

利润换挡不改增长逻辑

2018年04月11日

【投资要点】

- ◆ 公司发布 2017 年度报告。报告称，2017 年公司实现营业收入 70.17 亿元，YOY+21.10%；实现归母净利 14.61 亿元，YOY+21.08%。公司 2017Q4 实现营业收入 20.29 亿元，YOY+12.16%；实现归母净利 5.01 亿元，YOY-0.99%。另公司利润分配预案为按每 10 股派发现金 7.5 元（含税）实行利润分配，共计派发人民币 7.12 亿元，分红比例达 48.73%。
- ◆ 主营业务龙头地位稳固，新兴品类稳步推进。17 年公司主力产品吸油烟机/燃气灶/消毒柜的营收 YOY+17.90%/11.78%/15.35%，远超行业增幅，烟灶消的零售额市场份额均维持行业第一。新品实现快速增长，其中嵌入式微/蒸/烤营收 YOY+31.45%/65.61%/55.64%远高于行业增长水平，市占率显著提升，嵌入式微/蒸/烤/洗零售额市场份额分别达 43.32%/31.26%/27.21%/8.95%，其中微波炉和蒸汽炉位列行业第一，烤箱和洗碗机位列第三。公司的烟灶消产品具备较大的品牌护城河，未来实现稳健增长确定性大；目前公司嵌入式产品的规模占比不到 10%，18 年有望加快兑现消费升级逻辑实现收入翻番。
- ◆ 延续高端布局，加快渠道下沉，推进市场全面覆盖。从品牌方面来看，“老板”品牌在延续高端定位的基础上加速渠道下沉，17 年在二线城市新建 9 家 A 类厨源店（截止 17 年底共建成 45 家 A 类厨源店），在三四线城市新增 440 家专卖店（截止 17 年底共建成 2998 家专卖店），进一步提升品牌覆盖率；“名气”品牌主打县乡村战略继续拓展低端市场，17 年新增网点 2614 家，其中专卖店 885 家，17 年名气营收/净利润达 2.49/0.09 亿元，YOY+50%/80%，业绩表现较为亮眼。从线上线下来看，公司全年线下总体增速达 20%，分渠道看专卖店/KA/工程增幅分别为 25%/15%/30%，分量价看线下提价/增量贡献分别约为 5%/14%；推断公司 17 年线上增幅约为 20%左右。对比 16 年情况来看，线下增长稳健，线上电商红利趋弱态势显现。
- ◆ 增速换挡在即，不改长远增长逻辑。在上一篇点评中我们分析了公司 17 年 Q4 营收增速放缓、利润下滑的几个原因，可概括为地产下行滞后导致一二线需求疲软、京东收入确认方式发生变化、未确认财政补助以及线上提价削弱毛利等。从上述分析来看，对公司增速产生较大影响主要为电商渠道，目前公司电商占比约为 30%，毛利贡献较高，而从厨电整体来看电商红利逐渐放缓，未来的看点将聚焦于线下三四线及以下市场增量规模拓展；消费升级以及城镇化的推进成为产品提价的主要驱动力，公司作为厨电龙头有望在延续烟灶消稳健增长的基础上推动新品突破。

买入（维持）

东方财富证券研究所

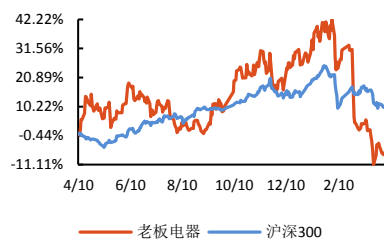
证券分析师：陈博

证书编号：S1160517120001

联系人：高思雅

电话：021-23586487

相对指数表现



基本数据

总市值（百万元）	33690.67
流通市值（百万元）	33176.00
52 周最高/最低（元）	59.28/33.21
52 周最高/最低（PE）	35.22/22.01
52 周最高/最低（PB）	11.54/6.13
52 周涨幅（%）	-7.20
52 周换手率（%）	202.14

相关研究

《公司增速调档，长远增长逻辑不变》	2018.02.28
《主营稳健新品强劲，三季度业绩达预期》	2017.10.27
《业绩无忧日，估值切换时》	2017.09.18
《行业龙头定位高端厨电 半年度业绩小幅超预期》	2017.07.28

【投资建议】

- ◆ 我们认为，公司的“名气”和“老板”两大品牌对标中高端市场有利于巩固公司市场份额，传统烟灶消产品依旧具备较强的竞争力，尽管公司进入嵌入式新品以及洗碗机的时间较晚，但从行业来看仍处于导入期，集中度有待提升，公司有望依托传统产品的优势与新品推广形成协同效应。随着线上渠道红利逐渐褪去，公司未来看点将聚焦在主营产品研发升级以及新兴品类的市场开拓和品牌建设。同时相比于空调、冰箱等传统家电产品，公司的烟灶消产品渗透率远未达到前者的水平，长远看市场空间依旧可观。预计公司 18/19/20 年营业收入为 84.69/102.64/123.71 亿元，归母净利润为 20.35/24.70/28.49 亿元，EPS2.15/2.60/3.00 元，对应 PE16.60/13.68/11.86 倍，维持“买入”评级。

盈利预测

项目\年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	7017.40	8468.62	10263.97	12371.16
增长率 (%)	21.10	20.68	21.20	20.53
EBITDA (百万元)	1690.57	2439.73	2934.92	3368.93
归母净利润 (百万元)	1461.21	2035.92	2470.36	2849.47
增长率 (%)	21.08	39.33	21.34	15.35
EPS (元/股)	1.54	2.15	2.60	3.00
市盈率 (P/E)	23.13	16.60	13.68	11.86
市净率 (P/B)	6.43	5.13	4.05	3.23
EV/EBITDA	18.47	11.86	9.26	7.39

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

【风险提示】

房地产景气下行;
新品拓展不及预期;
原材料价格上涨。

资产负债表 (百万元)

至 12 月 31 日	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	6695.21	9109.67	11488.48	14467.94
货币资金	2581.88	4869.56	6630.95	8894.70
应收及预付	1488.80	1651.14	2038.01	2443.84
存货	1112.90	1077.36	1307.91	1617.79
其他流动资产	1511.62	1511.62	1511.62	1511.62
非流动资产	1231.41	1179.72	1142.16	1099.65
长期股权投资	3.82	3.82	3.82	3.82
固定资产	828.42	731.80	636.02	542.73
在建工程	21.09	35.14	51.54	67.16
无形资产	179.21	202.36	242.91	278.49
其他长期资产	198.88	206.60	207.88	207.45
资产总计	7926.62	10289.39	12630.65	15567.59
流动负债	2597.42	3636.09	4218.80	5018.10
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付及预收	2597.42	3636.09	4218.80	5018.10
其他流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债	71.72	71.72	71.72	71.72
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	71.72	71.72	71.72	71.72
负债合计	2669.14	3707.81	4290.52	5089.82
股本	949.03	949.03	949.03	949.03
资本公积	399.60	399.60	399.60	399.60
留存收益	3936.32	5260.47	7019.05	9156.74
归属母公司股东权益	5260.80	6584.95	8343.53	10481.22
少数股东权益	-3.33	-3.36	-3.40	-3.45
负债和股东权益	7926.62	10289.39	12630.65	15567.59

利润表 (百万元)

至 12 月 31 日	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	7017.40	8468.62	10263.97	12371.16
营业成本	3250.59	3386.68	4138.61	5107.88
营业税金及附加	66.64	86.51	102.39	124.40
销售费用	1677.88	2102.58	2516.93	3046.28
管理费用	480.96	605.75	723.94	876.67
财务费用	-91.88	-9.04	-17.04	-23.21
资产减值损失	5.04	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.45	0.35	0.72	0.59
资产处置收益	0.14	0.09	0.11	0.10
其他收益	60.27	40.18	46.87	44.64
营业利润	1690.03	2336.75	2846.84	3284.48
营业外收入	4.10	26.59	19.10	21.60
营业外支出	1.46	1.43	1.44	1.43
利润总额	1692.67	2361.92	2864.50	3304.64
所得税	231.48	326.03	394.18	455.22
净利润	1461.19	2035.89	2470.32	2849.42
少数股东损益	-0.02	-0.03	-0.04	-0.05
归属母公司净利润	1461.21	2035.92	2470.36	2849.47
EBITDA	1690.57	2439.73	2934.92	3368.93

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

现金流量表 (百万元)

至 12 月 31 日	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	1256.13	2297.32	2504.69	2999.76
净利润	1461.19	2035.89	2470.32	2849.42
折旧摊销	89.78	86.85	87.47	87.50
营运资金变动	-291.69	200.10	-34.71	83.60
其它	-3.16	-25.52	-18.38	-20.76
投资活动现金流	-1782.47	-9.65	-31.53	-24.24
资本支出	-146.15	-9.99	-32.25	-24.83
投资变动	-1636.32	0.35	0.72	0.59
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-348.85	0.00	-711.77	-711.77
银行借款	0.00	0.00	0.00	0.00
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-348.85	0.00	-711.77	-711.77
现金净增加额	-875.19	2287.68	1761.39	2263.75
期初现金余额	3448.41	2581.88	4869.56	6630.95
期末现金余额	2572.36	4869.56	6630.95	8894.70

主要财务比率

至 12 月 31 日	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力 (%)				
营业收入增长	21.10	20.68	21.20	20.53
营业利润增长	26.69	38.27	21.83	15.37
归属母公司净利润增长	21.08	39.33	21.34	15.35
获利能力 (%)				
毛利率	53.68	60.01	59.68	58.71
净利率	20.82	24.04	24.07	23.03
ROE	27.78	30.92	29.61	27.19
ROIC	23.58	25.34	24.10	22.57
偿债能力				
资产负债率 (%)	33.67	36.04	33.97	32.69
净负债比率	-0.49	-0.74	-0.80	-0.85
流动比率	2.58	2.51	2.72	2.88
速动比率	2.15	2.21	2.41	2.56
营运能力				
总资产周转率	0.98	0.93	0.90	0.88
应收账款周转率	19.97	19.18	19.44	19.35
存货周转率	3.21	3.14	3.16	3.16
每股指标 (元)				
每股收益	1.54	2.15	2.60	3.00
每股经营现金流	1.32	2.42	2.64	3.16
每股净资产	5.54	6.94	8.79	11.04
估值比率				
P/E	23.13	16.60	13.68	11.86
P/B	6.43	5.13	4.05	3.23
EV/EBITDA	18.47	11.86	9.26	7.39

西藏东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

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。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。