

# 老板电器 (002508)

证券研究报告

2019年10月29日

## 收入环比改善显著，工程渠道高速发展

**事件:** 公司发布 2019 年三季报, 前三季度实现收入 56.25 亿元, 同比+4.29%, 归母净利润 10.86 亿元, 同比+7.31%; 对应 Q3 实现收入 20.98 亿元, 同比+10.56%, 归母净利润 4.15 亿元, 同比+18.20%。公司对 2019 年经营业绩的指引, 预计 2019 年归母净利润增速变动幅度在 2%~10%, 其中, Q4 归母净利润增速预计为-9.4%~15.88%。

### 收入环比改善显著

地产竣工数据的好转已在行业数据上有所体现, 根据产业在线数据, 三季度传统烟灶市场出货端表现有所好转, 19 年 7-8 月油烟机、燃气灶内销同比分别+2.03%、+2.69%。从市占率的角度看, 公司零售额份额仍保持行业龙头地位。公司 Q3 收入环比有显著改善, 重新回归双位数增长, 一方面精装修渠道订单量增加为公司带来增量, 另一方面电商平台双十一备货以及线下渠道补货, 零售端在前期受行业低迷影响导致经销商拿货意愿降低的情况有所改善。

### 毛利率进一步提升, 费用端得到有效控制

公司 19Q3 毛利率、净利率 55.69%和 20.15%, 同比分别+2.62、+1.39pct, 毛利率及净利率的提升主要系原材料价格同比下降及增值税有所下调。从费用端来看, 公司 19Q3 销售、管理、研发、财务费用率同比分别-0.94、-0.19、-0.13、+0.20pct, 公司整体降本增效持续显现, 销售费用的下降或与公司工程渠道快速发展有关。

### 应收账款+票据明显提升, 积极排产预付账款增加

从资产负债表看, 19Q3 期末货币资金+其他流动资产为 49.06 亿元, 环比 H1 提升 3.49 亿元; 应收账款+票据 21.42 亿元, 环比增加 1.79 亿元, 同比+37.66%, 我们预计与回款周期较长的工程渠道快速增长有关; 存货 12.53 亿元, 环比增加 0.37 亿元, 同比-6.02%; 预付账款环比增加 0.33 亿元, 同比+9.33%, 主要系公司业务回暖积极排产。周转方面, 公司 19Q1-Q3 存货及应收账款周转天数同比+7.57 天、+5.82 天, 营业周期增加 13.39 天, 营业周期拉长。从现金流量表看, Q3 经营活动产生的现金流量净额 3.77 亿元, 其中 Q3 销售商品及提供劳务现金流入同比-0.84%, 降幅进一步收窄。

**投资建议:** 随着房地产竣工数据的好转行业有望小幅恢复, 考虑到公司在精装修渠道的品牌优势与先发优势, 以及前期推出的新品类进入孵化期, 公司下半年业绩有望逐渐走出底部, 基于三季报的业绩情况, 我们调整公司 2019-2021 年净利润至 15.9、17.2、19.4 亿元 (前值为 15.9、17.5、19.4 亿元), 当前股价对应 19-21 年动态估值为 17.2x、15.9x、14.1x, 维持“增持”评级。

**风险提示:** 地产不景气导致需求放缓; 原材料价格波动风险。

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	7,854.84	8,701.03	9,783.81
增长率(%)	21.10	5.81	5.79	10.77	12.44
EBITDA(百万元)	1,625.18	1,889.16	1,847.16	2,008.54	2,260.93
净利润(百万元)	1,461.21	1,473.58	1,591.34	1,723.92	1,940.90
增长率(%)	21.08	0.85	7.99	8.33	12.59
EPS(元/股)	1.54	1.55	1.68	1.82	2.05
市盈率(P/E)	18.78	18.62	17.24	15.92	14.14
市净率(P/B)	5.22	4.54	3.95	3.50	3.10
市销率(P/S)	3.91	3.70	3.49	3.15	2.80
EV/EBITDA	26.37	8.93	12.35	11.02	9.38

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	增持 (维持评级)
当前价格	28.91 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)	27,436.29
流通 A 股市值(百万元)	27,027.98
每股净资产(元)	6.72
资产负债率(%)	35.72
一年内最高/最低(元)	35.00/19.38

### 作者

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

**卢璐** 联系人  
llu@tfzq.com

### 股价走势



资料来源: 贝格数据

### 相关报告

- 《老板电器-半年报点评:工程渠道发展迅速,零售调整仍需时日》2019-08-27
- 《老板电器-年报点评报告:毛利率超预期上升,一季度实现平稳增长》2019-04-30
- 《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

## 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	4,564.22	5,232.89	6,177.73
应收票据及应收账款	1,379.12	1,714.92	1,112.24	1,627.43	1,453.18
预付账款	58.39	59.49	39.91	83.27	59.53
存货	1,112.90	1,347.11	1,024.88	1,712.08	1,386.98
其他	1,562.92	2,661.94	1,382.27	1,920.68	1,960.28
<b>流动资产合计</b>	<b>6,695.21</b>	<b>7,980.17</b>	<b>8,123.52</b>	<b>10,576.34</b>	<b>11,037.70</b>
长期股权投资	3.82	2.62	2.62	2.62	2.62
固定资产	828.42	842.88	848.03	837.01	802.29
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
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,231.41</b>	<b>1,475.19</b>	<b>1,426.74</b>	<b>1,394.44</b>	<b>1,322.48</b>
<b>资产总计</b>	<b>7,926.62</b>	<b>9,455.36</b>	<b>9,550.26</b>	<b>11,970.78</b>	<b>12,360.18</b>
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	1,179.15	2,061.41	1,732.71
其他	1,186.55	1,625.18	1,249.48	1,881.27	1,576.73
<b>流动负债合计</b>	<b>2,597.42</b>	<b>3,232.15</b>	<b>2,428.63</b>	<b>3,942.68</b>	<b>3,309.45</b>
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
<b>非流动负债合计</b>	<b>71.72</b>	<b>92.36</b>	<b>74.45</b>	<b>79.51</b>	<b>82.11</b>
<b>负债合计</b>	<b>2,669.14</b>	<b>3,324.51</b>	<b>2,503.08</b>	<b>4,022.19</b>	<b>3,391.56</b>
少数股东权益	(3.33)	85.46	99.12	102.52	106.32
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	5,999.04	6,897.05	7,913.28
其他	(423.75)	(405.15)	(401.69)	(401.69)	(401.69)
<b>股东权益合计</b>	<b>5,257.47</b>	<b>6,130.85</b>	<b>7,047.18</b>	<b>7,948.59</b>	<b>8,968.62</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>7,926.62</b>	<b>9,455.36</b>	<b>9,550.26</b>	<b>11,970.78</b>	<b>12,360.18</b>

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,461.19	1,483.85	1,591.34	1,723.92	1,940.90
折旧摊销	89.78	101.97	104.28	113.34	120.78
财务费用	0.86	(0.83)	(81.78)	(87.01)	(97.84)
投资损失	(1.45)	(88.01)	(85.47)	(80.00)	(80.00)
营运资金变动	(1,809.33)	(1,041.65)	1,406.91	(266.09)	(145.97)
其它	1,515.08	1,053.64	14.37	3.45	3.89
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,256.13</b>	<b>1,508.96</b>	<b>2,949.65</b>	<b>1,407.62</b>	<b>1,741.76</b>
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)	(52.44)	(74.94)	(17.40)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,782.47)</b>	<b>(1,183.50)</b>	<b>25.47</b>	<b>0.00</b>	<b>30.00</b>
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	127.92	124.12	85.24	87.01	97.84
其他	(476.77)	(835.98)	(692.84)	(825.97)	(924.75)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(348.85)</b>	<b>(711.86)</b>	<b>(607.60)</b>	<b>(738.96)</b>	<b>(826.92)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(875.19)</b>	<b>(386.40)</b>	<b>2,367.52</b>	<b>668.66</b>	<b>944.84</b>

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>7,017.40</b>	<b>7,424.89</b>	<b>7,854.84</b>	<b>8,701.03</b>	<b>9,783.81</b>
营业成本	3,250.59	3,450.77	3,561.76	4,100.20	4,651.33
营业税金及附加	66.64	70.57	64.12	69.61	78.27
营业费用	1,677.88	1,909.86	2,023.19	2,131.75	2,348.12
管理费用	480.96	272.36	249.93	261.03	293.51
研发费用	233.13	293.43	283.82	313.24	342.43
财务费用	(91.88)	(101.34)	(81.78)	(87.01)	(97.84)
资产减值损失	5.04	15.06	14.61	10.00	10.00
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	85.47	80.00	80.00
其他	(296.44)	(275.38)	(241.56)	(210.00)	(210.00)
<b>营业利润</b>	<b>1,690.03</b>	<b>1,701.56</b>	<b>1,895.29</b>	<b>2,032.21</b>	<b>2,287.98</b>
营业外收入	4.10	2.38	3.13	0.00	0.00
营业外支出	1.46	1.61	3.88	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>1,692.67</b>	<b>1,702.32</b>	<b>2,032.21</b>	<b>2,287.98</b>	<b>0.00</b>
所得税	231.48	218.48	304.83	343.20	0.00
<b>净利润</b>	<b>1,461.19</b>	<b>1,483.85</b>	<b>1,727.38</b>	<b>1,944.79</b>	<b>0.00</b>
少数股东损益	(0.02)	10.27	14.37	3.45	3.89
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,461.21</b>	<b>1,473.58</b>	<b>1,591.34</b>	<b>1,723.92</b>	<b>1,940.90</b>
每股收益(元)	1.54	1.55	1.68	1.82	2.05

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入	21.10%	5.81%	5.79%	10.77%	12.44%
营业利润	26.69%	0.68%	11.39%	7.22%	12.59%
归属于母公司净利润	21.08%	0.85%	7.99%	8.33%	12.59%
<b>获利能力</b>					
毛利率	53.68%	53.52%	54.66%	52.88%	52.46%
净利率	20.82%	19.85%	20.26%	19.81%	19.84%
ROE	27.78%	24.38%	22.90%	21.97%	21.90%
ROIC	226.79%	56.58%	40.81%	71.38%	73.06%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	33.67%	35.16%	26.21%	33.60%	27.44%
净负债率	-49.11%	-35.83%	-64.77%	-65.83%	-68.88%
流动比率	2.58	2.47	3.34	2.68	3.34
速动比率	2.15	2.05	2.92	2.25	2.92
<b>营运能力</b>					
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	6.62	6.36	6.31
总资产周转率	0.98	0.85	0.83	0.81	0.80
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.54	1.55	1.68	1.82	2.05
每股经营现金流	1.32	1.59	3.11	1.48	1.84
每股净资产	5.54	6.37	7.32	8.27	9.34
<b>估值比率</b>					
市盈率	18.78	18.62	17.24	15.92	14.14
市净率	5.22	4.54	3.95	3.50	3.10
EV/EBITDA	26.37	8.93	12.35	11.02	9.38
EV/EBIT	27.87	9.41	13.08	11.68	9.91

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com