

**华帝股份(002035)/家电**
**工程渠道加速推进**

——2020 中报点评

**评级：买入（维持）**
**分析师：邓欣**
**执业证书编号：S0740518070004**

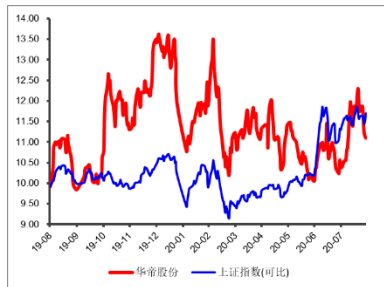
Email: dengxin@r.qlzq.com.cn

**研究助理：姚玮**

Email: yaowei@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	869
流通股本(百万股)	783
市价(元)	11.10
市值(百万元)	9,648
流通市值(百万元)	8,690

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**
**公司深度：**

《拐点将至、改善持续》

2020.2.3

**公司点评：**

《Q4 增速转正，工程渠道大幅增长》2020.2.28

《产品渠道持续建设，静待行业回暖》2020.4.29

**公司盈利预测及估值**

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6,095	5,748	5,167	5,732	6,328
营业收入增速	6.36%	-5.69%	-10.11%	10.94%	10.39%
归属于母公司的净利润	677	748	601	693	768
净利润增长率	32.83%	10.46%	-19.62%	15.35%	10.76%
摊薄每股收益(元)	0.77	0.86	0.70	0.81	0.90
P/E	14.46	12.90	15.89	13.72	12.39
P/B	3.78	3.21	2.63	2.31	2.05

**事件**
**公司披露 2020 年中报：**
**2020H1 收入、归母、扣非 16.68 亿、为 1.65 亿、1.49 亿，同比-43.09%、-58.36%、-60.16%；**
**对应 2020Q2：收入、归母、扣非 9.76 亿、1.18 亿、1.09 亿，同比-38.95%、-55%、-55.6%。**
**一、财务分析及经营回顾：工程渠道亮眼**
**1. 收入分析**

2020H1 公司实现收入 16.68 亿，yoy-43.09%，其中 Q1、Q2 收入 6.91、9.76 亿，yoy-48.07%、-38.9%，收入环比改善。具体拆分来看：

**分渠道看：工程渠道亮眼**

H1 线下、电商、工程、海外渠道营收 7.91、4.88、1.83、1.76 亿元，yoy-51.43%、-44.91%、+108.08%、-39.81%。公司以自营与代理相结合的模式加速发展工程渠道，2020 年 H1 样板房项目同比增长 19.05%；截至 H1，已开发代理商 49 家。

**分品牌看：华帝家居逆势上扬**

H1 百得、华帝家居实现营收 4.95、0.79 亿元，yoy-33.26%、0.41%，其中华帝家居深化三四级“县区”级制加盟布局，深度拓展华南空白市场，实现逆势上扬。剔除子品牌，估计华帝品牌 H1 实现收入 10.94 亿元，yoy-48.17%。

**分品类看：壁挂炉、定制家居、集成灶等新品类高增**

 H1 烟机、灶具、热水器、其他新品类收入 5.93、3.86、2.91、3.68 亿，yoy-48.11%、-48.29%、-52.03%、-7.53%。新品类业务中，受益工程渠道拓展，壁挂炉、定制家居 yoy+47.46%、98.48%，此外新拓展的集成灶业务同比+86.77%。

## 2. 盈利分析

2020H1 年公司毛利率 45.05%，同比-4.87pct，其中 Q1/Q2 毛利率同比 -4.19/-5.57pct。具体拆分到单项产品看，烟、灶、热、定制家居毛利率分别-2.23pct、-3.48pct、-6.73pct、-11.41pct。毛利率下降主因疫情导致原材料、人工等成本上涨以及线上竞争加剧均价下行。

费用率略增：2020H1 年公司期间费用率为 34.89%，同比+1.15pct，其中 Q1/Q2 同比+3.32/-0.22pct。具体来看：

销售费用率 24.82%，同比-2.61pct；主因收入下降致广宣/促销/售后费用同比-54%/69%/45%。

管理费用率 4.94%，同比+1.42pct；管理费用 yoy-20%，费用率上升因收入下滑而费用相对刚性。

财务费用率-0.29%，同比+0.62pct；主因结构性存款利息重分类至投资收益。

研发费用率 5.42%，同比+1.72pct；主因公司推动产品升级，持续研发投入。

净利率：2020H1 净利率 10%，同比-3.7pct，其中 Q1、Q2 净利率同比-3.29、-4.44pct。净利率变动幅度小于毛利率及费用率影响，主因信用减值损失（应收款坏账）同比减少 0.3 亿元。

## ■ 二、展望：工程渠道持续推进，新品开发加速

### 1. 地产带动需求回暖，工程渠道加速拓展

下半年主看地产复苏拉动终端需求，从 Q2 看行业已显复苏，且公司工程渠道加速拓展，有望受益。

①线下：Q2 起已显复苏趋势。奥维云网数据显示，4/5/6 月线下厨电零售额同比降幅分别为-13%/-7%/-2%，降幅持续收窄。线下受疫情反复影响，复苏速度相对较慢，但下半年环比改善趋势明确。

②工程：公司注重工程渠道布局，坚持高端定位，并持续提升品牌认可度。目前公司已与国内大型房地产开发商形成联盟，共享精装市场红利，抢占市场份额，H1 样板房项目同比增长 19.05%，下半年有望持续推进。

### 2. 新品开发加速，嵌入式布局逐渐成熟

公司产品开发与成果转化能力全面提升，开发上市新品 55 款，进度同比提升 14%。

传统烟灶、热水器技术升级。全新规划蒸烤一体机、洗碗机等嵌入式产品平台，聚焦通风干燥系统和喷淋系统，技术差异化构建产品竞争优势。其中洗碗机作为公司五年内的战略品类，受益新兴厨电成长期景气度较高，未来有望持续增长。此外公司新推出集成灶产品 H1 收入同比+87%，有望持续贡献增量。

**■ 投资建议：维持“买入”评级**

公司新品类持续扩张，持续开拓新零售、工程等新渠道。同时公司目前处于估值底部，存在提升空间。疫情影响下，我们调整盈利预测，预计2020-2022年净利润6.01、6.93、7.68亿元（前值8.14、9.11、10.1亿），同比-20%、+15%、+11%，对应PE16X、14X、12X，维持买入评级。

**■ 风险提示**

地产景气不及预期，品类扩张不及预期、竞争恶化

## 盈利预测与估值

损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业总收入</b>	<b>6,095</b>	<b>5,748</b>	<b>5,167</b>	<b>5,732</b>	<b>6,328</b>
增长率	6.4%	-5.7%	-10.1%	10.9%	10.4%
营业成本	-3,210	-2,974	-2,715	-2,978	-3,288
% 销售收入	52.7%	51.7%	52.6%	52.0%	52.0%
毛利	2,885	2,774	2,451	2,754	3,040
% 销售收入	47.3%	48.3%	47.4%	48.0%	48.0%
营业税金及附加	-50	-35	-31	-34	-38
% 销售收入	0.8%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	-1,651	-1,522	-1,395	-1,548	-1,696
% 销售收入	27.1%	26.5%	27.0%	27.0%	26.8%
管理费用	-170	-175	-413	-459	-506
% 销售收入	2.8%	3.0%	8.0%	8.0%	8.0%
息税前利润 (EBIT)	1,014	1,042	612	713	800
% 销售收入	16.6%	18.1%	11.8%	12.4%	12.6%
财务费用	47	5	26	27	26
% 销售收入	-0.8%	-0.1%	-0.5%	-0.5%	-0.4%
资产减值损失	79	-2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	21	53	22	25	25
% 税前利润	1.8%	4.7%	3.2%	3.2%	2.8%
营业利润	1,161	1,099	660	766	851
营业利润率	19.0%	19.1%	12.8%	13.4%	13.4%
营业外收支	11	28	28	28	28
税前利润	<b>1,172</b>	<b>1,127</b>	<b>688</b>	<b>793</b>	<b>879</b>
利润率	19.2%	19.6%	13.3%	13.8%	13.9%
所得税	-116	-84	-68	-79	-87
所得税率	9.9%	7.4%	9.9%	9.9%	9.9%
净利润	694	761	620	715	792
少数股东损益	17	13	19	21	24
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>677</b>	<b>748</b>	<b>601</b>	<b>693</b>	<b>768</b>
净利率	11.1%	13.0%	11.6%	12.1%	12.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	694	761	620	715	792
加: 折旧和摊销	112	135	52	55	57
资产减值准备	79	77	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	-25	0	-26	-27	-26
投资收益	-21	-53	-22	-25	-25
少数股东损益	17	13	19	21	24
营运资金的变动	423	29	-601	494	80
<b>经营活动现金净流</b>	<b>629</b>	<b>779</b>	<b>22</b>	<b>1,211</b>	<b>878</b>
固定资本投资	-23	-186	-60	-60	-50
<b>投资活动现金净流</b>	<b>471</b>	<b>-975</b>	<b>-47</b>	<b>-44</b>	<b>-34</b>
股利分配	-258	-258	-180	-208	-230
其他	-9	-143	226	24	26
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-267</b>	<b>-401</b>	<b>46</b>	<b>-184</b>	<b>-204</b>
<b>现金净流量</b>	<b>834</b>	<b>-597</b>	<b>21</b>	<b>983</b>	<b>640</b>

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,580	1,032	1,052	2,035	2,675
应收款项	1,525	1,663	1,433	1,590	1,755
存货	484	564	393	656	502
其他流动资产	503	1,271	1,265	1,277	1,272
流动资产	4,091	4,530	4,143	5,558	6,204
% 总资产	77.3%	75.8%	75.2%	81.2%	83.1%
长期投资	89	11	11	11	11
固定资产	567	564	550	533	514
% 总资产	10.7%	9.4%	10.0%	7.8%	6.9%
无形资产	195	204	206	207	208
非流动资产	1,203	1,446	1,369	1,288	1,263
% 总资产	22.7%	24.2%	24.8%	18.8%	16.9%
<b>资产总计</b>	<b>5,294</b>	<b>5,976</b>	<b>5,512</b>	<b>6,846</b>	<b>7,467</b>
短期借款	10	0	0	0	0
应付款项	1,659	2,121	1,017	1,849	1,908
其他流动负债	921	673	673	673	673
流动负债	2,590	2,794	1,690	2,521	2,580
长期贷款	0	0	0	0	0
其他长期负债	29	66	66	66	66
<b>负债</b>	<b>2,619</b>	<b>2,859</b>	<b>1,756</b>	<b>2,587</b>	<b>2,646</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>2,590</b>	<b>3,008</b>	<b>3,628</b>	<b>4,110</b>	<b>4,648</b>
少数股东权益	84	109	128	149	173
<b>负债股东权益合计</b>	<b>5,294</b>	<b>5,976</b>	<b>5,512</b>	<b>6,846</b>	<b>7,467</b>

比率分析

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>每股指标</b>					
每股收益 (元)	0.77	0.86	0.70	0.81	0.90
每股净资产 (元)	2.94	3.46	4.22	4.80	5.42
每股经营现金净流 (元)	0.71	0.90	0.03	1.41	1.02
每股股利 (元)	0.30	0.30	0.21	0.24	0.27
<b>回报率</b>					
净资产收益率	26.13%	24.86%	16.57%	16.87%	16.52%
总资产收益率	13.10%	12.73%	11.24%	10.44%	10.60%
投入资本收益率	48.15%	92.22%	114.57%	54.86%	89.75%
<b>增长率</b>					
营业总收入增长率	6.36%	-5.69%	-10.11%	10.94%	10.39%
EBIT增长率	68.74%	14.62%	-42.18%	16.42%	11.71%
净利润增长率	32.83%	10.46%	-19.62%	15.35%	10.76%
总资产增长率	25.73%	12.88%	-7.77%	24.21%	9.06%
<b>资产管理能力</b>					
应收账款周转天数	36.6	52.1	55.2	49.5	49.6
存货周转天数	27.9	32.8	33.3	32.9	32.9
应付账款周转天数	74.7	90.8	100.7	90.8	90.8
固定资产周转天数	33.1	35.4	38.8	34.0	29.8
<b>偿债能力</b>					
净负债/股东权益	-38.20%	-33.76%	-54.18%	-62.80%	-63.25%
EBIT利息保障倍数	-20.5	-207.9	-24.4	-26.9	-31.3
资产负债率	49.47%	47.85%	31.86%	37.79%	35.44%

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 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“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。