

龙头地位稳固，Q1 增速放缓

投资要点

- **业绩总结:** 1) 2021年公司实现营收 101.5 亿元, 同比增长 24.8%; 归母净利润 13.3 亿元, 同比下降 19.8%。单季度来看, Q4 公司实现营收 30.8 亿元, 同比增长 23%; 归母净利润 0.1 亿元, 同比下降 102%。公司利润下滑主要是公司基于谨慎性原则计提坏账准备 7.8 亿元。2) 2022Q1 公司实现营收 20.9 亿元, 同比增长 9.3%; 实现归母净利润 3.7 亿元, 同比增长 2.5%。
- **传统品类集中度进一步提升, 龙头竞争优势明显。**报告期内, 传统厨电市场行业加速出清, 市场份额向龙头企业集中。公司作为行业龙头, 通过产品和渠道的双轮发力, 市场份额进一步扩大。根据 AVC 数据显示, 公司线上线下销售额市占率分别同比提升 1.5/2.7pp, 其中吸油烟机、燃气灶和消毒柜线下市占率分别为 30.5%/29.3%, 同比提升 2.3/3.5pp; 线上厨电套餐零售额市场占有率达到 30.4%, 同比增加 2.4pp, 均位于行业第一。
- **第二、三品类群表现优异, 集成灶有望放量。**报告期内, 公司第二、三品类群表现优异, 营收占比分别达到 9.2%/13.4%, 分别同比提升 0.7/2.8pp。其中, 蒸烤一体机、嵌入式洗碗机及热水器表现亮眼, 洗碗机与热水器均实现营收翻倍以上增长。根据 AVC 数据显示, 公司嵌入式蒸烤一体机线下零售额市场占有率达到 34.8%, 同比提升 2.9pp, 位居行业第一; 公司洗碗机线下零售额市场占有率达到 17.5%, 同比提升 8pp, 首次跻身行业第二。此外, 公司在 2022 年 3 月底发布了新款集成灶产品, 我们预计, 公司以洗碗机、集成灶和蒸烤一体机等为代表的第二、三品类群销售放量有望推动公司业绩高速增长。
- **股权激励彰显发展信心。**公司于 2022 年 4 月推出股权激励计划, 拟向中层管理人员和核心技术骨干共计 285 人以 29.27 元/股的价格授予股票期权 481 万份, 占公司总股本的 0.51%, 考核条件以 2021 年营收为准, 2022/2023/2024 年营收 CAGR 均不低于 15%。按照公司 2021 年实现营收 101.5 亿元计算, 对应解锁条件的 22-24 年营收分别为 116.7/134.2/154.4 亿元。公司本次股权激励调高了营收目标, 彰显了公司的长期发展信心。
- **盈利能力短期承压。**报告期内, 受到原材料涨价影响, 公司综合毛利率为 52.4%, 同比下降 3.8pp, 毛利率短期承压。费用率方面, 公司销售/管理/财务费用率分别为 24.2%/7.2%-1.4%, 分别同比变动 -2.2/-0.2/+0.5pp。综合来看, 原材料涨价叠加大额计提坏账准备影响下, 公司净利率为 13.3%, 同比下降 7.5pp。
- **传统厨电表现低迷, Q1 增速放缓。**根据 AVC 推总数据显示, 2022Q1 传统厨电市场规模为 96.2 亿元, 同比下滑 7%。在传统厨电表现低迷的情况下, Q1 公司依旧保持了稳健的增长, Q1 公司营收同比增长 9.3%, 归母净利润同比增长 2.5%。盈利能力方面, 受到原材料涨价影响, 公司综合毛利率为 52.6%, 同比下降 4.8pp。公司销售/管理/财务费用率分别为 29%/7.2%/-1.5%, 分别同比变动 -3.2/+0.5/-0.1pp。综合来看, 公司降本控费对冲成本压力, 净利率为 17.5%, 同比下降 1.5pp。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2022-2024 年 EPS 分别为 2.34/2.73/3.17 元, 考虑公司作为厨电龙头企业, 多元品类布局完善, 终端份额进一步提升, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格或大幅波动、终端销售不及预期风险。

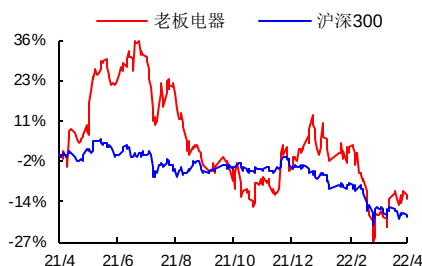
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	10147.71	11931.46	13834.56	15881.42
增长率	24.84%	17.58%	15.95%	14.80%
归属母公司净利润 (百万元)	1331.71	2218.81	2593.89	3005.52
增长率	-19.81%	66.61%	16.90%	15.87%
每股收益 EPS (元)	1.40	2.34	2.73	3.17
净资产收益率 ROE	15.39%	20.22%	9.12%	18.14%
PE	22	13	11	10
PB	3.29	2.60	2.10	1.72

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 龚梦泓
执业证号: S1250518090001
电话: 023-63786049
邮箱: gmh@swsc.com.cn
联系人: 夏勤
电话: 023-63786049
邮箱: xiaqin@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	9.49
流通 A 股(亿股)	9.35
52 周内股价区间(元)	25.71-47.7
总市值(亿元)	288.79
总资产(亿元)	139.12
每股净资产(元)	9.48

相关研究

1. 老板电器 (002508): 收入首破百亿, 计提坏账准备影响盈利 (2022-02-25)
2. 老板电器 (002508): 行业增长低迷, 公司经营稳健 (2021-10-20)
3. 老板电器 (002508): 产品渠道双驱动, 厨电龙头再攀高 (2021-09-24)
4. 老板电器 (002508): 产品渠道多维发力, 多元成长曲线确定 (2021-08-04)
5. 老板电器 (002508): 产品渠道多维发力, Q1 经营稳步复苏 (2021-04-28)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	10147.71	11931.46	13834.56	15881.42	净利润	1348.79	2247.26	2627.15	3044.07
营业成本	4835.05	5783.80	6674.80	7668.65	折旧与摊销	121.93	148.25	172.17	182.20
营业税金及附加	80.59	94.76	109.14	125.71	财务费用	-139.67	-130.65	-188.16	-270.21
销售费用	2454.42	2899.34	3389.47	3890.95	资产减值损失	-52.63	-27.00	-27.00	-27.00
管理费用	363.76	835.20	968.42	1111.70	经营营运资本变动	311.46	-904.94	-167.12	-197.82
财务费用	-139.67	-130.65	-188.16	-270.21	其他	-224.50	-41.01	-53.78	-54.61
资产减值损失	-52.63	-27.00	-27.00	-27.00	经营活动现金流净额	1365.38	1291.90	2363.27	2676.62
投资收益	90.50	80.00	80.00	80.00	资本支出	-374.65	-145.00	-145.00	-15.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-486.04	80.00	80.00	80.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-860.69	-65.00	-65.00	65.00
营业利润	1535.20	2556.00	2987.90	3461.62	短期借款	23.54	-29.62	0.00	0.00
其他非经营损益	-2.43	-2.21	-2.39	-2.34	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1532.77	2553.79	2985.50	3459.28	股权融资	3.12	0.00	0.00	0.00
所得税	183.98	306.53	358.35	415.22	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	1348.79	2247.26	2627.15	3044.07	其他	-696.64	225.42	188.16	270.21
少数股东损益	17.08	28.46	33.27	38.55	筹资活动现金流净额	-669.98	195.81	188.16	270.21
归属母公司股东净利润	1331.71	2218.81	2593.89	3005.52	现金流量净额	-166.11	1422.71	2486.43	3011.83
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	3802.20	5224.91	7711.34	10723.17	成长能力				
应收和预付款项	3132.54	3420.58	4038.68	4651.01	销售收入增长率	24.84%	17.58%	15.95%	14.80%
存货	1772.23	2108.00	2435.36	2801.25	营业利润增长率	-21.33%	66.49%	16.90%	15.85%
其他流动资产	2876.42	2877.15	2877.92	2878.75	净利润增长率	-20.06%	66.61%	16.90%	15.87%
长期股权投资	5.41	5.41	5.41	5.41	EBITDA 增长率	-20.58%	69.60%	15.48%	13.52%
投资性房地产	11.09	11.09	11.09	11.09	获利能力				
固定资产和在建工程	1633.95	1638.03	1618.20	1458.33	毛利率	52.35%	51.52%	51.75%	51.71%
无形资产和开发支出	309.98	303.19	296.40	289.60	三费率	26.40%	30.20%	30.14%	29.80%
其他非流动资产	362.22	361.68	361.14	360.61	净利率	13.29%	18.83%	18.99%	19.17%
资产总计	13906.04	15950.03	19355.52	23179.21	ROE	15.39%	20.22%	19.12%	18.14%
短期借款	29.62	0.00	0.00	0.00	ROA	9.70%	14.09%	13.57%	13.13%
应付和预收款项	3521.95	4203.37	4909.46	5608.49	ROIC	46.49%	64.63%	61.56%	65.51%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	14.95%	21.57%	21.48%	21.24%
其他负债	1588.41	633.18	705.43	786.02	营运能力				
负债合计	5139.98	4836.55	5614.89	6394.51	总资产周转率	0.77	0.80	0.78	0.75
股本	949.02	949.02	949.02	949.02	固定资产周转率	10.13	9.45	10.05	11.97
资本公积	404.92	404.92	404.92	404.92	应收账款周转率	7.79	7.42	7.75	7.55
留存收益	7573.24	9792.04	12385.93	15391.45	存货周转率	3.03	2.97	2.92	2.92
归属母公司股东权益	8627.03	10945.99	13539.88	16545.40	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	101.39%	—	—	—
少数股东权益	139.03	167.49	200.76	239.30	资本结构				
股东权益合计	8766.06	11113.48	13740.63	16784.70	资产负债率	36.96%	30.32%	29.01%	27.59%
负债和股东权益合计	13906.04	15950.03	19355.52	23179.21	带息债务/总负债	0.58%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.33	2.92	3.13	3.38
					速动比率	1.97	2.47	2.68	2.93
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	1.40	2.34	2.73	3.17
					每股净资产	9.24	11.71	14.48	17.69
					每股经营现金	1.44	1.36	2.49	2.82
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	1517.46	2573.60	2971.90	3373.61					
PE	21.69	13.02	11.13	9.61					
PB	3.29	2.60	2.10	1.72					
PS	2.85	2.42	2.09	1.82					
EV/EBITDA	14.40	7.92	6.02	4.41					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn