

## Q1 需求复苏，股权激励计划落地

### 核心观点

老板电器 2022 年业绩平稳，2023Q1 受益于需求回暖及成本红利，收入利润持续改善。2023 年公司将保持传统品类优势，加大洗碗机、一体机、集成灶等新兴品类的发展力度，伴随房地产市场与更换需求增加，公司未来将维持稳健发展趋势。同时，公司发布 2023 年股权激励计划，彰显长期稳定发展信心。

### 事件

2023 年 4 月 25 日，老板电器发布 2022 年年度报告及 2023 年一季度报告。

公司 2022 年实现营业收入 102.72 亿元 (YOY+1.22%)，归母净利润 15.72 亿元 (YOY+2.19%)，净利率为 15.31% (YOY+2.19pct)；其中 Q4 实现营业收入 30.35 亿元 (YOY-1.38%)，归母净利润 3.39 亿元，同比扭亏为盈 (2021Q4 亏损 0.11 亿元)，净利率为 11.17% (YOY+11.52pct)。2023Q1 实现营业收入 21.77 亿元 (YOY+4.37%)，归母净利润 3.89 亿元 (YOY+5.72%)，净利率为 17.85% (YOY+0.23pct)。

### 简评

#### 一、收入分析：新品类贡献增长，全渠道布局完善

##### I、分产品：传统品类优势提升，新兴品类快速增长

1) **第一品类群：收入稳健，巩固优势。**实现收入 77.66 亿元 (YOY-1.23%)，占比 75.61%。**油烟机：**收入 48.32 亿元 (YOY-0.97%)，占比 47.05%。根据奥维云网数据，2022 年油烟机市场规模 296 亿元，同比下降 11.0%；老板品牌油烟机线上、线下 KA 销额市占率分别同比-0.78pct、+1.17pct。**燃气灶：**收入 24.57 亿元 (YOY+0.71%)，占比 23.92%。根据奥维云网数据，2022 年燃气灶市场规模 170 亿元，同比下降 11.0%；老板品牌线上、线下 KA 销额市占率分别同比+0.52pct、+1.40pct。**消毒柜：**收入 4.77 亿元 (YOY-12.31%)，占比 4.65%。根据奥维云网数据，2022 年消毒柜市场规模 31 亿元，同比下降 19.7%；老板品牌消毒柜线下 KA 销额市占率为 22.6%，排名第二。

## 老板电器 (002508.SZ)

维持

买入

马王杰

mawangjie@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521070002

发布日期：2023 年 05 月 03 日

当前股价：26.05 元

#### 主要数据

##### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-8.50/-10.71	-15.75/-17.54	-7.82/-20.16
12 月最高/最低价 (元)		36.03/20.50
总股本 (万股)		94,902.41
流通 A 股 (万股)		93,697.08
总市值 (亿元)		247.22
流通市值 (亿元)		244.08
近 3 月日均成交量 (万)		821.43
主要股东		
杭州老板实业集团有限公司		49.68%

#### 股价表现



#### 相关研究报告

- 2022-10-25 【中信建投厨卫电器】老板电器 (002508):新品放量&老品稳健, Q3 业绩基本符合预期
- 2022-08-25 【中信建投厨卫电器】老板电器 (002508):Q2 盈利持续承压, 期待新品类增长

2) **第二品类群：结构改善，一体机增长。**实现收入 9.22 亿元（YOY-0.80%），占比 8.98%。**一体机：**收入 7.40 亿元（YOY+14.30%），占比 7.20%。**蒸箱：**收入 1.00 亿元（YOY-33.55%），占比 0.97%。**烤箱：**收入 0.82 亿元（YOY-37.51%），占比 0.80%。根据奥维云网数据，2022 年嵌入式微蒸烤市场规模 71 亿元，同比下降 10.3%；老板品牌一体机、电蒸箱、电烤箱线下 KA 销额市占率分别排名第一、第二、第二，电蒸箱、一体机线上销额市占率分别排名第一、第三。

3) **第三品类群：引领增长，洗碗机突出。**实现收入 8.40 亿元（YOY+26.28%），占比 8.18%。根据奥维云网推总数据，2022 年净洗类（洗碗机、燃气热水器、净水器）合计规模 534 亿元，同比下滑 11.4%，公司增速领先行业。**洗碗机：**收入 5.94 亿元（YOY+31.81%），占比 5.78%。根据奥维云网数据，2022 年洗碗机市场规模 103 亿元，同比增长 2.9%；监测数据显示老板品牌洗碗机线上销额市占率同比+3.30pct 左右。**热水器：**收入 1.92 亿元（YOY+24.09%），占比 1.87%。根据奥维云网数据，2022 年热水器（电热+燃热）市场规模 471 亿元，同比下降 11.1%；公司产品以燃气热水器为主，品类维持高增态势。**净水器：**收入 0.54 亿元（YOY-9.65%），占比 0.53%。根据奥维云网数据，2022 年净水器市场规模 185 亿元，同比下降 18.7%。

4) **集成灶：布局加速，增速领先。**实现收入 3.85 亿元（YOY+17.92%），占比 3.75%。根据奥维云网数据，2022 年集成灶市场规模 259 亿元，同比增长 1.2%，零售额、零售量的渗透率分别从 2015 年的 2%、6%提升至 2022 年的 14%、32%；公司 2022 年进军集成灶赛道，去年共发布 10 款集成灶新型号，新开集成灶专卖店近 500 家，集成灶融合店约 2000 家，品类增速领先行业。

5) **其他小家电：**实现收入 0.68 亿元（YOY-27.61%），占比 0.66%。

6) **其他业务收入：**实现收入 2.90 亿元（YOY+7.71%），占比 2.82%。

## II、分渠道：零售+工程渠道逆势增长，份额稳定提升

1) **零售渠道：**包括线下零售、线上电商等销售模式，实现收入 81.51 亿元（YOY+0.66%），占比 79.36%，其中**直营** 54.03 亿元（YOY+16.26%），占比 52.60%；**代销** 24.46 亿元（YOY-20.32%），占比 23.82%；**经销** 3.02 亿元（YOY-20.58%），占比 2.94%。2022 年，厨电品类因高安装属性受疫情影响明显，零售渠道市场规模大幅下滑，根据奥维云网数据，烟灶线下零售额分别同比下滑 26.2%、22.8%，厨电产品线上零售额同比下滑 3.6%。公司实现逆势增长，彰显品牌的高度和厚度。

2) **工程渠道：**实现收入 20.58 亿元（YOY+4.15%），占比 20.04%。根据奥维云网数据，2022 年厨电整体精装修市场规模 377.26 万台（YOY-46.3%），其中烟灶 141 万套（YOY-48.0%），配置率 96.7%；消毒柜 37.47 万台（YOY-55.6%），配置率 25.7%（YOY-3.8pct）；洗碗机 45.83 万台（YOY-15.4%），配置率 31.4%（YOY+12.5pct）；热水器 79.1 万台（YOY-32.8%），配置率近 50%（YOY+10.8pct）；净水器 34.26 万台（YOY-44.1%），配置率 23.5%（YOY+2.1pct）。公司工程渠道份额领先，且份额增长凸显。

3) **其他渠道：**实现收入 0.62 亿元（YOY-15.99%），占比 0.60%。

## 二、盈利分析：减值风险出清，盈利水平有望持续回升

### I、毛利端：新品类+新渠道导入，Q4 毛利率明显回升

2022 年毛利率为 49.98%（YOY-2.37pct），其中 Q4 毛利率为 48.45%（YOY+4.72pct），主要系全年毛利

率较低的新品类与新渠道占比提升，导致整体毛利率下滑，Q4 受益于原材料价格下行带来的成本红利。

1) 分产品：2022 年油烟机毛利率为 51.73% (YOY-1.92pct)，燃气灶毛利率为 54.61% (YOY-2.39pct)。

2) 分渠道：2022 年直营毛利率为 55.44% (YOY-2.80pct)，代销毛利率为 41.25% (YOY-6.76pct)，工程毛利率为 47.97% (YOY+1.14pct)。

## II、费用端：市场营销力度回升，全年费用率提升

2022 年期间费用率同比提升 1.92pct，销售/管理/研发/财务费用率分别同比+1.26/+0.61/+0.21/-0.15pct；2022Q4 期间费用率同比提升 9.72pct，销售/管理/研发/财务费用率分别同比+9.57/+0.51/-0.08/-0.29pct。

## III、净利端：净利率提升，盈利能力改善

2022 年实现归母净利润 15.72 亿元 (YOY+18.07%)，净利率为 15.31% (YOY+2.19pct)；其中 Q4 实现归母净利润 3.39 亿元，同比扭亏为盈 (2021Q4 亏损 0.11 亿元)，净利率为 11.17% (YOY+11.52pct)。公司 Q4 信用减值损失 2.24 亿元，去年同期为 7.65 亿元，随着 2022 年减值风险进一步出清，公司盈利水平有望持续回升。

## 三、2023Q1：收入利润改善，新品类有望放量

**需求明显改善，盈利水平稳步提升。**1) 收入端：根据奥维云网数据，2023Q1 厨热（烟、灶、消、洗、嵌、集、电热、燃热）市场规模 270 亿元 (YOY-2.3%)，环比 2022Q4 明显复苏；公司 Q1 实现营业收入 21.77 亿元 (YOY+4.37%)，快于行业整体增速，公司将继续保持传统品类的竞争优势，大力发展洗碗机、一体机、集成灶等新品类，拉动业务规模增长。2) 利润端：公司 Q1 毛利率为 54.79% (YOY+2.23pct)，主要系享受原材料成本红利；期间费用率同比提升 1.90pct，销售/管理/研发/财务费用率分别同比+1.86/+0.21/-0.09/-0.09pct，主要系新品类新渠道投放力度加大；实现归母净利润 3.89 亿元 (YOY+5.72%)，净利率为 17.85% (YOY+0.23pct)。

## 四、股权激励：CAGR 为 5%-10%，彰显长期稳定发展信心

公司发布 2023 年股票期权激励计划，拟向 325 名中层管理人员及核心技术（业务）骨干授予 552.00 万份股票期权，约占公告时股本总额的 0.58%，行权价格为 22.51 元/份。本次股权激励计划的业绩考核目标以公司 2022 年营业收入为基数，2023-2025 年营业收入 CAGR 目标值为 10%（100%可行权）、触发值为 5%（60%可行权）。我们认为业绩考核目标较稳健，有利于调动激励对象积极性，彰显公司长期稳定发展信心。

**投资建议：**公司传统品类优势提升，新兴品类与全渠道快速增长，股权激励计划彰显收入增长韧劲，随着原材料成本红利体现，以及减值风险出清，盈利能力有望持续改善。我们预测 2023-2025 年公司实现归母净利润 19.39/21.92/24.57 亿元，对应 EPS 为 2.04/2.31/2.59 元，当前股价对应 PE 为 12.75/11.28/10.06 倍，维持“买入”评级。

## 风险分析

**1) 行业竞争加剧:** 厨电行业已经进入存量竞争时代，竞争维度多元，企业在产品端、服务端、营销端多方面要均衡发展，当前各类企业均入局厨电行业，竞争可能进一步加剧。

**2) 原材料价格波动:** 原材料是厨电产品的主要构成和成本来源，原材料价格影响厨电板块的盈利水平和业绩，原材料价格大幅波动，不利于厨电企业的定价以及稳健经营。

**3) 房地产行业波动:** 厨电具有刚需和高安装属性，依赖地产拉力和线下消费场景，当前人口红利与地产拉力逐步消失，新房销售规模中枢下移，厨电销售可能持续承压。

## 分析师介绍

马王杰

上海交通大学硕士，曾就职于申万宏源、天风证券和国盛证券。深度覆盖白电、厨电以及各类小家电公司。所在团队曾获得 2016 年新财富家电行业第五名、水晶球第二名；2017 年新财富入围；2018 年金牛奖家电行业最佳团队。

## 研究助理

吕育儒

lvyruru@csc.com.cn

**评级说明**

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

**分析师声明**

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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收到任何形式的补偿。

**法律主体说明**

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

**一般性声明**

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

**中信建投证券研究发展部**

北京  
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B  
 座 12 层  
 电话：(8610) 8513-0588  
 联系人：李祉瑶  
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路 528 号南  
 塔 2103 室  
 电话：(8621) 6882-1600  
 联系人：翁起帆  
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交  
 汇处广电金融中心 35 楼  
 电话：(86755) 8252-1369  
 联系人：曹莹  
 邮箱：caoying@csc.com.cn

**中信建投（国际）**

香港  
 中环交易广场 2 期 18 楼  
 电话：(852) 3465-5600  
 联系人：刘泓麟  
 邮箱：charleneliu@csci.hk