

产品渠道多维发力, Q1 经营稳步复苏

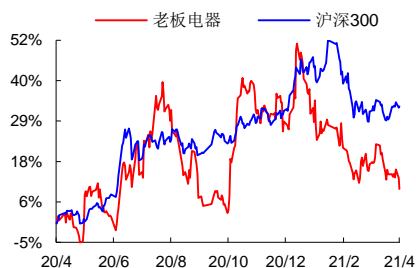
投资要点

- 业绩总结:** 2020年公司实现营收81.3亿元,同比增长4.7%;实现归母净利润16.6亿元,同比增长4.5%;实现扣非净利润15.8亿元,同比增长4.5%。单季度来看, Q4公司实现营收25亿元,同比增长17.2%;实现归母净利润5.4亿元,同比增长6.7%。2021年Q1公司实现营收19.1亿元,同比2020年Q1增长50.8%,同比2019年Q1增长14.9%;实现归母净利润3.6亿元,同比2020年Q1增长46.5%,同比2019年Q1增长12.3%;实现扣非净利润3.2亿元,同比2020年增长70%,同比2019年增长17.1%,非经常性损益主要系一季度政府补贴4751万元。2020年公司拟向全体股东每10股派发现金股利5元,分红率为28.6%。
- 多元渠道全面发力, 多品类布局营收稳健。** 疫情影响下,厨电产品零售额出现一定程度的下滑。根据奥维云网(AVC)推总数据显示,2020年油烟机零售额同比下滑9.3%,燃气灶零售额下降5.9%。公司作为行业龙头,积极进行疫情防控并且推动产品迭代,市场占有率持续提升,龙头优势不断扩大。2020年公司通过线下渠道套系化销售、线上渠道运营增效、工程渠道扩大合作、创新和海外渠道扩大品牌影响力的多元化渠道发展战略,充分发挥行业龙头优势全品类产品销售逆势增长。2020年公司一二三品类群产品营收增长亮眼,第一品类群优势保持,吸油烟机、燃气灶营收额达41.1/19.2亿元,同比去年增长0.7%/4%;第二品类群扩大领先,蒸烤一体机实现营收3.8亿元,同比去年增长195.8%;第三品类群稳步推进,洗碗机、热水器实现营收2.2/0.6亿元,同比去年增长62.1%/33.4%。
- 盈利能力维持相对稳定。** 报告期内公司综合毛利率为56.2%,同比增长1.9pp。公司持续推进高端化品牌建设以及推行套系化产品销售策略,产品销售均价或有提升,带动公司整体毛利率上行。费用率方面,公司加大广告投入以及增加销售服务费用支付,公司销售费用率为26.4%,同比提升1.6pp;得益于内部管理增效,管理费用率同比减少0.1pp为7.5%。综合来看,公司净利率为20.8%,同比略有下降。
- 智能制造优化生产效率。** 2020年公司全面提高生产效率,将智能化应用于公司经营各方面中:供应链方面持续推进高效物流体系和供应商生态体系建立,有效降低采购成本;制造方面强化精益制造系统管理,打造行业智能标杆;年度内公司将智能制造应用于产品研发,贯彻落实“强产品,抢市场”经营理念,有效缩减新品研发周期,增加新品上市成功率,年度内推出双腔吸油烟机8235S、极致性能新品蒸烤一体机CQ975、洗碗机775A、776X等多款新品。
- Q1经营稳步复苏。** 根据奥维云网(AVC)数据显示,2021Q1厨电市场迎来回暖,部分产品销售量价齐齐暴增。2020年Q1全渠道燃气灶、油烟机、消毒柜、集成灶零售额同比增长60.3%/89.5%/16.8%/163.3%;线下市场洗碗机零售额同比增长52.3%、嵌入式产品零售额增长105.5%。在厨电市场回暖、销量上升的背景下,公司一季度交出亮眼答卷,Q1营收净利均实现双位数增长。盈利能力方面,公司综合毛利率为57.3%,同比提升0.8pp。销售费用率/管理费用率/

西南证券研究发展中心

分析师: 龚梦泓
执业证号: S1250518090001
电话: 023-63786049
邮箱: gmh@swsc.com.cn
联系人: 夏勤
电话: 023-63786049
邮箱: xiaqin@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	9.49
流通A股(亿股)	9.35
52周内股价区间(元)	29.93-47.0
总市值(亿元)	324.57
总资产(亿元)	126.58
每股净资产(元)	8.86

相关研究

- 老板电器(002508): Q1经营持续改善,股权激励完善治理 (2021-04-15)
- 老板电器(002508): Q4营收增速环比提升,全年实现稳健增长 (2021-02-24)
- 老板电器(002508): 营收业绩增长提速,盈利能力提升 (2020-10-28)
- 老板电器(002508): Q2恢复增长,龙头地位稳固 (2020-08-28)

财务费用率为 32.2%/7.6%/-1.4%，同比变动-0.3pp/-0.9pp/+0.5pp。综合来看，公司 Q1 净利率为 19%，同比减少 0.5PP。

- **盈利预测与投资建议。**我们预计公司 2021 年电商渠道、工程渠道继续保持稳健增长，线下终端销售逐步回暖。随着公司多品类布局，新品持续发力，预计 2021-2023 年 EPS 分别为 1.99 元、2.24 元和 2.53 元，未来三年归母净利润复合增速为 13.1%，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格或大幅波动、厨电终端需求恢复不及预期、房地产竣工不及预期。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	8128.62	9429.36	10474.23	11677.84
增长率	4.74%	16.00%	11.08%	11.49%
归属母公司净利润（百万元）	1660.75	1892.66	2124.31	2400.29
增长率	4.46%	13.96%	12.24%	12.99%
每股收益 EPS（元）	1.75	1.99	2.24	2.53
净资产收益率 ROE	20.59%	18.98%	17.56%	16.56%
PE	20	17	15	14
PB	3.96	3.20	2.64	2.20

数据来源：Wind，西南证券



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	8128.62	9429.36	10474.23	11677.84	净利润	1687.36	1922.99	2158.35	2438.74
营业成本	3563.21	4135.96	4594.68	5125.32	折旧与摊销	109.42	114.99	139.22	157.51
营业税金及附加	61.96	77.85	84.84	94.27	财务费用	-150.15	-113.80	-149.59	-209.15
销售费用	2146.97	2498.78	2775.67	3094.63	资产减值损失	-21.98	3.00	0.00	-1.00
管理费用	296.99	631.77	701.77	782.42	经营营运资本变动	-163.18	-1341.69	-137.24	-177.24
财务费用	-150.15	-113.80	-149.59	-209.15	其他	75.83	-30.59	-30.70	-30.22
资产减值损失	-21.98	3.00	0.00	-1.00	经营活动现金流净额	1537.30	554.89	1980.04	2178.64
投资收益	39.49	30.70	30.70	30.70	资本支出	-228.68	-145.00	-145.00	-145.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-988.99	30.70	30.70	30.70
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1217.67	-114.30	-114.30	-114.30
营业利润	1951.47	2226.50	2497.56	2822.07	短期借款	6.08	-6.08	0.00	0.00
其他非经营损益	-2.87	-2.87	-2.87	-2.87	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1948.61	2223.63	2494.69	2819.20	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	261.25	300.64	336.35	380.46	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	1687.36	1922.99	2158.35	2438.74	其他	-467.86	128.96	149.59	209.15
少数股东损益	26.61	30.32	34.03	38.46	筹资活动现金流净额	-461.79	122.88	149.59	209.15
归属母公司股东净利润	1660.75	1892.66	2124.31	2400.29	现金流量净额	-143.20	563.48	2015.33	2273.50
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	3921.05	4484.53	6499.86	8773.36	成长能力				
应收和预付款项	2967.42	3259.56	3677.14	4104.98	销售收入增长率	4.74%	16.00%	11.08%	11.49%
存货	1386.09	1605.78	1784.22	1991.16	营业利润增长率	4.26%	14.09%	12.17%	12.99%
其他流动资产	2352.67	2352.77	2352.86	2352.96	净利润增长率	4.53%	13.96%	12.24%	12.99%
长期股权投资	3.45	3.45	3.45	3.45	EBITDA 增长率	0.67%	16.59%	11.65%	11.39%
投资性房地产	2.59	2.59	2.59	2.59	获利能力				
固定资产和在建工程	1288.40	1325.94	1339.24	1334.26	毛利率	56.16%	56.14%	56.13%	56.11%
无形资产和开发支出	315.81	308.46	301.12	293.77	三费率	28.22%	31.99%	31.77%	31.41%
其他非流动资产	220.09	219.91	219.73	219.55	净利率	20.76%	20.39%	20.61%	20.88%
资产总计	12457.57	13563.00	16180.21	19076.08	ROE	20.59%	18.98%	17.56%	16.56%
短期借款	6.08	0.00	0.00	0.00	ROA	13.54%	14.18%	13.34%	12.78%
应付和预收款项	2783.65	2847.28	3258.63	3660.79	ROIC	67.08%	55.96%	49.09%	51.31%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	23.51%	23.63%	23.75%	23.72%
其他负债	1474.06	583.80	631.31	686.28	营运能力				
负债合计	4263.79	3431.08	3889.94	4347.07	总资产周转率	0.70	0.72	0.70	0.66
股本	949.02	949.02	949.02	949.02	固定资产周转率	9.85	10.17	9.72	10.21
资本公积	401.80	401.80	401.80	401.80	应收账款周转率	9.38	9.52	9.93	9.68
留存收益	6714.96	8607.62	10731.94	13132.22	存货周转率	2.61	2.76	2.71	2.71
归属母公司股东权益	8050.63	9958.45	12082.76	14483.04	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	99.65%	—	—	—
少数股东权益	143.15	173.48	207.51	245.97	资本结构				
股东权益合计	8193.78	10131.92	12290.27	14729.01	资产负债率	34.23%	25.30%	24.04%	22.79%
负债和股东权益合计	12457.57	13563.00	16180.21	19076.08	带息债务/总负债	0.14%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.59	3.57	3.83	4.11
					速动比率	2.25	3.08	3.36	3.63
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	1.75	1.99	2.24	2.53
					每股净资产	8.63	10.68	12.95	15.52
					每股经营现金	1.62	0.58	2.09	2.30
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标									
	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	1910.74	2227.69	2487.19	2770.42					
PE	19.54	17.15	15.28	13.52					
PB	3.96	3.20	2.64	2.20					
PS	3.99	3.44	3.10	2.78					
EV/EBITDA	13.59	11.40	9.40	7.62					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn