

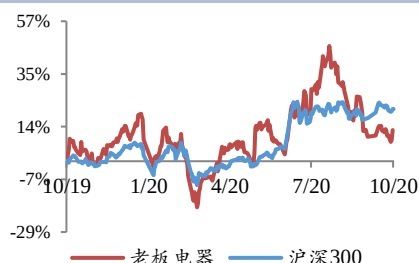
Q3 业绩增速超预期，环比恢复显著

投资评级：增持（维持）

报告日期：2020-10-29

收盘价（元）	33.50
近 12 个月最高/最低（元）	43.62/24.57
总股本（百万股）	949
流通股本（百万股）	935
流通股比例（%）	98.51
总市值（亿元）	318
流通市值（亿元）	313

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：虞晓文

执业证书号：S0010520050002

电话：18505739789

邮箱：yuxw@hazq.com

联系人：谢丽媛

执业证书号：S0010120050004

电话：15802117956

邮箱：xiely@hazq.com

相关报告

1. 新增长动能挖掘者，探索新天地有望再次腾飞 2020-10-13

主要观点：

● 事件：

公司发布 2020Q3 季报，2020 年前三季度实现营业收入 56.26 亿元，同比+0.02%，实现归母净利润 11.23 亿元，同比+3.43%；对应 20Q3 实现营业收入 24.15 亿元，同比+15.13%，实现归母净利润 5.11 亿元，同比+22.95%。

● Q3 环比持续改善，收入增长继续提速

公司 2020 年前三季度实现营业收入 56.26 亿元，同比+0.02%，对应 20Q3 实现营业收入 24.15 亿元，同比+15.13%。公司 Q3 延续 Q2 环比改善趋势，预计 Q4 收入增速能够进一步提升。

● 规模效应显著，盈利能力持续提升

2020 年前三季度实现净利率 20.33%，同比+0.77pct，对应 Q3 净利率 21.56%，同比+1.41pct。

● 现金流维持优异水平稳定

公司 Q3 销售商品收到现金 23.23 亿元，同比+16.72%，与收入情况高度吻合，Q3 经营活动产生净现金流 5.33 亿元，同比+41.63%，公司现金流维持优异水平。

● 投资建议

我们认为厨电行业在新阶段下仍然有广阔的市场空间。除了市场普遍认可的确定性较强的精装修渠道外，台式品类扩张带来的非地产相关需求、未来的存量房更新需求等都将为老板电器带来中短期乃至长期更大的发展空间。从公司自身层面看，短期看，公司 Q3 环比改善明显，随着竣工预计在四季度迎来释放，预计四季度公司业绩仍然能维持较高增长。长期看，老板电器在行业的不同阶段都能够非常地具有先见之明，把握市场变化，说明公司的内驱力、组织系统具备前瞻性挖掘新增长动能的引擎，即使行业发展进入瓶颈期，公司自身的引擎也将为其挖掘新天地。我们预计公司 2020-2022 年收入分别为 85.40、97.24、110.42 亿元，同比分别+10.0%、+13.9%、+13.5%，归母净利润分别为 18.0、20.5、23.5 亿元，同比分别+13.5%、+13.7%、+14.4%，当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别 17.62x、15.51x、13.56x，维持增持评级。

● 风险提示

地产回暖不及预期，新品类扩张不及预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	7761	8540	9724	11042
收入同比 (%)	4.5%	10.0%	13.9%	13.5%
归属母公司净利润	1590	1804	2050	2345
净利润同比 (%)	7.9%	13.5%	13.7%	14.4%
毛利率 (%)	54.3%	56.4%	54.7%	54.3%
ROE (%)	23.2%	20.8%	19.1%	18.0%
每股收益 (元)	1.68	1.90	2.16	2.47
P/E	20.18	17.62	15.51	13.56
P/B	4.67	3.67	2.97	2.43
EV/EBITDA	16.09	13.68	11.50	9.24

资料来源: wind, 华安证券研究所

1 事件

公司发布 2020Q3 季报, 2020 年前三季度实现营业收入 56.26 亿元, 同比+0.02%, 实现归母净利润 11.23 亿元, 同比+3.43%; 对应 20Q3 实现营业收入 24.15 亿元, 同比+15.13%, 实现归母净利润 5.11 亿元, 同比+22.95%。

2 Q3 环比持续改善, 收入增长继续提速

公司 2020 年前三季度实现营业收入 56.26 亿元, 同比+0.02%, 对应 20Q3 实现营业收入 24.15 亿元, 同比+15.13%。公司三季度持续加码营销, 植入《中餐厅》、《向往的生活》等一线美食节目, 不断塑造优秀高端的品牌力; 同时发布空间动力系列新品四件套, 持续全面升级“中国新厨房”理念, 并与中国燃气公司合作进一步深入挖掘更新需求。公司 Q3 延续 Q2 环比改善趋势, 预计 Q4 收入增速能够进一步提升。

分渠道看, 线下零售渠道环比持续改善, 预计 Q3 已恢复至去年同期水平; 线上渠道预计 Q3 同增 20%+, 预计全年同增 15%+; 工程渠道在去年同期高基数基础上, Q3 依然实现预计 30%+ 的增长, 公司在精装修 B2B 市场份额稳居行业第一, 预计工程渠道全年能够实现同增 35% 左右, 为公司带来稳定的收入来源。

分产品看, 根据奥维云网数据, 老板厨电套装和油烟机 Q3 线上恢复显著, 销售额分别同增 29%、28%; 嵌入式烤箱及洗碗机 Q3 全渠道高增, 且线上实现量价齐升, 均价分别提升 31%、5%。Q4 首月环比 Q3 表现更为亮眼, 后续增长值得期待。

图表 1 老板电器各品类奥维数据汇总

品牌	品类	指标	线下					线上				
			20Q1	20Q2	20Q3	20Q4截至W42	年累计	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4截至W42	年累计
老板	厨电套餐	销额同比	-53%	-10%	-11%	8%	-20%	-33%	4%	29%	42%	6%
		均价	5,489	6,094	6,176	6,485	6,069	4,063	3,830	4,113	4,139	3,981
		均价同比	-7%	0%	4%	5%	1%	-8%	-10%	0%	-1%	-6%
老板	油烟机	销额同比	-55%	-12%	-8%	13%	-19%	-32%	3%	28%	42%	5%
		均价	4,124	4,411	4,417	4,594	4,393	2,372	2,273	2,410	2,471	2,350
		均价同比	-6%	-2%	1%	1%	-1%	-13%	-16%	-7%	-3%	-12%
老板	嵌入式电烤箱	销额同比	-35%	91%	69%	100%	59%	-64%	165%	369%	1920%	191%
		均价	8,010	7,800	7,818	7,490	7,777	4,813	5,413	5,895	6,451	5,746
		均价同比	18%	4%	-1%	-3%	4%	-2%	10%	31%	36%	20%
老板	洗碗机	销额同比	-37%	90%	102%	114%	68%	33%	180%	535%	486%	226%
		均价	6,590	6,558	6,516	6,570	6,547	4,443	4,222	4,662	4,643	4,450
		均价同比	-3%	-1%	-3%	-4%	-3%	11%	6%	5%	-2%	8%

资料来源: 奥维云网, 华安证券研究所

3 规模效应显著, 盈利能力持续提升

2020 年前三季度实现净利率 20.33%, 同比+0.77pct, 对应 Q3 净利率 21.56%, 同

比+1.41pct。具体来看，公司 Q3 实现毛利率 60.02%，同比+4.32pct，一方面，毛利率提升主要受益于原材料价格下降，预计 Q4 高毛利能够继续维持；另一方面，Q3 公司嵌入式电烤箱线上销量大增，且均价提升明显，预计也对毛利率提升有所贡献。Q3 销售费用率 30.59%，同比+3.57pct，公司继续加码营销，深化中式厨房理念，导致销售费用率有所提升；公司 Q3 管理/研发/财务费用率同比分别-0.01pct/-0.26pct/-1.05pct，公司规模效应显著，费用率有所下降。

4 现金流维持优异水平

公司 Q3 销售商品收到现金 23.23 亿元，同比+16.72%，与收入情况高度吻合，Q3 经营活动产生净现金流 5.33 亿元，同比+41.63%，公司现金流维持优异水平。应收账款+应收票据 2020 前三季度余额合计为 27.16 亿元，占营收比例 48.28%，相比去年同期提升 10.19pct，预计主要与工程渠道账期较长有关；截至 2020 前三季度公司存货为 13.88 亿元，占营收比例 24.67%，相比去年同期提升 2.39pct。

5 投资建议

我们认为厨电行业在新阶段下仍然有广阔的市场空间。除了市场普遍认可的确定性较强的精装修渠道外，台式品类扩张带来的非地产相关需求、未来的存量房更新需求等都将为老板电器带来中短期乃至长期更大的发展空间。从公司自身层面看，短期看，公司 Q3 环比改善明显，随着竣工预计在四季度迎来释放，预计四季度公司业绩仍然能维持较高增长。长期看，老板电器在行业的不同阶段都能够非常地具有先见之明，把握市场变化，说明公司的内驱力、组织系统具备前瞻性挖掘新增长动能的引擎，即使行业发展进入瓶颈期，公司自身的引擎也将为其挖掘新天地。

我们预计公司 2020-2022 年收入分别为 85.40、97.24、110.42 亿元，同比分别+10.0%、+13.9%、+13.5%，归母净利润分别为 18.0、20.5、23.5 亿元，同比分别+13.5%、+13.7%、+14.4%，当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别 17.62x、15.51x、13.56x，维持增持评级。

风险提示：

地产回暖不及预期，新品类扩张不及预期。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	9052	10922	13532	16393	营业收入	7761	8540	9724	11042
现金	4054	5635	7708	10003	营业成本	3549	3728	4410	5042
应收账款	726	704	837	937	营业税金及附加	67	66	81	90
其他应收款	111	108	129	144	销售费用	1928	2331	2528	2849
预付账款	50	57	65	75	管理费用	284	294	346	390
存货	1339	1423	1677	1920	财务费用	-83	-131	-179	-237
其他流动资产	2772	2995	3116	3314	资产减值损失	-9	0	0	0
非流动资产	1600	1733	1853	1978	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	4	4	4	4	投资净收益	127	101	130	147
固定资产	826	820	810	802	营业利润	1872	2152	2422	2777
无形资产	220	246	272	297	营业外收入	4	2	2	2
其他非流动资产	550	663	768	875	营业外支出	4	2	2	2
资产总计	10652	12655	15385	18371	利润总额	1872	2151	2421	2777
流动负债	3557	3725	4374	4978	所得税	257	316	341	395
短期借款	0	0	0	0	净利润	1614	1835	2081	2382
应付账款	1395	1407	1688	1921	少数股东损益	24	31	31	37
其他流动负债	2162	2317	2687	3057	归属母公司净利润	1590	1804	2050	2345
非流动负债	121	121	121	121	EBITDA	1743	1912	2093	2359
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.68	1.90	2.16	2.47
其他非流动负债	121	121	121	121					
负债合计	3678	3845	4495	5099					
少数股东权益	110	141	172	209					
股本	949	949	949	949					
资本公积	402	402	402	402					
留存收益	5514	7317	9368	11713					
归属母公司股东权益	6864	8668	10719	13064					
负债和股东权益	10652	12655	15385	18371					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E	
经营活动现金流	1555	1711	2163	2371	成长能力				
净利润	1590	1804	2050	2345	营业收入	4.5%	10.0%	13.9%	13.5%
折旧摊销	110	97	98	98	营业利润	10.0%	15.0%	12.6%	14.7%
财务费用	-1	0	0	0	归属于母公司净利	7.9%	13.5%	13.7%	14.4%
投资损失	-127	-101	-130	-147	获利能力				
营运资金变动	-18	-121	113	38	毛利率(%)	54.3%	56.4%	54.7%	54.3%
其他经营现金流	1608	1957	1969	2345	净利率(%)	20.5%	21.1%	21.1%	21.2%
投资活动现金流	1056	-130	-90	-76	ROE(%)	23.2%	20.8%	19.1%	18.0%
资本支出	-272	-231	-219	-223	ROIC(%)	20.2%	17.6%	15.7%	14.6%
长期投资	1205	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	122	101	130	147	资产负债率(%)	34.5%	30.4%	29.2%	27.8%
筹资活动现金流	-759	0	0	0	净负债比率(%)	52.7%	43.6%	41.3%	38.4%
短期借款	0	0	0	0	流动比率	2.54	2.93	3.09	3.29
长期借款	0	0	0	0	速动比率	2.15	2.54	2.70	2.89
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	0	0	0	总资产周转率	0.73	0.67	0.63	0.60
其他筹资现金流	-759	0	0	0	应收账款周转率	10.69	12.14	11.62	11.78
现金净增加额	1852	1581	2073	2295	应付账款周转率	2.54	2.65	2.61	2.62

每股指标(元)					估值比率				
每股收益	1.68	1.90	2.16	2.47	P/E	20.18	17.62	15.51	13.56
每股经营现金流薄)	1.64	1.80	2.28	2.50	P/B	4.67	3.67	2.97	2.43
每股净资产	7.23	9.13	11.29	13.77	EV/EBITDA	16.09	13.68	11.50	9.24

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。