

# 老板电器 (002508.SZ)

## 2022 年报&2023 年一季报点评： 逆势营收保持稳健，一季度业绩出现改善

买入

### 核心观点

**行业承压下经营稳健，一季度业绩企稳回升。**公司 2022 年实现营收 102.7 亿/+1.2%，归母净利润 15.7 亿/+18.1%，扣非归母净利润 14.8 亿/+15.8%。其中 Q4 收入 30.3 亿/-1.4%，归母净利润 3.4 亿/同比扭亏，扣非归母净利润 3.5 亿/同比扭亏。公司 2023Q1 实现营收 21.8 亿/+4.4%，归母净利润 3.9 亿/+5.7%，扣非归母净利润 3.4 亿/+1.8%。公司拟每 10 股派发现金红利 5 元。在宏观环境承压的背景下，公司收入增长依然稳健，Q1 收入实现环比恢复性加速增长；盈利受到原材料扰动，2022 年有所承压，23Q1 已触底反弹。

**第一品类市占提升增长稳健，新兴品类表现亮眼。**2022 年受到地产及消费环境的影响，厨卫大家电零售规模下滑 9.6%（奥维云网推总口径）。但公司主要品类市占率持续提升，经营韧性凸显。2022 年公司吸油烟机、燃气灶、消毒柜收入分别-1.0%、+0.7%、-12.3%，一体机、蒸箱、烤箱分别+14.3%、-33.6%、-37.5%，洗碗机、净水器、热水器分别+31.8%、-9.7%、+24.1%，集成灶收入+17.9%。奥维云网显示，老板线下吸油烟机、燃气灶、消毒柜市占率分别+1.2/+1.4/+0.2pct，线上厨电套餐/烟灶两件套市占率同比+0.1/+8.2pct。

**直营渠道增长不俗，工程渠道有所恢复。**公司 2022 年直营收入增长 16.3% 至 54.0 亿，受益于电商、下沉及创新渠道的发展，直营渠道已成为公司的半壁江山；工程渠道收入增长 4.2% 至 20.6 亿，经销及代销收入下滑 20.3%。

**Q1 毛利率企稳回升，后续改善可期。**2022 年公司毛利率下滑 2.4pct，其中直营/经销/工程毛利率分别-2.8/-6.8/+1.1pct，预计主要受原材料影响。公司期间费用率+1.9pct 至 31.9%，主要系新品类推广下销售费用有所提升；归母净利率为 15.3%/+2.2pct，若排除计提减值的影响，预计净利率下滑约 3pct。2023Q1 公司毛利率提升 2.2pct，净利率提升 0.2pct，盈利积极回升。

**股权激励锚定长期稳定发展。**公司拟向 325 名中层管理人员及核心技术业务骨干授予 552 万份股票期权（占股本 0.6%），行权价格为 22.51 元/股。行权条件为：以 2022 年营收为基数，2023-25 年收入复合增速高于 5%，归属 60%；复合增速高于 10%，100%行权。有望提升员工积极性，助力长期发展。

**风险提示：**行业竞争加剧；原材料价格大幅上涨；品类扩张不及预期。

**投资建议：**调整盈利预测，维持“买入”评级。

考虑到地产和消费环境的恢复情况，调整盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润 19.1/21.9/24.0 亿（前值为 21.2/24.1/-亿），增速为 21%/15%/9%；摊薄 EPS=2.01/2.31/2.53 元，对应 PE=13/11/10x，维持“买入”评级。

### 盈利预测和财务指标

|              | 2021   | 2022   | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)    | 10,148 | 10,272 | 11,289 | 12,286 | 13,212 |
| (+/-%)       | 24.8%  | 1.2%   | 9.9%   | 8.8%   | 7.5%   |
| 净利润(百万元)     | 1332   | 1572   | 1908   | 2194   | 2397   |
| (+/-%)       | -19.8% | 18.1%  | 21.3%  | 15.0%  | 9.2%   |
| 每股收益(元)      | 1.40   | 1.66   | 2.01   | 2.31   | 2.53   |
| EBIT Margin  | 20.2%  | 15.8%  | 17.8%  | 18.5%  | 18.9%  |
| 净资产收益率 (ROE) | 15.4%  | 16.2%  | 17.5%  | 18.7%  | 18.9%  |
| 市盈率 (PE)     | 18.6   | 15.7   | 13.0   | 11.3   | 10.3   |
| EV/EBITDA    | 13.8   | 17.0   | 13.9   | 12.4   | 11.5   |
| 市净率 (PB)     | 2.87   | 2.54   | 2.27   | 2.10   | 1.94   |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究 · 财报点评

#### 家用电器 · 厨卫电器

证券分析师：陈伟奇 0755-81982606  
chenweiqi@guosen.com.cn  
S0980520110004

证券分析师：王兆康 0755-81983063  
wangzk@guosen.com.cn  
S0980520120004

证券分析师：邹会阳 0755-81981518  
zouhuiyang@guosen.com.cn  
S0980523020001

### 基础数据

|             |                 |
|-------------|-----------------|
| 投资评级        | 买入(维持)          |
| 合理估值        |                 |
| 收盘价         | 26.05 元         |
| 总市值/流通市值    | 24722/24408 百万元 |
| 52 周最高价/最低价 | 36.48/20.30 元   |
| 近 3 个月日均成交额 | 237.58 百万元      |

### 市场走势

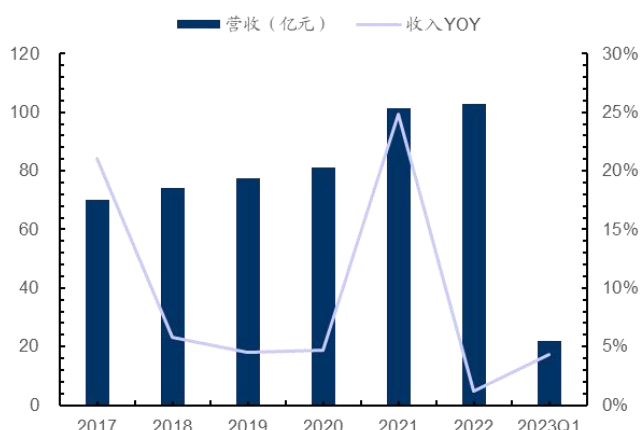


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 相关研究报告

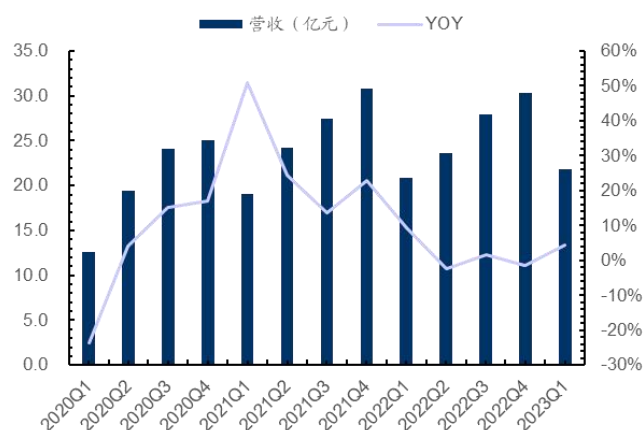
- 《老板电器 (002508.SZ) -2022 年三季报点评：盈利能力改善，提份额+新品类助增长》——2022-10-27
- 《老板电器 (002508.SZ) -2021 年年报&2022 年一季报点评：扩品类增长如期落地，短期因素拖累盈利》——2022-04-20
- 《老板电器-002508-2021 年业绩快报点评：经营业绩靓丽，减值落地轻装上阵》——2022-02-25
- 《老板电器-002508-2021 年三季报点评：Q3 盈利稳健，表现符合预期》——2021-10-21
- 《老板电器-002508-2021 年半年报点评：经营表现超预期，龙头二次高速增长》——2021-08-05

图1：公司营业收入及增速



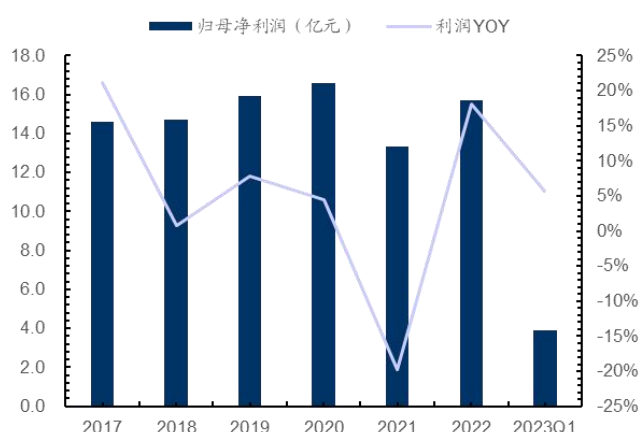
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速



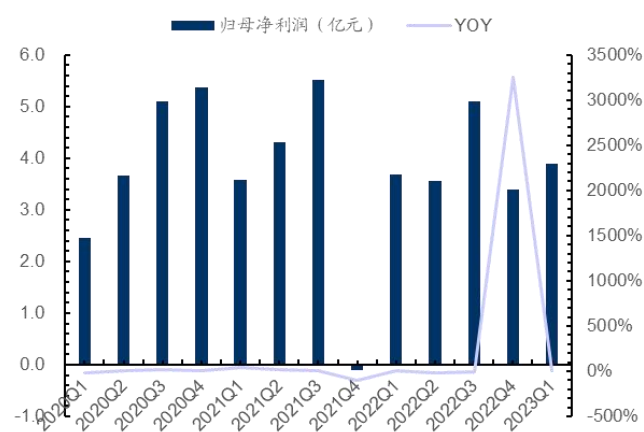
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速



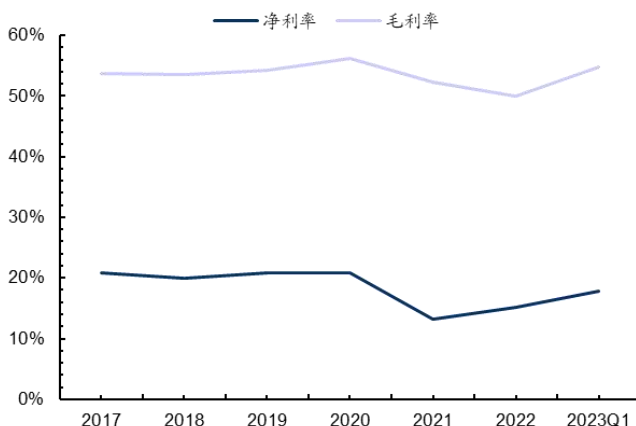
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季归母净利润及增速



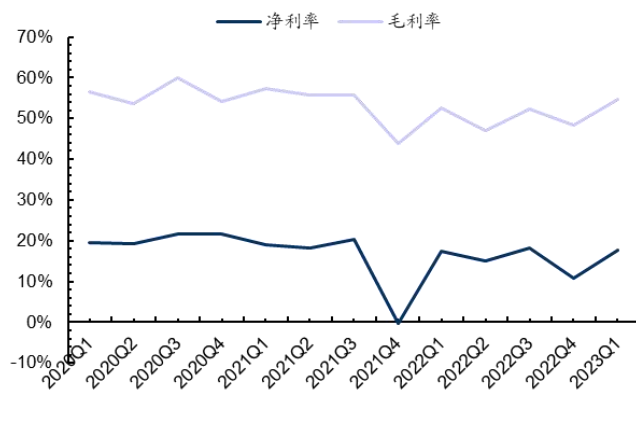
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司毛利率及净利率



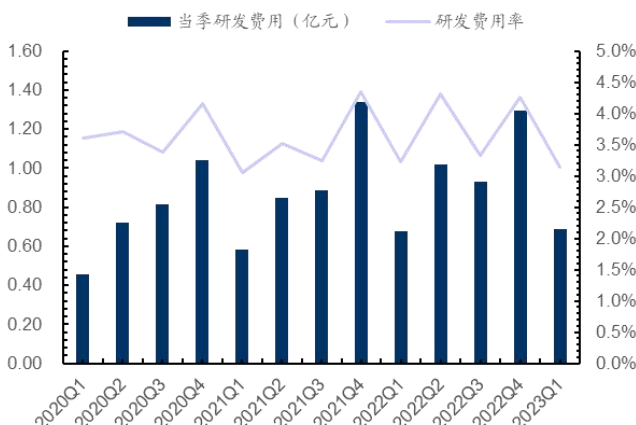
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司单季度毛利率及净利率



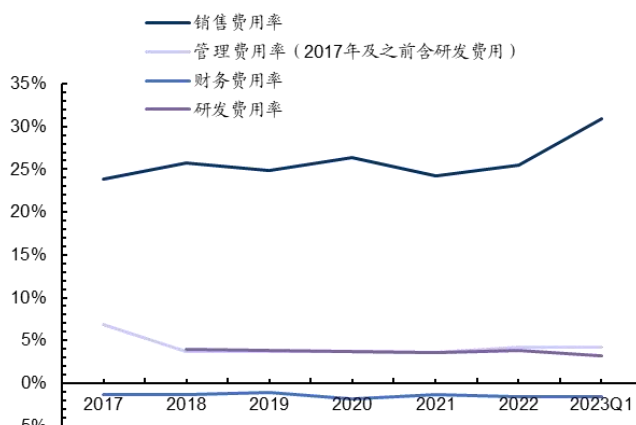
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 公司研发费用情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司期间费用情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1: 可比公司估值表

| 代码        | 公司简称 | 股价    | 总市值 |      | EPS  |      |      |      | PE   |      |      |     | PEG (23E) | 投资评级 |
|-----------|------|-------|-----|------|------|------|------|------|------|------|------|-----|-----------|------|
|           |      |       | 亿元  | 22A  | 23E  | 24E  | 25E  | 22A  | 23E  | 24E  | 25E  |     |           |      |
| 002677.SZ | 浙江美大 | 11.05 | 71  | 0.70 | 0.83 | 0.92 | 1.00 | 15.8 | 13.3 | 12.1 | 11.1 | 1.1 | 买入        |      |
| 605336.SH | 帅丰电器 | 16.81 | 31  | 1.16 | 1.39 | 1.62 | 1.82 | 14.5 | 12.1 | 10.3 | 9.2  | 0.7 | 买入        |      |
| 300894.SZ | 火星人  | 27.58 | 113 | 0.78 | 1.08 | 1.32 | 1.59 | 35.5 | 25.6 | 20.9 | 17.3 | 0.9 | 买入        |      |
| 300911.SZ | 亿田智能 | 39.01 | 42  | 1.95 | 2.46 | 2.98 | 3.48 | 20.0 | 15.9 | 13.1 | 11.2 | 0.7 | 买入        |      |
| 002508.SZ | 老板电器 | 26.05 | 247 | 1.66 | 2.01 | 2.31 | 2.53 | 15.7 | 13.0 | 11.3 | 10.3 | 0.9 | 买入        |      |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

## 附表：财务预测与估值

| 资产负债表（百万元）       |              |              |              |              |              | 利润表（百万元）       |               |              |              |               |               |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|---------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
|                  | 2021         | 2022         | 2023E        | 2024E        | 2025E        |                | 2021          | 2022         | 2023E        | 2024E         | 2025E         |
| 现金及现金等价物         | 3802         | 5293         | 7029         | 8064         | 9139         | 营业收入           | 10148         | 10272        | 11289        | 12286         | 13212         |
| 应收款项             | 3001         | 2652         | 2784         | 3029         | 3309         | 营业成本           | 4835          | 5137         | 5475         | 5908          | 6361          |
| 存货净额             | 1772         | 1610         | 1622         | 1670         | 1888         | 营业税金及附加        | 81            | 79           | 86           | 95            | 101           |
| 其他流动资产           | 135          | 178          | 148          | 179          | 198          | 销售费用           | 2454          | 2614         | 2867         | 3108          | 3303          |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>11583</b> | <b>12244</b> | <b>14095</b> | <b>15454</b> | <b>17046</b> | 管理费用           | 730           | 823          | 856          | 906           | 947           |
| 固定资产             | 1634         | 2028         | 1847         | 1672         | 1481         | 财务费用           | (140)         | (157)        | (183)        | (225)         | (256)         |
| 无形资产及其他          | 229          | 221          | 213          | 204          | 195          | 投资收益           | 91            | 99           | 76           | 89            | 82            |
| 投资性房地产           | 454          | 537          | 537          | 537          | 537          | 资产减值及公允价值变动    | (818)         | (249)        | (100)        | (80)          | (90)          |
| 长期股权投资           | 5            | 9            | 11           | 14           | 17           | 其他收入           | 75            | 149          | 0            | 0             | 0             |
| <b>资产总计</b>      | <b>13906</b> | <b>15040</b> | <b>16702</b> | <b>17881</b> | <b>19276</b> | 营业利润           | 1535          | 1775         | 2164         | 2502          | 2748          |
| 短期借款及交易性金融负债     | 35           | 57           | 33           | 42           | 44           | 营业外净收支         | (2)           | (2)          | (2)          | (2)           | (2)           |
| 应付款项             | 3145         | 3291         | 3592         | 3808         | 4108         | 利润总额           | 1533          | 1773         | 2161         | 2499          | 2746          |
| 其他流动负债           | 1796         | 1668         | 1915         | 1994         | 2134         | <b>所得税费用</b>   | <b>184</b>    | <b>215</b>   | <b>270</b>   | <b>325</b>    | <b>371</b>    |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>4976</b>  | <b>5017</b>  | <b>5540</b>  | <b>5844</b>  | <b>6286</b>  | 少数股东损益         | 17            | (14)         | (17)         | (20)          | (22)          |
| 长期借款及应付债券        | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 归属于母公司净利润      | 1332          | 1572         | 1908         | 2194          | 2397          |
| 其他长期负债           | 164          | 165          | 169          | 174          | 177          |                |               |              |              |               |               |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>164</b>   | <b>165</b>   | <b>169</b>   | <b>174</b>   | <b>177</b>   | 现金流量表（百万元）     |               |              |              |               |               |
| <b>负债合计</b>      | <b>5140</b>  | <b>5182</b>  | <b>5710</b>  | <b>6018</b>  | <b>6463</b>  | <b>净利润</b>     | 1332          | 1572         | 1908         | 2194          | 2397          |
| 少数股东权益           | 139          | 126          | 115          | 108          | 99           | 资产减值准备         | 31            | (28)         | 2            | (2)           | (3)           |
| 股东权益             | 8627         | 9732         | 10877        | 11755        | 12714        | 折旧摊销           | 119           | 143          | 188          | 208           | 216           |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>13906</b> | <b>15040</b> | <b>16702</b> | <b>17881</b> | <b>19276</b> | 公允价值变动损失       | 818           | 249          | 100          | 80            | 90            |
|                  |              |              |              |              |              | 财务费用           | (140)         | (157)        | (183)        | (225)         | (256)         |
| 关键财务与估值指标        |              |              |              |              |              | 营运资本变动         | 173           | 378          | 441          | (27)          | (77)          |
| 每股收益             | 1.40         | 1.66         | 2.01         | 2.31         | 2.53         | 其它             | (20)          | 18           | (13)         | (6)           | (6)           |
| 每股红利             | 0.52         | 0.51         | 0.80         | 1.39         | 1.52         | <b>经营活动现金流</b> | <b>2453</b>   | <b>2332</b>  | <b>2627</b>  | <b>2447</b>   | <b>2618</b>   |
| 每股净资产            | 9.09         | 10.26        | 11.46        | 12.39        | 13.40        | 资本开支           | 0             | (247)        | (100)        | (102)         | (104)         |
| ROIC             | 31%          | 22%          | 36%          | 83%          | 73%          | 其它投资现金流        | (520)         | 360          | 0            | 0             | 0             |
| ROE              | 15%          | 16%          | 18%          | 19%          | 19%          | <b>投资活动现金流</b> | <b>(522)</b>  | <b>110</b>   | <b>(103)</b> | <b>(105)</b>  | <b>(107)</b>  |
| 毛利率              | 52%          | 50%          | 51%          | 52%          | 52%          | 权益性融资          | (1)           | 11           | 0            | 0             | 0             |
| EBIT Margin      | 20%          | 16%          | 18%          | 18%          | 19%          | 负债净变化          | 0             | 0            | 0            | 0             | 0             |
| EBITDA Margin    | 21%          | 17%          | 19%          | 20%          | 21%          | 支付股利、利息        | (495)         | (482)        | (763)        | (1317)        | (1438)        |
| 收入增长             | 25%          | 1%           | 10%          | 9%           | 8%           | 其它融资现金流        | (1057)        | 2            | (25)         | 9             | 2             |
| 净利润增长率           | -20%         | 18%          | 21%          | 15%          | 9%           | <b>融资活动现金流</b> | <b>(2049)</b> | <b>(952)</b> | <b>(788)</b> | <b>(1308)</b> | <b>(1436)</b> |
| 资产负债率            | 38%          | 35%          | 35%          | 34%          | 34%          | <b>现金净变动</b>   | <b>(119)</b>  | <b>1491</b>  | <b>1737</b>  | <b>1034</b>   | <b>1075</b>   |
| 息率               | 2.0%         | 2.0%         | 3.1%         | 5.3%         | 5.8%         | 货币资金的期初余额      | 3921          | 3802         | 5293         | 7029          | 8064          |
| P/E              | 18.6         | 15.7         | 13.0         | 11.3         | 10.3         | 货币资金的期末余额      | 3802          | 5293         | 7029         | 8064          | 9139          |
| P/B              | 2.9          | 2.5          | 2.3          | 2.1          | 1.9          | 企业自由现金流        | 0             | 1697         | 2283         | 2052          | 2198          |
| EV/EBITDA        | 13.8         | 17.0         | 13.9         | 12.4         | 11.5         | 权益自由现金流        | 0             | 1699         | 2419         | 2257          | 2422          |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

| 类别         | 级别 | 说明                         |
|------------|----|----------------------------|
| 股票<br>投资评级 | 买入 | 股价表现优于市场指数 20%以上           |
|            | 增持 | 股价表现优于市场指数 10%-20%之间       |
|            | 中性 | 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间   |
|            | 卖出 | 股价表现弱于市场指数 10%以上           |
| 行业<br>投资评级 | 超配 | 行业指数表现优于市场指数 10%以上         |
|            | 中性 | 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
|            | 低配 | 行业指数表现弱于市场指数 10%以上         |

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032