



老板电器(002508.SZ)

【联讯家电】老板电器 2017 中报点评：新品放量，业绩增长超预期

2017 年 07 月 27 日

投资要点

增持(首次评级)

当前价：40.6 元
目标价：53.32 元

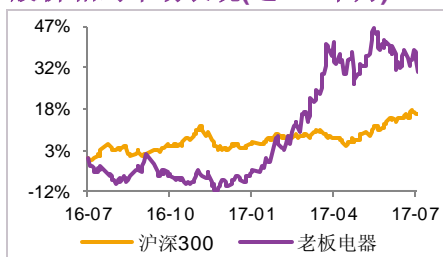
分析师：王风华

执业编号：S0300516060001
邮箱：wangfenghua@lxsec.com

研究助理：李梦龙

电话：021-51782243
邮箱：limenglong@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源：聚源

盈利预测

百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	5,795	7,348	9,216	11,546
(+/-)	27.6%	26.8%	25.4%	25.3%
净利润	1,207	1,629	2,138	2,620
(+/-)	45.3%	35.0%	31.2%	22.5%
EPS(元)	1.65	1.72	2.25	2.76
P/E	22.26	23.65	18.02	14.71

资料来源：联讯证券研究院

相关研究

◇ 首次覆盖，给予“增持”评级，目标价 53.32 元

2017 年上半年，公司实现营业收入 32 亿元 (+26.6%)，归母净利润 6 亿元 (+41.4%)，毛利率 57.3% (-1.7pct)，归母净利率 18.7% (+1.9pct)；二季度实现营业收入 18.4 亿元 (+21.7%)，归母净利润 3.5 亿元 (+33.3%)，毛利率 56.1% (-3.4pct)，净利率 18.9% (+1.6pct)。公司营收稳定增长，业绩增长略超市场预期。预计 2017-2019 年营收 73/92/115 亿元，归母净利润 16/21/26 亿元，EPS 分别为 1.72/2.25/2.76 元，对应 PE 估值 23.7/18.0/14.7 倍，给予“增持”评级。

◇ 烟灶消增速稳定，新品类占比提升，龙头地位稳固。

2017 年上半年，公司主营业务保持稳定增长，其中烟/灶/消增速分别达到 21%/20%/28%。在公司三年计划“垄断油烟机，打赢嵌入式”的驱动下，嵌入式新品类增速均大幅超越行业，嵌入式烤箱/蒸汽炉/微波炉分别录得 70%/107%/49% 的增长，其中烤箱、蒸汽炉收入达亿级，洗碗机在前期基数较低情况下实现 945% 的增长，嵌入式品类（含消毒柜）收入占比提升至 16%，相比去年同期提升 2.5pct。同时公司油烟机、燃气灶、消毒柜、微波炉市场份额稳居第一，新品类电烤箱、蒸汽炉、洗碗机均位列行业第三，龙头地位稳固。

◇ 成本冲击+口径变化致二季度毛利率下降，下半年盈利能力持续修复。

公司促销活动费有计入销售费用改为从收入中扣除，同时受累于成本冲击影响的滞后显现，公司二季度收入增速放缓，毛利率同比下降 3.4pct，整个上半年毛利率同比微降 1.7pct，但毛销差提升 0.9pct，归母净利率提升 1.9pct，盈利能力持续增强。考虑到主要原材料价格于今年二季度开始回落企稳，下半年公司盈利能力将得到进一步修复。

◇ 渠道下沉稳步进行，三四线市场亟待挖掘。

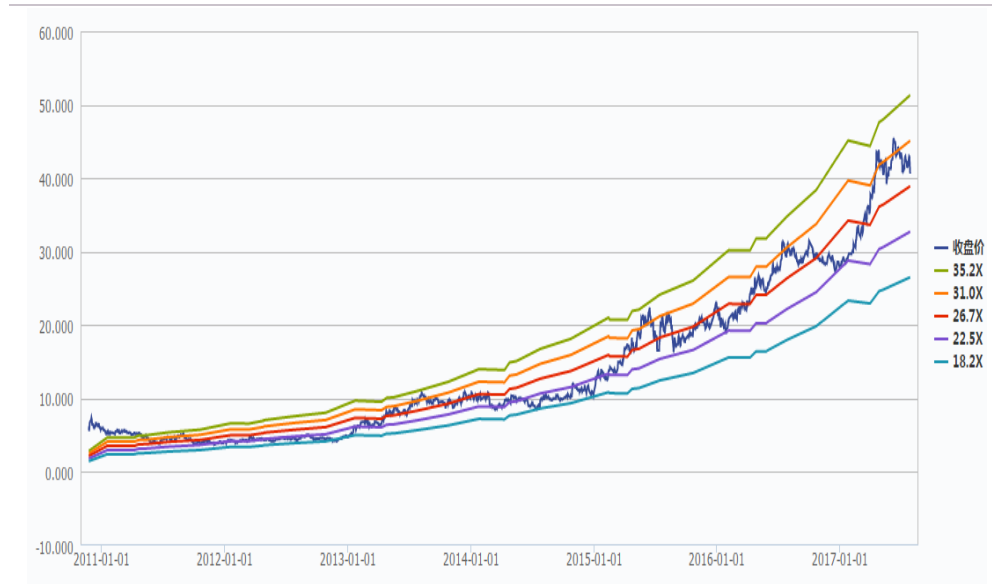
2017 年上半年新增 214 家专卖店，拆分代理商 4 家，全国代理商增至 86 家，渠道越发扁平化。同时公司采用不同产品和价格体系进军三四线市场，随着渠道下沉的持续进行，公司市场份额有望继续提升，掘金三四线市场。

◇ 风险提示

原材料成本持续上升，新品销售不及预期。

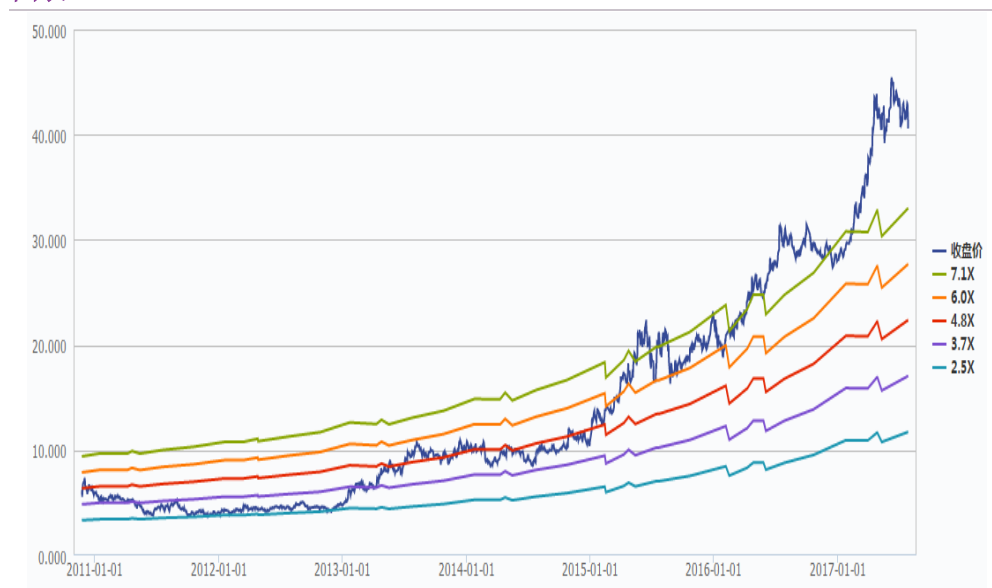


图表1: PE Band



资料来源: Wind、联讯证券

图表2: PB Band



资料来源: Wind、联讯证券



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表					现金流量表				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	5,397	6,746	8,432	10,540	经营活动现金流	1,545	1,777	2,044	2,350
货币资金	3,448	4,837	6,474	8,418	净利润	1,207	1,629	2,138	2,620
应收账款	332	342	355	369	折旧摊销	80	81	82	83
其它应收款	14	15	15	16	财务费用	-79	-110	-138	-173
预付账款	33	34	35	37	投资损失	2	2	2	2
存货	914	942	980	1,019	营运资金变动	1,007	903	1,151	1,466
其他	655	577	572	681	其它	-672	-728	-1,191	-1,646
非流动资产	1,019	1,090	1,166	1,248	投资活动现金流	-198	-237	-247	-227
长期股权投资	1	1	1	1	资本支出	199	229	264	303
固定资产	852	895	940	987	长期投资	1	1	1	1
无形资产	97	98	99	100	其他	-398	-467	-512	-532
其他	69	96	127	160	筹资活动现金流	-226	-152	-160	-179
资产总计	6,415	7,836	9,598	11,788	短期借款	0	0	0	0
流动负债	2,231	2,677	3,212	3,855	长期借款	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	其他	-226	-152	-160	-179
应付账款	911	1,093	1,312	1,574	现金净增加额	1,121	1,389	1,637	1,944
其他	1,320	1,584	1,901	2,281					
非流动负债	59	60	60	61	主要财务比率	2016	2017E	2018E	2019E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	59	60	60	61	营业收入	27.56%	26.81%	25.42%	25.28%
负债合计	2,290	2,737	3,273	3,916	营业利润	39.98%	42.30%	31.53%	22.67%
少数股东权益	-3	-3	-3	-3	归属母公司净利润	45.32%	35.01%	31.23%	22.51%
归属母公司股东权益	4,129	5,102	6,329	7,876	获利能力				
负债和股东权益	6,415	7,836	9,598	11,788	毛利率	57.31%	57.38%	56.44%	55.71%
利润表	2016	2017E	2018E	2019E	净利率	20.83%	22.17%	23.20%	22.69%
营业收入	5,795	7,348	9,216	11,546	ROE	33.10%	35.33%	37.43%	36.90%
营业成本	2,474	3,132	4,015	5,114	偿债能力				
营业税金及附加	68	73	74	75	资产负债率	35.70%	34.93%	34.10%	33.22%
销售费用	1,545	1,911	2,304	2,887	流动比率	241.93%	252.01%	262.51%	273.44%
管理费用	449	441	461	577	速动比率	200.93%	216.82%	232.01%	247.01%
财务费用	-79	-110	-138	-173	营运能力				
资产减值损失	2	2	2	2	总资产周转率	1.01	1.03	1.06	1.08
公允价值变动收益	0	0	0	0	应收账款周转率	17.78	21.83	26.46	31.87
投资净收益	-2	-2	-2	-2	应付账款周转率	2.64	3.13	3.34	3.54
营业利润	1,334	1,898	2,497	3,063	每股指标(元)				
营业外收入	72	20	20	20	每股收益	1.65	1.72	2.25	2.76
营业外支出	1	1	1	1	每股经营现金	2.12	1.87	2.15	2.48
利润总额	1,404	1,917	2,516	3,082	每股净资产	5.65	5.37	6.67	8.30
所得税	197	288	377	462	估值比率				
净利润	1,207	1,629	2,138	2,620	P/E	22.26	23.65	18.02	14.71
少数股东损益	0	0	0	0	P/B	6.51	7.56	6.09	4.89
归属母公司净利润	1,207	1,629	2,138	2,620	EV/EBITDA	19.22	18.40	13.70	10.82
EBITDA	1,338	1,979	2,579	3,146					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

王凤华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 20 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	赵玉洁	021-51782233	18818101870	zhaoyujie@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com