

华帝股份 (002035.SZ)

多元渠道改革成效显著, 23Q1 业绩稳步复苏

| 财务指标 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 5,588 | 5,819 | 6,412 | 7,019 | 7,682 |
| 增长率 yoy (%) | 28.1 | 4.1 | 10.2 | 9.5 | 9.4 |
| 归母净利润(百万元) | 207 | 143 | 510 | 561 | 608 |
| 增长率 yoy (%) | -49.2 | -31.0 | 256.2 | 10.0 | 8.3 |
| ROE (%) | 6.4 | 4.5 | 13.8 | 13.5 | 13.1 |
| EPS 最新摊薄(元) | 0.24 | 0.17 | 0.60 | 0.66 | 0.72 |
| P/E(倍) | 29.0 | 42.1 | 11.8 | 10.7 | 9.9 |
| P/B(倍) | 1.9 | 1.8 | 1.6 | 1.4 | 1.3 |

资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 4 月 28 日收盘价

事件: 2022 年公司营业收入 58.19 亿元, 同比增长 4.13%; 归母净利润 1.43 亿元, 同比下滑 30.98%。2023Q1 公司营业收入 11.95 亿元, 同比增长 6.24%; 归母净利润 0.92 亿元, 同比增长 15.86%。

传统厨卫保持稳健, 新兴品类打造新增点: 分品类来看, 2022 年公司核心品类收入保持稳健, 烟机、灶具、热水器分别实现营收 21.10 亿元、13.74 亿元、12.11 亿元, 分别同比变化 0.58%、-1.37%、17.50%。新兴品类推陈出新, 迅速占领市场, 创造业绩新增点。其中洗碗机、集成灶发展迅速, 分别实现营收 0.71 亿元、0.75 亿元, 分别同比变化 15.11%、40.57%。

多元渠道引流变现, 线下渠道逆势增长: 分渠道来看, 国内线下渠道收入 25.55 亿元, 同比增长 7.24%; 线上渠道收入 17.74 亿元, 同比下滑 3.76%; 工程渠道收入 6.29 亿元, 同比增长 25.11%; 海外渠道营收 7.93 亿元, 同比下滑 0.29%。年初至今, 公司加快推进渠道多元化建设, 完善优化营销网络体系, 有效拉动产品销售, 尤其是线下渠道和工程渠道, 2022 年均取得亮眼成绩。

坏账计提拖累利润表现, 23Q1 释放修复信号: 2022 年毛利率 39.52%, 同比减少 1.25 个百分点, 其中核心品类烟机、灶具、热水器毛利率分别 42.51%、46.27%、33.13%, 分别同比变化 -2.91、1.28、1.00 个百分点。净利润端, 2022 年净利率 2.62%, 同比减少 1.23 个百分点, 主要系当期计提 2.97 亿元信用减值损失所致。若不考虑 21/22 年计提坏账影响, 2022 年净利率 7.57%, 同比减少 0.67 个百分点。从 2023Q1 数据看, 公司盈利能力呈逐步改善趋势, 毛利率 39.63%, 同比提升 0.49 个百分点; 净利率 7.66%, 同比提升 0.42 个百分点。

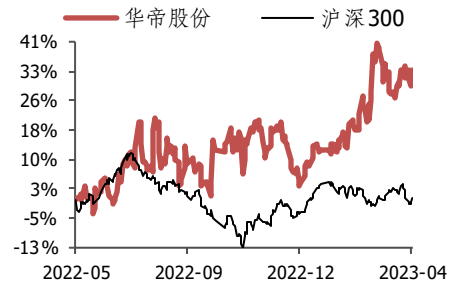
盈利预测: 公司作为头部厨电品牌领先优势稳固, 前期渠道改革、产品结构升级策略初见成效, 未来随着地产链需求稳步复苏, 公司收入与利润有望持续改善。考虑到地产链复苏节奏不确定性较强, 我们下调公司盈利预测, 预计 2023-2025 年实现归母净利润 5.10 亿元(前值 5.64 亿元)、5.61 亿元(6.44 亿元)、6.08 亿元, 对应当前股价的预测 PE 为 12、11 和 10 倍, 维持“买入”评级。

买入 (维持评级)

股票信息

| | |
|-----------------------|----------|
| 行业 | 家电 |
| 2023 年 4 月 28 日收盘价(元) | 7.10 |
| 总市值(百万元) | 6,018.34 |
| 流通市值(百万元) | 5,541.71 |
| 总股本(百万股) | 847.65 |
| 流通股本(百万股) | 780.52 |
| 近 3 月日均成交额(百万元) | 141.95 |

股价走势



作者

分析师 荣泽宇

执业证书编号: S1070523040002

邮箱: rongzeyu@cgws.com

联系人 陈玥桦

执业证书编号: S1070122080057

邮箱: chen Yuehua@cgws.com

相关研究

- 《22Q3 收入增速企稳, 盈利能力逐步修复—华帝股份(002035)公司动态点评》2022-10-31
- 《新兴品类增速亮眼, 工程渠道改革成果初现—华帝股份(002035)公司动态点评》2022-08-30
- 《高端化成果显现, 轻装上阵稳健发展可期—华帝股份(002035)公司动态点评》2022-05-05

风险提示：宏观经济风险、原材料价格波动风险、市场竞争加剧风险、汇率波动风险

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 4659 | 4688 | 4682 | 5306 | 5816 |
| 现金 | 906 | 1632 | 1576 | 1981 | 2456 |
| 应收票据及应收账款 | 1606 | 1577 | 1445 | 1529 | 1580 |
| 其他应收款 | 56 | 37 | 65 | 46 | 76 |
| 预付账款 | 23 | 31 | 28 | 36 | 34 |
| 存货 | 918 | 771 | 751 | 755 | 749 |
| 其他流动资产 | 1151 | 640 | 816 | 958 | 920 |
| 非流动资产 | 1874 | 2012 | 1991 | 2053 | 2106 |
| 长期投资 | 11 | 3 | 4 | 7 | 8 |
| 固定资产 | 1147 | 1281 | 1320 | 1359 | 1407 |
| 无形资产 | 199 | 194 | 205 | 216 | 228 |
| 其他非流动资产 | 517 | 533 | 462 | 472 | 463 |
| 资产总计 | 6533 | 6699 | 6673 | 7359 | 7922 |
| 流动负债 | 3148 | 3201 | 2729 | 2933 | 2950 |
| 短期借款 | 207 | 179 | 109 | 129 | 155 |
| 应付票据及应付账款 | 2141 | 2136 | 1750 | 1952 | 1880 |
| 其他流动负债 | 799 | 886 | 870 | 851 | 915 |
| 非流动负债 | 48 | 93 | 87 | 75 | 63 |
| 长期借款 | 0 | 50 | 40 | 30 | 20 |
| 其他非流动负债 | 48 | 44 | 48 | 45 | 44 |
| 负债合计 | 3196 | 3295 | 2817 | 3007 | 3014 |
| 少数股东权益 | 94 | 104 | 124 | 150 | 181 |
| 股本 | 848 | 848 | 848 | 848 | 848 |
| 资本公积 | 23 | 23 | 23 | 23 | 23 |
| 留存收益 | 2373 | 2431 | 2728 | 3033 | 3349 |
| 归属母公司股东权益 | 3243 | 3301 | 3732 | 4201 | 4727 |
| 负债和股东权益 | 6533 | 6699 | 6673 | 7359 | 7922 |

现金流量表 (百万元)

| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 466 | 395 | 325 | 743 | 574 |
| 净利润 | 215 | 152 | 530 | 587 | 638 |
| 折旧摊销 | 159 | 142 | 98 | 107 | 117 |
| 财务费用 | 7 | -10 | -20 | -26 | -38 |
| 投资损失 | -31 | -29 | -32 | -31 | -30 |
| 营运资金变动 | -122 | -127 | -356 | 51 | -180 |
| 其他经营现金流 | 237 | 267 | 104 | 54 | 67 |
| 投资活动现金流 | -466 | 326 | -254 | -271 | -62 |
| 资本支出 | 267 | 221 | 138 | 145 | 165 |
| 长期投资 | -38 | 1 | -1 | -3 | -1 |
| 其他投资现金流 | -161 | 546 | -115 | -124 | 104 |
| 筹资活动现金流 | -62 | -51 | -127 | -66 | -37 |
| 短期借款 | 57 | -28 | -70 | 20 | 26 |
| 长期借款 | 0 | 50 | -10 | -10 | -10 |
| 普通股增加 | -22 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | -58 | -0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -40 | -73 | -47 | -76 | -53 |
| 现金净增加额 | -64 | 673 | -57 | 406 | 475 |

利润表 (百万元)

| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 5588 | 5819 | 6412 | 7019 | 7682 |
| 营业成本 | 3310 | 3519 | 3806 | 4141 | 4511 |
| 营业税金及附加 | 32 | 39 | 39 | 43 | 49 |
| 销售费用 | 1355 | 1417 | 1539 | 1685 | 1882 |
| 管理费用 | 227 | 253 | 256 | 316 | 346 |
| 研发费用 | 244 | 259 | 276 | 295 | 323 |
| 财务费用 | 7 | -10 | -20 | -26 | -38 |
| 资产和信用减值损失 | -284 | -323 | -71 | -77 | -85 |
| 其他收益 | 66 | 83 | 70 | 73 | 75 |
| 公允价值变动收益 | 2 | 19 | 7 | 9 | 12 |
| 投资净收益 | 31 | 29 | 32 | 31 | 30 |
| 资产处置收益 | -0 | -0 | -0 | -0 | -0 |
| 营业利润 | 229 | 147 | 553 | 600 | 643 |
| 营业外收入 | 6 | 5 | 8 | 6 | 6 |
| 营业外支出 | 5 | 6 | 6 | 6 | 6 |
| 利润总额 | 231 | 146 | 555 | 601 | 643 |
| 所得税 | 16 | -6 | 25 | 14 | 5 |
| 净利润 | 215 | 152 | 530 | 587 | 638 |
| 少数股东损益 | 8 | 9 | 20 | 26 | 31 |
| 归属母公司净利润 | 207 | 143 | 510 | 561 | 608 |
| EBITDA | 392 | 285 | 631 | 679 | 718 |
| EPS (元/股) | 0.24 | 0.17 | 0.60 | 0.66 | 0.72 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 (%) | 28.1 | 4.1 | 10.2 | 9.5 | 9.4 |
| 营业利润 (%) | -50.3 | -35.7 | 275.1 | 8.6 | 7.1 |
| 归属母公司净利润 (%) | -49.2 | -31.0 | 256.2 | 10.0 | 8.3 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 (%) | 40.8 | 39.5 | 40.6 | 41.0 | 41.3 |
| 净利率 (%) | 3.8 | 2.6 | 8.3 | 8.4 | 8.3 |
| ROE (%) | 6.4 | 4.5 | 13.8 | 13.5 | 13.1 |
| ROIC (%) | 6.2 | 4.2 | 13.0 | 12.7 | 12.1 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 (%) | 48.9 | 49.2 | 42.2 | 40.9 | 38.0 |
| 净负债比率 (%) | -19.5 | -40.2 | -35.7 | -40.9 | -45.7 |
| 流动比率 | 1.5 | 1.5 | 1.7 | 1.8 | 2.0 |
| 速动比率 | 1.2 | 1.2 | 1.4 | 1.5 | 1.7 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.9 | 0.9 | 1.0 | 1.0 | 1.0 |
| 应收账款周转率 | 5.9 | 4.9 | 6.0 | 7.0 | 7.5 |
| 应付账款周转率 | 4.7 | 4.4 | 4.4 | 4.4 | 4.4 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益 (最新摊薄) | 0.24 | 0.17 | 0.60 | 0.66 | 0.72 |
| 每股经营现金流 (最新摊薄) | 0.55 | 0.47 | 0.38 | 0.88 | 0.68 |
| 每股净资产 (最新摊薄) | 3.83 | 3.89 | 4.40 | 4.94 | 5.55 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 29.0 | 42.1 | 11.8 | 10.7 | 9.9 |
| P/B | 1.9 | 1.8 | 1.6 | 1.4 | 1.3 |
| EV/EBITDA | 11.1 | 14.5 | 6.3 | 5.1 | 4.3 |

资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 4 月 28 日收盘价

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

| 公司评级 | | 行业评级 | |
|------|------------------------------|------|---------------------|
| 买入 | 预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上 | 强于大市 | 预期未来6个月内行业整体表现战胜市场 |
| 增持 | 预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间 | 中性 | 预期未来6个月内行业整体表现与市场同步 |
| 持有 | 预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间 | 弱于大市 | 预期未来6个月内行业整体表现弱于市场 |
| 卖出 | 预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上 | | |

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层
邮编：518033
传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层
邮编：200126
传真：021-31829681
网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层
邮编：100044
传真：86-10-88366686