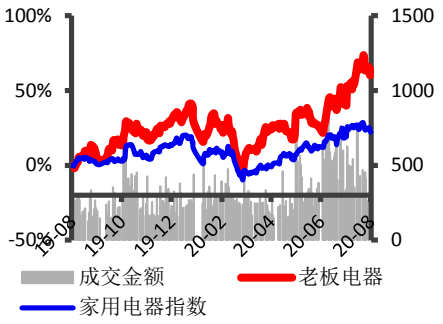
家电　老板电器（002508.SZ）　维持评级

报告原因：业绩点评　**公司头部地位稳定，收益质量提升**　**增持**

2020 年 8 月 28 日　**公司研究/点评报告**

公司近一年市场表现



市场数据：2020 年 8 月 27 日

收盘价(元)：	41.16
年内最高/最低（元）：	36.5/21.7
流通 A 股/总股本（亿）：	7.63/7.67
流通 A 股市值（亿）：	9.35
总市值（亿）：	9.49

基础数据：2020 年 6 月 30 日

每股净资产(元)：	7.38
每股公积金（元）：	0.42
每股未分配利润（元）：	5.47
ROE	8.64%

分析师：石晋　CFA

执业登记编码：S0760514050003

邮箱：shijin@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件描述

- 2020 年上半年，公司实现营业收入 32.1 亿元，同比下降 8.97%；实现归属上市公司股东净利润 6.22 亿元，同比下降 8.66%。其中 Q2 实现营收 19.45 亿元，同比增长 4.2%，环比增长 53.7%；当期归母净利润 3.67 亿元，同比增长 4.7%，环比增长 49.9%。

事件点评

- **公司头部地位稳定，重视品牌建设。**公司产品规划明晰：扩大第一品类（烟灶消）优势，领先第二品类（蒸箱），稳步推进第三品类（洗碗机）。公司产品烟灶（28.3%）、消毒柜（20.6%）、嵌入式电蒸箱（33.7%）和嵌入式微波炉（38.4%）居线下市场份额第一；厨电套装（26.4%）和烟灶两件套（27%）线上份额第一。老板电器在 8000 元以上价格段的高端蒸烤一体机销量占比位列行业第一，市场占比 37.6%，领先优势明显。生产方面：公司全面推进生产系统信息化的高效运营能力；品牌方面，公司全面落地创建中国新厨房的理念，担任《向往的生活 4》和《中餐厅 4》美食创造官，成为 2022 年杭州亚运会官方家用厨电独家供应商，支持亚运宣传推广工作。
- **公司收益质量提升，营运周转有不同程度下滑。**公司上半年毛利率 54.56%，较上年同期增长 0.07pct，销售净利率 19.4%，同比提升 0.21pct。分产品来看，烟机毛利率下降 0.12pct，为 58.41%，燃气灶毛利率提升 1.53pct 至 57.41%，显示公司收益质量良好。营运能力方面，公司存货周转率为 1.11，同比下降 0.14；应收账款周转率 4.29，同比下降 3.23，我们认为主要是渠道调整，公司工程渠道和创新渠道占比提升所致；固定资产周转率 3.95，同比下降 0.24。
- **多渠道发展并举确保公司业绩增长。**精装修厨电市场品牌集中度维持高位，呈现寡头格局，市场处于稳定期。截至 6 月 30 日，“老板”品牌在精装修渠道市场份额为 34.8%，稳居行业第一。虽然工程渠道毛利率偏低，但剔除终端费用摊销，实际盈利较强。创新渠道方面，公司与全屋定制公司以及家装公司头部企业全面合作，挖掘渠道红利，抢占存量市场。近期，老板电器与中燃集团战略合作，以更好地满足中燃中高端居民用户对燃气具品牌和产品选购的需求，全面提升民用户燃气具产品覆盖率。中燃集团是目前中国最大的跨区域能源供应服务企业之一，集团各类管道燃气用户超过 4000 万户，燃气供应覆盖城镇人口超过 1.5 亿。集团拥有 600 余家城市、地区、乡镇项目公司，

陆续会有更多的中燃项目公司开展老板品牌燃气具销售推广。

投资建议

- 预计公司 2020-2022 年 EPS 为 1.87\2.17\2.28，PE 为 22\19\18，维持“增持”评级。

风险提示

- 市场需求放缓，渠道下沉低于预期，房地产市场持续走弱。

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	4,054.1	395.8	886.6	957.5
应收账款	2,121.3	1,978.9	2,110.0	2,518.2
存货	1,339.2	1,370.7	1,477.7	1,606.3
预付	50.1	59.3	61.6	72.3
其它流动资产	1,487.1	1,583.2	1,950.5	2,058.6
流动资产合计	9,051.8	5,387.9	6,486.4	7,212.9
长期投资	4.2	3.0	3.0	3.0
固定资产	826.2	804.9	790.9	775.1
在建工程	272.2	248.2	287.3	312.3
无形资产	219.7	411.0	587.0	796.6
其它非流动资产	550.0	574.1	689.2	759.6
资产总计	10,651.9	11,482.6	13,783.3	16,161.8
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
应付款项	1,998.4	1,111.4	1,231.4	1,338.6
其他流动负债	1,558.7	1,630.0	1,806.1	1,963.2
流动负债合计	3,557.1	2,741.4	3,037.6	3,301.8
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
长期应付债券	0.0	0.0	0.0	0.0
其它	120.6	80.0	80.0	80.0
负债合计	3,677.6	2,821.4	3,117.6	3,381.8
少数股东权益	109.9	125.6	143.8	161.9
股本	949.0	949.0	949.0	949.0
资本公积	401.8	409.0	472.6	541.6
留存收益	5,513.6	7,177.6	9,100.3	11,127.4
归属母公司股	6,864.4	8,535.6	10,521.9	12,618.1
权益合计	6,974.3	8,661.2	10,665.7	12,780.0
负债和股东权益	10,651.9	11,482.6	13,783.3	16,161.8

财务比率 单位:百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	7760.6	7915.8	8865.7	9574.9
归母净利润	1589.8	1751.6	2023.9	2133.9
每股收益(EPS)	1.70	1.87	2.17	2.28
市盈率(P/E)	24.2	22.0	19.0	18.0

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入合计	7,760.6	7,915.8	8,865.7	9,574.9
营业成本	3,548.8	3,704.6	4,104.8	4,461.9
税金及附加	66.6	75.2	79.8	86.2
销售费用	1,928.3	1,978.9	2,181.0	2,374.6
管理费用	284.4	292.9	328.0	354.3
研发费用	299.5	308.7	336.9	363.8
财务费用（利息）	(83.4)	(77.9)	(22.4)	(32.3)
资产减值损失	(9.3)	9.7	0.0	20.1
其他经营收益	86.5	95.0	100.2	110.1
投资净收益	127.1	39.6	79.8	86.2
其它（调和项）	67.6	0.0	0.0	0.0
营业利润	1,871.8	2,067.0	2,374.5	2,506.4
营业外净收支	(0.2)	0.8	0.9	1.0
利润总额	1,871.5	2,067.7	2,375.4	2,507.4
所得税	257.3	289.5	320.7	341.0
净利润	1,614.3	1,778.3	2,054.7	2,166.4
（减去）少数股东损益	24.4	26.7	30.8	32.5
归母净利润	1,589.8	1,751.6	2,023.9	2,133.9

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润（含少数股东）	1,614.3	1,778.3	2,054.7	2,166.4
折旧	91.6	92.6	102.6	111.5
摊销	13.1	14.5	28.0	39.3
财务费用	(83.4)	(77.9)	(22.4)	(32.3)
投资净收益	(127.1)	(39.6)	(79.8)	(86.2)
营运资金变动	1,110.7	(810.1)	(311.5)	(391.3)
其它	(1,063.9)	(585.2)	(555.9)	(572.6)
经营活动现金流合计	1,555.2	372.7	1,215.6	1,234.9
（固定资产构建）	(75.0)	(71.2)	(88.7)	(95.7)
（无形资产构建）	(38.8)	(205.8)	(203.9)	(248.9)
非经常性或非经营性损益	127.1	39.6	79.8	86.2
非流动资产-/+	(114.3)	(24.1)	(115.0)	(70.4)
其它	1,156.5	869.0	623.0	(537.0)
投资活动现金流合计	1,055.5	607.4	295.2	(866.0)

毛利率	54.3%	53.2%	53.7%	53.4%	（财务费用）	83.4	77.9	22.4	32.3
净利率	20.8%	22.5%	23.2%	22.6%	长期借款增加（减少）	0.0	0.0	0.0	0.0
(ROE)	23.15%	20.53%	19.26%	16.95%	（归母股东红利）	(770.9)	(87.6)	(101.2)	(106.7)
资产负债率	34.5%	24.6%	22.6%	20.9%	（归属少数股东红利）	0.0	(11.0)	(12.6)	(14.4)
流动比率	2.54	1.97	2.14	2.18	股本及资本公积+/-	0.1	7.2	63.6	69.0
速动比率	2.17	1.47	1.65	1.70	其它	(71.8)	(589.0)	(612.0)	(570.0)
应收款帐款周转率	3.87	3.79	3.87	3.83	筹资活动现金流合计	(759.2)	(602.5)	(639.7)	(589.8)

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5～20%
中性： 相对市场表现在-5%～+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。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。入市有风险，投资需谨慎。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。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。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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
http://www.i618.com.cn

北京
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336