

# 增速领跑行业，关注23年业绩弹性

## 华帝股份(002035)

### 事件概述

公司发布2022年报及2023年一季报。2022A：实现营业收入58.19亿元（同比+4.13%），归母净利润1.43亿元（同比-30.98%），扣非后归母净利润0.89亿元（同比-52.06%）。23Q1：实现营业收入11.95亿元（同比+6.24%），归母净利润0.92亿元（同比+15.86%），扣非后归母净利润0.81亿元（同比+9.51%）。

### 分析判断

收入端：增速领跑行业。根据奥维数据，22年厨卫大家电零售额规模同比下滑9.6%，板块公司多承压，受益于产品结构升级，品牌、渠道等变革红利持续释放，公司实现稳健增长。分渠道看，22年线下（经销+下沉）/线上/工程/海外同比增速分别为+7.24%/-3.76%/+25.11%/-0.29%，我们判断22年线下渠道增速相对较高主要系新零售渠道高增。分品类看，传统品类烟机/灶具/热水器同比增速分别为+0.58%/-1.37%/+17.50%，热水器增速较高主要系公司对热水器品类加大投入，产品品质和颜值有提升；新兴品类洗碗机/集成灶/净水器同比分别+15.11%/+40.57%/+14.98%，我们预计集成灶23年仍将保持较高增速。

23Q1公司收入端延续较好增长，我们估计线下渠道个位数增长，电商仍维持双位数增长，工程和海外渠道有所承压。品类方面，1月公司发布新品类集成烹饪中心，将贡献收入增量。

业绩端：减值计提充分，23年轻装上阵，关注全年业绩弹性。毛利率方面，22年公司毛利率同比下滑1.26pct至39.52%，23Q1同比修复0.49pct至39.63%，考虑到原材料价格下行传导至报表端的时滞、公司推新卖贵见成效，我们判断23年毛利率有1-2pct修复空间。22年公司计提2.97亿元信用减值损失，主要为下游客户应收款项坏账准备，拖累全年归母净利润下滑30.98%，若剔除坏账影响，则为-6.03%。23Q1归母净利率同比修复0.64pct至7.71%，我们预计全年业绩端基数影响下将表现出较高弹性。

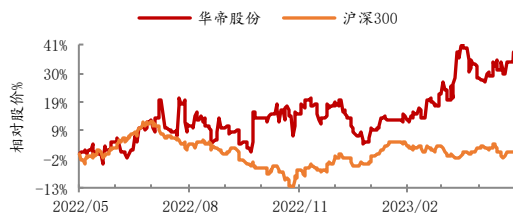
### 投资建议

公司为二线厨电龙头，内部治理理顺后，品类扩张、品牌升级、渠道扁平化等战略已经初获成效，展望23年，变革红利有望持续释放，公司轻装上阵，业绩端确定性较强。

我们预计23-25年公司收入分别为64.32/70.37/77.08亿元，同比分别增长10.54%/9.41%/9.54%。毛利率方面，考虑到高端

### 评级及分析师信息

|             |           |
|-------------|-----------|
| 评级：         | 增持        |
| 上次评级：       | 首次覆盖      |
| 目标价格：       |           |
| 最新收盘价：      | 7.3       |
| 股票代码：       | 002035    |
| 52周最高价/最低价： | 7.63/5.03 |
| 总市值(亿)      | 61.88     |
| 自由流通市值(亿)   | 56.98     |
| 自由流通股数(百万)  | 780.52    |



分析师：陈玉卢  
邮箱：chenyl@hx168.com.cn  
SAC NO：S1120522090001  
联系电话：

联系人：李琳  
邮箱：lilin1@hx168.com.cn  
SAC NO：  
联系电话：

战略推进、大宗价格回落，预计 23-25 年毛利率稳步提升。对应 23-25 年归母净利润分别为 5.50/6.30/7.14 亿元，同比分别增长 284.61%/14.56%/13.21%，相应 EPS 分别为 0.65/0.74/0.84 元，以 23 年 5 月 4 日收盘价 7.3 元计算，对应 PE 分别为 11.24/9.81/8.67 倍。可比公司 23 年平均 PE 为 18 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

### 风险提示

地产数据恢复不及预期；渠道改革不及预期；市场竞争加剧。

### 盈利预测与估值

| 财务摘要       | 2021A  | 2022A  | 2023E  | 2024E | 2025E |
|------------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)  | 5,588  | 5,819  | 6,432  | 7,037 | 7,708 |
| YoY (%)    | 28.1%  | 4.1%   | 10.5%  | 9.4%  | 9.5%  |
| 归母净利润(百万元) | 207    | 143    | 550    | 630   | 714   |
| YoY (%)    | -49.2% | -31.0% | 284.6% | 14.6% | 13.2% |
| 毛利率 (%)    | 40.8%  | 39.5%  | 40.5%  | 41.0% | 41.0% |
| 每股收益 (元)   | 0.24   | 0.17   | 0.65   | 0.74  | 0.84  |
| ROE        | 6.4%   | 4.3%   | 14.3%  | 14.1% | 13.7% |
| 市盈率        | 30.42  | 43.25  | 11.24  | 9.81  | 8.67  |

资料来源：wind，华西证券

## 正文目录

|              |   |
|--------------|---|
| 1. 事件概述..... | 4 |
| 2. 分析判断..... | 4 |
| 3. 投资建议..... | 4 |
| 4. 风险提示..... | 5 |

## 图表目录

|                   |   |
|-------------------|---|
| 图 1 可比公司估值表 ..... | 5 |
|-------------------|---|

## 1. 事件概述

公司发布 2022 年报及 2023 年一季报。2022A：实现营业收入 58.19 亿元（同比+4.13%），归母净利润 1.43 亿元（同比-30.98%），扣非后归母净利润 0.89 亿元（同比-52.06%）。23Q1：实现营业收入 11.95 亿元（同比+6.24%），归母净利润 0.92 亿元（同比+15.86%），扣非后归母净利润 0.81 亿元（同比+9.51%）。

## 2. 分析判断

收入端：增速领跑行业。根据奥维数据，22 年厨卫大家电零售额规模同比下滑 9.6%，板块公司多承压，受益于产品结构升级，品牌、渠道等变革红利持续释放，公司实现稳健增长。分渠道看，22 年线下（经销+下沉）/线上/工程/海外同比增速分别为+7.24%/-3.76%/+25.11%/-0.29%，我们判断 22 年线下渠道增速相对较高主要系新零售渠道高增。分品类看，传统品类烟机/灶具/热水器同比增速分别为+0.58%/-1.37%/+17.50%，热水器增速较高主要系公司对热水器品类加大投入，产品品质和颜值有提升；新兴品类洗碗机/集成灶/净水器同比分别+15.11%/+40.57%/+14.98%，我们预计集成灶 23 年仍将保持较高增速。

23Q1 公司收入端延续较好增长，我们估计线下渠道个位数增长，电商仍维持双位数增长，工程和海外渠道有所承压。品类方面，1 月公司发布新品类集成烹饪中心，将贡献收入增量。

业绩端：减值计提充分，23 年轻装上阵，关注全年业绩弹性。毛利率方面，22 年公司毛利率同比下滑 1.26pct 至 39.52%，23Q1 同比修复 0.49pct 至 39.63%，考虑到原材料价格下行传导至报表端的时滞、公司推新卖贵见成效，我们判断 23 年毛利率有 1-2pct 修复空间。22 年公司计提 2.97 亿元信用减值损失，主要为下游客户应收款项坏账准备，拖累全年归母净利润下滑 30.98%，若剔除坏账影响，则为-6.03%。23Q1 归母净利率同比修复 0.64pct 至 7.71%，我们预计全年业绩端基数影响下将表现出较高弹性。

## 3. 投资建议

公司为二线厨电龙头，内部治理理顺后，品类扩张、品牌升级、渠道扁平化等战略已经初获成效，展望 23 年，变革红利有望持续释放，公司轻装上阵，业绩端确定性较强。

我们预计 23-25 年公司收入分别为 64.32/70.37/77.08 亿元，同比分别增长 10.54%/9.41%/9.54%。毛利率方面，考虑到高端战略推进、大宗价格回落，预计 23-25 年毛利率稳步提升。对应 23-25 年归母净利润分别为 5.50/6.30/7.14 亿元，同比分别增长 284.61%/14.56%/13.21%，相应 EPS 分别为 0.65/0.74/0.84 元，以 23 年 5 月 4 日收盘价 7.3 元计算，对应 PE 分别为 11.24/9.81/8.67 倍。可比公司 23 年平均 PE 为 18 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

图 1 可比公司估值表

|  | 股票名称 | 股价(元) | EPS   |       |       | PE    |       |       |
|--|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|  |      |       | 2023E | 2024E | 2025E | 2023E | 2024E | 2025E |
|  | 老板电器 | 25.83 | 2.09  | 2.35  | 2.60  | 12.34 | 11.00 | 9.94  |
|  | 火星人  | 27.14 | 1.06  | 1.30  | 1.55  | 25.72 | 20.86 | 17.52 |
|  | 亿田智能 | 37.76 | 2.36  | 2.79  | 3.28  | 16.03 | 13.51 | 11.50 |
|  | 平均数  |       |       |       |       | 18.03 | 15.12 | 12.99 |
|  | 华帝股份 | 7.30  | 0.65  | 0.74  | 0.84  | 11.24 | 9.81  | 8.67  |

资料来源：wind(2023年5月4日收盘价，其中可比公司EPS预测为WIND一致预期)，华西证券

## 4. 风险提示

地产数据恢复不及预期；渠道改革不及预期；市场竞争加剧。

## 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)     |              |              |              |              |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                    | 2022A        | 2023E        | 2024E        | 2025E        |                 | 2022A        | 2023E        | 2024E        | 2025E        |
| 营业总收入              | 5,819        | 6,432        | 7,037        | 7,708        | 净利润             | 152          | 577          | 663          | 751          |
| YoY (%)            | 4.1%         | 10.5%        | 9.4%         | 9.5%         | 折旧和摊销           | 146          | 99           | 111          | 121          |
| 营业成本               | 3,519        | 3,826        | 4,151        | 4,547        | 营运资金变动          | -146         | -813         | 936          | -980         |
| 营业税金及附加            | 39           | 40           | 45           | 49           | 经营活动现金流         | 395          | -166         | 1,680        | -142         |
| 销售费用               | 1,417        | 1,560        | 1,709        | 1,872        | 资本开支            | -221         | -205         | -226         | -215         |
| 管理费用               | 253          | 269          | 297          | 326          | 投资              | 1            | 0            | 0            | 0            |
| 财务费用               | -10          | -19          | -13          | -38          | 投资活动现金流         | 326          | -168         | -187         | -173         |
| 研发费用               | 259          | 291          | 314          | 345          | 股权募资            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 资产减值损失             | -26          | 0            | 0            | 0            | 债务募资            | -9           | 5            | 3            | -1           |
| 投资收益               | 29           | 37           | 38           | 42           | 筹资活动现金流         | -51          | -3           | -5           | -10          |
| 营业利润               | 147          | 588          | 667          | 753          | 现金净流量           | 673          | -336         | 1,488        | -324         |
| 营业外收支              | -1           | 0            | 0            | 0            |                 |              |              |              |              |
| 利润总额               | 146          | 588          | 667          | 753          | <b>主要财务指标</b>   | <b>2022A</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> |
| 所得税                | -6           | 11           | 4            | 2            | <b>成长能力</b>     |              |              |              |              |
| 净利润                | 152          | 577          | 663          | 751          | 营业收入增长率         | 4.1%         | 10.5%        | 9.4%         | 9.5%         |
| 归属于母公司净利润          | 143          | 550          | 630          | 714          | 净利润增长率          | -31.0%       | 284.6%       | 14.6%        | 13.2%        |
| YoY (%)            | -31.0%       | 284.6%       | 14.6%        | 13.2%        | <b>盈利能力</b>     |              |              |              |              |
| 每股收益               | 0.17         | 0.65         | 0.74         | 0.84         | 毛利率             | 39.5%        | 40.5%        | 41.0%        | 41.0%        |
|                    |              |              |              |              | 净利率             | 2.5%         | 8.6%         | 9.0%         | 9.3%         |
|                    |              |              |              |              | 总资产收益率 ROA      | 2.1%         | 7.1%         | 7.5%         | 7.3%         |
| <b>资产负债表 (百万元)</b> | <b>2022A</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> | 净资产收益率 ROE      | 4.3%         | 14.3%        | 14.1%        | 13.7%        |
| 货币资金               | 1,632        | 1,296        | 2,784        | 2,460        | <b>偿债能力</b>     |              |              |              |              |
| 预付款项               | 31           | 29           | 33           | 36           | 流动比率            | 1.46         | 1.54         | 1.69         | 1.74         |
| 存货                 | 771          | 1,072        | 923          | 1,264        | 速动比率            | <b>1.21</b>  | <b>1.22</b>  | <b>1.42</b>  | <b>1.43</b>  |
| 其他流动资产             | 2,254        | 3,214        | 2,404        | 3,655        | 现金比率            | 0.51         | 0.35         | 0.77         | 0.58         |
| 流动资产合计             | 4,688        | 5,612        | 6,143        | 7,414        | 资产负债率           | 49.2%        | 48.5%        | 44.5%        | 44.6%        |
| 长期股权投资             | 3            | 3            | 3            | 3            | <b>经营效率</b>     |              |              |              |              |
| 固定资产               | 1,281        | 1,499        | 1,718        | 1,902        | 总资产周转率          | 0.88         | 0.89         | 0.87         | 0.85         |
| 无形资产               | 194          | 190          | 186          | 182          | <b>每股指标 (元)</b> |              |              |              |              |
| 非流动资产合计            | 2,012        | 2,117        | 2,231        | 2,326        | 每股收益            | 0.17         | 0.65         | 0.74         | 0.84         |
| 资产合计               | 6,699        | 7,729        | 8,374        | 9,740        | 每股净资产           | 3.89         | 4.54         | 5.29         | 6.13         |
| 短期借款               | 179          | 185          | 188          | 186          | 每股经营现金流         | 0.47         | -0.20        | 1.98         | -0.17        |
| 应付账款及票据            | 2,136        | 2,517        | 2,469        | 3,027        | 每股股利            | 0.10         | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| 其他流动负债             | 886          | 952          | 980          | 1,038        | <b>估值分析</b>     |              |              |              |              |
| 流动负债合计             | 3,201        | 3,654        | 3,636        | 4,251        | PE              | 43.25        | 11.24        | 9.81         | 8.67         |
| 长期借款               | 50           | 50           | 50           | 50           | PB              | 1.42         | 1.61         | 1.38         | 1.19         |
| 其他长期负债             | 44           | 44           | 44           | 44           |                 |              |              |              |              |
| 非流动负债合计            | 93           | 93           | 93           | 93           |                 |              |              |              |              |
| 负债合计               | 3,295        | 3,748        | 3,730        | 4,344        |                 |              |              |              |              |
| 股本                 | 848          | 848          | 848          | 848          |                 |              |              |              |              |
| 少数股东权益             | 104          | 130          | 162          | 200          |                 |              |              |              |              |
| 股东权益合计             | 3,405        | 3,981        | 4,644        | 5,395        |                 |              |              |              |              |
| 负债和股东权益合计          | 6,699        | 7,729        | 8,374        | 9,740        |                 |              |              |              |              |

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

陈玉卢：家电行业首席分析师，南开大学管理学学士和硕士，2022年8月加入华西证券，自2016年起有多年行业研究经验，复合背景，擅长自上而下进行宏观判断，自下而上挖掘投资价值，曾任职东北证券，担任家电首席分析师与银行首席分析师。

李琳：家电行业分析师，同济大学金融硕士，2022年12月加入华西证券，曾任职国金证券，担任家电行业研究员。

### 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。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

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。