

老板电器 (002508)

证券研究报告

2021年02月25日

收入增速持续上行，业绩符合预期

事件：根据公司20年业绩快报，公司2020年度营业收入81.36亿元，同比+4.84%；归母净利润16.74亿元，同比+5.27%，均实现平稳增长；其中，20Q4营收25.1亿元，同比+17.6%；归母净利润5.51亿元，同比+9.28%。

20Q4竣工数据好转，同比呈现个位数增长，厨电品类销售好于Q3，公司表现优于行业。根据国家统计局数据，10-12月房屋竣工当月同比实现扭正，分别为5.8%、3.1%、-0.2%。**分品类看**，20Q4油烟机产销量同比约+14%，环比Q3+13%，其中内销同比+3%，环比Q3+11%。12月油烟机产销增幅达到全年最高点，接近20%。20Q4燃气灶产销量同比约+26%，环比Q3+21%，其中内销同比-7.3%，环比Q3+12%。公司“老板品牌”吸油烟机、燃气灶零售额市场占有率分别为28.3%、25.8%，均位居行业第一。

拆分渠道来看，因疫情线下消费受限，零售渠道总体呈现下滑趋势，下半年略有回暖。根据奥维线下报告显示，厨房电器主要品类吸油烟机、燃气灶零售额较去年同期增长率分别为-16.7%、-18.1%；电商渠道，消费者线上购物意愿明显，整体呈现上升趋势，厨电套餐零售额较去年同期增长率为9.1%。**工程渠道**，因疫情施工限制影响，Q1大幅下降，Q2-Q4同比回正，根据奥维精装修报告显示，2020年精装修市场总规模同比-0.2%，总体保持平稳，“老板品牌”吸油烟机在精装修渠道市场份额为35.0%，位居行业第一。**我们预计**，公司20Q4零售和电商的营收占比分别达36%左右，工程约22%左右，公司电商、工程、创新渠道增速分别达32%/38%/25%左右。

从业绩端来看，Q4净利润增速比Q3略有放缓，我们认为，其主要原因有以下两点：第一，原材料价格上涨所导致毛利率有所下降；第二，我们推测在全年营收下降的大背景下，公司对经销商的考核政策或是影响其业绩下滑的重要原因。

公司积极进行渠道转型，抓住线上市场快速增长的机会，收入实现良好的表现；积极拓展洗碗机、蒸箱、嵌入式等新品，长期看有望进一步增强公司在厨房领域整体竞争力，稳固龙头地位；同时竣工回暖迹象明显，公司在精装修渠道的先发优势与品牌优势及后续品类拓展逻辑的逐步兑现。预计公司20-22年公司归母净利润16.74/19.01/20.52（前值：17.0、19.0、20.5亿元），当前股价对应20-22年21.9/19.3/17.8x PE，维持“增持”评级。

风险提示：原材料价格变动风险；行业竞争加剧；新品销售不及预期；业绩预告是初步测算结果，以年报披露数据为准等。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7,424.89	7,760.58	8,136.00	9,348.26	10,002.64
增长率(%)	5.81	4.52	4.84	14.90	7.00
EBITDA(百万元)	1,889.16	2,106.21	1,872.63	2,211.84	2,371.90
净利润(百万元)	1,473.58	1,589.81	1,674.00	1,900.93	2,051.80
增长率(%)	0.85	7.89	5.30	13.56	7.94
EPS(元/股)	1.55	1.68	1.76	2.00	2.16
市盈率(P/E)	24.83	23.01	21.85	19.25	17.83
市净率(P/B)	6.05	5.33	4.67	4.09	3.58
市销率(P/S)	4.93	4.71	4.50	3.91	3.66
EV/EBITDA	8.93	12.62	16.94	13.37	12.13

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	家用电器/白色家电
6个月评级	增持（维持评级）
当前价格	38.55元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	949.02
流通A股股本(百万股)	934.90
A股总市值(百万元)	36,584.88
流通A股市值(百万元)	36,040.43
每股净资产(元)	7.92
资产负债率(%)	35.30
一年内最高/最低(元)	47.74/24.38

作者

蔡雯娟 分析师
SAC执业证书编号：S1110516100008
caiwenjuan@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《老板电器-季报点评:线上市场大幅增长，新品类表现出色》2020-10-29
- 《老板电器-半年报点评:毛利率小幅上涨，数字化改革逻辑正在兑现》2020-08-28
- 《老板电器-年报点评报告:受疫情影响业绩短期承压，长期高端厨电龙头地位稳固》2020-04-28

事件：公司 2020 年度营业收入 81.36 亿元，同比+4.84%；归母净利润 16.74 亿元，同比+ 5.27%，均实现平稳增长；其中，20Q4 营收 25.1 亿元，同比+17.6%；归母净利润 5.51 亿元，同比+9.28%。

20Q4 竣工数据好转，同比呈现个位数增长，厨电品类销售好于 Q3，公司表现优于行业。根据国家统计局数据，10-12 月房屋竣工当月同比实现扭正，分别为 5.8%，3.1%，-0.2%。**分品类看**，20Q4 油烟机产销量同比约+14%，环比 Q3+13%，其中内销同比+3%，环比 Q3+11%。12 月油烟机产销增幅达到全年最高点，接近 20%。20Q4 燃气灶产销量同比约+26%，环比 Q3+21%，其中内销同比-7.3%，环比 Q3 +12%。公司“老板品牌”吸油烟机、燃气灶零售额市场占有率分别为 28.3%、25.8%，均位居行业第一。

拆分渠道来看，因疫情线下消费受限，零售渠道总体呈现下滑趋势，下半年略有回暖。根据奥维线下报告显示，厨房电器主要品类吸油烟机、燃气灶零售额较去年同期增长率分别为-16.7%、-18.1%；电商渠道，消费者线上购物意愿明显，整体呈现上升趋势，厨电套餐零售额较去年同期增长率为 9.1%。工程渠道，因疫情施工限制影响，Q1 大幅下降，Q2-Q4 同比回正，根据奥维精装修报告显示，2020 年精装修市场总规模同比-0.2%，总体保持平稳，“老板品牌”吸油烟机在精装修渠道市场份额为 35.0%，位居行业第一。**我们预计**，公司 20Q4 零售和电商的营收占比分别达 36%左右，工程约 22%左右，公司电商、工程、创新渠道增速分别达 32%/38%/25%左右。

从业绩端来看，Q4 净利润增速比 Q3 略有放缓，我们认为其主要原因有以下两点：第一，原材料价格上涨所导致毛利率有所下降；第二，我们推测在全年营收下降的大背景下，公司对经销商的考核政策或是影响其业绩下滑的重要原因。

公司积极进行渠道转型，抓住线上市场快速增长的机会，收入实现良好的表现；积极拓展洗碗机、蒸箱、嵌入式等新品，长期看有望进一步增强公司在厨房领域整体竞争力，稳固龙头地位；同时竣工回暖迹象明显，公司在精装修渠道的先发优势与品牌优势及后续品类拓展逻辑的逐步兑现。预计公司 20-22 年公司归母净利润 16.74 /19.01/20.52（前值：17.0、19.0、20.5 亿元），当前股价对应 20-22 年 22.7/20.0/18.5x PE，维持“增持”评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	2,196.71	4,054.12	4,437.14	6,451.09	7,029.47
应收票据及应收账款	1,714.92	1,712.32	1,523.00	1,871.43	1,760.61
预付账款	59.49	50.11	58.37	70.36	65.89
存货	1,347.11	1,339.18	1,100.32	1,804.22	1,253.74
其他	2,661.94	1,896.06	1,984.96	2,265.78	1,995.83
流动资产合计	7,980.17	9,051.80	9,103.80	12,462.87	12,105.54
长期股权投资	2.62	4.17	4.17	4.17	4.17
固定资产	842.88	826.23	861.54	864.52	834.11
在建工程	184.44	272.21	199.33	167.60	130.56
无形资产	193.97	219.73	205.86	191.99	178.12
其他	251.28	277.78	178.03	193.61	216.15
非流动资产合计	1,475.19	1,600.13	1,448.93	1,421.89	1,363.11
资产总计	9,455.36	10,651.92	10,552.73	13,884.76	13,468.65
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	1,606.98	1,998.37	1,036.78	2,659.69	1,406.84
其他	1,625.18	1,558.70	1,463.73	2,035.66	1,598.21
流动负债合计	3,232.15	3,557.07	2,500.51	4,695.35	3,005.05
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	92.36	120.57	94.88	102.60	106.02
非流动负债合计	92.36	120.57	94.88	102.60	106.02
负债合计	3,324.51	3,677.64	2,595.39	4,797.95	3,111.07
少数股东权益	85.46	109.89	129.63	148.52	152.54
股本	949.02	949.02	949.02	949.02	949.02
资本公积	401.69	401.80	401.80	401.80	401.80
留存收益	5,099.82	5,930.52	6,878.67	7,989.26	9,256.02
其他	(405.15)	(416.96)	(401.80)	(401.80)	(401.80)
股东权益合计	6,130.85	6,974.28	7,957.33	9,086.80	10,357.58
负债和股东权益总计	9,455.36	10,651.92	10,552.73	13,884.76	13,468.65

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,483.85	1,614.25	1,674.00	1,900.93	2,051.80
折旧摊销	101.97	109.65	111.45	122.62	131.32
财务费用	(0.83)	(0.54)	(133.23)	(93.48)	(100.03)
投资损失	(88.01)	(127.10)	(60.50)	(80.00)	(80.00)
营运资金变动	(1,041.65)	1,981.75	(1,558.14)	992.97	(572.24)
其它	1,053.64	(2,022.78)	20.78	19.20	4.11
经营活动现金流	1,508.96	1,555.22	54.35	2,862.23	1,434.97
资本支出	357.76	174.91	85.69	72.28	46.58
长期投资	(1.20)	1.55	0.00	0.00	0.00
其他	(1,540.06)	879.07	821.48	(223.39)	(218.07)
投资活动现金流	(1,183.50)	1,055.54	907.16	(151.11)	(171.48)
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	124.12	71.82	148.39	93.48	100.03
其他	(835.98)	(831.04)	(726.89)	(790.66)	(785.14)
筹资活动现金流	(711.86)	(759.22)	(578.50)	(697.17)	(685.11)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(386.40)	1,851.54	383.02	2,013.95	578.38

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	7,424.89	7,760.58	8,136.00	9,348.26	10,002.64
营业成本	3,450.77	3,548.78	3,495.73	4,019.75	4,351.15
营业税金及附加	70.57	66.62	62.08	74.79	80.02
营业费用	1,909.86	1,928.26	2,289.70	2,524.03	2,700.71
管理费用	272.36	284.36	273.79	327.19	300.08
研发费用	293.43	299.47	290.01	383.28	400.11
财务费用	(101.34)	(83.41)	(133.23)	(93.48)	(100.03)
资产减值损失	15.06	58.15	24.00	10.00	10.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	88.01	127.10	60.50	80.00	80.00
其他	(275.38)	(340.50)	(207.97)	(210.00)	(210.00)
营业利润	1,701.56	1,871.76	1,981.39	2,232.71	2,390.60
营业外收入	2.38	4.10	1.00	0.00	0.00
营业外支出	1.61	4.32	2.12	0.00	0.00
利润总额	1,702.32	1,871.53	1,980.27	2,232.71	2,390.60
所得税	218.48	257.29	285.71	312.58	334.68
净利润	1,483.85	1,614.25	1,695.57	1,920.13	2,055.92
少数股东损益	10.27	24.43	20.78	19.20	4.11
归属于母公司净利润	1,473.58	1,589.81	1,674.00	1,900.93	2,051.80
每股收益(元)	1.55	1.68	1.76	2.00	2.16

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	5.81%	4.52%	4.84%	14.90%	7.00%
营业利润	0.68%	10.00%	5.86%	12.68%	7.07%
归属于母公司净利润	0.85%	7.89%	5.30%	13.56%	7.94%
获利能力					
毛利率	53.52%	54.27%	57.03%	57.00%	56.50%
净利率	19.85%	20.49%	20.58%	20.33%	20.51%
ROE	24.38%	23.16%	21.39%	21.27%	20.11%
ROIC	56.58%	40.99%	115.89%	61.99%	102.74%
偿债能力					
资产负债率	35.16%	34.53%	24.59%	34.56%	23.10%
净负债率	-35.83%	-58.13%	-55.76%	-70.99%	-67.87%
流动比率	2.47	2.54	3.64	2.65	4.03
速动比率	2.05	2.17	3.20	2.27	3.61
营运能力					
应收账款周转率	4.80	4.53	5.03	5.51	5.51
存货周转率	6.04	5.78	6.67	6.44	6.54
总资产周转率	0.85	0.77	0.77	0.77	0.73
每股指标(元)					
每股收益	1.55	1.68	1.76	2.00	2.16
每股经营现金流	1.59	1.64	0.06	3.02	1.51
每股净资产	6.37	7.23	8.25	9.42	10.75
估值比率					
市盈率	24.83	23.01	21.85	19.25	17.83
市净率	6.05	5.33	4.67	4.09	3.58
EV/EBITDA	8.93	12.62	16.94	13.37	12.13
EV/EBIT	9.41	13.28	18.01	14.15	12.84

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com