

证券研究报告—动态报告

家用电器

小家电 II

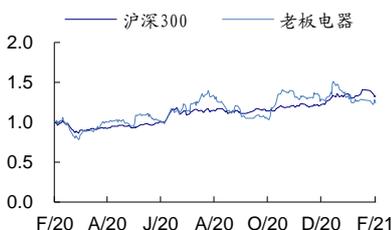
老板电器(002508)
买入

2020 年业绩快报点评

(首次覆盖)

2021 年 02 月 27 日

一年该股与沪深 300 走势比较


股票数据

总股本/流通(百万股)	949/935
总市值/流通(百万元)	36,585/36,040
上证综指/深圳成指	3,585/14,829
12 个月最高/最低(元)	47.74/24.38

证券分析师: 陈伟奇

电话: 0755-81982606

E-MAIL: chenweiqi@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520110004

证券分析师: 王兆康

电话: 0755-81983063

E-MAIL: wangzk@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520120004

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

Q4 收入超预期, 积蓄势能稳增长

● Q4 营收超预期, 业绩略承压

老板电器预计 2020 年实现营收 81.36 亿元/+4.84%, 归母净利 16.74 亿元/+5.27%, 扣非归母净利 15.99 亿元/+5.40%。其中 Q4 预计实现营收 25.10 亿元/+17.52%, 归母净利 5.51 亿元/+9.23%, 扣非归母净利 5.42 亿元/+12.09%。

● 电商及工程渠道快速扩张, 原材料成本上涨影响盈利

公司收入在行业整体下滑的情况下实现逆势增长, 展现了公司长久以来积累的强大经营韧性和灵活性。根据奥维云网数据, 2020 年疫情冲击下油烟机和燃气灶零售额分别下滑 16.7%和 18.1%。得益于公司大力开拓受疫情影响较低的电商渠道及线下渠道下沉的措施, 老板电器逆势实现市占率提升。2020 年公司线上厨电套餐零售额占有率为 28%, 同比提升 2.1pct, 线下吸油烟机和燃气灶占有率为 28.3%/+0.2pct 和 25.8%/+0.2pct。进入 Q4 以来, 厨电线上销售持续高增长, 根据奥维云网的数据, 10/11/12 月线上厨电套餐销售额分别增长 27.26%、31.53%和 25.58%; 竣工数据也显著改善。拆分来看, 预计公司 Q4 零售渠道已经接近持平, 电商渠道增长 35%, 工程渠道增长 20%以上。业绩端, 一方面 Q4 原材料成本上涨对公司毛利造成不利影响(厨电主要原材料冷轧板价格 Q4 上涨超 20%); 另一方面公司为线下经销商减负让利, 出台大比例返利政策, 为后续的增长积聚势能, 预计 21 年经销商全渠道目标增长双位数以上。

● 疫情凸显龙头本色, 抢市场强产品积势能

公司在疫情期间积极应对挑战, 灵活调整渠道和产品策略, 推动厨电新品类的发展, 强化新式厨电概念, 扩展线上渠道, 12 月推出只做台式厨电的线上品牌“大厨”, 成效显著。公司已发展成为多品类的厨电龙头, 未来有望持续扩大新品类的占比, 保持较高速的优质增长。

● 投资建议: 给予“买入”评级

根据业绩快报, 预计 20-22 年净利润分别为 16.74/18.94/20.98 亿, 对应 PE 为 21.7/19.2/17.3x, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

● 风险提示: 行业竞争加剧; 原材料价格上涨; 新品推进不及预期。
盈利预测和财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7,425	7,761	8,136	9,166	10,124
(+/-%)	5.8%	4.5%	4.8%	12.7%	10.4%
净利润(百万元)	1474	1590	1674	1894	2098
(+/-%)	0.8%	7.9%	5.3%	13.2%	10.8%
摊薄每股收益(元)	1.55	1.68	1.76	2.00	2.21
EBIT Margin	19.2%	21.0%	21.9%	21.9%	22.3%
净资产收益率(ROE)	24.4%	23.2%	20.8%	21.1%	21.4%
市盈率(PE)	24.7	22.9	21.7	19.2	17.3
EV/EBITDA	26.1	23.0	21.2	19.1	17.2
市净率(PB)	6.02	5.30	4.53	4.05	3.70

资料来源: wind、国信证券经济研究所预测

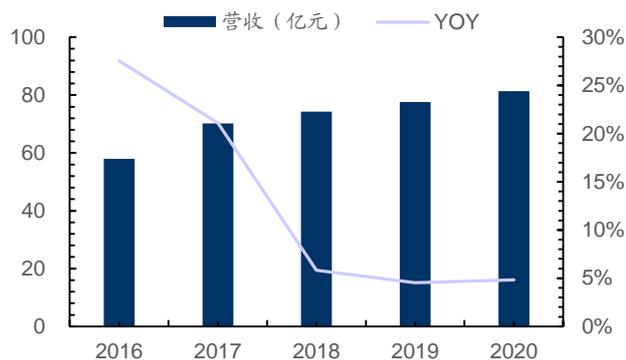
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

表 1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 210223	总市值 亿元	EPS				PE				投资评级
				19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E	
002035.SZ	华帝股份	7.89	69	0.86	0.67	0.81	0.93	16	12	10	8	无评级
000333.SZ	美的集团	90.94	6,403	3.47	3.82	4.30	4.66	17	24	21	20	买入
002677.SZ	浙江美大	18.18	117	0.71	0.84	1.02	1.19	19	22	18	15	无评级
平均								17	19	16	14	
002508.SZ	老板电器	38.32	364	1.68	1.76	2.00	2.21	19	22	19	17	买入

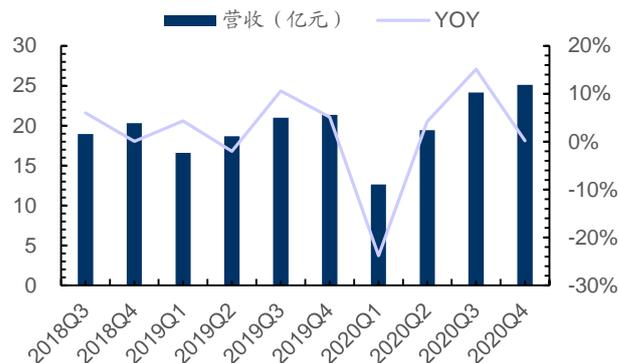
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所预测
注: 华帝股份、浙江美大暂用 wind 一致评级

图 1: 公司营收及增速



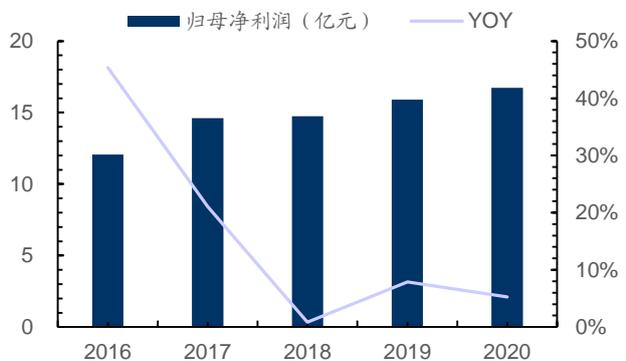
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 2: 公司单季度营收及增速



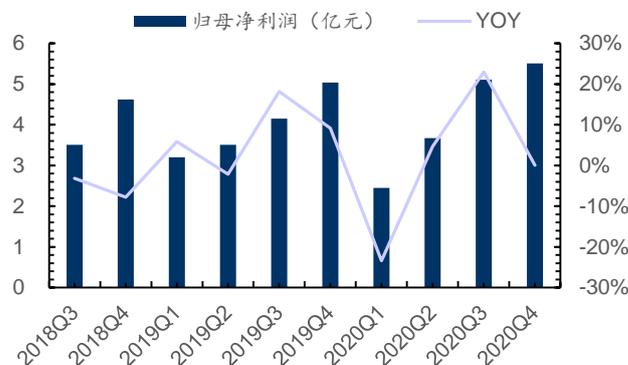
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 3: 公司归母净利润及增速



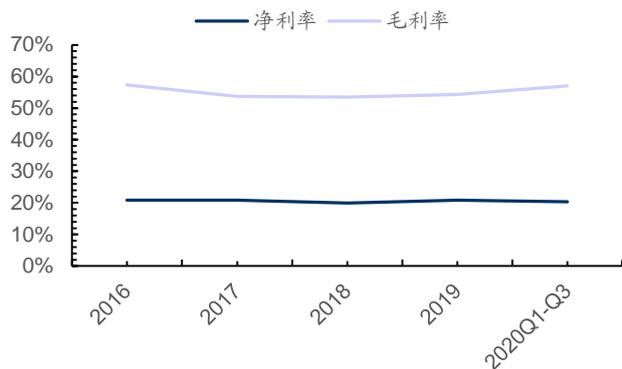
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 4: 公司单季度归母净利润及增速



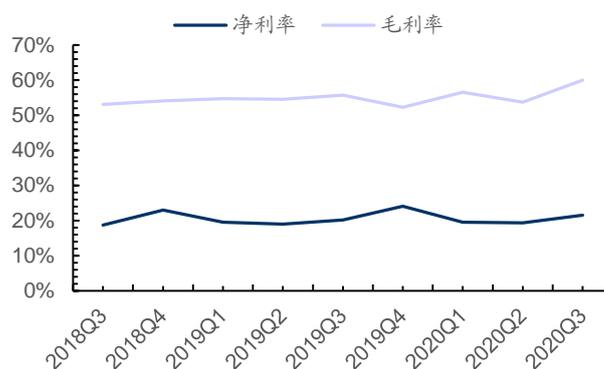
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 5：公司毛利率及净利率



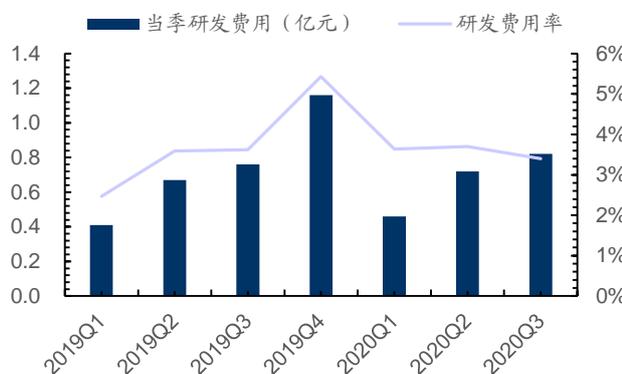
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 6：公司单季度毛利率及净利率



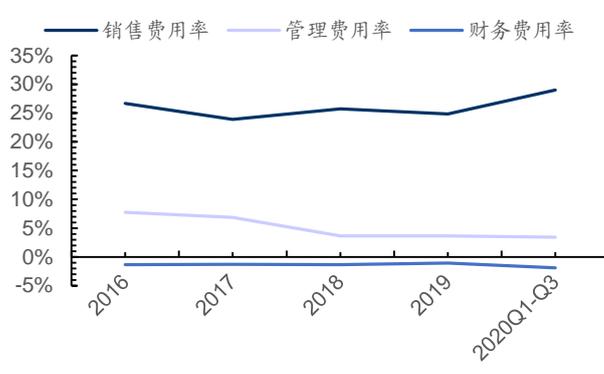
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 7：公司研发费用情况



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 8：公司期间费用情况



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	4054	5271	4392	4340	营业收入	7761	8136	9166	10124
应收款项	1809	1837	2137	2335	营业成本	3549	3708	4184	4617
存货净额	1339	1368	1589	1738	营业税金及附加	67	65	92	101
其他流动资产	490	1746	1940	1651	销售费用	1928	2034	2246	2430
流动资产合计	9052	13622	14137	14960	管理费用	584	546	641	717
固定资产	1098	1114	1125	1142	财务费用	(83)	(93)	(97)	(87)
无形资产及其他	220	211	202	193	投资收益	127	72	100	86
投资性房地产	278	278	278	278	资产减值及公允价值变动	58	13	19	30
长期股权投资	4	4	5	6	其他收入	(30)	0	0	0
资产总计	10652	15229	15747	16579	营业利润	1872	1962	2218	2462
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	(0)	1	1	0
应付款项	1998	1803	2118	2401	利润总额	1872	1963	2219	2462
其他流动负债	1559	1669	1852	2035	所得税费用	257	263	296	332
流动负债合计	3557	3472	3970	4436	少数股东损益	24	26	29	32
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1590	1674	1894	2098
其他长期负债	121	141	164	188					
长期负债合计	121	141	164	188	现金流量表 (百万元)				
负债合计	3678	3613	4134	4624	净利润	1590	1674	1894	2098
少数股东权益	110	128	142	155	资产减值准备	(6)	3	0	0
股东权益	6864	8036	8983	9822	折旧摊销	105	103	118	126
负债和股东权益总计	10652	11777	13260	14601	公允价值变动损失	(58)	(13)	(19)	(30)
					财务费用	(83)	(93)	(97)	(87)
					营运资本变动	2467	(1376)	(192)	431
					其它	19	15	14	13
					经营活动现金流	4116	406	1816	2637
					资本开支	(215)	(100)	(102)	(104)
					其它投资现金流	(1360)	(2040)	(680)	(816)
					投资活动现金流	(1577)	(2140)	(783)	(921)
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(759)	(502)	(947)	(1259)
					其它融资现金流	837	0	0	0
					融资活动现金流	(682)	(502)	(947)	(1259)
					现金净变动	1857	(2236)	86	457
					货币资金的期初余额	2197	4054	5271	4392
					货币资金的期末余额	4054	1818	5356	4849
					企业自由现金流	3765	172	1560	2406
					权益自由现金流	4602	252	1644	2481

关键财务与估值指标				
	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	1.68	1.76	2.00	2.21
每股红利	0.80	0.53	1.00	1.33
每股净资产	7.23	8.47	9.47	10.35
ROIC	24%	27%	29%	32%
ROE	23%	21%	21%	21%
毛利率	54%	54%	54%	54%
EBIT Margin	21%	22%	22%	22%
EBITDA Margin	22%	23%	23%	24%
收入增长	5%	5%	13%	10%
净利润增长率	8%	5%	13%	11%
资产负债率	36%	32%	32%	33%
息率	2.1%	1.4%	2.6%	3.5%
P/E	22.9	21.7	19.2	17.3
P/B	5.3	4.5	4.0	3.7
EV/EBITDA	23.0	21.2	19.1	17.2

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032