

2017年08月01日

老板电器 (002508.SZ)

公司快报

营收稳定，盈利能力持续上升

投资要点

◆ **公司稳定快速增长，半年报业绩基本符合预期**：2017年7月26日公司发布2017年半年报，公司上半年业绩符合预期。上半年实现营业收入31.98亿元，同比增长26.63%；归属于母公司所有者的净利润5.98亿元，同比增长41.37%，扣除非经常性损益的归母净利润5.51亿元，同比增长34.335%。公司预计1-9月归属于上市公司股东的净利润变动幅度从20%到40%。

◆ **营收增速减缓，毛利率小幅下降，但销售管理能力上升**：公司一季度和二季度的营业收入分别为13.62亿元和18.36亿元，同比从34.06%下降到21.67%。由于原材料涨价，公司的毛利率从Q1的59%下降到Q2的56%，归母净利润分别为2.52亿元和3.46亿元，同比从54.28%下降到33.08%。不过公司前期通过销售下沉、代理商分拆等销售管理策略提升了公司整体的盈利能力，Q2公司（销售+管理费用）占营业收入的比重从Q1的42%下降到34%。公司扣非后净利润分别为2.06亿元和3.45亿元，同比从32.90%上升到35.29%。

◆ **领跑市场，嵌入式业务发展迅猛**：2017年上半年，厨电市场中主要厨房电器产品吸油烟机、燃气灶、消毒柜销售额的增长比例分别为6.88%、4.31%、-0.45%，公司主营业务中三者的营业收入同比分别增长了21.05%、19.86%和27.76%，明显高于行业增长。除了主力产品外，公司非主力产品增速更加明显，烤箱、蒸汽炉、微波炉、洗碗机同比增速分别高达69.93%、107.37%、48.79%和945.44%。

公司吸油烟机和燃气灶业务零售市场份额分别为26.27%和23.30%，稳居行业第一宝座，而嵌入式业务中，消毒柜和微波炉也处于行业第一的水平，电烤箱、蒸汽炉和洗碗机业务则位居行业第三。

◆ **渠道扁平、下沉助力公司业务拓展**：厨电产品营销多采用金字塔营销策略，渠道层层瓜分利润，消费终端的支付费用中有50%以上是支付给渠道的，如果能够管理创新将渠道扁平化，这部分的利润有望被公司获取，将明显提高公司的盈利水平。2017年公司通过拆分代理商、渠道下沉、合伙人制度等制度创新提升了公司的销售能力和盈利能力。公司今年上半年新拆分代理商4家，全国代理商数量已经增加至86家，公司渠道逐渐扁平化；市场拓展方面，公司在二线城市新建A类厨源体验店3家；三四级市场全面提升专卖店覆盖率，新建专卖店214家，较16年上半年的150家明显增多，截至报告期，公司专卖店数量增至2650家。由于电商更加接近终端，避免了渠道的层层瓜分，直接通过电商销售能够增加公司的盈利水平。公司在电商渠道持续领跑，根据半年报披露，奥维线上零售市场监测月度数据，老板品牌的厨电套餐（烟灶套餐及烟灶消套餐）线上占有率为28%。

◆ **研发投入加速产品创新突破，夯实行业领先地位**：以往厨电产品技术门槛较低，因此行业玩家渐渐增加，产业竞争逐渐加大。公司耕耘高端厨电产品制造，不断在技术上突破，拉大与其他公司之间的差距。

公司在上半年先后成立了美国加州创新中心和深圳创新中心，与国内外知名研究单位

家电 | 白色家电 III

投资评级 **增持-A(首次)**
 6个月目标价 45.90元
 股价(2017-07-31) 40.31元

交易数据

总市值(百万元) 38,255.51
 流通市值(百万元) 37,505.76
 总股本(百万股) 949.03
 流通股本(百万股) 930.43
 12个月价格区间 35.78/59.28元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-8.95	-9.19	26.49
绝对收益	-7.29	-2.94	31.22

分析师

王刚
 SAC 执业证书编号：S0910515070001
 wanggang@huajinsec.cn
 021-20655693

报告联系人

王洁婷
 wangjieting@huajinsec.cn
 021-20655763

相关报告

和高校开展战略合作，积极实现产学研结合。公司 H1 研发投入 0.89 亿元，同比增长 35.10%。随着研发投入的增加，公司产品不断突破。2017 年公司推出第四代大吸力油烟机 8229S 产品拥有超强性能，创造了大吸力油烟机的全球新标准；吸油烟机 5610 能有效地去除厨房里的有害气体和 PM2.5，该款机型荣获“艾普兰奖——创新奖”及“2016-2017 年度高端家电及消费电子红顶奖”。

◆ **入池 MSCI，行业龙头、稀缺标的给予估值溢价：**今年上半年，MSCI 明晟宣布将中国 A 股纳入 MSCI 新兴市场指数与 MSCI ACWI 全球指数，家电板块美的电器、青岛海尔、老板电器率先入池。2015 和 2016 年老板电器吸油烟机均为全球吸油烟机自有品牌市场份额第一，是全球厨电龙头公司，并且目前是国内厨电行业上市公司中唯一一家定位高端品牌的企业，能够给予估值溢价。

◆ **下半年营收可能受房地产影响较大：**通过对比 30 大中城市商品房销量同比数据能够发现公司营业收入滞后房地产销售约一年的时间。去年 3 月份商品房销量同比的高点对应的是公司今年一季度销量同比的高点，二季度公司的营收随着房地产销量的回落而下滑，我们预计公司随后的营收可能会随房地产销量同比下滑而继续回落。

◆ **投资建议：**我们公司预测 2017 年至 2019 年每股收益分别为 1.70、1.93 和 2.53 元。净资产收益率分别为 29.3%、27.2% 和 28.6%，给予增持-A 建议，6 个月目标价为 45.90 元，相当于 2017 年 27 倍的动态市盈率。

◆ **风险提示：**

- 1、商品房住宅销售面积进一步下降，市场波动影响业务发展；
- 2、市场竞争过于激烈对市场份额及经营业绩带来影响；
- 3、原材料价格上涨。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	4,542.7	5,794.9	7,308.2	9,263.3	11,746.8
同比增长(%)	26.6%	27.6%	26.1%	26.8%	26.8%
营业利润(百万元)	953.0	1,334.0	1,798.1	2,083.3	2,729.5
同比增长(%)	48.1%	40.0%	34.8%	15.9%	31.0%
净利润(百万元)	830.5	1,206.8	1,613.1	1,835.2	2,401.6
同比增长(%)	44.6%	45.3%	33.7%	13.8%	30.9%
每股收益(元)	0.88	1.27	1.70	1.93	2.53
PE	46.1	31.7	23.7	20.8	15.9
PB	12.1	9.3	7.0	5.7	4.6

数据来源：贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王刚声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn