

公司研究/首次覆盖

2019年01月07日

家用电器/小家电 II

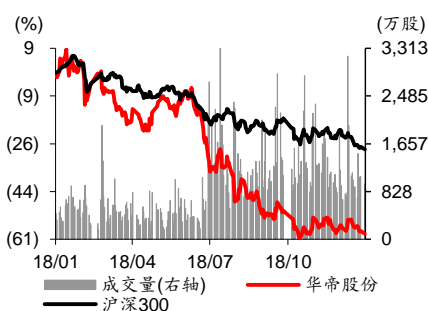
投资评级: 买入 (首次评级)

当前价格(元): 8.73
合理价格区间(元): 9.84~11.07

林寰宇 执业证书编号: S0570518110001
研究员 linhuanyu@htsc.com

王森泉 执业证书编号: S0570518120001
研究员 wangsenquan@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

盈利改善, 经营表现领跑

华帝股份(002035)

公司经营表现行业领先, 首次覆盖给予“买入”评级

厨电行业与地产周期紧密相关, 虽然受到地产行业景气度下行影响, 但公司依然有望通过产品升级及均价提升实现收入规模增长, 我们认为公司在三四线渠道布局领先, 且持续推动产品升级换代, 不但提升成长空间, 同时产品毛利率或有较大提升, 未来净利润增速有望保持市场领先。预计公司 2018-2020 年 EPS 为 0.74、0.82、0.95 元。

2018 年以来, 产品升级领先行业

公司 2018 年 Q1-Q3 实现营业收入 46.46 亿元, 同比增长 13.78%, 实现归母净利润 4.42 亿元, 同比增长 41.91%; 其中, Q3 公司实现营业收入 14.72 亿元, 同比增长 6.98%, 实现归母净利润 1.00 亿元, 同比增长 31.31%。公司向中高端品牌转型, 推动产品升级与旗舰店渠道改造建设(公司公告显示, 截止 2018 年 6 月, 旗舰店达 358 家, 升级门店占比达 65%), 今年以来均价提升领先行业, 中怡康数据显示, 2018 年 1-10 月, 公司油烟机、燃气灶产品零售均价分别同比+5.1%、+6.9% (同期行业均价同比+4.3%、+4.5%, 龙头企业方太均价分别同比+0.8%、-1.2%)。

盈利能力提升行业领先

虽然原材料价格有所上行, 2018 年以来公司均价提升领先行业, 整体推升了毛利率水平。2018 年 Q1-Q3 公司毛利率为 46.43%, 同比提升 2.23PCT, 销售、管理及研发、财务费用率合计为 33.24%, 同比下降 0.94PCT。整体来看, 公司毛利率提升、各项费用率下降, 净利润率表现优化。公司产品价格目前与行业龙头之间依然有较大空间 (中怡康数据显示, 2018 年 1-10 月, 公司油烟机产品均价为 3540 元, 龙头企业老板、方太均价分别为 4483、4583 元), 我们认为公司未来产品升级、价格提升空间依然充分, 盈利能力有望继续提升。

回购公司股份, 经营信心充足

公司 2018 年 12 月 7 日审议通过股份回购议案, 展示经营信心, 稳定市场情绪。公司拟使用自有资金或自筹资金以集中竞价交易的方式回购公司股份, 回购资金总额不低于 1.5 亿元、不超过 2 亿元, 回购价格不超过 11 元/股(含), 回购期限为股东大会审议通过预案之日起 3 个月内。公司于 2018 年 12 月 25 日已经回购 881.6 万股, 总成交金额为 8220.1 万元。

行业地位领先, 净利润增长稳健

我们预计公司 2018-2020 年 EPS 为 0.74、0.82、0.95 元, 截止 2019 年 1 月 4 日, 行业可参考公司 2019 年平均 PE 为 11.48x, 对比行业基准, 公司产品升级与渠道改革并举, 有望减缓需求下行影响, 同时公司在行业波动中或能实现毛利率、净利润率水平提升, 净利润增速有望保持领先。认可给予公司 2019 年 12-13.5x PE, 对应目标价格 9.84~11.07 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示: 厨电市场竞争加剧。原材料等价格不利波动。地产周期影响大于预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	881.62
流通 A 股 (百万股)	781.92
52 周内股价区间 (元)	8.30-34.80
总市值 (百万元)	7,697
总资产 (百万元)	5,158
每股净资产 (元)	2.81

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	4,395	5,731	6,448	6,932	8,008
+/-%	18.15	30.39	12.52	7.50	15.53
归属母公司净利润 (百万元)	327.52	509.63	656.10	724.35	840.91
+/-%	57.67	55.60	28.74	10.40	16.09
EPS (元, 最新摊薄)	0.37	0.58	0.74	0.82	0.95
PE (倍)	23.50	15.10	11.73	10.63	9.15

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

战略转型进入收获期，品牌、渠道两手抓 转型中高端厨电，品牌力持续提升

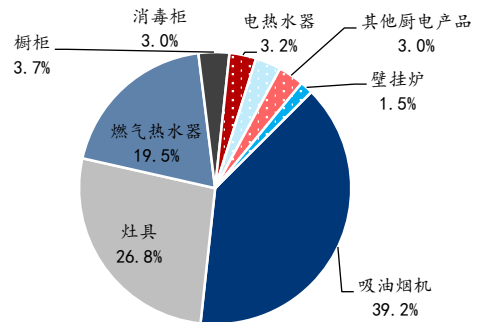
华帝股份自1992年成立至今，26年专注厨卫电器领域，现已成长为国内颇具影响力的优质厨电企业。旗下拥有“华帝”、“百得”两大自主品牌，主力产品包括吸油烟机、灶具、热水器，兼营洗碗机、壁挂炉、消毒柜、电蒸箱、电烤箱、蒸烤一体机、微波炉、空气净化器、净水器等小家电。

图表71：公司主要产品一览



资料来源：华帝天猫旗舰店，华泰证券研究所

图表72：2018H1 公司收入仍以吸油烟机和灶具为主



资料来源：Wind，华泰证券研究所

2015年，公司新任管理班子上任后，调整公司战略方针并改善公司治理结构。首次确立“高端智能厨电”的品牌定位，促进产品转型升级，加强品牌建设。近三年，公司加大品牌宣传力度，通过品牌赞助、广告植入、聘请当红艺人作为代言人等方式提升品牌影响力。此外，公司精简了内部组织结构，削减冗余岗位，向核心员工授予股权激励，提升员工积极性与工作效率。同时优化经营管理、内部控制、营销、品牌、供应链、品质管控、售后服务管理等50项流程制度，提高公司运行效率。治理结构的优化为公司战略转型的持续落实提供了有力支持。

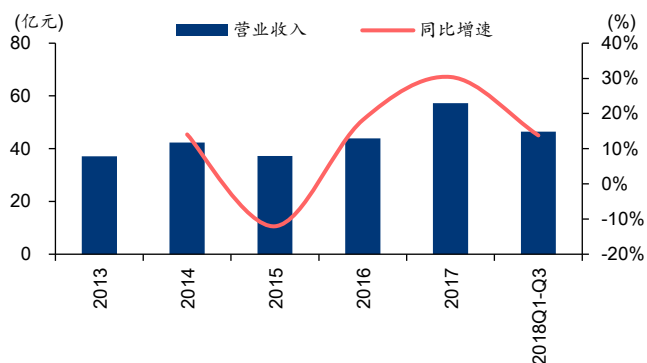
图表73：2015-2018年公司持续加大品牌宣传力度、提升品牌力

年份	品牌建设
2015	聘请黄晓明、Angelababy 夫妇为“华帝”品牌双代言人；赞助“星厨驾到”整合营销项目；投放爱奇艺、优酷和乐视网的综艺节目和电视剧；承办“中国燃气灶具产品能效高峰论坛”，代表燃气灶具行业发表《燃气灶具行业宣言》
2016	投放央视一套、湖南卫视、江苏卫视等重点卫视栏目晚间黄金时段的广告；对《欢乐喜剧人》、《王牌对王牌》、《最强大脑》、《幻城》等热门网络视频节目进行广告投放，并与优酷共同打造网络综艺节目《偶像就该酱婶》；联合新世相开展“华帝梦幻一小时”活动，利用偶像号召力引发粉丝关注，直播观看人数超过234万，微博话题高达6443万次阅读；与滴滴合作推出“一键呼叫华帝机器人”活动在央视一套、六套进行电视硬广投放，与湖南卫视、江苏卫视等重点卫视开展《人间至味是清欢》、《我们的挑战》、《蒙面唱将猜猜猜第二季》等电视剧及综艺节目的植入合作；与网易新闻、腾讯视频、优酷视频、爱奇艺等多平台合作，在《欢乐颂2》、《军师联盟》、《楚乔传》、《美食告白记》等多个热门IP进行品牌植入；与时尚芭莎达成时尚战略合作，签约新生代代言人赵丽颖、林更新
2017	成为法国国家足球队官方合作伙伴，推出“法国队夺冠，华帝退全款”营销活动；赞助江苏卫视大牌综艺节目《足球解说大会》；签约法国著名球星、足坛传奇前锋蒂埃里·亨利成为公司品牌代言人；植入电影IP《变形金刚5》；打造吉祥物小V

资料来源：公司年报、华泰证券研究所

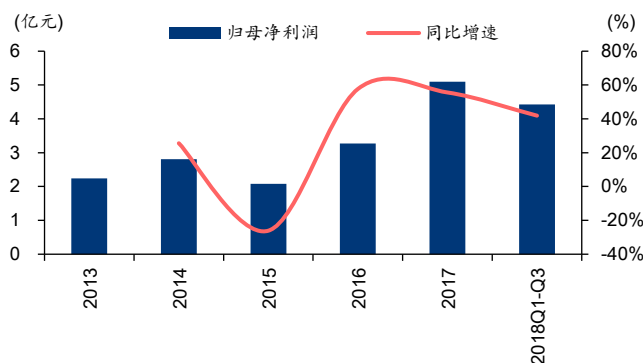
公司战略转型已有所成效，品牌力实现提升，逐步进入转型的收获期。2016-2017年，公司经营情况改善明显，收入和净利润恢复较高速增长。2018Q1-Q3，受房地产调控影响，厨电行业零售渠道低迷，中怡康数据显示，2018年1-10月，吸油烟机、燃气灶、消毒柜行业零售量分别同比-14.25%、-13.45%、-23.54%（中怡康数据主要统计KA渠道数据，主要反映KA零售的变化）。在这样的市场环境及公司2017年高基数盈利的背景下，公司营收及归母净利润依旧保持着稳步增长的态势。2018Q1-Q3 营收同比+13.8%，归母净利润同比+41.9%。

图表74: 公司营业收入及同比增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表75: 公司归母净利润及同比增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

截止 2018 年 12 月 3 日, 公司实际控制人为潘叶江先生, 直接持有公司股份 9.86%, 通过奋进投资间接持股 13.72%。

图表76: 截止 2018/12/3, 公司前五大股东

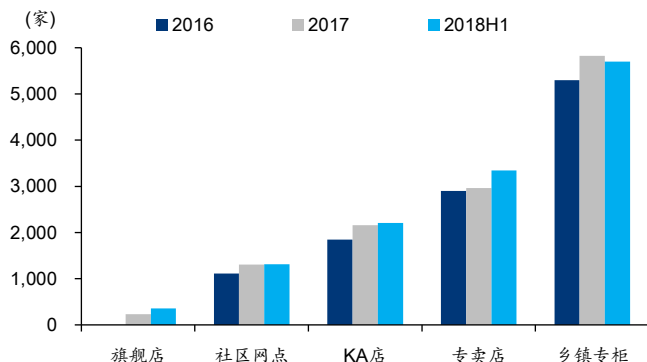
股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)	股本性质
石河子奋进股权投资普通合伙企业	120,960,000	13.72	A 股流通股
潘叶江	86,922,235	9.86	限售流通 A 股,A 股流通股
米林县联动投资有限公司	29,188,305	3.31	A 股流通股
中信证券-中信银行-中信证券卓越成长股票集合资产管理计划	28,713,202	3.26	A 股流通股
中国银行股份有限公司-上投摩根核心成长股票型证券投资基金	26,695,527	3.03	A 股流通股

资料来源: Wind、华泰证券研究所

各渠道发力多点开花, 向中高端升级盈利能力提升

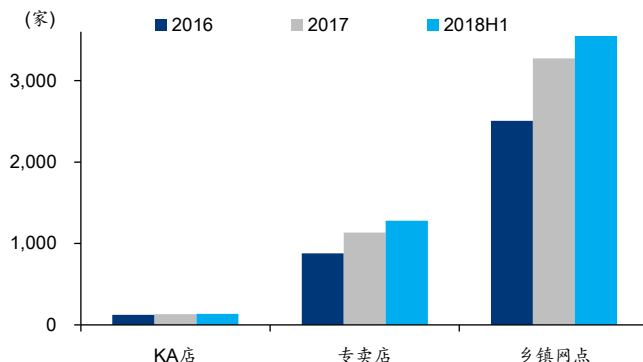
传统渠道方面, 终端门店升级提升品牌形象, 持续推进渠道下沉抢占市场。公司对标准专卖店进行升级, 发力 KA 渠道, 整合部分盈利能力弱的乡镇专柜。同时配合品牌高端转型升级战略, 在各地兴建新形象旗舰店。“百得”品牌也在加速向中低端市场渗透。截至 2018 年 6 月末, 华帝拥有品牌旗舰店 358 家, 专卖店 3,346 家 (其中新形象专卖店 2,169 家, 占比 65%), 社区网点 1,314 家, 乡镇专柜 5,700 家, KA 店 2,210 家 (其中新形象 KA 店 901 家, 占比 41%); 百得拥有专卖店 1,279 家, 乡镇网点 3,549 家, KA 店 135 家。公司销售渠道继续推动向全国一二三四级市场乃至乡镇市场的全覆盖。

图表77: “华帝”线下渠道数量不断扩充



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

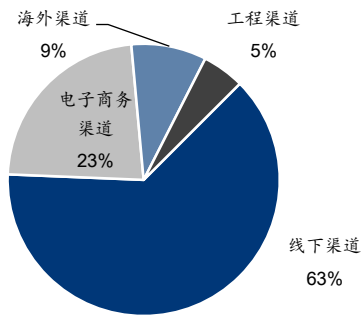
图表78: “百得”加速向中低端市场渗透



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

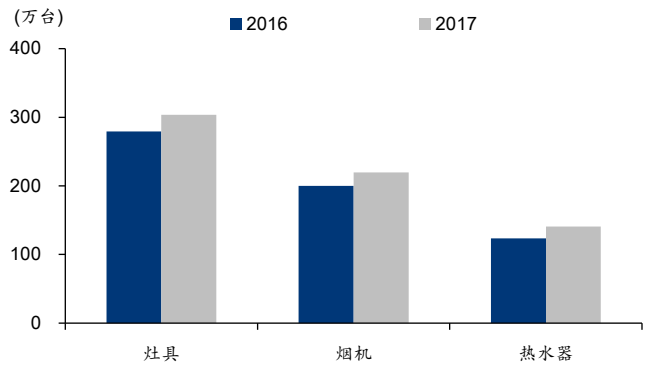
线上渠道方面，公司紧跟家电电商化路径，推出自营网上商城，同时与天猫、淘宝、京东、苏宁易购、国美在线等大型电商平台开展合作。自2016年大力发展线上渠道以来成绩斐然。2017年，线上渠道贡献营收12.8亿元，同比+56.9%，占比达22.9%。2018年双十一，苏宁悟空榜数据显示华帝厨卫产品累计销售额仅次于老板，位列第二。工程渠道方面，公司公告显示，国内十强地产战略客户公司已合作7家。多渠道协同发展助力公司销量稳步增长，2017年共销售灶具303.5万台，同比+8.71%；销售烟机219.5万台，同比+9.61%；热水器140.8万台，同比+14.00%。

图表79： 电商渠道成长迅速，2017年贡献收入占比22.9%



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

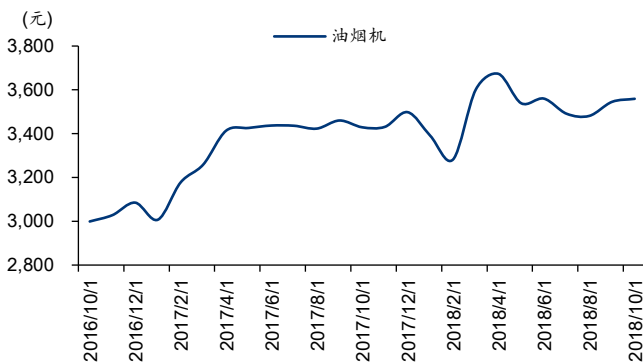
图表80： 公司主要家电品类增长平稳



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

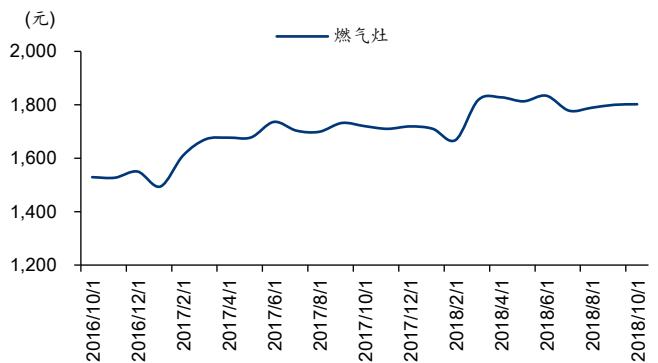
向中高端进阶，主力产品均价提升明显，毛利率稳步上行。为迎合消费者对于消费升级的需求，公司进行中高端智能的战略化调整，魔碟灶、魔镜烟机等中高端轻奢产品逐步受到市场认可。2016年以来，公司主力产品油烟机、燃气灶均价提升明显。2018年1-10月，油烟机均价3540元，同比+5.1%，燃气灶均价1792元，同比+6.9%，均价仅次于国内品牌方太和老板。

图表81： 华帝油烟机均价（单位：元）



资料来源：中怡康，华泰证券研究所

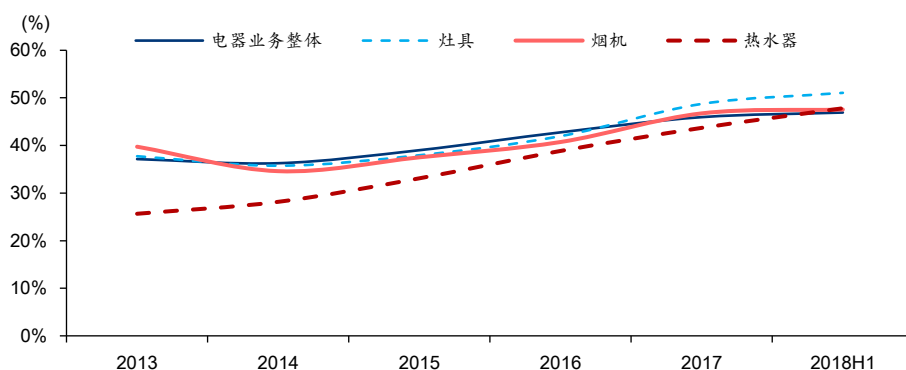
图表82： 华帝燃气灶均价（单位：元）



资料来源：中怡康，华泰证券研究所

均价上升对公司毛利率提振作用明显，2018Q1-Q3 公司整体毛利率为 46.43%，同比+2.23PCT，2018H1 公司整体毛利率 46.92%，同比+2.67PCT，其中，灶具毛利率 51.06%，同比+5.15PCT；油烟机毛利率 47.55%，同比+2.94PCT；热水器毛利率 47.82%，同比+0.63PCT。

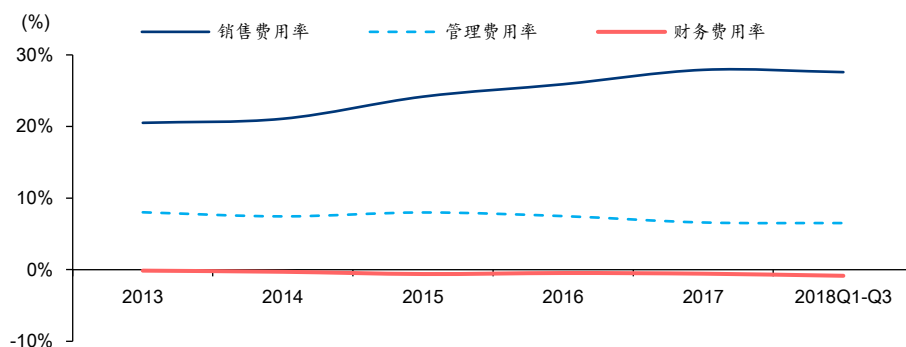
图表83：主力产品烟机、灶具、热水器毛利率上行



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

公司维持品牌宣传力度，销售费用率保持高位；流动资金充裕，投资理财产品财务费用率为负。公司中高端品牌形象仍处建设期，维持品牌宣传的投入力度。公司资金充裕，闲余资金用于投资理财产品，财务费用率常年维持在负数水平。

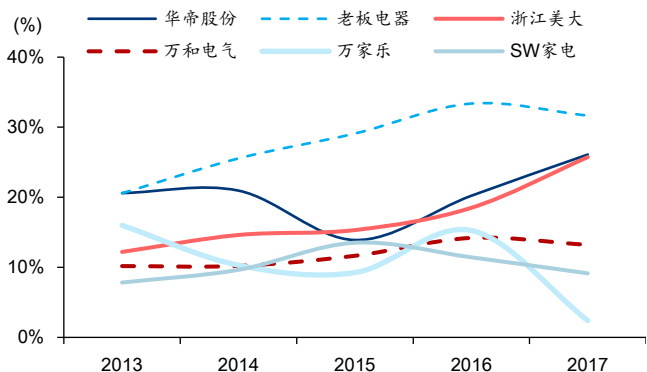
图表84：销售费用率维持在较高水平



资料来源：Wind，华泰证券研究所

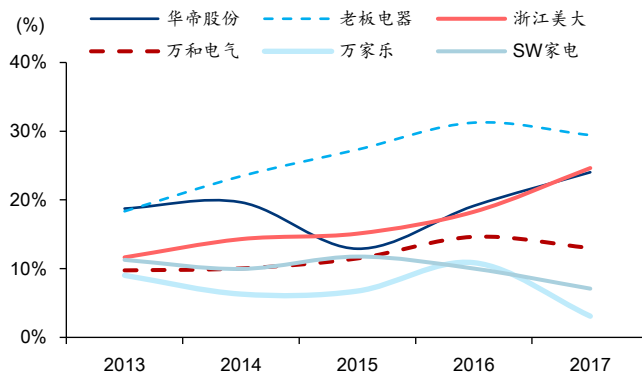
股东回报高，ROE、ROIC 远超行业平均。中高端化战略调整以来，净利润率水平的提升拉升公司股东回报率，ROE 与 ROIC 得到明显改善，且大幅超行业平均水平。2017 年，ROE 为 26.1%，ROIC 为 24.0%。

图表85：净资产回报率（单位：%）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表86：资本回报率（单位：%）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

盈利预测与投资建议

我们对公司的盈利预测有以下判断：

厨电行业由于具有**装修前装属性**，在短期内受到地产后周期的需求抑制。但从油烟机行业保有量上看，农村乡镇市场（国家统计局数据显示，2016年，农村保有量18.4台/百户，城镇保有量71.5台/百户）成长空间依然较明显，且正在经历城市生活方式向农村渗透的过程，支撑中长期保有量提升。

厨电行业需求与房地产需求有较强的相关性，我们认为随着房地产的区域性增长差异，厨电需求也将出现结构性变化。2018年1-10月，国家统计局数据显示全国商品房销售面积13.31亿平方米，同比+2.2%，增速较1-9月份回落0.7PCT。分区域销售面积来看：1-10月，东部地区销售面积同比-4.7%、中部地区同比+8.7%、西部地区同比+8.6%。

1、油烟机业务，2018年1-10月，产业在线数据显示行业油烟机销量为2268.2万台，受到地产后周期影响，同比-0.34%。公司在中西部地区三四线城市有较为领先的渠道覆盖，销量有望优于行业表现，预计2018年全年油烟机实现销量同比+2.9%。2019年华泰证券地产团队预计中性假设下商品房销售面积同比-5.4%，我们认为虽然地产销售预期较弱，但公司渠道布局深入三四线城市，油烟机业务依然有望受益于三四线及农村市场的保有量提升，油烟机销量或实现微增1.2%。

随着2019年房地产政策边际放松预期增强，或改变房地产市场销售走势，我们认为厨电需求在2018-2019年均受到抑制的情况下，2020年厨电需求有望转暖，且我们认为公司渠道升级与产品升级并重，公司油烟机业务增速或优于行业长期增速，预计2020年公司油烟机销量同比+8.3%（产业在线数据显示，2012-2017年油烟机销量复合增速为6.2%）。

油烟机均价：在行业需求减弱的背景下，我们认为公司价格处于中游，且在高端品牌控制价格天花板的情况下，公司新品均价提升空间更为充裕（中怡康数据显示，2018年1-10月，公司油烟机产品均价为3540元，同比+5.1%，龙头企业老板、方太均价分别为4483、4583元）。因此预计2018-2020年，公司油烟机产品均价保持增速，分别同比+5.0%、+5.1%、+5.0%，带动2018-2020年收入实现同比+8.1%、+6.3%、+13.7%增长。

图表87：华帝股份核心产品业务收入预测

	2017年	2018E	2019E	2020E
油烟机收入	2,323.4	2,510.7	2,668.7	3,033.2
YOY	33.1%	8.1%	6.3%	13.7%
销量(万台)推算	219.9	226.4	229.0	248.0
YOY	16.6%	2.9%	1.2%	8.3%
均价推算	1,056.6	1,109.1	1,165.4	1,223.1
YOY	14.2%	5.0%	5.1%	5.0%
灶具收入	1,671.1	1,782.1	1,861.0	2,156.7
YOY	33.7%	6.6%	4.4%	15.9%
销量(万台)推算	303.5	303.7	299.1	325.0
YOY	13.3%	0.1%	-1.5%	8.7%
均价推算	550.5	586.8	622.2	663.6
YOY	18.0%	6.6%	6.0%	6.7%
热水器收入	1,014.7	1,357.9	1,504.5	1,816.6
YOY	23.0%	33.8%	10.8%	20.7%
销量(万台)推算	140.8	172.0	174.0	190.0
YOY	14.8%	22.2%	1.2%	9.2%
均价推算	721.2	789.5	864.6	956.1
YOY	7.1%	9.5%	9.5%	10.6%

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

2、灶具业务：公司旗下灶具业务稍弱于油烟机产品，在市场需求弱化的情况下，公司或集中更多销售资源在油烟机业务上，因此我们预计灶具销量增长弱于油烟机业务，预计2018-2019年灶具业务销量同比+0.1%、-1.5%。而在需求转暖后，较低的灶具销量基数或带来灶具业务更高弹性，预计2020年灶具业务销量同比+8.7%。

灶具均价：中怡康数据显示，2018年1-10月，公司燃气灶产品均价为1792元，同比+6.9%，同期老板、方太燃气灶均价为2187、2311元，我们认为公司与灶具价格天花板之间依然有较大空间，预计2018-2020年灶具出厂均价有望保持同比+6.6%、+6.0%、+6.7%，整体上灶具收入实现同比+6.6%、+4.4%、+15.9%增长。

3、热水器业务：2018H1，公司热水器业务实现收入7.09亿元，同比+37.1%。公司公告显示，公司燃气热水器产品全线换代、采取专业化发展燃气热水器业务，提升热水器产品品质，同时品牌宣传加大，收效较为明显。我们认为公司加大热水器业务投入，产品力与品牌力均有提高，预计2018年销量同比+22.2%。2019年在地产销售预期较弱的情况下，预计热水器新品的换代效应也有所减弱，销量增长或一定程度影响，预计销量+1.2%，2020年或随着地产销售回暖，我们认为热水器增长弹性强于传统烟灶，销量有望同比+9.2%。

热水器均价：中怡康数据显示，2018年1-10月，公司热水器产品均价为2541元，同比+9.9%，同期林内、能率燃气灶均价为4806、4504元。公司与行业领导者均价差距较大，2018年以来加大热水器产品升级换代速度，产品升级带来的价格提升预期明确，我们认为公司均价或保持较高速增长，预计2018-2020年，热水器产品均价分别同比+9.5%、+9.5%、+10.6%。因此，2018-2020年整体热水器收入预计分别同比+33.8%、+10.8%、+20.7%。

4、其他业务：公司其他业务收入规模较低，我们认为公司凭借向中高端产品转型以及品牌旗舰店的加速建设（公司公告显示，2018H1公司新建华帝品牌旗舰店137家），有望加强在各个层级城市的渠道覆盖，巩固渠道广度与深度。在产品上，厨房整体化设计受到消费认同度提高，有望提升厨电产品与橱柜的配套比例，预计橱柜业务收入2018-2020年分别同比+7.6%、+4.6%、+18.0%。

我们预计公司旗舰店所起到的品牌宣传作用加大，有利于提升壁挂炉、消毒柜等其他厨电产品的知名度，实现各项细分业务的稳步的增长。预计其他主营收入2018-2020年分别同比+20.0%、+18.0%、+10.0%。

因此，其他业务合计有望实现2018-2020年收入同比+10.6%、+12.6%、+11.6%增长。

图表88：其他业务收入预测

	2017年	2018E	2019E	2020E
橱柜	223.8	240.8	251.9	297.2
YOY	4.6%	7.6%	4.6%	18.0%
其他主营（壁挂炉、消毒柜等厨电产品）	371.5	445.7	526.0	578.6
YOY	-25.7%	20.0%	18.0%	10.0%
其它	126.3	111.1	120.0	126.0
YOY	97.9%	-12.0%	8.0%	5.0%
其他业务合计	721.5	797.6	897.8	1,001.8
YOY	25.6%	10.6%	12.6%	11.6%

资料来源：华泰证券研究所

一方面，我们认为在高端品牌控制行业价格天花板的情况下，公司主要厨电产品价格处于中游，产品价格提升空间更为充裕（中怡康数据显示，2018年1-10月，公司油烟机产品均价为3540元，同比+5.1%，龙头企业老板、方太均价分别为4483、4583元，均同比+0.8%）。

另一方面，公司成本端压力有望减弱，公司主要厨电产品成本中原材料占比达 90%（公司 2017 年年报数据），其中原材料主要为冷轧板、不锈钢等。根据 Wind 数据，2018 年全年，冷轧板均价为 4657.7 元，同比+5.3%。展望 2019-2020 年，我们关注到冷轧板价格已经自 2018 年 9 月 21 日 4812 元/吨的价格高点回落，并根据 Mysteel 预计，2019 年冷轧板卷价格有望下行，中间价或维持在 4000-4300 元/吨。

因此，我们认为公司均价提升快于成本提升（我们预计 2018 年油烟机、燃气灶、热水器均价分别同比+5.0%、+6.6%、+9.5%），且成本压力未来有望持续减弱，公司或实现毛利率的稳步提升，预计公司油烟机/灶具业务 2018-2020 年毛利率或为 48.2%/48.9%、48.3%/49.0%、48.4%/49.2%，而热水器/其他业务 2018-2020 年毛利率或为 45.6%/39.7%、45.7%/39.7%、45.8%/38.4%。

图表89：核心产品毛利率假设

毛利率	2017年	2018E	2019E	2020E
油烟机	46.7%	48.2%	48.3%	48.4%
灶具	48.7%	48.9%	49.0%	49.2%
热水器	43.7%	45.6%	45.7%	45.8%
其他业务	36.3%	39.7%	39.7%	38.4%
合计	53.7%	52.0%	53.1%	53.8%

资料来源：华泰证券研究所

在行业性需求减弱的背景下，公司或一定程度减少渠道费用支持，2018Q1-Q3，公司销售费用率为 27.59%（同比-0.66PCT），我们预计公司 2018 年渠道相应的销售费用率同比或有一定下降。我们认为在预计 2020 年行业需求转暖的情况下，公司或提前开始加大销售费用投入，2019/2020 年销售费用率有望回升至 2017 年水平。同时公司维持新产品、中高端产品的研发投入，2018Q1-Q3，公司管理及研发费用率为 6.51%（同比+0.03PCT），2018-2020 年管理及研发费用率或维持 6.6%水平。公司灵活运用账面现金，或继续加大一定比例的银行理财、结构性存款投资，2018-2020 年财务费用或稍有下降。

图表90：费用率预测

	2017年	2018E	2019E	2020E
销售费用率	27.9%	27.0%	27.9%	27.9%
管理及研发费用率	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%
财务费用率	-0.6%	-0.7%	-1.0%	-1.1%

资料来源：Wind、华泰证券研究所

我们预计公司 2018-2020 年 EPS 为 0.74、0.82、0.95 元，截止 2019 年 1 月 4 日，行业可参考公司 2019 年平均 PE 为 11.48x，对比行业基准，公司产品升级与渠道改革并举，有望减缓需求下行影响，同时公司在行业波动中或能实现毛利率、净利润率水平提升，净利润增速有望保持领先。认可给予公司 2019 年 12-13.5x PE，对应目标价格 9.84~11.07 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表91：行业可比公司 Wind 一致预期 PE

证券代码	证券简称	2017	2018E	2019E	2020E
002508.sz	老板电器	28.22	12.31	11.07	9.66
002543.sz	万和电气	22.68	13.49	11.24	9.15
002677.sz	浙江美大	37.10	15.53	12.13	9.29
	全部平均	29.33	13.78	11.48	9.37

注：均为 Wind 一致预测，数据截至 2019/1/4

资料来源：wind、华泰证券研究所

风险提示

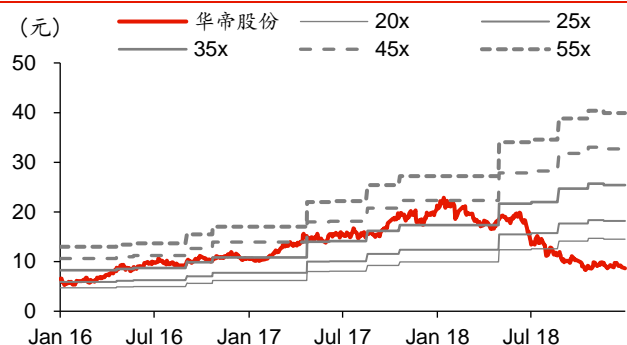
(1) 厨电市场竞争加剧。如果厨电市场竞争持续加剧，可能会对公司的盈利能力造成影响。

(2) 原材料等价格不利波动。如果原材料价格大幅度上升，公司成本有可能上升，盈利能力有可能下降。

(3) 地产周期影响大于预期。公司所处厨电行业与地产周期相关性较大，如果地产周期持续下行，可能继续减弱厨电需求，进而可能影响公司未来收入及净利润增长。

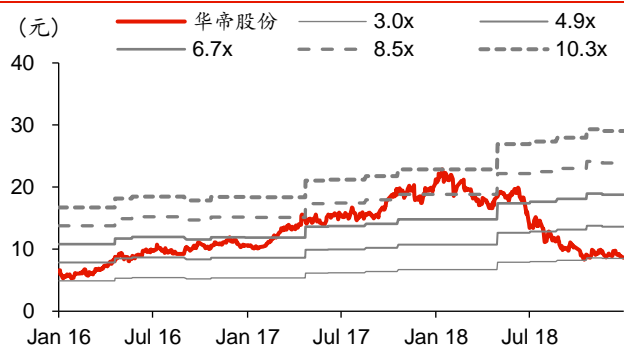
PE/PB - Bands

图表92: 华帝股份历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表93: 华帝股份历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	2,546	3,117	3,731	4,341	5,080
现金	1,110	652.74	1,487	1,943	2,314
应收账款	264.31	393.67	479.58	468.74	562.23
其他应收账款	22.71	19.96	29.90	30.65	33.45
预付账款	33.98	17.50	43.95	39.17	41.23
存货	369.81	460.09	502.35	540.85	625.43
其他流动资产	745.48	1,573	1,187	1,318	1,504
非流动资产	1,047	1,094	996.00	942.39	882.74
长期投资	7.63	11.72	13.86	11.07	12.21
固定投资	567.92	553.67	539.07	525.96	508.09
无形资产	130.39	122.35	107.05	91.74	76.57
其他非流动资产	341.31	405.88	336.03	313.62	285.86
资产总计	3,593	4,210	4,727	5,283	5,963
流动负债	1,782	1,915	1,924	2,075	2,276
短期借款	16.09	20.00	22.44	19.51	20.65
应付账款	540.10	664.56	698.62	774.67	889.55
其他流动负债	1,226	1,230	1,203	1,281	1,366
非流动负债	16.79	33.69	20.93	23.80	26.14
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	16.79	33.69	20.93	23.80	26.14
负债合计	1,799	1,949	1,945	2,099	2,302
少数股东权益	58.35	75.26	88.79	103.64	120.26
股本	363.60	581.76	881.62	881.62	881.62
资本公积	434.40	248.51	65.00	65.00	65.00
留存公积	981.09	1,382	1,746	2,134	2,594
归属母公司股东权益	1,736	2,187	2,693	3,080	3,540
负债和股东权益	3,593	4,210	4,727	5,283	5,963

现金流量表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金	818.41	368.53	961.88	779.13	702.17
净利润	341.48	526.54	669.63	739.19	857.54
折旧摊销	94.30	79.25	82.72	85.49	85.11
财务费用	(20.29)	(31.90)	(42.71)	(69.44)	(86.62)
投资损失	(6.64)	(5.09)	(16.00)	(9.90)	(16.00)
营运资金变动	377.45	(263.82)	245.09	21.36	(150.24)
其他经营现金	32.12	63.56	23.15	12.42	12.38
投资活动现金	13.26	(709.87)	(22.70)	(53.24)	(37.55)
资本支出	34.77	72.47	38.00	30.00	22.00
长期投资	8.85	32.50	(25.14)	4.73	5.23
其他投资现金	56.88	(604.90)	(9.84)	(18.51)	(10.32)
筹资活动现金	(116.54)	(106.14)	(104.58)	(270.43)	(293.27)
短期借款	(15.14)	3.91	2.44	(2.93)	1.14
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	4.74	218.16	299.86	0.00	0.00
资本公积增加	63.90	(185.89)	(183.51)	0.00	0.00
其他筹资现金	(170.03)	(142.32)	(223.38)	(267.50)	(294.41)
现金净增加额	717.69	(452.19)	834.60	455.45	371.35

利润表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	4,395	5,731	6,448	6,932	8,008
营业成本	2,525	3,125	3,431	3,688	4,260
营业税金及附加	41.94	48.20	54.00	62.18	72.12
营业费用	1,138	1,600	1,741	1,934	2,234
管理费用	328.96	377.78	425.60	454.74	525.34
财务费用	(20.29)	(31.90)	(42.71)	(69.44)	(86.62)
资产减值损失	8.94	18.60	72.00	13.00	28.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	6.64	5.09	16.00	9.90	16.00
营业利润	378.32	612.11	783.91	859.56	990.72
营业外收入	25.94	17.82	12.00	16.36	24.63
营业外支出	5.10	8.80	7.17	7.03	7.67
利润总额	399.15	621.12	788.73	868.89	1,008
所得税	57.68	94.59	119.10	129.69	150.14
净利润	341.48	526.54	669.63	739.19	857.54
少数股东损益	13.95	16.91	13.53	14.85	16.63
归属母公司净利润	327.52	509.63	656.10	724.35	840.91
EBITDA	452.33	659.45	823.91	875.61	989.21
EPS (元, 基本)	0.37	0.58	0.74	0.82	0.95

主要财务比率

会计年度 (%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	18.15	30.39	12.52	7.50	15.53
营业利润	70.67	61.80	28.07	9.65	15.26
归属母公司净利润	57.67	55.60	28.74	10.40	16.09
获利能力 (%)					
毛利率	42.54	45.47	46.80	46.80	46.80
净利率	7.45	8.89	10.17	10.45	10.50
ROE	18.86	23.31	24.36	23.51	23.75
ROIC	50.38	32.85	53.19	61.98	66.74
偿债能力					
资产负债率 (%)	50.05	46.28	41.15	39.73	38.61
净负债比率 (%)	0.89	1.03	1.15	0.93	0.90
流动比率	1.43	1.63	1.94	2.09	2.23
速动比率	1.22	1.38	1.67	1.83	1.95
营运能力					
总资产周转率	1.38	1.47	1.44	1.39	1.42
应收账款周转率	11.88	13.91	12.18	11.96	12.63
应付账款周转率	5.25	5.19	5.03	5.01	5.12
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.37	0.58	0.74	0.82	0.95
每股经营现金流(最新摊薄)	0.93	0.42	1.09	0.88	0.80
每股净资产(最新摊薄)	1.97	2.48	3.05	3.49	4.02
估值比率					
PE (倍)	23.50	15.10	11.73	10.63	9.15
PB (倍)	4.43	3.52	2.86	2.50	2.17
EV_EBITDA (倍)	15.34	10.52	8.42	7.92	7.01

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测