

全年营收承压, Q4 盈利向好

投资要点

- **业绩总结:** 公司发布 2022 年年度报告, 2022 年实现营收 9.5 亿元, 同比减少 3.2%; 实现归母净利润 2.1 亿元, 同比减少 13.1%。Q4 单季度实现营收 2.4 亿元, 同比减少 18.5%; 实现归母净利润 0.6 亿元, 同比减少 0.3%。公司拟每 10 股派发现金红利约 7.0 元, 共计派发现金红利约 1.3 亿元, 分红率为 60%。
- **主营产品短期经营承压。** 分产品来看, 2022 年公司集成灶实现营收 8.6 亿元, 同比减少 4.9%。在消费需求低迷以及市场竞争家居的那个多因素影响下, 集成灶行业增速有所放缓。公司线下客流减少, 主营产品集成灶销售有所下滑。受到募投项目推动, 公司拓展全屋装修及橱柜市场, 报告期内橱柜业务实现营收 0.3 亿元, 同比增长 190%; 其他厨房用品实现营收 0.4 亿元, 同比减少 14.1%。分渠道来看, 2022 年公司经销商、电商、线下直销及其他渠道分别实现营收 8.7/0.4/0.3 亿元, 同比变动-2.0%/-36.3%/50.6%, 主要系公司调整营销策略, 经销商线下门店成交率提升造成电商营收减少, 扩大厨房电器配套产品销售造成线下直销及其他营收增加。
- **Q4 盈利能力提升。** 报告期内, 公司综合毛利率 46.1%, 同比下降 0.1pp。其中集成灶、橱柜和其他厨房用品毛利率分别为 48.0%/11.5%/18.3%, 同比分别提升 0.2%/2.8%/8.9%。盈利稍低的橱柜业务快速放量, 橱柜业务营收占比提升影响到公司整体毛利表现。Q4 单季度毛利率为 46.9%, 同比提升 1.7pp。公司单季度毛利率提升, 我们推测主要是公司集成灶产品结构优化叠加原材料价格回落所致。费用率方面, 公司销售费用率为 14.5%, 同比提升 2.2pp; 管理费用率为 10.7%, 同比提升 1.8pp; 财务费用率为-3.5%, 同比-0.9pp。综合来看, 公司全年净利率为 22.6%, 同比减少 2.6pp。
- **全渠道覆盖营销网络, 多方面稳固经营业绩。** (1) 线下方面, 公司已建立覆盖全国范围的营销网络与服务体系, 实现地级市经销商全覆盖。报告期内新增、优化经销商近 200 家, 保持经销商数量近 1300 家; 新增、改造第五代形象店、专卖店 220 家。(2) 线上方面, 公司调整线上平台布局, 线上线下上架同款机型, 促进融合销售。(3) 家装渠道方面, 公司已实现与湖南千思等地方家装合作网点 1000 家以上, 资源互补、提高市场占有率。(4) 此外, 公司配合京东智慧厨房的发展战略、与天猫优品洽谈进驻合作, 激活市场潜力, 扩大渠道覆盖面, 助力公司在渠道细分领域中提升市场份额。
- **盈利预测与投资建议。** 多因素影响下公司短期经营承压, 随着线下客流的恢复, 集成灶行业渗透率加速提升, 公司作为集成灶行业领先企业, 产品渠道持续完善, 经营有望重回增长节奏, 预计 2023-2025 年公司 EPS 分别为 1.34/1.53/1.76 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格大幅波动风险, 新品销售不及预期风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	946.37	1122.32	1298.98	1504.20
增长率	-3.20%	18.59%	15.74%	15.80%
归属母公司净利润 (百万元)	214.35	247.06	281.90	324.21
增长率	-13.08%	15.26%	14.10%	15.01%
每股收益 EPS (元)	1.16	1.34	1.53	1.76
净资产收益率 ROE	11.15%	11.62%	11.95%	12.35%
PE	14	12	11	9
PB	1.59	1.44	1.30	1.17

数据来源: iFind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 龚梦泓
执业证号: S1250518090001
电话: 023-63786049
邮箱: gmh@swsc.com.cn

分析师: 夏勤
执业证号: S1250522080003
电话: 023-63786049
邮箱: xiaqin@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.85
流通 A 股(亿股)	0.59
52 周内股价区间(元)	14.7-30.16
总市值(亿元)	30.61
总资产(亿元)	22.49
每股净资产(元)	13.32

相关研究

1. 帅丰电器(605336): 行业承压营收下行, 盈利能力逐渐恢复 (2022-11-01)
2. 帅丰电器 (605336): Q2 增速放缓, 期待盈利改善 (2022-08-25)
3. 帅丰电器 (605336): 把握行业红利, 营收实现快速增长 (2022-04-29)

盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：集成灶渗透率持续提升，假设未来五年之内集成灶行业渗透率做到 20% 以上；

假设 2：公司产品渠道布局持续完善，假设 2023-2025 年公司集成灶销量增速分别为 15%/13%/13%，产品均价增速分别为 3%/2%/2%；

假设 3：公司强化品牌营销，加强渠道建设，假设公司 2023-2025 年销售费用率分别为 14.2%/14.3%/14.5%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
集成灶	收入	859.2	1017.7	1173.0	1352.0
	增速	-4.9%	18.5%	15.3%	15.3%
	毛利率	48.0%	48.2%	48.5%	48.5%
其他产品	收入	58.1	72.6	90.8	113.5
	增速	0.0%	25.0%	25.0%	25.0%
	毛利率	8.9%	9.5%	10.0%	10.0%
其他业务	收入	29.1	32.0	35.2	38.7
	增速	83.9%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	63.2%	90.0%	90.0%	90.0%
合计	收入	946.4	1122.3	1299.0	1504.2
	增速	-3.2%	18.6%	15.7%	15.8%
	毛利率	46.1%	46.9%	46.9%	46.7%

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 11.2 亿元 (+18.6%)、13 亿元 (+15.7%) 和 15 亿元 (+15.8%)，归母净利润分别为 2.5 亿元 (+15.3%)、2.8 亿元 (+14.1%)、3.2 亿元 (+15%)，EPS 分别为 1.34/1.53/1.76 元，对应动态 PE 分别为 12/11/9 倍。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				22A/E	23E	24E	25E	22A/E	23E	24E	25E
300894.SZ	火星人	111.2	27.2	0.93	0.83	1.1	1.35	53	33.55	25.14	20.52
002677.SZ	浙江美大	74.49	11.53	0.70	1.02	1.16	1.15	15.83	11.59	10.26	10.38
300911.SZ	亿田智能	43.94	40.91	1.95	2.69	3.23	3.53	23.65	15.15	12.6	11.55
平均值								30.83	20.10	16.00	14.15
605336.SH	帅丰电器	30.92	16.75	1.16	1.34	1.53	1.76	14.28	12.39	10.86	9.44

数据来源：Wind, 西南证券整理

综合考虑业务范围，选取了集成灶行业 3 家上市公司作为估值参考。从 PE 角度看，公司 2023 年估值为 13 倍，行业平均值为 20 倍，显著低于行业平均估值水平。随着未来线下客流恢复，公司渠道建设逐步完善，公司营收有望重回增长节奏，看好公司整体经营向好，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	946.37	1122.32	1298.98	1504.20	净利润	214.35	247.06	281.90	324.21
营业成本	510.14	596.10	689.32	802.29	折旧与摊销	34.81	26.09	26.09	26.09
营业税金及附加	9.59	11.38	15.59	18.05	财务费用	-33.07	-18.76	-24.86	-32.02
销售费用	137.48	159.37	185.75	218.11	资产减值损失	-0.64	-0.80	-0.80	-0.80
管理费用	58.51	95.40	110.41	127.86	经营营运资本变动	-143.15	-14.68	-35.34	-3.01
财务费用	-33.07	-18.76	-24.86	-32.02	其他	233.84	-6.28	-6.16	-5.80
资产减值损失	-0.64	-0.80	-0.80	-0.80	经营活动现金流净额	306.15	232.64	240.83	308.67
投资收益	18.06	8.00	8.00	8.00	资本支出	8.04	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-1.33	-1.14	-1.26	-1.23	其他	-34.61	6.86	6.74	6.77
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-26.57	6.86	6.74	6.77
营业利润	247.17	286.49	330.31	377.48	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.33	-0.31	-0.21	-0.27	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	246.84	286.18	330.09	377.21	股权融资	8.63	0.00	0.00	0.00
所得税	32.50	39.12	48.19	53.00	支付股利	-197.27	-42.87	-49.41	-56.38
净利润	214.35	247.06	281.90	324.21	其他	-8.19	18.76	24.86	32.02
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-196.83	-24.11	-24.55	-24.36
归属母公司股东净利润	214.35	247.06	281.90	324.21	现金流量净额	82.75	215.39	223.03	291.07
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	570.44	785.83	1008.85	1299.93	成长能力				
应收和预付款项	77.68	58.87	87.61	90.09	销售收入增长率	-3.20%	18.59%	15.74%	15.80%
存货	118.37	139.07	161.42	188.03	营业利润增长率	-13.34%	15.91%	15.29%	14.28%
其他流动资产	946.79	986.38	1026.54	1073.18	净利润增长率	-13.08%	15.26%	14.10%	15.01%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-11.79%	18.04%	12.83%	12.07%
投资性房地产	36.88	36.88	36.88	36.88	获利能力				
固定资产和在建工程	472.16	451.47	430.78	410.09	毛利率	46.09%	46.89%	46.93%	46.66%
无形资产和开发支出	56.60	51.22	45.84	40.47	三费率	17.22%	21.03%	20.89%	20.87%
其他非流动资产	1.28	1.25	1.22	1.19	净利率	22.65%	22.01%	21.70%	21.55%
资产总计	2280.19	2510.97	2799.15	3139.85	ROE	11.15%	11.62%	11.95%	12.35%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	9.40%	9.84%	10.07%	10.33%
应付和预收款项	270.50	308.08	354.02	415.09	ROIC	30.45%	34.00%	37.44%	41.89%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	26.30%	26.18%	25.52%	24.70%
其他负债	88.09	77.10	86.85	98.66	营运能力				
负债合计	358.59	385.17	440.87	513.74	总资产周转率	0.42	0.47	0.49	0.51
股本	184.61	184.61	184.61	184.61	固定资产周转率	2.07	2.50	3.03	3.69
资本公积	1005.46	1005.46	1005.46	1005.46	应收账款周转率	28.26	22.05	24.69	23.11
留存收益	743.59	947.79	1180.27	1448.10	存货周转率	4.07	4.55	4.52	4.54
归属母公司股东权益	1921.60	2125.79	2358.28	2626.11	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	106.12%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1921.60	2125.79	2358.28	2626.11	资产负债率	15.73%	15.34%	15.75%	16.36%
负债和股东权益合计	2280.19	2510.97	2799.15	3139.85	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.98	5.32	5.36	5.31
					速动比率	4.64	4.94	4.98	4.94
					股利支付率	92.04%	17.35%	17.53%	17.39%
					每股指标				
					每股收益	1.16	1.34	1.53	1.76
					每股净资产	10.41	11.52	12.77	14.23
					每股经营现金	1.66	1.26	1.30	1.67
					每股股利	1.07	0.23	0.27	0.31
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	248.92	293.83	331.54	371.55					
PE	14.28	12.39	10.86	9.44					
PB	1.59	1.44	1.30	1.17					
PS	3.23	2.73	2.36	2.03					
EV/EBITDA	6.62	4.87	3.65	2.47					
股息率	6.45%	1.40%	1.61%	1.84%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn