

## 疾风知劲草，板荡显价值

——老板电器（002508）2018 三季度报点评

2018 年 10 月 26 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	
闵繁皓	助理研究	执业证书编号：S1480117090003
	minfh@dxzq.net.cn 010-66554036	

### 事件：

公司发布 2018 三季度报，公司在 2018 年 Q3 实现营业收入 18.97 亿元，较上年同期同比增长 5.98%，利润总额 4.03 亿元，较上年同期同比下降 2.96%。公司前三季度实现营业收入 53.94 亿元，同比增长 8.14%，实现净利润 10.12 亿元，同比增长 5.33%，EPS 为 1.07 元，同比增长 5.94%

表 1：财务指标预测

指标	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
营业收入（百万元）	1361.88	1835.87	1790.17	2029.47	1591.94	1904.72	1897.23
增长率（%）	33.98%	21.68%	22.60%	12.16%	16.89%	3.75%	5.98%
毛利率（%）	58.99%	56.07%	53.84%	47.81%	52.32%	54.34%	53.07%
期间费用率（%）	40.49%	32.62%	22.04%	25.73%	34.00%	32.02%	23.94%
营业利润率（%）	17.87%	25.12%	23.15%	28.14%	22.41%	21.95%	21.18%
净利润（百万元）	251.57	346.18	362.67	500.78	302.02	358.32	355.94
增长率（%）	54.28%	33.26%	30.24%	-00.94%	20.05%	03.51%	-01.86%
每股盈利（季度，元）	0.34	0.36	0.38	0.53	0.32	0.38	0.37
资产负债率（%）	35.85%	40.62%	39.46%	33.67%	33.74%	39.25%	36.94%
净资产收益率（%）	5.72%	7.89%	7.63%	9.53%	5.41%	6.85%	6.29%
总资产收益率（%）	3.67%	4.68%	4.62%	6.32%	3.59%	4.16%	3.96%

## 公司主营业务分析

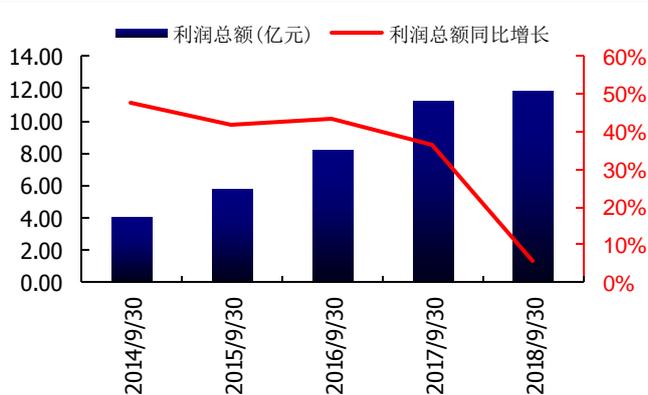
指标	本报告期	上年同期	同比增减	变动原因
营业收入	1,897,226,702.39	1,790,171,611.82	5.98%	
营业成本	890,372,953.14	826,384,381.89	7.74%	
销售费用	530,494,123.51	450,125,627.21	17.85%	
财务费用	-30,836,604.85	-26,678,100.23	15.59%	
研发支出	71,418,205.97	55,626,764.49	28.39%	
投资收益	34,848,138.32	1,962,115.54	97162.62%	本报告期购买理财产品所产生的收益增加所致。
营业外收入	908,976.86	569,311.56	96.51%	本报告期收到的政府补助增加所致。
经营活动产生的现金流量净额	1,200,660,643.73	809,895,160.74	48.25%	本报告期销售增长、各渠道回款良好所致。
投资活动产生的现金流量净额	-599,430,057.49	-1,714,082,774.81	-65.03%	本报告期购买设备及茅山智能制造科创园基建投入增加所致。
筹资活动产生的现金流量净额	-711,857,630.25	-365,205,405.00	94.92%	主要是因为本期股利增加所致。

## 观点:

- 受房地产调控影响, 营收增速放缓。**第三季度归母公司净利润为 3.51 亿元, 与去年同期 3.63 亿元相比, 同比下降 3.14%, 企业预计 2018 年度净利润变动幅度在 10% 以内。由于家电类产品目前主要依靠装修新增需求, 行业整体受房地产负面影响明显。企业规模优势有减轻波动影响, 但仍受到部分影响, 营收增速放缓, 同比增长 5.98%。Q3 营销投入增加, 销售费用率同比提高 2.8pct。毛利率同比下降 2.77 个百分点至 53.30%, 与原材料价格波动有关。虽然短期收到房地产波动影响业绩指标有所下滑, 但企业产品力和品牌力均为行业领先, 核心竞争力较强, 长期发展值得期待。我们认为, 在行业下行阶段, 方见老板的综合竞争实力, 淘汰末尾企业, 进一步稳定公司行业地位。
- 嵌入式厨电已成趋势, 市占率优势明显。**公司持续保持在多个厨电品类市占率第一, 所有产品增速均好于行业可比公司。企业根据市场趋势调整产品结构, 着重在一二级市场推广嵌入式厨电效果明显, 例如嵌入式微波炉在企业推广下占领品类第一, 市场份额约 45%, 带来新的增长点。企业在 Q3 继续加大产品技术创新, 研发费用相比去年同期增加 28.39%, 提高产品核心竞争力的同时, 继续拓展新品类, 提高产品配套率。我们认为, 老板电器具备的市场心智优势会持续为新品类带来市场竞争优势, 公司新产品的市占率提升具备市场心智优势。
- 控股金帝拓宽业务, 配合渠道稳固行业地位。**企业与集成灶高端品牌金帝智能厨电达成战略合作, 布局集成厨房, 增强了品牌竞争力。集成灶作为快速成长的厨电新品类, 未来发展前景可观, 与金帝合作不光为老板拓宽了业务增加了新的盈利点, 也为金帝带来更多资源配置。金帝集成灶目前市场份额约 5%, 未来在嵊州的扩产智能工厂计划和现有渠道协同作用将共同促进金帝集成灶发展。在保持电商渠道和工程业务市占率稳固第一的同时, 利用传统烟机业务领先优势, 名气与老板双品牌形成互补。

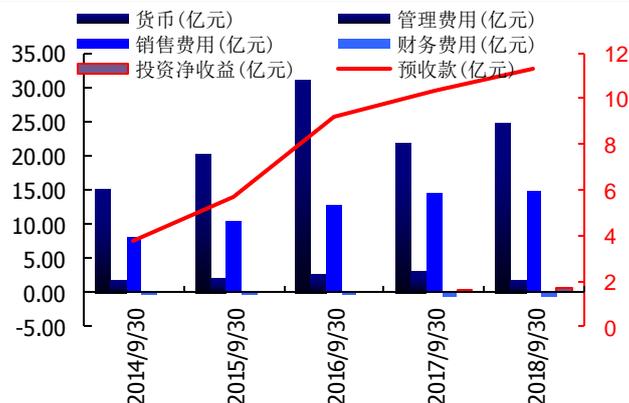
➤ **行业低谷, 方显龙头价值。**老板独特的代理商模式奠定了其在行业寒冬时期的协同抗压能力, 今年加入对代理商回款的考核后, 各渠道回款情况较好。2018 年前三季度公司货币资金与银行存款合计 45.1 亿元, 同比提升 22.2%, 公司经营性现金流量净额同比增加 48.25% 至 12.01 亿元, 预收账款为 11.2 亿元, 同比增长 9.17%。根据中怡康数据统计, 老板线下零售量市场份额约为 20% 左右, 优于行业可比公司, 上半年公司与欧派家居合作进入家居渠道门店, 品牌专卖店也在继续铺设推进渠道下沉, 以提高城市覆盖率, 三四线城市业绩未来将有所突破。我们依旧认为老板电器在厨电行业的地位不可轻易撼动。

图 1: 利润总额情况



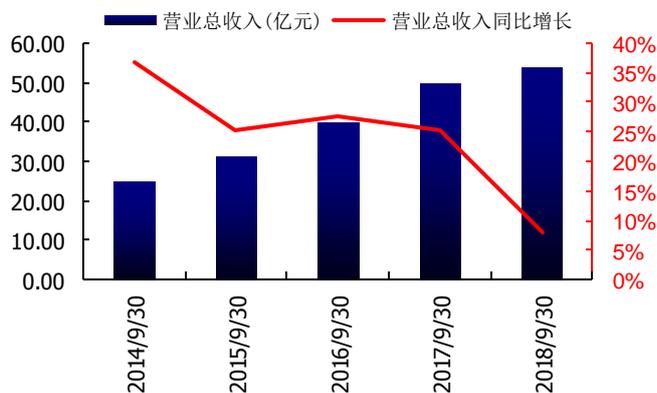
资料来源: 公司公告、东兴证券

图 2: 预收款情况



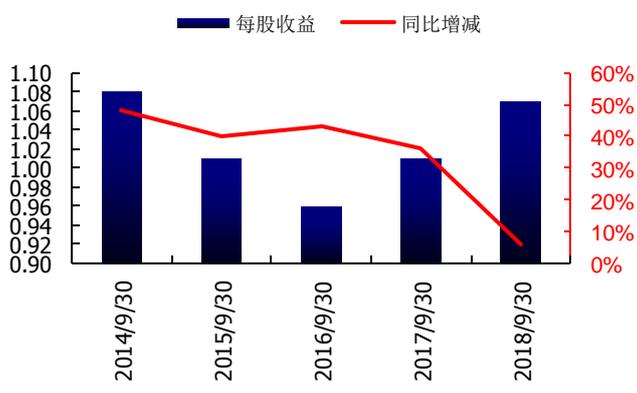
资料来源: 公司公告、东兴证券

图 3: 营业收入情况



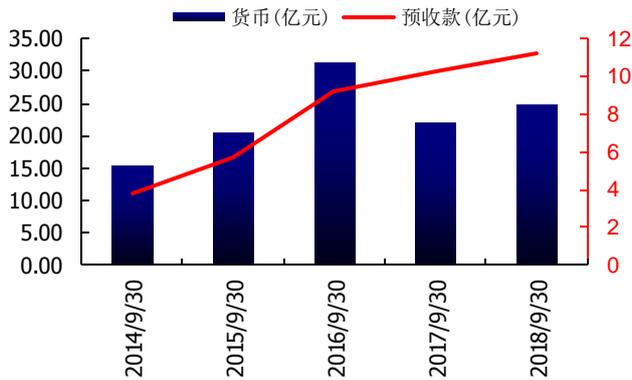
资料来源: 公司公告、东兴证券

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



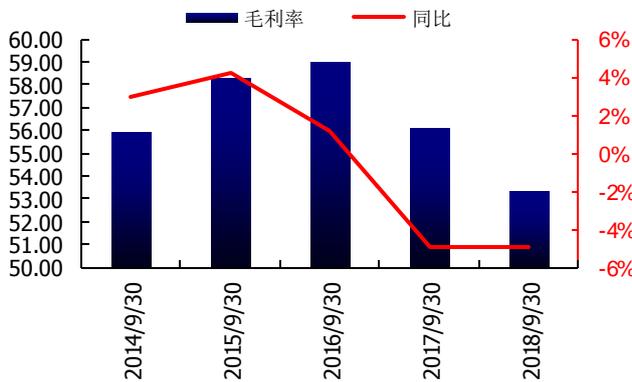
资料来源: 公司公告、东兴证券

图 6: 净利润情况



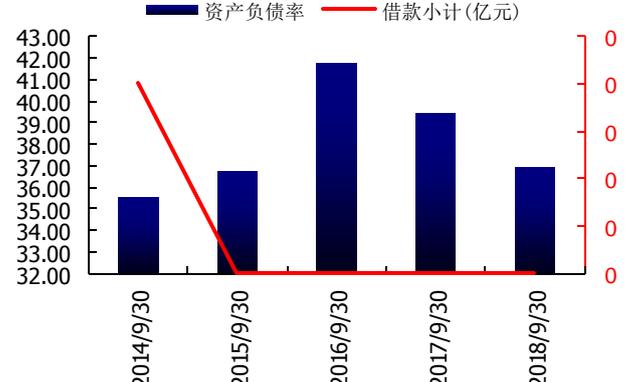
资料来源: 公司公告、东兴证券

图 7: 销售毛利率情况



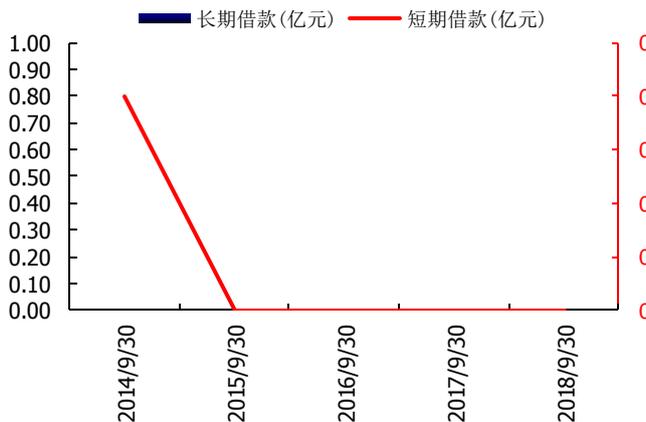
资料来源: 公司公告、东兴证券

图 8: 资产负债率情况



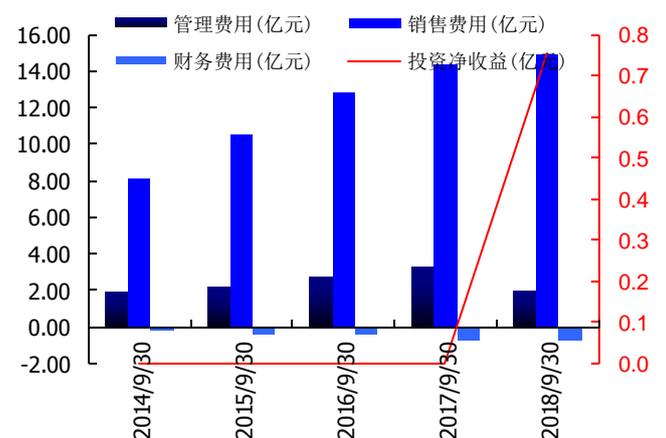
资料来源: 公司公告、东兴证券

图 9: 贷款情况



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:**

我们预计公司 2018 年-2020 年营业收入分别为 76.68 亿元、86.37 亿元和 97.89 亿元; 每股收益分别为 1.54 元、1.70 元和 1.93 元, 对应 PE 分别为 23X、21X 和 18X, 维持公司“推荐”评级, 给予公司 6 个月目标价 26.77 元。

**风险提示: 房地产行业发展低于预期、原材料价格波动、新品拓展存在不确定性**

**表 2: 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				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产合计</b>	5397	6695	7929	9301	10836	<b>营业收入</b>	5795	7017	7668	8637	9789
货币资金	3448	2582	3520	4593	5776	<b>营业成本</b>	2474	3251	3589	4091	4642
应收账款	332	371	420	450	483	营业税金及附加	68	67	77	86	98
其他应收款	14	51	56	63	72	营业费用	1545	1678	1840	2073	2349
预付款项	33	58	87	119	155	管理费用	449	481	526	592	671
存货	914	1113	1278	1412	1577	财务费用	-79	-92	-61	-81	-104
其他流动资产	17	1512	1518	1528	1539	资产减值损失	1.79	5.04	5.00	5.00	5.00
<b>非流动资产合计</b>	1019	1231	1126	1036	948	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	1	4	1	1	1	投资净收益	-1.86	1.45	0.00	0.00	0.00
固定资产	852.19	828.42	753.86	679.31	604.75	<b>营业利润</b>	1334	1690	1692	1870	2127
无形资产	97	168	151	136	122	营业外收入	71.58	4.10	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	24	26	23	23	23	营业外支出	1.36	1.46	1.00	1.00	1.00
<b>资产总计</b>	6415	7927	9055	10337	11784	<b>利润总额</b>	1404	1693	1691	1869	2126
<b>流动负债合计</b>	2231	2597	2595	2654	2709	所得税	197	231	231	256	291
短期借款	0	0	0	0	0	<b>净利润</b>	1207	1461	1460	1614	1836
应付账款	911	1045	1111	1244	1386	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	840	735	620	490	343	归属母公司净利润	1207	1461	1460	1614	1836
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	EBITDA	1426	1845	1722	1879	2112
<b>非流动负债合计</b>	59	72	72	72	72	<b>EPS (元)</b>	1.67	1.54	1.54	1.70	1.93
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		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>负债合计</b>	2290	2669	2667	2726	2781	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	-3	-3	-3	-3	-3	营业收入增长	27.56%	21.10%	9.27%	12.64%	13.34%
实收资本(或股本)	730	949	949	949	949	营业利润增长	39.98%	26.69%	0.12%	10.54%	13.74%
资本公积	611	400	400	400	400	归属于母公司净利润增长	45.32%	21.08%	-0.09%	10.55%	13.74%
未分配利润	2475	3462	4130	4870	5710	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权益合计	4129	5261	6392	7615	9006	毛利率(%)	57.31%	53.68%	53.19%	52.63%	52.58%
<b>负债和所有者权益</b>	6415	7927	9055	10337	11784	净利率(%)	20.83%	20.82%	19.04%	18.69%	18.75%
<b>现金流量表</b>						<b>总资产净利润(%)</b>					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	<b>ROE(%)</b>					
<b>经营活动现金流</b>	1545	1256	1206	1389	1529	<b>偿债能力</b>					
净利润	1207	1461	1460	1614	1836	资产负债率(%)	36%	34%	29%	26%	24%
折旧摊销	170.25	246.39	0.00	74.56	74.56	流动比率	2.42	2.58	3.06	3.50	4.00
财务费用	-79	-92	-61	-81	-104	速动比率	2.01	2.15	2.56	2.97	3.42
应收账款减少	-11	-40	-49	-29	-33	<b>营运能力</b>					
预收账款增加	316	-105	-115	-130	-147	总资产周转率	1.01	0.98	0.90	0.89	0.89
<b>投资活动现金流</b>	-198	-1782	0	-6	-6	应收账款周转率	18	20	19	20	21
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	6.18	7.17	7.11	7.33	7.44
长期股权投资减少	0	0	3	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	-2	1	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.67	1.54	1.54	1.70	1.93
<b>筹资活动现金流</b>	-226	-349	-268	-309	-341	每股净现金流(最新摊薄)	1.54	-0.92	0.99	1.13	1.25
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	5.66	5.54	6.73	8.02	9.49
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	244	219	0	0	0	P/E	21.13	22.91	22.94	20.75	18.24
资本公积增加	-209	-211	0	0	0	P/B	6.24	6.36	5.24	4.40	3.72
<b>现金净增加额</b>	1121	-875	938	1074	1183	EV/EBITDA	15.65	16.75	17.40	15.37	13.12

## 分析师简介

### 郑闽钢

房地产行业首席研究员, 房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。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。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强 (第七名)。朝阳永续 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。

## 研究助理简介

### 闵繁皓

金融硕士研究生, 2017 年加入东兴证券研究所。

## 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。