

投资评级 优于大市 维持

工程渠道继续发力，整体单季度增速拐点确立

股票数据

10月28日收盘价	28.91
52周股价波动(元)	19.38-35.00
总股本/流通A股(百万股)	949/935
总市值/流通市值(百万元)	27436/27028

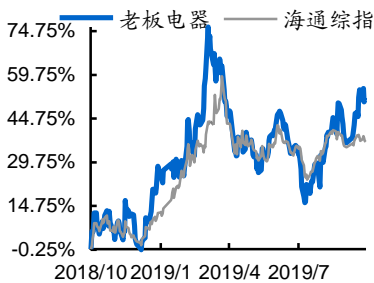
相关研究

《工程渠道快速增长，整体盈利能力稳定》
2019.08.27

《毛利水平企稳改善，增速拐点临近》
2019.04.26

《毛利水平企稳改善，增速拐点临近》
2019.04.26

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	8.7	14.0	11.1
相对涨幅(%)	6.8	10.8	9.3

资料来源：海通证券研究所

分析师:陈子仪

Tel:(021)23219244

Email:chenzy@htsec.com

证书:S0850511010026

分析师:朱默辰

Tel:(021)23154383

Email:zmc11316@htsec.com

证书:S0850519020001

分析师:刘璐

Tel:(021)23214390

Email:ll11838@htsec.com

证书:S0850519100003

分析师:李阳

Tel:(021)23154382

Email:ly11194@htsec.com

证书:S0850518080005

投资要点:

- **事件：公司发布2019年三季报，单季度营收规模增长10.56%，归母净利润增长18.20%。**公司发布2019年三季报，实现营收56.25亿元，同比增长4.29%，实现归母净利润10.86亿元，同比增长7.31%。其中19Q3实现营业收入20.98亿元，同比增长10.56%，实现归母净利润4.15亿元，同比增长18.20%，Q3收入端及利润端增速较Q2均有显著改善，公司预计2019年全年归母净利润增长为2%-10%。
- **毛利率改善显著，整体盈利能力提升。**单季度看公司19Q3毛利率达55.69%，同比提升2.62pct，费用端方面，Q3公司销售费用率同比下降0.94pct，达27.02%，管理费用率同比下降0.19pct，达3.20%，财务费用率同比提升0.20pct，达-1.43%，致最终净利率同比提升1.28pct，达19.80%，Q3整体盈利能力提升。
- **工程渠道继续发力，排查量达峰值水平。**进入19Q3自8月初起，受益于工程业务提升以及零售渠道线上备货及线下补货，公司生产排单量逐步提升，吸油烟机生产排单量达到峰值水平。依据公司半年报援引奥维云数据，“老板”品牌地产精装份额达37.8%，稳居行业第一，公司高端品牌属性显著，团队服务能力优异，与地产商继续加深战略合作。
- **投资建议与盈利预测。**我们认为在地产后周期产业开始回暖预期之下，作为厨电龙头公司业绩拐点亦有望临近，同时公司受益于自身工程渠道的优势，收入端继续扩张同时，整体市场份额亦有望提升。产能方面，公司茅山智能制造基地二期目前正在建设中，建成后整体智能化水平将进一步提升，产能方面继续优先布局。我们预计公司19-21年EPS分别为1.69元，1.87元以及2.07元，同比增长8.6%，11.2%及10.6%，给予公司19年15-18xPE，对应合理价值区间为25.35-30.42元，维持“优于大市”评级。
- **风险提示。**零售端需求疲软，渠道下沉不及预期。

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7017	7425	7867	8789	9755
(+/-)YoY(%)	21.1%	5.8%	5.9%	11.7%	11.0%
净利润(百万元)	1461	1474	1600	1779	1969
(+/-)YoY(%)	21.1%	0.8%	8.6%	11.2%	10.6%
全面摊薄EPS(元)	1.54	1.55	1.69	1.87	2.07
毛利率(%)	53.7%	53.5%	54.5%	54.3%	54.2%
净资产收益率(%)	27.8%	24.4%	23.4%	23.0%	22.6%

资料来源：公司年报(2017-2018)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

表 1 公司单季度数据对比 (%)

	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19
营业总收入 (亿元)	18.36	17.90	20.29	15.92	19.05	18.97	20.31	16.60	18.67	20.98
yoy	21.68	22.60	12.16	16.89	3.75	5.98	0.08	4.30	-1.98	10.56
qoq	34.80	-2.49	13.37	-21.56	19.65	-0.39	7.05	-18.25	12.45	12.35
综合毛利率	56.07	53.84	47.81	52.32	54.34	53.07	54.12	54.79	54.54	55.69
销售费用率	28.26	25.14	11.71	28.42	26.90	27.96	20.41	30.83	25.61	27.02
毛利率-销售费用率	27.81	28.69	36.10	23.90	27.44	25.11	33.71	23.97	28.93	28.67
管理费用率	5.90	6.49	7.88	6.35	7.00	7.16	4.10	3.04	3.24	3.20
财务费用率	-1.54	-1.49	-1.00	-0.77	-1.88	-1.63	-1.10	-1.03	-0.67	-1.43
营业利润率	22.19	22.93	30.99	22.41	21.95	21.18	25.84	23.04	22.45	23.84
税前利润率	22.29	23.18	28.17	22.36	22.23	21.22	25.62	22.99	22.43	23.87
所得税率	15.42	12.59	12.41	15.16	15.38	11.59	10.13	15.24	15.49	15.60
净利润率	18.86	20.26	24.68	18.97	18.81	18.52	22.74	19.25	18.79	19.80
净利润 (亿元)	3.46	3.63	5.01	3.02	3.58	3.51	4.62	3.20	3.51	4.15
yoy	33.26	30.24	-0.94	20.05	3.51	-3.14	-7.75	5.84	-2.11	18.20

资料来源: 公司财报 (2017-2019), 海通证券研究所

表 2 报告期数据分析 (%)

% of sales	18Q1-Q3	19Q1-Q3	同比变化	利润率贡献	3Q18	3Q19	同比变化	利润率贡献	1Q19	环比变化	利润率贡献
综合毛利	53.30	55.04	1.74	1.74	53.07	55.69	2.62	2.62	54.54	1.16	1.16
营业税金及附加	0.91	0.82	-0.08	0.08	0.80	0.81	0.01	-0.01	0.78	0.02	-0.02
销售费用	27.72	27.68	-0.04	0.04	27.96	27.02	-0.94	0.94	25.61	1.41	-1.41
管理费用	5.54	3.26	-2.28	2.28	3.39	3.20	-0.19	0.19	3.24	-0.31	0.31
财务费用	-1.46	-1.06	0.40	-0.40	-1.63	-1.43	0.20	-0.20	-0.67	-0.76	0.76
资产减值损失	0.03	0.17	0.14	-0.14	-0.36	0.00	0.36	-0.36	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.40	1.16	-0.24	-0.24	1.84	1.22	-0.62	-0.62	0.56	0.66	0.66
营业利润	21.82	23.15	1.33	3.37	21.18	23.84	2.67	2.67	22.45	1.39	1.39
营业外收入	0.12	0.06	-0.07	-0.07	0.05	0.07	0.02	0.02	0.08	-0.01	-0.01
营业外支出	0.02	0.07	0.05	-0.05	0.01	0.05	0.04	-0.04	0.10	-0.05	0.05
利润总额	21.91	23.13	1.22	1.22	21.22	23.87	2.65	2.65	22.43	1.44	1.44
所得税	3.07	3.58	0.50	-0.50	2.46	3.72	1.26	-1.26	3.48	0.25	-0.25
税后利润	18.84	19.56	0.71	0.71	18.76	20.15	1.39	1.39	18.96	1.19	1.19
少数股东损益	0.09	0.26	0.17	-0.17	0.24	0.35	0.11	-0.11	0.17	0.18	-0.18
归属于母公司所有者的净利润	18.76	19.30	0.54	0.54	18.52	19.80	1.28	1.28	18.79	1.01	1.01

资料来源: 公司财报 (2018-2019), 海通证券研究所

表 3 可比公司估值情况

代码	公司	收盘价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE (倍)		
				2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
002035.SZ	华帝股份	10.17	88.75	0.78	0.89	1.04	13.11	11.38	9.78
002677.SZ	浙江美大	13.45	86.89	0.58	0.72	0.87	23.02	18.62	15.47
002543.SZ	万和电气	9.87	73.39	0.66	0.77	0.88	15.01	12.86	11.17
002508.SZ	老板电器	28.91	274.36	1.55	1.69	1.87	18.62	17.14	15.42

注: 除老板电器外表中的 EPS, PE 均来自于万得一致预期

资料来源: wind, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					营业总收入	7425	7867	8789	9755
每股收益	1.55	1.69	1.87	2.07	营业成本	3451	3581	4013	4465
每股净资产	6.37	7.21	8.16	9.18	毛利率%	53.5%	54.5%	54.3%	54.2%
每股经营现金流	1.59	1.86	1.97	2.15	营业税金及附加	71	72	80	88
每股股利	0.80	0.84	0.93	1.05	营业税金率%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%
价值评估 (倍)					营业费用	1910	2033	2245	2461
P/E	18.62	17.14	15.42	13.94	营业费用率%	25.7%	25.8%	25.5%	25.2%
P/B	3.17	4.01	3.54	3.15	管理费用	272	283	300	320
P/S	3.70	3.49	3.12	2.81	管理费用率%	3.7%	3.6%	3.4%	3.3%
EV/EBITDA	11.09	14.43	12.21	10.40	EBIT	1428	1581	1782	1995
股息率%	4.0%	2.9%	3.2%	3.6%	财务费用	-101	-79	-90	-92
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-1.4%	-1.0%	-1.0%	-0.9%
毛利率	53.5%	54.5%	54.3%	54.2%	资产减值损失	15	10	12	11
净利润率	19.8%	20.3%	20.2%	20.2%	投资收益	88	91	94	100
净资产收益率	24.4%	23.4%	23.0%	22.6%	营业利润	1702	1845	2055	2274
资产回报率	15.6%	15.9%	15.5%	15.4%	营业外收支	1	1	1	2
投资回报率	32.6%	36.9%	42.5%	48.8%	利润总额	1702	1847	2056	2276
盈利增长 (%)					EBITDA	1530	1687	1914	2143
营业收入增长率	5.8%	5.9%	11.7%	11.0%	所得税	218	236	264	292
EBIT 增长率	-7.4%	10.7%	12.7%	11.9%	有效所得税率%	12.8%	12.8%	12.9%	12.8%
净利润增长率	0.8%	8.6%	11.2%	10.6%	少数股东损益	10	10	13	16
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	1474	1600	1779	1969
资产负债率	35.2%	31.2%	31.4%	30.9%					
流动比率	2.5	2.8	2.8	2.9	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
速动比率	2.0	2.4	2.4	2.5	货币资金	2197	3086	4074	5150
现金比率	0.7	1.0	1.2	1.3	应收账款及应收票据	1715	1531	1751	1929
经营效率指标					存货	1347	1223	1391	1540
应收账款周转天数	76.0	71.1	72.7	72.2	其它流动资产	2721	2710	2727	2741
存货周转天数	130.1	124.7	126.5	125.9	流动资产合计	7980	8551	9942	11360
总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.8	长期股权投资	3	5	6	8
固定资产周转率	8.9	9.1	9.5	10.1	固定资产	843	887	959	971
					在建工程	184	205	104	24
					无形资产	194	194	194	194
					非流动资产合计	1475	1539	1507	1435
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	资产总计	9455	10090	11449	12794
净利润	1474	1600	1779	1969	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	10	10	13	16	应付票据及应付账款	1607	1470	1683	1860
非现金支出	117	117	143	159	预收账款	1170	1101	1282	1404
非经营收益	-103	-103	-106	-114	其它流动负债	455	486	540	602
营运资金变动	12	137	37	14	流动负债合计	3232	3058	3505	3865
经营活动现金流	1509	1762	1866	2042	长期借款	0	0	0	0
资产	-181	-169	-102	-78	其它长期负债	92	92	92	92
投资	-1090	-3	-1	-2	非流动负债合计	92	92	92	92
其他	87	102	105	113	负债总计	3325	3150	3598	3958
投资活动现金流	-1184	-70	2	33	实收资本	949	949	949	949
债权募资	0	0	0	0	普通股股东权益	6045	6844	7743	8713
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	85	95	108	124
其他	-712	-802	-880	-999	负债和所有者权益合计	9455	10090	11449	12794
融资活动现金流	-712	-802	-880	-999					
现金净流量	-386	889	988	1077					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 28 日

资料来源: 公司年报 (2018), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

陈子仪 家电行业
朱默辰 家电行业
刘璐 家电行业
李阳 家电行业

本人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。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息,本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解,清晰准确地反映了作者的研究观点,结论不受任何第三方的授意或影响,特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 格力电器, TCL 集团, 欧普照明, 美的集团, 海信家电, 石头科技, 苏泊尔, TCL 电子, 三花智控, 海尔智家, 小天鹅 A, 浙江美大, 老板电器, 莱克电气, 华帝股份, 九阳股份, 兆驰股份

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (以下简称“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。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。