

**证券研究报告—动态报告**

家用电器

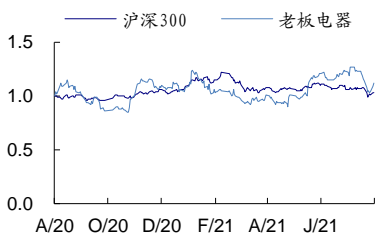
小家电 II

**老板电器(002508)**
**买入**

2021 年半年报点评

(维持评级)

2021 年 08 月 05 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)	39,859/39,266
上证综指/深圳成指	3,448/14,737
12 个月最高/最低(元)	49.05/31.36

**相关研究报告:**

《老板电器-002508-2021 年第一季度业绩预告点评: 龙头弹性凸显, Q1 表现超预期》——2021-04-16  
 《老板电器-002508-重大事件快评: 丰富股权激励机制, 护航企业长远发展》——2021-04-16  
 《老板电器-002508-2020 年业绩快报点评: Q4 收入超预期, 积蓄势能稳增长》——2021-02-28

**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号: 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号: S0980520120004

**联系人: 邹会阳**

电话: 0755-81981518  
 E-MAIL: zouhuiyang@guosen.com.cn

**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**
**经营表现超预期, 龙头二次高增长**
**● 表现超预期, 龙头重回高增长**

公司发布 2021 年半年报, 2021H1 实现营收 43.26 亿/+34.72%, 归母净利润 7.90 亿/+29.08%, 扣非归母净利润 7.46 亿/+35.38%; 其中 2021Q2 实现营收 24.18 亿/+24.28%, 同比 2019 年增长 29.49%, 归母净利润 4.32 亿/+17.49%, 同比 2019 年增长 23.04%, 扣非归母净利润 4.25 亿/+17.28%, 同比 2019 年增长 22.11%。营收及业绩表现略超市场预期, 公司在历经 2018-2020 年的低增长后增长再次加速。

**● 烟灶传统品类强势增长, 新兴品类实现跨越式发展**

在厨电行业实现良好复苏的背景下, 公司通过研发推新、强化营销深化品牌高端定位、精细化渠道运营等措施, 烟灶传统品类市占率稳步提升, 新兴品类市占率迅速跃升行业前列。预计 2021Q2 线下零售和创新业务收入同比增长超过 35%, 同比 2019 年增长 10%; 线上收入同比增长 20%, 同比 2019 年增长 35%; 工程渠道增长接近 10%, 同比 2019 年增长 70%。2021H1 公司吸油烟机收入 20.91 亿元/+26.69%, 燃气灶收入 10.45 亿元/+37.80%, 消毒柜收入 2.39 亿元/+4.76%, 蒸烤一体机收入 2.62 亿元/+96.37%, 洗碗机收入 1.71 亿元/+148.28%, 集成灶收入 1.43 亿元/+44.85%, 主要品类均实现高速增长。

**● 积极应对下毛利率提升, 营销投放加大盈利稳健**

在原材料上涨的背景下, 公司采取增加原材料备货、提升生产效率和采购降本等措施, 叠加高毛利率的线下渠道增速领先、电商渠道促销减少和工程渠道产品结构及客户结构的调整, 公司毛利率逆势上扬, 2021Q2 毛利率达到 55.62%/+1.90pct, 同比 2019 年增长 1.08pct。费用方面, 公司 Q2 加大了营销费用的投放, 多措施持续扩大品牌声量, 强化老板“创造中国新厨房”的理念和高端定位。2021Q2 公司销售费用率达到了 27.13%/+2.43pct, 管理费用率同比下滑 0.05pct 至 3.32%, 研发费用率同比下滑 0.19pct 至 3.52%, 财务费用率提升至 -0.90%/+0.32pct。受此影响, 2021Q2 净利率同比下降 1.27pct 至 18.08%, 但依然维持在 18% 以上的较高水平, 盈利能力相对稳健。

**● 龙头二次高增长, 维持“买入”评级**

老板作为厨电龙头, 渠道、营销及研发积累深厚, 新兴品类发展可期, 上调盈利预测, 预计 21-23 年净利润为 18.8/23.2/26.4 亿 (前值为 18.2/20.5/23.4 亿), 对应 PE 为 21.6/17.6/15.5x, 维持“买入”评级。

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

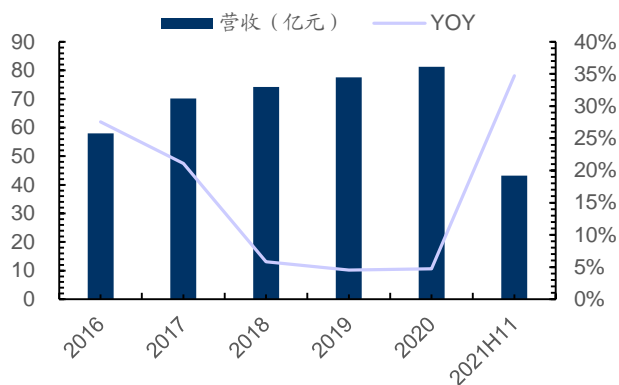
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7,761	8,129	9,881	11,591	13,079
(+/-%)	4.5%	4.7%	21.6%	17.3%	12.8%
净利润(百万元)	1,590	1,661	1,884	2,321	2,640
(+/-%)	7.9%	4.5%	13.4%	23.2%	13.7%
摊薄每股收益(元)	1.68	1.75	1.99	2.45	2.78
EBIT Margin	21.0%	21.6%	19.5%	20.7%	20.7%
净资产收益率(ROE)	23.2%	20.6%	20.5%	22.4%	23.2%
市盈率(PE)	25.7	24.6	21.6	17.6	15.5
EV/EBITDA	25.6	24.2	22.4	18.3	16.6
市净率(PB)	5.94	5.07	4.44	3.94	3.58

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

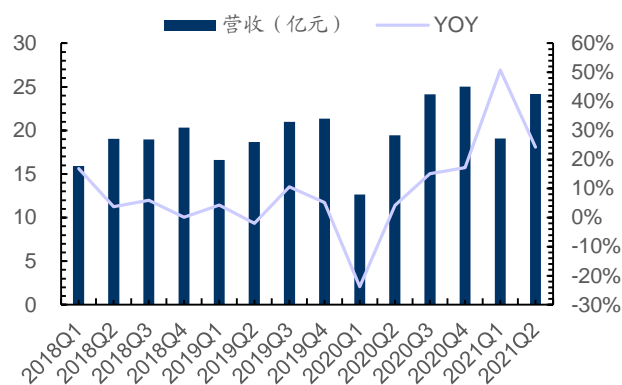
**表现超预期，龙头重回高增长。**公司发布 2021 年半年报，2021H1 实现营收 43.26 亿/+34.72%，归母净利润 7.90 亿/+29.08%，扣非归母净利润 7.46 亿/+35.38%；其中 2021Q2 实现营收 24.18 亿/+24.28%，同比 2019 年增长 29.49%，归母净利润 4.32 亿/+17.49%，同比 2019 年增长 23.04%，扣非归母净利润 4.25 亿/+17.28%，同比 2019 年增长 22.11%。营收及业绩表现略超市场预期，公司在历经 2018-2020 年的低速增长后洗净铅华，通过发力洗碗机、蒸烤一体机等第二、第三品类实现增长加速。

图 1：公司营业收入及同比增速



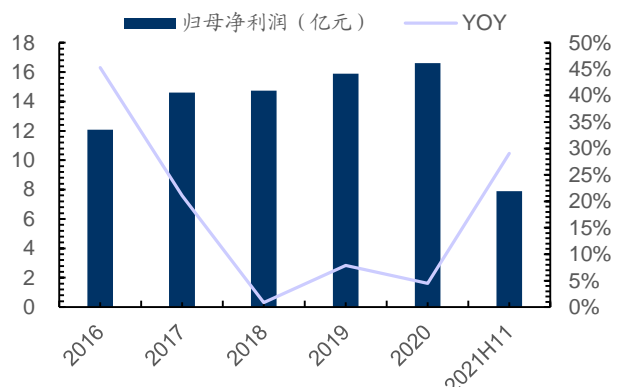
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：公司单季度营业收入及同比增速



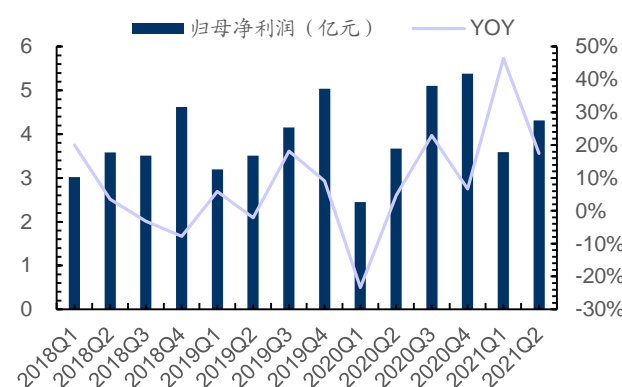
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：公司归母净利润及同比增速



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同比增速



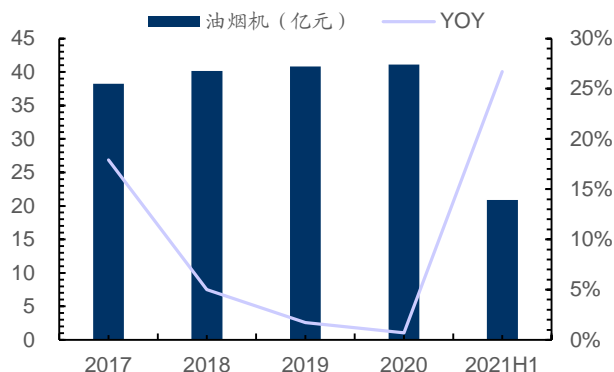
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

**烟灶传统品类强势增长，新兴品类实现跨越式发展。**在厨电行业实现良好复苏的背景下，公司通过研发推新品、强化营销深化品牌高端定位、精细化渠道运营等措施，各主要品类市占率实现稳步提升。根据奥维云网的数据，2021H1 公司线下吸油烟机市占率 30.5%/+2.2pct，燃气灶市占率 29.5%/+3.9pct，嵌入式一体机市占率 34.0%/+2.7pct，嵌入式洗碗机 18.1%/+8.6pct；线上厨电套餐市占率 28.5%/+2.1pct，烟灶两件套市占率 30.0%/+3.0pct，嵌入式一体机市占率 13.5%/+5.3pct，嵌入式洗碗机市占率 6.3%/-1.8pct。同时，公司各个渠道均实现较快增长，预计 2021Q2 线下零售和创新业务收入同比增长超过 35%，同比 2019 年增长 10%；线上收入同比增长 20%，同比 2019 年增长 35%；工程渠道增长接近 10%，同比 2019 年增长 70%。

具体到各板块来看，公司主要品类均实现高速增长。2021H1 公司吸油烟机收入 20.91 亿元/+26.69%，燃气灶收入 10.45 亿元/+37.80%，消毒柜收入 2.39 亿元/+4.76%，蒸烤一体机收入 2.62 亿元/+96.37%，洗碗机收入 1.71 亿元

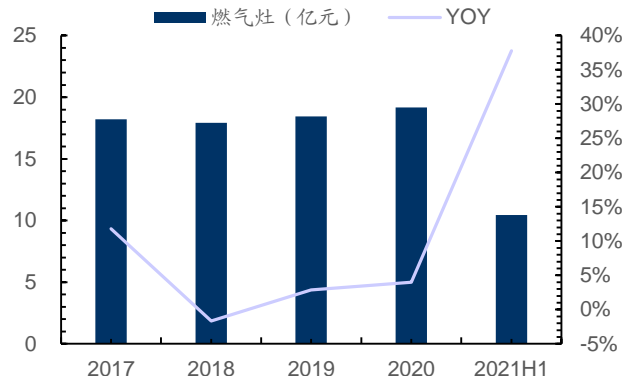
+148.28%，集成灶收入 1.43 亿元/+44.85%。

图 5：公司油烟机业务收入及同比增速



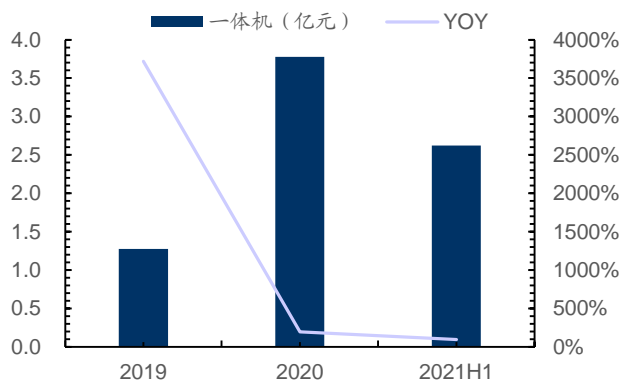
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 6：公司燃气灶业务收入及同比增速



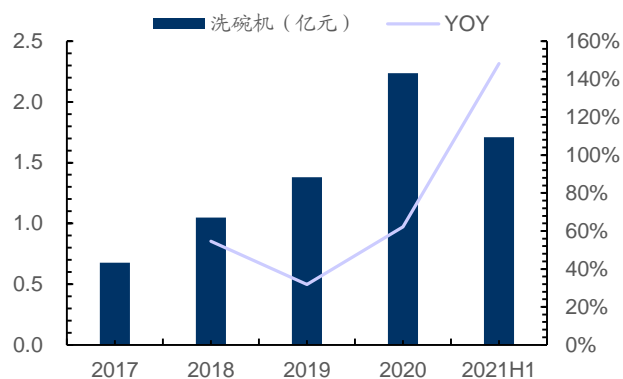
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 7：公司蒸烤一体机业务收入及同比增速



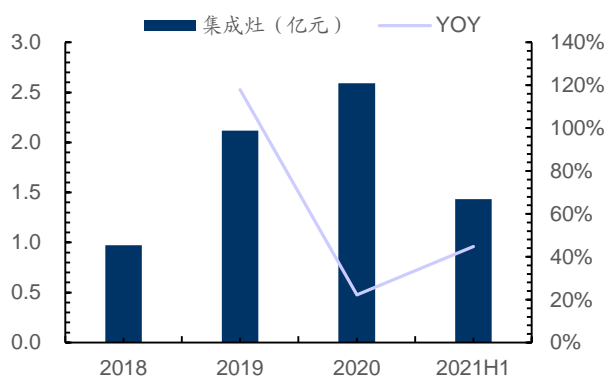
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 8：公司洗碗机业务收入及同比增速



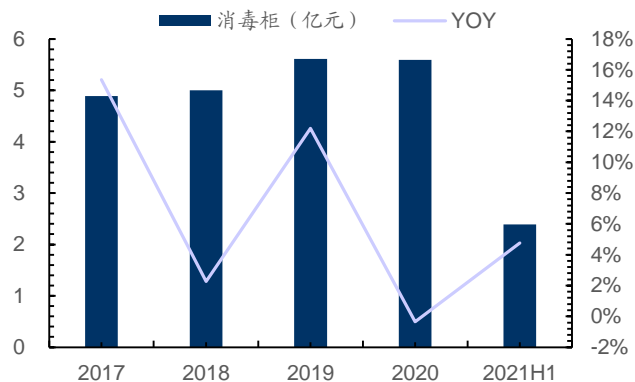
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 9：公司集成灶业务收入及同比增速



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 10：公司消毒柜业务收入及同比增速

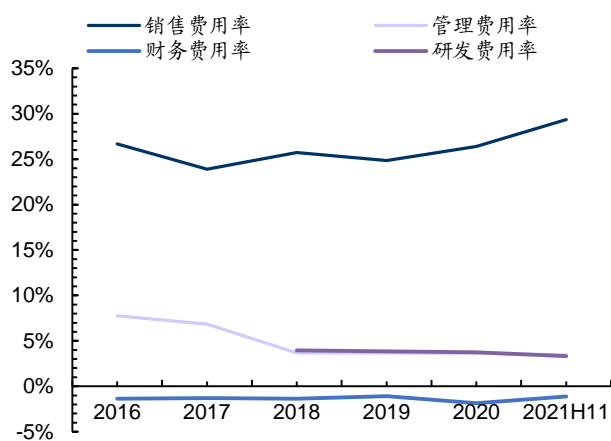


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

**积极应对下毛利率提升，营销投放加大盈利稳健。**在原材料上涨的背景下，公司采取增加原材料备货、提升生产效率和采购降本等措施，叠加高毛利率的线下渠道增速领先、电商渠道促销减少和工程渠道产品结构及客户结构的调整，

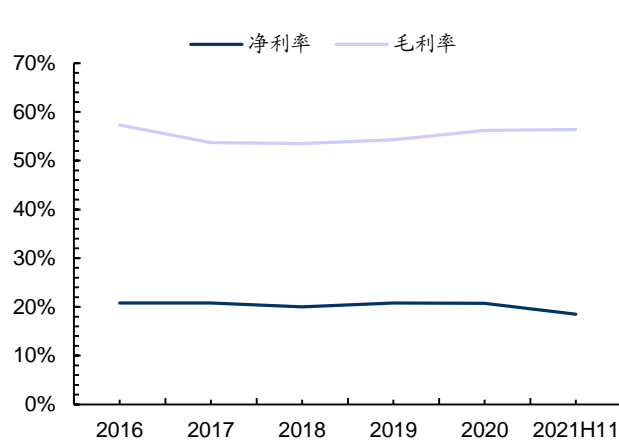
公司毛利率逆势上扬，2021Q2 毛利率达到 55.62%/+1.90pct，同比 2019 年增长 1.08pct。费用方面，公司 Q2 加大了营销费用的投放，通过聘请许凯作为代言人并展开直播等系列活动、打造央视·院士·达人走进老板品牌大事件、独家冠名等形式，持续扩大品牌声量，强化老板“创造中国新厨房”的理念和高端定位。2021Q2 公司销售费用率达到了 27.13%/+2.43pct，管理费用率同比下滑 0.05pct 至 3.32%，研发费用率同比下滑 0.19pct 至 3.52%，财务费用率提升至 -0.90%/+0.32pct。由于营销费用率提升较快，公司的净利率有所下滑，2021Q2 净利率同比下降 1.27pct 至 18.08%，但依然维持在 18% 以上的较高水平，盈利能力相对稳健。

图 11: 公司费用率情况



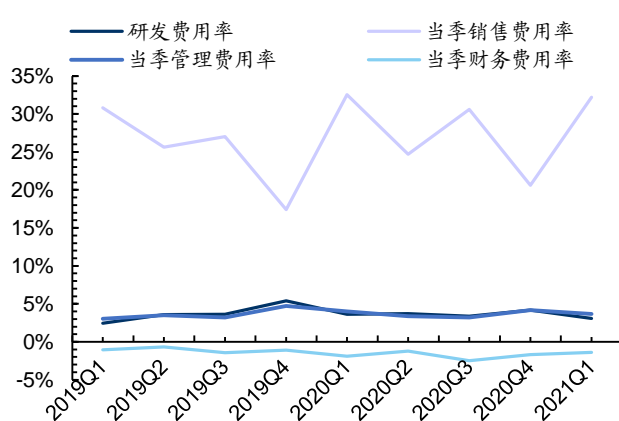
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 12: 公司毛/净利率情况



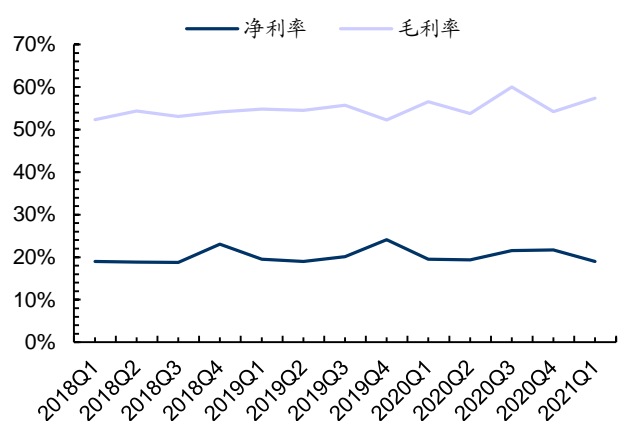
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 13: 公司单季度费用率情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 14: 公司单季度毛/净利率情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

**借助渠道品牌优势，二次高增持续发力。**2021H1 公司敏锐地抓住了洗碗机和蒸烤一体机的行业机会，通过前期在产品上的深厚积淀，借助自身渠道和品牌上的强大优势，成功实现爆发式增长，4-6 月线下洗碗机市场份额分别达到 17.78%/+8.73pct、23.29%/+12.68pct、20.70%/+9.44pct，从行业第四跃居行业第二；嵌入式蒸烤一体机线下市占率上半年也同比提升 2.7pct 至 34%，成为行业第一。我们认为，公司在线下零售、工程渠道及电商渠道深耕多年，已拥有成熟的渠道体系和专业的销售队伍，叠加老板品牌多年的厨电知名度积淀，

新品类较为容易借助这些优势实现快速的发展，未来在集成灶等新品类上的扩展也值得期待，有望在未来三年内持续为公司提供强大的增长动能。

**投资建议：龙头二次高增长，维持“买入”评级。**老板作为厨电龙头，多年来在渠道、营销和产品研发上积累深厚，发力二、三品类再次实现高增长。根据半年报业绩超预期表现，上调盈利预测，预计 21-23 年净利润为 18.8/23.2/26.4 亿（前值为 18.2/20.5/23.4 亿），对应 PE 为 21.6/17.6/15.5x，维持“买入”评级。

附表：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS			PE			投资评级
				20A	21E	22E	20A	21E	22E	
002035.SZ	华帝股份	7.05	61	0.47	0.71	0.84	16	12	10	买入
000333.SZ	美的集团	69.99	4,935	3.87	4.26	4.62	17	16	15	买入
002677.SZ	浙江美大	15.14	98	0.84	1.08	1.34	19	14	11	买入
	平均						17	14	12	
002508.SZ	老板电器	42.98	408	1.75	1.99	2.45	25	22	18	买入

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	3921	4059	5843	6645	营业收入	8129	9881	11591	13079
应收款项	2898	2734	3347	4019	营业成本	3563	4452	5108	5780
存货净额	1386	1727	1974	2250	营业税金及附加	62	99	116	131
其他流动资产	71	1412	830	973	销售费用	2147	2697	3141	3531
<b>流动资产合计</b>	<b>10627</b>	<b>12285</b>	<b>14346</b>	<b>16239</b>	管理费用	600	711	821	925
固定资产	1288	1320	1360	1396	财务费用	(150)	(159)	(198)	(250)
无形资产及其他	235	226	216	207	投资收益	39	85	62	74
投资性房地产	303	303	303	303	资产减值及公允价值变动	86	43	62	64
长期股权投资	3	4	4	4	其他收入	(80)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>12458</b>	<b>14137</b>	<b>16229</b>	<b>18149</b>	营业利润	1951	2209	2728	3099
短期借款及交易性金融负债	6	2	3	4	营业外净收支	(3)	(1)	(1)	(2)
应付款项	2476	2575	3141	3652	<b>利润总额</b>	<b>1949</b>	<b>2209</b>	<b>2726</b>	<b>3097</b>
其他流动负债	1627	2035	2350	2654	所得税费用	261	294	368	415
<b>流动负债合计</b>	<b>4108</b>	<b>4612</b>	<b>5494</b>	<b>6310</b>	少数股东损益	27	30	37	42
长期借款及应付债券	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1661</b>	<b>1884</b>	<b>2321</b>	<b>2640</b>
其他长期负债	155	183	214	245					
<b>长期负债合计</b>	<b>155</b>	<b>183</b>	<b>214</b>	<b>245</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>4264</b>	<b>4795</b>	<b>5707</b>	<b>6554</b>	净利润	1661	1884	2321	2640
少数股东权益	143	161	180	197	资产减值准备	13	11	2	1
股东权益	8051	9181	10342	11397	折旧摊销	109	110	131	140
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>12458</b>	<b>14137</b>	<b>16229</b>	<b>18149</b>	公允价值变动损失	(86)	(43)	(62)	(64)
					财务费用	(150)	(159)	(198)	(250)
					营运资本变动	(149)	(973)	637	(244)
					其它	6	7	16	16
					<b>经营活动现金流</b>	<b>1553</b>	<b>996</b>	<b>3045</b>	<b>2489</b>
					资本开支	(384)	(100)	(102)	(104)
					其它投资现金流	(992)	0	0	0
					<b>投资活动现金流</b>	<b>(1375)</b>	<b>(100)</b>	<b>(102)</b>	<b>(104)</b>
					权益性融资	7	0	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(475)	(754)	(1161)	(1584)
					其它融资现金流	631	(4)	1	1
					<b>融资活动现金流</b>	<b>(311)</b>	<b>(758)</b>	<b>(1160)</b>	<b>(1583)</b>
					<b>现金净变动</b>	<b>(133)</b>	<b>138</b>	<b>1783</b>	<b>802</b>
					货币资金的期初余额	4054	3921	4059	5843
					货币资金的期末余额	3921	4059	5843	6645
					企业自由现金流	1096	703	2746	2140
					权益自由现金流	1728	837	2918	2357

关键财务与估值指标				
	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	1.75	1.99	2.45	2.78
每股红利	0.50	0.79	1.22	1.67
每股净资产	8.48	9.67	10.90	12.01
ROIC	27%	34%	58%	60%
ROE	21%	21%	22%	23%
毛利率	56%	55%	56%	56%
EBIT Margin	22%	19%	21%	21%
EBITDA Margin	23%	21%	22%	22%
收入增长	5%	22%	17%	13%
净利润增长率	4%	13%	23%	14%
资产负债率	35%	35%	36%	37%
息率	1.2%	1.8%	2.8%	3.9%
P/E	24.6	21.6	17.6	15.5
P/B	5.1	4.4	3.9	3.6
EV/EBITDA	24.2	22.4	18.3	16.6

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。

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