

**投资评级 优于大市 维持**

## 收入端维持增长，盈利能力企稳回升

### 股票数据

04月26日收盘价(元)	25.77
52周股价波动(元)	20.30-36.48
总股本/流通A股(百万股)	949/937
总市值/流通市值(百万元)	24456/24146

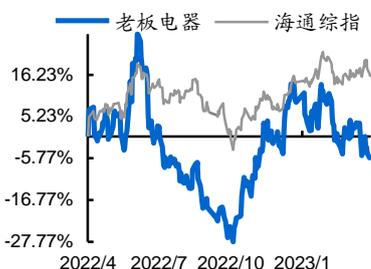
### 相关研究

《地产后周期压力下负重前行，Q3单季度收入保持正增》2022.10.26

《盈利能力短期波动，新品类延续成长属性》2022.08.29

《聚焦厨房全方位布局，品牌龙头引领烹饪文化》2022.05.16

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-10.0	-17.3	-16.7
相对涨幅(%)	-8.3	-14.8	-11.3

资料来源：海通证券研究所

分析师:陈子仪

Tel:(021)23219244

Email:chenzy@haitong.com

证书:S0850511010026

分析师:刘璐

Tel:(021)23214390

Email:ll11838@haitong.com

证书:S0850519100003

分析师:李阳

Tel:(021)23154382

Email:ly11194@haitong.com

证书:S0850518080005

### 投资要点:

● **公司发布 2022 年报及 23Q1 季报，22 年累计收入增长 1.22%，归母净利润增长 18.07%，Q1 收入增长 4.37%，归母净利润增长 5.72%**。公司发布 2022 年报及 23Q1 季报，22 全年实现收入 102.72 亿元，同比增长 1.22%，实现归母净利润 15.72 亿元，同比增长 18.07%。分季度看，公司 22Q4 实现收入 30.35 亿元，同比下降 1.38%，实现归母净利润 3.39 亿元，较 21 年 Q4 同比大幅提升；23Q1 实现收入规模 21.77 亿元，同比增长 4.37%，实现归母净利润 3.89 亿元，同比增长 5.72%。进入 23 年后公司收入及利润保持稳健增长。此外公司计划实施 23 年每股分红 0.5 元，对应 4 月 26 日股价股息率达 1.9%。

● **单项计提影响全年业绩，单季度盈利能力企稳回升**。单项计提影响全年业绩，单季度盈利能力企稳回升。2022 年公司合计单项计提应收账款达 2.5 亿元，对全年业绩有所影响。但自身经营方面，公司 22Q4 及 23Q1 毛利率分别达 48.45% 以及 54.79%，同比提升 4.72pct 及 2.23pct，毛利率方面自 Q4 开始呈现回升态势；23Q1 公司净利率达 17.77%，同比提升 0.23pct，整体盈利能力企稳回升。分业务品类看，公司烟机/灶具/消毒柜收入规模分别为 48.3/24.6/4.8 亿元，其中烟机下滑 0.97%，灶具增长 0.71%；公司一体机实现收入规模 7.4 亿元，同比增长 14.30%；公司洗碗机以及集成灶分别实现收入 5.93 以及 3.84 亿元，同比增长 31.8% 及 17.9%。零售市场看，公司在线上及线下各品类份额方面仍维持龙头品牌地位，参考奥维云网数据，公司线下烟机/燃气灶/消毒柜/一体机/洗碗机份额分别为 31.7%/30.7%/22.6%/33.1%/17.8%，烟机灶具一体机市场份额为第一；线上厨电套餐/烟灶套装/烟机/灶具/一体机/洗碗机市场份额分别为 30.5%/32.4%/16.1%/9.9%/14.4%/15.1%，厨电套餐/烟灶两件套以及吸油烟机市场份额达到第一水平。公司线上及线下嵌入式洗碗机份额均为行业第三水平。此外公司老板品牌在精装修渠道市场份额为 33.1%，为行业第二。公司在面对行业低景气情况下仍呈现优于行业表现，在各类渠道中龙头品牌地位稳固。

● **推出期权激励计划，更新 23-25 年激励目标**。公司计划推行 23 年期权激励计划，拟向 325 名中层管理人员及核心技术业务骨干授予 552 万份期权，行权价格为 22.51 元/份。本次期权激励目标以 2022 年为基准年，完成 2023-25 年营业收入各年度 10% 复合增长。此外本次期权成本预计总费用为 3505 万元，23 及 24 年分别摊销 1110.8 及 1409.6 万元。

● **投资建议与盈利预测**。公司厨电龙头地位稳固，品牌渠道布局完善，积极立足厨房烹饪文化拓宽产品矩阵。同时公司发布期权激励计划，重新明确 23-25 年增长目标。我们预计公司 23-25 年 EPS 为 1.87/2.09/2.34 元每股，同比增 13%/12%/12%，我们给予公司 23 年 15x-18xPE，对应合理价值区间 28.1-33.7 元，维持“优于大市”评级。

**风险提示**。原材料波动风险，终端需求不及预期。

### 主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10148	10272	11394	12501	13683
(+/-)YoY(%)	24.8%	1.2%	10.9%	9.7%	9.5%
净利润(百万元)	1332	1572	1772	1984	2220
(+/-)YoY(%)	-19.8%	18.1%	12.7%	12.0%	11.9%
全面摊薄 EPS(元)	1.40	1.66	1.87	2.09	2.34
毛利率(%)	52.4%	50.0%	50.8%	51.9%	52.7%
净资产收益率(%)	15.4%	16.2%	16.3%	16.4%	16.6%

资料来源：公司年报（2021-2022），海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 公司单季度数据对比 (%)

	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23
营业总收入 (亿元)	25.02	19.08	24.18	27.45	30.77	20.86	23.58	27.93	30.35	21.77
yoy	17.18	50.77	24.28	13.65	22.96	9.32	-2.47	1.74	-1.38	4.37
qoq	3.61	-23.74	26.69	13.53	12.10	-32.20	13.04	18.43	8.66	-28.25
综合毛利率	54.17	57.34	55.62	55.68	43.73	52.56	46.98	52.26	48.45	54.79
销售费用率	20.61	32.20	27.13	28.09	13.42	29.02	24.56	26.18	23.00	30.88
毛利率-销售费用率	33.57	25.14	28.49	27.59	30.31	23.54	22.41	26.08	25.46	23.91
管理费用率	4.15	3.65	3.32	3.32	3.98	3.96	4.28	3.97	4.50	4.18
财务费用率	-1.70	-1.37	-0.90	-2.40	-0.84	-1.48	-1.33	-2.18	-1.13	-1.57
营业利润率	24.11	22.48	21.28	23.72	-1.93	20.66	17.83	21.55	10.61	21.07
税前利润率	24.04	22.44	21.30	23.72	-2.00	20.71	17.84	21.54	10.51	21.07
所得税率	9.63	15.34	15.11	14.26	85.16	15.29	15.48	14.98	-2.07	15.65
净利润率	21.50	18.80	17.85	20.11	-0.35	17.63	15.0	18.26	11.17	17.85
净利润 (亿元)	5.38	3.59	4.32	5.52	-0.11	3.68	3.56	5.10	3.39	3.89
yoy	6.69	46.45	17.49	8.14	-102.00	2.47	-17.54	-7.62	-3,252.61	5.72

资料来源: 公司财报 (2020-2023Q1), 海通证券研究所

表 2 报告期数据分析 (%)

% of sales	21Q1-4	22Q1-4	同比变化	利润率贡献	1Q22	1Q23	同比变化	利润率贡献	4Q22	环比变化	利润率贡献
综合毛利	52.35	49.98	-2.37	-2.37	52.56	54.79	2.23	2.23	48.45	4.72	4.72
营业税金及附加	0.79	0.76	-0.03	-0.03	0.66	0.50	-0.16	0.16	1.18	0.19	-0.19
销售费用	24.19	25.45	1.26	1.26	29.02	30.88	1.86	-1.86	23.00	9.57	-9.57
管理费用 (原口径)	3.58	4.20	0.61	0.61	3.96	4.18	0.21	-0.21	4.50	0.51	-0.51
财务费用	-1.38	-1.53	-0.15	-0.15	-1.48	-1.57	-0.09	0.09	-1.13	-0.29	0.29
资产减值损失	-0.52	-0.24	0.28	0.28	0.00	0.00	0.00	0.00	-1.62	0.09	-0.09
投资净收益	0.89	0.96	0.07	0.07	0.61	0.43	-0.18	-0.18	1.56	0.60	0.60
营业利润	15.13	17.28	2.15	2.15	20.66	21.07	0.40	0.40	10.61	12.53	12.53
营业外收入	0.02	0.03	0.01	0.01	0.10	0.06	-0.04	-0.04	0.01	0.01	0.01
营业外支出	0.04	0.05	0.01	0.01	0.06	0.05	-0.00	0.00	0.11	0.03	-0.03
利润总额	15.10	17.26	2.16	2.16	20.71	21.07	0.36	0.36	10.51	12.51	12.51
所得税	1.81	2.09	0.28	0.28	3.17	3.30	0.13	-0.13	-0.22	1.48	-1.48
税后利润	13.29	15.17	1.88	1.88	17.54	17.77	0.23	0.23	10.73	11.02	11.02
少数股东损益	0.17	-0.14	-0.31	-0.31	-0.08	-0.08	-0.00	0.00	-0.44	-0.49	0.49
归属于母公司所有者的净利润	13.12	15.31	2.19	2.19	17.63	17.85	0.23	0.23	11.17	11.52	11.52

资料来源: 公司财报 (2021-2023Q1), 海通证券研究所

表 3 公司分拆业务增速预计 (单位: 亿元)

产品分拆预计		2020	2021	2022	2023E	2024E
整体营收	收入合计	81.29	101.48	102.72	113.94	125.01
	YoY	4.7%	24.8%	1.2%	10.9%	9.7%
第一品类	油烟机	41.10	48.80	48.32	49.82	51.42
	燃气灶	19.17	24.40	24.57	23.67	24.24
	消毒柜	5.59	5.44	4.77	4.94	4.86
	合计收入	65.86	78.63	77.66	78.43	80.52
	YoY	1.5%	19.4%	-1.2%	1.0%	2.7%
第二品类	蒸汽炉	1.89	1.50	1.00	0.89	0.81
	电烤箱	1.18	1.32	0.82	0.71	0.64
	蒸烤一体机	3.78	6.47	7.40	9.24	11.23
	合计收入	6.85	9.30	9.22	10.84	12.68
	YoY	33.2%	35.8%	-0.8%	17.5%	17.0%
第三品类	小家电	0.79	0.94	0.68	0.76	0.84
	洗碗机	2.24	4.51	5.94	8.10	10.56
	集成灶	2.59	3.26	3.85	9.09	12.40
	净水器	0.61	0.60	0.54	0.84	0.96
	热水器	0.57	1.55	1.92	2.41	2.89
	其他业务	1.78	2.69	2.90	3.48	4.17
	合计收入	8.58	13.55	15.83	24.67	31.82
YoY	14.5%	57.9%	16.8%	55.9%	29.0%	

资料来源: wind, 海通证券研究所

表 4 可比公司估值情况

代码	公司	收盘价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE (倍)		
		2023/4/26		2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
002035.SZ	华帝股份	6.87	58.23	0.41	0.61	0.68	16.87	11.47	10.23
002677.SZ	浙江美大	11.07	70.03	0.88	1.00	1.08	15.83	12.536	11.00
300894.SZ	火星人	26.79	109.55	0.78	1.06	1.31	32.55	24.60	19.97
605336.SH	帅丰电器	16.34	30.16	1.16	1.39	1.61	12.76	11.85	10.26
300911.SZ	亿田智能	38.86	41.73	1.95	2.39	2.93	23.65	16.15	13.60
002543.SZ	万和电气	8.54	63.50	0.90	1.03	1.14	9.24	8.13	7.35

 注: 表中的 EPS, PE 均来自于万得一致预期; \*火星人、帅丰电器、亿田智能均为厨电细分集成灶行业重点公司  
 资料来源: wind, 海通证券研究所

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>10272</b>	<b>11394</b>	<b>12501</b>	<b>13683</b>
每股收益	1.66	1.87	2.09	2.34	营业成本	5137	5603	6015	6466
每股净资产	10.26	11.44	12.74	14.13	毛利率%	50.0%	50.8%	51.9%	52.7%
每股经营现金流	2.05	1.11	1.60	2.14	营业税金及附加	79	105	114	123
每股股利	0.50	0.68	0.79	0.95	营业税金率%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	2614	2882	3200	3507
P/E	15.55	13.80	12.33	11.02	营业费用率%	25.4%	25.3%	25.6%	25.6%
P/B	2.51	2.25	2.02	1.82	管理费用	431	467	513	566
P/S	2.38	2.15	1.96	1.79	管理费用率%	4.2%	4.1%	4.1%	4.1%
EV/EBITDA	11.81	10.47	9.40	8.31	EBIT	1619	1860	2109	2377
股息率%	1.9%	2.7%	3.1%	3.7%	财务费用	-157	-175	-180	-195
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	-1.5%	-1.5%	-1.4%	-1.4%
毛利率	50.0%	50.8%	51.9%	52.7%	资产减值损失	-25	-80	-100	-100
净利润率	15.3%	15.6%	15.9%	16.2%	投资收益	99	57	63	59
净资产收益率	16.2%	16.3%	16.4%	16.6%	<b>营业利润</b>	<b>1775</b>	<b>2064</b>	<b>2311</b>	<b>2582</b>
资产回报率	10.5%	10.4%	10.8%	11.2%	营业外收支	-2	0	0	0
投资回报率	14.3%	14.6%	14.9%	15.1%	<b>利润总额</b>	<b>1773</b>	<b>2064</b>	<b>2311</b>	<b>2582</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	1789	1952	2202	2471
营业收入增长率	1.2%	10.9%	9.7%	9.5%	所得税	215	272	306	339
EBIT 增长率	-20.9%	14.9%	13.4%	12.7%	有效所得税率%	12.1%	13.2%	13.3%	13.1%
净利润增长率	18.1%	12.7%	12.0%	11.9%	少数股东损益	-14	20	20	23
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>1572</b>	<b>1772</b>	<b>1984</b>	<b>2220</b>
资产负债率	34.5%	35.5%	33.5%	31.5%					
流动比率	2.44	2.26	2.28	2.33	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
速动比率	2.08	1.89	1.87	1.91	货币资金	5293	4689	4426	4590
现金比率	1.05	0.80	0.74	0.76	应收账款及应收票据	2571	3871	4213	4386
<b>经营效率指标</b>					存货	1610	2042	2340	2463
应收帐款周转天数	60.04	44.00	42.00	41.00	其它流动资产	2770	2718	2722	2752
存货周转天数	114.40	133.00	142.00	139.00	流动资产合计	12244	13320	13701	14191
总资产周转率	0.68	0.67	0.68	0.69	长期股权投资	9	9	9	9
固定资产周转率	6.33	6.68	7.05	7.59	固定资产	1622	1707	1772	1802
					在建工程	406	439	496	559
					无形资产	221	217	216	216
					非流动资产合计	2795	3739	4733	5651
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>资产总计</b>	<b>15040</b>	<b>17059</b>	<b>18435</b>	<b>19841</b>
净利润	1572	1772	1984	2220	短期借款	52	30	30	30
少数股东损益	-14	20	20	23	应付票据及应付账款	3291	3623	3609	3650
非现金支出	419	171	193	195	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-133	-51	-59	-45	其它流动负债	1674	2241	2377	2400
营运资金变动	101	-860	-623	-361	流动负债合计	5017	5894	6016	6079
<b>经营活动现金流</b>	<b>1945</b>	<b>1052</b>	<b>1516</b>	<b>2031</b>	长期借款	0	0	0	0
资产	-501	-210	-217	-202	其它长期负债	165	165	165	165
投资	356	-830	-874	-824	非流动负债合计	165	165	165	165
其他	101	57	63	59	<b>负债总计</b>	<b>5182</b>	<b>6059</b>	<b>6180</b>	<b>6244</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-44</b>	<b>-983</b>	<b>-1029</b>	<b>-967</b>	实收资本	949	949	949	949
债权募资	55	-22	0	0	归属于母公司所有者权益	9732	10854	12088	13409
股权募资	11	0	0	0	少数股东权益	126	145	166	189
其他	-496	-650	-750	-900	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>15040</b>	<b>17059</b>	<b>18435</b>	<b>19841</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-430</b>	<b>-672</b>	<b>-750</b>	<b>-900</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>1476</b>	<b>-603</b>	<b>-263</b>	<b>164</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 26 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

陈子仪 家电行业  
刘璐 家电行业  
李阳 家电行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息,本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解,清晰准确地反映了作者的研究观点,结论不受任何第三方的授意或影响,特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 格力电器,德业股份,萤石网络,美的集团,欧普照明,极米科技,苏泊尔,石头科技,大元泵业,小熊电器,富佳股份,三花智控,新宝股份,光峰科技,德昌股份,海尔智家,老板电器,浙江美大,科沃斯,九阳股份,飞科电器,赛特新材,火星入

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。