

# 华帝股份 (002035)

证券研究报告

2023年03月21日

## 否极泰来，未来可期

**股权结构持续优化，治理改善释放明确信号。**华帝上市初期股权较为分散，市场担忧公司做大业绩动力不足，伴随潘氏接任实控人以及管理层更替，公司股权结构逐步明晰、管理权趋于集中、内部沟通和决策效率显著提升。22年5月以潘叶江总为代表的年轻、专业管理层的上任，有望为公司注入新鲜血液，看好团队敏锐洞察当下消费者需求、积极拥抱市场。

**渠道逐步理顺，公司经营重回上行通道。**公司于2017年起规范销售政策，取消以往区域经销商所享受的一揽子特殊销售政策，并积极应对渠道变革阻力，利用热点营销带动终端销售实现良好增长，通过优化淘汰、精准帮扶、激励问责等方式搭建生态型供应商管理模式。近两年来公司渠道调整实绩突出，经销商层级扁平化走在传统烟灶行业前列，同时积极以数字应用推动多级库存和内部全流程优化，帮扶引导终端运营精细化，前瞻布局新零售多元化渠道。内部调整期间公司业绩震荡，21年起渠道改革成果开始兑现，公司2021年、22Q1-Q3实现营收增速28%、7%，强势跑赢同期烟灶行业零售额增速25、15pcts。

**展望：新老品类开花，下沉具备空间，看好治理改善。**

**产品端，传统厨电品类份额扩张，新兴品类赋能增长。**公司针对烟灶产品坚持高端化、套系化产品策略，并发布公告拟投资12亿元建设厨电数字化智能化产业园项目，伴随项目达产，有望大幅推动公司现有生产效率和工艺技术的全面提升，实现中长期转型升级。同时，集成灶、集成烹饪中心、洗碗机等新兴品类开始贡献明显增量，公司多品类运营成长空间充足。

**渠道端，多元化渠道精细化运作，渠道下沉具备先发优势。**截至19年，公司已搭建超1万家自有渠道网点，同时优先利用新通道快速入驻新零售渠道9160家，奠定了未来持续增长的渠道基础。我们认为，公司华帝+百得两大品牌的差异化定位，是公司快速打入多个层级细分市场的重要支撑，考虑到当前国内农村市场烟机渗透率相较于其他大家电品类仍有大幅提升空间，公司当前所具备的品牌力+性价比优势有望助力在广阔下沉市场实现份额攫取。

关注公司激励机制的持续性及治理水平的改善。公司紧跟市场趋势，拥抱行业新营销变化，分别于2016、2018年推出两期股权激励计划，激励高管和核心管理人员、骨干人员做出贡献并分享公司发展红利，有利于充分调动高管积极性并推进公司实现长远发展。

**投资建议：**公司抓住厨电行业高端化机遇积极提升自身产品结构，注重品牌形象升级和渠道管理能力提升。后续来看，公司在核心品类达成恢复性增长的基础上，逐渐完善丰富产品线并发力高景气度集成灶、集成烹饪中心赛道，有望取得长足发展。我们看好公司在理顺渠道和加强治理的过程中修炼内功，在多品类和多品牌矩阵中持续发掘增长潜力，在渠道扁平化、产品高端化和生产智能化过程中实现更优质的盈利。预计公司22-24年归母净利润2.1/5.3/6.4亿元（前值4.7/5.7/6.8亿元，参考同业21年100%计提或22年计划进一步计提工程款坏账，我们预计公司22Q4计提坏账故下调全年业绩；公司布局新兴品类或加大宣传力度，对23-24年业绩略有下调），当前股价对应22-24年29.8X/11.5X/9.5XPE，维持“买入”评级。

**风险提示：**原材料价格上涨风险；宏观、地产波动风险；市场竞争加剧风险。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4,360.47	5,587.87	5,884.02	6,725.44	7,466.58
增长率(%)	(24.14)	28.15	5.30	14.30	11.02
EBITDA(百万元)	721.22	774.41	501.07	621.95	817.04
归属母公司净利润(百万元)	407.89	207.32	205.13	530.82	640.86
增长率(%)	(45.45)	(49.17)	(1.06)	158.77	20.73
EPS(元/股)	0.48	0.24	0.24	0.63	0.76
市盈率(P/E)	14.96	29.44	29.75	11.50	9.52
市净率(P/B)	1.93	1.88	0.84	0.80	0.69
市销率(P/S)	1.40	1.09	1.04	0.91	0.82
EV/EBITDA	7.93	4.27	9.65	(1.65)	6.08

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业 家用电器/厨卫电器

6个月评级 买入（维持评级）

当前价格 7.2元

目标价格 元

### 基本数据

A股总股本(百万股) 847.65

流通A股股本(百万股) 754.90

A股总市值(百万元) 6,103.11

流通A股市值(百万元) 5,435.31

每股净资产(元) 4.06

资产负债率(%) 47.23

一年内最高/最低(元) 7.39/4.55

### 作者

孙谦 分析师  
SAC执业证书编号：S1110521050004  
sunqiana@tfzq.com

宗艳 分析师  
SAC执业证书编号：S1110522070002  
zongyan@tfzq.com

赵嘉宁 联系人  
zhaojianing@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 1 《华帝股份-季报点评:营收逆势增长,份额实现扩张》 2022-11-02
- 2 《华帝股份-半年报点评:海外&工程增速亮眼,新品类渐入收获期》 2022-08-30
- 3 《华帝股份-季报点评:营收回归增长,坏账计提拖累盈利》 2022-04-29

## 内容目录

1. 股权结构持续优化，治理改善释放明确信号 .....	3
2. 渠道逐步理顺，公司经营重回上行通道 .....	6
2.1. 渠道模式适时调整，扁平化+多元化变革实绩突出 .....	6
2.2. 改革成效初显，赋能中长期发展 .....	8
3. 展望：新老品类开花，下沉具备空间，看好治理改善 .....	9
3.1. 产品：传统厨电品类份额扩张，新兴品类赋能增长 .....	9
3.2. 渠道：多元化渠道精细化运作，渠道下沉具备先发优势 .....	10
3.3. 治理：关注激励机制的持续性及治理水平的改善 .....	11
投资建议 .....	12
风险提示 .....	12

## 图表目录

图 1：华帝 2004 年上市初期股权较为分散 .....	3
图 2：2010 年华帝经贸注销，七大创始人实现直接持股（2011 年年报股权结构情况） .....	4
图 3：2012 年华帝通过定增+现金方式收购百得厨卫，潘氏家族成为实际控制主体 .....	4
图 4：2014 年潘氏家族管控获加强，潘叶江成为公司实控人 .....	5
图 5：2016 年 12 月九洲投资注销，公司股权结构进一步清晰（截至 2016 年 12 月 16 日过户后股权结构） .....	5
图 6：公司最新股权结构（截至 2022 年 3 月 21 日） .....	6
图 7：2020-22H1 公司主营业务分渠道收入占比 .....	7
图 8：2021 年至 22 年前三季度华帝收入增速跑赢行业（亿元） .....	8
图 9：2004 年至 22Q1-Q3 公司归母净利率走势 .....	8
图 10：2018-22H1 公司分产品收入（亿元） .....	9
图 11：2019-22H1 公司分产品收入增速 .....	9
图 12：20Q1 至 23M1-M2 华帝品牌油烟机线上销额（亿元） .....	9
图 13：20Q1 至 23M1-M2 华帝品牌油烟机线上销额（亿元） .....	9
图 14：2023 年 2 月华帝推出集成烹饪中心新品 .....	10
图 15：07-22 年前三季度老板与华帝的毛利率差整体呈缩窄态势 .....	10
图 16：21 年农村油烟机渗透率相较于其他主要家电有大幅提升空间（台/百户） .....	11
表 1：公司现任高管多具备丰富从业经验 .....	6
表 2：公司销售模式不断演变，目前扁平化+多元化渠道战略稳步推进 .....	7
表 3：2014-2021 年华帝、百得、华帝家居三大品牌门店与经销商数量（家；个） .....	11
表 4：公司历次股权激励情况 .....	12

## 1. 股权结构持续优化，治理改善释放明确信号

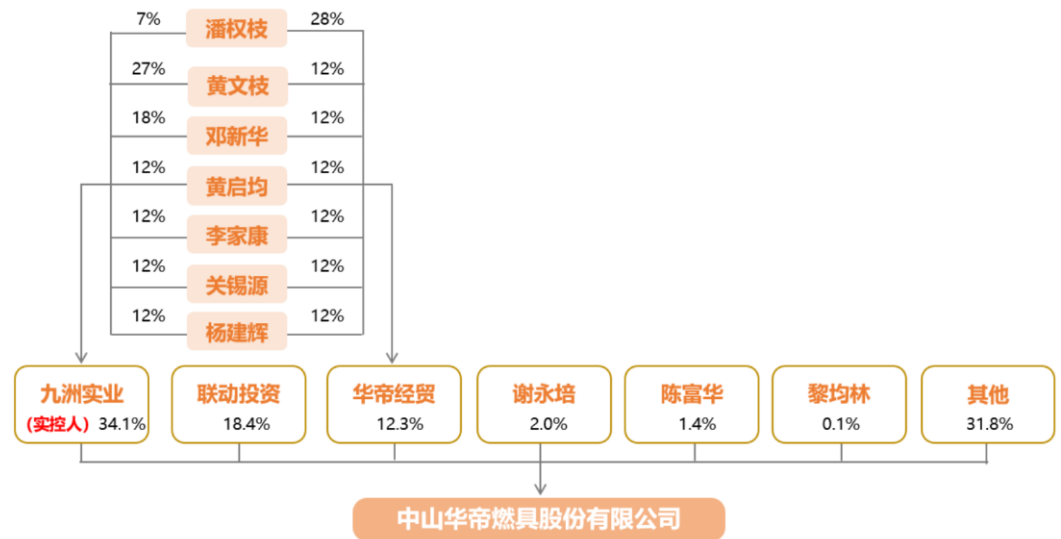
公司自 1992 年创立至今专注厨电领域，围绕厨房解决方案逐渐形成多品牌和多品类的运营，稳步成长为中国厨电知名企业。复盘历史，公司股权结构几经变化，大致可划分为 4 个阶段：

### 阶段一（1992 年至 2004 年）：均衡持股阶段

1992 年，中山华帝燃具有限公司由七位创始人（黄文枝、邓新华、潘权枝、黄启均、李家康、关锡源、杨建辉）建立，7 人共同持股中山市小榄镇燃气具设备厂（中山九洲实业有限公司前身），合计权益比例达 50%，其余 50% 股权由集益（香港）持有（1995 年转让给亨利亚洲）。1999 年，公司事业做大后聘请职业经理人姚吉庆出任总经理，公司所有权、经营权分离。2001 年姚吉庆请辞，创始人之一黄启均出任总裁。

2004 年 9 月，华帝股份在深圳中小板成功上市，中山九洲实业、中山联动投资、广东华帝经贸分列公司前三大股东。其中，九洲实业、华帝经贸为创始人合并持股，7 人共持有上市公司股票 46.4%；上市公司董事长黄文枝通过九洲实业、华帝经贸间接持股 10.7%；黄启均留任公司总裁。

图 1：华帝 2004 年上市初期股权较为分散

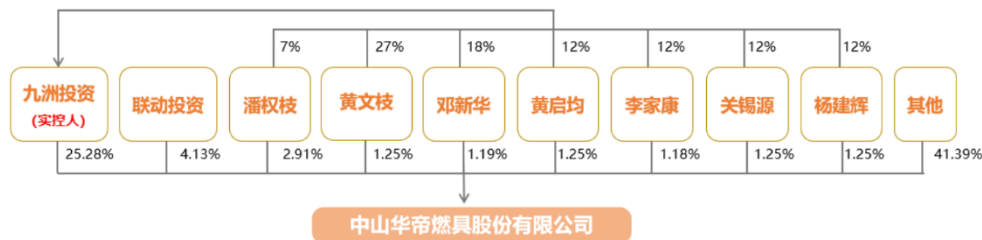


资料来源：华帝股份招股说明书，天风证券研究所

### 阶段二（2004 年至 2012 年）：股权关系理顺

上市初期公司股权分散，其或导致做大业绩动力不足以及可能存在决策效率低下的问题。伴随董事会于 2010 年 3 月推出经营层及管理层激励预案，以及 2010 年 12 月公司第二大股东华帝经贸清算注销，所持股份转为 7 个自然人股东直接持有，创始人股东财富得以与公司价值直接挂钩，公司利益关系得以理顺。

图 2：2010 年华帝经贸注销，七大创始人实现直接持股（2011 年年报股权结构情况）

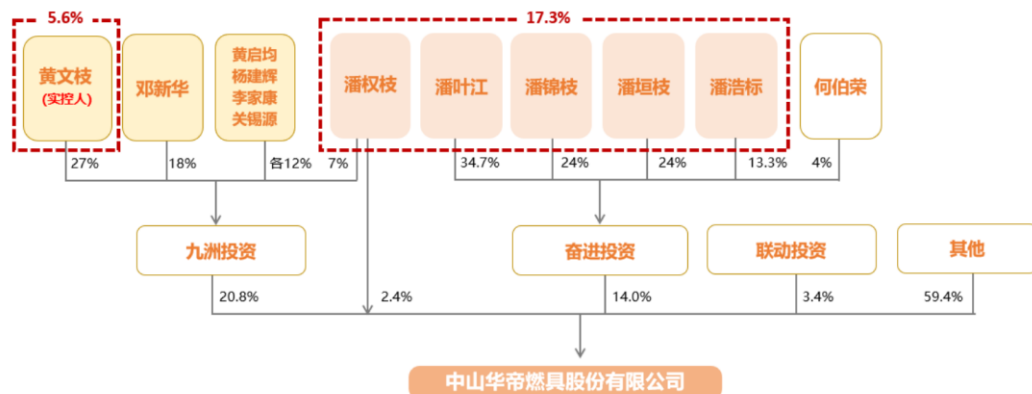


资料来源：华帝股份公告，Wind，天风证券研究所

### 阶段三（2012 年至 2016 年）：股权向潘氏集中，创始人陆续退出

2012 年 8 月，公司向特定对象奋进投资发起定增，以发行股份 4200 万股+支付现金 4862 万元现金方式收购百得厨卫（奋进投资全资子公司）100%股权。奋进投资共五名股东，分别为潘叶江、潘锦枝、潘垣枝、潘浩标、何伯荣。随后公司向特定投资者定向发行约 1142 万股以募集并购配套资金，发行后九洲投资、奋进投资分别持有公司股份约 20.8%、14.0%，潘氏家族通过直接+间接持有华帝股份约 17.3%，超过实控人黄文枝的约 5.6%成为实际控制主体。

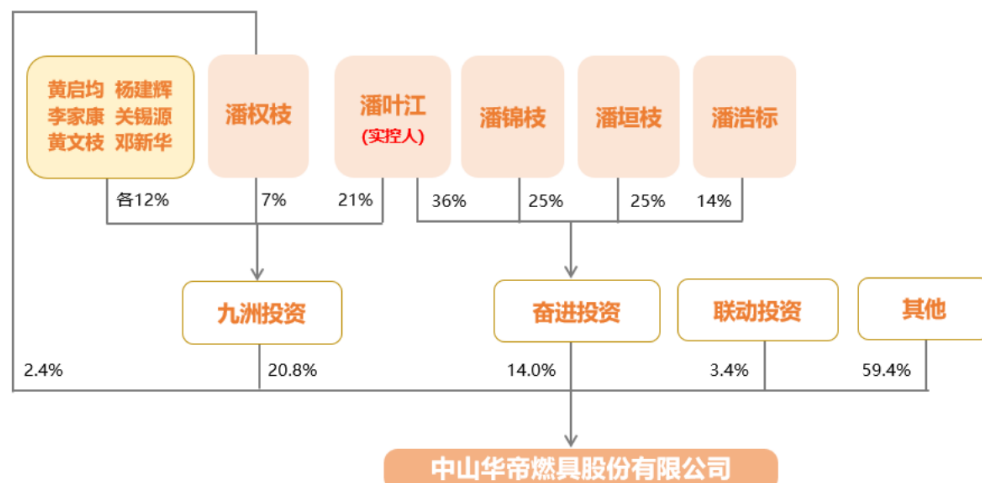
图 3：2012 年华帝通过定增+现金方式收购百得厨卫，潘氏家族成为实际控制主体



资料来源：华帝股份公告，Wind，天风证券研究所

2014 年 6 月股权重整，黄文枝、邓新华分别把九洲投资 15%、6%的股权受让给潘叶江，何伯荣将奋进投资 1.44%的股权受让给潘叶江，交易完成后潘叶江持有九洲投资 21%股权、奋进投资 36%的股权，合计间接持有公司 9.4%的股权成为实控人。同年 10 月，黄启均辞去总裁职位并转让股份，职业经理人区迪江出任总裁，潘叶江、潘垣枝担任副总裁。叠加公司副总裁刘伟（分管国内营销且为公司经销商重庆一能实控人，2013 年重庆一能提货金额 4.7 亿元，净利润贡献率 12%）离职，表明公司减弱渠道商区域性垄断的决心，使得经销商销售政策逐步趋一，限制经销商的横向扩张，倒逼其纵向发展，深耕细作深入三、四级市场，自此潘氏家族对公司渠道掌控力获得实质性增强。同时，潘叶江主管财务工作，或亦帮助公司有效优化盈利，有望保障企业中长期步入健康良性发展。

图 4：2014 年潘氏家族管控获加强，潘叶江成为公司实控人



资料来源：华帝股份公告，Wind，天风证券研究所

#### 阶段四（2015 年至今）：高管变动靴子落地，股权激励绑定核心成员利益

2015 年 9 月董事会选举潘叶江先生当选公司董事长，高管变动靴子落地，继股权集中后公司管理权力进一步集中。2016 年 5 月公司向董事、高管及中层核心技术骨干共 17 人发行 477 万股限制性股票，占当时公司总股本 1.33%，进一步明确公司治理改善、积极进取的信号。2016 年 12 月，公司原控股股东九洲投资完成注销并将所持股份全部过户完毕，奋进投资成为公司控股股东，公司股权结构进一步明晰。2021 年 12 月，公司原总裁潘垣枝辞职并转任副董事长，总裁一职由董事长潘叶江接任，此次人事变动彰显公司深化内部改革的决心，所有权和经营权的统一有望有效提高公司沟通和决策效率。

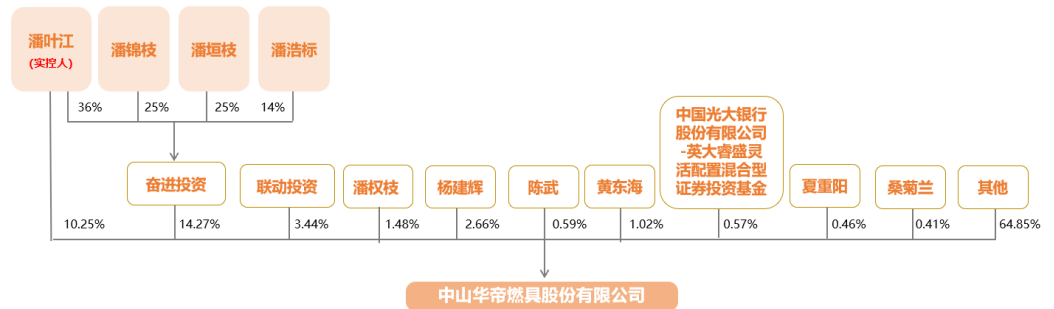
图 5：2016 年 12 月九洲投资注销，公司股权结构进一步清晰（截至 2016 年 12 月 16 日过户后股权结构）



资料来源：华帝股份公告，Wind，天风证券研究所

当前公司董监事会为三年一换届，公司最近的 22 年 5 月第八届董监事会换届选举中，公司董事长潘叶江先生兼任总裁，同时引入了行业内具有丰富经验的管理层，年轻力量赋能下公司有望更敏锐洞察当下消费者需求，以全新进阶品牌姿态开启新华帝时代。

图 6：公司最新股权结构（截至 2022 年 3 月 21 日）



资料来源：同花顺 iFinD，天风证券研究所

表 1：公司现任高管多具备丰富从业经验

高管姓名	高管简历
潘叶江	男，1977 年出生，硕士学历。历任广东百得集团有限公司董事长，华帝股份第五届董事会副董事长、董事长，华帝股份第六届、第七届董事会董事长，华帝股份总裁，广东德乾投资管理有限公司董事长。现任华帝股份第八届董事会董事长、总裁。
潘垣枝	男，1961 年出生，大专学历。历任中山市百得燃气用具有限公司董事长，中山正盟厨卫有限公司总经理、执行董事，中山市华帝集成厨房有限公司董事长，华帝股份第五届、第六届董事会董事，第七届董事会副董事长，华帝股份总裁。现任华帝股份第八届董事会副董事长，石河子奋进股权投资普通合伙企业合伙人，中山百得厨卫有限公司董事长，中山正盟厨卫有限公司执行董事，中山市华帝智慧家居有限公司董事长，广东德乾投资管理有限公司董事。
潘浩标	男，1963 年出生，硕士学历。历任中山华创投资有限公司董事，中山市华帝环境科技有限公司董事长，华帝股份第五届、第六届、第七届董事会董事，华帝股份副总裁。现任华帝股份第八届董事会董事、副总裁，石河子奋进股权投资普通合伙企业合伙人，中山市华帝环境科技有限公司执行董事、总经理，中山市同邦包装制品有限公司监事。
仇明贵	男，1966 年出生，本科学历。历任广东万家乐燃气具有限公司副总经理，华帝股份热水供暖产品部总经理，华帝股份副总裁。现任华帝股份副总裁。
王操	男，1974 年出生。历任美的集团生活电器事业部省区经理，方太集团大区经理，德意电器北方大区总经理兼北京分公司总经理，华帝股份有限公司营销总监、副总裁。现任华帝股份副总裁。
蒋凌伟	男，1984 年出生，硕士学历。历任阿里巴巴集团客户体验事业群资深体验管理专家，杭州老板电器股份有限公司高级总监、电子商务总监、营销办公室主任，华帝股份董事长助理，现任华帝股份副总裁。

资料来源：华帝股份公告，天风证券研究所

## 2. 渠道逐步理顺，公司经营重回上行通道

### 2.1. 渠道模式适时调整，扁平化+多元化变革实绩突出

公司于 1994 年在业内率先实行区域总代理制度，由一级经销商代理对应区域的产品销售和市场拓展，之后设立营销总部管理公司销售业务负责对销售网络的整体规范、监督、培训与提升，并逐步发展出区域总代理制和覆盖房地产开发商等大客户、专业家电连锁、政府部门采购等销售渠道并存的销售模式。

**强化渠道掌控力+优化各级库存管理，公司积极应对改革阵痛。**伴随高管层级的更替，公司于 2017 年规范销售政策，取消以往区域经销商所享受的一揽子特殊销售政策，统一全国经销商客户提货价。而渠道变革期间个别区域经销商未能及时调整经营思路，渠道建设速度缓慢、产品销售结构的长期不合理导致市场出货缓慢，造成一定的库存规模积累。面对渠道变革的阻力，公司积极调整应对，一方面利用世界杯等热点营销带动终端销售实现良好增长，另一方面逐步强化供应商管理体系化建设，通过优化淘汰、精准帮扶、激励问责等方式搭建生态型供应商管理模式。

表 2：公司销售模式不断演变，目前扁平化+多元化渠道战略稳步推进

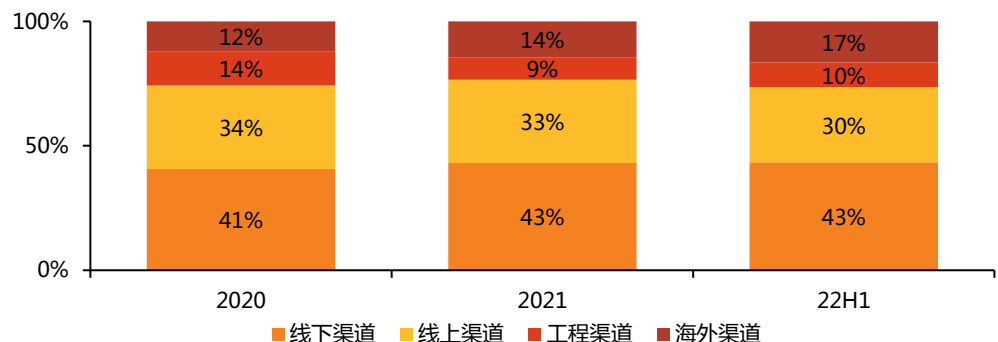
1994-1996年	单一总代理制	每一区域只选择一家一级经销商，通过一级经销商的网络优势发展二级代理商，直至终端销售，加上灵活的营销策略，使公司的产品迅速进入市场，获得销售网络资源，占领市场先机。但当时市场竞争激烈环境下，公司未能较好控制个别大中城市经销网络，导致串货行为和低于公司最低现价的销售行为。
1997-2001年	“二位一体”销售模式 一般区域总代理制、重点区域总代理制（关联人控制）	由公司当时负责销售的副总经理黄启均、关锡源等人共同出资在重点地区设立8家销售公司，专门负责管理重点地区销售和市场秩序控制，理顺公司与当地乃至全国经销商关系，稳定终端价格。
2002-2014年	“五位一体”销售模式 重点区域总代理制（控股子公司）、区域独家代理制、大客户销售制、政府采购、家电销售连锁	随着房地产业发展、零售大卖场和专业家电连锁店等零售业态兴起，公司针对性建立机构专门负责各种新兴消费群体的销售工作。同时，公司对原由关联人控制的重点区域总代理制进行改造，成立了由公司控股的销售子公司取代了原由关联人控制的销售公司在该区域的总代理地位。
2015-2016年	多元化销售渠道 线下经销代理制、电商多平台销售、尝试发展工程代理制	线下销售主要采取区域总代理制，区域总代理制即由公司划定销售区域，每片销售区域设立一名一级经销商；公司设立营销总部管理公司销售业务，负责对销售网络整体规范、监督、培训与提升。公司线上通过天猫、淘宝、京东、苏宁易购、国美在线等网络平台进行销售，公司总部根据订单地区安排当地经销商进行安装、售后服务等工作，当地经销商分享一定红利。尝试发展工程代理制，代理商能在公司协助下，加速开发新的房地产客户。
2017年	高端转型，丰富异业合作 鼓励经销商旗舰店、专卖店做形象改造、百得品牌加速渗透中低端市场、拓宽工程渠道+家装渠道+橱柜渠道+互联网家装等新零售渠道	2017年起华帝在全国各地兴建新形象旗舰店，升级标准专卖店，发力KA渠道，倡导全国经销商全面提升“商业资产”，开大店、连锁渠道抢占更大更好展位。提升电商供应链体系效率，依托互联网平台，实现电商业务快速增长。在传统零售渠道之外，针对近年来精装修地产厨卫需求迅速增长的外部环境，进行集采对接，形成前置通路。同时公司在家装渠道、橱柜渠道、互联网家装等渠道进行积极拓展，丰富异业合作。
2018年以来	扁平化、多元化渠道战略稳步推进，拥抱新零售	公司强调以零售为导向开始推动经销商层级扁平化，同时公司成立销售运营中心、渠道运营中心、零售管理中心，分别负责管理公司整体销售、渠道建设、线下零售端销售，营销管理精细化，共同促进销售目标达成。同时华帝不断发力渠道变革，在巩固子品牌百得固有渠道优势的同时，与京东、苏宁等展开合作，通过进驻新零售渠道门店的方式，深耕渠道下沉市场。

资料来源：华帝股份公告，天风证券研究所

公司渠道扁平化走在传统厨电行业前列。2018 年以来，公司强调以零售为导向开始推动经销商层级扁平化，着手搭建分销管理平台、借助信息化工具进行精细化管理等措施，帮助经销商提升销售效率并有效缓解库存压力。2020 年，公司进一步强调渠道更扁平、更多元、更融合，以零售为导向加快渠道扁平化进度，引导二、三级经销商逐步转型为运营商、服务商或转直供，围绕渠道、销售网点动销推进营销体系转型。截至 22 年中报，公司线下经销商共 160 家，直供经销商 82 家。我们认为，公司当前“多层经销+直供”两种模式并存的灵活渠道架构已是改革阶段性成果的重要印证，且预计未来直供比例仍将持续上升，从而进一步削减渠道成本、加快流通效率获得更长久的市场竞争力。

多元化渠道协调发展奠定良好增长基础。公司线上渠道已覆盖天猫、京东、苏宁等主流平台及抖音、快手、拼多多等新兴电商平台；紧抓集成灶赛道机遇，截至 2021 年底全国招商集成灶门店 282 家；海外渠道持续开拓，截至 2021 年底已拥有 341 个海外合作伙伴，产品畅销全球 126 个国家。公司以传统营销模式为基础，积极拥抱新零售，大力开拓新兴渠道，多元化网点布局成效显著，未来有望依托优势渠道资源持续贡献增量。

图 7：2020-22H1 公司主营业务分渠道收入占比

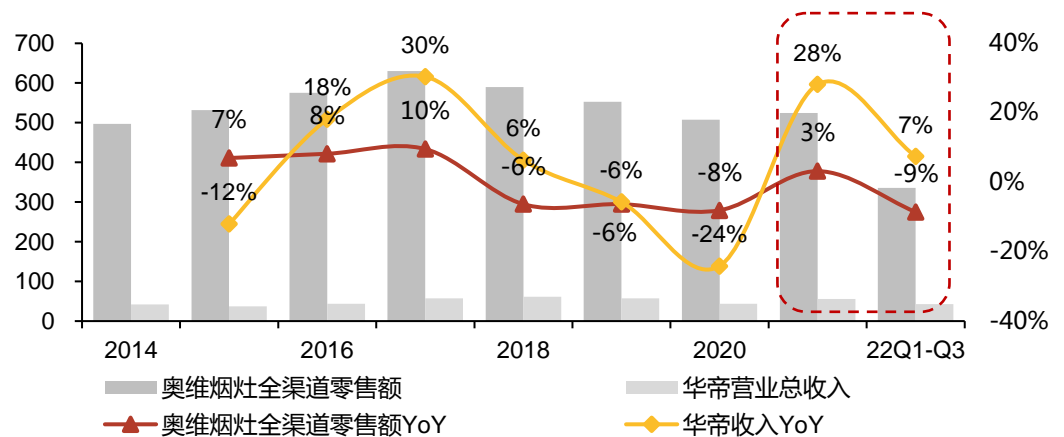


资料来源：华帝股份公告，天风证券研究所

## 2.2. 改革成效初显，赋能中长期发展

内部调整期间规模扩张受阻，21年起公司收入重回良好增势，市场份额稳步提升。公司发展前期受创始股东股权相对分散、管理层激励不足影响，导致做大业绩与市值动力不足，2014-2015年公司管理层大规模更换期间渠道去库存、指导终端定价的实施，亦使得整体营收增速表现较弱。2020年公司为提升渠道效率、加强精细化管理，进一步推行线下渠道变革，引导代理商向核心渠道服务商转型，同时积极拥抱新零售渠道增加零售端口，并促进线上线下渠道融合。伴随渠道阶段性调整完成，公司2021年起营收持续跑赢行业，2021年、22Q1-Q3分别实现营收增速+28%、+7%，连续超越同期烟灶行业零售额增速25、15pcts。

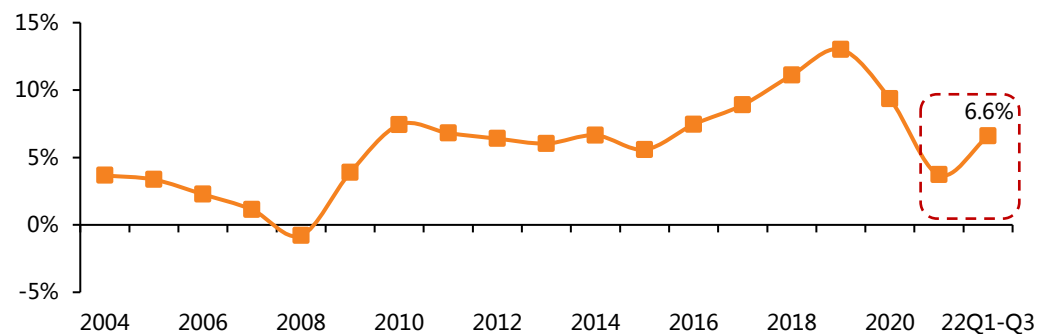
图 8：2021 年至 22 年前三季度华帝收入增速跑赢行业（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

业绩端，公司在 2021 年计提各项资产减值准备 2.84 亿元，其中 2.62 亿元来自恒大及其成员企业（计提比例 50%），坏账计提对公司 21 年净利率有一定拖累。我们认为，后续伴随计提的结束、渠道扁平化推进、高端化战略持续实施及智能化的应用，公司盈利能力有望重回上行通道。

图 9：2004 年至 22Q1-Q3 公司归母净利润率走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

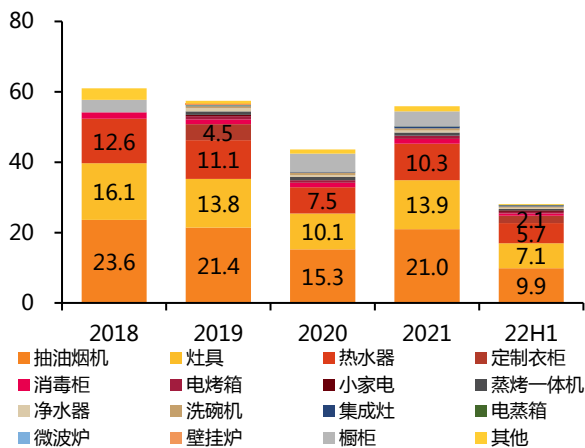


### 3. 展望：新老品类开花，下沉具备空间，看好治理改善

#### 3.1. 产品：传统厨电品类份额扩张，新兴品类赋能增长

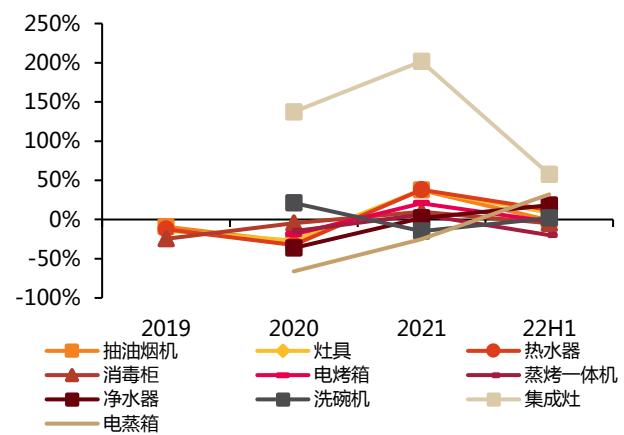
在夯实原有品类的传统优势，公司近年来加快新兴品类更新迭代，形成了以烟机、灶具、热水器等厨电产品为核心，覆盖以集成灶、洗碗机、蒸烤一体机等产品为代表的新兴集成厨电类产品，同时延伸至全屋定制及净水器、壁挂炉等产品的完善产品结构体系。

图 10：2018-22H1 公司分产品收入（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：2019-22H1 公司分产品收入增速

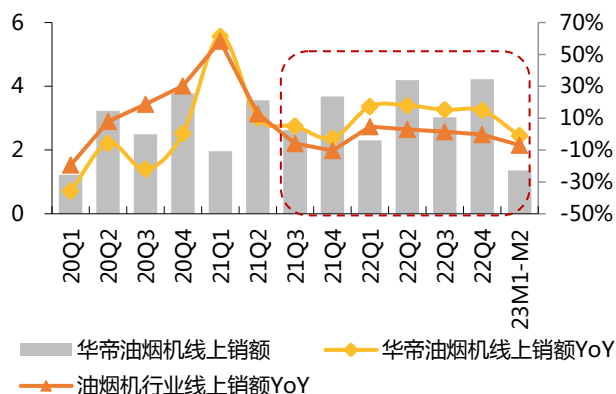


资料来源：Wind，天风证券研究所

随着 Z 世代主力消费市场的形成以及厨房换装人群的增加，公司不断推动厨电产品朝高端化、智能化方向发展，针对烟灶产品结构持续升级优化，带动产品款式创新、性能提升，满足消费者对产品智能化的需求。尽管近年来地产行业竣工、销售低迷拖累下厨电市场需求疲软，但公司积极打磨渠道建设、品牌形象，22 年起油烟机、燃气灶双品类线上销额增速持续跑赢行业，份额稳步扩张。

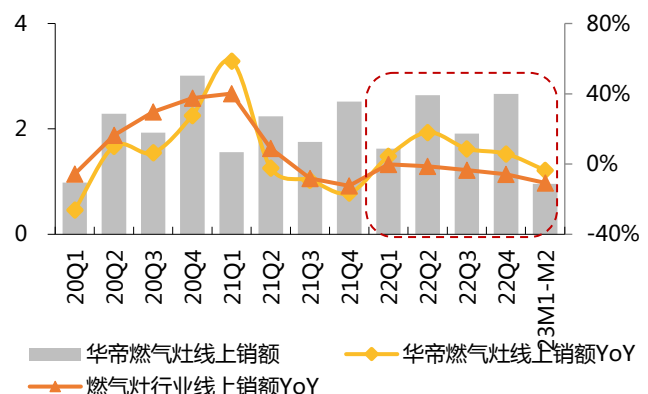
此外，2 月 8 日公司发布关于对外投资暨拟签署投资合作协议的公告，拟在小榄镇投资建设华帝厨电数字化智能化产业园项目，主要从事研发、生产、销售油烟机、燃气灶以及热水器等厨电产品，项目投资总额约为 12 亿元（含土地购买款），**伴随项目达产，有望推动公司优势品类生产效率、工艺技术的全面提升，满足公司中长期转型升级、高端化业务发展需求，带动公司盈利能力逐步优化。**

图 12：20Q1 至 23M1-M2 华帝品牌油烟机线上销额（亿元）



资料来源：奥维云网，天风证券研究所

图 13：20Q1 至 23M1-M2 华帝品牌燃气灶线上销额（亿元）



资料来源：奥维云网，天风证券研究所

在 22 月 7 月新品发布会上，华帝基于厨电产品功能集成化、空间集成化的发展趋势，提出了“一个中心、两个解决方案”：进一步深化“家居一体化”策略，并以此为中心，提出“套系厨电解决方案”和“集成厨电解决方案”，指向公司中长期对套系化、集成化品类发展的战略定位。

集成灶方面，基于近年来集成灶品类在厨电行业表现的亮眼增速，公司以核心优势加速布局此领域，针对集成灶业务成立了独立的研发团队、业务管理运营团队，并已建成专门的生产线。同年，公司紧抓市场机遇，对全国空白区域招商集成灶门店 282 家，快速铺开门店建设及运营，打造业绩增长新引擎。2022H1 公司集成灶产品实现营收近 3500 万元，同比+57.7%，实现规模的快速扩张，在线下快速铺设集成灶门店的同时，线上各主营平台亦已开设多家集成灶店铺。

洗碗机方面，除了主打推广的华帝干态系列洗碗机外，公司不断在洗碗机品类推陈出新。公司适应市场大容量趋势变化，于 2 月 28 日正式首推超级新品 15 套巨能洗 iD9 洗碗机，大容量单品的宣发有望全面升级用户使用体验，为品牌带来更具传播性的营销策略。同时，为适应不同场景客户需求，推出落地式、嵌入式、抽屉式、水槽式洗碗机产品。

集成烹饪中心方面，公司 2023 年新品发布会首发集成烹饪中心新品，产品采用上排形式，相较于方太，华帝集成烹饪中心主打更高效、更多样化的烹饪方式，产品集成了油烟机、灶具、蒸箱、烤箱、空气炸锅、隔水炖盅、保温饭盒七大功能，产品智能方面搭载了烟灶联动、智能蒸烤、APP 远程操控等辅助功能。

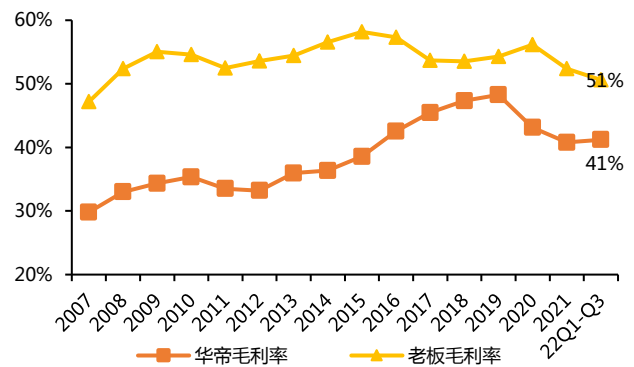
我们认为，伴随高客单价新兴品类销售规模的逐步提升，单品优势聚变为套系化生态优势，公司高端货品结构比例的提升有望带动整体毛利率实现优化。

图 14：2023 年 2 月华帝推出集成烹饪中心新品



资料来源：站长之家，天风证券研究所

图 15：07-22 年前三季度老板与华帝的毛利率差整体呈缩窄态势



资料来源：Wind，天风证券研究所

### 3.2. 渠道：多元化渠道精细化运作，渠道下沉具备先发优势

公司实施线下线上双渠道协同发展，线下渠道以代理制为核心，构建以零售为导向的架构，发展出包含旗舰店、专卖店、专营店、KA 卖场、乡镇网点、社区网店、建材连锁卖场、集成灶门店、新零售渠道等销售网络。截至 2019 年，公司已搭建超 1 万家自有渠道网点，同时优先利用新通道快速占据份额，入驻新零售渠道门店 9160 家，在厨电行业占据优质下沉渠道资源。

表 3：2014-2021 年华帝、百得、华帝家居三大品牌门店与经销商数量（家；个）

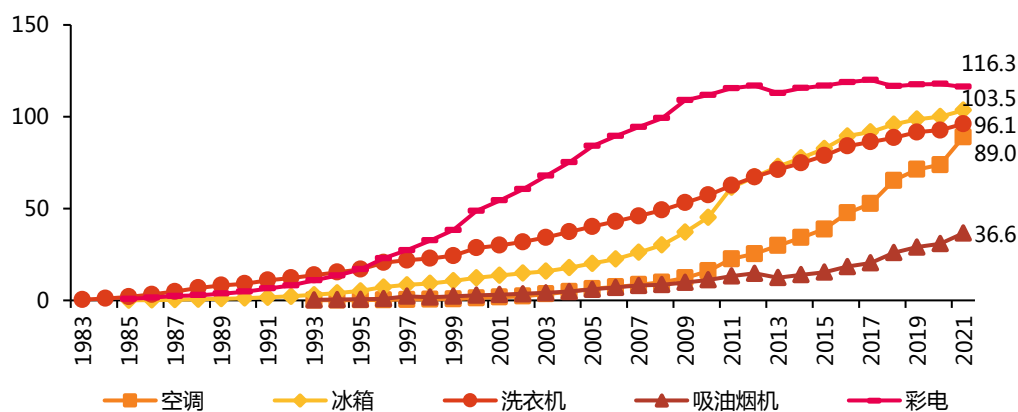
年份	华帝												百得				华帝家居	
	门店									经销商			门店		经销商		经销商	
	旗舰店	专卖店	专营店	橱柜专门店	KA卖场	乡镇网点	社区网点	家装建材连锁卖场	集成灶门店	新零售渠道	一级经销商	直供经销商	专卖店	乡镇网点	KA卖场	一级经销商	经销商	一级经销商
2021	-	-	-	-	-	-	-	-	282	-	138	50	2000+	-	-	-	-	-
2020	-	-	-	-	-	-	-	-	-	9160	-	-	-	-	-	-	-	新增122
2019	418	2432	395	-	2555	3077	783	358	-	9160	124	-	1830	3750	125	222	-	-
2018	420	3283	-	-	2123	5653	1374	306	-	-	117	-	1480	3627	135	227	-	154
2017	234	2961	-	256	2158	5823	1307	-	-	-	133	-	1134	3271	132	203	-	-
2016	-	2898	-	-	1849	5301	1114	-	-	-	-	-	878	2507	124	-	-	-
2015	-	新增576	-	新增60	-	新增832	新增384	-	-	-	-	-	750	3295	-	-	259	-
2014	-	2352	-	-	3306	4653	-	-	-	-	-	-	811	2085	-	-	365	-

资料来源：华帝股份公告，天风证券研究所

注：鉴于公司渠道类型较多，年报中存在信息披露不完全的情况。

我们认为，公司华帝+百得两大品牌的差异化定位，是公司快速打入多个层级细分市场、建立品牌影响力的重要支撑，考虑到当前国内农村市场烟机渗透率相较于其他大家电品类仍有大幅提升空间，公司当前所具备的品牌力+性价比优势有望助力下沉市场新增需求的攫取，提升公司产品创收能力。

图 16：21 年农村油烟机渗透率相较于其他主要家电有大幅提升空间（台/百户）



资料来源：Wind，天风证券研究所

### 3.3. 治理：关注激励机制的持续性及治理水平的改善

公司紧跟市场趋势，拥抱行业新营销变化，分别于 2016、2018 年推出两期股权激励计划，激励高管和核心管理人员、骨干人员做出贡献并分享公司发展红利，有利于充分调动高管积极性并推进公司实现长远发展。

表 4：公司历次股权激励情况

股权激励		激励对象及人数	授予数量	授予价格	考核指标/实值	考核目标下限 (亿元)		
						2016	2017	2018
2016年	首次授予	董事、高级、中级管理层及技术骨干共18(后续调整为17)人	440万股, 占授予前总股本的1.23%, 后续调整为432万股	9.02元/股 分红后价格8.62元/股	营业收入考核目标	42.8	51.3	61.4
					营业收入实值	44.0	57.3	61.0
	预留部分	董事、高级、中级管理层及技术骨干共18(后续调整为17)人	45万股, 占授予前总股本的0.13%	8.62元/股	扣非归母净利润考核目标	2.2	2.8	3.5
					扣非归母净利润实值	3.1	4.9	6.5
						2018	2019	2020
2018年	首次授予	董事、高级、中级管理层以及技术骨干共146 (后续调整为132) 人	首次授予1005万股, 约占本激励前公司总股本的1.23%, 后续调整为898万股	6.81元/股	营业收入考核目标	65.9	77.9	91.7
					营业收入实值	61.0	57.5	43.6
					扣非归母净利润考核目标	6.4	8.3	10.4
					扣非归母净利润实值	6.5	7.0	3.8

资料来源：华帝股份公告，Wind，天风证券研究所

注：公司股权激励的净利润考核指标为扣非归母净利润并剔除股权激励支付费用影响后的数值。

## 投资建议

公司抓住厨电行业高端化机遇积极提升自身产品结构，注重品牌形象升级和全渠道管理能力提升。后续来看，公司在核心品类达成恢复性增长的基础上，逐渐完善丰富产品线并发力高景气度集成灶、集成烹饪中心赛道，其中集成灶品类收入已实现高增，未来有望贡献更多收入增量。我们看好公司在理顺渠道和加强治理的过程中修炼内功，在多品类和多品牌矩阵中持续发掘增长潜力，在渠道扁平化、产品高端化和生产智能化过程中实现更优质的盈利。预计公司 22-24 年归母净利润 2.1/5.3/6.4 亿元（前值 4.7/5.7/6.8 亿元，参考同业 21 年 100%计提或 22 年计划进一步计提工程款坏账，我们预计公司 22Q4 计提坏账故下调全年业绩；公司布局新兴品类或加大宣传力度，对 23-24 年业绩略有下调），当前股价对应 22-24 年 29.8X/11.5X/9.5XPE，维持“买入”评级。

## 风险提示

**原材料价格上涨的风险：**公司的主要原材料为不锈钢、玻璃、铝铜等，其成本占比较大，受宏观经济与国际局势影响，原材料的价格近年持续高位运行，增加公司的成本压力，或将对整体经营业绩造成一定影响。

**宏观、地产波动的风险：**公司的主要产品以烟机、灶具、消毒柜等厨房电器为主，其市场需求受经济形势以及宏观调控影响较大，房地产市场以及居民收入不确定性的增加都将影响消费者对厨电产品的购买需求。

**市场竞争加剧的风险：**公司所处行业竞争格局不断变化，竞争始终保持激烈态势，随着当代年轻消费者对厨电产品需求和期望的改变，竞争对手通过不断增加品类、优化产品结构、提升产品力来争抢更多市场份额，公司的盈利空间或将遭到挤压。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	914.09	905.64	470.72	6,438.00	597.33	营业收入	4,360.47	5,587.87	5,884.02	6,725.44	7,466.58
应收票据及应收账款	1,683.91	1,605.65	2,541.60	1,044.02	3,873.30	营业成本	2,480.31	3,309.53	3,430.39	3,846.95	4,226.09
预付账款	14.17	22.91	37.36	24.04	38.97	营业税金及附加	25.01	31.97	33.66	38.47	42.71
存货	663.84	917.81	597.30	1,216.55	743.07	销售费用	1,045.22	1,354.64	1,502.93	1,724.57	1,922.09
其他	995.82	1,182.60	5,455.52	1,773.35	6,006.65	管理费用	169.84	226.62	243.93	272.08	302.07
<b>流动资产合计</b>	<b>4,271.83</b>	<b>4,634.61</b>	<b>9,102.51</b>	<b>10,495.95</b>	<b>11,259.32</b>	研发费用	220.10	243.56	255.88	285.74	309.76
长期股权投资	7.16	10.57	10.57	10.57	10.57	财务费用	2.75	7.38	(13.41)	(20.04)	(24.49)
固定资产	544.19	1,146.74	1,084.72	1,022.71	960.70	资产/信用减值损失	(51.37)	(284.16)	(285.00)	(50.00)	(40.00)
在建工程	381.53	54.66	54.66	54.66	54.66	公允价值变动收益	0.00	2.24	(27.43)	(45.78)	39.66
无形资产	199.40	199.45	192.21	184.98	177.75	投资净收益	34.59	31.45	27.00	30.86	34.26
其他	435.23	462.54	309.57	309.63	324.11	其他	(27.48)	435.49	(108.06)	(137.94)	(62.66)
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,567.52</b>	<b>1,873.96</b>	<b>1,651.74</b>	<b>1,582.56</b>	<b>1,527.79</b>	<b>营业利润</b>	<b>461.49</b>	<b>229.15</b>	<b>253.29</b>	<b>650.68</b>	<b>784.94</b>
<b>资产总计</b>	<b>5,843.46</b>	<b>6,532.58</b>	<b>10,754.25</b>	<b>12,078.51</b>	<b>12,787.11</b>	营业外收入	13.45	6.07	6.00	6.00	6.00
短期借款	149.74	207.15	404.06	450.00	643.75	营业外支出	7.44	4.63	9.00	9.00	9.00
应付票据及应付账款	1,590.67	2,141.37	1,977.02	2,799.21	2,229.53	<b>利润总额</b>	<b>467.50</b>	<b>230.58</b>	<b>250.29</b>	<b>647.68</b>	<b>781.94</b>
其他	635.55	641.75	952.82	1,037.12	849.15	所得税	51.95	15.54	37.52	97.10	117.22
<b>流动负债合计</b>	<b>2,375.96</b>	<b>2,990.26</b>	<b>3,333.89</b>	<b>4,286.33</b>	<b>3,722.43</b>	<b>净利润</b>	<b>415.55</b>	<b>215.04</b>	<b>212.77</b>	<b>550.59</b>	<b>664.72</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	7.65	7.72	7.64	19.76	23.86
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>407.89</b>	<b>207.32</b>	<b>205.13</b>	<b>530.82</b>	<b>640.86</b>
其他	49.39	47.67	54.29	50.45	50.81	每股收益(元)	0.48	0.24	0.24	0.63	0.76
<b>非流动负债合计</b>	<b>49.39</b>	<b>47.67</b>	<b>54.29</b>	<b>50.45</b>	<b>50.81</b>						
<b>负债合计</b>	<b>2,609.59</b>	<b>3,195.52</b>	<b>3,388.18</b>	<b>4,336.78</b>	<b>3,773.24</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
少数股东权益	72.62	94.34	99.28	111.97	126.92	<b>成长能力</b>					
股本	869.23	847.65	847.65	847.65	847.65	营业收入	-24.14%	28.15%	5.30%	14.30%	11.02%
资本公积	80.91	22.54	4,047.29	4,047.29	4,873.35	营业利润	-43.48%	-50.35%	10.54%	156.89%	20.63%
留存收益	2,411.05	2,372.52	2,505.13	2,845.90	3,247.41	归属于母公司净利润	-45.45%	-49.17%	-1.06%	158.77%	20.73%
其他	(199.94)	0.00	(133.29)	(111.08)	(81.46)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>3,233.87</b>	<b>3,337.06</b>	<b>7,366.06</b>	<b>7,741.73</b>	<b>9,013.88</b>	毛利率	43.12%	40.77%	41.70%	42.80%	43.40%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5,843.46</b>	<b>6,532.58</b>	<b>10,754.25</b>	<b>12,078.51</b>	<b>12,787.11</b>	净利率	9.35%	3.71%	3.49%	7.89%	8.58%
						ROE	12.90%	6.39%	2.82%	6.96%	7.21%
						ROIC	82.78%	18.27%	17.59%	8.94%	129.48%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	44.66%	48.92%	31.51%	35.90%	29.51%
						净负债率	-23.64%	-20.85%	-0.89%	-77.33%	0.53%
						流动比率	1.67	1.48	2.73	2.45	3.02
						速动比率	1.41	1.19	2.55	2.16	2.83
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	2.63	3.40	2.84	3.75	3.04
						存货周转率	7.10	7.07	7.77	7.42	7.62
						总资产周转率	0.74	0.90	0.68	0.59	0.60
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.48	0.24	0.24	0.63	0.76
						每股经营现金流	-0.12	0.55	-5.36	7.02	-7.81
						每股净资产	3.73	3.83	8.57	9.00	10.48
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	14.96	29.44	29.75	11.50	9.52
						市净率	1.93	1.88	0.84	0.80	0.69
						EV/EBITDA	7.93	4.27	9.65	-1.65	6.08
						EV/EBIT	8.50	4.58	11.20	-1.86	6.64

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com