

非金融公司|公司点评|华帝股份（002035）

# 2024 年中报点评： 经营处于改善周期，静待政策效果兑现



## | 报告要点

Q2 以来厨电需求仍有明显承压，但后续以旧换新政策落地预计将对需求有所带动，叠加公司经营处于改善周期，预计公司 2024-2026 年营收分别同比+6%/+10%/+10%至 66/73/80 亿，归母净利润分别同比+33%/+14%/+14%至 6.0/6.8/7.7 亿，对应 PE 分别 8.9/7.8/6.9X，参考 2023 年 56%的分红，股息率达到 6.3%，维持买入评级。

## | 分析师及联系人



管泉森



孙珊



崔甜甜

SAC: S0590523100007 SAC: S0590523110003 SAC: S0590523110009

## 华帝股份(002035)

# 2024 年中报点评:

# 经营处于改善周期, 静待政策效果兑现

行业: 家用电器/厨卫电器  
 投资评级: 买入(维持)  
 当前价格: 6.23 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) 4,862.66  
 每股净资产(元) 4.24  
 资产负债率(%) 46.31  
 一年内最高/最低(元) 8.82/4.68

### 股价相对走势



### 相关报告

1、《华帝股份(002035): 2023A&2024Q1 业绩点评: 步入上行通道, 经营表现超预期》  
 2024.04.28



扫码查看更多

### 事件

2024H1, 公司实现营收 31.01 亿, 同比+7.68%, 归母净利润 3.00 亿, 同比+14.77%, 扣非净利润 2.92 亿, 同比+19.07%; 其中 2024Q2, 公司实现营收 17.20 亿, 同比+2.07%, 归母净利润 1.76 亿, 同比+3.95%, 扣非净利润 1.70 亿, 同比+3.48%。

#### 国内下沉渠道&海外市场收入增量突出

受地产影响, 公司 Q2 收入降速在情理之中, 但表现优于后周期板块。H1 国内/海外收入分别同比+4%/+35%。分渠道来看, H1 线下收入同比+21%, 收入占比为 52%, 其中下沉渠道收入同比+41%, 收入占比为 19%, 传统经销渠道同比+12%; 分品类看, H1 烟机/灶具/热水器收入分别同比+15%/+3%/+25%, 占主营分别 42%/23%/21%; 其他新品类大部分承压下滑。总的来说, 报告期公司收入实现个位数增长殊为难得。

#### 行业竞争加剧, 但 Q2 盈利能力小幅改善

Q2 毛利率同比-2.8pct, 主因在于①毛利率较低的海外、下沉渠道收入增长更快, ②行业价格竞争有所加剧。费用端, Q2 销售费用率同比-1.2pct, 与渠道变化有关, 同时公司提升费用投放效率; 管理/研发/财务费用率变化不大。信用减值损失(坏账计提)减少对净利率贡献 1.0pct。总体来看, Q2 净利率同比+0.2pct, 期内毛利率下滑较大但费用率减少, 且信用减值损失的减少对净利率也有一定贡献。

#### 经营处于改善周期, 静待政策效果兑现

尽管环境偏弱, 但公司积极布局多元化渠道, 报告期内收入依然实现增长, 殊为不易; 考虑到后续以旧换新政策落地有望带动大厨电行业需求回暖, 公司收入稳健增长可期。在上半年行业竞争加剧背景下, 公司盈利能力仍维持小幅改善; 经营性盈利能力维稳, 叠加去年坏账计提形成的低基数, 公司全年业绩增长值得期待。

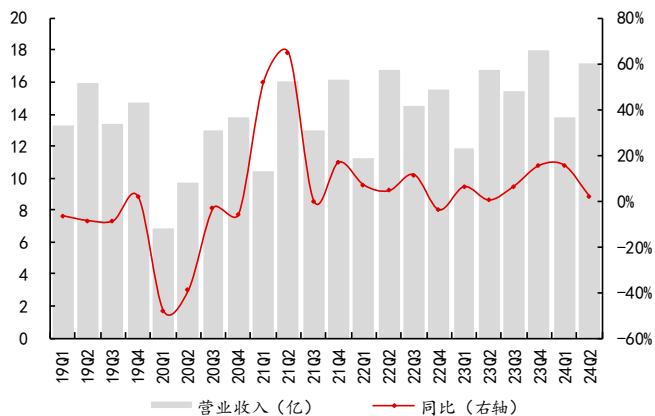
#### 公司经营有望延续改善, 维持“买入”评级

Q2 以来厨电需求仍有明显承压, 但后续以旧换新政策落地预计将对需求有所带动, 叠加公司经营处于改善周期, 预计公司 2024-2026 年营收分别同比+6%/+10%/+10%至 66/73/80 亿, 归母净利润分别同比+33%/+14%/+14%至 6.0/6.8/7.7 亿, 对应 PE 分别 8.9/7.8/6.9X, 参考 2023 年 56% 的分红, 股息率达到 6.3%, 维持买入评级。

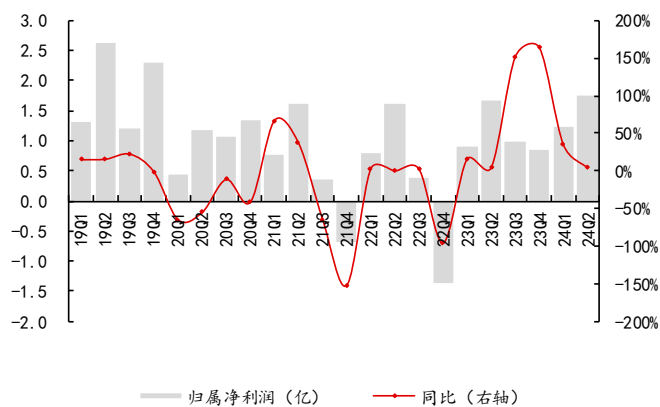
**风险提示:** 1、地产影响的新房需求下滑压力超出预期; 2、行业价格竞争压力超出预期。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5819	6233	6636	7281	7996
增长率(%)	4.13%	7.12%	6.47%	9.73%	9.81%
EBITDA(百万元)	282	617	1059	1228	1387
归母净利润(百万元)	143	447	595	675	767
增长率(%)	-30.98%	212.50%	33.10%	13.46%	13.55%
EPS(元/股)	0.17	0.53	0.70	0.80	0.90
市盈率(P/E)	36.9	11.8	8.9	7.8	6.9
市净率(P/B)	1.6	1.4	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	11.5	4.9	3.2	2.5	1.9

数据来源: 公司公告、iFIND, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 08 月 30 日收盘价

**图表1：2024H1 公司营业收入同比+7.7%**


资料来源：iFinD，国联证券研究所

**图表2：2024H1 公司归属净利润同比+14.8%**


资料来源：iFinD，国联证券研究所

**图表3：华帝股份 2024 上半年收入拆分 (单位: 亿元)**

2024H1 (亿元)	营业收入	营收 yoy	营收占比	毛利率	毛利率 yoy
分行业					
电器机械及器材制造业	30.5	7.1%		41.1%	0.4pct
分产品					
烟机	13.0	14.6%	43%	45.1%	1.6pct
灶具	7.2	3.2%	24%	45.1%	-0.1pct
热水器	6.6	24.7%	21%	32.8%	-0.3pct
分地区					
国内	26.8	4.1%	88%	42.6%	0.7pct
海外	3.8	35.3%	12%	30.6%	1.1pct

资料来源：iFinD，公司公告，国联证券研究所

**图表4：华帝股份利润表项目变化**

	2024Q2	2023Q2	同比变动	2024H1	2023H1	同比变动
营业收入	100.00%	100.00%	-	100.00%	100.00%	-
营业成本	60.27%	57.44%	2.84pct	59.32%	58.65%	0.67pct
<b>毛利率</b>	<b>39.73%</b>	<b>42.56%</b>	<b>-2.84pct</b>	<b>40.68%</b>	<b>41.35%</b>	<b>-0.67pct</b>
营业税金及附加	0.62%	0.71%	-0.09pct	0.57%	0.64%	-0.07pct
销售费用率	22.89%	24.05%	-1.16pct	23.41%	23.27%	0.14pct
管理费用率	3.58%	3.74%	-0.16pct	4.07%	4.55%	-0.48pct
研发费用率	3.63%	3.50%	0.14pct	4.09%	4.18%	-0.09pct
财务费用率	-0.37%	-0.33%	-0.04pct	-0.36%	-0.17%	-0.19pct
其他收益	1.75%	1.55%	0.20pct	1.89%	1.41%	0.48pct
投资净收益	0.61%	0.47%	0.14pct	0.51%	0.47%	0.04pct
公允价值变动净收益	-0.08%	-0.05%	-0.03pct	-0.09%	0.32%	-0.41pct
信用减值损失	0.53%	1.49%	-0.95pct	0.07%	0.56%	-0.49pct
资产减值损失	0.25%	0.16%	0.09pct	0.32%	0.09%	0.23pct
资产处置收益	0.03%	0.00%	0.03pct	0.01%	-0.01%	0.01pct
<b>营业利润率</b>	<b>10.90%</b>	<b>11.22%</b>	<b>-0.32pct</b>	<b>10.83%</b>	<b>10.42%</b>	<b>0.41pct</b>
营业外收入	0.18%	0.07%	0.11pct	0.15%	0.07%	0.08pct
营业外支出	0.05%	0.02%	0.03pct	0.11%	0.08%	0.03pct
利润总额	11.04%	11.27%	-0.24pct	10.87%	10.40%	0.47pct
所得税	0.85%	1.13%	-0.27pct	1.25%	1.29%	-0.05pct
净利润	10.18%	10.15%	0.04pct	9.63%	9.11%	0.52pct
少数股东损益	-0.03%	0.12%	-0.15pct	-0.03%	0.05%	-0.08pct
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>10.21%</b>	<b>10.02%</b>	<b>0.18pct</b>	<b>9.66%</b>	<b>9.06%</b>	<b>0.60pct</b>

资料来源：iFinD，公司公告，国联证券研究所

## 风险提示

**1、地产影响的新房需求下滑压力超出预期；**厨房大电的产品需求中，受新房装修驱动的比例仍然较高，但近年来地产销售及传导至竣工的下滑压力偏大，后续可能对厨房大电的需求产生较大负面干扰。

**2、行业价格竞争压力超出预期；**厨房大电行业龙头历来定位中高端，当前行业逐步走向存量市场阶段，对于早期竞争相对缺位的中低端市场，龙头或加大布局的力度，行业价格竞争压力或较大。

## 财务预测摘要

资产负债表		单位:百万元					利润表		单位:百万元				
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E		
货币资金	1632	1545	1200	1622	2162	营业收入	5819	6233	6636	7281	7996		
应收账款+票据	1585	1260	1695	1860	2042	营业成本	3519	3604	3890	4269	4688		
预付账款	31	31	32	35	38	营业税金及附加	39	41	42	46	51		
存货	771	801	932	1023	1123	营业费用	1417	1542	1622	1743	1874		
其他	669	1396	1421	1426	1432	管理费用	512	530	532	583	640		
<b>流动资产合计</b>	<b>4688</b>	<b>5033</b>	<b>5279</b>	<b>5966</b>	<b>6798</b>	财务费用	-10	-10	-4	-5	-7		
长期股权投资	3	6	9	12	15	资产减值损失	-26	-45	-27	-29	-32		
固定资产	1305	1310	1170	1130	1039	公允价值变动收益	19	-4	0	0	0		
在建工程	61	142	269	245	221	投资净收益	29	41	34	34	34		
无形资产	194	317	331	411	458	其他	-215	-36	65	63	61		
其他非流动资产	448	390	469	448	448	<b>营业利润</b>	<b>147</b>	<b>481</b>	<b>626</b>	<b>713</b>	<b>811</b>		
<b>非流动资产合计</b>	<b>2012</b>	<b>2166</b>	<b>2247</b>	<b>2245</b>	<b>2181</b>	营业外净收益	-1	15	15	15	15		
<b>资产总计</b>	<b>6699</b>	<b>7199</b>	<b>7526</b>	<b>8211</b>	<b>8979</b>	<b>利润总额</b>	<b>146</b>	<b>496</b>	<b>641</b>	<b>728</b>	<b>826</b>		
短期借款	179	50	0	0	0	所得税	-6	48	26	29	33		
应付账款+票据	2136	2414	2494	2737	3006	<b>净利润</b>	<b>152</b>	<b>449</b>	<b>616</b>	<b>699</b>	<b>793</b>		
其他	886	1014	1005	1099	1204	少数股东损益	9	2	21	23	26		
<b>流动负债合计</b>	<b>3201</b>	<b>3478</b>	<b>3499</b>	<b>3837</b>	<b>4211</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>143</b>	<b>447</b>	<b>595</b>	<b>675</b>	<b>767</b>		
长期带息负债	53	1	2	1	0								
长期应付款	0	0	0	0	0	<b>财务比率</b>							
其他	41	29	29	29	29		2022	2023	2024E	2025E	2026E		
<b>非流动负债合计</b>	<b>93</b>	<b>30</b>	<b>31</b>	<b>30</b>	<b>29</b>	<b>成长能力</b>							
<b>负债合计</b>	<b>3295</b>	<b>3509</b>	<b>3530</b>	<b>3867</b>	<b>4240</b>	营业收入	4.13%	7.12%	6.47%	9.73%	9.81%		
少数股东权益	104	46	66	90	116	EBIT	-42.83%	257.17%	31.22%	13.34%	13.40%		
股本	848	848	848	848	848	EBITDA	-29.72%	118.69%	71.61%	15.97%	13.00%		
资本公积	23	23	23	23	23	归属于母公司净利润	-30.98%	212.50%	33.10%	13.46%	13.55%		
留存收益	2431	2774	3060	3384	3753	<b>获利能力</b>							
<b>股东权益合计</b>	<b>3405</b>	<b>3690</b>	<b>3996</b>	<b>4344</b>	<b>4739</b>	毛利率	39.52%	42.18%	41.38%	41.38%	41.37%		
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6699</b>	<b>7199</b>	<b>7526</b>	<b>8211</b>	<b>8979</b>	净利率	2.62%	7.20%	9.28%	9.59%	9.92%		
						ROE	4.33%	12.27%	15.14%	15.87%	16.59%		
						ROIC	4.40%	22.18%	43.44%	33.67%	38.49%		
						<b>偿债能力</b>							
						资产负债率	49.18%	48.74%	46.90%	47.10%	47.22%		
						流动比率	1.5	1.4	1.5	1.6	1.6		
						速动比率	1.2	1.2	1.2	1.3	1.3		
						<b>营运能力</b>							
						应收账款周转率	4.8	8.2	5.5	5.5	5.5		
						存货周转率	4.6	4.5	4.2	4.2	4.2		
						总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9		
						<b>每股指标(元)</b>							
						每股收益	0.2	0.5	0.7	0.8	0.9		
						每股经营现金流	0.5	1.4	0.6	1.5	1.7		
						每股净资产	3.9	4.3	4.6	5.0	5.5		
						<b>估值比率</b>							
						市盈率	36.9	11.8	8.9	7.8	6.9		
						市净率	1.6	1.4	1.3	1.2	1.1		
						EV/EBITDA	11.5	4.9	3.2	2.5	1.9		
						EV/EBIT	23.8	6.2	5.3	4.2	3.2		

数据来源:公司公告、iFinD,国联证券研究所预测;股价为2024年08月30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，北交所市场以北证50指数为基准；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性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 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/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，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/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。

## 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由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号致安广场A座4层  
 无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层  
 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