

2021 年 02 月 23 日
老板电器 (002508.SZ)

线上销售放量，Q4 收入略超预期

■ **事件:** 老板电器公布 2020 年业绩快报。公司 2020 年实现收入 81.4 亿元, YoY+4.8%; 实现业绩 16.7 亿元, YoY+5.3%; 扣非业绩 16.0 亿元, YoY+5.4%。折算 2020Q4 单季度实现收入 25.1 亿元, YoY+17.5%; 实现业绩 5.5 亿元, YoY+9.2%; 扣非业绩 5.4 亿元, YoY+12.1%。随着疫情影响消退, 老板 Q4 销售态势向好。我们判断, 公司具备较强的调整能力 (详见深度报告《变局之年, 重新审视老板的“善变”》), 2021 年经营表现值得关注。

■ **经营态势向好, Q4 收入加速增长:** 因电商放量, 公司 Q4 收入保持快速增长, 其主要销售渠道情况为: 1) 消费者更倾向于线上购物, 线上流量增加。预计 Q4 电商收入同比增长 30%+, 2020 年公司线上收入占比约为 35%。2) 预计老板 Q4 线下零售同比基本持平, 2020 年公司线下零售收入占比接近 35%。3) 我们预计, 老板 Q4 工程渠道收入增速 20%以上 (上年同期基数高), 2020 年公司工程渠道销售占比近 25%。整体而言, 老板 Q4 收入增速略超市场预期, 运营表现优于同业企业。我们观察到, 从 2020 年 5 月起, 国内地产销售数据向好, 而从住宅销售到产生厨电需求, 时间间隔 4 个季度。2020 年 5 月份以来的地产销售回暖, 将拉动 2021 年厨电需求, 利好老板电器。

■ **Q4 净利率有所下降:** 老板 Q4 单季净利率为 21.9%, 同比-2.1pct, 因 Q4 上游原材料价格上升, 公司成本压力增加, 影响了盈利能力。展望 2021 年, 我们认为, 成本压力对老板影响可控, 原因为: 1) 随着需求复苏, 公司规模效应有望继续显现。2) 若电商占比持续提升, 将对利润率产生拉动作用。

■ **新式厨电取得销售成果:** 根据奥维数据, 2020 年, “老板品牌”嵌入式一体机线下零售额份额为 31.5% (同比+9.9pct), 位居行业第二; “老板品牌”嵌入式洗碗机线下零售额份额为 9.6% (同比+2.6pct), 位居行业第四。公司正在积极推出符合国内消费者使用习惯的新品, 获得市场认可 (详见深度报告《变局之年, 重新审视老板的“善变”》、报告《精装红利释放, 经营逐步改善》)。我们认为, 公司推广新式厨电, 有利于提升配套销售率及客单价, 拉动收入增长。

■ **投资建议:** 作为高端厨电龙头, 老板电器善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 2021 年~2022 年的 EPS 分别为 2.01/2.31 元, 维持买入-A 的投资评级, 6 个月目标价为 50.25 元, 对应 2021 年 25 倍动态市盈率。

■ **风险提示:** 地产销售大幅下滑、嵌入式新品市场接受度低

100,000,000	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	74.2	77.6	81.4	93.1	101.0
净利润	14.7	15.9	16.8	19.1	22.0
每股收益(元)	1.55	1.68	1.77	2.01	2.31
每股净资产(元)	6.37	7.23	8.22	9.23	10.38

盈利和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率(倍)	24.7	22.9	21.7	19.0	16.6
市净率(倍)	6.0	5.3	4.7	4.2	3.7
净利润率	19.8%	20.5%	20.6%	20.5%	21.7%
净资产收益率	24.4%	23.2%	21.5%	21.8%	22.3%
股息收益率	2.1%	1.3%	2.1%	2.6%	3.0%
ROIC	56.6%	41.0%	57.8%	63.2%	86.0%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

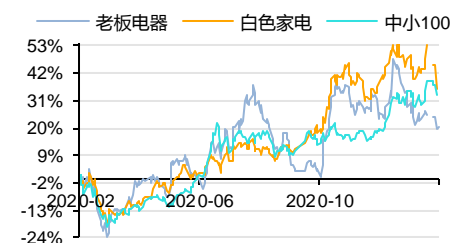
厨电

 投资评级 **买入-A**
维持评级
6 个月目标价: 50.25 元
股价 (2021-02-23) 38.32 元

交易数据

总市值(百万元)	36,366.60
流通市值(百万元)	35,825.40
总股本(百万股)	949.02
流通股本(百万股)	934.90
12 个月价格区间	24.57/47.00 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-5.18	-25.64	-16.03
绝对收益	-6.15	-11.71	19.37

张立聪

分析师

 SAC 执业证书编号: S1450517070005
 zhanglc@essence.com.cn

李奕臻

分析师

 SAC 执业证书编号: S1450520020001
 liyz4@essence.com.cn
 0755-82825392

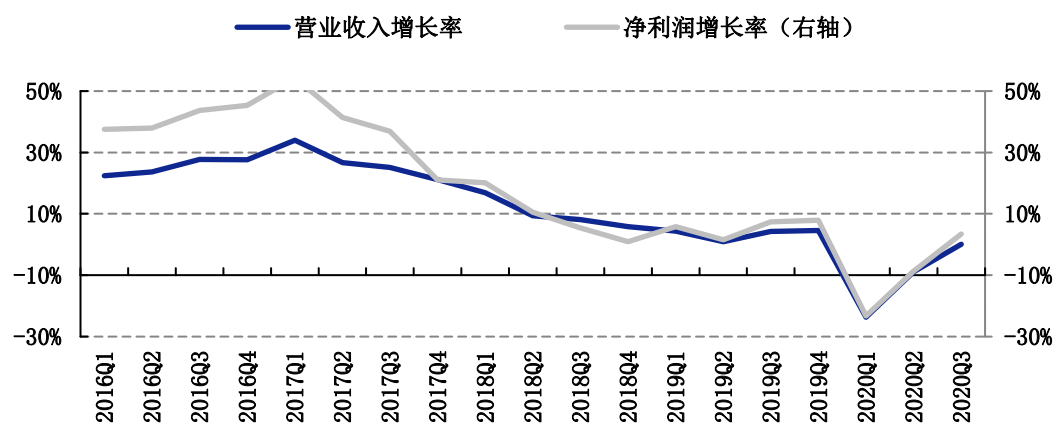
相关报告

老板电器: 电商放量, Q3 业绩超预期/张立聪	2020-10-28
老板电器: 工程放量, Q2 收入、业绩转正/张立聪	2020-08-27
老板电器: 精装红利释放, 经营逐步改善/张立聪	2020-07-26
老板电器: 变局之年, 重新审视老板的“善变”/张立聪	2020-05-24
老板电器: 竣工红利或兑现, 经营改善可期/张立聪	2020-04-28

表 1：财务指标分析

%	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3
营业收入 YoY	4	-2	11	5	-24	4	15
归母净利 YoY	6	-2	18	9	-23	5	23
扣非归母净利 YoY	9	1	24	5	-31	4	23
销售毛利率	55	55	56	52	57	54	60
销售费用率	31	26	27	17	33	25	31
毛利率-销售费用率	24	29	29	35	24	29	29
销售净利率	19	19	20	24	19	19	22
ROE	5	6	7	8	4	5	7
扣非后 ROE	4	6	7	7	3	5	7
ROA	3	4	4	5	2	4	5
销售商品提供劳务收到的现金/收入	100	104	95	106	93	105	96
经营活动现金净流量/收入	10	26	18	24	-19	34	22
经营活动现金净流量/经营净收益	57	120	80	108	-112	156	90
经营现金流净额占比	0	-88	57	64	0	150	-1,110
投资现金流净额占比	0	51	43	36	0	59	1,210
筹资现金流净额占比	0	137	0	0	0	-109	0

资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 1：收入与净利润增长率


资料来源：Wind，安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
100,000,000	2018	2019	2020E	2021E	2022E	100,000,000	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	74.2	77.6	81.4	93.1	101.0	成长性					
减:营业成本	34.5	35.5	36.9	42.7	45.3	营业收入增长率	5.8%	4.5%	4.9%	14.3%	8.6%
营业税费	0.7	0.7	0.7	0.8	0.9	营业利润增长率	0.7%	10.0%	5.9%	15.2%	14.8%
销售费用	19.1	19.3	20.2	23.0	24.9	净利润增长率	0.8%	7.9%	5.4%	14.1%	14.8%
管理费用	2.7	2.8	3.0	3.3	3.5	EBITDA 增长率	-1.8%	17.5%	4.8%	14.0%	14.0%
研发费用	2.9	3.0	3.1	3.4	3.6	EBIT 增长率	-2.4%	17.9%	4.9%	14.6%	14.6%
财务费用	-1.0	-0.8	-1.3	-1.6	-1.9	NOPLAT 增长率	1.1%	10.6%	2.2%	14.6%	14.6%
资产减值损失	0.2	-0.1	-	-	-	投资资本增长率	52.7%	-27.5%	4.9%	-15.8%	1.6%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	16.6%	13.8%	13.8%	12.4%	12.7%
投资和汇兑收益	0.9	1.3	1.0	1.3	1.5						
营业利润	17.0	18.7	19.8	22.8	26.2	利润率					
加:营业外净收支	0.0	-0.0	0.2	-	-	毛利率	53.5%	54.3%	54.7%	54.1%	55.2%
利润总额	17.0	18.7	20.0	22.8	26.2	营业利润率	22.9%	24.1%	24.3%	24.5%	26.0%
减:所得税	2.2	2.6	3.0	3.4	3.9	净利润率	19.8%	20.5%	20.6%	20.5%	21.7%
净利润	14.7	15.9	16.8	19.1	22.0	EBITDA/营业收入	21.5%	24.2%	24.1%	24.1%	25.3%
						EBIT/营业收入	20.2%	22.8%	22.8%	22.9%	24.1%
						运营效率					
						固定资产周转天数	41	39	35	28	24
						流动营业资本周转天数	99	61	9	6	2
						流动资产周转天数	356	395	425	432	443
						应收账款周转天数	23	31	27	26	25
						存货周转天数	60	62	58	58	56
						总资产周转天数	421	466	494	488	490
						投资资本周转天数	151	151	123	102	86
						投资回报率					
						ROE	24.4%	23.2%	21.5%	21.8%	22.3%
						ROA	15.7%	15.2%	14.6%	14.3%	15.9%
						ROIC	56.6%	41.0%	57.8%	63.2%	86.0%
						费用率					
						销售费用率	25.7%	24.8%	24.8%	24.7%	24.6%
						管理费用率	3.7%	3.7%	3.7%	3.5%	3.5%
						研发费用率	4.0%	3.9%	3.8%	3.6%	3.6%
						财务费用率	-1.4%	-1.1%	-1.6%	-1.7%	-1.8%
						四费/营业收入	32.0%	31.3%	30.7%	30.1%	29.9%
						偿债能力					
						资产负债率	35.2%	34.5%	32.1%	34.1%	28.2%
						负债权益比	54.2%	52.7%	47.2%	51.6%	39.2%
						流动比率	2.47	2.54	2.81	2.71	3.33
						速动比率	2.05	2.17	2.46	2.32	2.96
						利息保障倍数	-14.8	-21.2	-14.7	-13.5	-13.1
						分红指标					
						DPS(元)	0.80	0.50	0.79	1.01	1.16
						分红比率	51.5%	29.6%	45.0%	50.0%	50.0%
						股息收益率	2.1%	1.3%	2.1%	2.6%	3.0%
现金流量表						业绩和估值指标					
2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E	
净利润	14.8	16.1	16.8	19.1	22.0	EPS(元)	1.55	1.68	1.77	2.01	2.31
加:折旧和摊销	1.0	1.1	1.1	1.1	1.2	BVPS(元)	6.37	7.23	8.22	9.23	10.38
资产减值准备	0.2	0.1	-	-	-	PE(X)	24.7	22.9	21.7	19.0	16.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	6.0	5.3	4.7	4.2	3.7
财务费用	-0.0	-0.0	-1.3	-1.6	-1.9	P/FCF	207.5	9.1	18.6	18.6	16.9
投资损失	-0.9	-1.3	-1.0	-1.3	-1.5	P/S	4.9	4.7	4.5	3.9	3.6
少数股东损益	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3	EV/EBITDA	10.6	14.9	16.0	13.4	11.3
营运资金的变动	-10.4	19.7	-2.4	3.4	-1.6	CAGR(%)	9.4%	11.4%	5.2%	9.4%	11.4%
经营活动产生现金流量	15.1	15.6	13.4	21.1	18.5	PEG	2.6	2.0	4.2	2.0	1.5
投资活动产生现金流量	-11.8	10.6	1.0	1.3	1.5	ROIC/WACC	6.1	4.4	6.3	6.8	9.3
融资活动产生现金流量	-7.1	-7.6	-2.0	-12.1	-9.1	REP	0.7	2.3	1.8	1.8	1.3

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 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 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 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 6-12 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 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

张立聪、李奕臻声明, 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

安信证券股份有限公司(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

本报告仅供安信证券股份有限公司(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“安信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。

安信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。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
北京联系人	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	刘晓萱	北京区域销售副总监	18511841987	liuwx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	游倬源	北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
	侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
深圳联系人	张秀红	深圳基金组销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳基金组销售经理	18503038620	yucong@essence.com.cn
	马田田	深圳基金组销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

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