

投资评级 优于大市 维持

股票数据

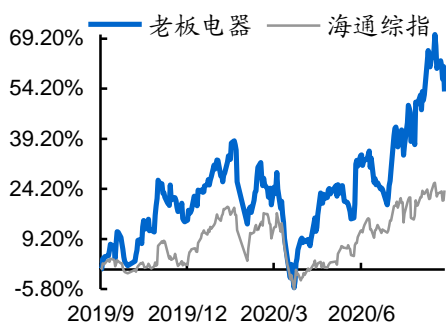
08月31日收盘价(元)	39.00
52周股价波动(元)	24.38-44.79
总股本/流通A股(百万股)	949/935
总市值/流通市值(百万元)	37012/36461

相关研究

 《疫情影响落地,龙头深耕国内引领复苏》
 2020.04.28

 《工程渠道继续发力,整体单季度增速拐点确立》
 2019.10.29

 《工程渠道快速增长,整体盈利能力稳定》
 2019.08.27

市场表现


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	1.8	25.4	16.3
相对涨幅(%)	-0.8	9.7	-8.2

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

Q2 收入及利润端同比增长,渠道多元推进龙头地位稳固

投资要点:

- 事件:公司发布2020年中报,Q2单季度收入及利润同比实现增长。**公司发布20H1中报,实现收入规模32.1亿元,同比下滑9.0%,实现归母净利润6.12亿元,同比下滑8.7%。其Q2单季度,实现收入19.5亿元,同比增长4.2%,归母净利润3.67亿元,同比增长4.7%,公司Q2收入及利润增速已实现回正,表现优异。
- 龙头地位稳固,零售工程同步发力。**援引公司中报依据奥维云数据,公司在线下零售额方面吸油烟机、燃气灶、嵌入式蒸箱市场份额位列第一,在线上零售额方面、厨电套装、烟灶两件套份额达市场第一;工程渠道方面,根据奥维精装修报告显示,“老板”品牌在精装修渠道市场份额为34.8%,稳居行业第一。我们认为公司在零售及工程两端协同发展,继续夯实龙头品牌地位。
- 分产品看,以烟灶消所构成的第一类群,20H1实现收入规模26.37亿元,同比下降11.51%,以蒸烤一体机所构成的第二类群,20H1实现收入2.65亿元,同比增长21.86%,其中一体机增长386%,表现优异。其他品类方面,公司洗碗机实现收入0.69亿元,同比增长12%;集成灶实现收入0.99亿元,同比增长23%。**
- 盈利能力保持稳定,账上资金储备充足。**公司20H1厨卫业务毛利率水平达54.56%,同比提升0.07pct,盈利能力维持稳定,其中油烟机及灶具毛利率分别为58.41%及57.41%,同比下降0.12pct,同比提升1.53pct。同时上半年公司在成本端管控良好,致最终净利润率为19.07%,同比提升0.06pct,工程端占比提升趋势下盈利能力仍然维持稳定。同时公司20H1账上货币资金达43.51亿元,占总资产比例达40.46%,账上现金充裕,风险防范能力优异。
- 投资建议与盈利预测。**公司多元渠道协同发展,深耕国内市场,C端及B端协同发力,品牌壁垒显著,我们预计公司20-22年EPS分别为1.80元,2.04元以及2.26元,同比增长7.6%,13.4%及10.5%,考虑到厨电主品类以及新品的长期拓展空间以及公司稳固的行业龙头地位,给予公司21年20-25xPE,对应合理价值区间为40.80-51.00元,维持“优于大市”评级。
- 风险提示:终端需求不及预期。**

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7425	7761	8365	9372	10367
(+/-)YoY(%)	5.8%	4.5%	7.8%	12.0%	10.6%
净利润(百万元)	1474	1590	1711	1939	2142
(+/-)YoY(%)	0.8%	7.9%	7.6%	13.4%	10.5%
全面摊薄EPS(元)	1.55	1.68	1.80	2.04	2.26
毛利率(%)	53.5%	54.3%	54.2%	54.1%	54.3%
净资产收益率(%)	24.4%	23.2%	22.0%	21.9%	21.4%

资料来源:公司年报(2018-2019),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 (%)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20
营业总收入 (亿元)	15.92	19.05	18.97	20.31	16.60	18.67	20.98	21.36	12.66	19.45
yoy	16.89	3.75	5.98	0.08	4.30	-1.98	10.56	5.15	-23.77	4.20
qoq	-21.56	19.65	-0.39	7.05	-18.25	12.45	12.35	1.81	-40.73	53.71
综合毛利率	52.32	54.34	53.07	54.12	54.79	54.54	55.69	52.24	56.52	53.72
销售费用率	28.42	26.90	27.96	20.41	30.83	25.61	27.02	17.39	32.55	24.71
毛利率-销售费用率	23.90	27.44	25.11	33.71	23.97	28.93	28.67	34.85	23.97	29.01
管理费用率	6.35	7.00	7.16	4.10	3.04	3.51	3.20	4.73	3.99	3.37
财务费用率	-0.77	-1.88	-1.63	-1.10	-1.03	-0.67	-1.43	-1.12	-1.91	-1.22
营业利润率	22.41	21.95	21.18	25.84	23.04	22.45	23.84	26.68	23.00	22.86
税前利润率	22.36	22.23	21.22	25.62	22.99	22.43	23.87	26.71	22.92	22.85
所得税率	15.16	15.38	11.59	10.13	15.24	15.49	15.60	9.84	14.94	15.33
净利润率	18.97	18.81	18.52	22.74	19.25	18.79	19.80	23.61	19.36	18.88
净利润 (亿元)	3.02	3.58	3.51	4.62	3.20	3.51	4.15	5.04	2.45	3.67
yoy	20.05	3.51	-3.14	-7.75	5.84	-2.11	18.20	9.14	-23.35	4.72

资料来源: 公司财报 (2018-2019), 海通证券研究所

表 2 报告期数据分析 (%)

% of sales	19H1	20H1	同比变化	利润率贡献	2Q19	2Q20	同比变化	利润率贡献	1Q20	环比变化	利润率贡献
综合毛利	54.66	54.82	0.16	0.16	54.54	53.72	-0.82	-0.82	56.52	-2.80	-2.80
营业税金及附加	0.84	0.78	-0.05	0.05	0.78	0.85	0.07	-0.07	0.68	0.17	-0.17
销售费用	28.07	27.80	-0.27	0.27	25.61	24.71	-0.90	0.90	32.55	-7.84	7.84
管理费用 (原口径)	3.29	3.62	0.32	-0.32	3.51	3.37	-0.14	0.14	3.99	-0.61	0.61
财务费用	-0.84	-1.49	-0.65	0.65	-0.67	-1.22	-0.55	0.55	-1.91	0.69	-0.69
资产减值损失	0.28	0.00	-0.28	0.28	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.13	0.75	-0.38	-0.38	0.56	0.85	0.29	0.29	0.59	0.26	0.26
营业利润	22.73	22.91	0.18	0.71	22.45	22.86	0.40	0.40	23.00	-0.14	-0.14
营业外收入	0.05	0.02	-0.03	-0.03	0.08	0.02	-0.05	-0.05	0.01	0.01	0.01
营业外支出	0.08	0.05	-0.03	0.03	0.10	0.03	-0.07	0.07	0.09	-0.06	0.06
利润总额	22.69	22.88	0.19	0.19	22.43	22.85	0.42	0.42	22.92	-0.07	-0.07
所得税	3.49	3.47	-0.02	0.02	3.48	3.50	0.03	-0.03	3.43	0.08	-0.08
税后利润	19.20	19.41	0.20	0.20	18.96	19.35	0.39	0.39	19.50	-0.15	-0.15
少数股东损益	0.20	0.34	0.14	-0.14	0.17	0.47	0.30	-0.30	0.14	0.33	-0.33
归属于母公司所有者的净利润	19.01	19.07	0.06	0.06	18.79	18.88	0.09	0.09	19.36	-0.48	-0.48

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)		
				2020/08/31	2019	2020E	2021E	2019	2020E
002035.SZ	华帝股份	10.97	95.35	0.86	0.81	0.96	12.75	13.48	11.45
002677.SZ	浙江美大	20.66	133.47	0.71	0.79	0.95	29.02	26.07	21.83
002543.SZ	万和电气	8.95	66.55	0.80	-	-	11.13	-	-

注: 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	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	7761	8365	9372	10367
每股收益	1.68	1.80	2.04	2.26	营业成本	3549	3830	4298	4736
每股净资产	7.23	8.21	9.32	10.53	毛利率%	54.3%	54.2%	54.1%	54.3%
每股经营现金流	1.64	1.66	2.10	2.35	营业税金及附加	67	77	85	93
每股股利	0.80	0.84	0.93	1.05	营业税金率%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
价值评估 (倍)					营业费用	1928	2164	2371	2616
P/E	23.28	21.63	19.08	17.28	营业费用率%	24.8%	25.9%	25.3%	25.2%
P/B	5.39	4.75	4.18	3.70	管理费用	284	301	320	340
P/S	0.00	0.00	0.00	0.00	管理费用率%	3.7%	3.6%	3.4%	3.3%
EV/EBITDA	16.09	18.16	15.10	12.90	EBIT	1633	1662	1921	2158
股息率%	2.4%	2.2%	2.4%	2.7%	财务费用	-83	-111	-123	-131
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-1.1%	-1.3%	-1.3%	-1.3%
毛利率	54.3%	54.2%	54.1%	54.3%	资产减值损失	9	12	13	11
净利润率	20.5%	20.5%	20.7%	20.7%	投资收益	127	111	107	100
净资产收益率	23.2%	22.0%	21.9%	21.4%	营业利润	1872	1976	2240	2475
资产回报率	14.9%	14.7%	14.8%	14.6%	营业外收支	0	2	1	2
投资回报率	90.3%	82.2%	98.2%	117.5%	利润总额	1872	1978	2241	2477
盈利增长 (%)					EBITDA	1743	1775	2060	2313
营业收入增长率	4.5%	7.8%	12.0%	10.6%	所得税	257	257	288	317
EBIT 增长率	14.4%	1.8%	15.6%	12.3%	有效所得税率%	13.7%	13.0%	12.9%	12.8%
净利润增长率	7.9%	7.6%	13.4%	10.5%	少数股东损益	24	11	14	17
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	1590	1711	1939	2142
资产负债率	34.5%	31.9%	31.6%	31.0%	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
流动比率	2.5	2.8	2.9	3.0	货币资金	4054	4790	5917	7182
速动比率	2.2	2.4	2.4	2.5	应收账款及应收票据	1712	1812	2043	2256
现金比率	—	—	—	—	存货	1339	1422	1606	1765
经营效率指标					其它流动资产	1946	1931	1951	1967
应收帐款周转天数	80.6	79.1	79.6	79.4	流动资产合计	9052	9955	11517	13170
存货周转天数	138.1	135.5	136.4	136.1	长期股权投资	4	7	8	10
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.7	固定资产	826	864	929	934
固定资产周转率	9.3	9.9	10.5	11.1	在建工程	272	293	192	112
					无形资产	220	220	220	220
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	非流动资产合计	1600	1658	1619	1540
净利润	1590	1711	1939	2142	资产总计	10652	11613	13136	14710
少数股东损益	24	11	14	17	短期借款	0	0	0	0
非现金支出	119	125	151	167	应付票据及应付账款	1998	1855	2116	2319
非经营收益	-160	-123	-119	-114	预收账款	1092	1224	1354	1504
营运资金变动	-18	-150	8	18	其它流动负债	466	503	563	623
经营活动现金流	1555	1573	1993	2230	流动负债合计	3557	3583	4033	4446
资产	-272	-168	-102	-78	长期借款	0	0	0	0
投资	1205	-3	-1	-2	其它长期负债	121	121	121	121
其他	122	121	118	113	非流动负债合计	121	121	121	121
投资活动现金流	1056	-50	15	33	负债总计	3678	3704	4154	4566
债权募资	0	0	0	0	实收资本	949	949	949	949
股权募资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	6864	7789	8848	9992
其他	-759	-787	-880	-999	少数股东权益	110	121	134	152
融资活动现金流	-759	-787	-880	-999	负债和所有者权益合计	10652	11613	13136	14710
现金净流量	1852	736	1127	1264					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 08 月 31 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司年报 (2019), 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,公牛集团,欧普照明,海信家电,美的集团,苏泊尔,小熊电器,石头科技,TCL 电子,三花智控,新宝股份,海尔智家,北鼎股份,浙江美大,老板电器,华帝股份,九阳股份,莱克电气,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; 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。	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。
	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。