

老板电器 (002508)

证券研究报告

2017年04月25日

业绩增长 5 成超市市场预期，彰显优质成长白马典范

事件：公司公告 17 年一季报，收入为 13.61 亿元，同比增长 33.98%，归母净利润 2.52 亿元，同比增长 54.28%，大超市市场预期；当期公司收到政府补贴 5441.7 万元（16Q1 同期为 1020.9 万元），扣非后归母净利润 2.06 亿元，同比增长 33.13%。同时，公司预计 2017 年上半年业绩增速为 20%-40%。

收入表现持续靓丽，地产后周期效应仍在持续

16 年前三季度一二线城市地产回暖明显，直接利好定位中高端的老板电器。国家及地方出台的限购政策对于自住刚需仍有保留，17 年初热点三四线城市地产销量火爆，对于厨电行业需求的传导也将在 17 年下半年有所体现。从中怡康数据看，截止 2017Q1 季度，老板烟灶消产品销量市占率分别为 17.9%、14.7%、12.0%，同比上升 1.2、0.7、2.5pct；销售额市占率分别为 25.8%、21.9%、21.6%，同比上升 1.6、0.8、2.9pct，市占率仍在持续上升。老板电器油烟机销售量级仅为约 300 万台，就规模和市占率看，与其他家电品类龙头公司美的、格力存在量级差距，未来具备持续上升空间。

中高端占比上升效果明显，盈利能力再创新高

下半年原材料价格有所上升对冲了一部分产品结构提升带来的毛利率提升。从长期看，公司大吸力油烟机、智能化产品占比上升以及高毛利电商渠道增长带来利润率提升的逻辑仍在持续。在新品方面，公司在洗碗机、嵌入式厨电、净水器等产品上布局领先，有望打开新的成长空间。渠道方面，高毛利的电商渠道占比上升，带动整体毛利率有所提升。公司 17Q1 季度毛利率、净利率分别为 56.97%、19.43%，同比+0.34pct、+2.47pct，为历史上 Q1 季度盈利能力新高。从费用率看，17Q1 年销售、管理、财务费用率分别为 34.61%、7.10%、-1.22%，同比分别+1.71pct、-0.65、-0.48pct，整体略微上升 0.58pct。期间费用率整体平稳，保障了利润端的快速增长。若二季度原材料成本面临高位向下临界拐点，则盈利能力有望进一步提升。

中高端占比上升效果明显，盈利能力再创新高

1) 17Q1 期末现金、存货为 36.3、9.5 亿元，同比+47.5%、+22.2%；应收票据和账款合计 11.1 亿元，同比+22.2%。预收账款 10.0 亿元，同比大幅增长 31.7%，预示公司后续增长将有持续强劲的表现；其他应付款为公司重要的蓄水池，期末余额 5.3 亿元，同比增长 40.1%，报表质量扎实。2) 从周转情况看，整体营业周期减少 14.2 天，周转效率显著提升。3) 从现金流量表看，销售商品、提供劳务收到现金为 14.1 亿元，同比增长 12.2%；经营活动净现金流 1.9 亿元，同比增长 0.1%，主要由于存货及应收款上升明显。

投资建议

我们预计 2017-2019 年公司营业收入将达 76.7、98.2、124.4 亿元；公司净利润将达 16.5、21.6、27.8 亿元；净利润增速分别为 36.5%、31.1%、28.9%；对应 EPS 为 2.26、2.96、3.81 元，目前股价对应 17-19 年估值分别为 25.5 倍、19.5 倍和 15.1 倍，维持买入评级。

风险提示：房地产市场、原材料价格波动风险；渠道下沉不达预期。

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4,542.72	5,794.90	7,666.94	9,823.75	12,439.89
增长率(%)	26.58	27.56	32.30	28.13	26.63
EBITDA(百万元)	932.87	1,335.68	1,795.64	2,375.35	3,089.72
净利润(百万元)	830.49	1,206.83	1,647.32	2,160.16	2,783.96
增长率(%)	44.58	45.32	36.50	31.13	28.88
EPS(元/股)	1.14	1.65	2.26	2.96	3.81
市盈率(P/E)	50.62	34.83	25.52	19.46	15.10
市净率(P/B)	13.26	10.18	7.92	6.17	4.79
市销率(P/S)	9.25	7.25	5.48	4.28	3.38
EV/EBITDA	20.88	17.48	21.52	15.44	11.56

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	家用电器/白色家电
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	57.58 元
目标价格	65 元
上次目标价	55 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	730.06
流通 A 股股本(百万股)	715.72
A 股总市值(百万元)	42,036.67
流通 A 股市值(百万元)	41,211.04
每股净资产(元)	5.66
资产负债率(%)	35.70
一年内最高/最低(元)	59.28/33.01

作者

蔡雯娟 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516100008
caiwenjuan@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《老板电器-年报点评报告:地产后周期效应持续，市占率具备长期提升空间》2017-03-30
- 《老板电器-公司点评:业绩预增接近 5 成，地产后周期效应仍在持续》2017-01-24
- 《老板电器-公司点评:业绩预告上修至 40%-50%，优质厨电白马再超预期》2017-01-10

1. 事件

公司公告 2017 年一季报，收入为 13.61 亿元，同比增长 33.98%，实现归母净利润 2.52 亿元，同比增长 54.28%，大超预期；当期公司收到政府补贴 5441.7 万元（16Q1 同期为 1020.9 万元），扣非后归母净利润 2.06 亿元，同比增长 33.13%。同时，公司预计 2017 年上半年业绩增速为 20%-40%。

2. 收入表现持续靓丽，地产后周期效应仍在持续

16 年前三季度一二线城市地产回暖明显，直接利好定位中高端的老板电器。国家及地方出台的限购政策对于自住刚需仍有保留，17 年初热点三四线城市地产销量火爆，对于厨电行业需求的传导也将在 17 年下半年有所体现。

从中怡康数据看，截止 2017Q1 季度，老板烟灶消产品销量市占率分别为 17.9%、14.7%、12.0%，同比上升 1.2、0.7、2.5pct；销售额市占率分别为 25.8%、21.9%、21.6%，同比上升 1.6、0.8、2.9pct，市占率仍在持续上升。

老板电器油烟机销售量级仅为约 300 万台，就规模和市占率看，与其他家电品类龙头公司美的、格力千万台的出货量存在量级差距，未来具备持续上升的空间。

3. 中高端占比上升效果明显，盈利能力再创新高

下半年原材料价格有所上升对冲了一部分产品结构提升带来的毛利率提升。从长期看，公司大吸力油烟机、智能化产品占比上升以及高毛利电商渠道增长带来利润率提升的逻辑仍在持续。

在新品方面，公司在洗碗机、嵌入式厨电、净水器等产品上布局领先，有望打开新的成长空间。嵌入式新品高速增长，其中嵌入式烤箱、蒸箱、微波炉、洗碗机销售量同比增长 146%、167%、111%、1252%。

渠道方面，高毛利的电商渠道占比上升，带动整体毛利率有所提升。公司 17Q1 季度毛利率、净利率分别为 56.97%、19.43%，同比+0.34pct、+2.47pct，为历史上 Q1 季度盈利能力新高。

从费用率看，17Q1 年销售、管理、财务费用率分别为 34.61%、7.10%、-1.22%，同比分别+1.71pct、-0.65、-0.48pct，整体略微上升 0.58pct。财务费用率由于当期利息收入增加有所下降，公司在实现销售收入快速增长的同时，销售费用保持可控。期间费用率整体平稳，保障了利润端的快速增长。若二季度原材料成本面临高位向下的临界拐点，则盈利能力有望进一步提升。

4. 预收款项增大幅增长，经营性现金流表现优异

1) 从资产负债表项目看，17Q1 期末现金、存货为 36.3、9.5 亿元，同比+47.5%、+22.2%；应收票据和账款合计为 11.1 亿元，同比+22.2%。预收账款为 10.0 亿元，同比大幅增长 31.7%，预示着公司后续增长将有持续强劲的表现；其他应付款为公司重要的蓄水池，17Q1 期末余额 5.3 亿元，同比大幅增长 40.1%，报表质量扎实。

2) 从周转情况看，17Q1 存货和应收账款周转天数为 150.0 天、19.2 天，同比-9.5 天和-4.7 天，整体营业周期约减少 14.2 天，周转效率显著提升。

3) 从现金流量表看，17Q1 销售商品、提供劳务收到的现金为 14.1 亿元，同比增长 12.2%；经营活动净现金流 1.9 亿元，同比增长 0.1%，主要由于存货及应收款上升明显。

5. 股权激励助业绩持续增长，高分红彰显优质白马价值

公司股权激励解锁条件以 13 年净利润为基数,14~17 年净利润增长不低于 30%、65%、110%、160%，年度 ROE 不低于 20%。股票激励以及后续推出的员工持股、经销商持股计划，实现了管理层和员工、经销商多方利益绑定，未来业绩增长后劲十足。预计公司 17 年现金分红率将维持 30%左右水平，彰显优质白马投资价值。

6. 投资建议

我们认为，公司的销售量级及市占率与白电龙头存在显著差距，长期成长空间广阔。地产调控政策带来短期估值水平的下滑已经过前期横盘消化，17 年对应的市场需求依旧有足够保障。嵌入厨电、空气净化器、洗碗机等新品不断推出，将成为未来新的有力增长点。大吸力油烟机、智能化新品的推出带动产品结构改善明显。此外，公司在二三线市场和电商渠道持续发力，未来产品市占率仍有继续提升空间。

我们预计 2017-2019 年公司营业收入将达 76.7、98.2、124.4 亿元；公司净利润将达 16.5、21.6、27.8 亿元；净利润增速分别为 36.5%、31.1%、28.9%；对应 EPS 为 2.26、2.96、3.81 元，目前股价对应 17-19 年估值分别为 25.5 倍、19.5 倍和 15.1 倍，维持买入评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	2,323.22	3,448.41	3,378.30	5,347.68	6,281.48
应收账款	331.58	345.92	740.23	651.47	1,110.85
预付账款	20.36	32.83	65.77	59.20	97.80
存货	721.57	914.49	1,147.12	1,465.92	1,816.93
其他	613.82	654.96	1,194.12	1,152.87	1,819.08
流动资产合计	4,010.55	5,396.61	6,525.54	8,677.14	11,126.15
长期股权投资	0.00	0.82	0.82	0.82	0.82
固定资产	871.99	852.19	894.09	965.69	1,044.67
在建工程	0.00	0.00	60.00	84.00	93.60
无形资产	96.10	97.06	89.94	82.81	75.69
其他	48.00	68.52	20.16	20.14	20.14
非流动资产合计	1,016.10	1,018.60	1,065.01	1,153.46	1,234.92
资产总计	5,026.64	6,415.20	7,590.55	9,830.60	12,361.07
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	1,185.44	1,147.02	1,721.32	1,687.00	2,594.98
其他	666.53	1,083.66	557.49	1,319.80	993.52
流动负债合计	1,851.97	2,230.68	2,278.81	3,006.80	3,588.50
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	8.39	59.27	9.00	9.00	9.00
非流动负债合计	8.39	59.27	9.00	9.00	9.00
负债合计	1,860.36	2,289.96	2,287.81	3,015.80	3,597.50
少数股东权益	(3.29)	(3.31)	(3.34)	(3.38)	(3.38)
股本	486.08	730.06	730.06	730.06	730.06
资本公积	819.59	610.51	582.77	582.77	582.77
留存收益	2,744.90	3,450.63	4,576.01	6,088.12	8,036.90
其他	(880.99)	(662.64)	(582.77)	(582.77)	(582.77)
股东权益合计	3,166.29	4,125.24	5,302.73	6,814.80	8,763.58
负债和股东权益总	5,026.64	6,415.20	7,590.55	9,830.60	12,361.07

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	827.95	1,206.81	1,647.32	2,160.16	2,783.96
折旧摊销	46.17	80.31	55.22	61.52	68.54
财务费用	(0.35)	(0.54)	(88.75)	(113.44)	(151.18)
投资损失	0.00	1.86	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	263.51	358.67	(1,180.56)	545.79	(933.52)
其它	(13.63)	(101.67)	(0.03)	(0.04)	(0.00)
经营活动现金流	1,123.65	1,545.45	433.20	2,654.00	1,767.81
资本支出	409.09	11.36	200.27	150.00	150.00
长期投资	0.00	0.82	0.00	0.00	0.00
其他	(714.87)	(210.51)	(322.54)	(300.00)	(300.00)
投资活动现金流	(305.77)	(198.32)	(122.27)	(150.00)	(150.00)
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	84.92	122.80	113.14	113.44	151.18
其他	(185.54)	(349.19)	(494.19)	(648.05)	(835.19)
筹资活动现金流	(100.63)	(226.38)	(381.05)	(534.61)	(684.01)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	717.25	1,120.74	(70.11)	1,969.39	933.80

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	4,542.72	5,794.90	7,666.94	9,823.75	12,439.89
营业成本	1,900.00	2,474.05	3,226.88	4,089.98	5,138.38
营业税金及附加	46.55	67.52	83.24	107.34	135.85
营业费用	1,353.47	1,545.11	2,031.74	2,573.82	3,234.37
管理费用	354.27	449.16	582.69	736.78	908.11
财务费用	(65.96)	(78.64)	(88.75)	(113.44)	(151.18)
资产减值损失	1.36	1.79	1.97	2.00	2.00
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)	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	3.72	0.00	0.00	0.00
营业利润	953.03	1,334.04	1,829.16	2,427.26	3,172.36
营业外收入	17.32	71.58	89.00	88.00	88.00
营业外支出	1.54	1.36	1.36	3.50	3.50
利润总额	968.81	1,404.26	1,916.80	2,511.76	3,256.86
所得税	140.86	197.44	269.51	351.65	472.90
净利润	827.95	1,206.81	1,647.29	2,160.12	2,783.96
少数股东损益	(2.54)	(0.02)	(0.03)	(0.04)	0.00
归属于母公司净利润	830.49	1,206.83	1,647.32	2,160.16	2,783.96
每股收益(元)	1.14	1.65	2.26	2.96	3.81

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	26.58%	27.56%	32.30%	28.13%	26.63%
营业利润	48.08%	39.98%	37.11%	32.70%	30.70%
归属于母公司净利润	44.58%	45.32%	36.50%	31.13%	28.88%
获利能力					
毛利率	58.17%	57.31%	57.91%	58.37%	58.69%
净利率	18.28%	20.83%	21.49%	21.99%	22.38%
ROE	26.20%	29.23%	31.05%	31.68%	31.76%
ROIC	88.91%	135.70%	245.88%	104.50%	178.48%
偿债能力					
资产负债率	37.01%	35.70%	30.14%	30.68%	29.10%
净负债率	-14.62%	-11.22%	-21.85%	-16.00%	-26.61%
流动比率	2.17	2.42	2.86	2.89	3.10
速动比率	1.78	2.01	2.36	2.40	2.59
营运能力					
应收账款周转率	14.05	17.11	14.12	14.12	14.12
存货周转率	7.12	7.08	7.44	7.52	7.58
总资产周转率	1.05	1.01	1.09	1.13	1.12
每股指标(元)					
每股收益	1.14	1.65	2.26	2.96	3.81
每股经营现金流	1.54	2.12	0.59	3.64	2.42
每股净资产	4.34	5.66	7.27	9.34	12.01
估值比率					
市盈率	50.62	34.83	25.52	19.46	15.10
市净率	13.26	10.18	7.92	6.17	4.79
EV/EBITDA	20.88	17.48	21.52	15.44	11.56
EV/EBIT	21.95	18.60	22.20	15.85	11.83

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com