

# 帅丰电器 (605336.SH)

优于大市

## 2024 年报点评：经营较为承压，期待国补政策下需求回暖

### 核心观点

**经营明显承压，高比例分红。**公司 2024 年实现营收 4.3 亿/-48.3%，归母净利润 0.60 亿/-68.2%，扣非归母净利润 0.48 亿/-71.8%。其中 Q4 收入 1.2 亿/-43.9%，归母净利润 0.16 亿/-67.8%，扣非归母净利润 0.14 亿/-68.6%。公司拟每 10 股分红 3.25 元，现金分红率达到 98.9%。

**集成灶需求有所萎缩。**受到地产及国内消费环境影响，集成灶行业零售额出现较大降幅。奥维云网数据显示，2024 年我国集成灶零售额同比下降 30.6% 至 173 亿元，其中 Q4 下降 35.3%，集成灶行业正处于调整期。2025Q1 集成灶线下零售额下降 19.5%，线上零售额下降 26.8%，行业需求仍有待恢复。

**橱柜收入规模稳定，集成灶收入量跌价稳。**公司 2024 年集成灶收入下降 50.6% 至 3.5 亿元，橱柜收入同比微增 0.6% 至 0.39 亿元，水槽、洗碗机等其他收入同比下降 53.4% 至 0.29 亿元。公司在推动集成灶技术和产品不断创新升级的同时，逐步增加烤箱、蒸箱、蒸烤一体、蒸烤独立、消毒柜、净水器、集成烹饪中心等模块与品类，提升套装配套率和客单价，并同步推进整橱、全屋定制产品项目，为消费者提供一站式集成智慧厨房解决方案。

**电商收入降幅较大。**公司 2024 年经销渠道收入下降 48.4% 至 3.8 亿元，电商收入下降 62.3% 至 0.26 亿元，线下直销及其他收入下降 7.5% 至 0.21 亿元。公司持续优化经销商质量，保持经销商数量在 1000 家。

**四季度毛利率企稳回升，规模降低下费率提升明显。**公司 2024 年毛利率下降 1.1pct 至 45.7%，其中集成灶毛利率同比+1.4pct 至 50.8%，橱柜毛利率同比-12.8pct 至 17.6%。Q4 公司毛利率同比提升 8.8pct 至 52.9%，在同比下降 4 个季度后，毛利率迎来企稳回升。公司全年销售/管理/研发/财务费用率分别+3.8/+6.3%/+1.0/-3.5pct 至 19.4%/12.4%/5.4%/-7.4%，由于收入规模有所下降，公司期间费用率有所提升；24Q4 销售/管理/研发/财务费用率分别+4.1/+10.1/+2.1/-0.8pct。2024 年公司净利率同比-8.8pct 至 14.0%，Q4 净利率同比-10.4pct 至 14.0%。

**风险提示：原材料价格大幅波动；行业竞争加剧；集成灶需求不及预期。**

**投资建议：**下调盈利预测，维持“优于大市”评级

公司系集成灶行业领军企业，技术及产品力领先。考虑到地产压力下集成灶行业需求持续下降及规模萎缩下费率有所提升，下调盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 0.86/1.00/1.09 亿（前值为 2.12/2.24/-亿），同比增长 43%/16%/10%，对应 PE=39/34/31x，维持“优于大市”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	831	430	396	417	435
(+/-%)	-12.2%	-48.3%	-7.9%	5.4%	4.3%
净利润(百万元)	190	60	86	100	109
(+/-%)	-11.5%	-68.2%	42.8%	15.7%	9.8%
每股收益(元)	1.03	0.33	0.47	0.54	0.60
EBIT Margin	19.4%	6.4%	15.3%	17.1%	18.1%
净资产收益率 (ROE)	9.6%	3.1%	4.5%	5.1%	5.6%
市盈率 (PE)	18.0	56.3	39.5	34.1	31.1
EV/EBITDA	18.9	55.7	40.6	35.8	33.0
市净率 (PB)	1.73	1.76	1.76	1.75	1.74

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 家用电器·厨卫电器

证券分析师：陈伟奇 0755-81982606 chenweiqi@guosen.com.cn S0980520110004  
 证券分析师：王兆康 0755-81983063 wangzk@guosen.com.cn S0980520120004

证券分析师：邹会阳 0755-81981518 zouhuiyang@guosen.com.cn  
 联系人：李晶 0755-81981518 lijing29@guosen.com.cn S0980523020001

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	19.52 元
总市值/流通市值	3580/3580 百万元
52 周最高价/最低价	22.33/9.29 元
近 3 个月日均成交额	135.33 百万元

#### 市场走势

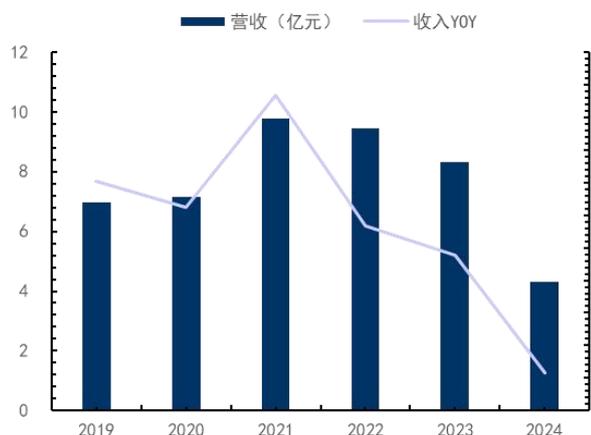


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《帅丰电器 (605336.SH) -2023 年报点评：集成灶需求承压，盈利能力维持稳健》——2024-04-23
- 《帅丰电器 (605336.SH) -2023 年中报点评：二季度经营稳健，盈利持续回升》——2023-09-05
- 《帅丰电器 (605336.SH) -2022 年报点评：全年经营稳健，四季度盈利回升》——2023-04-24

图1: 公司营业收入及增速



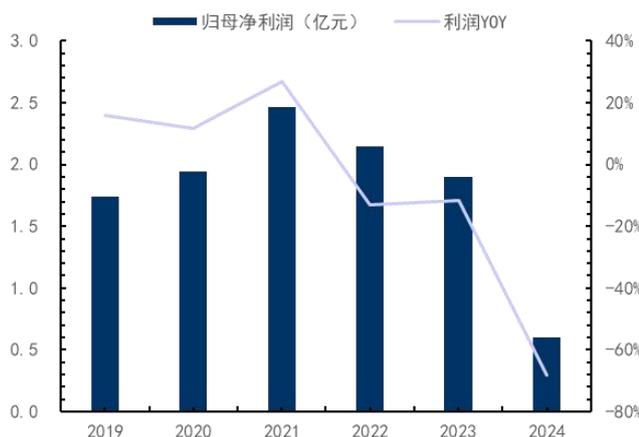
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季营业收入及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季归母净利润及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司毛利率及净利率

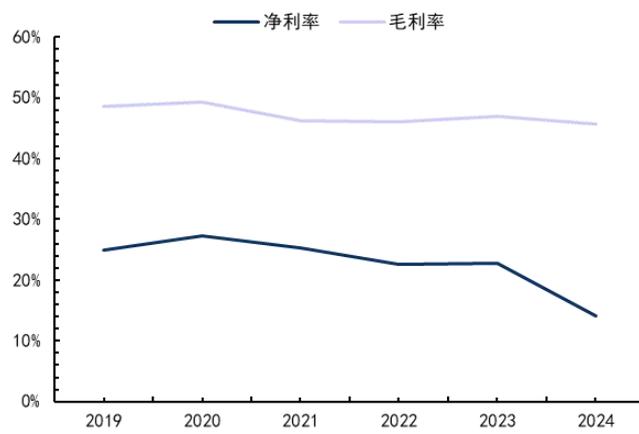
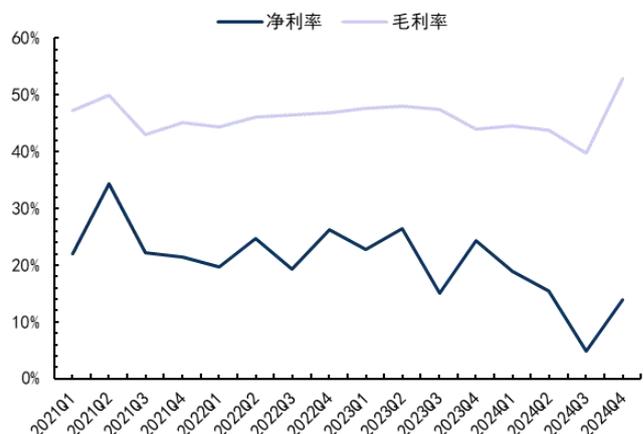


图6: 公司单季度毛利率及净利率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

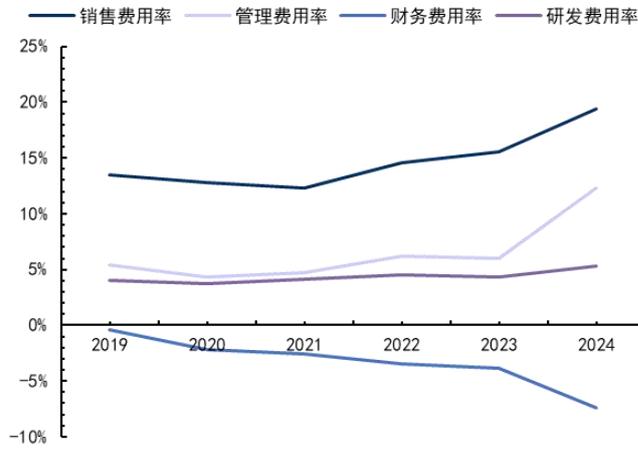
图7：公司研发费用率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司期间费用情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**附盈利预测：**

1) 集成灶业务：2024 年受地产影响，集成灶行业需求降幅较大，预计 2025 年行业需求仍有所承压，但降幅有望收窄，此后需求有望企稳回升。预计公司集成灶收入 2025-2027 年同比分别-10%/+5%/4%；毛利率在小幅修复后保持稳定，2025-2027 年毛利率分别为 51%/51%/51%。

2) 橱柜业务：公司橱柜业务在 2024 年行业承压下仍有所增长，预计后续在国补拉动及渠道扩充下保持增长态势。预计 2025-2027 年收入分别+8%/+6%/+5%。毛利率方面同样保持稳定，2025-2027 年毛利率均为 20%。

3) 其他厨房用品：公司其他厨房用品包含水槽、洗碗机、烤箱、蒸箱等品类。虽然该业务同样受地产影响，但预计随着公司品类的扩充，表现或好于集成灶。预计 2025-2027 年收入增速为-5%/+10%/+8%；2025-2027 年毛利率稳定在 26%左右。

预计公司 2025-2027 年实现收入 4.0/4.2/4.4 亿元，同比-8%/+5%/+4%，毛利率为 45.6%/45.5%/45.4%。

表1：公司营业收入及毛利率预测

单位：亿元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	8.31	4.30	3.96	4.17	4.35
<b>总收入同比</b>	-12.23%	-48.29%	-7.87%	5.38%	4.34%
综合毛利率	46.86%	45.72%	45.59%	45.51%	45.44%
<b>集成灶业务收入</b>	7.18	3.55	3.19	3.35	3.48
<b>同比</b>	-16.40%	-50.63%	-10.00%	5.00%	4.00%
<b>集成灶毛利率</b>	49.43%	50.78%	51.00%	51.00%	51.00%
<b>橱柜业务收入</b>	0.39	0.39	0.42	0.45	0.47
<b>同比</b>	31.60%	0.62%	8.00%	6.00%	5.00%
<b>橱柜毛利率</b>	30.37%	17.58%	20.00%	20.00%	20.00%
<b>其他厨房用品收入</b>	0.63	0.29	0.28	0.31	0.33
<b>同比</b>	53.53%	-53.40%	-5.00%	10.00%	8.00%
<b>其他厨房用品毛利率</b>	24.36%	25.84%	26.00%	26.00%	26.00%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理和预测

#### 费用假设：

**销售费用：**公司 2024 年销售费用率提升较快，预计主要系营收规模下降较多。后续随着公司在现有收入规模下重新规划营销费用投入，预计销售费用率会回到此前常态水平。预计 2025-2027 年销售费用率为 16%/15%/15%。

**管理费用：**在营收规模萎缩下，公司管理费用率同样明显提升。后续随着公司持续推进降本增效等措施，预计管理费用率有所压缩。预计 2025-2027 年管理费用率分别为 7%/6%/5%。

**研发费用：**公司研发费用率变化相对平缓，预计后续保持相对稳定，假设 2025-2027 年研发费用率为 5%/5%/5%。

**财务费用：**公司现金储备相对充足，预计财务费用率将保持为负，2025-2027 年财务费用率分别为-5.0%/-4.9%/-5.0%。

根据上述假设，我们预计公司 2025-2027 年净利润分别为 0.86/1.00/1.09 亿，同比增长 43%/16%/10%，对应 PE 为 39/34/31 倍。

表2：公司盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入(百万元)</b>	831	430	396	417	435
(+/-%)	-12.2%	-48.3%	-7.9%	5.4%	4.3%
<b>净利润(百万元)</b>	190	60	86	100	109
(+/-%)	-11.5%	-68.2%	42.8%	15.7%	9.8%
<b>每股收益(元)</b>	1.03	0.33	0.47	0.54	0.60

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理和预测

表3：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值				EPS				PE				PEG (24E)	投资评级
			亿元	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E					
002677.SZ	浙江美大	7.10	46	0.72	0.24	0.32	0.38	9.9	29.6	22.2	18.7	1.1	优于大市			
605336.SH	帅丰电器	18.52	36	1.03	0.33	0.47	0.54	18.0	56.3	39.5	34.1	2.0	优于大市			
300894.SZ	火星人	12.75	52	0.61	0.74	0.79	0.83	21.1	17.3	16.1	15.3	2.7	优于大市			
300911.SZ	亿田智能	40.24	56	1.68	1.86	2.01	2.15	24.0	21.7	20.0	18.7	2.8	优于大市			

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1158	389	406	416	450	营业收入	831	430	396	417	435
应收款项	50	14	15	18	17	营业成本	441	233	215	227	237
存货净额	106	82	73	71	80	营业税金及附加	13	10	6	8	7
其他流动资产	454	125	142	166	152	销售费用	129	83	63	63	65
<b>流动资产合计</b>	<b>1768</b>	<b>880</b>	<b>879</b>	<b>921</b>	<b>959</b>	管理费用	86	76	50	48	46
固定资产	448	375	364	348	330	财务费用	(32)	(32)	(20)	(21)	(22)
无形资产及其他	65	64	61	59	56	投资收益	15	7	13	16	18
投资性房地产	37	803	803	803	803	资产减值及公允价值变动	(1)	(0)	(1)	(1)	(1)
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收入	11	10	10	11	12
<b>资产总计</b>	<b>2318</b>	<b>2122</b>	<b>2107</b>	<b>2131</b>	<b>2148</b>	营业利润	218	75	103	118	130
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	0	营业外净收支	0	(1)	(1)	(1)	(1)
应付款项	230	107	102	110	113	<b>利润总额</b>	<b>218</b>	<b>74</b>	<b>102</b>	<b>117</b>	<b>129</b>
其他流动负债	98	74	55	61	62	所得税费用	28	13	16	17	19
<b>流动负债合计</b>	<b>328</b>	<b>181</b>	<b>157</b>	<b>170</b>	<b>175</b>	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>190</b>	<b>60</b>	<b>86</b>	<b>100</b>	<b>109</b>
其他长期负债	15	16	17	18	18						
<b>长期负债合计</b>	<b>15</b>	<b>16</b>	<b>17</b>	<b>18</b>	<b>18</b>	现金流量表 (百万元)					
<b>负债合计</b>	<b>343</b>	<b>197</b>	<b>174</b>	<b>188</b>	<b>194</b>	<b>净利润</b>	<b>190</b>	<b>60</b>	<b>86</b>	<b>100</b>	<b>109</b>
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(0)	1	0	(0)	(0)
股东权益	1975	1925	1933	1943	1954	折旧摊销	37	37	27	29	30
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2318</b>	<b>2122</b>	<b>2107</b>	<b>2131</b>	<b>2148</b>	公允价值变动损失	1	0	1	1	1
						财务费用	(32)	(32)	(20)	(21)	(22)
关键财务与估值指标						营运资本变动	(213)	(523)	(33)	(11)	12
每股收益	1.03	0.33	0.47	0.54	0.60	其它	0	(1)	(0)	0	0
每股红利	0.70	0.62	0.42	0.49	0.54	<b>经营活动现金流</b>	<b>15</b>	<b>(425)</b>	<b>82</b>	<b>119</b>	<b>152</b>
每股净资产	10.73	10.49	10.54	10.60	10.66	资本开支	0	38	(15)	(12)	(10)
ROIC	9%	1%	3%	4%	4%	其它投资现金流	731	(270)	27	(7)	(10)
ROE	10%	3%	4%	5%	6%	<b>投资活动现金流</b>	<b>731</b>	<b>(232)</b>	<b>12</b>	<b>(19)</b>	<b>(20)</b>
毛利率	47%	46%	46%	46%	45%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	19%	6%	15%	17%	18%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	24%	15%	22%	24%	25%	支付股利、利息	(128)	(114)	(77)	(90)	(98)
收入增长	-12%	-48%	-8%	5%	4%	其它融资现金流	98	116	0	0	0
净利润增长率	-12%	-68%	43%	16%	10%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(159)</b>	<b>(112)</b>	<b>(77)</b>	<b>(90)</b>	<b>(98)</b>
资产负债率	15%	9%	8%	9%	9%	<b>现金净变动</b>	<b>588</b>	<b>(769)</b>	<b>17</b>	<b>10</b>	<b>34</b>
息率	3.8%	3.4%	2.3%	2.6%	2.9%	货币资金的期初余额	570	1158	389	406	416
P/E	18.0	56.3	39.5	34.1	31.1	货币资金的期末余额	1158	389	406	416	450
P/B	1.7	1.8	1.8	1.7	1.7	企业自由现金流	0	(425)	31	67	99
EV/EBITDA	18.9	55.7	40.6	35.8	33.0	权益自由现金流	0	(310)	48	84	118

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032