

## 公司研究

## 传统品类显著优于行业，第二增长曲线快速成型

## ——老板电器（002508.SZ）2021年半年报点评

## 要点

**事件：**公司发布2021年半年度报告：实现营收43.3亿元，YoY+34.7%（较1H19相比+22.7%）；归母净利润7.9亿元，YoY+29.1%（较1H19相比+17.9%）。其中2Q21实现营收24.2亿元，YoY+24.3%（较2Q19相比+29.5%）；归母净利润4.3亿元，YoY+17.4%（较2Q19相比+22.8%）。

**点评：**新兴品类快速放量，业绩增长超出市场预期

**第一品类群稳健成长，新兴厨电品类快速突破。**1H21第一品类群稳定增长，油烟机、燃气灶、消毒柜收入同比+26.7%/+37.8%/+4.8%，而烟/灶/消行业的销售额增速分别为+22.9%/+15.1%/-0.4%，公司大厨电品类表现优于行业。第二和第三品类快速突破，1H21合计占公司收入15.1%，同比+3.4pcts，其中第二品类的蒸烤一体机和烤箱收入同比+96.4%/44.9%；第三品类的洗碗机、热水器的收入同比+148.3%/154.9%，而洗碗机行业销售额增速为24.5%，公司新兴品类份额持续提升。奥维数据显示，公司嵌入式洗碗机/一体机/电蒸箱/电烤箱的线下份额分别为18.1%/34.0%/21.6%/39.8%，洗碗机品类上升至行业第二。

**毛利率有所改善，新品类营销致销售费率提升。**公司1H21的毛利率56.4%（yoy+1.6pcts）；2Q21毛利率为55.6%（yoy+1.9pcts），增幅较大主因产品结构优化+创新渠道代理转自营。1H21公司销售费用率29.4%（yoy+1.6pcts），其中2Q21销售费率为27.1%（yoy+2.4pcts），主要系新品类增加费用投放；1H21公司归母净利率18.3%（yoy-0.8pcts），其中2Q21归母净利率17.9%（yoy-1.0pcts），净利率略有下滑主因第二增长曲线培育期的费用率适当抬高。盈利质量方面，1H21经营性现金流5.3亿，yoy+10.4%（较1H19相比-20%）现金流状况良好；应收票据和应收账款yoy+25%增幅合理。

**盈利预测、估值与评级：业绩趋势向好，维持“买入”评级。**1H21公司经营趋势良好，作为行业龙头资产质量优异（自有资金充沛+分红率常年高位）。预计公司2021-23年净利润为20.1、22.8、25.3亿元，对应PE为20、18、16倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**竞争环境恶化，地产持续下行，原材料价格上涨。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	7,761	8,129	9,885	11,056	12,316
营业收入增长率	4.52%	4.74%	21.60%	11.85%	11.39%
净利润（百万元）	1,590	1,661	2,008	2,275	2,526
净利润增长率	7.89%	4.46%	20.89%	13.29%	11.06%
EPS（元）	1.68	1.75	2.12	2.40	2.66
ROE（归属母公司）（摊薄）	23.16%	20.63%	20.95%	20.22%	19.65%
P/E	25	24	20	18	16
P/B	5.8	5.0	4.2	3.5	3.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-08-03

## 买入（维持）

当前价：42.00元

## 作者

分析师：洪吉然

执业证书编号：S0930521070002

021-52523793

hongjiran@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	9.49
总市值(亿元)	398.59
一年最低/最高(元)	31.36/49.61
近3月换手率	55.99%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-4.80	13.03	7.64
绝对	-7.77	11.79	12.23

资料来源：Wind

## 相关研报

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	7,761	8,129	9,885	11,056	12,316
营业成本	3,549	3,563	4,295	4,829	5,499
折旧和摊销	105	109	102	117	132
税金及附加	67	62	79	77	86
销售费用	1,928	2,147	2,768	2,985	3,202
管理费用	284	297	351	376	419
研发费用	299	303	386	409	456
财务费用	-83	-150	-113	-128	-138
投资收益	127	39	50	50	50
营业利润	1,872	1,951	2,363	2,673	2,965
利润总额	1,872	1,949	2,364	2,674	2,966
所得税	257	261	331	374	415
净利润	1,614	1,687	2,033	2,300	2,551
少数股东损益	24	27	25	25	25
归属母公司净利润	1,590	1,661	2,008	2,275	2,526
EPS(按最新股本计)	1.68	1.75	2.12	2.40	2.66

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1,555	1,537	1,614	1,623	2,223
净利润	1,590	1,661	2,008	2,275	2,526
折旧摊销	105	109	102	117	132
净营运资金增加	-2,370	282	931	968	651
其他	2,231	-514	-1,427	-1,737	-1,087
投资活动产生现金流	1,056	-1,218	743	-275	-250
净资本支出	-272	-282	-250	-250	-250
长期投资变化	4	3	0	0	0
其他资产变化	1,323	-939	993	-25	0
融资活动现金流	-759	-462	-368	-482	-782
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	0	6	-6	0	0
无息负债变化	353	580	194	-15	408
净现金流	1,852	-143	1,989	866	1,191

## 主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	54.3%	56.2%	56.5%	56.3%	55.4%
EBITDA 率	23.7%	24.4%	22.1%	23.6%	23.6%
EBIT 率	22.3%	23.0%	21.1%	22.5%	22.6%
税前净利润率	24.1%	24.0%	23.9%	24.2%	24.1%
归母净利润率	20.5%	20.4%	20.3%	20.6%	20.5%
ROA	15.2%	13.5%	14.3%	14.5%	14.2%
ROE (摊薄)	23.2%	20.6%	20.9%	20.2%	19.7%
经营性 ROIC	39.4%	38.0%	33.6%	33.0%	32.7%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	35%	34%	31%	28%	27%
流动比率	2.54	2.59	2.84	3.20	3.32
速动比率	2.17	2.25	2.46	2.77	2.87
归母权益/有息债务	-	1324.95	-	-	-
有形资产/有息债务	-	1979.45	-	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	10,652	12,458	14,203	15,878	17,917
货币资金	4,054	3,921	5,910	6,776	7,967
交易性金融资产	1,360	2,352	1,360	1,360	1,360
应收帐款	726	1,008	1,186	1,327	1,478
应收票据	987	1,833	1,977	2,211	2,463
其他应收款 (合计)	111	57	99	111	123
存货	1,339	1,386	1,628	1,835	2,090
其他流动资产	425	1	1	1	1
流动资产合计	9,052	10,627	12,226	13,693	15,564
其他权益工具	102	102	102	102	102
长期股权投资	4	3	3	3	3
固定资产	826	825	920	1,000	1,067
在建工程	272	463	453	444	438
无形资产	220	235	275	319	362
商誉	81	81	81	81	81
其他非流动资产	24	4	4	4	4
非流动资产合计	1,600	1,830	1,978	2,185	2,353
总负债	3,678	4,264	4,451	4,436	4,844
短期借款	0	6	0	0	0
应付账款	1,395	1,724	2,062	1,931	2,200
应付票据	603	752	644	724	825
预收账款	1,092	0	0	0	0
其他流动负债	0	127	127	127	127
流动负债合计	3,557	4,108	4,299	4,284	4,692
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	115	150	150	150	150
非流动负债合计	121	155	152	152	152
股东权益	6,974	8,194	9,752	11,442	13,073
股本	949	949	949	949	949
公积金	876	876	876	876	876
未分配利润	5,054	6,240	7,774	9,438	11,045
归属母公司权益	6,864	8,051	9,584	11,249	12,855
少数股东权益	110	143	168	193	218

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	24.85%	26.41%	28.00%	27.00%	26.00%
管理费用率	3.66%	3.65%	3.55%	3.40%	3.40%
财务费用率	-1.07%	-1.85%	-1.14%	-1.16%	-1.12%
研发费用率	3.86%	3.73%	3.90%	3.70%	3.70%
所得税率	14%	13%	14%	14%	14%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.50	0.50	0.64	0.97	1.08
每股经营现金流	1.64	1.62	1.70	1.71	2.34
每股净资产	7.23	8.48	10.10	11.85	13.55
每股销售收入	8.18	8.57	10.42	11.65	12.98

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	25	24	20	18	16
PB	5.8	5.0	4.2	3.5	3.1
EV/EBITDA	20.2	18.3	16.4	13.6	11.9
股息率	1.2%	1.2%	1.5%	2.3%	2.6%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE