

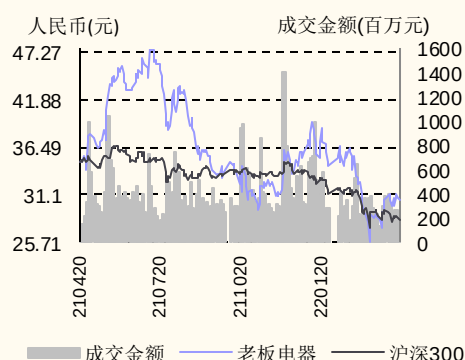
老板电器 (002508.SZ) 增持 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 30.43 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	9.49
已上市流通 A 股(亿股)	9.35
总市值(亿元)	288.79
年内股价最高最低(元)	47.70/25.71
沪深 300 指数	4135
深证成指	11633

**相关报告**

1. 《强化龙头地位, 新品类逐渐走出第二增长曲线-老板电器覆盖报告》, 2022.4.6

谢丽媛 分析师 SAC 执业编号: S1130521120003
xieliyuan@gjzq.com.cn

贺虹萍 分析师 SAC 执业编号: S1130522010004
hehongping@gjzq.com.cn

邓颖 联系人
dengying@gjzq.com.cn

减值风险释放轻装上阵, 新品类放量可期**公司基本情况 (人民币)**

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	8,129	10,148	11,943	13,994	16,419
营业收入增长率	4.74%	24.84%	17.69%	17.17%	17.33%
归母净利润(百万元)	1,661	1,332	2,167	2,537	2,990
归母净利润增长率	4.46%	-19.81%	62.72%	17.08%	17.84%
摊薄每股收益(元)	1.750	1.403	2.283	2.673	3.150
每股经营性现金流净额	1.53	1.38	1.75	3.03	3.05
ROE(归属母公司)(摊薄)	20.63%	15.44%	20.60%	20.16%	19.80%
P/E	23.30	25.67	13.33	11.38	9.66
P/B	4.81	3.96	2.75	2.30	1.91

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 4月19日, 公司发布2021年年报及2022年一季报, 21年营收101.48亿元, 同比+24.84%, 归母净利润13.32亿元, 同比-19.81%。Q4营收30.77亿元, 同比+22.96%, 归母净利润-0.11亿元, 同比下滑5.49亿元。22Q1实现营收20.86亿元, 同比+9.32%, 归母净利润3.68亿元, 同比+2.47%。

经营分析

■ **21年年报: 收入端**, 凭借较强品牌能力和渠道能力取得领先行业的成绩。油烟机实现收入48.8亿元, 同比+18.7%; 燃气灶实现收入24.4亿元, 同比+27.3%。传统品类份额持续提升, 新品类洗碗机21年预计实现翻倍增长, 22年“老板”品牌已发布集成灶新品, 将有望持续贡献增量。**利润端**, 公司Q4实现归母净利润-0.11亿元, 同比下滑5.49亿元, 主要由于对部分精装修业务客户计提坏账准备, 合计7亿多元。21年归母净利率13.12%, 同比下滑7.3pct, 若剔除坏账影响21年归母净利率为19%左右, 同比小幅下滑。Q4毛利率为43.73%, 同比-10.4pct, 预计4季度根据会计准则变动, 将全年运输费由销售费用转计至成本, 若剔除该影响, Q4毛利率小幅下滑1pct, 预计主要为原材料价格上涨影响。

■ **2022一季报: 22Q1** 公司实现营收20.86亿元, 同比+9.32%, 在疫情影响下, 一季度收入增速略有放缓, 3月底公司举办新品发布会, 将推出10余款老板品牌集成灶产品, 有望在后续继续贡献收入。利润方面, 公司实现归母净利润3.68亿元, 同比+2.47%。22Q1归母净利率为17.63%, 同比-1.7pct; 毛利率为52.56%, 同比-4.8pct, 剔除会计准则变动影响, 预计Q1毛利率为55%左右, 同比-2pct左右, 预计主要为原材料价格上涨影响。

盈利预测&投资建议

■ 我们预计2022-2024年公司营收分别为119.4、139.9、164.2亿元, 同比分别增长17.7%、17.2%、17.3%, 预计2022-2024年公司归母净利润分别为21.7、25.4、29.9亿元, 同比分别增长62.7%、17.1%、17.8%。EPS分别为2.3、2.7、3.2, 当前股价对应2022-2024年PE分别为13.3x、11.4x、9.7x, 维持“增持”评级。

风险提示

■ 地产增速放缓风险; 原材料价格上涨风险; 新品类扩张不及预期风险。

事件

4月19日，老板电器发布2021年年报及22年一季度报告，21年实现营收101.48亿元，同比+24.84%，实现归母净利润13.32亿元，同比-19.81%，实现扣非净利润12.77亿元，同比-19.42%。对应Q4实现营收30.77亿元，同比+22.96%，实现归母净利润-0.11亿元，同比下滑5.49亿元，实现扣非净利润-0.14亿元，同比下滑5.42亿元。主要由于对部分精装修业务客户计提坏账准备，合计7亿多元。

22Q1实现营收20.86亿元，同比+9.32%，实现归母净利润3.68亿元，同比+2.47%，实现扣非净利润3.36亿元，同比+4.27%。

点评

2021年报：

收入端看，公司21年实现营收101.48亿元，同比+24.84%；对应Q4实现营收30.77亿元，同比+22.96%。其中整体销量803万台，同比提升15%，均价提升8%，公司通过产品结构优化实现均价提升，以应对原材料涨价影响，并拉动收入增速。

公司凭借较强品牌能力和渠道能力取得领先行业的业绩，分品类看：

油烟机：实现收入48.8亿元，同比+18.7%，根据奥维云网，2021年油烟机行业销额333亿元，同比增长4%。公司油烟机线下、线上零售额份额分别为30.5%、16.9%，同比分别+2.2pct、0.9pct，线下稳居第一，线上由第三升至第一。老板吸油烟机在精装修渠道市场份额为36.2%，同比+1.2pct。

燃气灶：实现收入24.4亿元，同比+27.3%，根据奥维云网，2021年燃气灶行业销额191亿元，同比增长2%。公司燃气灶线下、线上零售额份额分别为29.3%、9.9%，同比分别+3.5pct、1.4pct，线下稳居第一，线上由第四升至第三。

新品类洗碗机21年预计实现翻倍增长，根据奥维云网，2021年洗碗机行业销额99.6亿元，同比增长14.4%。21年老板洗碗机线下量价分别同比+112%、-2%。**蒸烤一体机**预计实现70-80%收入增长，根据奥维云网，2021年嵌入式蒸烤一体机行业销额56亿元，同比增长26%。新品类显著高于行业增速，拉动收入增速提振。此外，22年“老板”品牌已发布集成灶新品，将有望持续贡献增量。

分渠道看，21年公司直营模式实现收入46.5亿元，同比+39.1%，代销模式实现收入30.7亿元，同比+19.2%，直营+代销模式收入占比达76%，公司主要销售渠道取得较好增长。工程渠道实现收入19.8亿元，同比+7.0%，因剔除部分高风险精装修客户，公司工程渠道增长有所放缓；经销模式实现收入3.8亿元，同比+9.9%。

利润端看，公司21年实现归母净利润13.32亿元，同比-19.81%，实现扣非净利润12.77亿元，同比-19.42%。对应Q4实现归母净利润-0.11亿元，同比下滑5.49亿元，实现扣非净利润-0.14亿元，同比下滑5.42亿元。主要由于对部分精装修业务客户计提坏账准备，合计7亿多元。若剔除坏账影响则21年归母净利润同比+17%左右。

21年归母净利率13.12%，同比下滑7.3pct，若剔除坏账影响21年归母净利率为19%左右，同比小幅下滑。具体看，21年毛利率为52.35%，同比-3.8pct，Q4毛利率为43.73%，同比-10.4pct，预计4季度根据会计准则变动，将全年运输费由销售费用转计至成本，若剔除该影响，Q4毛利率小幅下滑1pct，预

计主要为原材料价格上涨影响。Q4 公司销售/管理/研发/财务费用率同比分别-7.2pct /-0.2pct/+0.2pct/+0.9pct，销售费用率亦主要受会计准则变动影响，若剔除该影响，Q4 销售费用率同比+2pct 左右，其余期间费用维持相对稳定。

营运能力：公司 Q4 销售商品收到现金 29.64 亿元，同比+16%，公司现金流情况良好。21 年应收账款及应收票据余额为 29.28 亿元，应收账款周转天数为 46 天，周转情况良好稳健。21 年公司存货为 17.72 亿元，营收占比为 17.46%，存货周转天数为 118 天，较前值（138 天）进一步加快。

2022 一季报：

22Q1 公司实现营收 20.86 亿元，同比+9.32%，在疫情影响下，一季度收入增速略有放缓。根据奥维云网，一季度老板油烟机、燃气灶、洗碗机销额分别同比-16%、-17%、+51%。3 月底公司举办新品发布会，22 年将推出 10 款或以上老板品牌集成灶产品，通过 500 家融合店及 500 家新开门店形式销售，将有望在后续继续贡献收入。

利润方面，公司实现归母净利润 3.68 亿元，同比+2.47%，实现扣非净利润 3.36 亿元，同比+4.27%。22Q1 归母净利率为 17.63%，同比-1.7pct；毛利率为 52.56%，同比-4.8pct，剔除会计准则变动影响，预计 Q1 毛利率为 55%左右，同比-2pct 左右，预计主要为原材料价格上涨影响。Q1 公司销售/管理/研发/财务费用率同比分别-3.2pct /+0.3pct/+0.2pct/-0.1pct，销售费用率亦主要受会计准则变动影响，若剔除该影响，销售费用率同比基本持平，其余期间费用维持相对稳定。

盈利预测&投资建议

公司具备较强品牌力及渠道力，传统优势品类稳健增长，份额持续提升，新兴品类打造第二成长曲线。我们预计 2022-2024 年公司营收分别为 119.4、139.9、164.2 亿元，同比分别增长 17.7%、17.2%、17.3%，预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 21.7、25.4、29.9 亿元，同比分别增长 62.7%、17.1%、17.8%。EPS 分别为 2.3、2.7、3.2，当前股价对应 2022-2024 年 PE 分别为 13.3x、11.4x、9.7x，维持“增持”评级。

风险提示

地产增速放缓风险；原材料价格上涨风险；新品类扩张不及预期风险。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	7,761	8,129	10,148	11,943	13,994	16,419
增长率		4.7%	24.8%	17.7%	17.2%	17.3%
主营业务成本	-3,549	-3,563	-4,835	-5,709	-6,633	-7,684
%销售收入	45.7%	43.8%	47.6%	47.8%	47.4%	46.8%
毛利	4,212	4,565	5,313	6,234	7,361	8,735
%销售收入	54.3%	56.2%	52.4%	52.2%	52.6%	53.2%
营业税金及附加	-67	-62	-81	-96	-111	-131
%销售收入	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-1,928	-2,147	-2,454	-3,105	-3,708	-4,433
%销售收入	24.8%	26.4%	24.2%	26.0%	26.5%	27.0%
管理费用	-284	-297	-364	-418	-490	-577
%销售收入	3.7%	3.7%	3.6%	3.5%	3.5%	3.5%
研发费用	-299	-303	-366	-414	-490	-576
%销售收入	3.9%	3.7%	3.6%	3.5%	3.5%	3.5%
息税前利润 (EBIT)	1,633	1,756	2,048	2,201	2,562	3,018
%销售收入	21.0%	21.6%	20.2%	18.4%	18.3%	18.4%
财务费用	83	150	140	125	155	183
%销售收入	-1.1%	-1.8%	-1.4%	-1.0%	-1.1%	-1.1%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	127	39	91	105	140	164
%税前利润	6.8%	2.0%	5.9%	4.1%	4.7%	4.7%
营业利润	1,872	1,951	1,535	2,546	2,991	3,525
营业利润率	24.1%	24.0%	15.1%	21.3%	21.4%	21.5%
营业外收支	0	-3	-2	-4	-3	-3
税前利润	1,872	1,949	1,533	2,542	2,988	3,522
利润率	24.1%	24.0%	15.1%	21.3%	21.4%	21.4%
所得税	-257	-261	-184	-356	-418	-493
所得税率	13.7%	13.4%	12.0%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润	1,614	1,687	1,349	2,186	2,570	3,029
少数股东损益	24	27	17	19	33	39
归属于母公司的净利润	1,590	1,661	1,332	2,167	2,537	2,990
净利率	20.5%	20.4%	13.1%	18.1%	18.1%	18.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	1,614	1,687	1,349	2,186	2,570	3,029
少数股东损益	24	27	17	19	33	39
非现金支出	110	109	128	157	170	183
非经营收益	-160	-73	-236	184	-133	-158
营运资金变动	-18	-272	72	-865	267	-162
经营活动现金净流	1,546	1,451	1,313	1,662	2,874	2,892
资本开支	-272	-282	-430	-301	-288	-289
投资	1,205	-992	-522	-514	-502	-502
其他	122	56	92	105	140	164
投资活动现金净流	1,056	-1,218	-861	-710	-650	-627
股权募资	0	7	1	200	0	0
债权募资	0	0	0	5	-22	0
其他	-759	-469	-672	-478	-476	-475
筹资活动现金净流	-759	-463	-671	-273	-498	-475
现金净流量	1,843	-229	-219	679	1,726	1,790

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	4,054	3,921	3,802	4,474	6,195	7,981
应收款项	2,232	2,898	3,001	4,256	4,619	5,424
存货	1,339	1,386	1,772	2,346	2,726	3,158
其他流动资产	1,426	2,423	3,008	3,484	4,004	4,522
流动资产	9,052	10,627	11,583	14,560	17,544	21,085
%总资产	85.0%	85.3%	83.3%	87.0%	88.4%	89.8%
长期投资	106	108	19	23	25	27
固定资产	1,098	1,288	1,634	1,736	1,827	1,905
%总资产	10.3%	10.3%	11.7%	10.4%	9.2%	8.1%
无形资产	301	318	315	391	415	439
非流动资产	1,600	1,830	2,323	2,179	2,294	2,396
%总资产	15.0%	14.7%	16.7%	13.0%	11.6%	10.2%
资产总计	10,652	12,458	13,906	16,739	19,838	23,482
短期借款	0	6	35	22	0	0
应付款项	2,240	2,718	3,412	4,053	4,811	5,541
其他流动负债	1,317	1,384	1,528	1,817	2,090	2,453
流动负债	3,557	4,108	4,976	5,892	6,901	7,994
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	121	155	164	169	164	160
负债	3,678	4,264	5,140	6,061	7,065	8,154
普通股股东权益	6,864	8,051	8,627	10,520	12,582	15,097
其中：股本	949	949	949	949	949	949
未分配利润	5,054	6,240	7,099	8,791	10,854	13,369
少数股东权益	110	143	139	158	191	230
负债股东权益合计	10,652	12,458	13,906	16,739	19,838	23,482

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	1.675	1.750	1.403	2.283	2.673	3.150
每股净资产	7.233	8.483	9.090	11.085	13.258	15.908
每股经营现金净流	1.629	1.529	1.383	1.751	3.029	3.048
每股股利	0.800	0.500	0.500	0.500	0.500	0.500
回报率						
净资产收益率	23.16%	20.63%	15.44%	20.60%	20.16%	19.80%
总资产收益率	14.93%	13.33%	9.58%	12.95%	12.79%	12.73%
投入资本收益率	20.18%	18.53%	20.46%	17.69%	17.25%	16.94%
增长率						
主营业务收入增长率	4.52%	4.74%	24.84%	17.69%	17.17%	17.33%
EBIT增长率	14.37%	7.54%	16.61%	7.48%	16.40%	17.81%
净利润增长率	7.89%	4.46%	-19.81%	62.72%	17.08%	17.84%
总资产增长率	12.65%	16.95%	11.63%	20.37%	18.51%	18.37%
资产管理能力						
应收账款周转天数	27.6	38.9	46.9	50.0	48.0	48.0
存货周转天数	138.1	139.6	119.2	150.0	150.0	150.0
应付账款周转天数	133.2	159.7	147.4	165.5	169.2	168.0
固定资产周转天数	38.9	37.0	42.4	34.6	28.0	22.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-77.63%	-76.48%	-75.74%	-73.28%	-78.81%	-80.60%
EBIT利息保障倍数	-19.6	-11.7	-14.7	-17.6	-16.6	-16.5
资产负债率	34.53%	34.23%	36.96%	36.21%	35.61%	34.73%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	4	32	63	70	142
增持	0	2	4	4	1
中性	0	0	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.06	1.09	1.08	1.02

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-04-06	增持	30.50	32.00 ~ 38.00

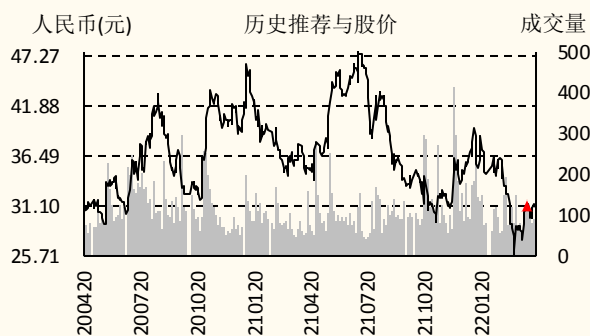
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持


投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402