


2024年08月27日  
老板电器 (002508.SZ)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

厨房电器 III

投资评级

**买入-A**  
**维持评级**

6个月目标价

23.66元

股价 (2024-08-26)

19.29元

交易数据

总市值(百万元) 18,212.22

流通市值(百万元) 17,992.56

总股本(百万股) 944.13

流通股本(百万股) 932.74

12个月价格区间 19.06/30.56元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-8.5	-17.0	-17.7
绝对收益	-11.0	-24.7	-28.0

李奕臻

分析师

SAC 执业证书编号: S1450520020001

liyiz4@essence.com.cn

杨小天

分析师

SAC 执业证书编号: S1450524040003

yangxt2@essence.com.cn

相关报告

Q1 收入小幅增长, 分红水平 2024-05-02

稳步提升

## 业绩承压, 中期分红率较高

**事件:** 老板电器公布 2024 年中报。公司 2024H1 实现收入 47.3 亿元, YoY-4.2%; 实现归母净利润 7.6 亿元, YoY-8.5%; 实现扣非归母净利润 6.6 亿元, YoY-11.9%。折算 2024Q2 单季度实现收入 24.9 亿元, YoY-9.6%; 实现归母净利润 3.6 亿元, YoY-18.2%; 实现扣非归母净利润 3.0 亿元, YoY-24.8%。公司公布 2024 年中期分红方案, 拟每 10 股派发现金红利 5.0 元 (含税), 总计派发约 4.7 亿元, 约占 2024H1 归母净利润的 62.2%。Q2 公司短期经营压力显现, 但分红维持较高水平, 体现公司长期稳健发展信心。

**Q2 收入小幅下降:** 公司 2024Q2 主要销售渠道情况为: 1) 根据奥维云网数据, 公司 2024H1 油烟机/燃气灶线上销售额分别 YoY-5%/-3%, 公司线上渠道相对稳健。我们判断公司电商表现好于其它渠道, Q2 电商收入下滑幅度小于整体; 2) 公司持续拓展新渠道, Q2 线下零售渠道收入增速接近整体表现; 3) 根据统计局数据, Q2 全国住宅竣工面积同比下降 21%。受竣工下滑影响, 我们判断老板 Q2 工程渠道收入同比降幅接近竣工面积降幅。我们认为, 老板作为厨电龙头, 持续开拓旧厨房改造等存量市场, 即使在地产景气波动的情况下, 经营压力小于行业整体。

**烟灶产品收入相对稳定:** 根据公司公告, 2024H1 年公司油烟机/燃气灶/洗碗机/集成灶收入分别 YoY-3%/-1%/-4%/-11%。公司烟灶产品收入降幅较小, 我们认为主要是烟灶产品偏刚性需求, 受消费景气波动影响较小。长期来看, 我们认为老板电器在洗碗机及集成灶等新品类上持续发力, 收入有望维持较快增长 (详见深度报告《变局之年, 重新审视老板的“善变”》、报告《布局新品, “防守”转“进攻”》)。

**Q2 毛销差同比下降:** 根据公司公告, 2024Q2 公司毛利率同比-2.4pct, 毛利率与销售费用率差值同比-1.2pct, 毛销差同比有所下降。我们认为主要是因为厨电行业受前期地产销售压力较大, 市场竞争加剧所致。长期来看, 公司有望持续优化产品结构、提升运营效率, 未来长期盈利能力有望改善。

**经营性现金流 Q2 有所下降:** 根据公司公告, 2024Q2 公司经营性现金流量净额同比减少 4.2 亿元。我们认为, 老板经营性现金流有所下降, 主要因今年 Q2 公司回款放缓, 应付银承到期兑现增加所致, Q2 销售商品、提供劳务收到的现金同比减少 3.7 亿元。

**投资建议:** 作为高端厨电龙头, 老板电器擅于响应市场需求变化, 及时调整自身产品、渠道等经营策略。我们认为, 这种优秀的应变管理能力, 是公司业绩稳定增长的基础。我们预计老板电器 2024 年~2025 年的 EPS 分别为 1.69/1.70 元, 维持买入-A 的

投资评级，6 个月目标价为 23.66 元，对应 2024 年 14 倍动态市盈率。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	10,271.5	11,201.9	10,684.0	11,120.8	11,927.9
净利润	1,572.4	1,732.8	1,594.0	1,608.0	1,769.8
每股收益(元)	1.67	1.84	1.69	1.70	1.87
每股净资产(元)	10.31	11.15	12.30	13.15	14.09
<b>盈利和估值</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
市盈率(倍)	11.6	10.5	11.4	11.3	10.3
市净率(倍)	1.9	1.7	1.6	1.5	1.4
净利润率	15.3%	15.5%	14.9%	14.5%	14.8%
净资产收益率	16.2%	16.5%	13.7%	12.9%	13.3%
股息收益率	2.6%	5.2%	4.4%	4.4%	4.9%
ROIC	81.1%	95.0%	45.9%	71.9%	323.9%

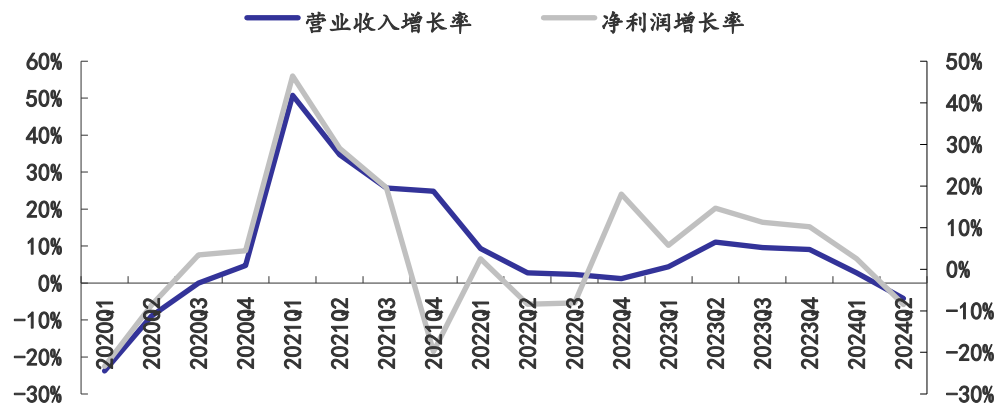
数据来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

表1: 财务指标分析

%	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
营业收入 YoY	9.3	-2.5	1.7	-1.4	4.4	16.9	7.4	7.7	2.8	-9.6
归母净利 YoY	2.5	-17.5	-7.6	3,252.6	5.7	23.9	6.5	6.2	2.5	-18.2
扣非归母净利 YoY	4.3	-29.3	-8.8	-2,553.1	1.8	35.0	8.1	-13.4	3.3	-24.8
销售毛利率	52.6	47.0	52.3	48.5	54.8	49.7	52.2	47.3	50.6	47.3
销售费用率	29.0	24.6	26.2	23.0	30.9	25.0	26.0	26.4	26.7	23.8
毛利率-销售费用率	23.5	22.4	26.1	25.5	23.9	24.7	26.2	20.9	23.9	23.5
销售净利率	17.5	15.1	18.3	10.7	17.8	15.8	18.0	10.8	17.7	14.2
ROE	4.2	4.0	5.6	3.5	3.9	4.4	5.2	3.4	3.7	3.3
扣非后 ROE	3.8	3.4	5.4	3.6	3.4	4.0	5.2	2.8	3.3	2.8
ROA	2.6	2.5	3.6	2.2	2.6	2.9	3.4	2.2	2.4	2.2
销售商品提供劳务收到的现金/收入	113.7	103.7	115.1	105.0	114.5	110.8	98.3	115.3	113.4	107.7
经营活动现金净流量/收入	6.1	8.3	30.6	25.3	8.3	28.2	14.5	30.5	2.5	14.4
经营活动现金净流量/经营净收益	35.2	51.9	156.7	314.6	45.1	162.3	72.1	403.3	12.9	99.3
经营现金流净额占比	39,777.9	-49.2	85.8	88.1	41.1	569.6	-182.2	-27.3	-13.0	-81.8
投资现金流净额占比	-42,741.6	34.9	13.5	11.1	54.2	-129.5	287.9	127.1	-1.0	79.8
筹资现金流净额占比	3,063.6	114.3	0.7	0.7	4.7	-340.1	-5.8	0.2	114.0	101.9

资料来源: Wind, 国投证券研究中心

图1. 收入与净利润增长率



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	10,271.5	11,201.9	10,684.0	11,120.8	11,927.9	<b>成长性</b>					
减:营业成本	5,137.4	5,527.6	5,445.3	5,779.8	6,138.4	营业收入增长率	1.2%	9.1%	-4.6%	4.1%	7.3%
营业税费	78.6	98.7	94.1	97.9	105.0	营业利润增长率	15.6%	12.0%	-8.0%	0.9%	10.1%
销售费用	2,613.6	3,002.4	2,895.7	3,125.3	3,471.3	净利润增长率	18.1%	10.2%	-8.0%	0.9%	10.1%
管理费用	431.0	469.6	480.0	499.6	506.0	EBITDA 增长率	-18.4%	8.2%	-15.1%	-10.7%	6.3%
研发费用	391.6	387.4	316.0	329.0	323.0	EBIT 增长率	-20.4%	7.3%	-16.5%	-12.1%	6.9%
财务费用	-157.2	-188.9	-160.4	-280.9	-362.0	NOPLAT 增长率	15.8%	9.2%	-7.3%	-6.3%	6.7%
资产减值损失	-25.0	-70.7	-25.0	-	-	投资资本增长率	-6.8%	91.9%	-40.1%	-76.3%	-28.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	12.5%	7.8%	10.1%	6.9%	7.2%
投资和汇兑收益	99.0	83.0	83.0	83.0	83.0						
营业利润	1,775.0	1,987.9	1,828.9	1,844.9	2,030.4	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	-2.1	-1.8	-1.8	-1.8	-1.8	毛利率	50.0%	50.7%	49.0%	48.0%	48.5%
利润总额	1,773.0	1,986.1	1,827.1	1,843.1	2,028.5	营业利润率	17.3%	17.7%	17.1%	16.6%	17.0%
减:所得税	214.7	271.5	249.7	251.9	277.2	净利润率	15.3%	15.5%	14.9%	14.5%	14.8%
净利润	1,572.4	1,732.8	1,594.0	1,608.0	1,769.8	EBITDA/营业收入	18.4%	18.2%	16.2%	13.9%	13.8%
						EBIT/营业收入	17.0%	16.7%	14.6%	12.3%	12.3%
						<b>运营效率</b>					
<b>资产负债表</b>						固定资产周转天数	49	54	56	51	43
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	流动营业资本周转天数	-10	8	16	-20	-35
货币资金	5,292.8	1,985.1	4,101.8	6,195.3	7,074.3	流动资产周转天数	418	383	402	429	439
交易性金融资产	2,511.8	2,730.0	2,730.0	2,730.0	2,730.0	应收帐款周转天数	60	58	58	58	58
应收帐款	1,770.0	1,863.4	1,602.0	2,005.1	1,863.8	存货周转天数	59	50	52	53	53
应收票据	881.8	696.3	808.8	757.8	922.5	总资产周转天数	507	511	576	593	589
预付帐款	177.5	139.7	172.8	158.9	193.4	投资资本周转天数	59	77	85	38	11
存货	1,610.1	1,524.3	1,563.4	1,713.9	1,766.8						
其他流动资产	0.3	2,647.8	1,323.9	662.0	331.0	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	16.2%	16.5%	13.7%	12.9%	13.3%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	10.4%	10.2%	9.1%	8.3%	8.8%
长期股权投资	8.7	8.4	8.4	8.4	8.4	ROIC	81.1%	95.0%	45.9%	71.9%	323.9%
投资性房地产	55.9	91.1	91.1	91.1	91.1	<b>费用率</b>					
固定资产	1,622.2	1,720.7	1,624.3	1,501.7	1,359.1	销售费用率	25.4%	26.8%	27.1%	28.1%	29.1%
在建工程	406.3	359.8	247.8	158.3	86.6	管理费用率	4.2%	4.2%	4.5%	4.5%	4.2%
无形资产	221.4	214.6	200.8	187.1	173.3	研发费用率	3.8%	3.5%	3.0%	3.0%	2.7%
其他非流动资产	481.0	2,798.4	2,921.9	3,067.9	3,221.2	财务费用率	-1.5%	-1.7%	-1.5%	-2.5%	-3.0%
资产总额	15,039.8	16,779.5	17,397.1	19,237.5	19,821.6	四费/营业收入	31.9%	32.8%	33.1%	33.0%	33.0%
短期债务	51.7	95.0	-	-	-	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	2,700.6	2,832.7	2,618.2	3,167.5	2,977.2	资产负债率	34.5%	36.6%	32.7%	35.0%	32.3%
应付票据	872.6	1,098.7	843.2	1,218.0	971.1	负债权益比	52.6%	57.8%	48.6%	53.8%	47.7%
其他流动负债	1,392.1	1,946.8	2,044.2	2,146.4	2,253.7	流动比率	2.44	1.94	2.23	2.18	2.40
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	2.12	1.68	1.95	1.92	2.11
其他非流动负债	164.6	175.7	184.5	193.7	203.4	利息保障倍数	-11.09	-9.90	-9.73	-4.88	-4.05
负债总额	5,181.6	6,148.9	5,690.0	6,725.6	6,405.4	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	125.8	107.7	91.8	92.7	112.1	DPS(元)	0.50	1.00	0.84	0.85	0.94
股本	949.0	949.0	944.1	944.1	944.1	分红比率	30.0%	54.5%	50.0%	50.0%	50.0%
留存收益	9,083.6	9,874.1	10,671.1	11,475.1	12,360.0	股息收益率	2.6%	5.2%	4.4%	4.4%	4.9%
股东权益	9,858.3	10,630.6	11,707.0	12,511.9	13,416.2						
						<b>业绩和估值指标</b>					
<b>现金流量表</b>						EPS(元)	1.67	1.84	1.69	1.70	1.87
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	BVPS(元)	10.31	11.15	12.30	13.15	14.09
净利润	1,558.3	1,714.7	1,594.0	1,608.0	1,769.8	PE(X)	11.6	10.5	11.4	11.3	10.3
加:折旧和摊销	164.0	188.0	172.2	175.9	177.9	PB(X)	1.9	1.7	1.6	1.5	1.4
资产减值准备	25.0	70.7	-	-	-	P/FCF	10.6	67.0	6.6	6.0	9.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/S	1.8	1.6	1.7	1.6	1.5
财务费用	4.6	7.8	-160.4	-280.9	-362.0	EV/EBITDA	9.7	6.5	4.9	4.0	3.2
投资收益	-99.0	-83.0	-83.0	-83.0	-83.0	CAGR(%)	0.7%	0.7%	5.4%	0.7%	0.7%
少数股东损益	-14.1	-18.1	-16.7	-16.8	-18.5	PEG	16.6	14.9	2.1	16.2	14.6
营运资金的变动	-94.7	-4,517.9	889.3	1,037.8	-279.6	ROIC/WACC	7.7	9.0	4.4	6.8	30.8
经营活动产生现金流量	1,944.8	2,391.9	2,395.5	2,441.0	1,204.6	REP	1.4	0.5	1.0	2.0	0.5
投资活动产生现金流量	-44.1	-5,275.2	133.0	133.0	133.0						
融资活动产生现金流量	-430.0	-435.9	-411.7	-480.4	-458.6						

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

## 目 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%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）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%（含）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%（含）；

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 个月的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 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 目 分析师声明

本报告署名分析师声明，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。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（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。

## 目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（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，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

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“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投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。

### 国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福华一路 119 号安信金融大厦 33 层

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层

邮 编： 200082

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034