

信义山证汇通天下

证券研究报告

家电

老板电器 (002508.SZ)

维持

报告原因：业绩点评

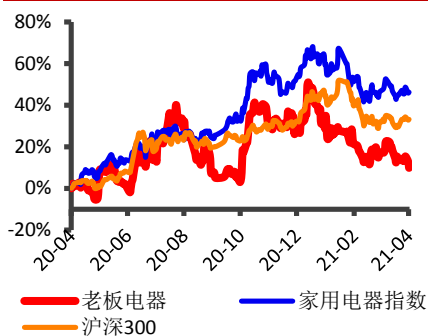
公司龙头地位稳固，积极打造多品类矩阵

增持

2021 年 4 月 28 日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2021 年 4 月 27 日

收盘价(元):	34.2
年内最高/最低(元):	47.7/29.6
流通 A 股/总股本(亿):	9.35/9.49
流通 A 股市值(亿):	320
总市值(亿):	325

基础数据：2021 年 3 月 31 日

每股净资产(元):	8.86
每股公积金(元):	0.42
每股未分配利润(元):	6.95

分析师：石晋 CFA

执业登记编码：S0760514050003

邮箱：shijin@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件描述

➤ 公司 2020 年实现营业收入为 81.28 亿元，同比增长 4.74%；归母净利润 16.61 亿元，同比增长 4.46%。其中四季度实现营收 25 亿元，同比增长 6.7%；当期归母净利润 5.38 亿元，同比增长 46.45%。2021 年一季度公司实现营收 19.1 亿元，同比增长 50.8%；归母净利润 3.59 亿元，同比增长 46.45%。2020 年公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 5 元(含税)。

事件点评

➤ 厨电行业马太效应愈发明显 公司发展战略不断升级 受房地产政策持续调控以及新冠病毒的影响，厨房电器企业营收和增速出现明显分化，品牌集中度进一步提升，马太效应凸显。据奥维监测数据显示，2020 年厨电线上品牌有 339 个，同比减少 78 个，线下整体市场品牌有 202 个，同比减少 15 个。行业向健康、智能、套系化、集成化的整体厨房解决方案转变，洗碗机、消毒柜、嵌入式蒸烤一体机等品类迎来快速增长。

➤ 公司龙头地位稳定，发展规划清晰 老板电器作为国内中高端厨电龙头企业，连续 7 年入围“Brandz 最具价值中国品牌 100 强”，以 9.48 亿美元品牌价值位居厨电行业第一名，吸油烟机连续六年蝉联全球吸油烟机自有品牌市场份额第一。公司产品规划发展清晰：发挥以烟灶为代表的传统品类优势，赋能以蒸烤一体机为代表的电气化烹饪类群和以洗碗机为代表的水厨电品类群的增长，挖掘存量价值，提升运营效率。老板提出“中国新厨房 老板 4 件套”概念（烟机、灶具、蒸烤一体机、和洗碗机），积极打造套系化产品矩阵。老板的集成套系实现了洗、切、净、蒸、烤、烹等一机多能的全部需求，做到了“1+1>9”的功能集合。

➤ 公司盈利能力稳定，营运能力提升 2020 年公司毛利率为 56.16%，同比变动+1.89pct，主要是品类中吸油烟机和燃气灶毛利率分别提升 2.03%和 3.4%所致。销售费用率 26.4%，同比上升 1.56 个百分点；管理费用率 7.39%，同比下降 0.13pct；研发费用率 3.73%，同比下降 0.13pct。公司继续加大研发投入，2020 年共申请专利 744 项，包含发明专利 161 项，专利授权 418 项等。

➤ 公司持续推动智能制造升级。公司自 2010 年起开展机器人换人，实



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

施厨电制造转型升级战略。2020 年公司对智能制造基地进行了全面升级改造，建成行业首个无人工厂，成功实现了以数据为核心，智能驱动业务的全价值链管理。公司荣获浙江省首批“未来工厂”授牌，是唯一入选的家电企业。

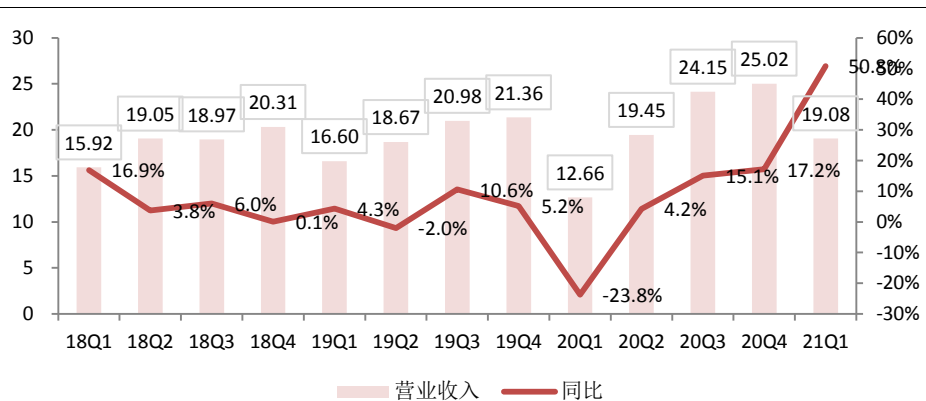
投资建议

- 预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 2.1/2.4/2.6，PE 分别为 17.4/15.2/14，维持“增持”评级。

存在风险

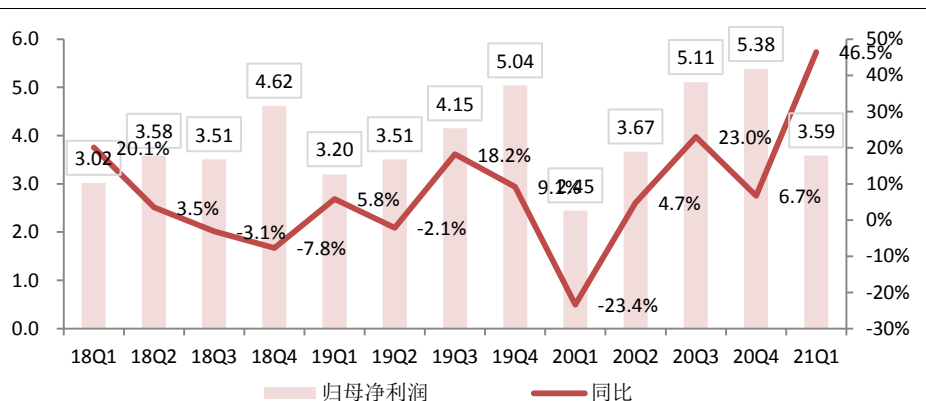
- 市场竞争加剧，原材料价格波动大，房地产调控力度加大。

图 1：公司营业收入（亿元）及同比增长（%）



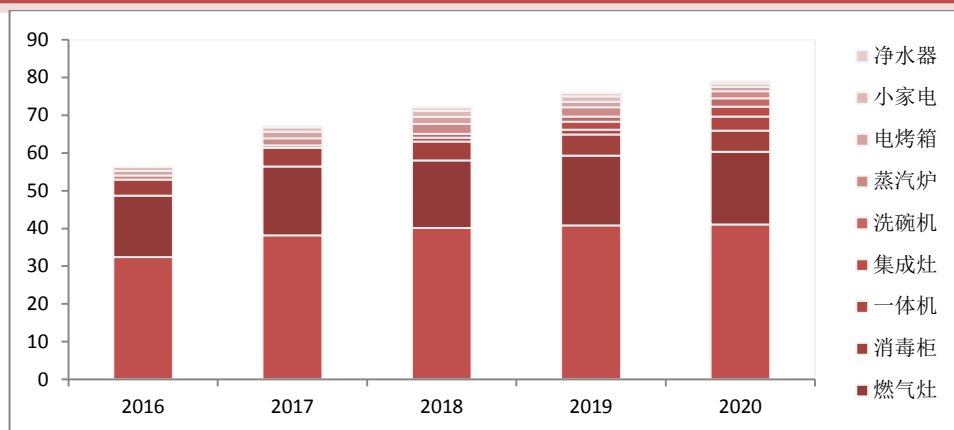
数据来源：wind，山西证券研究所

图 2：公司归母净利润（亿元）及同比增长（%）



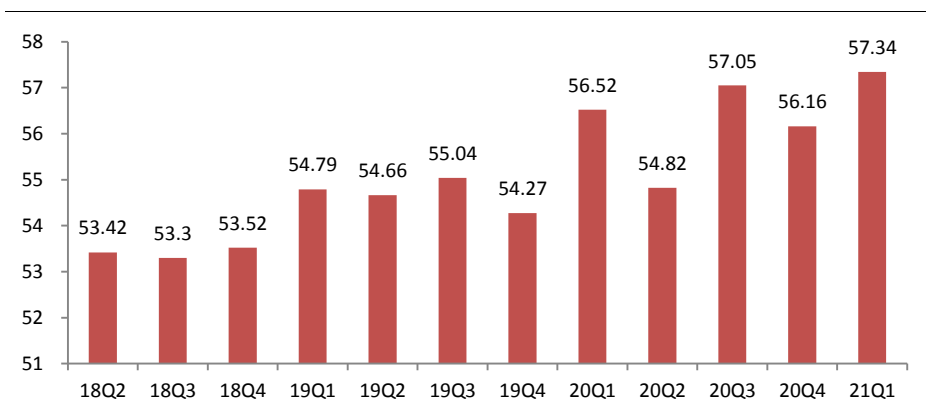
数据来源：wind，山西证券研究所

图 3：公司主营收入构成（亿元）



数据来源：wind，山西证券研究所

图 4: 公司产品毛利率 (%)



数据来源：wind，山西证券研究所

资产负债表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	3,921.1	3,644.9	4,010.3	4,530.6	营业收入合计	8,128.6	9,591.8	10,838.7	11,922.6
交易性金融资产	2,352.0	2,397.9	2,709.7	2,980.6	营业成本	3,563.2	4,220.4	4,769.0	5,281.7
应收账款	2,840.9	2,282.8	2,850.6	3,219.1	税金及附加	62.0	86.3	97.5	107.3
存货	1,386.1	1,519.3	1,716.9	1,901.4	销售费用	2,147.0	2,925.5	3,251.6	3,576.8
预付	69.9	63.3	77.3	105.6	管理费用	297.0	354.9	401.0	441.1
其它流动资产	2,409.3	2,230.0	2,563.8	3,025.8	研发费用	303.4	364.5	411.9	453.1
流动资产合计	10,627.2	12,138.3	13,928.4	15,763.1	财务费用(利息)	(150.2)	(132.4)	(134.0)	(149.5)
长期投资	3.5	3.0	3.0	3.0	资产减值损失	(22.0)	0.0	20.1	20.2
固定资产	825.0	815.4	804.5	791.7	其他经营收益	92.2	108.4	124.6	137.1
在建工程	463.4	295.4	333.8	475.4	投资净收益	39.5	86.3	97.5	107.3
无形资产	235.2	506.4	579.3	658.0	其它(调项)	108.5	0.0	0.0	0.0
其它非流动资产	766.7	800.8	910.8	1,029.6	营业利润	1,951.5	2,331.8	2,655.5	2,889.4
资产总计	12,457.6	14,559.3	16,559.9	18,720.8	营业外净收支	(2.9)	1.0	1.1	1.2
短期借款	6.1	0.0	0.0	0.0	利润总额	1,948.6	2,332.8	2,656.6	2,890.6
应付款项	2,475.6	2,954.3	3,099.9	3,433.1	所得税	261.3	326.6	361.3	393.1
其他流动负债	1,626.7	1,857.0	2,098.4	2,323.9	净利润	1,687.4	2,006.2	2,295.3	2,497.5
流动负债合计	4,108.4	4,811.2	5,198.2	5,757.1	少数股东损益	26.6	30.1	34.4	37.5

长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	归母净利润	1,660.8	1,976.1	2,260.9	2,460.0
其它	80.0	75.0	100.0	153.0	现金流量表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	4,263.8	4,886.2	5,298.2	5,910.1	净利润（含少数股东）	1,687.4	2,006.2	2,295.3	2,497.5
少数股东权益	143.2	163.2	186.2	210.7	折旧	95.4	105.5	119.2	132.0
股本	949.0	949.0	949.0	949.0	摊销	13.6	30.9	35.4	40.6
资本公积	401.8	477.7	573.8	499.5	财务费用	(150.2)	(132.4)	(134.0)	(149.5)
留存收益	6,699.8	8,083.1	9,552.6	11,151.6	投资净收益	(39.5)	(86.3)	(97.5)	(107.3)
归属母公司股	8,050.6	9,509.8	11,075.5	12,600.1	营运资金变动	(1,163.2)	1,319.6	(725.9)	(484.6)
权益合计	8,193.8	9,673.0	11,261.7	12,810.8	其它	(585.1)	(555.9)	(673.0)	(327.0)
负债和股东权益	12,457.6	14,559.3	16,559.9	18,720.8	经营活动现金流合计	1,537.5	2,687.5	819.5	1,601.6
财务比率					（固定资产构建）	(94.2)	(95.9)	(108.4)	(119.2)
单位：百万元	2020A	2021E	2022E	2023E	（无形资产构建）	(235.2)	(95.9)	(108.4)	(119.2)
营业收入	8128.6	9591.8	10838.7	11922.6	非经常或非经营损益	39.5	86.3	97.5	107.3
归母净利润	1660.8	1976.1	2260.9	2460.0	非流动资产-/+	(216.7)	(34.1)	(110.0)	(118.8)
每股收益 (EPS)	1.78	2.11	2.42	2.63	其它	869.0	(612.0)	(537.0)	(491.0)
市盈率 (P/E)	20.7	17.4	15.2	14.0	投资活动现金流合计	(1,217.7)	(751.6)	(766.3)	(741.0)
毛利率	56.2%	56.0%	56.0%	55.7%	（财务费用）	150.2	132.4	134.0	149.5
净利率	20.8%	20.9%	21.2%	20.9%	长期借款+/-	0.0	0.0	0.0	0.0
净资产收益率 (ROE)	20.59%	20.74%	20.38%	19.50%	（归母股东红利）	(474.5)	(592.8)	(791.3)	(861.0)
资产负债率	34.2%	33.6%	32.0%	31.6%	（归少数股东的红利）	6.7	(10.0)	(11.4)	(13.0)
流动比率	2.59	2.52	2.68	2.74	股本及资本公积+/-	0.0	75.9	96.1	(74.3)
速动比率	2.25	2.21	2.35	2.41	其它	(589.0)	(612.0)	(369.0)	(270.0)
应收款帐款周转率	3.13	3.17	3.74	3.57	筹资活动现金流合计	(461.8)	(1,012.6)	(941.7)	(1,068.9)

分析师承诺：

本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。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。

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话：010-83496336

