

老板电器 (002508.SZ)

2023年11月05日

工程渠道放缓导致 Q3 收入略低于预期，新品类加速拓展趋势向好

投资评级：买入（维持）

——公司信息更新报告

日期	2023/11/3
当前股价(元)	23.19
一年最高最低(元)	33.13/22.07
总市值(亿元)	220.08
流通市值(亿元)	217.28
总股本(亿股)	9.49
流通股本(亿股)	9.37
近3个月换手率(%)	49.65

吕明（分析师）	陆帅坤（分析师）
lvming@kysec.cn	lushuaikun@kysec.cn
证书编号：S0790520030002	证书编号：S0790523060001

● 工程渠道放缓导致 Q3 收入略低于预期，新品类加速拓展趋势向好

Q1-3 实现营收 79.3 亿元(+9.6%)，归母净利润 13.7 亿元(+11.3%)，扣非净利润 12.8 亿元(+13.3%)。Q3 实现营收 30.0 亿元(+7.4%)，归母净利润 5.4 亿元(+6.5%)，扣非净利润 5.4 亿元(+8.1%)。需求承压下 Q3 收入略低于预期，看好 Q4 低基数下收入恢复。我们下调盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润 18.9/20.6/22.8 亿元（原值为 20.1/22.4/24.5 亿元），对应 EPS 为 2.0/2.2/2.4 元，当前股价对应 P/E 为 11.6/10.7/9.7 倍，新品类拓展趋势向好，维持“买入”评级不变。

● 核心品类市场份额稳固，新品类加速拓展第二增长曲线

(1) 核心品类市场份额稳固：根据 AVC，2023Q3 老板/行业油烟机线上渠道销额同比分别+10.9%/-0.3%，燃气灶同比分别+17.4%/-1.6%，行业整体下滑态势下公司逆势增长，油烟机/燃气灶零售额市占率分别达 22.9%/22.9%，持续保持引领。线下渠道看，公司 2023Q1-3 油烟机/燃气灶零售额市占率分别达 30.4%/29.9%，优势渠道份额稳固，在精装修市场品牌占比 31.9%，位于第一。核心品类基本盘方面公司优势显著。**(2) 新品类份额持续突破：**根据 AVC，2023Q1-3 公司集成灶/洗碗机/嵌入式蒸烤线下零售额市占率分别达 28.9%/16.7%/29.5%，分别排名行业第一/前三/第一，公司新品类拓展方面成效显著，市场份额快速攀升。

● Q3 扣非净利率保持提升，坏账风险有限、看好利润率端保持稳定

2023Q3 公司毛利率为 52.2%(-0.1pct)，期间费用率为 32.4%(+1.1pct)，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 26.0%/4.1%/3.6%/-1.2%，同比分别-0.2/+0.1/+0.2/+1.0pct，综合影响下净利率为 18.0%(-0.3pct)，Q3 信用和资产减值损失冲回 0.12 亿（同比提升 0.12 亿），信用减值损失冲回 0.19 亿（同比提升 0.4 亿），扣非净利率 17.9%(+0.1pct)，风险充分前置下坏账预计影响有限，看好利润率保持稳定。

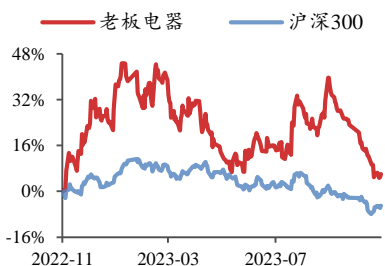
● 风险提示：需求下滑风险；原材料价格风险；新品销售不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10,148	10,272	11,325	12,458	13,724
YOY(%)	24.8	1.2	10.3	10.0	10.2
归母净利润(百万元)	1,332	1,572	1,892	2,057	2,276
YOY(%)	-19.8	18.1	20.3	8.7	10.7
毛利率(%)	52.4	50.0	51.4	52.0	52.5
净利率(%)	13.3	15.2	16.5	16.5	16.6
ROE(%)	15.4	15.8	16.6	16.0	15.5
EPS(摊薄/元)	1.40	1.66	1.99	2.17	2.40
P/E(倍)	16.5	14.0	11.6	10.7	9.7
P/B(倍)	2.6	2.3	2.0	1.7	1.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

股价走势图



数据来源：聚源

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	11583	12244	10612	11948	13760
现金	3802	5293	5836	7202	8572
应收票据及应收账款	2928	2571	0	0	0
其他应收款	73	80	89	97	108
预付账款	131	178	163	212	201
存货	1772	1610	2012	1925	2367
其他流动资产	2876	2512	2512	2512	2512
非流动资产	2323	2795	2811	2828	2849
长期投资	5	9	12	14	17
固定资产	1179	1622	1690	1742	1790
无形资产	229	221	219	212	202
其他非流动资产	909	943	891	859	840
资产总计	13906	15040	13423	14776	16609
流动负债	4976	5017	2001	1771	1802
短期借款	30	52	308	52	52
应付票据及应付账款	3145	3291	0	0	0
其他流动负债	1802	1674	1693	1719	1751
非流动负债	164	165	165	165	165
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	164	165	165	165	165
负债合计	5140	5182	2165	1936	1967
少数股东权益	139	126	108	108	108
股本	949	949	949	949	949
资本公积	405	410	410	410	410
留存收益	7573	8674	9866	11252	12770
归属母公司股东权益	8627	9732	11150	12732	14534
负债和股东权益	13906	15040	13423	14776	16609

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1365	1945	708	2039	1749
净利润	1349	1558	1874	2057	2276
折旧摊销	122	164	165	179	199
财务费用	-140	-157	-149	-152	-212
投资损失	-91	-99	-92	-102	-104
营运资金变动	-694	101	-1091	69	-356
其他经营现金流	818	378	1	-11	-53
投资活动现金流	-861	-44	-90	-95	-118
资本支出	433	503	178	193	218
长期投资	-522	356	-3	-3	-3
其他投资现金流	94	102	91	101	102
筹资活动现金流	-670	-430	-331	-322	-262
短期借款	24	22	256	-256	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	3	5	0	0	0
其他筹资现金流	-697	-457	-587	-66	-262
现金净增加额	-166	1476	287	1622	1370

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	10148	10272	11325	12458	13724
营业成本	4835	5137	5501	5980	6519
营业税金及附加	81	79	92	100	109
营业费用	2454	2614	3047	3401	3815
管理费用	364	431	453	498	549
研发费用	366	392	453	498	549
财务费用	-140	-157	-149	-152	-212
资产减值损失	-53	-25	-57	-75	-69
其他收益	77	148	169	194	186
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	91	99	92	102	104
资产处置收益	-2	0	-1	-2	-1
营业利润	1535	1775	2132	2340	2560
营业外收入	2	3	1	2	1
营业外支出	4	5	4	4	4
利润总额	1533	1773	2130	2338	2557
所得税	184	215	256	281	281
净利润	1349	1558	1874	2057	2276
少数股东损益	17	-14	-18	0	0
归属母公司净利润	1332	1572	1892	2057	2276
EBITDA	1542	1781	2145	2339	2530
EPS(元)	1.40	1.66	1.99	2.17	2.40

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	24.8	1.2	10.3	10.0	10.2
营业利润(%)	-21.3	15.6	20.1	9.8	9.4
归属于母公司净利润(%)	-19.8	18.1	20.3	8.7	10.7
获利能力					
毛利率(%)	52.4	50.0	51.4	52.0	52.5
净利率(%)	13.3	15.2	16.5	16.5	16.6
ROE(%)	15.4	15.8	16.6	16.0	15.5
ROIC(%)	60.6	71.2	55.9	61.8	59.2
偿债能力					
资产负债率(%)	37.0	34.5	16.1	13.1	11.8
净负债比率(%)	-41.5	-51.8	-48.0	-54.7	-57.3
流动比率	2.3	2.4	5.3	6.7	7.6
速动比率	1.9	2.1	4.2	5.5	6.2
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	7.8	6.2	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	2.5	2.2	4.5	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.40	1.66	1.99	2.17	2.40
每股经营现金流(最新摊薄)	1.44	2.05	0.75	2.15	1.84
每股净资产(最新摊薄)	9.09	10.26	11.75	13.42	15.31
估值比率					
P/E	16.5	14.0	11.6	10.7	9.7
P/B	2.6	2.3	2.0	1.7	1.5
EV/EBITDA	10.1	8.1	6.6	5.4	4.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn