

老板电器(002508)/家电

Q3触底提速，有望持续上行

——2019 三季度点评

评级：买入（维持）

分析师：邓欣

执业证书编号：S0740518070004

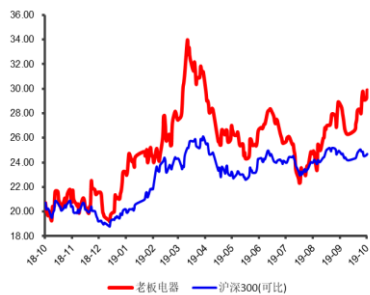
电话：021-20315125

Email: dengxin@r.qlzq.com.cn

基本状况

| | |
|-----------|-------|
| 总股本(百万股) | 949 |
| 流通股本(百万股) | 935 |
| 市价(元) | 30.20 |
| 市值(百万元) | 28700 |
| 流通市值(百万元) | 28200 |

股价与行业-市场走势对比



相关报告

《老板电器：走出低谷，未来可期？》2019.10.29

公司盈利预测及估值

| 指标 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------|--------|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 7,017 | 7,425 | 8,086 | 9,163 | 10,210 |
| 增长率 yoy% | 21.10% | 5.81% | 8.90% | 13.33% | 11.42% |
| 净利润 | 1,461 | 1,474 | 1,631 | 1,817 | 2,067 |
| 增长率 yoy% | 21.08% | 0.85% | 10.68% | 11.43% | 13.76% |
| 每股收益(元) | 1.54 | 1.55 | 1.72 | 1.92 | 2.18 |
| P/E | 19.61 | 19.45 | 17.57 | 15.77 | 13.86 |
| P/B | 5.45 | 4.74 | 3.73 | 3.22 | 2.75 |

投资要点

公司披露三季报：2019Q1-3 公司收入、归母、扣非 56.3 亿、10.9 亿、10.3 亿，同比+4.3%、+7.3%、+11.4%；

对应 2019Q3：收入、归母、扣非 21.0 亿、4.2 亿、4.1 亿，同比+10.6%、+18.2%、+23.9%；收入业绩符合预期。

一、收入分析：工程和创新渠道高增，Q3 收入加速

受地产景气度、电商红利减弱等因素影响，公司收入增速自 2017Q4 开始呈明显放缓趋势，由 2017Q4 的 12.2% 放缓至 2018Q4 的 0.1%，并进一步在 2019Q2 出现负增长。然而，伴随工程和创新渠道开拓，公司在 2019Q3 增速达到 10.6%。

分渠道看 2019Q3 单季度收入：

①工程渠道增长约 100%，源于精装趋势下，公司以高端品牌优势加速客户拓展；②创新渠道增长约 50%，源于消费前置趋势下，公司积极和欧派、尚品等家居龙头开展合作；③零售渠道同比下滑约 9%，降幅收窄，源于渠道库存压力减弱情况下，代理商进货积极性提高；④电商渠道保持稳定。

图 1：近期各渠道收入占比和同比增速

| | 零售 | 电商 | 工程 | 创新 | 其他 |
|---------|------|-----|------|-----|-----|
| 19H1 占比 | 49% | 32% | 14% | 3% | <3% |
| 19H1 同比 | -15% | 1% | 80% | 25% | - |
| 19Q3 占比 | 43% | 30% | 17% | 5% | <3% |
| 19Q3 同比 | -10% | 1% | 100% | 50% | - |

来源：中泰证券研究所测算

预计明年，工程渠道和创新渠道将维持高增，零售渠道有望转正，带动收入持续较快增长。

■ 二、盈利分析：原材料价格和增值税下降，利润率提升

毛利率：2019Q1-3 毛利率 55.0%，同比+1.74pct；2019Q3 毛利率 55.7%，同比+2.62pct。公司毛利率持续提升，主要是由于原材料价格和增值税下降，此外，毛利率相对较高的创新渠道占比提升也有一定贡献。

费用率：2019Q1-3 销售/管理/研发/财务费用率 27.7%/3.3%/3.3%/-1.1%，同比-0.0pct/-0.2pct/-0.1pct/+0.4pct；2019Q3 销售/管理/研发/财务费用率 27.0%/3.2%/3.6%/-1.4%，同比-0.9pct/-0.2pct/-0.1pct/+0.2pct。我们认为，Q3 单季销售费用率下行，源自公司适当调整营销策略，削减广告宣传费用，增加销售服务投入，提高营销效率；财务费用率上升，源于购买理财到期，利息收入减少。

净利率：2019Q1-3 净利率 19.6%，同比+0.72pct；2019Q3 净利率 20.2%，同比+1.39pct。

预计明年，毛利率在失去原材料和增值税利好后，可能下调，而营销效率持续提升，净利率有望维持相对稳定。

■ 三、运营分析：库存降低、周转放慢

期末存货减少。Q3 期末存货 12.5 亿，同比-6.2%，源于代理商进货积极性提高，渠道补库存需求增加；Q3 期末应收帐款 5.0 亿，同比+63.6%，源于工程渠道和创新渠道占比提升，而这两个渠道账期相对较长。Q3 期末应付账款+应付票据合计 20.8 亿，同比+61.4%，一方面由于采购金额增加；另一方面，根据管理层三季报业绩电话会议，公司调整会计政策，将预提销售费用及代理商保证金由“其他应付款”调整至“应付账款”。

Q1-3 周转速度放缓。2019Q1-3 存货周转率由 2.06 降至 1.95，应收账款周转率由 15.87 降至 11.83。周转率下降主要由于收入确认周期较长的工程渠道和创新渠道占比提升。

Q3 经营现金流净额猛增。2019Q1-3 经营现金流净额 10.4 亿，同比-13.8%；2019Q3 经营现金流净额 3.8 亿，同比+377%。我们认为，Q3 经营现金流净额增加主要由于预提销售费用及代理商保证金增加，现金流出减少。

■ 投资建议：买入评级

公司持续深耕厨房电器领域，产品、品牌、渠道优势显著，高端龙头地位稳固。伴随行业景气上行、工程渠道持续开拓、零售渠道补库存等利好，公司业绩有望触底回升。预计 2019-2021 年，公司净利润 16.3 亿、18.2 亿、20.7 亿，同比增长 10.68%、11.43%、13.76%；EPS1.72 元、1.92 元、2.18 元；对应当前股价 PE18X、16X、14X。

■ 风险提示

地产景气不及预期，工程渠道增速放缓，竞争恶化

盈利预测与估值

损益表 (人民币百万元)

| | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| 营业总收入 | 7,017 | 7,425 | 8,086 | 9,163 | 10,210 |
| 增长率 | 21.1% | 5.8% | 8.9% | 13.3% | 11.4% |
| 营业成本 | -3,251 | -3,451 | -3,804 | -4,385 | -4,892 |
| % 销售收入 | 46.3% | 46.5% | 47.1% | 47.9% | 47.9% |
| 毛利 | 3,767 | 3,974 | 4,281 | 4,778 | 5,318 |
| % 销售收入 | 53.7% | 53.5% | 52.9% | 52.1% | 52.1% |
| 营业税金及附加 | -67 | -71 | -77 | -87 | -97 |
| % 销售收入 | 0.9% | 1.0% | 1.0% | 1.0% | 1.0% |
| 营业费用 | -1,678 | -1,910 | -2,021 | -2,245 | -2,450 |
| % 销售收入 | 23.9% | 25.7% | 25.0% | 24.5% | 24.0% |
| 管理费用 | -481 | -272 | -297 | -336 | -375 |
| % 销售收入 | 6.9% | 3.7% | 3.7% | 3.7% | 3.7% |
| 息税前利润 (EBIT) | 1,541 | 1,721 | 1,886 | 2,110 | 2,396 |
| % 销售收入 | 22.0% | 23.2% | 23.3% | 23.0% | 23.5% |
| 财务费用 | 92 | 101 | -20 | -30 | -30 |
| % 销售收入 | -1.3% | -1.4% | 0.2% | 0.3% | 0.3% |
| 资产减值损失 | 5 | 15 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 1 | 88 | 0 | 0 | 0 |
| % 税前利润 | 0.1% | 4.6% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 营业利润 | 1,640 | 1,926 | 1,866 | 2,080 | 2,366 |
| 营业利润率 | 23.4% | 25.9% | 23.1% | 22.7% | 23.2% |
| 营业外收支 | 3 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 税前利润 | 1,642 | 1,927 | 1,866 | 2,080 | 2,366 |
| 利润率 | 23.4% | 25.9% | 23.1% | 22.7% | 23.2% |
| 所得税 | -231 | -218 | -224 | -250 | -284 |
| 所得税率 | 14.1% | 11.3% | 12.0% | 12.0% | 12.0% |
| 净利润 | 1,461 | 1,484 | 1,642 | 1,830 | 2,082 |
| 少数股东损益 | 0 | 10 | 11 | 13 | 14 |
| 归属于母公司的净利润 | 1,461 | 1,474 | 1,631 | 1,817 | 2,067 |
| 净利率 | 20.8% | 19.8% | 20.2% | 19.8% | 20.2% |

现金流量表 (人民币百万元)

| | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| 净利润 | 1,461 | 1,484 | 1,642 | 1,830 | 2,082 |
| 加: 折旧和摊销 | 90 | 102 | 99 | 103 | 107 |
| 资产减值准备 | 5 | 15 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动损失 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | 1 | -1 | 20 | 30 | 30 |
| 投资收益 | -1 | -88 | 0 | 0 | 0 |
| 少数股东损益 | 0 | 10 | 11 | 13 | 14 |
| 营运资金的变动 | -1,809 | -1,042 | 57 | -76 | 40 |
| 经营活动现金净流 | 1,256 | 1,509 | 1,819 | 1,887 | 2,259 |
| 固定资本投资 | 3 | -178 | -60 | -60 | -50 |
| 投资活动现金净流 | -1,782 | -1,184 | -86 | -86 | -76 |
| 股利分配 | -712 | -712 | 0 | -588 | -556 |
| 其他 | 363 | 0 | -17 | -30 | -30 |
| 筹资活动现金净流 | -349 | -712 | -17 | -618 | -586 |
| 现金净流量 | -875 | -386 | 1,716 | 1,183 | 1,597 |

资产负债表 (人民币百万元)

| | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金 | 2,582 | 2,197 | 3,913 | 5,095 | 6,692 |
| 应收款项 | 1,430 | 1,785 | 1,356 | 2,204 | 1,763 |
| 存货 | 1,113 | 1,347 | 1,195 | 1,735 | 1,534 |
| 其他流动资产 | 1,570 | 2,651 | 2,651 | 2,669 | 2,666 |
| 流动资产 | 6,695 | 7,980 | 9,115 | 11,704 | 12,656 |
| % 总资产 | 84.5% | 84.4% | 86.2% | 89.0% | 90.0% |
| 长期投资 | 152 | 123 | 123 | 123 | 123 |
| 固定资产 | 828 | 843 | 787 | 729 | 669 |
| % 总资产 | 10.5% | 8.9% | 7.4% | 5.5% | 4.8% |
| 无形资产 | 168 | 194 | 207 | 219 | 228 |
| 非流动资产 | 1,231 | 1,475 | 1,458 | 1,441 | 1,410 |
| % 总资产 | 15.5% | 15.6% | 13.8% | 11.0% | 10.0% |
| 资产总计 | 7,927 | 9,455 | 10,573 | 13,145 | 14,066 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付款项 | 2,375 | 3,012 | 2,484 | 3,813 | 3,208 |
| 其他流动负债 | 222 | 221 | 221 | 221 | 221 |
| 流动负债 | 2,597 | 3,232 | 2,704 | 4,034 | 3,429 |
| 长期贷款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 72 | 92 | 92 | 92 | 92 |
| 负债 | 2,669 | 3,325 | 2,797 | 4,126 | 3,521 |
| 普通股股东权益 | 5,261 | 6,045 | 7,680 | 8,910 | 10,421 |
| 少数股东权益 | -3 | 85 | 97 | 109 | 124 |
| 负债股东权益合计 | 7,927 | 9,455 | 10,573 | 13,145 | 14,066 |

比率分析

| | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 每股指标 | | | | | |
| 每股收益 (元) | 1.54 | 1.55 | 1.72 | 1.92 | 2.18 |
| 每股净资产 (元) | 5.54 | 6.37 | 8.09 | 9.39 | 10.98 |
| 每股经营现金净流 (元) | 1.32 | 1.59 | 1.92 | 1.99 | 2.38 |
| 每股股利 (元) | 0.75 | 0.75 | 0.00 | 0.62 | 0.59 |
| 回报率 | | | | | |
| 净资产收益率 | 27.78% | 24.38% | 21.24% | 20.40% | 19.84% |
| 总资产收益率 | 18.43% | 15.69% | 15.53% | 13.92% | 14.80% |
| 投入资本收益率 | 226.79% | 56.58% | 44.11% | 50.21% | 56.10% |
| 增长率 | | | | | |
| 营业总收入增长率 | 21.10% | 5.81% | 8.90% | 13.33% | 11.42% |
| EBIT增长率 | 22.49% | 16.68% | 5.13% | 11.84% | 13.56% |
| 净利润增长率 | 21.08% | 0.85% | 10.68% | 11.43% | 13.76% |
| 总资产增长率 | 23.56% | 19.29% | 11.82% | 24.32% | 7.01% |
| 资产管理能力 | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 19.7 | 22.8 | 21.2 | 21.2 | 21.2 |
| 存货周转天数 | 52.0 | 59.6 | 56.6 | 57.6 | 57.6 |
| 应付账款周转天数 | 108.3 | 116.9 | 112.6 | 112.6 | 112.6 |
| 固定资产周转天数 | 43.1 | 40.5 | 36.3 | 29.8 | 24.6 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 净负债/股东权益 | -41.78% | -63.82% | -65.52% | -74.20% | -74.92% |
| EBIT利息保障倍数 | -16.7 | -17.7 | 94.3 | 70.3 | 79.9 |
| 资产负债率 | 33.67% | 35.16% | 26.45% | 31.39% | 25.03% |

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

| | 评级 | 说明 |
|------|----|------------------------------------|
| 股票评级 | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上 |
| | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间 |
| | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上 |
| 行业评级 | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上 |

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。