

审慎推荐-A (维持)

老板电器 002508.SZ

目标估值: 23 元
当前股价: 20.95 元
2018 年 12 月 08 日

逆境中上下求索

基础数据

上证综指	2606
总股本(万股)	94903
已上市流通股(万股)	93454
总市值(亿元)	199
流通市值(亿元)	196
每股净资产(MRQ)	5.9
ROE(TTM)	27.1
资产负债率	36.9%
主要股东	杭州老板实业集团有
主要股东持股比例	49.68%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《老板电器(002508)一增速换挡,迎接新时代》2018-04-11
- 2、《老板电器(002508)一持久胜过狂热》2017-10-27

纪敏

0755-82960304
jimin@cmschina.com.cn
S1090511040039
吴昊
0755-83074302
wuhao7@cmschina.com.cn
S1090517080007
研究助理
隋思誉
0755-83215913
suisiyu@cmschina.com.cn

- 近期招商家电团队实地调研了老板电器。2018 年,受房地产市场宏观调控的持续影响,厨电行业整体低迷。公司股价自 2018.2 起持续下行,反映了资本市场对公司的担忧: 1) 渠道结构生变,精装占比提升、线上红利渐消,公司如何应对? 公司定位高端,一二线市场份额已经较高,三四线市场能否实现有效的渠道下沉? 2) 产品价格在上漲多年后已处于相对高位,高定价及相应的高利润率能否维持? 3) 传统烟灶市场发展逐渐成熟,能否通过品类扩张实现销售规模的进一步增长? 我们也将从以上三个方面更新公司近况。
- 渠道方面,深化渠道下沉是必然选择。当下精装房市场占比提升,但 2B 业务的相对盈利能力较弱,且线上高增长已持续数年,红利渐消,在渠道结构生变以及行业景气整体承压的背景下,渠道下沉已是必然之选。老板电器 2018 年新增 58 家城市公司,相较于以往推进速度加快。公司子品牌“名气”与主品牌“老板”在渠道体系上有所区隔。目前不同地区“名气”产品价格差距较大,部分地区售价较高,主要是渠道层级太多以至于加价率过高导致,未来公司将对“名气”品牌的渠道体系进行梳理。“名气”品牌的拓展将有助于公司进一步收割中低端市场的份额,并对中端品牌进行适当防守。
- 定价及盈利方面,公司坚持高端定位不动摇。2018 年公司新品推出有限,预计 2019 年在烟灶等传统品类上将推出更多新品,以产品力支撑定价。然而厨电行业整体渠道加价率较高,行业竞争也较为激烈,产品的定价以及公司的盈利除需考虑公司的主动战略选择外,还需考量竞争格局的博弈因素。
- 品类扩展方面,洗碗机已在试产,预计 19 年初实现量产。洗碗机一直作为厨电中最有希望实现高增长的新品类被寄予厚望,然而由于老板电器此前使用海外代工厂进行生产,公司对产品质量等控制不足,导致产品推出进度较慢;此后公司进行生产线自建,目前已在试产阶段,预计 2019 年初将实现量产;2019 年产量目标为 15 万台,此前在生产端制约公司的瓶颈已经逐步消除。
- 投资建议: 关注公司的中长期底线价值。公司当前市值 200 亿,年底账面现金约 50 亿,长期盈利中枢即使按 17 年报 14.6 亿,中长期价值底线已经具备。
- 风险提示: 地产景气下行超预期、A 股市场系统性风险。

财务数据与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	5795	7017	7646	8485	9601
同比增长	28%	21%	9%	11%	13%
营业利润(百万元)	1334	1690	1789	1959	2174
同比增长	40%	27%	6%	9%	11%
净利润(百万元)	1207	1461	1546	1692	1877
同比增长	45%	21%	6%	9%	11%
每股收益(元)	1.65	1.54	1.63	1.78	1.98
PE	12.7	13.6	12.9	11.8	10.6
PB	3.7	3.8	3.1	2.6	2.2

资料来源: 公司数据、招商证券

市场担心什么？

近期招商家电团队实地调研了老板电器。2018年，受房地产市场宏观调控的持续影响，厨电行业整体低迷。公司股价自2018.2起持续下行，反映了资本市场对公司的担忧：

- 1) 渠道结构生变，精装占比提升、线上红利渐消，公司如何应对？公司定位高端，一二线市场份额已经较高，三四线市场能否实现有效的渠道下沉？
- 2) 产品价格在上涨多年后已处于相对高位，高定价及相应的高利润率能否维持？
- 3) 传统烟灶市场发展逐渐成熟，能否通过品类扩张实现销售规模的进一步增长？

我们也将从以上三个方面更新公司近况。

渠道：深化渠道下沉是必然选择

当下精装房市场占比提升，但2B业务的相对盈利能力较弱，且线上高增长已持续数年，红利渐消，在渠道结构生变以及行业景气整体承压的背景下，渠道下沉已是必然之选。

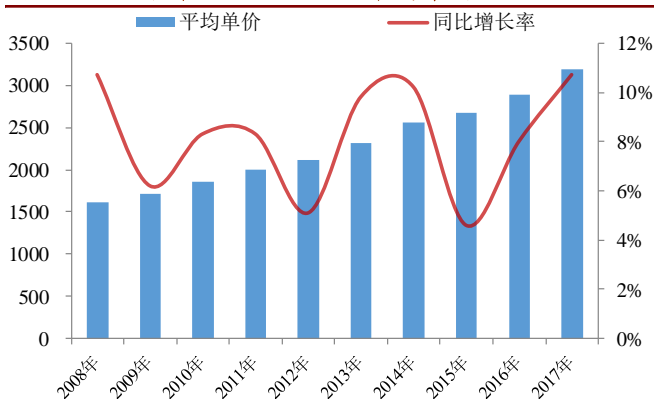
老板电器截至2016年底共有城市公司101家，截至2018年6月共有城市公司155家，其中2018年新增58家，相较于以往，城市公司推进速度加快。城市公司是在公司渗透不足的三四线地区，采用一级代理商与二级经销商共同持股、分享收益的方式，以进一步增强代理商和经销商渠道下沉的积极性。

公司子品牌“名气”与主品牌“老板”在渠道体系上有所区隔。目前不同地区“名气”产品价格差距较大，部分地区售价较高，主要是渠道层级太多以至于加价率过高导致，未来公司将“名气”品牌的渠道体系进行梳理。主品牌“老板”定位高端难以覆盖全部受众，“名气”品牌的拓展将有助于公司进一步收割中低端市场的份额，并对中端品牌进行适当防守。

定价&盈利：坚持高端定位不动摇

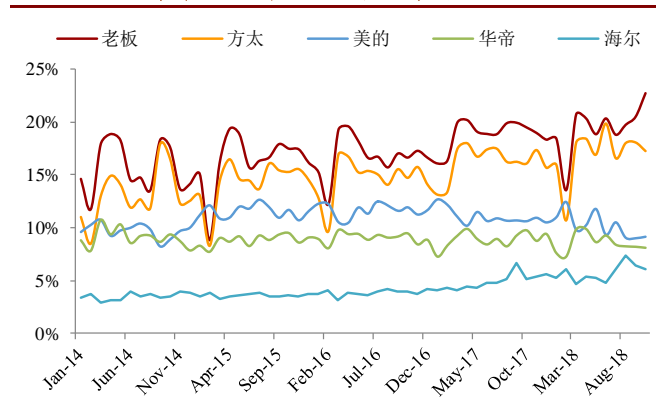
2018年公司新品推出有限，预计2019年在烟灶等传统品类上将推出更多新品，以产品力支撑定价。然而厨电行业整体渠道加价率较高，行业竞争也较为激烈，产品的定价以及公司的盈利除需考虑公司的主动战略选择外，还需考量竞争格局的博弈因素。

图 1：过去十年抽油烟机行业平均单价及涨幅



资料来源：公司公告、招商证券

图 2：近五年来烟机市场主要厂商销量份额

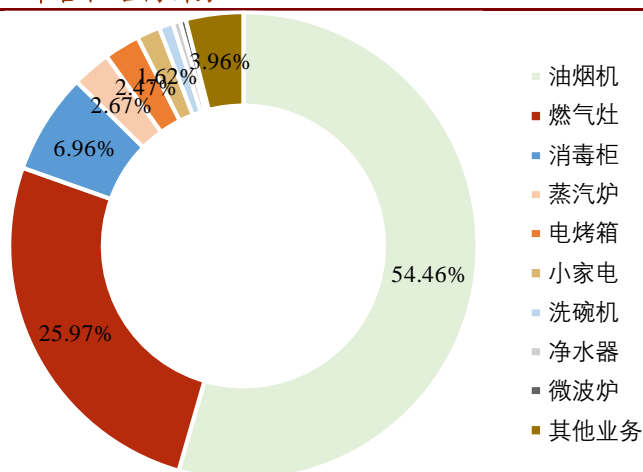


资料来源：中怡康、招商证券

品类扩展：洗碗机 2019 年初量产

品类扩展方面，洗碗机已在试产，预计 19 年初实现量产。洗碗机一直作为厨电中最有希望实现高速增长的新品类被寄予厚望，然而由于老板电器此前使用海外代工厂进行生产，公司对产品质量等控制不足，导致产品推出进度较慢；此后公司进行生产线自建，目前已在试产阶段，预计 2019 年初将实现量产；2019 年产量目标为 15 万台，此前在生产端制约公司的瓶颈已经逐步消除。

图 3：老板电器 2017 年营收结构拆分



资料来源：公司公告、招商证券

投资建议：关注公司的中长期底线价值

公司当前市值 200 亿，年底账面现金约 50 亿，长期盈利中枢即使按 17 年报 14.6 亿，中长期价值底线已经具备。

风险提示：地产景气下行超预期、A 股市场系统性风险

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	5397	6695	7801	9338	11105
现金	3448	2582	3340	4377	5478
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	638	1008	1098	1219	1379
应收款项	332	371	396	440	498
其它应收款	14	51	61	68	77
存货	914	1113	1188	1328	1516
其他	50	1570	1717	1906	2157
非流动资产	1019	1231	1190	1153	1120
长期股权投资	1	4	4	4	4
固定资产	852	828	806	786	768
无形资产	97	168	151	136	122
其他	69	232	229	227	226
资产总计	6415	7927	8991	10491	12225
流动负债	2231	2597	2590	2862	3227
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	911	1045	1124	1257	1434
预收账款	840	735	791	884	1009
其他	480	817	675	722	784
长期负债	59	72	72	72	72
长期借款	0	0	0	0	0
其他	59	72	72	72	72
负债合计	2290	2669	2662	2934	3299
股本	730	949	949	949	949
资本公积金	558	375	375	375	375
留存收益	2840	3936	5008	6236	7605
少数股东权益	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)
归属于母公司所有者权益	4129	5261	6333	7560	8929
负债及权益合计	6415	7927	8991	10491	12225

现金流量表

单位: 百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	1545	1256	1202	1463	1562
净利润	1207	1461	1546	1692	1877
折旧摊销	80	90	97	93	89
财务费用	(1)	1	(24)	(31)	(39)
投资收益	2	(1)	(62)	(62)	(62)
营运资金变动	265	(287)	(344)	(230)	(304)
其它	(8)	(7)	(12)	1	2
投资活动现金流	(198)	(1782)	(55)	(55)	(55)
资本支出	(199)	(146)	(55)	(55)	(55)
其他投资	1	(1636)	0	0	0
筹资活动现金流	(226)	(349)	(389)	(371)	(406)
借款变动	(155)	(186)	0	0	0
普通股增加	244	219	0	0	0
资本公积增加	(200)	(183)	0	0	0
股利分配	(243)	(365)	(475)	(464)	(508)
其他	128	166	86	93	101
现金净增加额	1121	(875)	758	1037	1101

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	5795	7017	7646	8485	9601
营业成本	2474	3251	3496	3908	4461
营业税金及附加	68	67	73	81	91
营业费用	1545	1678	1835	2036	2304
管理费用	449	481	535	594	672
财务费用	(79)	(92)	(24)	(31)	(39)
资产减值损失	2	5	3	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(2)	62	62	62	62
营业利润	1334	1690	1789	1959	2174
营业外收入	72	4	4	4	4
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	1404	1693	1792	1961	2177
所得税	197	231	246	270	300
净利润	1207	1461	1546	1692	1876
少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
归属于母公司净利润	1207	1461	1546	1692	1877
EPS (元)	1.65	1.54	1.63	1.78	1.98

主要财务比率

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
年成长率					
营业收入	28%	21%	9%	11%	13%
营业利润	40%	27%	6%	9%	11%
净利润	45%	21%	6%	9%	11%
获利能力					
毛利率	57.3%	53.7%	54.3%	53.9%	53.5%
净利率	20.8%	20.8%	20.2%	19.9%	19.5%
ROE	29.2%	27.8%	24.4%	22.4%	21.0%
ROIC	26.2%	26.1%	23.9%	21.9%	20.5%
偿债能力					
资产负债率	35.7%	33.7%	29.6%	28.0%	27.0%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.4	2.6	3.0	3.3	3.4
速动比率	2.0	2.1	2.6	2.8	3.0
营运能力					
资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8
存货周转率	3.0	3.2	3.0	3.1	3.1
应收帐款周转率	17.8	20.0	19.9	20.3	20.5
应付帐款周转率	2.6	3.3	3.2	3.3	3.3
每股资料 (元)					
每股收益	1.65	1.54	1.63	1.78	1.98
每股经营现金	2.12	1.32	1.27	1.54	1.65
每股净资产	5.66	5.54	6.67	7.97	9.41
每股股利	0.50	0.50	0.49	0.53	0.59
估值比率					
PE	12.7	13.6	12.9	11.8	10.6
PB	3.7	3.8	3.1	2.6	2.2
EV/EBITDA	24.8	19.6	17.7	16.3	14.8

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

招商家电研究组:

纪敏 复旦大学,计算机专业学士和硕士。2012-至今,任招商证券家电行业首席分析师。

吴昊 新加坡南洋理工大学金融学硕士,美国爱荷华大学金融学和经济学双学士。2015-至今,任招商证券家电行业资深分析师。

隋思誉 北京大学金融硕士,香港中文大学经济学硕士,北京大学文学和经济学双学士。2017年入职。

团队荣誉:

新财富: 2017-第4名 2016-第3名 2015-第3名 2014-第3名 2013-第5名

金牛奖: 2017-第2名 2016-第4名 2015-第3名 2014-第3名 2013-第4名

水晶球: 2017-第2名 2016-第5名 2015-第4名 2014-第4名 2013-第5名

保险资管最受欢迎分析师 IAMAC 奖 2017-第2名 2016-第3名 2014-第3名

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内,公司股价相对同期市场基准(沪深300指数)的表现为标准:

强烈推荐: 公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐: 公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性: 公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避: 公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A: 公司长期竞争力高于行业平均水平

B: 公司长期竞争力与行业平均水平一致

C: 公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内,行业指数相对于同期市场基准(沪深300指数)的表现为标准:

推荐: 行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数

中性: 行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数

回避: 行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司(以下简称“本公司”)编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息,但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券买卖的出价,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。除法律或规则规定必须承担的责任外,本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载,否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。