

行业持续低迷，传统品类下滑

投资要点

- **事件:** 公司发布 2018 年三季度报, 前三季度实现营收 53.9 亿元, 同比增长 8.1%, 归母净利润 10.1 亿元, 同比增长 5.3%, 扣非后归母净利润 9.3 亿元, 同比增长 2.5%。Q3 实现营收 19 亿元, 同比增长 6%, 除去并表金帝带来的约 4000 万的影响, 单季度营收增速约为 4%; 归母净利润 3.5 亿元, 同比下滑 3.1%。预计 2018 年度归母净利润变动幅度为 0%-10%, 变动区间为 14.6 亿元-16.1 亿元。
- **行业景气度持续下行, 营收增速环比提升。** 报告期内, 厨电行业景气度下行, 根据中怡康数据, 抽油烟机/燃气灶销售额同比下滑 16.5%/14.3%, 我们估算公司传统烟灶产品销量有所下滑, 但产品市占率仍然保持行业首位。Q3 公司营收增速 6%, 较 Q2 环比提升 2.2pp, 我们认为嵌入式新品类贡献了主要增量, 蒸汽炉作为第二大主打品类, 增长迅速。我们认为厨电行业将进入阶段性调整期, 静待地产周期走出低谷, 持续布局及理顺渠道, 但长远来看, 保有量仍未达到饱和水平, 行业将在中长期内保持增长态势。随着消费升级, 品牌意识增强, 龙头市占率有望进一步提升。
- **毛利率略微下滑, 费用拖累业绩。** 公司 Q3 单季度毛利率 53.1%, 同比下降 0.8pp, 我们认为低毛利率的工程渠道增速较高, 占比扩大为主要因素。费用方面, 销售费用率 28%, 同比上升 2.8pp。管理费用+研发费用总计占收入比重 7.2%, 较去年同期上升 0.7pp。综合因素下导致公司 Q3 净利率 18.8%, 同比下滑 1.5pp。按照公司历年习惯, 销售费用在 Q1-Q3 计提较为充裕, Q4 费用率会有所下调。
- **预收账款维持高位, 现金流充裕。** 报告期末, 公司预收账款 11.3 亿元, 维持高位, 主要为代理商积极打款所致, 为后续公司业绩提供支撑。公司账面类现金资产超过 40 亿, 现金流充沛, 经营质量良好。
- **盈利预测与投资建议。** 厨电行业整体遇冷, 我们下调公司 18/19/20 年 EPS 分别为 1.64/1.88/2.17 元。参考可比公司一致预期均值, 考虑公司传统烟灶占比较大, 给予公司 2019 年 12 倍估值, 对应目标价 22.56 元, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 新产品或拓展不力, 原材料价格或大幅波动的风险, 房地产终端销量大幅波动风险。

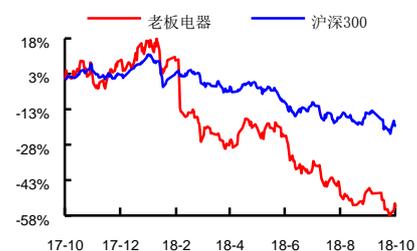
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	7017.40	7693.11	8642.38	9785.22
增长率	21.10%	9.63%	12.34%	13.22%
归属母公司净利润 (百万元)	1461.21	1557.43	1779.74	2060.64
增长率	21.08%	6.58%	14.27%	15.78%
每股收益 EPS (元)	1.54	1.64	1.88	2.17
净资产收益率 ROE	27.79%	24.44%	23.17%	22.39%
PE	13	13	11	9
PB	3.71	3.06	2.54	2.12

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 龚梦泓
执业证号: S1250518090001
电话: 023-63786049
邮箱: gmh@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	9.49
流通 A 股(亿股)	9.35
52 周内股价区间(元)	19.02-54.4
总市值(亿元)	194.84
总资产(亿元)	89.80
每股净资产(元)	5.88

相关研究

1. 老板电器(002508): 行业遇冷增速换挡, 新品类保持快速增长 (2018-08-23)
2. 老板电器 (002508): 龙头逆势增长, 盈利能力回升 (2018-04-26)
3. 老板电器 (002508): 业绩符合预期, 新品扩张支撑长期看点 (2017-10-26)

基本假设：

(1) 我们认为厨电行业将进入阶段性调整期，静待地产周期走出低谷，持续布局及理顺渠道，但长远来看，保有量仍未达到饱和水平，行业将在中长期内保持增长态势。我们预计未来行业保持 0-5% 左右销量增长。

(2) 随着消费升级，品牌意识增强，龙头市占率有望进一步提升。我们预计公司维持行业龙头地位，市占率稳定在 27% (中怡康统计口径)，并稳健上升。

(3) 从盈利端来看，2017 年公司毛利率较大幅下滑，一方面由于会计政策调整，另一方面，随着工程渠道增速加快，我们预计未来几年毛利率将维持在目前水平，保持在 53% 左右。

根据上述假定，公司 2018-2020 年收入分别为：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
合计	收入	7,017.40	7,693.11	8,642.38	9,785.22
	增速	21.10%	9.63%	12.34%	13.22%
	毛利率	53.68%	53.80%	53.84%	53.93%
抽油烟机	收入	3821.84	4051.15	4456.27	4901.89
	增速	17.9%	6.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	59.00%	60.00%	60.00%	60.00%
燃气灶	收入	1822.12	1,931.45	2,085.96	2,294.56
	增速	11.8%	6.00%	8.00%	10.00%
	毛利率	56.50%	57.50%	58.20%	58.50%
消毒柜	收入	488.73	513.17	538.82	565.77
	增速	15.3%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	52.00%	53.00%	53.50%	53.80%
小家电	收入	113.41	158.77	214.34	285.08
	增速	12.6%	40.0%	35.0%	33.0%
	毛利率	36.50%	38.00%	40.00%	42.00%
蒸烤箱	收入	286.43	429.65	622.99	872.18
	增速	33.8%	50.0%	45.0%	40.0%
	毛利率	38.00%	40.00%	42.00%	45.00%
洗碗机	收入	67.72	108.35	173.36	260.04
	增速	-	60.0%	60.0%	50.0%
	毛利率	38.00%	40.00%	43.00%	45.00%
其他	收入	417.15	500.58	550.63	605.70
	增速	124.6%	20.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	12.54%	10.00%	10.00%	10.00%

数据来源：Wind，西南证券

表 2: 可比上市公司一致预测与估值

证券代码	证券简称	最新价	PE		
			2018E	2019E	2020E
002032.SZ	苏泊尔	49.72	25	21	17
002508.SZ	浙江美大	10.36	16	12	9
002035.SZ	华帝股份	8.90	11	9	7
平均值			17	14	11

数据来源: Wind 一致预期, 西南证券整理

盈利预测与投资建议。厨电行业整体遇冷, 我们下调公司 18/19/20 年 EPS 分别为 1.64/1.88/2.17 元。参考可比公司一起预期均值, 考虑公司传统烟灶占比较大, 给予公司 2019 年 12 倍估值, 对应目标价 22.56 元, 维持“增持”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	7017.40	7693.11	8642.38	9785.22	净利润	1461.19	1557.43	1779.74	2060.64
营业成本	3250.59	3554.27	3989.32	4507.58	折旧与摊销	89.78	134.79	143.26	153.67
营业税金及附加	66.64	79.55	88.82	99.50	财务费用	-91.88	0.00	-17.28	-39.14
销售费用	1677.88	1815.57	2030.96	2279.96	资产减值损失	5.04	0.00	0.00	0.00
管理费用	480.96	515.44	570.40	636.04	经营营运资本变动	-1809.88	-161.00	-225.25	-239.42
财务费用	-91.88	0.00	-17.28	-39.14	其他	1601.88	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	5.04	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1256.13	1531.22	1680.47	1935.75
投资收益	1.45	0.00	0.00	0.00	资本支出	-5.36	-146.00	-145.00	-145.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1777.11	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1782.47	-146.00	-145.00	-145.00
营业利润	1690.03	1728.28	1980.17	2301.28	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	2.64	78.56	83.57	88.56	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1692.67	1806.84	2063.73	2389.84	股权融资	8.07	0.00	0.00	0.00
所得税	231.48	249.41	283.99	329.21	支付股利	-365.01	-441.95	-471.05	-538.29
净利润	1461.19	1557.43	1779.74	2060.64	其他	8.10	0.00	17.28	39.14
少数股东损益	-0.02	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-348.85	-441.95	-453.77	-499.15
归属母公司股东净利润	1461.21	1557.43	1779.74	2060.64	现金流量净额	-876.05	943.27	1081.71	1291.60
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	2581.88	3525.15	4606.86	5898.46	成长能力				
应收和预付款项	1488.80	1641.53	1836.89	2080.87	销售收入增长率	21.10%	9.63%	12.34%	13.22%
存货	1112.90	1216.87	1365.82	1543.26	营业利润增长率	26.69%	2.26%	14.57%	16.22%
其他流动资产	1511.62	1657.17	1861.65	2107.83	净利润增长率	21.08%	6.59%	14.27%	15.78%
长期股权投资	3.82	3.82	3.82	3.82	EBITDA 增长率	26.37%	10.38%	13.05%	14.70%
投资性房地产	0.13	0.13	0.13	0.13	获利能力				
固定资产和在建工程	849.51	865.31	872.65	869.58	毛利率	53.68%	53.80%	53.84%	53.93%
无形资产和开发支出	167.65	164.21	159.77	155.32	三费率	29.45%	30.30%	29.90%	29.40%
其他非流动资产	210.30	209.15	207.99	206.83	净利率	20.82%	20.24%	20.59%	21.06%
资产总计	7926.62	9283.34	10915.58	12866.09	ROE	27.79%	24.44%	23.17%	22.39%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	18.43%	16.78%	16.30%	16.02%
应付和预收款项	2368.09	2587.91	2880.76	3272.37	ROIC	63.26%	45.21%	47.32%	49.86%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	24.05%	24.22%	24.37%	24.69%
其他负债	301.06	322.48	353.18	389.74	营运能力				
负债合计	2669.14	2910.40	3233.94	3662.11	总资产周转率	0.98	0.89	0.86	0.82
股本	949.03	949.03	949.03	949.03	固定资产周转率	8.35	9.51	11.08	12.85
资本公积	399.60	399.60	399.60	399.60	应收账款周转率	19.97	18.95	18.73	19.03
留存收益	3936.32	5051.80	6360.49	7882.83	存货周转率	3.21	3.05	3.09	3.10
归属母公司股东权益	5260.80	6376.28	7684.97	9207.31	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	102.56%	—	—	—
少数股东权益	-3.33	-3.33	-3.33	-3.33	资本结构				
股东权益合计	5257.47	6372.95	7681.64	9203.98	资产负债率	33.67%	31.35%	29.63%	28.46%
负债和股东权益合计	7926.62	9283.34	10915.58	12866.09	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.58	2.83	3.06	3.24
					速动比率	2.15	2.40	2.63	2.81
					股利支付率	24.98%	28.38%	26.47%	26.12%
业绩和估值指标					每股指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	1687.93	1863.07	2106.14	2415.82	每股收益	1.54	1.64	1.88	2.17
PE	13.33	12.51	10.95	9.46	每股净资产	5.54	6.72	8.09	9.70
PB	3.71	3.06	2.54	2.12	每股经营现金	1.32	1.61	1.77	2.04
PS	2.78	2.53	2.25	1.99	每股股利	0.38	0.47	0.50	0.57
EV/EBITDA	9.90	8.46	6.97	5.54					
股息率	1.87%	2.27%	2.42%	2.76%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn