

## 家电

## 老板电器 (002508.SZ)

## 维持评级

报告原因：业绩点评

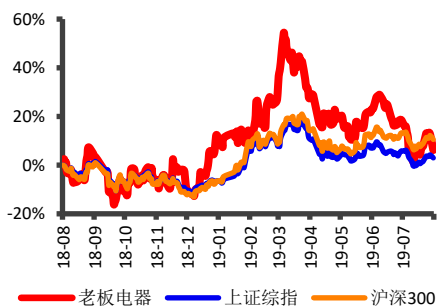
公司传统厨电地位稳固，积极布局新渠道业务

增持

2019年8月27日

公司研究/点评报告

### 公司近一年市场表现



### 市场数据：2019年8月26日

收盘价(元):	23.37
年内最高/最低(元):	33.96/18.07
流通A股/总股本(亿):	9.35/9.49
流通A股市值(亿):	218
总市值(亿):	222

### 基础数据：2019年6月30日

每股经营现金流(元):	0.69
每股公积金(元):	0.42
每股未分配利润(元):	4.36
ROE	10.51%

分析师：石晋 CFA

执业证书编号：S0760514050003

Tel: 0351-8686645

邮箱：shijin@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座28层  
北京市西城区平安里西大街28号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

<http://www.i618.com.cn>

### 事件描述

- 2019H1 公司实现营业收入 35.27 亿元，同比增长 0.88%，实现归属于上市公司股东的净利润 6.7 亿元，同比增长 1.52%。其中 Q2 实现营收 18.67 亿元，同比下降 1.98%，环比增加 12.45 个 pct；归母净利润 3.51 亿元，同比下降 2.11%，环比增长 9.73 个 pct。

### 事件点评

- **传统厨电市场低迷，公司主要品类仍居行业首位。**中怡康监测显示，2019 年上半年，厨房电器主要品类吸油烟机、燃气灶、消毒柜零售额分别增长-5.86%、-4.09%、-17.72%。公司作为厨电行业龙头企业继续保持吸油烟机、燃气灶以及嵌入式微波炉行业第一。2019 年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。从蒸箱的新品类、新型号推出速度以及终端的销售速度来看表现良好，嵌入式（消毒柜、蒸箱和一体机）居行业第二的地位。
- **受公司渠道调整，营运能力短期下降。**公司上半年销售费用增长 2.62%、管理费用下降 6.83%以及财务费用下降 38.42%主要系利息收入减少所致。营运方面则存在不同程度的下降，其中存货周转率下降 0.14，应收账款周转率下降 1.32，固定资产周转率下降 0.07；经营活动现金流净额同比下降 41.3%。我们认为主要是公司大力拓展工程渠道以及创新渠道相较于传统零售渠道的回款周期更长导致公司经营现金流以及营运表现出现短期下降局面。
- **公司深挖工程渠道及创新渠道。**公司在零售渠道继续优化专卖店体系，加强多元渠道融合实现线上线下协同发展。工程渠道方面，根据 2017 年发布的《建筑业发展十三五规划》明确提出到 2020 年全装修占比达到 30%的目标，公司抓住全装修政策的发展趋势，加深与恒大、万科、碧桂园、融创等地产商的合作，同时中央吸油烟机为工程渠道战略客户的开拓不断助力，工程渠道销售额同比增长 80%。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 37.8%，稳居行业第一。创新渠道，公司积极探索新零售模式，通过与欧派、司米等橱柜公司以及爱空间、金螳螂、东易日盛等家装公司深入合作，开拓创新渠道网点，激发家装市场活力。
- **公司注重研发，积极打造智能厨房。**公司上半年共申请专利 274 项，其中发明专利 64 项；共获得专利授权 237 项，其中发明专利 8 项，并



主导《环保型吸油烟机》、《蒸烤一体机》等多项行业标准的制定。为提高交付一致性与及时性，降低生产在制品及呆滞库存，公司还积极推进生产系统信息化能力建设。此外，茅山智能制造科创园项目建设顺利进行，建成后将推动公司智能化、集成化等高端厨电产品迭代，智能制造升级，夯实公司长期发展基础。

### 投资建议

- 公司作为高端厨电巨头口碑和品牌影响力所产生的溢价远高于市场平均水平。公司近几年持续深挖三、四级城市，重视渠道的广度及深度，通过“老板+名气”实现全覆盖高中低端厨电市场。此外公司在继续发展传统烟机灶具产品的基础上积极发力嵌入式厨具市场符合市场发展需要，预计公司 2019-2021 年 EPS 为 1.95\2.16\2.37，PE 为 12\10/8\9.9，维持“增持”评级。

### 存在风险

- 原材料价格波动剧烈，渠道下沉低于预期，房地产市场持续走弱。

资产负债表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	2,196.7	1,967.6	2,105.3	2,294.8	营业收入合计	7,424.9	7,870.4	8,421.3	9,179.2
应收账款	1,714.9	1,416.7	1,515.8	1,652.3	营业成本	3,450.8	3,746.3	3,949.6	4,222.4
存货	1,347.1	1,311.2	1,382.4	1,477.9	税金及附加	70.6	78.7	84.2	91.8
预付	59.5	56.2	63.2	67.6	销售费用	1,909.9	1,888.9	2,021.1	2,203.0
其它流动资产	2,662	2,440	2,274	2,662	管理费用	272.4	267.6	269.5	293.7
流动资产合计	<b>7,980.2</b>	<b>7,191.5</b>	<b>7,340.5</b>	<b>8,154.5</b>	研发费用	293.4	393.5	421.1	459.0
长期投资	2.6	3.0	3.0	3.0	财务费用（利息）	(101.3)	(72.1)	(70.1)	0.0
固定资产	842.9	820.1	797.1	774.2	资产减值损失	15.1	0.0	0.0	0.0
在建工程	184.4	112.4	118.5	126.7	其他经营收益	99.3	118.1	126.3	137.7
无形资产	194.0	195.8	182.1	169.3	投资净收益	88.0	47.2	58.9	73.4
其它非流动资产	436	350	424	506	其它（调和项）	(0.1)	0.0	0.0	0.0
资产总计	<b>9,455.4</b>	<b>10,004.7</b>	<b>12,112.9</b>	<b>14,463.5</b>	营业利润	1,701.6	2,126.3	2,352.3	2,579.4
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	营业外净收支	0.8	1.6	1.7	1.8
应付款项	1,607.0	1,498.5	1,579.8	1,689.0	利润总额	1,702.3	2,127.8	2,354.0	2,581.2
其他流动负债	1,625.2	1,573.4	1,658.8	1,773.4	所得税	218.5	276.6	306.0	335.6
流动负债合计	3,232.2	3,072.0	3,238.7	3,462.4	净利润	1,483.8	1,851.2	2,047.9	2,245.6
长期借款	15.6	23.5	32.2	42.1	（减去）少数股东损益	10.3	16.7	18.4	20.2
长期应付债券	0.0	0.0	0.0	0.0	归母净利润	1,473.6	1,834.6	2,029.5	2,225.4
其它	76.7	76.7	80.0	80.0					
负债合计	3,324.5	3,172.2	3,350.9	3,584.5	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
少数股东权益	85.5	85.0	86.5	89.4	净利润（含少数股东）	218.5	1,851.2	2,047.9	2,245.6
股本	949.0	0.0	0.0	0.0	折旧	84.0	93.7	98.7	105.6
资本公积	401.7	401.7	401.7	401.7	摊销	10.9	17.0	13.7	12.7
留存收益	4,694.7	6,345.8	8,273.8	10,388.0	财务费用	293.4	(72.1)	(70.1)	0.0
归属母公司股	6,045.4	6,747.5	8,675.5	10,789.7	投资净收益	(99.3)	(47.2)	(58.9)	(73.4)
					营运资金变动	(1,035.4)	399.4	155.4	(400.8)

权益合计	6,131	6,832	8,762	10,879	其它	1,727.1	1,882.6	1,882.6	1,882.6
负债和股东权益	9,455.4	10,004.7	12,112.9	14,463.5	经营活动现金流合计	1,509.0	4,124.5	4,069.3	3,772.3
<b>财务比率</b>					(固定资产构建)	(98.5)	(70.8)	(75.8)	(82.6)
<b>单位:百万元</b>					(无形资产构建)	(56.0)	0.0	0.0	0.0
2018A	2019E	2020E	2021E		非经常性或非经营性损益	99.3	47.2	58.9	73.4
营业收入	7424.9	7870.4	8421.3	9179.2	非流动资产减少(增加)	(204.2)	85.6	(73.8)	(82.3)
归属母净利润	1473.6	1834.6	2029.5	2225.4	其它	(924.1)	(1,256.0)	(869.0)	(1,037.0)
每股收益(EPS)	1.56	1.95	2.16	2.37	投资活动现金流合计	(1,183.5)	(1,194.1)	(959.6)	(1,128.5)
市盈率(P/E)	15.0	12.0	10.8	9.9	(财务费用)	(293.4)	72.1	70.1	0.0
毛利率	53.5%	52.4%	53.1%	54.0%	长期借款增加(减少)	15.6	7.9	8.8	9.9
净利率	20.0%	23.5%	24.3%	24.5%	(归母股东红利)	772.2	(183.5)	(101.5)	(111.3)
净资产收益率(ROE)	24.20%	27.09%	23.37%	20.64%	(归属少数股东的红利)	78.5	(17.1)	(17.0)	(17.3)
资产负债率	35.2%	31.7%	27.7%	24.8%	股本及资本公积+/-	2.1	0.0	0.0	0.0
流动比率	2.47	2.34	2.27	2.36	其它	(1,286.9)	(962.0)	(643.0)	(592.0)
速动比率	2.05	1.91	1.84	1.93	筹资活动现金流合计	(711.9)	(1,082.6)	(682.6)	(710.7)
应收款帐款周转率	6.73	4.74	5.37	5.32					

### 分析师承诺:

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。

### 投资评级的说明:

——报告发布后的6个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准:

- 买入： 相对强于市场表现 20%以上
- 增持： 相对强于市场表现 5~20%
- 中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
- 减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准:

- 看好： 行业超越市场整体表现
- 中性： 行业与整体市场表现基本持平
- 看淡： 行业弱于整体市场表现

### 免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本



报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

### 山西证券研究所：

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

邮编：030002

电话：0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

#### 北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海

国际中心七层

邮编：100032

电话：010-83496336

