

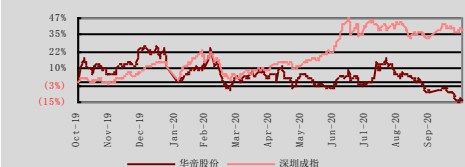
002035.SZ

买入

市场价格：人民币 8.94

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(32.5)	(7.5)	(14.2)	(14.2)
相对深证成指	(56.9)	(10.0)	(12.5)	(50.9)

发行股数(百万)	869
流通股(%)	90
总市值(人民币 百万)	7,771
3 个月日均交易额(人民币 百万)	175
净负债比率(%) (2020E)	净现金
主要股东(%)	
石河子奋进股权投资普通合伙企业	14

资料来源：公司公告，聚源，中银证券
以 2020 年 10 月 31 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

家用电器

证券分析师：孙谦
(8621)20328348
qian.sun@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300520070001

证券分析师：张译文
(8621)20328764
yiwen.zhang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300520090004

华帝股份

厨电标兵，锐意进取

随着疫情影响的逐步缓和，竣工逻辑回归厨电短期需求回补，长期空间尚足。华帝股份积极推进新零售业务，叠加渠道库存压力逐步释放，后续经营触底反弹概率较大。公司当前估值处于历史较低水平，估值中枢有望逐步修复，首次覆盖给予买入评级。

支撑评级的要点

- **不断进取的厨电标兵。**华帝股份创立于 1992 年，是厨电行业内第一家上市公司，2010-2019 年公司营收复合增速约 13%。公司拥有研发、生产、销售等完整产业链，实行“华帝”“百得”双品牌运作，油烟机、燃气灶销售额连续多年位于行业前三，燃气热水器、电热水器、洗碗机、嵌入式消毒柜、嵌入式电蒸箱、嵌入式电烤箱均为行业前十。
- **把握线上小 B 端，积极拥抱新零售。**2019 年 9 月，华帝与京东正式达成战略合作协议，入驻京东家电专卖店，标志着华帝正式开启“新零售”之路。截至 2019 年末，公司已进驻新零售渠道门店 9160 家。零售平台全面下沉布局而带来的需求增量确定性较强，有望打破厨电品牌格局的区域性特征，率先与新零售渠道合作的厨电龙头华帝股份市占率有望进一步提升。
- **多品类矩阵日渐完善，高端品牌定位加持。**华帝涉足热水器领域较早，依托自身先进的燃热技术，独立燃气热水器销售体系，进一步扩大燃气热水器的市场占有率；同时公司不断增加对新厨电的投入，品牌竞争力不断提升，2019 年公司洗碗机、蒸烤一体机收入增速为 50%/195%。公司以“智能”和“时尚”作为发力点，通过与重量级 IP 深度合作，打造更加智能化、时尚化、国际化的全新形象，为不断提升市占率保驾护航。

估值

- 在当前股本下，公司 2020-2022 年每股收益分别为 0.62 元、0.75 元、0.85 元，对应市盈率分别为 14.4、11.9、10.5 倍，首次覆盖给予买入评级。

评级面临的主要风险

- 新冠疫情影响超预期；终端表现不及预期；下沉门店开设进度不及预期；原材料价格上涨。

投资摘要

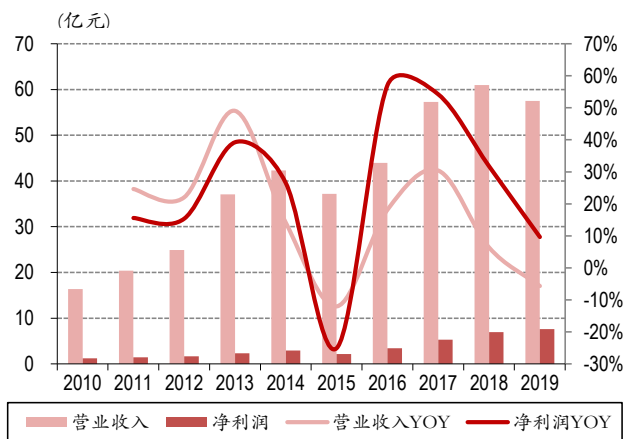
年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入(人民币 百万)	6,095	5,748	5,137	5,803	6,471
变动(%)	6	(6)	(11)	13	12
净利润(人民币 百万)	677	748	542	652	739
全面摊薄每股收益(人民币)	0.777	0.858	0.622	0.749	0.849
变动(%)	(11.3)	10.5	(27.6)	20.4	13.4
全面摊薄市盈率(倍)	11.5	10.4	14.4	11.9	10.5
价格/每股现金流量(倍)	12.4	10.0	17.1	11.0	14.5
每股现金流量(人民币)	0.72	0.89	0.52	0.81	0.62
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.5	7.8	9.4	7.5	7.0
每股股息(人民币)	0.296	0.183	0.186	0.225	0.255
股息率(%)	3.3	2.0	2.1	2.5	2.9

资料来源：公司公告，中银证券预测

华帝股份：不断变革，顺势而为

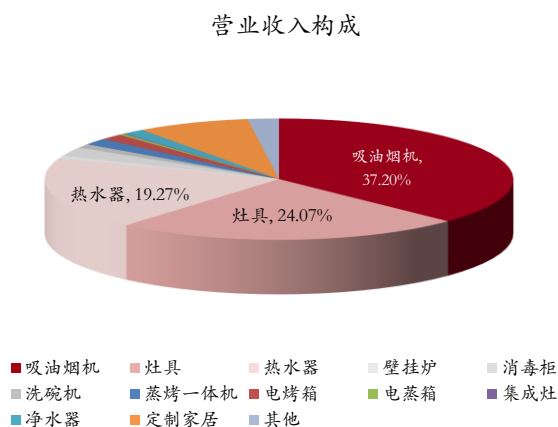
华帝股份创立于1992年，2004年在深圳证券交易所上市，是厨电行业内第一家上市公司，2010-2019年公司营收复合增速约13%。公司拥有研发、生产、销售等完整产业链，实行“华帝”“百得”双品牌运作，其中“华帝”品牌定位高端市场，“百得”品牌定位中端市场。从收入结构来看，油烟机、灶具、热水器为公司主要收入利润来源，2019年油烟机/灶具/热水器收入占比分别为37%/24%/19%。公司油烟机、燃气灶产品销售额连续多年位于行业前三，燃气热水器、电热水器、洗碗机、嵌入式消毒柜、嵌入式电蒸箱、嵌入式电烤箱均为行业前十。

图表70. 2010-2019年华帝股份营收复合增速13%



资料来源: Wind, 中银证券

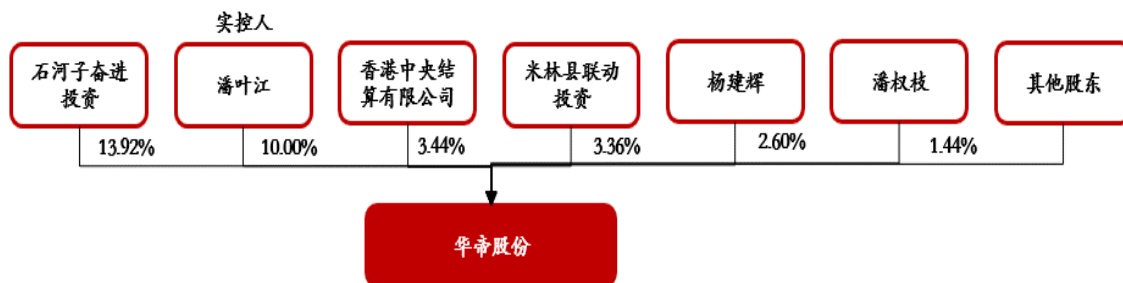
图表71. 华帝股份营业收入构成 (2019年)



资料来源: Wind, 中银证券

公司成立之初股权结构较为分散，2012年公司收购百得，随后原有创始人黄文枝、邓新华和何伯荣分别向潘氏家族转让股权；2015年潘叶江成为新任董事长，九州投资清算后，潘氏控股的奋进投资成为公司控股股东，潘氏家族成为华帝的实际控制人。在公司股权集中后，潘总重新梳理确认了公司的品牌定位与经营战略，为公司不断提高市场影响力奠定坚实基础。

图表72. 华帝股份股权结构



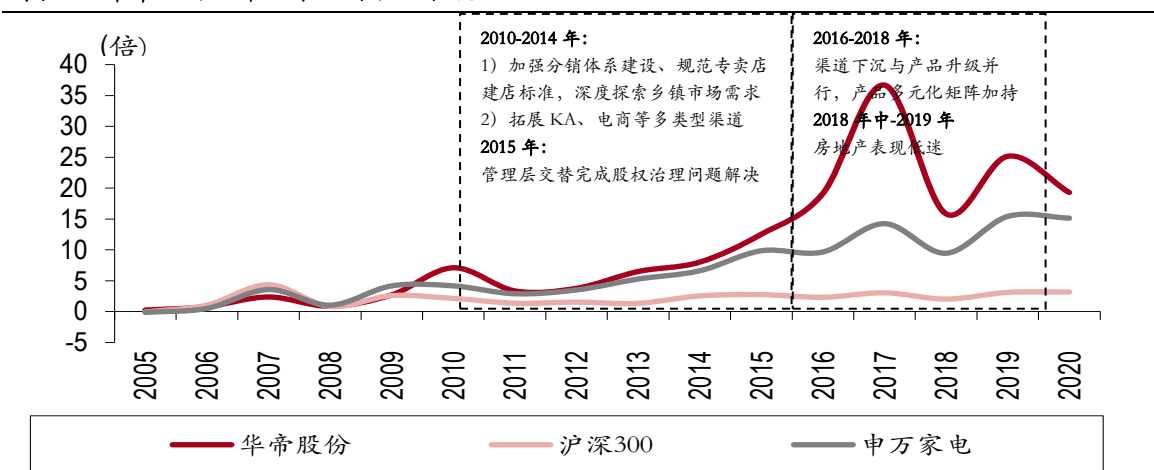
资料来源: Wind, 中银证券

复盘华帝过去 10 年的经营表现，公司在享受行业增长红利的同时，一直保持着不断变革、锐意进取的活力。

(1) **2010-2014 年，深耕传统分销，拓展多渠道协同发展。**2007 年底家电下乡政策开始试点，2008 年末在全国范围推行，低线消费者对家电产品的购买力被不断激发。华帝敏锐发掘到这一市场需求，加强对分销体系的建设，规范包括县镇在内的专卖店建店标准；公司在 2010 年底开始提出乡镇网点概念，深度探索乡镇市场需求。这期间华帝专卖店数量从 2010 年的 1,774 家增长至 2014 年的 2,352 家，2014 年乡镇网点数量增长至 4,653 家。同时公司为顺应时代发展与新兴消费习惯，拓展 KA、电商等多渠道类型，2010-2014 年间 KA 进店数从 1,477 家增长至 3,306 家，电商渠道销售收入从 2,188 万元增长至 5.7 亿元。2010 年-2014 年，地产受政策调配波动性较大，公司依靠积极的渠道策略，保障营收增长更加稳健。

(2) **2016-2018 年，渠道下沉与升级并行，产品多元化矩阵加持。**渠道端：2016 年政府推出“因城施策”方针，各地积极推进棚户区改造货币化安置，三四线房地产市场景气度显著提升。公司紧紧把握我国城镇化进程，持续推进渠道下沉深挖三四级市场需求，2016-2018 年公司新增标准专卖店 557 家、乡镇网点 110 家。2016 年起不断升级终端形象，开展“百城树旗，千店升级”的渠道升级改造计划，截至 2018 年底公司旗舰店/标准专卖店分别达 420 家/3,283 家，新形象店铺占比 75.4%。产品端：公司持续推进多元化的产品策略，2017 年后公司重新梳理燃气热水器品牌价值发布 27 款新品，2018 年明确燃气热水器为第二大主要发展品类；2018 年洗碗机生产线顺利上线并实现试产和批产，进一步完善了公司在智慧厨房的版图布局。

图表73. 华帝股份上市以来股价收益表现



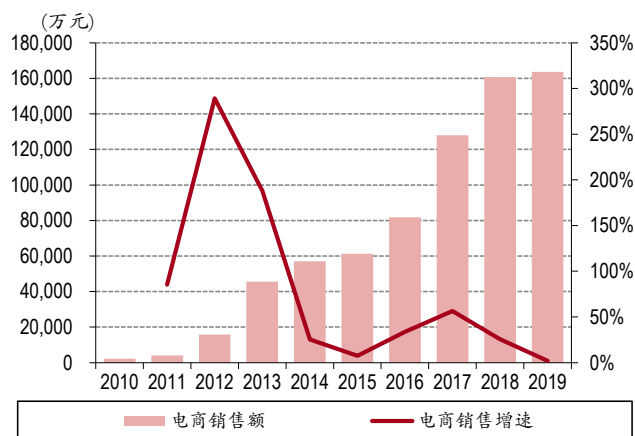
资料来源：Wind，中银证券

把握线上小 B 端，积极拥抱新零售

紧跟电商发展进程，实现精准营销

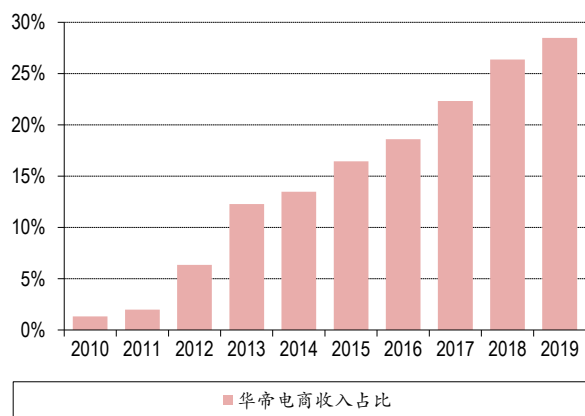
进入 2012 年，电商爆发力逐步显现。为适应当期的消费方式，公司加大了对以电商为代表的新兴渠道的投入，在 2013 年将新兴渠道部进一步升级为电子商务中心，先后入驻天猫、京东、苏宁易购等电商平台以及自建官方商城；随着直播娱乐的兴起，公司积极尝试网络直播销售，加强与用户互动，抢占用户流量，电商渠道份额逐年提升。

图表74. 华帝电商渠道逐年增长



资料来源: Wind, 中银证券

图表75. 华帝股份电商渠道收入占比逐年提升



资料来源: Wind, 中银证券

积极拥抱新零售

近年来公司持续把握电商渠道精准营销方式，随着线上线下呈现互动、融合趋势，积极拥抱新零售渠道，优先利用新渠道占据市场份额。2019年9月，华帝与京东正式达成战略合作协议，入驻京东家电专卖店，标志着华帝正式开启“新零售”之路。截至2019年末，公司已进驻新零售渠道门店9160家。依托新零售平台，华帝可在成本支出较少的情况下，有效触达低线地区的家电消费需求。零售平台全面下沉布局而带来的需求增量确定性较强，全面下沉策略有望打破厨电品牌格局的区域性特征，率先与新零售渠道合作的厨电龙头华帝股份的市占率有望进一步提升。

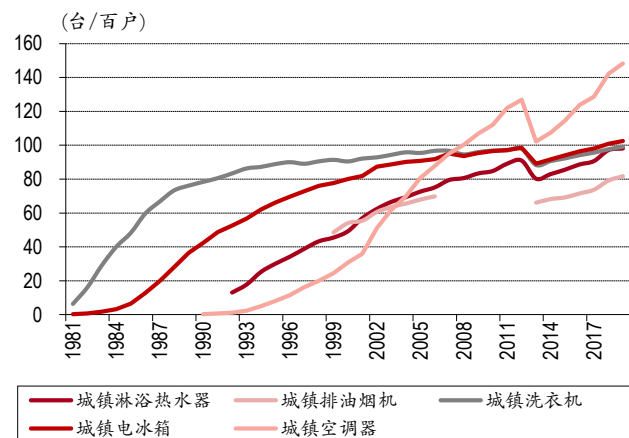
多品类矩阵日渐完善，高端品牌定位加持

公司坚持“以技术引领市场、以技术支持市场”的技术理念，不断加大研发投入。公司拥有多项自主知识产权和核心技术，创新了聚能燃烧、超大风量、纳米自洁、蒸水洗、智能语音控制、悬浮式翻转炉头等行业领先技术。截至2019年底，公司拥有有效专利1,547项，技术积累行业领先。

充分发挥技术协同效应，热水器产品线形成逐档竞争优势

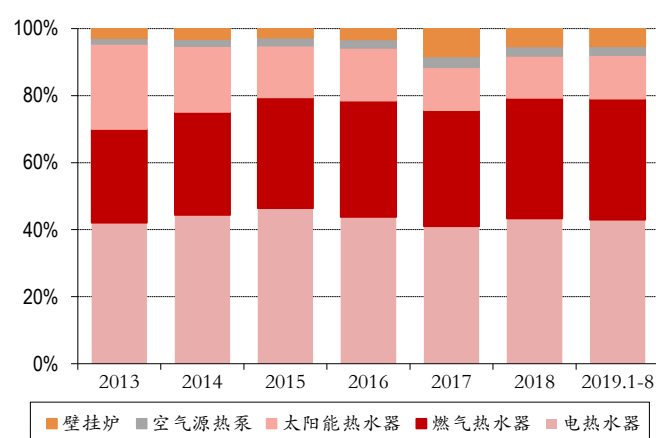
从行业来看，我国热水器品类保有量相对较高，产品结构性调整以及国产品牌替代效应将成为一段时间热水器行业发展的核心逻辑。2019年城镇淋浴热水器保有量为98台/百户，与冰箱洗衣机保有量水平基本相当，电热水器仍为第一大品类，燃气热水器份额不断提升，这主要与燃气管网设施不断完善，燃气热水器本身消费者使用体验更好、更具经济性优势密切相关。

图表76. 我国城镇热水器保有量处于较高水平



资料来源: Wind, 中银证券

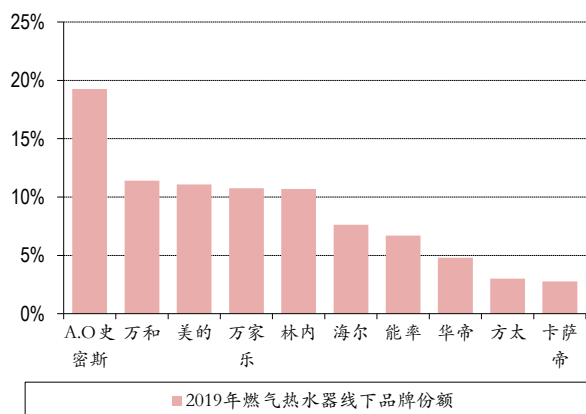
图表77. 燃气热水器品类占比不断提升



资料来源: Wind, 中银证券

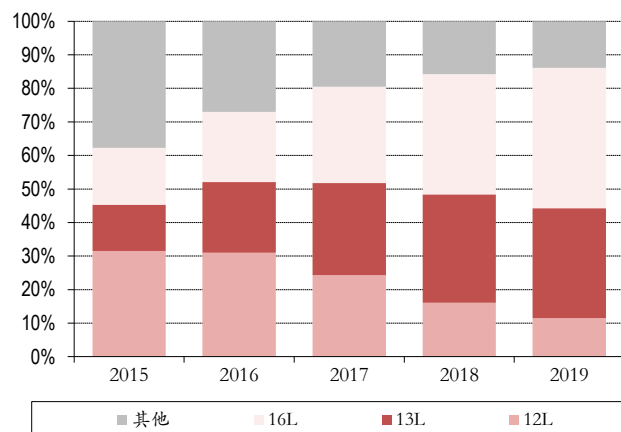
从竞争格局角度来看，我国燃热市场长期被 A.O.史密斯、林内、能率等外资品牌占据高端市场主要份额，国产品牌主打性价比路线，随着国内企业热水器制造技术的不断提升，及高端化的品牌形象转型，国产品牌逐步向高端化市场竞逐，产品结构逐步向更大容量体积产品升级。

图表78. 国产品牌替代空间仍在



资料来源：奥维云网，中银证券

图表79. 产品结构向更大容积升级

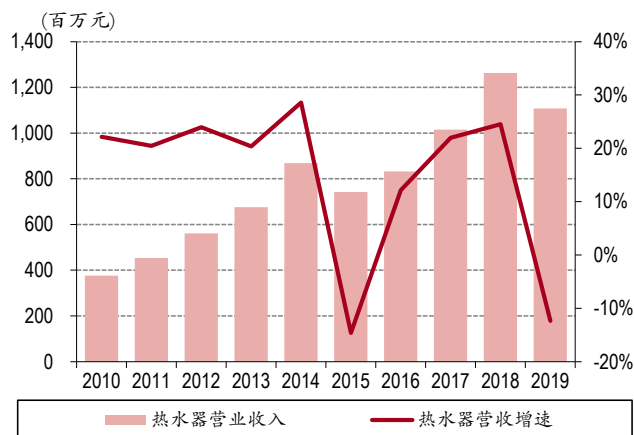


资料来源：奥维云网，中银证券

华帝涉足热水器领域较早，2002 年成立燃热事业部，2017 年上半年成立燃热供暖产品部，2018 年公司明确燃气热水器为第二大主要发展品类，组建专业化团队、升级研发平台、全面更新换代燃气热水器产品线，通过工业设计、功能配置的差异化，突显不同档次的产品外观系列化，配置模块化，独立燃气热水器销售体系，进一步扩大燃气热水器的市场占有率。

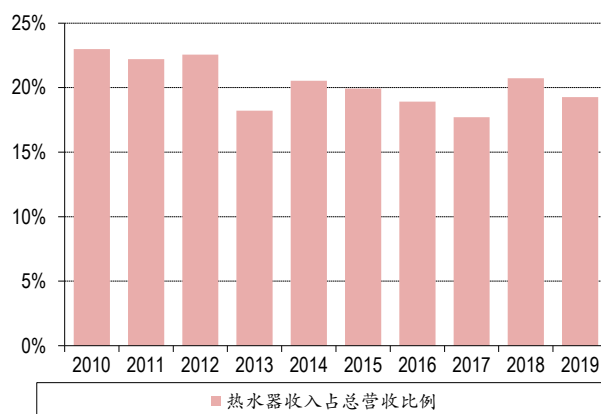
一直以来，公司依托自身先进的燃热技术，在热水器技术方面居行业领先地位，特别是 2018 年公司推出的零冷水系列热水器，多项技术加持，如标配先进的增压回水引擎，内置直流无极变速水泵，以保障系统启动后将管内冷水快速抽回热水器加热；配置进出水温传感器，保证出水温度恒定，实现一键舒适浴；配置华帝专利恒温舱技术，解决“忽冷忽热”问题；标配专利封闭燃烧室，极大的减少了一氧化碳、氮氧化物等气体的排放，也促进了零冷水燃热的稳定性和抗风压能力。

图表80. 华帝热水器业务规模逐步扩大



资料来源：Wind，中银证券

图表81. 热水器为第二大主要发展品类



资料来源：Wind，中银证券

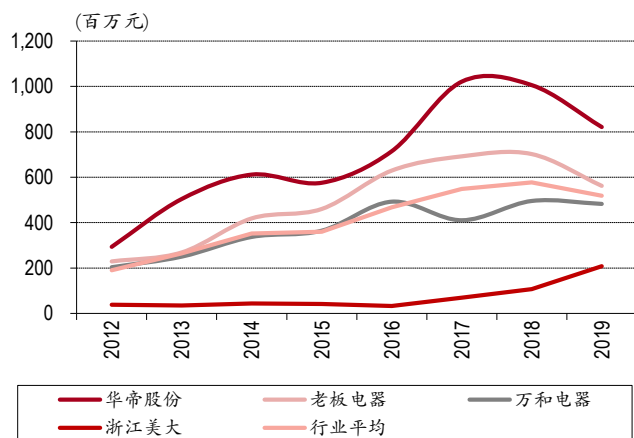
把握新厨电发展机遇，完善智慧厨房版图布局

根据前文所述，目前新厨电品类成为厨电行业发展的新动能，基于其较强的成长属性，华帝不断增加对新厨电的投入，品牌竞争力不断提升。2018 年华帝洗碗机生产线顺利上线并实现试产和批产，抽屉式干态洗碗机首创负压主动去水，干态存储，抑菌存放，技术领先；搭载智能蒸烤、智能菜单、蒸汽自清洁等创新功能的华帝智能蒸烤一体机等系列产品发布。2019 年公司洗碗机、蒸烤一体机收入增速为 50%/195%。同时，2019 年公司推出厨电行业首个智能化全场景控制系统—VCOO 华帝智慧家智能管理系统，联动家电与场景、内容与服务，助力公司从“单品厨电”向“系统厨电”、从“智慧厨电”向“智慧厨房”不断演变，逐步走向大家居创新，打造智慧家居生态。

坚持高端化、年轻化的品牌形象

经过多年的技术积累与品牌沉淀，公司已发展为厨电行业的高端领军品牌之一。公司以“智能”和“时尚”作为发力点，通过与重量级 IP 深度合作，打造更加智能化、时尚化、国际化的全新形象；携手重点卫视以及腾讯视频、今日头条、西瓜视频等网络头部平台，运用联合赞助及合作等多样化的网络媒体广告形式，深化品牌的认知度及美誉度，带动营销。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”等荣誉。

图表82. 华帝广告费用投入高于行业平均水平



资料来源：Wind，中银证券

图表83. 品牌年轻化

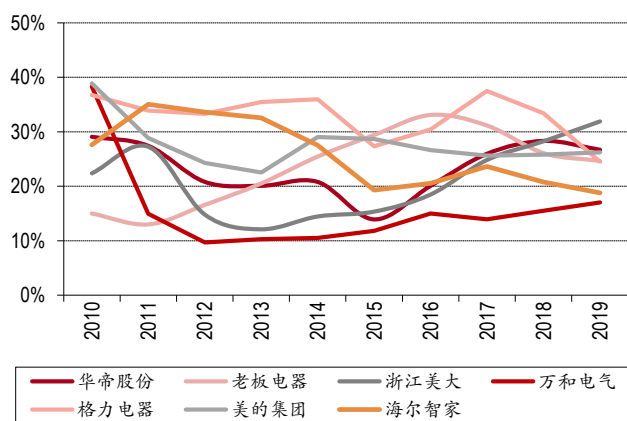


资料来源：百度图片，中银证券

财务分析

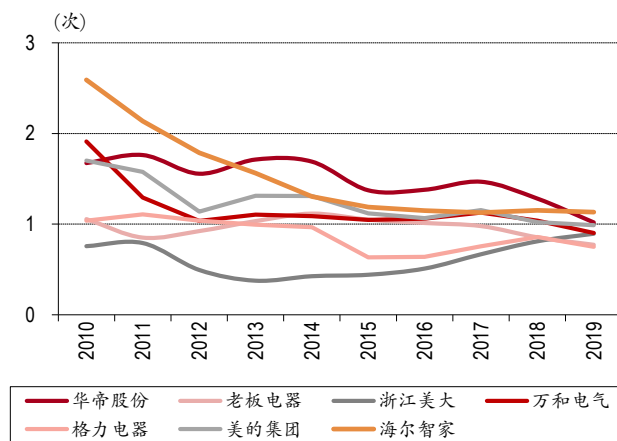
公司 ROE 水平处于主要家电企业中等水平且呈逐年提升的趋势。拆分杜邦比率来看，公司较好的 ROE 指标的得益于公司较高的总资产周转率。

图表84. 华帝 ROE 处于行业中等水平



资料来源: Wind, 中银证券

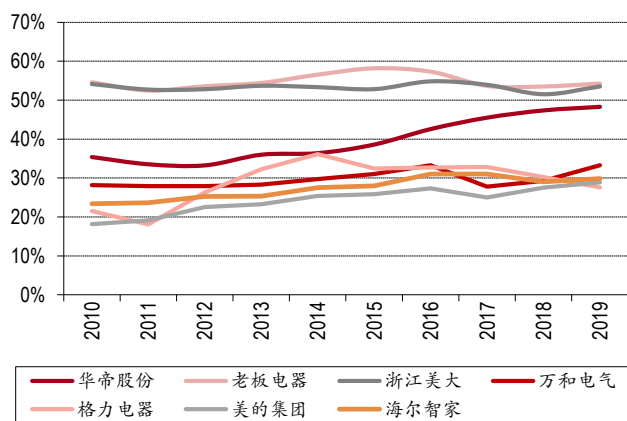
图表85. 公司总资产收益率较高



资料来源: Wind, 中银证券

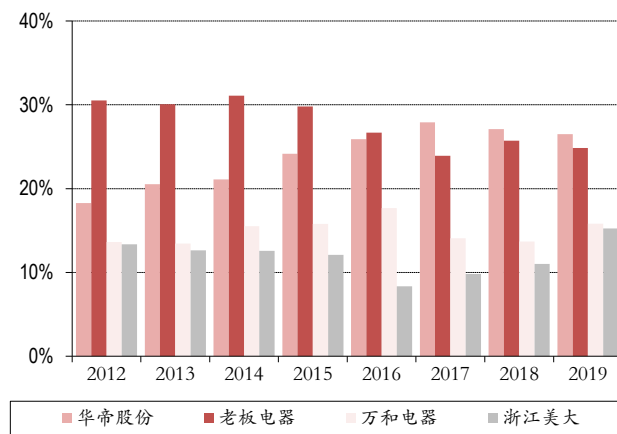
公司毛利率、净利率水平位于家电行业前列, 仍有进一步改善空间。1) 公司持续推进成本管控和提高原材料议价能力的管理水平, 持续进行自动化、信息化升级改造, 提高劳动生产效率, 有望进一步提高毛利率。2) 期间费用率尤其是销售费用率仍有改善空间, 公司在重新确立了高端品牌战略后, 投入较高销售费用升级终端形象, 包括大力开展“百城树旗, 千店升级”的渠道升级改造计划, 在核心城市积极布局品牌旗舰店, 新建或重装标准专卖店等。伴随公司战略级终端形象升级工作的基本完成, 销售费率有望逐步下行。

图表86. 华帝毛利率水平逐年提升



资料来源: Wind, 中银证券

图表87. 近年来华帝销售费用率逐年提升



资料来源: Wind, 中银证券

盈利预测与投资建议

关键假设:

基于我们对传统厨电、热水器、新厨电品类的成长空间及公司综合产品、品牌与渠道布局策略与竞争力的分析, 对公司的经营表现进行预测。

图表88. 华帝股份营业收入与毛利率预测

	2020E	2021E	2022E
油烟机			
销量 (万台)	186	205	221
同比增长(%)	(10)	10	8
收入 (百万元)	1,828	1,971	2,128
同比增长(%)	(15)	8	8
毛利率(%)	49	50	51
燃气灶			
收入 (百万元)	1,190	1,275	1,384
同比增长(%)	(14)	7	9
毛利率(%)	51	52	52
热水器			
收入 (百万元)	926	980	1,029
同比增长(%)	(16)	6	5
毛利率(%)	44	45	45
营业收入合计 (百万元)	5,137	5,803	6,471
同比增长(%)	(11)	13	12
综合毛利率(%)	46	47	48

资料来源：中银证券

盈利预测

我们预计公司 2020-2022 年实现营业收入 51.37 亿元、58.03 亿元、64.71 亿元，分别同比增长-10.6%、13.0%、11.5%；净利润分别为 5.42 亿元、6.52 亿元、7.40 亿元，分别同比增长-27.6%、20.4%、13.4%；在当前股本下，每股收益分别为 0.62 元、0.75 元、0.85 元。

相对估值

我们选取厨电行业主要标的老板电器、华帝股份和浙江美大作为可比公司进行估值比较，根据 2020 年 10 月 29 日收盘价，公司 2019-2021 年对应市盈率分别为 10.2、12.8、10.6 倍，低于行业平均水平。

图表89. 老板电器可比上市公司估值比较

证券简称	证券代码	最新股价 (元)	总市值 (亿元)	每股收益 (元)			市盈率 (倍)			评级
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
华帝股份	002035.SZ	9.21	80	0.78	0.85	0.72	10.2	12.8	10.6	买入
老板电器	002508.SZ	36.85	350	1.68	1.79	2.02	21.8	20.6	18.3	买入
浙江美大	002677.SZ	19.57	126	0.59	0.71	0.81	27.1	24.2	20.2	未有评级
行业均值							19.7	19.2	16.4	
华帝股份	002035.SZ	9.21	80	0.78	0.85	0.72	10.2	12.8	10.6	买入

资料来源：Wind，中银证券

投资建议

厨电行业长期成长空间广阔，更新需求逐步释放以及新厨电品类规模的提高，整体厨电行业的增速有望再次切换至较高水平；短期来看，随着疫情影响的逐步缓和，竣工逻辑回归将带动厨电短期需求的回补。公司积极推进新零售业务，叠加渠道库存压力逐步释放，后续经营触底反弹概率较大。公司当前估值处于历史较低水平，估值中枢有望逐步修复，首次覆盖给予**买入**评级。

风险提示

下沉门店开设进度不及预期

下沉门店开店数量、进度不达预期。门店开设需要经过选址、招商等多个环节，部分环节进展不顺可能导致整体开店数量不达预期。同时，公司进驻进度不达预期，可能对公司市占率提升速率造成影响。

厨电市场竞争加剧

如果厨电市场竞争持续加剧，可能会对公司的盈利能力造成影响。

原材料价格不利波动

如果原材料价格上升，公司成本有可能上升，盈利能力有可能下降。

地产周期影响大于预期

公司所处厨电行业与地产周期相关性较大，如果地产周期持续下行，可能继续减弱厨电需求，进而可能影响公司未来收入及净利润增长

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入	6,095	5,748	5,137	5,803	6,471
销售成本	(3,260)	(3,008)	(2,805)	(3,110)	(3,436)
经营费用	(2,011)	(1,877)	(1,670)	(1,926)	(2,253)
息税折旧前利润	824	863	662	767	782
折旧及摊销	(112)	(135)	(154)	(163)	(103)
经营利润 (息税前利润)	712	728	508	604	678
净利息收入/(费用)	102	15	77	107	132
其他收益/(损失)	51	111	70	82	93
税前利润	809	844	616	739	836
所得税	(116)	(84)	(61)	(72)	(81)
少数股东权益	17	13	14	15	16
净利润	677	748	542	652	739
核心净利润	679	751	544	655	742
每股收益 (人民币)	0.777	0.858	0.622	0.749	0.849
核心每股收益 (人民币)	0.779	0.861	0.624	0.751	0.852
每股股息 (人民币)	0.296	0.183	0.186	0.225	0.255
收入增长(%)	6	(6)	(11)	13	12
息税前利润增长(%)	27	2	(30)	19	12
息税折旧前利润增长(%)	29	5	(23)	16	2
每股收益增长(%)	(11)	10	(28)	20	13
核心每股收益增长(%)	(11)	11	(28)	20	13

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	1,580	1,032	1,536	2,052	2,366
应收帐款	1,460	1,632	1,408	2,369	2,264
库存	484	564	511	800	793
其他流动资产	33	33	35	48	53
流动资产总计	4,091	4,530	4,791	6,562	6,804
固定资产	588	774	787	818	863
无形资产	195	204	197	190	183
其他长期资产	53	147	147	147	147
长期资产总计	836	1,126	1,132	1,155	1,193
总资产	5,294	5,976	6,149	7,848	8,101
应付帐款	1,332	1,873	1,415	2,595	2,278
短期债务	10	0	0	0	0
其他流动负债	1,248	921	946	984	1,012
流动负债总计	2,590	2,794	2,361	3,579	3,289
长期借款	0	0	10	20	30
其他长期负债	29	66	66	66	66
股本	871	871	871	871	871
储备	1,909	2,338	2,718	3,174	3,692
股东权益	2,780	3,210	3,589	4,046	4,563
少数股东权益	84	109	122	137	153
总负债及权益	5,294	5,976	6,149	7,848	8,101
每股帐面价值 (人民币)	3.19	3.68	4.12	4.64	5.24
每股有形资产 (人民币)	2.97	3.45	3.89	4.42	5.03
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.80)	(1.18)	(1.75)	(2.33)	(2.68)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	809	844	616	739	836
折旧与摊销	112	135	154	163	103
净利息费用	(47)	(5)	(38)	(53)	(65)
运营资本变动	(198)	(61)	(242)	252	(225)
税金	(99)	(71)	(61)	(72)	(81)
其他经营现金流	51	(64)	26	(322)	(31)
经营活动产生的现金流	629	779	456	706	537
购买固定资产净值	96	196	65	92	114
投资减少/增加	30	46	26	33	38
其他投资现金流	346	(1,217)	(131)	(183)	(229)
投资活动产生的现金流	471	(975)	(39)	(58)	(77)
净增权益	(258)	(159)	(162)	(196)	(222)
净增债务	(10)	(10)	10	10	10
支付股息	258	159	162	196	222
其他融资现金流	(257)	(391)	78	(142)	(156)
融资活动产生的现金流	(267)	(401)	88	(132)	(146)
现金变动	834	(597)	505	516	314
期初现金	653	1,580	1,032	1,536	2,052
公司自由现金流	1,101	(197)	417	648	460
权益自由现金流	1,044	(212)	388	605	405

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	13.5	15.0	12.9	13.2	12.1
息税前利润率(%)	11.7	12.7	9.9	10.4	10.5
税前利润率(%)	13.3	14.7	12.0	12.7	12.9
净利率(%)	11.1	13.0	10.5	11.2	11.4
流动性					
流动比率(倍)	1.6	1.6	2.0	1.8	2.1
利息覆盖率(倍)	76.2	14,473.0	3,225.2	1,278.5	861.5
净权益负债率(%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
速动比率(倍)	1.4	1.4	1.8	1.6	1.8
估值					
市盈率(倍)	11.5	10.4	14.4	11.9	10.5
核心业务市盈率(倍)	11.5	10.4	14.3	11.9	10.5
市净率(倍)	2.8	2.4	2.2	1.9	1.7
价格/现金流(倍)	12.4	10.0	17.1	11.0	14.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.5	7.8	9.4	7.5	7.0
周转率					
存货周转天数	52.8	63.5	69.9	76.9	84.6
应收帐款周转天数	72.5	98.2	108.0	118.8	130.7
应付帐款周转天数	62.7	101.7	116.8	126.1	137.4
回报率					
股息支付率(%)	38.1	21.3	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	27.1	25.0	15.9	17.1	17.2
资产收益率(%)	12.8	11.6	7.5	7.8	7.7
已运用资本收益率(%)	6.5	6.0	3.8	4.1	4.1

资料来源: 公司公告, 中银证券预测