

老板电器 (002508.SZ)

Q4 景气度向好，期待新品配套率提升

事件：公司公布 2020 年业绩预告。公司预计 2020 年实现收入 81.36 亿元，同比增长 4.84%；实现归母净利润 16.73 亿元，同比增长 5.27%。其中，公司 20Q4 单季度实现收入 25.1 亿元，同比增长 17.51%；实现归母净利润 5.5 亿元，同比增长 9.13%。

Q4 收入稳步增长。2020Q4 公司收入端增速为 17.51%，环比 2020Q3 增速（15.13%）呈现稳步增长。**零售市场**，Q4 公司核心产品燃气灶、油烟机在线上、线下销售份额同比增幅相比 Q3 有所提升；蒸烤一体机及洗碗机作为公司第二、第三品类产品始终维持快速增长，位居行业前列（2020 年嵌入式一体机零售额市场占有率为 31.5%、位居第二，洗碗机零售额市场占有率为 9.6%、位居第四）。此外，**工程渠道端**，公司 Q4 依旧维持正增长。

成本压力下，Q4 净利润增速放缓。成本端，产品核心原材料为不锈钢和铜等材料，截至 2020 年 9 月底，不锈钢价格指数、沪铜指数同比增幅约为 1%/8.81%，原材料价格增长带来成本压力加大，我们预计 Q4 公司毛利率或有下滑。此外，Q3 公司加大营销投入导致销售费率有所增加，我们预计 Q4 公司将维持此营销力度，销售费率或仍保持增长。综上，公司 Q4 利润端同比增速 9.13%，环比 Q3 增幅显著放缓（Q3 同比增速为 23%）。

多维度共同发力，未来可期。公司紧紧围绕“勤练内功跨周期，稳中求进促增长-抢市场，强产品”的年度经营理念，多维度发展，巩固自身龙头地位。**1) 产品端：**公司不断自主研发，丰富产品矩阵，优化产品外观设计、性能指标及用户体验度。**2) 渠道端：**零售层面，线上、线下渠道齐发力；工程渠道层面，不断拓展。**3) 品牌端：**名气与金帝品牌多元化定位，为公司的龙头地位保驾护航。

盈利预测与投资建议。根据公司此次年度业绩预告，我们略微下调盈利预测，预计 2020-2022 年收入分别为 81.36/89.41/97.81 亿元，同比增速分别为 4.8%/9.9%/9.4%；归母净利润分别为 16.73/18.50/20.40 亿元，同比增速分别为 5.2%/10.6%/10.3%。公司未来发展可期，维持此前“增持”评级。

风险提示：地产竣工不及预期；行业竞争加剧；疫情反复影响销售。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	7,425	7,761	8,136	8,941	9,781
增长率 yoy (%)	5.8	4.5	4.8	9.9	9.4
归母净利润（百万元）	1,474	1,590	1,673	1,850	2,040
增长率 yoy (%)	0.8	7.9	5.2	10.6	10.3
EPS 最新摊薄（元/股）	1.55	1.68	1.76	1.95	2.15
净资产收益率 (%)	24.2	23.1	19.4	18.6	17.7
P/E (倍)	20.3	18.8	17.9	16.2	14.7
P/B (倍)	4.95	4.36	3.51	3.02	2.61

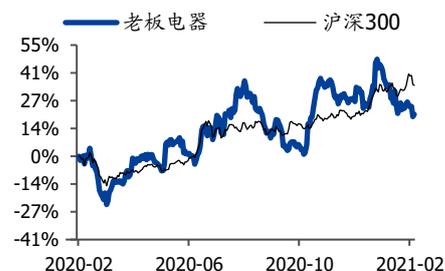
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

增持（维持）

股票信息

行业	白色家电
前次评级	增持
最新收盘价	38.32
总市值(百万元)	36,366.60
总股本(百万股)	949.02
其中自由流通股(%)	98.51
30 日日均成交量(百万股)	5.32

股价走势



作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

分析师 马王杰

执业证书编号：S0680519080003

邮箱：mawangjie@gszq.com

研究助理 郑紫舟

邮箱：zhengzizhou@gszq.com

相关研究

- 《老板电器 (002508.SZ)：Q3 需求释放，业绩亮眼》2020-10-29
- 《老板电器 (002508.SZ)：Q2 回暖，等待竣工周期需求释放》2020-08-28
- 《老板电器 (002508.SZ)：年报&一季报点评：疫情之下，基本面跑赢行业》2020-04-28



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	7980	9052	10807	12917	14561
现金	2197	4054	5481	7166	8444
应收票据及应收账款	1715	1712	1881	2068	2252
其他应收款	70	111	79	130	99
预付账款	59	50	65	61	77
存货	1347	1339	1517	1707	1905
其他流动资产	2592	1785	1785	1785	1785
非流动资产	1475	1600	1606	1662	1715
长期投资	3	4	6	7	9
固定资产	843	826	870	946	1006
无形资产	194	220	231	245	262
其他非流动资产	436	550	499	464	439
资产总计	9455	10652	12413	14579	16276
流动负债	3232	3557	3637	4426	4554
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1607	1998	1835	2492	2356
其他流动负债	1625	1559	1802	1934	2198
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	3757	4546	4674
少数股东权益	85	110	119	132	150
股本	949	949	949	949	949
资本公积	402	402	402	402	402
留存收益	4698	5529	7211	9074	11132
归属母公司股东权益	6045	6864	8537	9901	11452
负债和股东权益	9455	10652	12413	14579	16276

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1509	1555	1309	2060	1614
净利润	1484	1614	1682	1863	2058
折旧摊销	102	110	77	87	100
财务费用	-101	-83	-138	-184	-235
投资损失	-88	-127	-63	-70	-70
营运资金变动	14	-66	-249	364	-238
其他经营现金流	98	108	0	0	0
投资活动现金流	-1184	1056	-20	-74	-83
资本支出	181	272	4	55	52
长期投资	-1045	1205	-2	-2	-2
其他投资现金流	-2048	2533	-17	-21	-33
筹资活动现金流	-712	-759	138	-302	-254
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	138	-302	-254
现金净增加额	-386	1852	1427	1685	1278

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	7425	7761	8136	8941	9781
营业成本	3451	3549	3773	4259	4772
营业税金及附加	71	67	70	77	84
营业费用	1910	1928	2034	2146	2250
管理费用	272	284	279	295	303
研发费用	293	299	314	345	377
财务费用	-101	-83	-138	-184	-235
资产减值损失	15	-9	-1	-4	-4
其他收益	99	86	80	80	80
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	88	127	63	70	70
资产处置收益	0	-0	0	0	0
营业利润	1702	1872	1948	2159	2384
营业外收入	2	4	4	4	4
营业外支出	2	4	2	2	3
利润总额	1702	1872	1950	2160	2386
所得税	218	257	268	297	328
净利润	1484	1614	1682	1863	2058
少数股东损益	10	24	9	13	18
归属母公司净利润	1474	1590	1673	1850	2040
EBITDA	1738	1860	1884	2058	2252
EPS (元)	1.55	1.68	1.76	1.95	2.15

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	5.8	4.5	4.8	9.9	9.4
营业利润(%)	0.7	10.0	4.1	10.8	10.5
归属于母公司净利润(%)	0.8	7.9	5.2	10.6	10.3
获利能力					
毛利率(%)	53.5	54.3	53.6	52.4	51.2
净利率(%)	19.8	20.5	20.6	20.7	20.9
ROE(%)	24.2	23.1	19.4	18.6	17.7
ROIC(%)	23.3	21.6	18.0	17.0	16.0
偿债能力					
资产负债率(%)	35.2	34.5	30.3	31.2	28.7
净负债比率(%)	-34.5	-56.5	-62.0	-70.3	-71.8
流动比率	2.5	2.5	3.0	2.9	3.2
速动比率	1.2	2.0	2.4	2.4	2.7
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6
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	1.76	1.95	2.15
每股经营现金流(最新摊薄)	1.59	1.64	1.38	2.17	1.70
每股净资产(最新摊薄)	6.37	7.23	9.00	10.43	12.07
估值比率					
P/E	20.3	18.8	17.9	16.2	14.7
P/B	4.9	4.4	3.5	3.0	2.6
EV/EBITDA	16.0	13.3	12.4	10.5	9.1

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

事件：公司发布 2020 年业绩预告	4
Q4 收入稳步增长.....	4
成本压力下，Q4 净利润增速放缓	5
多维度共同发力，未来可期	6
盈利预测与投资建议	6
风险提示	6

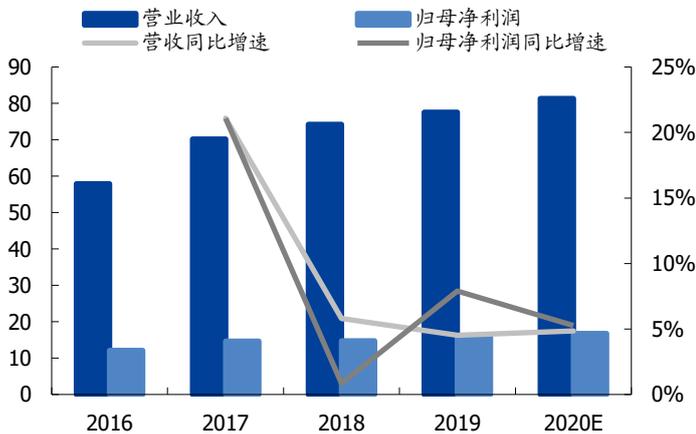
图表目录

图表 1: 公司年度收入及利润情况 (亿元)	4
图表 2: 公司 Q4 收入及净利润情况 (亿元)	4
图表 3: 2020 年公司单季度收入增速情况 (亿元)	4
图表 4: 老板电器燃气灶零售额份额情况	4
图表 5: 老板电器油烟机零售额份额情况	5
图表 6: 2020 年老板电器各品类零售额市场占有率情况	5
图表 7: 不锈钢价格指数变动.....	5
图表 8: 沪铜指数变动	5
图表 9: 2020 年公司单季度净利润情况 (亿元)	6

事件：公司发布 2020 年业绩预告

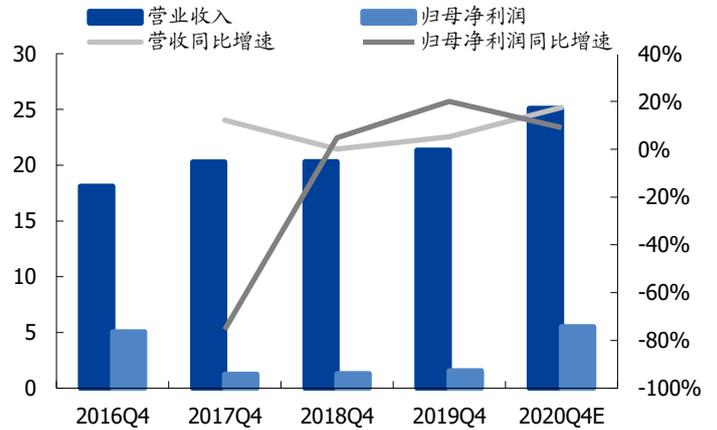
公司预计 2020 年实现收入 81.36 亿元，同比增长 4.84%；实现归母净利润 16.73 亿元，同比增长 5.27%。其中，公司 20Q4 单季度实现收入 25.1 亿元，同比增长 17.51%；实现归母净利润 5.5 亿元，同比增长 9.13%。

图表 1：公司年度收入及利润情况（亿元）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 2：公司 Q4 收入及净利润情况（亿元）

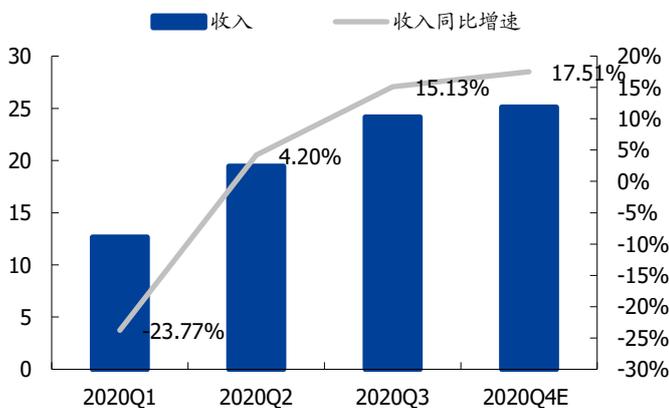


资料来源：Wind，国盛证券研究所

Q4 收入稳步增长

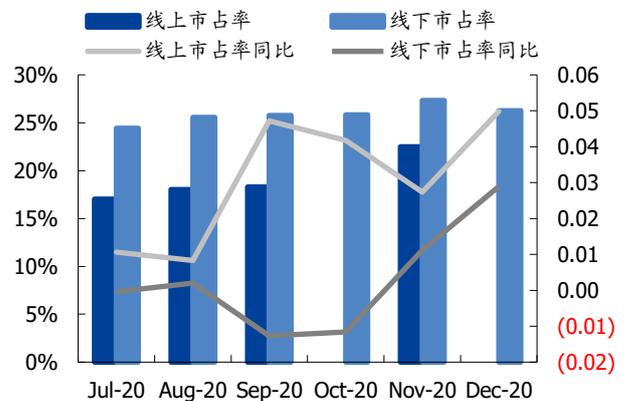
20Q4 公司收入端增速为 17.51%，环比 20Q3 增速（15.13%）呈现稳步增长。零售端，Q4 公司核心产品燃气灶、油烟机在线上、线下销售额份额同比增幅相比 Q3 有所提升；蒸烤一体机及洗碗机作为公司第二、第三品类产品始终维持快速增长，位居行业前列（2020 年嵌入式一体机零售额市场占有率为 31.5%、位居第二，洗碗机零售额市场占有率为 9.6%、位居第四）。此外，工程渠道端，公司 Q4 依旧维持正增长。

图表 3：2020 年公司单季度收入增速情况（亿元）



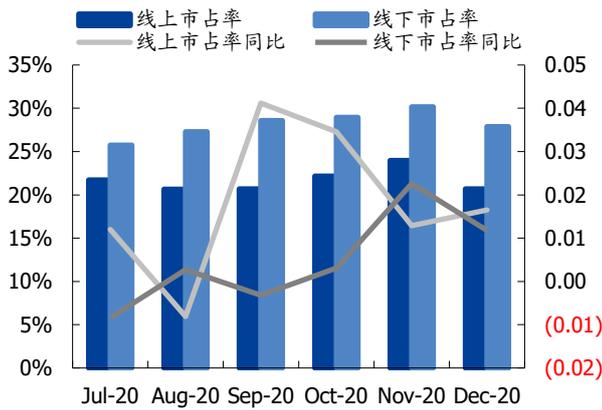
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 4：老板电器燃气灶零售额份额情况



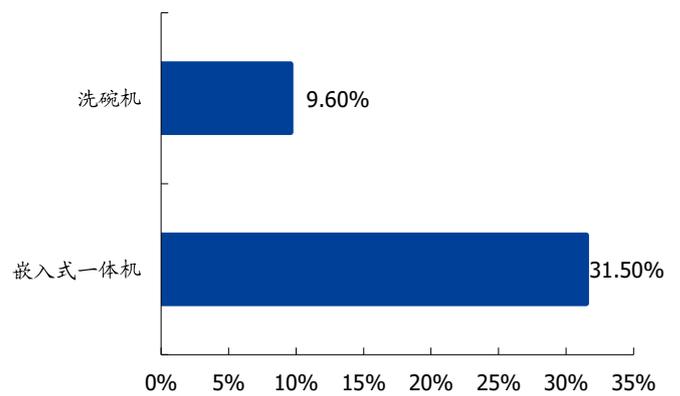
资料来源：奥维云，国盛证券研究所

图表 5: 老板电器油烟机零售份额情况



资料来源: 奥维云, 国盛证券研究所

图表 6: 2020 年老板电器各品类零售额市场占有率情况

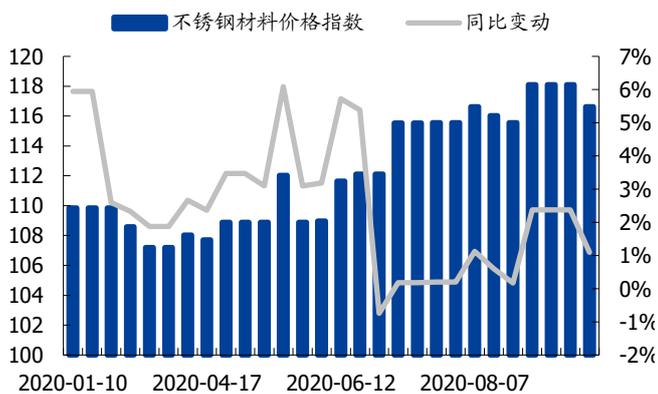


资料来源: 奥维云, 国盛证券研究所

成本压力下, Q4 净利润增速放缓

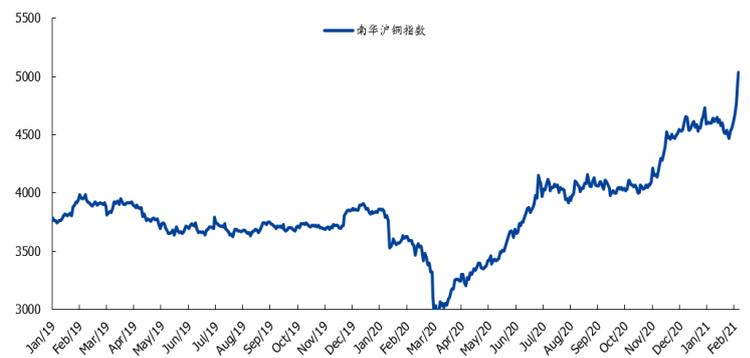
成本端, 产品核心原材料为不锈钢和铜等材料, 截至 2020 年 9 月底, 不锈钢价格指数、沪铜指数同比增幅约为 1%/8.81%, 原材料价格增长带来成本压力加大, 我们预计 Q4 公司毛利率或有下滑。此外, Q3 公司加大营销投入导致销售费率有所增加, 我们预计 Q4 公司将维持此营销力度, 销售费率或仍保持增长。综上, 公司 Q4 利润端同比增速 9.13%, 环比 Q3 增幅显著放缓(Q3 同比增速为 23%)。

图表 7: 不锈钢价格指数变动



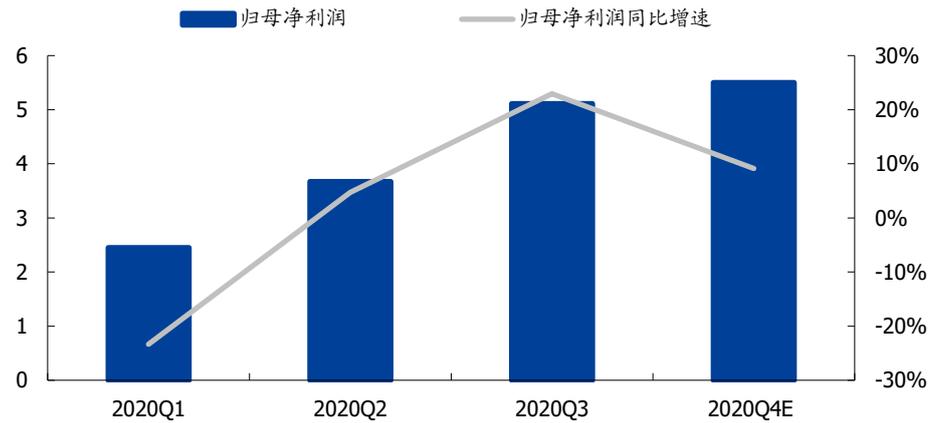
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 8: 沪铜指数变动



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 9: 2020 年公司单季度净利润情况 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

多维度共同发力，未来可期

公司紧紧围绕“勤练内功跨周期，稳中求进促增长-抢市场，强产品”的年度经营理念，多维度发展，巩固自身龙头地位。**1) 产品端:** 公司不断自主研发，丰富产品矩阵，优化产品外观设计、性能指标及用户体验度。**2) 渠道端:** 零售层面，线上、线下渠道齐发力；工程渠道层面，不断拓展。**3) 品牌端:** 名气与金帝品牌多元化定位，为公司龙头地位保驾护航。

盈利预测与投资建议

根据公司此次年度业绩预告，我们略微下调盈利预测，预计 2020-2022 年收入分别为 81.36/89.41/97.81 亿元，同比增速分别为 4.8%/9.9%/9.4%；归母净利润分别为 16.73/18.50/20.40 亿元，同比增速分别为 5.2%/10.6%/10.3%。公司未来发展可期，维持此前“增持”评级。

风险提示

地产竣工不及预期、行业竞争加剧、疫情反复影响销售。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
邮编：100032
传真：010-57671718
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
邮编：200120
电话：021-38934111
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com