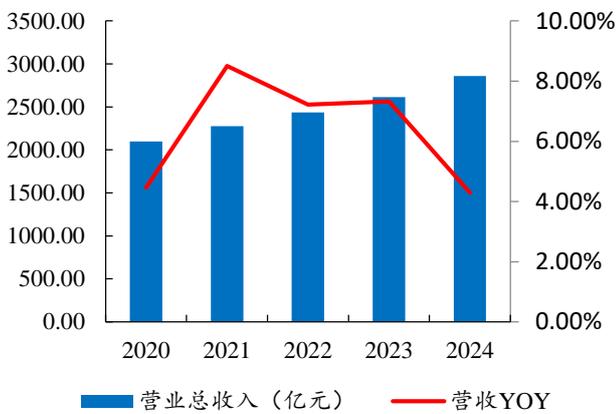
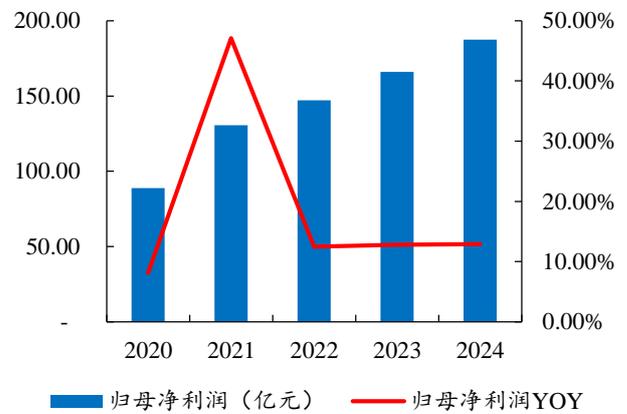


图2：2024 年公司归母净利润 187.4 亿元，同比+12.9%



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

单季度看 2024Q4，公司实现营业收入 830.1 亿元（+9.9%），归母净利润 35.9 亿元（+4.0%），扣非归母净利润 31.2 亿元（+0.5%）。

图3：2024Q4 实现收入 830.1 亿元（同比+9.9%）

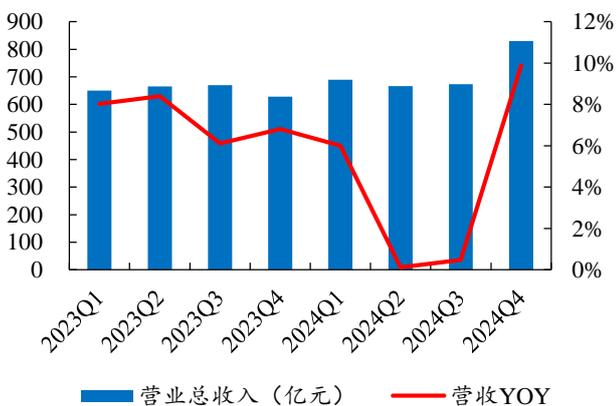
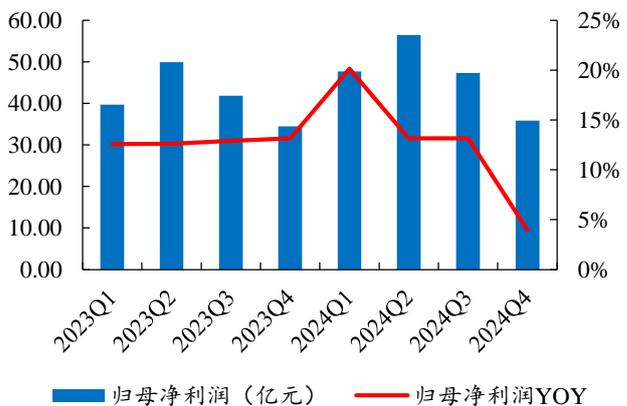


图4：2024Q4 实现归母净利润 35.9 亿元（同比+4.0%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

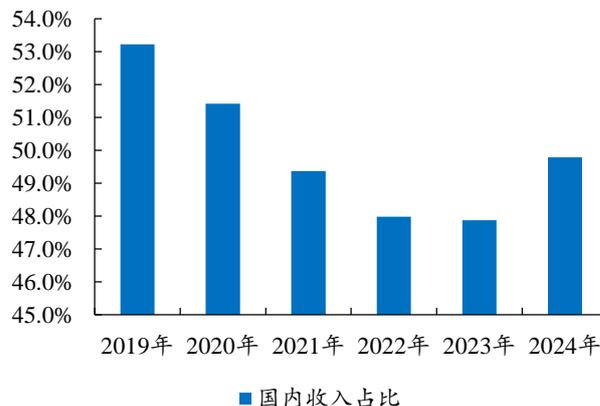
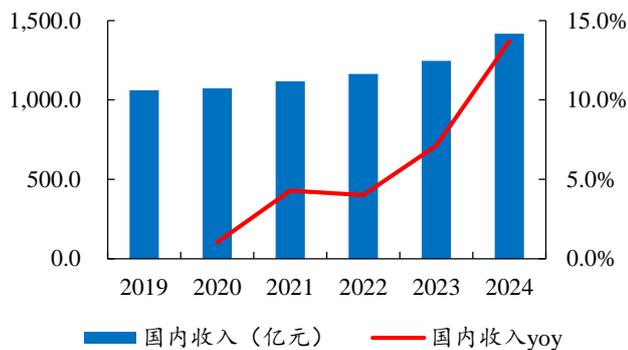
1.1、分区域：国内收入增速持续提升；欧洲/南亚/东南亚/中东非收入实现双位数增长，澳新/南亚份额持续提升

1.1.1、国内：收入增速持续提升，多品类市场份额稳步扩大，高端品牌解决方案驱动业务升级

2024 年国内收入 1416.81 亿元 (+13.7%)，占比 49.8%，2020 年以来国内收入增速不断提升，2024 年国内收入占比小幅回升。

图5：2024 年国内收入 1416.81 亿元 (+13.7%)，2020 年以来国内收入增速不断提升

图6：2024 年公司国内收入占比 49.8%



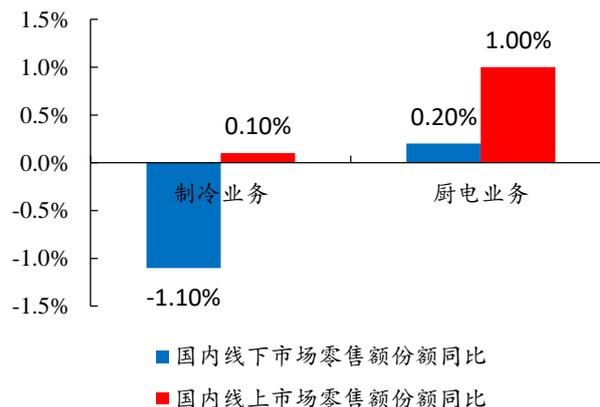
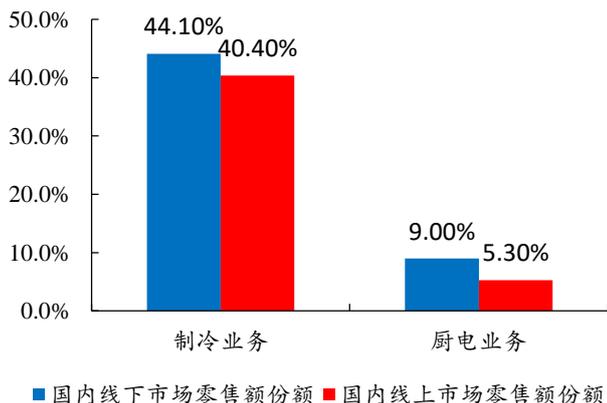
数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

分产品看，根据中怡康数据：2024 年公司制冷业务/厨电业务的国内线下份额分别为 44.1%/9.0%，线上份额分别为 40.4%/5.3%，制冷业务/厨电业务的线上份额均实现同比增长；根据产业在线和中央空调市场数据，智慧楼宇实现两位数增长：磁悬浮空调占比 25.6%全球第一、物联多联机连续五年中国第一、全系热泵市场份额连续四年行业第一。

图7：2024 年公司冰箱冷柜/厨电的线下份额分别为 44.1%/9.0%，线上份额分别为 40.4%/5.3%

图8：2024 年公司冰箱冷柜/厨电的线上份额实现同比增长



数据来源：年度报告、中怡康、开源证券研究所

数据来源：年度报告、中怡康、开源证券研究所

中国市场分业务来看：

(1) 制冷产业：公司通过“双高端”品牌战略持续巩固行业领先优势：产品端，卡萨帝平嵌系列以差异化宽度设计及行业标准引领(如《平嵌电冰箱技术白皮书》)，在 10K+价位段占据 30%市场份额；海尔和悦系列凭借底置恒温保鲜、磁控科技及智能交互设计，推动高端规模突破；麦浪系列则以治愈系配色、专业分区及超薄嵌入

技术实现销量超 30 万台。**营销端**，公司在抖音、小红书等平台精准投放内容，助推麦浪冰箱登顶行业热度榜，卡萨帝致境冰箱搜索排名进入全网前五（关注度同比+124%），并通过上海体验中心、成都 SKP 高端展览深化高端用户触达，强化品牌影响力。

(2) 厨电业务：2024 年，依据中怡康统计，线上及线下市场份额分别上涨 1、0.2 个百分点；其中公司目前在线下市场稳居第三。2024 年，卡萨帝致境烟机凭借全嵌隐藏式设计，带动 7,000 元以上价位段销量增长达 400%。星悦系列则凭借优异的外观设计与性能表现，成功取得 6,000 元价位段市场份额第一。

(3) 洗涤产业：根据 GfK 中怡康数据，公司线下市场份额仍持续引领，首位度第二名的 2 倍；线上渠道零售额份额 37.9%，同比增加 1.1 个百分点。公司通过数字化库存管理和内容营销转型，提升运营效率及用户转化能力，增强市场响应速度；多品牌协同战略巩固高端市场（万元以上洗衣机市占率达 80.4%），同时拓展年轻及老年消费群体，推出操作简便的适老化产品；**供应链方面**，通过提升核心部件自制比例（如重庆波轮双桶 100%自制）及优化空间布局（中德二期钣金件自制），设备负荷率超 95%，强化供应链稳定性与生产效率。

(4) 家空业务：公司推出海尔聪明风、卡萨帝致境等明星产品，如聪明风空调凭借 270° 双动力机械臂送风及 AI 节能科技，实现精准控风与高效节能；面对行业挑战，公司通过模式创新（如 POP 店数字库存项目）、内容营销转型及多品牌协同，提升全链路经营效率，优化零售转化；多品牌战略精准覆盖消费分级需求——卡萨帝空调以“全铜品质+软风科技”巩固高端市场，Leader 空调聚焦 Z 世代打造“超省电”爆款，依托社媒裂变强化电商竞争力；**供应链方面**，郑州压缩机工厂 2024 年量产（年产 224 万台），电脑板自制产能通过郑州扩建、重庆新建实现翻番，持续提升核心部件自给率，强化成本控制与全球供应保障能力。

(5) 智慧楼宇产业：公司通过 Max 物联多联机（48 匹单模块能力、四大核心技术突破）及气悬浮离心机冷水机组（全产业链自主）等高端产品升级，驱动收入与盈利双增，产品获 2024 制冷展金奖并应用于多个标杆项目；同步强化渠道能力，通过全流程服务赋能、网络分类经营及暖通客户俱乐部分层体系，提升项目赢标率与市场响应效率，实现逆势增长。

(6) 全屋用水解决方案：根据 GfK 中怡康数据，公司在线下市场零售额份额 45.2%，同比增加 1.3 个百分点；线上渠道零售额份额 40.3%，同比增加 1.1 个百分点。

分品牌看，2024 年高端品牌卡萨帝紧抓政策机遇，借助以旧换新政策实现四季度业绩 30% 高速增长，套系销量同比大增 64.6%，带动全年零售额增长 12%。卡萨帝品牌通过原创科技引领、丰富套系阵容、数字化营销持续强化高端市场竞争力；**深耕原创技术研发**，推出致境套系、星悦套系等创新产品组合；**在营销端**，通过与内容电商平台的深度 IP 共创，成功在小红书平台实现高端家电搜索排名第一，品牌高端心智持续强化。同时，公司通过跨产业协同优化套系运营规范，加速产品迭代，有效满足消费者对家居美学和全屋智慧科技的双重需求。

2024 年，Leader 品牌市场零售额同比增长 26%。**产品端**，Leader 品牌聚焦 Z 世代需求，推出云朵系列洗衣机、180° 旋翼变风空调等差异化产品，精准契合年轻人对个性、简约、高效生活的追求；**品牌端**，强化年轻化定位，启动“生活养成大使”活动，传递“你的生活，按你的来”品牌主张；**营销端**，深化与抖音平台、快

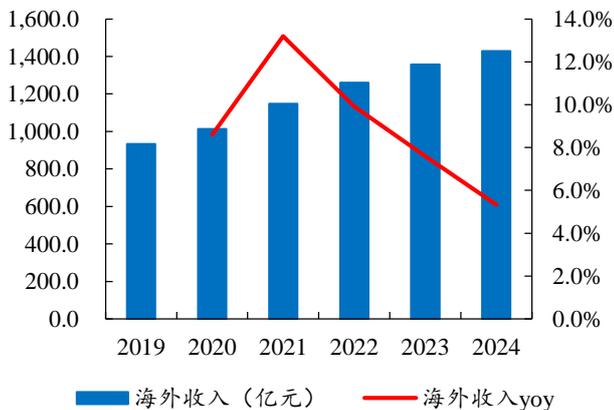
手平台的合作，抖音平台单月 GSV 破 1 亿元，A3 用户资产增长 55%，推动品牌与业务协同发展。

2024 年三翼鸟持续深化智慧家庭战略布局，通过四大核心举措构建差异化竞争优势：产品端，与博洛尼合作的橱柜一体化方案显著提升全屋定制能力，**2024 年三翼鸟实现成套销售占比 57% (卡萨帝占比 35%)**；**技术端**，依托智家大脑和 HomeGPT 持续升级 AI 交互能力，在语音识别、场景服务等方面保持行业领先；**平台端**，通过引入行业大模型工具优化数据处理效率，实现更精准的场景服务；**生态端**，创新性开发 AI 视觉识别技术，完善食材监控等智能场景应用，持续巩固“家电+家居+AI”的一体化解决方案领先优势。目前，三翼鸟日活 1000 万+，汇聚超 500 家生态合作伙伴持续赋能用户服务。

1.1.2、海外：整合全球优势资源实施高端品牌战略，多品牌协同布局及新兴市场拓展持续提升市场份额

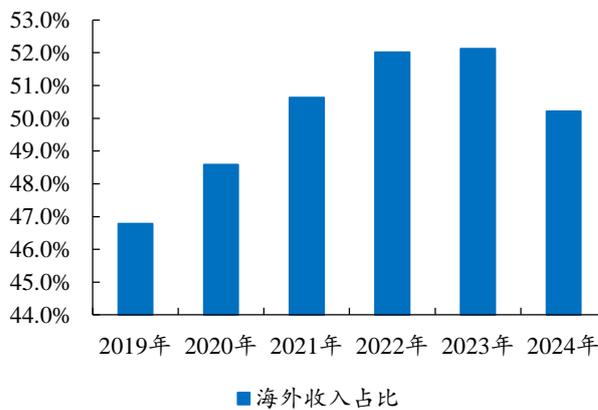
2024 年公司海外收入 1429 亿元 (+5.3%)，占比为 50.2%。公司业绩增长主要得益于：(1) 坚持高端化转型战略，整合全球研发资源，推出行业领先的原创技术解决方案；(2) 优化产品结构，提升高端产品占比，带动整体价格指数上行；(3) 实施多元化产品策略，形成覆盖高端旗舰、中端主力和入门级产品的完整矩阵；(4) 推进渠道零售转型，强化线下高端展示能力，把握电商新机遇，加速全球 TOC 转型；(5) 深化品牌全球化战略，通过赞助澳网等顶级赛事提升品牌认知度，并依托海外社媒平台 2000 万粉丝基础开展创新营销；(6) 持续完善全球产能布局，把握“一带一路”市场发展机遇。

图9：2024 年公司海外收入 1429 亿元 (+5.3%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

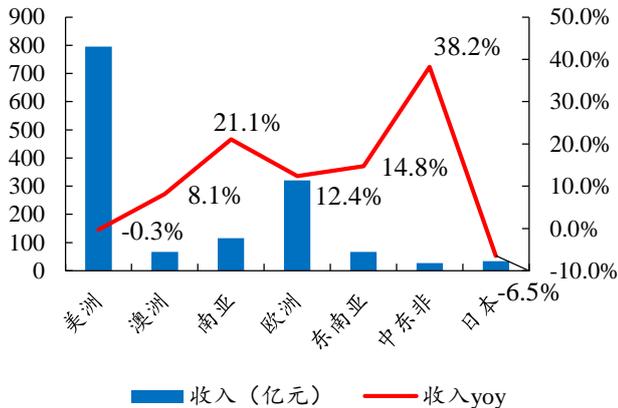
图10：2024 年公司海外占比 50.2%，稍有回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

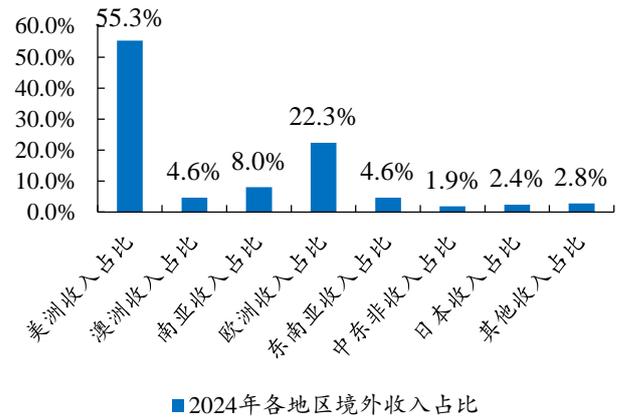
海外分区域看，美洲/澳洲/南亚/欧洲/东南亚/中东非/日本收入分别同比 -0.3%/+8.1%/+21.1%/+12.4%/+14.8%/+38.2%/-6.5%，各地区境外收入占比分别为 55.3%/4.6%/8.0%/22.3%/4.6%/1.9%/2.4%。

图11: 2024 年公司在欧洲/南亚/东南亚/中东非收入实现双位数增长, 澳洲个位数增长, 美洲/日本收入下降



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图12: 2024 年公司美洲/欧洲收入占比分别为 55.3%/22.3%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

公司在澳新/南亚/市场份额持续提升:

(1) **欧洲市场:** 多门冰箱的成功推出使公司的市场份额达到 40%。

(2) **澳新市场:** 在澳大利亚市场公司市场份额增加 2 pcts, 跃居行业第一; 洗护市场份额增加 3 pcts, 冰箱增加 2 pcts, 洗碗机增加 4 pcts, 厨电增加 5 pcts; 公司继续在新西兰市场保持领先地位, 海尔品牌实现两位数增长, 成为当地市场增长最快的企业。

(3) **南亚市场:** 印度市场实现显著增长, 收入同比增幅超 30%, 在巴基斯坦市场市场份额达到了 45%。

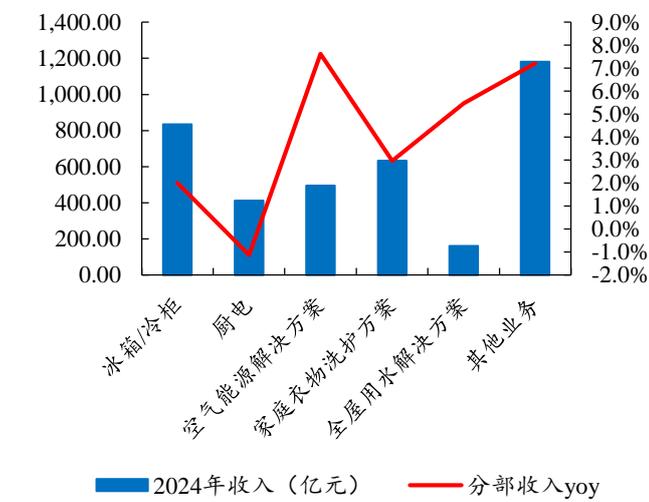
(4) **东南亚市场:** 马来西亚高端产品占比突破 38%, 越南高端市场销量增长 20%。

(5) **中东非市场:** 在埃及, 公司生态园一期项目投产并加速爬坡; 在南非, 公司完成收购伊莱克斯在当地市场占有率第一的水热水器业务。

1.2、分产业: 融合全球研发资源, 各产业全球开花, 份额领先

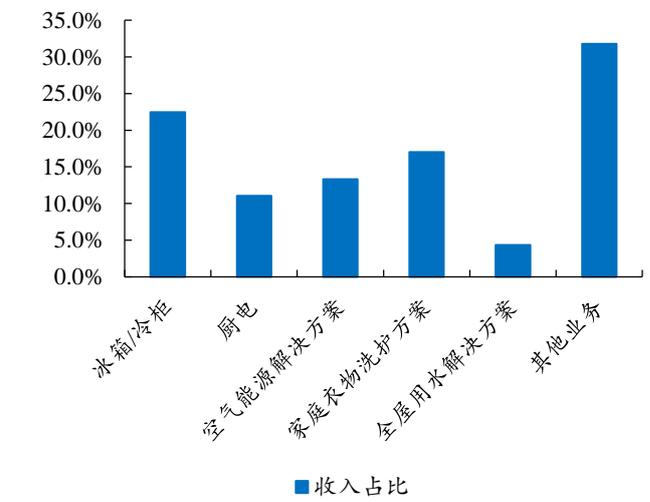
分部业务来看, 根据最新口径, 2024 年公司冰箱冷柜/厨电/空气能源解决方案/家庭衣物洗护方案/全屋用水解决方案/其他业务分别实现分部收入 836/412/496/633/162/1182 亿元, 分别同比+2.0%/-1.1%/+7.6%/+3.0%/+5.5%/+7.2%, 各分部收入占比分别为 22.5%/11.1%/13.3%/17.0%/4.3%/31.8%。

图13：2024年公司家庭衣物洗护方案分部收入同比增长3.0%



数据来源：公司公告、开源证券研究所（注：各分部之间收入可能相互抵销）

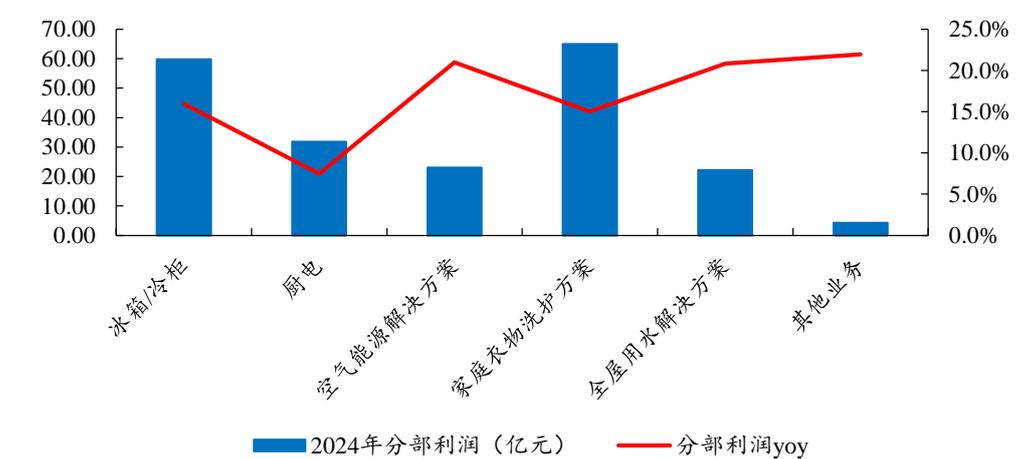
图14：2024年冰箱冷柜/厨电/空气能源解决方案/家庭衣物洗护方案/全屋用水解决方案/其他业务收入占比分别为22.5%/11.1%/13.3%/17.0%/4.3%/31.8%



数据来源：公司公告、开源证券研究所（注：各分部之间收入可能相互抵销）

空气能源解决方案/全屋用水解决方案/其他业务分部利润增长均实现超过20%增长。2024年公司冰箱冷柜/厨电/空气能源解决方案/家庭衣物洗护方案/全屋用水解决方案/其他业务分部利润分别实现59.74/31.79/23.04/64.99/22.21/4.28亿元，分别同比+16.0%/+7.5%/+21.0%/+15.0%/+20.8%/+21.9%。

图15：2024年公司冰箱冷柜/厨电/空调/洗衣机/水家电分部利润同比+18.3%/+7.4%/+71.4%/+13.4%/+21.9%



数据来源：公司公告、开源证券研究所（注：分部利润不包含财务费用、公允价值变动损益、投资收益、资产处置收益、其他收益中非即征即退增值税的部分、营业外收支及所得税费用）

(1) 制冷产业：根据欧睿数据，海外零售量份额14%；在7个国家排名第一、14个国家跻身前三、20个国家位列前五。在美国、澳新、日本、巴基斯坦等市场，继续巩固市场份额第一的领先优势；在欧洲，Candy品牌通过意式设计风格的创新系列产品，成功重塑品牌形象并提升市场竞争力；印度市场通过差异化高端产品组合、本土化供应链布局，市场份额从13%迅速提升至15%；在越南市场，公司通过精准的产品布局与渠道拓展，主流容积段产品销量实现翻倍增长，整体市场份额跃

居行业第二。

(2) 厨电产业：根据欧睿国际统计，2024 年厨电市场份额 9.4%。澳洲市场通过 FPA 和 Haier 双品牌发力，份额提升 2 个百分点；欧洲市场，公司顺利进入法国 Darty、西班牙 ECI 等高端零售渠道，并成功拓展至意大利专业厨房渠道；东南亚、南亚等新兴市场也取得积极进展。

(3) 洗涤产业：根据 GfK 及渠道数据，在澳大利亚、新西兰、巴基斯坦等多个国家实现份额第一，在澳大利亚市场份额达到 29.5%、新西兰市场份额达到 41.6%、巴基斯坦市场份额达到 35%。

(4) 家空业务：公司持续优化智慧、健康、高效的全屋空气解决方案，推动产品结构升级，如印度市场海尔空调价格指数首破 100，高端连锁渠道份额达 15.2% 位居行业第二；通过强化专业组织能力及渠道拓展，在巴基斯坦、泰国、马来西亚等市场实现份额第一；本土化制造能力加速提升，印尼、孟加拉工厂完成扩产，埃及工厂自 2024 年 3 月投产后效率快速爬坡，同时启动泰国二期基地建设，进一步巩固供应链布局优势及抗风险能力。

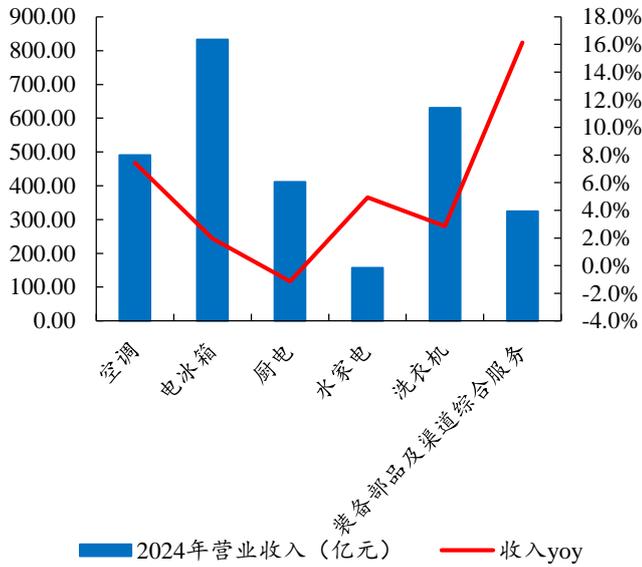
(5) 智慧楼宇产业：公司持续强化差异化产品与渠道能力，优化全球市场布局：在马来西亚中标 1.2 万冷吨数据中心项目（采用风冷磁悬浮技术方案），美国市场推出 DFS 系列（-22°F 低温制热/SEER2 达 27）获市场认可；同步推进渠道升级，欧洲通过 DCS 渠道建设与组织扁平化加速发展，东南亚依托多品类组合+本地化服务提升竞争力，美国以全系列暖通方案拓展专业渠道，实现全球业务协同增长。

(6) 全屋用水解决方案：2024 年公司并购了南非市场具有百年历史、份额为 58% 的 Kwikot 热水器品牌，拓展了南非市场发展潜力，并进一步辐射欧洲和中东非市场，打造全球水暖专业化能力。

1.3、分产品：空调/水家电收入实现中位数增长，收入占比提升

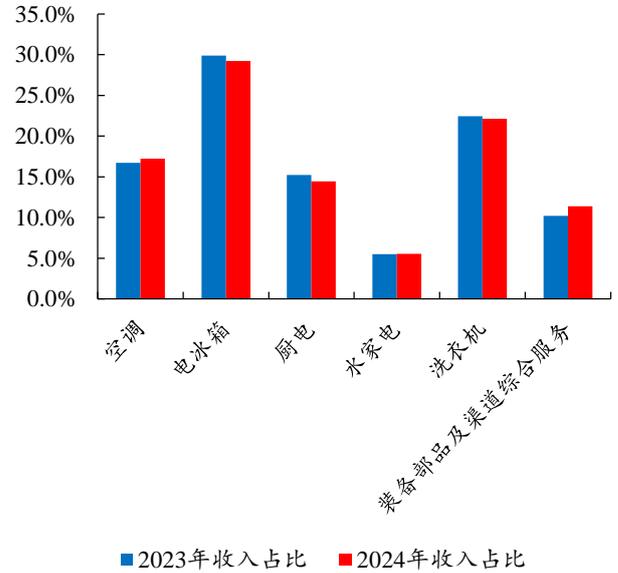
营收分产品看，2024 年公司空调/电冰箱/厨电/水家电/洗衣机/装备部品及渠道综合服务收入分别同比+7.4%/+2.0%/-1.1%/+4.9%/+2.9%/+16.1%。营收占比看，分别占比 17.2%/29.3%/14.4%/5.5%/22.1%/11.4%。

图16: 2024 年公司空调/电冰箱/厨电/水家电/洗衣机/装备部品及渠道综合服务收入分别同比 +7.4%/+2.0%/-1.1%/+4.9%/+2.9%/+16.1%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图17: 2024 年空调/电冰箱/厨电/水家电/洗衣机/装备部品及渠道综合服务占比分别为 17.2%/29.3%/14.4%/5.5%/22.1%/11.4%

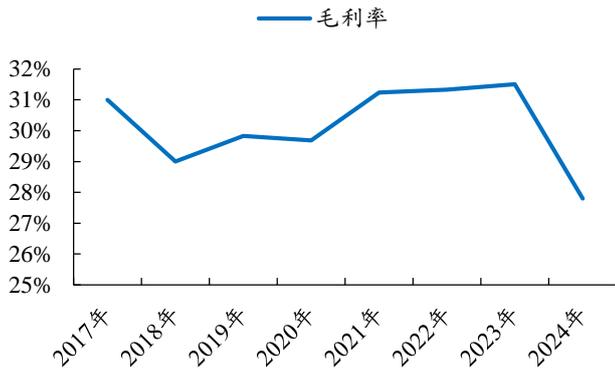


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

2、盈利能力持续提升，数字化持续驱动降本增效

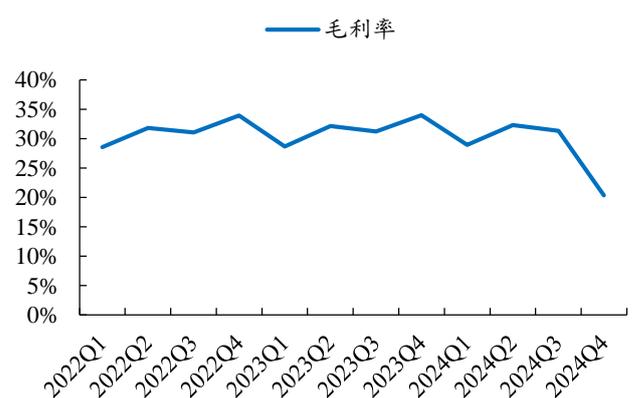
2024 年公司毛利率达到 27.8%，同比-3.7pcts。单季度看，2024Q4 毛利率为 20.34%，同比-13.68pcts，主系会计准则变更，公司计提的保证类质保费用计入“营业成本”。

图18: 2024 年公司毛利率达到 27.8%，同比-3.7pcts



数据来源: Wind、开源证券研究所

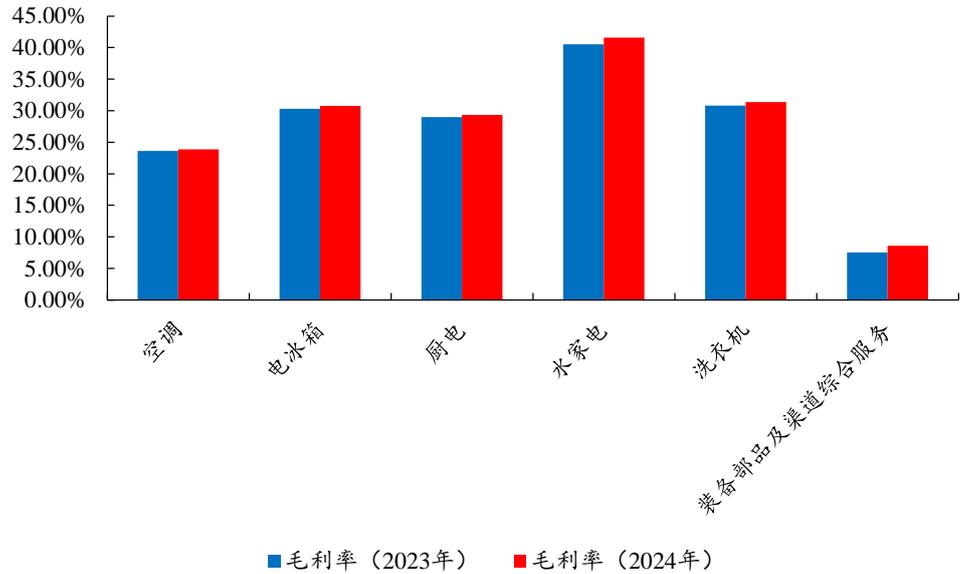
图19: 2024Q4 毛利率为 20.34%，同比-13.68pcts



数据来源: Wind、开源证券研究所

毛利率分产品看，2024 年空调/电冰箱/厨电/水家电/洗衣机/装备部品及渠道综合服务毛利率分别为 23.87%/30.77%/29.34%/41.61%/31.38%/8.60%；分别同比 +0.27%/+0.48%/+0.36%/+1.07%/+0.57%/+1.07%。

图20：2024 年空调/电冰箱/厨电/水家电/洗衣机/装备部品及渠道综合服务毛利率分别同比+0.27%/+0.48%/+0.36%/+1.07%/+0.57%/+1.07%



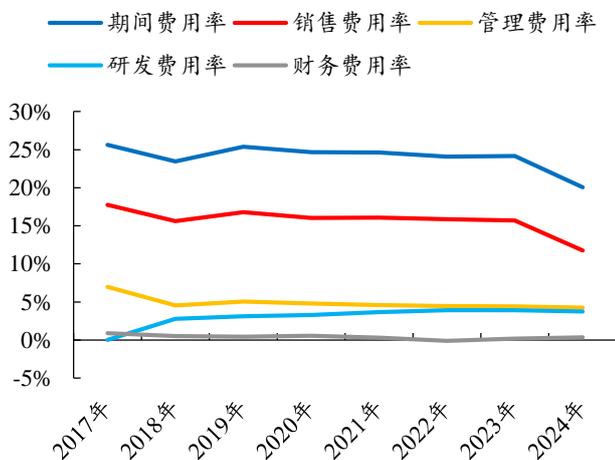
数据来源：Wind、开源证券研究所

费用端看，2024 年公司期间费用率为 20.1%（同比-4.1pcts），其中销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 11.7%/4.2%/3.8%/0.3%，同比分别-3.9/-0.2/-0.2/+0.1pcts。综合影响下，2024 年公司净利率为 6.8%（同比+0.4pcts），归母净利率为 6.6%（+0.2pct），扣非净利率为 6.2%（同比+0.2pcts）。

(1) 销售费用率变动：因 2024Q4 会计准则变更，公司计提的保证类质保费用计入“营业成本”，导致全年销售费用率下降。

(2) 管理费用率变动：得益于公司通过数字化工具，优化业务流程，提升组织效率，管理费用率同比优化 0.2 个百分点。

图21：2024 年公司销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率同比分别-3.9/-0.2/-0.2/+0.1pcts



数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：2024 年公司归母净利率为 6.6%（+0.2pct）

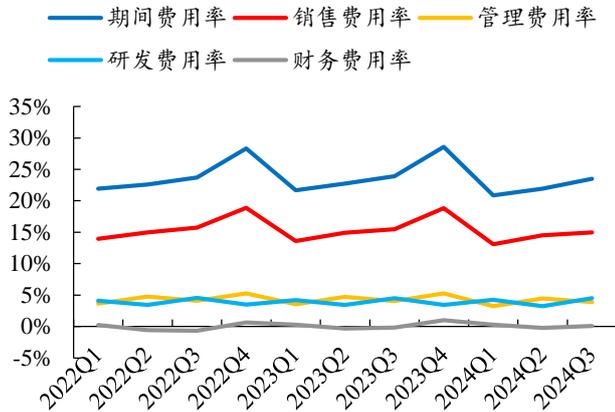


数据来源：Wind、开源证券研究所

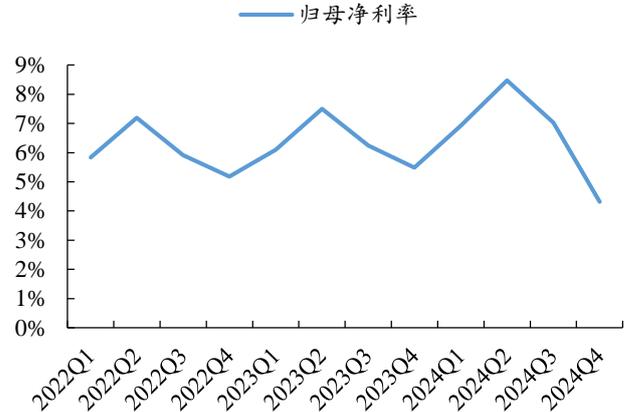
2024Q4 公司期间费用率 15.1% (-13.4pct)，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 5.8%/5.2%/3.1%/1.0%，同比分别-13/-0.1/-0.3pct/持平。综合影响下净利率为 5.0% (-0.5pct)，影响主系税率及毛利率因素，归母净利率为 4.3% (-1.2pct)，扣非净利率为 3.8% (-1.2pct)。

图23：2024Q4 公司销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率同比分别-13/-0.1/-0.3pct/持平

图24：2024Q4 归母净利率为 4.3% (-1.2pct)



数据来源：Wind、开源证券研究所



数据来源：Wind、开源证券研究所

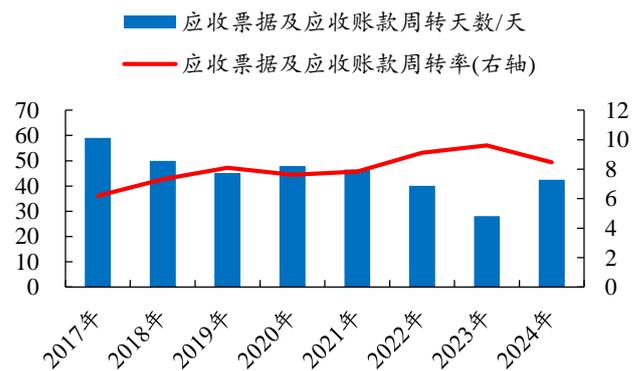
经营质量良好。截至 2024 年 12 月 31 日，公司存货为 430.4 亿元 (+8.9%)，存货周转天数为 73.1 天 (-9 天)；应收账款及应收票据为 385.9 亿元 (+33.6%)，应收账款及应收票据周转天数为 42.5 天 (+14.4 天)；应付账款及应付票据为 757.4 亿元 (+9.3%)，应付账款及应付票据周转天数为 126.4 天 (+23.7 天)，净营业周期为 -10.9 天 (-18.3 天)。

图25：2024 年公司存货周转天数为 73.1 天 (-9 天)

图26：2024 年公司应收账款及应收票据周转天数为 42.5 天 (+14.4 天)

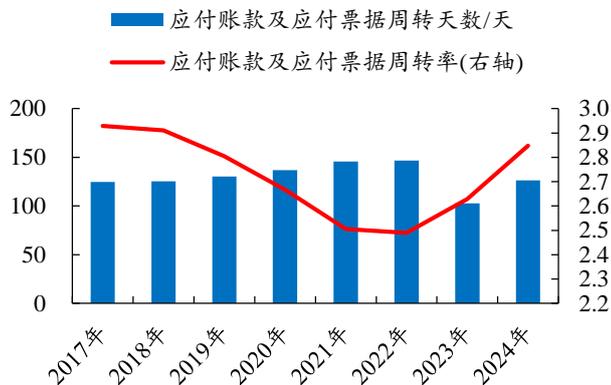


数据来源：Wind、开源证券研究所



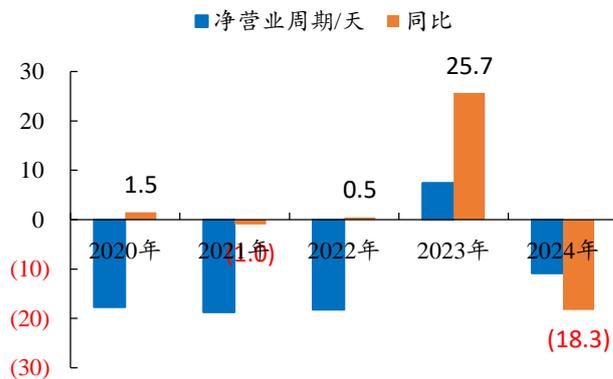
数据来源：Wind、开源证券研究所

图27：2024 年公司应付账款及应付票据周转天数为 126.4 天 (+23.7 天)



数据来源：Wind、开源证券研究所

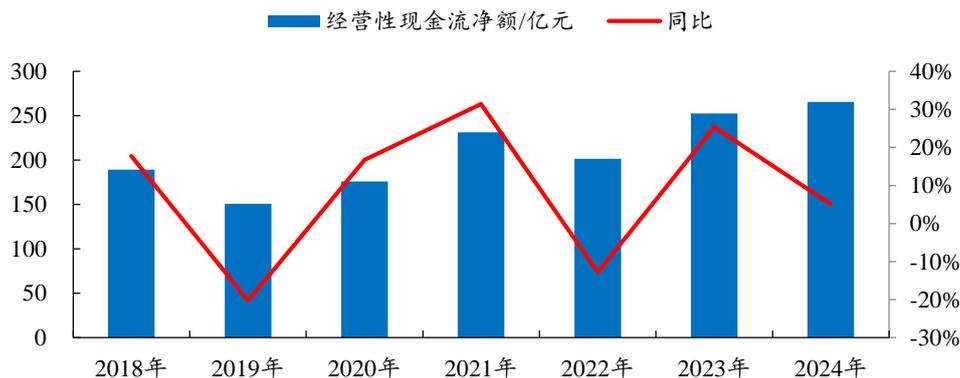
图28：2024 年公司净营业周期为-10.9 天 (-18.3 天)



数据来源：Wind、开源证券研究所

2024 年公司经营活动产生的现金流量净额为 265.43 亿元,同比增加人民币 12.81 亿元, 同比增长 5.1%。

图29：2024 年公司经营活动产生的现金流量净额为 265.43 亿元, 同比增长 5.1%



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、盈利预测与投资建议

从公司层面来看：(1) 国内市场通过卡萨帝高端套系化销售模式和三翼鸟智慧生态品牌的协同发展，持续拓展业务边界并提升单客价值；(2) 全球化运营依托多品牌战略布局和本地化深耕策略，海外市场份额有望持续扩大；(3) 通过产品结构高端化升级及数字化转型的深入推进，盈利能力提升路径清晰可期。

公司收入保持稳健增长，2024 年公司分红比例提升至 48.01%。考虑到欧洲并购及整合一次性支出及财务费用扰动影响，我们下调 2025-2026 年、新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 210.89/236.83/259.48 亿元 (2025-2026 年原值为 216.2/241.9 亿元)，对应 EPS 分别为 2.25/2.52/2.77 元，当前股价对应 PE 为 12.2/10.8/9.9 倍，公司海内外提质增效趋势向好，维持“买入”评级不变。

4、风险提示

降费提效不达预期；高端市场需求不达预期；海外行业竞争加剧。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	138913	151690	162130	189163	212658
现金	57256	55584	73300	84255	113877
应收票据及应收账款	31473	38592	30497	41419	34975
其他应收款	2949	3489	3410	3908	3795
预付账款	1392	2383	1661	2628	1887
存货	39524	43044	45302	48274	50089
其他流动资产	6319	8598	7960	8679	8035
非流动资产	122154	138424	137531	137005	135759
长期投资	20196	20932	22958	25551	27887
固定资产	33426	37519	36285	34330	31741
无形资产	12721	14302	13529	12939	12503
其他非流动资产	55812	65671	64758	64185	63629
资产总计	261068	290114	299661	326167	348417
流动负债	123814	149571	139554	147861	149827
短期借款	10895	13784	13784	13784	13784
应付票据及应付账款	72179	75737	80293	86047	88209
其他流动负债	40740	60050	45477	48030	47834
非流动负债	29723	22153	19691	17272	14709
长期借款	18365	9665	7202	4783	2221
其他非流动负债	11358	12488	12488	12488	12488
负债合计	153537	171725	159244	165133	164537
少数股东权益	6264	7023	7962	9016	10172
股本	9438	9383	9383	9383	9383
资本公积	21515	20115	20115	20115	20115
留存收益	73378	84585	94497	105382	117036
归属母公司股东权益	101266	111366	132455	152018	173709
负债和股东权益	261068	290114	299661	326167	348417

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	26536	26543	38473	21808	40079
净利润	17088	19576	22028	24738	27103
折旧摊销	6039	6580	6599	6806	7301
财务费用	506	973	-370	522	-148
投资损失	-1699	-1913	-1557	-2265	-2068
营运资金变动	-347	-2532	12307	-7355	8488
其他经营现金流	4948	3860	-534	-639	-597
投资活动现金流	-17340	-20074	-4067	-3791	-3785
资本支出	10542	10072	3680	3687	3719
长期投资	-7641	-6401	-2025	-2593	-2336
其他投资现金流	843	-3602	1638	2489	2271
筹资活动现金流	-7921	-7914	-16689	-7061	-6672
短期借款	1223	2889	0	0	0
长期借款	4774	-8700	-2463	-2419	-2562
普通股增加	-8	-55	0	0	0
资本公积增加	-2367	-1399	0	0	0
其他筹资现金流	-11542	-649	-14226	-4643	-4109
现金净增加额	1526	-1702	17716	10955	29622

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	274205	285981	306430	325019	342121
营业成本	198838	206487	220936	234013	245985
营业税金及附加	1152	1276	1100	1172	1264
营业费用	32727	33586	34933	36402	37633
管理费用	11874	12110	13023	13391	14027
研发费用	10380	10740	12112	12704	13305
财务费用	506	973	-370	522	-148
资产减值损失	-1512	-1284	-1533	-1950	-1882
其他收益	1716	1704	1557	1953	1741
公允价值变动收益	17	47	25	17	-3
投资净收益	1699	1913	1557	2265	2068
资产处置收益	-12	-11	56	207	206
营业利润	20381	22912	25904	28891	31790
营业外收入	134	184	165	246	200
营业外支出	304	363	254	278	300
利润总额	20212	22733	25815	28859	31690
所得税	3123	3157	3787	4121	4587
净利润	17088	19576	22028	24738	27103
少数股东损益	492	834	939	1055	1155
归属母公司净利润	16597	18741	21089	23683	25948
EBITDA	26406	29118	31757	34497	37133
EPS(元)	1.77	2.00	2.25	2.52	2.77

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	12.6	4.3	7.2	6.1	5.3
营业利润(%)	14.2	12.4	13.1	11.5	10.0
归属于母公司净利润(%)	12.8	12.9	12.5	12.3	9.6
获利能力					
毛利率(%)	27.5	27.8	27.9	28.0	28.1
净利率(%)	6.2	6.8	7.2	7.6	7.9
ROE(%)	15.9	16.5	15.7	15.4	14.7
ROIC(%)	29.4	25.6	35.8	37.4	50.3
偿债能力					
资产负债率(%)	58.8	59.2	53.1	50.6	47.2
净负债比率(%)	-18.1	-9.7	-33.0	-37.1	-50.0
流动比率	1.1	1.0	1.2	1.3	1.4
速动比率	0.8	0.7	0.8	0.9	1.0
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0
应收账款周转率	14.2	11.6	14.2	14.0	13.5
应付账款周转率	4.3	4.0	4.1	4.0	4.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.77	2.00	2.25	2.52	2.77
每股经营现金流(最新摊薄)	2.83	2.83	4.10	2.32	4.27
每股净资产(最新摊薄)	10.79	11.87	14.12	16.20	18.51
估值比率					
P/E	15.5	13.7	12.2	10.8	9.9
P/B	2.5	2.3	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	9.2	8.6	6.8	5.9	4.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn