



业绩高增长，开打文化牌

——老板电器（002508）季报点评

2012年10月26日

推荐/维持

老板电器

财报点评

李常

家用电器行业分析师

执业证书编号：S1480512070005

010-66554037

lichang@dxzq.net.cn

事件：

报告期内，公司实现营业收入 13.23 亿元，同比增长 23.97%；归属于上市公司股东的净利润为 1.62 亿元，同比增长 31.57%。

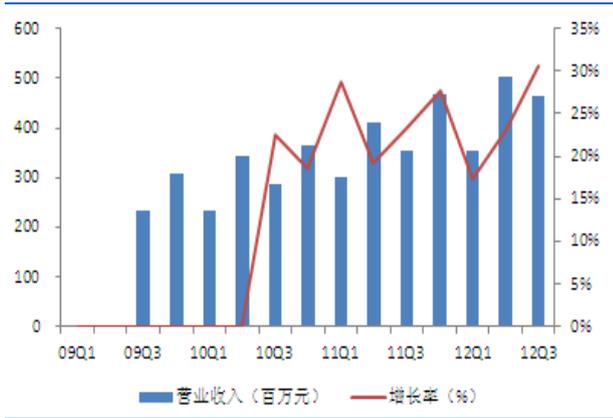
公司分季度财务指标

指标	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3
营业收入（百万元）	365.70	302.39	409.57	354.98	466.95	354.51	504.30	463.92
增长率（%）	18.54%	28.73%	19.27%	23.43%	27.69%	17.24%	23.13%	30.69%
毛利率（%）	54.07%	51.03%	51.97%	52.91%	53.55%	53.52%	53.90%	53.70%
期间费用率（%）	41.03%	38.24%	37.56%	38.23%	37.01%	40.19%	37.41%	38.61%
销售费用率（%）	32.55%	31.95%	32.51%	31.18%	31.67%	33.79%	32.62%	31.79%
管理费用（%）	8.87%	6.73%	5.50%	7.36%	9.50%	7.57%	5.47%	7.21%
财务费用（%）	-0.40%	-0.44%	-0.46%	-0.31%	-4.17%	-1.17%	-0.68%	-0.40%
营业利润率（%）	12.22%	12.09%	12.76%	14.11%	15.12%	12.35%	14.67%	13.96%
母公司净利润（百万元）	40.38	31.63	48.63	42.88	63.85	42.40	64.09	55.53
增长率（%）	18.31%	32.00%	31.25%	30.16%	58.13%	34.04%	31.80%	29.50%
每股盈利（季度，元）	0.252	0.198	0.190	0.167	0.249	0.166	0.250	0.217
资产负债率（%）	18.60%	17.39%	19.02%	20.84%	21.33%	21.83%	25.69%	27.19%
净资产收益率（%）	2.95%	2.26%	3.47%	2.96%	4.23%	2.73%	4.09%	3.37%
总资产收益率（%）	2.40%	1.86%	2.81%	2.35%	3.33%	2.14%	3.04%	2.45%
净利率（%）	11.04%	10.46%	11.87%	12.08%	13.67%	11.96%	12.71%	11.97%

评论：

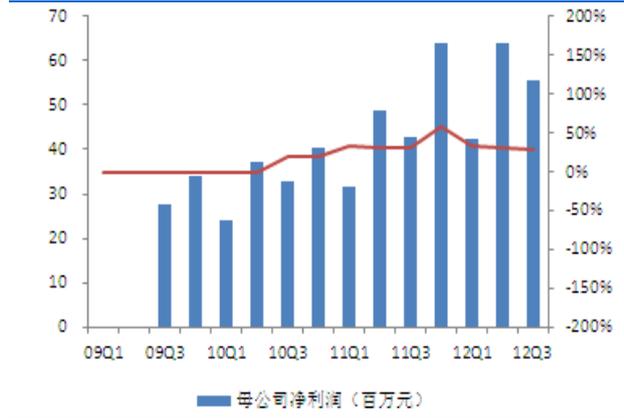
- 营业收入增速加快。**公司1-9月份单季度的收入同比增速分别为17.24%、23.13%、30.69%，呈逐渐加速的态势。在厨房电器行业整体低迷的大背景下，多元化战略助力公司的市场份额稳步提升。渠道多元化方面，传统KA渠道取得了10%左右的增长，工程精装修取得了100%的增长，电商渠道（包括网络购物与电视购物渠道）同比增长高达150%。品牌多元化方面，“老板”、“名气”、“帝泽”构筑的立体化品牌体系逐渐成形。其中“名气”品牌作为公司定位于大众市场的子品牌，通过发展经销商、增加网点，实现了翻倍的增长，体现出了良好的发展势头。

图 1：公司收入增速持续上升



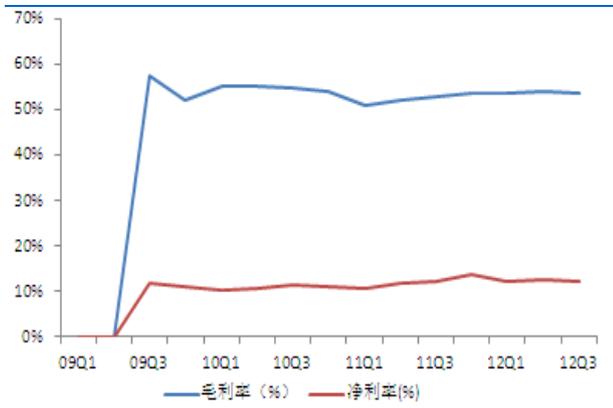
资料来源：wind，东兴证券

图 2：公司净利润增速略有下滑



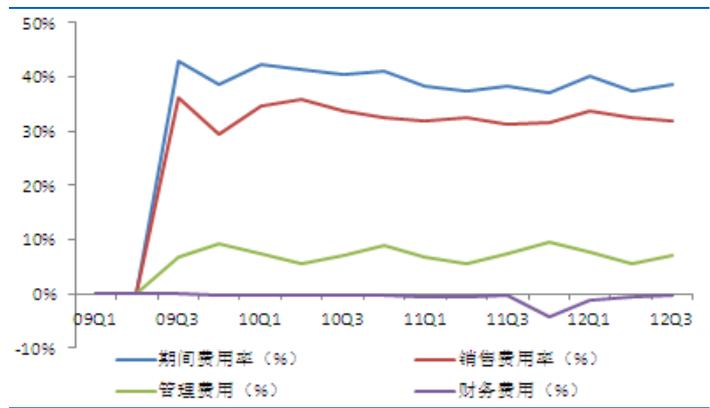
资料来源：wind，东兴证券

图 3：公司毛利率、净利率比较稳定



资料来源：wind，东兴证券

图 4：公司三项费用率比较稳定



资料来源：wind，东兴证券

- **毛利率提升显著，净利率略有波动。**2012年1、2、3季度毛利率同比分别提升2.5、1.9、0.8个百分点，净利率同比分别变化1.5、0.9、-0.1个百分点。根据中怡康数据显示，公司的零售均价较去年同期稳步提升，这也是公司中高端品牌价值进一步提升的表现，同时今年原材料价格较去年同期有所回落，为毛利率提升创造条件。同时公司在行业不景气、加大渠道建设的情况下，销售费用率较去年同期略有提升，使得净利率提升幅度较小。
- **注重文化营销。**在过去30多年，公司通过吸油烟机“免拆洗”、“双劲芯（大风量）”、燃气灶“3D速火”、“主火中置”、消毒柜“回形杀菌”、“晶钻光感内腔”等一批引领厨电行业变革的前沿技术引领行业升级。如今公司从卖产品开始卖一种全新的厨房文化。广告方面，“有爱的饭”系列主题品牌宣传活动，针对不同年龄段人群阅读方式的不同，采取传统媒体和新媒体相结合的方式，大范围差异化开展品牌宣传活动，开启了中国厨电品牌情感营销时代。2012年8月，全球首个有机形态厨房文化科技馆厨源在公司的中国厨房电器创新产业园落成，不仅展示厨电科技创新成果，还将历史悠久的中国饮食和烹

任文化与厨电生活未来发展趋势、科技创新方向进行全面融合, 树立了高端厨电的标杆。

盈利预测与投资建议

多元化品牌和多元化渠道战略将是未来一段时间公司的主要发展战略。公司所在的厨卫电器领域市场集中度很低, 设立子品牌差异化运作和收购新品牌都是扩大市场份额的有效方法。同时公司将在大力投资发展吸油烟机、燃气灶、消毒柜三大产品体系的基础上, 逐步发展小家电产品线。未来, “文化+科技”将构成公司的双轮驱动, 助力公司引领高端市场。我们预计公司 2012 年、2013 年 eps 为 0.93 元、1.14 元, 对应 PE 为 18.42 倍、14.97 倍, 维持“推荐”评级。

风险提示

国内经济进一步下滑影响中高端人群的厨电消费需求。

表 2: 盈利预测

指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	1231.60	1533.89	1870.00	2332.88	2904.02
(+/-)%	31.84	24.54	21.91	24.75	24.48
净利润(百万元)	134.34	186.99	237.05	291.77	360.67
(+/-)%	64.17	39.19	26.77	23.08	23.62
每股收益(元)	1.09	0.73	0.93	1.14	1.41
PE	15.65	23.37	18.42	14.97	12.11

资料来源: 东兴证券

分析师简介

李常

清华大学工学硕士, 2010 年加盟东兴证券研究所, 从事家用电器行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。