

公司调研点评

华帝股份 (002035)

家用电器 | 白色家电

地产竣工回暖，期待业绩拐点

2019年11月04日

评级 **推荐**

评级变动 维持

合理区间 **13.50-15.30 元**

交易数据

当前价格 (元)	12.36
52周价格区间 (元)	8.27-16.48
总市值 (百万)	10785.87
流通市值 (百万)	9690.83
总股本 (万股)	87264.31
流通股 (万股)	78404.81

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
华帝股份	25.48	18.62	28.23
白色家电	12.17	14.43	42.76

黄红卫

执业证书编号: S0530519010001  
huanghw@cfzq.com

彭敏

pengmin2@cfzq.com

分析师

0731-89955704

研究助理

相关报告

- 《华帝股份：华帝股份 (002035.SZ) 2019 年中报点评：传统烟灶承压下滑，盈利能力稳步提升》 2019-08-29
- 《华帝股份：华帝股份 (002035.SZ) 深度报告：产品、渠道布局完善，公司业绩稳定增长》 2019-07-03
- 《华帝股份：华帝股份 (002035) 2018 年年报及 2019 年一季报点评：品牌及渠道齐发力，盈利能力改善明显》 2019-04-30

预测指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入 (百万元)	5730.70	6095.05	6308.38	6749.96	7472.88
净利润 (百万元)	509.63	676.94	783.96	872.32	1030.65
每股收益 (元)	0.58	0.78	0.90	1.00	1.18
每股净资产 (元)	2.51	2.97	3.79	4.43	5.16
P/E	21.16	15.93	13.76	12.36	10.47
P/B	4.93	4.16	3.26	2.79	2.39

资料来源：贝格数据，财富证券

投资要点：

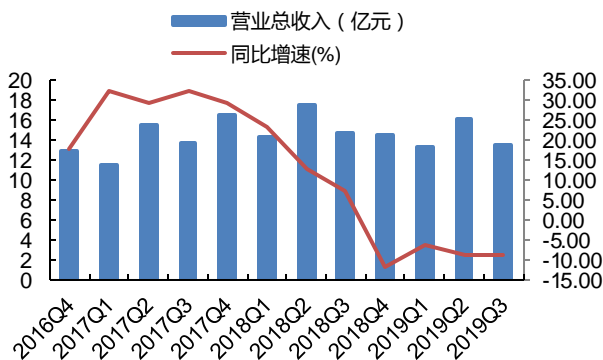
- 营收承压下滑，利润稳步提升。**公司前三季度实现营业收入 42.74 亿元，同比减少 7.98%，实现归母净利润 5.17 亿元，同比增长 16.87%，其中单 Q3 实现营业收入 13.44 亿元，同比下降 8.63%，实现归母净利润 1.21 亿元，同比增长 22.19%。
- 毛利率提升明显，费用管控良好。**公司前三季度毛利率同比提升 2.47 个百分点至 48.90%，主要原因是企业内部降本增效、原材料成本下降、增值税税率下调。费用方面，前三季度公司销售费用率同比下降 0.22 个百分点至 27.37%，管理费用率同比提升 0.63 个百分点至 7.14%，财务费用率同比下降 0.11 个百分点至 -0.96%，研发费用率基本持平。此外受非经常损益影响，公司前三季度净利率同比提升 2.54 个百分点至 12.30%。
- 烟灶销售有所下滑，嵌入式产品表现亮眼。**公司第一大产品为抽油烟机，2019 年 1-9 月销售额为 16.35 亿元，同比下降 8.22%，销量为 154.07 万台，同比下降 6.74%；灶具销售额为 10.60 亿元，同比下滑 13.32%，销量为 198.69 万台，同比下降 6.26%；其他嵌入式产品整体表现亮眼，同比增速为 100% 以上，公司认为，洗碗机将是未来重点开发的单品之一，目前洗碗机营收占比为 1.27%。
- 电商渠道表现亮眼，工程渠道期待改善。**从营收来看，2019 年前三季度线下渠道同比下滑 16.26%，电商渠道同比提升 13.76%，工程渠道同比下降 26.05%，海外渠道同比下降 2.60%，电商渠道持续发力，后期工程渠道加大投入，期待改善。
- 投资建议：**综合来看，公司不断进行内部管理变革，强调降本增效，多层次品牌矩阵助推业绩发展。2019 年下半年地产竣工回暖预期下需求有望回升，公司品牌+渠道竞争力突出，四季度业绩有望出现拐点。上调公司 2019-2020 年净利润，分别至 7.84 亿元、8.72 亿元，对应 EPS 分别为 0.90 元、1.00 元，对应 PE 为 13.76 倍、12.36 倍。给予公司 2019 年 15-17 倍 PE，合理区间为 13.50-15.30 元。维持“推荐”评级。
- 风险提示：**地产竣工不及预期，原材料价格上涨，市场竞争加剧。

## 1 业绩边际改善，毛利率稳定提升

公司前三季度实现营业收入 42.74 亿元，同比减少 7.98%，实现归母净利润 5.17 亿元，同比增长 16.87%，其中单 Q3 实现营业收入 13.44 亿元，同比下降 8.63%，实现归母净利润 1.21 亿元，同比增长 22.19%。

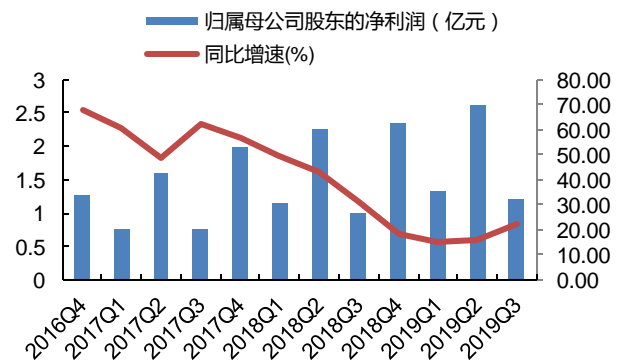
厨电板块经历了 2018 年发展大减速，从单季度来看，公司营收增速从 2017 年三季度至 2018 年底持续下滑，至 2019 年一季度开始有所改善。归母净利润在 2019 年出现边际提升，主要受益于原材料价格的下降，增值税的降低以及内部管理提效。

图 1：公司各季度营收收入及同比增速



资料来源：公司公告，财富证券

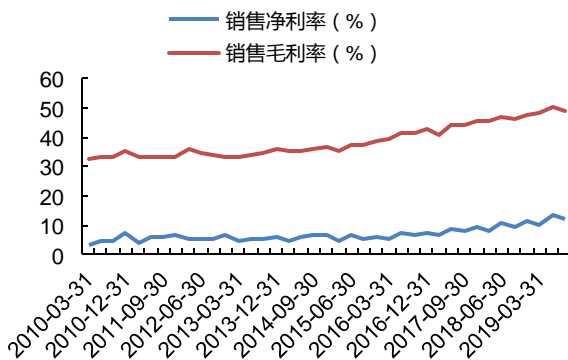
图 2：公司各季度归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告，财富证券

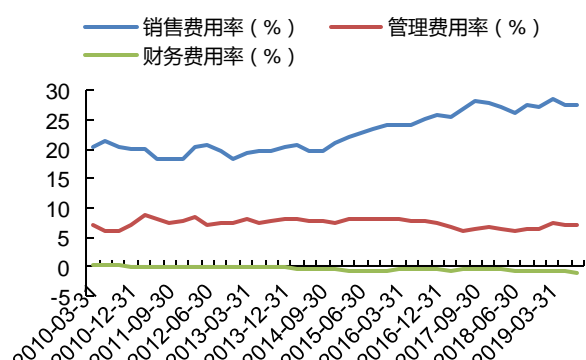
公司前三季度毛利率同比提升 2.47 个百分点至 48.90%，主要原因是企业内部降本增效、原材料成本下降、增值税税率下调。费用方面，前三季度公司销售费用率同比下降 0.22 个百分点至 27.37%，管理费用率同比提升 0.63 个百分点至 7.14%，财务费用率同比下降 0.11 个百分点至 -0.96%，研发费用率基本持平。此外受非经常损益影响，公司前三季度净利率同比提升 2.54 个百分点至 12.30%。

图 3：公司毛利率及净利率情况



资料来源：公司公告，财富证券

图 4：公司费用率情况



资料来源：公司公告，财富证券

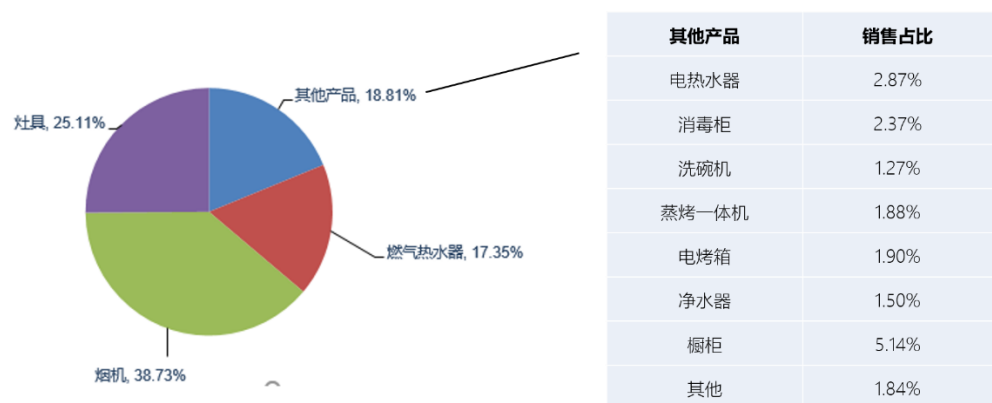
## 2 烟灶销售有所下滑，嵌入式产品表现亮眼

公司主营产品为抽油烟机、灶具、热水器、洗碗机、消毒柜等全系列厨房产品，公

司致力于成为智能高端厨电领导者。公司第一大产品为抽油烟机，2019年1-9月销售额为16.35亿元，同比下降8.22%，销量为154.07万台，同比下降6.74%，营收占比为38.73%；灶具营收占比为25.11%，2019年1-9月销售额为10.60亿元，同比下滑13.32%，销量为198.69万台，同比下降6.26%。

基于煤改电的政策影响，公司大力发展热水器业务，2019年前三季度燃气热水器已成为公司第三大主营单品，营收占比达17.35%。2019年1-9月实现燃气热水器销售额7.33亿元，同比下降17.62%，销售量76.65万台，同比下降21.18%，毛利率为48.73%，同比提升0.99%。总体来看，燃气热水器在2019年房地产低迷的情况下正经历行业的低谷期，因此公司的燃气热水器业务下滑明显，市占率为4.89%。

图 5：2019 年 1-9 月各产品销售额占比



资料来源：公司公告，财富证券

其他嵌入式产品整体表现亮眼，同比增速为100%以上，其中电热水器销售占比为2.87%，其次是消毒柜。洗碗机销售占比为1.27%，公司认为，洗碗机将是未来重点开发的单品之一，目前洗碗机的产能为25万台/每年，利用率为70%。

图 6：公司 V7AI 变频智控洗碗机



资料来源：公司官网，财富证券

### 3 电商渠道表现亮眼，工程渠道期待改善

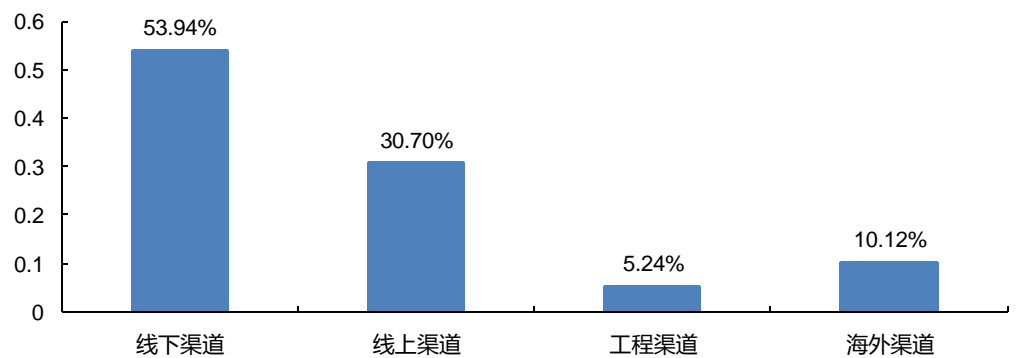
华帝最大的销售渠道仍是传统的线下渠道，从销售额来看，截至2019年三季度，线

下渠道占比 53.94%。其中华帝一级经销商 124 家，百得一级经销商 240 家，华帝家居一级经销商 165 家，渠道网点共计 14925 家。线下品牌旗舰店 423 家，标准专卖店 4927 家，乡镇专柜店 9208 家，社区网点 1364 家，KA 进店 2281 家，建材渠道进店 306 家。华帝股份积极进行渠道下沉，主动获取四五六线城市的市场份额，渠道覆盖率位于行业领先地位。

线上渠道占比 30.70%，同比提升 13.76%，是 2019 年四大渠道中唯一正增长的渠道，且领先于行业其他竞争者。在线上渠道中，占比最大的为京东自营，占比为 41.53%，其次为天猫、苏宁易购等。

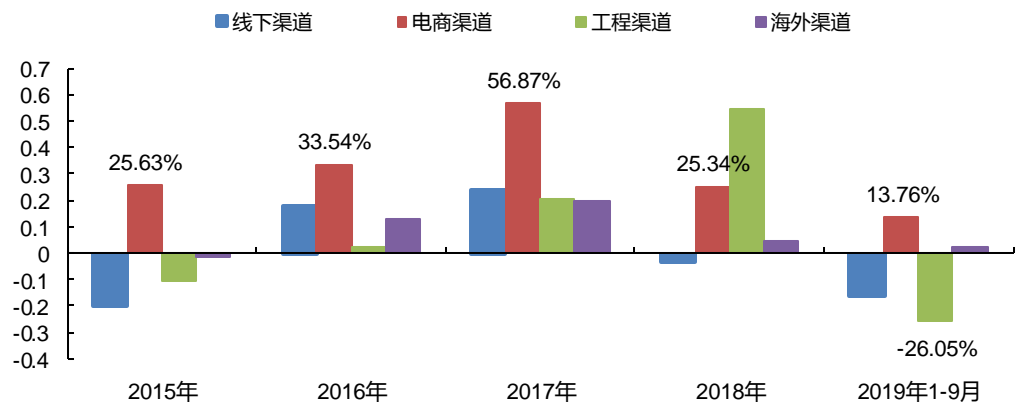
工程渠道由于收入确认时点等原因，销售额同比下降 26.05%，营收占比为 5.24%，与同行业其他企业相比，下滑明显。由于精装修市场兴起，加之竣工回暖的带动，厨电板块工程渠道增速明显。工程渠道中，老板电器市占率达 35% 以上，方太市占率 30% 左右，华帝市占率低于 10%。工程渠道的建设需要时间的积累，并且考验公司的品牌与知名度，现阶段公司与融创地产、恒大地产等取得了合作，未来随着公司品牌力的提升以及投入的加大，工程渠道改善可期。

图 7：各渠道营收占比情况



资料来源：公司公告，财富证券

图 8：2019 年前三季度各渠道销售额同比增速



资料来源：公司公告，财富证券

## 4 投资建议

综合来看，公司不断进行内部管理变革，强调降本增效，多层次品牌矩阵助推业绩发展。2019 年下半年地产竣工回暖预期下需求有望回升，公司品牌+渠道竞争力突出，四季度业绩有望出现拐点。上调公司 2019-2020 净利润，分别至 7.84 亿元、8.72 亿元，对应 EPS 分别为 0.90 元、1.00 元，对应 PE 为 13.76 倍、12.36 倍。给予公司 2019 年 15-17 倍 PE，合理区间为 13.50-15.30 元。维持“推荐”评级。

## 5 风险提示

地产竣工不及预期，原材料价格上涨，市场竞争加剧。

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指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。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，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438