

未来提价可期

■事件：老板电器公布 2017 年三季报。公司 Q3 单季度实现收入 17.9 亿元，YoY+22.6%；实现业绩 3.6 亿元，YoY+30.2%。Q3 单季度收入和业绩增速符合我们的预期。公司预计 2017 年业绩 YoY+20%~+40%，折算 Q4 单季度业绩 YoY-3.5%~+44.2%。我们预计，公司产品有提价空间，2017Q4 老板毛利率或将提升。

■Q3 收入增速环比提升：公司 Q3 单季度收入 YoY+22.6%，增速同比虽有所下降，但环比提升 1.0pct，仍保持快速增长。结合中怡康数据，我们分析，老板收入的增长主要来源于销量增长。2017Q3，老板油烟机/灶具的销量同比增长 15.8%/11.7%，远高于行业整体油烟机/灶具的销量同比增速-2.2%/-4.4%。我们认为，2017Q4 是地产限购政策对于厨电销售影响的重要观察期，老板电器在下一阶段的表现值得期待。

■调整后毛利率同比持平，盈利能力有待修复：公司 Q3 单季度毛利率为 53.8%，同比下降 5pct；按照调整口径计算，老板电器 Q3 单季度调整后的毛利率（毛利率-销售费用率）与去年同期基本持平。我们分析，除了受调整结算方式的影响外，在 Q3 原材料价格持续攀高的情况下，公司产品提价幅度低于行业整体水平，亦是盈利能力承压的重要原因。中怡康数据显示，2017Q3 老板油烟机/灶具零售价格同比提升 6.0%/6.3%，低于行业整体提价水平 11.8%/12.3%（由于渠道商从进货到出货的加价比率通常较为稳定，老板电器的出厂价格涨幅与零售价格大致匹配）。由于老板品牌具有较高的知名度、美誉度，我们认为，公司产品尚存进一步提价空间。后续的提价幅度，以及电商在双十一、双十二促销活动中能否坚持价格政策，将显著影响公司毛利率水平，从而进一步影响业绩增速。

■经营性现金流负增长：老板 Q3 单季度经营活动产生的现金流量净额为 9508.2 万元，YoY-77.7%。我们分析，经营性现金流负增长的主要原因为公司积极为 Q4 储备原材料，导致 Q3 单季度购买商品及接受劳务支付的现金达 8.3 亿元，YoY+54.2%。考虑到 Q4 为销售旺季，公司收入规模将有所增长，我们预计，公司经营性现金流后续将获得改善。

■投资建议：作为高端厨电龙头，公司产品销量稳步增长，市场份额有望进一步提升；同时，老板电器加速三四线渠道下沉，积极拓展工程，预计业绩或将保持快速增长。我们预计公司 2017 年-2019 年的 EPS 分别为 1.72/2.24/2.86 元，维持买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 56.00 元，对应 2018 年 25 倍动态市盈率。

■风险提示：地产销售大幅下滑、嵌入式新品接受度不达预期

100,000,000	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	45.4	57.9	73.3	94.3	121.6
净利润	8.3	12.1	16.4	21.2	27.2
每股收益(元)	0.88	1.27	1.72	2.24	2.86
每股净资产(元)	3.34	4.35	5.84	7.40	9.37

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	54.9	37.8	27.9	21.5	16.8
市净率(倍)	14.4	11.0	8.2	6.5	5.1
净利润率	18.3%	20.8%	22.3%	22.5%	22.3%
净资产收益率	26.2%	29.2%	29.5%	30.2%	30.6%
股息收益率	0.6%	0.8%	1.1%	1.4%	1.8%
ROIC	88.9%	135.7%	240.1%	166.2%	272.7%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 买入-A

维持评级

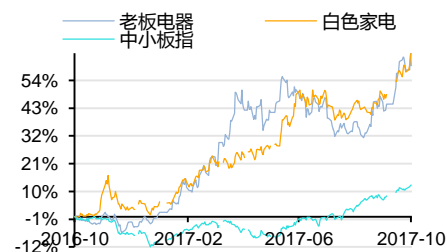
6 个月目标价：56.00 元

股价 (2017-10-26) 46.69 元

交易数据

总市值(百万元)	44,310.34
流通市值(百万元)	43,441.93
总股本(百万股)	949.03
流通股本(百万股)	930.43
12 个月价格区间	35.94/57.58 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	7.24	-1.97	46.83
绝对收益	12.67	11.57	58.77

张立聪

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517070005
zhanglc@essence.com.cn

相关报告

老板电器：不容忽视的预收 2017-07-27

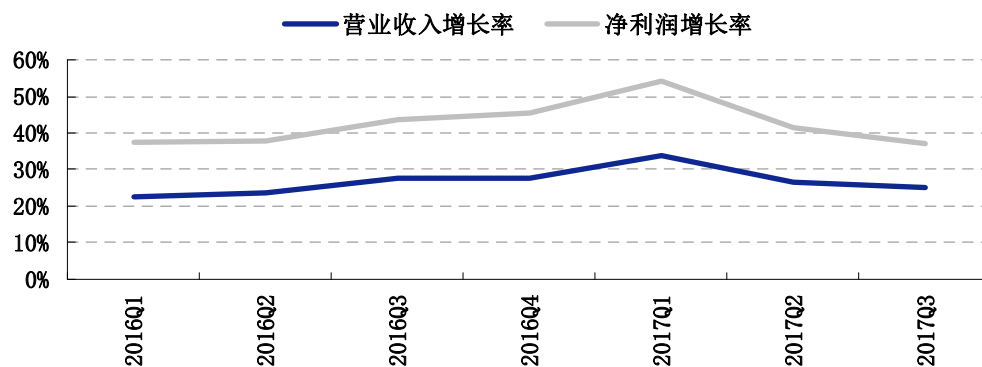
老板电器：业绩增长近 4 成表现优异，彰显长线优质白马本色 2016-07-27

表 1：财务指标分析

%	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3
营业收入 YoY	22	25	35	27	34	22	23
归母净利 YoY	37	38	53	48	54	33	30
扣非归母净利 YoY	32	39	52	38	33	35	31
销售毛利率	58	59	59	54	59	56	54
销售费用率	33	34	30	14	35	28	25
毛利率-销售费用率	26	25	29	39	24	28	29
销售净利率	16	17	19	28	18	19	20
ROE	5	8	8	13	6	8	8
扣非后 ROE	5	8	8	12	5	8	8
ROA	3	5	5	8	4	5	5
销售商品提供劳务收到的现金/收入	124	106	108	107	104	101	99
经营活动现金净流量/收入	18	37	30	20	14	28	5
经营活动现金净流量/经营净收益	102	187	137	68	76	126	23
经营现金流净额占比	134	232	107	109	103	-83	-11
投资现金流净额占比	-44	-11	-7	-24	-11	124	111
筹资现金流净额占比	10	-120	0	16	8	59	0

资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 1：收入与净利润增长率



资料来源：Wind，安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
100,000,000	2015	2016	2017E	2018E	2019E	100,000,000	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	45.4	57.9	73.3	94.3	121.6	成长性					
减:营业成本	19.0	24.7	30.8	38.7	49.3	营业收入增长率	26.6%	27.6%	26.4%	28.7%	29.0%
营业税费	0.5	0.7	1.0	1.2	1.6	营业利润增长率	48.1%	40.0%	35.2%	31.4%	29.2%
销售费用	13.5	15.5	19.4	25.0	32.8	净利润增长率	44.6%	45.3%	35.6%	29.7%	28.0%
管理费用	3.5	4.5	5.1	7.1	9.1	EBITDA 增长率	46.2%	43.2%	34.4%	30.6%	28.3%
财务费用	-0.7	-0.8	-1.1	-1.4	-1.9	EBIT 增长率	47.8%	41.5%	35.3%	31.2%	28.9%
资产减值损失	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	NOPLAT 增长率	47.7%	42.3%	35.4%	31.2%	28.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-6.8%	-23.5%	89.6%	-21.5%	11.3%
投资和汇兑收益	-	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	净资产增长率	27.6%	30.3%	34.3%	26.6%	26.7%
营业利润	9.5	13.3	18.0	23.7	30.6	利润率					
加:营业外净收支	0.2	0.7	1.0	1.0	1.0	毛利率	58.2%	57.3%	58.0%	59.0%	59.4%
利润总额	9.7	14.0	19.0	24.7	31.6	营业利润率	21.0%	23.0%	24.6%	25.1%	25.2%
减:所得税	1.4	2.0	2.7	3.5	4.4	净利润率	18.3%	20.8%	22.3%	22.5%	22.3%
净利润	8.3	12.1	16.4	21.2	27.2	EBITDA/营业收入	20.5%	23.0%	24.5%	24.9%	24.7%
						EBIT/营业收入	19.5%	21.7%	23.2%	23.6%	23.6%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	47	54	44	37	31
货币资金	23.2	34.5	44.0	60.7	78.4	流动营业资本周转天数	4	-14	-4	-1	-5
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	278	292	302	305	307
应收账款	3.3	3.5	5.5	5.8	8.4	应收账款周转天数	26	21	22	22	21
应收票据	6.1	6.4	8.3	10.1	12.9	存货周转天数	51	51	50	47	45
预付账款	0.2	0.3	0.3	0.5	0.5	总资产周转天数	343	355	354	348	343
存货	7.2	9.1	11.0	13.6	16.9	投资资本周转天数	65	44	43	39	28
其他流动资产	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0	投资回报率					
可供出售金融资产	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	ROE	26.2%	29.2%	29.5%	30.2%	30.6%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	16.5%	18.8%	20.4%	20.7%	21.0%
长期股权投资	-	0.0	0.0	0.0	0.0	ROIC	88.9%	135.7%	240.1%	166.2%	272.7%
投资性房地产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	费用率					
固定资产	8.7	8.5	9.2	10.0	10.7	销售费用率	29.8%	26.7%	26.5%	26.5%	27.0%
在建工程	-	-	0.4	0.5	0.5	管理费用率	7.8%	7.8%	7.0%	7.5%	7.5%
无形资产	1.0	1.0	0.9	0.8	0.8	财务费用率	-1.5%	-1.4%	-1.4%	-1.5%	-1.6%
其他非流动资产	0.2	0.4	0.2	0.2	0.2	三费/营业收入	36.1%	33.1%	32.1%	32.5%	32.9%
资产总额	50.3	64.2	80.1	102.4	129.6	偿债能力					
短期债务	-	-	0.5	-	-	资产负债率	37.0%	35.7%	30.8%	31.4%	31.4%
应付账款	11.9	11.5	14.3	17.8	22.6	负债权益比	58.8%	55.5%	44.5%	45.9%	45.7%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	2.17	2.42	2.83	2.84	2.91
其他流动负债	6.7	10.8	9.5	14.1	17.7	速动比率	1.78	2.01	2.38	2.41	2.49
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-13.45	-15.96	-16.09	-15.78	-15.18
其他非流动负债	0.1	0.6	0.3	0.3	0.4	分红指标					
负债总额	18.6	22.9	24.6	32.2	40.6	DPS(元)	0.31	0.38	0.52	0.68	0.89
少数股东权益	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	分红比率	35.2%	30.2%	30.0%	30.5%	31.0%
股本	4.9	7.3	9.5	9.5	9.5	股息收益率	0.6%	0.8%	1.1%	1.4%	1.8%
留存收益	27.4	34.5	46.0	60.7	79.5						
股东权益	31.7	41.3	55.4	70.2	88.9						
						现金流量表					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	8.3	12.1	16.4	21.2	27.2	EPS(元)	0.88	1.27	1.72	2.24	2.86
加:折旧和摊销	0.5	0.8	1.0	1.2	1.4	BVPS(元)	3.34	4.35	5.84	7.40	9.37
资产减值准备	0.0	0.0	-	-	-	PE(X)	54.9	37.8	27.9	21.5	16.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	14.4	11.0	8.2	6.5	5.1
财务费用	-0.0	-0.0	-1.1	-1.4	-1.9	P/FCF	51.4	32.7	39.9	19.7	17.4
投资损失	-	0.0	0.0	0.0	0.0	P/S	10.0	7.9	6.2	4.8	3.8
少数股东损益	-0.0	-0.0	-	-	-	EV/EBITDA	20.9	17.5	23.0	16.8	12.5
营运资金的变动	2.6	3.6	-4.2	3.3	-0.4	CAGR(%)	36.9%	31.1%	42.3%	36.9%	31.1%
经营活动产生现金流量	11.2	15.5	12.1	24.3	26.3	PEG	1.5	1.2	0.7	0.6	0.5
投资活动产生现金流量	-3.1	-2.0	-2.0	-2.0	-2.0	ROIC/WACC	9.1	13.9	24.5	17.0	27.8
融资活动产生现金流量	-1.0	-2.3	-0.6	-5.6	-6.5	REP	2.7	2.8	1.5	2.6	1.3

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 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 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 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 6-12 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 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

张立聪声明，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

安信证券股份有限公司（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

本报告仅供安信证券股份有限公司（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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信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。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	章政	021-35082861	zhangzheng@essence.com.cn	
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯			

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034