

老板电器 (002508.SZ) 2020Q2 业绩改善显著, 新兴厨电品类增速较好

2020年08月28日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

吕明 (分析师)

孟昕 (联系人)

lvming@kysec.cn

mengxin@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

证书编号: S0790120040004

日期	2020/8/27
当前股价(元)	41.16
一年最高最低(元)	44.79/24.38
总市值(亿元)	390.62
流通市值(亿元)	384.81
总股本(亿股)	9.49
流通股本(亿股)	9.35
近3个月换手率(%)	85.3

● 2020Q2 业绩改善显著, 拉动 2020H1 整体业绩跌幅收窄

2020H1, 公司实现营收 32.11 亿元 (-8.97%), 归母净利润 6.12 亿元 (-8.66%), 扣非归母净利润 5.51 亿元 (-11.44%), EPS 为 0.65 (-8.45%)。单季度看, 2020Q2 公司收入为 19.45 亿元 (+4.20%), 归母净利润为 3.67 亿元 (+4.72%)。随着国内疫情的缓解, 2020Q2 业绩环比显著改善。维持盈利预测, 我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 17.25/19.59/21.95 亿元, 对应 EPS 为 1.82/2.06/2.31 元, 当前股价对应 PE 为 22.6/19.9/17.8 倍, 维持“买入”评级。

● 2020H1 公司积极创新推出新品, 工程渠道龙头地位稳固

1) 分产品看: 2020H1, 第一品类群 (烟灶消)、第二品类群 (蒸烤)、第三品类群 (洗碗机等) 分别实现营业收入 26.37 亿元 (-11.51%)、2.65 亿元 (+21.86%)、1.12 亿元 (+0.18%); 集成灶、其他小家电分别实现营收 0.99 亿元 (+22.64%)、0.33 亿元 (-46.01%)。以第二、第三品类群为代表的新兴厨电以及集成灶品类表现较好, 尤其第二品类群中一体机收入同比增长 385.81%, 实现高速增长表现亮眼。2) 产品创新: 自主研发多款产品, 丰富各品类产品梯队。2020H1 公司推出三面拢吸大吸力油烟机、双腔吸油烟机; 配备 50 道自动菜谱的 48L 黄金容量蒸烤一体机; 更符合中式烹饪清洗洗碗机等新品。3) 工程渠道: 2020H1, 老板品牌市占率为 34.8%, 稳居行业第一, 龙头地位较为稳固。

● 2020H1 公司毛利率、净利率均略有增长

1) 盈利能力: 2020H1, 公司毛利率为 54.82%, 同比+0.16pct。其中, 燃气灶毛利率为 57.41%, 同比+1.53pct, 拉动整体毛利率略增长。2020H1 公司净利率为 19.41%, 同比+0.21pct。2) 营运能力: 相比 2019 年底, 2020H1 公司存货、应收账款周转天数分别增加 25.6 天、14.81 天至 161.86 天、42.00 天。公司周转天数的双升体现了营运周期的拉长, 主要系疫情的持续影响。3) 现金流: 2020H1 公司经营性现金流净额为 4.08 亿元, 同比下滑 38.11%, 主要系疫情影响 2020Q1 回款减少。但环比 2020Q1 (-2.45 亿元) 该现金流净额回升。

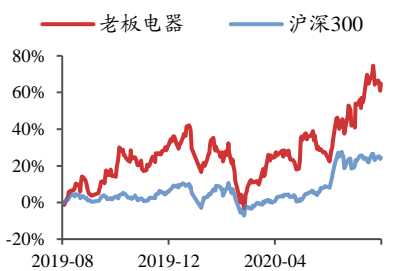
● **风险提示:** 房地产市场波动风险; 原材料价格波动风险; 市场竞争加剧风险等。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7,425	7,761	8,234	9,181	10,117
YOY(%)	5.8	4.5	6.1	11.5	10.2
归母净利润(百万元)	1,474	1,590	1,725	1,959	2,195
YOY(%)	0.8	7.9	8.5	13.6	12.1
毛利率(%)	53.5	54.3	54.5	54.7	54.9
净利率(%)	19.8	20.5	20.9	21.3	21.7
ROE(%)	24.2	23.1	21.1	20.4	19.5
EPS(摊薄/元)	1.55	1.68	1.82	2.06	2.31
P/E(倍)	26.5	24.6	22.6	19.9	17.8
P/B(倍)	6.5	5.7	4.8	4.1	3.5

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

股价走势图



数据来源: 贝格数据

相关研究报告

《公司首次覆盖报告-高端厨电龙头地位稳固, 工程渠道优势显著》- 2020.6.17

目 录

1、 2020Q2 业绩改善显著，2020H1 新兴厨电增速表现较好	3
2、 2020H1 公司毛利率、净利率均略有增长	4
3、 积极推出新品，推进多元化渠道建设	5
4、 盈利预测与投资建议	6
5、 风险提示	6
附： 财务预测摘要	7

图表目录

图 1： 2020H1，公司毛利率为 54.82%	4
图 2： 2020H1，公司净利率为 19.41%	4
图 3： 公司 2020H1 存货周转天数增加	5
图 4： 公司 2020H1 应收账款周转天数增加	5
图 5： 公司经营性现金流净额 2020H1 同比下滑但环比回升	5
表 1： 2020Q2 疫情缓解，拉动 2020H1 整体业绩改善	3
表 2： 2020H1 新兴厨电、集成灶品类表现较好	3
表 3： 2020H1 公司内销跌幅相对较小	4
表 4： 2020H1，公司线下渠道各品类维持市占率优势，龙头地位相对稳固	4
表 5： 2020H1，公司线上渠道各品类维持市占率优势，龙头地位相对稳固	4

1、2020Q2 业绩改善显著，2020H1 新兴厨电增速表现较好

2020H1，公司实现营收 32.11 亿元 (-8.97%)，归母净利润 6.12 亿元 (-8.66%)，扣非归母净利润 5.51 亿元 (-11.44%)，EPS 为 0.65 (-8.45%)。2020H1 公司收入、净利润跌幅环比收窄，主要系 2020Q2 国内疫情有所缓解。

1) 分季度看：2020Q2，公司实现收入 19.45 亿元，同比增长 4.20%，归母净利润实现 3.67 亿元，同比增长 4.72%。随着国内疫情的缓解，2020Q2 业绩环比显著改善，拉动 2020H1 整体业绩跌幅收窄。

表1：2020Q2 疫情缓解，拉动 2020H1 整体业绩改善

	2020Q1	2020Q2	2020H1
收入 (亿元)	12.66	19.45	32.11
同比	-23.77%	4.20%	-8.97%
归母净利润 (亿元)	2.45	3.67	6.12
同比	-23.35%	4.72%	-8.66%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

2) 分产品看：2020H1，第一品类群（烟灶消）、第二品类群（蒸烤）、第三品类群（洗碗机等）分别实现营业收入 26.37 亿元 (-11.51%)、2.65 亿元 (+21.86%)、1.12 亿元 (+0.18%)；集成灶、其他小家电分别实现营收 0.99 亿元 (+22.64%)、0.33 亿元 (-46.01%)。以第二、第三品类群为代表的新兴厨电以及集成灶品类表现较好，尤其第二品类群中一体机的收入同比增长 385.81%，实现高速增长表现亮眼。

表2：2020H1 新兴厨电、集成灶品类表现较好

项目	营业收入 (亿元)	占比	同比
第一品类群	26.37	82.13%	-11.51%
吸油烟机	16.5	51.40%	-12.40%
燃气灶	7.58	23.62%	-10.77%
消毒柜	2.28	7.11%	-7.32%
第二品类群	2.65	8.26%	21.86%
一体机	1.34	4.16%	385.81%
蒸箱	0.85	2.65%	-27.24%
烤箱	0.47	1.45%	-36.36%
第三品类群	1.12	3.49%	0.18%
洗碗机	0.69	2.14%	12.29%
净水器	0.24	0.75%	-40.08%
热水器	0.19	0.60%	85.79%
集成灶	0.99	3.08%	22.64%
其他小家电	0.33	1.04%	-46.01%
其他业务收入	0.64	2.00%	-14.49%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

3) 分地区看：2020H1，公司国内收入为 32.00 亿元 (-6.76%)，占比 99.66%；国外收入为 0.11 亿元 (-46.75%)，占比 0.34%。由于国内疫情缓解，内销跌幅较小，国外因疫情持续蔓延，外销跌幅相对较大，但公司整体以内销为主，受国外疫情影响相对较小。

表3: 2020H1 公司内销跌幅相对较小

地区	营业收入 (亿元)	占比	同比
国内	32.00	99.66%	-6.76%
国外	0.11	0.34%	-46.75%
合计	32.11	100%	-8.97%

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

4) 分渠道看: 2020H1, 公司在线下、线上渠道的核心品类, 如: 油烟机、燃气灶、消毒柜以及微蒸烤等均维持市占率优势, 龙头地位相对稳固; 工程渠道方面, 老板品牌市占率为 34.8%, 稳居行业第一。

表4: 2020H1, 公司线下渠道各品类维持市占率优势, 龙头地位相对稳固

线下零售额	吸油烟机	燃气灶	消毒柜	嵌入式电蒸箱	嵌入式微波炉	嵌入式一体机	嵌入式电烤箱	嵌入式洗碗机
市占率	28.30%	25.60%	20.60%	33.70%	38.40%	31.30%	27.60%	9.50%
排名	1	1	2	1	1	2	2	4

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

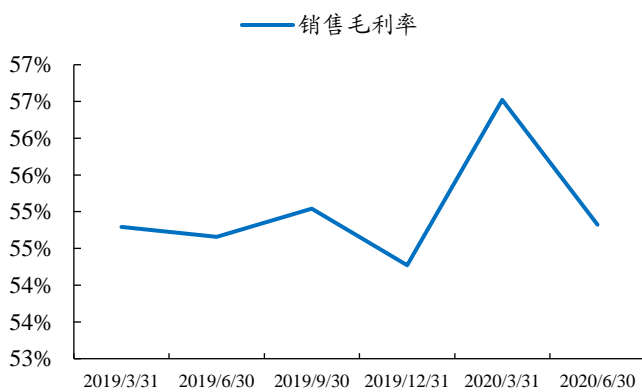
表5: 2020H1, 公司线上渠道各品类维持市占率优势, 龙头地位相对稳固

线上零售额	厨电套餐	烟灶两件套	吸油烟机	燃气灶	嵌入式电蒸箱	嵌入式一体机	嵌入式消毒柜	嵌入式洗碗机
市占率	26.40%	27.00%	15.70%	6.60%	24.00%	8.20%	8.30%	8.10%
排名	1	1	2	4	2	3	3	4

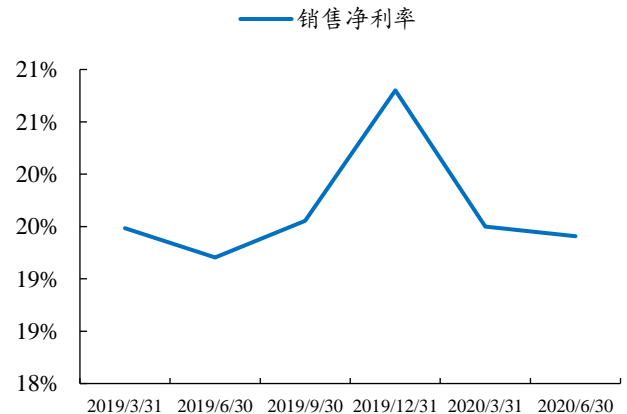
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

2、2020H1 公司毛利率、净利率均略有增长

2020H1 公司毛利率、净利率同比均略微增长。2020H1, 公司毛利率为 54.82%, 同比上涨 0.16pct。其中, 燃气灶毛利率为 57.41%, 同比提升 1.53pct, 拉动整体毛利率水平略增长。2020H1, 公司净利率为 19.41%, 同比提升 0.21pct。

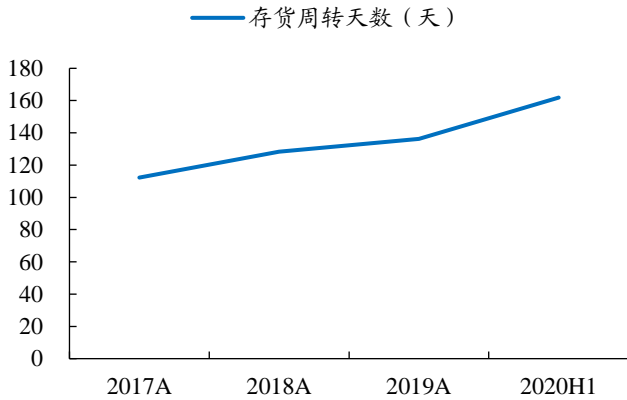
图1: 2020H1, 公司毛利率为 54.82%


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

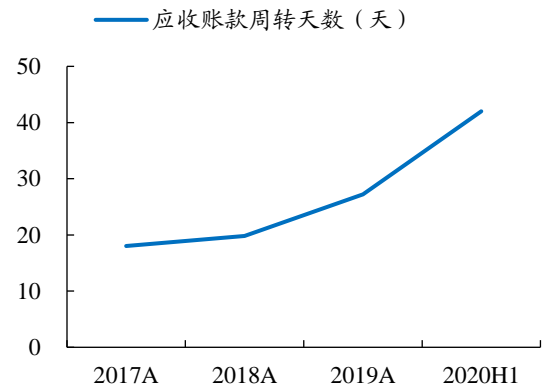
图2: 2020H1, 公司净利率为 19.41%


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

公司 2020H1 存货、应收账款周转天数均增加，营运周期拉长。相比 2019 年底，2020H1 公司存货、应收账款周转天数分别增加 25.6 天、14.81 天至 161.86 天、42.00 天。公司周转天数的双升，体现了营运周期的拉长，主要系疫情的持续影响。

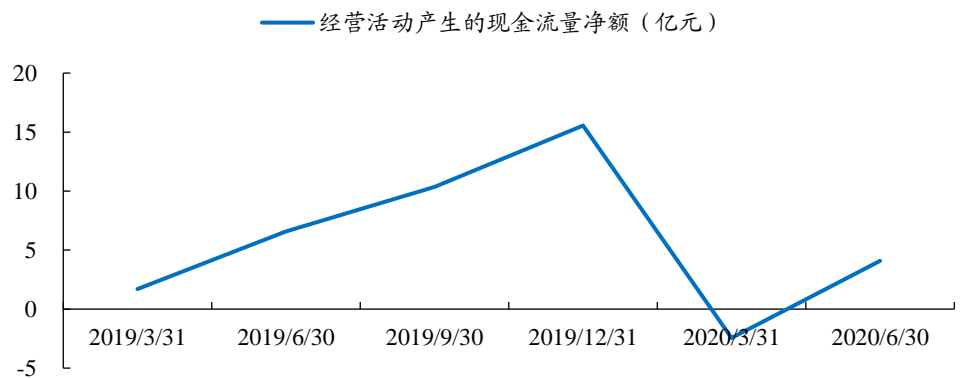
图3: 公司 2020H1 存货周转天数增加


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图4: 公司 2020H1 应收账款周转天数增加


数据来源：公司公告、开源证券研究所

2020H1，公司经营性现金流净额同比下滑但环比有所回升。2020H1，公司经营性现金流净额为 4.08 亿元，同比下滑 38.11%，主要系疫情影响 2020Q1 回款减少所致。但环比 2020Q1 (-2.45 亿元)，该现金流净额有所回升。

图5: 公司经营性现金流净额 2020H1 同比下滑但环比回升


数据来源：公司公告、开源证券研究所

3、积极推出新品，推进多元化渠道建设

1) 产品创新：自主研发多款产品，丰富各品类产品梯队。

2020H1，公司推出三面拢吸大吸力油烟机 5915S、双腔吸油烟机 60X2；配备 50 道自动菜谱的 48L 黄金容量蒸烤一体机 CQ975；更符合中式烹饪清洗的洗碗机 775A、776X 等新品。集成吸油烟机 5908S+90B8Z、双腔烤箱 RQ035、洗碗机 W735 荣获 AWE2020 艾普兰优秀产品奖。

2) 渠道建设：积极推进多元化渠道建设。

a.零售渠道:坚持 KA 作为主推品牌阵地;加强专卖店直营、扁平化运营体系建设,提高运营效率;开展新营销能力建设,打造社区运营、存量运营管理体系,进一步挖掘市场潜力。

b.电商渠道:围绕“深度品类运营,重构用户价值,强化品牌建设”思路,持续提升运营效率。优化第一品类结构,提升二三品类配套率;关注新老用户体验,挖掘顾客价值;提升品牌自然搜索,强化品牌定位。

c.工程渠道:与头部地产商深度合作,不断优化产品与客户结构,实现各品类渗透率逐步提升,并进一步推广普及中央油烟机 CCS。

d.创新渠道:与全屋定制公司以及家装公司头部企业全面合作,抢占流量平台,把握设计师团队,通过产品、内容、活动持续赋能,挖掘渠道红利,抢占存量市场。

e.海外渠道:积极应对疫情带来的巨大挑战,强化“全球高端厨电领导者”定位,品牌国际化进程稳步提升,品牌全球影响力逐渐扩大。

4、盈利预测与投资建议

公司在产品上积极拓展产品矩阵,渠道上打造多元化渠道结构,品牌上在定位高端的基础上塑造年轻化形象。虽然新兴品类、工程渠道等占比提升,但传统高端业务仍为主体,预计 2020-2022 年毛利率分别为 54.5%, 54.7%, 54.9%。考虑到工程渠道的影响,预计销售费用率有所下降,其他费用率保持稳定。

维持盈利预测,我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 17.25/19.59/21.95 亿元,对应 EPS 为 1.82/2.06/2.31 元,当前股价对应 PE 为 22.6/19.9/17.8 倍,维持“买入”评级。

5、风险提示

房地产市场波动风险;原材料价格波动风险;市场竞争加剧风险等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	7980	9052	10324	12404	14002
现金	2197	4054	4971	6641	7894
应收票据及应收账款	1715	1712	1924	2130	2338
其他应收款	70	111	81	133	103
预付账款	59	50	66	63	79
存货	1347	1339	1497	1651	1803
其他流动资产	2592	1785	1785	1785	1785
非流动资产	1475	1600	1620	1695	1760
长期投资	3	4	6	8	11
固定资产	843	826	883	976	1045
无形资产	194	220	231	245	262
其他非流动资产	436	550	500	467	443
资产总计	9455	10652	11945	14100	15761
流动负债	3232	3557	3590	4294	4312
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1607	1998	1808	2417	2218
其他流动负债	1625	1559	1782	1877	2094
非流动负债	92	121	121	121	121
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	92	121	121	121	121
负债合计	3325	3678	3710	4415	4432
少数股东权益	85	110	119	133	152
股本	949	949	949	949	949
资本公积	402	402	402	402	402
留存收益	4698	5529	6568	7701	9007
归属母公司股东权益	6045	6864	8115	9551	11177
负债和股东权益	9455	10652	11945	14100	15761

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1509	1555	1305	2120	1686
净利润	1484	1614	1734	1972	2214
折旧摊销	102	110	77	89	102
财务费用	-101	-83	-130	-169	-219
投资损失	-88	-127	-54	-68	-84
营运资金变动	14	-66	-323	294	-327
其他经营现金流	98	108	0	0	0
投资活动现金流	-1184	1056	-44	-96	-83
资本支出	181	272	18	73	62
长期投资	-1045	1205	-2	-2	-2
其他投资现金流	-2048	2533	-28	-26	-23
筹资活动现金流	-712	-759	-344	-353	-350
短期借款	0	0	0	0	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	2	0	0	0	0
其他筹资现金流	-714	-759	-344	-353	-350
现金净增加额	-386	1852	917	1670	1253

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	7425	7761	8234	9181	10117
营业成本	3451	3549	3746	4159	4563
营业税金及附加	71	67	81	86	94
营业费用	1910	1928	2017	2231	2448
管理费用	272	284	288	327	374
研发费用	293	299	301	342	391
财务费用	-101	-83	-130	-169	-219
资产减值损失	15	-9	0	0	0
其他收益	99	86	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	88	127	54	68	84
资产处置收益	0	-0	0	0	0
营业利润	1702	1872	1984	2272	2550
营业外收入	2	4	21	8	9
营业外支出	2	4	2	2	3
利润总额	1702	1872	2003	2277	2556
所得税	218	257	268	305	343
净利润	1484	1614	1734	1972	2214
少数股东损益	10	24	10	14	19
归母净利润	1474	1590	1725	1959	2195
EBITDA	1738	1860	1945	2192	2441
EPS(元)	1.55	1.68	1.82	2.06	2.31

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	5.8	4.5	6.1	11.5	10.2
营业利润(%)	0.7	10.0	6.0	14.5	12.2
归属于母公司净利润(%)	0.8	7.9	8.5	13.6	12.1
获利能力					
毛利率(%)	53.5	54.3	54.5	54.7	54.9
净利率(%)	19.8	20.5	20.9	21.3	21.7
ROE(%)	24.2	23.1	21.1	20.4	19.5
ROIC(%)	23.3	21.6	19.7	18.8	17.9
偿债能力					
资产负债率(%)	35.2	34.5	31.1	31.3	28.1
净负债比率(%)	-34.5	-56.5	-59.0	-67.4	-68.7
流动比率	2.5	2.5	2.9	2.9	3.2
速动比率	1.2	2.0	2.3	2.4	2.7
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.8	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	4.8	4.5	4.5	4.5	4.5
应付账款周转率	2.3	2.0	2.0	2.0	2.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.55	1.68	1.82	2.06	2.31
每股经营现金流(最新摊薄)	1.59	1.64	1.38	2.23	1.78
每股净资产(最新摊薄)	6.37	7.23	8.55	10.06	11.78
估值比率					
P/E	26.5	24.6	22.6	19.9	17.8
P/B	6.5	5.7	4.8	4.1	3.5
EV/EBITDA	21.3	18.2	16.9	14.3	12.3

数据来源：贝格数据、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的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	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	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，属于机密材料，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16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