

华帝股份 (002035)

公司研究/简评报告

盈利能力持续提升，长期发展可期

—华帝股份 2017 半年报点评

简评报告/家电

2017 年 08 月 21 日

一、事件概述

公司于 8 月 20 日晚发布 2017 年半年报：2017 年上半年公司实现营业收入 27.08 亿元，同比增长 30.36%；实现归母净利润 2.36 亿元，同比增长 52.63%；扣非后归母净利润 2.29 亿元，同比增长 55.58%；实现基本每股收益 0.41 元。

二、分析与判断

➤ 战略稳步推进，营收与归母净利润持续高增长

单季度来看，公司营收与业绩增速有下降，但依旧保持相对高位。公司 2017Q2 实现营业收入 15.52 亿元，同比增长 29.17%（2017Q1 营收 11.56 亿元，同比增长 31.99%）；归母净利润 1.59 亿元，同比增长 48.91%（2017Q1 归母净利润 0.77 亿元，同比增长 60.88%）。优异表现主要源于公司在渠道、营销、产品等方面强化管理，激发公司运营活力：第一，优化渠道结构，构建多层次市场渠道体系；第二，销售管理趋于精细化，多元化品牌营销提升品牌影响力；第三，采用“上市一代、开发一代、储备一代”的产品发展策略，不断提升高端智能新品占比。未来随公司战略布局深化落地，公司业绩好转态势将持续，看好公司长期发展。

➤ 管控提效，盈利能力提升

2017 年上半年公司毛利率同比提升 2.14pct 至 43.84%；净利率同比提升 1.34pct 至 9.05%，其中，2017Q2 盈利能力提升最为显著，毛利率与净利率分别达到 46.10% 和 10.57%。我们认为一是由于公司管理措施落地，运营效率提升，各项业务毛利率水平均有不同程度增长；二是由于公司洗碗机等高毛利产品及电商渠道结构占比提升所致，随消费升级继续拉动，我们判断这种结构变化将持续。

期间费用率方面，由于收入提升与渠道拓展，公司促销费用与电商运营服务费增长导致公司销售费用率同比提升 2.55pct 至 26.73%；由于理财本金与收益增加导致利息收入提升，财务费用率同比下降 0.23pct 至 -0.51%；由于管理效率提升，使得公司管理费用率同比下降 1.73pct 至 6.19%。

➤ 构建多层次渠道体系，推进公司转型升级

传统渠道整合与渠道下沉：2017 年公司一方面整合部分盈利能力较弱的专卖店和专柜店，并通过“百城树旗，千店升级”计划提升店面形象；另一方面持续推进渠道下沉，子公司百得在三四级厨电市场高速增长，实现营收 5.83 亿元，同比+37.81%。
工程渠道与电商渠道快速发展：公司在报告期内，成功签约保利、海伦堡、绿地和招商地产 4 家战略客户，土巴兔、峰智和金地 3 家互联网家装渠道平台，与红星美凯龙签订住建集采战略协议，启动华东碧桂园项目合作，拓展工程优质代理商 8 家。电商渠道实现销售收入 5 亿元，同比增长 31.77%，继续保持高速增长。

➤ 产品多元化拓展持续，增发预案深度绑定经销商

2017 年，公司继续进行产品结构调整：以烟机、灶具为主加大研发投入，成立燃气热水器项目，重新规划热水器产品线，全面升级蒸、烤、消开发，产品品类向洗碗机等小家电多元化拓展。公司于 2017 年 7 月 5 日发布调整公告，拟向包括实际控制人、部分经销商的核心人员设立的珠海华创投在内的几大对象非公开发行股票，募集资金不超过 5 亿元，用于营销网络建设项目、生产线技术升级改造项、洗碗机产品生产建设项目。增发实施将有效解决公司营销布局、人力成本和未来发展空间几大难题。

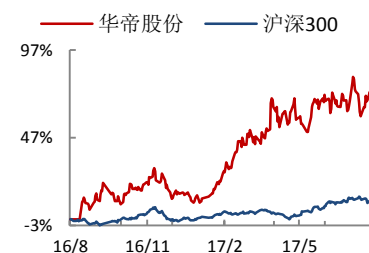
强烈推荐 维持评级

合理估值： 28—32 元

交易数据 2017-8-18

收盘价（元）	23.15
近 12 个月最高/最低	38.3/22.3
总股本（百万股）	582
流通股本（百万股）	515
流通股比例（%）	88.47
总市值（亿元）	135
流通市值（亿元）	119

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：公司公告，民生证券研究院

分析师：马科

执业证号： S0100513070001

电话： 010-85127533

邮箱： make@mszq.com

研究助理：陈梦

执业证号： S0100116080018

电话： 010-85127533

邮箱： chenmeng@mszq.com

相关研究

1. 华帝股份 (002035) 简评报告：年报&一季报业绩快提升，战略调整显成效
2. 华帝股份 (002035)：经营管理提效，盈利能力上升
3. 民生家电 2017 年度行业投资策略：智能升级势起，蓝筹价值回归

三、盈利预测与投资建议

华帝在管理改善的基础上，未来在规模上涨、盈利能力提升方面值得期待。股权激励、经销商持股等更是为这种期待提供了支撑。我们预测 2017 年至 2019 年公司 EPS 分别为 0.86 元、1.15 元、1.47 元，对应的 PE 分别为 26.9 倍、20.1 倍、15.8 倍。**维持公司“强烈推荐”评级。**

四、风险提示：

原材料价格波动；终端需求下降；新旧管理层磨合。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	4,395	5,280	6,062	6,898
增长率（%）	18.2%	20.1%	14.8%	13.8%
归属母公司股东净利润（百万元）	328	501	670	852
增长率（%）	57.7%	53.0%	33.7%	27.2%
每股收益（元）	0.90	0.86	1.15	1.47
PE（现价）	25.7	26.9	20.1	15.8
PB	4.8	6.0	4.6	3.6

资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	4,395	5,280	6,062	6,898
营业成本	2,525	2,910	3,248	3,623
营业税金及附加	42	44	54	60
销售费用	1,138	1,346	1,534	1,731
管理费用	329	396	455	517
EBIT	360	583	772	967
财务费用	(20)	(26)	(40)	(55)
资产减值损失	9	21	17	10
投资收益	7	7	7	7
营业利润	378	596	801	1,019
营业外收支	21	0	0	0
利润总额	399	619	829	1,052
所得税	58	93	124	157
净利润	341	525	705	895
归属于母公司净利润	328	501	670	852
EBITDA	455	632	818	1,011

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1110	1521	2277	3267
应收账款及票据	641	752	940	1068
预付款项	34	53	55	59
存货	370	351	399	448
其他流动资产	369	369	369	369
流动资产合计	2546	3057	4036	5201
长期股权投资	8	8	8	8
固定资产	568	549	527	506
无形资产	0	0	0	0
非流动资产合计	1047	980	907	838
资产合计	3593	4037	4943	6040
短期借款	16	0	0	0
应付账款及票据	708	650	765	864
其他流动负债	569	569	569	569
流动负债合计	1782	1700	1902	2103
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	17	17	17	17
非流动负债合计	17	17	17	17
负债合计	1799	1717	1919	2120
股本	364	582	582	582
少数股东权益	58	82	117	159
股东权益合计	1795	2320	3025	3920
负债和股东权益合计	3593	4037	4943	6040

主要财务指标	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入增长率	18.2%	20.1%	14.8%	13.8%
EBIT 增长率	70.4%	61.9%	32.2%	25.3%
净利润增长率	57.7%	53.0%	33.7%	27.2%
盈利能力				
毛利率	42.5%	44.9%	46.4%	47.5%
净利润率	7.5%	9.5%	11.1%	12.4%
总资产收益率 ROA	9.1%	12.4%	13.6%	14.1%
净资产收益率 ROE	18.9%	22.4%	23.1%	22.7%
偿债能力				
流动比率	1.4	1.8	2.1	2.5
速动比率	1.2	1.6	1.9	2.3
现金比率	0.6	0.9	1.2	1.6
资产负债率	0.5	0.4	0.4	0.4
经营效率				
应收账款周转天数	25.8	26.0	28.1	26.6
存货周转天数	46.7	44.0	44.8	45.2
总资产周转率	1.4	1.4	1.4	1.3
每股指标 (元)				
每股收益	0.9	0.9	1.2	1.5
每股净资产	4.8	3.8	5.0	6.5
每股经营现金流	2.3	0.7	1.2	1.6
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	25.7	26.9	20.1	15.8
PB	4.8	6.0	4.6	3.6
EV/EBITDA	16.1	10.9	7.5	5.1
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	341	525	705	895
折旧和摊销	103	69	63	54
营运资金变动	402	(186)	(39)	16
经营活动现金流	818	379	695	926
资本开支	34	(42)	(54)	(57)
投资	(9)	0	0	0
投资活动现金流	13	49	60	64
股权募资	43	0	0	0
债务募资	(15)	0	0	0
筹资活动现金流	(117)	(16)	0	0
现金净流量	715	412	755	990

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

马科，毕业于南开大学，2011 年入职民生证券，从事策略研究。2014 年至今转为家电行业研究。

陈梦，北京大学计算机技术硕士，2016 年入职民生证券，从事家电行业研究。

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或相当的专业胜任能力，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，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。