

盈利能力持续提升, Q1 收入降幅缩窄

投资要点

- **业绩总结:** 公司发布 2018 年年报和 2019 年一季报, 18 年实现营收 61 亿元, 同比增长 6.4%; 归母净利润 6.8 亿元, 同比增长 32.8%, 每 10 股派发现金红利 3 元 (含税), 分红比例为 67.7%。2018Q4 单季度实现营收 14.5 亿元, 同比下降 12%; 归母净利润 2.3 亿元, 同比增长 18.5%, 2019Q1 单季实现营收 13.3 亿元, 同比下降 6.5%; 实现归母净利润 1.3 亿元, 同比增长 14.8%。
- **收入端: 主动调整渠道库存, 热水器表现亮眼。** 公司 18Q4, 19Q1 营收增速下滑, 剔除行业板块波动因素外, 主要是由于公司从 2018 年 11 月开始主动调整渠道库存所致。19 年 Q1, 公司收入降幅缩窄, 渠道库存也调整到相对健康位置。随着公司每年 4 月, 9 月新品发布, 渠道提货需求正常, 公司营收有望回归增长渠道。分品类来看, 2018 年公司烟灶营收基本持平, 主要是均价提升贡献, 而销量有所下滑; 热水器业务实现营收 12.6 亿元, 同比增长 24.5%, 该板块占公司营收比重已超过 20%。我们认为, 随着我国“煤改气”“煤改电”政策的推广, 热水器、壁挂炉等品类迎来良好的发展契机, 公司热水器强势卡位次高端, 市场空间仍然广阔。
- **盈利端: 高端化助力盈利能力继续攀升。** 公司持续推进品牌高端化战略, 2018 年/2019Q1, 公司主营业务毛利率 47.3%/48.1%, 同比提升 0.9pp/2.8pp, 净利率 11.4%/10.2%, 同比提升 2.2pp/1.9pp。公司持续推出新品, 2018 年烟、灶、燃热毛利率分别提升 1.5pp/0.8pp/1.8pp。费用方面, 随着广告投入常态化以及终端门店改造完成, 公司销售费用率进入稳定期。
- **渠道持续布局, 个别经销商短期调整基本结束。** 公司全年新增华帝品牌旗舰店 186 家, 专卖店 322 家, 社区网点 67 家; 新增百得品牌专卖店 346 家, 乡镇网点 356 家。公司旗舰店地级市及以上覆盖率达 56.8%, 同比提升 20.2 个百分点, 2019 年公司完成终端门店改造升级。2018 年公司个别经销商出现渠道库存过高问题, 目前已经基本解决, 拆分或新经销商目前已经恢复运营。公司积极拥抱电子商务渠道、工程渠道以及海外渠道, 销售额分别同比增长 25.34%、54.49%、4.48%。
- **多品牌战略发展良好, 百得稳健增长。** 2018 年, 百得实现营业收入 14.1 亿元, 同比增长 13.3%, 实现净利润 0.9 亿元, 同比增长 19.6%, 保持稳健增长态势。百得与主品牌华帝错位竞争, 主品牌“华帝”品牌升级, 均价提升后, 原中低端市场有所补足。
- **坏账损失削弱利润。** 2018 年共计提坏账损失 7160.2 万元, 较上年同期增长 5183.6 万元, 资产减值损失较上年同期增加约 6000 万元, 远高于公司多年平均水平, 削弱公司利润。我们认为此乃较为特殊情况, 未来不具有持续性。
- **盈利预测与评级。** 我们预计公司 19/20/21 年 EPS 分别为 0.90/1.04/1.18 元。根据 wind 厨电行业平均 PE 水平, 考虑公司品牌高端化战略, 给予公司 2019 年 18 倍估值, 对应目标价 16.2 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 房地产行业出现大幅下滑, 经销商渠道出现库存风险, 原材料价格大幅波动。

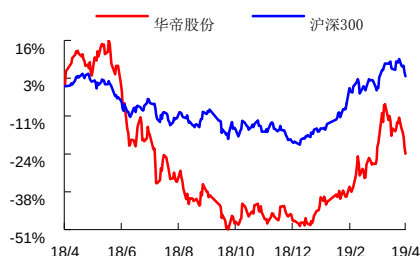
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	6095.05	6478.52	6927.44	7438.40
增长率	6.36%	6.29%	6.93%	7.38%
归属母公司净利润 (百万元)	676.94	793.95	915.31	1044.71
增长率	32.83%	17.28%	15.29%	14.14%
每股收益 EPS (元)	0.77	0.90	1.04	1.18
净资产收益率 ROE	25.93%	23.22%	21.11%	19.39%
PE	17	14	12	11
PB	4.26	3.27	2.58	2.08

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 龚梦泓
 执业证号: S1250518090001
 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)	8.82
流通 A 股(亿股)	7.83
52 周内股价区间(元)	8.3-30.27
总市值(亿元)	114.08
总资产(亿元)	54.69
每股净资产(元)	3.01

相关研究

1. 华帝股份(002035): 高端化助力业绩增长, 子公司拖累收入增速 (2018-10-22)
2. 华帝股份(002035): 业绩逆势增长, 品牌高端化持续推进 (2018-08-27)

基本假设：

假设 1：2015 年公司确立“高端智能厨电”的品牌定位，我们预计 2019-2021 年毛利率继续稳步提升，分别达到为 48.2%、49.0%、49.8%。

假设 2：费用方面，随着广告投入常态化以及终端门店改造完成，公司销售费用率进入稳定期。预计 2019-2021 年销售费用率分别为 27.1%、27.0%、27.0%。

假设 3：燃气热水器市场仍有广阔空间，公司燃热次高端布局顺利，毛利率稳步提升，且保持双位数营收增长。

根据上述假定，公司 2019-2021 年收入如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
合计	收入	6095.05	6478.52	6927.44	7438.40
	增速	6.36%	6.29%	6.93%	7.38%
	毛利率	47.34%	48.18%	49.04%	49.79%
油烟机	收入	2363.31	2410.58	2482.90	2582.21
	增速	1.72%	2.00%	3.00%	4.00%
	毛利率	48.20%	49.50%	50.50%	51.50%
灶具	收入	1614.49	1646.78	1696.18	1764.03
	增速	-3.38%	2.00%	3.00%	4.00%
	毛利率	49.56%	50.00%	51.00%	51.50%
热水器	收入	1263.40	1516.08	1788.97	2075.21
	增速	24.50%	20.00%	18.00%	16.00%
	毛利率	45.52%	49.00%	50.00%	51.00%
其他	收入	853.85	905.08	959.39	1016.95
	增速	18.34%	6.00%	6.00%	6.00%
	毛利率	43.44%	40.00%	40.00%	40.00%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	6095.05	6478.52	6927.44	7438.40	净利润	693.68	808.73	932.43	1062.49
营业成本	3209.80	3356.98	3530.28	3734.95	折旧与摊销	112.19	38.03	43.28	47.10
营业税金及附加	50.02	54.64	58.69	62.50	财务费用	-46.63	-37.74	-45.68	-66.72
销售费用	1650.88	1755.68	1870.41	2008.37	资产减值损失	78.64	20.00	20.50	21.00
管理费用	170.39	427.58	443.36	476.06	经营营运资本变动	535.63	-922.17	-181.77	-134.40
财务费用	-46.63	-37.74	-45.68	-66.72	其他	-744.26	-36.82	-38.10	-40.22
资产减值损失	78.64	20.00	20.50	21.00	经营活动现金流净额	629.24	-129.96	730.66	889.24
投资收益	21.33	19.93	17.00	19.00	资本支出	571.71	-45.00	-45.00	-40.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-100.28	20.23	17.00	19.00
其他经营损益	0.00	8.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	471.43	-24.77	-28.00	-21.00
营业利润	798.18	929.30	1066.88	1221.25	短期借款	-10.00	-10.00	0.00	0.00
其他非经营损益	11.06	19.40	23.90	23.40	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	809.23	948.70	1090.78	1244.65	股权融资	192.36	0.00	0.00	0.00
所得税	115.56	139.97	158.35	182.16	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	693.68	808.73	932.43	1062.49	其他	-449.53	37.64	45.68	66.72
少数股东损益	16.74	14.78	17.12	17.78	筹资活动现金流净额	-267.18	27.64	45.68	66.72
归属母公司股东净利润	676.94	793.95	915.31	1044.71	现金流量净额	831.96	-127.10	748.34	934.96
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1579.95	1452.86	2201.19	3136.15	成长能力				
应收和预付款项	1493.50	1403.72	1536.68	1664.44	销售收入增长率	6.36%	6.29%	6.93%	7.38%
存货	483.67	502.73	529.44	560.50	营业利润增长率	30.40%	16.43%	14.80%	14.47%
其他流动资产	534.32	498.71	533.27	572.60	净利润增长率	31.74%	16.59%	15.30%	13.95%
长期股权投资	3.52	3.52	3.52	3.52	EBITDA 增长率	30.98%	7.63%	14.51%	12.88%
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	0.00	43.24	82.74	113.42	毛利率	47.34%	48.18%	49.04%	49.79%
无形资产和开发支出	298.99	280.44	261.89	243.35	三费率	29.12%	33.12%	32.74%	32.50%
其他非流动资产	900.10	897.08	877.85	858.62	净利率	11.38%	12.48%	13.46%	14.28%
资产总计	5294.05	5082.29	6026.58	7152.59	ROE	25.93%	23.22%	21.11%	19.39%
短期借款	10.00	0.00	0.00	0.00	ROA	13.10%	15.91%	15.47%	14.85%
应付和预收款项	451.69	873.12	849.03	870.09	ROIC	43.57%	51.38%	41.68%	42.53%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	14.17%	14.35%	15.37%	16.15%
其他负债	2157.47	725.56	761.51	803.97	营运能力				
负债合计	2619.16	1598.68	1610.53	1674.06	总资产周转率	1.28	1.25	1.25	1.13
股本	881.62	881.62	881.62	881.62	固定资产周转率	22.02	367.65	129.75	86.25
资本公积	141.01	141.01	141.01	141.01	应收账款周转率	10.56	9.40	10.54	10.17
留存收益	1767.70	2561.65	3476.96	4521.66	存货周转率	6.76	6.79	6.80	6.82
归属母公司股东权益	2590.42	3384.37	4299.68	5344.38	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	71.12%	—	—	—
少数股东权益	84.47	99.25	116.37	134.15	资本结构				
股东权益合计	2674.89	3483.62	4416.05	5478.53	资产负债率	49.47%	31.46%	26.72%	23.40%
负债和股东权益合计	5294.05	5082.29	6026.58	7152.59	带息债务/总负债	0.38%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.58	2.46	3.04	3.61
					速动比率	1.39	2.14	2.70	3.27
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.77	0.90	1.04	1.18
					每股净资产	3.03	3.95	5.01	6.21
					每股经营现金	0.71	-0.15	0.83	1.01
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	863.73	929.60	1064.48	1201.63					
PE	16.85	14.37	12.46	10.92					
PB	4.26	3.27	2.58	2.08					
PS	1.87	1.76	1.65	1.53					
EV/EBITDA	10.55	9.93	7.97	6.28					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn