

证券研究报告—动态报告

家用电器

小家电 II

华帝股份(002035)

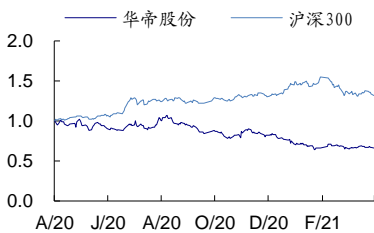
买入

2021 年第一季度业绩预告点评

(首次覆盖)

2021 年 04 月 14 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	869/784
总市值/流通(百万元)	6,519/5,877
上证综指/深圳成指	3,413/13,496
12 个月最高/最低(元)	12.55/7.27

证券分析师: 陈伟奇

电话: 0755-81982606  
E-MAIL: chenweiqi@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520110004

证券分析师: 王兆康

电话: 0755-81983063  
E-MAIL: wangzk@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520120004

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

Q1 业绩承压, 轻装上阵改善可期

● Q1 业绩略承压

华帝股份预计 2021 年第一季度实现归母净利润为 0.70-0.85 亿元, 同比增长 51.04%-83.40%, 同比 2019 年下滑 35.83%-47.16%。

● 预计工程及外销快速增长, 成本上涨盈利承压

公司仍处于经营策略调整期, 叠加疫情影响, 各渠道表现不一。以 2019 年为基数来看 Q1 的表现: 1) 工程渠道方面, 受益于地产竣工的高景气反弹, 预计公司工程渠道将实现高速增长。但由于工程渠道结算周期较长, 预计存在收入确认滞后的情况; 2) 外销方面, 公司通过产品创新加快市场开拓, 叠加疫情带来的海外需求爆发, 预计海外增速较快; 3) 电商方面, 公司的线上零售表现亮眼, 根据淘数据, 2021Q1 华帝油烟机的销额市占率达到 5.28%, 同比增加 1.62pct, 销额实现翻倍增长。但由于电商销售额确认滞后, 预计收入将在后期得到体现; 4) 线下渠道由于渠道战略调整、返利赠品直接冲减收入, 叠加疫情影响依然存在, 线下零售仍处在下滑中。业绩端, 受成本上升的影响, 盈利能力有所下滑。Q4 以来冷轧板和不锈钢等厨电主要原材料价格加速上涨, 21Q1 冷轧板均价较 20Q1 增长 30%, 公司毛利较为承压。但随着公司高端新品的推出, 及生产逐步恢复带动规模效应显现, 预计原材料成本的压力将会得到缓解, 盈利能力有望逐步恢复。

● 革新稳步推进, 经营改善可期

公司立足自身优势, 积极调整经营策略, 在渠道、产品、品牌和组织架构等多维度全面进行革新。渠道方面, 推动线下渠道的扁平化和数字化, 建立自营渠道核心壁垒; 线上开展多平台带货方式, 大力发展合伙人店铺销售模式, 打造网店特色; 工程端积极开拓头部企业, 自营与代理优势互补; 海外市场则通过差异化产品抢占疫情后市场份额。产品方面, 推进产品研发模式转型, 打造差异化卖点, 重视用户需求。品牌方面, 将专业品质、创新时尚融入品牌基因, 加强高端品牌认知。

● 投资建议: 给予“买入”评级

公司经营改革持续推进, 预计 20-22 年净利润分别为 4.08/6.13/7.28 亿, 对应 PE 为 16.0/10.6/9.0x, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

● 风险提示: 行业竞争加剧; 原材料价格大幅波动; 汇率大幅波动。

盈利预测和财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6,095	5,748	4,624	5,575	6,337
(+/-%)	6.4%	-5.7%	-19.6%	20.6%	13.7%
净利润(百万元)	677	748	408	613	728
(+/-%)	32.8%	10.5%	-45.5%	50.3%	18.8%
摊薄每股收益(元)	0.77	0.86	0.47	0.71	0.84
EBIT Margin	13.0%	14.0%	8.7%	11.0%	11.8%
净资产收益率(ROE)	26.1%	24.9%	12.4%	17.0%	18.4%
市盈率(PE)	9.8	8.7	16.0	10.6	9.0
EV/EBITDA	11.0	11.0	18.1	13.0	11.4
市净率(PB)	2.55	2.17	1.98	1.81	1.64

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

**表 1: 可比公司估值表**

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS			PE		投资评级	
		210223		19A	20E	21E	19A	20E		21E
002508.SZ	老板电器	35.65	338	1.68	1.76	2.00	21	20	18	买入
000333.SZ	美的集团	79.30	5,584	3.47	3.82	4.30	23	21	18	买入
002677.SZ	浙江美大	20.44	132	0.71	0.84	1.02	19	24	20	买入
	平均						21	22	19	
002035.SZ	华帝股份	7.50	65	0.86	0.47	0.71	9	16	11	买入

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所预测

**盈利预测:**

**抽油烟机:** 抽油烟机由于安装属性较强, 在疫情下受影响较大, 后续随着疫情好转, 有望持续改善, 预计 2020-2022 年公司抽油烟机收入增速分别为-23%、24%和 9%。

**灶具:** 公司灶具业务此前已有调整, 预计在疫情期间将受到波及, 后续有望好转, 预计 2020-2022 年公司灶具收入增速分别为-26%、18%和 8%。

**热水器:** 公司热水器业务预计也将受到疫情的影响, 实现前低后高的反弹, 预计 2020-2022 年公司热水器收入增速分别为-19%、23%和 16%。

**其他主营:** 公司其他主营主要包括定制家居、消毒柜、蒸烤一体机、电烤箱等产品, 包含较多的品类, 但营收占比较低, 除 2017 年, 其余年度都保持了较高速增长, 在疫情之后将有望实现较高的反弹, 预计 2020-2022 年公司其他主营收入增速分别为-5.7%、25%和 25%

**其他业务:** 预计 2020-2022 年其他业务收入增速为-4%、6%、6%。

因此预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 46.24 亿元、55.75 亿元、63.37 亿元, 分别同比增长-19.56%、20.57%、13.67%。

**表 2: 公司营业收入预测**

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>抽油烟机</b>						
收入(亿元)	23.23	23.56	21.38	16.46	20.42	22.25
同比(%)	25.38	1.42	-9.26	-23.00	24.00	9.00
毛利率(%)	46.74	48.05	51.14	46.20	49.00	50.00
<b>灶具</b>						
收入(亿元)	16.71	16.14	13.84	10.24	12.08	13.05
同比(%)	28.32	-3.39	-14.29	-26.00	18.00	8.00
毛利率(%)	48.73	49.56	52.80	49.00	51.00	52.00
<b>热水器</b>						
收入(亿元)	10.15	12.63	11.08	8.97	11.04	12.80
同比(%)	22.00	24.50	-12.33	-19.00	23.00	16.00
毛利率(%)	43.70	45.52	45.88	43.00	45.00	46.00
<b>其他主营</b>						
收入(亿元)	5.95	7.60	10.36	9.77	12.21	15.27
同比(%)	-16.59	27.75	36.26	-5.70	25.00	25.00
毛利率(%)	38.87	46.38	39.85	36.70	39.00	40.00
<b>其他业务</b>						
收入(亿元)	1.26	1.00	0.82	0.79	0.84	0.89
同比(%)	97.93	-20.44	-18.14	-4.00	6.00	6.00
毛利率(%)	24.39	25.16	35.05	32.00	34.00	35.00
<b>合计</b>						
营业总收入	57.31	60.95	57.48	46.24	55.75	63.37
同比(%)	30.39	6.36	-5.69	-19.56	20.57	13.67

毛利率 (%)	45.47	47.34	48.26	45.11	46.45	47.19
---------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理和预测

**费用假设:**

**销售费用:** 公司销售费用率维持在 26%-28%之间, 随着公司营销战略的调整, 销售费用率或将趋于稳定, 预计 2020-2022 年销售费用率分别为 26.5%、26.5%、26.5%。

**管理费用:** 公司的管理费用率基本保持稳定。随着公司规模的扩大, 管理费用率或逐渐降低, 考虑到公司疫情期间折旧摊销、职工薪酬等费用正常支付, 但收入下滑较大, 预计 2020-2022 年管理费用率分别为 4.2%、3.1%、3%。

**研发费用:** 公司重视研发投入, 研发费用率持续走高。预计 2020-2022 年研发费用为 4.9%、4.9%、5%。

**财务费用:** 公司现金储备充足, 预计财务费用率将保持为负, 2020-2022 年财务费用率分别为-0.70%、-0.73%、-0.73%。

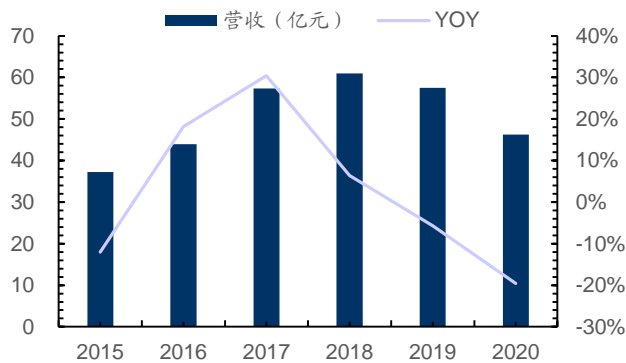
根据上述假设, 我们预计公司 2020-2022 年净利润分别为 4.08 亿元、6.13 亿元、7.28 亿元, 同比增长-45.5%、50.3%、18.8%。

表 3: 公司盈利预测

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	5731	6095	5748	4624	5575	6337
同比	30.4%	6.4%	-5.7%	-19.6%	20.6%	13.7%
净利润 (百万元)	510	677	748	408	613	728
同比	55.60%	32.8%	10.5%	-45.5%	50.3%	18.8%

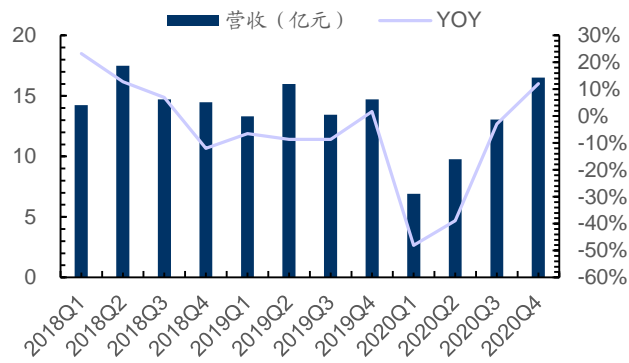
资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理和预测

图 1: 公司营收及增速



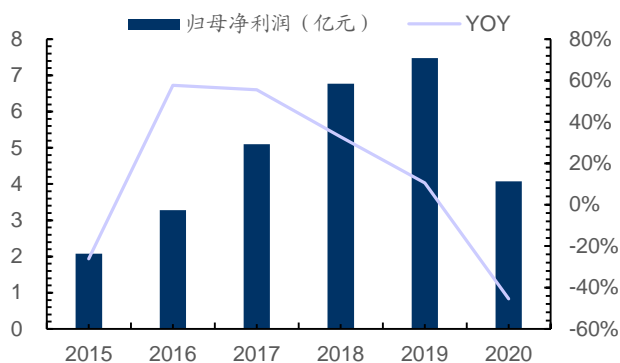
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 2: 公司单季度营收及增速



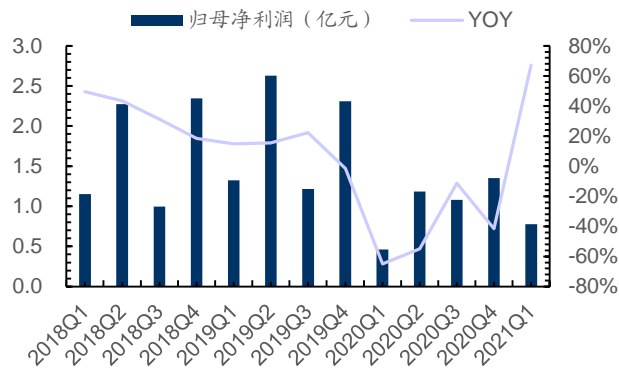
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 3: 公司归母净利润及增速



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

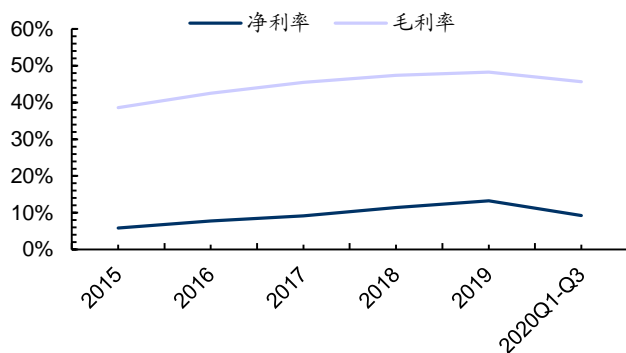
图 4: 公司单季度归母净利润及增速



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

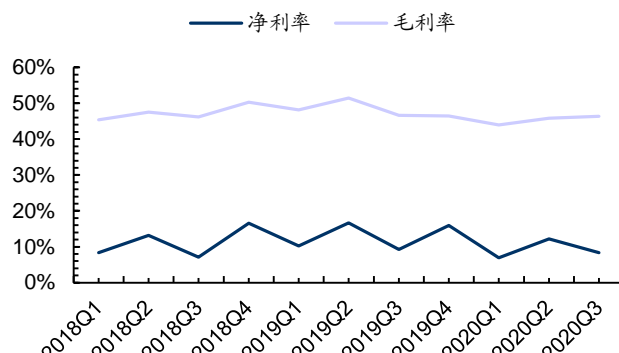
注: 2021Q1 利润取业绩预告均值

图 5: 公司毛利率及净利率



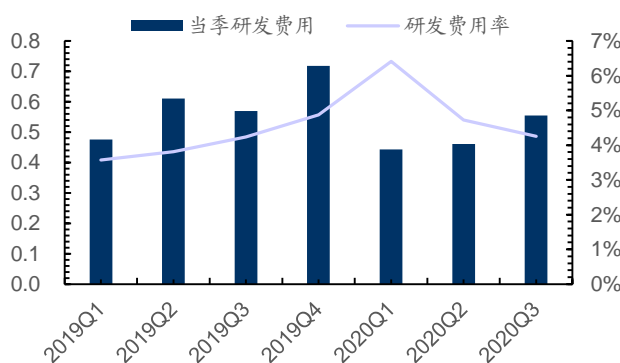
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 6: 公司单季度毛利率及净利率



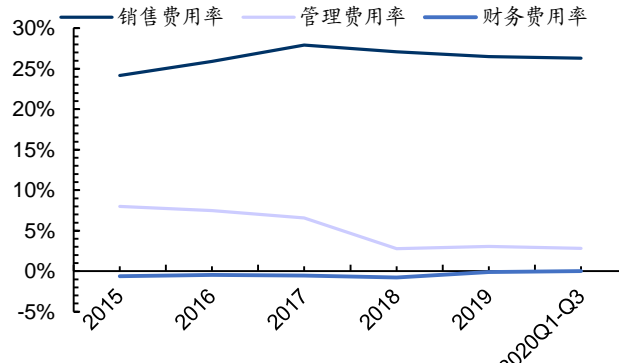
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 7: 公司研发费用情况



资料来源: 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: wind, 国信证券经济研究所整理

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	1032	2231	1883	2112	营业收入	5748	4624	5575	6337
应收款项	1663	1095	1443	1658	营业成本	2974	2538	2985	3346
存货净额	564	407	495	575	营业税金及附加	35	28	45	51
其他流动资产	38	413	331	328	销售费用	1522	1225	1477	1679
<b>流动资产合计</b>	<b>4530</b>	<b>5045</b>	<b>5233</b>	<b>5969</b>	管理费用	412	429	454	515
固定资产	774	763	767	789	财务费用	(5)	(32)	(41)	(40)
无形资产及其他	204	196	188	180	投资收益	53	26	40	33
投资性房地产	457	457	457	457	资产减值及公允价值变动	77	(7)	(3)	23
长期股权投资	11	10	14	17	其他收入	(124)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>5976</b>	<b>6472</b>	<b>6658</b>	<b>7412</b>	营业利润	816	456	691	841
短期借款及交易性金融负债	0	10	7	6	营业外净收支	28	16	18	21
应付款项	1873	1075	1453	1716	<b>利润总额</b>	<b>844</b>	<b>472</b>	<b>709</b>	<b>862</b>
其他流动负债	921	883	978	1103	所得税费用	84	57	86	121
<b>流动负债合计</b>	<b>2794</b>	<b>1968</b>	<b>2438</b>	<b>2825</b>	少数股东损益	13	7	11	13
长期借款及应付债券	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>748</b>	<b>408</b>	<b>613</b>	<b>728</b>
其他长期负债	66	82	98	121					
<b>长期负债合计</b>	<b>66</b>	<b>82</b>	<b>98</b>	<b>121</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>2859</b>	<b>2050</b>	<b>2536</b>	<b>2946</b>	净利润	748	408	613	728
少数股东权益	109	114	119	126	资产减值准备	(1)	22	2	4
股东权益	3008	3293	3599	3963	折旧摊销	49	70	82	88
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5976</b>	<b>5457</b>	<b>6255</b>	<b>7036</b>	公允价值变动损失	(77)	7	3	(23)
					财务费用	(5)	(32)	(41)	(40)
关键财务与估值指标					营运资本变动	455	(447)	136	124
	2019	2020E	2021E	2022E	其它	10	(17)	3	3
每股收益	0.86	0.47	0.71	0.84	<b>经营活动现金流</b>	<b>1182</b>	<b>43</b>	<b>839</b>	<b>923</b>
每股红利	0.30	0.14	0.35	0.42	资本开支	(304)	(80)	(82)	(83)
每股净资产	3.46	3.79	4.14	4.56	其它投资现金流	(1233)	333	(180)	(216)
ROIC	32%	17%	23%	28%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(1545)</b>	<b>253</b>	<b>(265)</b>	<b>(303)</b>
ROE	25%	12%	17%	18%	权益性融资	12	0	0	0
毛利率	48%	45%	46%	47%	负债净变化	0	0	0	0
EBIT Margin	14%	9%	11%	12%	支付股利、利息	(258)	(122)	(306)	(364)
EBITDA Margin	15%	10%	12%	13%	其它融资现金流	319	10	(3)	(1)
收入增长	-6%	-20%	21%	14%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(186)</b>	<b>(112)</b>	<b>(310)</b>	<b>(365)</b>
净利润增长率	10%	-45%	50%	19%	<b>现金净变动</b>	<b>(548)</b>	<b>184</b>	<b>264</b>	<b>255</b>
资产负债率	50%	40%	42%	44%	货币资金的期初余额	1580	1032	2231	1883
息率	4.0%	1.9%	4.7%	5.6%	货币资金的期末余额	1032	1216	2495	2138
P/E	8.7	16.0	10.6	9.0	企业自由现金流	924	(102)	676	769
P/B	2.2	2.0	1.8	1.6	权益自由现金流	1243	(63)	708	802
EV/EBITDA	11.0	18.1	13.0	11.4					

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

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

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 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 楼  
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