

老板电器 (002508.SZ)

2022 年三季报点评： 盈利能力改善，提份额+新品类助增长

买入

核心观点

三季度收入增速转正，净利润降幅收窄，盈利能力回升。公司前三季度收入 72.4 亿元，同比增长 2.4%，归母净利润 12.3 亿元，同比下滑 8.1%。其中 2022Q3 营收 27.9 亿/+1.7%，归母净利润 5.1 亿/-7.6%，扣非归母净利润 12.77 亿/-19.42%，其中非经常主要为政府补助约 0.15 亿。

传统品类市占仍保持提升，集成灶新品助力份额提升。公司在行业承压下三季度规模仍保持了止跌回升，其中烟灶消仍保持了份额的持续上升，Q1-Q3 烟/灶/消线下份额分别提升 1.3/1.4/0.5pct 至 31.8%/30.6%/22.7%，线上厨电套餐和烟灶两件套餐份额+1.2/1.8pct 至 30.5%/32.5%。二三品类中集成灶自年初新品发布以来线下市场份额提升至 4.5%，10 月发布 4 款集成灶新品进一步补全 SKU 至 12 款，集成灶门店接近 400 家，叠加洗碗机、蒸烤一体等二品类份额仍维持住了市场地位，后续新品类和份额提升对规模增长的拉动依然可期。渠道方面，考虑到线上份额稳中有增，预计电商 Q3 收入仍有望保持增长，另外在保交房背景下预计工程收入也有所回升。

结构升级+原材料压力降低，盈利能力显著恢复。公司均价年初至今仍保持同比提升，叠加原材料价格的同比压力降低，毛利率较 Q2 环比明显改善 5.3pct 至 52.3%，毛销差同比（毛利率-销售费用率）降低 1.5pct，较 Q2 大幅收窄。2022Q3 管理/研发/财务费用率分别+0.7/+0.1/+0.2pct 至 4.0%/3.3%/-2.2%整体维稳。在毛利率修复、费用端维稳助力下公司 Q3 净利润率降幅收窄，同比-0.4pct 至 5.1%（环比+1.5pct）。

现金流保持健康，回款稳中向好。2022Q3 公司经营性净现金流同比+17%至 11.8 亿元，其中应收票据较 Q2 末降低 5.2 亿元至 7.9 亿，工程业务结构进一步优化。尽管信用减值损失确认 0.12 亿元，但应收余额的下降和稳健的经营性净现金流有望提升未来的经营安全性和盈利质量。

风险提示：行业竞争加剧；原材料价格大幅上涨；品类扩张不及预期。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。

考虑到地产和消费环境对收入规模增长的负面影响，下调盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润 18.9/21.2/24.1 亿（前值为 21.7/25.8/29.5 亿），增速为 42.2%/11.9%/13.8%；摊薄 EPS=2.00/2.23/2.54 元，对应 PE=10/9/8x。公司作为我国厨电龙头，传统份额持续提升，新品类顺利扩张，二次增长有望延续，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	8,129	10,148	10,687	11,591	12,484
(+/-%)	4.7%	24.8%	5.3%	8.5%	7.7%
净利润(百万元)	1661	1332	1894	2119	2411
(+/-%)	4.5%	-19.8%	42.2%	11.9%	13.8%
每股收益(元)	1.75	1.40	2.00	2.23	2.54
EBIT Margin	21.6%	20.2%	18.2%	19.2%	19.9%
净资产收益率 (ROE)	20.6%	15.4%	19.4%	19.6%	20.5%
市盈率 (PE)	11.9	14.8	10.4	9.3	8.2
EV/EBITDA	12.9	11.5	12.0	10.7	9.8
市净率 (PB)	2.45	2.29	2.02	1.82	1.67

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

家用电器·厨卫电器

证券分析师：陈伟奇

0755-81982606

chenweiqi@guosen.com.cn

S0980520110004

证券分析师：王兆康

0755-81983063

wangzk@guosen.com.cn

S0980520120004

联系人：邹会阳

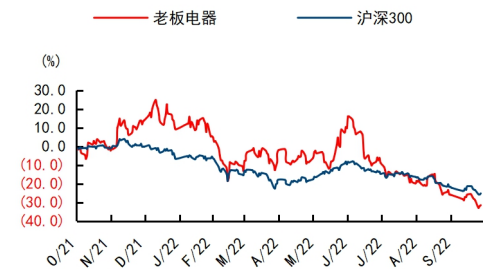
0755-81981518

zouhuiyang@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	21.24 元
总市值/流通市值	20157/19902 百万元
52 周最高价/最低价	40.61/20.47 元
近 3 个月日均成交额	212.96 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《老板电器 (002508.SZ) -2021 年年报&2022 年一季报点评：扩品类增长如期落地，短期因素拖累盈利》——

2022-04-20

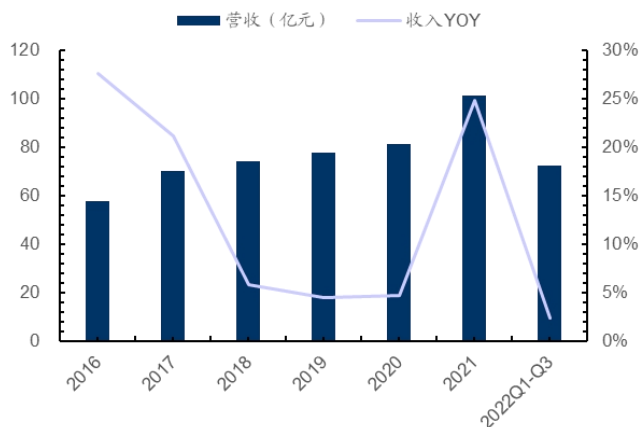
《老板电器-002508-2021 年业绩快报点评：经营业绩靓丽，减值落地轻装上阵》——2022-02-25

《老板电器-002508-2021 年三季报点评：Q3 盈利稳健，表现符合预期》——2021-10-21

《老板电器-002508-2021 年半年报点评：经营表现超预期，龙头二次高增长》——2021-08-05

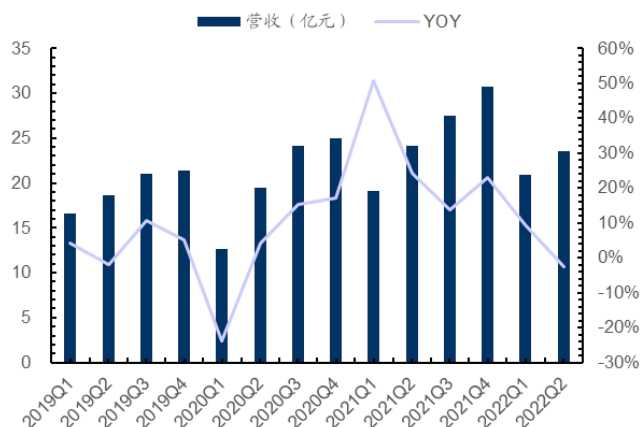
《老板电器-002508-2021 年第一季度业绩预告点评：龙头弹性凸显，Q1 表现超预期》——2021-04-16

图1: 公司营业收入及增速



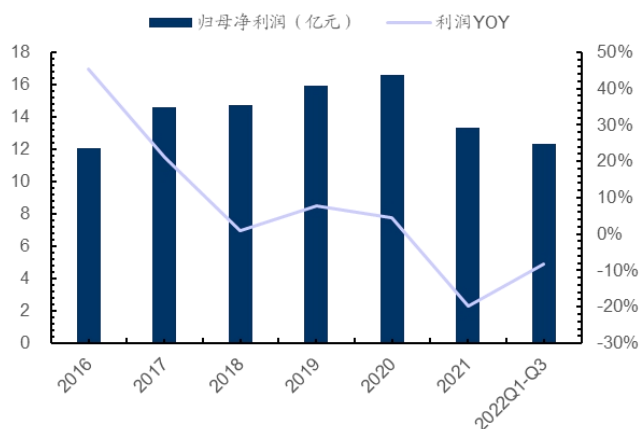
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季营业收入及增速



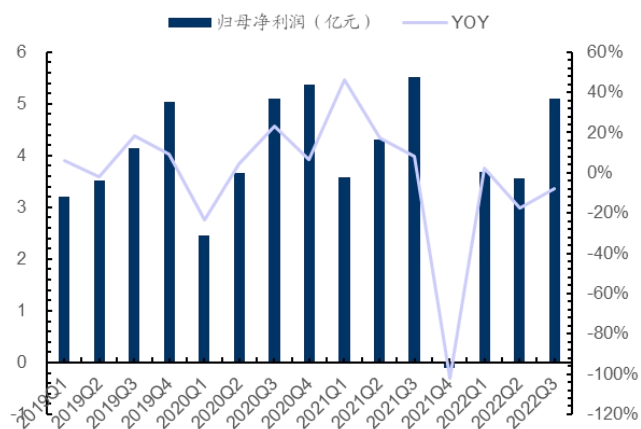
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及增速



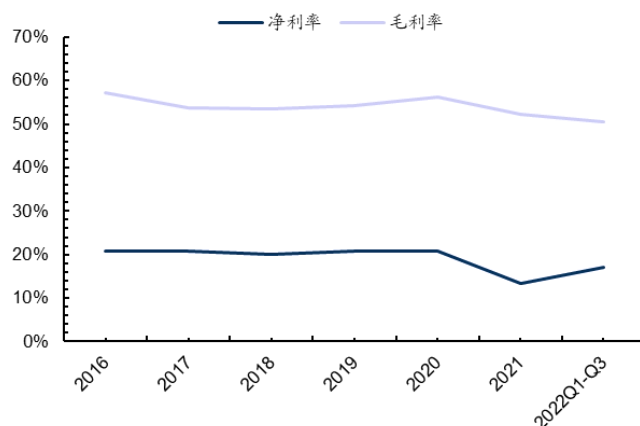
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季归母净利润及增速



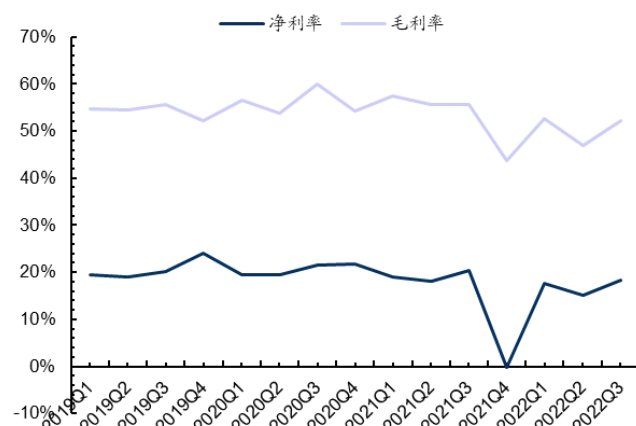
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司毛利率及净利率



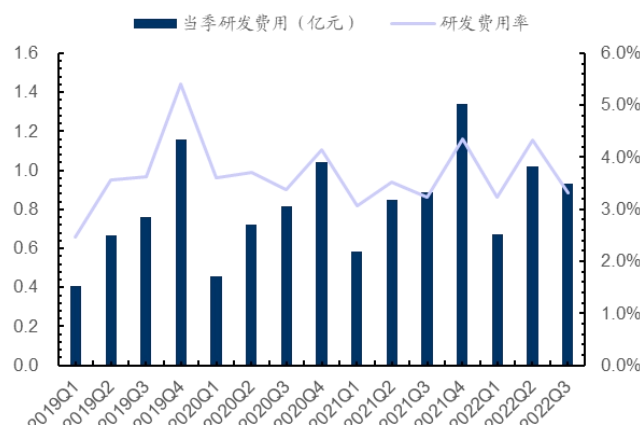
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司单季度毛利率及净利率



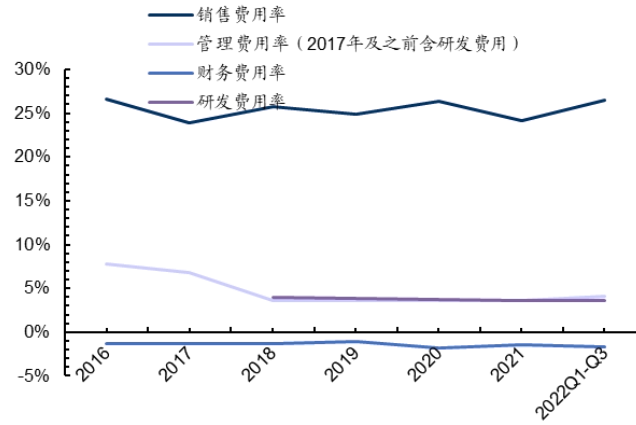
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 公司研发费用情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司期间费用情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				PEG (22E)	投资 评级
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E		
002677.SZ	浙江美大	10.79	70	1.03	1.08	1.24	1.40	10.5	10.0	8.7	7.7	0.7	买入
000333.SZ	美的集团	42.39	2,966	4.08	4.50	5.18	5.74	10.4	9.4	8.2	7.4	0.7	买入
002035.SZ	华帝股份	5.98	51	0.24	0.60	0.67	0.75	24.4	10.0	8.9	8.0	0.8	买入
002508.SZ	老板电器	20.80	197	1.40	2.00	2.23	2.54	14.8	10.4	9.3	8.2	0.7	买入

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	3921	3802	4916	6011	7151	营业收入	8129	10148	10687	11591	12484
应收款项	2898	3001	3154	3660	3773	营业成本	3563	4835	5063	5397	5776
存货净额	1386	1772	1905	2027	2148	营业税金及附加	62	81	85	91	99
其他流动资产	71	135	303	195	243	销售费用	2147	2454	2821	3049	3246
流动资产合计	10627	11583	13150	14765	16188	管理费用	600	730	768	832	883
固定资产	1288	1634	1580	1477	1391	财务费用	(150)	(140)	(173)	(218)	(262)
无形资产及其他	235	229	220	211	202	投资收益	39	91	86	72	79
投资性房地产	303	454	454	454	454	资产减值及公允价值变动	(86)	(818)	0	(48)	(24)
长期股权投资	3	5	6	7	9	其他收入	92	75	0	0	0
资产总计	12458	13906	15410	16914	18243	营业利润	1951	1535	2209	2464	2798
短期借款及交易性金融负债	6	35	14	18	22	营业外净收支	(3)	(2)	(2)	(2)	(2)
应付款项	2476	3145	3209	3545	3728	利润总额	1949	1533	2207	2462	2795
其他流动负债	1627	1796	2082	2150	2297	所得税费用	261	184	288	316	353
流动负债合计	4108	4976	5305	5713	6046	少数股东损益	27	17	25	27	31
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1661	1332	1894	2119	2411
其他长期负债	155	164	188	211	229						
长期负债合计	155	164	188	211	229	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	4264	5140	5493	5924	6275	净利润	1661	1332	1894	2119	2411
少数股东权益	143	139	154	168	180	资产减值准备	13	31	15	(3)	(3)
股东权益	8051	8627	9764	10823	11788	折旧摊销	109	119	148	169	178
负债和股东权益总计	12458	13906	15410	16914	18243	公允价值变动损失	86	818	0	48	24
						财务费用	(150)	(140)	(173)	(218)	(262)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	(149)	173	(64)	(97)	62
每股收益	1.75	1.40	2.00	2.23	2.54	其它	6	(20)	0	16	16
每股红利	0.50	0.52	0.80	1.12	1.52	经营活动现金流	1726	2453	1993	2254	2688
每股净资产	8.48	9.09	10.29	11.40	12.42	资本开支	0	336	(100)	(102)	(104)
ROIC	27%	31%	38%	62%	62%	其它投资现金流	(992)	(520)	0	0	0
ROE	21%	15%	19%	20%	20%	投资活动现金流	(991)	(186)	(101)	(103)	(105)
毛利率	56%	52%	53%	53%	54%	权益性融资	(1)	1	0	0	0
EBIT Margin	22%	20%	18%	19%	20%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	23%	21%	20%	21%	21%	支付股利、利息	(475)	(495)	(758)	(1060)	(1447)
收入增长	5%	25%	5%	8%	8%	其它融资现金流	83	(1395)	(21)	5	4
净利润增长率	4%	-20%	42%	12%	14%	融资活动现金流	(867)	(2385)	(779)	(1055)	(1443)
资产负债率	35%	38%	37%	36%	35%	现金净变动	(133)	(119)	1113	1095	1140
息率	2.4%	2.5%	3.8%	5.4%	7.3%	货币资金的期初余额	4054	3921	3802	4916	6011
P/E	11.9	14.8	10.4	9.3	8.2	货币资金的期末余额	3921	3802	4916	6011	7151
P/B	2.5	2.3	2.0	1.8	1.7	企业自由现金流	0	2430	1679	1909	2304
EV/EBITDA	12.9	11.5	12.0	10.7	9.8	权益自由现金流	0	1035	1809	2103	2537

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。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口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032