

2022年04月20日

老板电器 (002508.SZ)

公司快报

收入增长盈利短期承压，以集成化切入厨电板块

事件

公司发布 2021 年年度报告和 2022 年第一季度报告，披露全年共实现营业收入 101.48 亿元/+24.84%；归母净利润 13.32 亿元/-19.81%；扣非归母净利润为 12.77 亿元/-19.42%；基本每股收益 1.41 元/-19.43%。

2022 年 Q1 的营业收入 20.86 亿元/+9.32%；归母净利润 3.68 亿元/+2.47%；扣非归母净利润 3.36 亿元/+4.27%；基本每股收益 0.38 元/+2.49%。

投资要点

◆ **收入增长迈入百亿行列，高端化转型保障盈利空间：**公司 2021 年共计收入 101.48 亿元，取得 24.84% 的双位数同比增长，正式跨入百亿行列。整体毛利率 52.35%，同比降低 3.81 个百分点，归母净利润 13.32 亿元，同比减少 19.81%，盈利承压除会计准则调整的影响外，主系 2020 年底开始家电相关原材料涨价，随着库存消耗和新的采购周期到来，材料成本抬升的影响逐渐显现，去年四个季度营业利润分别同比+47.38%/+15.7%/+6.3%/-109.83%，其中 Q1 的增速较大是因为 20Q1 同比-23.9%而产生较小基数，Q4 则是因营业成本大幅承压+50.97%，致使营业利润在 20Q4 本来仅 5.87% 的增速上大幅下滑。

品类来看，传统烟灶贡献公司总收入的 72.13% 和毛利的 62.75%。根据奥维数据，2021 全年，公司旗下传统烟灶品类均在零售量有所下滑的情况下，取得零售额的增长，其中油烟机零售量 2150 万台/-6%，零售额 333 亿元/+4%；燃气灶整体零售量 2543 万台/-9%，零售额 191 亿元/+2%。其背后是品牌-产品的策略转型，一方面公司多年来致力于打造高端品牌，在原材料价格持续上涨的背景下，促成产品结构向高端转化也有助于保有足够的盈利空间，譬如油烟机 2021 年线上均价 1550 元，同比提高 56 元，线下均价 3733 元，同比增加 313 元，品牌溢价得以实现。

◆ **从集成化、套系化向整体厨电市场进发：**近五年来，以洗碗机与嵌入式蒸烤为主的新兴品类对公司收入和毛利的贡献逐年递增，其 2021 年收入和毛利占比分别同比增加 2.02pct/5.01pct。新兴品类背后是新的人群和集成化、套系化偏好，公司通过研发集成产品，实现多功能一体化和空间利用率优化，有望获取更大的潜在市场和新的增长点。奥维数据显示，2021 年洗碗机整体市场零售额为 99.6 亿元/+14.4%，零售量 195.2 万台/+1.7%，2022Q1 零售额 19.1 亿元/+20.6%，零售量 35 万台/+7.1%，市场规模进一步加速扩张，其中集成洗碗机增速达 77%，远超整体增速。根据奥维推算，我国洗碗机累计销量在 1000 万台（含工程）左右，渗透率约 2 台/百户，远低于日本、意大利等国，细分领域发展潜力巨大且目前未形成本土龙头。

◆ **22Q1 增速放缓，增长提速有待 H2：**今年第一季度营业收入 20.86 亿元，同比 21Q1 个位数增长了 9.32%，增速有所放缓。一方面，各地疫情反复，3 月以来广东疫情和 4 月以来上海疫情影响了华南和华东地区的销售，而这两个地区 2021 年销售收入分别占到 12.94% 和 46.31%，据此判断 22Q2 的营收也会受到拖累，受阻的需求有望延期释放；另一方面，地产链前期遇冷，直到 3 月以来，两会和中央金融会议

投资评级

增持-A(首次)

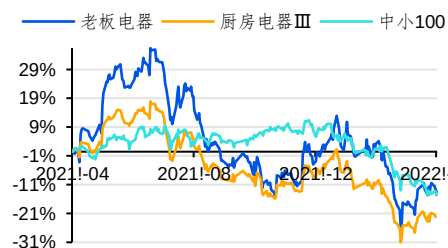
股价(2022-04-20)

30.16 元

交易数据

总市值(百万元)	28,622.57
流通市值(百万元)	28,196.61
总股本(百万股)	949.02
流通股本(百万股)	934.90
12 个月价格区间	24.65/49.05 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	12.24	-3.09	1.59
绝对收益	4.9	-22.07	-13.51

分析师

刘荆
SAC 执业证书编号：S0910520020001
liujing1@huajinsec.cn

相关报告

老板电器：营收稳定，盈利能力持续上升
2017-08-01

释放出明确的宽松信号，各地方政府和银行体系也不断出台相应的政策，根据过往情况，市场信心一般在 1-2 个月内得到初步修复。综合来看，公司业绩增速预计将在今年下半年有所回升。

◆ **投资建议：**老板电器四十多年深耕厨热领域，在尤以烟灶为主的品类市场具有很强的品牌声誉和稳定的销售网络，近年来以集成化为切入点，公司在厨电领域大力发展洗碗机和微蒸烤一体机，取得稳健增长的良好表现。我们预测公司 2022 年至 2024 年每股收益分别为 2.27、2.62 和 2.95 元，22E、23E 的市盈率为 13.3 倍、11.5 倍，首次覆盖，给予“增持-A”的建议。

◆ **风险提示：**市场竞争加剧；原材料成本上涨超预期；新兴品类研发和渗透效率不理想，地产政策风险。

财务数据与估值

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	8,129	10,148	11,809	13,783	16,194
YoY(%)	4.7	24.8	16.4	16.7	17.5
净利润(百万元)	1,661	1,332	2,150	2,482	2,799
YoY(%)	4.5	-19.8	61.4	15.4	12.8
毛利率(%)	56.2	52.4	56.8	56.0	54.3
EPS(摊薄/元)	1.75	1.40	2.27	2.62	2.95
ROE(%)	20.6	15.4	19.4	18.3	17.1
P/E(倍)	17.2	21.5	13.3	11.5	10.2
P/B(倍)	3.6	3.3	2.6	2.1	1.7
净利率(%)	20.4	13.1	18.2	18.0	17.3

数据来源：同花顺，华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	10627	11583	14817	18256	22109
现金	3,921	3,802	8,032	9,296	13,810
应收票据及应收账款	2,898	3,001	2,641	3,944	3,793
预付账款	70	131	39	163	84
存货	1,386	1,772	1,229	1,977	1,547
其他流动资产	1	4	4	4	4
非流动资产	1,830	2,323	1,945	1,984	2,009
长期投资	3	5	5	5	5
固定资产	825	1179	1232	1269	1292
无形资产	235	229	217	205	193
其他非流动资产	218	357	357	357	357
资产总计	12458	13906	16762	20240	24118
流动负债	4108	4976	5211	6271	7361
短期借款	6	30	0	0	0
应付票据及应付账款	2476	3145	3236	4337	5200
其他流动负债	1384	1528	1528	1528	1528
非流动负债	155	164	307	211	164
长期借款	0	0	143	47	0
其他非流动负债	155	164	164	164	164
负债合计	4264	5140	5518	6482	7525
少数股东权益	143	139	167	198	234
股本	949	949	949	949	949
资本公积	402	405	405	405	405
留存收益	6715	7573	9723	12205	15004
归属母公司股东权益	8051	8627	11077	13559	16358
负债和股东权益	12458	13906	16762	20240	24118

现金流量表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1537	1365	3324	1188	4273
净利润	1687	1349	2150	2482	2799
折旧摊销	109	122	111	126	141
财务费用	-150	-140	-229	-337	-454
投资损失	-39	-91	0	0	0
营运资金变动	1339	-683	1265	-1115	1751
其他经营现金流	-1409	807	28	32	36
投资活动现金流	-1218	-861	264	-166	-166
筹资活动现金流	-462	-670	643	241	407

每股指标(元)

每股收益(最新摊薄)	1.75	1.40	2.27	2.62	2.95
每股经营现金流(最新摊)	1.62	1.44	3.50	1.25	4.50
每股净资产(最新摊薄)	8.48	9.09	11.67	14.29	17.24

利润表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	8129	10148	11809	13783	16194
营业成本	3563	4835	5105	6059	7399
营业税金及附加	62	81	94	110	130
营业费用	2147	2454	2970	3480	4026
管理费用	297	364	429	499	585
研发费用	303	366	965	1114	1286
财务费用	-150	-140	-229	-337	-454
资产减值损失	-22	-53	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	39	91	0	0	0
营业利润	1951	1535	2474	2857	3222
营业外收入	1	2	0	0	0
营业外支出	4	4	0	0	0
利润总额	1949	1533	2474	2857	3222
所得税	261	184	297	343	387
税后利润	1687	1349	2178	2514	2835
少数股东损益	27	17	28	32	36
归属母公司净利润	1661	1332	2150	2482	2799
EBITDA	1927	2310	2356	2645	2908

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	4.7	24.8	16.4	16.7	17.5
营业利润(%)	4.3	-21.3	61.2	15.4	12.8
归属于母公司净利润	4.5	-19.8	61.4	15.4	12.8
获利能力					
毛利率(%)	56.2	52.4	56.8	56.0	54.3
净利率(%)	20.4	13.1	18.2	18.0	17.3
ROE(%)	20.6	15.4	19.4	18.3	17.1
ROIC(%)	114.4	72.1	112.7	1891.9	191.2
偿债能力					
资产负债率(%)	34.2	37.0	32.9	32.0	31.2
流动比率	2.6	2.3	2.8	2.9	3.0
速动比率	2.2	2.0	2.6	2.6	2.8
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	8.6	7.4	9.0	9.0	9.0
应付账款周转率	5.2	5.2	5.4	5.3	4.9
估值比率					
P/E	17.2	21.5	13.3	11.5	10.2
P/B	3.6	3.3	2.6	2.1	1.7
EV/EBITDA	16.8	11.8	7.5	6.2	4.1

资料来源: 同花顺, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

刘荆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn