

香港股市 | 消费行业

海尔智家(6690 HK)

海外增速放缓增加不确定性

受4Q24净利润波动扰动，全年同比+12.9%

2024年公司实现收入2,859.8亿元（人民币，下同），同比增加9.4%。毛利率27.8%，同比下跌3.7个百分点。国内/国外毛利率分别为29.8%/25.4%，同比提升0.3/0.3个百分点。全年净利润187.4亿元，同比增加12.9%，净利润率6.6%。全年业绩略低于预期，主要由于年内收购开利公司(Carrier)所产生的重组费用以及汇率波动所造成第四季度净利润低于预期。公司并宣布全年每股派息0.965元，派息率从45%提升至48%。公司计划逐渐提升派息率至超过50%。

美国消费疲弱的影响大于关税

在美国，海尔智家通过GE、Monogram、Café和Haier等品牌覆盖各高中低端市场。2024年美洲销售收入约795.3亿，占海外收入55%或总收入27.8%。公司在美国本地的工厂可满足当地约50%的需求，另外30%产能由墨西哥工厂提供，剩余约20%产能由中国工厂提供。公司将通过产品结构优化、转移部分东南亚产能至美国工厂、与上游供应商协商定价等方法等措施抵消部分外关税的冲击。另一方面，如果实施大规模加征关税预计将重新引发美国通胀上升，以及进一步削弱消费增长。我们认为美国消费低迷对海尔收入增速的影响将大于关税的影响。

“以旧换新”政策促消费支撑国内增长

2024年第四季度国内“以旧换新”政策效果显现，海尔发挥高端产品与品牌优势，四季度国内收入同比增长超过10%，其中卡萨帝收入同比增长超过30%。政策将持续在2025年发挥作用，促进国内销售增长。公司还将持续推进数字化转型，构建数字化产销协同体系，推进场景化体验，提升毛利率。2024年，智慧家居场景解决方案三翼鸟成套销售占比达57%，卡萨帝占比35%。公司将继续通过模式创新、内容营销转型和多品牌多品类协同等举措，实现全链路经营效率提升，进一步提升客户零售转换率。

新目标价31.60港元；维持“买入”

收到关税和海外消费不确定因素的影响，我们下调FY25E/26E净利润4.6%/3.9%，至205.2亿/226.3亿元，同比增长9.5%/10.3%。我们并下调估值市盈率至13倍FY25E市盈率，新目标价为31.60港元。维持“买入”评级。

图表1：主要财务数据（人民币百万元）

年结:12月31日	2023年实际	2024年实际	2025年预测	2026年预测	2027年预测
收入	261,428	285,981	307,405	332,798	357,007
增长率(%)	7.4	9.4	7.5	8.3	7.3
净利润	16,597	18,741	20,545	22,679	25,893
增长率(%)	12.8	12.9	9.6	10.4	14.2
摊薄后每股盈利(人民币)	1.778	2.017	2.211	2.440	2.786
净资产回报率(%)	16.9	17.4	17.5	17.6	18.3
市盈率(倍)	11.0	9.7	8.8	8.0	7.0
市净率(倍)	1.7	1.6	1.5	1.3	1.2
股息率(%)	4.1	4.9	6.0	6.6	7.5
每股股息(人民币)	0.804	0.965	1.167	1.289	1.471

来源：公司资料，中泰国际研究部

更新报告

评级：买入

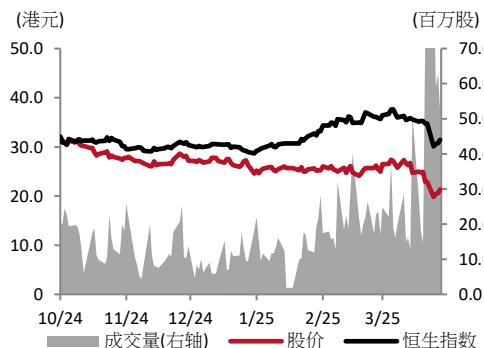
目标价：31.60港元

股票资料

现价	21.35	港元
总市值	233,316	百万港元
流通股比例(A+H股)	40	%
已发行总股本(H股)	2,857	百万
52周价格区间	19.20 – 36.45	港元
3个月日均成交额	549.9	百万港元
主要股东	海尔集团	(占60%(A+H))

来源：彭博、中泰国际研究部

股价走势图



来源：彭博、中泰国际研究部

相关报告

20240405 - 更新报告：保持增长趋势，派息率超期

分析师

陈怡 (Vivien Chan)

+852 3979 2941

vivien.chan@ztsc.com.hk

图表2：财务摘要（中国GAAP）（年结：12月31日；人民币百万元）

利润表	FY23 实际	FY24 实际	FY25 预测	FY26 预测	FY27 预测	资产负债表	FY23 实际	FY24 实际	FY25 预测	FY26 预测	FY27 预测
营业收入	261,428	285,981	307,405	332,798	357,007	固定资产	45,106	43,445	48,018	53,030	57,870
同比%	7.4	9.4	7.5	8.3	7.3	无形资产及商誉	35,296	14,633	11,930	10,909	10,137
成本	(179,054)	(206,487)	(222,025)	(239,801)	(256,184)	联营公司及合营公	25,547	20,932	20,932	20,932	20,932
毛利润	82,374	79,494	85,380	92,997	100,824	长期投资	4,367	5,842	3,784	2,619	1,788
毛利率	31.5%	27.8%	27.8%	27.9%	28.2%	其他非流动资产	10,444	53,573	53,573	53,573	53,573
其他收益	3,212	4,000	4,696	5,711	6,524	非流动资产	120,759	138,424	138,238	141,063	144,301
销售及分销成本	(40,978)	(33,586)	(35,352)	(38,272)	(41,056)	库存	39,524	43,044	44,492	48,054	51,337
行政成本	(11,490)	(12,110)	(13,218)	(14,976)	(16,065)	应收帐款	28,890	38,592	42,110	45,589	48,905
研发成本	(10,221)	(10,740)	(12,296)	(13,645)	(14,280)	预付款项及存款	3,888	5,872	6,148	5,990	6,426
其他运营开支	(1,184)	(1,455)	(1,679)	(1,818)	(1,950)	其他流动资产	5,833	8,598	8,598	8,598	8,598
总运营开支	(63,873)	(57,891)	(62,545)	(68,710)	(73,351)	现金	54,486	55,584	84,001	100,080	114,833
营运利润	21,713	25,603	27,531	29,998	33,996	流动资产	132,620	151,690	185,348	208,310	230,099
营运利润率	8.3%	9.0%	9.0%	9.0%	9.5%	应付帐款	69,278	75,737	85,903	92,781	99,120
拨备	0	0	0	0	0	税项	2,841	3,915	3,461	3,821	4,362
财务成本	(2,000)	(2,871)	(2,610)	(2,488)	(2,588)	预提费用/其他应	24,259	26,785	28,791	31,170	33,437
融资后利润	19,712	22,733	24,921	27,509	31,408	银行贷款和租赁	10,487	13,855	13,571	15,071	15,072
联营及合营公司	0	0	0	0	0	可转债和其他债务	7,732	10,852	9,092	9,843	10,559
税前利润	19,712	22,733	24,921	27,509	31,408	其他流动负债	5,384	18,427	18,427	18,427	18,427
所得税	(2,980)	(3,157)	(3,461)	(3,821)	(4,362)	流动负债	119,981	149,571	159,246	171,112	180,976
少数股东权益	(135)	(834)	(915)	(1,010)	(1,153)	银行贷款和租赁	21,223	14,146	25,481	26,481	26,482
净利润	16,597	18,741	20,545	22,679	25,893	可转债和其他债务	0	0	0	0	0
同比%	12.8	12.9	9.6	10.4	14.2	递延所得税及其他	6,265	8,008	8,008	8,008	8,008
净利润率	6.3%	6.6%	6.7%	6.8%	7.3%	少数股东权益	2,398	7,023	7,938	8,947	10,100
EBITDA	26,517	31,319	34,311	35,718	39,626	非流动负债	29,885	29,176	41,426	43,436	44,590
EBITDA利润率	10.1%	11.0%	11.2%	10.7%	11.1%	总资产	103,514	111,366	122,914	134,826	148,833
每股盈利(RMB)	1.778	2.017	2.211	2.440	2.786	股东权益	103,514	111,366	122,914	134,826	148,833
增长率%	13.3	13.4	9.6	10.4	14.2	股本	9,438	9,383	9,383	9,383	9,383
每股股息(RMB)	0.804	0.965	1.167	1.289	1.471	储备	94,076	101,983	113,531	125,443	139,451

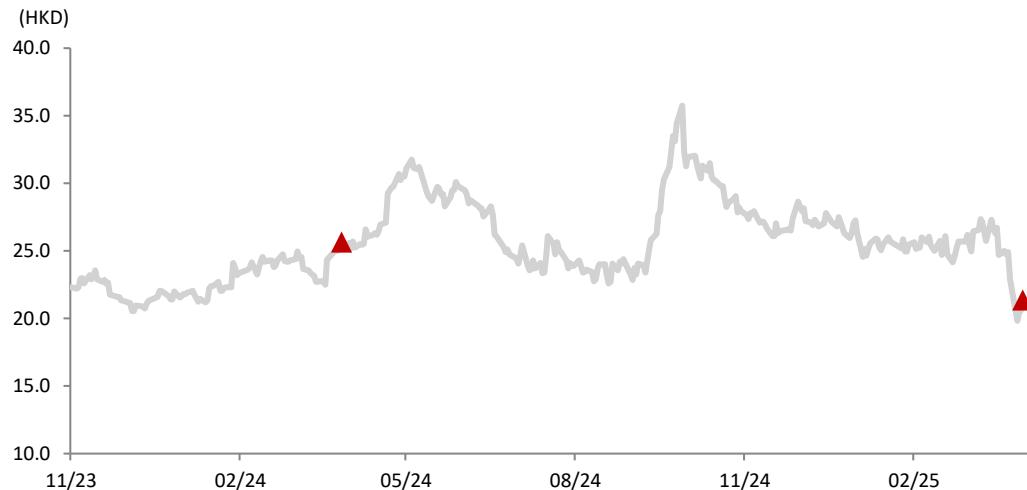
现金流量表	FY23 实际	FY24 实际	FY25 预测	FY26 预测	FY27 预测
EBITDA	26,517	31,319	34,311	35,718	39,626
营运资金变动	348	4,057	8,756	2,373	1,571
其他	14,954	10,363	0	0	0
经营活动现金流	41,819	45,739	43,068	38,091	41,197
已付利息	(2,000)	(2,871)	(2,610)	(2,488)	(2,588)
所得税	(14,557)	(16,326)	(3,915)	(3,461)	(3,821)
经营活动净现金	25,262	26,543	36,543	32,142	34,788
资本支出	(9,907)	(10,072)	(10,826)	(11,720)	(12,573)
投资	(16,162)	(23,622)	0	0	0
已收股息	0	0	0	0	0
资产出售	168	42	0	0	0
已收利息	0	0	2,407	3,174	3,706
其他	8,816	13,577	0	0	0
投资活动现金流	(17,085)	(20,074)	(8,419)	(8,546)	(8,867)
自由现金流	8,177	6,469	28,123	23,596	25,921
发行股份	0	0	0	0	0
股份回购	0	0	0	0	0
少数股东权益	0	0	0	0	0
已付股息	(5,298)	(7,471)	(8,997)	(10,767)	(11,886)
银行贷款变动净	1,534	4,080	9,290	3,251	718
其他	(4,077)	(4,523)	0	0	0
筹资活动现金流	(7,841)	(7,914)	294	(7,516)	(11,168)
现金变动净额	336	(1,445)	28,417	16,079	14,753

主要财务比率	FY23 实际	FY24 实际	FY25 预测	FY26 预测	FY27 预测
毛利率 (%)	31.5	27.8	27.8	27.9	28.2
营业利润率 (%)	8.3	9.0	9.0	9.0	9.5
净利润率 (%)	6.3	6.6	6.7	6.8	7.3
销售成本占收入	15.7	11.7	11.5	11.5	11.5
行政成本占收入	4.4	4.2	4.3	4.5	4.5
派息率	45.0	48.0	48.0	48.0	48.0
有效税率 (%)	15.1	13.9	13.9	13.9	13.9
总负债比率 (%)	38.1	34.9	39.2	38.1	35.0
净负债比率 (%)	净净利润	净净利润	净净利润	净净利润	净净利润
流动比率 (x)	1.1	1.0	1.2	1.2	1.3
速动比率 (x)	0.8	0.7	0.9	0.9	1.0
库存周转率 (天)	73	73	73	73	73
应收账款周转率	50	50	50	50	50
应付账款周转率	141	141	141	141	141
现金周转率 (天)	(18)	(18)	(18)	(18)	(18)
资产周转率 (x)	1.07	1.05	1.00	0.99	0.99
财务杠杆 (x)	2.5	2.5	2.6	2.6	2.6
EBIT 利润率 (%)	8.3	9.0	9.0	9.0	9.5
利息开支 (x)	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
税务开支 (x)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
股本回报率 (%)	16.9	17.4	17.5	17.6	18.3
ROIC (%)	22.1	22.9	24.1	31.6	35.5

来源：公司资料，中泰国际研究部预测

历史建议和目标价

海尔智家 (6690 HK) 股价表现及评级时间表



来源：彭博，中泰国际研究部

	日期	前收市价	评级变动	目标价
1	05/04/2024	HK\$25.0	买入	HK\$33.50
2	11/04/2025	HK\$21.35	买入	HK\$31.60

来源：彭博，中泰国际研究部

公司及行业评级定义

公司评级定义:

以报告发布时引用的股票价格，与分析师给出的 12 个月目标价之间的潜在变动空间为基准:

买入: 基于股价的潜在投资收益在 20% 以上

增持: 基于股价的潜在投资收益介于 10% 以上至 20% 之间

中性: 基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 10% 之间

卖出: 基于股价的潜在投资损失大于 10%

行业投资评级:

以报告发布日后的 12 个月内的行业基本面展望为基准:

推荐: 行业基本面向好

中性: 行业基本面稳定

谨慎: 行业基本面向淡

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（以下简称“中泰国际”或“我们”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用，发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接受到本报告而视为中泰国际客户。本研究报告是基于我们认为可靠目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中泰国际都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分担投资损失，中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何直接或间接责任，除法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。中泰国际所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、财务状况、风险偏好及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- (1) 在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无企业融资业务关系。
- (2) 分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- (3) 中泰国际或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发

中泰国际研究部
香港上环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 6 楼
电话：(852) 3979 2886
传真：(852) 3979 2805