

## 终端景气修复, Q1 经营向好

### 投资要点

- 业绩总结:** 2020年公司实现营收43.6亿元,同比减少24.1%;实现归母净利润4.1亿元,同比减少45.5%;实现扣非净利润3.7亿元,同比减少46.2%。单季度来看, Q4公司实现营收13.9亿元,同比减少5.8%;实现归母净利润1.4亿元,同比减少41.3%;实现扣非后归母净利润1.3亿,同比减少36.2%。2021年Q1公司实现营收10.5亿元,同比2020年Q1增长52.2%,同比2019年Q1减少21%;实现归母净利润0.8亿元,同比2020年增长67%,同比2019年减少41.7%;实现扣非净利润0.7亿元,同比2020年增长77.2%,同比2019年减少44.8%。公司拟向全体股东派发现金红利0.15元/股,分红率为31.2%。
- 多维拓展销售渠道, 经销体系深化变革。**公司优化营销体系建设,实现销售网络全覆盖。线下零售渠道方面,公司做好传统零售深化,提升运营水平;加强与京东、苏宁等新零售平台合作,促进渠道下沉发展;进一步深化KA系统合作,全面进驻百货系统。线上渠道方面,坚持线上线下协同发展,通过抓紧直播、短视频等方式组建销售达人矩阵,2020年线上渠道实现营收14.4亿元,占主营业务营收比例提升至33.5%。工程渠道方面,加强自营与代理相结合的模式,与百强房企开展全方位纵深合作,公司现已成为恒大、融创、保利等众多房地产战略采集指定供应商,2020年工程渠道创营收5.9亿元,同比增长25%,占主营业务营收比例提升至13.7%。海外渠道方面,国际化布局取得成果,2020年海外渠道实现营收5.2亿元,占主营业务营收比例提升至12%。
- 迎合市场趋势, 推动集成化套系化战略落地。**根据奥维云网(AVC)推总数据显示,2020年集成灶销量238万台,同比逆势增长12%;嵌入式复合机同比增长62.1%,厨电行业集成化、套系化、场景化发展趋势明显。2020年公司精准把握消费趋势,以集成灶为起点迅速启动集成化、套系化战略。同时公司推出“全系”核心概念,以“烟机+灶具+洗碗机+蒸烤一体机+热水器”套系厨电产品打破传统单品研发思路,推广“华帝五件套”、“华帝七件套”,带动公司多品类产品营收上升。2020年公司洗碗机实现营收7264.5万元,同比增长21.1%;集成灶实现营收1766万元,同比增长137.34%;橱柜实现营收5.2亿元,同比增长15.9%。
- 盈利能力承压。**2020年公司综合毛利率为43.1%,同比减少5.1pp。虽然年初以来,公司产品均价持续修复,但是考虑到原材料价格的上涨以及会计准则的调整,短期内公司毛利率承压。疫情期间公司积极推进生产效率、组织框架等内部革新,运营效率提升,费用得到优化。但是疫情下收入规模下滑,费用摊销受到影响。公司销售费用率/管理费用率同比变动-2.5pp/+1.8pp。综合来看,公司净利率为9.5%,同比减少3.7PP。
- 终端景气修复, Q1 盈利能力提升。**随着疫后终端需求修复,公司一季度经营复苏。根据奥维云网数据显示,华帝油烟机2021Q1线上零售额相较于2020/2019年同期分别变动+103.4%/+55%,线下零售额相较于2020/2019年同期分别变动+91.9%/-23.63%。盈利能力方面, Q1公司综合毛利率为42.1%,同比减少1.8pp,我们推测主要是受到原材料价格上涨影响。费用率方面,公司销售费用率为26.3%,同比减少0.8pp;管理费用率为11.8%,同比减少2.4pp。综合来看,公司净利率为7.5%,同比提升0.6PP。
- 盈利预测与投资建议。**预计2021-2023年EPS分别为0.64元、0.74元、0.85元,维持“持有”评级。
- 风险提示:** 原材料价格或大幅波动、厨电终端需求恢复不及预期。

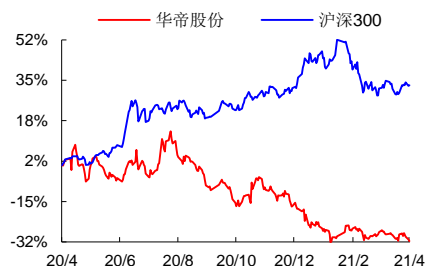
| 指标/年度         | 2020A   | 2021E   | 2022E   | 2023E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)     | 4360.47 | 5434.19 | 6042.13 | 6667.09 |
| 增长率           | -24.14% | 24.62%  | 11.19%  | 10.34%  |
| 归属母公司净利润(百万元) | 407.89  | 555.17  | 640.84  | 739.24  |
| 增长率           | -45.45% | 36.11%  | 15.43%  | 15.36%  |
| 每股收益EPS(元)    | 0.47    | 0.64    | 0.74    | 0.85    |
| 净资产收益率ROE     | 12.85%  | 15.03%  | 14.79%  | 14.54%  |
| PE            | 16      | 12      | 10      | 9       |
| PB            | 1.98    | 1.69    | 1.44    | 1.23    |

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 龚梦涵  
执业证号: S1250518090001  
电话: 023-63786049  
邮箱: gmh@swsc.com.cn  
联系人: 夏勤  
电话: 023-63786049  
邮箱: xiaqin@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

|             |           |
|-------------|-----------|
| 总股本(亿股)     | 8.69      |
| 流通A股(亿股)    | 7.84      |
| 52周内股价区间(元) | 7.35-12.3 |
| 总市值(亿元)     | 64.15     |
| 总资产(亿元)     | 58.47     |
| 每股净资产(元)    | 3.73      |

### 相关研究

- 华帝股份(002035): 营收利润降幅收窄 (2020-10-28)
- 华帝股份(002035): 工程渠道增长提速, 新品类销售亮眼 (2020-08-31)
- 华帝股份(002035): 新品销售亮眼, 短期面临疫情冲击 (2020-04-29)

**关键假设：**

假设 1：随着厨电终端景气回升，公司渠道调整逐步到位，通过多元化新品拓展，终端销量有望稳步回升；公司坚持高端化品牌发展战略，假设公司产品终端销售均价稳中有升，带动公司毛利率稳步提升。预计 2021-2023 年公司油烟机、燃气灶、热水器毛利率分别为 47%/47.5%/48%、48%/48.5%/49%、37%/37.5%/38%。

假设 2：公司强化内部经营治理，运营效率提升，假设公司 2021-2023 年销售费用率、管理费用率维持相对稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

| 单位：百万元 |     | 2020A    | 2021E    | 2022E    | 2023E    |
|--------|-----|----------|----------|----------|----------|
| 油烟机    | 收入  | 1526.95  | 1908.69  | 2099.56  | 2309.51  |
|        | 增速  | -28.6%   | 25.00%   | 10.00%   | 10.00%   |
|        | 毛利率 | 47.25%   | 47.00%   | 47.50%   | 48.00%   |
| 灶具     | 收入  | 1010.86  | 1,263.58 | 1,389.93 | 1,528.93 |
|        | 增速  | -27.0%   | 25.00%   | 10.00%   | 10.00%   |
|        | 毛利率 | 48.04%   | 48.00%   | 48.50%   | 49.00%   |
| 热水器    | 收入  | 747.39   | 971.61   | 1,068.77 | 1,122.20 |
|        | 增速  | -32.5%   | 30.00%   | 10.00%   | 5.00%    |
|        | 毛利率 | 36.91%   | 37.00%   | 37.50%   | 38.00%   |
| 其他     | 收入  | 1,075.27 | 1,290.32 | 1,483.87 | 1,706.45 |
|        | 增速  | -3.9%    | 20.00%   | 15.00%   | 15.00%   |
|        | 毛利率 | 36.94%   | 38.00%   | 38.00%   | 38.00%   |
| 合计     | 收入  | 4,360.47 | 5,434.19 | 6,042.13 | 6,667.09 |
|        | 增速  | -24.14%  | 24.62%   | 11.19%   | 10.34%   |
|        | 毛利率 | 43.12%   | 43.31%   | 43.63%   | 43.99%   |

数据来源：Wind，西南证券

**附表：财务预测与估值**

| 利润表 (百万元)     |                |                |                |                | 现金流量表 (百万元)       |                |                |               |               |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|----------------|----------------|---------------|---------------|
|               | 2020A          | 2021E          | 2022E          | 2023E          |                   | 2020A          | 2021E          | 2022E         | 2023E         |
| 营业收入          | 4360.47        | 5434.19        | 6042.13        | 6667.09        | 净利润               | 415.55         | 571.90         | 660.47        | 759.94        |
| 营业成本          | 2480.31        | 3080.77        | 3406.06        | 3734.46        | 折旧与摊销             | 148.53         | 100.18         | 120.64        | 130.56        |
| 营业税金及附加       | 25.01          | 35.75          | 38.52          | 41.81          | 财务费用              | 2.75           | -22.56         | -37.28        | -57.05        |
| 销售费用          | 1045.22        | 1304.21        | 1450.11        | 1600.10        | 资产减值损失            | 1.96           | 2.00           | 2.00          | 2.00          |
| 管理费用          | 169.84         | 434.74         | 483.37         | 533.37         | 经营营运资本变动          | -492.61        | -295.93        | -1.99         | -60.25        |
| 财务费用          | 2.75           | -22.56         | -37.28         | -57.05         | 其他                | -178.71        | -26.95         | -33.06        | -32.31        |
| 资产减值损失        | 1.96           | 2.00           | 2.00           | 2.00           | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>-102.53</b> | <b>328.64</b>  | <b>710.78</b> | <b>742.89</b> |
| 投资收益          | 34.59          | 30.00          | 30.00          | 30.00          | 资本支出              | -168.14        | -45.00         | -45.00        | -40.00        |
| 公允价值变动损益      | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 其他                | 295.46         | 30.00          | 30.00         | 30.00         |
| 其他经营损益        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>投资活动现金流净额</b>  | <b>127.31</b>  | <b>-15.00</b>  | <b>-15.00</b> | <b>-10.00</b> |
| <b>营业利润</b>   | <b>461.49</b>  | <b>629.29</b>  | <b>729.35</b>  | <b>842.39</b>  | 短期借款              | 149.74         | -149.74        | 0.00          | 0.00          |
| 其他非经营损益       | 6.01           | 14.12          | 13.70          | 12.56          | 长期借款              | 0.00           | 0.00           | 0.00          | 0.00          |
| <b>利润总额</b>   | <b>467.50</b>  | <b>643.41</b>  | <b>743.05</b>  | <b>854.95</b>  | 股权融资              | 0.00           | 0.00           | 0.00          | 0.00          |
| 所得税           | 51.95          | 71.50          | 82.58          | 95.01          | 支付股利              | 0.00           | 0.00           | 0.00          | 0.00          |
| 净利润           | 415.55         | 571.90         | 660.47         | 759.94         | 其他                | -301.00        | 22.56          | 37.28         | 57.05         |
| 少数股东损益        | 7.65           | 16.73          | 19.64          | 20.69          | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>-151.25</b> | <b>-127.18</b> | <b>37.28</b>  | <b>57.05</b>  |
| 归属母公司股东净利润    | 407.89         | 555.17         | 640.84         | 739.24         | <b>现金流量净额</b>     | <b>-129.87</b> | <b>186.46</b>  | <b>733.06</b> | <b>789.93</b> |
|               |                |                |                |                |                   |                |                |               |               |
| 资产负债表 (百万元)   |                |                |                |                | 财务分析指标            |                |                |               |               |
|               | 2020A          | 2021E          | 2022E          | 2023E          |                   | 2020A          | 2021E          | 2022E         | 2023E         |
| 货币资金          | 914.09         | 1100.55        | 1833.62        | 2623.55        | <b>成长能力</b>       |                |                |               |               |
| 应收和预付款项       | 1758.52        | 2105.56        | 2359.28        | 2611.37        | 销售收入增长率           | -24.14%        | 24.62%         | 11.19%        | 10.34%        |
| 存货            | 663.84         | 819.49         | 907.62         | 995.82         | 营业利润增长率           | -43.48%        | 36.36%         | 15.90%        | 15.50%        |
| 其他流动资产        | 939.49         | 936.51         | 937.15         | 937.81         | 净利润增长率            | -45.36%        | 37.63%         | 15.49%        | 15.06%        |
| 长期股权投资        | 7.16           | 7.16           | 7.16           | 7.16           | EBITDA 增长率        | -35.26%        | 15.36%         | 14.97%        | 12.70%        |
| 投资性房地产        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>获利能力</b>       |                |                |               |               |
| 固定资产和在建工程     | 925.72         | 906.39         | 868.10         | 814.89         | 毛利率               | 43.12%         | 43.31%         | 43.63%        | 43.99%        |
| 无形资产和开发支出     | 303.15         | 284.21         | 265.27         | 246.32         | 三费率               | 27.93%         | 31.58%         | 31.38%        | 31.14%        |
| 其他非流动资产       | 331.48         | 329.58         | 311.17         | 292.77         | 净利率               | 9.53%          | 10.52%         | 10.93%        | 11.40%        |
| <b>资产总计</b>   | <b>5843.46</b> | <b>6489.46</b> | <b>7489.36</b> | <b>8529.70</b> | ROE               | 12.85%         | 15.03%         | 14.79%        | 14.54%        |
| 短期借款          | 149.74         | 0.00           | 0.00           | 0.00           | ROA               | 7.11%          | 8.81%          | 8.82%         | 8.91%         |
| 应付和预收款项       | 1750.86        | 2043.87        | 2320.96        | 2538.41        | ROIC              | 26.76%         | 27.17%         | 28.37%        | 31.77%        |
| 长期借款          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | EBITDA/销售收入       | 14.05%         | 13.01%         | 13.45%        | 13.74%        |
| 其他负债          | 708.98         | 639.82         | 702.16         | 765.10         | <b>营运能力</b>       |                |                |               |               |
| <b>负债合计</b>   | <b>2609.59</b> | <b>2683.69</b> | <b>3023.12</b> | <b>3303.51</b> | 总资产周转率            | 0.74           | 0.88           | 0.86          | 0.83          |
| 股本            | 869.23         | 869.23         | 869.23         | 869.23         | 固定资产周转率           | 7.87           | 8.43           | 7.84          | 8.47          |
| 资本公积          | 80.91          | 80.91          | 80.91          | 80.91          | 应收账款周转率           | 5.77           | 7.18           | 7.01          | 6.90          |
| 留存收益          | 2411.05        | 2966.22        | 3607.05        | 4346.30        | 存货周转率             | 4.01           | 4.14           | 3.92          | 3.91          |
| 归属母公司股东权益     | 3161.25        | 3716.42        | 4357.25        | 5096.50        | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 98.65%         | —              | —             | —             |
| 少数股东权益        | 72.62          | 89.36          | 108.99         | 129.69         | <b>资本结构</b>       |                |                |               |               |
| <b>股东权益合计</b> | <b>3233.87</b> | <b>3805.77</b> | <b>4466.25</b> | <b>5226.19</b> | 资产负债率             | 44.66%         | 41.35%         | 40.37%        | 38.73%        |
| 负债和股东权益合计     | 5843.46        | 6489.46        | 7489.36        | 8529.70        | 带息债务/总负债          | 5.74%          | 0.00%          | 0.00%         | 0.00%         |
|               |                |                |                |                | 流动比率              | 1.67           | 1.88           | 2.03          | 2.20          |
|               |                |                |                |                | 速动比率              | 1.41           | 1.57           | 1.73          | 1.90          |
|               |                |                |                |                | 股利支付率             | 0.00%          | 0.00%          | 0.00%         | 0.00%         |
|               |                |                |                |                | <b>每股指标</b>       |                |                |               |               |
|               |                |                |                |                | 每股收益              | 0.47           | 0.64           | 0.74          | 0.85          |
|               |                |                |                |                | 每股净资产             | 3.72           | 4.38           | 5.14          | 6.01          |
|               |                |                |                |                | 每股经营现金            | -0.12          | 0.38           | 0.82          | 0.85          |
|               |                |                |                |                | 每股股利              | 0.00           | 0.00           | 0.00          | 0.00          |
| 业绩和估值指标       |                |                |                |                |                   |                |                |               |               |
|               | 2020A          | 2021E          | 2022E          | 2023E          |                   |                |                |               |               |
| EBITDA        | 612.77         | 706.90         | 812.71         | 915.90         |                   |                |                |               |               |
| PE            | 15.73          | 11.55          | 10.01          | 8.68           |                   |                |                |               |               |
| PB            | 1.98           | 1.69           | 1.44           | 1.23           |                   |                |                |               |               |
| PS            | 1.47           | 1.18           | 1.06           | 0.96           |                   |                |                |               |               |
| EV/EBITDA     | 7.44           | 5.97           | 4.29           | 2.95           |                   |                |                |               |               |
| 股息率           | 0.00%          | 0.00%          | 0.00%          | 0.00%          |                   |                |                |               |               |

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

|      |  |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上       |
|      | 持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
|      | 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
|      | 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间 |
| 行业评级 | 卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下       |
|      | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上     |
|      | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 |
|      | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下     |

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名  | 职务      | 座机            | 手机          | 邮箱                   |
|----|-----|---------|---------------|-------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 地区销售总监  | 021-68415309  | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn      |
|    | 张方毅 | 高级销售经理  | 021-68413959  | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn     |
|    | 吴菲阳 | 销售经理    | 021-68415020  | 16621045018 | wfy@swsc.com.cn      |
|    | 付禹  | 销售经理    | 021-68415523  | 13761585788 | fuyu@swsc.com.cn     |
|    | 黄滢  | 销售经理    | 18818215593   | 18818215593 | hying@swsc.com.cn    |
|    | 蒋俊洲 | 销售经理    | 18516516105   | 18516516105 | jiangjz@swsc.com.cn  |
|    | 刘琦  | 销售经理    | 18612751192   | 18612751192 | liuqi@swsc.com.cn    |
|    | 崔露文 | 销售经理    | 15642960315   | 15642960315 | clw@swsc.com.cn      |
|    | 陈慧琳 | 销售经理    | 18523487775   | 18523487775 | chhl@swsc.com.cn     |
|    | 王昕宇 | 销售经理    | 17751018376   | 17751018376 | wangxy@swsc.com.cn   |
| 北京 | 李杨  | 地区销售总监  | 18601139362   | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn     |
|    | 张岚  | 地区销售副总监 | 18601241803   | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
|    | 彭博  | 销售经理    | 13391699339   | 13391699339 | pbyf@swsc.com.cn     |
| 广深 | 王湘杰 | 地区销售副总监 | 0755-26671517 | 13480920685 | wxj@swsc.com.cn      |
|    | 林芷璇 | 高级销售经理  | 15012585122   | 15012585122 | linzw@swsc.com.cn    |
|    | 陈慧玲 | 高级销售经理  | 18500709330   | 18500709330 | chl@swsc.com.cn      |
|    | 郑龔  | 销售经理    | 18825189744   | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |