

## 业绩增长符合预期，嵌入式厨电发展可观

老板电器(002508.SZ)

**推荐** 维持评级

### 核心观点:

## 1. 事件

老板电器发布2018年年报,2018年公司营业收入74.25亿元,同比增长5.81%,实现归母净利润14.74亿元,同比增长0.85%。经营活动产生的现金流量净额15.1亿元,同比增长18.58%。

## 2. 我们的分析与判断

### (一) 主营产品业绩平稳,嵌入式品类市占率高

2018年,公司营收增长5.81%,营收相比于2017年21.1%的增幅而言大幅下降,主要是受国内外宏观经济形势以及地产调控趋紧影响,厨电行业整体较为低迷。经营活动产生的现金流量净额15.1亿元,同比增长18.58%,公司经营现金流状况明显提升,主要原因在于预收款项11.7亿元,同比增长59.19%。

公司主营业务增长平稳。根据中怡康数据显示,2018年我国主要厨电产品吸油烟机、燃气灶、消毒柜零售额增长率分别为-11.71%、-10.68%、-20.08%,均呈现了近年来少有的下降态势。2018年,老板主营产品吸油烟机营收40.13亿,占总营收的54.05%,同比去年增长5%。燃气灶营收17.92亿,占总营收的24.14%,同比去年下降1.65%。面对行业整体发展压力,老板的主营产品零售量和零售额的增长均明显优于行业平均增长幅度,业绩平稳增长,公司市场份额也位于行业前列。根据中怡康数据显示,截止至2018年底,老板吸油烟机的零售量、零售额的市场份额分别为19.76%、26.62%,燃气灶零售量、零售额的市场份额分别为17.56%、23.89%。

多项嵌入式产品实现快速增长。消毒柜、蒸箱、烤箱、洗碗机业务营业收入同比增速分别为2.27%、37.82%、9.98%、54.62%,四项业务合计占2018年老板总营业收入比重的14.18%。嵌入式消毒柜零售量、零售额的市场份额分别为14.73%、23.22%,位列行业第二。嵌入式蒸箱、烤箱、洗碗机零售额的市场份额分别为36.32%、27.65%、9.29%。零售额的市场份额分别为33.80%、26.13%、9.29%。嵌入式产品的增速明显快于烟灶类产品,考虑到蒸箱比较符合中国传统烹饪文化的,具备良好的市场潜力,公司在蒸箱品类上具备领先优势,目前已将蒸箱确定为第二品类,成立了蒸箱事业部,以促进蒸箱业务进一步发展后续。我们认为随着烟灶市场的逐步饱和,嵌入式产品会成为老板新的盈利增长点,营收占比会进一步提升。

### 分析师

李昂

☎: 8610-83574538

✉: liang\_zb@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130517040001

### 特此鸣谢

李冠华

☎: 8610-66568238

✉: liguanhua\_yj@chinastock.com.cn

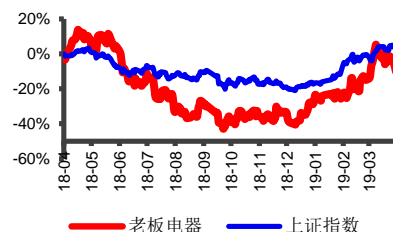
对本报告的编制提供信息。

### 市场数据

2019-04-25

A股收盘价(元)	29.60
A股一年内最高价(元)	37.83
A股一年内最低价(元)	19.02
上证指数	3123.83
市盈率	19.06
总股本(万股)	94902.41
实际流通A股(万股)	93490.08
限售的流通A股(万股)	1412.33
流通A股市值(亿元)	276.73

### 相对上证指数表现图



资料来源: wind、中国银河证券研究院

## （二）毛利净利小幅下降，盈利能力有望改善

公司 2018 年销售毛利率为 53.52%，较 2017 年下降了 0.14pct，其中油烟机和煤气灶毛利率分别为 57.16%（-0.6pct）、55.14%（-0.84pct）。我们认为毛利下降主要是受原材料价格上涨和毛利较高的的电商渠道占比下降的影响。2018 年，公司销售净利率为 19.98%，较去年下降了 0.84pct，净利率下降幅度大于毛利率下降幅度，原因在于期间费用增高。2018 年，公司销售费用、管理费用、财务费用分别为 19.1 亿元、2.72 亿元、2.93 亿元，同比增长 13.83%、9.89%、10.30%。我们认为未来随着原材料成本继续震荡下行，公司加强对原材料成本的管控，调整好产品线上线下价格，把握好成本优势，盈利能力有望得到改善。

## （三）研发助力产品创新，控股金帝布局集成厨电

2018 年，老板的研发费用为 2.93 亿元，同比增长 25.87%。在产品开发上，公司对烟灶等成熟品类加强了核心性能指标以及产品形态方面的创新，对净化水槽、集成吸油烟机等尚在市场培育期的嵌入式产品，以差异化指标为主要开发方向。在技术研发上，从大吸力、节能环保、新材料、智能化、集成化等多个方向开展工作，丰富公司产品的结构，以满足消费者多层次、差异化的市场需求。为进一步巩固和提升公司的产品优势，增强公司的技术创新、核心竞争力和可持续发展奠定基础。六月份，公司以自有资金 1.6 亿元收购嵊州市金帝智能厨电有限公司 51% 的股份，在行业低谷中布局集成灶领域，增加新的盈利增长点。目前集成灶行业仍处高速增长阶段，未来市场发展前景可观。

## （四）激励机制更加完善，现金分红有所增加

2018 年，公司陆续审议通过了《关于限制性股票激励计划首次授予第三个解锁期可解锁的议案》、《关于公司限制性股票激励计划预留授予第二个解锁期可解锁的议案》、《关于回购注销首期限限制性股票激励计划部分预留限制性股票的议案》，进一步完善股权激励机制。公司拟向全体股东每 10 股派发现金股利 8 元（含税），相较于 2017 年每十股派发现金 7.5 元有所增加，一定程度上也可以刺激投资者信心。

## 3. 投资建议

作为厨电领域龙头企业，老板电器不断进行技术和产品创新，拓展产品品类，深化“老板”品牌高端形象，融合多元渠道，打造基于信息化的高效运营能力，推动组织和机制变革，提升竞争力。我们认为公司产品销量稳步提升，市场占有率也名列前茅，预计老板电器 2019-2021 年营收为 80.64、90 和 99.35 亿元，归母净利润为 16.37、18.63、20.86 亿元，对应的 EPS 为 1.72、1.96 和 2.20 元，维持“推荐”评级。

## 4. 风险提示

房地产市场波动、原材料价格波动、厨电行业竞争加剧。

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

**李昂，证券分析师。**本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，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接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层  
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层  
北京西城区金融大街 35 号国际企业大厦 C 座  
公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn  
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn  
北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@ChinaStock.com.cn