

华帝股份(002035)

报告日期: 2023年03月20日

## 多维变革, 华丽再现

### ——华帝股份深度报告

#### 投资要点

**核心观点:** 华帝股份为二线厨电龙头, 公司内部治理优化、渠道质量改善及产品升级有望带动业绩增长超预期。

#### □ 深耕厨电领域, 2023年收入及业绩端负向因子影响减弱

华帝股份创立于1992年, 于2004年在深交所上市。公司旗下拥有华帝、百得、华帝家居三大品牌, 分别提供高端智慧厨电、中端及海外厨电市场、高端定制家居产品。展望2023年, 收入端, 地产数据改善+渠道改革渡过阵痛期, 业绩端, 原材料价格企稳+大额坏账风险消除+高端产品上市, 公司有望增长提速。

#### □ 内部管理层面利益趋同, 并引入职业经理人, 治理层面不确定性下降

2014年实控权变更以来, 原创始团队成员陆续离任董事会及高管, 2021年底实控人、董事长潘叶江先生兼任总经理, 2022年5月董事会换届后非独立董事均为潘氏成员, 并新聘原老板电器电商总监蒋凌伟先生任副总经理, 内部治理逐渐理顺。

#### □ 渠道扁平化持续推进, 重视零售且保护渠道利润

2018年起公司在原先代理制的模式下进行扁平化改革, 2020年二级经销商转直供, 直供经销商数量由2021年的50家提升至22H1的80多家。渠道扁平化有利于加强对终端零售市场需求的把握, 且公司线下零售价对比一线龙头较低, 加价倍率空间有限, 渠道扁平化有利于增厚低层级经销商利润。

#### □ 下沉渠道潜力巨大, 公司具备先发优势

下沉市场人口基数庞大, 农村消费群体购买力提升, 电商平台建立新零售网点为品牌商打开下沉市场新入口。百得品牌深耕三四线市场, 且公司较早地自2019年开始进入新零售渠道, 具备先发优势。截止2019年末, 已有下沉渠道网点9160家。

#### □ 产品上新加快, 高端化+集成化方向带动均价向上

公司2022-2023年产品上新速度加快, 且向高端化、套系化、集成化方向发展, 传统厨电新品烟机、灶具等均价显著高于历史水平, 此外新发布的蒸烤独立集成灶新品定位高端, 价格在15000元左右, 集成烹饪中心为公司今年新拓展品类, 均价更高, 有望满足一二线市场集成化产品需求。

#### □ 盈利预测与估值

公司内部管理层面利益趋同、渠道质量改善及产品升级有望带动业绩增长超预期。我们预计公司2022-2024年营业收入分别为58.98亿元、66.94亿元、75.78亿元, 分别同比+5.55%、+13.49%、+13.21%, 归母净利润分别为2.01亿元、5.13亿元、5.80亿元, 分别-2.85%、+154.92% (剔除22年坏账影响后为+36.79%)、+13.17%, 对应当前股价PE分别为30x/12x/11x。首次覆盖, 给予“买入”评级。

□ **风险提示:** 地产数据恢复不及预期; 渠道改革效果不及预期; 市场竞争加剧。

#### 投资评级: 买入(首次)

分析师: 闵繁皓

执业证书号: S1230522040001

minfanhao@stocke.com.cn

研究助理: 文煊

wenxuan@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥7.20
总市值(百万元)	6,103.11
总股本(百万元)	847.65

#### 股票走势图



#### 相关报告

#### 财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	5587.87	5897.94	6693.87	7578.25
(+/-) (%)	28.15%	5.55%	13.49%	13.21%
归母净利润	207.32	201.43	512.68	580.20
(+/-) (%)	-49.17%	-2.85%	154.52%	13.17%
每股收益(元)	0.24	0.24	0.60	0.68
P/E	29.44	30.30	11.90	10.52

资料来源: 浙商证券研究所

## 正文目录

<b>1 深耕厨电领域，盈利能力有望改善</b>	<b>4</b>
<b>2 拉长时间维度看，公司内部治理逐渐理顺</b>	<b>6</b>
<b>3 渠道减负层级优化，大力扩张下沉市场</b>	<b>8</b>
3.1 渠道扁平化持续推进，以零售为导向及保护渠道利润	8
3.2 下沉市场成为重要增长极，公司具备先发优势	8
<b>4 产品推新节奏加快，高端化+集成化，有望带动均价向上</b>	<b>10</b>
4.1 全品类扩张，研发创新实力业内领先	10
4.2 产品推新加快，走向高端化、集成化	11
<b>5 品牌战略全新升级，迎合年轻群体，追求品质生活</b>	<b>13</b>
<b>6 盈利预测及估值</b>	<b>14</b>
6.1 盈利预测	14
6.2 相对估值	15
<b>7 风险提示</b>	<b>16</b>

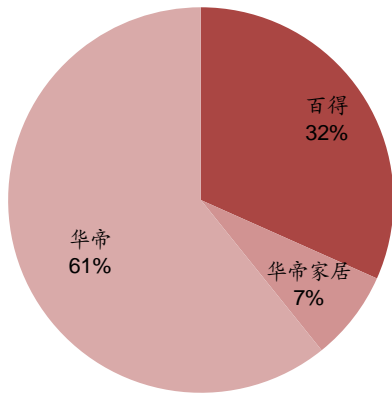
## 图表目录

图 1: 22H1 华帝、百得、华帝家居各占收入的 61%、32%、7% .....	4
图 2: 华帝品牌矩阵.....	4
图 3: 公司收入增速回暖.....	4
图 4: 地产竣工及销售数据转好.....	4
图 5: 2023 开年以来二手房市场回暖.....	5
图 6: 15-22Q1 至 Q3 公司归母净利润及 YOY.....	5
图 7: 15 至 19 年毛利率持续提升, 20-21 年承压, 2022 年修复.....	5
图 8: 公司期间费用率较为稳定, 销售费用率 2022 年有所提升.....	6
图 9: 公司 2020-2021 年归母净利率承压, 2022 年有所修复.....	6
图 10: 实控权发生变化之前最新一次股权结构 (2014 年) .....	6
图 11: 最新股权结构 (截止 2022Q1-Q3) .....	6
图 12: 2020 年改革后渠道结构.....	8
图 13: 华帝一级经销商及直供经销商.....	8
图 14: 华帝 KA 渠道加价倍率测算.....	8
图 15: 华帝油烟机线下 KA 均价对比同行.....	8
图 16: 我国城乡居民收入比值降低.....	9
图 17: 2022 年家电行业下沉渠道规模占比达到 35.5%.....	9
图 18: 2022 年烟机下沉市场零售额占线上比重达到 15%, 热水器占线上比重达到 24%.....	9
图 19: 厨电行业下沉市场零售额 YOY .....	9
图 20: 百得的乡镇渠道网点.....	10
图 21: 百得品牌收入及 YOY .....	10
图 22: 华帝在下沉渠道增加定制服务车.....	10
图 23: 公司收入按产品划分 (22H1) .....	11
图 24: 公司产品矩阵.....	11
图 25: 公司研发费用率高于同行.....	11
图 26: 公司产品专利数量领先同行 (项) .....	11
图 27: 公司油烟机线上零售均价 (单位: 元) .....	13
图 28: 公司灶具线上零售均价 (单位: 元) .....	13
图 29: 华帝品牌 logo 字体改为简体字.....	13
图 30: 公司打造三好厨电标准.....	13
表 1: 公司内部管理团队交接情况.....	7
表 2: 公司核心管理层年龄及持股情况.....	7
表 3: 2022 年以来产品上新节奏加快, 烟机、灶具升级, 集成品类快速布局 .....	12
表 4: 2022 年下半年以来代表性新品价格及参数.....	12
表 5: 营收拆分及分产品毛利率预测.....	14
表 6: 其他 (非烟灶热项) 收入预测.....	15
表 7: 费用及利润端预测.....	15
表 8: 可比公司估值表 (截止 2023.3.20) .....	16
表附录: 三大报表预测值.....	17

## 1 深耕厨电领域，盈利能力有望改善

华帝股份位于广东省中山市，成立于1992年，2004年在深交所上市。公司拥有**华帝、百得、华帝家居**三大品牌。其中“华帝”品牌以高端智能厨电为定位，主打高端市场，以“智慧+时尚家”为口号；“百得”品牌为公司2012年收购，定位于“全球专业厨卫”，主打中端及海外市场；“华帝家居”为2018年创立，是“华帝”旗下高端定制家居品牌，专注于整体厨房、全屋定制、智能家居三大领域。公司以烟机、灶具、热水器等厨卫产品为核心，积极拓展集成灶、洗碗机、蒸烤一体机等集成厨电新品。

图1：22H1 华帝、百得、华帝家居各占收入的 61%、32%、7%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

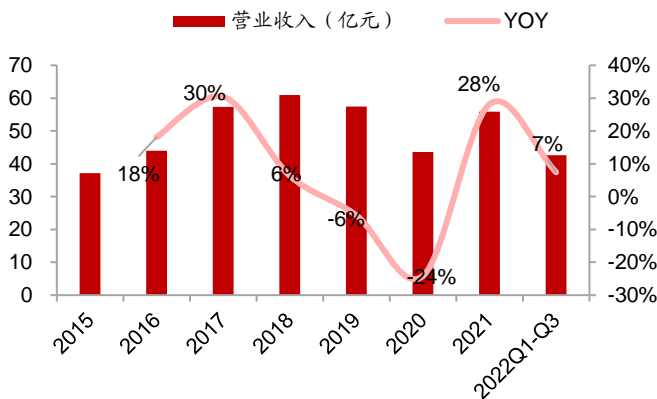
图2：华帝品牌矩阵



资料来源：公司公告，公司官网，浙商证券研究所

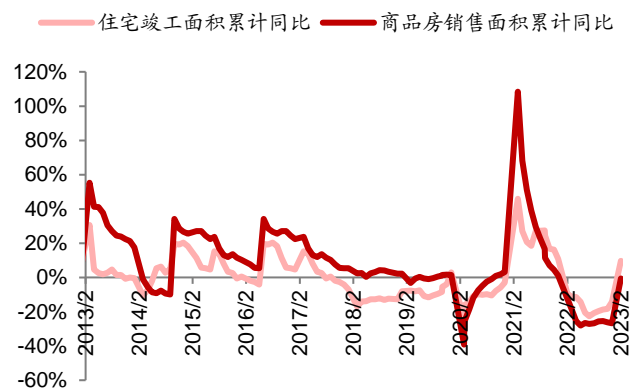
**地产数据改善，渠道渡过改革阵痛期，公司收入增长有望提速。**公司15-21年公司营业收入CAGR为7%，16-17年地产景气阶段公司收入均实现双位数增长，18-20年受地产下行及公司自身渠道向扁平化过渡的阵痛影响，收入增速承压。2021年以来公司增速有所修复，收入同比+28%，22Q1-Q3收入达到43亿元（同比+7%）。2023年1-2月，地产竣工/销售面积同比+9.7%/-0.6%，增速触底回升，二手房成交回暖，2023开年以来挂牌量明显增长，地产改善将带动公司厨电产品销售。

图3：公司收入增速回暖



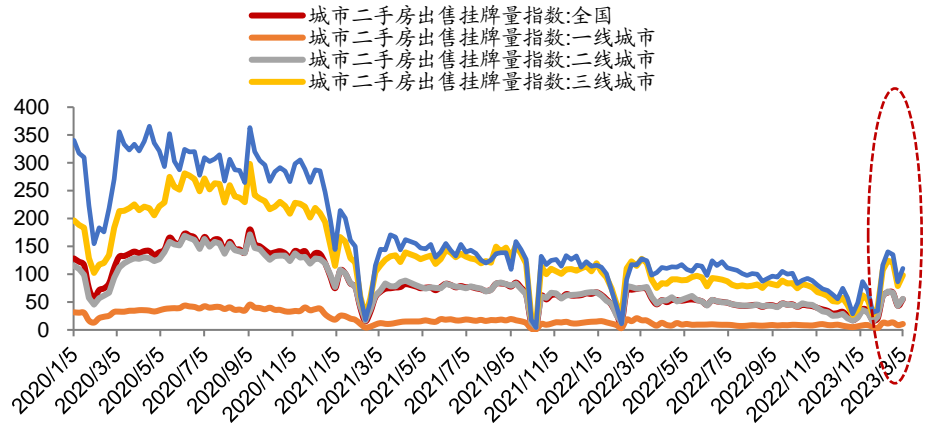
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图4：地产竣工及销售数据转好



资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

图5: 2023 开年以来二手房市场回暖

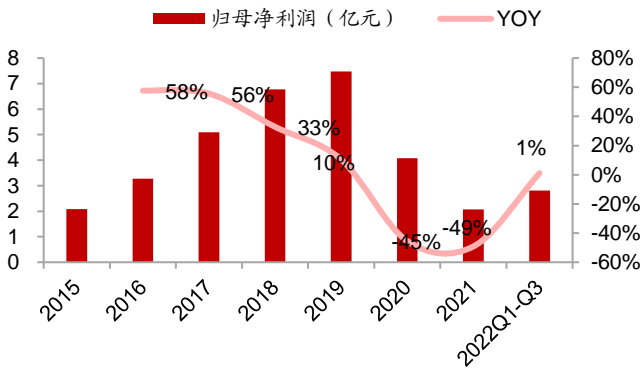


资料来源: 国家统计局, 浙商证券研究所

**盈利端负向因子影响减弱, 看好盈利能力修复。**公司 15-19 年归母净利率水平持续提升, 主要得益于 15 年高端智慧厨电发展方向的确立带来的毛利率提升。2020 年毛利率受原材料涨价影响承压, 2021 年主要受原材料价格提升以及计提恒大坏账影响, 还原 2021 年恒大坏账影响后应为 7.4% (同比-2.0pct) /归母净利润同比+0.9%。2022Q1-Q3 归母净利率为 6.6% (同比-0.4pct), 主要系公司配合新品推出及品牌宣传, 营销费用投放加大。

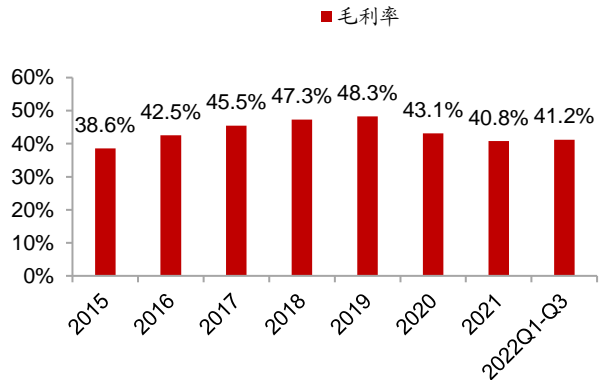
展望 2023 年, 我们认为原材料价格维稳, 公司上新更多高端新品, 坏账影响减少, 净利率有望提升。

图6: 15-22Q1 至 Q3 公司归母净利润及 YOY



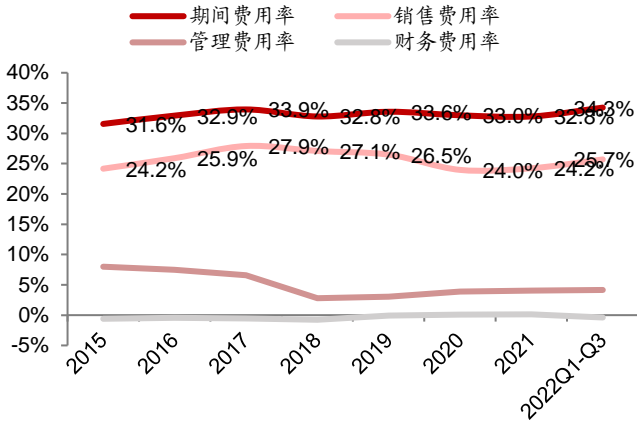
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图7: 15 至 19 年毛利率持续提升, 20-21 年承压, 2022 年修复



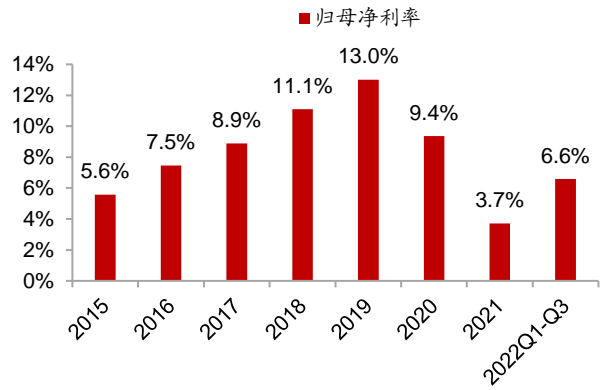
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图8: 公司期间费用率较为稳定, 销售费用率 2022 年有所提升



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图9: 公司 2020-2021 年归母净利率承压, 2022 年有所修复



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

## 2 拉长时间维度看, 公司内部治理逐渐理顺

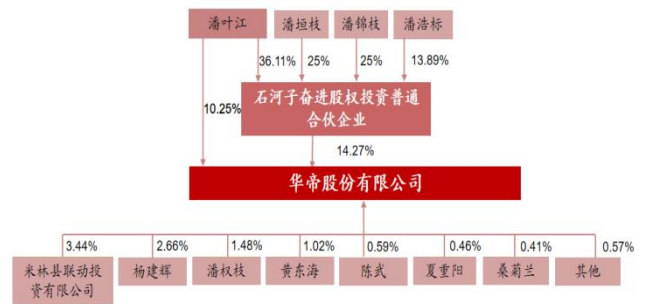
实控权变更后, 公司逐渐理顺内部治理。1992 年公司“华帝七雄”(邓新华、潘权枝、黄文枝、黄启均、关锡源、李家康、杨建辉)创立公司, 通过九州投资对公司进行持股。2012 年华帝收购百得, 由潘氏家族控制的奋进投资成为公司第二大股东。2014 年 6 月黄文枝、邓新华将持有的九州投资股份转让给潘叶江先生, 何伯荣将其持有的奋进投资股份转让给潘叶江先生, 潘叶江先生成为公司的实际控制人。后续通过九州投资清算(2016 年 12 月完成, 清算后原股东直接持股)、管理层人员调整等, 理顺内部治理。

图10: 实控权发生变化之前最新一次股权结构(2014 年)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图11: 最新股权结构(截止 2022Q1-Q3)



资料来源: 天眼查, 浙商证券研究所

2014 年实控权变更后, 内部管理人员新老交替。2022 年公司董事会及管理层换届, 主要的变化在于: 1) 公司实控人、董事长潘叶江先生兼任总裁, 原总裁潘垣枝(潘叶江先生的叔叔)任副董事长。2) 董事会中非独立董事均为潘氏成员。3) 蒋凌伟先生任副总裁, 蒋凌伟先生 2022 年加入公司, 拥有丰富的电商运营经验, 曾在老板电器任电商总监。总结来看: 1) 实控人兼任总裁, 决策落地传达将更加有效, 且董事会成员均为潘氏成员, 内部治理利益更加一致。2) 引入新职业经理人, 有望加快电商渠道建设。



**表 1: 公司内部管理团队交接情况**

原创始团队	
黄文枝	2015 年离任董事长
黄启均	2014 年 10 月辞去总裁职务, 2015 年辞去公司董事、副董事长
关锡源	2015 年辞去董事职务
李家康	2016 年董事会换届后不再担任董事
邓新华	2013 年董事会换届后不再担任董事
杨建辉	2022 年董事会换届后不再担任董事
潘氏家族	
潘叶江	实控人, 2015 年接任 <b>董事长</b> 职务, <b>2021 年年底起新任总裁</b>
潘垣枝	与实控人为叔侄关系, 2015 年开始担任公司总裁, <b>2021 年底卸任总裁, 新任副董事长</b>
潘锦枝	与实控人为叔侄关系, <b>2022 年新任董事</b>
实控权变更后聘任高管	
何伟坚	2001 年 11 月至 2013 年 5 月任公司董事, 2010 年 11 月—2013 年 5 月任公司战略委员会委员, <b>2013 年 5 月起任副总裁, 2018 年 10 月离任。</b>
当前离任	
吴刚	历任华帝股份第一届, 第二届, 第三届, 第四届, 第五届, 第六届董事会秘书, 副总裁、常务副总裁, 董事会秘书。13 年 5 月-18 年 8 月任 <b>公司副总裁, 2018 年 8 月改聘为公司常务副总裁, 2001 年-2022 年 5 月任董秘, 2022 年 5 月后不再担任董秘及常务副总裁。</b>
韩伟	历任家乐福中国区家电采购经理, 上海世纪华联集团家电采购部部长, 广东格兰仕集团中国市场销售总公司总经理, 空调产业集群总裁, 德意电器股份有限公司总经理。2017 年聘任为 <b>公司副总裁, 2018 年 8 月起任公司高级副总裁, 2022 年离任。</b>
王操	历任美的集团生活电器事业部省区经理, 方太集团大区经理, 德意电器北方大区总经理兼北京分公司总经理, 华帝股份有限公司营销总监、副总裁。2020 年 9 月聘任为 <b>副总, 2022 年起连任华帝股份副总裁。</b>
连任	
潘浩标	<b>2020 年 5 月起任副总, 2022 年连任。</b>
何淑娟	<b>2018 年 6 月起任财务总监, 2022 年连任。</b>
仇明贵	历任广东万家乐燃气具有限公司副总经理, 华帝股份热水供暖产品部总经理。2017 年起任 <b>华帝股份副总裁, 2022 年连任。</b>
新聘	
蒋凌伟	历任阿里巴巴集团客户体验事业群资深体验管理专家, 杭州老板电器股份有限公司高级总监、电子商务总监、营销办公室主任, 华帝股份董事长助理。2022 年聘任为 <b>公司副总。</b>
潘楚欣	<b>2022 年 8 月起任董秘。</b>

资料来源: 公司公告, Wind, 浙商证券研究所

当前管理层多数持有股权, 管理层利益与股东利益一致。管理层中潘氏家族、2017 年任职的仇明贵先生及 2018 年任职的何淑娟女士均直接或间接拥有股权。

**表 2: 公司核心管理层年龄及持股情况**

姓名	职务	年龄	最新持股 (万股, 截止 2022H1)
潘叶江	董事长, 总裁	46	8692.22
潘垣枝	副董事长	62	201.60
潘浩标	董事, 副总裁	60	间接持股
潘锦枝	董事	66	间接持股
王操	副总裁	49	-
仇明贵	副总裁	57	31.37
蒋凌伟	副总裁	39	-
潘楚欣	董事会秘书	34	-
何淑娟	财务总监	50	25.20

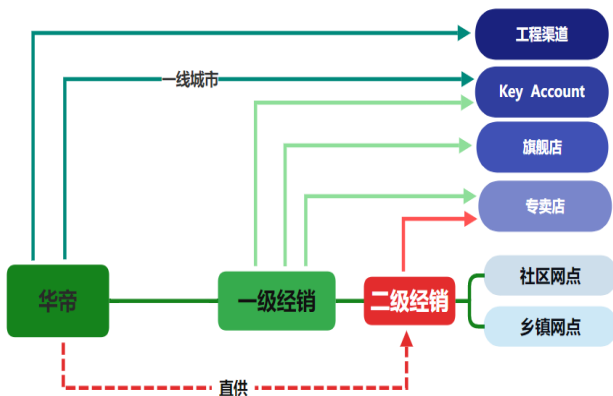
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

### 3 渠道减负层级优化，大力扩张下沉市场

#### 3.1 渠道扁平化持续推进，以零售为导向及保护渠道利润

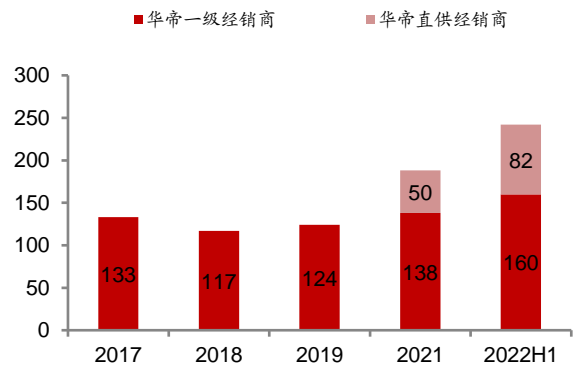
持续推行经销商层级扁平化，二级转直供。2018 年是公司推行渠道扁平化的第一年，公司于当年成立销售运营中心（整体销售）、渠道运营中心（渠道建设）及零售管理中心（线下零售端零售），营销管理更加精细化，并着手建设分销管理平台。2020 年开始部分二级经销商转直供，华帝品牌直供经销商增长。截止 2021 年末，华帝直供的经销商达到 50 家，22H1 直供的经销商提升至 82 家。

图12：2020 年改革后渠道结构



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

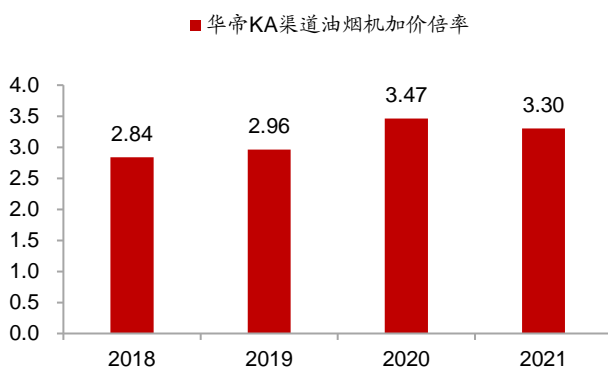
图13：华帝一级经销商及直供经销商



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

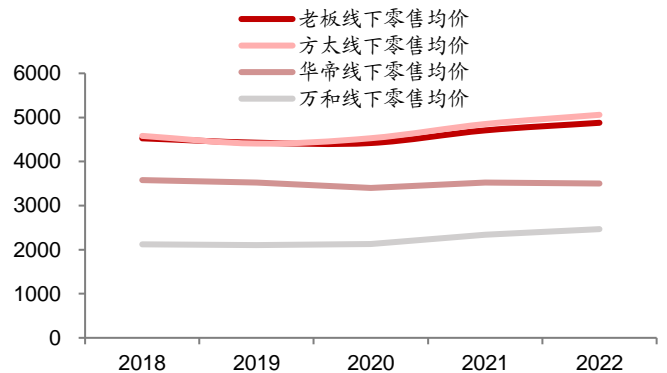
向扁平化转型，以零售为导向及维护渠道利润。扁平化经营有利于厂家与市场的信息传递，加强公司对终端的掌握，另一方面降低渠道成本，增厚渠道利润。公司油烟机在线下渠道的零售均价较一线龙头低 1000 元左右，低层级经销商往上加价空间有限，经我们测算，2018-2021 年 KA 渠道平均加价水平在 3.14，减少渠道层级有利于公司保护渠道利润。

图14：华帝 KA 渠道加价倍率测算



资料来源：奥维云网，公司公告，浙商证券研究所测算

图15：华帝油烟机线下 KA 均价对比同行



资料来源：奥维云网，浙商证券研究所

#### 3.2 下沉市场成为重要增长极，公司具备先发优势

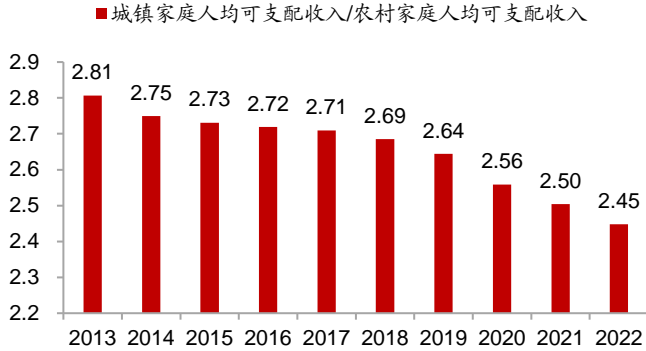
下沉市场消费潜力巨大，家电需求庞大。庞大的人口基数决定了下沉市场的消费潜力，且农村居民消费水平提高。GFK 及中国家电网显示，我国下沉市场覆盖三线以下城市、县镇与农村地区，人口规模预计超 10 亿人，根据国家统计局数据，城乡居民可支配收入



入的差距已从2013年的2.81下降到2022年的2.45。GFK预测2022年我国家电行业市场  
中下沉渠道规模达到2900亿元，占比达到35.5%。

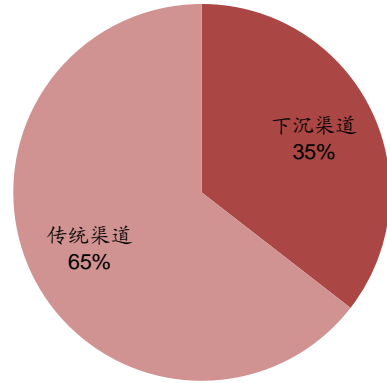
电商平台加速在下沉市场扩大加盟店的零售网点，品牌商借此拓展下沉市场。根据中  
国家电网及GFK中国，目前京东家电专卖店门店数量已突破1.5万家，覆盖了全国2.5万  
个乡镇、60万个行政村，天猫优品数字门店覆盖超过了1300个县。品牌厂商可通过电商  
平台把货品批发至低级别市场，实现渠道下沉。

图16: 我国城乡居民收入比值降低



资料来源: 国家统计局, 浙商证券研究所

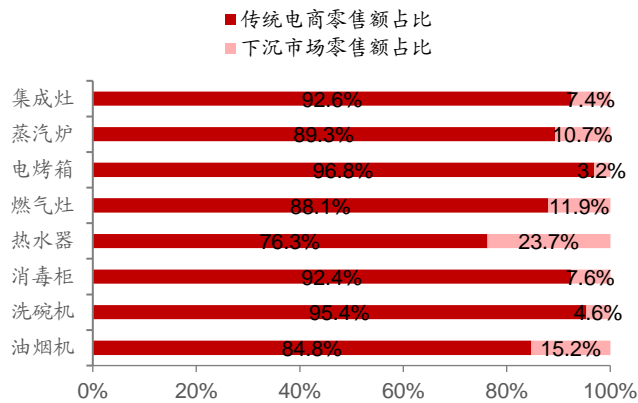
图17: 2022年家电行业下沉渠道规模占比达到35.5%



资料来源: GFK, 浙商证券研究所

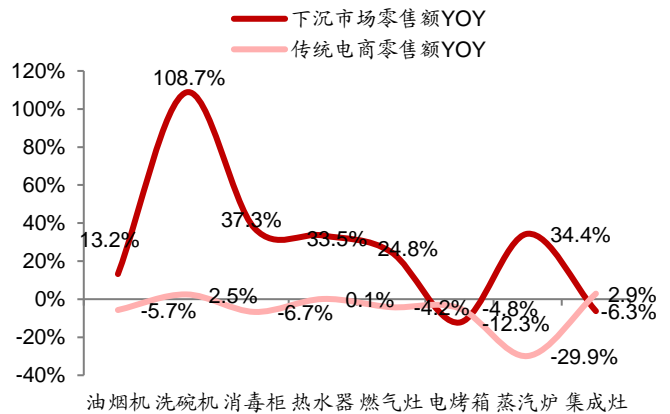
热水器、烟机、灶具下沉渠道占比在厨卫品类中较高，下沉渠道各品类增速较快。厨  
卫大电中热水器、烟机、灶具占比较高，2022年单在电商渠道中占比分别达到23.7%、  
15.2%、11.9%，油烟机、洗碗机、消毒柜、热水器、燃气灶零售额增速分别达到13.2%、  
108.7%、37.3%、33.5%、24.8%。

图18: 2022年烟机下沉市场零售额占线上比重达到15%，热水器  
占线上比重达到24%



资料来源: GFK, 浙商证券研究所

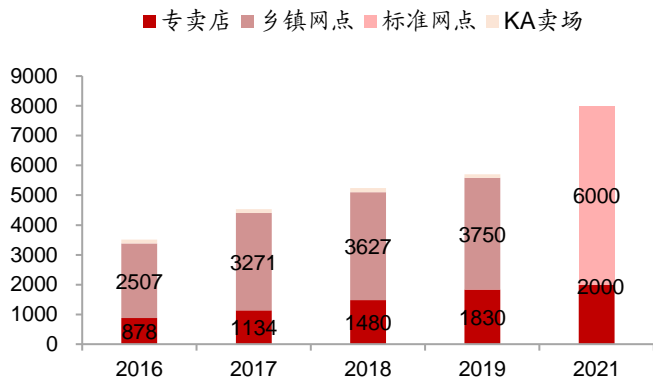
图19: 厨电行业下沉市场零售额YOY



资料来源: GFK, 浙商证券研究所

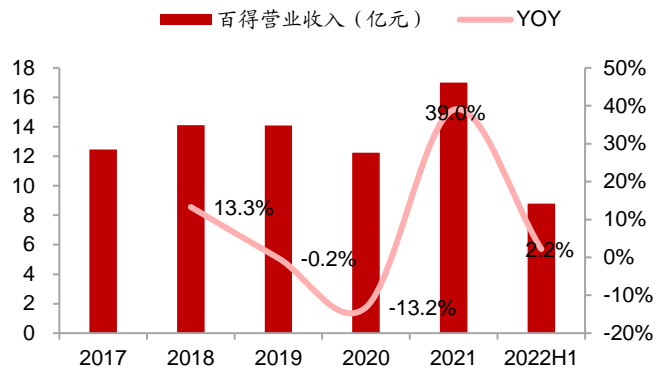
公司在下沉市场具备先发优势，借力百得渠道优势，并前瞻布局新零售渠道。公司在  
三四线城市以及重要县镇市场，主推渠道下沉：1）一方面以专卖店、专营店、专柜以及社  
区网点等多种终端渠道实现大范围重点覆盖，百得定位中端，深耕国内三四线市场，截止  
2021年末拥有2000多家专卖店及6000个渠道标准网点，销售收入达到17亿元，同比  
+39%。2）另一方面，公司积极拥抱京东专卖店、天猫优品等新零售渠道，自2019年起公  
司开始布局新零售渠道，截止2019年末已有9160家网点。

图20: 百得的乡镇渠道网点



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图21: 百得品牌收入及 YOY



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

**加强对下沉市场的服务体系的建設。**2021年,公司追加定制服务车,以解决县城、乡镇市场存在的售后周期长、响应慢等问题,夯实服务网络。根据中国经济网2021年对潘叶江先生的采访,售后工程师计划由6000人增加到20000人,县级以下市场由现有的1000人增加到10000人,目标是“县城全覆盖,重点区域乡镇覆盖”。

图22: 华帝在下沉渠道增加定制服务车



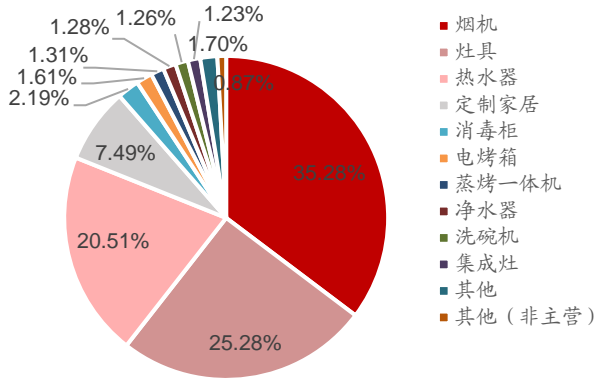
资料来源: 中国经济网, 浙商证券研究所

## 4 产品推新节奏加快, 高端化+集成化, 有望带动均价向上

### 4.1 全品类扩张, 研发创新实力业内领先

公司从传统厨电延伸至新兴厨电,完善产品矩阵。烟机、灶具及热水产品合计贡献公司收入的80%,近年来,公司拓展新兴厨电品类,2017年拓展洗碗机,壁挂炉和蒸烤一体机等品类,2019年进入集成灶赛道,2023年2月推出集成烹饪中心。目前,公司已形成以烟机、灶具、热水器为核心,覆盖以集成灶、洗碗机、蒸烤一体机为代表的新兴集成厨电类产品,同时延伸至全屋定制及净水器、壁挂炉等产品结构体系。

图23: 公司收入按产品划分 (22H1)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

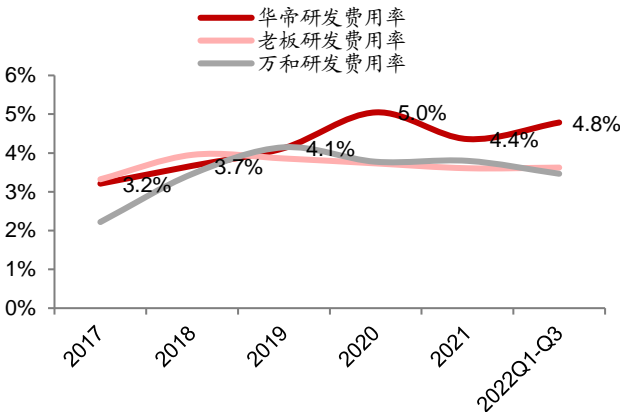
图24: 公司产品矩阵



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

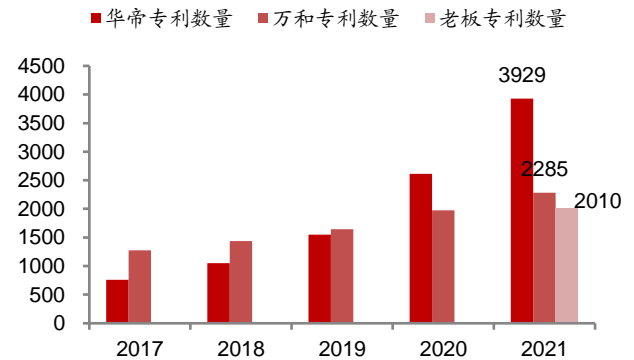
公司加大产品研发力度, 研发费用率及专利数量领先同行, 助力全品类矩阵建设。公司研发费用率从2017年的3.2%持续提升至2022年前三季度的4.8%, 2020年以来持续领跑行业。2017年以来公司授权专利数量持续增长, 2020年以来授权专利数量高于同行, 2021年达到3929项, 同期老板、万和分别为2010、2285项。

图25: 公司研发费用率高于同行



资料来源: 各公司公告, 浙商证券研究所

图26: 公司产品专利数量领先同行 (项)



资料来源: 各公司公告, 浙商证券研究所

## 4.2 产品推新加快, 走向高端化、集成化

公司结合当代年轻消费者对科学、合理、健康生活方式的追求, 以用户思维打造新品, 2022年以来上新加快, 且时尚化、智能化、高端化、集成化趋势明显。

1) 传统厨电推陈出新, 注重高端智能化升级。2022年首创三腔烟机, 2023年首推一键爆炒模式华帝炬焰灶。








2) 新兴品类快速推新, 集成厨电加速布局。华帝加速布局集成灶赛道, 通过集成灶高端工业设计, 迭代和改良集成产品, 其中2023年底以来已推出2款高端蒸烤独立集成灶。此外华帝于2023年2月推出集成烹饪中心, 正式进入集成烹饪中心赛道, 实现“一米空间七合一, 15分钟4菜一汤”, 解决厨房面积小、做饭耗时长等用户痛点问题。

表 3：2022 年以来产品上新节奏加快，烟机、灶具升级，集成品类快速布局

	烟机	灶具	热水器	新兴品类	套系化产品
2020 年	智能挥手感应侧吸油烟机、智感恒吸欧式油烟机		瀑布浴零冷水热水器 ZH6	E5 洗碗机	
2021 年		华帝鸳鸯灶	分人浴零冷水热水器	千态洗碗机、智能蒸烤一体机	摩尔套系，敦煌套系
2022 年	创新款主副三腔油烟机、全新形态近拢吸橱柜烟机	新升级智能鸳鸯灶	超一级能效零冷水热水器 i12254	千态洗碗机、华帝三好集成灶	全新宠爱套系
2023 年		一键爆炒模式 华帝炬焰灶	新一代燃气热水器	1) 华帝集成烹饪中心; 2) 蒸烤独立集成灶 PY55、蒸烤独立集成灶 PYD35; 3) 华帝集成洗 碗机 TW50	

资料来源：公司新品发布会，公司官网，公司公告，浙商证券研究所

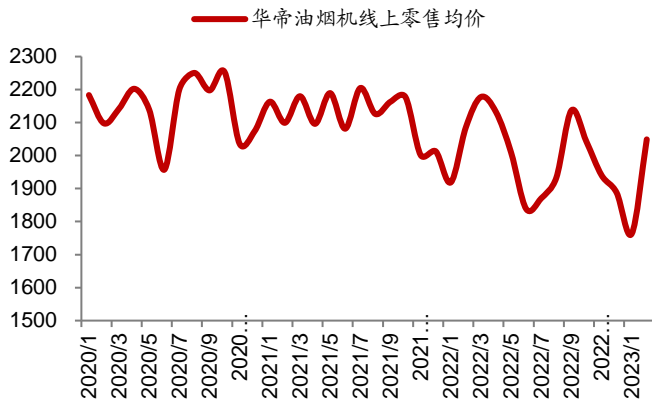
表 4：2022 年下半年以来代表性新品价格及参数

	宠爱套系	超一级能效零冷水热水器 i12254	变频三腔油烟机 耀世 S10 i11217	集成灶 PY55Z	蒸烤独立集成灶 PYD35	i10095B 一键超能爆炒	集成烹饪中心
图示							
上市时间	2022-07	2022-09	2022-11	2023	2023-03	2023（预约中）	2023-02
折后价		¥ 2699	¥ 2699	¥ 16999	¥ 14599	¥ 3399	
卖点	①洗消烘存 4 大智能模式 ②一键烹饪模式，智能菜单 ③V-clean 易洁系统，纳米系统	①疾速零冷水，预热时间减少 60% ②超一级能效，热效率达 103.2% ③内外双循环杀菌 ④增压瀑布浴	①25m <sup>3</sup> /min 高阶风量，900pa 最高风压 ②三腔四驱，全域拢烟 ③三体自清洁 ④挥手智控	①双腔独立 ②3.0 代聚焱燃烧技术 ③20m <sup>3</sup> /min 低吸劲排 ④挥手智控，连接 WiFi 远程控制	①四层搁架设计 ②快蒸：蒸制效率提升 28.5% ③劲火：5kW 劲火，爆炒提升 10.7%	左蒸煮右爆炒，一键爆炒，右爆炒提升 8% 劲火力，相当于 5.4kw	①高度集成，一米空间集烟机、灶具、蒸箱、烤箱、空气炸锅、隔水炖盅和保温饭盒七大功能 ②智能联动

资料来源：京东，浙商证券研究所

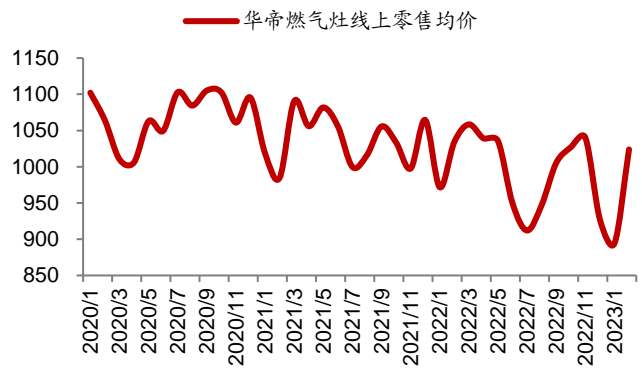
产品迭代升级带动价格提高，线上新品零售价较高。2022 年下半年以来推出的新品零售价显著高于历史均价，华帝油烟机线上零售均价在 2000 元左右，燃气灶产品均价线上零售价格在 1000 元左右。线上新品三腔油烟机 i11217/一键超能爆炒 i10095B 燃气灶均价分别为 2699/3399 元；集成化产品方面，集成烹饪中心预计均价在较高水平，有望帮助公司一二线市场，线上新品集成灶 PY55Z、PYD35 定价 15000 元左右，定位高端。

图27: 公司油烟机线上零售均价 (单位: 元)



资料来源: 奥维云网, 浙商证券研究所

图28: 公司灶具线上零售均价 (单位: 元)



资料来源: 奥维云网, 浙商证券研究所

## 5 品牌战略全新升级, 迎合年轻群体, 追求品质生活

2022 年新品发布会上, 华帝发布了 2022 年全新品牌战略, 包括全新品牌 LOGO、制定“好用、好看、好清洁”三好厨电标准、践行“科学品牌”道路及提出“认真生活”品牌价值主张。

**迎合年轻消费者需求。**公司结合当代年轻消费者对科学、合理、健康生活方式的追求, 提出“认真生活”品牌价值主张, 力图以实际行动打造更好的产品满足消费者对美好生活的向往。公司以全链路布局新品营销, 通过与抖音、小红书、知乎等社交媒体展开合作, 以 PGC/UGC 内容实现产品功能、品牌价值观的传播, 强化年轻消费者对公司品牌的认知。

**坚持品质生活路线, 深化厨电专家品牌形象。**新 logo 由繁体汉字改为简体, 体现“取繁为简”的设计理念, 符合厨电行业“从简到精”的发展阶段; 科学品牌的本质源于实证精神, 意味着给消费者充分的确定感, 言行一致、品质稳定、形象专业; “好用好看好清洁”的三好标准回归到基本的功能认知, 从虚到实, 倡导围绕功能美学、理性科技、以人为本的产品哲学。

图29: 华帝品牌 logo 字体改为简体字



资料来源: 百度图片, 浙商证券研究所

图30: 公司打造三好厨电标准



资料来源: 百度图片, 浙商证券研究所



## 6 盈利预测及估值

### 6.1 盈利预测

我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 58.98 亿元、66.94 亿元、75.78 亿元，分别同比+5.55%、+13.49%、+13.21%，归母净利润分别为 2.01 亿元、5.13 亿元、5.80 亿元，分别-2.85%、+154.92%（剔除 22 年坏账影响后为+36.79%）、+13.17%，关键假设如下：

1) **营业收入**：我们按产品进行预测，公司核心品类烟灶热为地产后周期品类，预计销量受益地产竣工修复、叠加线下门店消费复苏有望增长提速，公司 22 年下半年-23 年上线高端新品，推新卖贵将带动均价提升，我们预计烟机销量 2022-2024 年分别同比-1%/+3%/+3%，均价分别同比+3%/+6%/+5%；灶具销量分别同比+3%/+4%/+4%，均价分别同比+2%/+3%/+2.5%；热水器相较烟灶品类基数较低，2021-2022 年更新零冷水产品实现较快增长，2021、2022H1 分别同比+38%、+13%，2023 年公司推出新一代燃气热水器产品，有望继续提升市场份额，我们预计热水器产品 2022-2024 年分别同比+10%/+13%/+13%，均价分别同比+1.5%/+2%/+1.5%。预计其他品类（非烟灶热项）将分别同比+29.61%/+28.27%，其中主要增长驱动力来自集成灶、洗碗机以及集成烹饪中心。公司 2023 年上市集成灶新品，定价 15000 元左右，定位高端，集成烹饪中心为公司 2023 年发力的新品类，将用于拓展一二线市场，有望贡献新增量，洗碗机推出新形态集成水槽洗碗机，有望继续放量。

2) **毛利率**：由于公司产品上新速度加快，2023 年发布价格更高的新品（覆盖核心品类及主流新品），均价提升将带动产品毛利率将持续提升。预计 2022-2024 年毛利率分别为 40.88%/41.40%/41.87%。

表 5: 营收拆分及分产品毛利率预测

单位: 百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	5587.87	5897.94	6693.87	7578.25
YOY	28.15%	5.55%	13.49%	13.21%
<b>毛利率</b>	<b>40.77%</b>	<b>40.88%</b>	<b>41.40%</b>	<b>41.87%</b>
<b>烟机</b>	<b>2097.61</b>	<b>2138.93</b>	<b>2335.29</b>	<b>2525.61</b>
YOY	37.37%	1.97%	9.18%	8.15%
销量 YOY	26.24%	-1.00%	3.00%	3.00%
均价 YOY	8.81%	3.00%	6.00%	5.00%
毛利率	45.16%	45.68%	46.20%	46.71%
<b>灶具</b>	<b>1392.92</b>	<b>1463.40</b>	<b>1567.59</b>	<b>1671.05</b>
YOY	37.80%	5.06%	7.12%	6.60%
销量 YOY	29.66%	3.00%	4.00%	4.00%
均价 YOY	6.27%	2.00%	3.00%	2.50%
毛利率	44.99%	45.53%	46.06%	46.58%
<b>热水器</b>	<b>1030.52</b>	<b>1150.57</b>	<b>1326.15</b>	<b>1521.03</b>
YOY	37.88%	11.65%	15.26%	14.70%
销量 YOY	36.25%	10.00%	13.00%	13.00%
均价 YOY	1.20%	1.50%	2.00%	1.50%
毛利率	31.79%	32.46%	32.79%	33.13%
<b>其他:</b>	<b>1002.01</b>	<b>1080.04</b>	<b>1399.84</b>	<b>1795.56</b>
YOY	-1.02%	7.79%	29.61%	28.27%
毛利率	34.04%	35.75%	37.54%	39.13%
<b>其他业务</b>	64.82	65.00	65.00	65.00
毛利率	36.96%	41.14%	40.00%	40.00%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所



表 6: 其他(非烟灶热项)收入预测

单位: 百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>其他:</b>	<b>1002.01</b>	<b>1080.04</b>	<b>1399.84</b>	<b>1795.56</b>
YOY	-1.02%	7.79%	29.61%	28.27%
其中: 橱柜	425.45	446.98	478.72	512.71
YOY	-18.10%	5.06%	7.10%	7.10%
消毒柜	142.94	135.60	131.39	130.00
YOY	9.91%	-5.14%	-3.10%	-1.06%
电烤箱	88.18	85.98	87.70	89.45
YOY	20.67%	-2.50%	2.00%	2.00%
电蒸箱	5.20	6.76	8.45	10.14
YOY	-24.97%	30.00%	25.00%	20.00%
集成灶	53.28	117.21	246.14	492.28
YOY	201.70%	120.00%	110.00%	100.00%
净水器	56.13	66.24	76.17	86.07
YOY	1.93%	18.00%	15.00%	13.00%
洗碗机	61.87	63.11	100.97	151.45
YOY	-14.84%	2.00%	60.00%	50.00%
蒸烤一体机	92.24	73.79	77.48	81.35
YOY	6.33%	-20.00%	5.00%	5.00%
集成烹饪中心	0	0	100	140
YOY	-	-	-	40%
其他	76.71	84.38	92.82	102.11
YOY	51.40%	10.00%	10.00%	10.00%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

3) **费用端:** 2022 年, 受地产下行及疫情反复影响, 收入增速放缓而费用相对刚性, 导致费用率较高, 我们预计 2023 年费用率较 2022 年有所收窄, 但由于公司上新节奏加快, 新品推广及研发费用投入将加大, 导致 2023 年销售及研发费用率较 2021 年会有所提升。

4) **坏账计提:** 2021 年公司计提恒大坏账 2.19 亿元, 计提比例为 50%, 我们预计 2022 年仍将计提部分恒大坏账, 2023-2024 年公司坏账风险将大幅降低。

表 7: 费用及利润端预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
销售费用率	23.97%	24.24%	25.80%	24.54%	24.79%
研发费用率	5.05%	4.36%	4.60%	4.40%	4.50%
管理费用率	3.90%	4.06%	4.10%	4.07%	4.07%
财务费用率	0.06%	0.13%	-0.005%	-0.10%	-0.15%
归母净利率	9.35%	3.71%	3.42%	7.66%	7.66%
归母净利润(百万元)	<b>407.89</b>	<b>207.32</b>	<b>201.43</b>	<b>512.68</b>	<b>580.20</b>
YOY	-45.45%	-49.17%	-2.85%	154.52%	13.17%
归母净利润(剔除恒大坏账影响, 百万元)	<b>407.89</b>	<b>411.47</b>	<b>374.79</b>	<b>512.68</b>	<b>580.20</b>
YOY	-45.45%	0.88%	-8.91%	36.79%	13.17%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

## 6.2 相对估值

我们选取厨电企业老板电器、万和电气、浙江美大、亿田智能、火星人、帅丰电器作为可比公司。2023 年可比公司的平均 PE 约为 15x, 公司 2023 年受益理顺内部治理改善、渠道质量提升及产品高端化, 剔除坏账影响后预计增速为 37%, 高于同行平均水平, 我们给予公司 2023 年 17xPE, 对应目标价 10.28 元/股, 较当前股价有 43% 的上行空间。首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 8: 可比公司估值表 (截止 2023.3.20)

可比公司	归母净利润增速				EPS (元/股)				PE (倍)			
	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
老板电器	-19.81%	40.95%	15.77%	12.56%	1.40	1.98	2.29	2.58	19.28	13.67	11.82	10.49
万和电气*	-41.40%	97.90%	14.78%	13.98%	0.48	0.95	1.09	1.25	18.10	9.18	8.00	6.98
浙江美大*	22.28%	-14.65%	15.88%	13.25%	1.03	0.88	1.02	1.15	11.50	13.44	11.60	10.29
亿田智能	45.76%	10.71%	18.53%	14.55%	1.94	2.15	2.55	2.91	22.90	20.65	17.41	15.25
火星人*	36.53%	-10.78%	30.83%	23.27%	0.93	0.83	1.08	1.33	31.24	34.92	26.83	21.79
帅丰电器*	26.95%	-10.23%	22.38%	16.25%	1.74	1.20	1.47	1.71	9.73	14.08	11.50	9.88
<b>平均值</b>	<b>11.72%</b>	<b>18.98%</b>	<b>19.70%</b>	<b>15.64%</b>	<b>1.25</b>	<b>1.33</b>	<b>1.58</b>	<b>1.82</b>	<b>18.79</b>	<b>17.66</b>	<b>14.53</b>	<b>12.45</b>
华帝股份	-49.17%	-2.85%	154.52%	13.17%	0.24	0.24	0.60	0.68	29.44	30.30	11.90	10.52

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所 注: \*号代表采取 Wind 一致预测, 未标注\*号代表来自我们的预测。

## 7 风险提示

**地产数据恢复不及预期:** 公司收入受房地产市场影响, 若地产竣工及销售增速不及预期, 将对公司实际经营及估值造成影响。

**渠道改革效果不及预期:** 公司持续推行扁平化改革, 若改革效果不及预期, 将对公司收入增速造成影响。

**市场竞争加剧:** 市场竞争加剧将对公司产品推新以及拓展渠道的效果带来负面影响。

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	4659	4917	5589	6289
现金	906	1192	1406	1812
交易性金融资产	1123	1096	1050	1089
应收账款	1606	1676	1982	2104
其它应收款	55	57	75	78
预付账款	23	28	27	32
存货	918	854	1033	1153
其他	29	14	17	20
<b>非流动资产</b>	1874	1845	1952	2107
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	11	9	9	10
固定资产	1147	1301	1484	1716
无形资产	199	194	187	180
在建工程	55	44	36	31
其他	463	297	236	171
<b>资产总计</b>	6533	6762	7541	8396
<b>流动负债</b>	3148	3246	3582	3920
短期借款	207	207	188	201
应付款项	2141	2214	2515	2824
预收账款	0	0	0	0
其他	799	825	879	895
<b>非流动负债</b>	48	54	50	51
长期借款	0	0	0	0
其他	48	54	50	51
<b>负债合计</b>	3196	3301	3632	3971
少数股东权益	94	102	121	143
归属母公司股东权益	3243	3359	3787	4283
<b>负债和股东权益</b>	6533	6762	7541	8396

### 现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	466	619	603	940
净利润	215	209	532	602
折旧摊销	159	165	201	244
财务费用	7	(0)	(7)	(11)
投资损失	(31)	(30)	(30)	(30)
营运资金变动	577	(159)	(2)	161
其它	(461)	434	(91)	(25)
<b>投资活动现金流</b>	(466)	(246)	(292)	(473)
资本支出	(276)	(205)	(269)	(362)
长期投资	(3)	1	0	(1)
其他	(187)	(42)	(24)	(111)
<b>筹资活动现金流</b>	(62)	(86)	(97)	(60)
短期借款	57	0	(19)	13
长期借款	0	0	0	0
其他	(120)	(86)	(78)	(73)
<b>现金净增加额</b>	(62)	287	214	406

### 利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	5588	5898	6694	7578
营业成本	3310	3487	3922	4405
营业税金及附加	32	34	38	43
营业费用	1355	1522	1643	1879
管理费用	227	242	272	308
研发费用	244	271	295	341
财务费用	7	(0)	(7)	(11)
资产减值损失	284	206	27	30
公允价值变动损益	2	0	0	0
投资净收益	31	30	30	30
其他经营收益	65	75	75	75
<b>营业利润</b>	229	241	608	688
营业外收支	1	(4)	(4)	(4)
<b>利润总额</b>	231	237	604	684
所得税	16	28	73	82
<b>净利润</b>	215	209	532	602
少数股东损益	8	7	19	22
<b>归属母公司净利润</b>	207	201	513	580
EBITDA	387	397	794	911
EPS (最新摊薄)	0.24	0.24	0.60	0.68

### 主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>				
营业收入	28.15%	5.55%	13.49%	13.21%
营业利润	-50.35%	5.35%	151.96%	13.08%
归属母公司净利润	-49.17%	-2.85%	154.52%	13.17%
<b>获利能力</b>				
毛利率	40.77%	40.88%	41.40%	41.87%
净利率	3.85%	3.54%	7.94%	7.94%
ROE	6.31%	5.93%	13.91%	13.92%
ROIC	6.14%	5.73%	13.11%	13.09%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	48.92%	48.81%	48.17%	47.29%
净负债比率	6.57%	6.30%	5.21%	5.10%
流动比率	1.48	1.51	1.56	1.60
速动比率	1.19	1.25	1.27	1.31
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.90	0.89	0.94	0.95
应收账款周转率	5.92	5.39	6.02	5.74
应付账款周转率	4.66	4.07	4.25	4.26
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.24	0.24	0.60	0.68
每股经营现金	0.55	0.73	0.71	1.11
每股净资产	3.83	3.96	4.47	5.05
<b>估值比率</b>				
P/E	29.44	30.30	11.90	10.52
P/B	1.88	1.82	1.61	1.43
EV/EBITDA	9.49	10.38	4.99	3.89

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>