

华帝股份（002035）：变革与创新，华丽转身更上一层楼

2020年09月01日

强烈推荐/首次

华帝股份 深度报告

报告摘要：

品销联动高端化打造品牌壁垒，嵌入式布局，套系化品类矩阵扩大营收规模。公司多年持续营销投入，品牌高端化效果显著，销售均价稳步提升；研发投入支撑产品高端化，常年高研发费用支出比例，产品力逐步提升。着眼长期发展，品类多元化布局，嵌入式产品补充品类矩阵，积极布局洗碗机、电烤箱等新品。

经销渠道革新，工程渠道、新零售渠道布局未来成长。公司从扁平化、信息化、专业化三个角度入手：**经销商管理精细化**，实行二级经销运营化，鼓励一、二级经销商联营；**渠道库存透明化**，打造终端销售监测平台，合理库存水平；**强化渠道拓展能力**，复制优秀代理商成功经验，拆解细化弱势区域管理；公司积极拥抱新零售，与京东正式达成合作，未来随着高毛利的线上渠道以及新零售渠道占比的提升，公司毛利率提升可期。

厨电行业规模成长空间依旧，中短期即将迎来景气上行阶段。厨电未来新增量主要源自：1.低线城市及农村每百户保有量的提升；2.城镇化率提升；房地产竣工边际改善兑现需求，厨电市场需求进入上行周期。经我们测算，地产带动的新增需求占油烟机销售规模的一半以上。复盘房地产开、竣工数据可以看出，房地产竣工的集中兑现阶段已经到来。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司2020-2023年营收分别为62.98、70.69和79.80亿元，归母净利润为8.07、9.44和11.57亿元，对应EPS分别为0.93、1.09和1.33元。综合FCFE估值测算得到16.47元以及相对估值法得到16.92元，给定6个月目标价格16元，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

风险提示：地产周期持续下行；行业竞争加剧；渠道拓展不及预期等。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	6,095.05	5,748.06	6,297.77	7,069.27	7,980.34
增长率（%）	6.36%	-5.69%	9.56%	12.25%	12.89%
归母净利润（百万）	676.94	747.77	806.50	944.41	1,157.50
增长率（%）	31.74%	9.64%	8.08%	16.72%	22.15%
净资产收益率（%）	26.13%	24.86%	21.00%	20.61%	21.08%
每股收益（元）	0.77	0.85	0.93	1.09	1.33
PE	14.16	12.88	12.79	10.93	8.91
PB	3.73	3.17	2.69	2.25	1.88

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

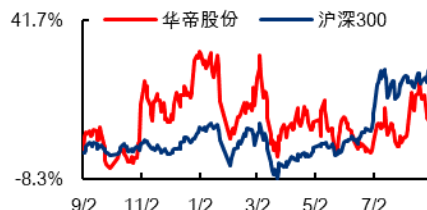
华帝主要从事研发、生产、销售高端油烟机、燃气灶、热水器以及嵌入式蒸箱、洗碗机、烤箱、消毒柜等产品。

未来3-6个月重大事项提示：
三季报披露

交易数据

52周股价区间（元）	10.97-10.33
总市值（亿元）	95.35
流通市值（亿元）	85.96
总股本/流通A股（万股）	86923/78355
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	2.32

52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：闵繁皓

010-66554036

minfh@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519070005

目 录

1. 报告要点	5
1.1 公司核心逻辑及核心指标	5
1.1.1 核心逻辑	5
1.1.2 公司核心指标	6
1.2 关键假设和公司估值	7
1.2.1 核心假设	7
1.2.2 公司估值	7
2. 品类扩张沿袭创新基因，多元矩阵驱动未来收入成长	8
2.1 公司品类扩张适时，套系化产品布局未来需求	8
2.2 设计创新、产品领先，持续研发投入为高端化品销联动打好基础	10
3. 差异化定位年轻与时尚，向高端化转型构建品牌壁垒	12
3.1 形象重铸，大胆创新营销，一线青年明星代言彰显高端、时尚定位	13
3.2 营销积累逐见成效，均价提升卡位高端赛道	14
4. 渠道变革铺平发展道路，多维渠道驱动营收增长	15
4.1 积极变革传统渠道，解决痛点，疏通经络	15
4.2 多点开花，多维渠道齐发力	16
4.2.1 竞逐精装市场，工程渠道方兴未艾	16
4.2.2 乘坐新零售渠道下沉列车，有望整合区域市场	17
5. 厨电行业规模成长空间依旧，中短期即将迎来景气上行阶段	20
5.1 新增需求叠加更新需求推动行业规模不断成长	20
5.1.1 厨电是传统大家电中的成长品类	20
5.1.2 更新需求是下一阶段厨电的市场规模的中流砥柱	23
5.2 竣工边际改善兑现需求，市场需求进入上行周期	24
6. 公司盈利能力持续提升	25
7. 估值与投资建议	27
7.1 相对估值	27
7.2 绝对估值	28
8. 风险提示	28
相关报告汇总	30

表格目录

表 1: 公司厨热产品荣获奖项	10
表 2: 公司厨热产品荣获奖项	11
表 3: 公司厨热产品荣获奖项	12
表 4: 公司营销事件汇总	13
表 5: 截至 2018 年我国农村抽油烟机保有量仍有两倍提升空间	20
表 6: 城镇化率的提升能每年带来 250 万以上的需求增长	22

表 7：城镇化带来的出点销量约是龙头的年销量	23
表 8：家用电器安全使用年限	23
表 9：可比公司（2020/08/25）	27
表 10：FCFE 敏感性测试结果	28

插图目录

图 1：家电行业规模拆解	5
图 2：主营产品营收占比	6
图 3：公司毛、净利率及毛销差持续提升	6
图 4：公司费用率区域合理（%）	6
图 5：研发投入增加（%）	6
图 6：公司资产收益率和投资回报率回到较高水平（%）	6
图 7：公司 ROA 水平处于历史高位	6
图 8：主营产品营收占比	8
图 9：公司主营产品毛利占比高且毛利率（右）持续提升	8
图 10：华帝品类矩阵	8
图 11：嵌入式产品是厨电家装的趋势	9
图 12：语音控制吸油烟机	9
图 13：洗碗机线上（外）线下（内）份额	9
图 14：电烤箱线上（内）线下（外）份额	9
图 15：飞碟式翻转炉头	10
图 16：语音控制吸油烟机	10
图 17：零冷水产品高配中打，以量补价	11
图 18：零冷水渗透率快速提升	11
图 19：公司研发费用率稳步提升	12
图 20：公司研发人员及其占比稳步提升	12
图 21：华帝品牌矩阵	12
图 22：公司广告开销和营销费用率行业领先	13
图 23：公司品牌力指数持续提升	13
图 24：公司店面装修焕然一新	14
图 25：公司积极布局优质门店和旗舰店	14
图 26：公司在广告和营销上大力投入（单位：百万）	14
图 27：公司品牌力指数持续提升	14
图 28：华帝稳定超越国内外品牌均价	15
图 29：华帝品牌卡位精准	15
图 30：公司渠道占比	15
图 31：公司线下渠道格局	15
图 32：公司地产战略伙伴	16
图 33：我国精装房渗透率加速提升	17

图 34：精装房渗透率提升空间大.....	17
图 35：厨电产品更新需求提升空间巨大.....	17
图 36：2018 年电商平台市占率（%）.....	18
图 37：中国互联网用户数量及移动用户覆盖率.....	18
图 38：京东线上活跃用户（百万）.....	18
图 39：阿里移动月度活跃用户（百万）.....	18
图 40：京东家电专卖.....	19
图 41：电商线下体验店打通线上线下的购物体验.....	19
图 42：华帝与京东新零售模式概念图.....	19
图 43：中低价格段行业格局分散小品牌占比高.....	20
图 44：低线城市集中度更低.....	20
图 45：厨电新增量示意图.....	21
图 46：空调和抽油烟机仍存在较大城乡差距（差值为右轴）.....	21
图 47：冰箱和洗衣机城乡差距较小（差值为右轴）.....	21
图 48：中国城镇化率将追赶发达国家.....	22
图 49：厨电产品更新需求提升空间巨大.....	23
图 50：房企无息负债阶段拉长.....	24
图 51：房屋竣工面积累计同比转正.....	24
图 52：房地产新开工和竣工之间轧差不断扩大.....	24
图 53：房屋竣工面积累计同比转正.....	24
图 54：华帝毛利率持续提升.....	25
图 55：净利率持续提升.....	25
图 56：华帝毛利率持续提升.....	25
图 57：线上渠道的提升有助于华帝提升毛、净利率水平.....	25
图 58：销售费用率（业务宣传+销售服务）回落合理水平.....	26
图 59：研发支出占比持续提升.....	26
图 60：公司 ROE 持续提升.....	26
图 61：公司 ROIC 保持行业较高水平.....	26
图 62：可比公司历史估值水平.....	27

1. 报告要点

1.1 公司核心逻辑及核心指标

华帝主要从事研发、生产、销售高端油烟机、燃气灶、热水器以及嵌入式蒸箱、洗碗机、烤箱、消毒柜等产品。经过多年产品力、品牌力、渠道力的积累和提升，公司销售均价稳定市场前三，主营烟、灶、热产品市占率市场前三，嵌入式产品市场市占率前十，是国内厨电市场三大龙头之一。公司拥有高端“华帝”、中端“百得”以及橱柜品牌“华帝家居”，品牌矩阵完善，品类齐全多元化经营，凭借自身行业地位和不断提升的治理水平享有行业竞争优势地位和行业成长红利。

1.1.1 核心逻辑

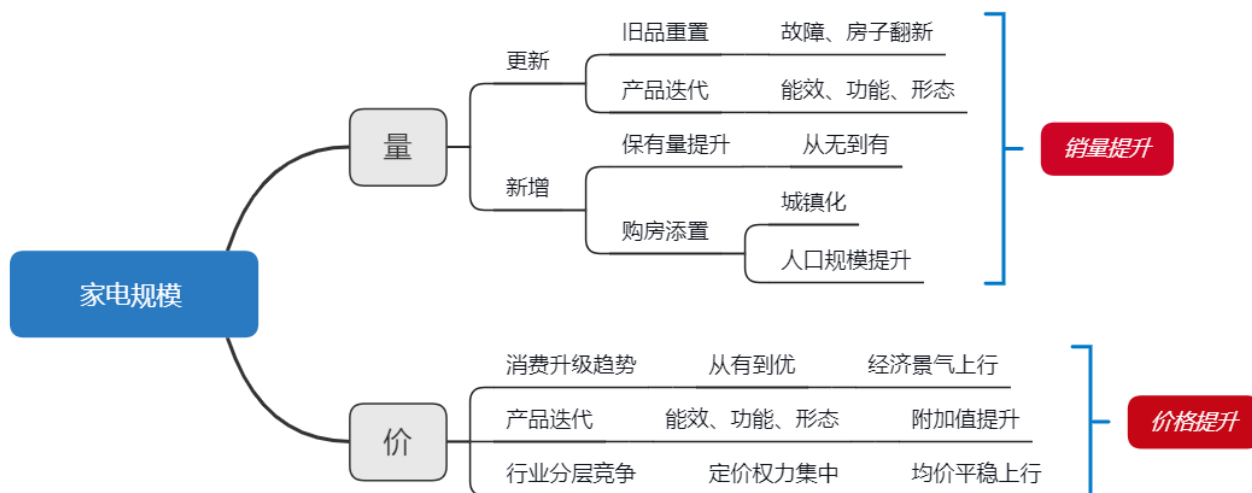
公司未来收入增长主要来自于行业规模成长以及公司差异化地提升自身市场份额。

宏观经济：中国宏观经济基本面仍将保持较长时间的正向增长。城镇化率提升仍具备 20%潜在空间，2030 年有望达到 70%；人口规模上行仍可持续十年左右。

中观行业：厨电行业规模成长空间依旧，中短期即将迎来景气上行阶段。厨电未来新增量主要源自：
1. 低线城市及农村每百户保有量的提升；2. 城镇化率提升；房地产竣工边际改善兑现需求，厨电市场需求进入上行周期。

微观公司：1. 品销联动高端化打造品牌壁垒，量价齐升；2. 嵌入式布局，套系化品类矩阵扩大营收规模；3. 经销渠道革新，工程渠道、新零售渠道推动未来营收成长。

图 1：家电行业规模拆解

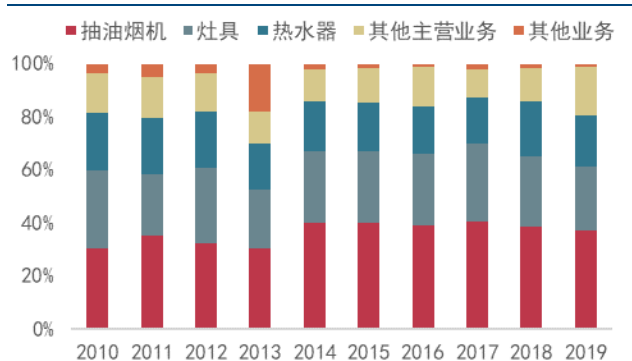


资料来源：东兴证券研究所

1.1.2 公司核心指标

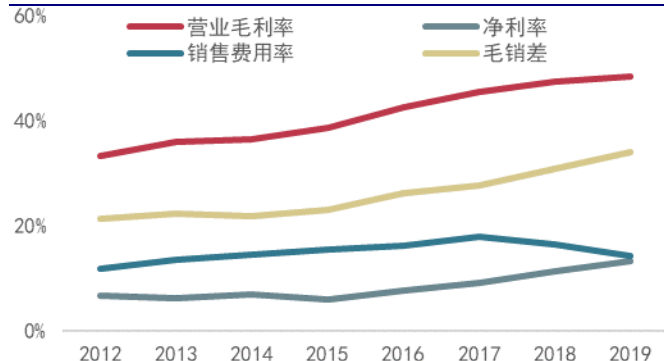
公司主营油烟机、灶具、热水器比重稳定，营业毛利率、净利率以及毛销差稳步提升。

图 2：主营产品营收占比



资料来源：wind，东兴证券研究所

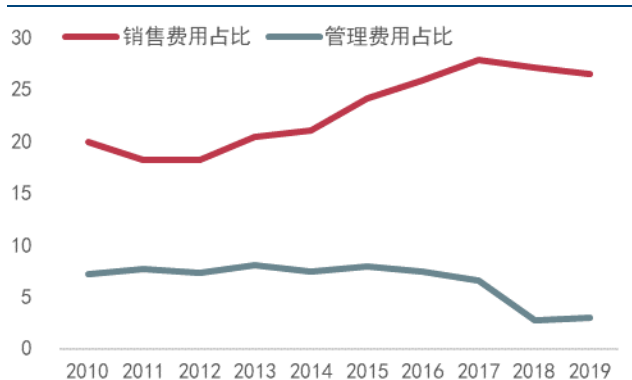
图 3：公司毛、净利率及毛销差持续提升



资料来源：wind，东兴证券研究所

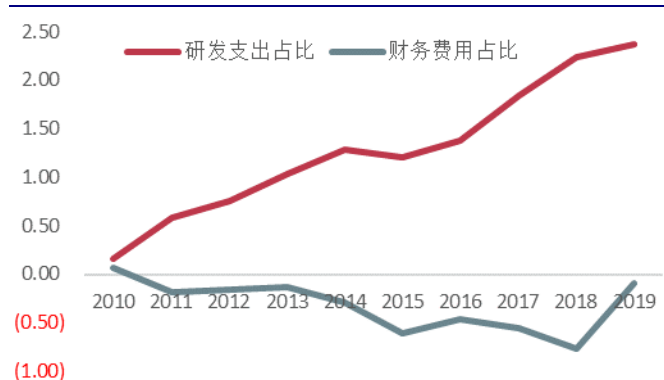
公司精细化管理，管理费用逐年下降，在产品研发和推广宣传上持续投入。

图 4：公司费用率区域合理（%）



资料来源：wind，东兴证券研究所

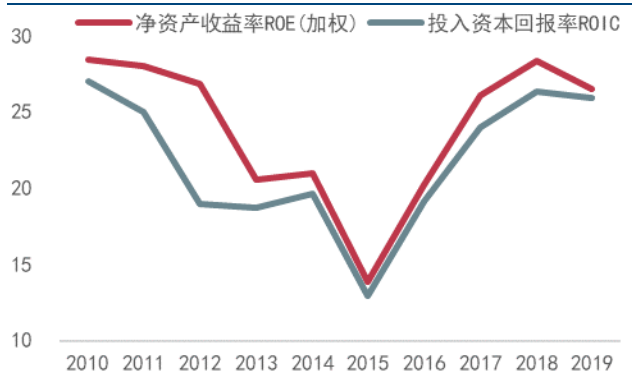
图 5：研发投入增加（%）



资料来源：wind，东兴证券研究所

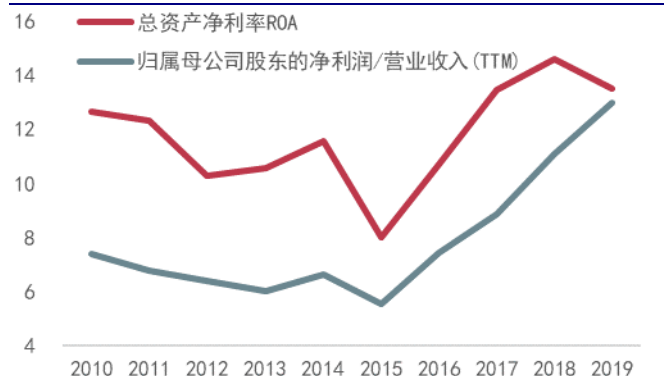
公司 ROE 和 ROIC 恢复历史高位，ROA 维持较高水平，归母净利率持续提升。

图 6：公司资产收益率和投资回报率回到较高水平（%）



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 7：公司 ROA 水平处于历史高位



资料来源：wind，东兴证券研究所

1.2 关键假设和公司估值

1.2.1 核心假设

厨电行业销量乐观估计增速 2020-2023 年分别为 10%、9%、10%。经我们测算，地产带动的新增需求占油烟机销售规模的一半以上。复盘房地产开、竣工数据，我们推测，2020 年二季度之后是房地产竣工的集中兑现阶段。加上疫情对终端需求的“延迟满足”效应，我们认为今年厨电行业业绩，将呈现前高后低的表现，乐观估计全年仍将有 15%左右的销量释放。

厨电行业均价保持中性估计增速 2020-2023 年分别为-2%、-1%、2%。结合疫情对行业需求的影响，我们对均价端短期表现判断较为中性。随着行业在疫情下的部分出清，预计行业在明后年脱离疫情下竞争状态，均价逐渐回暖。

不同于市场的观点

公司均价短期或受行业竞争的影响略有停滞，不改长期均价提升趋势。厨电行业特有的分层竞争格局是行业均价提升的保证。短期来看，随着公司高端化进程，公司均价已经稳定超过行业均值，公司均价上探压力逐步增大，下沉市场均价较低等因素影响使得均价短期承压。中长期来看，行业在未来集中度提升预期明确，定价权趋于集中，公司作为行业头部企业，享有行业量价齐升的红利。

公司盈利水平提升仍具备空间。公司产品毛利率低于竞品公司，仍具备提升空间，随着公司降本节费及高毛利电商以及新零售渠道（当前阶段毛利 60%）占比上升，公司盈利能力有望进一步提升。

催化因素

1) 房地产竣工交付景气度上行；2) 原渠道调整完结，渠道提货正常化；3) 新零售平台下沉顺利，低线城市的市占率提升；3) 公司嵌入式厨电产品以及新型号产品销量超预期增长。

1.2.2 公司估值

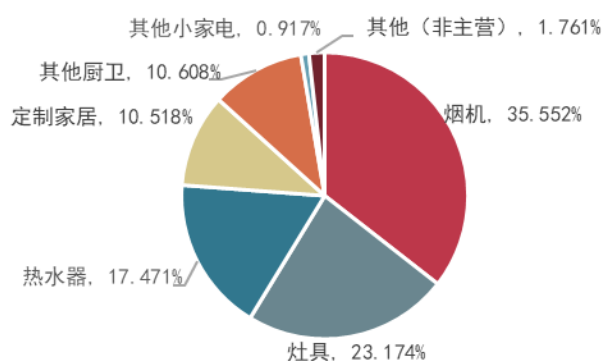
公司盈利预测及投资评级：我们预计公司 2020-2023 年营收分别为 62.98、70.69 和 79.80 亿元，归母净利润为 8.07、9.44 和 11.57 亿元，对应 EPS 分别为 0.93、1.09 和 1.33 元。综合 FCFE 估值测算得到的 16.47 元以及相对估值法得到 16.92 元，给定 6 个月目标价格 16 元，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

2. 品类扩张沿袭创新基因，多元矩阵驱动未来收入成长

2.1 公司品类扩张适时，套系化产品布局未来需求

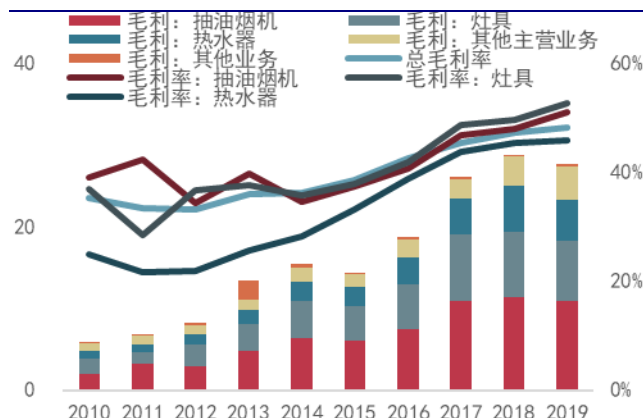
灶具起家，适时进军厨卫，油烟机、灶具和热水器三大品类推动发展。公司起家于灶具产品，2002 年前后抓住厨电机遇进军整体厨卫市场。1992 年华帝公司在广东省中山市创立，2000 年公司建成 300 万台灶具基地，是灶具品类的多年的龙头生产企业，市占率多年位居第一。吸油烟机、灶具、热水器三大品类是目前推动公司收入和利润增长的主要品类。

图 8：主营产品营收占比



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 9：公司主营产品毛利占比高且毛利率（右）持续提升



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

套系化产品布局正当时，新品扩张瞄准未来需求。厨热为核心，嵌入产品补充套系化、家族化品类矩阵。公司已形成了以吸油烟机、灶具、热水器等厨电产品为核心，覆盖以洗碗机、蒸烤一体机为代表的新兴嵌入式产品，同时延伸至全屋定制及净水器、壁挂炉等产品的完整产品线。

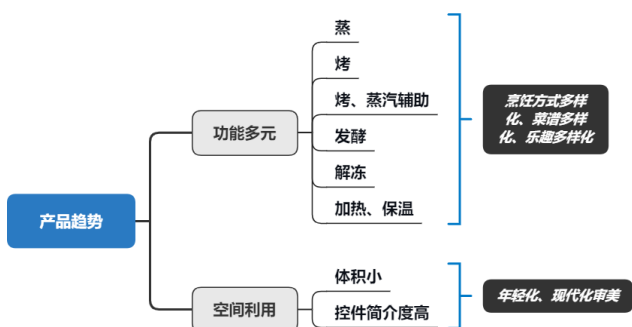
图 10：华帝品类矩阵



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

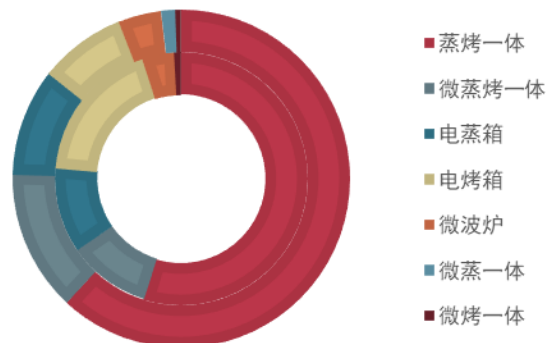
省时、省力、省空间是嵌入式产品消费的主要逻辑。公司洗碗机、蒸烤一体机等新品类快速增长，助力业绩增长。随着消费者认知度提升，2019年洗碗机市场逆势增长，领涨家电市场。根据奥维云网全渠道推总数据，2019年洗碗机市场零售额为69.50亿元，同比增长24%，零售量为147万台，同比增长23.10%。同年，公司洗碗机、蒸烤一体机营业收入分别实现同比增长50.48%、161.69%，为公司业绩增长提供新的动力。嵌入式产品迎合市场对房屋空间利用以及个人时间节省的痛点，集成化一体机更是未来行业的主要趋势。

图 11：嵌入式产品是厨电家装的趋势



资料来源：奥维云网，东兴证券研究所整理

图 12：语音控制吸油烟机

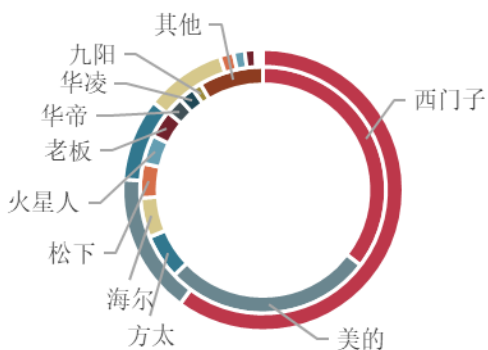


资料来源：中怡康，东兴证券研究所

华帝布局嵌入式厨电正当时：

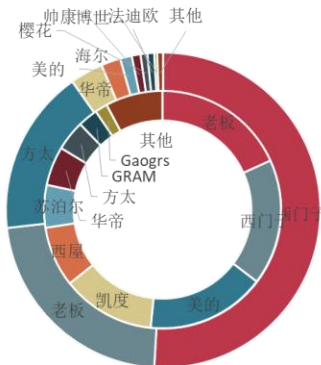
- 一、嵌入式产品正在由导入期进入成熟期，行业成长红利正在逐步释放。
- 二、目前部分嵌入式产品仍以外资品牌为主导，国产替代是未来国有品牌的发展的必由之路。
- 三、目前嵌入式产品主要在一二线经济发达地区渗透率较高，随着消费升级保有量提升市场体量更大的三、四线城市会带动行业规模加速成长。

图 13：洗碗机线上（外）线下（内）份额



资料来源：中怡康，东兴证券研究所

图 14：电烤箱线上（内）线下（外）份额



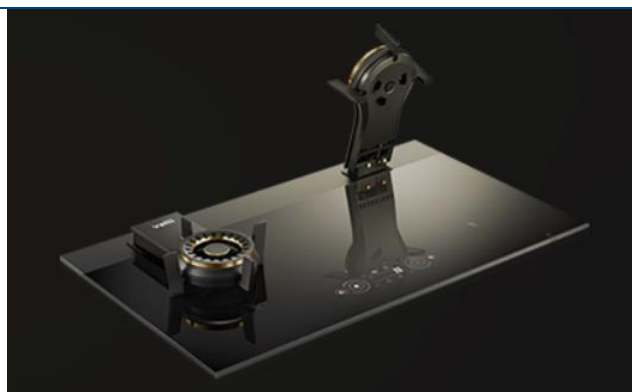
资料来源：中怡康，东兴证券研究所

2.2 设计创新、产品领先，持续研发投入为高端化品销联动打好基础

公司厨热产品研发积淀深厚，创新带来差异化产品：

公司作为行业内唯一一家同时担任吸油烟机 and 灶具国家标准的主笔单位，产品研发积淀深厚。公司按照“上市一代、开发一代、储备一代”的研发规划进行近期、中期、远期产品研发与布局，持续输出产品力。同时由独立团队开展产品智能化研究，提升产品智能化水平及创新速度。创新研发出吸油烟机语音控制、烟机侧吸蒸水洗、灶具飞碟式翻转炉头、聚炎燃烧器、零冷水热水器等差异化技术卖点。公司产品具有明显的辨识度，与其他厨电品牌有明显的产品形态差异，功能上强调“智能”、“空间利用”、“人性化”等元素。

图 15：飞碟式翻转炉头



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

图 16：语音控制吸油烟机



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

技术领先，多次获得国内外知名奖项，彰显产品实力。公司品类矩阵均获国内外奖项，以厨热为核心嵌入式为补充的产品矩阵全面发力，墨镜和墨碟产品多次获得国内外奖项是公司多年技术积淀和产品研发功底的集中体现。

表 1：公司厨热产品荣获奖项

品类	产品	荣获奖项
烟灶	华帝魔镜烟机 J688AZE (华帝魔镜 V2 烟机)	2015 年中国高端厨卫产业年度产品类“最佳用户体验产品”及“最佳智能产品”； “金勾之星奖”，“艾普兰创新奖”
	华帝智能语音控制技术	2015 年中国高端厨卫产业年度技术类“最具突破性技术”
	华帝魔碟灶	“中国好产品奖”，2017 年“德国 IF 奖”，2017 年“德国红点奖”； “美国 IDEA 设计奖”2017 AWE 艾普兰创新奖，“金勾至尊奖”
	J639AZE 抽油烟机	“金勾之星奖”
	华帝可升降抽油烟机	“美国 IDEA 2018 Finalist 奖”
	灶具 X-MAX	“德国 IF 奖”，2018 年“德国红点奖”
	华帝深潜烟机 J663BH	“2018 中国好品质匠心奖”，“2019 艾普兰产品奖”
	华帝塔形烟机 E662AHE	“2019 德国红点奖”

资料来源：公司官网，东兴证券研究所测算

热水器零冷水技术引领行业：

热水器方面，从推出恒温燃气热水器 JS1、零冷水燃气热水器 JH2.1、高抗风燃气热水器 GE5、超静音燃气热水器 RE5，到瀑布浴系列引入行业首创的主动变频增压大水量，实现了淋浴的全新体验和技术升级，助推行业进入了智能化淋浴时代。公司重点打造具有明显差异化的零冷水平台及核心技术，全线开发与储备零冷水产品。热水器产品一直在公司保持 20% 左右的收入和利润贡献，是公司重要的主营产品之一，公司在热水器产品上有着扎实的技术积累，公司 2019 年获得燃气热水器行业零冷水畅销产品奖。

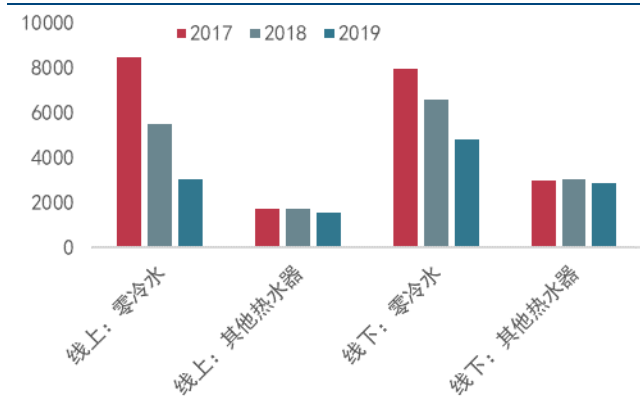
表 2：公司厨热产品荣获奖项

品类	产品	荣获奖项
热水器	华帝燃气热水器 TA2	“艾普兰智能创新奖”，2018 年“德国红点奖”
	JSQ30-16JH2.1 燃气热水器	“2018 中国高端家电及消费电子红顶奖”
	华帝瀑布浴热水器（GH8i）	“智享先锋奖”，“2019 中国热水器畅销型号奖”
	I12068-16 瀑布浴零冷水热水器	“2019 燃气热水器行业零冷水畅销产品奖”
	华帝瀑布浴热水器（GH6i）	“2019 年度中国家电金石奖之建材渠道广受欢迎产品奖”

资料来源：公司官网、东兴证券研究所测算

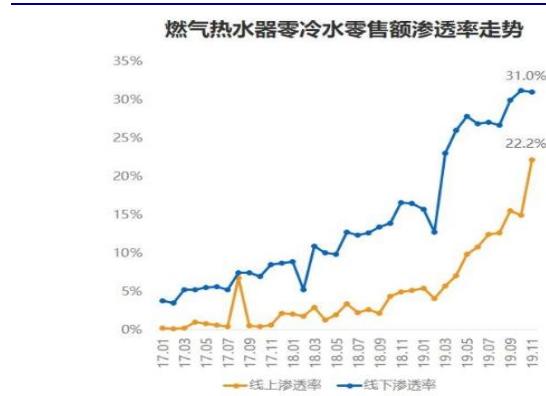
零冷水从导入期进入成长期，以量补价。零冷水燃热产品从 2017 年的 5% 不到上升到线下 30% 线上 20% 以上的市场渗透率，产品快速迭代。目前正处于产品多价位发力，快速普及阶段，均价虽有所下行但仍是品类里高毛利的产品。

图 17：零冷水产品高配中打，以量补价



资料来源：奥维云网，东兴证券研究所整理

图 18：零冷水渗透率快速提升



资料来源：奥维云网，东兴证券研究所

嵌入式产品坚持差异化和创新性，布局干态产品：

公司全新规划蒸烤一体机、洗碗机等嵌入式产品平台，聚焦通风干燥系统和喷淋系统，对干态技术、喷淋技术、健康新技术等华帝特色进行持续深挖钻研，通过技术差异化和创新性，布局干态产品，构建产品的竞争优势。

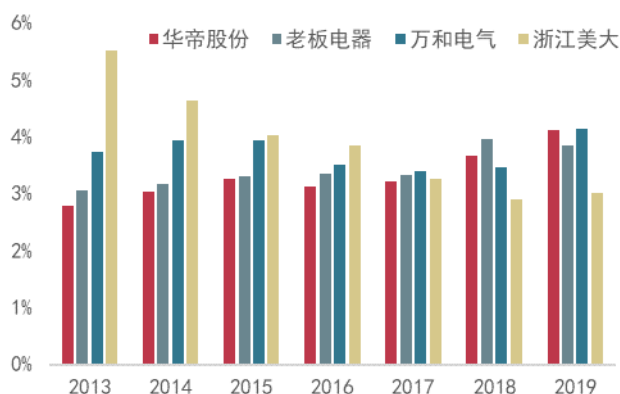
表 3：公司厨热产品荣获奖项

品类	产品	荣获奖项
嵌入式产品	压力蒸箱 Z6B	“2019 德国红点奖”
	华帝干态健康洗碗机（JWD8-V7）	“健享先锋奖”
	华帝干态抑菌洗碗机（JWD8-V6）	“中国好品质匠心奖”
	华帝智能蒸烤一体机 JYQ50-i23009	“中国好品质匠心奖”

资料来源：公司官网、东兴证券研究所测算

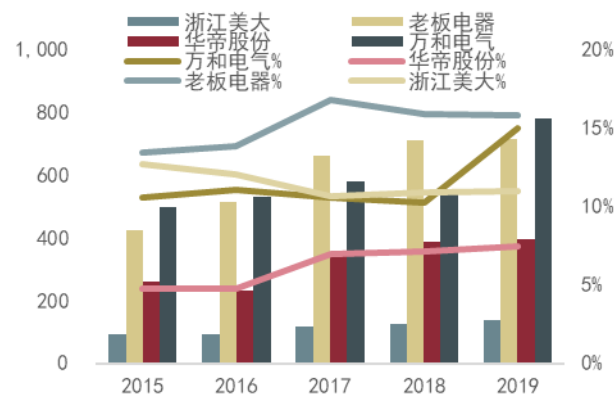
公司研发费用率持续提升，研发人员及其占比稳步提升。公司研发费用率逐年提升，2019 年研发费用率为 4.13% 比 2013 年提升了 1.33 pct.，也超过同行业龙头公司。2020 年 H1 公司研发费用率 5.42% 投入力度再加大。从人员配置上看，华帝研发人员占比及人数较为稳定且逐年递增。

图 19：公司研发费用率稳步提升



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 20：公司研发人员及其占比稳步提升



资料来源：wind，东兴证券研究所

3. 差异化定位年轻与时尚，向高端化转型构建品牌壁垒

多层次、跨领域品牌矩阵。公司拥有“华帝”、“百得”、“华帝家居”三个自主品牌。其中，“华帝”品牌定位于“高端智能厨电”，主打高端市场；“百得”品牌定位于“全球专业厨卫”，主打中端及海外市场；“华帝家居”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，与主营的厨电产品相配套。

图 21：华帝品牌矩阵



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

3.1 形象重铸，大胆创新营销，一线青年明星代言彰显高端、时尚定位

精准营销，全球视野。公司早年便通成为我国众多重大体育赛事的火炬独家供应商。自 2015 年以来，公司营销发力明显，2016 年华帝营销“截胡”方太事件，充分利用了消费者的“吃瓜”心理，赚足了品牌关注度，事件也成为了部分大学的营销学案例。2018 年公司在行业里率先推出“**法国队夺冠 华帝退全款**”的营销活动，引起行业内厨电企业模仿风潮等。此外公司也和《变形金刚 5》、《蒙面唱将猜猜猜》等大流量影、视、综 IP 合作，围绕定位精准营销。

表 4: 公司营销事件汇总

时间	事件
2008	北京奥运会祥云火炬独家供应商
2010	签约第十六届亚运会燃气具和火炬供应商
2012	国家火炬计划重点高新技术企业
2015	2015 年度中国广告长城奖广告主奖
2016	华帝营销“截胡”方太事件，获得品牌高关注度；2015-2016 年度中国高端家电红顶奖；荣获中国建材家居行业厨电领袖品牌称号；中国家电艾普兰奖创新奖
2017	成为第十三届全国运动会火炬及传递技术供应商；携手好莱坞超级 IP《变形金刚 5》；华帝植入《蒙面唱将猜猜猜》获中国广告长城奖广告主奖-年度品牌塑造案例；
2018	策划“ 法国队夺冠 华帝退全款 ”世界杯整合营销活动；成为中国足协中国之队官方合作伙伴；
2019	2019 年度，“华帝”获得“亚洲十大影响力品牌”、“2019 亚洲 品牌 500 强”、“杰出品牌奖”、“深度影响力品牌奖”

资料来源：公司公告、东兴证券研究所测算

“智能”和“时尚”打造全新形象。华帝品牌注重自身高端化、年轻化的品牌形象，符合年轻一代消费观，定位于“高端智能厨电”，逐步在知富年轻一代中塑造高端、智能、时尚、年轻的独特品牌魅力。从黄晓明夫妇到赵丽颖、吴亦凡、林更新，华帝在代言人方面也凸显出其“年轻化”、“高端化”以及“时尚”的品牌特质。

图 22：公司广告开销和营销费用率行业领先



资料来源：百度图片、公司广告、东兴证券研究所

图 23：公司品牌力指数持续提升



资料来源：百度图片、公司广告、东兴证券研究所

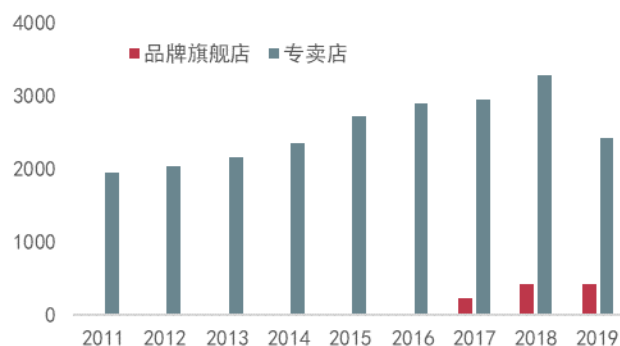
改造升级专卖店形象，契合“高端智能厨电”定位。高端、时尚的品牌形象开始在门店数量及面积上付诸实现。2016年下半年开始，公司推行“百城树旗，千店升级”计划，兴建新形象旗舰店，升级标准专卖店。截至2017年末，品牌旗舰店平均面积提升至184 m²，全国200平方米以上旗舰店已超百家。截至2019年，公司已拥有华帝品牌旗舰店418家，公司渠道调整后新标准专卖店2432家，华帝终端形象进一步升级，更契合“高端智能厨电”定位，整合了部分盈利能力较弱的专卖店，全面优化升级现有标准专卖店，提高单店产出。

图 24：公司店面装修焕然一新



资料来源：百度图片、公司公告、东兴证券研究所

图 25：公司积极布局优质门店和旗舰店

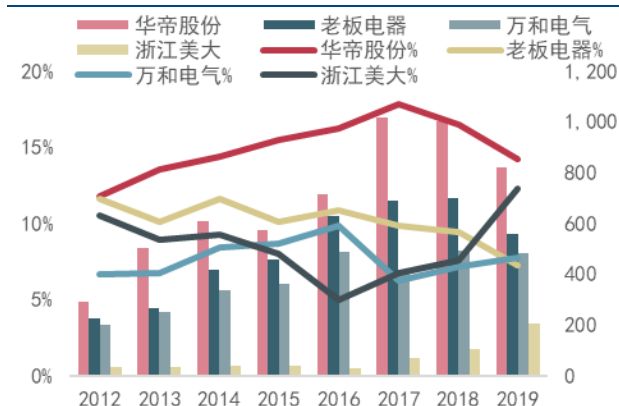


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3.2 营销积累逐见成效，均价提升卡位高端赛道

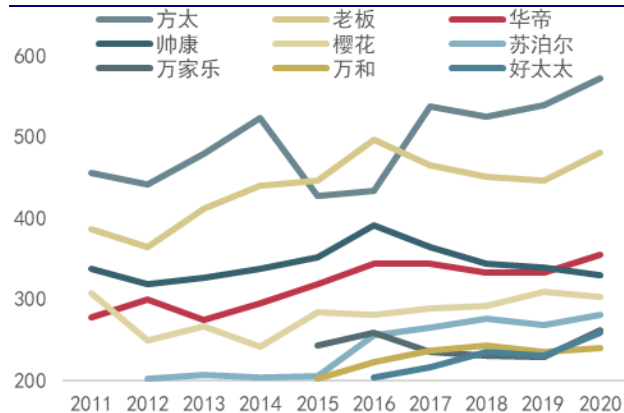
持续投入终见成效。公司战略清晰，持续在广告和营销上投入，在营销费用和公司销售费用率上明显超过同行业公司。公司其品牌力在多年积累后逐见成效，品牌力指数基于300万份问卷调查显示，华帝在厨电行业的心智地位仅次于方太、老板两个高端一线品牌，成功卡位高端赛道。

图 26：公司在广告和营销上大力投入（单位：百万）



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

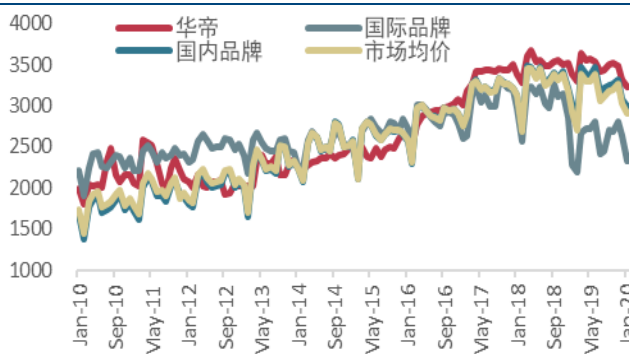
图 27：公司品牌力指数持续提升



资料来源：Chnbrand，东兴证券研究所

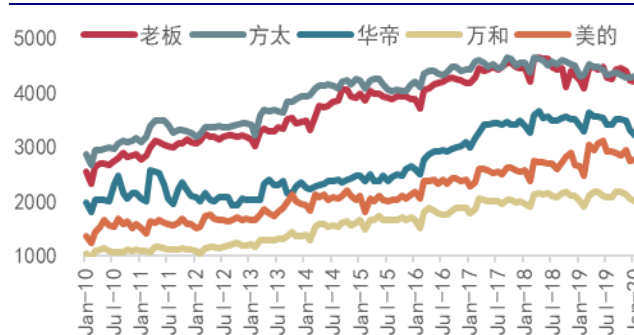
华帝已成为中国三大高端厨电品牌之一。价格是市场对产品定位的认可，公司卡位精准多年品牌经营逐步塑造了高端的品牌形象，并持续拉升公司产品均价。中怡康数据显示，目前公司产品价格稳定超过国内外品牌均价水平，并在国内品牌里卡位精准、定位稳定。

图 28：华帝稳定超越国内外品牌均价



资料来源：中怡康，东兴证券研究所

图 29：华帝品牌卡位精准



资料来源：中怡康，东兴证券研究所

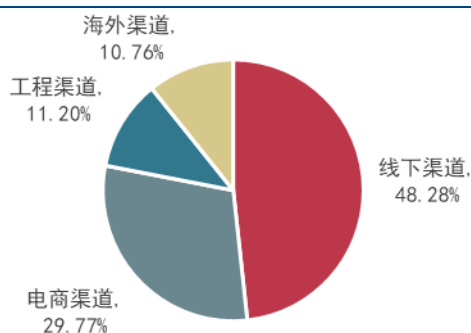
4. 渠道变革铺平发展道路，多维渠道驱动营收增长

厨电行业度过高速增长阶段，渠道的变革和精细化管理是把握未来市场竞争的必经之路。线上渠道凭借其便利性、较高的购买性价比和较低的信息差获得消费者青睐，消费者的消费习惯正在向线上渠道倾斜，线下渠道以往的粗放管理模式和运营模式在此情境下受到挑战。家电整机企业积极迎合新的渠道发展趋势：在线上积极尝试新销售渠道和形式，不断拓展不同平台覆盖的广度和深度，接触更广泛的线上流量；在线下的传统渠道，扁平化渠道结构，提升库存和物流管理能力，降低加价率。

4.1 积极变革传统渠道，解决痛点，疏通经络

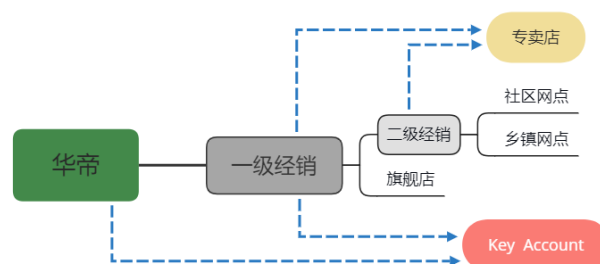
经销渠道治理势关系到公司未来发展。公司线下渠道占比过半，线下市场是公司目前重要的收入来源。整个渠道的治理水平关系到公司长期发展以及短期抗风险能力。以往的公司渠道存在的管理问题在行业景气度下行阶段暴露：经销商管理粗放；渠道库存不透明；渠道拓展能力弱；

图 30：公司渠道占比



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 31：公司线下渠道格局



资料来源：wind，东兴证券研究所

公司渠道调整操作：

1, **扁平化：一、二级经销商联营，扁平化渠道。**二级经销商变为一级经销商的直营网点，二级经销商“运营化”。通过单纯的联营或直接参股一级经销商成为一级经销商的一部分，省去展位、房租、售后维护费用，出入运营店面收取返利。联营后二级经销商消除库存压力，渠道层级扁平化。

2, **信息化：上线终端零售数据监测模块。**公司于 2018 年行业内率先着手建立分销管理平台，管理平台将更好的监测并管理经销商、终端渠道的销售、库存情况，动销情况、服务需求、服务网点等数据，提升经销商市场响应速度、优化存货结构、提升终端整体运营效率，资源配置效率，优化服务质量，提升华帝渠道的市场竞争力。

3, **专业化：代理商的赋能与调整。**公司以往半数以上经销商与公司合作 15 年以上，部分老经销商在经营管理上较为粗放。经销商赋能就是增强经销商的管理能力，帮经销商找职业经理人、建团队、梳理问题，对区域内能力较弱的经销商实行区域拆分，对能力较强的经销商推行跨区域管理等措施。

4.2 多点开花，多维渠道齐发力

4.2.1 竞逐精装市场，工程渠道方兴未艾

与国内大型房地产开发商形成联盟，共享精装市场红利，抢占市场份额。2020 年上半年，公司工程渠道营业收入同比增长 108.08%，占主营业务收入比例同比提升 8.15 个百分点。公司正积极调整工程渠道人员，公司以自营与代理相结合的模式加速发展工程渠道，已开发代理商 49 家，荣获“房地产供应链上市公司投资价值 5 强”，并且在部分龙头房企品牌定位已经由 C 标提升到 B 标，后续验收周期有望缩短。

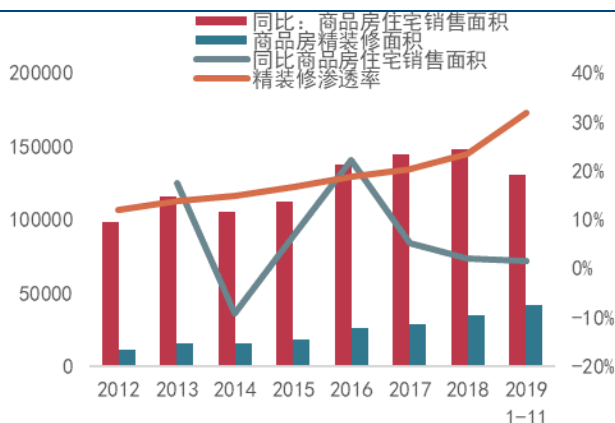
图 32：公司地产战略伙伴



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

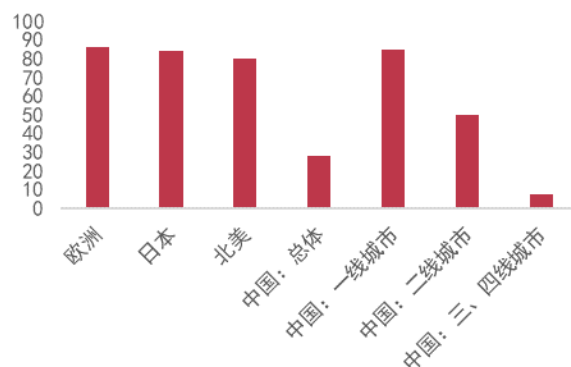
中国精装房渗透率还有一倍以上空间。对比发达国家，欧、日及北美精装房渗透率分别为 86%、84% 以及 80%，我国总体精装房渗透率为 28%，未来至少还有一倍以上空间。其中一线城市已达 85%，达到国际发达水平，二线城市精装房渗透率为 50%，仍有较大空间。随着城镇化率的不断提升，我国三、四城市对中国总体精装渗透率提升的贡献将愈发明显。

图 33：我国精装房渗透率加速提升



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

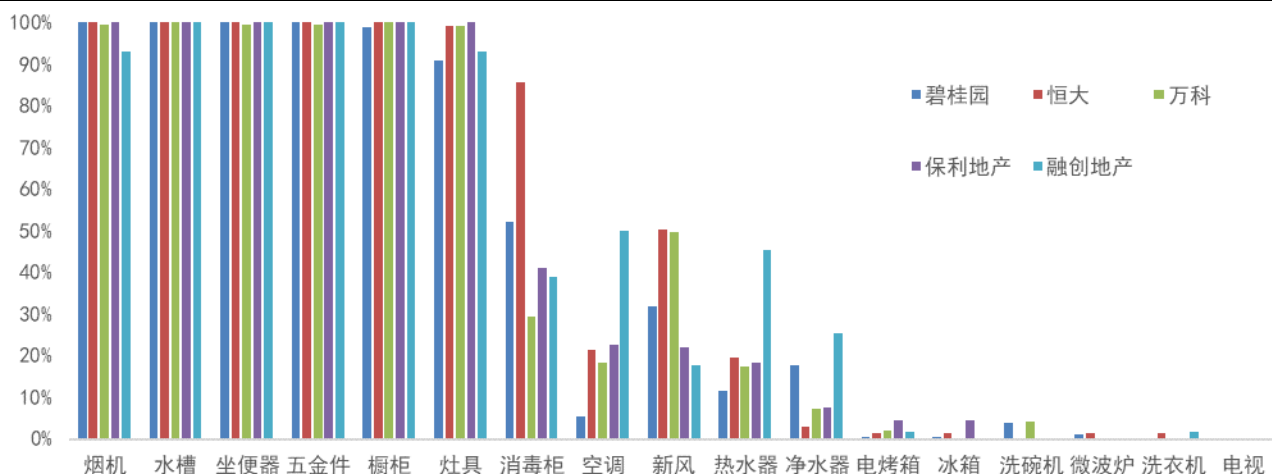
图 34：精装房渗透率提升空间大



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

厨电是精装趋势下最直接受益的家电品类。奥维云网数据统计，我国烟灶的精装配套率几乎为 100%，2018 年在房地产排名前 50 的房企中，精装配套率为 21.9%，非前 50 的房企配套率为 35.5%。保守假设厨电配置率不变的情况下，精装房渗透率翻倍将直接带动厨电精装市场规模翻倍。

图 35：厨电产品更新需求提升空间巨大

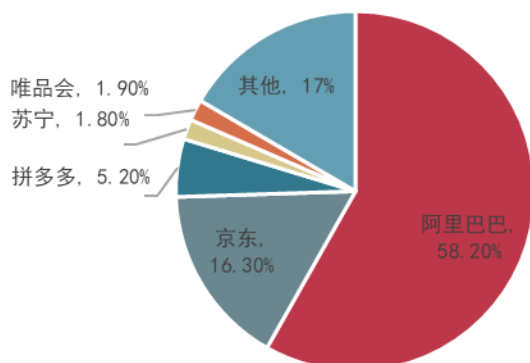


资料来源：全装联，东兴证券研究所

4.2.2 乘坐新零售渠道下沉列车，有望整合区域市场

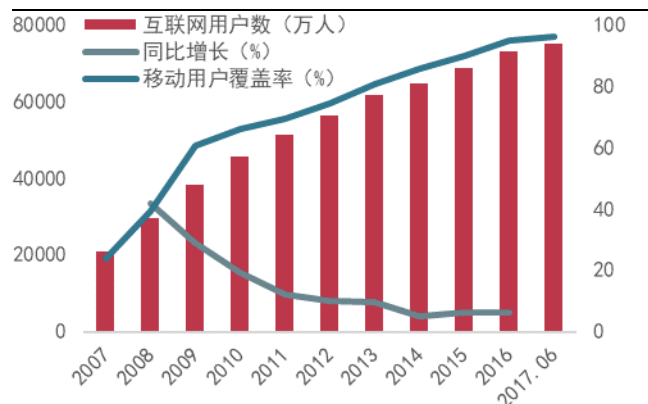
互联网技术的发展推动电商渠道迅速成长和普及。2000 年开始国内互联网用户暴增，线上销售渠道兴起，电商平台缩减了供应链层级，降低了产品的储存和展示费用，在初期成本优势显著。近十年涌现了大量互联网销售平台，电商体量和 B2C 市场份额呈爆发式增长。阿里巴巴集团旗下的淘宝和天猫作为 B2C 市场的领导者，在国内市场占据超过一半的市场，其营业收入在 2018 财年达到 2502.66 亿元，同比增长 58%，其核心电商业务收入为 2140.2 亿元，市场规模持续扩张。

图 36：2018 年电商平台市占率（%）



数据来源：产业在线、东兴证券研究所

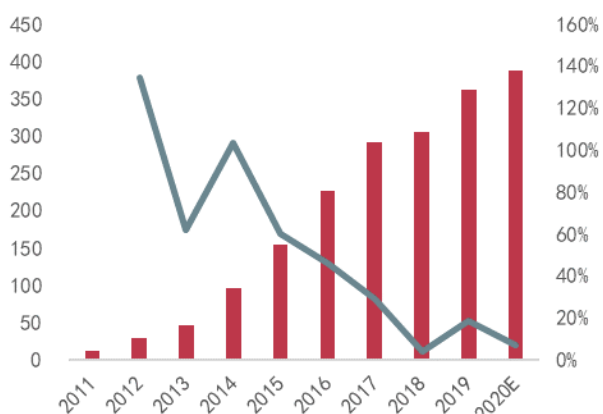
图 37：中国互联网用户数量及移动用户覆盖率



数据来源：国家统计局、东兴证券研究所

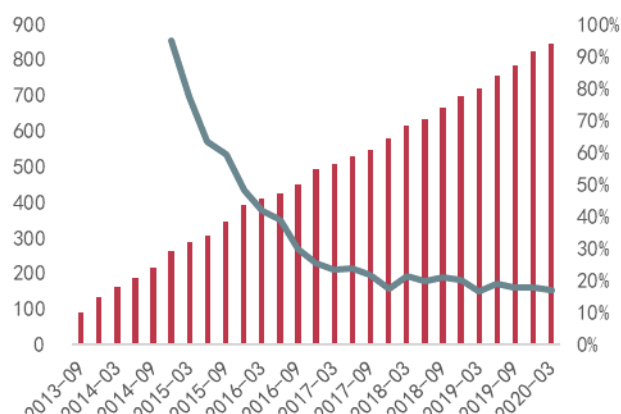
互联网人口红利已逐步消化，线上渠道已进入平稳发展。我国互联网时代的人口爆发的红利已被渐渐消化，线上用户规模增长逐步趋缓，电商渠道部分企业增速出现明显的下滑。从数据上来看，电商平台京东线上活跃用户 2011 年到 2019 年从 1250 万到 36200 万，活跃用户增速逐年下降，公司预计 2020 年同比只有 7% 左右的增长。淘宝的月度活跃用户已接近 9 亿，同比增速稳定保持 20% 左右但已明显。

图 38：京东线上活跃用户（百万）



数据来源：企业年报、东兴证券研究所

图 39：阿里移动月度活跃用户（百万）



数据来源：企业年报、东兴证券研究所

线上线下融合，渠道进入了深挖阶段。当前的渠道已经覆盖了主流的具有相对较强消费能力的市场，渠道的发展走向了下沉三四线及农村市场和线上线下融合深挖已覆盖市场的阶段。电商渠道发展后期，各类企业纷纷加入线上流量的争夺之中，迫使线上流量成本抬升，进一步削减企业利润空间。以电商平台为例，近年来，主流头部电商平台线上新增活跃用户营销成本逐年升高，其中 2015 至 2016 年是关键临界点，平均线上获客成本突破 200 元，已超过线下获客成本，渠道成本的上升迫使新的消费模式产生。线上和移动端相结合与线下实体店相联动的模式进一步突破传统电商体验困难和线下渠道库存配置不均的局面，实现支付、库存、消费的三个统一，做到真正的精准营销和提供线上线下一体化的会员服务。

图 40：京东家电专卖



数据来源：网络资料整理、东兴证券研究所

图 41：电商线下体验店打通线上线下的购物体验



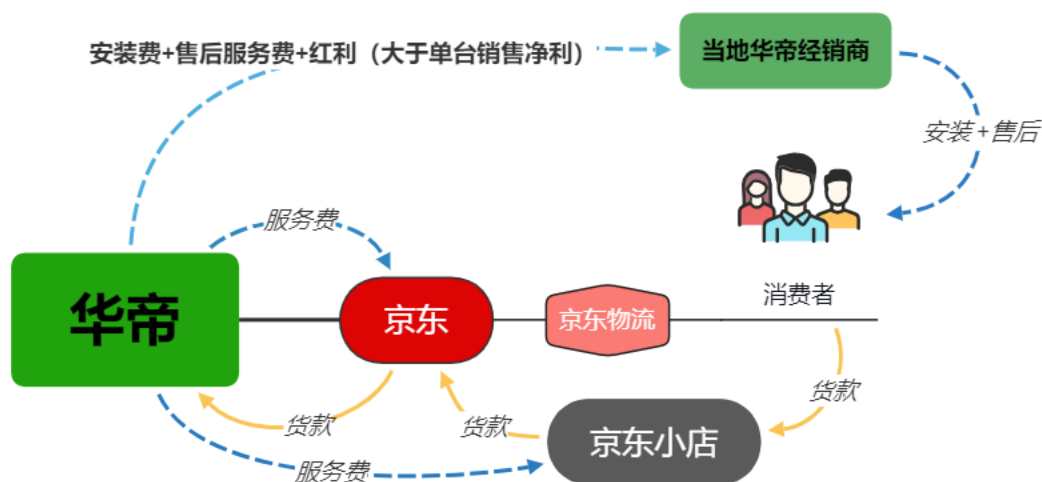
数据来源：公司官网、东兴证券研究所

顺应渠道发展，借力京东新零售发力低线城市。京东小电主力覆盖县级及以下市场，华帝与京东合作意在往 5、6 线城市发力，在节省招商成本的情况下快速提升店面覆盖率。与京东合作的模式和公司渠道二级经销商运营化的调整异曲同工。

华帝与京东的合作模式是服务费给予京东平台和京东小电，京东物流负责配送货，后由华帝本地经销商负责安装和售后，一站式解决公司在底线城市的物流、配送、库存等一系列问题。

此外，为了解决市场重合问题，公司会给当地经销商超过销售净利的红利补贴，这极大的提高了公司与京东新零售合作推行的容易程度。

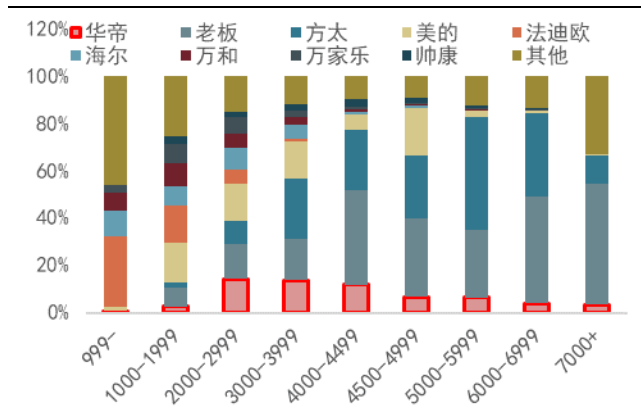
图 42：华帝与京东新零售模式概念图



资料来源：东兴证券研究所绘制

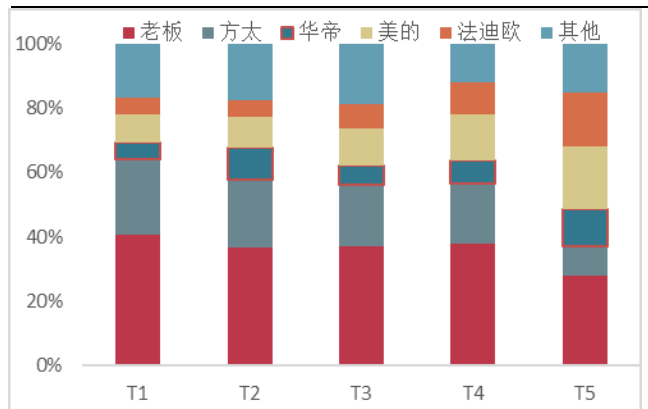
低线城市市场格局有待进一步整合。厨电市场集中度相较于成熟的空调、冰箱、洗衣机品类仍有较大提升空间，华帝凭借其分散较为均匀的渠道布局 and 价格段，立足三、四线城市，对一、二线及五、六线都具有一定的发展空间。作为专业化的厨电龙头企业之一，华帝有望充分享受多线市场的集中度提升，我们认为：1、产品高端化有助于华帝提升在一、二线高端市场的市占率。2、渠道下沉有助于其向下整合低线市场。

图 43：中低价格段行业格局分散小品牌占比高



数据来源：奥维云网、东兴证券研究所

图 44：低线城市集中度更低



数据来源：奥维云网、东兴证券研究所

5. 厨电行业规模成长空间依旧，中短期即将迎来景气上行阶段

5.1 新增需求叠加更新需求推动行业规模不断成长

5.1.1 厨电是传统大家电中的成长品类

二元经济下，厨电农村保有量提升空间大。由于农村房屋结构、生活习惯以及经济发展水平等问题，截止 2018 年国家统计局数据显示，我国发达城镇保有量较北京、上海等国际一线城市差距并不大，我国城乡排油烟机保有量差距巨大，农村保有量仍有两倍提升空间。

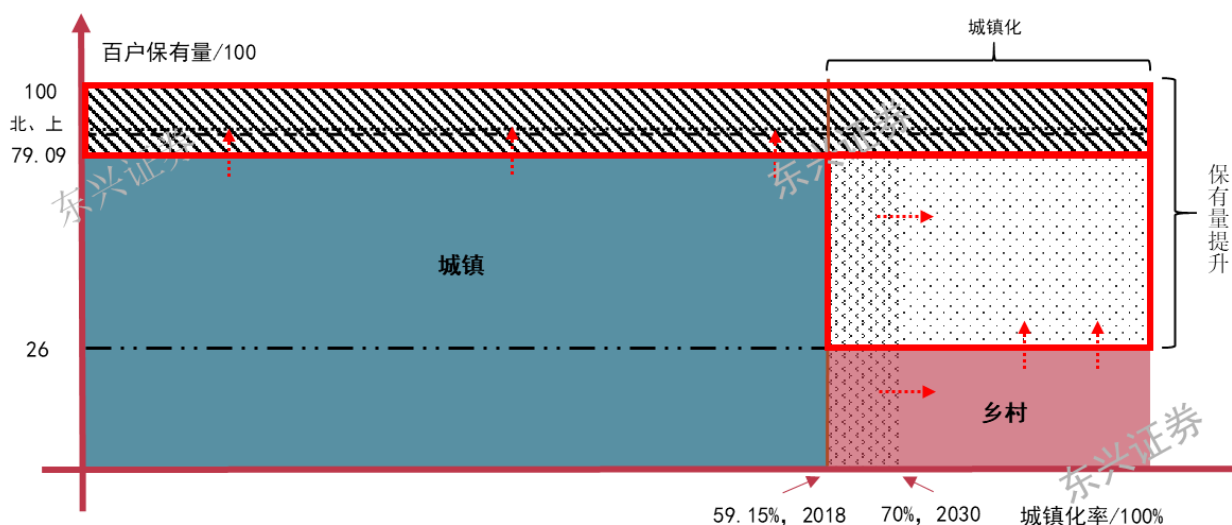
表 5：截至 2018 年我国农村抽油烟机保有量仍有两倍提升空间

	空调	洗衣机	冰箱	抽油烟机
城镇	142.18	97.69	100.92	79.09
北京	179.00	100.00	103.00	（2017）86.60
上海	207.00	94.00	100.00	85.00
农村	65.25	88.55	95.87	26.00
城乡差值	76.93	9.14	5.05	53.09
城乡差值/农村保有水平	117.91%	10.32%	5.27%	204.17%

资料来源：国家统计局、东兴证券研究所整理

厨电未来新增量主要源自：1. 底线城市农村每百户保有量的提升；2. 城镇化率提升。

图 45：厨电新增量示意图

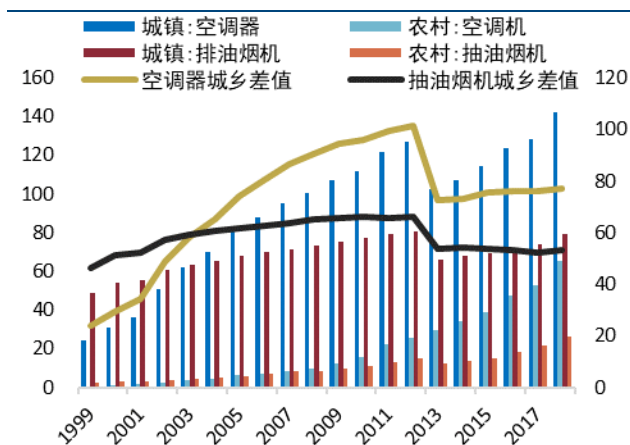


资料来源：东兴证券研究所绘制

新增主线一：农村保有量提升带来新增需求

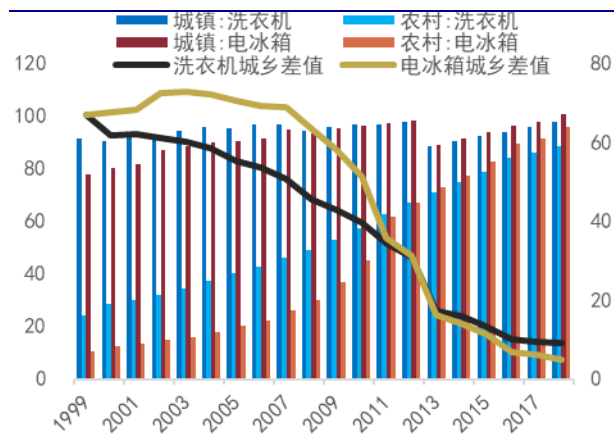
农村厨电产品有望复制冰箱和洗衣机的保有量提升路径。从历史数据可以看出，我国冰箱和洗衣机产品城乡保有量差距从2000年前后的70台左右，到2018年已经缩小到个位数。尤其在家电下乡期间（2008-2013）电冰箱保有量的城乡差距快速缩小，乡村电冰箱普及率快速上升。随着农村收入水平的提升、居住条件改善以及封闭式厨房的普及，未来十年农村厨电产品保有量将大幅提升。

图 46：空调和抽油烟机仍存在较大城乡差距（差值为右轴）



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

图 47：冰箱和洗衣机城乡差距较小（差值为右轴）

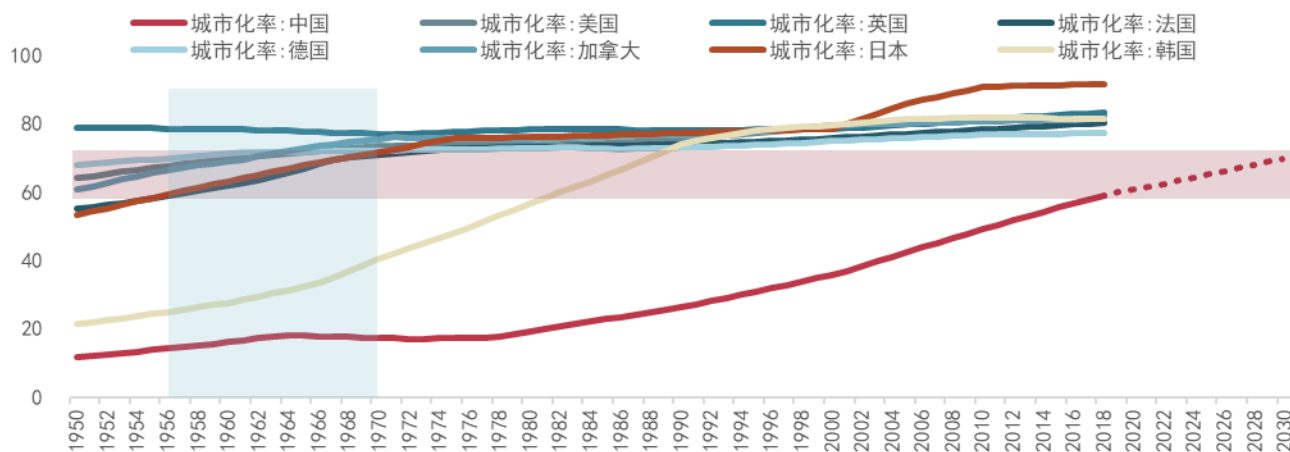


资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

新增主线二：城镇化带动保有量“补差”

城镇化标志着居民收入的提升和房屋结构的改善。中国社会科学院城市发展与环境研究所发布的《城市蓝皮书：中国城市发展报告 No.12》预计，到 2030 年我国城镇化率将达到 70%，2050 年将达到 80% 左右，城镇化仍然具有较大的发展空间和潜力。我们计算得出：中国未来十年城镇化水平复合增长率为 1.413%，即平均每年提升约 0.9 个百分点。

图 48：中国城镇化率将追赶发达国家



资料来源：联合国，东兴证券研究所

随着城镇化率的提升，每年将创造 250 万台以上的厨电需求。联合国预计我国人口约在 2030 年前后达到峰值，与此同时我国城镇化率预计将达到 70%，结合我国 2018 年国家统计局统计我国户均人口 3.1（变化极小）人，可以算出我国未来每年约有 5 万户城镇左右新城镇家庭。按照现有的保有量差距计算未来提升空间，可推算城镇化率提升可每年带来 250 万台以上的厨电需求。

表 6：城镇化率的提升能每年带来 250 万以上的需求增长

单位：百万	总人口	城镇化率	城镇人口	户数	户数增长	城镇化带来增量
2018	1427.65	59%	844.48	272.41	6.73	3.57
2019	1433.78	60%	860.09	277.45	5.04	2.67
2020	1439.32	61%	875.62	282.46	5.01	2.66
2021	1444.22	62%	891.01	287.42	4.97	2.64
2022	1448.47	63%	906.26	292.34	4.92	2.61
2023	1452.13	63%	921.39	297.22	4.88	2.59
2024	1455.25	64%	936.42	302.07	4.85	2.57
2025	1457.91	65%	951.39	306.90	4.83	2.56
2026	1460.09	66%	966.28	311.70	4.80	2.55
2027	1461.80	67%	981.08	316.48	4.77	2.53
2028	1463.05	68%	995.79	321.22	4.75	2.52
2029	1463.89	69%	1010.44	325.95	4.73	2.51
2030	1464.34	70%	1025.04	330.66	4.71	2.50

资料来源：国家统计局、联合国、东兴证券研究所测算

对比行业龙头年销量，城镇化带来增量可观。我们依据上文测算结果与业内龙头年销量做对比，结果显示城镇化每年带来的增量需求大约与龙头企业销量持平。

表 7：城镇化带来的出点销量约是龙头的年销量

	老板	方太	华帝	美的	海尔	城镇化带来增量
2017	271.11	241.01	172.96	220.75	69.24	217.00
2018	270.68	239.96	171.40	200.96	76.64	357.11
2019	268.69	240.39	165.14	184.52	83.70	267.41

资料来源：产业在线、联合国、国家统计局、东兴证券研究所测算

5.1.2 更新需求是下一阶段厨电的市场规模的中流砥柱

厨电更新潮即将到来，更新需求将逐步接替新增需求成为厨电市场主力需求。成熟的品类例如空调、洗衣机和冰箱等品种，源于长期的产品销售历史和较高保有量基数，每年销售规模中更新规模占比较高。根据我国国家标准化委员会出台的《家用电器安全使用年限细则》，厨电的设计安全使用年限是 8-15 年，根据欧睿国际数据统计显示，我国抽油烟机更新周期为 14 年左右。

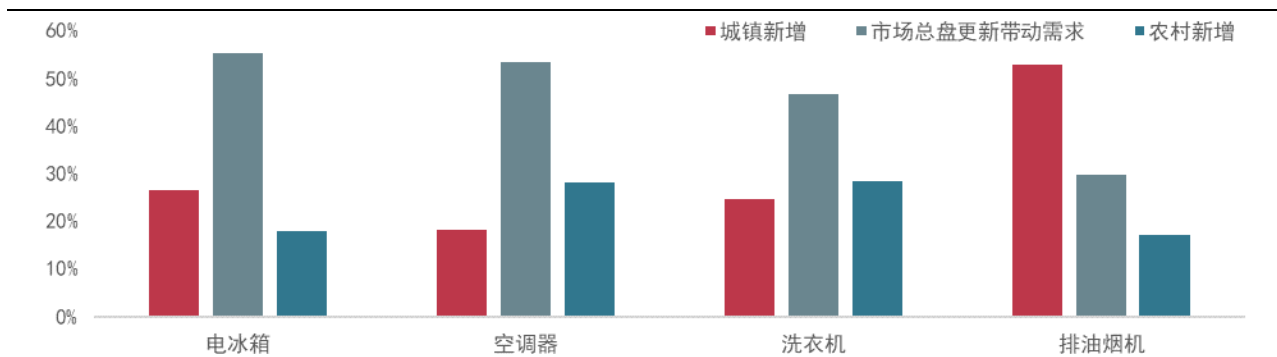
表 8：家用电器安全使用年限

空调	洗衣机	冰箱	彩电	抽油烟机
8~10 年	8 年	12~16 年	8~10 年	8~15 年
电热水器	电饭煲	微波炉	吸尘器	电筒剃须刀
8 年	10 年	10 年	8 年	4 年

资料来源：国家标准化委员会、东兴证券研究所测算

厨电产品更新需求即将爆发。随着厨电产品保有量的提升以及前期销售产品的基数的累计和使用年限的逼近，我们认为厨电产品的更新需求将成为未来支撑厨电市场规模的主要力量。根据国家统计局公布的数据，我们依据前期的期房销售叠加当年现房销售，估算出当年的交付情况，结合目前中国市场保有量在未来更新情况的正态分布计算得出传统家电产品城乡新增以及更新需求的比例（见附录）。结果复合上文推演，我国厨电市场目前仍依靠新增需求拉动为主，未来随着保有量的提升，更新需求将创造更大的市场规模。

图 49：厨电产品更新需求提升空间巨大

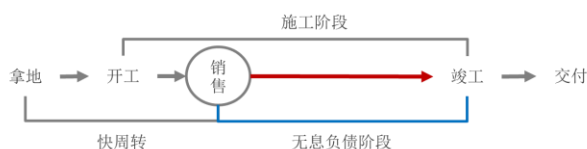


资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

5.2 竣工边际改善兑现需求，市场需求进入上行周期

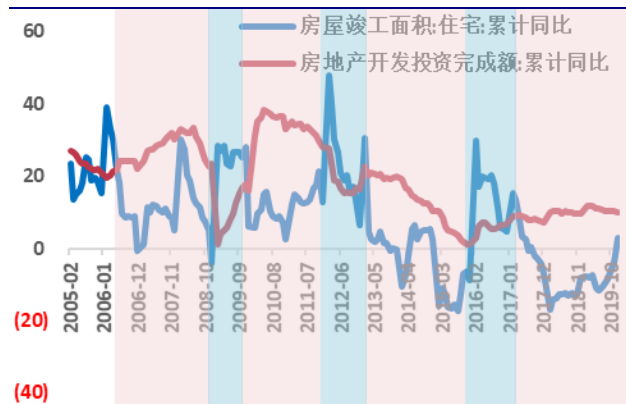
房地产竣工景气度上行对厨电行业销量有明显带动作用。经上文测算我国油烟机市场目前新增需求占比过半，厨电品类在装修购置顺序中靠前，在各家电品类中或将优先体现终端销售回暖。

图 50：房企无息负债阶段拉长



资料来源：东兴证券研究所

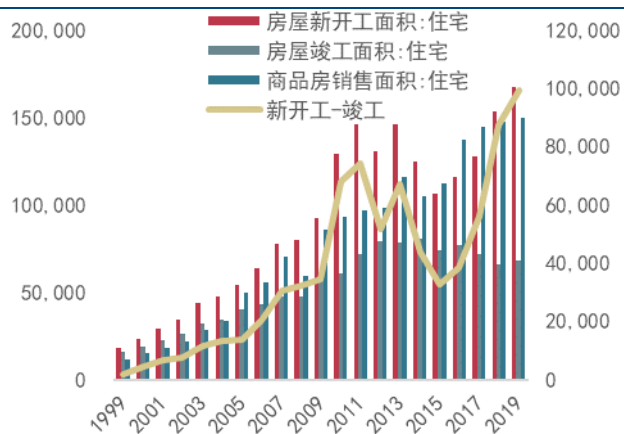
图 51：房屋竣工面积累计同比转正



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

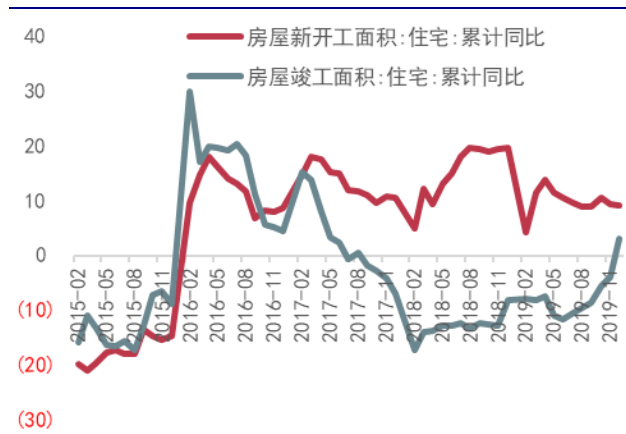
房地产正式进入“竣工-交付”阶段。房地产竣工在当前地产政策下与销售时点之间的无息负债周期拉长，竣工面积将在未来3年左右的时间区间逐步释放。从房地产开发投资完成额与竣工面积的相关关系以及待竣工和新开工面积轧差的不断累积来看，从2020年起正式进入房地产密集竣工交付阶段（受2020疫情影响延后半年至2020年下半年）。

图 52：房地产新开工和竣工之间轧差不断扩大



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

图 53：房屋竣工面积累计同比转正

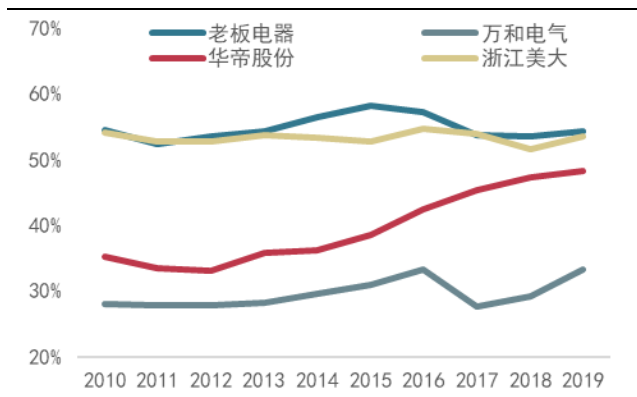


资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

6. 公司盈利能力持续提升

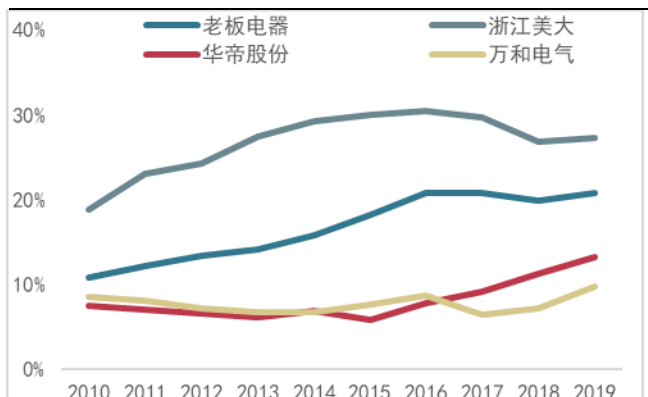
公司毛、净利率持续上行且仍具有提升空间。厨电板块在传统大家电里毛利率最高, 这也得益于多年的良态竞争下形成的分层竞争格局即高端龙头较少采用价格战形式进行市场份额的抢夺。华帝作为行业内仅次于老板、方太的国产品牌, 通过多年的积累和发展, 均价持续超行业平均的提升, 最终成为行业三大专业厨电龙头之一, 公司毛净、利也逐步向龙头公司靠拢。

图 54: 华帝毛利率持续提升



数据来源: wind、东兴证券研究所

图 55: 净利率持续提升

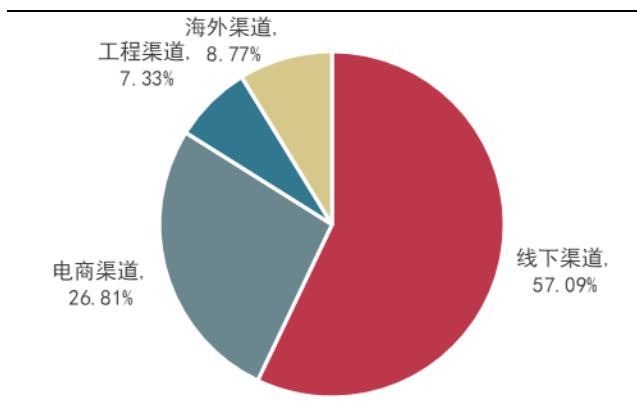


数据来源: wind、东兴证券研究所

毛利空间来自于: 长期的均价提升趋势; 自动化降本; 高毛利渠道占比提升; 采购成本把控等

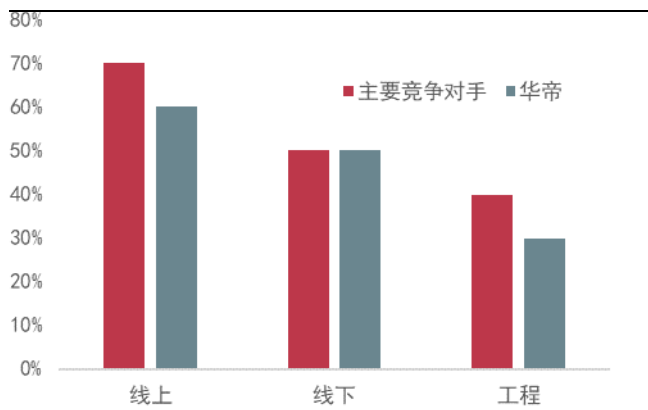
公司持续推进流程变革与组织变革, 通过在产品开发、采购等多方面变革优化。从研发源头把控产品成本, 通过通用化扩大规模效应, 提升产品毛利率; 采购端通过信息化技术进一步打通流程, 实现采购业务高时效、可控成本以及低风险运营, 进一步把控采购成本, 提升盈利空间; 制造端公司自动化率目前为 30% 左右, 提升空间较大。公司目前高毛利线上渠道占比仍有提升空间, 新零售渠道 60% 的毛利率也有助于进一步提升公司线下毛利水平。

图 56: 华帝毛利率持续提升



数据来源: wind、东兴证券研究所

图 57: 线上渠道的提升有助于华帝提升毛、净利率水平

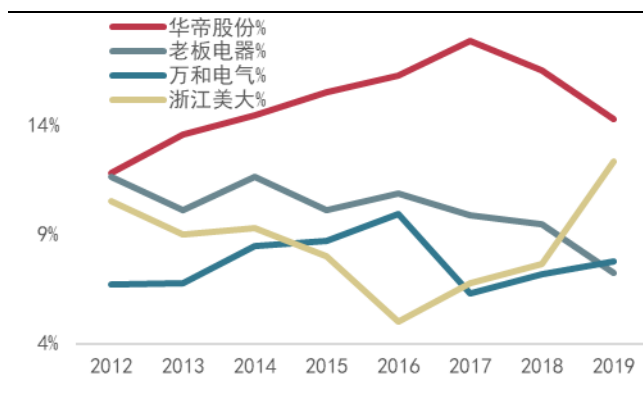


数据来源: wind、东兴证券研究所

净利空间来自于：销售费用回落；管理费用持续降低；

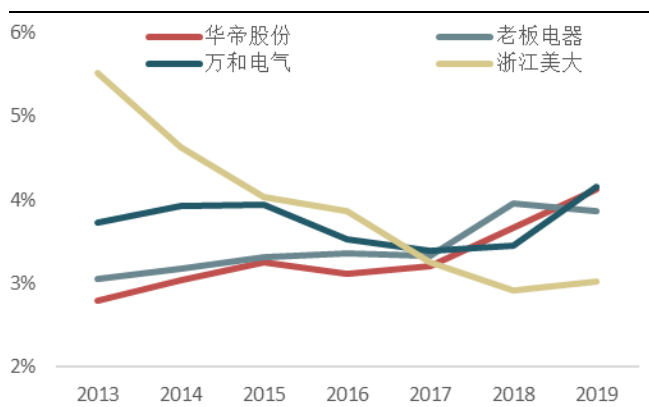
公司调整进入尾声，费用持续回落。2016-2017 年销售费用支出提高用于店面升级改造，硬件上华帝高端、时尚的品牌形象开始在门店数量及面积上付诸实现。治理上进一步细分职能职责，落实区域责任制，进一步实现销售精细化管理，加强分授权管理，在提升决策速度以及运营效率的同时，将销售费用精细化落实，杜绝无效率费用；此外公司管理费用率连续五年下降，由 2015 年的 7.99% 下降到 2019 年的 3.04%，经营效率不断提升。

图 58：销售费用率（业务宣传+销售服务）回落合理水平



数据来源：wind、东兴证券研究所

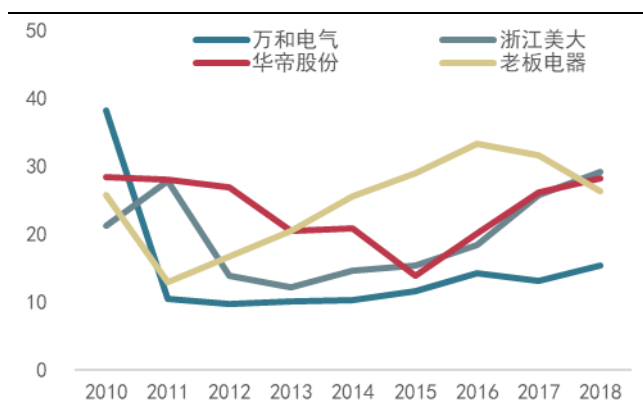
图 59：研发支出占比持续提升



数据来源：wind、东兴证券研究所

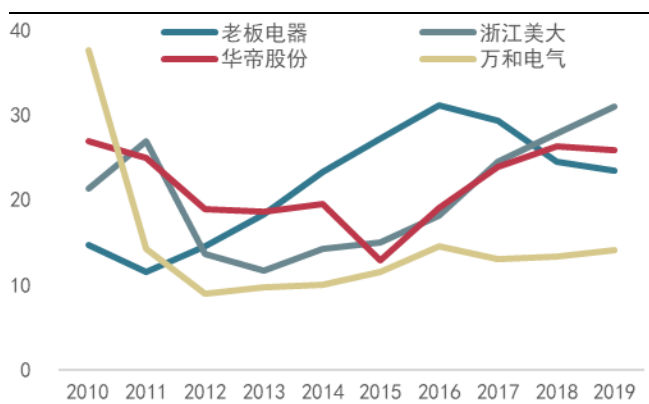
公司净资产收益率（ROE）和投入资本回报率（ROIC）处于历史较高水平。得益于较高的资产周转率和权益乘数，在净利率低于老板电器和浙江美大的情况下公司 ROE 水平仍然与其保持相对持平。为此我们对比可比公司 ROIC，以此排除资产负债率对公司实际价值创造能力判断的影响，结果表明公司目前营运投入资本创造企业价值的水平较高，对比 2017 年（ROIC 与浙江美大相同）可以看出，公司较高的总资产周转率是公司创造价值的源泉。

图 60：公司 ROE 持续提升



数据来源：wind、东兴证券研究所

图 61：公司 ROIC 保持行业较高水平



数据来源：wind、东兴证券研究所

7. 估值与投资建议

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司 2020-2023 年营收分别为 62.98、70.69 和 79.80 亿元，归母净利润为 8.07、9.44 和 11.57 亿元，对应 EPS 分别为 0.93、1.09 和 1.33 元。当前股价对应 2020-2021 年 PE 值分别为 12.79、10.93 和 8.91 倍。我们综合 FCFE 估值测算为 16.47 元以及相对估值法得到 16.92 元，给定 6 个月目标价格 16 元，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

7.1 相对估值

目前公司 2020 年估值为 13 倍左右，处于历史低位，具备安全边际和提升空间。我们选取老板电器、浙江美大、万和电气作为可比公司，2020 年三家可比公司的平均市盈率为 19.82 倍。

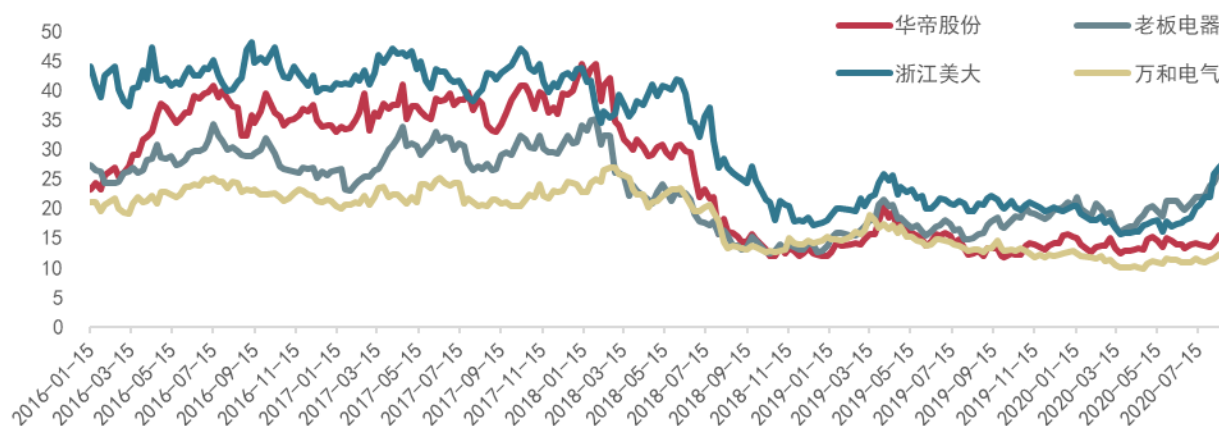
表 9：可比公司（2020/08/25）

公司代码	公司简称	收盘价	总市值（亿）	净利润（百万）			EPS			P/E ratio			PB
				2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
002508.SZ	老板电器	41.21	388.00	1712.34	1924.34	2130.66	1.80	2.03	2.25	22.84	20.32	18.36	5.79
002677.SZ	浙江美大	19.69	128.00	499.17	593.67	703.08	0.77	0.92	1.09	25.48	21.43	18.09	9.53
002543.SZ	万和电气	9.01	67.00	601.00	676.00	757.12	0.81	0.91	1.02	11.15	9.91	8.82	1.78
	平均			937.50	1064.67	1196.95	1.13	1.29	1.45	19.82	17.22	15.09	5.70
002035.SZ	华帝股份	11.53	100.00	820.53	962.28	1179.06	0.94	1.11	1.36	12.57	10.72	8.75	3.60

资料来源：公司公告、东兴证券研究所测算

从公司历史估值水平来看，2018 年至今公司的平均估值为 18.55 倍。可比公司老板电器、浙江美大、万和电气 2018 年至今的平均估值为 19.49、24.82 和 15.54 倍，当前估值为 28.81、25.86 以及 12.12。参考行业平均市盈率和公司历史市盈率，我们给予公司 2020 年 18 倍的 PE，对应价格：16.92 元。

图 62：可比公司历史估值水平



资料来源：东兴证券研究所绘制

7.2 绝对估值

我们采用 FCFE 估值进行绝对估值，假设无风险利率（参考十年期国债）为 2.8%， β 经 wind 提取为 0.95（benchmark 选取全 A 股）， R_m （参考 A 股过去三年年化收益算数平均）取值 13%， K_e 计算结果为 11.54%。第二阶段增速为 2%，永续增速为 1%。FCFE 估值测算得到价格：16.47 元。

表 10: FCFE 敏感性测试结果

敏感性测试结果	长期增长率(g)								
K_e	-1.00%	-0.50%	0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
9.99%	19.90	20.31	20.76	21.26	21.83	22.47	23.20	24.05	25.03
10.49%	18.86	19.21	19.60	20.02	20.50	21.04	21.65	22.34	23.15
10.99%	17.92	18.22	18.55	18.92	19.32	19.78	20.29	20.87	21.53
11.49%	17.06	17.32	17.61	17.92	18.27	18.66	19.09	19.57	20.12
11.99%	16.28	16.50	16.75	17.03	17.32	17.65	18.02	18.43	18.89
12.49%	15.56	15.76	15.97	16.21	16.47	16.75	17.07	17.42	17.81
12.99%	14.90	15.07	15.26	15.47	15.69	15.94	16.21	16.51	16.84
13.49%	14.29	14.44	14.61	14.79	14.99	15.20	15.43	15.69	15.97
13.99%	13.73	13.86	14.01	14.17	14.34	14.52	14.73	14.95	15.19
14.49%	13.20	13.32	13.45	13.59	13.74	13.91	14.08	14.28	14.49
14.99%	12.72	12.83	12.94	13.06	13.20	13.34	13.49	13.66	13.84

资料来源：东兴证券研究所测算

8. 风险提示

宏观：原材料价格波动；市场系统性风险等；**地产周期**持续下行；**中观：**行业格局动荡、竞争加剧，市场均价波动等；**房地产交付**不及预期；**微观：**底线城市开店数不及预期。新零售业务拓展不及预期。低线城市市占率提升不及预期；

附表：公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位：百万元						单位：百万元					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	4091	4530	3643	3881	4156	营业收入	6095	5748	6298	7069	7980
货币资金	1580	1032	0	0	0	营业成本	3210	2974	3288	3669	4108
应收账款	761	806	863	949	1049	营业税金及附加	50	35	38	42	48
其他应收款	65	32	35	39	44	营业费用	1651	1522	1637	1855	2085
预付款项	33	33	33	33	33	管理费用	170	175	189	212	239
存货	484	564	613	673	743	财务费用	-47	-5	0	0	0
其他流动资产	467	2	2	2	2	研发费用	223.62	237.17	230.39	233.78	232.09
非流动资产合计	1203	1446	1374	1286	1214	资产减值损失	78.64	-1.54	31.90	36.33	22.23
长期股权投资	4	11	9	8	9	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	566.78	564.00	518.88	473.76	428.64	投资净收益	21	53	26	33	38
无形资产	195	204	192	181	170	加：其他收益	19.14	30.90	21.10	23.71	25.24
其他非流动资产	20	14	30	21	22	营业利润	798.18	816.49	930.39	1077.52	1308.57
资产总计	5294	5976	5017	5166	5370	营业外收入	17	34	23	24	27
流动负债合计	2590	2794	3099	3272	3439	营业外支出	6	6	7	6	6
短期借款	10	0	0	0	0	利润总额	809	844	946	1096	1329
应付账款	667	834	883	965	1058	所得税	116	84	124	136	157
预收款项	196	180	180	180	180	净利润	694	761	822	959	1172
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	少数股东损益	17	13	15	15	14
非流动负债合计	29	66	43	46	52	归属母公司净利润	676.94	747.77	806.50	944.41	1157.50
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	2619	2859	3142	3318	3491	成长能力					
少数股东权益	84	109	124	139	154	营业收入增长	6.36%	-5.69%	9.56%	12.25%	12.89%
实收资本（或股本）	882	869	869	869	869	营业利润增长	30.40%	2.29%	13.95%	15.81%	21.44%
资本公积	141	81	81	81	81	归属于母公司净利	32.83%	10.46%	7.86%	17.10%	22.56%
未分配利润	1490	1920	2490	3157	3975	获利能力					
归属母公司股东权	2590	3008	3841	4583	5492	毛利率（%）	47.34%	48.26%	47.79%	48.10%	48.52%
负债和所有者权益	5294	5976	7107	8040	9137	净利率（%）	11.38%	13.23%	13.05%	13.57%	14.69%
现金流量表						总资产净利润（%）	12.79%	12.51%	16.08%	18.28%	21.55%
单位：百万元						ROE（%）	26.13%	24.86%	21.00%	20.61%	21.08%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	偿债能力					
经营活动现金流	629	779	1059	986	1134	资产负债率（%）	49%	48%	44%	41%	38%
净利润	694	761	822	959	1172	流动比率	1.58	1.62	1.18	1.19	1.21
折旧摊销	112.19	135.22	89.90	85.34	81.40	速动比率	1.39	1.42	0.98	0.98	0.99
财务费用	-47	-5	0	0	0	营运能力					
应收账款减少	-367	-45	-57	-86	-100	总资产周转率	1.28	1.02	0.96	0.93	0.93
预收账款增加	-1	-16	0	0	0	应收账款周转率	11	7	8	8	8
投资活动现金流	471	-975	-27	0	6	应付账款周转率	9.15	7.66	7.34	7.65	7.89
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	每股指标（元）					
长期投资减少	0	0	2	1	-1	每股收益（最新摊	0.77	0.85	0.93	1.09	1.33
投资收益	21	53	26	33	38	每股净现金流（最	0.95	-0.69	1.22	1.46	1.65
筹资活动现金流	-267	-401	27	283	292	每股净资产（最新	2.94	3.46	4.42	5.27	6.32
应付债券增加	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	0	0	0	0	0	P/E	14.16	12.88	12.79	10.93	8.91
普通股增加	300	-12	0	0	0	P/B	3.73	3.17	2.69	2.25	1.88
资本公积增加	-108	-60	0	0	0	EV/EBITDA	10.15	9.89	10.45	9.10	7.56
现金净增加额	834	-597	1059	1269	1432						

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	“精装修”和“消费升级”趋势下的中央空调行业	2020-06-07
行业深度报告	“后疫情”专题之家电行业：世界家电工厂的“湿雪”和“长坡”。	2020-04-01
专题报告	【东兴家电】见微知著系列报告(5)：价格为何而战？	2019-12-12
专题报告	【东兴家电】“见微知著”系列报告：水大鱼大，空调行业格局稳固	2019-08-28
专题报告	【东兴家电】行业专题：低线市场二三事	2019-07-02
行业事件点评报告	【东兴家电】行业事件点评：政策刺激更新需求，利好多品类龙头	2019-06-11
专题报告	行业专题报告：关于多品牌布局的一些思考	2019-06-03

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

分析师：闵繁皓

金融硕士研究生，2017年5月加入东兴证券研究所，从事家用电器行业研究工作。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。