

## 工程渠道表现亮眼，盈利能力持续提升

### 投资要点

- **业绩总结:** 2019年前三季度，公司实现营业收入56.3亿元，同比增长4.3%；实现归母净利润10.9亿元，同比增长7.3%；实现扣非后归母净利润10.3亿元，同比增长11.4%。其中，Q3单季度实现营收21亿元，同比增长10.6%；实现归母净利润4.2亿元，同比增长18.2%；实现扣非后归母净利润4.1亿元，同比增长22.2%。
- **多品类销售夺魁，龙头地位稳固。** 今年以来，厨电行业整体市场走弱，各品类销量及均价均出现下滑，公司产品表现优于行业，龙头地位稳固。根据中怡康数据统计，截止九月末，公司油烟机、燃气灶、微波炉等品类今年以来累计市占率维持榜首，嵌入式蒸烤箱、洗碗机等品类也稳居行业前三。我们认为，在行业阶段震荡周期，加速行业整合，有助于龙头企业提升市占率，优化行业竞争格局。
- **工程渠道表现亮眼，盈利水平持续提升。** 报告期内，公司工程渠道同比增长超过100%，全国超过80%的百强房企及主要橱柜公司、家装公司都与公司进行业务合作。随着房地产行业住宅竣工数据企稳回升，公司工程业务预计继续维持高位增长。工程渠道毛利率较经销商渠道价格毛利率较低，此前市场担忧工程渠道快速增长将较大影响公司盈利能力。公司积极调整产品结构，加强生产效率降低成本，同时受益于今年以来原材料价格下跌等因素，报告期内，公司主营业务毛利率55%，同比提升2.7pp；公司销售费用率为27.7%，维持上年同期水平；报告期内，公司实现净利率19.6%，同比提升0.7pp。
- **应收账款增加，现金流仍保持充裕。** 工程渠道快速增长，带动公司应收科目不断增多。报告期内，公司应收科目继续增长至21.4亿元。报告期末，公司货币资金49亿元，较去年同期增长4亿元，现金流质量优异，因此，我们认为短期内工程渠道占款并不会影响公司现金流，长期来看，厨房电器工程渠道市场占比存在上限，占款并不会影响公司正常运营。
- **盈利预测与投资建议。** 公司盈利能力提升超出预期，我们调整公司2019-2021年EPS分别为1.75元、1.94元、2.16元，考虑到公司工程渠道发展迅猛，地产竣工回暖，参考家电行业平均PE，给予公司2020年18倍PE，目标价34.92元，上调至“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格或大幅波动、房地产终端销量大幅波动风险。

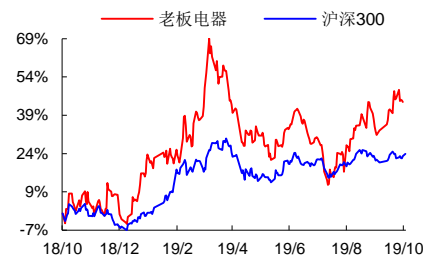
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7424.89	7962.03	8659.26	9447.37
增长率	5.81%	7.23%	8.76%	9.10%
归属母公司净利润(百万元)	1473.58	1665.50	1843.54	2052.92
增长率	0.85%	13.02%	10.69%	11.36%
每股收益EPS(元)	1.55	1.75	1.94	2.16
净资产收益率ROE	24.20%	23.65%	22.82%	22.22%
PE	19	16	15	13
PB	4.48	3.87	3.37	2.95

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 龚梦泓  
执业证号: S1250518090001  
电话: 023-63786049  
邮箱: gmh@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	9.49
流通A股(亿股)	9.35
52周内股价区间(元)	19.81-34.99
总市值(亿元)	274.36
总资产(亿元)	100.74
每股净资产(元)	6.72

### 相关研究

1. 老板电器 (002508): 行业降幅收窄, 龙头地位稳固 (2019-08-27)
2. 老板电器 (002508): 业绩略超预期, 盈利能力改善 (2019-04-25)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	7424.89	7962.03	8659.26	9447.37	净利润	1483.85	1677.11	1856.38	2067.22
营业成本	3450.77	3754.94	4090.32	4445.77	折旧与摊销	101.97	150.89	165.18	178.50
营业税金及附加	70.57	78.51	83.83	91.75	财务费用	-101.34	-71.98	-111.55	-156.76
销售费用	1909.86	1831.27	1991.63	2172.89	资产减值损失	15.06	0.00	0.00	0.00
管理费用	272.36	517.53	554.19	604.63	经营营运资本变动	-1028.78	-215.83	-224.94	-275.89
财务费用	-101.34	-71.98	-111.55	-156.76	其他	1038.21	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	15.06	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1508.96</b>	<b>1540.18</b>	<b>1685.08</b>	<b>1813.08</b>
投资收益	88.01	0.00	0.00	0.00	资本支出	-337.69	-146.00	-145.00	-145.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-845.81	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-1183.50</b>	<b>-146.00</b>	<b>-145.00</b>	<b>-145.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>1701.56</b>	<b>1851.77</b>	<b>2050.83</b>	<b>2289.09</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.77	78.48	83.46	88.46	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>1702.32</b>	<b>1930.25</b>	<b>2134.29</b>	<b>2377.54</b>	股权融资	2.08	0.00	0.00	0.00
所得税	218.48	253.14	277.91	310.32	支付股利	-711.77	-717.80	-811.29	-898.01
净利润	1483.85	1677.11	1856.38	2067.22	其他	-2.17	71.98	111.55	156.76
少数股东损益	10.27	11.61	12.85	14.31	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-711.86</b>	<b>-645.81</b>	<b>-699.74</b>	<b>-741.25</b>
归属母公司股东净利润	1473.58	1665.50	1843.54	2052.92	<b>现金流量净额</b>	<b>-385.57</b>	<b>748.37</b>	<b>840.34</b>	<b>926.83</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	2196.71	2945.08	3785.41	4712.24	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1844.59	1941.69	2118.68	2314.97	销售收入增长率	5.81%	7.23%	8.76%	9.10%
存货	1347.11	1465.86	1596.78	1735.54	营业利润增长率	0.68%	8.83%	10.75%	11.62%
其他流动资产	2591.76	2779.26	3022.63	3297.74	净利润增长率	1.55%	13.02%	10.69%	11.36%
长期股权投资	2.62	2.62	2.62	2.62	EBITDA 增长率	0.84%	13.42%	9.00%	9.81%
投资性房地产	0.12	0.12	0.12	0.12	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1027.32	1029.92	1018.22	993.21	毛利率	53.52%	52.84%	52.76%	52.94%
无形资产和开发支出	274.56	267.56	259.57	251.57	三费率	28.03%	28.60%	28.11%	27.74%
其他非流动资产	170.57	170.08	169.59	169.09	净利率	19.98%	21.06%	21.44%	21.88%
<b>资产总计</b>	<b>9455.36</b>	<b>10602.18</b>	<b>11973.62</b>	<b>13477.11</b>	ROE	24.20%	23.65%	22.82%	22.22%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	15.69%	15.82%	15.50%	15.34%
应付和预收款项	2997.66	3164.51	3468.06	3778.18	ROIC	36.31%	33.32%	34.35%	35.59%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	22.93%	24.25%	24.30%	24.46%
其他负债	326.85	347.52	370.31	394.46	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>3324.51</b>	<b>3512.02</b>	<b>3838.37</b>	<b>4172.64</b>	总资产周转率	0.85	0.79	0.77	0.74
股本	949.02	949.02	949.02	949.02	固定资产周转率	8.89	9.28	9.91	10.92
资本公积	401.69	401.69	401.69	401.69	应收账款周转率	18.16	17.64	18.16	18.09
留存收益	4698.13	5645.83	6678.08	7832.99	存货周转率	2.81	2.67	2.67	2.67
归属母公司股东权益	6045.38	6993.09	8025.34	9180.25	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	113.85%	—	—	—
少数股东权益	85.46	97.07	109.92	124.22	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>6130.85</b>	<b>7090.16</b>	<b>8135.25</b>	<b>9304.47</b>	资产负债率	35.16%	33.13%	32.06%	30.96%
负债和股东权益合计	9455.36	10602.18	11973.62	13477.11	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.47	2.67	2.81	2.96
					速动比率	2.05	2.24	2.38	2.53
					股利支付率	48.30%	43.10%	44.01%	43.74%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	1.55	1.75	1.94	2.16
					每股净资产	6.46	7.47	8.57	9.80
					每股经营现金	1.59	1.62	1.78	1.91
					每股股利	0.75	0.76	0.85	0.95
业绩和估值指标									
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	1702.18	1930.68	2104.46	2310.83					
PE	18.62	16.47	14.88	13.36					
PB	4.48	3.87	3.37	2.95					
PS	3.70	3.45	3.17	2.90					
EV/EBITDA	14.73	12.60	11.16	9.76					
股息率	2.59%	2.62%	2.96%	3.27%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn