

老板电器 (002508)

证券研究报告

2019年04月30日

毛利率超预期上升，一季度实现平稳增长

事件：公司发布 2018 年报及 19 年一季报：

1) 公司 2018 年实现营业收入 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%，基本符合公司此前业绩快报披露。2) 通过 2018 年利润分配预案：向全体股东每 10 股派发现金红利 8 元（含税）；3) 公司 2019 年 Q1 实现营业收入 16.60 亿，同比增长 4.30%；归母净利润 3.20 亿，同比增长 5.84%。

19Q1 收入增速环比有所恢复，地产竣工数据改善带来需求回暖：一季度厨电行业需求端有所回暖，从中怡康数据看，19Q1 油烟机行业零售量及零售额同比分别-7.1%、-9.4%，燃气灶行业零售量及零售额分别-8.3%、-9.9%，环比 18Q4 季度降幅已有明显收窄。一季度公司中怡康份额略有下降，我们认为随着公司渠道多元化和向三四线积极下沉，公司更多增长动力来自于电商渠道以及三四线经销商，我们预计一季度工程渠道的快速增长将成为拉动收入回暖的重要动力。**从品类上看，**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 Q4 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。**从区域来看，**2018 年公司华南、华中地区收入增速分别为 15.8%、13.9%，而华东地区收入增速放缓至 3.7%。

毛利率维持增长趋势，销售费用率显著上升：18Q4 季度公司毛利率、净利率分别为+6.31%、-1.66pct，19Q1 季度同比分别+2.47%、+0.51pct。从中怡康数据库看，老板油烟机均价于 18Q4、19Q1 同比分别小幅下降 3.9%、4.7%，一方面，公司在线下渠道积极推广新品，维持毛利率结构的稳定；另一方面，18Q4 及 19Q1 原材料成本的下降有助于毛利率的改善，公司盈利能力仍在持续提升。**从费用率情况看，**公司 18Q4 季度销售、管理+研发、财务费用率同比分别+8.70%、+1.74%、-0.10pct，在收入端承压的情况下，公司加大了在电商以及线下广告营销投入引起销售费用率的明显上升。**从 19Q1 情况看，**公司整体费用率水平已经得到有效控制。

应收账款大幅增长，经营性净现金流显著下降：截止 19Q1 公司货币资金+其他流动资产合计 49.1 亿元，同比小幅增长 5.9%。我们认为，公司应收科目快速增长一方面受到电商渠道收入增长影响，另一方面，工程渠道快速增长也将带来应收账款的快速上升。19Q1 期末存货余额 12.1 亿元，同比增长 10.5%，体现了未来良好的收入增长潜力。**周转方面，**公司 19Q1 存货及应收账款周转天数同比分别上升 22.5 天、9.5 天，周转效率显著下降。

现金流方面，2018 年公司经营性净现金流 15.1 亿元，同比增长 20.1%。我们认为，公司经营性净现金流的下降背后体现的是厨电行业需求放缓以及竞争加剧的现实状况，而电商及工程渠道的快速增长将带来回款效率下降。

投资建议：基于公司 18Q4 及 19Q1 经营表现，我们预计公司 2019-2021 年净利润为 16.1、17.8、19.7 亿元，同比增长 9.3%、10.5%、10.7%，对应动态估值分别为 17.3x、15.6x、14.1x。公司积极进行渠道转型，同时积极拓展洗碗机、蒸箱、嵌入式等新品，长期看有望进一步增强公司在厨房领域整体竞争力，稳固龙头地位，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	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7,017.40	7,424.89	8,004.03	8,788.42	9,794.70
增长率(%)	21.10	5.81	7.80	9.80	11.45
EBITDA(百万元)	1,625.18	1,889.16	1,740.71	1,884.19	2,048.99
净利润(百万元)	1,461.21	1,473.58	1,610.26	1,779.36	1,969.14
增长率(%)	21.08	0.85	9.28	10.50	10.67
EPS(元/股)	1.54	1.55	1.70	1.87	2.07
市盈率(P/E)	19.02	18.86	17.26	15.62	14.11
市净率(P/B)	5.28	4.60	3.84	3.24	2.72
市销率(P/S)	3.96	3.74	3.47	3.16	2.84
EV/EBITDA	26.37	8.93	13.16	11.62	9.94

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	29.28 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)	27,787.42
流通 A 股市值(百万元)	27,373.89
每股净资产(元)	6.71
资产负债率(%)	32.50
一年内最高/最低(元)	38.76/18.62

作者

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

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

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

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《老板电器-公司点评:18 年 Q4 增速放缓，关注公司渠道下沉进展》 2019-02-26
- 2 《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
- 3 《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

事件

公司发布 2018 年报及 19 年一季报：

- 1) 公司 2018 年实现营业收入 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%，基本符合公司此前业绩快报披露。
- 2) 通过 2018 年利润分配预案：向全体股东每 10 股派发现金红利 8 元（含税）；
- 3) 公司 2019 年 Q1 实现营业收入 16.60 亿，同比增长 4.30%；归母净利润 3.20 亿，同比增长 5.84%。

19Q1 收入增速环比有所恢复，地产竣工数据改善带来需求回暖

一季度厨电行业需求端有所回暖，从中怡康数据看，19Q1 油烟机行业零售量及零售额同比分别-7.1%、-9.4%；燃气灶行业零售量及零售额分别-8.3%、-9.9%，环比 18Q4 季度降幅已有明显收窄；其中，19 年 3 月，烟、灶零售量及零售额均实现约 5%左右正增长。一季度公司中怡康份额略有下降，我们认为随着公司渠道多元化和向三四线积极下沉，公司更多增长动力来自于电商渠道以及三四线经销商；同时，我们预计一季度工程渠道的快速增长将成为拉动收入回暖的重要动力。18 年底地产竣工面积数据的回暖，将在二三季度带来行业需求端一定程度的边际改善。

从品类上看，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。2018 年老板蒸箱、洗碗机、净水器收入分别为 2.59、1.05、0.84 亿元，同比分别增长 37.8%、54.6%、131.0%，有望成为未来新的增长点。

从区域来看，2018 年公司华南、华中地区收入增速分别为 15.8%、13.9%，而传统优势华东地区收入增速放缓至 3.7%。2018 年，主要定位于三四线渠道的名气品牌实现收入 2.94 亿元，同比增长 18.4%；实现净利润 1.22 亿元，同比增长 33.7%。

毛利率维持增长趋势，销售费用率显著上升

18Q4 季度公司毛利率、净利率分别为+6.31、-1.66pct，19Q1 季度同比分别+2.47、+0.51pct。从中怡康数据库看，老板油烟机均价于 18Q4、19Q1 同比分别小幅下降 3.9%、4.7%，一方面，公司在线下渠道积极推广新品，维持毛利率结构的稳定；另一方面，18Q4 及 19Q1 原材料成本的下降有助于毛利率的改善，公司盈利能力仍在持续提升。

从费用率情况看，公司 18Q4 季度销售、管理+研发、财务费用率同比分别+8.70、+1.74、-0.10pct，在收入端承压的情况下，公司加大了在电商以及线下广告营销投入，在新媒体、综艺节目和地方卫视的投入增加，带来销售费用率的明显上升。2018 年，公司继续加大研发投入，总计投入 2.93 亿元，研发投入占比 3.95%，同比提升 0.63 个百分点，为未来公司持续保持竞争力奠定了扎实的基础。

从 19Q1 情况看，公司整体费用率水平已经得到有效控制，其中销售、管理+研发、财务费用率同比分别+2.41、-0.85、-0.26pct，期间费用率合计略微上升 1.30pct。

应收账款大幅增长，经营性净现金流显著下降

截止 19Q1 公司货币资金+其他流动资产合计 49.1 亿元，同比小幅增长 5.9%。应收票据及

账款合计 18.0 亿元，同比增长 43.2%，我们认为，公司应收科目快速增长一方面受到电商渠道收入增长影响；另一方面，回款周期较长的工程渠道快速增长也将带来应收账款的快速上升。19Q1 期末存货余额 12.1 亿元，同比增长 10.5%。应付票据及账款 12.4 亿元，同比增长 7.1%。预收账款 10.6 亿元，同比增长 9.0%，体现了未来良好的收入增长潜力。

周转方面，公司 19Q1 存货及应收账款周转天数同比分别上升 22.5 天、9.5 天，整体周转天数大幅上升 32 天，周转效率显著下降。

现金流方面，2018 年公司经营性净现金流 15.1 亿元，同比增长 20.1%，其中 18Q4 季度经营性净现金流 3.1 亿元，同比下降 33.3%。19Q1 季度公司实现经营性净现金流 1.70 亿元，同比大幅下降 69.6%，呈现逐季下降趋势。我们认为，公司经营性净现金流的下降背后体现的是厨电行业需求放缓以及竞争加剧的现实状况，而电商及工程渠道的快速增长进一步带来回款效率下降。

投资建议

基于公司 18Q4 及 19Q1 经营表现，我们预计公司 2019-2021 年净利润为 16.1、17.8、19.7 亿元，同比增长 9.3%、10.5%、10.7%，对应动态估值分别为 17.3x、15.6x、14.1x。公司积极进行渠道转型，同时积极拓展洗碗机、蒸箱、嵌入式等新品，长期看有望进一步增强公司在厨房领域整体竞争力，稳固龙头地位，维持“买入”评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	2,581.88	2,196.71	4,804.59	5,828.70	7,355.01
应收票据及应收账款	1,379.12	1,714.92	1,165.94	1,601.25	1,482.78
预付账款	58.39	59.49	43.26	79.25	60.28
存货	1,112.90	1,347.11	1,104.86	1,617.16	1,410.87
其他	1,562.92	2,661.94	1,383.77	1,920.23	1,960.88
流动资产合计	6,695.21	7,980.17	8,502.40	11,046.59	12,269.82
长期股权投资	3.82	2.62	2.62	2.62	2.62
固定资产	828.42	842.88	894.34	934.17	954.00
在建工程	21.09	184.44	146.66	136.00	111.60
无形资产	167.65	193.97	182.32	170.66	159.00
其他	210.43	251.28	247.11	248.15	246.97
非流动资产合计	1,231.41	1,475.19	1,473.05	1,491.59	1,474.20
资产总计	7,926.62	9,455.36	9,975.46	12,538.18	13,744.01
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	1,410.87	1,606.98	1,273.09	1,949.79	1,757.39
其他	1,186.55	1,625.18	1,303.63	1,844.87	1,600.37
流动负债合计	2,597.42	3,232.15	2,576.72	3,794.66	3,357.75
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	71.72	92.36	74.45	79.51	82.11
非流动负债合计	71.72	92.36	74.45	79.51	82.11
负债合计	2,669.14	3,324.51	2,651.18	3,874.17	3,439.86
少数股东权益	(3.33)	85.46	88.99	94.37	102.29
股本	949.03	949.02	949.02	949.02	949.02
资本公积	399.60	401.69	401.69	401.69	401.69
留存收益	4,335.92	5,099.82	6,286.27	7,620.62	9,252.84
其他	(423.75)	(405.15)	(401.69)	(401.69)	(401.69)
股东权益合计	5,257.47	6,130.85	7,324.28	8,664.01	10,304.15
负债和股东权益总	7,926.62	9,455.36	9,975.46	12,538.18	13,744.01

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,461.19	1,483.85	1,610.26	1,779.36	1,969.14
折旧摊销	89.78	101.97	57.97	62.50	66.22
财务费用	0.86	(0.83)	(147.85)	(224.54)	(278.40)
投资损失	(1.45)	(88.01)	(29.20)	(29.20)	(29.20)
营运资金变动	(1,809.33)	(1,041.65)	1,416.48	(298.11)	(130.06)
其它	1,515.08	1,053.64	3.71	5.48	8.10
经营活动现金流	1,256.13	1,508.96	2,911.36	1,295.48	1,605.79
资本支出	145.89	357.76	77.91	74.94	47.40
长期投资	3.00	(1.20)	0.00	0.00	0.00
其他	(1,931.36)	(1,540.06)	(108.71)	(125.74)	(68.20)
投资活动现金流	(1,782.47)	(1,183.50)	(30.80)	(50.80)	(20.80)
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	127.92	124.12	151.30	224.54	278.40
其他	(476.77)	(835.98)	(423.99)	(445.11)	(337.09)
筹资活动现金流	(348.85)	(711.86)	(272.68)	(220.57)	(58.69)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(875.19)	(386.40)	2,607.88	1,024.12	1,526.30

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	7,017.40	7,424.89	8,004.03	8,788.42	9,794.70
营业成本	3,250.59	3,450.77	3,681.85	4,077.83	4,544.74
营业税金及附加	66.64	70.57	76.04	83.49	93.07
营业费用	1,677.88	1,909.86	1,920.97	2,126.80	2,413.49
管理费用	480.96	272.36	344.17	386.69	403.81
研发费用	233.10	293.43	320.16	311.99	375.53
财务费用	(91.88)	(101.34)	(147.85)	(224.54)	(278.40)
资产减值损失	5.04	15.06	7.30	9.13	10.50
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.45	88.01	29.20	29.20	29.20
其他	(296.41)	(275.38)	(58.40)	(58.40)	(58.40)
营业利润	1,690.03	1,701.56	1,830.59	2,046.23	2,261.17
营业外收入	4.10	2.38	26.02	10.83	13.08
营业外支出	1.46	1.61	1.48	1.51	1.53
利润总额	1,692.67	1,702.32	1,855.13	2,055.55	2,272.71
所得税	231.48	218.48	241.17	270.71	295.48
净利润	1,461.19	1,483.85	1,613.96	1,784.84	1,977.23
少数股东损益	(0.02)	10.27	3.71	5.48	8.10
归属于母公司净利润	1,461.21	1,473.58	1,610.26	1,779.36	1,969.14
每股收益(元)	1.54	1.55	1.70	1.87	2.07

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	21.10%	5.81%	7.80%	9.80%	11.45%
营业利润	26.69%	0.68%	7.58%	11.78%	10.50%
归属于母公司净利润	21.08%	0.85%	9.28%	10.50%	10.67%
获利能力					
毛利率	53.68%	53.52%	54.00%	53.60%	53.60%
净利率	20.82%	19.85%	20.12%	20.25%	20.10%
ROE	27.78%	24.38%	22.26%	20.76%	19.30%
ROIC	226.79%	56.58%	38.90%	67.22%	64.66%
偿债能力					
资产负债率	33.67%	35.16%	26.58%	30.90%	25.03%
净负债率	-49.11%	-35.83%	-65.60%	-67.27%	-71.38%
流动比率	2.58	2.47	3.30	2.91	3.65
速动比率	2.15	2.05	2.87	2.48	3.23
营运能力					
应收账款周转率	5.98	4.80	5.56	6.35	6.35
存货周转率	6.92	6.04	6.53	6.46	6.47
总资产周转率	0.98	0.85	0.82	0.78	0.75
每股指标(元)					
每股收益	1.54	1.55	1.70	1.87	2.07
每股经营现金流	1.32	1.59	3.07	1.37	1.69
每股净资产	5.54	6.37	7.62	9.03	10.75
估值比率					
市盈率	19.02	18.86	17.26	15.62	14.11
市净率	5.28	4.60	3.84	3.24	2.72
EV/EBITDA	26.37	8.93	13.16	11.62	9.94
EV/EBIT	27.87	9.41	13.61	12.01	10.27

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