

老板电器 (002508.SZ)

2023 年中报点评：传统厨电领先复苏，盈利持续改善

买入

核心观点

二季度收入加速增长，盈利持续改善。公司 2023 年上半年实现营收 49.3 亿/+11.0%，归母净利润 8.3 亿/+14.7%，扣非归母净利润 7.5 亿/+17.4%。其中 Q2 收入 27.6 亿/+16.9%，归母净利润 4.4 亿/+23.9%，扣非归母净利润 4.1 亿/+35.0%。公司 Q2 收入增速环比 Q1 提升 12.6pct，在地产竣工反弹等因素的助推下经营加速回暖；受益于原材料成本下降，盈利能力实现持续修复。

地产竣工反弹，传统厨电行业温和复苏。2023 年以来，随着地产保交楼等政策的实施及竣工低基数，住宅竣工迎来较为强劲的反弹，2023H1 住宅竣工面积同比增长 18.5%，其中 Q2 增长 19.6%。在竣工回暖的带动下，厨电行业实现温和复苏。奥维云网数据显示，2023H1 厨卫大家电合计零售额 789 亿元，同比增长 3.8%；其中刚需品类（油烟机、燃气灶、电热水器、燃气热水器）零售额同比增长 4.2%，品需品类（洗碗机、嵌入式、净水器、消毒柜）同比增长 5.5%，集成灶零售额同比下滑 0.4%。

公司市占率稳中有升，一品类收入增长超 10%。公司通过产品升级及多维度营销，市场份额稳步向前。2023H1 公司线上厨电套餐/烟灶两件套/吸油烟机/燃气灶市占率分别+0.3/-0.5/+2.5/+2.8pct 至 32.0%/33.4%/17.5%/11.6%，线下吸油烟机/燃气灶市占率-0.7/+0.3pct 至 31.0%/30.4%。2023H1 公司第一品类吸油烟机/燃气灶/消毒柜收入分别同比+12.1%/+11.9%/+5.8%至 23.2/11.8/2.1 亿，主品类收入实现良好增长。

新兴品类表现分化，洗碗机、集成灶增长较快。受到消费环境的影响，公司二三品类等表现有所分化，蒸烤箱较为承压。2023H1 公司二品类：一体机/蒸箱/烤箱收入分别-11.3%/-28.9%/-15.6%至 3.2/0.3/0.3 亿；三品类：洗碗机/净水器/热水器收入分别+34.3%/-29.5%/+12.8%至 3.3/0.2/1.0 亿；集成灶收入实现快速扩张，同比增长 41.2%至 2.0 亿。

毛利率持续修复，盈利延续向好势头。受到原材料成本下降及产品结构升级的助推，Q2 公司毛利率同比提升 2.7pct 至 49.7%。公司费用率基本稳定，Q2 销售/研发/管理/财务费用率分别+0.4/-0.5/-0.2/+0.1pct 至 25.0%/3.8%/4.1%/-1.3%。此外，Q2 公司的退税等其他收益同比有所减少，资产减值损失有所增加，拉低了公司整体盈利表现。但 Q2 公司归母净利率同比提升 0.9pct 至 16.0%，盈利保持提升趋势。

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：上调盈利预测，维持“买入”评级。

考虑到传统厨电复苏良好，上调盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润为 19.6/22.4/24.6 亿(前值为 19.1/21.9/24.0 亿)，增速为 24%/15%/10%；摊薄 EPS=2.06/2.37/2.59 元，对应 PE=13/11/10x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10,148	10,272	11,389	12,546	13,621
(+/-%)	24.8%	1.2%	10.9%	10.2%	8.6%
净利润(百万元)	1332	1572	1957	2245	2462
(+/-%)	-19.8%	18.1%	24.5%	14.7%	9.7%
每股收益(元)	1.40	1.66	2.06	2.37	2.59
EBIT Margin	20.2%	15.8%	18.1%	18.6%	18.8%
净资产收益率(ROE)	15.4%	16.2%	17.9%	19.0%	19.2%
市盈率(PE)	18.6	15.8	12.7	11.1	10.1
EV/EBITDA	13.8	17.0	13.6	12.2	11.3
市净率(PB)	2.88	2.55	2.27	2.10	1.94

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

证券分析师：邹会阳

0755-81981518

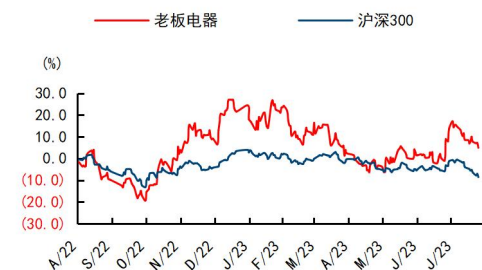
zouhuiyang@guosen.com.cn

S0980523020001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	26.14 元
总市值/流通市值	24807/24492 百万元
52 周最高价/最低价	33.13/20.30 元
近 3 个月日均成交额	239.95 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) -2022 年报&2023 年一季报点评：逆势营收保持稳健，一季度业绩出现改善》——2023-05-03

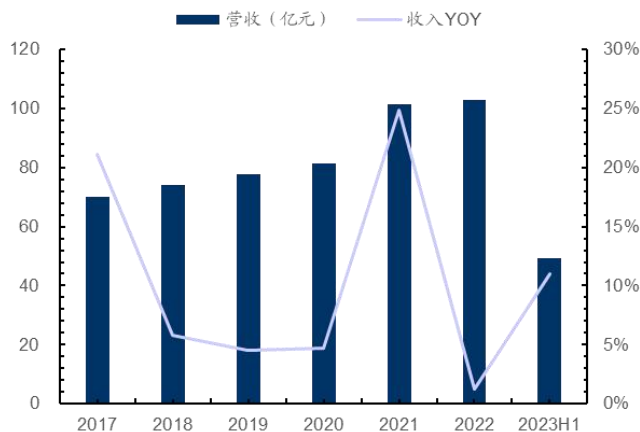
《老板电器 (002508.SZ) -2022 年三季报点评：盈利能力改善，提份额+新品类助增长》——2022-10-27

《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

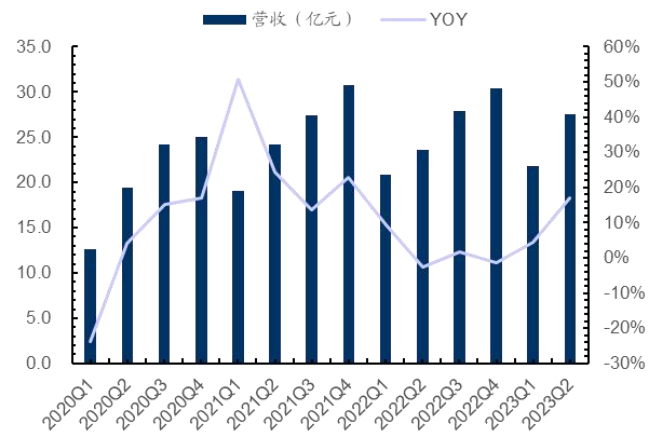
《老板电器-002508-2021 年三季报点评：Q3 盈利稳健，表现符合预期》——2021-10-21

图1：公司营业收入及增速



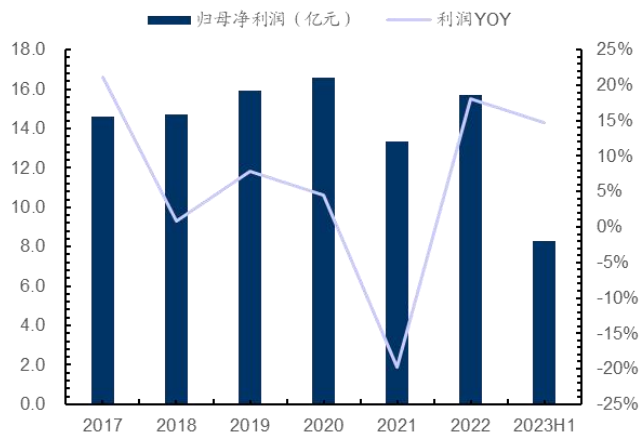
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速



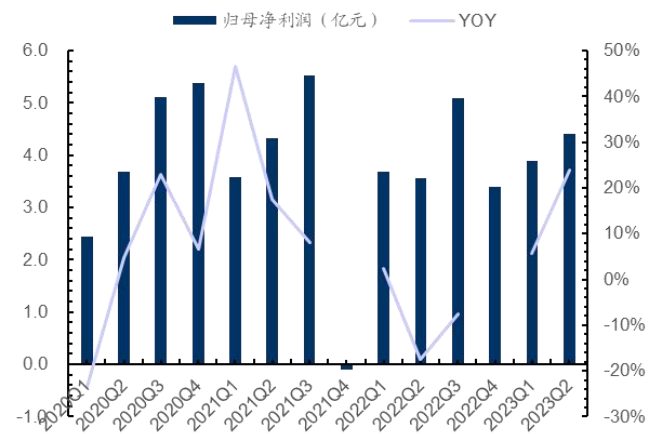
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速



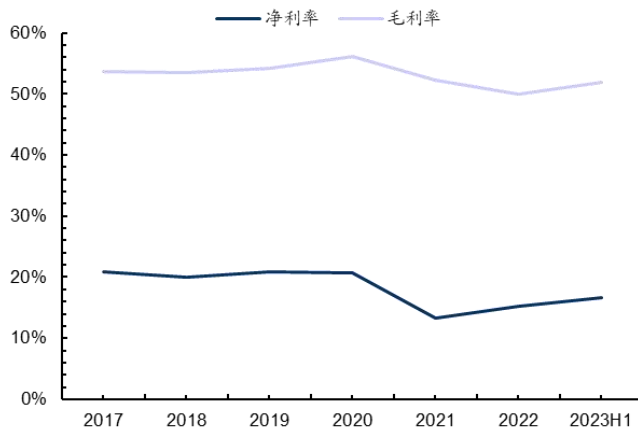
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季归母净利润及增速



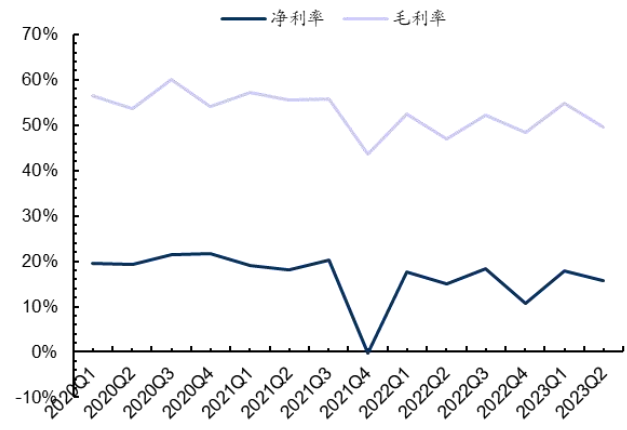
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司毛利率及净利率



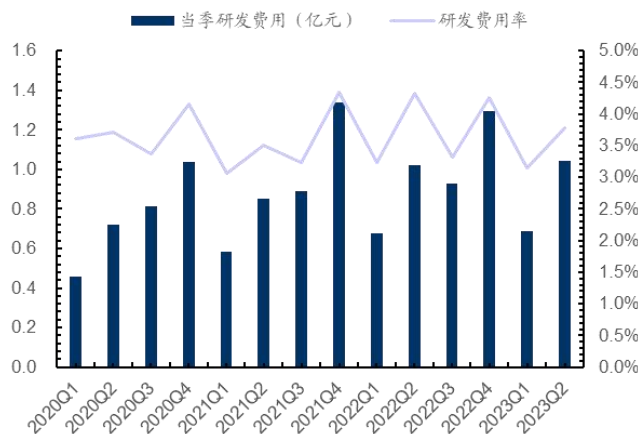
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司单季度毛利率及净利率



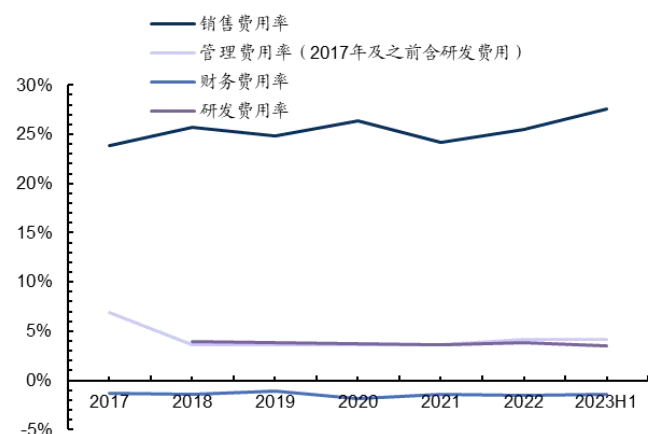
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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 (23E)	投资 评级
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E		
002508.SZ	老板电器	26.14	248	1.66	2.06	2.37	2.59	15.8	12.7	11.1	10.1	0.8	买入
300894.SZ	火星人	19.97	82	0.78	1.08	1.32	1.59	25.7	18.5	15.1	12.6	0.7	买入
300911.SZ	亿田智能	36.32	39	1.95	2.46	2.98	3.48	18.6	14.8	12.2	10.4	0.7	买入
002677.SZ	浙江美大	10.13	65	0.70	0.83	0.92	1.00	14.5	12.2	11.1	10.1	1.0	买入
605336.SH	帅丰电器	15.60	29	1.16	1.39	1.62	1.82	13.4	11.2	9.6	8.6	0.7	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	3802	5293	7046	8126	9227	营业收入	10148	10272	11389	12546	13621
应收款项	3001	2652	2808	3094	3411	营业成本	4835	5137	5486	5991	6511
存货净额	1772	1610	1625	1694	1934	营业税金及附加	81	79	87	97	105
其他流动资产	135	178	149	183	204	销售费用	2454	2614	2893	3174	3433
流动资产合计	11583	12244	14141	15608	17288	管理费用	730	823	863	950	1017
固定资产	1634	2028	1847	1662	1486	财务费用	(140)	(157)	(183)	(226)	(258)
无形资产及其他	229	221	213	204	195	投资收益	91	99	76	89	82
投资性房地产	454	537	537	537	537	资产减值及公允价值变动	(818)	(249)	(100)	(90)	(75)
长期股权投资	5	9	11	14	17	其他收入	75	149	0	0	0
资产总计	13906	15040	16749	18025	19523	营业利润	1535	1775	2220	2559	2822
短期借款及交易性金融负债	35	57	33	42	44	营业外净收支	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
应付款项	3145	3291	3600	3864	4209	利润总额	1533	1773	2217	2557	2820
其他流动负债	1796	1668	1925	2034	2206	所得税费用	184	215	277	332	381
流动负债合计	4976	5017	5557	5939	6459	少数股东损益	17	(14)	(18)	(20)	(22)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1332	1572	1957	2245	2462
其他长期负债	164	165	169	174	177						
长期负债合计	164	165	169	174	177	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	5140	5182	5726	6113	6636	净利润	1332	1572	1957	2245	2462
少数股东权益	139	126	115	107	98	资产减值准备	31	(28)	2	(2)	(3)
股东权益	8627	9732	10907	11805	12789	折旧摊销	119	143	188	208	216
负债和股东权益总计	13906	15040	16749	18025	19523	公允价值变动损失	818	249	100	90	75
						财务费用	(140)	(157)	(183)	(226)	(258)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	173	378	429	(12)	(62)
每股收益	1.40	1.66	2.06	2.37	2.59	其它	(20)	18	(13)	(6)	(6)
每股红利	0.52	0.51	0.83	1.42	1.56	经营活动现金流	2453	2332	2664	2522	2682
每股净资产	9.09	10.26	11.49	12.44	13.48	资本开支	0	(247)	(100)	(102)	(104)
ROIC	31%	22%	37%	85%	75%	其它投资现金流	(520)	360	0	0	0
ROE	15%	16%	18%	19%	19%	投资活动现金流	(522)	110	(103)	(105)	(107)
毛利率	52%	50%	52%	52%	52%	权益性融资	(1)	11	0	0	0
EBIT Margin	20%	16%	18%	19%	19%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	21%	17%	20%	20%	20%	支付股利、利息	(495)	(482)	(783)	(1347)	(1477)
收入增长	25%	1%	11%	10%	9%	其它融资现金流	(1057)	2	(25)	9	2
净利润增长率	-20%	18%	24%	15%	10%	融资活动现金流	(2049)	(952)	(808)	(1338)	(1475)
资产负债率	38%	35%	35%	35%	34%	现金净变动	(119)	1491	1754	1079	1101
息率	2.0%	1.9%	3.2%	5.4%	6.0%	货币资金的期初余额	3921	3802	5293	7046	8126
P/E	18.6	15.8	12.7	11.1	10.1	货币资金的期末余额	3802	5293	7046	8126	9227
P/B	2.9	2.5	2.3	2.1	1.9	企业自由现金流	2430	1697	2319	2125	2262
EV/EBITDA	13.8	17.0	13.6	12.2	11.3	权益自由现金流	1037	1699	2455	2330	2488

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 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