



# 产品需求旺盛，盈利稳步增长

——老板电器（002508）三季度点评

2017年10月27日

推荐/维持

老板电器

财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号：S1480510120012
	zhengmgdxs@hotmail.com	010-66554031

事件：

2017年前三季度公司累计实现营业收入49.88亿元，同比增长25.15%，归属上市公司股东的净利润为9.60亿元，同比增长36.95%，EPS为每股0.74元同比增长36.49%。其中2017Q3实现营业收入17.90亿元，同比增长22.60%。

## 公司分季度财务指标

指标	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3
营业收入（百万元）	1016.48	1508.8	1460.19	1809.43	1361.88	1835.87	1790.17
增长率（%）	22.43%	24.53%	35.28%	27.29%	33.98%	21.68%	22.60%
毛利率（%）	58.47%	59.44%	58.80%	53.67%	58.99%	56.07%	53.84%
期间费用率（%）	39.91%	38.10%	36.35%	22.34%	40.49%	32.62%	30.14%
营业利润率（%）	18.01%	19.92%	21.69%	29.49%	17.86%	22.19%	22.93%
净利润（百万元）	163.06	259.77	278.47	505.51	251.57	346.18	362.67
增长率（%）	39.62%	38.92%	53.16%	47.66%	54.28%	33.26%	30.24%
每股盈利（季度，元）	0.34	0.36	0.38	0.69	0.34	0.36	0.38
资产负债率（%）	35.89%	41.61%	41.79%	35.70%	35.85%	40.62%	39.46%
净资产收益率（%）	4.84%	7.81%	7.72%	12.25%	5.72%	7.89%	7.63%
总资产收益率（%）	3.11%	4.56%	4.49%	7.88%	3.67%	4.68%	4.62%

**表 1: 公司财务数据变动及原因**

资产负债表	期末数	较年初	说明
货币资金	2,187,013,639.81	-37%	本期购买保本型理财产品所致。
预付款项	140,661,750.66	328%	预付原材料采购款及预付广告宣传费增加所致。
应收票据	1,330,343,104.56	109%	本期销售收入增长, 同时以银行承兑票据作为结算方式增加, 应收票据期末尚未背书或贴现所致。
其他应收款	49,147,462.55	243%	本期保证金增加所致。
其他流动资产	1,500,550,098.88	8510%	本期购买保本型理财产品所致。
可供出售金融资产	127,734,000.00	361%	对外投资参与恒大地产集团有限公司增资所致。
长期股权投资	2,439,982.54	198%	对外投资所致。
无形资产	171,852,867.19	77%	购入土地使用权所致。
递延所得税资产	92,658,118.83	443%	预提销售费用产生的暂时性差异所致。
应付职工薪酬	6,998,086.91	92%	上年底员工工资及奖金支付完毕所致。
应交税费	199,974,074.09	31%	本期营业收入与利润总额有较大增加, 导致应交增值税和应交所得税增加所致。
其他应付款	755,193,868.67	220%	预提销售费用及代理商保证金增加所致。
股本	949,032,825.00	30%	本期实施资本公积转增股本及部分限制性股票回购所致。
资本公积	397,652,757.82	-35%	本期实施资本公积转增股本所致。
利润表	期末数	较同期	说明
营业成本	826,384,381.89	34%	销售规模扩大及原材料价格上涨使原材料成本增加所致。
营业外收入	4,512,396.82	188%	因为本期收到的政府补助增加所致。
所得税费用	52,215,752.90	35%	营业利润增加, 所得税相应增加所致。
营业利润	410,455,847.23	33%	本期销售规模扩大、业绩提升所致。
利润总额	414,887,035.08	37%	本期销售规模扩大、业绩提升所致。
归母净利润	362,675,669.39	37%	本期销售规模扩大、业绩提升所致。
现金流量表	期末数	较同期	说明
经营活动产生的现金流量净额	793,937,560.74	32%	本期收到银行承兑汇票增加、原材料采购及支付员工工资支出的现金增加所致。
投资活动产生的现金流量净额 同比增长 1361.62%	-1,714,082,774.81	1362%	本期购买理财产品支付的现金增加所致。
筹资活动产生的现金流量净额 同比增长 31.78%	365,205,405.00	32%	本期股利增加所致。

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

**观点:**
**➤ 公司业绩稳定增长, 成本端短期承压**

**公司总营收稳步增长。**2013 年至今三季度期内增速均在 25%以上, 净利率增速均超过 36%, 业绩增长稳定, 增速较高。三季度毛利率同比下降 4.91%, 系原材料价格上升导致。公司在原材料价格上升, 成本端承压的情况下依旧保持较高的净利增速。综上所述我们认为, 公司具备较强的成本控制能力, 盈利能力强, 业绩增长确定性高。

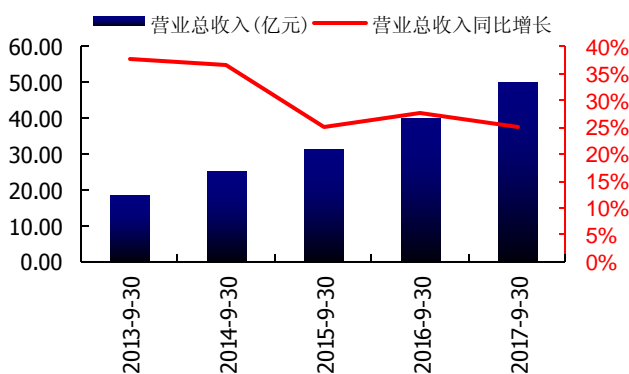
**➤ 消费升级, 嵌入式厨电爆发式增长**

**一二级市场消费升级带动嵌入式厨电市场高速增长。**一二级市场具有较高的购买力, 对高端化产品有更高的购买偏好, 公司凭借其龙头企业优势, 发挥品牌力、渠道力和产品力优势分别以超行业约 2.5 倍、3 倍和 4.5 倍的增速迅速抢占市场份额, 达到行业 3 的市场地位, 未来嵌入式厨电市场盈利可期。前三季度老板烟机零售均价有 7.5% 的上涨, 嵌入式产品预计实现一倍以上增长。

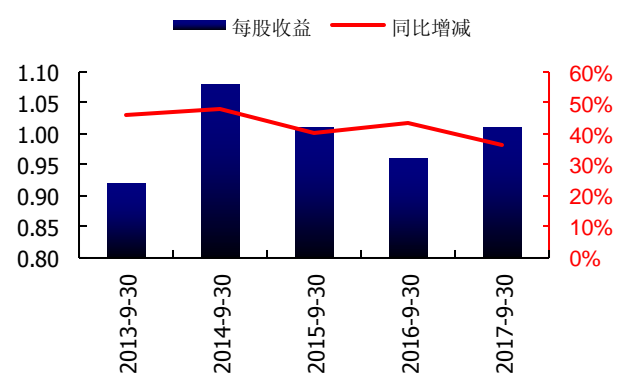
**➤ 盈利能力保持提升, 渠道备货积极性高。**

**下游渠道对产品销量有信心。**公司围绕代理制销售模式、多元渠道融合、以客户为中心三个方面着力建设全面高效的营销体系。公司独有的代理制模式具有较强的代理商激励效应, 公司深化渠道变革与合伙人制度, 促进渠道扁平化改革, 加速对三四线市场以超行业的速度拓展。前三季度公司预收账款达 10.3 亿元, 同比增加 22.6%, 体现渠道经销商对全年产品销售的信心, 备货积极性高。

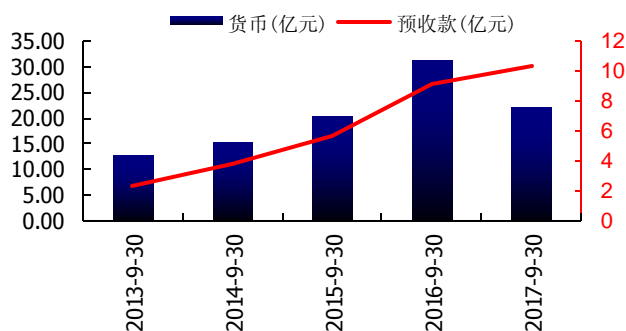
**风险提示: 地产调控导致厨电需求下降, 嵌入式新品销售不及预期, 原材料价格波动。**

**图 3: 营业收入情况**


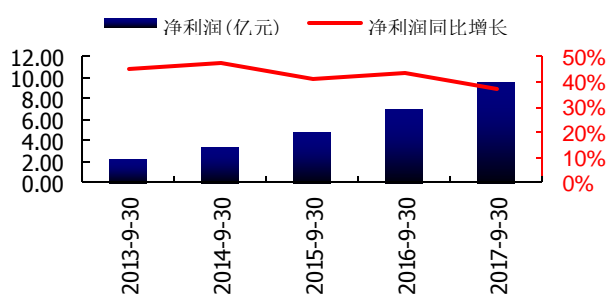
资料来源: 公司公告, 东兴证券

**图 4: 每股收益情况**


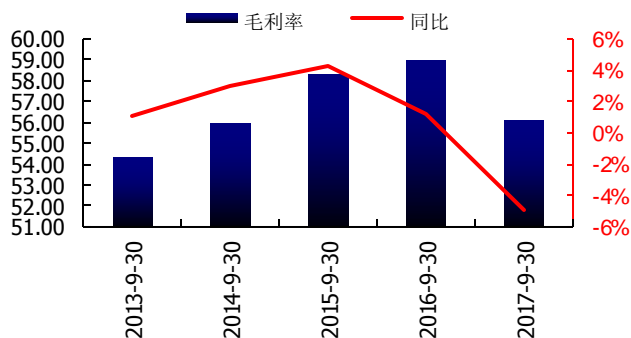
资料来源: 公司公告, 东兴证券

**图 5: 货币和预收款情况**


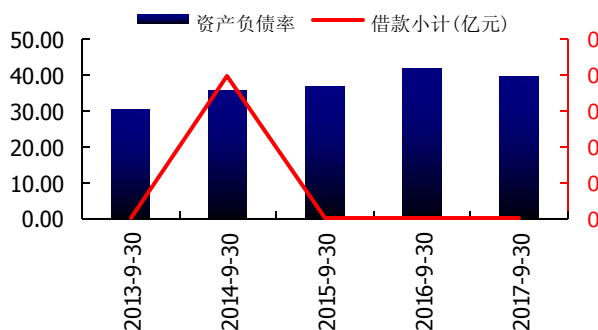
资料来源: 公司公告, 东兴证券

**图 6: 净利润情况**


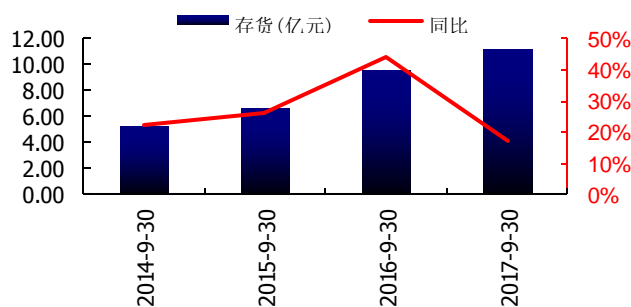
资料来源: 公司公告, 东兴证券

**图 7: 销售毛利率情况**


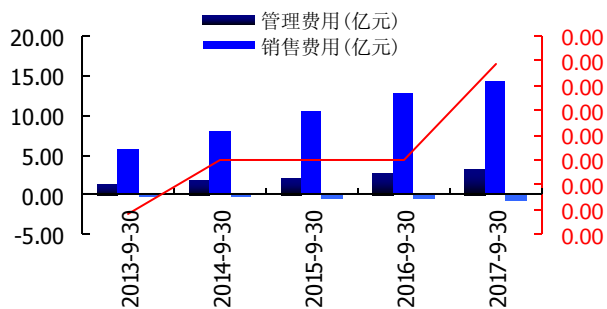
资料来源: 公司公告, 东兴证券

**图 8: 资产负债率情况**


资料来源: 公司公告, 东兴证券

**图 9: 存货情况**


资料来源: 公司公告, 东兴证券整理

**图 10: 销售费用、管理费用和财务费用情况**


资料来源: 公司公告, 东兴证券

### 结论:

我们认为, 一, 公司在原材料价格上升, 成本端承压的情况下依旧保持较高的净利增速。成本控制能力、盈利能力强, 业绩增长确定性高。二, 一二级市场消费升级带动嵌入式厨电市场高速增长, 嵌入式产品预计实现一倍以上增长。三, 公司三四线市场拓展可期, 渠道积极备货反映产品旺盛需求。

我们预计公司 2017-2019 年营业收入分别为 73.3 亿元、90.65 亿元和 111.47 亿元。对应 EPS 分别为 1.81、2.31 和 2.78 元。对应 PE 分别是 23.15、18.10 和 15.08 倍, 我们给予“推荐”评级。

**公司盈利预测表**

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产合计</b>	4011	5397	8480	10924	13915	<b>营业收入</b>	4543	5795	7330	9065	11147
货币资金	2323	3448	6197	8137	10461	<b>营业成本</b>	1900	2474	2915	3502	4363
应收账款	320	332	361	435	519	营业税金及附加	47	68	110	136	167
其他应收款	11	14	18	22	28	营业费用	1353	1545	1832	2266	2787
预付款项	20	33	62	97	141	管理费用	354	449	564	698	858
存货	722	914	1038	1247	1554	财务费用	-66	-79	-70	-72	-73
其他流动资产	0	17	40	66	98	资产减值损失	1.36	1.79	1.50	1.50	1.50
<b>非流动资产合计</b>	1016	1019	938	893	853	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	1	1	1	1	投资净收益	0.00	-1.86	0.00	0.00	0.00
固定资产	871.99	852.19	775.50	698.80	622.10	<b>营业利润</b>	953	1334	1976	2533	3044
无形资产	96	97	110	122	133	营业外收入	17.32	71.58	20.00	20.00	20.00
其他非流动资产	11	24	0	0	0	营业外支出	1.54	1.36	1.20	1.20	1.15
<b>资产总计</b>	5027	6415	9418	11817	14768	<b>利润总额</b>	969	1404	1995	2552	3062
<b>流动负债合计</b>	1852	2231	2798	3551	4526	所得税	141	197	279	357	429
短期借款	0	0	0	0	0	<b>净利润</b>	828	1207	1716	2194	2634
应付账款	964	911	1038	1247	1554	少数股东损益	-3	0	0	0	0
预收款项	525	840	1280	1824	2493	归属母公司净利润	830	1207	1716	2194	2634
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	1023	1426	1993	2549	3059
<b>非流动负债合计</b>	8	59	59	59	59	<b>BPS (元)</b>	1.73	1.67	1.81	2.31	2.78
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>负债合计</b>	1860	2290	2857	3610	4586	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	-3	-3	-3	-3	-3	营业收入增长	26.58%	27.56%	26.49%	23.68%	22.96%
实收资本(或股本)	486	730	949	949	949	营业利润增长	48.08%	39.98%	48.14%	28.17%	20.16%
资本公积	820	611	1488	1488	1488	归属于母公司净利润	42.17%	27.90%	42.17%	27.90%	20.01%
未分配利润	1682	2475	3239	4204	5350	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权	3170	4129	6564	8210	10185	毛利率(%)	58.17%	57.31%	60.23%	61.37%	60.86%
<b>负债和所有者权</b>	5027	6415	9418	11817	14768	净利率(%)	18.23%	20.83%	23.41%	24.21%	23.63%
<b>现金流量表</b>						<b>总资产净利润(%)</b>					
单位: 百万元						ROE(%)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	1124	1545	1966	2465	2965	<b>偿债能力</b>					
净利润	828	1207	1716	2194	2634	资产负债率(%)	37%	36%	30%	31%	
折旧摊销	136.20	170.25	0.00	76.70	76.70	流动比率	2.17	2.42	3.03	3.08	3.07
财务费用	-66	-79	-70	-72	-73	速动比率	1.78	2.01	2.66	2.73	2.73
应收账款减少	0	0	-30	-73	-85	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	440	544	669	总资产周转率	1.05	1.01	0.93	0.85	0.84
<b>投资活动现金流</b>	-306	-198	-7	-48	-56	应收账款周转率	15	18	21	23	23
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	5.80	6.18	7.52	7.93	7.96
长期股权投资减少	0	0	28	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	0	-2	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.73	1.67	1.81	2.31	2.78
<b>筹资活动现金流</b>	-101	-226	790	-477	-585	每股净现金流(最新)	1.48	1.54	2.90	2.04	2.45
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	6.52	5.66	6.92	8.65	10.73
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	166	244	219	0	0	P/E	24.19	25.06	23.15	18.10	15.08
资本公积增加	-86	-209	878	0	0	P/B	6.42	7.40	6.05	4.84	3.90
<b>现金净增加额</b>	717	1121	2748	1941	2324	EV/EBITDA	17.61	19.01	16.82	12.39	9.56

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 郑闵钢

房地产行业首席研究员, 基础产业小组组长。央视财经频道嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师 (第六名)。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强 (第七名)。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强 (第八名)。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已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, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。