



东兴证券
DONGXING SECURITIES

收入、业绩持续改善可期

——老板电器（002508）2018 年度及 2019Q1 报告点评

2019 年 04 月 26 日

推荐/维持

老板电器 财报点评

投资要点：

- **事件：**公司发布 2018 年及 2019 年一季报。2018 年，公司营业总收入 74.25 亿元，同比增长 5.81%；实现归属于母公司的净利润 14.74 亿元，同比增长 0.85%。2018 年 Q4 实现营业收入 20.31 亿元，同比增长 0.08%；实现归母净利润 4.62 亿元，同比-7.75%。2019 年 Q1 实现营业收入 16.60 亿元，同比增长 4.30%，实现归属母公司的净利润 3.20 亿元，同比增长 5.84%。
- **地产边际改善，需求端景气回复可期。**2019 年 Q1 公司收入、业绩修复趋势明显。从需求端来分析，竣工交付提振上半年需求，2018 年 12 月份竣工面积累计同比为-8.1%，环比超预期提升 4.6%。我们认为 12 月份的集中竣工是提振 2019 年上半年前装属性较强的厨电业绩的主要因素之一，随着地产竣工的边际改善，今年厨电企业收入端改善可期，考虑到建筑工程投资拐点已现叠加一、二线房屋销售回暖，主要覆盖一、二线市场的行业龙头将持续受益于地产带景气恢复带来的收入和业绩改善。
- **渠道下沉深入，工程渠道制霸。**老板、名气双品牌战略实现四级市场全覆盖，截止 2018 年底共有“老板”品牌城市公司 155 家，专卖店增至 3258 家。“名气”品牌共有省会城市网点 257 家，地级市网点 1025 家，县城专卖店、网点 3161 家，乡镇网点 4493 家。下沉逐步加深，随着产品普及率的提升，三四线及农村市场增量将逐步兑现。根据奥维房地产精装修月度监测数据，“老板”品牌吸油烟机市场份额为 40%，位居行业第一。未来精装比例提升趋势确定，以我国目前 20%的精装修比例，对标发达国家 80%的精装比例，空间巨大。
- **加码品牌建设，销售费用增加。**2019Q1 销售费用同比增长 13.13%，保持了 2018 年两位数以上的增长并快于收入增速，我们认为在行业需求较往年收缩的情况下，行业出清压力较大，中小企业在市场地位和品牌建设上都不具备优势，行业龙头在此时期强化品牌形象，并通过价格手段降维打击，将加速行业洗牌，促进集中度提升。短期销售费用高增长或会影响公司净利水平，但随着行业景气的回复，我们更看好公司业绩的改善潜力。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2019 年-2021 年营业收入分别为 81.80 亿元、92.79 亿元和 105.99 亿元；EPS 分别为 1.80 元、1.95 元和 2.15 元，对应 PE 分别为 16.41X、15.16X 和 13.74，维持公司“推荐”评级。
- **风险提示：**市场销售不及预期、业务拓展存在不确定性、行业政策收紧。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	7,017.40	7,424.89	8,180.29	9,279.20	10,599.9
增长率（%）	21.10%	5.81%	10.17%	13.43%	14.23%
净利润（百万元）	1,461.19	1,483.85	1,716.63	1,860.69	2,051.14
增长率（%）	21.08%	1.55%	15.69%	8.39%	10.24%
净资产收益率（%）	27.78%	24.38%	24.68%	23.48%	22.85%
每股收益(元)	1.54	1.55	1.80	1.95	2.15
PE	19.22	19.10	16.41	15.16	13.74
PB	5.34	4.65	4.05	3.56	3.14

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师：陆洲

010-66554142

luzhou@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517080001

助理研究员：闵繁皓

010-66554036

minfh@dxzq.net.cn

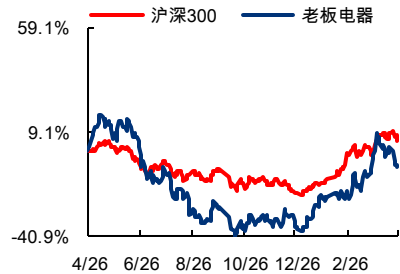
执业证书编号：

S1480117090003

交易数据

52 周股价区间（元）	32.34-33.95
总市值（亿元）	306.91
流通市值（亿元）	302.35
总股本/流通 A 股（万股）	94902/93490
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	1.12

52 周股价走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《老板电器（002508.SH）2018 三季度点评：疾风知劲草，板荡显价值》2018-10-26
- 2、《老板电器（002508.SZ）2017 年报点评：主营稳定增长，子品牌成长迅速》2018-04-12
- 3、《老板电器（002508.SZ）深度报告：高端大厨电龙头，发力三、四线市场》2018-03-28
- 4、《老板电器（002508.SZ）调研简报：高端大厨电寡头，领航嵌入式厨电市场》2018-01-30

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				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	6695	7980	10496	14281	18837	营业收入	7017	7425	8180	9279	10600
货币资金	2582	2197	2420	2784	3286	营业成本	3251	3451	3799	4354	4962
应收账款	371	447	462	541	609	营业税金及附加	67	71	78	88	101
其他应收款	51	70	77	88	100	营业费用	1678	1910	2127	2400	2749
预付款项	58	59	75	85	100	管理费用	481	272	327	371	424
存货	1113	1347	1478	1697	1932	财务费用	-92	-101	-83	-32	47
其他流动资产	1512	2592	4594	7506	11006	资产减值损失	5.04	15.06	10.05	10.05	10.05
非流动资产合计	1231	1475	1404	1304	1217	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	4	3	3	3	3	投资净收益	1.45	88.01	44.73	44.73	44.73
固定资产	828.42	842.88	767.02	691.16	615.30	营业利润	1690	1702	1968	2133	2352
无形资产	168	194	175	157	141	营业外收入	4.10	2.38	3.24	2.81	3.02
其他非流动资产	26	6	23	23	23	营业外支出	1.46	1.61	1.53	1.57	1.55
资产总计	7927	9455	11900	15585	20053	利润总额	1693	1702	1969	2135	2353
流动负债合计	2597	3232	4784	7503	10908	所得税	231	218	253	274	302
短期借款	0	0	926	2836	5332	净利润	1461	1484	1717	1861	2051
应付账款	1045	1196	1290	1483	1688	少数股东损益	0	10	5	8	6
预收款项	735	1170	1661	2211	2843	归属母公司净利润	1461	1474	1712	1853	2045
一年内到期的	0	0	0	0	0	EBITDA	1845	1878	1980	2194	2490
非流动负债合计	72	92	92	92	92	EPS (元)	1.54	1.55	1.80	1.95	2.15
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	2669	3325	4876	7595	11000	成长能力					
少数股东权益	-3	85	91	98	105	营业收入增长	21.10%	5.81%	10.17%	13.43%	14.23%
实收资本(或股	949	949	949	949	949	营业利润增长	26.69%	0.68%	15.64%	8.42%	10.23%
资本公积	400	402	402	402	402	归属于母公司净利	21.08%	0.85%	16.15%	8.27%	10.35%
未分配利润	3462	4224	4555	4915	5312	获利能力					
归属母公司股	5261	6045	6934	7892	8949	毛利率(%)	53.68%	53.52%	53.56%	53.08%	53.18%
负债和所有者	7927	9455	11900	15585	20053	净利率(%)	20.82%	19.98%	20.98%	20.05%	19.35%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	18.43%	15.58%	14.38%	11.89%	10.20%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	27.78%	24.38%	24.68%	23.48%	22.85%
经营活动现金	1256	1509	35	-730	-993	偿债能力					
净利润	1461	1484	1717	1861	2051	资产负债率(%)	34%	35%	41%	49%	55%
折旧摊销	246.39	277.98	0.00	75.86	75.86	流动比率	2.58	2.47	2.19	1.90	1.73
财务费用	-92	-101	-83	-32	47	速动比率	2.15	2.05	1.89	1.68	1.55
应收账款减少	0	0	-16	-79	-67	营运能力					
预收帐款增加	0	0	491	550	632	总资产周转率	0.98	0.85	0.77	0.68	0.59
投资活动现金	-1782	-1184	2	46	35	应收账款周转率	20	18	18	18	18
公允价值变动	0	0	0	0	0	应付账款周转率	7.17	6.63	6.58	6.69	6.68
长期股权投资	0	0	-14	7	-4	每股指标(元)					
投资收益	1	88	45	45	45	每股收益(最新摊	1.54	1.55	1.80	1.95	2.15
筹资活动现金	-349	-712	186	1047	1461	每股净现金流(最	-0.92	-0.41	0.24	0.38	0.53
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新	5.54	6.37	7.31	8.32	9.43
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	219	0	0	0	0	P/E	19.22	19.10	16.41	15.16	13.74
资本公积增加	-211	2	0	0	0	P/B	5.34	4.65	4.05	3.56	3.14
现金净增加额	-875	-386	223	364	502	EV/EBITDA	13.83	13.79	13.43	12.83	12.10

资料来源:公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

陆洲

北京大学硕士，军工行业首席分析师。曾任中国证券报记者，历任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长，2017年加盟东兴证券研究所。

研究助理简介

闵繁皓

金融硕士研究生，2017年5月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。