



未有评级

002508 SZ

价格: 人民币 16.87

板块评级: 中立

股价表现



| (%) | 今年至今 | 1个月 | 3个月 | 12个月 |
|---------------|------|------|-----|--------|
| 绝对 | 7 | (1) | 6.6 | (10.6) |
| 相对新华富时 A50 指数 | (8) | (10) | 2.0 | 2.3 |

| | |
|------------------|----------|
| 发行股数(百万) | 256 |
| 流通股(%) | 36.25 |
| 流通股市值(人民币 百万) | 1,565.54 |
| 3个月日均交易额(人民币 百万) | |
| 净负债比率(%) (2012E) | 净现金 |
| 主要股东(%) | |
| 杭州老板实业集团有限公司 | 50.38 |

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2012 年 5 月 3 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

消费品: 家用电器

刘会明

(8610) 6622 9084

huiming.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120012

* 旷实为本报告重要贡献者

老板电器

渠道渗透与“多品牌”策略

老板电器是国内厨房电器行业发展历史最长、生产规模最大、产品类别最齐全、销售区域最广的龙头企业之一。公司主要致力于厨房电器产品的研发、生产和销售,主要产品包括吸油烟机、燃气灶、消毒柜,以及电压力煲、电磁炉、电热水壶、食品加工机等配套厨房小家电产品。公司 2012 年 1 季度实现营业收入 3.55 亿元,同比增长 17.24%,实现归属于母公司的净利润 4,242 万元,同比增长 34.11%,实现每股收益 0.17 元。

主要发现

- **1 季度业绩实现正增长:** 公司 2012 年 1 季度实现营业收入 3.55 亿元,同比增长 17.24%,实现归属于母公司的净利润 4,242 万元,同比增长 34.11%,实现每股收益 0.17 元。
- **新兴渠道建设不断推进:** 除了传统的 KA 以及专卖店外,公司还积极拓展新兴渠道,其中工程渠道和网络渠道上升较快。2011 年新兴渠道收入占比约 16%,今年预计可以达到 20%-30%。
- **传统渠道不断下沉:** 公司目前主要倚重老板品牌,目前一二级市场占比 70%以上。随着名气品牌的扩张,一二级市场的占比可能下降,三四级市场会逐渐上升。公司 2012 年全年规划新增 300-400 家专卖店。
- **引入帝泽奢侈品牌:** 目前合资公司正在设立过程中,预计 2 季度能够完成。帝泽定位奢侈品,预计毛利率将显著高于目前的老板品牌。帝泽目前只走工程精装修渠道。
- **募投项目进展顺利:** 预计油烟机 5 月份正式投入生产,现在已经处于试生产阶段;研发中心楼已经建好,预计 6-7 月份完工。目前正在进行内部装修;技改项目预计年底之前可以完成。

主要观点

- 公司 2011 年年报以及 2012 年 1 季度业绩均实现了快速增长。尽管行业增速同比出现下滑,但我们认为,基于公司差异化的产品定位与渠道渗透,公司市场份额能够稳步提升,收入和利润增长将优于行业。同时,公司引入“帝泽”奢侈品牌,形成老板、名气、帝泽“三驾马车”齐头并进的局面,基于帝泽品牌的高毛利以及品牌拉动效应,我们认为公司毛利率将稳中有升。未来 3 年,我们预计公司将继续保持收入和利润的快速增长,巩固其行业龙头地位,建议密切关注。

主要风险

- 房地产政策风险;新品牌的市场拓展不达预期。

投资摘要(市场一致预测)

| 年结日: 12 月 31 日 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 归属母公司股东的净利润(百万元) | 134 | 187 | 233 | 293 | 367 |
| 每股收益-摊薄(元) | 0.8396 | 0.7304 | 0.9107 | 1.1427 | 1.4343 |
| 每股净资产 | 8.57 | 5.90 | 6.6161 | 7.5908 | 8.9214 |
| 市盈率 | 44.49 | 21.95 | 18.52 | 14.76 | 11.76 |

资料来源: 公司数据及万得资讯

2011 年实现较快增长

2011 年公司实现营业收入 15.34 亿元，同比增长 24.54%；实现归属于母公司的净利润 1.87 亿元，同比增长 39.19%，合每股收益 0.73 元（2011 年送股 10 送 6，摊薄了每股收益）。

分产品来看，公司 2011 年主要产品销售收入均实现快速增长。其中，油烟机同比增长 24.44%，燃气灶和消毒柜同比分别增长 19.11% 和 28.98%；小家电系列同比增长幅度最大，达到 39.58%。

公司营业收入大幅增长的原因主要在于：继续加大渠道多元化建设，在 KA、地方百货等传统渠道取得稳定增长的同时，新兴渠道取得了快速增长，其中专卖店取得了 30% 以上的增长，工程、网络及电视购物以及定位于中低端的名气品牌取得了 100% 的快速增长。

图表 1. 分产品收入情况

| (人民币, 百万) | 2010 年 | 2011 年 | 同比变动(%) |
|-----------|--------|--------|---------|
| 油烟机 | 739.12 | 919.74 | 24.44 |
| 燃气灶 | 408.27 | 486.3 | 19.11 |
| 消毒柜 | 129.23 | 166.68 | 28.98 |
| 小家电 | 65.65 | 91.64 | 39.59 |

资料来源：公司数据

图表 2. 2011 年年报业绩摘要

| (人民币, 百万) | 2010 年 | 2011 年 | 同比变动(%/百分点) |
|------------|----------|----------|-------------|
| 营业收入 | 1,231.60 | 1,533.89 | 24.54 |
| 营业成本 | 559.11 | 728.87 | 30.36 |
| 毛利润 | 672.49 | 805.02 | 19.71 |
| 营业税金及附加 | 12.45 | 14.88 | 19.52 |
| 管理费用 | 89.96 | 113.4 | 26.06 |
| 销售费用 | 421 | 488.36 | 16.00 |
| 经营利润 | 149.08 | 188.38 | 26.36 |
| 资产减值 | (0.26) | 2.60 | (1,100.00) |
| 财务费用 | (3.15) | (23.78) | 654.92 |
| 投资收益 | | (0.05) | |
| 营业外收入 | 3.77 | 8.39 | 122.55 |
| 营业外支出 | 0.04 | 0.33 | 725.00 |
| 税前利润 | 156.22 | 217.57 | 39.27 |
| 所得税 | 21.88 | 30.57 | 39.72 |
| 归属于母公司的净利润 | 134.34 | 187.00 | 39.20 |
| 每股收益(元) | 0.840 | 0.730 | (13.10) |
| 毛利率(%) | 54.60 | 52.48 | (3.88) |
| 净利率(%) | 10.91 | 12.19 | 11.77 |

资料来源：公司数据

费用率下降，利润率有所提升

销售费用率从 2010 年的 34.18% 下降到 2011 年的 31.84%。管理费用率从 2010 年的 7.30% 小幅上升到 2011 年的 7.39%，财务费用下降较多，财务费用率从 2010 年的 -0.26% 下降到 -1.55%，这主要是因为募集资金使得银行存款利息收入大幅增长所致。

毛利率从 2010 年的 54.60% 下滑到 2011 年 52.48%，净利率从 2010 年的 10.91% 上升到 2011 年的 12.19%。毛利率的下降主要是因为公司与代理商之间结算方式的改变，对部分代理商由“以终端销售价格开票”转变为“以产品出厂价开票”，这样的结算方式拉低了公司的毛利率。而净利率的提升主要是因为公司规模效益逐步显现以及对费用的有效控制，使得净利润的同比增速高于收入增速。

2012 年 1 季度主营业务稳定增长

公司 2012 年 1 季度实现营业收入 3.55 亿元，同比增长 17.24%，实现归属于母公司的净利润 4,242 万元，同比增长 34.11%，实现每股收益 0.17 元。

2012 年 1-2 月油烟机、燃气灶行业同比均有所下滑，但是公司仍然实现了同比的正增长。我们认为，这主要得益于公司不断拓展的渠道以及品牌优势，市场份额稳中有升。

销售费用率从去年同期的 31.96% 上升到当期的 33.78%，管理费用率从去年同期的 6.73% 上升到当期的 7.57%。财务费用率从去年同期的 -0.44% 下降到当期的 -1.77%。

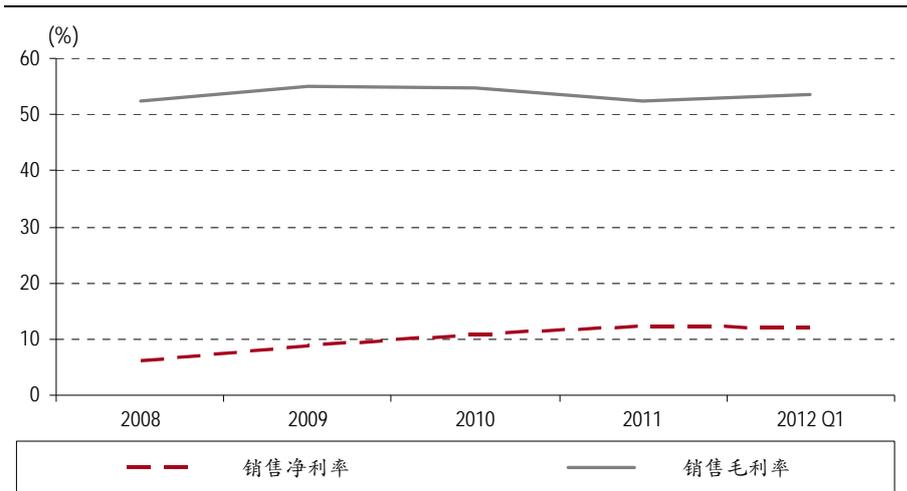
毛利率和净利率均有所提升，分别从去年同期的 51.03%、10.46% 上升到本期的 53.52%、11.97%。

图表 3.2012 年 1 季度业绩摘要

| (人民币, 百万) | 2011 年 1 季度 | 2012 年 1 季度 | 同比变动(%/百分点) |
|------------|-------------|-------------|-------------|
| 营业收入 | 302.39 | 354.51 | 17.24 |
| 营业成本 | 148.09 | 164.76 | 11.26 |
| 毛利润 | 154.30 | 189.75 | 22.97 |
| 营业税金及附加 | 3.2 | 4.42 | 38.13 |
| 管理费用 | 20.34 | 26.85 | 32.01 |
| 销售费用 | 96.63 | 119.77 | 23.95 |
| 经营利润 | 34.13 | 38.71 | 13.42 |
| 资产减值 | (1.08) | (1.05) | (2.78) |
| 财务费用 | (1.33) | (4.14) | 211.28 |
| 投资收益 | | (0.09) | |
| 营业外收入 | 1.33 | 6.9 | 418.80 |
| 营业外支出 | 0.3 | 0.02 | (93.33) |
| 税前利润 | 37.57 | 50.69 | 34.92 |
| 所得税 | 5.94 | 8.27 | 39.23 |
| 归属于母公司的净利润 | 31.63 | 42.42 | 34.11 |
| 每股收益(元) | 0.200 | 0.170 | (15.00) |
| 毛利率(%) | 51.03 | 53.52 | 4.90 |
| 净利率(%) | 10.46 | 11.97 | 14.40 |

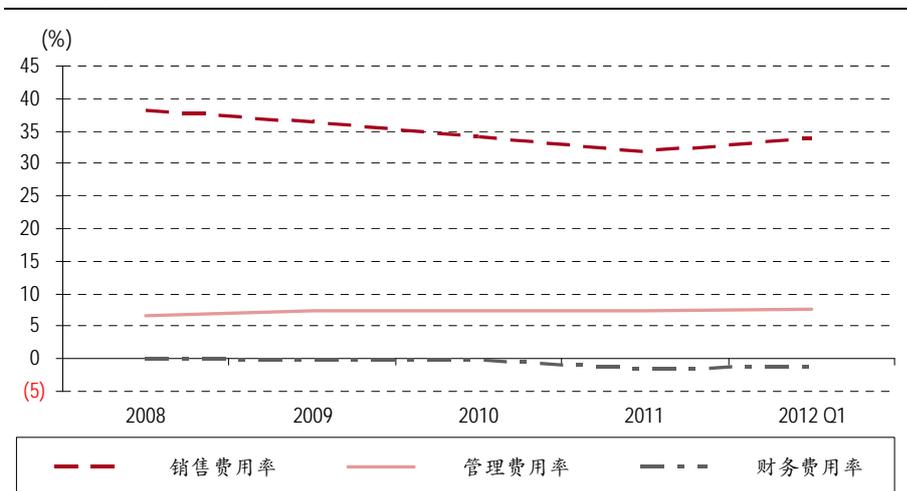
资料来源:公司数据

图表 4. 利润率水平



资料来源: 公司数据

图表 5. 费用率水平



资料来源: 公司数据

多元化渠道+差异化产品

新兴渠道建设: 公司的渠道建设除了传统的 KA 以及专卖店外, 还积极拓展新兴渠道, 其中工程渠道和网络渠道上升较快。2011 年新兴渠道收入占比: 工程精装修大约 8%, 网络购物大约 8%, 加起来一共约 16%。今年预计新兴渠道的占比可以达到 20%-30%。网络渠道目前主要是京东和淘宝, 占比达到 80-90%。

持续的地产调控对于整个精装修市场影响较大, 但是老板电器在市场份额的占比提高了, 因此尽管整体市场有所下滑, 但是公司在精装修渠道的收入还是可以保持正增长。目前公司精装修渠道的主要客户是恒大, 占比最高。

传统渠道将建设不断下沉: 公司目前主要倚重老板品牌, 因此一二级市场占比很大。目前, 一二级市场目前占比 70% 以上, 以后随着名气品牌的扩张, 一二级市场的占比可能下降, 三四级市场会上升一些。

老板电器 2012 年全年的规划是新增 300-400 家专卖店。

差异化产品定位与营销

公司旗下有老板、名气、帝泽三个品牌，产品层次结构分明，帝泽属于最高端的奢侈品，老板属于高端品，名气属于普通百姓消费的大众品。每个品牌的销售渠道是独立和分开的，销售人员和考核都是单独的。名气品牌成立了独立的子公司，渠道独立，主要是进专卖店和地方百货。将要引进的帝泽品牌将只走精装修渠道，不会和另外两个品牌竞争。

帝泽品牌引进情况：目前合资公司正在设立过程中，预计2季度能够设立完成。帝泽定位奢侈品，所以预计毛利率将显著高于目前的老板品牌。公司今年对于帝泽的目标是实现收入5,000万元，后续会进一步加强营销和渗透。营销区域主要还是一线城市：北、上、广、深。

从行业竞争来看，在高端油烟机市场，老板和方太是主要竞争对手。总体来看，虽然两者的产品品质都很好，但我们认为方太的产品设计更潮流，更注重外观，而老板更注重品质的完善，对更加前沿时尚的用户需求，老板电器会加大从功能到设计的创新力度，在保证产品品质的同时，使产品外观更时尚和前卫。

从近期市场份额来看，老板品牌油烟机市场占比有所提升，达到15%左右，竞争对手与其差距有所扩大。我们认为，主要由于整体市场需求放缓，各竞争对手在市场策略上有收缩，而老板电器抓住机遇，加大渠道布局和品牌推广力度，为公司巩固龙头地位创造了条件。

主要产品产能与库存

目前公司三大产品中，油烟机年产能105万左右，极限情况下可以做到150万台；燃气灶年产能95万台，极限情况下可以做到130-140万台；消毒柜年产能可在20万台左右。

目前公司基本维持1个月左右的库存。订单情况：一般是经销商提前1个月下订单。公司在大型节假日期间有备货，平时备货不是很多。

募投项目进度

预计油烟机5月份正式投入生产，现在已经处于试生产阶段；研发中心楼已经建好，预计6-7月份完工。目前正在进行内部装修；技改项目预计年底之前可以完成。总体来看，预计今年三个项目都可以按照进度顺利投产。

主要观点

公司2011年年报以及2012年1季度业绩均实现了快速增长。尽管行业增速同比出现下滑，但我们认为，基于公司差异化的产品定位与渠道渗透，公司市场份额能够稳步提升，收入和利润增长将优于行业。同时，公司引入“帝泽”奢侈品牌，形成老板、名气、帝泽“三驾马车”齐头并进的局面，基于帝泽品牌的高毛利以及品牌拉动效应，我们认为公司毛利率将稳中有升。未来3年，我们预计公司将继续保持收入和利润的快速增长，巩固其行业龙头地位，建议密切关注。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371