



高端化提价与广泛的三四线渠道效应显现，高增长仍将持续

2017. 10. 27

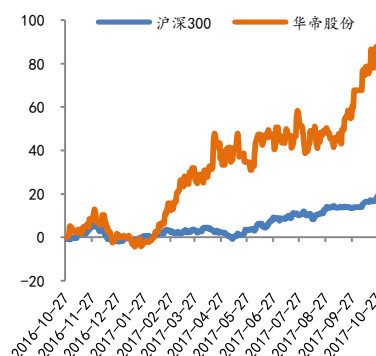
强烈推荐 (维持)

现价: 29.66

目标价: 36.00

股价空间: 21%

股价走势



股价表现

涨跌 (%)	1M	3M	6M
绝对表现	18.8	21.3	35.5
相对表现	13.6	13.0	18.8
沪深 300	5.3	8.3	16.7

基本资料

总市值(亿元)	173
总股本(万股)	58,176
流通股比例	88.47%
资产负债率	48.36%
大股东	石河子奋进股权 投资普通合伙企 业
大股东持股比例	13.86%

相关报告

华帝股份 (002035) 深度报告: 从烟机高端化转型切入, 实现公司“双百亿”目标 (20160117)

华帝股份 (002035) 点评报告: 加快新品上市、优化销售渠道, 为公司增长注入活力 (20160425)

华帝股份 (002035) 深度报告: 公司发展处于最好阶段, 盈利增长明显 (20161016)

华帝股份 (002035) 深度报告: 烟机行业惊而无险, 华帝渠道优势与技术方向恰到好处 (20170618)

王亮(分析师)	刘凯娜(研究助理)
电话: 020-37392941	020-37392941
邮箱: wangl_a@gzgzhs.com.cn	liukn@gzgzhs.com.cn
执业编号: A1310514080002	A1310117060002

事件: 公司 2017 年前三季度实现营业收入 40.8 亿元, 同比增长 30.9%, 归母净利润为 3.1 亿元, 同比增长 54.9%, 毛利率 44.2%, 同比上升 3.03pct, 净利率 7.94%, 同比下降 1.20pct。其中, 三季度实现营业收入 13.7 亿元, 同比增长 32.1%; 归母净利润为 0.76 亿元, 同比增长 61.7%。

● **油烟机在未来仍会保持稳定的增长势头, 主要有四个方面的推动因素。**1、棚户区改造持续。2、我国城镇化进程还在快速进行、城镇化质量进一步优化。3、由于农村居民收入大幅提升、农村住宅(厨房)结构改善, 从而导致烟机增长。4、烟机故障替换需求逐渐增强。假设今年商品房和二手房销售量成下滑-5%, 我们预计未来三年烟机行业内销量增速分别是 7.2%、3.2%和 7.1%。

● **产品方面,** 公司持续提高高端产品占比, 塑造公司产品高端形象, 带动均价提升。我们估算, 2017 年公司油烟机均价提升约 15%。**渠道方面,** 公司继续保持渠道门店稳定增长, 拥有广泛的三四线渠道。2017 年上半年新开专卖店 318 家, 公司目前共拥有华帝品牌标准专卖店 2947 家, 乡镇网点 5672 家, 社区网点 1175 家, KA 卖场店 2111 家, 品牌旗舰店 78 家, 拥有百得品牌专卖店 970 家, 乡镇网点 2700 家, KA 卖场店 128 家, 渠道覆盖率居行业第一。**品牌建设方面,** 公司在机场、高铁、写字楼投放广告, 聘请当红明星赵丽颖、林更新作为自己的品牌代言人。

● **我们预计公司 2017、2018、2019 年的 EPS 分别为 0.84、1.20、1.69 元,** 对应当前的 PE 分别为 28、20、14 倍。我们按照 2018 年预计 EPS 的 30 倍估算, 合理股价为 36 元, 相比较 20171027 收盘价 29.66 元, 有 21%的空间, 维持“强烈推荐”的评级。

● **风险提示:** 1、政策的变化对城镇化住房和棚改房的影响的不确定性。2、烟机行业竞争激烈, 公司具有广泛的三四线渠道和烟机领先技术(油污处理技术), 市场占有率有望持续提高, 若竞争品牌在这两个方面有非常大的提升, 公司的市占率和毛利率会有下降的风险。

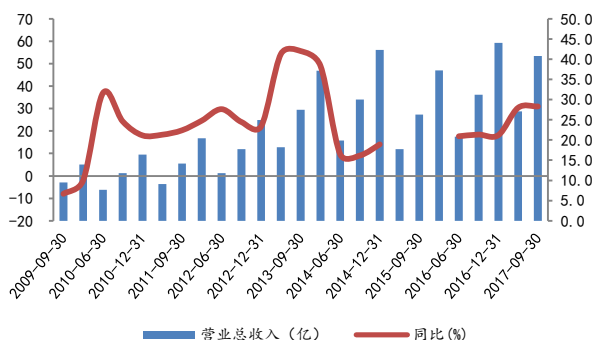
主要财务指标 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	4395.04	5594.00	6794.00	8474.00
同比 (%)	18.15%	27.28%	21.45%	24.73%
归属母公司净利润	327.52	491.53	695.61	983.76
同比 (%)	57.67%	50.08%	41.52%	41.42%
毛利率 (%)	42.54%	44.29%	46.10%	47.84%
净利率 (%)	7.8%	9.2%	10.7%	12.1%
ROE (%)	19.46%	21.64%	22.97%	26.54%
每股收益 (元)	0.56	0.84	1.20	1.69
P/E	39.13	35.10	24.81	17.54
P/B	7.38	6.47	5.39	4.37
EV/EBITDA	24.66	22.26	16.77	11.67



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

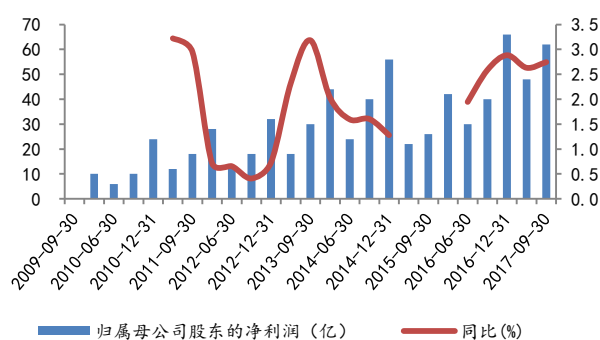
公司 2017 年前三季度实现营业收入 40.83 亿元，同比增长 30.94%，归母净利润为 3.1 亿元，同比增长 54.91%，毛利率 44.2%，同比增长 3.03pct，净利率 7.94%，同比上涨 1.2pct。其中，三季度实现营业收入 13.8 亿元，同比增长 32.1%；归母净利润为 0.8 亿元，同比增长 62.5%。

图表 1 公司营业收入自 2016 年以来增速持续提升



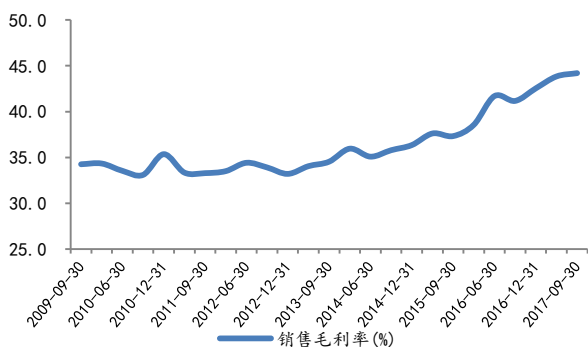
资料来源：wind，广证恒生整理

图表 2 公司归母净利润实现快速增长



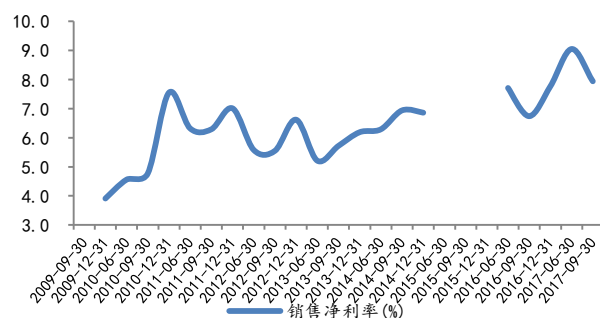
资料来源：wind，广证恒生整理

图表 3 公司销售毛利率持续上升



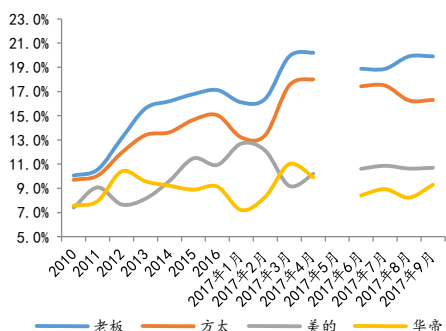
资料来源：wind，广证恒生整理

图表 4 公司销售净利率仍处于上升通道



资料来源：wind，广证恒生整理

图表 5 油烟机四大品牌市场份额



资料来源：中怡康，广证恒生整理

图表 6 油烟机四大品牌市场均价及 2017 年 1-9 月均价估算（元）

	华帝均价	美的均价	老板均价	方太均价
2016 年	2909	2091	4154	4376
2017 年 1 月	3007	2292	4194	4438
2017 年 2 月	3177	2366	4289	4574
2017 年 3 月	3259	2602	4450	4604
2017 年 4 月	3413	2590	4410	4568
2017 年 9 月	3460	2621	4561	4655
2017 年 1-9 月均价估算	3351	2551	4461	4607
均价增幅 (%)	15.2%	22.0%	7.4%	5.3%

敬请参阅最后一页重要声明证券研究报告

图表 盈利预测表 (单位: 百万元)

资产负债表	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2546.05	3420.72	4049.64	5096.27
现金	1109.77	1747.37	2089.53	2777.43
应收账款	264.31	336.41	408.58	509.61
其它应收款	22.71	28.90	35.10	43.78
预付账款	33.98	43.25	52.53	65.51
存货	369.81	416.56	512.83	604.89
其他	745.48	848.23	951.07	1095.05
非流动资产	1047.25	1336.33	1644.66	1802.83
长期投资	7.63	-6.95	-21.54	-36.12
固定资产	567.92	760.19	985.59	1177.43
无形资产	130.39	155.33	178.02	211.75
其他	341.31	427.77	502.59	449.77
资产总计	3593.30	4757.06	5694.30	6899.11
流动负债	1781.81	1992.17	2367.87	2778.68
短期借款	16.09	16.09	16.09	16.09
应付账款	540.10	687.44	834.90	1041.36
其他	1225.61	1288.64	1516.87	1721.23
非流动负债	16.79	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	16.79	0.00	0.00	0.00
负债合计	1798.59	1992.17	2367.87	2778.68
少数股东权益	58.35	79.29	108.93	150.84
归属母公司股东权益	1736.35	2668.80	3200.71	3952.80
负债和股东权益	3593.30	4740.27	5677.51	6882.32

利润表	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	4395.04	5594.00	6794.00	8474.00
营业成本	2525.45	3116.40	3661.77	4419.76
营业税金及附加	41.94	53.38	64.83	80.86
营业费用	1138.37	1448.91	1759.73	2194.87
管理费用	328.96	418.69	508.51	634.25
财务费用	-20.29	-26.33	-34.94	-44.43
资产减值损失	8.94	11.38	13.83	17.25
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	6.64	6.64	6.64	6.64
营业利润	378.32	578.20	826.91	1178.08
营业外收入	25.94	25.94	25.94	25.94
营业外支出	5.10	5.10	5.10	5.10
利润总额	399.15	599.04	847.75	1198.92
所得税	57.68	86.56	122.50	173.24
净利润	341.48	512.47	725.25	1025.67
少数股东损益	13.95	20.94	29.64	41.91
归属母公司净利润	327.52	491.53	695.61	983.76
EBITDA	477.77	735.70	958.01	1320.91
EPS (摊薄)	0.56	0.84	1.20	1.69

数据来源: 港澳资讯, 公司公告, 广证恒生

现金流量表	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	818.41	609.92	910.68	1184.21
净利润	341.48	512.47	725.25	1025.67
折旧摊销	94.30	157.13	138.07	157.53
财务费用	-20.29	-26.33	-34.94	-44.43
投资损失	-6.64	-6.64	-6.64	-6.64
营运资金变动	500.96	-26.71	88.94	52.08
其它	-91.39	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	13.26	-439.57	-439.75	-309.07
资本支出	-32.33	320.46	322.91	172.76
长期投资	3.21	-14.59	-14.59	-14.59
其他	-15.86	-133.70	-131.43	-150.89
筹资活动现金流	-116.54	467.25	-128.76	-187.24
短期借款	-15.14	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-101.40	467.25	-128.76	-187.24
现金净增加额	715.13	637.60	342.16	687.90

主要财务比率	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	0.18	0.27	0.21	0.25
营业利润增长率	0.71	0.53	0.43	0.42
归属于母公司净利润增长	0.58	0.50	0.42	0.41
获利能力	0.00	0.00	0.00	0.00
毛利率	42.5%	44.3%	46.1%	47.8%
净利率	7.8%	9.2%	10.7%	12.1%
ROE	0.19	0.22	0.23	0.27
ROIC	0.19	0.18	0.22	0.25
偿债能力				
资产负债率	0.50	0.42	0.42	0.40
净负债比率	0.01	0.01	0.00	0.00
流动比率	1.43	1.72	1.71	1.83
速动比率	1.22	1.51	1.49	1.62
营运能力				
总资产周转率	1.38	1.34	1.30	1.35
应收账款周转率	0.06	0.06	0.06	0.06
应付账款周转率	0.12	0.12	0.12	0.12
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.56	0.84	1.20	1.69
每股经营现金流(最新摊薄)	1.41	1.05	1.57	2.04
每股净资产(最新摊薄)	3.08	4.72	5.69	7.05
估值比率				
P/E	39.13	35.10	24.81	17.54
P/B	7.38	6.47	5.39	4.37
EV/EBITDA	24.66	22.26	16.77	11.67

敬请参阅最后一页重要声明证券研究报告

机构销售团队：

区域	姓名	移动电话	电子邮箱
华北机构销售	张岚	(86) 18601241803	zhanglan@gzgzhs.com.cn
	褚颖	(826) 13552097069	chuy@gzgzhs.com.cn
	孙宜农	(86) 17701220342	
上海机构销售	王静	(86) 18930391061	wjing@gzgzhs.com.cn
	张舒	(86) 13814033622	zhang_yu@gzgzhs.com.cn
广深机构销售	步娜娜	(86) 18320711987	bunn@gzgzhs.com.cn
	吴昊	(86) 15818106172	wuhao@gzgzhs.com.cn
	廖敏华	(86) 13632368942	liaomh@gzgzhs.com.cn
	樊正兰	(86) 18898886127	fanzl@gzgzhs.com.cn
战略与拓展部	李文晖	(86) 13632319881	liwh@gzgzhs.com.cn
	姚澍	(86) 15899972126	yaoshu@gzgzhs.com.cn
	邓玲	15914306876	dengl@gzgzhs.com.cn

广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电话：020-88836132, 020-88836133

邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经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，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。