

投资评级 优于大市 维持

收入表现平稳，回购股份提振信心

股票数据

10月19日收盘价(元)	14.01
52周股价波动(元)	13.50-19.26
总股本/流通A股(百万股)	768/762
总市值/流通市值(百万元)	10753/10675

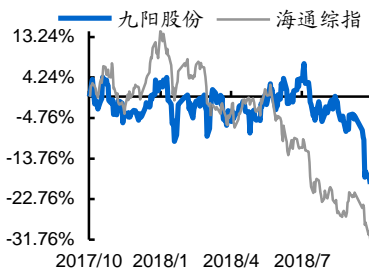
相关研究

 《各产品线收入增速恢复，毛利率稳步提升》
 2018.08.23

 《结构优化提升毛利率，股权激励助跑长远发展》
 2018.04.26

 《拟回购股份进行股权激励计划》
 2017.11.09

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-11.8	-12.8	-20.6
相对涨幅(%)	-6.4	-9.8	-12.1

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:李阳

Tel:(021)23154382

Email:ly11194@htsec.com

证书:S0850518080005

联系人:朱默辰

Tel:(021)23154383

Email:zmc11316@htsec.com

联系人:刘璐

Tel:(021)23214390

Email:ll11838@htsec.com

投资要点:

- 公司发布18年三季报，18Q1-3实现收入及归母净利增速7.35%和5.68%。** 公司18Q1-3实现营业收入54.38亿元，同比增长7.35%，实现归母净利5.69亿元，同比增长5.68%；其中18Q3实现营业收入17.99亿元，同比增长0.08%，实现归母净利1.99亿元，同比增长12.28%。公司预告2018年全年公司归母净利润同比变动-20%-20%。
- Q3收入表现平稳，产品份额稳中有升，产品结构变动影响毛利率。** 根据18年前8月中怡康数据，在销量市场份额方面，公司豆浆机同比提升5pct至62%，搅拌机同比降2pct至38%、电饭煲同比提升了1pct至15%，其中豆浆机、搅拌机、电饭煲分别同比提升了4%、25%、9%，公司“价值营销”战略效果明显。分渠道来看，我们估计公司线下收入有所增长（中怡康监测公司线下产品整体量价齐升）但线上收入有所下滑。盈利能力方面，由于单季度低毛利率产品占比提升导致公司整体18Q3毛利率降低了2.7pct至31.12%，公司继续投入研发使得18Q3管理费用率（包括研发）同比提升了0.65pct至7.52%，销售费用率同比降低0.86pct至14.23%，由于公司收购尚科宁家处于亏损使得少数股东权益大幅降低，最终公司净利率提升了1.2pct至11.07%。
- 拟使用不少于4000万元自有资金回购股份。** 公司认为目前公司股价未能完全反应公司价值，拟使用不少于0.4亿元不超过0.8亿元自有资金回购股份，回购价格不超过20元/股，按照0.8亿元最高回购规模测算，预计回购股份为400万股，占公司目前总股本的0.52%。
- 盈利预测及投资建议。** 长期来看，我们继续看好小家电行业的成长性及其延展性，看好公司从豆浆机到品质小家电的品牌转型。公司前期实施股权激励，绑定公司及管理层利益，另外公司收购尚科宁家（中国）科技有限公司51%股权，未来拓展SharkNinja在中国地区业务，拓展国内的家居电器市场，多品类共同发展，我们预计2018-20年公司归母净利分别同比增长6%、11%，11%，EPS分别为0.95、1.06、1.17元，目前收盘价对应公司18年15倍PE，参考可比公司，给予公司18年18-20倍PE，对应合理价值区间为17.1-19元，给予“优于大市”评级。
- 风险提示。** 原材料价格变动，下游竞争激烈。

主要财务数据及预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	7314.80	7247.52	7742.98	8481.17	9308.15
(+/-)YoY(%)	3.61%	-0.92%	6.84%	9.53%	9.75%
净利润(百万元)	697.73	688.92	728.92	810.87	899.60
(+/-)YoY(%)	12.53%	-1.26%	5.81%	11.24%	10.94%
全面摊薄EPS(元)	0.91	0.90	0.95	1.06	1.17
毛利率(%)	32.70%	33.01%	33.51%	33.76%	33.95%
净资产收益率(%)	20.21%	19.27%	16.94%	15.85%	14.96%

资料来源：公司年报（2016-2017），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

表 1 公司单季度数据对比 (%)

	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18
营业总收入 (亿元)	16.67	17.24	22.81	14.85	17.83	17.97	21.82	15.68	20.71	17.99
yoy	-4.71	-6.75	11.55	-9.58	6.97	4.22	-4.34	5.57	16.16	0.08
qoq	1.49	3.42	32.26	-34.86	20.06	0.77	21.40	-28.12	32.10	-13.18
综合毛利率	33.84	32.53	32.85	30.60	33.59	33.82	33.50	31.53	34.15	31.12
销售费用率	12.62	13.54	19.55	12.77	13.33	15.09	18.07	12.98	20.70	14.23
毛利率-销售费用率	21.22	18.99	13.30	17.84	20.26	18.73	15.42	18.55	13.45	16.89
管理费用率	7.06	7.21	6.47	5.99	7.12	6.87	9.81	6.33	6.70	7.52
财务费用率	-0.19	-0.31	0.03	-0.08	0.09	0.07	-0.10	0.26	-0.28	-0.79
营业利润率	13.97	11.60	6.45	11.48	15.19	12.12	6.81	11.59	12.26	11.92
税前利润率	16.84	12.66	7.83	11.73	15.08	12.34	7.00	11.64	12.15	12.15
所得税率	15.26	12.23	8.88	19.31	15.32	16.36	-2.22	19.04	10.95	11.47
净利润率	13.88	10.58	6.65	9.17	12.61	9.87	6.89	9.37	10.77	11.07
净利润 (亿元)	2.31	1.82	1.52	1.36	2.25	1.77	1.50	1.47	2.23	1.99
yoy	15.54	-1.79	31.68	2.92	-2.76	-2.76	-0.83	7.88	-0.86	12.28

资料来源: 公司财报 2016-2018, 海通证券研究所

表 2 报告期数据分析 (%)

% of sales	1-3Q17	1-3Q18	同比变化	利润率贡献	3Q17	3Q18	同比变化	利润率贡献	2Q18	环比变化	利润率贡献
综合毛利	32.80	32.39	-0.40	-0.40	33.82	31.12	-2.70	-2.70	34.15	-3.03	-3.03
营业税金及附加	0.79	0.56	-0.22	0.22	0.78	0.32	-0.46	0.46	0.70	-0.38	0.38
销售费用	13.79	16.33	2.54	-2.54	15.09	14.23	-0.86	0.86	20.70	-6.47	6.47
管理费用	6.70	6.86	0.17	-0.17	6.87	7.52	0.65	3.45	6.70	0.82	-0.82
财务费用	0.03	-0.30	-0.33	0.33	0.07	-0.79	-0.86	0.86	-0.28	-0.51	0.51
资产减值损失	0.35	0.22	-0.13	0.13	0.55	-0.32	-0.87	0.87	0.72	-1.04	1.04
公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净收益	0.99	2.42	1.42	1.42	1.21	0.28	-0.93	-0.93	5.87	-5.59	-5.59
营业利润	13.01	11.95	-1.06	-1.06	12.12	11.92	-0.20	-0.20	12.26	-0.34	-0.34
营业外收入	0.23	0.17	-0.06	-0.06	0.29	0.24	-0.04	-0.04	0.08	0.16	0.16
营业外支出	0.11	0.12	0.00	-0.00	0.06	0.01	-0.05	0.05	0.18	-0.17	0.17
利润总额	13.13	12.00	-1.12	-1.12	12.34	12.15	-0.19	-0.19	12.15	-0.01	-0.01
所得税	2.19	1.61	-0.59	0.59	2.02	1.39	-0.63	0.63	1.33	0.06	-0.06
税后利润	10.93	10.40	-0.54	-0.54	10.32	10.75	0.43	0.43	10.82	-0.07	-0.07
归属于母公司所有者的净利润	10.63	10.47	-0.17	-0.17	9.87	11.07	1.20	1.20	10.77	0.31	0.31

资料来源: 公司财报 2017-2018, 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)		
			2018/10/19	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	
002032.SZ	苏泊尔	51.01	419	1.59	1.99	2.40	32.04	25.63	21.23	
002705.SZ	新宝股份	7.25	59	0.50	0.53	0.68	14.45	13.59	10.60	

资料来源: Wind, 海通证券研究所 注: eps 为 Wind 一致预测

财务报表分析和预测

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标 (元)					营业总收入	7247.52	7742.98	8481.17	9308.15
每股收益	0.90	0.95	1.06	1.17	营业成本	4855.29	5148.08	5617.81	6147.67
每股净资产	4.66	5.61	6.66	7.84	毛利率%	33.01%	33.51%	33.76%	33.95%
每股经营现金流	0.06	1.35	0.91	1.05	营业税金及附加	61.13	61.94	67.85	74.47
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	营业税金率%	0.84%	0.80%	0.80%	0.80%
价值评估 (倍)					营业费用	1092.86	1254.36	1272.18	1396.22
P/E	15.61	14.75	13.26	11.95	营业费用率%	15.08%	16.20%	15.00%	15.00%
P/B	3.01	2.50	2.10	1.79	管理费用	553.31	603.95	661.53	735.34
P/S	1.48	1.39	1.27	1.16	管理费用率%	7.63%	7.80%	7.80%	7.90%
EV/EBITDA	13.25	12.01	8.62	6.93	EBIT	684.94	674.65	861.80	954.46
股息率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	财务费用	-0.49	-0.77	-0.85	-0.96
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.01%	-0.01%	-0.01%	-0.01%
毛利率	33.01%	33.51%	33.76%	33.95%	资产减值损失	12.50	7.69	8.55	9.64
净利润率	9.80%	9.51%	9.66%	9.76%	投资收益	87.71	161.51	68.37	77.10
净资产收益率	19.27%	16.94%	15.85%	14.96%	营业利润	807.78	829.24	922.48	1022.88
资产回报率	12.88%	11.27%	10.93%	10.54%	营业外收支	9.87	26.91	29.91	33.73
投资回报率	29.55%	39.34%	50.73%	58.19%	利润总额	817.65	856.15	952.40	1056.62
盈利增长 (%)					EBITDA	761.02	733.32	924.67	1012.51
营业收入增长率	-0.92%	6.84%	9.53%	9.75%	所得税	107.74	119.86	133.34	147.93
EBIT 增长率	-6.86%	-1.50%	27.74%	10.75%	有效所得税率%	13.18%	14.00%	14.00%	14.00%
净利润增长率	-3.20%	3.72%	11.24%	10.94%	少数股东损益	20.99	7.36	8.19	9.09
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	688.92	728.92	810.87	899.60
资产负债率	33.1%	33.2%	30.7%	29.2%					
流动比率	2.04	2.25	2.59	2.86	资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
速动比率	1.74	2.01	2.34	2.62	货币资金	672.96	1946.90	2779.59	3738.77
现金比率	—	—	—	—	应收款项	128.53	103.10	114.98	127.29
经营效率指标					存货	516.30	500.92	541.64	593.34
应收帐款周转天数	5.38	4.86	4.95	4.99	其它流动资产	520.64	520.64	520.64	520.64
存货周转天数	34.76	35.52	35.19	35.23	流动资产合计	3591.42	4819.37	5882.11	7111.45
总资产周转率	1.32	1.31	1.22	1.17	长期股权投资	263.72	263.72	263.72	263.72
固定资产周转率	11.14	13.39	17.75	24.27	固定资产	631.19	584.39	543.55	501.02
					在建工程	0.57	0.57	0.57	0.57
					无形资产	152.53	143.29	128.18	113.34
					非流动资产合计	1759.33	1646.02	1534.93	1426.70
现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	资产总计	5350.75	6465.39	7417.05	8538.15
净利润	709.91	736.29	819.06	908.69	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	20.99	7.36	8.19	9.09	应付账款	1019.87	1193.08	1296.98	1415.19
非现金支出	88.58	66.37	71.41	67.69	预收账款	181.96	281.06	284.52	307.71
非经营收益	-93.10	-188.42	-98.29	-110.83	其它流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-656.48	424.35	-97.45	-57.74	流动负债合计	1762.43	2140.79	2273.39	2485.80
经营活动现金流	48.90	1045.94	702.92	816.89	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
资产	-34.24	73.85	69.59	74.28	其它长期负债	6.10	6.10	6.10	6.10
投资	-123.31	0.00	0.00	0.00	非流动负债合计	6.10	6.10	6.10	6.10
其他	851.49	-161.51	-68.37	-77.10	负债总计	1768.53	2146.88	2279.48	2491.90
投资活动现金流	693.94	-87.66	1.21	-2.82	实收资本	767.51	767.51	767.51	767.51
债权募资	0.00	0.00	0.00	0.00	普通股股东权益	3574.56	4303.48	5114.35	6013.95
股权募资	0.80	0.00	0.00	0.00	少数股东权益	7.66	15.03	23.22	32.30
其他	-783.46	0.00	0.00	0.00	负债和所有者权益合计	5350.75	6465.39	7417.05	8538.15
融资活动现金流	-782.66	0.00	0.00	0.00					
现金净流量	-39.82	958.28	704.14	814.06					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 19 日

资料来源: 公司年报 (2017), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

陈子仪 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, 美的集团, 欧普照明, 海信家电, 苏泊尔, 三花智控, 新宝股份, 荣泰健康, 小天鹅 A, 浙江美大, 老板电器, 海信电器, 飞科电器, 华帝股份, 莱克电气, 九阳股份

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。