

华帝股份 (002035)

证券研究报告

2021年10月29日

盈利能力承压，当季资金回流改善

事件：公司 2021Q3 实现营收 13.06 亿元，同比+0.04%；归母净利润 0.38 亿元，同比-64.52%；扣非归母净利润 0.36 亿元，同比-62.16%。累计来看 2021Q1-Q3，公司实现营收 39.65 亿元，同比+33.37%；归母净利润 2.78 亿元，同比+1.88%；扣非归母净利润 2.63 亿元，同比+7.43%，收入符合预期。

公司 Q3 烟灶双线均价同比下行，线上销量/销额增速均跑赢行业。据奥维云网数据，油烟机品类，21Q3 行业线上/线下销额分别同比-7.2%/-13.4%，华帝分别同比+30.7%/-17.3%，对应销额份额 9.6%/7.7%，分别同比+2.8pct/-0.4pct；行业线上/线下销量分别同比-20.2%/-20.6%，华帝分别同比+34.0%/-20.7%；行业线上/线下均价分别同比+182/+308 元，华帝分别同比-55/+145 元。燃气灶品类，21Q3 行业线上/线下销额分别同比-13.7%/-12.3%，华帝分别同比-11.9%/-10.7%，对应销额份额 9.8%/9.2%，分别同比+0.2pct/+0.2pct；行业线上/线下销量分别同比-26.2%/-19.8%，华帝分别同比-5.6%/-14.2%；行业线上/线下均价分别同比+92/+154 元，华帝分别同比-73/+64 元。

从盈利能力看，受公司产品特点决定，原材料占公司营业成本比重较大，其中冷轧板、不锈钢板等为主要原材料，20 年 5 月起钢材价格持续走高，为公司成本端带来一定的压力。2021Q3 公司毛利率为 38.95%，同比-7.38pct；净利率为 3.04%，同比-5.34pct。2021Q1-Q3 公司毛利率为 41.61%，同比-4.01pct；净利率为 7.15%，同比-2.13pct。毛利率下滑 7.4pct 主要系原材料成本压力所致，并传导至净利率（单季度 3%）。

费用方面，公司 2021Q3 销售/管理/研发/财务费用率为 26.3%/4.9%/4.9%/0.1%，分别同比-1.8/+1.1/+0.6/-0.3pct；2021Q1-Q3 销售/管理/研发/财务费用率为 24.3%/4.1%/5.1%/0.1%，分别同比-2.0/-0.3/+0.2/+0.1pct。

从现金流量表看，公司 2021Q3 经营活动产生的现金流量净额为 2.03 亿元，同比+5796.5%；投资活动产生的现金流量净额为-3.81 亿元，同比-164.1%。公司 Q3 经营活动现金流入净额同比环比均大幅提升，应收账款+票据环比年中减少 2.4 亿元，公司当季资金回笼明显、运用能力有所改善。

从运营情况看，公司 2021Q1-Q3 存货、应收账款和应付账款的周转天数分别为 95.77、54.13 和 74.07 天，较 20 年末分别+6.68/-8.30/-29.00 天。

投资建议：公司 Q3 因原材料成本压力毛利率、净利率承压，预计随着后续季度原材料成本压力缓释，以及终端需求恢复规模效应显现，公司盈利能力改善趋势将确立。同时，公司经营性现金流入环比大幅提升，应收款项规模削减，公司当季资金回笼明显、运用能力有所改善，现金流或将逐步发展向好。预计 21-23 年公司归母净利润 3.78/4.11/4.43 亿元（前值为 6.10/6.97/7.65 亿元），当前股价对应 21-23 年 13.06x/12.01x/11.13x PE，考虑到目前 PE 位于估值中枢下方，股价反弹上升空间较大，维持“买入”投资评级。业绩预测下调主要因原材料价格上涨背景下公司盈利能力承压，且公司持续推新或导致未来销售费用的上行。

风险提示：宏观经济尤其房地产市场波动风险；市场竞争风险；原材料价格大幅波动风险；海外业务及汇率变动风险；人力资源流失的风险。

投资评级

行业	家用电器/白色家电
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	5.82 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	847.65
流通 A 股股本(百万股)	761.39
A 股总市值(百万元)	4,933.34
流通 A 股市值(百万元)	4,431.27
每股净资产(元)	3.81
资产负债率(%)	47.11
一年内最高/最低(元)	10.49/5.74

作者

孙谦	分析师
SAC 执业证书编号: S1110521050004	
suncqiana@tfzq.com	
宗艳	联系人
zongyan@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

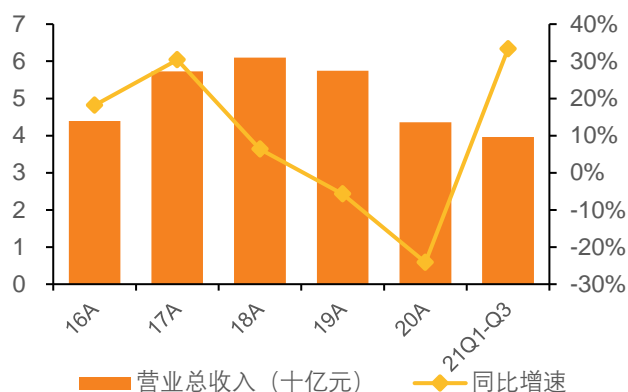
- 《华帝股份-半年报点评:品类扩充套系化落地，新零售+出海助力业绩提升》2021-07-31
- 《华帝股份-公司点评:Q4 收入端大幅改善，业绩有所下滑》2021-02-26
- 《华帝股份-季报点评:收入降幅环比显著改善，线上市场表现亮眼》2020-10-29

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,748.06	4,360.47	5,422.68	6,051.68	6,636.72
增长率(%)	(5.69)	(24.14)	24.36	11.60	9.67
EBITDA(百万元)	1,145.48	721.22	442.65	490.80	536.17
净利润(百万元)	760.56	415.55	377.89	410.61	443.29
增长率(%)	9.64	(45.36)	(9.06)	8.66	7.96
EPS(元/股)	0.90	0.49	0.45	0.48	0.52
市盈率(P/E)	6.49	11.87	13.06	12.01	11.13
市净率(P/B)	1.64	1.56	1.37	1.28	1.19
市销率(P/S)	0.86	1.13	0.91	0.82	0.74
EV/EBITDA	7.99	7.93	3.92	4.99	2.26

事件

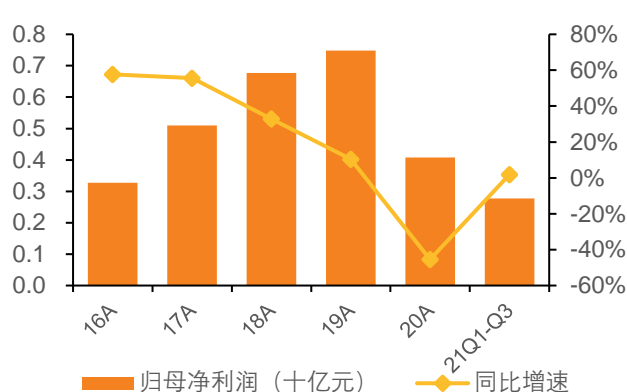
公司 2021Q3 实现营收 13.06 亿元，同比+0.04%；归母净利润 0.38 亿元，同比-64.52%；扣非归母净利润 0.36 亿元，同比-62.16%。累计来看 2021Q1-Q3，公司实现营收 39.65 亿元，同比+33.37%；归母净利润 2.78 亿元，同比+1.88%；扣非归母净利润 2.63 亿元，同比+7.43%。收入和业绩不及市场预期。

图 1：2016 年至 2021Q1-Q3 公司营业收入情况（十亿元）



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

图 2：2016 年至 2021Q1-Q3 公司归母净利润情况（十亿元）

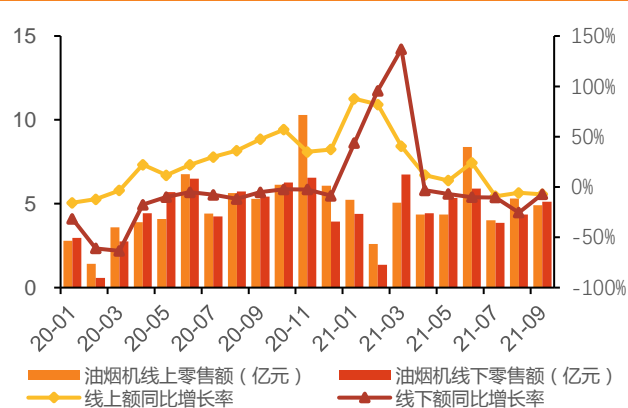


资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

点评

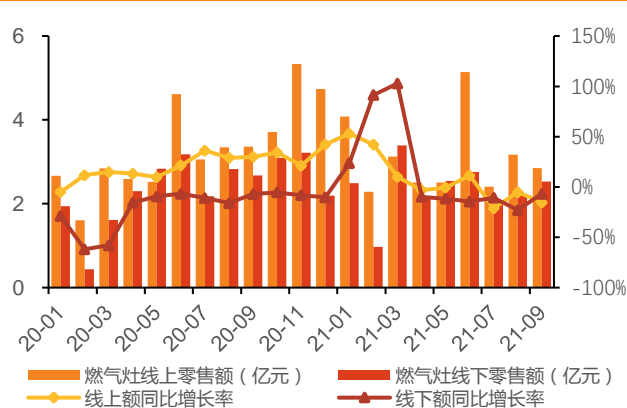
公司 Q3 烟灶双线均价同比下行，线上销量/销额增速均跑赢行业。据奥维云网数据，油烟机品类，21Q3 行业线上/线下销额分别同比-7.2%/-13.4%，华帝分别同比+30.7%/-17.3%，对应销额份额 9.6%/7.7%，分别同比+2.8pct/-0.4pct；行业线上/线下销量分别同比-20.2%/-20.6%，华帝分别同比+34.0%/-20.7%；行业线上/线下均价分别同比+182/+308 元，华帝分别同比-55/+145 元。燃气灶品类，21Q3 行业线上/线下销额分别同比-13.7%/-12.3%，华帝分别同比-11.9%/-10.7%，对应销额份额 9.8%/9.2%，分别同比+0.2pct/+0.2pct；行业线上/线下销量分别同比-26.2%/-19.8%，华帝分别同比-5.6%/-14.2%；行业线上/线下均价分别同比+92/+154 元，华帝分别同比-73/+64 元。

图 3：2020-2021Q3 我国油烟机双线销额情况



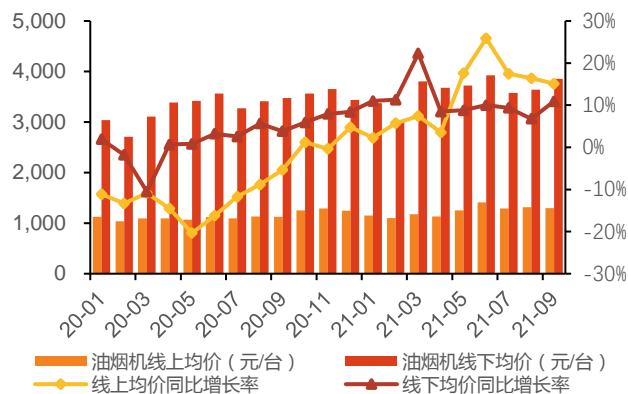
资料来源：奥维云网，天风证券研究所

图 4：2020-2021Q3 我国燃气灶双线销额情况



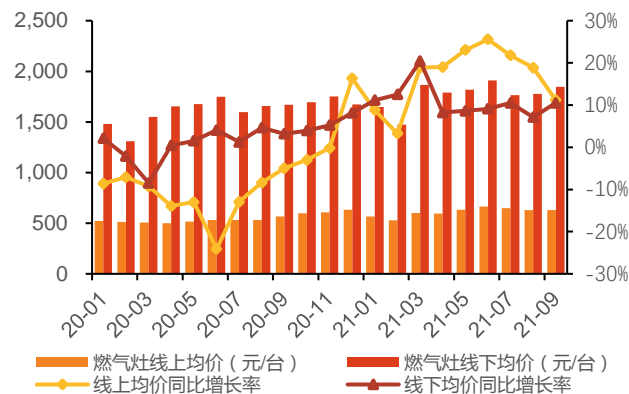
资料来源：奥维云网，天风证券研究所

图 5：2020-2021Q3 我国油烟机市场双线均价情况（元/台）



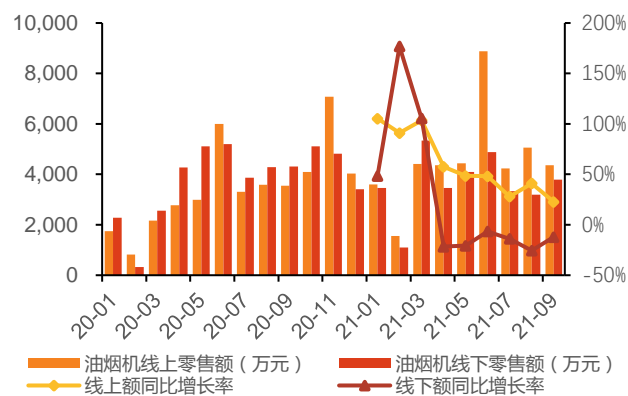
资料来源：奥维云网，天风证券研究所

图 6：2020-2021Q3 我国燃气灶市场双线均价情况（元/台）



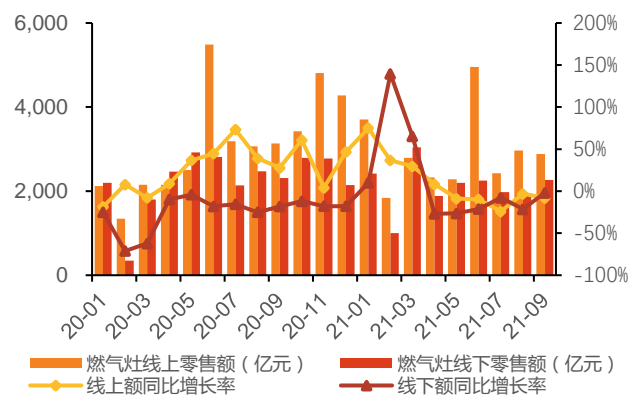
资料来源：奥维云网，天风证券研究所

图 7：2020-2021Q3 华帝油烟机双线销额情况



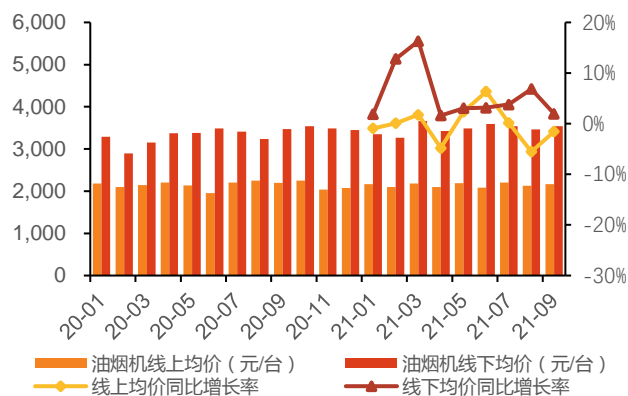
资料来源：奥维云网，天风证券研究所

图 8：2020-2021Q3 华帝燃气灶双线销额情况



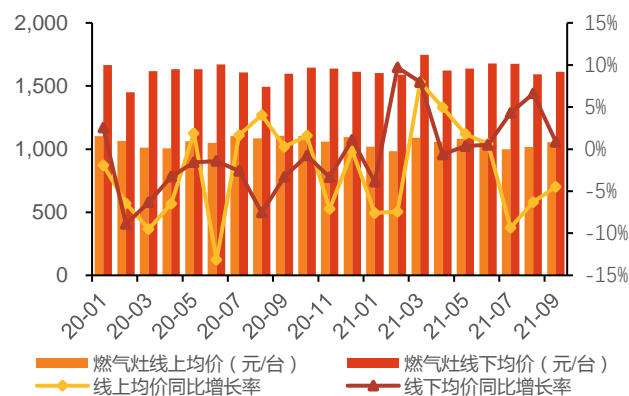
资料来源：奥维云网，天风证券研究所

图 9：2020-2021Q3 华帝油烟机双线均价情况



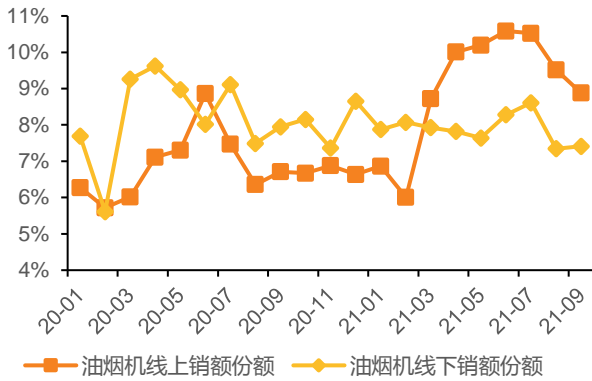
资料来源：奥维云网，天风证券研究所

图 10：2020-2021Q3 华帝燃气灶双线均价情况



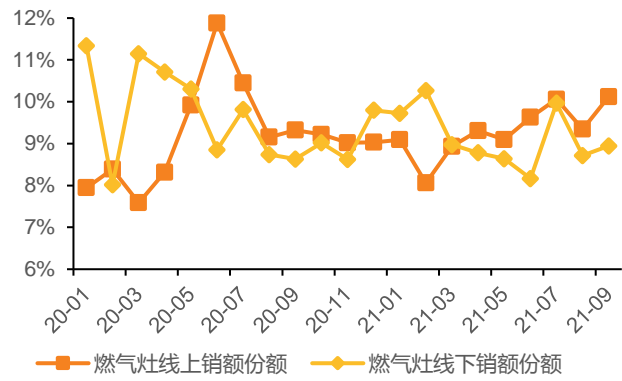
资料来源：奥维云网，天风证券研究所

图 11：2020-2021Q3 华帝油烟机双线份额情况



资料来源：奥维云网，天风证券研究所

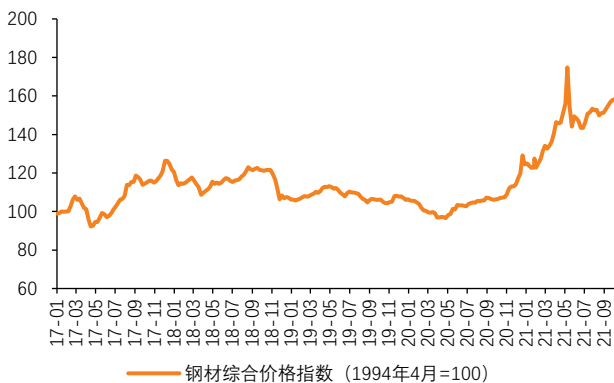
图 12：2020-2021Q3 华帝燃气灶双线份额情况



资料来源：奥维云网，天风证券研究所

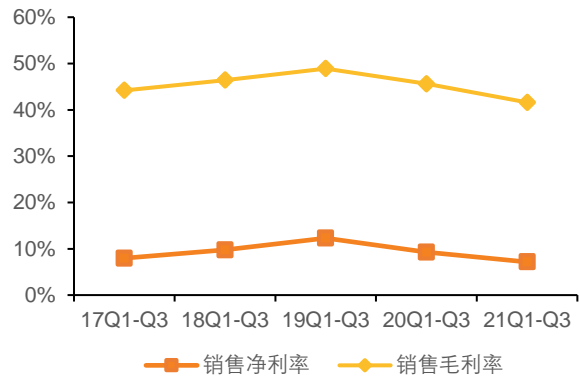
从盈利能力看，受公司产品特点决定，原材料占公司营业成本比重较大，其中冷轧板、不锈钢板等为主要原材料，20 年 5 月起钢材价格持续走高，为公司成本端带来一定的压力。2021Q3 公司毛利率为 38.95%，同比-7.38pct；净利率为 3.04%，同比-5.34pct。2021Q1-Q3 公司毛利率为 41.61%，同比-4.01pct；净利率为 7.15%，同比-2.13pct。毛利率下滑 7.4pct 主要系原材料成本压力所致，并传导至净利率（单季度 3%）。

图 13：20 年 5 月起钢材价格保持走高态势



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：17 至 21 年前三季度公司毛利率&净利率



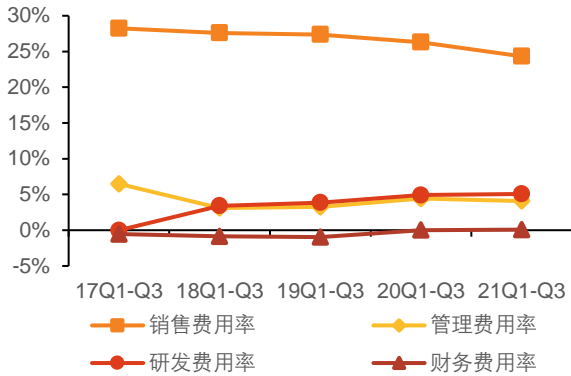
资料来源：Wind，天风证券研究所

费用方面，公司 2021Q3 销售/管理/研发/财务费用率为 26.3%/4.9%/4.9%/0.1%，分别同比 -1.8/+1.1/+0.6/-0.3pct；2021Q1-Q3 销售/管理/研发/财务费用率为 24.3%/4.1%/5.1%/0.1%，分别同比-2.0/-0.3/+0.2/+0.1pct。

从现金流量表看，公司 2021Q3 经营活动产生的现金流量净额为 2.03 亿元，同比+5796.5%；投资活动产生的现金流量净额为-3.81 亿元，同比-164.1%。公司 Q3 经营活动现金流入净额同比环比均大幅提升，应收账款+票据环比年中减少 2.4 亿元，公司当季资金回笼明显、运用能力有所改善。

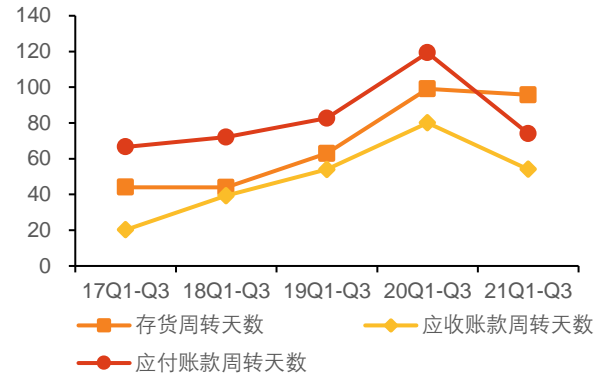
从运营情况看，公司 2021Q1-Q3 存货、应收账款和应付账款的周转天数分别为 95.77、54.13 和 74.07 天，较 20 年末分别+6.68/-8.30/-29.00 天。

图 15：17 至 21 年前三季度公司销售/管理/研发/财务费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 16：17 至 21 年前三季度公司运营情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

投资建议

公司 Q3 因原材料成本压力毛利率、净利率承压，预计随着后续季度原材料成本压力缓释，以及终端需求恢复规模效应显现，公司盈利能力改善趋势将确立。同时，公司经营性现金流入环比大幅提升，应收款项规模削减，公司当季资金回笼明显、运用能力有所改善，现金流或将逐步发展向好。预计 21-23 年公司归母净利润 3.78/4.11/4.43 亿元（前值为 6.10/6.97/7.65 亿元），当前股价对应 21-23 年 13.06x/12.01x/11.13x PE，考虑到目前 PE 位于估值中枢下方，股价反弹上升空间较大，维持“买入”投资评级。业绩预测下调主要因原材料价格上涨背景下公司盈利能力承压，且公司持续推新或导致未来销售费用的上行。

风险提示

宏观经济尤其房地产市场波动风险：公司所处行业受宏观经济及市场供需状况的影响，会随着整体经济状况或市场环境的变化而出现一定的波动。

市场竞争风险：企业在应对市场动态发展时若缺乏实时掌控性，会给企业发展带来一定的市场竞争风险。

原材料价格大幅波动风险：公司产品的原材料为钢材、玻璃等，原材料占主营业务成本比例较高。2021 年原材料行业景气度持续上行，为应对原材料涨价风险，公司通过供应链条将涨价因素进行了有效传导，与产业链的优秀企业保持良好合作，并与关键材料供应商建立战略合作伙伴关系，优化供应链资源，加强材料供应商的多元化，提高原材料采购管理水平和议价能力，但仍存在原材料价格大幅波动的风险。

海外业务及汇率变动风险：21 年海外疫情持续，全球总体政治经济不确定性因素仍然存在，对公司海外市场开拓带来一定挑战。同时，公司的出口业务主要以美元、欧元进行结算，结算货币与人民币之间的汇率可能随着国内外政治、经济环境及国际贸易政策的变化而波动，导致公司面临汇率变动风险。

人力资源流失的风险：人力资源是决定公司未来发展的重要因素之一。公司地理位置及行业的激烈竞争可能导致人才的异动与流失。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,031.71	914.09	2,357.42	1,733.60	2,981.07
应收票据及应收账款	1,631.73	1,683.91	1,380.60	2,039.38	1,711.22
预付账款	33.24	14.17	48.09	21.15	54.65
存货	563.73	663.84	574.90	802.92	705.58
其他	1,269.24	999.93	916.14	953.59	926.75
流动资产合计	4,529.66	4,275.94	5,277.14	5,550.64	6,379.27
长期股权投资	10.73	7.16	7.16	7.16	7.16
固定资产	564.01	544.19	663.83	734.22	761.51
在建工程	209.94	381.53	264.92	206.95	154.17
无形资产	204.45	199.40	194.15	188.90	183.65
其他	457.25	435.23	301.48	220.09	220.09
非流动资产合计	1,446.38	1,567.52	1,431.55	1,357.32	1,326.58
资产总计	5,976.03	5,843.46	6,708.69	6,907.96	7,705.86
短期借款	0.00	149.74	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	1,872.98	1,590.67	1,802.84	1,971.68	2,160.82
其他	920.62	819.79	1,187.63	937.86	1,244.14
流动负债合计	2,793.60	2,560.20	2,990.46	2,909.55	3,404.96
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	65.81	49.39	48.14	48.14	48.14
非流动负债合计	65.81	49.39	48.14	48.14	48.14
负债合计	2,859.41	2,609.59	3,038.60	2,957.69	3,453.11
少数股东权益	108.97	72.62	80.10	88.23	97.00
股本	869.23	869.23	847.65	847.65	847.65
资本公积	80.91	80.91	80.91	80.91	80.91
留存收益	2,338.36	2,491.95	2,742.33	3,014.39	3,308.10
其他	(280.85)	(280.85)	(80.91)	(80.91)	(80.91)
股东权益合计	3,116.62	3,233.87	3,670.09	3,950.27	4,252.75
负债和股东权益总计	5,976.03	5,843.46	6,708.69	6,907.96	7,705.86

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	760.56	415.55	377.89	410.61	443.29
折旧摊销	135.22	148.53	62.22	72.83	80.74
财务费用	0.05	3.58	3.90	4.35	4.77
投资损失	(52.73)	(34.59)	(36.22)	(36.22)	(36.22)
营运资金变动	29.94	(670.48)	945.07	(896.84)	914.26
其它	(94.22)	34.87	7.48	8.13	8.77
经营活动现金流	778.84	(102.53)	1,360.33	(437.13)	1,415.61
资本支出	215.16	208.09	61.25	80.00	50.00
长期投资	7.21	(3.57)	0.00	0.00	0.00
其他	(1,197.82)	(77.21)	124.54	(123.78)	(63.78)
投资活动现金流	(975.44)	127.31	185.78	(43.78)	(13.78)
债权融资	0.00	149.74	0.00	0.00	0.00
股权融资	(67.25)	(2.75)	174.46	(4.35)	(4.77)
其他	(333.43)	(298.25)	(277.25)	(138.55)	(149.58)
筹资活动现金流	(400.67)	(151.25)	(102.79)	(142.90)	(154.35)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(597.28)	(126.47)	1,443.33	(623.82)	1,247.48

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	5,748.06	4,360.47	5,422.68	6,051.68	6,636.72
营业成本	2,973.93	2,480.31	3,256.58	3,622.22	3,965.76
营业税金及附加	34.52	25.01	36.06	36.61	40.15
营业费用	1,522.37	1,045.22	1,268.91	1,410.04	1,543.04
管理费用	174.98	169.84	211.21	247.82	278.41
研发费用	237.17	220.10	279.35	326.88	363.79
财务费用	(5.27)	2.75	3.90	4.35	4.77
资产减值损失	(1.54)	1.96	26.35	26.35	26.35
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	52.73	34.59	36.22	36.22	36.22
其他	(57.32)	(80.81)	(109.24)	(109.24)	(109.24)
营业利润	816.49	461.49	413.34	450.42	487.46
营业外收入	33.54	13.45	21.23	21.23	21.23
营业外支出	5.72	7.44	6.27	6.27	6.27
利润总额	844.31	467.50	428.30	465.38	502.43
所得税	83.75	51.95	50.41	54.78	59.14
净利润	760.56	415.55	377.89	410.61	443.29
少数股东损益	12.80	7.65	7.48	8.13	8.77
归属于母公司净利润	760.56	415.55	377.89	410.61	443.29
每股收益(元)	0.90	0.49	0.45	0.48	0.52

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	-5.69%	-24.14%	24.36%	11.60%	9.67%
营业利润	2.29%	-43.48%	-10.43%	8.97%	8.22%
归属于母公司净利润	9.64%	-45.36%	-9.06%	8.66%	7.96%
获利能力					
毛利率	48.26%	43.12%	39.95%	40.15%	40.25%
净利率	13.23%	9.53%	6.97%	6.78%	6.68%
ROE	25.29%	13.14%	10.53%	10.63%	10.67%
ROIC	93.83%	84.31%	31.11%	103.98%	32.13%
偿债能力					
资产负债率	47.85%	44.66%	45.29%	42.82%	44.81%
净负债率	-33.10%	-23.64%	-64.23%	-43.89%	-70.10%
流动比率	1.62	1.67	1.76	1.91	1.87
速动比率	1.42	1.41	1.57	1.63	1.67
营运能力					
应收账款周转率	3.72	2.63	3.54	3.54	3.54
存货周转率	10.98	7.10	8.76	8.78	8.80
总资产周转率	1.02	0.74	0.86	0.89	0.91
每股指标(元)					
每股收益	0.90	0.49	0.45	0.48	0.52
每股经营现金流	0.92	-0.12	1.60	-0.52	1.67
每股净资产	3.55	3.73	4.24	4.56	4.90
估值比率					
市盈率	6.49	11.87	13.06	12.01	11.13
市净率	1.64	1.56	1.37	1.28	1.19
EV/EBITDA	7.99	7.93	3.92	4.99	2.26
EV/EBIT	8.35	8.50	4.57	5.86	2.66

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际 客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号 平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com