



电商下沉带来增量，公司增添工程和新零售双引擎

2019.12.24

王亮(分析师)

电话：020-37392941

邮箱：wangl_a@gzgzhs.com.cn

执业编号：A1310514080002

事件：

(1) 根据中怡康数据，截至今年11月，油烟机零售量1584万台，零售额358亿元，同比增速分别为-0.8%、-3.5%。(2) 根据奥维云网数据，2018年我国精装房规模253万套，同比增长60%，精装房渗透率27.5%；预计2019年精装房规模336万套，精装房渗透率将达32%。(3) 截至2019H1，苏宁易购云零售直营店及加盟店面数合计5108家(4439家，2018)，京东家电专卖店面数1.2万家(1万家，2018)。(4) 根据国家统计局数据，2018年城镇居民每百户烟机拥有量79.1台，农村居民每百户烟机拥有量26台，较上一年增加5.4台和5.6台，增加量为近五年之最。

● **电商下沉拉动农村和城镇存量房烟机需求，新房领域前装集采大幅度挤占后装零售。**(1) 油烟机的零售量来自新房需求、二手房需求、农村需求以及存量房需求四个方面。2018年行业零售量大幅下滑，源于新房、二手房和存量房需求的明显下滑。相反，农村需求在2018年大幅提升。(2) 和空调零售情况相同，2018年城镇和农村每百户拥有量的快速增加与2017年开始的电商下沉加快有极大关系。由于前装集采(工程渠道)大幅挤占了后装零售，城镇每百户的增加并未体现出零售的好转。新房引致需求中，我们估算2017、2018年新房引致零售需求分别为622万台、416万台，前装集采对后装零售的比例分别为26:100、61:100。我们预计，2019-2021年该比例分别为95:100、154:100、178:100。(3) 电商下沉预计还将要加快，并伴随着店效的逐步提升，城镇存量房引致烟机需求将有明显增长。(4) 我们预计，2019-2021年行业烟机零售量分别为1687万台、1664万台、1758万台，增速分别为-2.0%、-1.4%、5.7%。

● **工程领域：公司大力发展代理商模式，厨电和家居协同。**(1) 公司从2016年加大了房地产工程渠道的力度。2018年公司积极开拓工程渠道代理商，共签约代理商9家；新增融创地产、中国铁建、奥园集团、山湖海集团等14家战略采购客户，累计达41家。(2) 我们估算，2018年公司工程领域烟机销量份额约占5%左右，对应14万台。今年预计占比接近6%，预计2020-2021年分别为8%和10%，对应的烟机量分别为30万台和42万台，增速分别为58%和39%。(3) 公司工程渠道，除了厨电还有家具业务，目前主要是橱柜产品。2018年公司全资子公司华帝智能家居从橱柜业务扩展至全屋定制业务，正式推出“华帝家居”品牌。华帝家居品牌一级经销商154个。(4) 我们预计，2019-2021年公司整体工程收入(厨电+家具)分别为4.4亿元、6.3亿元和8.9亿元，增速分别为0%、44%和40%，公司总收入占比分别为7.3%、9.7%和11.9%，成为公司未来增长的主要引擎之一。

强烈推荐（维持）

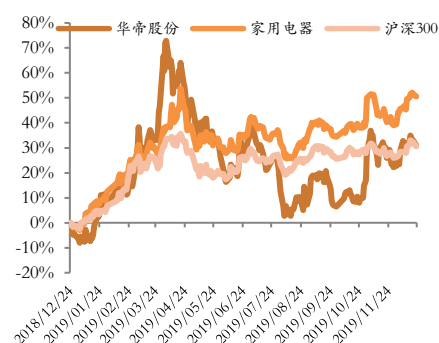
现价：12.12

目标价：14.76

股价空间：21.78%

家用电器行业

行业指数走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
沪深300	3.04	1.96	3.47
家用电器	7.24	9.55	12.14
华帝股份	4.03	13.91	1.08

基本资料

总市值(亿元)	106
总股本(万股)	87,264
流通股比例	89.85%
资产负债率	50.7%
第一大股东	石河子奋进股权 投资普通合伙企 业
大股东持股比例	13.7%

相关报告

广证恒生-家电行业-2019年度中期策略报告-小电和集成灶行情将继续，冰、洗机会显现-2019.06.30

广证恒生-华帝股份(002035)-公司深度-受益三大因素公司烟灶仍有增长空间，燃热“接力棒”效应凸显-2018.11.16



● **零售领域：公司积极拥抱新零售。**（1）公司线下经销商渠道，除了自有线下渠道、KA 渠道，2019 年还新增了新零售渠道。2018 年公司线下渠道 34.2 亿元，我们估算其中华帝线下渠道 29.8 亿元。华帝线下渠道中，KA 约 11 亿元，占线下渠道收入的 37%左右，占总收入的 18%；华帝自有线下渠道 15.4 亿元，占线下渠道收入的 63%左右，占总收入的 31%。（2）2019 年上半年，公司积极拥抱京东、天猫、苏宁等大型电商平台所主导的新零售模式。目前，公司已进驻京东专卖店新零售渠道。我们假定公司京东线下店入驻率 25%，单店收入参照华帝原有线下渠道乡镇网点收入的 1/4 到 1/3 估算，大概 4-5 万元。我们预计今年公司新零售收入大概不到 1.5 亿元。随着京东线下店的快速扩张、公司入驻率的提升，以及店效的提升，我们预计公司明、后年的收入分别为 2.9 亿元、5.8 亿元，增速均翻倍，成为公司未来增长的第二个引擎。（3）综合华帝线下三个渠道，我们预计，2019-2021 年华帝线下渠道收入分别为 26.9 亿元、28 亿元和 31.9 亿元，增速分别为-9.6%、3.8%和 14.1%。

● **期待百得品牌在电商下沉中放量。**（1）百得是华帝全资子公司，是华帝三大品牌之一。2018 年，百得提出“全球专业厨卫”的全新品牌战略方向，建立全新 SI 终端形象，整体收入 14.1 亿元，增速 13.3%。我们分拆估算，百得自有品牌线下渠道约为 4-4.5 亿元，电商渠道不到 1 亿元，海外收入约 5 亿元左右，OEM 约有 3.5-4 亿元。（2）百得品牌一直具有渠道、产品和价格优势，伴随未来几年电商下沉，百得线下渠道有放量的可能。我们按百得线下渠道未来三年收入增速分别为-8%、0.2%和 6.7%的保守预计，2019-2021 年百得整体收入分别为 14.1 亿元、15.1 亿元和 16.5 亿元，增速分别为 0.1%、6.7%和 9.1%。

● **盈利预测与估值。**（1）我们预计，2019-2021 年公司整体收入分别为 60.6 亿元、65.8 亿元和 75.0 亿元，增速分别为-0.5%、8.5%和 14%，明年将有较大反转；净利润分别为 7.6 亿元、8.3 亿元、9.6 亿元，增速分别为 12%、10.1%、15.1%；EPS 分别为 0.87 元、0.96 元和 1.10 元。（3）作为厨电中高端品牌之一，公司保持均价稳定；制造端提效方面公司仍有一定空间，预计毛利率持续提升。公司两大增长引擎——工程渠道和新零售渠道将给公司带来明显增长。以 2019 年净利润为基准，未来两年复合增速 12.6%。我们按 2019 年预计 EPS 的 17 倍估算，合理股价为 14.76 元，较 20191223 收盘价 12.12 元有 21.8%的空间，维持“强烈推荐”评级。

● **风险提示。**（1）公司线下渠道虽有新零售的增长，但中低价格段的品牌很多，竞争比较激烈。此外，京东线下店的发展和店长上样比例，也会给公司新零售带来一定的不确定性。（2）公司工程领域有较好的产品和品牌基础，拥有厨电+家居协同优势，但工程领域 TOP3 的集中度较高，公司份额提升有一定的不确定性。（3）低线城市的消费受居民收入影响较大，如果国内宏观经济不景气将会明显降低烟灶和新兴嵌入式厨电的消费需求，而且会挤占一部分高端需求。

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	6095.05	6064.57	6579.53	7500.84
增长率(%)	6.36%	-0.50%	8.49%	14.00%
归属母公司股东净利润	676.94	757.81	834.43	960.64
增长率(%)	32.83%	11.95%	10.11%	15.13%
每股收益 EPS(元)	0.78	0.87	0.96	1.10
销售毛利率	47.34%	48.50%	48.80%	49.00%
销售净利率	11.38%	12.80%	13.00%	13.12%
净资产收益率(ROE)	26.13%	24.77%	23.34%	23.03%
投入资本回报率(ROIC)	30.36%	46.81%	49.05%	37.00%
市盈率(P/E)	15.62	13.96	12.68	11.01

资料来源：公司年报，广证恒生测算

目录

目录.....	3
图表目录.....	4
1. 电商下沉带来增量，新房领域前装集采挤占后装零售	5
1.1 电商下沉拉动农村和城镇存量房烟机需求，前装集采挤占后装零售	6
1.2 电商下沉带来的增量主要来自中低价格段.....	7
2. 工程领域：公司大力发展代理商模式，厨电和家居协同.....	9
2.1 工程领域持续高速增长.....	9
2.2 公司大力发展代理商模式，厨电和家居协同	10
3. 零售领域：公司积极拥抱新零售	10
3.1 公司积极拥抱新零售	10
3.2 期待百得品牌在电商下沉中放量	13
4. 公司盈利预测与估值.....	13
4.1 预计公司总收入明年有较大反转	13
4.2 盈利预测与估值.....	14



图表目录

图表 1.	今年以来烟机行业零售量增速持续回暖.....	5
图表 2.	今年以来烟机行业零售额增速持续回暖.....	5
图表 3.	烟机行业内销量持续负增长	5
图表 4.	烟机行业外销带动总产销回暖	5
图表 5.	烟机行业零售量增速线上大于线下.....	6
图表 6.	烟机行业零售量线上占比持续提升.....	6
图表 7.	烟机行业零售均价略有下降	7
图表 8.	今年上半年（线下）3000-元（三段）市场份额急剧上升	7
图表 9.	今年上半年（线上）1000-元市场份额急剧上升	7
图表 10.	京东商城烟机排序前 24 个品牌	8
图表 11.	均价前三的品牌价格（线下）略降.....	8
图表 12.	中等价位品牌均价（线下）增减不一.....	8
图表 13.	方太、老板均价与市场份额明显负相关.....	8
图表 14.	中低价位（法迪欧）均价与市场份额明显负相关.....	8
图表 15.	TOP4 品牌烟机线上零售额占比下降.....	9
图表 16.	油烟机线上中低价格品牌数量和机型数量均逐年上升.....	9
图表 17.	2019H1 各级别城市各价格段零售量同比增速.....	9
图表 18.	公司工程渠道（含厨电、橱柜和家居）进展成果.....	10
图表 19.	公司主要四类渠道增速中工程渠道最快.....	11
图表 20.	2018 年公司线下渠道（经销商）34.2 亿元，占比 56%.....	11
图表 21.	均价前三品牌（线下，主要 KA）价格略降.....	11
图表 22.	均价前三品牌（线下，主要 KA）市场份额	11
图表 23.	华帝线下自有渠道非常完善	12
图表 24.	公司新零售渠道收入假设和预测	12
图表 25.	百得线下自有渠道数量持续增长	13
图表 26.	今年上半年百得收入下滑 7.6%.....	13
图表 27.	公司总收入测算表	13
图表 28.	公司重要财务指标预测	14

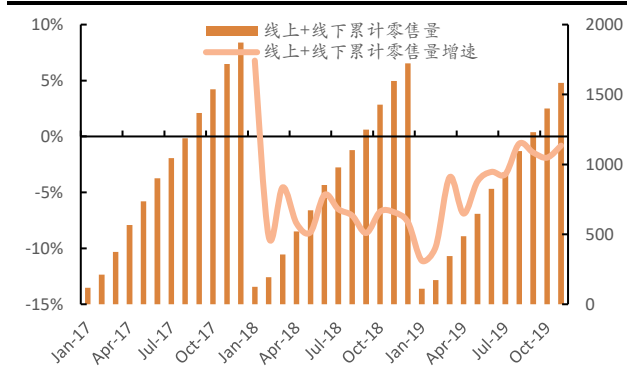


1. 电商下沉带来增量，新房领域前装集采挤占后装零售

根据中怡康数据,2018 年我国油烟机零售量 1722 万台,零售额 399 亿元,同比增速分别为-8%和-7.9%。截至今年 11 月,油烟机零售量 1584 万台,零售额 358 亿元,同比增速分别为-0.8%、-3.5%,量、额下滑持续收窄。根据产业在线数据,截至今年 10 月,我国油烟机内销量累计 1437 万台,同比下降 3.3%;出口量累计 882 万台,同比增长 12.7%。内销自 2018 年以来持续负增长,外销拉动总销量和总产量回暖。

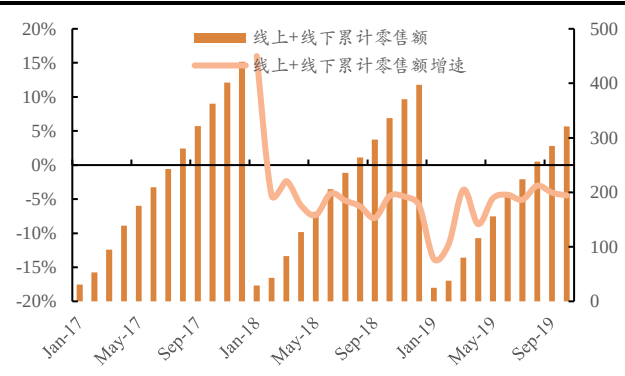
根据国家统计局数据,2018 年城镇居民每百户烟机拥有量 79.1 台,农村居民每百户烟机拥有量 26 台,较上一年增加 5.4 台和 5.6 台,增加量为近五年之最。和空调零售情况相同,2018 年城镇和农村每百户拥有量的快速增加与 2017 年开始电商下沉加快有极大关系。由于前装集采(油烟机的工程渠道)大幅度挤占了后装零售,城镇每百户的增加并未体现出零售的好转。农村每百户的增加直接反映了农村烟机需求的增加,主要源自电商下沉。

图表1. 今年以来烟机行业零售量增速持续回暖



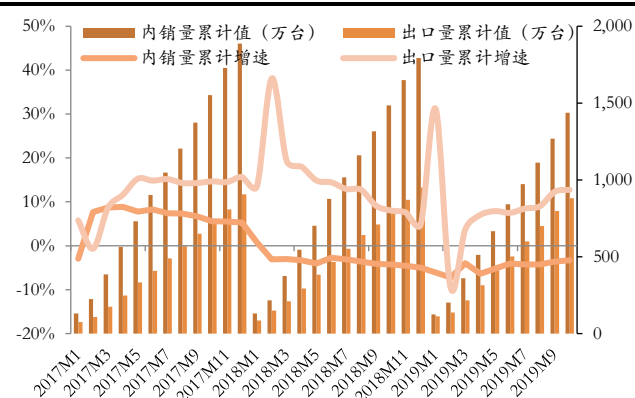
资料来源:公司公告,广证恒生整理

图表2. 今年以来烟机行业零售额增速持续回暖



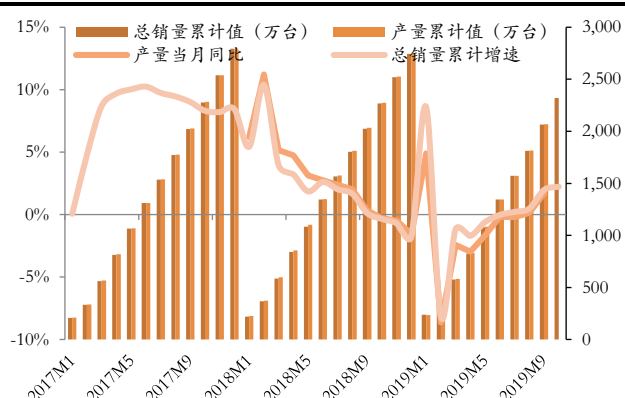
资料来源:公司公告,广证恒生整理

图表3. 烟机行业内销量持续负增长



资料来源:公司公告,广证恒生整理

图表4. 烟机行业外销带动总产销回暖



资料来源:公司公告,广证恒生整理

自 2016 年马云提出“新零售”以来,苏宁、天猫、京东等电商平台加大了下沉市场的开店速度。2017 年京东在乡镇市场发力,当年京东家电专卖店数量突增至 8000 家,远超苏宁 2000 多家线下门店。截至 2019 年上半年,苏宁在乡镇市场的苏宁零售云加盟店和苏宁易购直营店共计达到 5000 多家,京东家电专卖店数量达到 1.2 万家。京东预计要在三年内实现“一镇一店”即 4 万多家乡镇京东家电专卖店,现有门店仅达到三分之一。苏宁计划 2019 年内投入 10 亿,在全国新开店增至 7000 家。我们认为,电商下沉预计还将要加快,并伴随着店效的逐步提升。



1.1 电商下沉拉动农村和城镇存量房烟机需求，前装集采挤占后装零售

根据我们估算，油烟机的零售量来自新房需求、二手房需求、农村需求以及存量房需求四个方面。2018 年行业零售量大幅下滑，源于新房、二手房和存量房需求的明显下滑。相反，农村需求在 2018 年大幅提升。

住宅竣工套数持续下滑，以及工程机对零售量的挤占，新房带来的烟机需求约有 30% 的下滑。由于商品房成交量下滑明显，对应的二手房的成交量也下滑，二手房带来的研究需求约有 18% 的下滑。存量房烟机需求每年约有 0.5-2% 之间的占比（即每百户每年约有 0.5-2% 的家庭有烟机购买的行为）。2018 年占比约 0.5%，较大幅度拉低了零售需求。

一、农村烟机需求

电商下沉引致农村烟机需求仍将维持。我们预计 2019-2021 年农村烟机每百户拥有量分别为 30.5 台、35 台、39.5 台，农村新增烟机需求分别为 842 万台、874 万台、905 万台，增速分别为 1.4%、3.7% 和 3.6%。

二、城镇新房引致需求

城镇新房装修引致烟机需求与新房竣工、新房待售和工程机挤占有关。由于工程机比例越来越大，新房烟机购买从后装零售交由开发商的前装集采。我们估算 2017、2018 年，新房零售需求分别为 622 万台、416 万台，前装集采对后装零售的比例分别为 26:100、61:100，这是今年零售下滑的主要原因之一。我们预计，2019-2021 年后装零售的量分别为 354 万台、245 万台和 235 万台，前装集采对后装零售的比例分别为：95:100、154:100、178:100。

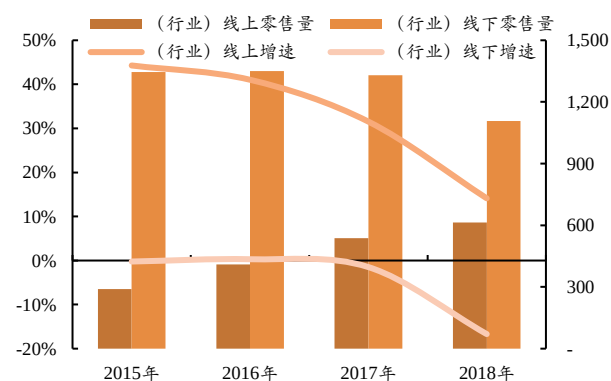
三、二手房引致需求

二手房成交和装修引致烟机需求，与商品房销售、二手房成交占比相关。我们估算 2017、2018 年，二手房占新房销售比例约为 26-29%，预计外来二手房占比有小幅提升，2019-2021 年二手房引致烟机需求分别为 317 万台、337 万台和 366 万台，增速分别为 -3.9%、6.2% 和 8.8%。

四、城镇存量房引致需求

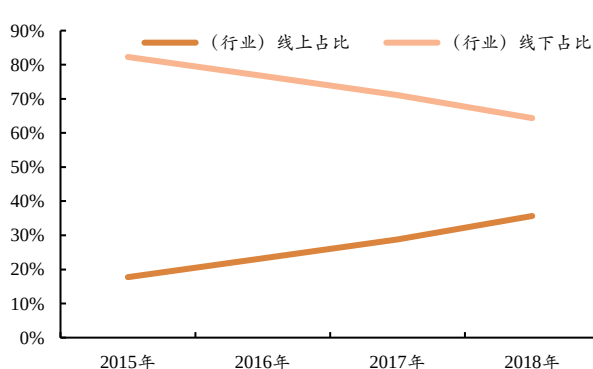
城镇存量房烟机需求夹杂着替换需求和烟机替代排风扇等购买行为，取决于家庭装修、烟机使用寿命，以及产品迭代等因素。当前，电商下沉带来了更多高性价比的产品，为存量房烟机需求带来了较大的空间。我们预计，存量房烟机购买行为占比将持续增加，2019-2021 年后存量房需求量分别为 174 万台、236 万台和 298 万台，增速分别为 20.1%、35.5% 和 26.6%。

图表5. 烟机行业零售量增速线上大于线下



资料来源：中怡康，广证恒生整理

图表6. 烟机行业零售量线上占比持续提升



资料来源：中怡康，广证恒生整理

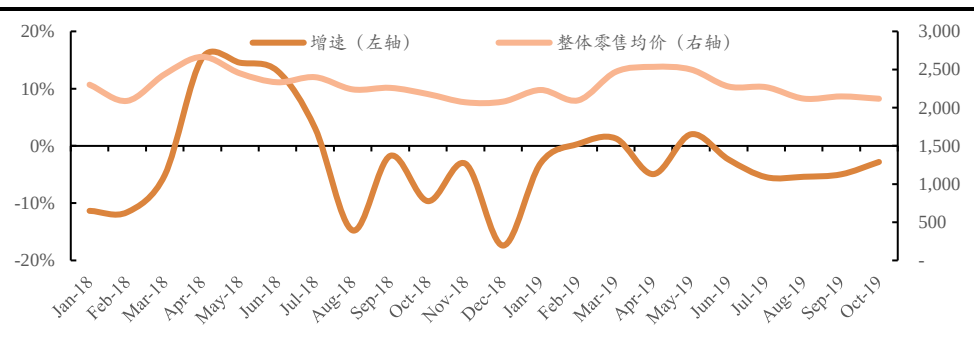
基于以上四类因素的分析，我们预计，2019-2021 年行业烟机零售量分别为 1687 万台、1664 万台、1758 万台，增速分别为-2.0%、-1.4%、5.7%。

根据中怡康数据和我们的测算，2018 年线上零售量约 610 万台，增速 14.1%，占比 35.7%；线下零售量约 1100 万台，增速-16.7%，占比 64.3%。电商下沉（新零售）若计入线上，则线上占比和增速将继续增长。我们预计，2019-2021 年烟机行业零售量线上增速 5.5%、6%和 6%，线下增速分别为-6.2%、-3.4%和 7.2%，线上占比分别为 38.4%、40.6%和 40.3%。

1.2 电商下沉带来的增量主要来自中低价格段

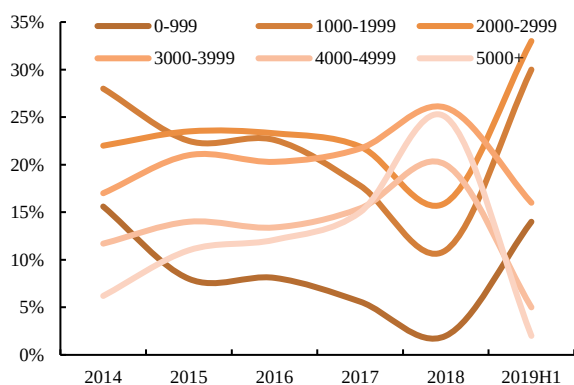
根据中怡康数据，2019 年前 10 月烟机行业零售均价下降 2.8%，比去年同期下降幅度拉大。根据奥维云网数据，今年上半年烟机线上和线下零售 0.5-1k 的占比增加明显，线上和线下 2.5-3k 的占比下降明显，电商下沉引起的增量主要来自中低价格段。我们认为，未来几年中低价格段中性价比高、宣传力度大的品牌将受益。

图表7. 烟机行业零售均价略有下降



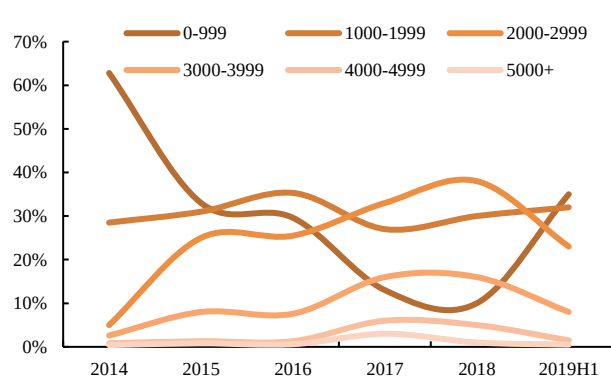
资料来源：中怡康，广证恒生整理

图表8. 今年上半年（线下）3000-元（三段）市场份额急剧上升



资料来源：奥维云网，广证恒生整理

图表9. 今年上半年（线上）1000-元市场份额急剧上升



资料来源：奥维云网，广证恒生整理

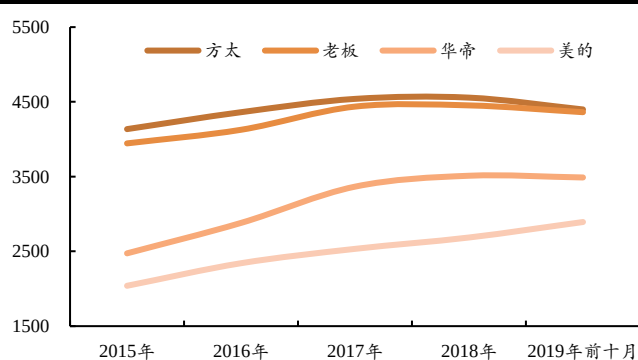
当前市场有 400-500 个品牌在售。根据京东线上前 30 品牌，我们发现中低价位段的很多品牌，产品差异不大，选择的随机性较强。若要增加份额进而在电商下沉中受益，品牌力、价格策略和渠道力（线下）是主要方向。

图表10. 京东商城烟机排序前 24 个品牌

ROBAM老板	FOTILE方太	Midea	vatti 華帝	Haier	万家乐
SAICON帅康	SUPOR 苏泊尔	Vanward 万和	SAKURA 樱花	云米	SIEMENS
BEST 百得	SETIR 森太	INSE 樱雪	Canbo 康宝	DE&E 德意	KONKA 康佳
真情好太太	CHIGO 志高	JOUE 尊威	巧太太	Rinnai 林内	TCL

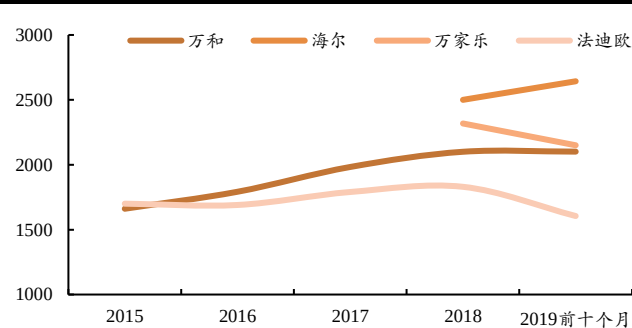
资料来源：京东商城，广证恒生整理

图表11. 均价前三的品牌价格（线下）略降



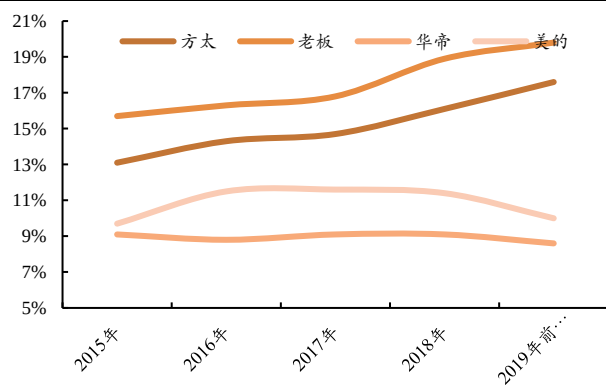
资料来源：中怡康，广证恒生整理

图表12. 中等价位品牌均价（线下）增减不一



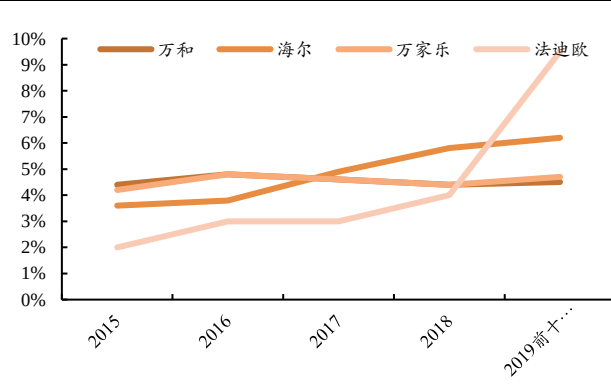
资料来源：中怡康，奥维云网，广证恒生整理

图表13. 方太、老板均价与市场份额明显负相关



资料来源：中怡康，广证恒生整理

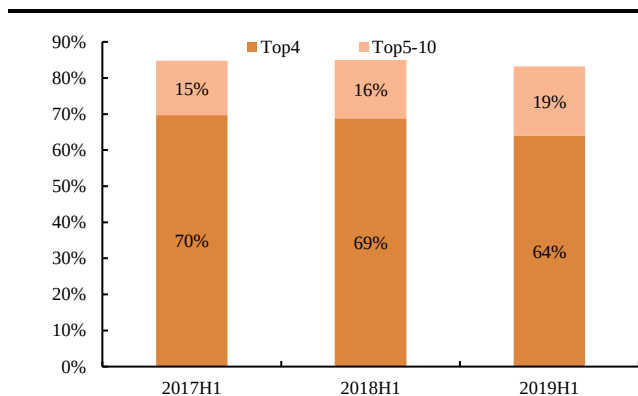
图表14. 中低价位（法迪欧）均价与市场份额明显负相关



资料来源：中怡康，奥维云网，广证恒生整理

根据奥维云网数据,线上油烟机市场TOP4品牌份额从2018年上半年68.8%下滑到2019年同期的64%, TOP6-10品牌零售额份额由2018年上半年16.2%上升到2019年同期的19.2%。在线上市场,头部品牌份额遭到进一步稀释,中低端品牌数量以及机型上升。

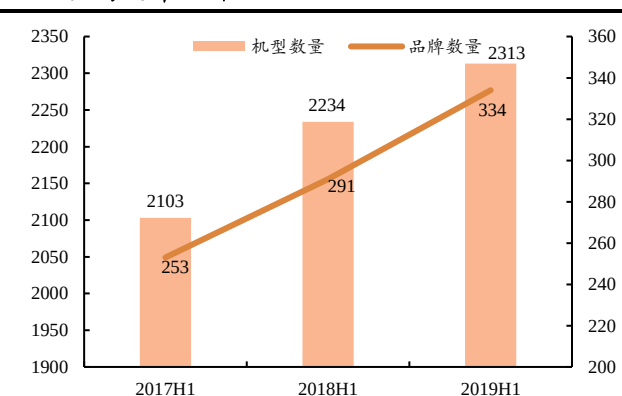
图表15. TOP4 品牌烟机线上零售额占比下降



资料来源：奥维云网，广证恒生整理

注：中低端定义为 0-2999 价格段产品

图表16. 油烟机线上中低价格品牌数量和机型数量均逐年上升



资料来源：奥维云网，广证恒生整理

根据奥维云网数据，今年上半年 1k- 在低线城市和农村市场增长明显，3k+（四个价格段）在中、高线城市的份额整体上减少。

图表17. 2019H1 各级别城市各价格段零售量同比增速

	T1	T2	T3	农村
0-999	0.6%	0.6%	2.8%	4.5%
1000-1999	2.3%	2.1%	2.4%	2.3%
2000-2999	0.3%	2.4%	0.7%	1.3%
3000-3999	-2.8%	-2.1%	-1.9%	-2.6%
4000-4999	2.1%	-0.6%	-1.5%	-2.2%
5000-5999	-3.1%	-2.4%	-2.6%	-2.2%
6000-6999	1.0%	0.0%	0.1%	-0.5%

资料来源：奥维云网，广证恒生整理

2. 工程领域：公司大力发展代理商模式，厨电和家居协同

2.1 工程领域持续高速增长

自 2016 年起，我国各地大力推进精装房普及，精装房渗透率不断上升。根据 2017 年住建部发布的《建筑业发展“十三五”规划》，到 2020 年国内新开工精装修住宅配比（精装房渗透率）要达到 30%。根据奥维云网数据，2017-2018 年精装房渗透率分别 18.0%、27.5%，精装房规模达到 160 万套、253 万套，同比增长 25%、60%。2019 年 1-7 月精装房规模 148.3 万套，同比增长 14.1%。我们估算，2019 年精装房渗透率将达到 31.8%，有望提前完成 2020 年精装房渗透率的目标，预计精装房规模达 336 万套，同比增长 32.8%。

我们预计，2020-2021 年精装房渗透率达到 36%、40%，精装房套数达到 376 万套、418 万套，同比增长 12%、11%。

我国精装房烟机配套率接近 100%，精装房套数的增加引致烟机（以二件套为主）工程量的上升。我们估算，2019 年烟机工程量约为 336 万台，预计 2020-2021 年烟机行业工程量分别为 376 万台、418 万台，增速和精装房套数同。



2.2 公司大力发展代理商模式，厨电和家居协同

烟机厂商工程渠道的合作伙伴主要是地产龙头企业，由于地产龙头议价能力高，烟机厂家工程渠道的毛利率较零售渠道低，账期较长。工程渠道对烟机厂商和经销商的品牌力、资金量、供货量的要求较高。公司从2016年加大了房地产工程渠道的力度。

图表18. 公司工程渠道（含厨电、橱柜和家居）进展成果

时间	组织架构	主要成果	工程渠道收入（包含厨电、橱柜和家居）
2016年	大力发展工程渠道等新兴渠道。	成功续约恒大地产、中海地产等重点客户。新签保利地产等重点客户，参与绿地集团、融创地产等开发商的投标且进展良好。	2.4亿元
2017年	设立了专门的运营团队与恒大、中海、龙光等保持战略合作。	新签约光大地产、红星美凯龙等地产战略客户8家。目前国内十强地产战略客户已合作7家。	2.8亿元
2018年	公司积极开拓工程渠道代理商，2018年共签约代理商9家。	公司新增融创地产、中国铁建、奥园集团、山湖海集团等14家战略采购客户，已合作战略采购客户累计达41家。 公司荣获“2018中国房地产开发企业500强首选供应商·厨房电器类”及“2018中国房地产供应链上市公司盈利能力5强”奖项。	4.4亿元

资料来源：公司年报，广证恒生整理

我们估算，2018年公司工程领域烟机销量份额约占5%左右，对应14万台。今年预计占比接近6%，对应约19万台。我们认为，公司烟机工程市场份额将会有较明显的提升，预计2020-2021年分别为8%和10%，对应的烟机量分别为30万台和42万台，增速分别为58%和39%（三件套的测算以烟机为基准）。

我们按照公司烟机的整体出厂均价1000元左右计算，预计公司2019-2021年公司烟机工程渠道收入分别为2.0亿元、3.2亿元、4.4亿元；三件套收入分别为3.2亿元、5.1亿元和7.4亿元，增速分别为-13.8%、58%、46%。

公司工程渠道，除了厨电，还有家具业务，目前主要是橱柜产品。2018年，公司全资子公司华帝智慧家居从橱柜业务扩展至全屋定制业务，正式推出“华帝家居”品牌。华帝家居品牌一级经销商154个。2018年，公司橱柜收入3.6亿元，同比增长61%。

2019年上半年，华帝家居完成产品开发体系的构建。通过媒体广告、展厅、建博会、招商会等多种形式，完成签约客户65家、新受理门店31家，重装及新建门店29家。今年上半年，定制家居收入0.9亿元，同比下滑23%。

我们预计，2019-2021年公司整体工程收入（厨电+家具）分别为4.4亿元、6.3亿元和8.9亿元，增速分别为0%、44%和40%，公司总收入占比分别为7.3%、9.7%和11.9%，成为公司未来增长的主要引擎之一。

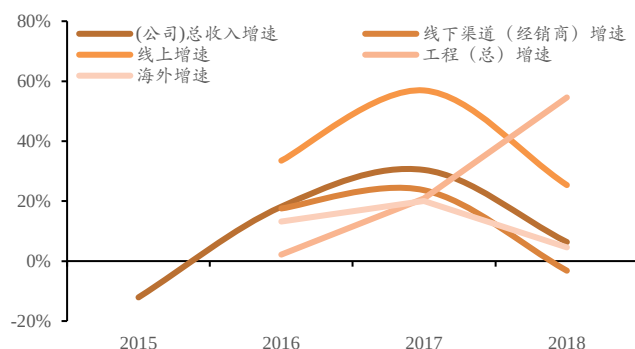
3. 零售领域：公司积极拥抱新零售

3.1 公司积极拥抱新零售

面对电商下沉对传统线下渠道形成的正面冲击，跟随新零售下沉低线市场，同时对原有渠道提效，是比较稳妥的做法。2019年上半年，公司积极拥抱京东、天猫、苏宁等大型电商平台所主导的新零售模式。公司线下经销商渠道，除了自有线下渠道、KA渠道，2019年还新增了新零售渠道。

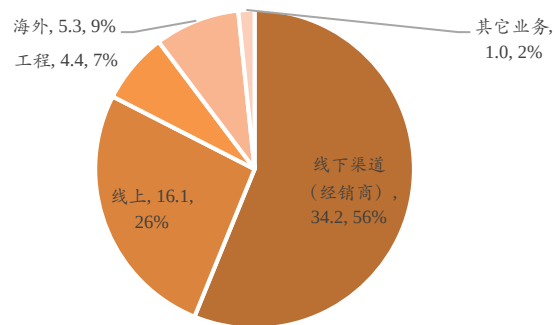
2018 年公司线下渠道 34.2 亿元，我们估算其中华帝线下渠道 29.8 亿元。华帝线下渠道中，KA 约 11 亿元，占线下渠道收入的 37% 左右，占总收入的 18%；华帝自有线下渠道 15.4 亿元，线下渠道收入的 63% 左右，占总收入的 31%。

图表19. 公司主要四类渠道增速中工程渠道最快



资料来源：公司年报，广证恒生整理

图表20. 2018 年公司线下渠道（经销商）34.2 亿元，占比 56%



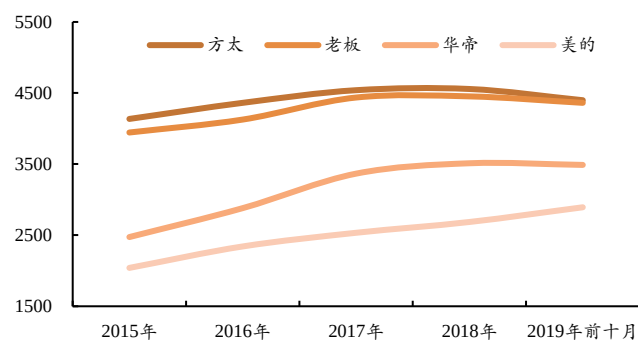
资料来源：公司年报，广证恒生整理

一、华帝 KA 渠道

烟机行业价位前三的品牌——方太、老板和华帝，由于价格一直处于高位，并没有对中低价位段形成挤占，因此中高端以上的市场份额比较稳固，且中高端的市场集中度还会继续提升。电商下沉中，中低价位烟机更具吸引力，从整体来看对华帝品牌的市场份额有一定的稀释作用。

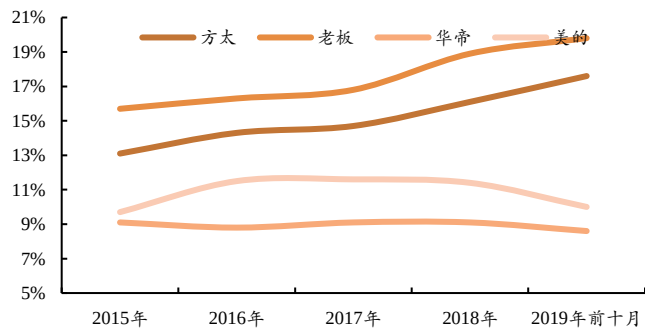
根据中怡康数据，截止今年前 11 个月，华帝线下（主要是 KA）零售量市场份额为 8.5%。我们预计，2019-2021 年华帝品牌烟机零售量 KA 份额分别为 8.5%、8.4%和 8.4%，零售量分别为 88 万台、84 万台和 90 万台，增速分别为-7.3%、-4.8%和 7.2%。假定零售均价和出厂均价变动不大，我们预计华帝线下 KA 收入分别为 10.1 亿元、9.6 亿元和 10.3 亿元，增速同零售量增速。

图表21. 均价前三品牌（线下，主要 KA）价格略降



资料来源：中怡康，广证恒生整理

图表22. 均价前三品牌（线下，主要 KA）市场份额

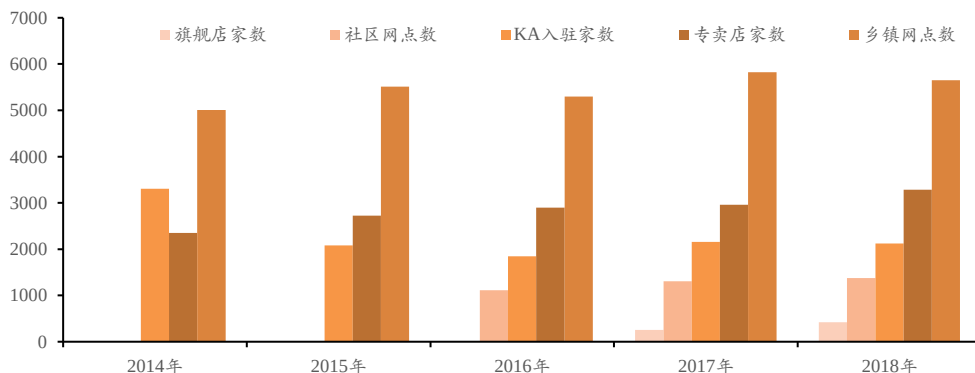


资料来源：中怡康，广证恒生整理

二、华帝专卖店渠道

2018 年，华帝品牌自有渠道：旗舰店 420 家（+164 家）、专卖店 3283 家（+322 家）、乡镇网点 5653 个（-170 个）、社区网点 1374 个（+67 个），华帝线下自有渠道非常完善。

2018 年受厨电行业整体下滑影响，我们估算华帝专卖店渠道下滑 8.6%。2019 年新零售对线下实体店的冲击加大，我们预计华帝线下自有渠道进一步下滑，预计 2020、2021 年将维持零增长。

图表23. 华帝线下自有渠道非常完善


资料来源：公司年报，广证恒生整理

三、华帝新零售渠道

目前，公司已进驻京东专卖店新零售渠道，优先利用新通路占据市场份额，并有步骤地跟随新零售渠道发展扩大四五级市场的覆盖密度。

我们假定公司京东线下店入驻率 25%，单店收入我们参照华帝原有线下渠道乡镇网点收入的 1/4 到 1/3 估算，大概 4.5 万元。我们预计今年公司新零售收入大概不到 1.5 亿元。随着京东线下店的快速扩张，公司入驻率的提升以及店效的提升，我们预计明后年的收入分别为 2.9 亿元、5.8 亿元，增速均翻倍，成为公司未来增长的第二个引擎。

图表24. 公司新零售渠道收入假设和预测

	2019E	2020E	2021E
京东线下店数量	12,000	18,000	27,000
(假定) 增速	——	50%	50%
华帝入驻数量	3,000	5,400	9,450
华帝入驻率	25%	30%	35%
单店收入 (万元)	4.7	5.4	6.2
增速	——	15%	15%
新零售收入合计 (亿元)	1.4	2.9	5.8

资料来源：广证恒生估算、预计

综合华帝线下三个渠道，我们预计，2019-2021 年华帝线下渠道收入分别为 26.9 亿元、28 亿元和 31.9 亿元，增速分别为-9.6%、3.8%和 14.1%。

四、华帝线上渠道

2018 年，公司线上整体收入 16.1 亿元，增速 25.4%，占公司总收入的 26%。其中，华帝线上收入约 15.4 亿元，百得线上收入约 0.7 亿元。根据中怡康数据，2018 年公司烟机线上零售量份额 8.6%，零售量 53 万台。我们考虑到电商下沉对高端品牌份额的稀释作用，我们预计华帝品牌线上份额略有下降。预计 2019-2021 年，公司线上零售量分别为 54、55、55 万台，华帝烟机线上收入分别为 4.6 亿元、4.7 亿元和 4.7 亿元。

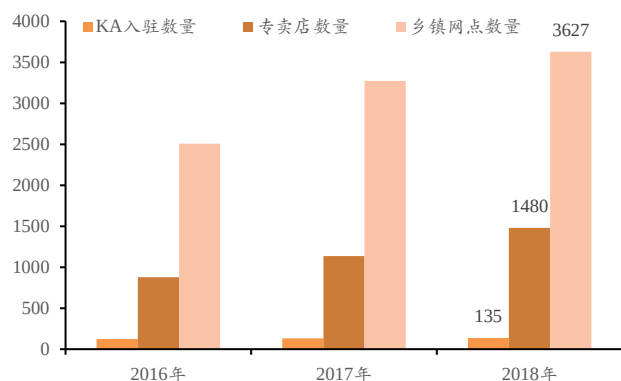
综合华帝线上灶、消、热和嵌入式新兴厨电，我们预计 2019-2021 年，华帝线上整体收入分别为 17.3 亿元、18.7 亿元和 20 亿元，增速分别为 12.8%、7.6%和 7.3%。



3.2 期待百得品牌在电商下沉中放量

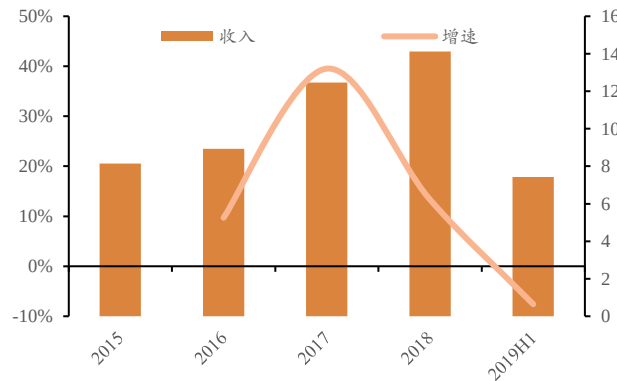
百得是华帝全资子公司，是华帝三大品牌之一。2018年，百得提出“全球专业厨卫”的全新品牌战略方向，建立全新SI终端形象，整体收入14.1亿元，增速13.3%。我们分拆估算，百得自有品牌线下渠道约为4.45亿元，电商渠道不到1亿元，海外收入约5亿左右，OEM约有3.5-4亿元。

图表25. 百得线下自有渠道数量持续增长



资料来源：公司年报，广证恒生整理

图表26. 今年上半年百得收入下滑7.6%



资料来源：公司年报，广证恒生整理

今年上半年百得收入下滑7.6%，主要受国内厨电行业整体下滑影响，自有品牌线下渠道和OEM下滑明显。百得定位中端价位，在电商下沉过程中，百得电商将保持高增长；海外增速维持稳定。我们认为，百得品牌一直具有渠道、产品和价格优势，伴随未来几年电商下沉，百得线下渠道有放量的可能。我们按百得线下渠道未来三年收入增速分别为-8%、0.2%和6.7%的保守预计，2019-2021年百得整体收入分别为14.1亿元、15.1亿元和16.5亿元，增速分别为0.1%、6.7%和9.1%。

4. 公司盈利预测与估值

4.1 预计公司总收入明年有较大反转

2018年受新房、二手房和存量房需求下滑，以及前装集采对后装零售的挤占效应加大，华帝线下渠道下滑8.6%。今年受电商下沉影响，线下渠道继续下滑，我们估算线下专卖店渠道下滑的更快。然而，今年有两个新引擎拉动了公司整体收入——新增的新零售和工程增速加快。我们认为明年公司收入将有较大的反转。我们预计，2019-2021年公司整体收入分别为60.6亿元、65.8亿元和75.0亿元，增速分别为-0.5%、8.5%和14%。

图表27. 公司总收入测算表

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
线下渠道（经销商）	35.4	34.2	31.0	32.0	36.2
增速	24%	-3%	-9%	3%	13%
线上	12.8	16.1	18.5	20.4	22.6
增速	56.9%	25.4%	15.2%	10.2%	11.0%
工程	2.8	4.4	4.4	6.3	8.9
增速	20.9%	54.6%	0.0%	44.4%	40.0%

敬请参阅最后一页重要声明

证券研究报告



海外	5.0	5.3	5.7	5.8	6.1
增速	20%	5%	9%	5%	5%
其它业务	1.3	1.0	1.0	1.0	1.0
公司总收入	57.3	61.0	60.6	65.8	75.0
增速	30.4%	6.4%	-0.5%	8.5%	14.0%

资料来源：广证恒生整理

单位:亿元

4.2 盈利预测与估值

我们预计，2019-2021 年公司净利润分别为 7.6 亿元、8.3 亿元、9.6 亿元，增速分别为 12%、10.1%、15.1%；EPS 分别为 0.87 元、0.96 元和 1.10 元。

图表28. 公司重要财务指标预测

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	6095.05	6064.57	6579.53	7500.84
增长率(%)	6.36%	-0.50%	8.49%	14.00%
归属母公司股东净利润	676.94	757.81	834.43	960.64
增长率(%)	32.83%	11.95%	10.11%	15.13%
每股收益 EPS(元)	0.78	0.87	0.96	1.10
每股股利 DPS(元)	0.30	0.33	0.36	0.42
每股净资产 BPS(元)	2.97	3.51	4.10	4.78
每股经营现金流(元)	0.72	1.71	1.07	1.79
销售毛利率	47.34%	48.50%	48.80%	49.00%
销售净利率	11.38%	12.80%	13.00%	13.12%
净资产收益率(ROE)	26.13%	24.77%	23.34%	23.03%
投入资本回报率(ROIC)	30.36%	46.81%	49.05%	37.00%
市盈率(P/E)	15.62	13.96	12.68	11.01
市净率(P/B)	4.08	3.46	2.96	2.54
股息率(分红/股价)	2.44%	2.73%	3.01%	3.46%

资料来源：同花顺 iFunD，公司公告，广证恒生

单位:百万元

作为厨大电中高端品牌之一，公司保持均价稳定；公司制造端提效方面仍有一定空间，预计毛利率持续提升。公司两大增长引擎——工程渠道和新零售将给公司带来明显增长。以 2019 年净利润为基准，未来两年复合增速 12.6%。我们按 2019 年预计 EPS 的 17 倍估算，合理股价为 14.76 元，较 20191223 收盘价 12.12 元有 21.8%的空间，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：

- 1、公司线下渠道虽有新零售的增长，但中低价格段的品牌很多，竞争比较激烈。此外，京东线下店的发展和店长上样比例，也会给公司新零售带来一定的不确定性。
- 2、公司工程领域有较好的产品和品牌基础，同时拥有厨电+家居协同优势，但工程领域 TOP3 的集中度较高，公司份额提升有一定的不确定性。
- 3、低线城市的消费受居民收入影响较大，如果国内宏观经济不景气将会明显降低烟灶和新兴嵌入式厨电的消费需求，而且会挤占一部分高端需求。

附录：财务报表预测

资产负债表					利润表				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1579.95	1969.55	1650.12	1776.73	营业收入	6095.05	6064.57	6579.53	7500.84
应收票据及账款	1460.16	1329.22	1442.09	1644.02	营业成本	3209.80	3123.26	3368.72	3825.43
预付账款	33.35	31.57	34.25	39.05	营业税金及附加	50.02	36.39	39.48	45.01
其他应收款	66.92	99.69	108.16	123.30	销售费用	1650.88	1667.76	1776.47	2025.23
存货	483.67	556.20	599.91	681.24	管理费用	170.39	194.07	203.97	225.03
其他流动资产	467.39	485.17	526.36	600.07	研发费用	223.62	236.52	250.02	277.53
流动资产总计	4091.44	4471.39	4360.88	4864.40	财务费用	-46.63	-5.99	-6.33	-6.00
长期股权投资	3.52	3.52	3.52	3.52	其他经营损益	-78.64	70.00	20.00	0.00
固定资产	566.78	685.48	1015.34	1340.33	投资收益	21.33	0.00	0.00	0.00
在建工程	20.81	259.92	309.95	347.94	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	195.24	238.50	348.86	445.55	营业利润	779.65	882.58	967.21	1108.62
长期待摊费用	177.28	164.45	82.24	93.76	其他非经营损益	29.58	10.00	10.00	10.00
其他非流动资产	238.99	329.12	336.84	350.66	利润总额	809.23	892.58	977.21	1118.62
非流动资产合计	1202.61	1680.99	2096.74	2581.76	所得税	115.56	116.04	122.15	134.23
资产总计	5294.05	6152.38	6457.62	7446.16	净利润	693.68	776.55	855.06	984.39
短期借款	10.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	16.74	18.74	20.63	23.75
应付票据及账款	1331.60	1711.37	1384.40	1572.09	归属母公司股东净利	676.94	757.81	834.43	960.64
其他流动负债	1248.33	1249.38	1344.53	1527.09	EBITDA	874.79	1226.08	1509.15	1715.23
流动负债合计	2589.93	2960.75	2728.93	3099.18	NOPLAT	628.35	762.63	840.76	970.31
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS(元)	0.78	0.87	0.96	1.10
其他非流动负债	29.23	29.00	29.00	29.00	主要财务比率				
非流动负债合计	29.23	29.00	29.00	29.00	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
负债合计	2619.16	2989.75	2757.93	3128.18	成长能力				
股本	881.62	881.62	881.62	881.62	营收增长率	6.36%	-0.50%	8.49%	14.00%
资本公积	-58.90	-58.90	-58.90	-58.90	EBIT增长率	29.43%	16.26%	9.51%	14.60%
留存收益	1767.70	2236.71	2753.14	3347.67	EBITDA增长率	30.87%	40.16%	23.09%	13.66%
归属母公司权益	2590.42	3059.43	3575.85	4170.39	净利润增长率	31.74%	11.95%	10.11%	15.13%
少数股东权益	84.47	103.21	123.84	147.59	盈利能力				
股东权益合计	2674.89	3162.63	3699.69	4317.98	毛利率	47.34%	48.50%	48.80%	49.00%
负债和股东权益合计	5294.05	6152.38	6457.62	7446.16	净利率	11.38%	12.80%	13.00%	13.12%
					ROE	26.13%	24.77%	23.34%	23.03%
					ROA	12.79%	12.32%	12.92%	12.90%
					ROIC	30.36%	46.81%	49.05%	37.00%
现金流量表					估值倍数				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	P/E	15.62	13.96	12.68	11.01
税后经营利润	674.48	767.85	846.31	975.59	P/S	1.74	1.74	1.61	1.41
折旧与摊销	112.19	339.49	538.28	602.60	P/B	4.08	3.46	2.96	2.54
财务费用	-46.63	-5.99	-6.33	-6.00	股息率	2.44%	2.73%	3.01%	3.46%
其他经营资金	-110.80	390.46	-440.74	-6.66	EV/EBIT	12.75	10.53	10.02	8.74
经营性现金净流量	629.24	1491.80	937.51	1565.53	EV/EBITDA	11.12	7.62	6.45	5.67
投资性现金净流量	471.43	-809.40	-945.28	-1078.82	EV/NOPLAT	15.48	12.25	11.57	10.02
筹资性现金净流量	-267.18	-292.81	-311.67	-360.10					
现金流量净额	831.96	389.60	-319.43	126.61					

数据来源：同花顺 iFunD，公司公告，广证恒生



广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电话：020-88836132，020-88836133

邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经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，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。