

老板电器(002508)

点评报告

行业公司研究 家用电器行业

渠道红利减弱背景下寻求品牌和产品的长期竞争力

——老板电器点评报告

✍️ : 陈曦 执业证书编号: S1230516070003
☎️ : 021-80106027
✉️ : chenx@stocke.com.cn

报告导读

公司公告 2017 年业绩快报和 2018Q1 业绩预告。

投资要点

□ Q4 收入增速放缓，净利增速低于预期

2017 年公司实现营业收入 69.99 亿元，同比增长 20.78%，其中 Q4 实现营业收入 20.11 亿元，同比增长 11.14%，主要源于一二线地产调控对公司零售渠道的负面影响、去年 7 月份公司电商提价拖累了电商收入增速以及 8500 万的公司内部收入费用相抵的结算方式改变的影响；2017 年公司实现归属于母公司股东的净利润 14.50 亿元，同比增长 20.18%，其中 Q4 实现 4.90 亿元，同比下降 3.1%，除了 16 年 4 季度 4700 万政府补贴的非经常性影响，原材料价格的上涨和高毛利的电商渠道（电商毛利率 70%）占比下降影响了盈利水平，预计公司 Q4 毛利率同比下降 4.6 个百分点，其中受原材料影响 3.3 个百分点。公司同时公告一季度业绩预告，归母净利润同比增长 10%~30% 至 2.77~3.27 亿元。

□ 品类持续扩张+名气品牌发力+电商渠道恢复，业绩持续稳增长可期

根据中怡康的统计，2017 年吸油烟机、燃气灶、消毒柜销售额的增长率分别为 4.84%、3.18%、-1.19%，公司凭借高端定位与行业领先优势获得超越行业的增长，公司吸油烟机、燃气灶、消毒柜销售额的市场份额分别为 26.53%、23.92%、23.72%，同比分别提升 1.88、1.32、3.06 个百分点，仍然是行业第一。

产品方面，公司积极拓展蒸箱、烤箱、洗碗机等嵌入式产品和净水机等新品，提高嵌入式产品配套率，目前公司嵌入式占整体收入比重约为 10%。公司 2018 年蒸烤目标增速超 50%，洗碗机 130%，净水 250%。我们认为，随着 18 年新品蒸烤一体机和净化水槽的推出，以及 18 年底之后公司洗碗机实现自产，产品逐渐完善优化有望给公司带来增长新动力。

渠道方面，公司 2017 年线下零售、电商及工程精装修渠道增速分别约为 15%、15% 和 30%。线下方面，公司持续加快新店铺设，2017 年完成开设专卖店 400 家，未来专卖店仍将保持年新增 400-500 家。同时公司利用子品牌名气耕耘三线以下市场，定位中间价位，来弥补老板品牌渠道下沉的不足。线上方面，公司于去年底再次降低电商价格，预计降价后的电商增速将回到 30% 的水平。

评级

买入

上次评级 买入
当前价格 ¥ 50.21

单季度业绩

元/股

3Q/2017	0.38
2Q/2017	0.36
1Q/2017	0.34
4Q/2016	0.69



公司简介

老板电器是我国厨电行业龙头企业，主打产品油烟机和燃气灶销量行业第一。公司深谙品牌力在厨电行业的重要性，坚持以高毛利高费用的渠道打法巩固自身的品牌壁垒，龙头领先优势在逐步加强。此外，公司高毛利电商收入保持快速增长，电商收入占比超 30%。

相关报告

- 1 《潮平两岸阔，风正一帆悬》2018.1.8
- 2 《三季度净利率创同期新高，继续坚持三年三个 30% 目标不动摇》2017.10.25
- 3 《多渠道全面发力，嵌入式产品高速增长》2017.7.26
- 4 《一季度业绩又超预期，期待在嵌入式

□ **收入和净利稳定增长，维持“买入”评级**

公司坚持高端厨电的品牌定位，在保持烟灶稳健增长的同时，打造嵌入式产品新引擎，也不排除未来通过收购等方式进入集成灶领域。预计公司 2018-2019 年营业收入同比增长 20.8% 和 20.5%，净利润同比增长 22.6% 和 21.9%，对应 EPS 为 1.87 元和 2.29 元，对应 2018-19 年 PE24.1 倍和 19.8 倍，维持“买入”的投资评级。

□ **风险提示**

房地产市场不景气；行业竞争加剧；原材料价格上涨风险

财务摘要

(百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	5,795	6,999	8,453	10,183
(+/-)	27.6%	20.8%	20.8%	20.5%
净利润	1,207	1,450	1,779	2,169
(+/-)	45.3%	20.2%	22.6%	21.9%
每股收益 (元)	1.27	1.53	1.87	2.29
P/E	35.54	29.57	24.11	19.78

品类再次称王》2017.4.25

5《嵌入式产品放量可期，看好公司长期成长性》2017.3.29

6《业绩靓丽一如既往，估值吸引力显著》2017.1.9

7《三季度增速环比提升，业绩靓丽再超预期》2016.10.20

8《厨电景气度提升，期待下半年超预期》2016.07.26

9《依旧优秀的 Q1，引领厨电智能化浪潮》2016.04.25

10《15 年业绩靓丽，期待 16 年再超预期》2016.04.08

11《一如既往的优秀》2016.01.12

12《完成核心高管和代理商持股计划，长期坚定看好》2015.12.27

报告撰写人：陈曦

数据支持人：陈曦

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	5,397	7,013	8,748	10,746
现金	3,448	4,601	5,880	7,346
应收账款	332	420	507	611
其它应收款	14	17	21	25
预付账款	33	37	45	54
存货	914	1,149	1,346	1,570
其他	655	788	948	1,139
非流动资产	1,019	1,020	979	932
长期投资	1	1	1	1
固定资产	852	846	797	742
无形资产	97	98	99	100
其他	69	76	83	90
资产总计	6,415	8,034	9,727	11,678
流动负债	2,231	2,824	3,262	3,685
短期借款	0	0	0	0
应付账款	911	1,659	1,919	2,163
其他	1,320	1,165	1,343	1,522
非流动负债	59	69	79	89
长期借款	0	0	0	0
其他	59	69	79	89
负债合计	2,290	2,893	3,342	3,774
少数股东权益	-3	-3	-3	-3
归属母公司股东权益	4,129	5,144	6,389	7,907
负债和股东权益	6,415	8,034	9,727	11,678
现金流量表				
单位: 百万元	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	1,545	1,553	1,707	1,966
净利润	1,207	1,450	1,779	2,169
折旧摊销	80	76	78	75
财务费用	-79	-101	-131	-165
投资损失	2	0	0	0
营运资金变动	236	116	-21	-114
其它	99	12	2	2
投资活动现金流	-198	-76	-35	-25
资本支出	-202	-71	-30	-20
长期投资	0	0	0	0
其他	4	-5	-5	-5
筹资活动现金流	-226	-324	-393	-475
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	10	10	10
其他	-226	-334	-403	-485
现金净增加额	1,121	1,153	1,279	1,466

利润表				
单位: 百万元	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	5,795	6,999	8,453	10,183
营业成本	2,474	3,317	3,998	4,806
营业税金及附加	68	70	85	102
营业费用	1,545	1,596	1,885	2,271
管理费用	449	532	634	733
财务费用	-79	-101	-131	-165
资产减值损失	2	12	2	2
公允价值变动收	0	0	0	0
投资净收益	-2	0	0	0
营业利润	1,334	1,573	1,980	2,434
营业外收入	72	100	90	90
营业外支出	1	2	2	2
利润总额	1,404	1,671	2,068	2,522
所得税	197	234	290	353
净利润	1,207	1,437	1,779	2,169
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	1,207	1,450	1,779	2,169
EBITDA	1,339	1,560	1,929	2,345
EPS (元)	1.27	1.53	1.87	2.29
主要财务比率				
	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入	27.6%	20.8%	20.8%	20.5%
营业利润	40.0%	17.9%	25.9%	22.9%
归属母公司净利	45.3%	20.2%	22.6%	21.9%
获利能力				
毛利率	57.3%	52.6%	52.7%	52.8%
净利率	20.8%	20.7%	21.0%	21.3%
ROE	29.2%	28.2%	27.8%	27.4%
ROIC	18.8%	18.0%	18.3%	18.6%
偿债能力				
资产负债率	35.7%	36.0%	34.4%	32.3%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.42	2.48	2.68	2.92
速动比率	2.01	2.08	2.27	2.49
营运能力				
总资产周转率	0.90	0.87	0.87	0.87
应收帐款周转率	16.75	16.00	16.00	16.00
应付帐款周转率	2.72	2.00	2.08	2.22
每股指标(元)				
每股收益	1.27	1.53	1.87	2.29
每股经营现金	1.63	1.64	1.80	2.07
每股净资产	4.35	5.42	6.73	8.33
估值比率				
P/E	35.54	29.57	24.11	19.78
P/B	10.39	8.34	6.71	5.42
EV/EBITDA	29.49	24.59	19.22	15.19

资料来源：贝格数据、浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市浦东南路 1111 号新世纪办公中心 16 层

邮政编码：200120

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>