

# 渠道变革进行时，品类拓展正发力

## 华帝股份(002035)

### ► 华帝股份：业务范围拓宽、治理结构优化、战略转型稳步推进的灶具龙头。

华帝自2014年更换实控人并更新经营班子以来，逐步确立“高端智能厨电”战略，并从产品、品牌、渠道、治理架构等多方面推动公司转型升级：业务范围从最初的灶具拓展为智能厨电+卫浴产品+整体厨房产品矩阵；品牌形象向高端、时尚、年轻化升级；股权结构逐渐集中并推出长效激励机制；坚持渠道下沉和渠道种类拓展；优化流程提高生产效率等。战略转型初见成效，2015年之后公司产品均价提升、经营效率改善，收入、利润增长加速，毛利率和净利率水平均有明显提升。

### ► 厨电行业：仍有较大市场空间，高端化成为发展趋势。

短期来看，厨电是家电板块中与地产关联最密切的子板块，历史上板块表现与地产竣工表现相关度高。2018年以来厨电受地产低迷影响销量、收入大幅下滑，未来受竣工回暖带动有望进入上行周期。

长期来看，一方面厨电当前百户保有量仍然偏低，农村保有量更是远低于城镇，随着城镇化率的提升，厨电保有量将进一步提升；另一方面洗碗机等厨电新品类进入高速增长期，目前竞争格局尚未确立，国际品牌份额相对较高，随着新品类在国内市场的逐渐普及和更多国产品牌加入新品布局，国内品牌有望在行业高增和国产替代中迎来新机遇。

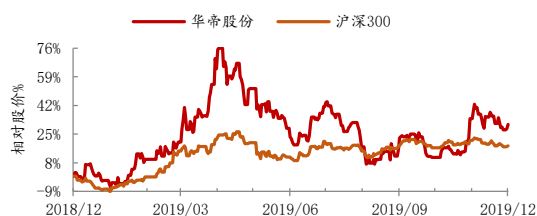
### ► 华帝成长空间及盈利能力：渠道提高盈利能力，产品创造成长空间。

1) 渠道结构变化和转型提升盈利能力。华帝的渠道主要分为线下、线上、工程和海外四大渠道，其中线上渠道毛利率最高，其次为线下、工程和海外渠道，随着互联网的发展和新兴媒体的兴起，电商渠道占比提升将带动整体利润率提升；另外华帝自2018年开始以零售为导向推动渠道扁平化改革，并着手建立分销管理平台进行监测管理，以优化存货结构、提升终端运营效率，线下渠道转型有望进一步降本增效，提高盈利能力。

2) 传统烟灶业务回暖，燃热和嵌入式新品类将贡献新的增长点。传统烟灶品类需求与地产周期相关度高，随着2019年下半年地产销售及竣工增速回升，前期延长交付的住宅（尤其是二三线）将逐步迎来集中交付，公司深入布局二三线市场，传统烟灶产品需求将受益地产回暖迎来改善。另外华帝自2018年将燃热确立为第二大主要发展品类，内部配合加大技术投入、调整生产线和营销体系，外部受益煤改气政策推行，燃热有望迎来高增

#### 评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	增持
目标价格:	15.45
最新收盘价:	11.59
股票代码:	002035
52周最高价/最低价:	15.99/8.51
总市值(亿)	101.14
自由流通市值(亿)	90.87
自由流通股数(百万)	784.05



分析师：汪玲  
邮箱：wangling1@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120519100002  
联系电话：

#### 相关研究

长；洗碗机等嵌入式新品类在行业低迷、传统品类大幅下滑的环境下仍然实现了双位数高增长，华帝重点布局洗碗机等嵌入式产品将受益行业增长红利，延续良好增长态势。

### 盈利预测与估值

我们调整公司 2019~2021 年营业收入由 62.29/66.98/73.77 亿元至 57.97/66.26/74.05 亿元，同比增速-4.9%/14.3%/11.76%；归母净利润由 7.84/9.18/10.86 亿元调整至 7.25/8.98/10.70 亿元，同比增长 7.05%/23.96%/19.1%。EPS 为 0.83/1.03/1.23 元，对应当前股价 PE 倍数为 13.96/11.26/9.45 倍。

公司渠道扁平化持续推进、各产品部门统筹管理体系建成，未来公司成本管控能力进一步加强，渠道和产品运营效率持续改善，盈利能力有望提升；燃热品类借煤改气政策推进大力发展，有效利用公司既有的技术优势和渠道优势，叠加地产压制因素改善需求逐步回暖，有望为公司带来更大的成长空间。当前公司估值不足 13 倍，考虑到行业主要可比公司 2020 年预测 PE 约 15~17 倍，且随地产回暖行业估值逐步修复，给予公司 2020 年 15 倍 PE，基于 2019~2021 年 EPS 为 0.83/1.03/1.23 元的业绩预测，目标价 15.45 元，评级由“增持”调整为“买入”。

### 风险提示

宏观经济增长失速或地产政策收紧，行业竞争加剧，新品类拓展不达预期。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5730.70	6095.05	5797.04	6,626.21	7,405.46
YoY (%)	30.39%	6.36%	-4.89%	14.30%	11.76%
归母净利润(百万元)	509.6	676.9	724.7	898.32	1,069.81
YoY (%)	55.60%	32.83%	7.05%	23.96%	19.1%
毛利率 (%)	45.5%	47.3%	48.7%	49.9%	50.7%
每股收益 (元)	0.88	0.77	0.83	1.03	1.23
ROE	23.31%	26.13%	22.31%	21.67%	20.51%
市盈率	19.85	14.94	13.96	11.26	9.45

资料来源: wind, 华西证券

## 正文目录

1. 华帝股份：业务范围拓宽、治理结构优化，战略转型稳步推进的灶具龙头	5
1.1. 从灶具到整体厨房，业务范围不断拓展	5
1.2. 股权治理结构优化，长效激励机制推出	5
1.3. 战略转型稳步推进，经营效率不断提升	6
2. 厨电行业：仍有较大市场空间，高端化成为发展趋势	7
2.1. 厨电受地产周期影响较大，竣工回暖带动行业景气度上行	7
2.2. 厨电保有量随城镇化率提升，行业高端化趋势明显	9
2.3. 厨电新品类格局未定，发展初阶高增可期	11
3. 华帝成长空间及盈利能力	13
3.1. 渠道：纵向下沉+横向拓展+变革升级	13
3.2. 业务：传统烟灶需求回暖，新品类拓展高增可期	17
4. 盈利预测与估值	21
5. 风险提示	24

## 图表目录

图 1 华帝业务收入构成（百万元）	5
图 2 上市初期股权结构	6
图 3 目前股权结构（截至 2019 年三季度）	6
图 4 华帝毛利率、净利率 2015 年后提升明显（%）	7
图 5 华帝 2016~2017 年收入利润增长加速（%）	7
图 6 油烟机零售量增速与地产竣工增速（%）	7
图 7 厨电公司收入增速与竣工增速有滞后相关（%）	7
图 8 地产销售和竣工增速表现（%）	8
图 9 2016 年之后新开工与 2018 年竣工背离（%）	9
图 10 2018 年精装修住宅家电配置率	9
图 11 厨电各渠道品牌市场份额	9
图 12 全国居民每百户耐用消费品拥有量（台）	10
图 13 主要国家洗碗机渗透率（%）	10
图 14 主要国家城市化率（%）	10
图 15 城镇和农村每百户耐用消费品拥有量（台）	10
图 16 线上厨电套装、线下油烟机零售量份额变化趋势	11
图 17 油烟机主要品牌产品均价（元）	11
图 18 老板、方太的油烟机零售量份额提高	11
图 19 厨电各品类市场规模增速（2018 年）	12
图 20 厨电传统品类和新品类规模及增速（亿元）	12
图 21 2018 年主要厨电品类线上线下零售份额	13
图 22 华帝的渠道网络（截至 2019H1）	14
图 23 华帝销售额的渠道结构（百万元）	14
图 24 华帝各渠道增速	14
图 25 华帝的渠道改造升级	15
图 26 华帝的渠道和组织架构管理变革	15
图 27 主要厨电上市公司期间费用率（%）	16
图 28 主要厨电上市公司销售费用率（%）	16
图 29 华帝分渠道收入增速	16
图 30 华帝分渠道收入占比	16
图 31 华帝烟灶业务收入及增速（百万元）	18
图 32 40 大中城市房屋竣工面积累计同比（%）	18
图 33 分品牌油烟机零售均价（元）	18
图 34 分品牌燃气灶零售均价（元）	18
图 35 热水器内销量（万台）及同比增速	19

图 36	电热和燃热内销量占比提高（万台） .....	19
图 37	华帝的营收结构（百万元） .....	20
图 38	燃热市场国际品牌份额较高.....	20
图 39	华帝前三季度主要品类销售额（亿元） .....	20
图 40	华帝前三季度各品类占比 .....	20
表 1	华帝业务范围拓展 .....	5
表 2	华帝的股票激励计划 .....	6
表 3	华帝各渠道占比及毛利率 .....	17
表 4	热水器三大品类对比 .....	19
表 5	油烟机业务预测表 .....	21
表 6	灶具业务预测表 .....	22
表 7	热水器业务预测表 .....	22
表 8	华帝股份整体盈利预测主要项目.....	23
表 9	可比公司估值（以 2019 年 12 月 3 日收盘价为基准） .....	24

## 1. 华帝股份：业务范围拓宽、治理结构优化，战略转型稳步推进的灶具龙头

### 1.1. 从灶具到整体厨房，业务范围不断拓展

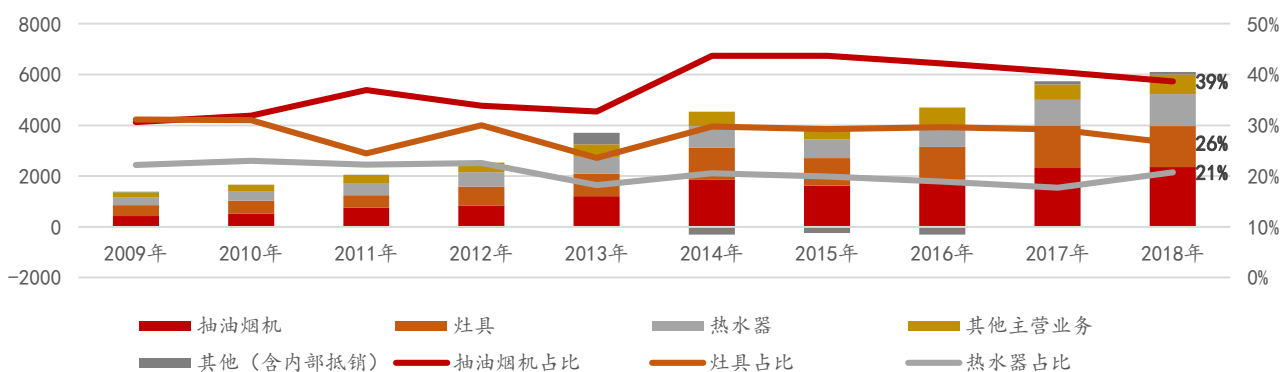
华帝股份前身中山华帝燃具有限公司成立于1992年，2001年整体变更设立股份有限公司，2004年于深交所上市。公司最早以灶具起家，1996年开始通过实施相关多元化发展战略，相继进入热水器、抽油烟机行业；2004年上市时的主导产品为燃气灶具、热水器、抽油烟机，三大系列产品占主营业务收入的94%。目前公司业务范围已拓展至高端智能厨电+卫浴产品+整体厨房，产品涵盖油烟机、燃气灶、热水器、壁挂炉、洗碗机、消毒柜、电烤箱、电蒸箱、蒸烤一体机、微波炉等厨卫电器产品，空气净化器、净水器等环境电器产品，厨柜、衣柜、电视柜等全屋定制产品。目前公司旗下涵盖华帝、百得、华帝家居三大品牌，分别定位高端智能厨电、中低端厨电和全屋定制产品。

表1 华帝业务范围拓展

时间	产品
1994~1996年	燃气灶
1996~1999年	燃气灶具为主，热水器、抽油烟机为辅
1999~2001年	燃气灶、抽油烟机、热水器和消毒柜
2001~2018年	以燃气灶具、热水器、抽油烟机为龙头，向整体厨卫延伸

资料来源：公司公告，华西证券

图1 华帝业务收入构成（百万元）



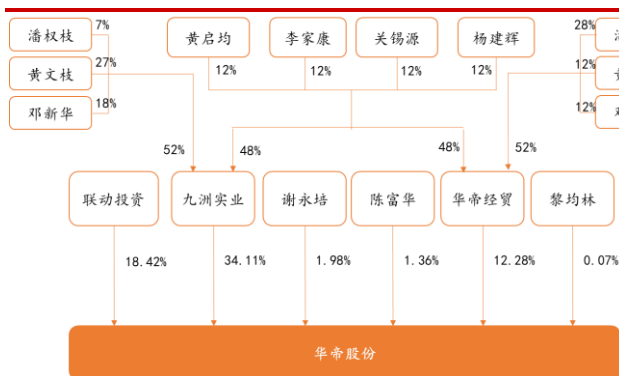
资料来源：wind，华西证券

### 1.2. 股权治理结构优化，长效激励机制推出

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

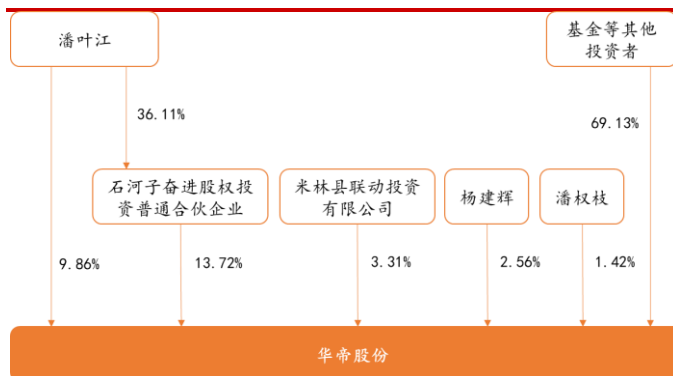
股权结构逐渐集中，长效激励机制逐步形成。公司成立初期由黄文枝、邓新华、潘权枝、黄启均、关锡源、杨建辉、李家康分别持有公司 8.08%、5.74%、4.68%、4.28%、4.28%、4.28%、4.21%股份，股权结构较为分散；2012 年公司收购中山百得 100%股权，此后潘叶江作为百得集团董事进入公司管理层并于 2014 年成为公司实控人，公司股权向潘氏家族集中，经营班子换新，治理结构得到优化，另外公司的激励体系也在不断完善：2016 年公司推出首期股权激励计划，随后公司业绩突飞猛进，2016~2017 年业绩年均增长 60%，经营效率提升效果和激励效果显著。2018 年公司推出第二期股票激励计划，相较首期进一步扩大激励对象范围并提高业绩考核目标，加深与管理层和技术骨干等的利益绑定，进一步激发团队活力。

图 2 上市初期股权结构



资料来源：公司公告，招股说明书，华西证券

图 3 目前股权结构（截至 2019 年三季度）



资料来源：wind，华西证券

表 2 华帝的股票激励计划

年份	激励方式	激励对象	激励方案	行权条件
2016 年	定向发行股票	首次授予的激励对象 18 人，包括公司实施本计划时在公司任职的董事、高管、中层管理人员、核心技术（业务）骨干	授予价 9.02 元，分三年解锁	考核目标是以 2015 年为基数，2016~2018 年利润增长分别不低于 25%、60%、100%，收入增长分别不低于 15%、38%、65%。
2018 年	定向发行股票	首次授予的激励对象 144 人，包括公司实施本计划时在公司任职的董事、高管、中层管理人员、核心技术（业务）骨干	授予价 6.81 元，分三年解锁	考核目标是以 2017 年为基数，2018~2020 年公司净利润增长分别不低于 30%、69%、111%，营收增长分别不低于 15%、36%、60%。

资料来源：公司公告，华西证券

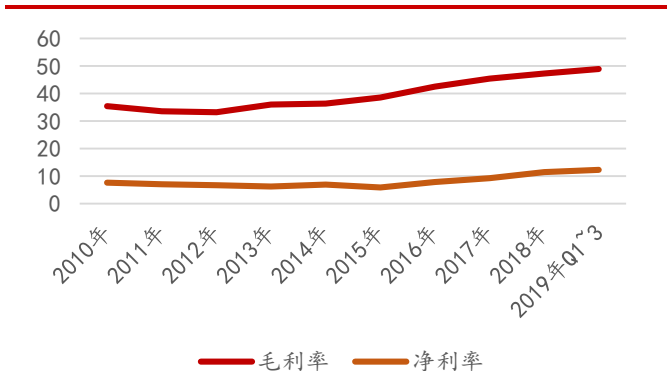
### 1.3. 战略转型稳步推进，经营效率不断提升

随着股权结构的改善和经营班子的更替，公司经营战略也进行了积极调整。公司 2015 年确立“高端智能厨电”战略方针，同年提出产品转型升级，提高高端智能产品比例；建立高端智能品牌形象，坚持双品牌独立运作；加快推进渠道下沉，开辟

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

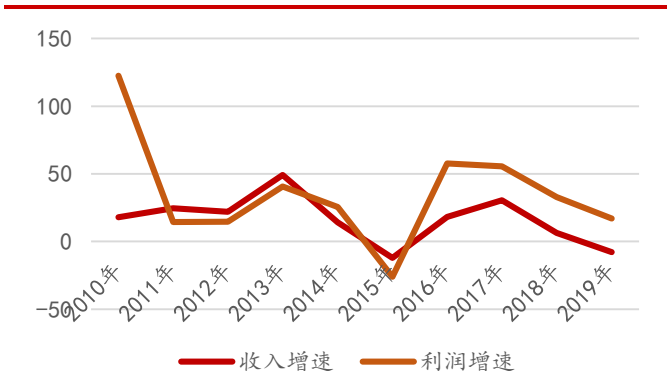
社区渠道；加强营销支持和补贴力度；构建“精益生产”管理体系，提高生产效率。随后几年又进一步加快新品开发和推广；持续优化终端形象，开拓家装公司等新型渠道；输出全新服务品牌等。随着各项转型举措逐步推进，公司产品均价提升、经营效率改善，收入、利润增长加速，毛利率和净利率水平均有明显提升。

图4 华帝毛利率、净利率 2015年后提升明显 (%)



资料来源: wind, 华西证券

图5 华帝 2016~2017 年收入利润增长加速 (%)



资料来源: wind, 华西证券

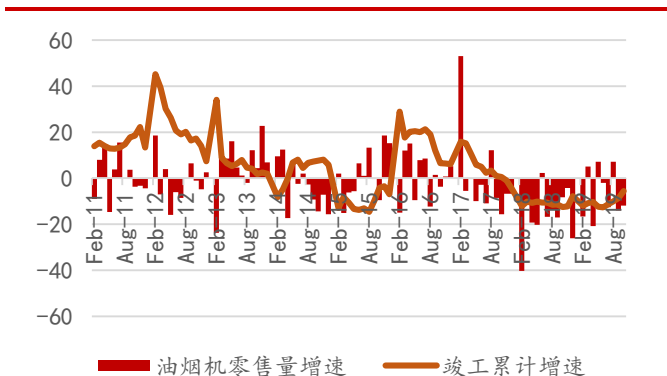
现阶段公司以高端智能为方向，已经确立了多元化战略、国际化战略等，确立了从智能厨电、到智慧厨房、再到人工智能厨房三步走的长期策略，未来将通过产品、品牌、终端、服务等升级稳步推进。

## 2. 厨电行业：仍有较大市场空间，高端化成为发展趋势

### 2.1. 厨电受地产周期影响较大，竣工回暖带动行业景气度上行

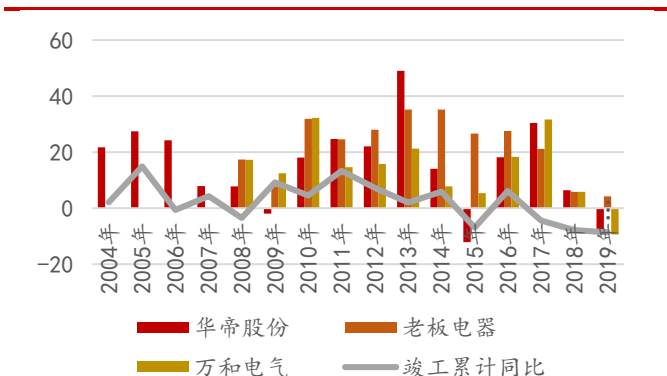
厨电是家电板块中与地产关联最密切的子板块，受地产周期影响明显。从厨电销量增速和厨电企业收入增速来看，厨电与地产竣工走势较为一致，略滞后3~4个季度。

图6 油烟机零售量增速与地产竣工增速 (%)



资料来源: wind, 中怡康, 华西证券

图7 厨电公司收入增速与竣工增速有滞后相关 (%)



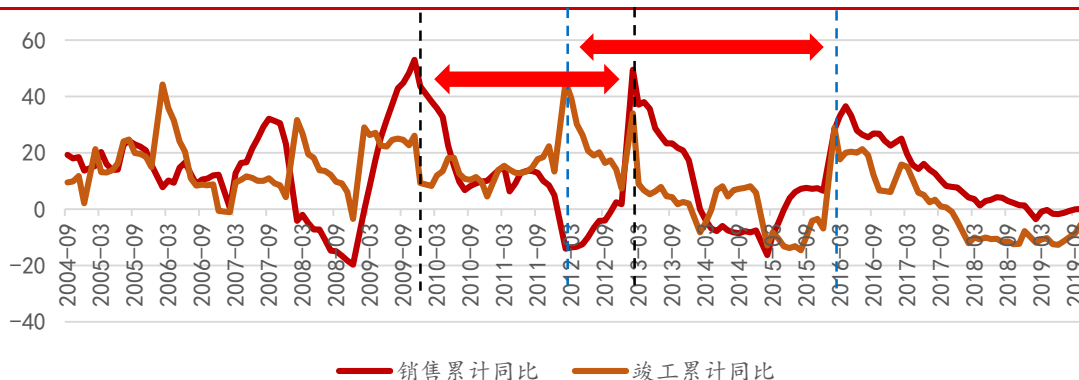
资料来源: wind, 华西证券

2009年、2015年分别是地产竣工向上的拐点，厨电行业景气高增：(1) 2009年受四万亿计划带动和地产政策放松带动，地产转暖，年初开始销售降幅明显收窄，全

年销售增速达到 43.6%，竣工累计同比增速 20%以上。厨电公司随后进入高速增长阶段，典型公司华帝/老板 2010~2013 年收入年均复合增速达到 28%/30%，业绩增速更高。(2) 2015 年受购房首付比下调、楼市去库存等政策调控影响，地产销售于 2014 年三四季度见底，竣工略有滞后，2015 年三季度开始见底回升，2016 年累计同比增速一度回到 20%。厨电销量也在经历了 2015 年的负增长之后，2016 年恢复约 20%的高增；厨电公司收入增速明显改善，典型公司华帝/老板 2016~2017 年收入年均复合增速均达到 24%。

2008 年、2014 年、2018 年是地产下行、竣工降幅明显的三个时段，厨电行业需求下滑表现低迷：(1) 2008 年下行是由于此前地产景气度高，全国主流城市房价暴涨，中央出台政策严厉调控。2008 年地产受政策收紧和金融危机影响需求大幅下滑，地产销售增速从 2007 年的 20%以上大幅下滑至 2008 年的-19.7%，地产竣工也由高速增长转为 2008 年的-3.5%。厨电行业也受需求下降影响，2008~2009 年转入低速增长。(2) 2014 年地产销售全年保持累计同比负增长，竣工则稍滞后在 2015 年全面保持累计同比负增长，受地产影响厨电销量 2014 年多月份同比下滑，厨电公司 2014~2015 年收入增速大幅放缓，华帝股份甚至在 2015 年出现-12.06%的收入负增长。(3) 2018 年地产受政策严控影响，销售增速从高位回落，2018 年增速仅 1.3%；竣工几乎全年双位数负增长，与前期新开工明显背离。厨电销量大幅下滑，主要公司 2018 年全年收入同比微增，2019 年收入大幅下滑。

图 8 地产销售和竣工增速表现 (%)

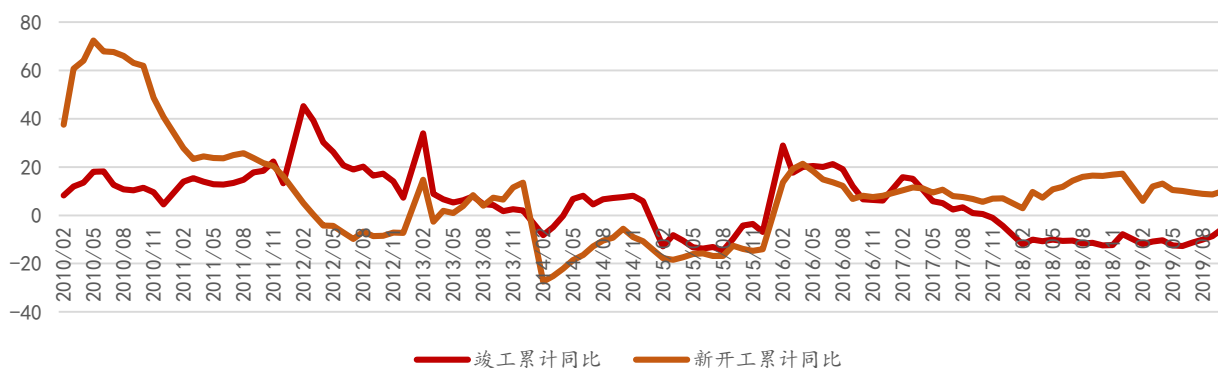


资料来源：wind，华西证券

2019 年下半年地产竣工回暖，带动厨电板块景气度上行。2019 年上半年地产市场延续低迷，下半年以来逐渐回暖，2019 年商品房销售面积 1~10 月累计增速 0.1%，为年内首次转正，其中 10 月单月同比增长 1.9%；房屋竣工面积 1~10 月累计降幅收窄至-5.5%，其中 10 月单月同比正增长 18.8%，环比 9 月份大幅改善。考虑到竣工受融资环境收紧影响自 2018 年上半年开始与前期新开工（2016 年左右的新开工）出现背离、以及相对销售的交付周期拉长，导致前期积累较多新房尚未交付，未来竣工将受合同约束迎来集中交付，厨电有望受益。



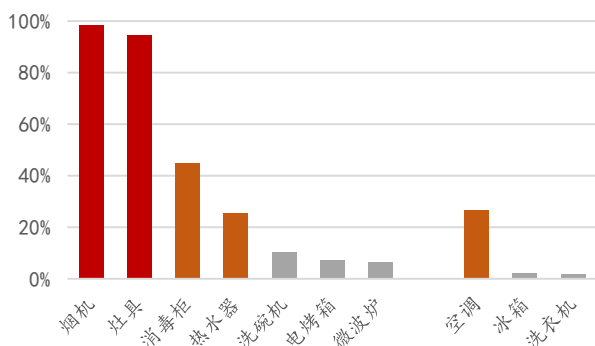
图9 2016年之后新开工与2018年竣工背离 (%)



资料来源: wind, 华西证券

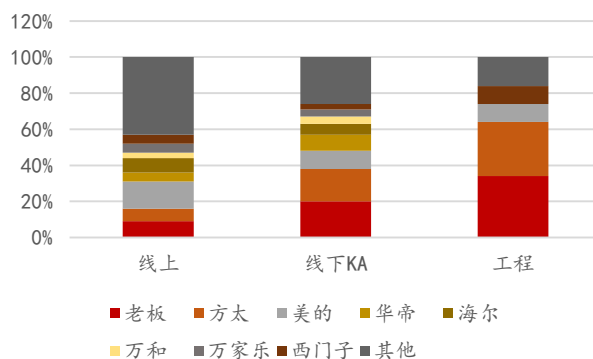
工程端随精装修普及快速增长，率先布局者更能受益地产红利。据奥维云网统计，2018年有885家开发商推出2728个全装修/精装房住宅项目，增长近80%，精装房市场渗透率已达27.5%，预计2019年达到32%，而国外成熟市场精装修比例多在80%以上，随着精装修政策的实施我国工程端精装修业务未来仍有较大的增长空间。厨电作为精装修一级配套产品，配置率在95%以上，相较于其他家电产品更能受益工程端规模增长红利。目前工程端规模尚小不到百亿元，参与的品牌主要是老板、方太、西门子等，品牌数量远远低于零售端。随着地产精装修比例的提升和各厨电厂商向工程端拓展布局，工程业务需求或将大幅增长，并为优质厨电品牌带来新的发展机遇。

图10 2018年精装修住宅家电配置率



资料来源: 奥维云网, 华西证券

图11 厨电各渠道品牌市场份额



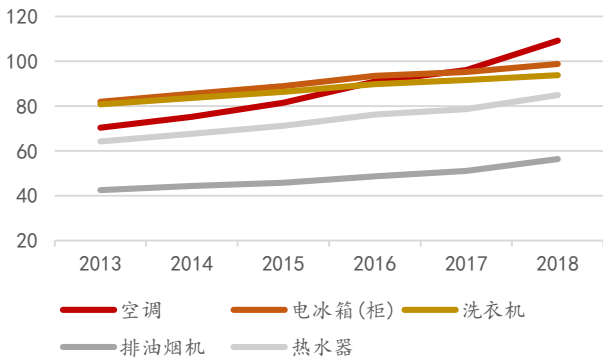
资料来源: 奥维云网, 中怡康, 华西证券

## 2.2. 厨电保有量随城镇化率提升，行业高端化趋势明显

厨电渗透率相对较低，城镇化将带动保有量提升。截至2018年，全国居民空调拥有量为109.30台/百户，冰箱拥有量98.76台/百户，洗衣机拥有量93.78台/百户，而热水器拥有量85台/百户，烟机拥有量则仅为56.40台/百户。相较于白电，厨电保有量目前还相对偏低，原因一方面是厨电行业相比白电起步较晚，另一方面则是由于居住环境、烹饪习惯和厨房结构的差异使得厨电在农村的保有量远低于城镇。2018年油烟机城镇百户保有量79.09台，与冰箱和洗衣机的城镇百户保有量较为接近；而油烟机农村百户保有量仅26台，远低于冰箱和洗衣机的95.87/88.55台。近年来我

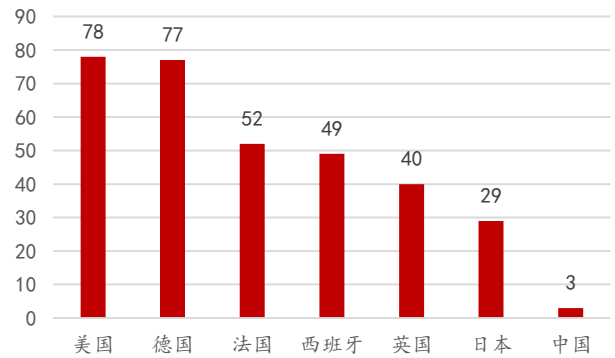
国城镇化进程加快，2018 年底我国城市化率达到 59.15%，但与日本（91.62%）、韩国（81.46%）、美国（82.26%）等国家相比仍然还有较大的提升空间。预计随着城镇化率提升，厨电渗透率和全国保有量将进一步提升。

图 12 全国居民每百户耐用消费品拥有量（台）



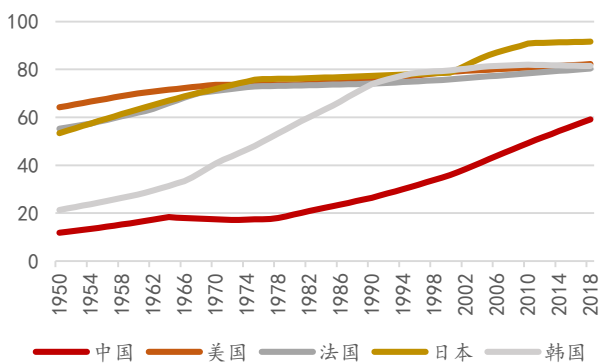
资料来源：wind，华西证券

图 13 主要国家洗碗机渗透率（%）



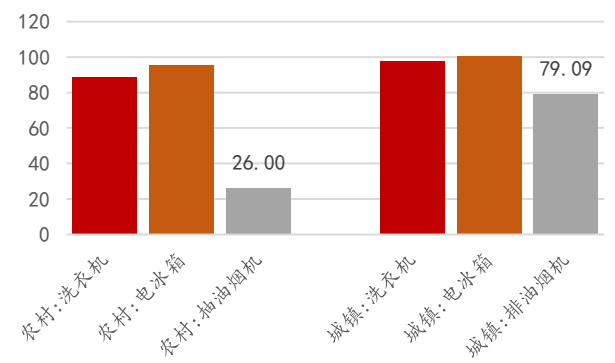
资料来源：公开资料整理，华西证券

图 14 主要国家城市化率（%）



资料来源：wind，华西证券

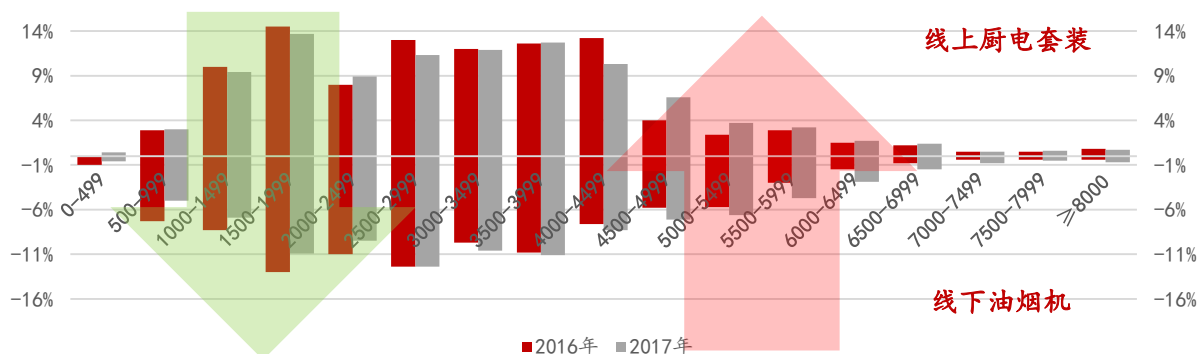
图 15 城镇和农村每百户耐用消费品拥有量（台）



资料来源：wind，华西证券

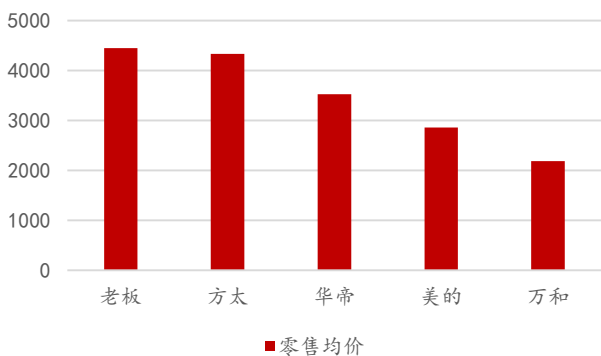
厨电的价格敏感度更低，高端化趋势更明显。从产品销售额来看，厨电高价位产品需求占比提升，中低价位产品需求占比下降，行业线上线下需求趋向高端化、品质化；从品牌销售量来看，产品均价高的品牌零售量份额持续提升，均价低的品牌份额有所下降，厨电需求向高端品牌集中。厨电需求与空冰洗等白电和小家电不同，厨电的装修属性更强，安装和拆卸过程较为复杂，维修难是行业痛点之一，因此消费者对厨电的品质、品牌要求更高，价格敏感度相对较低，厨电高端化趋势较为明显。

图 16 线上厨电套装、线下油烟机零售量份额变化趋势



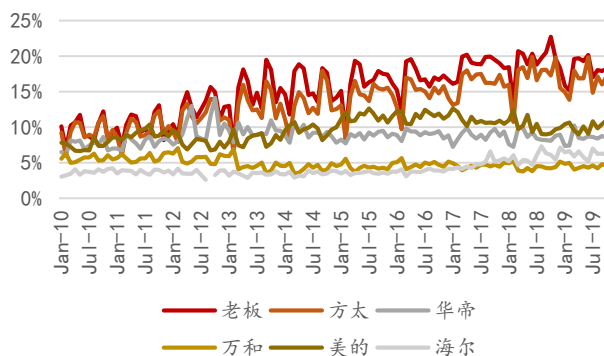
资料来源：奥维云网，华西证券

图 17 油烟机主要品牌产品均价（元）



资料来源：中怡康，华西证券

图 18 老板、方太的油烟机零售量份额提高

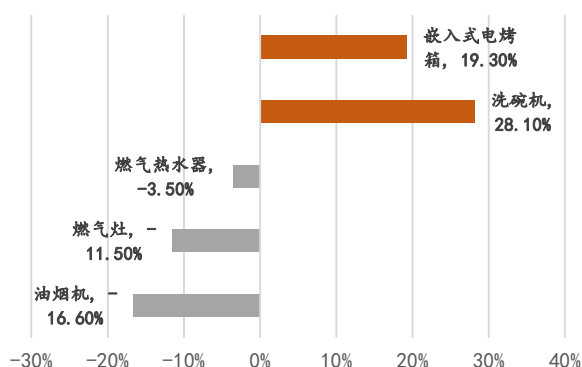


资料来源：中怡康，华西证券

### 2.3. 厨电新品类格局未定，发展初阶高增可期

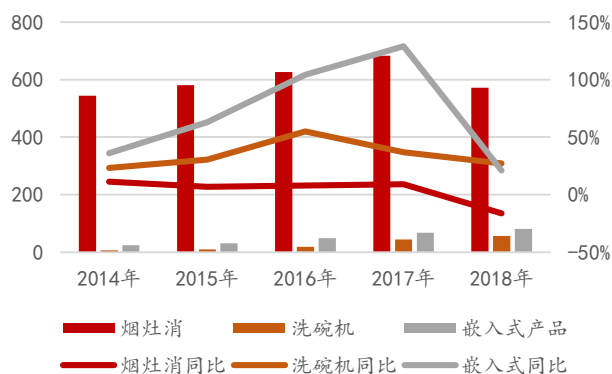
新品类处于发展初期，增长速度远高于传统品类。根据奥维云网数据，2018 年全国油烟机市场规模 345.8 亿元，同比-16.6%；燃气灶市场规模 190.6 亿元，同比-11.5%；燃气热水器市场规模 330.8 亿元，同比-3.5%。而厨电新品类洗碗机市场规模 56 亿元，同比+28.1%；嵌入式电烤箱市场规模 34.9 亿元，同比+19.3%。整体来看，传统厨电品类受地产低迷影响均出现下滑，而新兴品类却仍有很高的增长。2014~2018 年期间整个传统厨电烟灶消规模年均复合增速 3%，而洗碗机年均增速 34%，其他嵌入式产品增速更高达到 66%，目前洗碗机和其他嵌入式产品规模尚不足百亿元，处于行业发展初期，未来各厨电厂商随着新品类的渗透普及和相应产线布局的逐步完善，将享受新品类行业规模高增红利。

图 19 厨电各品类市场规模增速（2018 年）



资料来源：奥维云网，华西证券

图 20 厨电传统品类和新品类规模及增速（亿元）



资料来源：奥维云网，华西证券

新品类竞争格局与传统品类相比较为分散，国产替代仍有赶超机会。根据中怡康数据，2018 年吸油烟机、燃气灶、热水器的线上线下市场份额相对来说更为集中，其中吸油烟机线上/线下 CR3 分别为 52.4%/60.1%，燃气灶线上/线下 CR3 分别为 50%/57.9%，燃气热水器线上/线下 CR3 分别为 45.6%/43.8%，电热水器则分别为 67.1%/51.3%。

洗碗机等新品类尚在发展初期，规模不足百亿，目前仍以国外品牌主导，2018 年洗碗机线上/线下份额最高品牌为西门子，份额分别为 37.1%/45.4%。参与新品类的国内品牌市场份额较为分散，线上份额居前的是美的和方太，分别占比 25.3%和 10.9%，高性价比的品牌更有优势；线下份额居前的仍然是龙头品牌方太和老板，分别占比 34.9%和 8.1%，一方面是龙头企业在新品类拓展的布局和技术投入更具优势，另一方面龙头企业线下渠道铺设更广、以及现有传统品类的带动也更有利于新品类快速发展。我国的厨房空间大小、饮食习惯和饮食结构与欧美国家均有较大差异，相比之下我国的厨房空间更小，饮食以米面为主以及菜品重油使得餐具清洗难度更大，因此欧美等外资品牌产品未必能够完全适应国内消费者需求，洗碗机本土化改造才更能切合国内消费痛点，如方太推出的水槽洗碗机。未来随着洗碗机在国内市场的逐渐普及，容量、体积、功能等多方面的本土化改造设计投入应用，国产品牌有望对国际品牌形成逐步替代。

图 21 2018 年主要厨电品类线上线下零售份额

2018年线上零售额份额							
	吸油烟机	燃气灶	燃气热水器	电热水器	消毒柜	洗碗机	嵌入式电烤箱
老板	22.20%	19.20%			7.30%	1.40%	9.10%
方太	19.40%	16.60%	0.40%		7.40%	10.90%	8.90%
华帝	10.80%	14.20%	2.50%	0.00%	6.70%	1.60%	0.30%
美的	12.30%	10.10%	21.80%	31.40%	16.20%	25.30%	20.30%
海尔	6.20%	4.00%	12.30%	32.60%	4.20%	6.70%	1.40%
万和	1.70%	1.80%	11.50%	3.10%	0.60%	0.00%	0.00%
万家乐	2.50%	3.20%	3.90%	2.70%	0.60%	0.00%	
帅康	2.20%	2.60%	0.00%	0.50%	0.20%	0.10%	0.00%
西门子	1.60%	1.40%			2.30%	37.10%	36.60%
<b>A. O. 史密斯</b>			21%	17.20%			
2018年线下零售额份额							
	吸油烟机	燃气灶	燃气热水器	电热水器	消毒柜	洗碗机	嵌入式电烤箱
老板	26.60%	23.90%			23.20%	8.10%	26.10%
方太	24.20%	22.70%	3.00%		24.40%	34.90%	28.50%
华帝	9.30%	11.30%	2.20%	0.70%	7.20%	0.90%	3.00%
美的	8.10%	7.30%	20.10%	19.00%	6.60%	7.00%	1.80%
海尔	4.50%	5.40%	9.30%	28.50%	3.90%	2.40%	1.20%
万和	2.80%	3.40%	14.40%	3.80%	5.00%	0.00%	0.00%
万家乐	2.90%	2.20%	4.40%	3.70%	1.80%	0.00%	0.00%
帅康	2.90%	2.70%	0.10%	1.20%	0.90%	0.20%	0.80%
西门子	4.80%	4.60%			4.40%	45.40%	36.60%
<b>A. O. 史密斯</b>			20.90%	31.10%			

资料来源：中怡康，华西证券

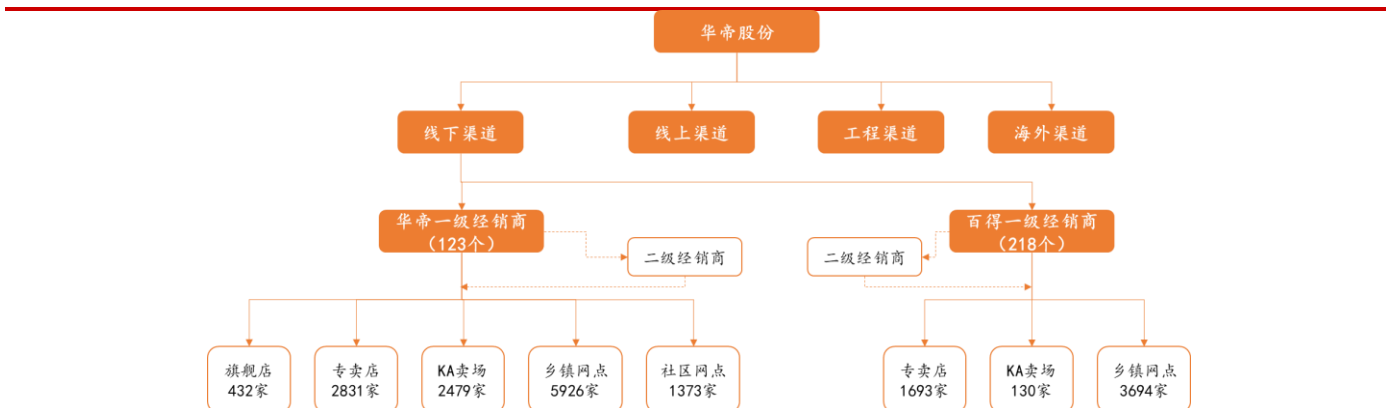
### 3. 华帝成长空间及盈利能力

#### 3.1. 渠道：纵向下沉+横向拓展+变革升级

##### 3.1.1. 营销网络纵向加大覆盖密度，横向拓展新兴渠道

渠道网络布局完善，覆盖密度和下沉力度大。公司营销管理上坚持“华帝”、“百得”双品牌独立运营，采用独家代理经销制，以大区为管理单位，总部统一部署管理，多渠道全覆盖。2018 年公司旗舰店地级市及以上覆盖率达 56.8%，同比提升 20.2pct；截至 2019 年上半年，公司华帝品牌拥有一级经销商 123 家，品牌旗舰店 432 家，专卖店 2831 家，KA 卖场店 2479 家，乡镇网点 5926 家，社区网点 1373 家；百得品牌拥有一级经销商 218 家，专卖店 1693 家，KA 卖场店 130 家，乡镇网点 3694 家；华帝家居品牌拥有一级经销商 150 家，专卖店 178 家。

图 22 华帝的渠道网络（截至 2019H1）



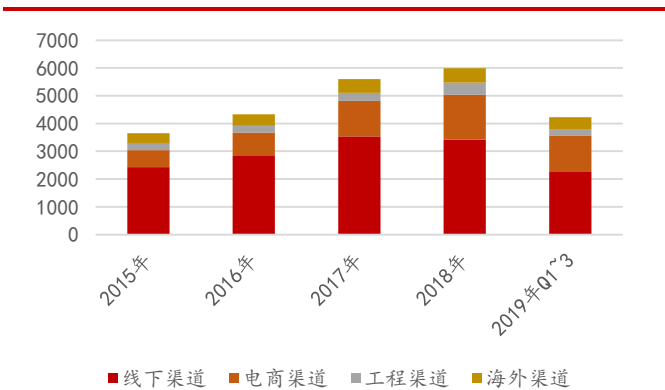
资料来源：公司公告，华西证券

**积极拓展新兴渠道，提升渠道多样性和覆盖广度。**公司配合转型发展，不断开拓新兴渠道，2015 年开辟社区渠道，及开发工程渠道地产商客户；2016 年开拓建材超市、家装公司等新型渠道，及大力发展电子商务、工程配套等高增长新兴渠道。目前公司渠道涵盖电商渠道、代理商自营渠道、分销渠道、KA 渠道、建材渠道、工程渠道和家装渠道，并针对各个渠道实行有针对性的营销策略，充分发挥渠道多样性价值。

### 3.1.2. 线下渠道仍是主力，渠道转型提升效率

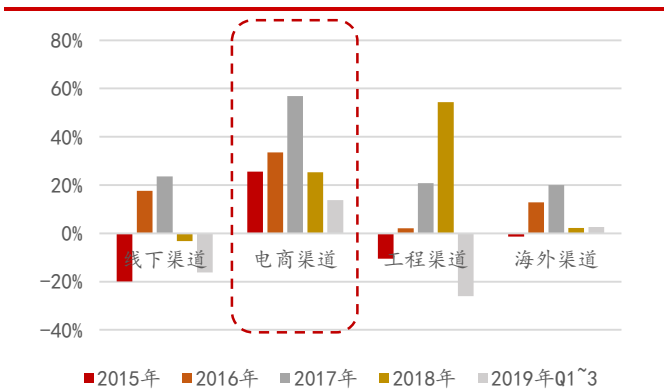
公司线下渠道仍是主要营收来源，占比过半。根据公司公告显示，公司的渠道主要分为线下、线上、工程和海外四大渠道，目前占比分别约 53.94%、30.7%、5.24% 和 10.12%，线下渠道作为传统渠道仍然对收入贡献最大，但随着渠道的多元化建设占比有所降低；电商渠道随着互联网的发展和新媒体的兴起逐渐成为主流渠道之一；工程渠道和海外渠道近年来占比则相对平稳，分别在 9%~10%和 5%~7%左右。

图 23 华帝销售额的渠道结构（百万元）



资料来源：公司公告，wind，华西证券

图 24 华帝各渠道增速



资料来源：公司公告，华西证券

**公司配合高端转型战略，对传统线下渠道进行升级。**公司自 2015 年确立高端升级转型战略后，对传统渠道进行持续升级优化。2015 年整顿 KA 渠道提升盈利能力；2016~2017 年持续推进终端门店改造，旗舰店、专卖店数量和单店面积均有较大提升。截至 2018 年 KA 旗舰店店均面积达 77 m<sup>2</sup>，新建/重装品牌旗舰店店均面积达 193 m<sup>2</sup>，

新建/重装的标准专卖店店均面积 75 m<sup>2</sup>，品牌旗舰店及标准专卖店整体新形象店铺占比 75.4%，同比提升 12.5pct，终端形象进一步升级。

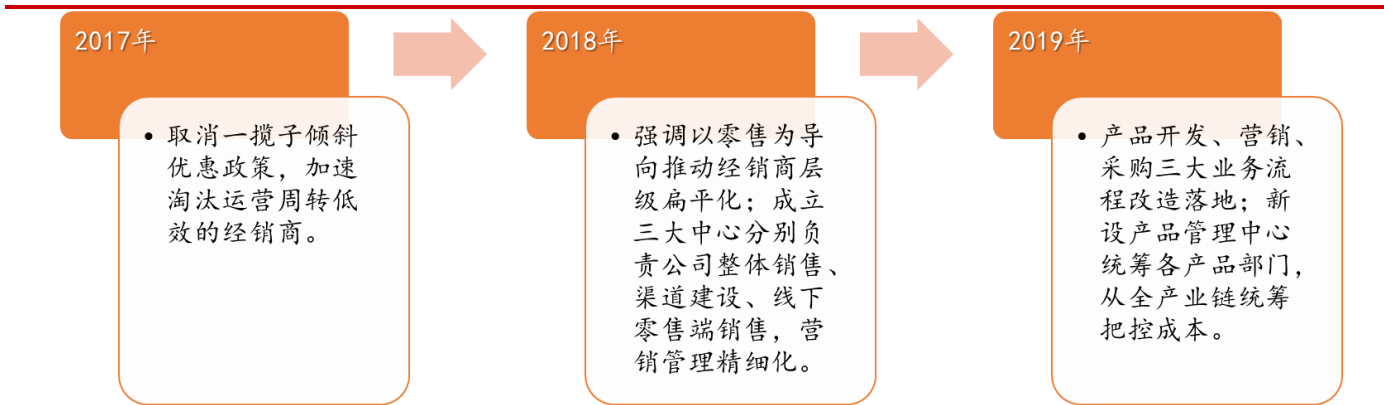
图 25 华帝的渠道改造升级



资料来源：公司公告，华西证券

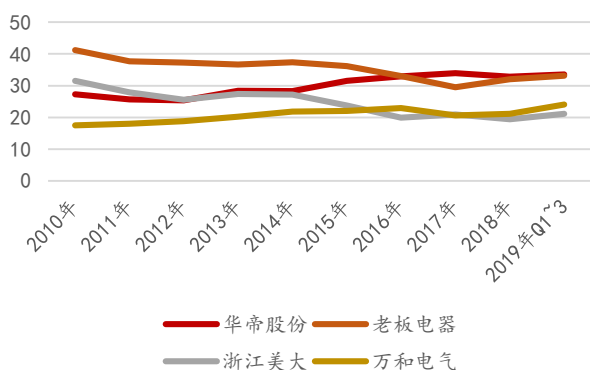
推动经销商层级扁平化，渠道效率有望进一步提升。公司自 2017 年开始取消一揽子销售优惠政策政策，统一全国提货价，由优惠提货变为销售后返利，促使经销商战略转型，提高运营效率；2018 年开始公司以零售为导向推动渠道扁平化改革，从原有的一级经销商向二级经销商批发的模式逐步转型为一级经销商直接面向终端的分销模式，并着手建立分销管理平台进行监测管理，以优化存货结构、提升终端运营效率；2019 年上半年公司新设产品管理中心统筹下属各产品部门，从全产业链把控产品生命周期，以实现产品定位更精准、成本把控更有效。公司目前的费用率水平相较于其他厨电上市公司仍然较高，尤其是 2015 年开始战略转型之后销售费用投入明显加大，后续随着高端升级的常态化、渠道层级的精简和经销商管理的规范化，费用及渠道效率改善，盈利能力有望进一步提升。

图 26 华帝的渠道和组织架构管理变革



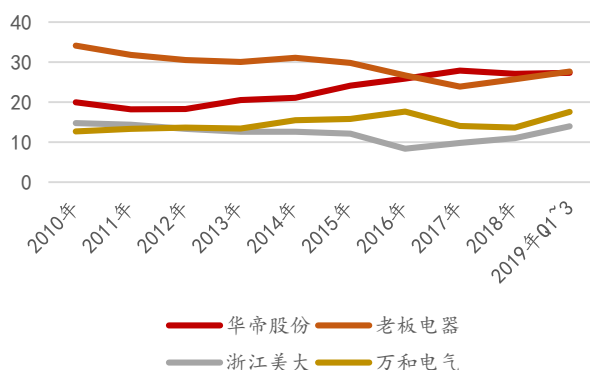
资料来源：公司公告，华西证券

图 27 主要厨电上市公司期间费用率 (%)



资料来源: wind, 华西证券

图 28 主要厨电上市公司销售费用率 (%)



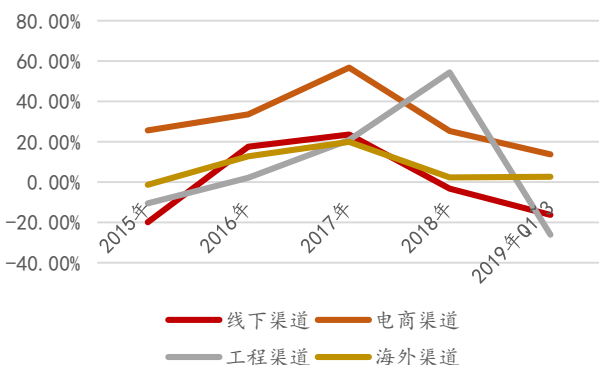
资料来源: wind, 华西证券

### 3.1.3. 线上和工程渠道高速增长, 贡献新的盈利增长点

线上渠道高速增长, 带动公司盈利能力改善。厨电行业自 2014 年开始因一二线城市市场饱和、地产不景气等因素, 传统渠道销量下滑, 而购物便捷的电商渠道开始迅速发展。公司顺应这一趋势大力发展电商渠道, 2015~2018 年期间公司电商渠道收入年均复合增长率达到 35%, 远远超过传统线下渠道 (3%)。截至 2019 年前三季度, 公司电商渠道收入占比已从 2015 年的 17% 提高至 31%。

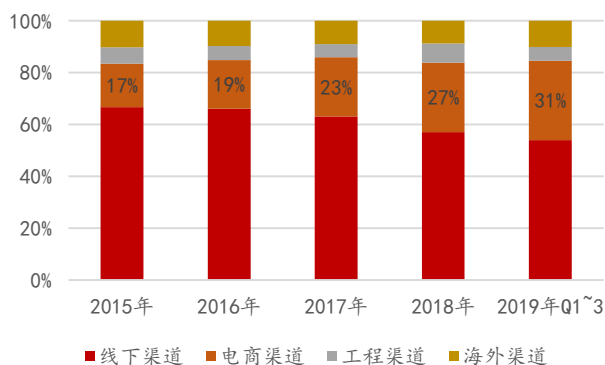
从各渠道的毛利率来看, 线上渠道毛利率最高, 达到 60% 以上, 与常见的线上低毛利不同, 华帝线上线下产品价差在 10% 以内, 为行业最小价差, 从而使得公司线上渠道毛利率和净利率均较线下渠道更高; 公司传统线下渠道毛利率 48.7%, 基本与公司整体毛利率持平; 工程渠道由于下游客户议价能力更强, 毛利率明显低于 C 端渠道, 仅 33.53%, 但考虑到工程端销售费用等更低、量大从而规模效应摊薄成本费用, 其净利率与 C 端渠道差别较小。随着线上渠道的高速增长, 高毛利的线上渠道收入占比提高, 公司整体盈利水平有望进一步提升。

图 29 华帝分渠道收入增速



资料来源: wind, 华西证券

图 30 华帝分渠道收入占比



资料来源: wind, 华西证券



表 3 华帝各渠道占比及毛利率

渠道类型		占总收入比例		毛利率
线下渠道		53.94%		48.70%
线上渠道	30.70%	京东 pop	2.94%	60.16%
		京东自营	12.75%	
		天猫	8.75%	
		淘宝	1.38%	
		苏宁易购	3.03%	
		唯品会	0.34%	
		授权经销商	1.23%	
		其他	0.29%	
工程渠道	5.24%	恒大地产	3.30%	33.53%
		融创地产	0.63%	
		合景地产	0.21%	
		其他	1.10%	
海外渠道	10.12%	美国	2.47%	26.10%
		印度	1.05%	
		澳大利亚	0.76%	
		其他国家	5.84%	

资料来源：华帝 2019 年 10 月 30 日投资者交流会，华西证券

**自营和代理商制相结合，双线推进工程渠道高增长。**公司自 2015 年开始尝试发展工程代理商制，对大地产商采用直营，对小地产商采用代理商负责，工程端双线推进。公司工程渠道增长从 2016 年之后开始加速，2018 年同比增速达到 50%以上。截至 2018 年公司已合作战略采购客户累计 41 家，截至 2019 年上半年已签约代理商 27 家，2019 年内公司已中标两家房企，预计明年工程端将有较好表现。

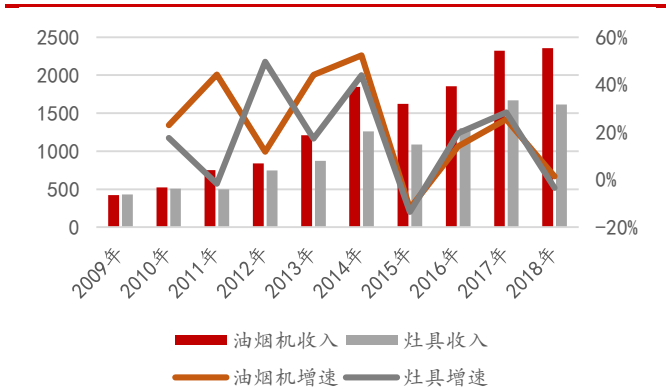
### 3.2. 业务：传统烟灶需求回暖，新品类拓展高增可期

#### 3.2.1. 地产回暖带动需求改善，传统烟灶重回增长轨道

**传统厨电业务与地产景气相关度高，受益地产竣工回暖烟灶需求或将改善。**如前所述厨电需求与地产周期相关度高，尤其是在装修过程中配置率最高的烟机和灶具。公司烟灶业务占比合计约 65%，从两大主营业务的历史表现来看，在地产景气向上的 2010~2014 年和 2016~2017 年期间，公司油烟机业务收入年均增速分别达到 34%和 20%，灶具业务收入年均增速则均达到 24%；而在地产低迷的 2015 年和 2018 年，公

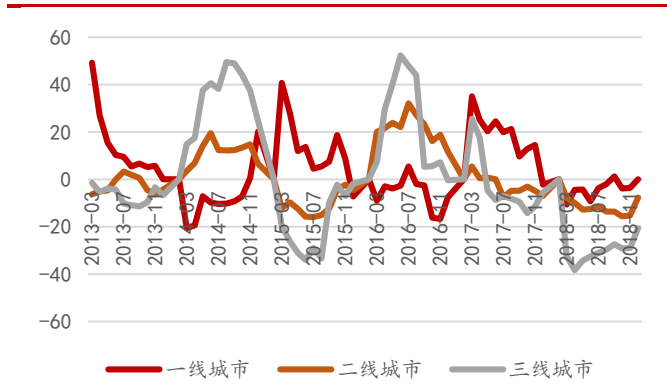
司烟机收入增速分别为-12%和 1%，灶具收入增速为-14%和-3%，公司传统烟灶业务受地产景气度影响显著。2018 年以来，受地产政策严调控影响，房企融资收紧、售房受限，地产竣工周期拉长，且一二线城市表现出现分化：一线城市竣工增速最早进入上行周期，而二三线城市竣工则持续低迷。随着 2019 年下半年地产销售及竣工增速回升，前期延长交付的住宅（尤其是二三线）将逐步迎来集中交付，公司深入布局二三线市场，传统烟灶产品需求将受益地产回暖迎来改善。此外，随着公司“智能高端厨电”战略的持续推进，公司烟灶产品均价提升，与老板、方太等一线品牌价差不断缩小，未来随着中高端品牌形象的持续深入、产品和渠道结构优化、以及规模效应带来的成本费用改善，公司传统烟灶业务盈利能力有望进一步改善。

图 31 华帝烟灶业务收入及增速（百万元）



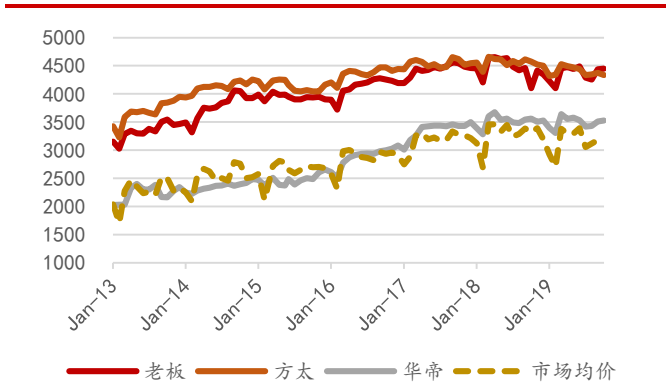
资料来源：wind，华西证券

图 32 40 大中城市房屋竣工面积累计同比（%）



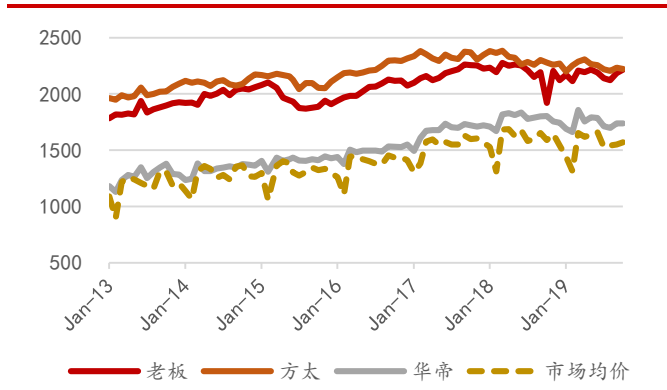
资料来源：wind，华西证券

图 33 分品牌油烟机零售均价（元）



资料来源：中怡康，华西证券

图 34 分品牌燃气灶零售均价（元）



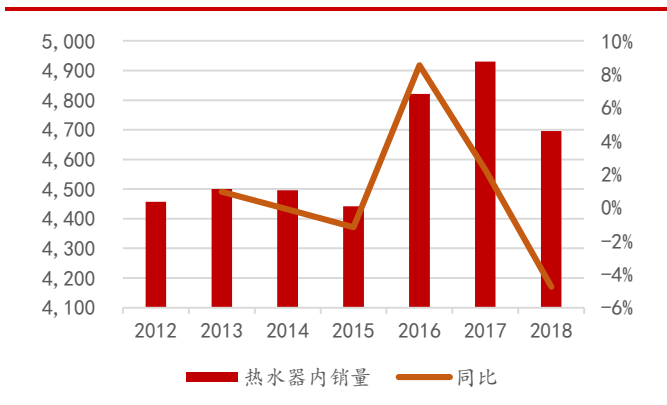
资料来源：中怡康，华西证券

### 3.2.2. 内部加大投入，外部借势政策，重点发展燃气热水器

热水器行业内销量规模相对稳定，进入存量时代。热水器品类自上世纪 90 年代开始快速普及，截至 2018 年每百户保有量 85 台，其中农村保有量稍低（68.69 台），城镇保有量基本饱和（97.17 台）。2018 年热水器市场销售额 324.6 亿元，同比下滑

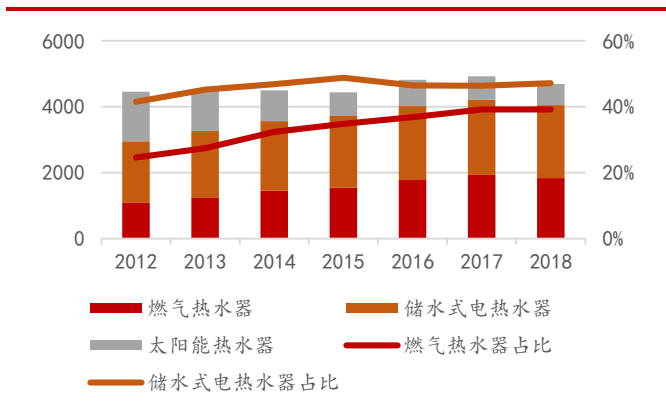
0.9%；其中线上规模 87.5 亿元，同比增长 25%；线下销售额则同比下滑约 8%。热水器每年内销量基本稳定，有小幅波动。

图 35 热水器内销量（万台）及同比增速



资料来源：产业在线，华西证券

图 36 电热和燃热内销量占比提高（万台）



资料来源：产业在线，华西证券

**燃气热水器成为快速发展的主流热水器品类。**热水器按加热原理不同主要分为电热水器、燃气热水器和太阳能热水器，其中太阳能热水器对天气等环境要求高、使用限制多、且在城市安装不方便，其占比不断下降，目前已逐步退出主流市场；燃气热水器和电热水器销量占比合计 85%以上，且该比例持续提高，其中电热水器部分取代了原太阳能热水器的市场，销量占比小幅稳步提升；而燃气热水器能效较高、水温恒定、占用空间较小、对使用环境要求低，符合节能、方便的使用需求，但安装要求有燃气管网配套设施，因此早期受限于我国天然气资源分布不均发展较慢，后期随着“西气东输”、“缅气入滇”以及中俄油气管道项目的逐步完工，燃气资源结构得到改善，燃气热水器增长加快，占比已从 2012 年的 24.7%提高至 2018 年的 39.2%，成为热水器快速增长的主流品类之一。燃热在热水器市场的份额提高也将为热水器品牌企业带来结构性的增长机会。

表 4 热水器三大品类对比

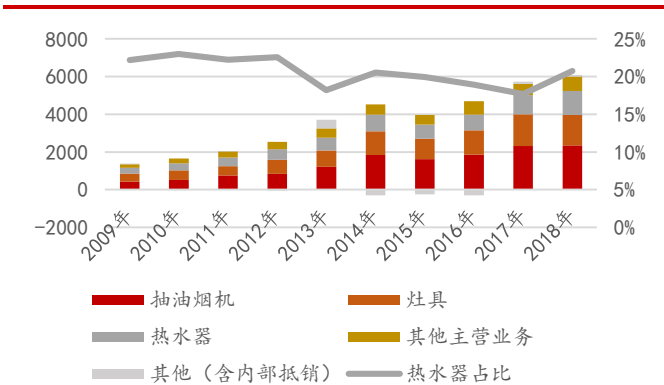
品类	特点	局限条件	占比
燃气热水器	能效高，体积小，加热快，水温恒定，对气温等环境要求低	安装较麻烦，需铺设燃气管道并通燃气	39%
储水式电热水器	安装简单，使用方便，安全	使用前需预热，水温不稳定，占空间	47%
太阳能热水器	环保，安全	受天气影响大，效率低，成本高，安装维护麻烦	14%

资料来源：公开信息整理，华西证券

**公司明确燃气热水器为重要发展品类，借政策契机加快推广。**公司早在上市之前就布局燃热领域，且零售量份额排名居前，燃热销售额占公司营收比重常年维持在 20%左右，增长平稳但未作为主打品类发展。2018 年公司明确燃气热水器为第二大主要发展品类，技术上组建专业化团队、更新升级研发平台，生产上实现燃热产品线全面更新换代，营销上独立燃气热水器销售体系，集中资源多管齐下，重点发展燃

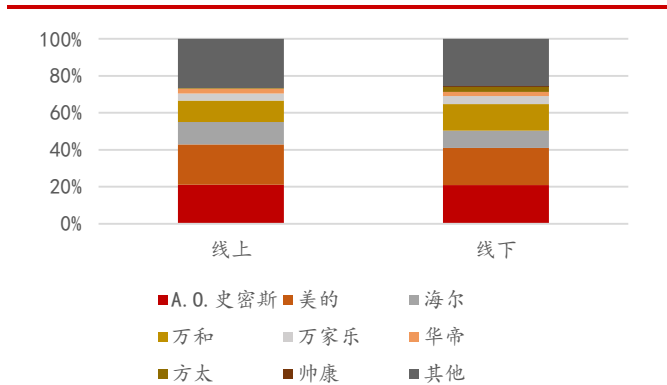
热品类。目前燃气热水器市场国际品牌占比较高，国内品牌格局相对分散，随着燃气管道建设项目的建设和“煤改气”政策的大力推动，公司燃热品类迎来发展契机。

图 37 华帝的营收结构（百万元）



资料来源：wind，华西证券

图 38 燃热市场国际品牌份额较高

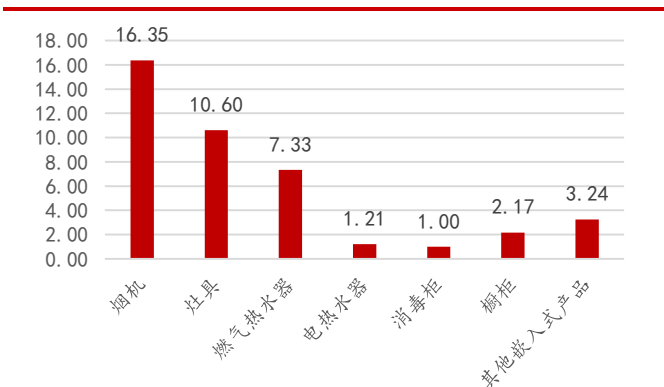


资料来源：中怡康，华西证券

### 3.2.3. 积极布局高速增长嵌入式新品类

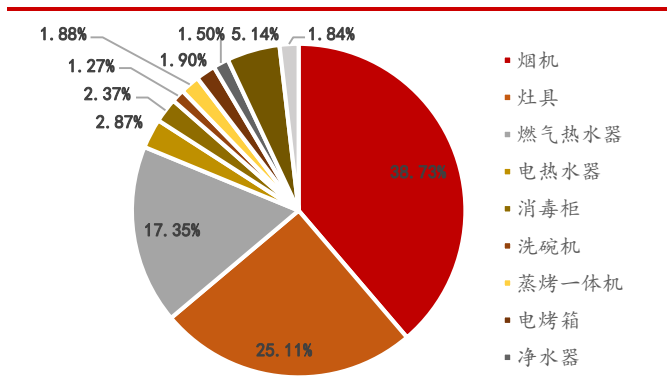
2018 年洗碗机、嵌入式电烤箱市场销售额分别为 56.0 亿元、34.9 亿元，分别同比增长 28.1%、19.3%，处于高速增长的导入期，公司积极布局嵌入式产品。技术研发上，公司逐步布局洗碗机专利，截至 2018 年，公司拥有洗碗机累计 SKU13 项、29 项发明专利、54 项实用新型专利；产品上：2018 年洗碗机生产线顺利上线并实现批产，三体健康洗碗机、智能蒸烤一体机等系列产品相继发布；渠道上，公司针对洗碗机、嵌入式产品等新品类强化电商运营，打造线上爆款进行引流。公司 2019 年前三季度洗碗机销售额占比仅 1.27%，规模不到 1 亿，嵌入式产品销售规模仅 3 亿元，随着投入和推广力度的加大，嵌入式产品全行业的增长将带动其成为公司新的收入增长点。

图 39 华帝前三季度主要品类销售额（亿元）



资料来源：华帝 2019 年 10 月 30 日投资者交流会，华西证券

图 40 华帝前三季度各品类占比



资料来源：华帝 2019 年 10 月 30 日投资者交流会，华西证券

## 4. 盈利预测与估值

从品类上看，华帝股份业务主要包括油烟机、灶具、燃气热水器、电热水器及其他品类业务。

**油烟机业务：**公司油烟机业务 2018 年收入占比约 40%，毛利率约 48%。2019 年由于受地产低迷影响油烟机销量下滑，使得收入和成本均有所下降；受益电商渠道占比提高，产品整体均价有小幅提升，毛利率水平有所提高。未来预计销量先随地产集中交付有明显改善，随后逐渐恢复较为稳定的个位数增长；均价随着产品更新升级保持小幅增长，并在成本相对稳定的环境下带动毛利率持续改善。

**灶具业务：**公司灶具业务 2018 年收入占比约 26%，毛利率约 50%。灶具行业发展相对成熟，近年来行业整体规模相对稳定有小幅正增长；而公司灶具业务近十年年均增速约 16%，明显高于行业，其中均价提升贡献大于销量增长贡献。灶具生产对安全性和产品技术含量要求高，公司以灶具起家，具备较为深厚的经验积累和技术优势，未来随着小牌杂牌挤出、市场份额向头部集中，预计公司灶具销量将保持稳定略高于行业的增长；均价随产品更新换代及智能化升级保持小幅增长。

表 5 油烟机业务预测表

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入 (百万元)	1853.13	2323.4	2356.31	2221.37	2516.82	2799.71
yoy	14%	25%	1%	-6%	13%	11%
销售成本 (百万元)	1098.26	1237.37	1224.21	1110.69	1208.07	1315.86
yoy	8%	13%	-1%	-9%	9%	9%
毛利率	41%	47%	48%	50%	52%	53%
销售量 (万台)	200.24	219.48	215.10	204.96	225.46	243.49
yoy		10%	-2%	-5%	10%	8%
销售均价 (元/台)	925.47	1058.57	1095.47	1083.81	1116.33	1149.82
yoy		14%	3%	-1%	3%	3%

资料来源：wind，华西证券

表 6 灶具业务预测表

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入 (百万元)	1302.25	1671.06	1614.49	1459.43	1639.67	1790.20
yoy	20%	28%	-3%	-10%	12%	9%
销售成本 (百万元)	755.76	856.75	814.32	722.42	803.44	868.24
yoy	12%	13%	-5%	-11%	11%	8%
毛利率	42%	49%	50%	51%	51%	52%
销售量 (万台)	279.20	303.52	272.16	260.10	278.31	295.00
yoy		9%	-10%	-4%	7%	6%
销售均价 (元/台)	466.43	550.55	593.21	561.11	589.16	606.84
yoy		18%	8%	-5%	5%	3%

资料来源: wind, 华西证券

**热水器业务:** 公司热水器业务 (包括燃气热水器和电热水器) 2018 年收入占比约 21%, 毛利率约 46%。2018 年开始公司将燃气热水器作为第二大主要品类重点发展, 成立热水供暖产品部、热水器销售中心, 统筹热水器的研发和销售。目前公司为燃热领域龙头, 燃热产品相对其他厨电技术门槛较高, 且国内品牌市场份额相对分散, 随着煤改气政策的推行和地产景气回暖, 未来燃热在热水器市场份额有望进一步提升, 且燃热市场有望继续向品质技术过硬的头部品牌集。未来随着公司燃热业务重点推进及公司在燃气具类领域的技术优势, 预计公司热水器销量将保持正增长, 市场份额有所提升, 且均价随品牌力的强化有小幅提升。

表 7 热水器业务预测表

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入 (百万元)	831.78	1014.74	1263.4	1097.20	1267.27	1396.66
yoy	12%	22%	25%	-13%	16%	10%
销售成本 (百万元)	508.6	571.26	688.35	570.55	633.64	670.40
yoy	2%	12%	20%	-17%	11%	6%
毛利率	39%	44%	46%	48%	50%	52%
销售量 (万台)	123.50	140.78	151.83	131.61	144.77	154.91
yoy		14%	8%	-13%	10%	7%
销售均价 (元/台)	673.53	720.80	832.13	833.66	875.35	901.61
yoy		7%	15%	0%	5%	3%

资料来源: wind, 华西证券

随着公司在燃热产品及嵌入式产品等新品类的研发和销售投入加大，预计销售费用率和研发费用率将维持相对较高水平；管理费用率 2019 年因收入下滑而有所提高，未来随着渠道改革和管理效率的提升，费用率将逐步改善。

表 8 华帝股份整体盈利预测主要项目

		2016	2017	2018	2019	2020	2021
销售收入 (百万元)	合计	4395.04	5730.7	6095.05	5797.04	6626.21	7405.46
	油烟机	1853.13	2323.4	2356.31	2221.37	2516.82	2799.71
	灶具	1302.25	1671.06	1614.49	1459.43	1639.67	1790.20
	热水器	831.78	1014.74	1263.4	1097.20	1267.27	1396.66
	其他产品	407.88	721.5	860.85	1019.03	1202.45	1418.89
销售毛利 (百万元)	合计	1869.59	2605.98	2885.25	2822.73	3307.69	3756.37
	油烟机	754.87	1086.03	1132.1	1110.69	1308.74	1483.84
	毛利率	41%	47%	48%	50%	52%	53%
	灶具	546.49	814.31	800.17	737.01	836.23	921.95
	毛利率	42%	49%	50%	51%	51%	52%
	热水器	323.18	443.48	575.05	526.66	633.64	726.26
	毛利率	39%	44%	46%	48%	50%	52%
	其他产品	245.05	262.16	377.93	448.37	529.08	624.31
	毛利率	60%	36%	44%	44%	44%	44%
费用率	销售费用率	25.90%	27.91%	27.09%	27.43%	28.00%	28.00%
	管理费用率	7.48%	3.38%	2.80%	3.00%	2.80%	2.70%
	研发费用率	0.00%	3.21%	3.67%	3.80%	3.80%	3.80%

资料来源：wind，华西证券

我们调整公司 2019~2021 年营业收入由 62.29/66.98/73.77 亿元至 57.97/66.26/74.05 亿元，同比增速 -4.9%/14.3%/11.76%；归母净利润由 7.84/9.18/10.86 亿元调整至 7.25/8.98/10.70 亿元，同比增长 7.05%/23.96%/19.1%。EPS 为 0.83/1.03/1.23 元，对应当前股价 PE 倍数为 13.96/11.26/9.45 倍。

公司渠道扁平化持续推进、各产品部门统筹管理体系建成，未来公司成本管控能力进一步加强，渠道和产品运营效率持续改善，盈利能力有望提升；燃热品类借煤改气政策推进大力发展，有效利用公司既有的技术优势和渠道优势，叠加地产压制因素改善需求逐步回暖，有望为公司带来更大的成长空间。当前公司估值不足 13 倍，考虑到行业主要可比公司 2020 年预测 PE 约 15~17 倍，且随地产回暖行业估值逐步修复，给予公司 2020 年 15 倍 PE，基于 2019~2021 年 EPS 为 0.83/1.03/1.23 元的业绩预测，目标价 15.45 元，评级由“增持”调整为“买入”。

表9 可比公司估值（以2019年12月3日收盘价为基准）

公司	股价	PB	EPS			PE		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
华帝股份	11.31	3.55	0.83	1.03	1.23	13.96	11.26	9.45
<b>可比公司</b>								
老板电器	29.70	4.42	1.69	1.88	2.10	18.10	16.24	14.59
浙江美大	13.15	6.27	0.72	0.87	1.04	18.29	15.19	12.73
万和电气	9.05	1.93	0.77	0.88	1.03	11.85	10.45	8.90
<b>可比公司平均</b>						16.08	13.96	12.07

资料来源：wind，华西证券（除华帝股份外，其它公司盈利预测均采用 wind 一致预期）

## 5. 风险提示

**宏观经济增长失速或地产政策收紧：**厨电行业需求与地产相关性高，若宏观经济增长失速或地产政策收紧超出预期，地产竣工和销售放缓，厨电需求将受影响。

**行业竞争加剧：**厨电行业线上格局和新品类竞争格局尚未确立，且厨电技术门槛不高，存在新进入品牌加剧竞争的风险。

**新品类拓展不达预期：**新品类渗透率的提升速度可能慢于预期。



## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	6095.05	5797.04	6626.21	7405.46	净利润	677	725	898	1,070
YoY (%)	6.36%	-4.89%	14.30%	11.76%	折旧和摊销	112	49	50	52
营业成本	3,210	2,974	3,319	3,649	营运资金变动	-212	28	-142	-44
营业税金及附加	50	36	40	46	经营活动现金流	629	828	822	1,098
销售费用	1,651	1,590	1,855	2,074	资本开支	-176	-42	-52	-57
管理费用	170	174	186	200	投资	123	-1	0	0
财务费用	-47	-38	-54	-72	投资活动现金流	471	-40	-44	-49
资产减值损失	79	12	2	2	股权募资	61	-58	0	0
投资收益	21	3	8	8	债务募资	-10	-10	0	0
营业利润	798	866	1,074	1,279	筹资活动现金流	-267	-78	0	0
营业外收支	11	0	0	0	现金净流量	834	710	778	1,049
利润总额	809	866	1,074	1,279					
所得税	116	124	153	183	<b>主要财务指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
净利润	694	741	900	1,061	<b>成长能力</b>				
归属于母公司净利润	677	743	921	1,096	营业收入增长率	6.4%	-4.9%	14.3%	11.8%
YoY (%)	32.83%	7.05%	23.96%	19.09%	净利润增长率	32.8%	7.1%	24.0%	19.1%
每股收益	0.78	0.83	1.03	1.23	<b>盈利能力</b>				
					毛利率	47.3%	48.7%	49.9%	50.7%
					净利润率	11.4%	12.8%	13.9%	14.8%
					总资产收益率 ROA	12.8%	13.1%	13.7%	13.7%
					净资产收益率 ROE	26.1%	22.3%	21.7%	20.5%
					<b>偿债能力</b>				
					流动比率	1.58	2.02	2.36	2.72
					速动比率	1.38	1.84	2.16	2.51
					现金比率	0.61	1.07	1.35	1.69
					资产负债率	49.5%	39.4%	35.0%	31.5%
					<b>经营效率</b>				
					总资产周转率	1.28	1.07	1.10	1.03
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	0.78	0.83	1.03	1.23
					每股净资产	2.97	3.72	4.75	5.98
					每股经营现金流	0.72	0.95	0.94	1.26
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
					<b>估值分析</b>				
					PE	14.94	13.96	11.26	9.45
					PB	2.98	3.04	2.38	1.89

资产负债表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,580	2,290	3,068	4,117
预付款项	33.35	30.90	34.48	37.91
存货	484	350	440	483
其他流动资产	501	498	502	505
流动资产合计	4,091	4,332	5,374	6,630
长期股权投资	4	5	5	5
固定资产	567	523	483	444
无形资产	195	225	260	298
非流动资产合计	1,203	1,197	1,198	1,204
资产合计	5,294	5,528	6,572	7,834
短期借款	10	0	0	0
应付账款及票据	1,332	970	1,082	1,190
其他流动负债	1,118	1,075	1,091	1,138
流动负债合计	2,590	2,149	2,272	2,438
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他长期负债	29	29	29	29
非流动负债合计	29.23	29.23	29.23	29.23
负债合计	2,619	2,178	2,302	2,467
股本	141.01	91.53	91.53	91.53
少数股东权益	84	102	125	151
股东权益合计	2,675	3,350	4,271	5,367
负债和股东权益合计	5,294	5,528	6,572	7,834

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

汪玲：现任华西证券研究所家电行业首席分析师，中央财经大学会计学硕士，曾就职于国盛证券、民生证券研究所任食品饮料&农林牧渔行业首席分析师，具有多年投资及研究经验。

对大消费行业具有深刻理解，站在产业资本和投资的角度，重视战略研究和逻辑推演，善于从行业发展趋势规律、公司价值挖掘等维度出发，实现具有深度和前瞻性价值的特色研究。

### 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。