

2023年08月24日

老板电器 (002508.SZ)

公司快报

需求稳健复苏，业绩表现超预期

事件：公司发布 2023 年半年报。根据公告，23H1 公司实现营业收入 49.35 亿元，同比增长 11.04%，实现归母净利润 8.30 亿元，同比增长 14.67%，实现扣非后归母净利润 7.47 亿元，同比增长 17.43%；单季度来看，23Q2 公司实现营业收入 27.58 亿元，同比增长 16.94%，实现归母净利润 4.41 亿元，同比增长 23.93%，实现扣非后归母净利润 4.05 亿元，同比增长 34.95%。

投资要点

◆ **传统烟灶显著复苏，新兴品类持续放量。**上半年厨电行业整体温和反弹，分品类来看，23H1 公司传统品类吸油烟机/燃气灶收入 23.2/11.8 亿元，同比+12.09%/+11.90%，新兴品类洗碗机/集成灶收入 0.33/0.20 亿元，同比+34.28%/+41.19%，根据奥维云网，23H1 公司吸油烟机/燃气灶/消毒柜/嵌入式一体机线下渠道零售额市占率分别为 31.0%/30.4%/20.3%/30.3%，厨电套餐/烟灶两件套/吸油烟机线上渠道零售额市占率分别为 32.0%/33.4%/17.5%，以上品类除消毒柜外均在对应渠道内位列行业第一，市场份额持续领先。公司坚持高端品牌定位，持续打造最懂中式烹饪的中国高端厨房电器品牌形象，同时多渠道协同发展、推广无忧厨改，传统零售渠道流量回暖，下沉渠道高速增长，据官微披露上半年下沉网点增加 1668 个，创新渠道蓄势待发，电商渠道效率提升，工程渠道现金流大幅改善，专卖店体系及海外渠道稳健发展，品牌、渠道优势持续强化。除此之外，公司技术、产品不断升级，上半年先后推出灵犀全自动烟灶、光焱洗消一体机、高性能集成灶、数字厨电 AI 烹任新旗舰创造者 i7 等多款新品，产品竞争力显著增强。

◆ **毛利率显著改善，费率管控表现稳健。**23H1/Q2 公司毛利率为 51.93%/49.68%，同比提升 2.33pct/2.70pct，预计得益于原材料价格下降、产品结构升级等。公司费率管控较为稳健，23Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别为 24.96%/4.08%/3.78%/-1.26%，同比+0.40pct/-0.20pct/-0.54pct/+0.07pct，基本保持稳定；上半年公司其他收益/收入同比下降 0.77pct，资产减值损失约 392 万元，同比减少 2797.7 万元，最终 23H1/23Q2 净利率为 16.68%/15.82%，同比+0.45pct/+0.75pct。23H1/Q2 经营性净现金流为 9.60/7.78 亿元，较去年同期分别增长 197.3%/299%，主要得益于销售回款增加。

◆ **投资建议：**公司为传统厨电龙头，品牌、渠道、产品力领先市场，基本盘烟灶消费表现稳健，新拓品类集成灶、洗碗机等持续发力，有望打开第二增长曲线。预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 114.73/126.75/139.94 亿元，同比增长 11.7%/10.5%/10.4%，归母净利润 19.06/21.48/24.10 亿元，同比增长 21.2%/12.7%/12.2%，对应 EPS 分别为 2.01/2.26/2.54 元，首次覆盖，给予“增持-B”评级。

◆ **风险提示：**市场需求不及预期，房地产市场持续低迷，行业竞争加剧等。

家电 | 厨房电器III

投资评级

增持-B(首次)

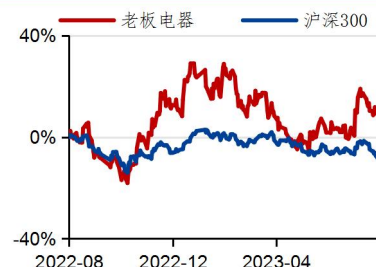
股价(2023-08-23)

26.14 元

交易数据

总市值（百万元）	24,807.49
流通市值（百万元）	24,492.42
总股本（百万股）	949.02
流通股本（百万股）	936.97
12 个月价格区间	31.87/21.02

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	8.05	11.55	14.83
绝对收益	4.77	6.02	3.67

分析师

吴东炬

 SAC 执业证书编号：S0910523070002
 wudongju@huajinsec.com

相关报告



财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10,148	10,272	11,473	12,675	13,994
YoY(%)	24.8	1.2	11.7	10.5	10.4
净利润(百万元)	1,332	1,572	1,906	2,148	2,410
YoY(%)	-19.8	18.1	21.2	12.7	12.2
毛利率(%)	52.4	50.0	51.9	52.5	52.9
EPS(摊薄/元)	1.40	1.66	2.01	2.26	2.54
ROE(%)	15.4	15.8	17.0	16.6	16.2
P/E(倍)	18.6	15.8	13.0	11.6	10.3
P/B(倍)	2.9	2.5	2.2	1.9	1.7
净利率(%)	13.1	15.3	16.6	16.9	17.2

数据来源：聚源、华金证券研究所

一、盈利预测

分业务来看：

- (1) 第一品类群：包含吸油烟机、燃气灶和消毒柜，为公司传统优势品类，市场地位领先，在近期地产稳增长的基调之下，地产政策结构性放松，后周期厨电品类将受益，预计 2023-2025 年第一品类群收入增速分别为 11.6%、8.8%、8.8%。
- (2) 第二品类群：包含一体机、蒸箱和烤箱。厨电集成化趋势明确，蒸烤一体机有望取代部分蒸、烤箱需求，实现渗透率逐步提升，预计 2023-2025 年第二品类群收入增速分别为 6.2%、13.1%、13.9%。
- (3) 第三品类群：包含洗碗机、净水器和热水器。新兴品牌洗碗机刚需属性较强、渗透率低，市场空间巨大，未来有望随着产品升级迭代实现快速普及，净水器、热水器发展较为成熟，预计表现较为平稳。预计 2023-2025 年第三品类群收入增速分别为 23.8%、20.2%、17.1%。
- (4) 集成灶：集成灶顺应厨电集成化趋势，且具备较强的吸油烟机能力、低噪音等优势，市场渗透率有望持续提升，公司凭借较强的品牌影响力和产品力快速入局，随渠道拓展线下份额显著提升，未来仍有望保持较快增长，预计 2023-2025 年集成灶收入增速分别为 40.45%、30%、25%。

综上，预计 2023-2025 年公司营业收入增速分别为 11.70%、10.48%、10.40%，考虑到大宗原材料价格下降、公司产品结构持续优化等，预计 2023-2025 年公司毛利率分别为 51.93%、52.47%、52.87%。

表 1：公司业绩拆分及盈利预测

项	项	2021	2022	2023E	2024E	2025E
第一品类群	收入（百万元）	7863.43	7766.47	8667.58	9427.55	10254.92
	YOY%	19.4%	-1.2%	11.6%	8.8%	8.8%
	吸油烟机					
	收入（百万元）	4,879.64	4,832.35	5414.13	5901.41	6432.53
	YOY%	18.73%	-0.97%	12.04%	9.00%	9.00%
	燃气灶					
	收入（百万元）	2439.64	2456.95	2750.78	2998.34	3268.20
	YOY%	27.25%	0.71%	11.96%	9.00%	9.00%
	消毒柜					
	收入（百万元）	544.15	477.17	502.67	527.80	554.19
	YOY%	-2.65%	-12.31%	5.34%	5.00%	5.00%
第二品类群	收入（百万元）	1595.05	1762.44	1871.20	2115.51	2408.58
	YOY%	55.3%	10.5%	6.2%	13.1%	13.9%
	一体机					
	收入（百万元）	647.14	739.68	680.02	714.02	785.42
	YOY%	71.26%	14.30%	-8.07%	5.00%	10.00%
	蒸箱					
	收入（百万元）	150.48	99.99	78.34	74.43	78.15

		2021	2022	2023E	2024E	2025E
	YOY%	-20.21%	-33.55%	-21.65%	-5.00%	5.00%
	烤箱					
	收入（百万元）	132.01	82.49	72.91	76.55	80.38
	YOY%	11.69%	-37.51%	-11.62%	5.00%	5.00%
第三品类群	收入（百万元）	665.42	840.28	1039.93	1254.85	1470.33
	YOY%	94.5%	26.3%	23.8%	20.2%	17.1%
	洗碗机					
	收入（百万元）	450.51	593.79	782.50	978.12	1173.75
	YOY%	101.32%	31.81%	31.78%	25.00%	20.00%
	净水器					
	收入（百万元）	59.86	54.08	43.36	45.52	46.89
	YOY%	-2.60%	-9.65%	-19.83%	5.00%	3.00%
	热水器					
	收入（百万元）	155.05	192.40	214.08	231.20	249.70
	YOY%	172.57%	24.09%	11.26%	8.00%	8.00%
集成灶	收入（百万元）	326.35	384.84	540.51	702.66	878.33
	YOY%	25.97%	17.92%	40.45%	30.00%	25.00%
其他小家电	收入（百万元）	93.79	67.90	69.59	75.16	78.92
	YOY%	18.55%	-27.61%	2.50%	8.00%	5.00%
主营业务合计	收入（百万元）	9878.61	9981.65	11148.88	12325.22	13626.45
	YOY%	24.25%	1.04%	11.69%	10.51%	10.55%
	毛利率%	51.61%	49.70%	51.70%	52.20%	52.60%
其他业务	收入（百万元）	269.10	289.85	324.15	350.08	378.08
	YOY%	51.29%	7.71%	11.83%	8.00%	8.00%
	毛利率%	79.66%	59.85%	60.00%	62.00%	63.00%
公司整体	收入（百万元）	10147.71	10,271.50	11473.02	12675.30	13994.03
	YOY%	24.84%	1.22%	11.70%	10.48%	10.40%
	毛利率%	52.35%	49.98%	51.93%	52.47%	52.87%

资料来源：wind，华金证券研究所

二、可比公司估值

公司为厨电行业领导品牌，主要产品为烟灶消、一体机、集成灶、洗碗机等。为便于对比分析，我们选取业务内容相似的厨电上市公司华帝股份（主营烟机、灶具、热水器等）、火星人（主营集成灶）、亿田智能（主营集成灶）、浙江美大（主营集成灶）、帅丰电器（主营集成灶）作为可比公司，进行估值对比。公司定位高端，产品力、品牌力领先市场，渠道多元且布局完善，其优势传统品类经营稳健，新拓品类集成灶、洗碗机等成长性更优，未来业绩空间较为充足，看好中长期发展。

表 2：可比公司估值

公司代码	公司简称	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）				PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	TTM	2023E	2024E	2025E
002035	华帝股份	47.98	1.43	5.25	6.06	6.82	30.81	9.13	7.92	7.04
300894	火星人	81.63	3.15	4.25	5.20	6.26	26.92	19.22	15.68	13.03
300911	亿田智能	39.01	2.10	2.53	2.99	3.51	18.95	15.45	13.03	11.10
002677	浙江美大	65.45	4.52	5.53	6.32	7.00	15.18	11.84	10.36	9.34
605336	帅丰电器	28.71	2.14	2.51	2.90	3.27	13.24	11.45	9.91	8.78
	平均	-	2.67	4.01	4.69	5.37	21.02	13.42	11.38	9.86
002508	老板电器	248.07	15.72	19.06	21.48	24.10	15.57	13.01	11.55	10.29

资料来源：wind，华金证券研究所（可比公司数据来自wind一致预期，截止日期 2023 年 8 月 23 日）

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	11583	12244	14213	16201	18791	营业收入	10148	10272	11473	12675	13994
现金	3802	5293	5850	8216	9287	营业成本	4835	5137	5515	6024	6595
应收票据及应收账款	2928	2571	3571	3215	4277	营业税金及附加	81	79	80	76	84
预付账款	131	178	167	214	207	营业费用	2454	2614	3040	3359	3750
存货	1772	1610	2021	1946	2396	管理费用	364	431	459	507	546
其他流动资产	2950	2593	2604	2611	2623	研发费用	366	392	402	456	532
非流动资产	2323	2795	2834	2861	2888	财务费用	-140	-157	-256	-271	-329
长期投资	5	9	12	15	18	资产减值损失	-818	-249	-115	-127	-140
固定资产	1179	1622	1708	1768	1821	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	229	221	219	212	202	投资净收益	91	99	89	79	89
其他非流动资产	909	943	896	865	847	营业利润	1535	1775	2207	2476	2766
资产总计	13906	15040	17047	19061	21679	营业外收入	2	3	3	2	2
流动负债	4976	5017	5576	5902	6572	营业外支出	4	5	4	4	5
短期借款	30	52	52	52	52	利润总额	1533	1773	2205	2474	2764
应付票据及应付账款	3145	3291	3617	3930	4332	所得税	184	215	283	311	342
其他流动负债	1802	1674	1907	1920	2189	税后利润	1349	1558	1923	2163	2422
非流动负债	164	165	165	165	165	少数股东损益	17	-14	17	15	12
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	1332	1572	1906	2148	2410
其他非流动负债	164	165	165	165	165	EBITDA	1542	1781	2207	2447	2706
负债合计	5140	5182	5741	6066	6737	主要财务比率					
少数股东权益	139	126	142	158	169	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
股本	949	949	949	949	949	成长能力					
资本公积	405	410	410	410	410	营业收入(%)	24.8	1.2	11.7	10.5	10.4
留存收益	7573	8674	9999	11484	13129	营业利润(%)	-21.3	15.6	24.4	12.2	11.7
归属母公司股东权益	8627	9732	11164	12837	14773	归属于母公司净利润(%)	-19.8	18.1	21.2	12.7	12.2
负债和股东权益	13906	15040	17047	19061	21679	获利能力					
现金流量表(百万元)						毛利率(%)	52.4	50.0	51.9	52.5	52.9
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	净利率(%)	13.1	15.3	16.6	16.9	17.2
经营活动现金流	1365	1945	897	2696	1357	ROE(%)	15.4	15.8	17.0	16.6	16.2
净利润	1349	1558	1923	2163	2422	ROIC(%)	14.4	14.5	15.8	15.3	14.8
折旧摊销	122	164	166	181	202	偿债能力					
财务费用	-140	-157	-256	-271	-329	资产负债率(%)	37.0	34.5	33.7	31.8	31.1
投资损失	-91	-99	-89	-79	-89	流动比率	2.3	2.4	2.5	2.7	2.9
营运资金变动	-694	101	-846	703	-848	速动比率	1.9	2.1	2.2	2.4	2.5
其他经营现金流	818	378	0	0	0	营运能力					
投资活动现金流	-861	-44	-115	-128	-140	总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
筹资活动现金流	-670	-430	-224	-203	-145	应收账款周转率	3.5	3.7	3.7	3.7	3.7
每股指标 (元)						应付账款周转率	1.7	1.6	1.6	1.6	1.6
每股收益(最新摊薄)	1.40	1.66	2.01	2.26	2.54	估值比率					
每股经营现金流(最新摊薄)	1.44	2.05	0.95	2.84	1.43	P/E	18.6	15.8	13.0	11.6	10.3
每股净资产(最新摊薄)	9.09	10.26	11.76	13.53	15.57	P/B	2.9	2.5	2.2	1.9	1.7
						EV/EBITDA	11.9	9.7	7.5	5.8	4.9

资料来源：聚源、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

吴东炬声明，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。

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

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn