



三季度收入增速放缓，盈利能力持续提升

2018.10.26

王亮(分析师)

电话: 020-37392941

邮箱: wangl_a@gzgzhs.com.cn

执业编号: A1310514080002

事件:

公司公布了2018年三季报:2018年前三季度公司营业收入为46.5亿元,同比增长13.8%,扣非后归母净利润为4.3亿元,同比增长41.9%。

点评:

● 第三季度收入增速放缓，华帝品牌仍保持较高增长

2018Q3实现营业收入同比增长7.0%，收入较前两季度放缓。我们分拆来看，

(1) 母公司（华帝品牌）2018Q3收入为11.9亿元，同比增长11.7%，增速较Q2提升，表明公司高端化战略和品牌宣传发挥作用；另外，公司积极拓展燃热业务，对收入也有较大拉升。(2) 子公司收入主体是百得品牌，收入增速有较大下滑，反映中端品牌受地产后周期影响明显。(3) 报告期内公司着手解决京津冀区域终端断供的问题，和世界杯“夺冠退全款”纠纷事件，对公司正常经营有不利影响。由于京津冀业务占公司收入2.8%，并不影响公司整体经营。

● 产品结构升级、电商渠道快速增长，公司盈利能力仍在提升

2018年前三季度，公司毛利率46.4%，同比提升2.2pct，净利率9.8%，同比提升1.8pct。公司盈利能力提升的原因：1、公司加大较高盈利的高端产品占比，2018年前三季度公司烟、灶、热水器均价分别同比提升5.3、7.2、12.3pct，高于行业增幅4.6、5.2、7.3pct。2、公司持续加大高毛利的电商渠道投入。我们认为，公司未来仍会加大品牌宣传和高端产品的占比，以及制造端提效，未来盈利能力还有提升空间。

● 2018年限制性股票激励计划考核目标体现公司对未来的信心

2018年9月8日，公司向133名激励对象首次授予限制性股票908万股，授予价格为6.81元/股，解锁业绩考核目标以2017年业绩为基数2018-2020年收入增长分别不低于15%、36%、60%；扣非后净利润增长分别不低于30%、69%、111%，考核目标体现公司对未来的信心。

● 盈利预测与估值

我们预计2018、2019、2020年公司的净利润增速分别为30.2%、31.0%、21.2%，EPS分别为0.76、1.00、1.21元，对应11.6、8.8、7.3倍PE。考虑到目前市场悲观情绪，我们按照2018年EPS的15倍估算，合理股价为11.4元，相较于20180826的股价8.79元有30%的涨幅空间，维持公司“强烈推荐”的评级。

● 风险提示：终端需求不及预期，经销商库存压力大。

主要财务指标	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	5730.70	6631.00	7674.00	8767.00
同比(%)	30.39%	15.71%	15.73%	14.24%
归属母公司净利润	509.63	663.55	869.19	1053.39
同比(%)	55.60%	30.20%	30.99%	21.19%
毛利率(%)	45.47%	46.14%	46.71%	47.15%
净利率(%)	9.19%	10.34%	11.70%	12.41%
ROE(%)	25.13%	26.23%	29.40%	31.37%
每股收益(元)	0.58	0.76	1.00	1.21
P/E	10.03	11.56	8.82	7.28
P/B	2.34	2.84	2.57	2.23
EV/EBITDA	13.49	8.31	5.54	4.35

敬请参阅最后一页重要声明

强烈推荐（维持）

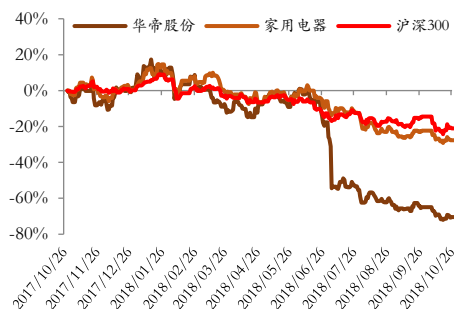
现价: 8.79

目标价: 11.40

股价空间: 30%

家用电器行业

行业指数走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
沪深300	-6.10	-9.87	-17.11
家用电器	-6.07	-17.50	-26.73
华帝股份	-17.08	-36.58	-49.89

基本资料

总市值(亿元)	76.7
总股本(亿股)	8.73
流通股比例	89.54%
资产负债率	46.38%
第一大股东	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

广证恒生-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

广证恒生-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

广证恒生-华帝股份（002035）-点评报告-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-20171027

广证恒生-华帝股份（002035）-点评报告-燃热收入快速提升，产品、渠道改善提升公司盈利能力-20180827



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

证券研究报告

华帝股份（002035）点评报告

附录：财务报表预测

资产负债表	单位:百万元			
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	3116.86	3795.51	4238.36	4893.23
现金	652.74	480.90	1540.50	1970.71
应收账款	393.67	1326.20	537.18	613.69
其它应收款	19.96	28.68	29.96	36.07
预付账款	17.50	20.00	22.90	25.95
存货	460.09	321.44	368.05	417.00
其他	1572.90	1618.29	1739.77	1829.81
非流动资产	1093.62	1125.53	1188.53	1227.45
长期投资	11.72	11.72	11.72	11.72
固定资产	553.67	600.10	645.90	683.33
无形资产	122.35	138.31	155.60	175.05
其他	405.88	375.39	375.31	357.34
资产总计	4210.49	4921.03	5426.89	6120.68
流动负债	1914.89	2101.90	2288.62	2492.88
短期借款	20.00	20.00	20.00	20.00
应付账款	664.56	759.59	869.73	985.40
其他	1230.33	1322.31	1398.89	1487.48
非流动负债	33.69	20.93	23.80	26.14
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	33.69	20.93	23.80	26.14
负债合计	1948.58	2122.82	2312.42	2519.02
少数股东权益	75.26	97.27	126.11	161.06
股本	581.76	872.64	872.64	872.64
资本公积	248.51	73.98	-187.81	-449.60
留存收益	1381.64	1754.31	2303.53	3017.56
归属母公司股东权益	2187.12	2700.94	2988.36	3440.60
负债和股东权益	4210.49	4921.03	5426.89	6120.68

现金流量表	单位:百万元			
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	368.05	104.48	1792.37	1155.58
净利润	526.54	663.55	869.19	1053.39
折旧摊销	79.25	81.38	89.61	98.08
财务费用	-31.90	-7.30	-14.16	-25.33
投资损失	-5.09	-5.09	-5.09	-5.09
营运资金变动	-263.82	-645.05	822.63	-0.07
其它	63.08	17.00	30.19	34.60
投资活动现金流	-709.87	-133.89	-165.17	-149.55
资本支出	-72.47	-84.01	-112.22	-92.61
长期投资	32.50	0.00	0.00	0.00
其他	-669.90	-49.88	-52.95	-56.94
筹资活动现金流	-106.14	-142.44	-567.60	-575.82
短期借款	3.91	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	218.16	290.88	0.00	0.00
资本公积金增加	-185.89	-174.53	-261.79	-261.79
其他	-142.32	-258.79	-305.81	-314.03
现金净增加额	-447.96	-171.84	1059.60	430.21

利润表	单位:百万元			
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	5730.70	6631.00	7674.00	8767.00
营业成本	3124.72	3571.55	4089.43	4633.32
营业税金及附加	48.20	55.60	64.34	73.51
营业费用	1599.55	1782.31	1996.18	2255.69
管理费用	377.78	430.67	482.35	545.06
财务费用	-31.90	-7.30	-14.16	-25.33
资产减值损失	18.60	20.15	21.28	26.47
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	5.09	5.09	5.09	5.09
营业利润	612.11	783.12	1039.67	1263.39
营业外收入	17.82	28.14	23.97	23.31
营业外支出	8.80	6.24	6.71	7.25
利润总额	621.12	805.03	1056.92	1279.44
所得税	94.59	119.46	158.90	191.10
净利润	526.54	685.57	898.02	1088.34
少数股东损益	16.91	22.01	28.84	34.95
归属母公司净利润	509.63	663.55	869.19	1053.39
EBITDA	691.78	879.10	1132.37	1352.19
EPS（摊薄）	0.58	0.76	1.00	1.21

主要财务比率	单位:百万元			
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入增长率	30.39%	15.71%	15.73%	14.24%
营业利润增长率	61.80%	27.94%	32.76%	21.52%
归属于母公司净利润增长率	55.60%	30.20%	30.99%	21.19%
获利能力				
毛利率	45.47%	46.14%	46.71%	47.15%
净利率	9.19%	10.34%	11.70%	12.41%
ROE	25.13%	26.23%	29.40%	31.37%
ROIC	23.53%	24.97%	29.45%	30.83%
偿债能力				
资产负债率	46.28%	43.14%	42.61%	41.16%
净负债比率	1.03%	0.94%	0.86%	0.79%
流动比率	1.63	1.81	1.85	1.96
速动比率	1.39	1.65	1.69	1.80
营运能力				
总资产周转率	1.47	1.45	1.48	1.52
应收账款周转率	17.42	7.71	8.24	15.24
应付账款周转率	5.19	5.02	5.02	5.00
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.58	0.76	1.00	1.21
每股经营现金流(最新摊薄)	0.63	0.12	2.05	1.32
每股净资产(最新摊薄)	3.76	3.10	3.42	3.94
估值比率				
P/E	10.03	11.56	8.82	7.28
P/B	2.34	2.84	2.57	2.23
EV/EBITDA	13.49	8.31	5.54	4.35

数据来源：港澳资讯、公司公告、广证恒生



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

证券研究报告

华帝股份（002035）点评报告

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，也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。