

家用电器

2020年11月02日

华帝股份 (002035)

——2020年三季报点评：工程业务放量高增，三季度收入降幅明显收窄

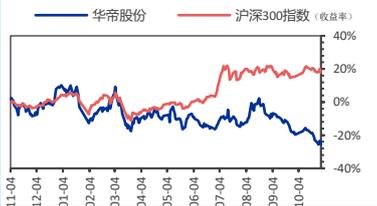
报告原因：有业绩公布需要点评
买入 (维持)
投资要点：
市场数据： 2020年11月02日

收盘价(元)	9.15
一年内最高/最低(元)	14.13/8.87
市净率	2.7
息率(分红/股价)	3.28
流通A股市值(百万元)	7169
上证指数/深证成指	3225.12/13420.96

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2020年09月30日

每股净资产(元)	3.43
资产负债率%	42.73
总股本/流通A股(百万)	869/784
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：

相关研究

《华帝股份(002035)点评：2019年报暨2020年一季报点评：精装修乘风而起，经营环比改善可期》 2020/05/06

《华帝股份(002035)点评：2019年业绩快报点评：工程业务爆发，经营如期改善，静候春暖花开》 2020/02/28

证券分析师

刘正 A0230518100001
liuzheng@swsresearch.com
史晋星 A0230519080005
shijx@swsresearch.com
周海晨 A0230511040036
zhouhc@swsresearch.com

联系人

史晋星
(8621)23297818×转
shijx@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

- 三季度收入降幅收窄，四季度增速有望回正。**公司2020年前三季度共实现营收29.73亿元，同比下滑30%，实现归母净利润2.72亿元，同比下滑47%，较上半年业绩降幅有所收窄。其中Q3单季度营收13.05亿元，同比下滑3%，归母净利润1.08亿元，同比下滑11%，环比二季度（营收下滑39%，归母净利润下滑55%）业绩有所改善，整体表现低于预期。
- 工程+电商增速领先，线下零售同比持平。**公司经历上半年零售、工程和电商团队人员更换后，三季度整体呈现复苏态势：1)零售业务上半年受外部环境和渠道去库存影响大幅下滑，三季度来看整体线下销售转正，渠道库存基本消化至合理水平，二级经销商转运营商加快、配合线下京东专卖店补充，零售业务有望重新步入企稳回升阶段；2)电商业务公司今年以来探索线上代理商的合伙人模式，三季度重回双位数增长表现；3)工程业务三季度迎来爆发，公司去年加速调整工程业务以来，加快TOP100地产商客户开发，预计同比增长50-60%。4)百得及海外业务表现依旧不佳，预计同比双位数下滑。
- 单季合同负债改善，工程占款拖累现金流。**公司单季净利率同比下滑0.85个pct至8.38%，其中Q3毛利率同比小幅下滑0.33个pct，预计主要原因是工程业务占比提升、对冲高毛利的电商和零售业务。期间费用方面，公司销售费用率、管理费用率和财务费用率分别上升0.91、1.03和1.47个pcts，研发费用率基本持平。资产负债表方面，公司合同负债（预收账款）自2019年三季度以来首次实现环比（+16%）和同比增长（+13%），或预示着线下零售渠道调整逐步到位；现金流量表方面，公司单季度销售商品、提供劳务收到现金9.64亿元，低于单季收入绝对值13亿元，主要原因是工程业务大幅增长带来应收票据及账款环比净增3.39亿元。
- 盈利预测与投资评级。**考虑外部环境冲击和内部经营调整的影响，我们下调公司2020-2022年归母净利润预测为5.14亿元、5.82亿元和6.71亿元（前值为7.96亿元、8.91亿元和9.99亿元），同比变动-31%、+13%和+15%，对应每股收益0.59元/股、0.67元/股和0.77元/股，2020-2022年动态市盈率分别为16倍、14倍和12倍。公司目前市值仅80亿元，截止三季度末公司净资产31亿元，账面现金资产15.5亿元，安全边际高，考虑到终端需求回暖，渠道库存渐入尾声、工程渠道放量趋势确认，四季度经营环比迎来改善，继续给予“买入”投资评级。

财务数据及盈利预测

	2019	20Q1-Q3	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	5,748	2,973	4,596	5,004	5,503
同比增长率(%)	-5.7	-30.5	-20.0	8.9	10.0
归母净利润(百万元)	748	272	514	582	671
同比增长率(%)	10.5	-47.3	-31.3	13.3	15.3
每股收益(元/股)	0.85	0.31	0.59	0.67	0.77
毛利率(%)	48.3	45.6	46.2	46.8	47.2
ROE(%)	24.9	9.1	14.6	14.2	14.1
市盈率	11		16	14	12

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	6,095	5,748	4,596	5,004	5,503
其中: 营业收入	6,095	5,748	4,596	5,004	5,503
减: 营业成本	3,210	2,974	2,474	2,663	2,904
减: 税金及附加	50	35	28	30	33
主营业务利润	2,835	2,740	2,094	2,311	2,566
减: 销售费用	1,651	1,522	1,218	1,326	1,458
减: 管理费用	170	175	184	175	165
减: 研发费用	224	237	230	250	275
减: 财务费用	-47	-5	-31	-44	-44
经营性利润	837	810	493	604	712
加: 信用减值损失 (损失以“-”填列)	0	-76	22	-6	-7
加: 资产减值损失 (损失以“-”填列)	-79	-2	0	0	0
加: 投资收益及其他	40	84	80	81	80
营业利润	798	816	596	678	784
加: 营业外净收入	11	28	10	10	10
利润总额	809	844	606	688	795
减: 所得税	116	84	83	96	112
净利润	694	761	523	592	683
少数股东损益	17	13	9	10	11
归属于母公司所有者的净利润	677	748	514	582	671
全面摊薄总股本	882	869	869	869	869
每股收益 (元)	0.77	0.85	0.59	0.67	0.77

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	chentao1@swsresearch.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swsresearch.com
华南	陈左茜	755-23832751	chenzuoxi@swsresearch.com
海外	朱凡	021-23297573	zhufan@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。