

工程渠道增长提速，新品类销售亮眼

投资要点

- **业绩总结:** 公司 2020H1 实现营收 16.7 亿元, 同比下降 43.1%; 实现归母净利润 1.6 亿元, 同比下降 58.4%; 实现扣非后归母净利润 1.5 亿元, 同比下降 60.2%。Q2 单季度实现营收 9.8 亿元, 同比下降 39.0%; 实现归母净利润 1.2 亿元, 同比下降 55.0%; 实现扣非后归母净利润 1.1 亿元, 同比下降 55.6%。
- **工程渠道增长提速。** 分渠道来看, 公司线下渠道/电商渠道/工程渠道/海外渠道分别实现营收 7.9/4.9/1.8/1.8 亿元, 同比变动-51.4%/-44.9%/+108.1%/-39.8%。公司以自营与代理相结合的模式加速发展工程渠道, 积极与地产头部企业合作, 抢占精装房机会, 上半年样板房项目同比增长 19.1%。截至报告期内公司已开发 49 家代理商, 在工程渠道建立了竞争优势。我们认为随着精装房占比不断提升, 公司布局至关重要。未来公司工程渠道的增长值得特别关注。
- **主营产品承压, 新品类增长较快。** 疫情对公司主营业务冲击较大, 上半年吸油烟机/灶具/热水器分别实现营收 5.9/3.9/2.9 亿元, 同比变动-48.1%/-48.3%/-44.9%, 随着疫情得到控制, 地产竣工回暖, 公司收入业绩将迎来拐点。公司新品类增长较好, 其中定制家居/壁挂炉/集成灶分别实现营收 1.8 亿元/0.2 亿元/407.3 万元, 同比变动+98.5%/+47.5%/+86.8%。随着传统烟灶消等厨电的保有量迎来饱和, 新品拓展是各个传统厨电公司的必经之路, 公司研发能力、渠道拓展、新品推广等各方面能力将综合角力。
- **渠道结构变化及促销致毛利率下滑。** 报告期内, 公司综合毛利率/净利率分别为 45.1%/10.0%, 同比变动-4.9pp/-3.7pp, 毛利率下降或因工程渠道及电商渠道销售占比提升及公司加大促销力度所致。分产品来看, 公司吸油烟机/灶具/热水器/定制家居毛利率分别为 48.5%/50.1%/41.6%/37.0%, 同比变动-2.2pp/-3.5pp/-6.7pp/-11.4pp。销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 24.8%/10.4%/-0.3%, 同比变动-2.6pp/+3.2pp/+0.6pp, 其中管理费用率上升主要因收入下降但费用相对刚性所致。
- **积极推进渠道变革, 多品牌、多品类协同发展。** 公司主张线下渠道转型零售, 积极拥抱新零售, 同时布局网络直播营销、短视频营销, 大力开拓工程渠道, 渠道体系日益多元、高效。公司已依托华帝、百得、华帝家居三大品牌, 形成了以烟机、灶具、热水器等厨电产品为核心, 覆盖以洗碗机、蒸烤一体机为代表的新兴嵌入式产品, 同时延伸至全屋定制及净水器、壁挂炉等产品的完善产品结构体系, 多品牌、多品类矩阵将协同发展增强公司竞争力。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.75 元、0.91 元、1.00 元, 考虑到公司工程渠道开始发力, 估值处于历史低位, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格波动风险, 地产竣工复苏不及预期风险。

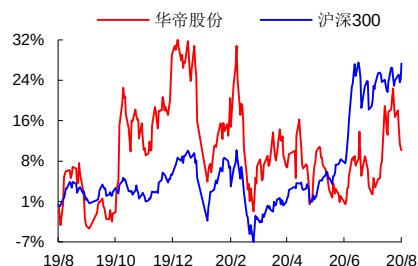
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	5748.06	5230.78	5673.84	6000.74
增长率	-5.69%	-9.00%	8.47%	5.76%
归属母公司净利润 (百万元)	747.77	646.70	780.75	860.03
增长率	10.46%	-13.52%	20.73%	10.15%
每股收益 EPS (元)	0.87	0.75	0.91	1.00
净资产收益率 ROE	24.40%	18.94%	19.73%	18.98%
PE	13	15	12	11
PB	3.06	2.73	2.36	2.06

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
 联系人: 夏勤
 电话: 023-63786049
 邮箱: xiaqin@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)	8.69
流通 A 股(亿股)	7.84
52 周内股价区间(元)	9.85-13.62
总市值(亿元)	96.48
总资产(亿元)	51.09
每股净资产(元)	3.31

相关研究

1. 华帝股份 (002035): 新品销售亮眼, 短期面临疫情冲击 (2020-04-29)
2. 华帝股份 (002035): 电商渠道表现亮眼, Q3 业绩增速超预期 (2019-10-29)

关键假设：

假设 1：地产竣工逐渐回暖，带动公司油烟机、灶具、热水器等产品业绩回升；在公司多品牌、多品类、多渠道的协同作用下，新品类保持较快增长。预计工程渠道未来有望占到公司营收 20%以上；

假设 2：2020 毛利率短期下滑，随着公司营收逐步恢复，渠道建设日趋完善，毛利率将止跌回升，预计 20-22 年综合毛利率 46.4%、48.1%、48.5%。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 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		2019A	2020E	2021E	2022E
油烟机	收入	2138.20	1924.38	2078.33	2203.03
	增速	-9.5%	-10.00%	8.00%	6.00%
	毛利率	51.14%	50.00%	51.50%	52.00%
灶具	收入	1383.83	1,245.44	1,345.08	1,425.78
	增速	-14.3%	-10.00%	8.00%	6.00%
	毛利率	52.80%	50.00%	52.50%	53.00%
热水器	收入	1,107.66	830.74	897.20	951.04
	增速	-12.3%	-25.00%	8.00%	6.00%
	毛利率	45.88%	42.00%	46.00%	46.00%
其他	收入	1,118.37	1,230.21	1,353.23	1,420.89
	增速	31.0%	10.00%	10.00%	5.00%
	毛利率	39.50%	40.00%	40.00%	40.00%
合计	收入	5748.06	5230.78	5673.84	6000.74
	增速	-5.69%	-9.00%	8.47%	5.76%
	毛利率	48.26%	46.38%	48.12%	48.45%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	5748.06	5230.78	5673.84	6000.74	净利润	760.56	661.48	797.87	877.81
营业成本	2973.93	2804.87	2943.33	3093.67	折旧与摊销	135.22	141.29	154.91	162.09
营业税金及附加	34.52	39.24	41.33	43.12	财务费用	-5.27	-28.30	-40.02	-58.37
销售费用	1522.37	1360.00	1503.57	1590.20	资产减值损失	-1.54	20.00	20.50	21.00
管理费用	174.98	334.77	357.45	372.05	经营营运资本变动	424.56	-272.83	28.96	25.53
财务费用	-5.27	-28.30	-40.02	-58.37	其他	-534.70	-44.12	-45.25	-51.26
资产减值损失	-1.54	20.00	20.50	21.00	经营活动现金流净额	778.84	477.53	916.98	976.79
投资收益	52.73	24.93	25.00	30.00	资本支出	-266.06	-45.00	-45.00	-40.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-709.38	25.23	25.00	30.00
其他经营损益	0.00	8.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-975.44	-19.77	-20.00	-10.00
营业利润	816.49	733.14	872.68	969.09	短期借款	-10.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	27.82	19.40	23.90	23.40	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	844.31	752.54	896.58	992.49	股权融资	-72.49	0.00	0.00	0.00
所得税	83.75	91.05	98.71	114.68	支付股利	-258.01	-285.01	-246.49	-297.58
净利润	760.56	661.48	797.87	877.81	其他	-60.17	28.20	40.02	58.37
少数股东损益	12.80	14.78	17.12	17.78	筹资活动现金流净额	-400.67	-256.80	-206.47	-239.21
归属母公司股东净利润	747.77	646.70	780.75	860.03	现金流量净额	-595.10	200.96	690.51	727.59
资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1031.71	1232.67	1923.18	2650.77	成长能力				
应收和预付款项	1696.63	1462.49	1620.29	1710.61	销售收入增长率	-5.69%	-9.00%	8.47%	5.76%
存货	563.73	530.37	556.77	585.98	营业利润增长率	2.29%	-10.21%	19.03%	11.05%
其他流动资产	1237.58	1237.16	1237.52	1237.79	净利润增长率	9.64%	-13.03%	20.62%	10.02%
长期股权投资	10.73	10.73	10.73	10.73	EBITDA 增长率	9.58%	-10.60%	16.72%	8.63%
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	773.94	725.90	665.73	593.39	毛利率	48.26%	46.38%	48.12%	48.45%
无形资产和开发支出	308.20	281.63	255.06	228.48	三费率	29.44%	31.86%	32.09%	31.73%
其他非流动资产	353.50	346.53	323.35	300.17	净利率	13.23%	12.65%	14.06%	14.63%
资产总计	5976.03	5827.48	6592.63	7317.92	ROE	24.40%	18.94%	19.73%	18.98%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	12.73%	11.35%	12.10%	12.00%
应付和预收款项	2223.34	1730.83	1918.05	2034.29	ROIC	51.19%	45.82%	53.34%	61.59%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	16.47%	16.18%	17.41%	17.88%
其他负债	636.07	603.55	630.10	658.93	营运能力				
负债合计	2859.41	2334.38	2548.15	2693.22	总资产周转率	1.02	0.89	0.91	0.86
股本	869.23	860.25	860.25	860.25	固定资产周转率	10.17	8.73	9.04	10.10
资本公积	80.91	89.89	89.89	89.89	应收账款周转率	7.34	7.22	8.24	7.97
留存收益	2257.45	2619.15	3153.41	3715.86	存货周转率	5.56	5.04	5.32	5.32
归属母公司股东权益	3007.65	3369.34	3903.60	4466.05	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	88.98%	—	—	—
少数股东权益	108.97	123.75	140.87	158.65	资本结构				
股东权益合计	3116.62	3493.09	4044.48	4624.70	资产负债率	47.85%	40.06%	38.65%	36.80%
负债和股东权益合计	5976.03	5827.48	6592.63	7317.92	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.62	1.97	2.15	2.35
					速动比率	1.42	1.73	1.93	2.13
					股利支付率	34.50%	44.07%	31.57%	34.60%
					每股指标				
					每股收益	0.87	0.75	0.91	1.00
					每股净资产	3.62	4.06	4.70	5.38
					每股经营现金	0.91	0.56	1.07	1.14
					每股股利	0.30	0.33	0.29	0.35
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	946.44	846.13	987.57	1072.80					
PE	12.77	14.77	12.23	11.10					
PB	3.06	2.73	2.36	2.06					
PS	1.66	1.83	1.68	1.59					
EV/EBITDA	7.66	8.21	6.33	5.15					
股息率	2.70%	2.98%	2.58%	3.12%					

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
持有：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 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

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
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
北京	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
广深	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn