

老板电器 (002508)

 证券研究报告
2024年04月26日

静待地产企稳，激励彰显信心

事件：2023年公司实现收入112.0亿元，同比+9.1%，归母净利润17.3亿元，同比+10.2%，扣非后归母净利润15.8亿元，同比+7.1%。其中，23Q4公司实现收入32.7亿元，同比+7.7%，归母净利润3.6亿元，同比+6.2%，扣非归母净利润3.0亿元，同比-13.3%。24Q1公司实现收入22.4亿元，同比+2.8%，归母净利润4.0亿元，同比+2.5%，扣非归母净利润3.5亿元，同比+3.3%。分红方面，公司2023年拟向全体股东每10股派发现金股利5元(含税)，共计4.72亿元，叠加此前发布的特别分红4.72亿元，全年现金分红率约54.5%。未来三年(2024-2026年)股东回报规划，原则上每年进行上、下半年各一次现金分红，24-26年度现金分红比例较23年实现稳步提升，且以现金方式分配的利润占当年归母净利润比例不低于50%。

引领行业发展，静待地产企稳。根据奥维云网零售数据显示，2023年中国厨卫大盘(烟、灶、电热、燃热、消、洗、嵌、净、集成灶)零售额达1669亿元，同比+5.3%。其中，刚需品类(烟、灶、电热、燃热)合计规模998亿元，同比+6.5%。老板电器以全年9.1%收入增速跑赢行业，公司24Q1收入增速有所放缓，我们预计为持续受到地产竣工压力所致。23年分品类收入拆分，油烟机收入占比47.5%，收入同比+10.1%；燃气灶收入占比23.8%，收入同比+8.7%；洗碗机收入占比6.8%，收入同比+28.0%；集成灶创收4.6亿元，收入占比4.1%，收入同比+20.6%。

毛利率略有承压，客户信用风险逐渐释放。公司2023年整体毛利率50.7%，同比+0.7pct；费用端，2023年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为26.8%/4.2%/3.5%/-1.7%，分别同比+1.4/-0.003/-0.4/-0.2pct；由于23年度减值类金额同比有所减少，公司2023年实现归母净利率15.5%，同比+0.2pct。24Q1公司整体毛利率50.6%，同比-4.1pct，我们预计主要系烟灶外毛利率相对较低的新品占比持续提高所致，但24Q1公司毛销差同比基本稳定。24Q1销售/管理/研发/财务费用率分别为26.7%/4.3%/3.1%/-2.3%，分别同比-4.2/+0.1/-0.04/-0.7pct。综合影响下，公司24Q1实现归母净利率17.8%，同比-0.05pct。

推出第二期事业合伙人持股计划(草案)、2024年股票期权激励计划(草案)，彰显长期发展信心。第二期事业合伙人持股计划，持有人包括公司核心管理人员，六名董事与高级管理人员份额占比不超过30%，且在六人中平均分配。各期持股计划所持有的股票总数累计不超过股本总额的10%，单个员工不超过股本总额的1%。收入考核，23年至24/25/26年营业收入CAGR分别为10%/10%/10%(目标值)，23年至24/25/26年营业收入CAGR分别为5%/5%/5%(触发值)；扣非净利润考核，24-26年扣非归母净利润不低于23年水平。2024年股票期权激励计划，激励对象为中层管理人员及核心技术(业务)骨干(341人)，获授股票期权数量575万份，占股本总额比例0.61%，行权价格为18.92元/份。收入考核，23年至24/25/26年营业收入CAGR分别为10%/10%/10%(目标值)，23年至24/25/26年营业收入CAGR分别为5%/5%/5%(触发值)。

投资建议：公司传统烟灶龙头地位稳固，渠道与品牌力优势显著；高成长性品类洗碗机持续渗透，名气子品牌、ROKI数字厨电等逐步贡献收入增量。我们看好公司优质出众的经营能力和稳健清晰的成长路径，预计24-26年归母净利润19.5/21.9/24.4亿元(24/25年前值22.5/25.1亿元，考虑到公司Q1毛利率下滑，下调全年业绩预期)，对应24-26年PE11x/10x/9x，维持“买入”评级。

风险提示：新品需求不及预期；原材料价格上涨的风险；房地产市场波动的风险；市场竞争加剧的风险。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	10,271.50	11,201.90	11,773.19	12,926.97	14,271.37
增长率(%)	1.22	9.06	5.10	9.80	10.40
EBITDA(百万元)	2,277.53	2,428.39	2,144.63	2,366.56	2,614.75
归属母公司净利润(百万元)	1,572.40	1,732.79	1,949.92	2,187.57	2,442.36
增长率(%)	18.07	10.20	12.53	12.19	11.65
EPS(元/股)	1.66	1.83	2.05	2.31	2.57
市盈率(P/E)	13.58	12.32	10.95	9.76	8.74
市净率(P/B)	2.19	2.03	1.80	1.60	1.42
市销率(P/S)	2.08	1.91	1.81	1.65	1.50
EV/EBITDA	8.01	5.47	6.15	3.81	3.70

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	家用电器/厨卫电器
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	22.5元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	949.02
流通A股股本(百万股)	936.76
A股总市值(百万元)	21,353.04
流通A股市值(百万元)	21,077.15
每股净资产(元)	11.51
资产负债率(%)	29.70
一年内最高/最低(元)	30.95/19.66

作者

孙谦	分析师
SAC执业证书编号：S1110521050004	
sunjiana@tfzq.com	
宗艳	分析师
SAC执业证书编号：S1110522070002	
zongyan@tfzq.com	
赵嘉宁	联系人
zhaojiaoning@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《老板电器-季报点评:营收稳健增长，龙头份额扩张》2023-10-27
- 《老板电器-半年报点评:产品份额持续扩张，工程渠道带动增长》2023-08-24
- 《老板电器-年报点评报告:份额持续扩张，一季度稳健开局》2023-04-27

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	5,292.76	1,985.05	4,330.76	8,523.12	7,839.78
应收票据及应收账款	2,571.38	2,506.30	3,604.63	3,105.17	4,302.45
预付账款	177.50	139.71	168.29	169.21	202.63
存货	1,610.11	1,524.27	2,113.73	1,872.70	2,519.38
其他	2,592.61	5,431.18	3,691.42	3,657.46	3,709.23
流动资产合计	12,244.36	11,586.52	13,908.83	17,327.66	18,573.48
长期股权投资	8.72	8.43	8.43	8.43	8.43
固定资产	1,622.24	1,720.72	1,558.87	1,397.01	1,235.15
在建工程	406.26	359.77	359.77	359.77	359.77
无形资产	221.36	214.55	200.82	187.08	173.34
其他	536.89	2,889.54	1,277.03	1,277.03	1,277.03
非流动资产合计	2,795.46	5,193.01	3,404.90	3,229.31	3,053.71
资产总计	15,039.83	16,779.53	17,313.74	20,556.97	21,627.19
短期借款	51.72	95.00	39.66	67.33	53.49
应付票据及应付账款	3,291.31	3,647.46	3,460.39	4,328.22	4,252.94
其他	714.02	1,210.82	1,680.94	2,532.10	2,020.53
流动负债合计	4,057.05	4,953.28	5,180.98	6,927.64	6,326.97
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	164.61	175.71	168.17	168.17	168.17
非流动负债合计	164.61	175.71	168.17	168.17	168.17
负债合计	5,181.57	6,148.94	5,349.15	7,095.81	6,495.14
少数股东权益	125.79	107.66	94.32	79.35	62.64
股本	949.02	949.02	949.02	949.02	949.02
资本公积	410.00	411.78	411.78	411.78	411.78
留存收益	8,673.60	9,462.29	10,809.62	12,321.16	14,008.76
其他	(300.15)	(300.15)	(300.15)	(300.15)	(300.15)
股东权益合计	9,858.25	10,630.60	11,964.59	13,461.16	15,132.05
负债和股东权益总计	15,039.83	16,779.53	17,313.74	20,556.97	21,627.19

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1,558.31	1,714.66	1,949.92	2,187.57	2,442.36
折旧摊销	163.98	188.00	175.60	175.60	175.60
财务费用	4.58	7.82	(210.34)	(230.95)	(254.97)
投资损失	(98.96)	(82.96)	(90.00)	(90.00)	(90.00)
营运资金变动	(27.85)	(4,577.89)	865.50	2,492.51	(2,515.99)
其它	344.73	5,142.30	(19.31)	(21.66)	(24.18)
经营活动现金流	1,944.79	2,391.92	2,671.37	4,513.07	(267.18)
资本支出	511.97	156.64	7.54	0.00	0.00
长期投资	3.31	(0.29)	0.00	0.00	0.00
其他	(559.34)	(5,431.55)	107.74	90.00	90.00
投资活动现金流	(44.05)	(5,275.21)	115.28	90.00	90.00
债权融资	179.66	231.01	155.68	258.62	241.13
股权融资	(466.97)	(470.27)	(596.62)	(669.33)	(747.29)
其他	(142.70)	(196.68)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(430.01)	(435.94)	(440.94)	(410.71)	(506.16)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,470.73	(3,319.23)	2,345.71	4,192.35	(683.34)

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	10,271.50	11,201.90	11,773.19	12,926.97	14,271.37
营业成本	5,137.37	5,527.65	5,809.56	6,365.97	7,013.76
营业税金及附加	78.56	98.65	103.68	113.84	125.68
销售费用	2,613.63	3,002.42	3,132.00	3,413.08	3,753.77
管理费用	430.97	469.62	481.80	516.09	555.49
研发费用	391.61	387.37	407.12	447.02	493.51
财务费用	(157.22)	(188.93)	(210.34)	(230.95)	(254.97)
资产/信用减值损失	(249.11)	(172.83)	(70.00)	(50.00)	(40.00)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	98.96	82.96	90.00	90.00	90.00
其他	151.68	7.03	(168.73)	(168.73)	(168.73)
营业利润	1,775.05	1,987.95	2,238.09	2,510.64	2,802.85
营业外收入	3.27	4.74	4.74	4.74	4.74
营业外支出	5.34	6.58	5,809.56	6,365.97	7,013.76
利润总额	1,772.97	1,986.11	2,236.25	2,508.80	2,801.01
所得税	214.67	271.45	305.64	342.89	382.83
净利润	1,558.31	1,714.66	1,930.61	2,165.91	2,418.18
少数股东损益	(14.10)	(18.13)	(19.31)	(21.66)	(24.18)
归属于母公司净利润	1,572.40	1,732.79	1,949.92	2,187.57	2,442.36
每股收益(元)	1.66	1.83	2.05	2.31	2.57

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	1.22%	9.06%	5.10%	9.80%	10.40%
营业利润	15.62%	11.99%	12.58%	12.18%	11.64%
归属于母公司净利润	18.07%	10.20%	12.53%	12.19%	11.65%
获利能力					
毛利率	49.98%	50.65%	50.65%	50.75%	50.85%
净利率	15.31%	15.47%	16.56%	16.92%	17.11%
ROE	16.16%	16.47%	16.43%	16.35%	16.21%
ROIC	81.10%	95.01%	243.01%	226.62%	892.63%
偿债能力					
资产负债率	34.45%	36.65%	30.90%	34.52%	30.03%
净负债率	-53.11%	-17.74%	-35.82%	-62.78%	-51.42%
流动比率	2.44	1.94	2.68	2.50	2.94
速动比率	2.12	1.68	2.28	2.23	2.54
营运能力					
应收账款周转率	3.74	4.41	3.85	3.85	3.85
存货周转率	6.07	7.15	6.47	6.49	6.50
总资产周转率	0.71	0.70	0.69	0.68	0.68
每股指标(元)					
每股收益	1.66	1.83	2.05	2.31	2.57
每股经营现金流	2.05	2.52	2.81	4.76	-0.28
每股净资产	10.26	11.09	12.51	14.10	15.88
估值比率					
市盈率	13.58	12.32	10.95	9.76	8.74
市净率	2.19	2.03	1.80	1.60	1.42
EV/EBITDA	8.01	5.47	6.15	3.81	3.70
EV/EBIT	8.55	5.89	6.70	4.11	3.96

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com