

华帝股份 (002035)

2023A&2024Q1 业绩点评:

步入上行通道, 经营表现超预期

事件:

华帝股份发布 23 年报及 24 年一季报: 23 年, 实现营收 62.33 亿, 同比+7.12%, 归母净利润 4.47 亿, 同比+212.50%, 扣非净利润 4.12 亿, 同比+362.75%; 23 年四季度, 实现营收 18.02 亿, 同比+15.54%, 归母净利润 0.88 亿, 同比+2.25 亿, 扣非净利润 0.66 亿, 同比+2.41 亿。2023 年拟分红 2.49 亿, 分红率 55.76%。24 年一季度, 实现营收 13.81 亿, 同比+15.60%, 归母净利润 1.24 亿, 同比+34.61%, 扣非净利润 1.22 亿, 同比+50.73%。

经营改善延续, 增速领跑行业

23A 收入同比+7%, 其中海外、工程收入均同比-20%, 占比分别 10%/8%, 拖累综合表现; 若仅看国内零售, 线下、电商收入分别同比+11%、+23%, 占比分别 45%、35%, 公司品牌升级及渠道调整, 驱动国内零售份额提升。品类层面, 烟机/灶具/热水器收入分别同比+22%/+6%/-6%, 收入占比分别 41%/23%/18%; 烟灶量价齐升, 且价格贡献较大。季度节奏来看, 增长的两大驱动因素线下及电商自 23 年初以来延续较优增长, 拖累因素之一的海外也在 23Q4 转正, 工程则持续承压, 综合影响下公司收入自 23Q4 开始提速。

毛利率持续提升, 盈利稳步修复

23 年归属净利率+4.7pct 至 7.2%, 修复的主要驱动在于: 1) 毛利率同比+2.7pct, 产品均价提升, 且高毛利率的线下/电商渠道收入占比提升也有帮助; 2) 信用减值损失同比-52%, 正面贡献净利率 2.8pct; 费用率则基本平稳。24Q1 归属净利率+1.3pct 至 9.0%, 主要原因仍为毛利率延续改善, 同比+2.2pct, 此外公司积极投入, 销售费用同比+25%, 费率同比+1.9pct, 而管理/研发/财务费用率分别同比-1.0/-0.5/-0.4pct, 期间费用率平稳。

步入上行通道, 经营 α 有望延续

23 年以来, 华帝以品牌升级、渠道调整为核心的经营改善逻辑持续兑现, 公司国内零售收入增长持续优于行业整体。份额及均价齐升的背后, 一方面基于公司积极研发创新, 储备多产品线的新品, 且加速迭代上新; 另一方面渠道端积极开拓新零售渠道, 挖掘渠道增量。盈利层面, 公司 23 年充分计提部分坏账损失, 24 年轻装上阵, 叠加收入增长、产品结构升级, 综合净利率提升可期; 综上, 公司经营已步入上行通道, 基本面 α 有望延续。

正值经营改善周期, 给予公司“买入”评级

我们预计公司 24-25 年营收分别 71.25、77.79 亿, 同比+14.32%、+9.17%, 归母净利润分别 6.54、7.42 亿, 同比+46.27%、+13.38%, EPS 分别 0.77、0.87 元, 23-26 年 CAGR 为 23.53%。尽管行业承压, 但公司正值经营改善周期, 收入增长有望优于行业, 且盈利能力逐步修复; 此外公司分红比例提升以回报股东; 给予公司 24 年 12X, 目标价 9.24 元, 给予“买入”评级。

风险提示: 1) 需求大幅不及预期; 2) 原材料价格大幅波动。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	5819	6233	7125	7779	8505
增长率 (%)	4.13%	7.12%	14.32%	9.17%	9.34%
EBITDA (百万元)	282	617	1081	1175	1264
归母净利润 (百万元)	143	447	654	742	843
增长率 (%)	-30.98%	212.50%	46.27%	13.38%	13.68%
EPS (元/股)	0.17	0.53	0.77	0.87	0.99
市盈率 (P/E)	41.5	13.3	9.1	8.0	7.0
市净率 (P/B)	1.8	1.6	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	11.5	4.9	3.2	2.3	1.4

数据来源: 公司公告、iFind, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 04 月 26 日收盘价

行业: 家用电器/厨卫电器
 投资评级: 买入 (首次)
 当前价格: 7.00 元
 目标价格: 9.24 元

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	847.65/780.52
流通 A 股市值 (百万元)	5,463.66
每股净资产 (元)	4.33
资产负债率 (%)	47.25
一年内最高/最低 (元)	7.60/4.68

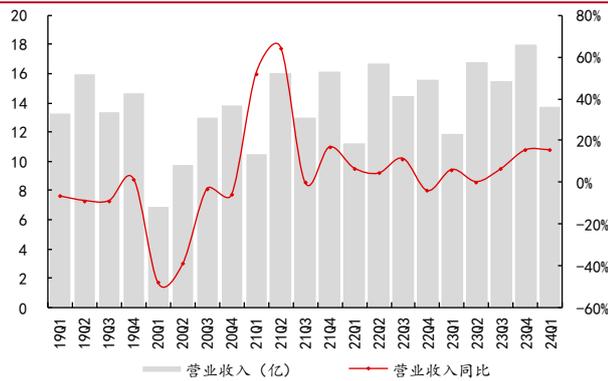
股价相对走势



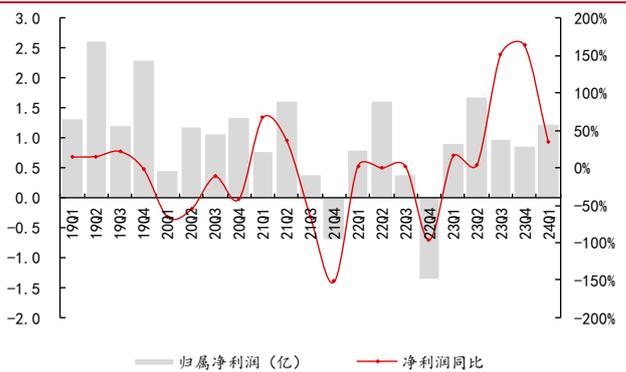
作者

分析师: 管泉森
 执业证书编号: S0590523100007
 邮箱: guanqs@glsc.com.cn
 分析师: 孙珊
 执业证书编号: S0590523110003
 邮箱: sunshan@glsc.com.cn
 分析师: 崔甜甜
 执业证书编号: S0590523110009
 邮箱: cuitt@glsc.com.cn

相关报告

图表1：公司23年收入同比+7%，24Q1收入同比+16%


资料来源：iFind，国联证券研究所

图表2：公司23年业绩同比+212%，24Q1业绩同比+35%


资料来源：iFind，国联证券研究所

图表3：华帝股份收入拆分（单位：亿元）

	营业收入	收入yoy	毛利率	毛利率yoy
分行业				
电器机械及器材制造业	61.59	7.1%	42.3%	2.7%
分产品				
烟机	25.65	21.6%	45.8%	3.3%
灶具	14.56	6.0%	47.4%	1.1%
热水器	11.44	-5.6%	34.1%	1.0%
分地区				
境内地区	55.27	11.5%	43.7%	2.2%
境外地区	6.32	-20.3%	30.2%	2.8%
分销售模式				
线下渠道	28.34	10.9%	40.0%	-1.4%
线上渠道	21.89	23.4%	52.4%	5.5%
工程渠道	5.04	-19.9%	26.9%	-0.4%
海外渠道	6.32	-20.3%	30.2%	2.8%

资料来源：iFind，国联证券研究所

图表4：华帝股份2023A&2024Q1利润表项目

	2023Q4	2022Q4	同比变动	2023A	2022A	同比变动	2024Q1	2023Q1	同比变动
营业收入	100.00%	100.00%	-	100.00%	100.00%	-	100.00%	100.00%	-
营业成本	56.86%	65.14%	-8.29pct	57.82%	60.48%	-2.66pct	58.14%	60.37%	-2.23pct
毛利率	43.14%	34.86%	8.29pct	42.18%	39.52%	2.66pct	41.86%	39.63%	2.23pct
营业税金及附加	0.75%	1.04%	-0.29pct	0.66%	0.68%	-0.02pct	0.51%	0.54%	-0.03pct
销售费用率	26.56%	20.69%	5.86pct	24.74%	24.35%	0.39pct	24.06%	22.18%	1.89pct
管理费用率	4.25%	4.93%	-0.68pct	4.54%	4.35%	0.18pct	4.67%	5.68%	-1.01pct
研发费用率	4.03%	3.53%	0.50pct	3.97%	4.45%	-0.48pct	4.65%	5.13%	-0.48pct
财务费用率	-0.19%	0.39%	-0.58pct	-0.17%	-0.17%	0.00pct	-0.35%	0.06%	-0.41pct
其他收益	2.41%	1.57%	0.84pct	1.72%	1.42%	0.30pct	2.06%	1.20%	0.86pct
投资净收益	1.11%	0.75%	0.36pct	0.65%	0.50%	0.16pct	0.39%	0.48%	-0.09pct
公允价值变动净收益	-0.22%	1.20%	-1.43pct	-0.07%	0.32%	-0.39pct	-0.11%	0.84%	-0.95pct
信用减值损失	5.48%	18.63%	-13.15pct	2.29%	5.11%	-2.82pct	-0.51%	-0.74%	0.23pct
资产减值损失	1.54%	1.69%	-0.15pct	0.73%	0.44%	0.29pct	0.41%	0.00%	0.41pct
资产处置收益	0.00%	-0.02%	0.02pct	-0.01%	0.00%	0.00pct	-0.02%	-0.02%	0.00pct
营业利润率	4.04%	-12.53%	16.57pct	7.72%	2.53%	5.19pct	10.74%	9.28%	1.45pct
营业外收入	1.04%	0.10%	0.95pct	0.35%	0.08%	0.27pct	0.11%	0.06%	0.05pct
营业外支出	0.14%	-0.07%	0.21pct	0.11%	0.11%	0.00pct	0.18%	0.17%	0.01pct
利润总额	4.95%	-12.36%	17.30pct	7.96%	2.51%	5.45pct	10.67%	9.18%	1.49pct
所得税	0.14%	-3.66%	3.80pct	0.76%	-0.11%	0.87pct	1.73%	1.52%	0.21pct
净利润	4.81%	-8.70%	13.51pct	7.20%	2.62%	4.58pct	8.94%	7.66%	1.28pct
少数股东损益	-0.05%	0.12%	-0.17pct	0.02%	0.16%	-0.13pct	-0.04%	-0.05%	0.01pct
归属母公司股东净利润	4.86%	-8.82%	13.68pct	7.17%	2.46%	4.72pct	8.98%	7.71%	1.27pct

资料来源：iFind，国联证券研究所

财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1632	1545	1793	2710	3679	营业收入	5819	6233	7125	7779	8505
应收账款+票据	1585	1260	1820	1987	2172	营业成本	3519	3604	4037	4306	4596
预付账款	31	31	34	37	41	营业税金及附加	39	41	45	49	54
存货	771	801	967	1032	1101	营业费用	1417	1542	1820	2049	2309
其他	669	1396	1425	1430	1437	管理费用	512	530	571	623	681
流动资产合计	4688	5033	6040	7197	8430	财务费用	-10	-10	-5	-8	-12
长期股权投资	3	6	9	12	15	资产减值损失	-26	-45	-29	-31	-34
固定资产	1305	1310	1044	774	500	公允价值变动收益	19	-4	0	0	0
在建工程	61	142	119	95	71	投资净收益	29	41	34	34	34
无形资产	194	317	247	178	108	其他	-215	-36	28	23	17
其他非流动资产	448	390	369	348	348	营业利润	147	481	690	784	893
非流动资产合计	2012	2166	1788	1406	1042	营业外净收益	-1	15	15	15	15
资产总计	6699	7199	7827	8603	9472	利润总额	146	496	705	799	908
短期借款	179	50	0	0	0	所得税	-6	48	28	32	36
应付账款+票据	2136	2414	2589	2762	2947	净利润	152	449	677	767	872
其他	886	1014	1063	1150	1246	少数股东损益	9	2	23	26	29
流动负债合计	3201	3478	3653	3912	4193	归属于母公司净利润	143	447	654	742	843
长期带息负债	53	1	-3	-6	-9	财务比率					
长期应付款	0	0	0	0	0		2022	2023	2024E	2025E	2026E
其他	41	29	29	29	29	成长能力					
非流动负债合计	93	30	26	23	21	营业收入	4.13%	7.12%	14.32%	9.17%	9.34%
负债合计	3295	3509	3679	3935	4214	EBIT	-42.83%	257.17%	44.05%	13.00%	13.38%
少数股东权益	104	46	68	94	123	EBITDA	-29.72%	118.69%	75.21%	8.76%	7.51%
股本	848	848	848	848	848	归属于母公司净利润	-30.98%	212.50%	46.27%	13.38%	13.68%
资本公积	23	23	23	23	23	获利能力					
留存收益	2431	2774	3210	3704	4265	毛利率	39.52%	42.18%	43.34%	44.64%	45.96%
股东权益合计	3405	3690	4148	4668	5259	净利率	2.62%	7.20%	9.50%	9.86%	10.25%
负债和股东权益总计	6699	7199	7827	8603	9472	ROE	4.33%	12.27%	16.03%	16.21%	16.41%
现金流量表						ROIC	4.40%	22.18%	47.79%	45.96%	65.86%
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	偿债能力					
净利润	152	449	677	767	872	资产负债率	49.18%	48.74%	47.00%	45.74%	44.48%
折旧摊销	146	131	381	385	367	流动比率	1.5	1.4	1.7	1.8	2.0
财务费用	-10	-10	-5	-8	-12	速动比率	1.2	1.2	1.4	1.6	1.7
存货减少(增加为“-”)	147	-30	-166	-64	-69	营运能力					
营运资金变动	-127	446	-533	19	17	应收账款周转率	4.8	8.2	5.5	5.5	5.5
其它	87	163	138	36	41	存货周转率	4.6	4.5	4.2	4.2	4.2
经营活动现金流	395	1149	491	1135	1216	总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
资本支出	-225	-279	0	0	0	每股指标(元)					
长期投资	1	37	0	0	0	每股收益	0.2	0.5	0.8	0.9	1.0
其他	550	-685	25	25	25	每股经营现金流	0.5	1.4	0.6	1.3	1.4
投资活动现金流	326	-926	25	25	25	每股净资产	3.9	4.3	4.8	5.4	6.1
债权融资	22	-181	-54	-3	-2	估值比率					
股权融资	0	0	0	0	0	市盈率	41.5	13.3	9.1	8.0	7.0
其他	-73	-154	-213	-239	-270	市净率	1.8	1.6	1.5	1.3	1.2
筹资活动现金流	-51	-336	-268	-243	-272	EV/EBITDA	11.5	4.9	3.2	2.3	1.4
现金净增加额	673	-109	249	917	969	EV/EBIT	23.8	6.2	5.0	3.3	2.0

数据来源:公司公告、iFinD,国联证券研究所预测;股价为2024年04月26日收盘价

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。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及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。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼 **上海：**上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼 **深圳：**广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼

电话：0510-85187583