

老板电器 (002508.SZ) 2020Q3 业绩改善明显, 继续看好新品类拓展放量

2020 年 10 月 29 日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

吕明 (分析师)

孟昕 (联系人)

lvming@kysec.cn

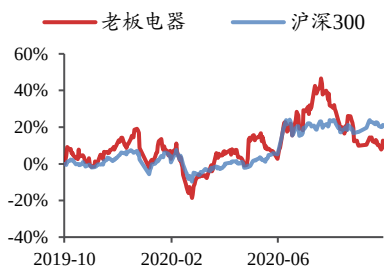
mengxin@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

证书编号: S0790120040004

日期	2020/10/28
当前股价(元)	33.50
一年最高最低(元)	44.79/24.38
总市值(亿元)	317.92
流通市值(亿元)	313.19
总股本(亿股)	9.49
流通股本(亿股)	9.35
近 3 个月换手率(%)	68.73

股价走势图



数据来源: 贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-2020Q2 业绩改善显著, 新兴厨电品类增速较好》- 2020.8.28

《公司首次覆盖报告-高端厨电龙头地位稳固, 工程渠道优势显著》- 2020.6.17

● 2020Q3 公司收入、净利润基本符合预期, 环比持续改善

1) 整体来看: 2020 年前三季度, 公司实现营收 56.26 亿元 (+0.02%), 归母净利润 11.23 亿元 (+3.43%), 扣非归母净利润 10.57 亿元 (+2.28%), EPS 为 1.18 元 (+3.51%)。2) 分季度看: 2020Q3 单季度, 公司实现营收 24.15 亿元 (+15.13%), 归母净利润 5.11 亿元 (+22.95%), 扣非归母净利润 4.48 亿元 (+9.17%)。2020Q3, 公司收入、净利润基本符合预期, 环比持续改善。3) 分渠道看: 根据奥维云网数据, 截至 2020 年 8 月 31 日, 公司工程渠道销售额同比保持快速增长, 精装修市占率为 35.5%, 稳居行业第一。维持盈利预测, 我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 17.25/19.59/21.95 亿元, 对应 EPS 为 1.82/2.06/2.31 元, 当前股价对应 PE 为 18.4/16.2/14.5 倍, 维持“买入”评级。

● 2020 年前三季度毛利率净利率双升, 盈利能力增强

1) 利润率: 2020 年前三季度, 公司毛利率为 57.05%, 同比+2.01pct; 净利率为 20.33%, 同比+0.77pct。净利率提升幅度小于毛利率主要系费用率的提升。2020 年前三季度, 公司销售/管理/研发费用率分别为 29.00%/6.97%/3.54%, 同比分别+1.32pct/0.44pct/0.27pct。2) 周转天数: 2020Q3, 公司存货周转天数增加至 152.36 天, 应收账款周转天数增加至 36.18 天, 周转天数双升体现了营运周期的拉长。3) 现金流: 2020Q3 经营性现金流净额提至 9.41 亿元, 相比 2020 年初持续改善。

● 以洗碗机为代表的新兴厨电快速增长, 继续看好老板新品类的拓展放量

1) 新兴厨电快速增长: 根据奥维云网数据, 2020 年前三季度油烟机/燃气灶/洗碗机销量分别为 719.45/901.66/101.87 万台, 同比+13.68%/15.87%/48.58%。其中, 老板销量分别为 96.96/81.63/3.24 万台, 同比分别+5.56%/-1.28%/+111.13%, 市占率分别为 13.48%/9.05%/3.18%。2) 双十一预售表现优秀: 截至 2020 年 10 月 27 日, 老板烟灶消套装天猫双十一累计预售额约 6313.66 万元, 位居榜首。3) 公司积极创新产品, 发布多款单品及空间动力、新机皇 4 件套; 大力进行品牌营销, 赞助《向往的生活》、《中餐厅》等热门综艺。

● **风险提示:** 房地产市场波动风险; 原材料价格波动风险; 市场竞争加剧风险等。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7,425	7,761	8,234	9,181	10,117
YOY(%)	5.8	4.5	6.1	11.5	10.2
归母净利润(百万元)	1,474	1,590	1,725	1,959	2,195
YOY(%)	0.8	7.9	8.5	13.6	12.1
毛利率(%)	53.5	54.3	54.5	54.7	54.9
净利率(%)	19.8	20.5	20.9	21.3	21.7
ROE(%)	24.2	23.1	21.1	20.4	19.5
EPS(摊薄/元)	1.55	1.68	1.82	2.06	2.31
P/E(倍)	21.6	20.0	18.4	16.2	14.5
P/B(倍)	5.3	4.6	3.9	3.3	2.8

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 2020Q3 公司收入、净利润基本符合预期，环比持续改善.....	3
2、 2020 年前三季度毛利率净利率双升，盈利能力增强.....	3
3、 传统厨电增速放缓，新兴厨电高速增长	4
4、 老板品牌 2020 年双十一预售表现优秀	6
5、 公司积极推出新品，大力进行品牌营销	6
6、 盈利预测与投资建议	7
7、 风险提示	7
附：财务预测摘要.....	8

图表目录

图 1： 2020 年前三季度公司毛利率提高至 57.05%	3
图 2： 2020 年前三季度公司净利率提高至 20.33%	3
图 3： 公司 2020Q3 存货周转天数增加	4
图 4： 公司 2020Q3 应收账款周转天数增加	4
图 5： 公司经营性现金流净额 2020Q3 继续提升.....	4
图 6： 2020 年前三季度，油烟机行业增速约为 14%	5
图 7： 2020 年前三季度，燃气灶行业增速约为 16%	5
图 8： 2020 年前三季度，洗碗机行业增速约为 49%	5
图 9： 老板 2020 年双十一天猫预售额居烟灶消套装市场榜首.....	6
图 10： 2020 年 9 月，老板电器发布新机皇 4 件套新套装.....	6
图 11： 老板电器担任《向往的生活 4》美食创造官.....	6
表 1： 2020Q3 公司收入、净利润基本符合预期，环比持续改善.....	3

1、2020Q3 公司收入、净利润基本符合预期，环比持续改善

2020 年前三季度，公司实现营收 56.26 亿元 (+0.02%)，归母净利润 11.23 亿元 (+3.43%)，扣非归母净利润 10.57 亿元 (+2.28%)，EPS 为 1.18 元 (+3.51%)。

分季度看：2020Q3 单季度，公司实现营收 24.15 亿元 (+15.13%)，归母净利润 5.11 亿元 (+22.95%)，扣非归母净利润 4.48 亿元 (+9.17%)。2020Q3，公司收入、净利润基本符合预期，环比持续改善。

分渠道看：根据奥维云网数据，截至 2020 年 8 月 31 日，公司工程渠道销售额同比保持快速增长，精装修市占率为 35.5%，稳居行业第一。

表1：2020Q3 公司收入、净利润基本符合预期，环比持续改善

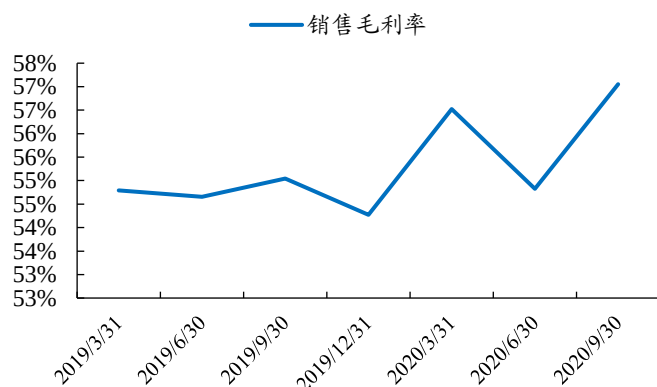
	2020Q1	2020Q2	2020Q3
收入（亿元）	12.66	19.45	24.15
同比	-23.77%	4.20%	15.13%
归母净利润（亿元）	2.45	3.67	5.11
同比	-23.35%	4.72%	22.95%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、2020 年前三季度毛利率净利率双升，盈利能力增强

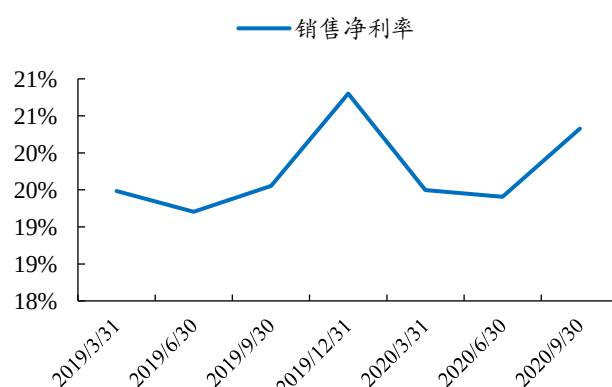
2020 年前三季度，公司毛利率为 57.05%，同比+2.01pct；净利率为 20.33%，同比+0.77pct。毛利率、净利率的双升体现了公司盈利能力的增强。净利率提升幅度小于毛利率主要系公司费用率的提升。2020 年前三季度，公司销售、管理、研发费用率分别为 29.00%、6.97%、3.54%，同比分别提升 1.32pct、0.44pct、0.27pct。

图1：2020 年前三季度公司毛利率提高至 57.05%



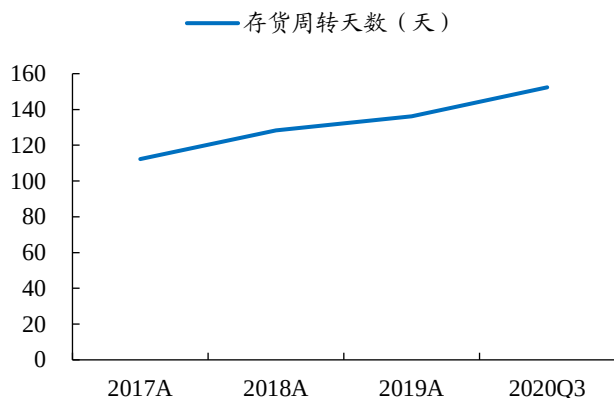
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图2：2020 年前三季度公司净利率提高至 20.33%

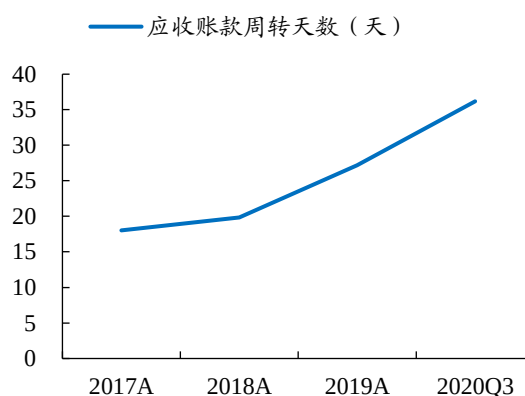


数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司 2020Q3 存货周转天数、应收账款周转天数增加。2020Q3，公司存货周转天数增加至 152.36 天，应收账款周转天数增加至 36.18 天，周转天数的双升体现了公司营运周期的拉长。

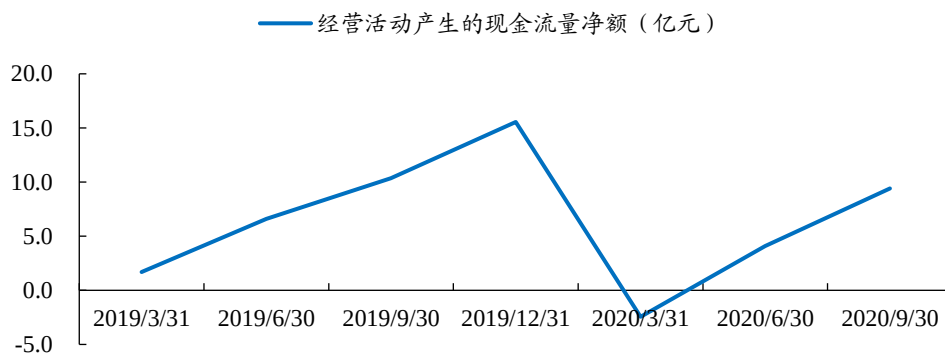
图3: 公司 2020Q3 存货周转天数增加


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图4: 公司 2020Q3 应收账款周转天数增加


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

公司经营性现金流净额 2020Q3 继续提升。2020Q3, 公司经营性现金流净额继续提升至 9.41 亿元, 相比 2020 年初, 现金流持续改善。

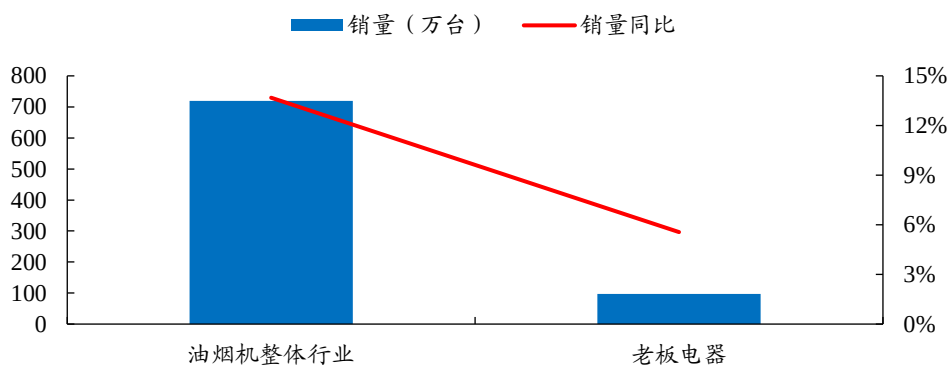
图5: 公司经营性现金流净额 2020Q3 继续提升


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

3、传统厨电增速放缓, 新兴厨电高速增长

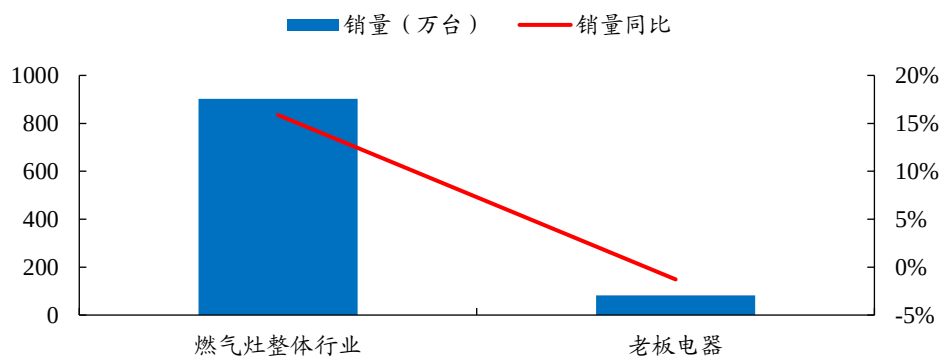
分品类看, 烟灶等传统厨电行业增速放缓, 但以洗碗机为代表的的新兴厨电行业实现快速增长, 表现亮眼。

(1) 油烟机: 行业稳增, 老板品牌龙头地位稳固。根据奥维云网数据, 2020 年前三季度油烟机行业累计销量 719.45 万台, 同比增长 13.68%, 行业整体稳步增长。其中, 老板品牌 2020 年前三季度累计销量为 96.96 万台(+5.56%), 市占率为 13.48%。

图6：2020年前三季度，油烟机行业增速约为14%


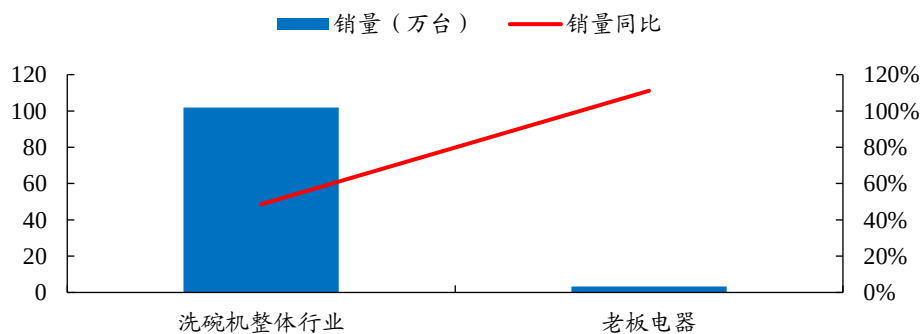
数据来源：奥维云网、开源证券研究所（数据监测期为2020W1-W42）

（2）燃气灶：行业稳增，老板品牌龙头地位稳固。根据奥维云网数据，2020年前三季度燃气灶行业累计销量实现901.66万台，同比增长15.87%，行业稳步增长。其中，老板品牌2020年前三季度累计销量为81.63万台（-1.28%），市占率为9.05%。

图7：2020年前三季度，燃气灶行业增速约为16%


数据来源：奥维云网、开源证券研究所（数据监测期为2020W1-W42）

（3）洗碗机：行业快速增长，老板品牌销量增速显著高于行业水平。根据奥维云网数据，2020年前三季度洗碗机行业累计销量实现101.87万台，同比增长48.58%，行业整体高速增长。其中，老板品牌2020年前三季度累计销量为3.24万台（+111.13%），市占率为3.18%。

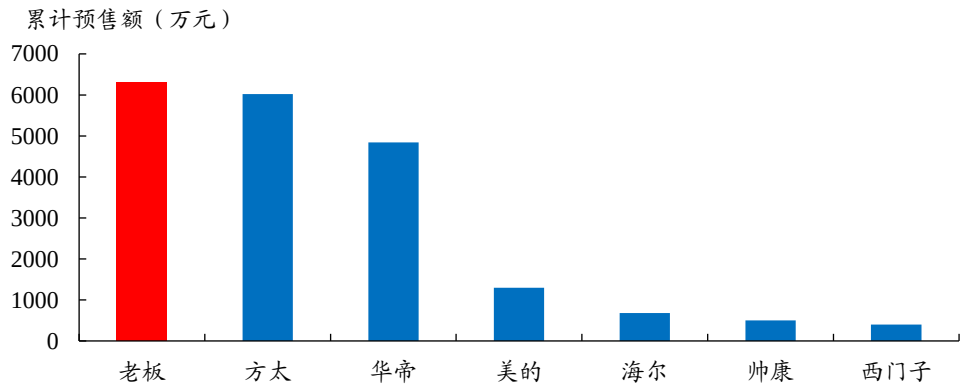
图8：2020年前三季度，洗碗机行业增速约为49%


数据来源：奥维云网、开源证券研究所（数据监测期为2020W1-W42）

4、老板品牌 2020 年双十一预售表现优秀

老板品牌 2020 年双十一预售表现优秀。根据魔镜市场情报数据，截至 2020 年 10 月 27 日，老板品牌烟灶消套装的天猫双十一累计预售额约为 6313.66 万元，位居烟灶消套装类目榜首。老板品牌在 2020 年双十一优异的预售成绩显示了其深厚的品牌竞争力和影响力，随着 2020Q4 旺季来临销售有望进一步提升。

图9：老板 2020 年双十一天猫预售额居烟灶消套装市场榜首



数据来源：魔镜市场情报、开源证券研究所（数据截至 2020 年 10 月 27 日）

5、公司积极推出新品，大力进行品牌营销

（1）公司积极进行产品创新，发布多款单品及套装

2020Q3，公司积极推出系列新品。a.单品方面：推出蒸烤一体机、母婴级消毒柜、3D 速火燃气灶等新品。b.套装方面：空间动力 4 件套为双腔大吸力油烟机+紫焰强火 2 代燃气灶+蒸烤炸一体机+强力洗碗机，其中蒸烤炸一体机首次在蒸烤一体机基础上添加零油空气炸技术。新机皇 4 件套为三面灵拢大吸力油烟机+紫焰强火燃气灶+蒸烤一体机+强力洗碗机，其中三面灵拢大吸力油烟机首创侧翼挡烟板阻挡油烟侧逃。

（2）公司大力进行品牌营销，赞助《向往的生活》、《中餐厅》等热门综艺

公司积极进行品牌营销和宣传，赞助热门综艺《向往的生活》和《中餐厅》等，通过烹饪相关节目内容进行产品介绍和宣传。通过综艺营销，老板品牌积极树立和维护了高端厨电的品牌形象，并对消费者进行了良好的品牌教育。

图10：2020 年 9 月，老板电器发布新机皇 4 件套新套装



资料来源：老板电器官方网站

图11：老板电器担任《向往的生活 4》美食创造官



资料来源：老板电器官方微信公众号

6、盈利预测与投资建议

老板电器是国内厨电行业龙头公司之一。我们认为，传统厨电行业虽然增速放缓但仍有提升空间，新兴厨电行业受益于渗透率的提升有望继续快速增长，公司作为厨电龙头有望继续受益市场规模的扩大。另外，公司在保持原有高端品牌、多元化渠道优势的基础上，继续扩产品、拓渠道和品牌年轻化，业绩有望实现进一步增长。

维持盈利预测，我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 17.25/19.59/21.95 亿元，对应 EPS 为 1.82/2.06/2.31 元，当前股价对应 PE 为 18.4/16.2/14.5 倍，维持“买入”评级。

7、风险提示

房地产市场波动风险；原材料价格波动风险；市场竞争加剧风险等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	7980	9052	10324	12404	14002
现金	2197	4054	4971	6641	7894
应收票据及应收账款	1715	1712	1924	2130	2338
其他应收款	70	111	81	133	103
预付账款	59	50	66	63	79
存货	1347	1339	1497	1651	1803
其他流动资产	2592	1785	1785	1785	1785
非流动资产	1475	1600	1620	1695	1760
长期投资	3	4	6	8	11
固定资产	843	826	883	976	1045
无形资产	194	220	231	245	262
其他非流动资产	436	550	500	467	443
资产总计	9455	10652	11945	14100	15761
流动负债	3232	3557	3590	4294	4312
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1607	1998	1808	2417	2218
其他流动负债	1625	1559	1782	1877	2094
非流动负债	92	121	121	121	121
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	92	121	121	121	121
负债合计	3325	3678	3710	4415	4432
少数股东权益	85	110	119	133	152
股本	949	949	949	949	949
资本公积	402	402	402	402	402
留存收益	4698	5529	6568	7701	9007
归属母公司股东权益	6045	6864	8115	9551	11177
负债和股东权益	9455	10652	11945	14100	15761

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1509	1555	1305	2120	1686
净利润	1484	1614	1734	1972	2214
折旧摊销	102	110	77	89	102
财务费用	-101	-83	-130	-169	-219
投资损失	-88	-127	-54	-68	-84
营运资金变动	14	-66	-323	294	-327
其他经营现金流	98	108	0	0	0
投资活动现金流	-1184	1056	-44	-96	-83
资本支出	181	272	18	73	62
长期投资	-1045	1205	-2	-2	-2
其他投资现金流	-2048	2533	-28	-26	-23
筹资活动现金流	-712	-759	-344	-353	-350
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	-0	0	0	0	0
资本公积增加	2	0	0	0	0
其他筹资现金流	-714	-759	-344	-353	-350
现金净增加额	-386	1852	917	1670	1253

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	7425	7761	8234	9181	10117
营业成本	3451	3549	3746	4159	4563
营业税金及附加	71	67	81	86	94
营业费用	1910	1928	2017	2231	2448
管理费用	272	284	288	327	374
研发费用	293	299	301	342	391
财务费用	-101	-83	-130	-169	-219
资产减值损失	15	-9	0	0	0
其他收益	99	86	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	88	127	54	68	84
资产处置收益	0	-0	0	0	0
营业利润	1702	1872	1984	2272	2550
营业外收入	2	4	21	8	9
营业外支出	2	4	2	2	3
利润总额	1702	1872	2003	2277	2556
所得税	218	257	268	305	343
净利润	1484	1614	1734	1972	2214
少数股东损益	10	24	10	14	19
归母净利润	1474	1590	1725	1959	2195
EBITDA	1738	1860	1945	2192	2441
EPS(元)	1.55	1.68	1.82	2.06	2.31

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	5.8	4.5	6.1	11.5	10.2
营业利润(%)	0.7	10.0	6.0	14.5	12.2
归属于母公司净利润(%)	0.8	7.9	8.5	13.6	12.1
获利能力					
毛利率(%)	53.5	54.3	54.5	54.7	54.9
净利率(%)	19.8	20.5	20.9	21.3	21.7
ROE(%)	24.2	23.1	21.1	20.4	19.5
ROIC(%)	23.3	21.6	19.7	18.8	17.9
偿债能力					
资产负债率(%)	35.2	34.5	31.1	31.3	28.1
净负债比率(%)	-34.5	-56.5	-59.0	-67.4	-68.7
流动比率	2.5	2.5	2.9	2.9	3.2
速动比率	1.2	2.0	2.3	2.4	2.7
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.8	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	4.8	4.5	4.5	4.5	4.5
应付账款周转率	2.3	2.0	2.0	2.0	2.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.55	1.68	1.82	2.06	2.31
每股经营现金流(最新摊薄)	1.59	1.64	1.38	2.23	1.78
每股净资产(最新摊薄)	6.37	7.23	8.55	10.06	11.78
估值比率					
P/E	21.6	20.0	18.4	16.2	14.5
P/B	5.3	4.6	3.9	3.3	2.8
EV/EBITDA	17.1	14.3	13.2	11.0	9.3

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%～+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn