

老板电器 (002508.SZ)

Q3 业绩稳步增长，市占率继续提升

核心观点:

- **Q3 公司业绩稳步增长。**公司披露 2021 年三季报，前三季度实现营业收入 70.7 亿元 (YoY+25.7%)，归母净利 13.4 亿元 (YoY+19.6%)，毛利率 56.1% (YoY-0.9pct)，归母净利率 19.0% (YoY-1.0pct)。Q3 单季收入 27.4 亿元 (YoY+13.7%)，归母净利 5.5 亿元 (YoY+8.1%)，毛利率 55.7% (YoY-4.3pct)，归母净利率 20.1% (YoY-1.0pct)。
- **Q3 行业整体增速承压。**受地产竣工增速放缓影响，Q3 厨电行业整体增速下滑。奥维云网数据显示，Q3 单季度烟、灶、消线下零售额分别为 53/28/3 亿元，同比-12.6%/-11.8%/-42.2%；烟、灶、消线上零售额分别为 25/16/4 亿元，同比-5.3%/-7.1%/-18.8%。
- **龙头表现优于行业，主要得益于市占率提升。**根据奥维数据，2021 年前三季度，公司油烟机线上销额市占率达到 22.5% (YoY+1.7pct)；线下达到 30.5% (YoY+2.6pct)，均继续稳居第一。洗碗机方面，2021 年前三季度，公司线下销额市占率快速提升，目前已达 17.9% (YoY+8.2pct)，仅次于西门子；线上已达到 4.8% (YoY+2.4pct)。
- **原材料涨价压力下，公司盈利能力同比下滑。**原材料涨价压力下，2021Q3 公司毛利率为 55.7% (YoY-4.3pct)，归母净利率达 20.1% (YoY-1.0pct)。费用方面，销售、管理、财务、研发费用率分别为 28.1%/3.3%/-2.4%/3.2% (YoY-2.5pct/+0.1pct/+0.1pct/-0.1pct)。
- **盈利预测和投资建议。**预计 2021-2023 年公司归母净利分别为 19.0/21.6/23.8 亿元，同比增速分别为 14.6%/13.4%/10.5%，最新收盘价对应 2022 年 PE 为 14.86x。基于公司在厨电行业的竞争力以及第二增长曲线的良好预期，参考可比公司估值以及公司业绩增速，给予公司 2022 年 18xPE，对应合理价值 40.9 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**原材料价格上涨；地产持续低迷；竞争格局恶化。

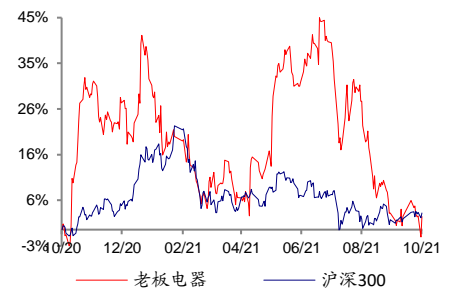
盈利预测:

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	7,761	8,129	9,723	11,432	13,126
增长率 (%)	4.5	4.7	19.6	17.6	14.8
EBITDA (百万元)	1,743	1,866	2,111	2,386	2,653
归母净利润 (百万元)	1,590	1,661	1,903	2,157	2,384
增长率 (%)	7.9	4.5	14.6	13.4	10.5
EPS (元/股)	1.68	1.75	2.01	2.27	2.51
市盈率 (P/E)	20.18	23.04	16.85	14.86	13.44
ROE (%)	23.2	20.6	19.1	17.8	16.4
EV/EBITDA	16.09	18.41	13.14	11.18	9.58

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	33.78 元
合理价值	40.9 元
前次评级	买入
报告日期	

相对市场表现



分析师:

曾婵



SAC 执证号: S0260517050002

SFC CE No. BNV293



0755-82771936



zengchan@gf.com.cn

分析师:

袁雨辰



SAC 执证号: S0260517110001

SFC CE No. BNV055



021-60750604



yuanyuchen@gf.com.cn

分析师:

高润鑫



SAC 执证号: S0260521040004

0755-82569694



gaorunxin@gf.com.cn

请注意，高润鑫并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

老板电器 (002508.SZ) :Q2	2021-08-04
业绩增长良好，洗碗机表现亮眼	
老板电器 (002508.SZ) :Q1	2021-04-28
增长良好，盈利超预期	
老板电器 (002508.SZ) :Q1	2021-04-15
增长良好，激励表明中长期发展信心	

表 1: 老板电器可比公司估值表

股票代码	公司名称	现价 (元人民币)	每股收益 (元人民币)			市盈率 (X)		
			2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
002677.SZ	浙江美大	15.42	0.84	1.04	1.25	18.93	14.89	12.37
002035.SZ	华帝股份	6.90	0.47	0.83	0.92	18.82	8.29	7.52
603515.SH	欧普照明	21.51	1.06	1.30	1.48	28.50	16.50	14.56
	行业平均					22.08	13.23	11.48

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注: 股价为 2021-10-19 收盘价; 所有公司 2020 年 EPS 为年报数据, 2020 年市盈率计算方法为年末股价除以当年 EPS。2021、2022 年预测数据与广发外发报告一致。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	8,643	10,627	11,876	14,451	17,240	经营活动现金流	1,555	1,537	1,283	1,933	2,192
货币资金	4,054	3,921	4,320	5,383	6,654	净利润	1,614	1,687	1,922	2,179	2,409
应收及预付	1,762	2,911	2,891	3,501	4,100	折旧摊销	110	109	132	160	196
存货	1,339	1,386	1,719	2,090	2,472	营运资金变动	-18	-272	-780	-316	-321
其他流动资产	1,487	2,409	2,946	3,478	4,014	其它	-151	13	9	-91	-91
非流动资产	1,600	1,830	2,049	2,356	2,678	投资活动现金流	1,056	-1,218	-826	-871	-920
长期股权投资	4	3	4	4	5	资本支出	-272	-282	-418	-468	-518
固定资产	826	825	906	1,009	1,128	投资变动	1,205	-992	-3	-3	-3
在建工程	272	463	658	853	1,048	其他	122	56	-406	-400	-400
无形资产	220	235	242	249	254	筹资活动现金流	-759	-462	-57	0	0
其他长期资产	278	303	238	240	242	银行借款	0	0	-6	0	0
资产总计	10,243	12,458	13,925	16,807	19,918	股权融资	0	7	0	0	0
流动负债	3,557	4,108	3,700	4,402	5,105	其他	-759	-468	-51	0	0
短期借款	0	6	0	0	0	现金净增加额	1,852	-142	399	1,062	1,272
应付及预收	3,091	2,476	3,106	3,694	4,281	期初现金余额	2,177	4,029	3,921	4,320	5,383
其他流动负债	466	1,627	594	709	823	期末现金余额	4,029	3,886	4,320	5,383	6,654
非流动负债	121	155	92	92	92						
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	121	155	92	92	92						
负债合计	3,678	4,264	3,792	4,494	5,197						
股本	949	949	949	949	949						
资本公积	402	402	402	402	402						
留存收益	5,529	6,715	8,618	10,775	13,160						
归属母公司股东权益	6,864	8,051	9,971	12,128	14,513						
少数股东权益	110	143	162	184	208						
负债和股东权益	10,652	12,458	13,925	16,807	19,918						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	7,761	8,129	9,723	11,432	13,126
营业成本	3,549	3,563	4,481	5,371	6,266
营业税金及附加	67	62	92	109	125
销售费用	1,928	2,147	2,479	2,915	3,347
管理费用	284	297	321	377	433
研发费用	299	303	369	434	499
财务费用	-83	-150	-41	-49	-60
资产减值损失	9	22	33	11	11
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	127	39	100	100	100
营业利润	1,872	1,951	2,208	2,503	2,767
营业外收支	0	-3	2	2	2
利润总额	1,872	1,949	2,210	2,505	2,768
所得税	257	261	287	326	360
净利润	1,614	1,687	1,922	2,179	2,409
少数股东损益	24	27	19	22	24
归属母公司净利润	1,590	1,661	1,903	2,157	2,384
EBITDA	1,743	1,866	2,111	2,386	2,653
EPS (元)	1.68	1.75	2.01	2.27	2.51

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	4.5%	4.7%	19.6%	17.6%	14.8%
营业利润增长	10.0%	4.3%	13.1%	13.4%	10.5%
归母净利润增长	7.9%	4.5%	14.6%	13.4%	10.5%
获利能力					
毛利率	54.3%	56.2%	53.9%	53.0%	52.3%
净利率	20.8%	20.8%	19.8%	19.1%	18.3%
ROE	23.2%	20.6%	19.1%	17.8%	16.4%
ROIC	90.3%	78.9%	49.8%	42.3%	37.4%
偿债能力					
资产负债率	34.5%	34.2%	27.2%	26.7%	26.1%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.43	2.59	3.21	3.28	3.38
速动比率	2.04	2.23	2.72	2.78	2.86
营运能力					
总资产周转率	0.79	0.72	0.74	0.74	0.71
应收账款周转率	4.53	3.57	3.48	3.38	3.32
存货周转率	2.64	2.61	2.61	2.57	2.53
每股指标 (元)					
每股收益	1.68	1.75	2.01	2.27	2.51
每股经营现金流	1.64	1.62	1.35	2.04	2.31
每股净资产	7.23	8.48	10.51	12.78	15.29
估值比率					
P/E	20.18	23.04	16.85	14.86	13.44
P/B	4.67	4.75	3.22	2.64	2.21
EV/EBITDA	16.09	18.41	13.14	11.18	9.58

广发家电行业研究小组

- 曾 婵：首席分析师，武汉大学经济学硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 袁 雨 辰：资深分析师，上海社科院经济学硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 高 润 鑫：高级分析师，复旦大学资产评估学硕士，同济大学工学学士，2020年进入广发证券发展研究中心。
- 符 超 然：研究助理，上海财经大学经济学硕士，同济大学工学学士，2021年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。