

公司研究/调研报告

2017年05月22日

家用电器/小家电 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 39.78  
合理价格区间(元): 46.02-49.56

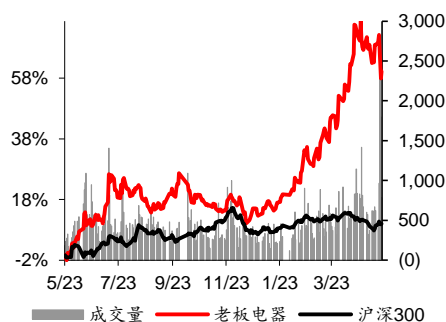
**张立聪** 执业证书编号: S0570514040003  
研究员 0755-82776409  
zhanglicong@htsc.com

**王鹤岱** 0755-82776413  
联系人 wanghedai@htsc.com

相关研究

- 1《老板电器(002508,买入): 马太效应显现, 全品类份额扩张》2017.04
- 2《老板电器(002508,买入): 消费升级引领, 白马本色依旧》2017.03
- 3《老板电器(002508): 渠道持续扩张, 新品快速放量》2017.02

股价走势图



资料来源: Wind

# 产品份额全线飘红, 高增长有望延续

## 老板电器(002508)

### 厨电龙头风采正盛, 业绩高增长预期持续

近日, 我们多次调研了老板电器, 与公司领导进行了深入交流。老板电器在保持烟灶产品市场份额第一的基础上, 积极布局嵌入式新品, 2017年烤箱和蒸箱的市场份额目标是“保二争一”。公司深耕三四线市场, 三四线销售额在零售渠道占比约42%。作为厨电行业龙头, 受益于2017年三四线房地产增长红利及产品份额的提升, 我们预计, 老板业绩高增长有望延续。

### 烟灶销售保持增长, 市场份额稳步提升

中怡康数据显示, 2017Q1老板电器油烟机零售量为10.4万台, YoY+6.5%, 市场份额达到17.9%, 同比增长1.2pct; 燃气灶同期零售量为9.7万台, YoY+1.0%, 市场份额为14.7%, 同比增长0.7pct。2017Q1老板烟灶市场份额位于行业第一。随着城镇化的推进及消费者对于品牌化产品追求的提升, 烟灶产品的市场空间有望进一步加大。老板电器作为龙头企业, 市场份额不断提升, 预期烟灶产品的业绩将持续增长。

### 新品“嵌入”中国厨房, 产品份额显“老板”实力

老板电器将嵌入式新品作为战略要点, 迅速占据行业有利位置。2017年3月, 老板嵌入式烤箱线下零售量的市场份额为28.2%, 蒸箱线下零售量的市场份额为32.1%, 均处于行业第二位, 公司计划于2017年年内达到第一位; 同时, 公司的洗碗机市场份额达到行业第三, 并向第二名不断靠拢; 净水器作为新产品, 老板电器保守目标为进入行业前五。随着消费者接受度的不断提升, 嵌入式产品的行业规模将迎来高速增长。老板电器作为行业白马企业, 新品类收入增速有望进一步提升。

### 多渠道共同发力, 销售增长有望加速

目前, 公司一线城市销售比重为18%-20%; 二线城市销售比重约占40%, 三四线城市所占份额为40%-42%。老板在深耕一二线城市的同时, 继续推进三四线渠道下沉。2017年, 老板已新增四家城市公司, 并重新启动区域拆分计划, 以实现对代理商的激励。三大渠道方面, 目前线下渠道销售占比60%以下, 主要来源于KA卖场和专卖店; 线上渠道占比约30%, 主要来源于京东和天猫商城; 工程渠道占比约7%。其中, 线上渠道销售增速可观。老板多条渠道共同发力, 未来销售增长有望加速。

### 业绩高增长预期延续, 维持“买入”评级

老板电器作为高端厨电龙头企业, 公司业绩增速已连续8年保持在40%以上, 市场份额逐步提升。考虑到未来嵌入式新品快速放量、烟灶产品优势扩张以及销售渠道的拓展建设, 加之受益于三四线地产发展带来的红利, 我们继续看好公司未来的发展前景, 预期业绩高增长将会延续。我们预计公司2017-2019年EPS分别为1.77/2.29/2.92元。给予2017年26-28倍PE估值, 对应合理价格区间46.02-49.56元。维持“买入”评级。

风险提示: 地产销售大幅下滑, 嵌入式新品市场接受度不高。

公司基本资料

总股本(百万股)	949.03
流通A股(百万股)	930.43
52周内股价区间(元)	33.30-57.58
总市值(百万元)	37,753
总资产(百万元)	6,856
每股净资产(元)	4.64

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4,543	5,795	7,547	9,812	12,698
+/-%	26.58	27.56	30.24	30.01	29.42
归属母公司净利润(百万元)	830.49	1,207	1,676	2,173	2,772
+/-%	44.58	45.32	38.89	29.63	27.56
EPS(元, 最新摊薄)	0.88	1.27	1.77	2.29	2.92
PE(倍)	45.46	31.28	22.52	17.37	13.62

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 公司简介

### 行业

- 2009-2016年，整个厨电行业呈现较强的波动性，2009年，由于国家4万亿的放松政策，厨电行业增长很快，2011-2012年政府调控进入低谷，2013年厨电行业开始反弹，2014-2015年厨电行业又进入低迷，2016年由于宽松货币政策，房地产恢复景气。老板电器的表现则穿越周期。2016年油烟机零售量提升了1pct，但是零售额提升了9pct，这主要是因为产品均价提升。
- 整个行业波动性比较明显，但是老板的经营表现没有波动：收入每年保持25%以上的增速、连续8年净利润的增速在40%以上；净利润与现金流匹配度比较高，盈利可持续。公司的毛利率除了2016年由于原材料价格大幅上涨而有所回调之外，一直在提升。净利率从2009年不到10%提升到2016年的22%，颠覆了市场对传统家电行业的印象。

### 公司发展

- 老板未来的增长空间：(1)苏北地区与苏南相比，产品普及率仍不高，随着城镇化的推进，可以实现自然增长。(2)市场份额的提升，目前市场上还有一些小品牌，但竞争力越来越弱(3)高端产品与嵌入式产品的占比提升。(4)创新渠道的拓展。
- 未来目标：烟机零售额占有率40%以上，超越第二名60%以上，嵌入式蒸烤箱市场份额第一，洗碗机、净水器进入前两名。

### 烟灶产品

- 老板电器2016年的油烟机市场零售份额为25%，牢牢占据第一的位置。油烟机零售市场的领先品牌主要是老板、方太、美的和华帝。老板与方太遥遥领先，美的上升势头更快，超过华帝成为第三，CR4将近60%。
- 老板燃气灶零售额市场份额23%，行业整体状况与烟机类似。

### 嵌入式产品

- 嵌入式微波炉在老板嵌入式产品中增速偏慢，2015年至今零售量同比增速在20%左右。嵌入式烤箱、蒸汽炉、洗碗机的零售量增速很快，并且呈现增长加速趋势。烤箱增速在40%以上，蒸汽炉增速在60%以上，嵌入式洗碗机2017年1-2月增速达200%。
- 2017年1-2月，老板蒸箱零售额市场份额31%，位居行业第二（西门子43%，方太21%）；烤箱零售额市场份额第二（西门子49%，方太19%）。
- 嵌入式产品是公司未来战略要点之一，目前行业主要由老板、方太和西门子三家厂商主导。烤箱是西门子占优，但下降趋势明显，老板与方太市场份额相当。嵌入式洗碗机方面，方太在推出水槽式洗碗机后，整体销量增长很快。老板在解决产品问题后，2017年会有比较快的提升。

### 渠道

- 2009-2016年，不包括网购和工程渠道，老板零售渠道发货额从2000万元增长至9300多万元。其中，KA渠道占比36%，经销商专卖店渠道占比48%。

## Q&A

### 行业观点

Q：房地产销售额对公司产品的影响是怎样的？

- 地产成交额的变化，对我们产品的销售影响不大。地产有较大的波动后，其影响传导到我们这里有六个月，但对我们的经营影响没有那这么大。
- 2014年的2月份为例，房地产出现了比较大的波动，但是我们当时的业绩并没有受到大的影响，市场不要因为短期的房产波动而误认为厨电行业的上行空间受挫。

Q：随着消费升级和城镇化的进行，整个烟灶市场的销量是在往上走。一部分原因是整个行业销量的上升，另一部分原因是来源于厨电行业集中度的提升。目前城镇烟灶的保有量达到了90%，东部农村保有量在50%左右，西部农村的保有量少一些。公司如何看待厨

电市场的发展？这一市场什么时候能到饱和的状态？

- 厨电的市场空间是动态变化的。
- 老板之前依赖电商零售渠道，而从去年第一季度到今年第一季度增长最快的是工程渠道。线上渠道增速要比 KA 要高，而工程渠道会更高。

Q：如何看待厨电行业的市场集中度？未来会提升到什么样的空间？

- 厨电市场的集中度会越来越高。工程的增长对于企业最大的帮助就是提高市场份额，未来市场集中度还会有提高。
- 综合起来，市场集中度会提升到什么水平，我们很难确定。不同渠道有各自的数据，拆分来看更为合理。

Q：厨电行业没有发生惨烈价格战的原因是什么？

- 因为老板和方太维系了行业的秩序和经营格局。我们每年都有所提价，后边的厂商只要跟着不断提价即可，不需要打价格战。但是我们提升价格的幅度并不大。

### 战略规划

Q：公司未来的发展战略是怎样的？

- 从去年开始，更多的精力放在战略上，从去年年底到现在，老板电器深刻认识到有些战略指标的完成比经营指标的完成更重要。
- 战略制定涉及到能完成目标的组织配套、新的生产基地与产能的建设。
- 品类战略与组织战略比较重要。
- 我们本身的团队足够成熟和优秀，去年把研发团队调整了一下，其它都还是沿用原有的团队。
- 过去 8 年业绩增长主要由于房地产红利，现在房地产红利结束，消费升级红利来临。老板电器以前卖的都是刚需产品。在绝对量保持平稳的时候，如何获取更大的增长，如何进行品类拓展以及保留存量客户都是对企业的考验。
- 众所周知，渠道很重要，产品也很重要。而对于刺激消费来说，品牌的力量更重要。品牌战略上，大众品牌未必有价值，这也构成了一项挑战。未来十年如果想走的更远，每一个三年的战略都很重要。公司的目标不是市值做多大，而是要保证增长的可持续性。

Q：大众的品牌没有附加值，而老板品牌有很强的附加值。作为龙头企业，未来份额增长是否比较难？公司名气品牌未来包含的产品品类都有哪些？

- 不要忽略老品类的力量。外观和材质变化之后，消费者体验会大不相同。老品类油烟机去年有 250 万台销量，价格提升会比较容易。
- 嵌入式产品，如烤箱、蒸箱、微波炉，在中国不是必需品。我们 2017-2019 年的目标是在这个品类中做到行业第一，并改变这些品类的形态。目前市场的产品都是舶来品，没有针对中国消费者做改造。针对中国更加小的厨房，应将功能和空间更好地整合。
- 未来 3 年需要靠新品类刺激消费，产品形态可能和原有产品不一样（体积和价格）。产品线不可能走出厨房。
- 在渠道方面，老板营销能力很强，未来的产品会依靠原有的渠道（KA 和非 KA 的建材渠道等等）展开，不会进入新的渠道（商超渠道），这个不是老板所擅长的。
- 厨房有三大区域：第一个是烹饪区域，老板有很强的优势；第二个是洗净区域（集成水槽、洗碗机、净水器、垃圾处理器）；第三个区域是储存区域（冰箱）。我们要先做好第一个区域，未来三年进入第二个洗净区域，有可能是靠老板品牌做，也有可能不依靠老板的品牌。烹饪区域是洗净区域的基础，不管是大家电企业还是小家电企业，厨房的品类扩展是最大的，老板已占据优势地位，
- 这几年没有花很多精力发展名气产品，但是它保持着快速增长。名气目标还是在县城和乡村市场做扎实。随着产品品类的扩充，名气的价值会越来越大。

Q: 从客户的角度来看,老板的产品价格高但销量也多。客户买老板的产品理由是什么?老板的核心竞争力是什么?

- 现在的消费者十分注重服务,大量的消费者是在进行二次消费,因此,我们的服务必须要做好。老板的产品价格贵,是因为有好的品牌。吸引顾客还是要通过品质和服务。
- 投资者买了老板的股票,赚了钱,就会买公司的产品。

Q: 公司未来10年的规划是怎样的?面对消费升级红利,未来公司的产品重心在哪?

- 战略调整,技术驱动,最终落地要归根到产品上,以后要靠技术来推动产品。

Q: 从公开的资料上看,方太的发明专利远远多于我们。从洗碗机来看,我们的研发还是落后一些,公司如何看待这一情况?

- 老板从2016年开始,发明专利以很快的速度在增长。老板定位在技术驱动,用200万年薪来聘用工程师,所以以后的技术发明不会落后于方太。

### 公司管理

Q: 公司如何进行内部管理?公司的组织和人才如何保证战略目标的实现?员工如何激励?

- 每年员工收入增长15%以上。
- 我们对新加入的员工也会进行股权激励。

Q: 预祝老板电器打破记录,达成连续10年每年业绩40%的增长。那么在业务和战略规模越来越大的情况下,董事长和总经理在公司治理方面主要管理哪些事项,下放哪些事项?

- 公司已达成连续8年,经营业绩40%的增长,未来两年保持这一增速没有问题。当然如果利用现金流兼并别的企业,增长会更快。但我们不想太快,想99%靠自己的主业达成增长目标。总体而言,实现连续十年业绩40%的增长没有问题。
- 董事长和总经理主要负责经营方面以及重要投资。
- 公司的战略制定十分重要。没有花太多精力在细化的工作上,包括具体的销售模式、销售渠道、甚至是生产端方面。从去年开始,我们主要专注于战略调整。

Q: 2017-2019年净利润增速大于30%,产能安排如何?

- 公司产能已经做好准备,之前的厂房智能制造水平位于行业前列,新厂房智能程度更高。

Q: 公司销售费用率下降,原因是什么?

- 销售费用的下降,更多跟结算方式的变化有关系,不是跟真实费用率的下降有关系。每年前三季度按照保守的估计把所有费用都提到位,到年底的时候,有些费用并没有按照预计发生,所以四季度有些费用就会降低。
- 近五年,代理商的优惠政策没有任何调整,是属于可持续性的存在。

Q: 原材料价格上涨,利润率水平如何变化?

- 毛利率有可能下降,但费用也在下降,零售渠道的费用会小很多。

Q: 公司在2017—2018年对于嵌入式产品的广告投入有何变化?

- 目前来看,公司没有计划加大投入,会在原有的产品上推出新品来打开市场。例如现在推出了第四代大吸力油烟机,市场反响还是很不错的。

Q: 格力、美的都在主动并购,公司是否有类似打算,会考虑什么样的标的?

- 不会为了做并购而并购,而是要随缘。

### 嵌入式产品

Q: 嵌入式新产品目前的出货情况如何? 未来一年的目标是多少?

- 嵌入式产品得到了广泛关注。根据2017年1-3月数据, 烤箱、蒸箱、微波炉都已接近行业顶端。2017年底目标是烤箱和蒸箱的份额拿到第一位。自去年嵌入式空间站建成以来, 公司产能发展迅速。我们的目标是完成蒸箱10万台, 烤箱8万台。但相对于能完成多少台, 我们更在乎能够占据市场第几位。保二肯定能够完成, 战略目标是冲刺第一位。

Q: 在嵌入式产品中, 特别是洗碗机与净水器, 目前在产品研发、市场推进和渠道反馈的情况是怎样的? 公司未来的目标与计划是什么样的?

- 洗碗机产品大家都很关心。洗碗机厂商大多数都做得非常好, 西门子已经做了很多年, 我们的竞争对手方太进入洗碗机市场后, 对市场和渠道关注度也非常高。我们产品上的比较早, 但是因为公司关注度不够, 做得不是特别好。随着今年两款新产品上市, 我们与同行的差距会不断缩小。
- 3月份洗碗机市场份额是第三位, 排名上没有像蒸箱和烤箱那么乐观。今年我们做到第三位, 目标是缩小与第二位的差距。
- 净水器目标比洗碗机更保守, 今年目标是能达到行业前5位。
- 嵌入式产品做得好不好, 不是看多少销量, 而是看行业中的位置。如果能在行业占据有利位置, 随着消费者接受度的提升, 产品销量迟早会有所增长。
- 看到的数据跟实际的数据可能有较大的出入。老板的销量只有30%被中怡康识别, 剩下70%未被纳入, 所以实际上差距没有这么大。在KA渠道中, 差距并不明显; 在非KA渠道, 老板的优势比外资企业要强很多。
- 厨电行业不像空调有权威的数据, 所以中怡康也会买每一家出货量的数据做一个参考。

Q: 净水器产品的发展状况如何?

- 公司一直重视净水器市场, 但这个市场竞争很激烈, 且差异化较小, 结果是否能够达到预期还不能保证。
- 目前净水器的渗透率已经很高, 因为中国的水质问题较大。
- 行业中最成功的是AO史密斯净水器。
- 我们的净水器终端零售价在6000—8000元。

### 集成灶

Q: 有些企业打出了集成灶的概念, 如何看待?

- 集成灶最近发展不错, 还会有一定的市场。原因有两个: 第一, 从集成灶产品本身来说, 跟我们的产品有一定差异性, 因为集成灶没有国家标准, 只有行业标准, 它的进风口可以离锅更近, 吸油烟效果的确更干净, 但也涉及到安全问题。第二是集成概念, 节省了空间和一定成本。
- 从销售来讲, 集成灶渠道完全是建材渠道, 直控到店, 没有大量的中间费用, 可以更多地激励经销商。但做大也很难, 无法进入KA渠道。
- 集成灶无法和橱柜合作, 因为集成灶的一个优势是可以省橱柜的费用。
- 无法和工程合作, 因为集成灶打口在下面, 不符合工程建筑标准。
- 整体来看, 集成灶市场还是小众市场, 不能成为主流产品。
- 明年, 老板也会推出集成式产品, 吸油烟效果会更好, 但烟口还是在上。

### 渠道

Q: 到今年下半年, 老板如何应对类似去年一二线市场宏观政策的扰动? 三四线渠道这边有什么具体的方案来保持公司运行的稳定性?

- 未来公司会抢占三四线市场, 通过激励员工积极性, 形成三大体系。一个是线上, 一个是一二线市场, 第三个是针对三四线市场, 形成三条不同的产品线和价格体系。
- 三四线产品的价格体系会比一二线更低端。

- Q: 目前产品各大渠道销售占比情况是怎样的?
- 除了电商增长比较快, 其他渠道变化不大。
  - 渠道分为三个大的板块, 一是零售板块, 占比不到 60%; 二是电商, 占比 30%左右; 第三是工程, 大约占 7%, 还有 3%来源于电视购物。KA 和专卖店是零售渠道中占比最高的, 各占 40%左右。电商中, 京东和天猫各占 40%左右, 苏宁占 10%, 官方购物网站 5%, 其他小的购物网 5%。
- Q: 公司的产品在一二线、三四线出货占比?
- 根据零售数据来看, 一线北上广深的销售比重为 18%-20%; 二线城市苏州、杭州、东莞等大概占 40%左右, 三四线城市所占份额比重为 42%左右。
  - 老板电器兼顾一二线和三四线市场。公司嵌入式新品在一二线城市的空间比较大, 有可能实现翻倍式增长。公司预计升级一二线城市门店, 提升嵌入式产品的份额, 实现收入增长。
  - 老板每年新增 10 家城市销售公司, 会有 10%—15%烟灶方面产品的销售增长。
- Q: 公司线上销售的情况是怎样的?
- 2017Q1 线上销售同比增速达到 40%以上。线上销售主要受到节假日的影响。
- Q: 城市公司的发展状况如何?
- 目前已经有上百家, 今年新增了四家。
  - 城市公司的概念不同, 没有脱离原来的代理商体系。这是对区域代理商做的改造, 成立销售公司, 不跟公司发生直接关系。
- Q: 目前代理商的区域拆分情况?
- 因为人事变动, 去年没有进行区域拆分。今年会继续进行, 做的不好的区域公司会采取相应措施 (关闭或缩小规模)。
  - 进行拆分之后, 销售增速会很快提升。但由于区域一般只是地级市, 市场规模有限, 且存在边际效用递减, 之后的增速会放缓。
  - 区域拆分更多是作为一种激励措施。
- Q: 洗碗机目前的销售渠道是怎样的?
- 如果装修好之后要去买洗碗机, 只有两个选择, 一是买台式机, 二是买方太的水槽式洗碗机。我们的产品需要嵌入橱柜, 这决定了单个销售是不现实的。
  - 在精装修方面的销售占也比较少, 开发商不会选择装洗碗机。
- Q: 考虑到嵌入式产品, 厨源店需要改造装修吗? 费用如何?
- 厨源店的改造主要还是涉及到一线和经济发达的二线城市, 在这些城市做一些改造还是很现实的。如果烟灶产品增长不理想的话, 必须靠这种方式来改善。
  - 大部分是营销商自己承担, 公司会有少部分的补贴 (补助 30%的装修费用)。
  - 目前装修方面没有硬指标, 这部分需要靠公司的大力支持, 已经投入了不少资源。
  - 街边的 A 类店改造装修需要 100 万元人民币以上, 而且租金较贵。B 类店费用低一点。
- Q: 工程项目占烟灶市场销售份额是多少? 它的成长率有多少? 未来会占到老板电器多大的销售额比例? 会不会因为 B2B 溢价空间问题, 降低产品毛利率?
- 工程整体销售的占比比较低, 只有 6%-7%。工程项目更多的是靠国家政策的调整, 过去几年有快速的增长。
  - 毛利率有可能下降, 但费用也在下降, 零售渠道的费用会小很多。
- Q: 老板为什么不在各地设立分部公司?
- 我们把更多的销售权利放给代理商, 让他们自己做销售, 公司认为放权激励会有更好的销售效果。

Q: 公司扬州公司的情况怎么样?

- 扬州公司直接管理3个地级市: 扬州、泰州和淮安, 泰州成立了城市公司, 经营架构与扬州相同。
- 目前扬州有70多家KA门店, 主要是五星、苏宁和国美, KA市场份额稳居第一。还有30多家挂牌专卖店, 同时发展创新、工程等新兴渠道。

### 价格

Q: 如何看待行业价格的上涨?

- 价格近年出现上涨趋势, 其中老板和方太的价格涨幅比行业的要慢一些, 品牌低的价格涨幅更高, 华帝的涨幅也比较快。
- 老板对此举动较为悲观, 如果销售的增长完全靠价格提升换取, 实际的客户量并没有增长, 是无源之水, 不可长期为续。老板每年30%的收入增长中, 只有5%的增长来自于价格提升, 剩下是销量提升贡献的。

Q: 公司产品价格在往上走, 为什么一直在涨价?

- 产品价格提升, 一方面是因为原材料价格上涨, 另一方面是公司利用龙头地位能引领行业进行提价。

Q: 关于行业的单价, 上升的空间是多少?

- 抽油烟机的单价上涨, 跟过往的房价提升有关系。

Q: 烟灶产品提价的原因?

- 公司2017年4月份开始, 对烟灶产品提了5%的价格, 这是受到原材料的影响。
- 在之前的经营时间中, 公司秉持维持价格的原则, 没有大幅度的提价。
- 2017年我们想把毛利率维持在30%左右。

Q: 未来嵌入式产品的价格是否会因行业竞争激烈而下降?

- 目前市场中消费嵌入式产品的消费者是中高端消费者, 有较强的消费能力。最终的嵌入式产品市场会因消费者的档次不同而产生分化, 大家会差异化竞争。
- 根据全球经验, 嵌入式产品在未来有可能实现快速增长。以洗碗机为例: 渗透率达到8%—10%左右, 会有加速增长出现。
- 我们公司所走的研发路线与方太是不同的, 老板电器未来要将洗碗机的概念继续深化, 培养消费者习惯, 创造出适合中国厨房的产品, 更加节省厨房空间。

Q: 新产品的定价策略是什么? 利润率如何成长? 如何跟经销商进行利润分成?

- 新产品的推出, 以抢占市场份额为主, 而不在于有多少利润。大量资金都投入到了市场, 目的是要让消费者知道新的品类。
- 新品类价格不是最重要的问题, 重要的是消费者愿不愿意去购买。

Q: 老板定价比方太低一些, 为什么跟茅台定价方式有差异?

- 定价有策略, 老板也可以定高一些, 但是提高价格会威胁到行业第一的位置。

### 其他

Q: 安泊橱柜, 未来是否有可能并入上市公司?

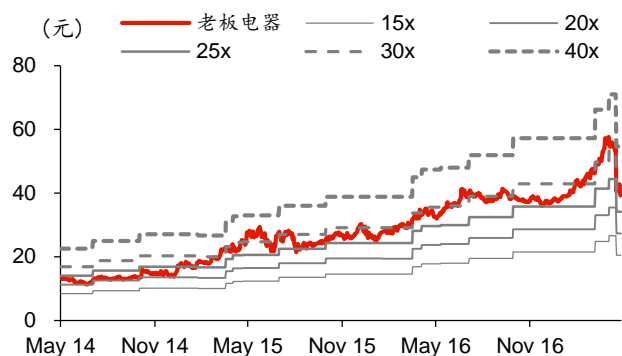
- 目前没有收购的打算。

Q: 此次管理层减持的原因是什么?

- 公司每年都会有一次减持。公司从2013年开始有高管减持, 2015年因股灾没有减持, 这次减持比例很低, 只有10%, 且公司预计2017年不再有高管减持。
- 老板此次减持, 没有释放任何不看好公司业务发展的信号。

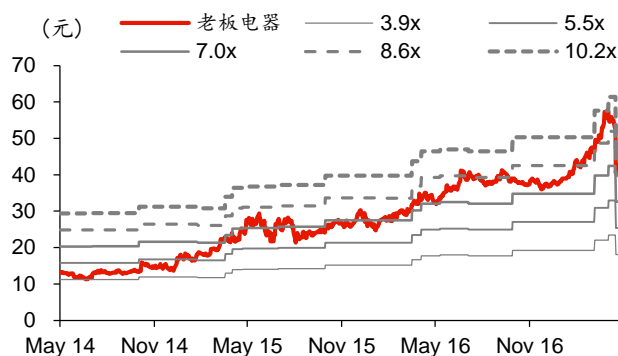
**PE/PB – Bands**

**图表1: 老板电器历史 PE-Bands**



资料来源: Wind、华泰证券研究所

**图表2: 老板电器历史 PB-Bands**



资料来源: Wind、华泰证券研究所



## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	4,011	5,397	7,450	9,884	13,024
现金	2,323	3,448	4,757	6,421	8,540
应收账款	320.39	331.60	499.77	627.30	807.30
其他应收账款	11.19	14.32	19.37	24.70	32.08
预付账款	20.36	32.83	40.16	53.39	69.54
存货	721.57	914.49	1,199	1,563	2,047
其他流动资产	613.82	654.96	935.81	1,195	1,529
非流动资产	1,016	1,019	945.26	880.88	813.51
长期投资	0.00	0.82	0.55	0.64	0.61
固定投资	871.99	852.19	790.54	728.88	667.22
无形资产	96.10	97.06	92.74	87.82	83.10
其他非流动资产	48.00	68.52	61.44	63.54	62.59
资产总计	5,027	6,415	8,396	10,765	13,837
流动负债	1,852	2,231	2,698	3,388	4,326
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	964.25	910.85	1,341	1,678	2,230
其他流动负债	887.72	1,320	1,357	1,710	2,096
非流动负债	8.39	59.27	25.75	31.14	38.72
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	8.39	59.27	25.75	31.14	38.72
负债合计	1,860	2,290	2,724	3,419	4,365
少数股东权益	(3.29)	(3.31)	(5.03)	(6.54)	(8.76)
股本	486.08	730.06	949.03	949.03	949.03
资本公积	819.59	610.51	576.55	576.55	576.55
留存公积	1,925	2,840	4,151	5,827	7,956
归属母公司股	3,170	4,129	5,677	7,353	9,481
负债和股东权益	5,027	6,415	8,396	10,765	13,837

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	1,124	1,545	1,336	2,024	2,577
净利润	827.95	1,207	1,674	2,171	2,769
折旧摊销	46.17	80.31	68.43	68.55	68.51
财务费用	(65.96)	(78.64)	(102.57)	(139.72)	(187.00)
投资损失	0.00	1.86	0.36	0.45	0.54
营运资金变动	234.00	244.27	(288.06)	(88.64)	(94.61)
其他经营现金	81.49	90.83	(16.32)	11.92	20.43
投资活动现金	(305.77)	(198.32)	(2.55)	(2.51)	(2.64)
资本支出	278.08	199.33	0.00	0.00	0.00
长期投资	27.73	2.68	(0.27)	0.09	(0.03)
其他投资现金	0.04	3.68	(2.82)	(2.42)	(2.67)
筹资活动现金	(100.63)	(226.38)	(25.31)	(357.50)	(456.01)
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	166.08	243.98	218.97	0.00	0.00
资本公积增加	(85.72)	(209.08)	(33.95)	0.00	0.00
其他筹资现金	(180.98)	(261.28)	(210.33)	(357.50)	(456.01)
现金净增加额	717.60	1,121	1,308	1,664	2,119

### 利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	4,543	5,795	7,547	9,812	12,698
营业成本	1,900	2,474	3,234	4,203	5,516
营业税金及附加	46.55	67.52	75.47	98.12	126.98
营业费用	1,353	1,545	1,962	2,531	3,251
管理费用	354.27	449.16	535.84	677.00	863.48
财务费用	(65.96)	(78.64)	(102.57)	(139.72)	(187.00)
资产减值损失	1.36	1.79	3.63	3.42	3.14
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	(1.86)	(0.36)	(0.45)	(0.54)
营业利润	953.03	1,334	1,838	2,438	3,124
营业外收入	17.32	71.58	115.50	93.54	104.52
营业外支出	1.54	1.36	1.45	1.41	1.43
利润总额	968.81	1,404	1,952	2,530	3,227
所得税	140.86	197.44	277.58	358.39	457.78
净利润	827.95	1,207	1,674	2,171	2,769
少数股东损益	(2.54)	(0.02)	(1.72)	(1.50)	(2.23)
归属母公司净利润	830.49	1,207	1,676	2,173	2,772
EBITDA	933.24	1,336	1,804	2,366	3,006
EPS (元)	1.71	1.65	1.77	2.29	2.92

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	26.58	27.56	30.24	30.01	29.42
营业利润	48.08	39.98	37.78	32.62	28.16
归属母公司净利润	44.58	45.32	38.89	29.63	27.56
获利能力 (%)					
毛利率	58.17	57.31	57.15	57.16	56.56
净利率	18.28	20.83	22.21	22.15	21.83
ROE	26.20	29.23	29.53	29.55	29.23
ROIC	94.35	161.78	169.48	221.26	277.79
偿债能力					
资产负债率 (%)	37.01	35.70	32.44	31.76	31.54
净负债比率 (%)	0	0	0	0	0
流动比率	2.17	2.42	2.76	2.92	3.01
速动比率	1.78	2.01	2.32	2.46	2.54
营运能力					
总资产周转率	1.05	1.01	1.02	1.02	1.03
应收账款周转率	13.75	16.75	17.11	16.41	16.68
应付账款周转率	2.43	2.64	2.87	2.79	2.82
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.88	1.27	1.77	2.29	2.92
每股经营现金流(最新摊薄)	1.18	1.63	1.41	2.13	2.72
每股净资产(最新摊薄)	3.34	4.35	5.98	7.75	9.99
估值比率					
PE (倍)	45.46	31.28	22.52	17.37	13.62
PB (倍)	11.91	9.14	6.65	5.13	3.98
EV_EBITDA (倍)	36.70	25.64	18.99	14.47	11.39

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com