

盈利能力改善，Q1 业绩超预期

核心观点

帅丰电器 2022 年业绩短期下滑，2022Q4 及 2023Q1 盈利水平持续改善，中高端产品占比高，募投项目推动橱柜业务高增。公司加快全渠道建设进度，提高配套产品销售占比，2023 年将加大费用投放力度，同时业绩考核目标较高，有望抢占更多市场份额，同时坚持中高端定位，盈利水平保持稳定。

事件

2023 年 4 月 20 日，帅丰电器发布 2022 年年度报告；2023 年 4 月 28 日，帅丰电器发布 2023 年第一季度报告。

公司 2022 年实现营业收入 9.46 亿元（YOY-3.20%），归母净利润 2.14 亿元（YOY-13.08%），净利率为 22.65%（YOY-2.58pct）；其中 Q4 实现营业收入 2.37 亿元（YOY-18.50%），归母净利润 0.62 亿元（YOY-0.26%），净利率为 26.33%（YOY+4.82pct）。2023Q1 实现营业收入 1.75 亿元（YOY-8.52%），归母净利润 0.40 亿元（YOY+6.33%），净利率为 22.87%（YOY+3.20pct）。

简评

一、收入分析：集成灶细分品类突出，新兴渠道高增

I、分产品：蒸烤独立领先优势，橱柜及配套产品将上量

1) **集成灶**：线上份额提升，蒸烤独立领先。实现收入 8.59 亿元（YOY-4.93%），占比 90.79%。销售方面，根据奥维云网数据，2022 年集成灶线上销量同比-7.69%；帅丰品牌集成灶线上销量同比-4.88%，市占率同比+0.15pct。结构方面，根据奥维云网数据，2022 年帅丰集成灶线上的蒸烤款（蒸烤一体+蒸烤独立）销量占比分别达到 80%，其中蒸烤独立占比分别为 38%，领先竞争对手。

2) **其他厨房用品**：实现收入 0.41 亿元（YOY-14.10%），占比 4.35%。2022 年公司扩大厨房电器配套产品的销售，未来将稳步提升配套率和客单价，其他厨房用品有望放量。

3) **橱柜**：实现收入 0.29 亿元（YOY+189.96%），占比 3.11%。公司募投项目推动全屋定制及橱柜的销售增长，后续将逐渐完善产品矩阵，提供一站式集成智慧厨房解决方案。

4) **其他业务**：实现收入 0.17 亿元（YOY+4.66%），占比 1.75%。

帅丰电器 (605336.SH)

维持

买入

马王杰

mawangjie@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521070002

发布日期：2023 年 05 月 03 日

当前股价：16.81 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-3.89/-6.10	-1.06/-2.85	-39.25/-51.59
12 月最高/最低价 (元)		30.16/14.70
总股本 (万股)		18,460.94
流通 A 股 (万股)		5,861.25
总市值 (亿元)		31.03
流通市值 (亿元)		9.85
近 3 月日均成交量 (万)		244.07
主要股东		
浙江帅丰投资有限公司		37.18%

股价表现



相关研究报告

- 2022-10-30 【中信建投厨卫电器】帅丰电器 (605336):Q3 利润增速环比回升,关注盈利修复弹性
- 2022-08-24 【中信建投厨卫电器】帅丰电器 (605336):成本费用端拖累盈利能力,Q2 业绩短期承压

II、分渠道：经销商质量提升，新兴渠道快速增长

1) 经销商：提升门店质量，未来打造标杆经销商。实现收入 8.74 亿元（YOY-1.97%），占比 92.39%。2022 年公司新增、优化经销商约 200 家，保持经销商数量近 1300 家、销售终端数量 1600 多个，同时新增、改造帅丰第五代形象店专卖店 220 家，其中一二线城市新增、改造 30 多家门店。公司积极推动“标杆俱乐部之资源配称计划”，三年打造省会城市终端零售额达亿级经销商，地级城市达 5000 万级经销商，县级城市达 1000 万级经销商多个。

2) 电商：调整策略及结构，后续有望回暖。实现收入 0.42 亿元（YOY-36.29%），占比 4.43%。根据奥维云网数据，帅丰集成灶 2022 年线上销售额、销量、均价分别为 3.75 亿元、3.39 万台、11044 元/台，分别同比-1.31%、-4.88%、+3.75%，均价领先主要竞争对手。2022 年公司调整电商渠道营销策略，促进经销商线下门店成交率提升，随着集成灶品类需求复苏，电商 ToC 销售有望回暖。

3) 线下直销及其他：加快全渠道建设，收入规模高增。实现收入 0.30 亿元（YOY+50.61%），占比 3.18%。2022 年公司主要强化下沉渠道及家装渠道的开拓与建设，积极与京东智慧厨房、天猫优品合作，推进家装渠道总对总合作，与湖南千思等地方家装合作网点达到 1000 家以上，加大产品和费用投入，扩大渠道覆盖面，助力新兴渠道收入规模增长。

二、盈利分析：成本端改善，盈利水平提升

I、毛利端：集成灶毛利率稳定，Q4 毛利率明显回升

2022 年毛利率为 46.09%（YOY-0.14pct），其中 Q4 毛利率为 46.90%（YOY+1.65pct），主要系 Q4 原材料价格下行带来成本红利。

1) 分产品：2022 年集成灶毛利率为 48.03%（YOY+0.20pct）；其他厨房用品毛利率为 11.54%（YOY+2.76pct）；橱柜毛利率为 18.31%（YOY+8.90pct），主要系橱柜品类增加及收入增长，规模效应带动单位成本下降。

2) 分渠道：2022 年经销商毛利率为 45.08%（YOY+0.62pct）；电商毛利率为 54.13%（YOY-6.49pct），主要系线上产品结构调整；线下直销及其他毛利率为 64.23%（YOY-13.97pct），主要系配套产品销售较多，批量较小，尚未形成规模效应，毛利率降低。

II、费用端：渠道扩张+折旧增加，全年费用率提升

2022 年期间费用率同比提升 3.15pct，销售/管理/研发/财务费用率分别同比+2.22/+1.47/+0.34/-0.88pct；2022Q4 期间费用率同比提升 0.82pct，销售/管理/研发/财务费用率分别同比+4.48/+0.92/-2.97/-1.62pct。主要系：1) 公司持续加大全渠道布局力度；2) 薪酬支出和折旧增加；3) 利息收入大幅增加。

III、净利端：Q4 净利率回升，盈利能力有望持续改善

2022 年实现归母净利润 2.14 亿元（YOY-13.08%），净利率为 22.65%（YOY-2.58pct）；其中 Q4 实现归母净利润 0.62 亿元（YOY-0.26%），净利率为 26.33%（YOY+4.82pct）。公司 Q4 毛利率及净利率同比提升，随着集成灶品类需求回暖，公司盈利水平有望持续回升。

三、2023Q1：盈利能力改善，费用投放将迎来成效

终端需求将回暖，盈利水平稳步提升。1) **收入端**：根据奥维云网数据，2023Q1 集成灶线上销额、销量分别同比-9.74%、-6.69%，终端需求仍承压；帅丰品牌集成灶线上销额、销量分别同比+21.86%、+21.43%，市占率明显提升。公司 Q1 实现营业收入 1.75 亿元(YOY-8.52%)。2) **利润端**：公司 Q1 毛利率为 47.70%(YOY+3.37pct)，主要系原材料成本改善，叠加产品结构持续优化；期间费用率同比下降 1.66pct，销售/管理/研发/财务费用率分别同比+3.64/-1.13/-4.31/+0.14pct，费用端控制效果显著；实现归母净利润 0.40 亿元（YOY+6.33%），净利率为 22.87%（YOY+3.20pct）。

投资建议：公司中高端集成灶产品力突出，二代接班优化管理组织架构和多元化渠道布局，股权激励计划考核目标合理有望持续发挥效用。我们预测 2023-2025 年公司实现归母净利润 2.42/2.92/3.50 亿元，对应 EPS 为 1.31/1.58/1.90 元，当前股价对应 PE 为 12.82/10.61/8.86 倍，维持“买入”评级。

风险分析

1) **行业竞争加剧**：老板、方太、华帝等传统厨卫品牌先后入局集成灶行业，并加大力度布局线下渠道和产品，细分产品已出现价格竞争趋势，随着品牌不断布局下沉市场和高端产品，价格竞争可能进一步加剧。

2) **原材料价格回升**：原材料是集成灶产品的主要构成和成本来源，原材料价格影响集成灶板块的盈利水平和业绩，当前原材料价格处于低位，但行业毛利率平均水平难以提升，随着原材料价格逆转，集成灶行业盈利水平可能进一步下降。

3) **房地产行业波动**：集成灶销售主要集中在三四线城市、线下经销渠道，并且主要来源于新房装修，当前住宅销售增速处于下行区间，集成灶销售可能持续承压。

分析师介绍

马王杰

上海交通大学硕士，曾就职于申万宏源、天风证券和国盛证券。深度覆盖白电、厨电以及各类小家电公司。所在团队曾获得 2016 年新财富家电行业第五名、水晶球第二名；2017 年新财富入围；2018 年金牛奖家电行业最佳团队。

研究助理

吕育儒

lvyruru@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 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。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
 座 12 层
 电话：(8610) 8513-0588
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南
 塔 2103 室
 电话：(8621) 6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交
 汇处广电金融中心 35 楼
 电话：(86755) 8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：(852) 3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk