

品牌高端化成效凸显，盈利能力持续提升

投资要点

- 事件：公司发布 2017 年三季报，17 年前三季度实现营收约 40.8 亿元，同比增长 30.9%，实现归母净利润约 3.1 亿元，同比增长 54.9%。Q3 单季度实现营收约 13.8 亿元，同比增长 32.1%，实现归母净利润约 0.8 亿元，同比增长 62.5%。
- 高端定位+新品+原材料价格有效控制，盈利能力持续提升。2017 年前三季度，公司毛利率、净利率分别为 8.9%、7.6%，同比提升 1.1pp、1.2pp。收入端来看，公司品牌高端化成效凸显，并连续推出高端的热点新品，如嵌入式蒸烤箱、洗碗机等，2017 年 6 月初开始产品全线提价；成本端，公司今年制定调价政策一采取成本定价法，并与供应商达成价格联动、共担成本的协定，抵御原材料成本上升风险，持续增强盈利能力。
- 加大营销力度，夯实营收基础。2017 年前三季度，公司销售费用为 11.5 亿元，同比增长 47%，销售费用率达 28.3%，同比提升 3.1pp，主要用于品牌提升、渠道拓展及产品促销，其中，品牌提升主要针对年轻中高收入阶层进行广告宣传，包括传统渠道（如交通枢纽、写字楼、广告牌等）及新媒体渠道（如影院、移动终端、明星 IP 等）；渠道拓展主要为推动渠道向三四线下沉、加大经销渠道考核与扶持力度、提高重点城市的大店覆盖率。我们认为这将为公司产品打开更广阔的市场空间，为未来营收增长提供保障。
- 优化资源配置，聚焦主营业务。2017 年前三季度，公司投资收益同比增加 333.4%，主要是由于 2017 年 8 月，公司以 354 万元转让全资子公司中山市华帝环境科技有限公司 54.1% 的股权（保留 45.9%）。华帝环境主营业务为研发、生产、销售空气净化器、净水设备及五金制品。此次股权转让主要是为了剥离次要业务，抽出更多资源聚焦于高端厨电业务，进一步提升竞争力。
- 盈利预测与投资建议。预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.83 元、1.13 元、1.49 元，可比公司 2018 年 PE 均值为 24 倍，考虑公司实施品牌高端化战略，进一步加大营销力度，并采取有效措施控制原材料成本，未来业绩有保障，给予公司 2018 年 30 倍估值，对应目标价为 33.90 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：营销效果不及预期风险，品牌高端化进程不及预期风险。

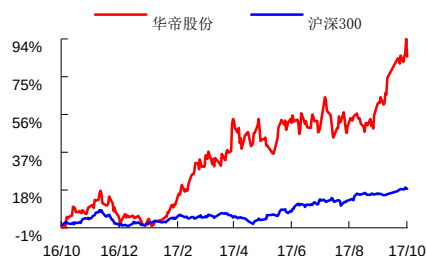
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	4395.04	5609.89	6955.43	8448.61
增长率	18.15%	27.64%	23.99%	21.47%
归属母公司净利润 (百万元)	327.52	484.69	659.07	864.61
增长率	57.67%	47.99%	35.98%	31.19%
每股收益 EPS (元)	0.56	0.83	1.13	1.49
净资产收益率 ROE	19.03%	24.15%	28.07%	31.11%
PE	51	34	25	19
PB	9.27	8.05	6.91	5.87

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：朱会振
 执业证号：S1250513110001
 电话：023-63786049
 邮箱：zhz@swsc.com.cn
 联系人：龚梦涵
 电话：023-63786049
 邮箱：gmh@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

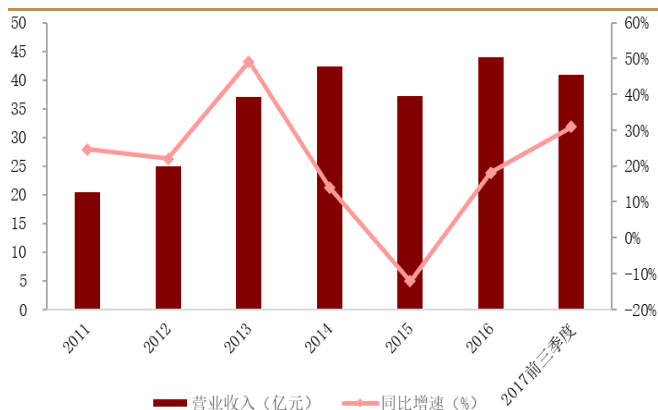
总股本(亿股)	5.82
流通 A 股(亿股)	5.18
52 周内股价区间(元)	22.3-38.3
总市值(亿元)	166.44
总资产(亿元)	39.40
每股净资产(元)	3.36

相关研究

公司历年业绩状况：

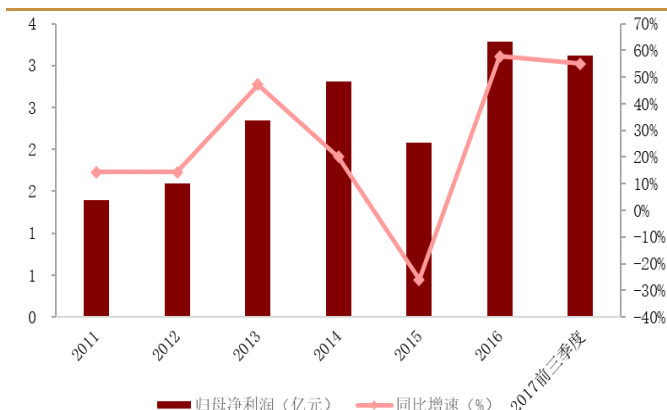
2011-2014 年，公司业绩保持稳健增长；2015 年，公司开始实施品牌高端化战略，进入调整期，业绩出现暂时下滑；2016 年-2017Q3，高度化战略实施效果开始凸显，业绩呈现高速增长态势，归母净利润增速在 55% 左右。

图 1：公司营业收入及增速



数据来源：wind，西南证券整理

图 2：公司归母净利润及增速

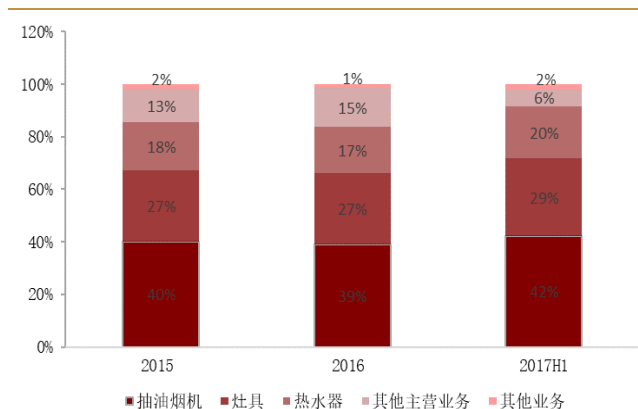


数据来源：wind，西南证券整理

公司主要从事燃气用具、厨房用具、家用电器的研发、生产和销售，形成以燃气灶具、热水器、抽油烟机、橱柜等为主的产品体系。其中，2017 前三季度抽油烟机、灶具、热水器营收占公司总营收比重分别为 42%、29%、20%。

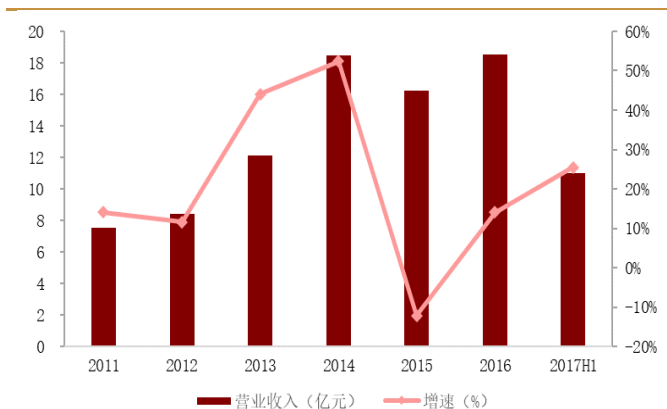
与公司总营收变化趋势一致，经过 2015 年的战略调整，2016 年开始，公司抽油烟机、灶具及热水器等产品的营收逐渐恢复并呈加速增长趋势。

图 3：公司营业收入结构（按产品）



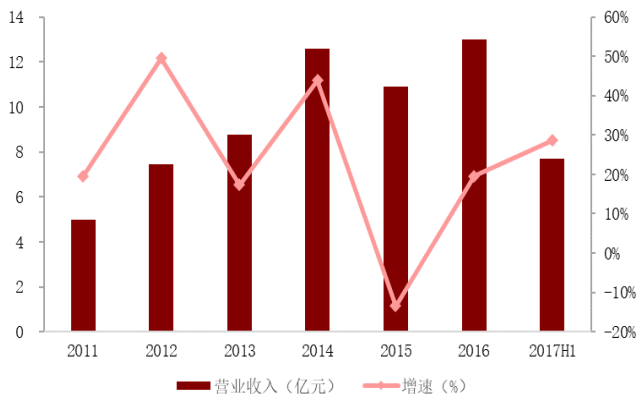
数据来源：wind，西南证券整理

图 4：公司抽油烟机产品营收及增速



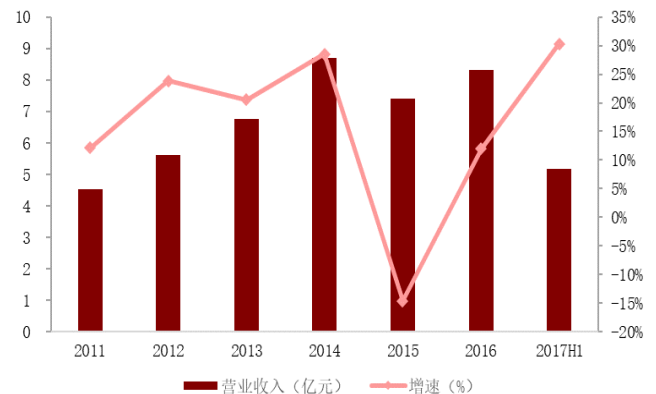
数据来源：wind，西南证券整理

图 5：公司灶具产品营收及增速



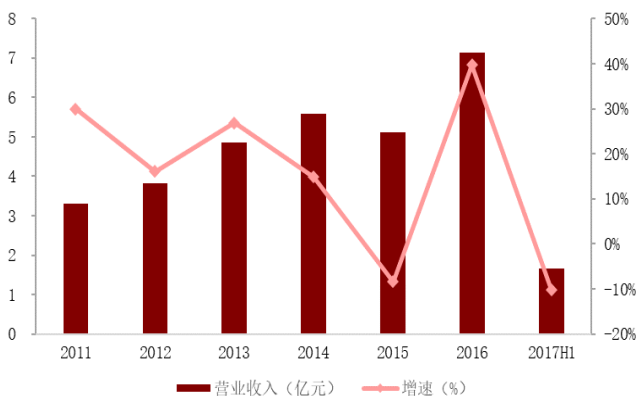
数据来源: wind, 西南证券整理

图 6：公司热水器产品营收及增速



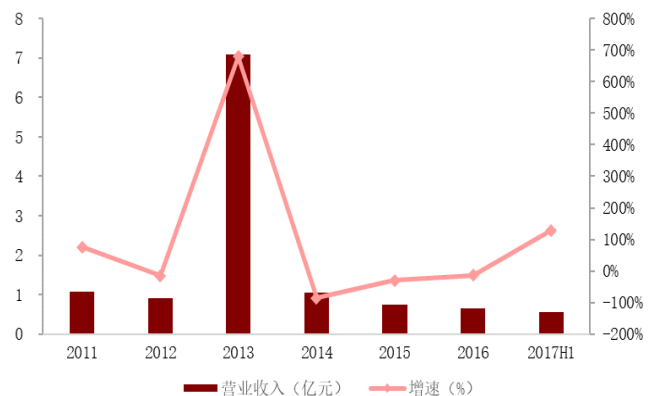
数据来源: wind, 西南证券整理

图 7：公司其他主营产品营收及增速



数据来源: wind, 西南证券整理

图 8：公司其他业务营收及增速



数据来源: wind, 西南证券整理

关键假设:

假设 1: 2015 年公司确立“高端智能厨电”的品牌定位, 2017-2019 年毛利率稳步提升, 其中, 2017 年公司采取调价、与供应商共担成本等措施应对成本上涨, 连续推出新品, 并于 2017 年 6 月开始产品全线提价, 2017 年毛利率明显提升。预计 2017-2019 年毛利率分别为 46.16%、47.29%、48.00%。

假设 2: 费用方面, 为了打造高端品牌与宣传新品, 2017 年公司加大在传统媒体与新媒体方面的投入, 2017 年销售费用率明显提升, 2018-2019 年逐渐下降。预计 2017-2019 年销售费用率分别为 28.10%、28.00%、27.80%。

假设 3: 2017 年, 公司加大营销力度, 其烟灶热等产品营收延续 2017H1 的快速增长; 将橱柜纳入其他业务中 (橱柜 2017H1 纳入业绩统计, 占比较大且增速缓慢), 因此, 2017 年其他业务营业收入增速放缓; 考虑到基数变大, 2018-2019 年, 公司各类产品业绩增速略微放缓。

基于以上假设, 我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表:

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
油烟机	收入	1853.13	2318.27	2832.92	3402.34
	增速	14.1%	25.10%	22.20%	20.10%
	毛利率	40.73%	43.90%	45.00%	45.80%
灶具	收入	1302.25	1665.58	2068.65	2503.06
	增速	19.60%	27.90%	24.20%	21.00%
	毛利率	41.97%	45.80%	46.90%	47.20%
热水器	收入	831.78	1071.33	1332.74	1625.94
	增速	12.10%	28.80%	24.40%	22.00%
	毛利率	38.85%	42.90%	44.00%	44.80%
其他业务	收入	407.88	554.71	721.13	917.27
	增速	54.00%	36.00%	30.00%	27.20%
	毛利率	60.08%	63.00%	63.50%	64.00%
合计	收入	4395.04	5609.89	6955.43	8448.61
	增速	18.15%	27.64%	23.99%	21.47%
	毛利率	42.54%	46.16%	47.29%	48.00%

数据来源：公司公告，西南证券

表 2：可比上市公司估值

证券代码	证券简称	PE		
		2017E	2018E	2019E
002508.SZ	老板电器	26.8	20.9	16.3
002677.SZ	浙江美大	37.5	27.3	20
均值		32.15	23.7	18.2

数据来源：Wind 一致预期，西南证券整理

根据 wind 一致预期，可比公司 2018 年 PE 均值为 24 倍，考虑公司实施品牌高端化战略，进一步加大营销力度，并采取有效措施控制原材料成本，未来业绩增长有保障，给予公司 2018 年 30 倍估值。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	4395.04	5609.89	6955.43	8448.61	净利润	341.48	499.47	676.19	882.39
营业成本	2525.45	3020.26	3666.10	4393.42	折旧与摊销	94.30	106.40	112.05	116.04
营业税金及附加	41.94	54.42	69.55	86.18	财务费用	-20.29	-2.24	-2.09	-4.22
销售费用	1138.37	1576.38	1947.52	2348.71	资产减值损失	8.94	13.94	12.90	11.88
管理费用	328.96	387.64	491.75	601.54	经营营运资本变动	507.39	-208.82	46.24	36.04
财务费用	-20.29	-2.24	-2.09	-4.22	其他	-113.41	-26.14	-17.90	-17.92
资产减值损失	8.94	13.94	12.90	11.88	经营活动现金流净额	818.41	382.60	827.40	1024.21
投资收益	6.64	11.27	5.40	6.00	资本支出	14.51	-45.00	-45.00	-40.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1.25	11.57	5.40	6.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	13.26	-33.43	-39.60	-34.00
营业利润	378.32	570.76	775.09	1017.10	短期借款	-15.14	-16.09	0.00	0.00
其他非经营损益	20.84	16.90	17.90	19.40	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	399.15	587.66	792.99	1036.50	股权融资	68.64	0.00	0.00	0.00
所得税	57.68	88.19	116.80	154.11	支付股利	-143.54	-226.33	-334.93	-455.44
净利润	341.48	499.47	676.19	882.39	其他	-26.49	2.14	2.09	4.22
少数股东损益	13.95	14.78	17.12	17.78	筹资活动现金流净额	-116.54	-240.28	-332.85	-451.22
归属母公司股东净利润	327.52	484.69	659.07	864.61	现金流量净额	717.69	108.90	454.95	538.99
资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1109.77	1218.66	1673.62	2212.61	成长能力				
应收和预付款项	697.66	973.29	1195.80	1437.06	销售收入增长率	18.15%	27.64%	23.99%	21.47%
存货	369.81	444.60	540.60	649.21	营业利润增长率	70.67%	50.87%	35.80%	31.22%
其他流动资产	368.81	470.76	583.67	708.97	净利润增长率	57.04%	46.27%	35.38%	30.49%
长期股权投资	7.63	7.63	7.63	7.63	EBITDA 增长率	59.45%	49.21%	31.14%	27.55%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	578.14	541.16	500.03	449.91	毛利率	42.54%	46.16%	47.29%	48.00%
无形资产和开发支出	234.14	216.02	197.90	179.78	三费率	32.92%	34.97%	35.04%	34.87%
其他非流动资产	227.34	235.73	227.93	220.13	净利率	7.77%	8.90%	9.72%	10.44%
资产总计	3593.30	4107.86	4927.18	5865.30	ROE	19.03%	24.15%	28.07%	31.11%
短期借款	16.09	0.00	0.00	0.00	ROA	9.50%	12.16%	13.72%	15.04%
应付和预收款项	1115.12	1245.27	1556.96	1880.76	ROIC	25.49%	43.66%	52.35%	66.53%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	10.29%	12.03%	12.72%	13.36%
其他负债	667.38	794.75	961.13	1148.49	营运能力				
负债合计	1798.59	2040.02	2518.08	3029.25	总资产周转率	1.38	1.46	1.54	1.57
股本	363.60	581.77	581.77	581.77	固定资产周转率	7.58	10.23	13.69	18.29
资本公积	434.40	216.23	216.23	216.23	应收账款周转率	14.12	16.50	15.05	15.21
留存收益	981.09	1239.45	1563.59	1972.76	存货周转率	7.65	7.30	7.35	7.30
归属母公司股东权益	1736.35	1994.71	2318.85	2728.02	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	83.52%	—	—	—
少数股东权益	58.35	73.13	90.25	108.03	资本结构				
股东权益合计	1794.70	2067.84	2409.10	2836.05	资产负债率	50.05%	49.66%	51.11%	51.65%
负债和股东权益合计	3593.30	4107.86	4927.18	5865.30	带息债务/总负债	0.89%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.43	1.54	1.60	1.66
					速动比率	1.22	1.32	1.38	1.45
					股利支付率	43.83%	46.70%	50.82%	52.68%
					每股指标				
					每股收益	0.56	0.83	1.13	1.49
					每股净资产	3.08	3.55	4.14	4.87
					每股经营现金	1.41	0.66	1.42	1.76
					每股股利	0.25	0.39	0.58	0.78
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	452.33	674.92	885.06	1128.92					
PE	50.82	34.34	25.25	19.25					
PB	9.27	8.05	6.91	5.87					
PS	3.79	2.97	2.39	1.97					
EV/EBITDA	20.22	22.61	16.73	12.64					
股息率	0.86%	1.36%	2.01%	2.74%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息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。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，本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。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn