

证券研究报告

公司研究

点评报告

老板电器 (002508.SZ)

投资评级

上次评级

罗岸阳 家电行业首席分析师
执业编号: S1500520070002
联系电话: +86 13656717902
邮箱: luoanyang@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

Q2 业绩超预期增长, 新兴品类表现强劲

2023 年 08 月 24 日

事件: 公司发布 2023 年半年报, 上半年公司实现营业收入 49.35 亿元, 同比增长 11.04%; 实现归母净利润 8.3 亿元, 同比增长 14.67%。

- **烟灶稳健复苏, 洗碗机、集成灶增长亮眼。**单季度来看, Q2 公司实现营业收入 27.58 亿元, 同比增长 16.94%; 实现归母净利润 4.41 亿元, 同比增长 23.93%。分品类来看, 23 年 H1 第一品类群中油烟机/燃气灶/消毒柜行业分别实现营收 23.25/11.83/2.09 亿元, 分别同比 +12.09%/+11.90%/+5.83%, 得益于上半年商品房竣工面积同比增长 18.5%, 传统厨电品类迎来稳健复苏, 线上及线下渠道市场份额继续保持领先。其他品类群中, 一体机、洗碗机、集成灶上半年分别实现营收 3.18/3.32/2.05 亿元, 同比 -11.33%/+34.28%/+41.19%, 洗碗机、集成灶延续高增表现, 扩品类战略取得进一步成效。根据奥维云网数据, 老板品牌集成灶 6 月线下渠道销售额市占率已提升至 36%。
- **毛利率同比显著修复, 广告宣传费投入有所增加。**2023 年 H1 公司毛利率为 51.93%, 同比 +2.33pct, 净利率为 16.68%, 同比 +0.45pct。Q2 单季度公司毛利率为 49.68%, 同比 +2.70pct, 净利率为 15.82%, 同比 +0.75pct。分品类来看, 上半年油烟机/燃气灶毛利率分别为 55.10%/56.53%, 同比 +4.49/+2.13pct, 我们认为毛利率提升主要得益于原材料价格同比下降, 降本增效之下公司生产效益持续提升, 以及公司持续提升产品结构, 根据奥维云网数据, 老板品牌油烟机、燃气灶 Q2 均价同比持续提升。费用率方面, 23 年 H1 公司销售、管理、研发费用率分别为 27.58%、4.12%、3.50%, 分别同比 +0.92、-0.01、-0.31pct; 单 Q2 销售、管理、研发费用率分别为 24.96%、4.08%、3.78%, 分别同比 +0.40、-0.20、-0.54pct。公司半年度销售费用率提升主要来自于广告宣传费投入增加。
- **存货周转提速, 现金流大幅改善。**1) 截至 23 年 H1 公司现金+其他流动资产合计 58.83 亿元, 同比 +72.98%; 应收票据和应收账款合计 24.79 亿元, 同比 -15.91%; 公司存货为 15.33 亿元, 同比 -16.00%; 应付票据和账款合计 32.96 亿元, 同比 +5.88%。2) 从周转情况来看, 公司 23 年 H1 期末存货周转天数同比 -25.30 天, 应收账款周转天数同比 -2.26 天。3) 23 年 H1 公司经营性现金流净额为 9.60 亿元, 同比 +197.21%, 23 年 Q2 经营性现金流净额为 7.78 亿元, 同比 +298.97%, 现金流情况显著改善。
- **盈利预测:** 我们预计公司 23-25 年营业收入分别为 113.54/125.25/137.93 亿元, 分别同比 +10.5%/+10.3%/+10.1%; 归母净利润 20.21/22.43/24.80 亿元, 分别同比 +28.5%/+11.0%/+10.5%, 对应 PE 为 12.28/11.06/10.00 倍。
- **风险因素:** 原材料价格波动、汇率波动、市场需求不及预期、行业竞争

加剧等。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	10,148	10,272	11,354	12,525	13,793
增长率 YoY %	24.8%	1.2%	10.5%	10.3%	10.1%
归属母公司净利润 (百万元)	1,332	1,572	2,021	2,243	2,480
增长率 YoY%	-19.8%	18.1%	28.5%	11.0%	10.5%
毛利率%	52.4%	50.0%	51.9%	52.0%	52.0%
净资产收益率ROE%	15.4%	16.2%	18.7%	18.5%	18.2%
EPS(摊薄)(元)	1.41	1.67	2.13	2.36	2.61
市盈率 P/E(倍)	18.54	15.65	12.28	11.06	10.00
市净率 P/B(倍)	2.88	2.55	2.29	2.04	1.82

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2023年8月23日收盘价



资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	11,583	12,244	13,596	15,480	17,548
货币资金	3,802	5,293	5,805	7,269	8,780
应收票据	1,330	882	1,410	1,410	1,545
应收账款	1,598	1,690	1,746	1,979	2,178
预付账款	131	178	161	186	206
存货	1,772	1,610	1,876	2,030	2,223
其他	2,950	2,593	2,597	2,607	2,617
非流动资产	2,323	2,795	2,841	2,854	2,848
长期股权	5	9	11	12	14
固定资产	1,179	1,622	1,796	1,890	1,949
无形资产	229	221	208	215	222
其他	909	943	826	736	662
资产总计	13,906	15,040	16,437	18,335	20,395
流动负债	4,976	5,017	5,315	5,900	6,449
短期借款	30	52	52	52	52
应付票据	963	873	1,018	1,101	1,206
应付账款	2,182	2,419	1,944	2,468	2,666
其他	1,802	1,674	2,301	2,278	2,526
非流动负债	164	165	165	165	165
长期借款	0	0	0	0	0
其他	164	165	165	165	165
负债合计	5,140	5,182	5,480	6,064	6,614
少数股东权益	139	126	130	131	130
归属母公司股东权益	8,627	9,732	10,827	12,139	13,652
负债和股东权益	13,906	15,040	16,437	18,335	20,395

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	10,148	10,272	11,354	12,525	13,793
同比	24.8%	1.2%	10.5%	10.3%	10.1%
归属母公司净利润	1,332	1,572	2,021	2,243	2,480
同比	-19.8%	18.1%	28.5%	11.0%	10.5%
毛利率(%)	52.4%	50.0%	51.9%	52.0%	52.0%
ROE%	15.4%	16.2%	18.7%	18.5%	18.2%
EPS (摊薄)(元)	1.41	1.67	2.13	2.36	2.61
P/E	18.54	15.65	12.28	11.06	10.00
P/B	2.88	2.55	2.29	2.04	1.82
EV/EBITDA	14.68	11.45	8.96	7.51	6.25

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	10,148	10,272	11,354	12,525	13,793
营业成本	4,835	5,137	5,458	6,017	6,626
营业税金及附加	81	79	74	81	90
销售费用	2,454	2,614	3,037	3,350	3,690
管理费用	364	431	465	520	572
研发费用	366	392	397	438	483
财务费用	-140	-157	-156	-172	-197
减值损失合计	-53	-25	-18	-10	-10
投资净收益	91	99	102	113	124
其他	-690	-75	148	163	179
营业利润	1,535	1,775	2,309	2,555	2,823
营业外收支	-2	-2	0	0	0
利润总额	1,533	1,773	2,309	2,555	2,823
所得税	184	215	284	311	345
净利润	1,349	1,558	2,026	2,244	2,478
少数股东损益	17	-14	5	1	-1
归属母公司净利润	1,332	1,572	2,021	2,243	2,480
EBITDA	1,435	1,712	2,130	2,345	2,578
EPS (当年)(元)	1.41	1.67	2.13	2.36	2.61

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,365	1,945	1,434	2,352	2,395
净利润	1,349	1,558	2,026	2,244	2,478
折旧摊销	128	170	209	227	245
财务费用	10	5	-156	-172	-197
投资损失	-91	-99	-102	-113	-124
营运资金变	-694	101	-560	155	-17
其它	663	210	18	10	10
投资活动现金流	-861	-44	-152	-127	-114
资本支出	-430	-501	-252	-239	-237
长期投资	-522	356	-2	-2	-2
其他	92	101	102	113	124
筹资活动现金流	-670	-430	-770	-760	-770
吸收投资	1	11	0	0	0
借款	0	55	0	0	0
支付利息或股息	-495	-482	-770	-760	-770
现金流净增加额	-166	1,476	512	1,464	1,511

研究团队简介

罗岸阳，家电行业首席分析师。浙江大学电子信息工程学士，法国北方高等商学院金融学&管理学双学位硕士。曾任职于 TP-LINK 硬件研发部门从事商用通信设备开发设计。曾先后任职天风证券家电行业研究员、国金证券家电行业负责人，所在团队 2015、2017 年新财富入围。2020 年 7 月加盟信达证券研究开发中心，从事家电行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。