

业绩稳健边际略升 竣工预期先获利

——老板电器 (002508.SZ) 公司点评

家用电器/白色家电

申港证券
SHENGANG SECURITIES

事件:

公司发布 2019 年业绩快报, 营业总收入为 77.6 亿元, 同比增速 4.52%, 归母净利润实现 15.8 亿元, 同比增速 7.37%。

投资摘要:

边际对全年业绩呈拉升作用, 厨电市场承压下逆势增长。公司 19 年全年实现营收 77.6 亿元, 归母净利润 15.8 亿元, 其中 19Q4 营收 21.4 亿元, 同比增速 5.1%, 19Q4 归母净利润 4.97 亿元, 同比增速 7.5%。相较于前三季度公司营收增速 4.3%、归母净利润增速 7.3%, 公司四季度增速对业绩略有拉升。公司业绩在 19 年厨电受地产调控的背景下凸显亮眼, 19 年奥维数据线下烟灶消同比变化 -11.4%、-8.5%、-18.1%, 线上厨电套餐同比 -4.2%, 在整体严冬下公司业绩双增且边际提升, 更显龙头优势。

工程端发力占先, 竣工预期下有望率先获利。在整体厨电下沉背景下, 19 年公司工程端销售额同比增速 90%, 主要得益于公司前瞻性的长达十年的工程端布局及大力投入。借近年精装修政策推动及新房价格调控, 精装修市场规模持续攀升, 奥维统计 2019 年精装修开盘达 319.3 万套, 同比增速 26.2%, 16-19 年 3 年 CAGR 更是高达 40.4%; 具体 19 年精装修厨电市场增速 26.4%, 在这一红利背景下“老板”品牌在工程端份额达 36.3% 位居第一持续率先获利。在 2020 年竣工轮动家电年中需求高增预期下(具体参见我们前期报告《地产驱动二季度家电需求有望爆发》), 我们预计公司的工程端高市占率将为其带来工程端业务 40-50% 的高速增长。

基础业务承压下新兴业务有望发力开拓。2020 年下公司对蒸箱、蒸烤一体机、洗碗机等将进一步加大研发投入, 在公司以蒸箱为中心的布局下继 19 年开创性推出中式烤箱 ZQB135-SZ01 后产品技术有望进一步拓展。据奥维统计, 至 18 年微蒸烤市场 6 年 CAGR 31.5%、洗碗机 4 年 CAGR 达 76.8%, 借新兴厨电市场上升契机, 公司新兴业务规模持续扩大下对主营拉动作用有望加强。

投资建议: 公司作为厨电龙头在整体市场下滑背景下边际营收盈利持续上提, 优势工程端布局在 2020 年竣工预期下有望率先获利, 同时新兴厨电业务扩张具补充提升空间。调整公司 19-21 年归母净利润分别为 15.8/18.4/21.5 亿元, 增速 7.4%/16.2%/16.8%, EPS 为 1.67/1.94/2.26 元, 对应 PE 为 18.6/16/13.7, 维持“买入”评级。

风险提示: 疫情控制不及预期; 竣工进程不及预期; 原材料价格大幅提升

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	7,760.59	8,770.90	9,720.40
增长率(%)	21.10%	5.81%	4.52%	13.02%	10.83%
归母净利润(百万)	1,461.21	1,473.58	1,582.13	1,838.16	2,146.53
增长率(%)	21.08%	0.85%	7.37%	16.18%	16.78%
净资产收益率(%)	27.78%	24.38%	23.14%	23.70%	24.32%
每股收益(元)	1.54	1.55	1.67	1.94	2.26
PE	20.14	20.01	18.61	16.02	13.71
PB	5.60	4.87	4.31	3.80	3.34

资料来源: 公司财报、申港证券研究所

评级

买入(维持)

2020年02月29日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号: S1660519040001

秦一超

研究助理

qinyichao@shgsec.com

021-20639326

交易数据

时间 2020.02.28

总市值/流通市值(亿元)	294.39/290.01
总股本(万股)	94,902.41
资产负债率(%)	35.72
每股净资产(元)	6.72
收盘价(元)	31.02
一年内最低价/最高价(元)	21.67/36.5

公司股价表现走势图



资料来源: 申港证券研究所

相关报告

- 1、《老板电器公司深度研究: 梅开二度 工程端领衔下龙头再出发》2019-11-11
- 2、《老板电器季报点评: 营收盈利边际双突破 组合战略深耕护城河》2019-10-29
- 3、《老板电器半年报点评: 主营承压多元化建功 厚积以待需求回暖》2019-08-27

表1: 公司盈利预测表

利润表		单位:百万元					资产负债表					单位:百万元					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	7017	7425	7761	8771	9720	流动资产合计	6695	7980	9313	10967	12756						
营业成本	3251	3451	3637	4038	4395	货币资金	2582	2197	3599	4798	6157						
营业税金及附加	67	71	74	83	92	应收账款	371	447	435	456	492						
营业费用	1678	1910	1841	2098	2277	其他应收款	51	70	73	83	92						
管理费用	481	272	246	322	332	预付款项	58	59	55	57	63						
研发费用	0	293	282	267	296	存货	1113	1347	1245	1349	1433						
财务费用	-92	-101	-9	-4	1	其他流动资产	1512	2592	2687	2941	3152						
资产减值损失	5	15	10	13	11	非流动资产合计	1231	1475	1349	1257	1164						
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	长期股权投资	4	3	2	3	2						
投资净收益	1	88	88	88	88	固定资产	828	843	788	727	662						
营业利润	1690	1702	1858	2137	2496	无形资产	168	194	182	171	161						
营业外收入	4	2	1	2	1	商誉	0	81	81	81	81						
营业外支出	1	2	2	2	2	其他非流动资产	26	6	18	20	22						
利润总额	1693	1702	1858	2138	2496	资产总计	7927	9455	10662	12224	13919						
所得税	231	218	254	274	320	流动负债合计	2597	3232	3456	3903	4318						
净利润	1461	1484	1604	1863	2176	短期借款	0	0	0	0	0						
少数股东损益	0	10	22	25	29	应付账款	1045	1196	1273	1446	1610						
归属母公司净利润	1461	1474	1582	1838	2147	预收款项	735	1170	1239	1417	1590						
EBITDA	1845	1878	1942	2228	2592	一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0						
EPS (元)	1.54	1.55	1.67	1.94	2.26	非流动负债合计	72	92	261	435	615						
主要财务比率						长期借款	0	0	160	325	495						
						应付债券	0	0	0	0	0						
成长能力						负债合计	2669	3325	3717	4337	4932						
营业收入增长	21.10%	5.81%	4.52%	13.02%	10.83%	少数股东权益	-3	85	107	132	161						
营业利润增长	26.69%	0.68%	9.21%	15.02%	16.79%	实收资本(或股本)	949	949	949	949	949						
归属于母公司净利润增长	21.08%	0.85%	7.37%	16.18%	16.78%	资本公积	400	402	402	402	402						
获利能力						未分配利润	3462	4224	4954	5802	6792						
毛利率(%)	53.68%	53.52%	53.14%	53.96%	54.78%	归属母公司股东权益合计	5261	6045	6838	7755	8826						
净利率(%)	20.82%	19.98%	20.66%	21.24%	22.38%	负债和所有者权益	7927	9455	10662	12224	13919						
总资产净利润(%)	18.43%	15.58%	14.84%	15.04%	15.42%	现金流量表						单位:百万元					
ROE(%)	27.78%	24.38%	23.14%	23.70%	24.32%							2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	
偿债能力						经营活动现金流	1256	1509	1924	1880	2191						
资产负债率(%)	34%	35%	35%	35%	35%	净利润	1461	1484	1604	1863	2176						
流动比率	2.58	2.47	2.69	2.81	2.95	折旧摊销	87	95	93	94	95						
速动比率	2.15	2.05	2.33	2.46	2.62	财务费用	-92	-101	-9	-4	1						
营运能力						应付帐款减少	-40	-76	12	-21	-36						
总资产周转率	0.98	0.85	0.77	0.77	0.74	预收帐款增加	-105	435	68	179	173						
应收账款周转率	20	18	18	20	21	投资活动现金流	-1782	-1184	98	72	75						
应付账款周转率	7.17	6.63	6.29	6.45	6.36	公允价值变动收益	0	0	0	0	0						
每股指标(元)						长期股权投资减少	-3	1	0	-1	1						
每股收益(最新摊薄)	1.54	1.55	1.67	1.94	2.26	投资收益	1	88	88	88	88						
每股净现金流(最新摊薄)	-0.92	-0.41	1.48	1.26	1.43	筹资活动现金流	-349	-712	-621	-752	-907						
每股净资产(最新摊薄)	5.54	6.37	7.21	8.17	9.30	应付债券增加	0	0	0	0	0						
估值比率						长期借款增加	0	0	160	165	170						
P/E	20.14	20.01	18.61	16.02	13.71	普通股增加	219	0	0	0	0						
P/B	5.60	4.87	4.31	3.80	3.34	资本公积增加	-211	2	0	0	0						
EV/EBITDA	14.56	14.50	13.39	11.21	9.17	现金净增加额	-875	-386	1402	1200	1359						

资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

研究助理简介

秦一超，家电及轻工首席研究员，2018年wind平台影响力家电行业第三名。浙江大学学士及硕士学位，曾就职于德州仪器任职东亚区域国际家电企业客户经理，具备家电行业产业链深入实业经验及理解研究。2018年初于东兴证券负责家电行业研究。2019年3月加入申港证券。

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

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港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，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港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

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上