

# 华帝股份 (002035)

## 工程渠道业务显著提升，研发投入持续加大

**事件：**公司2020年H1实现营业收入16.68亿元，同比-43.09%，归母净利润1.65亿元，同比-58.36%；其中2020Q2实现营业收入9.76亿元，同比-38.95%，归母净利润1.18亿元，同比-55%。

**工程渠道业务显著提升，定制家居品类收入逆势上扬。分品类看，**疫情影响下厨电整体下滑严重，而壁挂炉品类在工程渠道订单带动下营收同比逆势大幅上涨47%，集成灶品类营收也因子公司渠道拓宽策略的成功增长87%，定制家居品类收入同比+98.5%，逆势上扬。**分渠道看，**线下渠道、电商渠道、工程渠道、海外渠道营收同比分别-51.43%、-44.91%、+108.08%及-39.81%。工程渠道“因客施政”成效显著，样板房项目同比增长19.05%，其营收表现靓丽，相对去年同期营收占比上升8.15pct。

**家居业务毛利率下滑明显，研发投入持续加大。**2020年H1公司毛利率为45.05%，同比-4.87pct，净利率为10%，同比-3.7pct。定制家居业务毛利率下滑严重，对比其营收同比+98.5%，我们推测这或是公司的让利行为。另外，原材料、物流及人工均有不同程度上涨是导致毛利率下降的另一重要因素。**费用端：**公司2020年H1销售、管理、研发、财务费用率分别同比-2.61、+1.42、+1.72、+0.62pct。销售费用率的下降主要是业务宣传费、促销费及销售服务费的大幅降低所致；管理费用下降幅度小于收入是职工薪酬及折摊等固定费用的正常支出所致；财务费用率下降的主要原因是本期将结构性存款利息列示投资收益，而上期列示于财务费用；研发方面，面临疫情冲击及经济下行双重压力，公司仍坚持技术创新，2020H1新增专利技术337项，开发上市新品55款，进度同比提升14%。

**应收账款周转天数有所上升，现金流同比下滑较大。**从资产负债表看，存货为6.34亿元，同比+35.47%，其中库存商品2.67亿元，同比-4.8%，发出商品3.0亿元，同比+88.7%；应付账款和应付票据合计为12.92亿元，同比-18%。**从运营情况来看，**公司2020年H1期末存货、应收账款和应付账款的周转天数分别为117.69、87.83和128.06天，同比+59.31、+31.13和+48.08天。**从现金流量表看，**公司2020年H1经营活动产生的现金流量净额为-3.97亿元，同比-250.07%。应付票据在本期到期支付增加和发出商品同比增加是经营活动现金流同比下降的重要原因。

**投资建议：**随着国家级、地方级政策陆续出台，精装修市场回暖迹象明显，进入三季度后预计工程端和零售端需求改善将随着竣工数据的好转持续落地，公司工程端稳定的收入及品类拓展逻辑将在持续不断的研发投入下逐步兑现。考虑到公司增速较快的品类营收占比仍较小及上半年主营产品营收下滑较大，结合20年中报业绩情况，我们预计公司20-22年公司归母净利润5.5/7.9/9.5亿元(前值为7.9、9.1、10.0亿元)，当前股价对应20-22年17.6x/12.2x/10.2x PE，维持“买入”评级。

**风险提示：**新品销售不及预期；原材料波动风险；竣工回暖不及预期等。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6,095.05	5,748.06	4,770.89	5,725.07	6,755.58
增长率(%)	6.36	(5.69)	(17.00)	20.00	18.00
EBITDA(百万元)	1,003.57	1,145.48	650.10	953.80	1,139.00
净利润(百万元)	676.94	747.77	549.47	789.45	946.14
增长率(%)	32.83	10.46	(26.52)	43.67	19.85
EPS(元/股)	0.78	0.86	0.63	0.91	1.09
市盈率(P/E)	14.25	12.90	17.56	12.22	10.20
市净率(P/B)	3.72	3.21	2.73	2.39	2.08
市销率(P/S)	1.58	1.68	2.02	1.69	1.43
EV/EBITDA	5.98	7.99	10.96	6.47	4.95

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	家用电器/白色家电
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	11.1元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	869.23
流通A股股本(百万股)	782.92
A股总市值(百万元)	9,648.46
流通A股市值(百万元)	8,690.44
每股净资产(元)	3.46
资产负债率(%)	41.01
一年内最高/最低(元)	14.13/9.79

### 作者

蔡雯娟	分析师
SAC执业证书编号：S1110516100008	
caiwenjuan@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《华帝股份-年报点评报告:工程渠道带动收入增长，新品类增速显著》2020-05-01
- 《华帝股份-半年报点评:收入延续下滑趋势，盈利能力稳步提升》2019-08-29
- 《华帝股份-年报点评报告:收入下滑环比收窄，盈利能力持续提升》2019-04-29

## 事件

公司 2020 年 H1 实现营业收入 16.68 亿元,同比-43.09%,归母净利润 1.65 亿元,同比-58.36%;其中 2020Q2 实现营业收入 9.76 亿元,同比-38.95%,归母净利润 1.18 亿元,同比-55%。

## 工程渠道业务显著提升,定制家居品类收入逆势上扬。

分品类看,公司主要产品油烟机、燃气灶、热水器及消毒柜收入同比分别-48.41%、-48.29%、-52.03%及-31.9%。疫情影响下厨电整体下滑严重,而壁挂炉品类在工程渠道订单带动下营收同比逆势大幅上涨 47%,集成灶品类营收也因子公司渠道拓宽策略的成功增长 87%,定制家居品类收入同比+98.5%,逆势上扬。分渠道看,线下渠道、电商渠道、工程渠道、海外渠道营收同比分别-51.43%、-44.91%、+108.08%、-39.81%,营收占比分别为 48%、30%、11.2%及 10.76%。工程渠道“因客施政”成效显著,样板房项目同比增长 19.05%,其营收表现靓丽,相对去年同期营收占比上升 8.15pct。

## 家居业务毛利率下滑明显,研发投入持续加大。

2020 年 H1 公司毛利率为 45.05%,同比-4.87pct,净利率为 10%,同比-3.7pct。按产品来看,油烟机、燃气灶、热水器及定制家居毛利分别为 48.45%、50.08%、41.56%及 37.02%,同比分别-2.23%、-3.48%、-6.73 及-11.41%,定制家居业务毛利率下滑严重,对比其营收同比+98.5%,我们推测这或是公司的让利行为。另外,原材料、物流及人工均有不同程度上涨是导致毛利率下降的另一重要因素。费用端:公司 2020 年 H1 销售、管理、研发、财务费用率分别为 24.82%、4.94%、5.42%、-0.29%,同比-2.61、+1.42、+1.72、+0.62pct;其中 20Q2 季度销售、管理、研发、财务费用率分别为 23.16%、4.66%、4.72%、-0.2%,同比-3.46、+1.42、+0.91、+0.91pct。销售费用率的下降主要是业务宣传费、促销费及销售服务费的大幅降低所致;管理费用下降幅度小于收入是职工薪酬及摊摊等固定费用的正常支出所致;财务费用率下降的主要原因是本期将结构性存款利息列示投资收益,而上期列示于财务费用;研发方面,面临疫情冲击及经济下行双重压力,公司仍坚持技术创新,2020H1 新增专利技术 337 项,开发上市新品 55 款,进度同比提升 14%。

## 应收账款周转天数有所上升,现金流同比下滑较大

从资产负债表看,存货为 6.34 亿元,同比+35.47%,其中库存商品 2.67 亿元,同比-4.8%,发出商品 3.0 亿元,同比+88.7%。应收票据和账款合计为 13.05 亿元,同比-28.88%;应付账款和应付票据合计为 12.92 亿元,同比-18%。从运营情况来看,公司 2020 年 H1 期末存货、应收账款和应付账款的周转天数分别为 117.69、87.83 和 128.06 天,同比+59.31、+31.13 和+48.08 天。从现金流量表看,公司 2020 年 H1 经营活动产生的现金流量净额为-3.97 亿元,同比-250.07%,其中销售商品及提供劳务现金流入 18.28,同比-20.75%;其中 2020Q2 经营活动产生的现金流量净额为-1.56 亿元,同比-315.2%,销售商品及提供劳务现金流入 9.16 亿元,同比-24.58%。应付票据在本期到期支付增加和发出商品同比增加是经营活动现金流同比下降的重要原因。2020Q2 投资活动产生的现金流量净额为 5.56 亿元,同比+2845.76%,主要系理财产品到期收回本金后增加投资活动现金流所致。

## 投资建议

随着国家级、地方级政策陆续出台,精装修市场回暖迹象明显,进入三季度后预计工程端

和零售端需求改善将随着竣工数据的好转持续落地，公司工程端稳定的收入及品类拓展逻辑将在持续不断的研发投入下将逐步兑现。考虑到公司增速较快的品类营收占比仍比较小及上半年主营品类营收下滑较大，结合 20 年中报业绩情况，我们预计公司 20-22 年公司归母净利润 5.5/ 7.9/ 9.5 亿元(前值为 7.9、9.1、10.0 亿元)，当前股价对应 20-22 年 17.6x/ 12.2x/ 10.2x PE，维持“买入”评级。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,579.95	1,031.71	2,010.86	2,924.74	3,295.71
应收票据及应收账款	1,460.16	1,631.73	299.52	1,939.23	702.49
预付账款	33.35	33.24	14.32	43.29	27.82
存货	483.67	563.73	228.95	740.31	359.55
其他	534.32	1,269.24	931.48	925.81	1,048.02
<b>流动资产合计</b>	<b>4,091.44</b>	<b>4,529.66</b>	<b>3,485.12</b>	<b>6,573.38</b>	<b>5,433.60</b>
长期股权投资	3.52	10.73	10.73	10.73	10.73
固定资产	566.78	564.01	620.08	657.51	670.23
在建工程	20.81	209.94	161.96	145.18	117.11
无形资产	195.24	204.45	197.13	189.82	182.50
其他	416.27	457.25	317.59	223.54	210.93
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,202.61</b>	<b>1,446.38</b>	<b>1,307.49</b>	<b>1,226.78</b>	<b>1,191.50</b>
<b>资产总计</b>	<b>5,294.05</b>	<b>5,976.03</b>	<b>4,792.61</b>	<b>7,800.17</b>	<b>6,625.10</b>
短期借款	10.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	1,331.60	1,872.98	39.56	2,472.97	675.22
其他	1,248.33	920.62	1,064.85	1,135.67	1,134.19
<b>流动负债合计</b>	<b>2,589.93</b>	<b>2,793.60</b>	<b>1,104.41</b>	<b>3,608.65</b>	<b>1,809.41</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	29.23	65.81	42.91	45.98	51.57
<b>非流动负债合计</b>	<b>29.23</b>	<b>65.81</b>	<b>42.91</b>	<b>45.98</b>	<b>51.57</b>
<b>负债合计</b>	<b>2,619.16</b>	<b>2,859.41</b>	<b>1,147.32</b>	<b>3,654.63</b>	<b>1,860.97</b>
少数股东权益	84.47	108.97	113.06	116.94	121.57
股本	881.62	869.23	869.23	869.23	869.23
资本公积	141.01	80.91	50.91	40.91	40.91
留存收益	1,908.71	2,338.36	2,663.01	3,159.36	3,773.34
其他	(340.92)	(280.85)	(50.91)	(40.91)	(40.91)
<b>股东权益合计</b>	<b>2,674.89</b>	<b>3,116.62</b>	<b>3,645.30</b>	<b>4,145.54</b>	<b>4,764.13</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5,294.05</b>	<b>5,976.03</b>	<b>4,792.61</b>	<b>7,800.17</b>	<b>6,625.10</b>

  

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	693.68	760.56	549.47	789.45	946.14
折旧摊销	112.19	135.22	59.22	66.66	72.67
财务费用	(25.28)	0.05	7.34	(28.63)	(33.78)
投资损失	(21.33)	(52.73)	(42.20)	0.00	0.00
营运资金变动	422.09	29.94	(370.69)	563.97	(87.64)
其它	(552.10)	(94.22)	4.30	3.95	4.73
<b>经营活动现金流</b>	<b>629.24</b>	<b>778.84</b>	<b>207.45</b>	<b>1,395.40</b>	<b>902.12</b>
资本支出	139.04	215.16	82.90	76.93	44.42
长期投资	(8.20)	7.21	0.00	0.00	0.00
其他	340.59	(1,197.82)	721.23	(293.92)	(277.07)
<b>投资活动现金流</b>	<b>471.43</b>	<b>(975.44)</b>	<b>804.13</b>	<b>(216.99)</b>	<b>(232.65)</b>
债权融资	10.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	64.35	(67.25)	162.60	18.63	33.78
其他	(341.52)	(333.43)	(195.04)	(283.16)	(332.27)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(267.18)</b>	<b>(400.67)</b>	<b>(32.44)</b>	<b>(264.53)</b>	<b>(298.49)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>833.50</b>	<b>(597.28)</b>	<b>979.14</b>	<b>913.88</b>	<b>370.97</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>6,095.05</b>	<b>5,748.06</b>	<b>4,770.89</b>	<b>5,725.07</b>	<b>6,755.58</b>
营业成本	3,209.80	2,973.93	2,608.06	3,060.33	3,588.53
营业税金及附加	50.02	34.52	20.72	40.08	54.04
营业费用	1,650.88	1,522.37	1,200.11	1,316.77	1,520.00
管理费用	170.39	174.98	158.84	229.00	270.22
研发费用	223.62	237.17	214.47	171.75	236.45
财务费用	(46.63)	(5.27)	7.34	(28.63)	(33.78)
资产减值损失	78.64	(1.54)	20.00	20.00	20.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	21.33	52.73	42.20	0.00	0.00
其他	(61.19)	(57.32)	(124.84)	(13.00)	(13.00)
<b>营业利润</b>	<b>798.18</b>	<b>816.49</b>	<b>623.99</b>	<b>928.76</b>	<b>1,113.11</b>
营业外收入	16.70	33.54	6.30	0.00	0.00
营业外支出	5.65	5.72	2.63	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>809.23</b>	<b>844.31</b>	<b>627.66</b>	<b>928.76</b>	<b>1,113.11</b>
所得税	115.56	83.75	78.19	139.31	166.97
<b>净利润</b>	<b>693.68</b>	<b>760.56</b>	<b>549.47</b>	<b>789.45</b>	<b>946.14</b>
少数股东损益	16.74	12.80	4.31	3.95	4.73
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>676.94</b>	<b>747.77</b>	<b>549.47</b>	<b>789.45</b>	<b>946.14</b>
每股收益(元)	0.78	0.86	0.63	0.91	1.09

  

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入	6.36%	-5.69%	-17.00%	20.00%	18.00%
营业利润	30.40%	2.29%	-23.58%	48.84%	19.85%
归属于母公司净利润	32.83%	10.46%	-26.52%	43.67%	19.85%
<b>获利能力</b>					
毛利率	47.34%	48.26%	45.33%	46.54%	46.88%
净利率	11.11%	13.01%	11.52%	13.79%	14.01%
ROE	26.13%	24.86%	15.56%	19.60%	20.38%
ROIC	48.15%	92.22%	111.72%	76.17%	166.74%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	49.47%	47.85%	23.94%	46.85%	28.09%
净负债率	-58.69%	-33.10%	-55.16%	-70.55%	-69.18%
流动比率	1.58	1.62	3.16	1.82	3.00
速动比率	1.39	1.42	2.95	1.62	2.80
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	5.04	3.72	4.94	5.11	5.11
存货周转率	12.92	10.98	12.04	11.81	12.28
总资产周转率	1.28	1.02	0.89	0.91	0.94
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.78	0.86	0.63	0.91	1.09
每股经营现金流	0.72	0.90	0.24	1.61	1.04
每股净资产	2.98	3.46	4.06	4.63	5.34
<b>估值比率</b>					
市盈率	14.25	12.90	17.56	12.22	10.20
市净率	3.72	3.21	2.73	2.39	2.08
EV/EBITDA	5.98	7.99	10.96	6.47	4.95
EV/EBIT	6.28	8.35	12.06	6.96	5.29

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com