

# 老板电器 (002508)

证券研究报告

2019年02月26日

## 18年Q4增速放缓，关注公司渠道下沉进展

### 事件：公司发布2018年业绩快报

2018年公司实现营业收入74.81亿元，同比增长6.61%，净利润14.81亿元，同比增长1.36%；其中Q4公司实现营业收入20.87亿，同比上升2.87%，净利润4.70亿元，同比下滑6.18%。

### 公司Q4增速进一步放缓

中怡康数据显示，公司2018年线下KA中油烟机的增速为11.64%，略好于行业11.70%的下滑幅度。公司前三季度收入增速为8.14%，净利润增速为5.33%，公司Q4收入和利润增速进一步放缓，公司厨电产品定位高端，且在一二线城市收入占比较大，受到地产调控影响更显著，短期直接面临行业需求放缓的压力。公司Q4利润增速低于收入端，预计主要是销售费用投入较大，例如赞助东方卫视的跨年晚会等。

### 2019年行业层面或存在回暖可能

1) 竣工数据好转或带来行业需求边际改善。2018年全年住宅销售面积累计同比增长2.2%，11月值为2.1%，而12月住宅竣工面积累计增速为-8.1%，11月累计为-12.7%，意味着12月单月的竣工面积大幅提升。我们预计2019年地产竣工数据回暖将带来厨电行业的需求边际改善。

### 2019年公司存两大成长动力

1) 公司加大新品投入。公司已成立蒸箱事业部，是历史上首次为一品类单独成立事业部，2018年四季度有蒸箱、烤箱、蒸烤一体机陆续推出市场，洗碗机自制生产线已经建设完成，新品的放量将带来2019年收入的增量贡献。

2) 渠道进一步下沉。老板品牌积极做三四线城市下沉，2018年在三四线城市新开四百多家专卖店，也在通过开城市公司实现渠道扁平化的改革，预计2019年公司将提升在三四线城市市占率。

### 预计2019年公司利润率将保持稳定水平

预计原材料成本处于震荡下行，公司成本端相比2018年相比更有优势，公司依然将通过推新品实现线下渠道价格的小幅提升。从费用端看，公司将加大新媒体、综艺节目和地方卫视的投入比例，提高费用的效果。因此，预计公司2019年净利率与2018年相比将基本保持稳定。

### 盈利预测与投资建议

考虑到18年Q4公司增速继续放缓，我们下调公司2018-2020年盈利预测，公司净利润由原先的15.28亿、16.61亿和18.80亿下调至14.8亿、16.15亿和17.95亿元，对应动态估值分别为16.6x、15.2x、13.7x。公司积极从渠道推进转型产品技术推进，有望进一步增强公司产品竞争力，高端龙头地位稳固，维持“买入”评级。

**风险提示：**地产不景气导致需求放缓；行业竞争加剧导致价格下降

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	5,794.90	7,017.40	7,481.60	7,868.58	8,720.08
增长率(%)	27.56	21.10	6.62	5.17	10.82
EBITDA(百万元)	1,335.68	1,625.18	1,744.92	1,978.88	2,207.81
净利润(百万元)	1,206.83	1,461.21	1,480.16	1,615.22	1,795.07
增长率(%)	45.32	21.08	1.30	9.12	11.13
EPS(元/股)	1.27	1.54	1.56	1.70	1.89
市盈率(P/E)	20.37	16.82	16.61	15.22	13.69
市净率(P/B)	5.95	4.67	3.98	3.37	2.87
市销率(P/S)	4.24	3.50	3.29	3.12	2.82
EV/EBITDA	17.48	26.37	10.91	9.42	7.57

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	家用电器/白色家电
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	25.90元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	949.02
流通A股股本(百万股)	934.90
A股总市值(百万元)	24,579.72
流通A股市值(百万元)	24,213.93
每股净资产(元)	5.88
资产负债率(%)	36.94
一年内最高/最低(元)	50.56/18.62

### 作者

**蔡雯娟** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110516100008  
caiwenjuan@tfzq.com

**马王杰** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110518080001  
mawangjie@tfzq.com

**罗岸阳** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110518120002  
luoanyang@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《老板电器-季报点评:短期经营仍处于低谷，现金流状况稳定》2018-10-25
- 《老板电器-半年报点评:竞争加剧、电商放缓带来阵痛，现金流状况稳定》2018-08-23
- 《老板电器-公司点评:入主金帝集成灶，品牌品类扩张再下一城！》2018-07-20



## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	3,448.41	2,581.88	5,493.42	5,891.39	7,820.65
应收账款	345.92	422.47	396.35	464.82	489.54
预付账款	32.83	58.39	37.74	67.81	48.46
存货	914.49	1,112.90	1,109.95	1,330.75	1,357.94
其他	654.96	2,519.57	706.19	1,106.09	900.14
<b>流动资产合计</b>	<b>5,396.61</b>	<b>6,695.21</b>	<b>7,743.66</b>	<b>8,860.86</b>	<b>10,616.75</b>
长期股权投资	0.82	3.82	3.82	3.82	3.82
固定资产	852.19	828.42	816.63	821.28	822.81
在建工程	0.00	21.09	48.65	77.19	76.31
无形资产	97.06	167.65	156.63	145.61	134.59
其他	68.52	210.43	47.04	42.39	40.13
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,018.60</b>	<b>1,231.41</b>	<b>1,072.76</b>	<b>1,090.29</b>	<b>1,077.66</b>
<b>资产总计</b>	<b>6,415.20</b>	<b>7,926.62</b>	<b>8,816.42</b>	<b>9,951.15</b>	<b>11,694.41</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	1,147.02	1,274.60	1,428.88	1,539.54	1,730.48
其他	1,083.66	1,322.83	1,167.57	1,061.00	1,356.80
<b>流动负债合计</b>	<b>2,230.68</b>	<b>2,597.42</b>	<b>2,596.45</b>	<b>2,600.54</b>	<b>3,087.28</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	59.27	71.72	50.00	50.00	50.00
<b>非流动负债合计</b>	<b>59.27</b>	<b>71.72</b>	<b>50.00</b>	<b>50.00</b>	<b>50.00</b>
<b>负债合计</b>	<b>2,289.96</b>	<b>2,669.14</b>	<b>2,646.45</b>	<b>2,650.54</b>	<b>3,137.28</b>
少数股东权益	(3.31)	(3.33)	(3.35)	(3.37)	(3.39)
股本	730.06	949.03	949.02	949.02	949.02
资本公积	610.51	399.60	251.86	251.86	251.86
留存收益	3,450.63	4,335.92	5,224.30	6,354.95	7,611.50
其他	(662.64)	(423.75)	(251.86)	(251.86)	(251.86)
<b>股东权益合计</b>	<b>4,125.24</b>	<b>5,257.47</b>	<b>6,169.97</b>	<b>7,300.60</b>	<b>8,557.13</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>6,415.20</b>	<b>7,926.62</b>	<b>8,816.42</b>	<b>9,951.15</b>	<b>11,694.41</b>

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	1,206.81	1,461.19	1,480.16	1,615.22	1,795.07
折旧摊销	80.31	89.78	55.25	57.82	60.37
财务费用	(0.54)	0.86	(97.70)	(102.76)	(113.88)
投资损失	1.86	(1.45)	(75.62)	(75.62)	(50.00)
营运资金变动	358.67	(1,809.33)	1,856.05	(710.49)	662.37
其它	(101.67)	1,515.08	(0.02)	(0.02)	(0.02)
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,545.45</b>	<b>1,256.13</b>	<b>3,218.12</b>	<b>784.16</b>	<b>2,353.91</b>
资本支出	11.36	145.89	81.72	80.00	50.00
长期投资	0.82	3.00	0.00	0.00	0.00
其他	(210.51)	(1,931.36)	81.63	(84.38)	(50.00)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(198.32)</b>	<b>(1,782.47)</b>	<b>163.35</b>	<b>(4.38)</b>	<b>0.00</b>
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	122.80	127.92	(25.89)	102.76	113.88
其他	(349.19)	(476.77)	(444.05)	(484.57)	(538.52)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(226.38)</b>	<b>(348.85)</b>	<b>(469.93)</b>	<b>(381.81)</b>	<b>(424.64)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>1,120.74</b>	<b>(875.19)</b>	<b>2,911.54</b>	<b>397.97</b>	<b>1,929.27</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>5,794.90</b>	<b>7,017.40</b>	<b>7,481.60</b>	<b>7,868.58</b>	<b>8,720.08</b>
营业成本	2,474.05	3,250.59	3,604.63	3,957.89	4,360.04
营业税金及附加	67.52	66.64	71.08	74.75	82.84
营业费用	1,545.11	1,677.88	1,743.21	1,731.09	1,918.42
管理费用	449.16	480.96	448.90	259.66	261.60
财务费用	(78.64)	(91.88)	(97.70)	(102.76)	(113.88)
资产减值损失	1.79	5.04	(0.26)	(0.26)	(0.26)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(1.86)	1.45	75.62	75.62	50.00
其他	3.72	(63.31)	(79.67)	10.59	79.34
<b>营业利润</b>	<b>1,334.04</b>	<b>1,690.03</b>	<b>1,715.80</b>	<b>1,861.99</b>	<b>2,081.98</b>
营业外收入	71.58	4.10	6.59	6.59	6.59
营业外支出	1.36	1.46	1.29	1.29	1.29
<b>利润总额</b>	<b>1,404.26</b>	<b>1,692.67</b>	<b>1,721.09</b>	<b>1,867.28</b>	<b>2,087.27</b>
所得税	197.44	231.48	240.95	252.08	292.22
<b>净利润</b>	<b>1,206.81</b>	<b>1,461.19</b>	<b>1,480.14</b>	<b>1,615.20</b>	<b>1,795.05</b>
少数股东损益	(0.02)	(0.02)	(0.02)	(0.02)	(0.02)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,206.83</b>	<b>1,461.21</b>	<b>1,480.16</b>	<b>1,615.22</b>	<b>1,795.07</b>
每股收益(元)	1.27	1.54	1.56	1.70	1.89

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>					
营业收入	27.56%	21.10%	6.62%	5.17%	10.82%
营业利润	39.98%	26.69%	1.52%	8.52%	11.81%
归属于母公司净利润	45.32%	21.08%	1.30%	9.12%	11.13%
<b>获利能力</b>					
毛利率	57.31%	53.68%	51.82%	49.70%	50.00%
净利率	20.83%	20.82%	19.78%	20.53%	20.59%
ROE	29.23%	27.78%	23.98%	22.11%	20.97%
ROIC	135.70%	226.79%	56.45%	241.73%	123.83%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	35.70%	33.67%	30.02%	26.64%	26.83%
净负债率	-11.22%	-22.03%	1.41%	-39.00%	-37.87%
流动比率	2.42	2.58	2.98	3.41	3.44
速动比率	2.01	2.15	2.55	2.90	3.00
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	17.11	18.27	18.27	18.27	18.27
存货周转率	7.08	6.92	6.73	6.45	6.49
总资产周转率	1.01	0.98	0.89	0.84	0.81
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.27	1.54	1.56	1.70	1.89
每股经营现金流	1.63	1.32	3.39	0.83	2.48
每股净资产	4.35	5.54	6.50	7.70	9.02
<b>估值比率</b>					
市盈率	20.37	16.82	16.61	15.22	13.69
市净率	5.95	4.67	3.98	3.37	2.87
EV/EBITDA	17.48	26.37	10.91	9.42	7.57
EV/EBIT	18.60	27.87	11.27	9.70	7.78

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com