

Q3 营收承压下滑，利润端提升亮眼， 渠道多元开拓静待花开

事件

2019年10月25日，万和电气发布2019年三季报。

公司2019Q1-3实现营业总收入47.94亿元，同比下降9.41%；实现归母净利润4.46亿元，同比增长20.93%；实现扣非归母净利润3.85亿元，同比增长21.96%。

分季度来看，公司Q3单季度实现收入12.42亿元，同比下降18.64%；实现归母净利润1.16亿元，同比增长25.93%；实现扣非归母净利润0.68亿元，同比增长5.17%。

简评

1、受行业低迷拖累，19Q3 营收承压下滑

公司三季度实现营收12.42亿元，同比下降18.64%，降幅较一、二季度有所扩大。一方面，在宏观经济增长降速，外部形势严峻，叠加地产调控政策趋严等综合影响下，厨卫电器需求仍处底部。中怡康全渠道推总数据显示，19Q3热水器、油烟机、燃气灶零售额同比分别下滑4.03%、3.30%及1.67%。其中线下压力高于线上，奥维云网数据显示，19Q3油烟机与燃气热水器线下零售额分别下降6.67%与8.66%。

另一方面，从结构来看，公司厨电产品下滑幅度较大，或因市场增长乏力下，龙头公司主推高性价比产品所致。中怡康数据显示19Q3老板、方太均价分别下降约3%、5%，对后续梯队品牌造成分流。

2、盈利能力逆势上扬，毛利率大幅提升，期间费用有所增长

公司2019Q1-3实现归母净利润4.46亿元，同比增长20.93%；实现扣非归母净利润3.85亿元，同比增长21.96%。收入承压背景下利润端稳健上行，主要由盈利能力提振贡献。19Q1-3公司综合毛利率为33.94%，同比增长5.33pct；Q3单季毛利率为35.57%，同比增长2.1pct。毛利率提振一方面受益于原材料价格回落，另一方面，公司加大高附加值产品主推力度，持续优化产品与客户结构，成本控制能力也有所提升。

万和电气 (002543)

维持

买入

陈伟奇

chenweiqi@csc.com.cn

010-85156473

执业证书编号：S1440518100004

花小伟

huaxiaowei@csc.com.cn

010-85156325

执业证书编号：S1440515040002

发布日期：2019年11月06日

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1个月	3个月	12个月
股票价格绝对/相对市场表现 (%)	-1.33/-3.39	0.62/-2.71	16.26/-12.47
12月最高/最低价 (元)			16.84/8.73
总股本 (万股)			74,360.0
流通A股 (万股)			63,083.94
总市值 (亿元)			71.91
流通市值 (亿元)			61.0
近3月日均成交量 (万)			170.96
主要股东			
广东硕德投资发展有限公司			29.66%

股价表现



相关研究报告

18.04.17	万和电气 (002543) 17 年报点评：内外销收入增速符合预期，影响盈利因素逐步缓解
18.02.28	万和电气 (002543)：壁挂炉或进入收获期，成本汇率依然考验盈利

期间费用方面，19Q1-3 公司销售费用率为 17.60%，同比增长 3.21pct，主要系市场费用、广告宣传费及售后费提升所致；Q3 单季销售费用率为 20.84%，同比增长 2.36pct。19Q1-3 管理费用率为 6.19%，同比增长 0.36pct；财务费用率为 0.25%；同比下降 0.30pct，主要系由汇兑损失减少及利息收入增加贡献。

3、渠道多元化加码布局，发力三、四线及精装市场

随着乡镇经济的发展与物流网络的下沉，三、四线市场潜力逐步显现。公司全面拓展渠道的广度和深度，实行从线上到线下，从城市到乡村的多元化渠道战略，将渠道重心向次级市场倾斜，同时积极拥抱工程集采等新兴渠道。19H1 公司传统渠道销售额为 13.55 亿元，同比增长 2.77%；电子商务渠道销售额为 5.27 亿元，同比增长 4.09%；集采工程渠道销售额为 1.23 亿元，同比高增 72.32%，其中与恒大地产合作额达 3070.19 万元，同比增长 771.97%。

网点下沉方面，截止到 2019 年 6 月，公司线下销售网点超 16,000 个。公司继续加大体验型门店的拓展，进驻国美、苏宁、五星等 328 个可控型 KA 门店。同时全面赋能三级到六级市场渠道网点，通过专卖店、建材橱柜店、电器专营店等，完成 832 个网点建设。在社群营销方面，万和官方商城店铺数量新增 1,763 家，合计 3,300 家。渗透率方面，公司一级市场覆盖率稳定在 100%，二级市场覆盖率超过 98%，三级到六级市场覆盖率增长明显。

4、存货、应收账款小幅波动，经营性现金流增长亮眼

库存方面，19Q1-3 公司库存量较 18 年同期有所下降，三季度末公司存货为 10.38 亿元，较去年同期下降 3.97%，存货周转天数增加 13 天至 103 天。

应收账款方面，19Q1-3 公司应收账款较去年同期提升 6.66%至 7.44 亿元，周转天数为 38 天，较去年同期增加 4 天。

经营性现金流大幅提升，19Q1-3 公司实现经营性现金流 9.06 亿元，较去年同期提升 218.75%，其中 Q3 单季实现经营性现金流 3.55 亿元，同比大幅 931.54%，主要系本期回款大幅增加叠加购买商品支付现金减少所致。

投资建议：

公司系国内燃热领域第一品牌，多元化渠道建设稳步推进，三、四线市场下沉加码，积极拥抱工程集采等新兴渠道，联手综艺 IP 加大曝光。我们预计公司 2019-2020 年分别实现营收 63.83、66.48 亿元，同比分别变动 -7.68%、4.15%，实现归母净利润 5.90、6.38 亿元，同比分别增长 20.62%、8.22%，对应 PE 分别为 12.33X、11.40X，维持公司“买入”评级。

风险提示：经济增长持续承压；贸易环境趋于恶化；原材料价格大幅波动等。

图表1：万和电气分季度历史业绩表现及同比增速（亿元，%）

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
营业收入	14.51	16.15	15.98	18.68	21.70	15.94	15.27	16.22	20.23	15.28	12.42
同比	12.1%	48.8%	48.3%	24.3%	49.6%	-1.3%	-4.4%	-13.2%	-6.8%	-4.1%	-18.6%
归母净利润	1.26	0.88	0.61	1.38	1.46	1.30	0.92	1.20	1.78	1.52	1.16
同比	18.2%	-29.1%	-3.3%	0.6%	16.1%	48.4%	50.2%	13.0%	21.4%	16.8%	25.9%

资料来源：Wind、中信建投证券研究发展部

图表2：万和电气历史业绩表现及同比增速（亿元，%）

	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 Q1-3
营业收入	36.92	39.78	41.92	49.60	65.32	69.14	47.94
同比 (%)		7.72%	5.39%	18.30%	31.71%	5.85%	-9.41%
归母净利润	2.48	2.67	3.19	4.31	4.13	4.89	4.46
同比 (%)		7.74%	19.56%	35.12%	-4.12%	18.27%	20.93%

资料来源：Wind、中信建投证券研究发展部

图表3：万和电气分季度历史费用率（%）

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
毛利率	29.34%	28.17%	29.60%	24.64%	26.69%	26.57%	33.46%	31.51%	32.38%	34.68%	35.57%
同比	-4.11%	-7.10%	-5.65%	-5.64%	-2.64%	-1.60%	3.86%	6.87%	5.68%	8.11%	2.10%
净利率	8.61%	5.47%	4.29%	7.41%	6.77%	8.46%	6.16%	7.33%	8.99%	10.10%	9.45%
同比	0.38%	-5.90%	-1.58%	-1.71%	-1.84%	2.99%	1.88%	-0.09%	2.22%	1.65%	3.29%
销售费用率	15.19%	11.31%	19.53%	10.91%	13.29%	11.97%	18.48%	11.37%	15.05%	18.34%	20.84%
同比	-0.31%	-8.14%	-3.16%	-3.77%	-1.90%	0.66%	-1.05%	0.46%	1.76%	6.37%	2.36%
管理费用率	5.81%	5.60%	4.64%	7.66%	4.38%	5.57%	8.14%	9.66%	4.76%	5.94%	8.82%
同比	0.10%	0.22%	-2.35%	1.84%	-1.43%	-0.04%	3.50%	2.00%	0.37%	0.37%	0.68%
财务费用率	0.08%	0.58%	1.02%	0.61%	1.68%	-0.67%	0.23%	1.16%	0.89%	-0.29%	-0.12%
同比	0.01%	1.99%	1.43%	1.65%	1.60%	-1.25%	-0.79%	0.55%	-0.79%	0.38%	-0.35%

资料来源：中信建投证券研究发展部

图表4：万和电气历史费用率（%）

	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
毛利率(%)	28.30	29.71	31.00	33.28	27.77	29.29
净利率(%)	6.72	6.71	7.61	8.68	6.43	7.16
销售费用率(%)	13.44	15.50	15.77	17.68	14.07	13.68
管理费用率(%)	6.57	6.77	7.16	5.95	6.00	6.73
财务费用率(%)	0.18	-0.42	-0.91	-0.69	0.59	0.69

资料来源：Wind、中信建投证券研究发展部

分析师介绍

陈伟奇: 中信建投家电消费行业负责人, 厦门大学财政学硕士, 2016 年加入中信建投, 所在团队获 2016 年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第 4 名, 2017 年第十五届新财富轻工造纸最佳分析师第 3 名, 水晶球第 2 名。

花小伟: 中信建投证券研究发展部大消费组长, 统计学硕士。获 2015 年第十三届新财富轻工造纸最佳分析师第 5 名; 2016 年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第 4 名; 2016 年水晶球第 2 名, 金牛奖第 4 名; 2017 年第十五届新财富轻工造纸最佳分析师第 3 名, 水晶球第 2 名; 2018 年水晶球第 2 名, Wind 金牌分析师第 1 名。

报告贡献人

翟延杰: 家电消费行业研究员, 北京大学金融硕士, 2019 年加入中信建投。

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

郭洁 010-85130212 guojie@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

高思雨 010-8513 gaosiyu@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

杨洁 010-86451428 yangjiezs@csc.com.cn

社保组

吴桑 010-85159204 wusang@csc.com.cn

创新业务组

高雪 010-86451347 gaoxue@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn

王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

沈晓瑜 shenxiaoyu@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

章政 zhangzheng@csc.com.cn

李星星 021-68821600 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛皎 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn

王定润 021-68801600 wangdingrun@csc.com.cn

深广销售组

曹莹 0755-82521369 caoyingzs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859