

证券研究报告

公司研究

点评报告

老板电器 (002508.SZ)

投资评级

上次评级

罗岸阳 家电行业首席分析师
执业编号: S1500520070002
联系电话: +86 13656717902
邮箱: luoanyang@cindasc.com

相关研究:

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

厨电龙头地位稳固，新品类快速成长

2022 年 04 月 20 日

事件: 2022 年 4 月 19 日, 老板电器发布 2021 年报及 22 年一季报。2021 年公司实现营业收入 101.48 亿元, 同比+24.84%; 实现归母净利润 13.32 亿元, 同比-19.81%。22 年 Q1 公司实现营业收入 20.86 亿元, 同比+9.32%; 实现归母净利润 3.68 亿元, 同比+2.47%。拟每 10 股派发现金股利人民币 5 元, 分红率为 35.65%, 股息率为 1.64%。

- **传统厨电龙头地位稳固, 洗碗机热水器等新品类高增。**21 年 Q4 公司实现营业收入 30.77 亿元, 同比+22.96%; 实现归母净利润-0.11 亿元, 同比-102.00%, 下滑主要受计提恒大及其他公司共计 7.78 亿元应收坏账准备影响。若剔除 7.65 亿元信用减值影响, 则公司 21 年 Q4 归母净利润约为 6.42 亿元, 同比约+19.3%, 21 全年归母净利润约+19.5%。分产品来看, 21 年公司传统优势品类吸油烟机、燃气灶营收同比+18.73%、+27.25%, 线上、线下渠道市占率保持前列, 合计占总营收比例约 72%, 在市场整体增速微弱的环境下充分展现公司韧性; 新品类蒸烤一体机、洗碗机、热水器等增速较高, 同比+71.26%、+101.32%、+172.57%, 与行业景气度共振。分销售渠道来看, 21 年公司代销、经销、直销、工程渠道增速分别为+19.23%、+9.85%、+39.13%、+6.95%。
- **毛利率受原材料影响同比下滑。**21 年全年毛利率为 52.35%, 同比-3.81pct; 净利率为 13.29%, 同比-7.47pct。Q4 毛利率为 43.73%, 同比-10.44pct; 净利率为-0.30%, 同比-22.02pct。Q4 毛利率大幅下滑主要因为: 1) 原材料及人工成本上升, 2) 会计口径调整将运输费计入营业成本, 毛销差维度同比-3.26%; 净利率主要受大额计提坏账准备影响。从费用率来看, 在不考虑口径变化的前提下, 全年销售、管理、研发费用率分为 24.19、3.58、3.61%, 分别同比-4.81、+0.15、+0.06pct; Q4 销售、管理、研发费用率分为 13.42、3.98、4.35%, 分别同比-7.18、-0.17、+0.19pct。22 年 Q1 毛利率为 52.56%, 同比-4.78pct; 净利率为 17.54%, 同比-1.46pct, 毛利率下滑同样受到原材料成本上升及会计口径调整, 毛销差同比-1.60pct。
- **存货周转率提高, 提前备货原材料应对风险。**1) 21 年公司现金+其他流动资产合计 38.06 亿元, 同比-2.94%; 合同负债+其他流动负债合计 11.51 亿元, 同比+6.96%; 应收票据和应收账款合计 29.29 亿元, 同比+3.06%; 21 年末存货为 17.72 亿元, 同比+27.86%, 为应对原材料上涨公司提前备货, 原材料和半成品库存分别+79.57%、+105.71%。2) 从周转情况来看, 21 年公司存货周转天数同比-20.09 天, 存货周转率大幅提高; 应收账款周转天数同比+7.83 天。3) 21 年公司经营性现金流净额为 13.65 亿元, 同比-11.18%; Q4 经营性现金流净额为 1.28 亿, 同比-39.05%, 主要受部分公司债务违约影响。
- **持续推进研发、渠道、品牌建设, 巩固核心竞争力。**在研发端, 公司引进高层次人才, 完善技术人才梯队建设, 21 年度公司共申请专利

1093 项，其中发明专利 274 项，主导标准制定 9 项。在渠道端，公司继续深化高端定位，多渠道协同发展，推动营销扁平化建设提升渠道效率，并稳步推动品牌出海进程，境外地区营收同比+71.80%。在品牌端，公司聘请许凯担任老板电器新厨房代言人，各渠道开展营销活动，赞助亚运会及综艺节目，进一步提升品牌影响力及用户粘性。稳固龙头地位，加强新品类与新技术突破，全面引领行业发展。

- **盈利预测：**公司传统品类油烟机、燃气灶行业龙头地位稳固，推出集成灶、洗碗机等低渗透率高成长赛道新品有望打开对未来营收增长空间。公司在研发、营销、品牌、生产端多点发力，稳健发展未来可期。我们预计公司 22-24 年营业收入分别为 116.94/134.73/155.02 亿元，分别同比+15.2%/+15.2%/+15.1%；归母净利润 22.09/25.53/29.40 亿元，分别同比+65.8%/+15.6%/+15.1%，对应 PE 为 13.07/11.31/9.82 倍。
- **风险因素：**原材料价格大幅上涨，房地产政策变化，国内疫情反复，新品开拓不及预期等。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	8,129	10,148	11,694	13,473	15,502
增长率 YoY %	4.7%	24.8%	15.2%	15.2%	15.1%
归属母公司净利润 (百万元)	1,661	1,332	2,209	2,553	2,940
增长率 YoY%	4.5%	-19.8%	65.8%	15.6%	15.1%
毛利率%	56.2%	52.4%	54.8%	54.9%	54.8%
净资产收益率ROE%	20.6%	15.4%	21.9%	21.5%	20.9%
EPS(摊薄)(元)	1.75	1.41	2.33	2.69	3.10
市盈率 P/E(倍)	17.39	21.58	13.07	11.31	9.82
市净率 P/B(倍)	3.59	3.35	2.87	2.43	2.06

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 4 月 19 日收盘价



资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	10,627	11,583	13,373	15,956	18,910
货币资金	3,921	3,802	4,712	6,409	8,411
应收票据	1,833	1,330	1,893	2,186	2,432
应收账款	1,008	1,598	1,586	1,899	2,200
预付账款	70	131	119	143	167
存货	1,386	1,772	1,986	2,279	2,622
其他	2,409	2,950	3,076	3,040	3,078
非流动资产	1,830	2,323	2,476	2,633	2,777
长期股权投资	3	5	5	5	5
固定资产	825	1,179	1,261	1,345	1,433
无形资产	235	229	244	259	269
其他	767	909	966	1,023	1,069
资产总计	12,458	13,906	15,849	18,589	21,687
流动负债	4,108	4,976	5,446	6,354	7,238
短期借款	6	30	30	30	30
应付票据	752	963	1,047	1,220	1,400
应付账款	1,724	2,182	1,882	2,487	2,795
其他	1,627	1,802	2,487	2,617	3,013
非流动负债	155	164	164	164	164
长期借款	0	0	0	0	0
其他	155	164	164	164	164
负债合计	4,264	5,140	5,610	6,518	7,402
少数股东权益	143	139	171	207	248
归属母公司股东权益	8,051	8,627	10,068	11,864	14,037
负债和股东权益	12,458	13,906	15,849	18,589	21,687

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	8,129	10,148	11,694	13,473	15,502
同比	4.7%	24.8%	15.2%	15.2%	15.1%
归属母公司净利润	1,661	1,332	2,209	2,553	2,940
同比	4.5%	-19.8%	65.8%	15.6%	15.1%
毛利率(%)	56.2%	52.4%	54.8%	54.9%	54.8%
ROE%	20.6%	15.4%	21.9%	21.5%	20.9%
EPS(摊薄)(元)	1.75	1.41	2.33	2.69	3.10
P/E	17.39	21.58	13.07	11.31	9.82
P/B	3.59	3.35	2.87	2.43	2.06
EV/EBITDA	13.38	11.55	10.10	8.13	6.42

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	8,129	10,148	11,694	13,473	15,502
营业成本	3,563	4,835	5,284	6,080	7,014
营业税金及附加	62	81	105	121	140
销售费用	2,147	2,454	3,052	3,516	4,046
管理费用	297	364	430	498	566
研发费用	303	366	437	508	574
财务费用	-150	-140	1	1	1
减值损失合	-22	-53	0	0	0
投资净收益	39	91	56	67	78
其他	28	-690	129	148	171
营业利润	1,951	1,535	2,568	2,963	3,409
营业外收支	-3	-2	0	0	0
利润总额	1,949	1,533	2,568	2,963	3,409
所得税	261	184	328	374	428
净利润	1,687	1,349	2,240	2,589	2,981
少数股东损	27	17	32	36	41
归属母公司	1,661	1,332	2,209	2,553	2,940
EBITDA	1,866	2,176	2,398	2,770	3,195
EPS(当年)(元)	1.75	1.41	2.33	2.69	3.10

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,537	1,365	1,790	2,565	2,870
净利润	1,687	1,349	2,240	2,589	2,981
折旧摊销	109	128	14	20	33
财务费用	8	10	1	1	1
投资损失	-39	-91	-56	-67	-78
营运资金变	-208	72	-409	21	-68
其它	-20	-103	0	0	0
投资活动现金流	-1,218	-861	-111	-110	-99
资本支出	-282	-430	-167	-177	-176
长期投资	-992	-522	0	0	0
其他	56	92	56	67	78
筹资活动现金流	-462	-670	-769	-759	-769
吸收投资	7	1	0	0	0
借款	0	0	0	0	0
支付利息或股息	-475	-495	-769	-759	-769
现金流净增加额	-143	-166	910	1,696	2,002

研究团队简介

罗岸阳，家电行业首席分析师。浙江大学电子信息工程学士，法国北方高等商学院金融学&管理学双学位硕士。曾任职于 TP-LINK 硬件研发部门从事商用通信设备开发设计。曾先后任职天风证券家电行业研究员、国金证券家电行业负责人，所在团队 2015、2017 年新财富入围。2020 年 7 月加盟信达证券研究开发中心，从事家电行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瞳	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。