

投资评级：买入（维持）

华帝股份(002035)

季报符合预期，变革蓄力未来

市场数据 2019-11-01

收盘价(元)	11.90
一年内最低/最高(元)	8.27/16.48
市盈率	12.3
市净率	3.37

基础数据

净资产收益率(%)	28.34
资产负债率(%)	49.5
总股本(亿股)	8.73

最近12月股价走势



联系信息

洪吉然 分析师
SAC 证书编号: S0160517120002
hongjr@ctsec.com

相关报告

- 《华帝股份(002035):管理变革,赋能未来》
2019-09-02
- 《华帝股份(002035):盈利能力亮眼,收入增速回升》
2019-05-06
- 《华帝股份(002035):栉风沐雨,砥砺前行》
2018-10-24

- **三季报业绩符合预期,调整策略蓄力未来。**前三季度华帝营收 42.8 亿元 (yoy-8%), 归母净利润 5.2 亿元 (yoy+17%), 其中 19Q3 收入和净利润同比为-9%和+20%, 面临行业低谷和新零售冲击, 公司坚持聚焦产品+提升品牌形象+推动零售转型, 积极调整经营策略, 推进管理变革, 向内部要收益, 为下一轮增长赋能蓄力。
- **新零售冲击线下, 电商占比超过 30%, 收入增速或逐步修复。**根据奥维云网, 前三季度油烟机/燃气灶/燃气热水器零售额同比-8%/-5%/-6%, 预计华帝分产品销售额同比-8%/-13%/-18%, 均价同比为-2%/-8%/+5%, 其中燃热渠道扩张放缓+行业均价下移致其显著下滑, 新品类表现出色(洗碗机和蒸烤一体机快速增长)。分渠道看, 预计前三季度线下/电商/工程同比-16%/+14%/-26%, 线下流量受到新零售冲击; 爆品打造+节日促销护航线上销售, 电商收入占比超过 30%; 工程渠道考核方式由开票到发货, 发货口径同比增长。展望未来, 未来半年收入增速或将修复(渠道调整+需求复苏), 长期看产品升级+渠道转型+品牌树立促成智慧厨房战略落地, 同时橱柜业务扩展为全屋定制, 由此形成华帝、百得、华帝家居跨领域品牌矩阵。
- **成本回落+增值税下调助推利润率, Q3 销售费用率降幅明显。**前三季度毛利率 48.9% (yoy+2.5pcts), 成本回落的贡献度接近 50%, 其余部分由增值税下调和产品结构改善所致; 销售费用率 27.4% 同比持平, 其中 19Q3 降幅明显 (yoy-3.8pcts); 管理+研发费用率基本平稳; 归母净利率达到 12.1% (yoy+2.6pcts), 所得税率下降亦有助力。经营性净现金大幅改善 (同比+122%), 公司更多使用商业票据与供应商结算致应付票据 yoy+36%, 应收科目 yoy-11% (三季报应收票据环比大幅下降), 存货 yoy+53% (部分为发出商品未确认收入)。三季报公司净营业周期 34 天, 同比上升 23 天, 华帝自有现金 21 亿元+无有息负债, 余粮充沛+经营风险较小。
- **行业低谷勤练内功, 维持公司“买入”评级。**华帝定位“高端智能厨电”, 通过渠道转型+产品升级持续提高品牌力、产品力、渠道力, 有利华帝更平顺地度过行业低谷。预计公司 2019-21 年净利润为 7.9、8.5、9.4 亿元, 当前股价对应 PE 为 13.2、12.2、11.1 倍, 维持公司“买入”评级。
- **风险提示:** 地产增速下行, 原材料成本上升, 行业竞争加剧。

表 1: 公司财务及预测数据摘要

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	5,731	6,095	5,713	6,145	6,765
增长率	30.4%	6.4%	-6.3%	7.6%	10.1%
归属母公司股东净利润(百万)	510	677	790	850	936
增长率	55.6%	32.8%	16.7%	7.6%	10.1%
每股收益(元)	0.58	0.78	0.90	0.97	1.07
市盈率(倍)	20.4	15.3	13.2	12.2	11.1

数据来源: 贝格数据, 财通证券研究所

公司财务报表及指标预测

公司财务报表及指标预测						公司财务报表及指标预测					
利润表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	5,731	6,095	5,713	6,145	6,765	成长性					
减:营业成本	3,125	3,210	2,885	3,073	3,382	营业收入增长率	30.4%	6.4%	-6.3%	7.6%	10.1%
营业税费	48	50	46	49	54	营业利润增长率	61.8%	30.4%	14.2%	9.6%	10.3%
销售费用	1,600	1,651	1,554	1,690	1,860	净利润增长率	55.6%	32.8%	16.7%	7.6%	10.1%
管理费用	378	394	377	399	440	EBITDA 增长率	50.1%	26.7%	15.0%	10.0%	9.8%
财务费用	-32	-47	-65	-65	-73	EBIT 增长率	58.4%	29.3%	15.5%	10.4%	10.1%
资产减值损失	19	79	35	30	30	NOPLAT 增长率	60.6%	31.0%	14.3%	8.5%	10.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	182.5%	-40.8%	2.7%	-8.0%	-33.5%
投资和汇兑收益	5	21	30	30	30	净资产增长率	26.0%	18.3%	27.1%	16.8%	15.8%
营业利润	612	798	911	999	1,101	利润率					
加:营业外净收支	9	11	15	15	15	毛利率	45.5%	47.3%	49.5%	50.0%	50.0%
利润总额	621	809	926	1,014	1,116	营业利润率	10.7%	13.1%	15.9%	16.3%	16.3%
减:所得税	95	116	120	147	162	净利润率	8.9%	11.1%	13.8%	13.8%	13.8%
净利润	510	677	790	850	936	EBITDA/营业收入	10.7%	12.8%	15.7%	16.1%	16.0%
						EBIT/营业收入	9.9%	12.0%	14.8%	15.2%	15.2%
资产负债表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	运营效率					
货币资金	653	1,580	2,244	2,856	3,628	固定资产周转天数	35	33	34	29	24
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	8	15	-3	-2	-7
应收账款	414	761	985	722	969	流动资产周转天数	178	213	280	304	321
应收票据	567	700	570	796	708	应收账款周转天数	22	35	55	50	45
预付账款	17	33	15	36	20	存货周转天数	26	28	28	27	26
存货	460	484	398	507	470	总资产周转天数	245	281	356	373	386
其他流动资产	1,006	534	588	647	711	投资资本周转天数	57	63	51	46	33
可供出售金融资产	132	85	90	90	90	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	23.3%	26.1%	23.9%	22.1%	21.0%
长期股权投资	12	4	4	4	4	ROA	12.5%	13.1%	13.4%	12.9%	12.3%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC	103.8%	48.1%	92.9%	98.2%	117.5%
固定资产	554	567	518	474	427	费用率					
在建工程	11	21	43	44	45	销售费用率	27.9%	27.1%	27.2%	27.5%	27.5%
无形资产	122	195	196	192	188	管理费用率	6.6%	4.0%	6.6%	6.5%	6.5%
其他非流动资产	263	331	256	178	184	财务费用率	-0.6%	-0.8%	-1.1%	-1.1%	-1.1%
资产总额	4,210	5,294	6,007	6,745	7,744	三费/营业收入	33.9%	32.8%	32.7%	32.9%	32.9%
短期债务	20	10	-	-	-	偿债能力					
应付账款	738	667	1,016	606	1,179	资产负债率	46.3%	49.5%	43.4%	41.1%	40.6%
应付票据	97	664	217	636	303	负债权益比	86.1%	97.9%	76.7%	69.9%	68.5%
其他流动负债	1,060	1,248	1,342	1,498	1,626	流动比率	1.63	1.58	1.86	2.03	2.09
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	1.39	1.39	1.71	1.85	1.94
其他非流动负债	34	29	32	35	39	利息保障倍数	-17.77	-15.72	-13.04	-14.41	-14.04
负债总额	1,949	2,619	2,607	2,776	3,147	分红指标					
少数股东权益	75	84	101	118	137	DPS(元)	0.20	0.30	0.32	0.34	0.38
股本	582	882	873	873	873	分红比率	34.2%	39.1%	35.0%	35.0%	35.0%
留存收益	1,630	1,909	2,427	2,979	3,587	股息收益率	1.7%	2.5%	2.7%	2.9%	3.2%
股东权益	2,262	2,675	3,400	3,969	4,597	业绩和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
现金流量表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	EPS(元)	0.58	0.78	0.90	0.97	1.07
净利润	527	694	790	850	936	BVPS(元)	2.51	2.97	3.78	4.41	5.11
加:折旧和摊销	79	112	50	53	55	PE(X)	20.4	15.3	13.2	12.2	11.1
资产减值准备	21	79	35	30	30	PB(X)	4.7	4.0	3.1	2.7	2.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-29.6	8.6	13.7	11.4	8.8
财务费用	-25	-25	-65	-65	-73	P/S	1.8	1.7	1.8	1.7	1.5
投资收益	-5	-21	-30	-30	-30	EV/EBITDA	9.9	11.1	8.8	7.4	5.9
少数股东损益	17	17	16	17	19	CAGR(%)	18.1%	11.2%	33.1%	18.1%	11.2%
营运资金的变动	-749	488	28	95	195	PEG	1.1	1.4	0.4	0.7	1.0
经营活动产生现金流量	369	629	825	950	1,131	ROIC/WACC	9.9	4.6	8.8	9.4	11.2
投资活动产生现金流量	-710	471	-135	-105	-105	REP	0.5	2.4	1.1	1.0	1.2
融资活动产生现金流量	-106	-267	-26	-233	-254						

资料来源: 贝格数据, 财通证券研究所

信息披露

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，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。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。