

老板电器(002508)

报告日期: 2018年5月16日

品类扩张+渠道下沉+多品牌驱动收入持续增长

——老板电器跟踪报告

✍️ : 陈曦 执业证书编号: S1230516070003
☎️ : 021-80106027
✉️ : chenx@stocke.com.cn

报告导读

近期我们调研了老板电器, 与公司高管进行深入交流。

投资要点

□ 行业空间依旧很大, 品类扩张+渠道下沉+多品牌驱动收入持续增长

2017年厨电行业规模约在976亿元, 预计18年能够达到1100亿元, 千亿级厨房新经济时代已经来临。公司18年工作重点: 继续加大在一二级市场投入, 关注新媒体的传播, 包括今日头条、朋友圈广告投入等, 持续打造创意活动等; 另外公司也会调整产品结构, 整体呈现橄榄型结构, 中端产品占比要提升; 顺应三四线市场需求的释放, 公司在三四线城市网点建设目标: 增加21家, 其中5家5A级, 16家专卖店, 同时制定三四级市场销售倍增计划, 推出特供产品; 此外, 公司在工程与服务板块均保持较好增长。中长期来看, 公司作为厨电龙头企业, 品牌影响力依然较强, 产品品类的扩张、三四线市场下沉与多品牌运作带来的份额提升将成为收入增长的主要驱动力。

□ 一二线加大嵌入式产品投入与推广, 技术创新提升产品价值

公司一二线主推高端产品(如ROKI、原力感应大吸力侧吸机、2倍风压大吸力烟机), 在传统烟灶消稳增长的基础上, 持续发力嵌入式厨电产品, 嵌入式蒸汽炉和微波炉均列行业第一; 嵌入式烤箱、嵌入式洗碗机位列行业第三, 市场份额提升明显。因嵌入式厨电对生产研发能力有更高要求, 公司执行技术驱动战略, 加大研发投入, 总计投入2.33亿元, 17年合计开发各类产品75款, 技术专利申报数量达373项, 公司未来会在增强产品力方面持续投入。公司今年相继推出了专业级农残净化水槽D102、第四代大吸力2倍风压油烟机8231S、三核智能蒸箱S228等一系列新品, 发布了集合专业级农残净化水槽、洗碗机、净水器于一体的专业厨房洗净系统, 通过技术创新保持产品的更新换代, 进一步提升产品价值。另外, 随着18年新品的陆续推出, 以及18年底之后公司洗碗机实现自产, 产品逐渐完善优化有望给公司带来增长新动力。

□ 名气品牌发力三四线市场, 差异化提升公司客户覆盖面

为补充整个品牌定位端, 公司于2012年成立名气子公司, 14年签约那英, 提升品牌势能。名气品牌利用老板平台的制造优势(生产制造、采购及研发等偏后台的部分相通), 定位经久耐用、大众化市场, 三四线市场为起点市场, 以“聚焦县城、深挖乡镇、辐射农村”为渠道拓展核心思路耕耘三线以下市场, 相应现在的三四线城市厨电购买力提升的大趋势。截至目前名气拥有一级代理商87家, 城市网点984家, 县级分销网点2364家, 乡镇网点3652家, 村级联络镇3000家。公司根据不同受众采用双品牌战略, 差异化经营, 对高中端产品进行全面覆盖, 具有先发优势。

评级

买入

上次评级 买入
当前价格 ¥36.52

单季度业绩

元/股

1Q/2018 0.32
4Q/2017 0.53
3Q/2017 0.38
2Q/2017 0.36



公司简介

老板电器是我国厨电行业龙头企业, 主打产品油烟机和燃气灶销量行业第一。公司深谙品牌力在厨电行业的重要性, 坚持以高毛利高费用的渠道打法巩固自身的品牌壁垒, 龙头领先优势在逐步加强。此外, 公司高毛利电商收入保持快速增长, 电商收入占比超30%。

相关报告

- 1《业绩增速符合预期, 长期空间仍在》2018.4.25
- 2《接受业绩增速换挡, 长期空间仍在》2018.4.10
- 3《渠道红利减弱背景下寻求品牌和产品长期竞争力》2018.2.26
- 4《潮平两岸阔, 风正一帆悬》2018.1.8
- 5《三季度净利率创同期新高, 继续坚持

□ 维持“买入”评级

公司不久前完成员工持股计划和第二期代理商持股计划的购买,进一步绑定相关利益方。未来公司目标进行了战略性调整,追求更为健康稳定的增长,一是嵌入式品类补缺口,二是渠道不断的下沉,我们认为公司业绩增速换挡不改长期成长空间,维持之前的判断,预计公司 2018-2020 年营业收入同比增长 20.9%、20.8%和 20.3%,净利润同比增长 21.4%、21.7%和 21.8%,对应 EPS 为 1.87 元、2.27 元和 2.77 元,对应 2018-20 年 PE19.5 倍、16.1 倍和 13.2 倍,维持“买入”的投资评级。

□ 风险提示

房地产市场不景气; 行业竞争加剧; 原材料价格上涨风险

财务摘要

(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入	7,017	8,482	10,248	12,332
(+/-)	21.1%	20.9%	20.8%	20.3%
净利润	1,461	1,773	2,159	2,630
(+/-)	21.1%	21.4%	21.7%	21.8%
每股收益(元)	1.54	1.87	2.27	2.77
P/E	23.72	19.54	16.05	13.18

- 三年三个 30%目标不动摇》2017.10.25
- 6《多渠道全面发力,嵌入式产品高速增长》2017.7.26
- 7《一季度业绩又超预期,期待在嵌入式品类再次称王》2017.4.25
- 8《嵌入式产品放量可期,看好公司长期成长性》2017.3.29
- 9《业绩靓丽一如既往,估值吸引力显著》2017.1.9
- 10《三季度增速环比提升,业绩靓丽再超预期》2016.10.20
- 11《厨电景气度提升,期待下半年超预期》2016.07.26
- 12《依旧优秀的 Q1,引领厨电智能化浪潮》2016.04.25
- 13《15 年业绩靓丽,期待 16 年再超预期》2016.04.08
- 14《一如既往的优秀》2016.01.12

报告撰写人: 陈曦

数据支持人: 陈曦

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2017	2018E	2019E	2020E	单位: 百万元	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	6,695	8,681	10,769	13,165	营业收入	7,017	8,482	10,248	12,332
现金	2,582	4,292	5,828	7,592	营业成本	3,251	3,954	4,774	5,720
应收账款	371	509	615	740	营业税金及附加	67	85	102	123
其它应收款	51	21	26	31	营业费用	1,678	1,976	2,367	2,836
预付账款	58	44	54	64	管理费用	481	577	697	839
存货	1,113	1,370	1,607	1,869	财务费用	-92	-86	-126	-168
其他	2,520	2,445	2,640	2,870	资产减值损失	5	14	2	3
非流动资产	1,231	1,233	1,192	1,145	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	4	4	4	4	投资净收益	2	2	2	2
固定资产	828	822	773	718	营业利润	1,630	1,964	2,433	2,980
无形资产	168	169	170	170	营业外收入	64	100	80	80
其他	235	242	249	256	营业外支出	1	2	2	2
资产总计	7,927	9,914	11,961	14,310	利润总额	1,693	2,062	2,511	3,058
流动负债	2,597	3,334	3,859	4,357	所得税	231	289	351	428
短期借款	0	0	0	0	净利润	1,461	1,773	2,159	2,630
应付账款	1,045	1,977	2,292	2,574	少数股东损益	0	0	0	0
其他	1,552	1,357	1,567	1,783	归属母公司净利润	1,461	1,773	2,159	2,630
非流动负债	72	82	92	102	EBITDA	1,631	1,967	2,385	2,888
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.54	1.87	2.27	2.77
其他	72	82	92	102					
负债合计	2,669	3,416	3,951	4,459	主要财务比率				
少数股东权益	-3	-3	-3	-3		2017	2018E	2019E	2020E
归属母公司股东权	5,261	6,502	8,014	9,855	成长能力				
负债和股东权益	7,927	9,914	11,961	14,310	营业收入	21.1%	20.9%	20.8%	20.3%
					营业利润	22.2%	20.5%	23.8%	22.5%
					归属母公司净利	21.1%	21.4%	21.7%	21.8%
					获利能力				
					毛利率	53.7%	53.4%	53.4%	53.6%
					净利率	20.8%	20.9%	21.1%	21.3%
					ROE	27.8%	27.3%	26.9%	26.7%
					ROIC	18.4%	17.9%	18.0%	18.4%
					偿债能力				
					资产负债率	33.7%	34.5%	33.0%	31.2%
					净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
					流动比率	2.58	2.60	2.79	3.02
					速动比率	2.15	2.19	2.37	2.59
					营运能力				
					总资产周转率	0.89	0.86	0.86	0.86
					应收帐款周转率	16.61	16.00	16.00	16.00
					应付帐款周转率	3.11	2.00	2.08	2.22
					每股指标(元)				
					每股收益	1.54	1.87	2.27	2.77
					每股经营现金	1.32	2.34	2.19	2.53
					每股净资产	5.54	6.85	8.44	10.38
					估值比率				
					P/E	23.72	19.54	16.05	13.18
					P/B	6.59	5.33	4.33	3.52
					EV/EBITDA	19.71	15.48	12.13	9.41

现金流量表				
单位: 百万元	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	1,256	2,220	2,081	2,399
净利润	1,461	1,773	2,159	2,630
折旧摊销	90	76	78	75
财务费用	-92	-86	-126	-168
投资损失	-1	-2	-2	-2
营运资金变动	-304	444	-31	-139
其它	102	14	2	3
投资活动现金流	-1,782	-74	-34	-24
资本支出	-1,894	-71	-30	-20
长期投资	10	2	2	2
其他	101	-5	-5	-5
筹资活动现金流	-349	-436	-511	-611
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	10	10	10
其他	-349	-446	-521	-621
现金净增加额	-875	1,710	1,536	1,765

资料来源：贝格数据、浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市浦东南路 1111 号新世纪办公中心 16 层

邮政编码：200120

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>