

公司研究/中报点评

2017年07月31日

家用电器/小家电 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 40.6
合理价格区间(元): 46.02~49.56

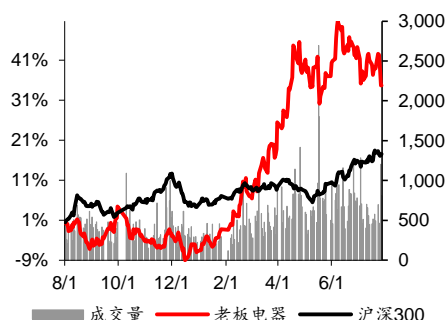
陈羽锋 执业证书编号: S0570513090004
研究员 025-83387511
chenyufeng@htsc.com

王鹤岱 0755-82776413
联系人 wanghedai@htsc.com

相关研究

- 1《老板电器(002508,买入): 产品份额全线飘红, 高增长有望延续》2017.05
- 2《老板电器(002508,买入): 马太效应显现, 全品类份额扩张》2017.04
- 3《老板电器(002508,买入): 消费升级引领, 白马本色依旧》2017.03

股价走势图



资料来源: Wind

厨电龙头业绩延续高增长

老板电器(002508)

厨电龙头业绩延续高增长

老板电器 2017H1 实现业绩 6.0 亿元, YoY+41.4%; 扣非后业绩 5.5 亿元, YoY+34.4%。公司继续推动渠道拓展, 上半年新增专卖店 214 家。烟灶消产品增速领跑行业, 嵌入式新品放量, 全系列产品份额持续扩张。

2017H1 业绩 YoY+41%

老板电器 2017H1 实现收入 32.0 亿元, YoY+26.6%; 归母净利润 6.0 亿元, YoY+41.4%; EPS0.63 元。其中, Q2 单季度实现归母净利润 3.5 亿元, YoY+33.3%。公司业绩符合市场预期。由于会计结算方式改变、原材料价格上涨与电商提价滞后, 毛利率同比下降 2.1pct 至 57.3%。同时, 公司具备较强的渠道掌控力, 销售费用率同比下降 3.1pct 至 31%。整体来看, 老板盈利能力仍有提升, 归母净利率同比提高 2pct 至 18.7%。

烟灶消增速领跑行业, 嵌入式新品放量

老板主营烟灶消产品保持快速增长。中怡康数据显示, 老板油烟机、燃气灶、嵌入式消毒柜线下零售额同比分别增长 12.1%、7.6%、11.2%, 超越行业平均增速; 零售额份额达到 26.3%、23.3%、28.4%, 保持行业第一。嵌入式新品快速放量, 蒸汽炉、电烤箱、洗碗机、净水器等新产品合计实现收入 2.9 亿元, 同比增加 1.2 亿元, 贡献了 18.3% 的收入增长。

推动多元渠道融合, 加速渠道下沉

报告期内, 老板继续加强立体渠道建设, 电商渠道收入同比增长 40%, 工程渠道同比增长 30% 以上。公司电商份额保持领先, 根据天猫平台零售监测数据, 7 月烟灶套餐零售额占有率 25%, 继续领跑行业。未来, 公司将逐步改善线上产品结构, 提升产品均价。零售渠道方面, 老板上半年新增 4 家城市公司, 全国代理商数量增加至 86 家。同时, 公司加大三四级市场渠道建设力度, 新建 214 家专卖店。目前, 老板在三线市场渠道覆盖率为 65%, 仍有较大提升空间。

优质稀缺成长标的, 维持“买入”评级

老板电器为厨电龙头企业, 市场份额保持扩张, 业绩保持 8 年 40% 以上高速增长。烟灶产品普及率提升、三四线渠道拓展、嵌入式新品放量将继续提供成长动力, 我们继续看好公司未来的发展前景, 业绩高增长有望长期延续。我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.77/2.29/2.92 元。给予 2017 年 26-28 倍 PE 估值, 对应合理价格区间 46.02-49.56 元。维持“买入”评级。

风险提示: 地产销售下滑, 原材料价格大幅上涨, 新品市场接受度不高。

公司基本资料

总股本 (百万股)	949.03
流通 A 股 (百万股)	930.43
52 周内股价区间 (元)	35.94-57.58
总市值 (百万元)	38,531
总资产 (百万元)	7,394
每股净资产 (元)	4.63

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	4,543	5,795	7,547	9,812	12,698
+/-%	26.58	27.56	30.24	30.01	29.42
归属母公司净利润 (百万元)	830.49	1,207	1,676	2,173	2,772
+/-%	44.58	45.32	38.89	29.63	27.56
EPS (元, 最新摊薄)	0.88	1.27	1.77	2.29	2.92
PE (倍)	45.46	31.28	22.52	17.37	13.62

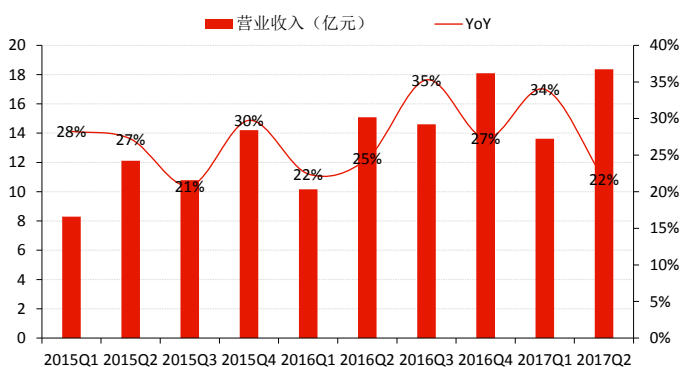
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 老板电器分产品营业收入 (单位: 百万元)

	2016H1	2017H1	同比增长
油烟机	1454.1	1760.2	306.1
燃气灶	713.6	855.3	141.7
消毒柜	173.3	221.4	48.1
蒸汽炉	40.4	83.8	43.4
电烤箱	45.1	76.6	31.5
小家电	71.6	71.9	0.3
洗碗机		27.5	27.5
净水器		15.2	15.2
微波炉	9.8	14.6	4.8
其它	17.4	71.2	53.9
营业收入	2525.3	3197.8	672.5

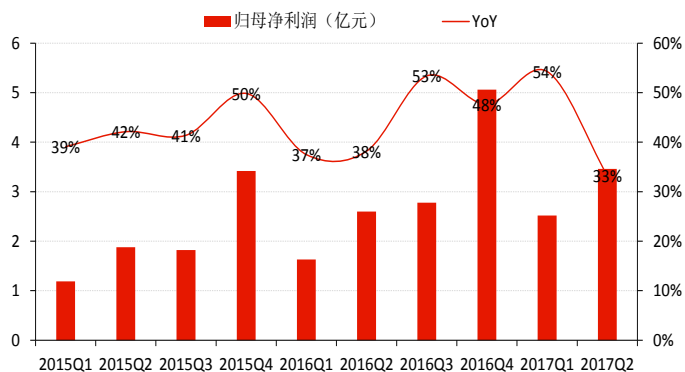
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表2: 老板分季度营业收入与增速



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

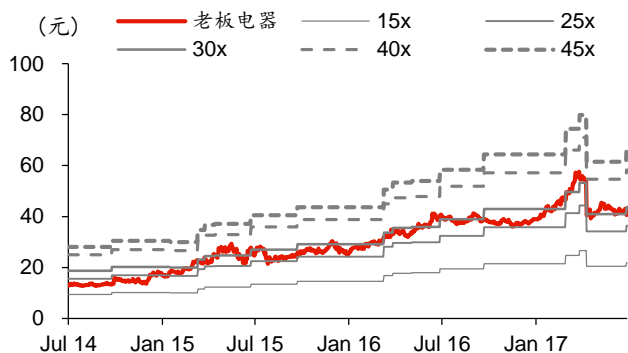
图表3: 老板分季度归母净利润与增速



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

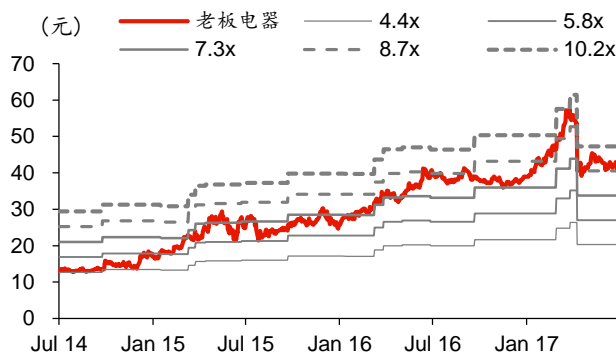
PE/PB - Bands

图表4: 老板电器历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表5: 老板电器历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	4,011	5,397	7,450	9,884	13,024
现金	2,323	3,448	4,757	6,421	8,540
应收账款	320.39	331.60	499.77	627.30	807.30
其他应收账款	11.19	14.32	19.37	24.70	32.08
预付账款	20.36	32.83	40.16	53.39	69.54
存货	721.57	914.49	1,199	1,563	2,047
其他流动资产	613.82	654.96	935.81	1,195	1,529
非流动资产	1,016	1,019	945.26	880.88	813.51
长期投资	0.00	0.82	0.55	0.64	0.61
固定投资	871.99	852.19	790.54	728.88	667.22
无形资产	96.10	97.06	92.74	87.82	83.10
其他非流动资产	48.00	68.52	61.44	63.54	62.59
资产总计	5,027	6,415	8,396	10,765	13,837
流动负债	1,852	2,231	2,698	3,388	4,326
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	964.25	910.85	1,341	1,678	2,230
其他流动负债	887.72	1,320	1,357	1,710	2,096
非流动负债	8.39	59.27	25.75	31.14	38.72
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	8.39	59.27	25.75	31.14	38.72
负债合计	1,860	2,290	2,724	3,419	4,365
少数股东权益	(3.29)	(3.31)	(5.03)	(6.54)	(8.76)
股本	486.08	730.06	949.03	949.03	949.03
资本公积	819.59	610.51	576.55	576.55	576.55
留存公积	1,925	2,840	4,151	5,827	7,956
归属母公司股	3,170	4,129	5,677	7,353	9,481
负债和股东权益	5,027	6,415	8,396	10,765	13,837

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	1,124	1,545	1,336	2,024	2,577
净利润	827.95	1,207	1,674	2,171	2,769
折旧摊销	46.17	80.31	68.43	68.55	68.51
财务费用	(65.96)	(78.64)	(102.57)	(139.72)	(187.00)
投资损失	0.00	1.86	0.36	0.45	0.54
营运资金变动	234.00	244.27	(288.06)	(88.64)	(94.61)
其他经营现金	81.49	90.83	(16.32)	11.92	20.43
投资活动现金	(305.77)	(198.32)	(2.55)	(2.51)	(2.64)
资本支出	278.08	199.33	0.00	0.00	0.00
长期投资	27.73	2.68	(0.27)	0.09	(0.03)
其他投资现金	0.04	3.68	(2.82)	(2.42)	(2.67)
筹资活动现金	(100.63)	(226.38)	(25.31)	(357.50)	(456.01)
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	166.08	243.98	218.97	0.00	0.00
资本公积增加	(85.72)	(209.08)	(33.95)	0.00	0.00
其他筹资现金	(180.98)	(261.28)	(210.33)	(357.50)	(456.01)
现金净增加额	717.60	1,121	1,308	1,664	2,119

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	4,543	5,795	7,547	9,812	12,698
营业成本	1,900	2,474	3,234	4,203	5,516
营业税金及附加	46.55	67.52	75.47	98.12	126.98
营业费用	1,353	1,545	1,962	2,531	3,251
管理费用	354.27	449.16	535.84	677.00	863.48
财务费用	(65.96)	(78.64)	(102.57)	(139.72)	(187.00)
资产减值损失	1.36	1.79	3.63	3.42	3.14
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	(1.86)	(0.36)	(0.45)	(0.54)
营业利润	953.03	1,334	1,838	2,438	3,124
营业外收入	17.32	71.58	115.50	93.54	104.52
营业外支出	1.54	1.36	1.45	1.41	1.43
利润总额	968.81	1,404	1,952	2,530	3,227
所得税	140.86	197.44	277.58	358.39	457.78
净利润	827.95	1,207	1,674	2,171	2,769
少数股东损益	(2.54)	(0.02)	(1.72)	(1.50)	(2.23)
归属母公司净利润	830.49	1,207	1,676	2,173	2,772
EBITDA	933.24	1,336	1,804	2,366	3,006
EPS (元)	1.71	1.65	1.77	2.29	2.92

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	26.58	27.56	30.24	30.01	29.42
营业利润	48.08	39.98	37.78	32.62	28.16
归属母公司净利润	44.58	45.32	38.89	29.63	27.56
获利能力 (%)					
毛利率	58.17	57.31	57.15	57.16	56.56
净利率	18.28	20.83	22.21	22.15	21.83
ROE	26.20	29.23	29.53	29.55	29.23
ROIC	94.35	161.78	169.48	221.26	277.79
偿债能力					
资产负债率 (%)	37.01	35.70	32.44	31.76	31.54
净负债比率 (%)	0	0	0	0	0
流动比率	2.17	2.42	2.76	2.92	3.01
速动比率	1.78	2.01	2.32	2.46	2.54
营运能力					
总资产周转率	1.05	1.01	1.02	1.02	1.03
应收账款周转率	13.75	16.75	17.11	16.41	16.68
应付账款周转率	2.43	2.64	2.87	2.79	2.82
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.88	1.27	1.77	2.29	2.92
每股经营现金流(最新摊薄)	1.18	1.63	1.41	2.13	2.72
每股净资产(最新摊薄)	3.34	4.35	5.98	7.75	9.99
估值比率					
PE (倍)	45.46	31.28	22.52	17.37	13.62
PB (倍)	11.91	9.14	6.65	5.13	3.98
EV_EBITDA (倍)	36.70	25.64	18.99	14.47	11.39

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com