

小家电

署名人: 张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人: 刘芷冰

S0960113020018

021-62178457

liuzhibing@china-invs.cn

老板电器

002508

推荐

行业景气, 公司战略清晰

6-12个月目标价: 32.00元

当前股价: 28.29元

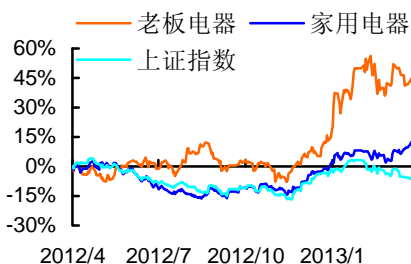
评级调整: 首次

基本资料

上证综合指数	2225.78
总股本(百万)	256
流通股本(百万)	93
流通市值(亿)	26
EPS	1.05
每股净资产(元)	6.75
资产负债率	25.4%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
老板电器	19.37%	43.60%	59.47%
家用电器	6.64%	14.03%	26.17%
上证指数	-4.00%	-2.18%	5.23%



相关报告

投资要点:

- 从上市以来, 老板一直保持较高的增长速度, 过去五年收入和净利润增速分别为 21.5%和 34.8%, 这种高速增长得到了投资者的高度认可。我们认为这种高速增长得益于房地产销售的持续增长、厨电行业良好的竞争环境、公司多产品和多渠道经营的正确战略。
- 厨电行业(以吸油烟机为代表), 吸油烟机销量与当期房屋销售面积相关性不大, 与销售面积滞后一期的相关性很高。根据数据的模拟, 我们看到吸油烟机销量和商品房销售滞后的关系并不稳定, 但滞后 3-6 个月的销量基本可以预测出吸油烟机销量的趋势。根据前 3-6 个月商品房销售的销量情况, 我们认为, 过去 3-6 个月强劲的地产销量可以预测今年厨电行业强劲的需求。
- 厨电行业发生价格战的可能性微乎其微。因为, 其一, 行业趋势向中高端转移。这一趋势体现在两个方面, 一方面是产品均价逐年上升, 另一方面是高端产品占比逐年提高。其二, 高端市场价格逐年上升, 而中低端价格基本保持稳定。其三, 在高端寡头市场, 方太的战略定位决定了老板不会引领价格战。
- 公司多品牌多渠道的战略决定了公司的毛利率和净利率有仍有一定的提升空间。根据我们的测算, 产品结构的变化(平顶-深罩-塔形机)将会为公司的毛利率带来 4-5%的提升; 渠道的变化(传统-新兴)为毛利率带来的提升空间为 4%左右但为了平衡线上和线下业务, 权衡经销商和公司利益, 我们认为电商的占比持续提升, 甚至超过传统 KA 渠道的可能性非常小, 渠道改变带来的毛利率提升并不会持续上行。
- 盈利预测和投资评级: 预计 13-15 年营业收入分别为 25.66、31.90、37.80 亿元, 归属母公司净利润分别为 3.61、4.54、5.62 亿元, EPS 分别为 1.41、1.78、2.20 元, 对应 PE 分别为 18.7、14.8 和 12.0 倍。目标价 32 元, 给予“推荐”评级。

风险提示:

- 房地产销售出现大幅下滑, 新产品推出和渠道拓展出现困难

主要财务指标

单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	1963	2566	3190	3780
收入同比(%)	28%	31%	24%	19%
归属母公司净利润	268	361	454	562
净利润同比(%)	43%	35%	26%	24%
毛利率(%)	53.6%	54.0%	54.3%	54.4%
ROE(%)	15.5%	17.3%	17.9%	18.1%
每股收益(元)	1.05	1.41	1.78	2.20
P/E	25.20	18.70	14.86	12.02
P/B	3.91	3.23	2.66	2.18

目 录

1. 厨电行业是房地产行业景气的滞后反映	4
1.1 厨电行业保有量仍低，空间可期	4
1.2 吸油烟机销量与商品房销售面积滞后 3-6 个月相关性很高	5
2. 价格战不会在厨电领域发生	6
3.1 “老板+名气+帝泽”多品牌战略全面覆盖	8
3.1.1 名气定位大众	9
3.1.2 帝泽引领高端	11
3.2 传统与新兴并重，多渠道经营	11
4. 毛利率变化	13
4.1 产品结构变化带来毛利率改善	13
4.2 新兴渠道占比提升带来毛利率改善	15
5. 盈利预测	17
附件：公司基本情况介绍	18

老板电器，专业生产高端吸油烟机、燃气灶、消毒柜、电烤箱、蒸箱、电压力煲、电磁炉等厨房电器产品，是高端厨电龙头企业。根据中怡康的统计，2012年老板油烟机市占率按销售额统计为19.7%，排名第一。

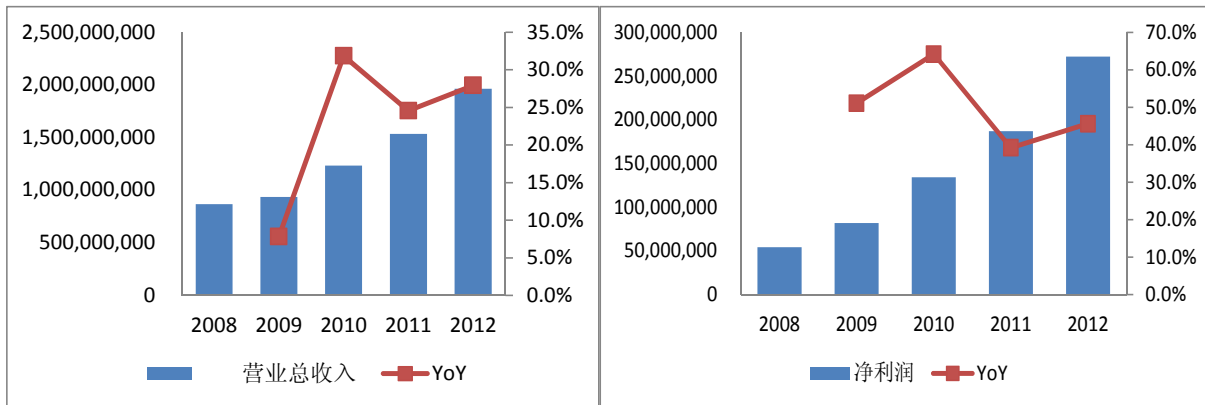
表：老板电器主要产品及市占率

产品	油烟机	燃气灶	消毒柜
市场份额	19.70%	16.70%	12.70%
行业排名	第一	第二	第三

来源：中怡康，中投证券研究所

注：市占率按累计零售销售额进行统计

图 1：公司历年收入与利润增长迅速 单位：元



资料来源：公司公告，中投证券研究所

从上市以来，老板一直保持较高的增长速度，过去五年收入和净利润增速分别为 21.5%和 34.8%，这种高速增长得到了投资者的高度认可，但同时市场上对于厨电行业和老板仍然有一些担心，这些担心主要源于三方面：一是厨电行业与房地产的关系究竟如何？二是厨电行业会不会像其他家电行业一样进行价格战，挤压公司的高毛利和高净利润率？三是公司的多产品和多渠道的竞争战略是否可行？对公司的具体影响表现在哪里？

我们对厨电行业的特点和老板电器的竞争优势进行了分析，以期能再更深刻的层次上理解老板电器的投资价值。

首先，厨电行业（以吸油烟机为代表），吸油烟机销量与当期房屋销售面积相关性不大，与销售面积滞后一期的相关性很高。根据数据的模拟，我们看到吸油烟机销量和商品房销售滞后的关系并不稳定，但滞后 3-6 个月的销量基本可以预测出吸油烟机销量的趋势。根据前 3-6 个月商品房销售的销量情况，我们认为，我们认为过去 3-6 个月强劲的地产销量可以预测今年厨电行业强劲的需求。

其次，厨电行业发生价格战的可能性微乎其微。因为，其一，行业趋势向中高端转移。这一趋势体现在两个方面，一方面是产品均价逐年上升，另一方面是高端产品占比逐年提高。其二，高端市场价格逐年上升，而中低端价格基本保持稳定。其三，在高端寡头市场，方太的战略定位决定了老板不会引领价格战。

第三，公司多品牌多渠道的战略决定了公司的毛利率和净利率有仍有一定的提升空间。根据我们的测算，产品结构的变化（平顶-深罩-塔形机）将会为公司的毛利率带来 4-5% 的提升；渠道的变化（传统-新兴）为毛利率带来的提升空间为 4% 左右但为了平衡线上和线下业务，权衡经销商和公司利益，我们认为电商的占比持续提升，甚至超过传统 KA 渠道的可能性非常小，渠道改变带来的毛利率提升并不会持续上行。

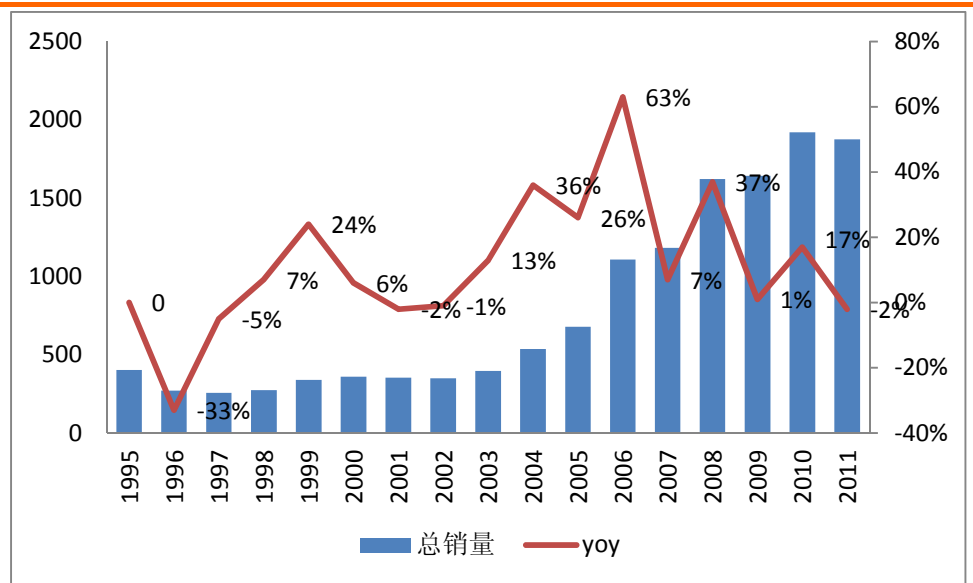
1. 厨电行业是房地产行业景气的滞后反映

1.1 厨电行业保有量仍低，空间可期

从长期成长性来看，我们认为厨电行业是所有家电子行业中最具成长性的子行业，我们从过去 10 年行业增速和目前保有量两方面对此进行了论证。

根据国家统计局的数据，2011 年我国吸油烟机销量为 1876 万台（包括出口），1995 到 2011 年的复合增速为 10.8%。从我国目前的保有量来看，2011 年农村百户保有量为 13.23 台，因统计局数据不全，城镇保有量仅统计到 2006 年，我们假设 2006 年到 2011 年城镇保有量的复合增速与 1999 年到 2006 年的复合增速相同，则推算出 2011 年城镇百户保有量为 87.46 台。

图 2：吸油烟机 1995-2011 年销量复合增速 10.8%



资料来源：国家统计局，中投证券研究所

从逻辑上分析，吸油烟机的保有量应与冰、洗类似，达到饱和时应为每百户保有量为 100 台左右，以 2011 年吸油烟机城镇保有量为例进行对比，保有量与洗衣机 1994 年、电冰箱 2002 年相类似，而农村保有量与 2001 年的电冰箱、1993 年的洗衣机类似。从 2011 年的保有量数据来看，吸油烟机保有量与冰洗仍有较大差距，仍有很大的成长空间。

图 3：吸油烟机保有量与多年前冰洗相似

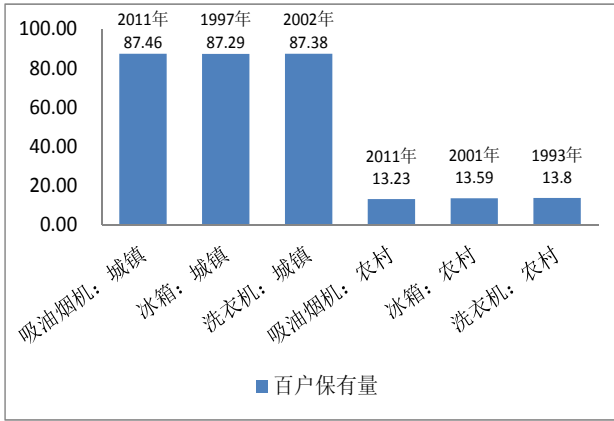
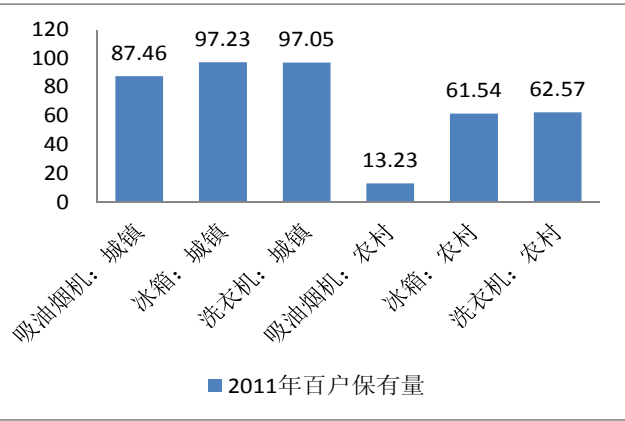


图 4：吸油烟机保有量与冰洗仍有较大差距

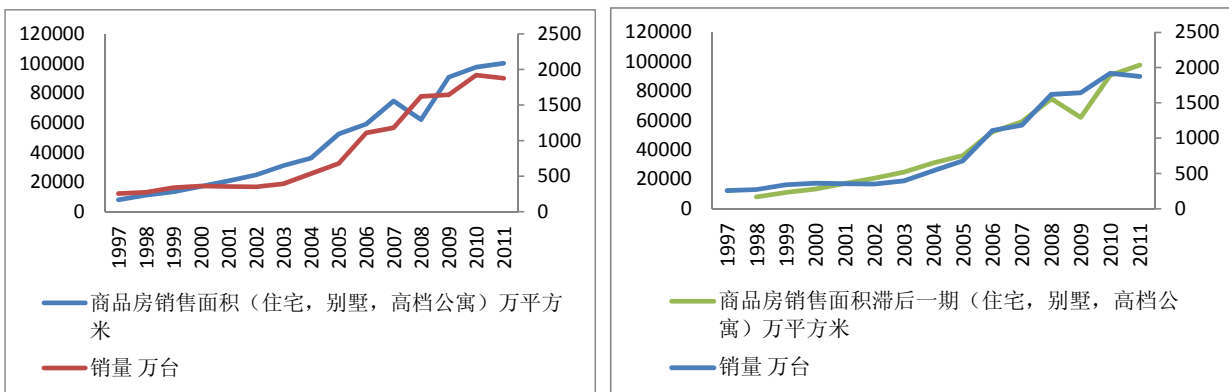


资料来源：wind，中投证券研究所

1.2 吸油烟机销量与商品房销售面积滞后 3-6 个月相关性很高

厨电行业的销售与房地产的销售较为紧密，买房后，如果是自住需求，这会在装修的末期进行厨电的采购，装修期一般为半年到一年，而从数据的分析中，我们也看到了类似的结果。根据商品房销售面积（包括住宅和别墅及高档公寓，不包括商品房）和吸油烟机的销量数据进行拟合，我们发现吸油烟机销量与当期房屋销售面积相关性不大，与销售面积滞后一期的相关性很高。

图 5：吸油烟机销量与当期房屋销售面积相关性不大，与销售面积滞后一期的相关性很高

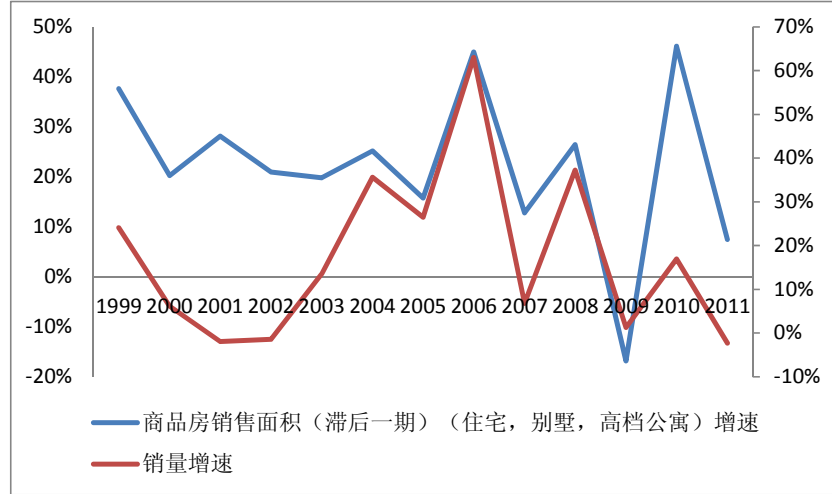


资料来源：wind，中投证券研究所

从增速的角度来看，吸油烟机销量与上一期销售面积的增速拟合度更好，所以我们可以认为吸油烟机销量与上一期销售面积的增速是强相关的，由于房屋销售面积和吸油烟机销量都是年度数据，数据较为滞后，要具体分析房屋销

售对吸油烟机的销量影响，我们下面运用频率更高的月度中怡康吸油烟机销售数据和商品房销售数据进行分析。

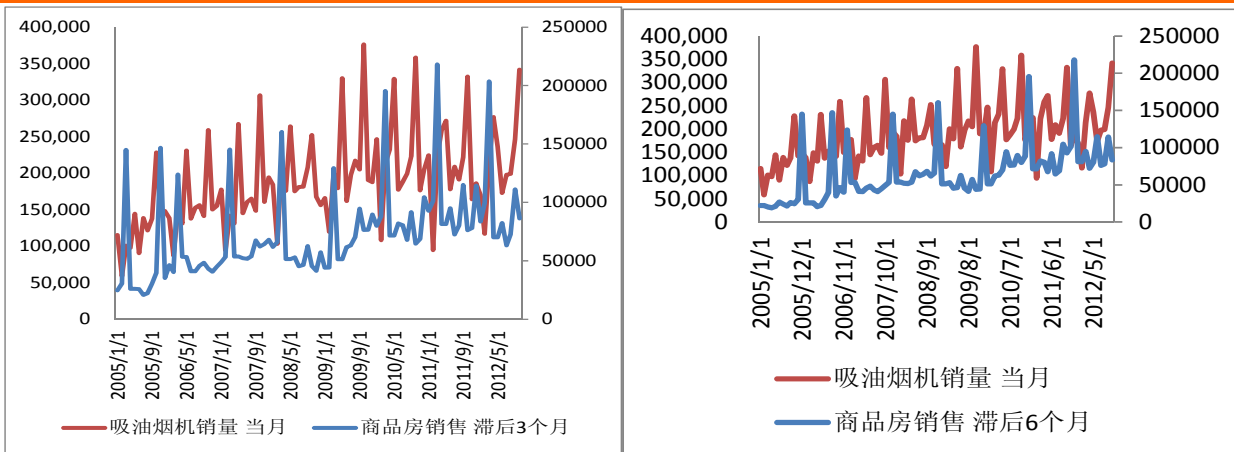
图 6: 商品房销售面积滞后一期增速和吸油烟机销量增速相关的极高



资料来源: wind, 中投证券研究所

根据数据的模拟，我们看到吸油烟机销量和商品房销售滞后的关系并不稳定，但滞后 3-6 个月的销量基本可以预测出吸油烟机销量的趋势。我们认为过去 3-6 个月强劲的地产销量可以预测今年厨电行业强劲的需求。

图 7: 吸油烟机销量与商品房销售面积滞后 3-6 个月相关性很高



资料来源: wind, 中投证券研究所

2. 价格战不会在厨电领域发生

中国的家电市场对价格战并不陌生，那么在厨电领域目前的高利润率下，是否会爆发大规模价格战，进而影响行业利润呢？我们认为这种可能性微乎其微，主要有三方面原因：

首先，行业趋势向中高端转移。这一趋势体现在两个方面，一方面是产品均价逐年上升，另一方面是高端产品占比逐年提高。随着消费者收入的增加和消费观念的转变，外观典雅时尚的欧式机已被认可，平顶式和深罩式吸油烟机的市场份额逐步被欧式机占据，欧式机市场份额逐年增长，平顶式机与深罩式机的市场份额逐年下降，欧式机的利润高于平顶式机和深罩式机，带动行业利润提升。

图 8：油烟机均价逐年上升

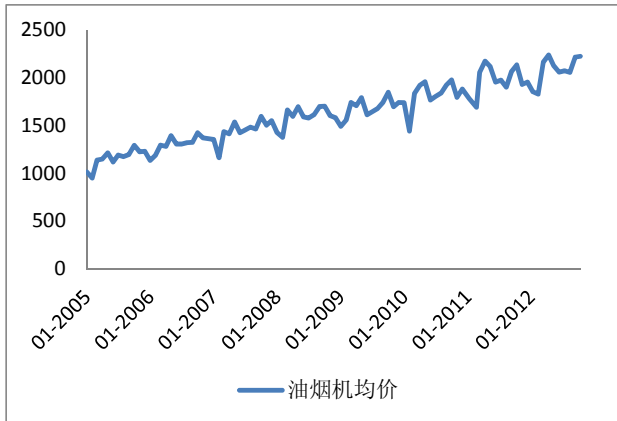
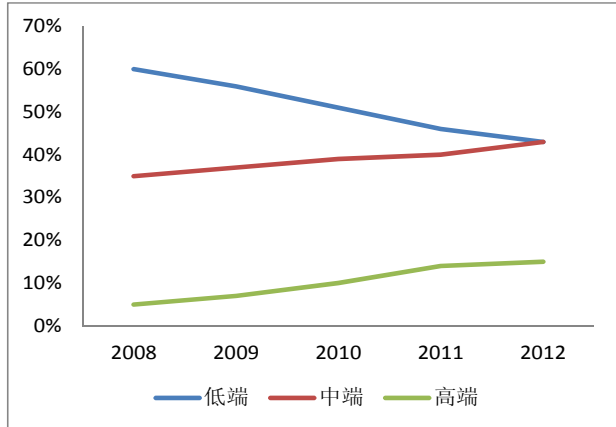


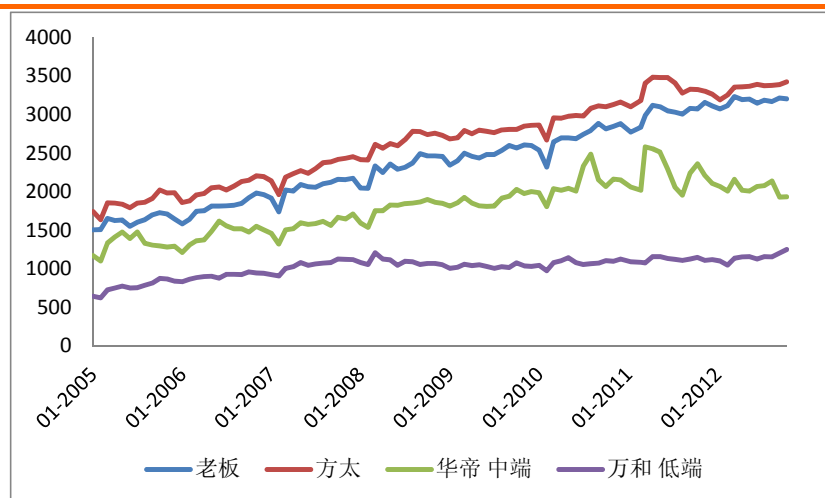
图 9：中高端市场份额逐年提高



资料来源：中怡康，中投证券研究所

其次，高端市场价格逐年上升。企业长期存活并胜出的战略有两个，一个是成本优势，一个是差异化，我们认为在厨电领域，成本优势并不能成为高端产品的胜出策略。在低端市场，由于竞争者的战略、产品同质化程度很高，那么脱颖而出的唯一方法就是降价。在烟灶领域，高中低端的分野极为明显，高端领域基本只有方太、老板、西门子三家，即使竞争激烈的低端领域爆发价格战，也无法伤及高端市场。从产品均价来看，高端代表老板和方太的价格逐年都在上升，中低端代表华帝和万和的产品均价今年来保持稳定状态。

图 10：高端价格逐年上升，中低端产品价格较稳定



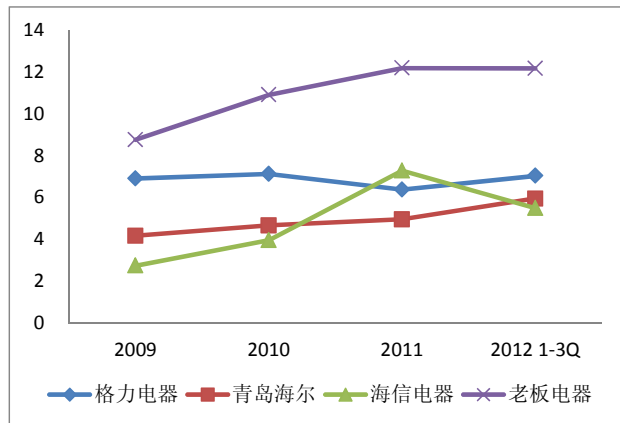
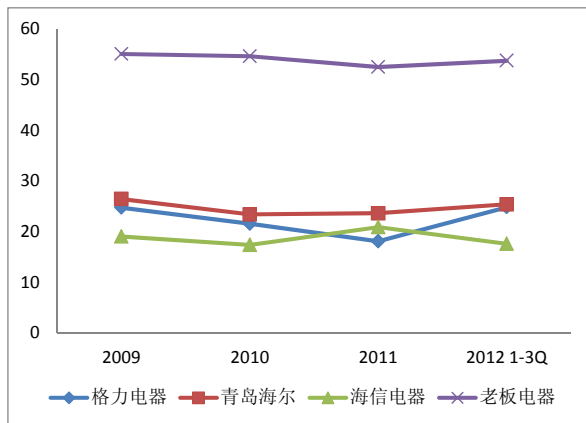
资料来源：中怡康，中投证券研究所

第三，在高端寡头市场，竞争对手的策略与公司策略大大相关。

与老板电器定位较为接近的竞争对手是方太，方太的战略定位为“专业、高端、负责”，公司放弃了低端市场，着重攻克中高端市场，方太不大可能主动挑起价格战。从历史上看，方太的实际行动也验证了他们的策略。早在1999年，浙江30多家抽油烟机企业联合降价，抽油烟机的价格一度滑落到200元左右，但是方太坚持不降价，即使销量连续5个月零增长，并在2000年推出了吸力更强、噪音更低、外观更时尚的T型机，价格比1999年高出了10%。方太的战略始终是通过产品的优势保持市场空间。在主要竞争对手不会采取降价策略的情况下，对老板来说，维持高价才是最优策略。从行业比较的角度来看，正是因为高价策略使得高端厨具的毛利率和净利率都远高于其他类家电企业龙头。

图 11： 高端厨电毛利率远高于其他类家电龙头

图 12： 高端厨电净利率远高于其他类家电龙头



资料来源：wind，中投证券研究所

3. 公司多品牌+多渠道战略

我们认为，公司战略可以简单总结为两个部分：品牌和渠道。从品牌来讲，公司“老板”、“名气”、“帝泽”三大品牌构筑的立体化品牌体系逐渐成形。建立了多品牌、形成了对不同消费者的全方位覆盖。从渠道来讲，公司已经建立了以 KA、地方通路以及专卖店为主，工程采购、网络销售、橱柜专营店等新兴渠道相结合的终端渠道架构。

3.1 “老板+名气+帝泽”多品牌战略全面覆盖

公司除了在中高端进行耕耘之外，还积极扩大品牌经营范围，“老板”、“名气”、“帝泽”三大品牌构筑的立体化品牌体系逐渐成形。建立了多品牌、形成了对不同消费者的全方位覆盖。

“老板”品牌作为公司定位高端的主导品牌，坚持“精湛科技、轻松烹饪”的品牌主张，致力于改善人类的烹饪环境，并带领行业健康有序发展。

“名气”品牌作为公司定位于大众市场的子品牌，2012年上半年通过发展经销商、增加网点，实现了翻倍的增长，体现出了良好的发展势头。

“帝泽”作为公司引进的定位于顶级地产精装修市场的奢侈品牌，其第一家旗舰店已选址上海新天地，并已显现出迅速切入市场的发展势头。

表 1: 三大品牌对比

品牌	帝泽	老板	名气
定位	顶级家用电器	高端厨房电器	经久耐用厨房电器
生产	法格负责	老板负责,现在主要在新生 产线	老板负责,现在主要在旧生 产线
销售模式	精装修模式,不单独销售	经销制和代销制并存	经销制
销售渠道	与工程装修共同进行	专卖店、KA、电商等多种 渠道	专卖店和百货商店两种方 式,渠道与老板完全独立
主要竞争对手	Gaggenau、Miele、SMEG	方太、西门子	华帝、樱花、帅康等

资料来源:中投证券研究所

3.1.1 名气定位大众

名气早在 2000 年即推出,当时是作为老板的一个系列产品,以高性价比为核心,一经推出,大受好评,在 2008 年老板单独将其拿出,推出“名气”品牌,定位“经久耐用厨房电器”,并一反老板不请明星代言人的传统,请那英作为品牌代言人,以期以最快的速度打入市场。

立足一二级市场,辐射三四级市场,适度进入海外市场。名气通过近三年的运作,已经形成了内外结合管理的体系、积累了开拓三四级市场的经验,设立名气子公司来开拓三四级市场,符合公司的战略目标。

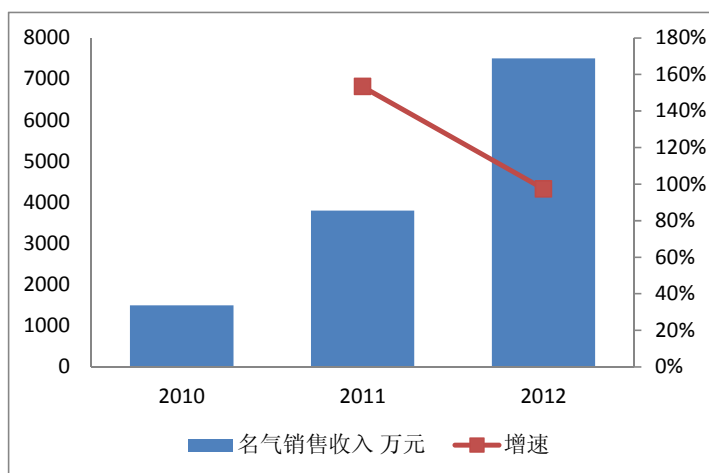
名气的销售采用专卖店和百货商店两种方式。名气的渠道与老板的渠道完全独立,并采用经销制。主要在河北、河南、湖北、湖南等中部城市,从县级网络直接下沉至乡镇市场,目前已有网点 1040 个,2011 年开始在央视农业频道投入广告,聘请那英作为形象代言人。专卖店与老板的专卖店不一样,可以卖其他的品牌,也没有装修补贴。生产线以前和老板一起,现在老板到新厂,名气用老板之前的旧厂,强调产品品质。

图 13: 名气建立由来已久



资料来源：名气，中投证券研究所

图 14: 名气收入增速极快



资料来源：名气，中投证券研究所

3.1.2 帝泽引领高端

为完善公司产品链，公司于 2012 年 2 月与法格集团签订协议进行合资公司，公司注册资金 8000 万，老板占 51% 股权，法格 49%，主要进行顶级厨房电器帝泽（De Dietrich）的产品销售。8 月，其第一家展厅在上海新天地开张，迈出了进军国内超高端市场的第一步。

帝泽在顶级市场占有较高的市场占有率，在法国顶级市场占有 12.5% 的市场份额，在香港顶级市场占有 60% 的市场份额，在新加坡顶级市场占有 50% 的市场份额。目前产品的生产在由法格或其关联公司负责，销售和分销将由合资公司非独家性地负责。由于生产由外资公司负责，公司仅负责对产品进行销售，我们认为，帝泽不会成为公司利润的主要来源，公司建立帝泽的目的是为了建立全产品线，公司未来的重点仍是名气和老板品牌。

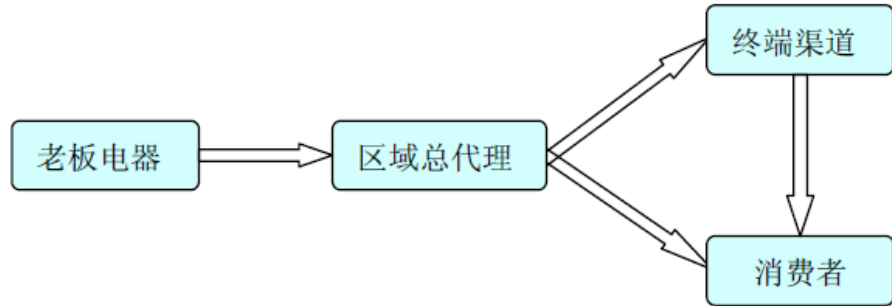
3.2 传统与新兴并重，多渠道经营

公司的销售模式为代理制，即公司将全国划定销售区域，除北京、上海作为公司的战略销售区域设立销售子公司进行直接销售外，其他区域均设立区域总代理，区域总代理负责完成在该区域的产品销售、专卖店开设、渠道维护和市场拓展等工作。销售子公司和区域总代理主要面向的终端渠道为 KA、地方性通路、专卖店、橱柜专营等。与大部分家电销售不同的是，一般家电企业在收到货款后才会向代理商发货，收到货款即确认收入，在淡季时家电制造商可以向经销商压货，扭曲销售情况，但老板的模式是公司在收到区域总代理代销清单或销售清单汇总表后方才确认销售收入，即在终端未销售前，产品都是以存货的形式存在，不存在经销商存货扭曲销售的情况。

目前，公司已经建立了以 KA、地方通路以及专卖店为主，工程采购、网络销售、橱柜专营店等新兴渠道相结合的终端渠道架构。全国共有 60 家经销商和代理商，其中 43 家代理商、15 家经销商、2 家全资子公司（北京、上海，相当于子公司）。

公司代理商的主要股东和负责人通过银创投资共持股 357.50 万股，占总股本的 2.98%，包含上海、北京法定代表人等 41 个股东。这种股权结构的设置有利于形成对区域总代理的激励，从而有效降低“委托—代理”成本，提高代理商的管理效率，促进公司业绩持续增长。

图 15: 公司物流配送



资料来源：公司公告，中投证券研究所

KA 及地方通路：由于公司已与苏宁电器、国美电器等主要 KA 商家和主要地方通路建立了长期稳定的合作关系，因此在产能规模不受限制的情况下，公司能够快速铺设 KA 渠道和地方通路的营销网点，实现进店率的提升。

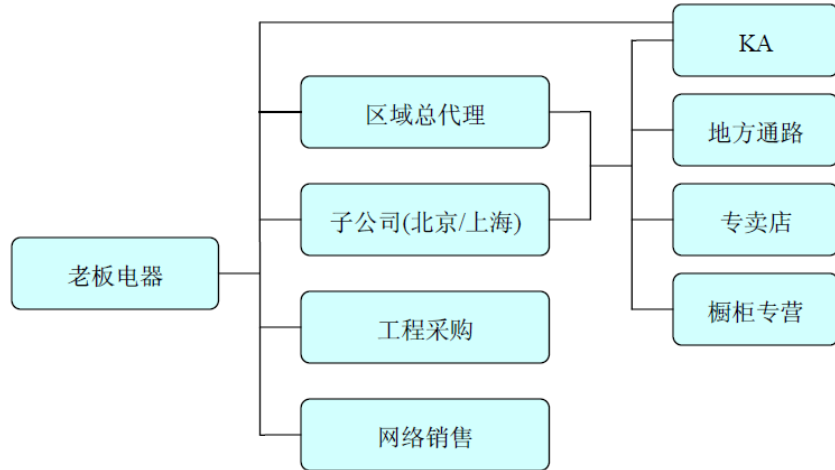
专卖店：渠道的拓展不仅能够有效地提升公司的营销实力，而且对于公司建立多元化的终端渠道，降低对单一渠道的依赖性具有重要的战略意义。在这个考量下，公司加大代理商专卖店的开拓力度，并通过对专卖店的分级定位，提高专卖店的销售水平。截止 2012 年底有 1500 余家专卖店，2013 年计划新增 300-400 家。一般规模较小，开店的时候给 3 万块的装修费补贴，老板的专卖店不可以卖其他品牌的东西。

同时，厨电产品具备一定的“家具”属性，建材市场历来是其购销的主要市场之一、也是目前三、四级市场厨电产品的重要销售渠道，公司将结合各区域市场特征，通过代理商在地区建材市场中建设完善专卖店体系，保持公司产品在传统渠道中的竞争优势，提升公司产品在三、四级市场的占有率。

工程采购：公司已通过区域总代理在全国 13 个销售责任区域建立专职工程部，与恒大地产、雅居乐地产、珠江投资、合生创展进行了全国战略合作，2012 年新增绿地等重量级战略客户。公司计划到 2013 年在全国 30 个销售责任区域建立专职工程部，同时重点开发与全国地产排名前 50 强企业的战略合作关系，至少与其中 10 家企业建立战略合作关系。

电商+电视：1) **网络购物：**目前，公司已进驻淘宝、拍拍、有啊、易趣等行业领先的 C2C 平台，同时也已进驻一号店、新浪商场、星期天、当当、淘宝商城、淘宝电器城等 B2C 平台。目前电商渠道一级物流由公司负责，代理商负责二级物流和安装维护。待规模发展后，公司规划二级物流由总公司来负责。2) **电视购物：**公司目前在东方购物、快乐购物等电视台进行电视购物，近两年迅猛发展，2011 年，增长 100%；2012 年，开展“以总部为主、优秀代理商为辅”多网点销售模式，实现销售同比增长 150%。

图 16： 公司渠道分布



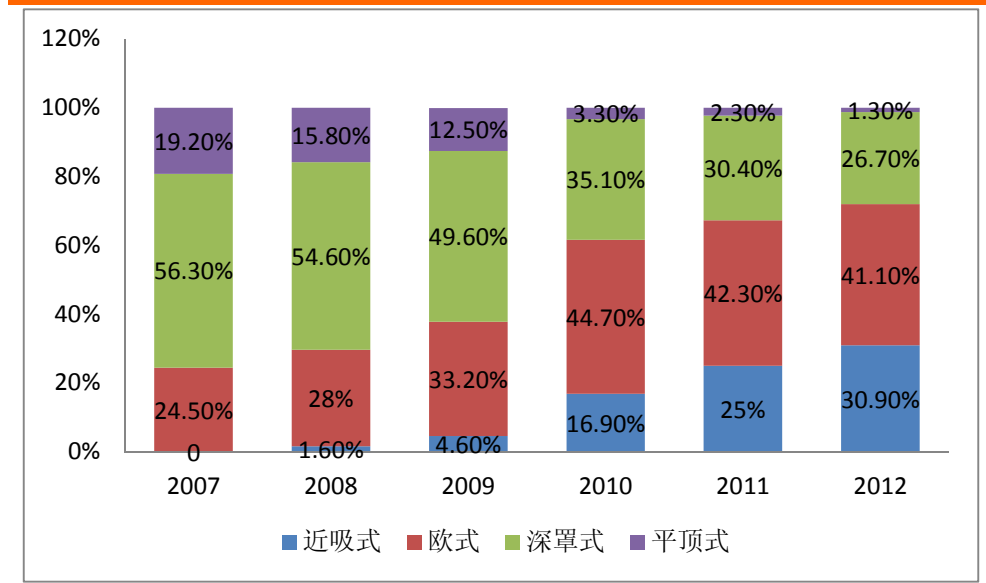
资料来源：公司公告，中投证券研究所

4. 毛利率变化

4.1 产品结构变化带来毛利率改善

随着吸油烟机技术的不断升级，消费需求已经从简单的功能需求发展到对外观、性能等诸多方面的需求，消费者更追求产品的整体完美，吸油烟机在中国经历了几代产品的革新发展，从最初的平顶式产品，到后来的深罩式（中式）产品，再到塔形机（欧式），现在又涌现出近吸式吸油烟机。我们能看到，吸烟效果越来越好的欧式机和近吸式油烟机正在成为新的消费主流。从中怡康的统计数据中，我们可以明显的看到近吸式的销量占比由 2007 年的基本可以忽略到 2012 年的 30.9%，欧式由 2007 年的 24.5%到 2012 年的 41.1%。

图 17：抽油烟机结构向近吸式和欧式转变



资料来源：公司公告，中投证券研究所

新产品为消费者带来更大的效用，消费者愿意为边际效用的增加付出更多，产品结构的变化和升级对企业最大的影响就是毛利率的改变。我们可以看到，从2007年到2009年公司欧式占比持续提升，毛利率持续提升。

图 18: 欧式机占公司产品比例逐年上升

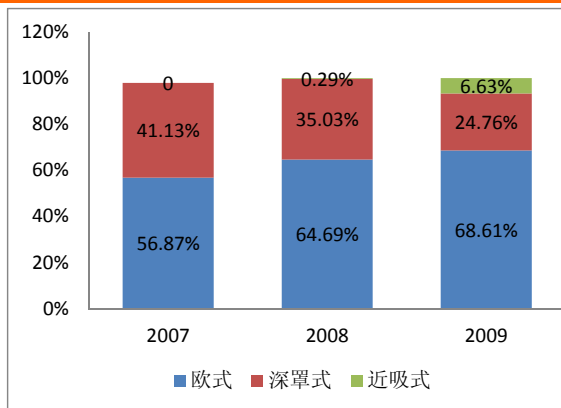
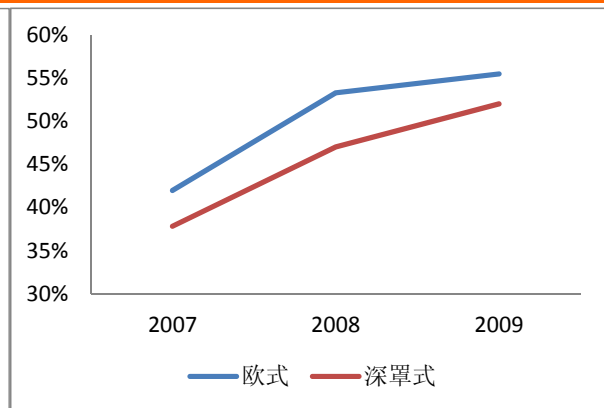


图 19: 欧式机毛利率高于深罩式



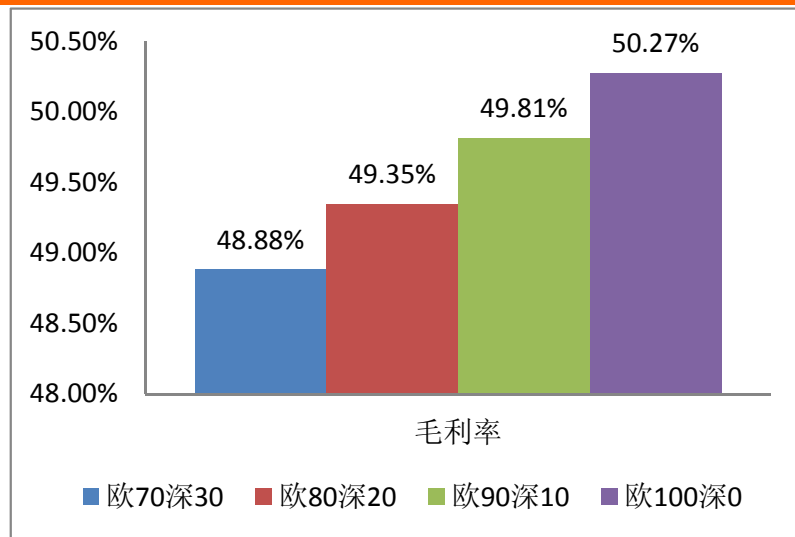
资料来源：公司公告，中投证券研究所

我们对产品结构带来的毛利率提升进行了测算，假设为：1) 欧式和深罩式毛利率分别取 2007-2009 年的平均，欧式为 50.3%，深罩式为 45.6%，2) 产品结构分别为欧式 70%、深罩式 30%，欧式 80%、深罩式 20%，欧式 90%、深罩式 10%，欧式 100%、深罩式 0%。

结论为：

- 1) 毛利率的提升可由 48.9%提升至 50.3%，提升幅度为 1.39 个百分点，欧式替代深罩式的趋势并不会带来毛利率持续高的上涨。
- 2) 近吸式的毛利率由于没有具体数据无法测算，但可以进行合理推测的是近吸式高于欧式毛利率的幅度应与欧式高于深罩式的大体相当，即 4-5%左右，未来近吸式的占比会逐年提高，新一轮的产品升级将带来毛利率的提升。同时，由于近吸式目前占比较低，对毛利率的提升幅度将超过欧式转变为深罩式的，将来提升幅度有望在 4-5%以内。

图 20： 抽烟烟机欧式变为深罩式带来的毛利率提升为 1.39%



资料来源：中投证券研究所

4.2 新兴渠道占比提升带来毛利率改善

公司渠道多样，公司已经建立了以 KA、地方通路以及专卖店为主，工程采购、网络销售、橱柜专营店等新兴渠道相结合的终端渠道架构。需要注意的是，各个渠道的毛利率并不相同，所以公司销售渠道的变化将带来公司产品毛利率的变化。

从下图中可以看出，传统渠道，KA、地方家电及百货等渠道销售收入占比在下滑，而新兴渠道，专卖店、工程精装修及电子商务销售收入占比在逐步提升，销售渠道的变化也会引起毛利率的变化。

图 21: 各渠道销售收入情况

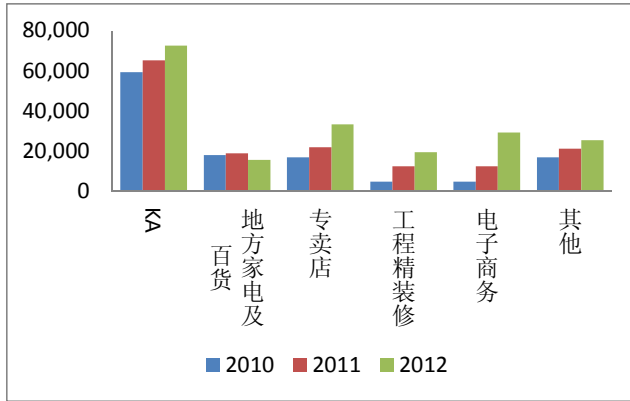
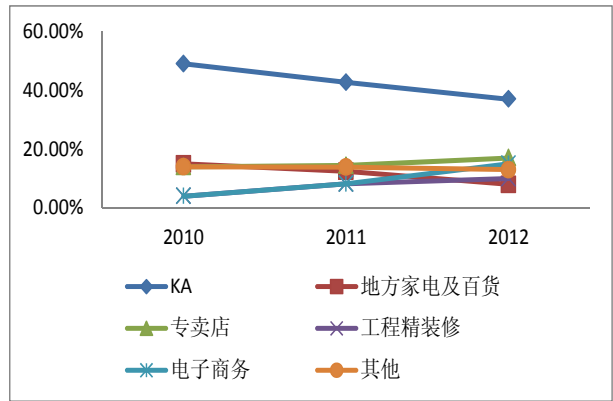


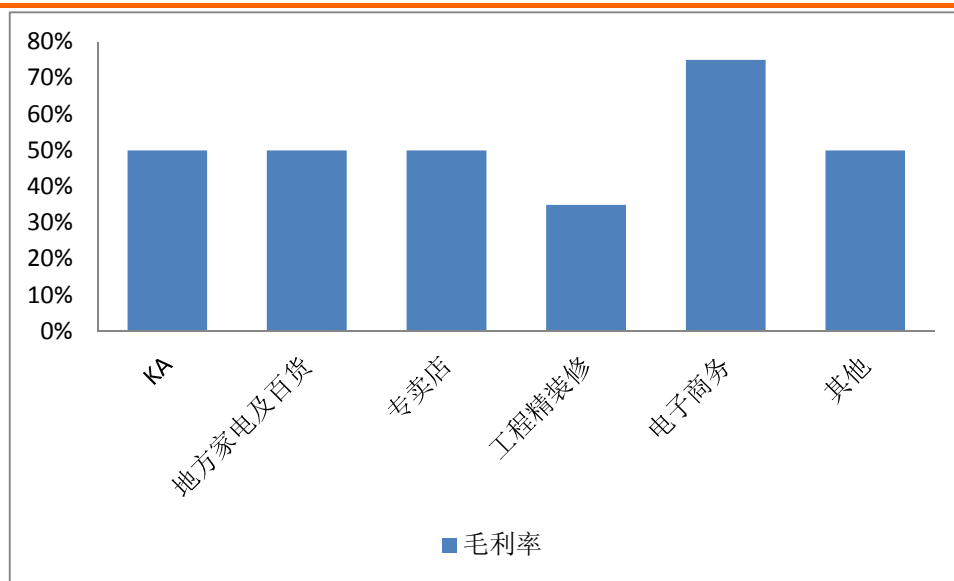
图 22: 传统渠道收入占比下滑，新兴渠道占比提升



资料来源: 公司公告, 中投证券研究所

新兴渠道，特别是电商的崛起（包括网络销售和电商购物）和快速增长使公司的毛利率持续提升，我们预计在 13-14 年电商仍将快速增长，占比仍将提升。根据我们的测算，网络和电视购物的占比将由 12 年的 16%，提升至 13 年的 21.2%，随着电商渠道占比的提高，我们认为这将为毛利率贡献 3.6%左右。但为了平衡线上和线下业务，权衡经销商和公司利益，我们认为电商的占比持续提升，甚至超过传统 KA 渠道的可能性非常小，渠道改变带来的毛利率提升并不会持续上行。

图 23: 电商渠道毛利率明显高于其他渠道



资料来源：中投证券研究所

5.盈利预测

根据以上分析，我们对抽油烟机、燃气灶、消毒柜和其他家电的情况进行了预测，预计 13-15 年营业收入分别为 25.66、31.90、37.80 亿元，归属母公司净利润分别为 3.61、4.54、5.62 亿元，EPS 分别为 1.41、1.78、2.20 元。

表 2: 各产品盈利预测

抽油烟机	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
收入	739.12	919.74	1089.73	1430.27	1828.26	2193.91
成本	383.10	481.02	494.23	642.50	813.46	971.50
毛利	356.02	438.72	595.50	787.77	1014.80	1222.41
毛利率	48.168%	47.700%	54.647%	55.079%	55.506%	55.718%
销量(台)	586828	714679	920000	1150000	1400000	1600000
ASP(元/台)	1259.52	1286.93	1184.49	1243.71	1305.90	1371.19
ASC(元/台)	652.83	673.06	537.21	558.69	581.04	607.19
燃气灶	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
收入	408.27	486.30	557.64	735.47	862.22	984.05
成本	195.67	245.46	244.36	319.22	370.66	419.01
毛利	212.60	240.84	313.28	416.26	491.55	565.04
毛利率	52.07%	49.52%	56.18%	56.60%	57.01%	57.42%
销量(台)	525415	661191	820000	1030000	1150000	1250000
ASP(元/台)	777.04	735.49	680.05	714.05	749.75	787.24
ASC(元/台)	372.41	371.24	298.00	309.92	322.32	335.21
消毒柜	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
收入	129.23	166.68	175.84	226.39	279.82	324.24

成本	66.53	93.56	94.93	121.04	148.15	170.00
毛利	62.70	73.12	80.91	105.36	131.68	154.25
毛利率	48.52%	43.87%	46.01%	46.54%	47.06%	47.57%
销量(台)	96844	153968	160000	200000	240000	270000
ASP(元/台)	1334.41	1082.56	1099.00	1131.97	1165.93	1200.91
ASC(元/台)	686.98	607.66	593.31	605.18	617.28	629.63

小家电	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
收入	65.65	91.64	115.91	150.68	195.89	254.65
成本	48.43	62.10	76.68	98.15	125.63	160.81
毛利	17.22	29.54	39.23	52.53	70.26	93.84
毛利率	26.23%	32.23%	33.85%	34.86%	35.87%	36.85%

资料来源：公司公告，中投证券研究所

表 3: 盈利预测

利润表		单位:百万元			
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	
营业收入	1963	2566	3190	3780	
营业成本	911	1182	1459	1722	
营业税金及附加	22	26	33	40	
营业费用	599	796	989	1153	
管理费用	162	196	248	298	
财务费用	-29	-50	-64	-84	
资产减值损失	1	1	2	1	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	0	0	0	0	
营业利润	297	416	524	649	
营业外收入	12	8	9	10	
营业外支出	2	1	1	1	
利润总额	307	423	532	658	
所得税	45	62	78	96	
净利润	262	361	454	562	
少数股东损益	-6	0	0	0	
归属母公司净利润	268	361	454	562	
EBITDA	293	399	494	600	
EPS(元)	1.05	1.41	1.78	2.20	

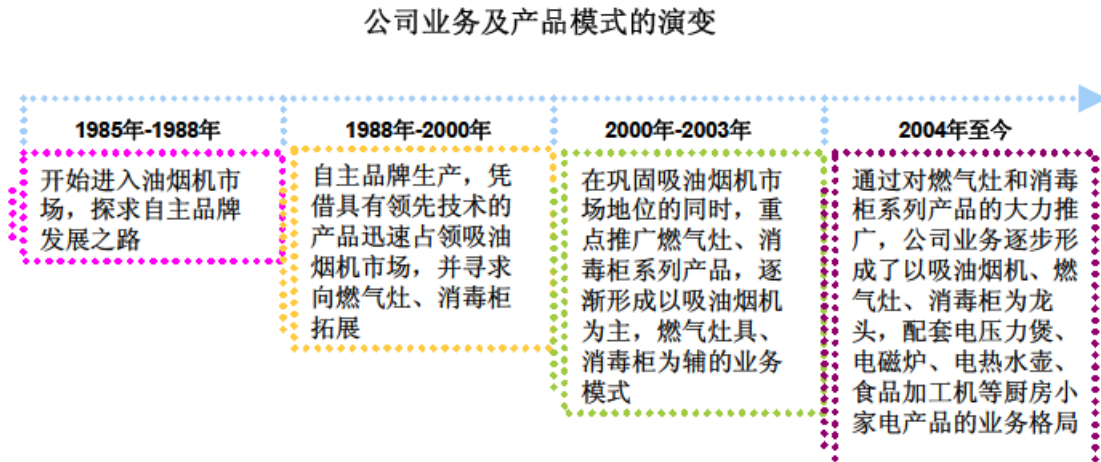
资料来源：公司公告，中投证券研究所

附件：公司基本情况介绍

1、产品、地位、行业

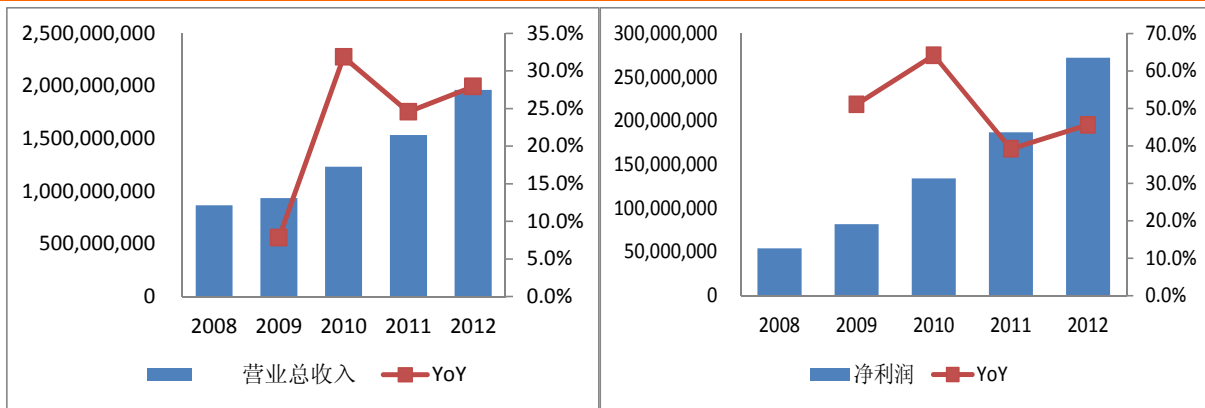
老板电器创立于 1979 年，专业生产高端吸油烟机、燃气灶、消毒柜、电烤箱、蒸箱、电压力煲、电磁炉等厨房电器产品。经过三十余年不断地发展与壮大，现已成为中国厨房电器行业专业制造历史最长、市场份额最大、品牌价值最高、生产规模最大、产品类别最齐全、销售区域最广的龙头企业之一。根据中怡康的统计，2012 年老板油烟机市占率按销售额统计为 19.7%，排名第一。

图 24: 公司业务及产品模式的转变



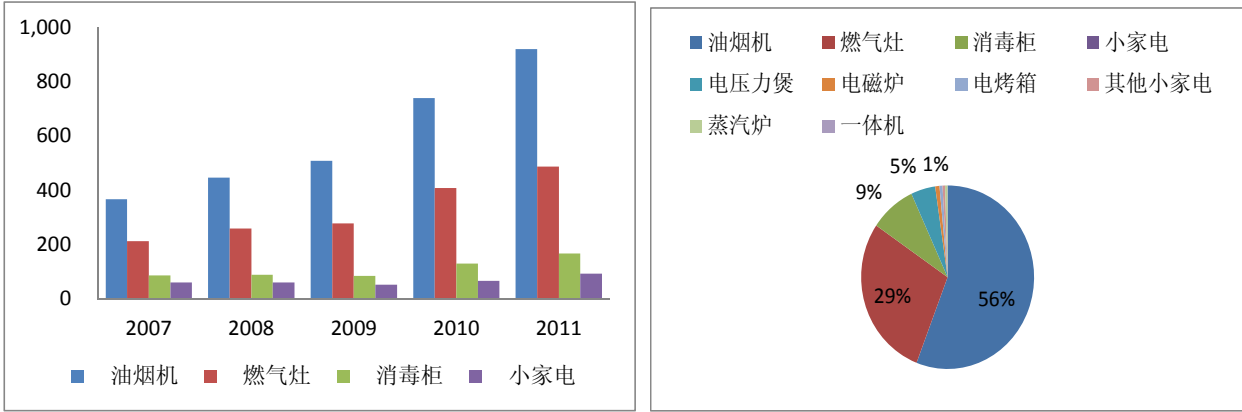
资料来源：公司公告，中投证券研究所

图 25: 公司历年营收和净利润情况 单位：元



资料来源：公司公告，中投证券研究所

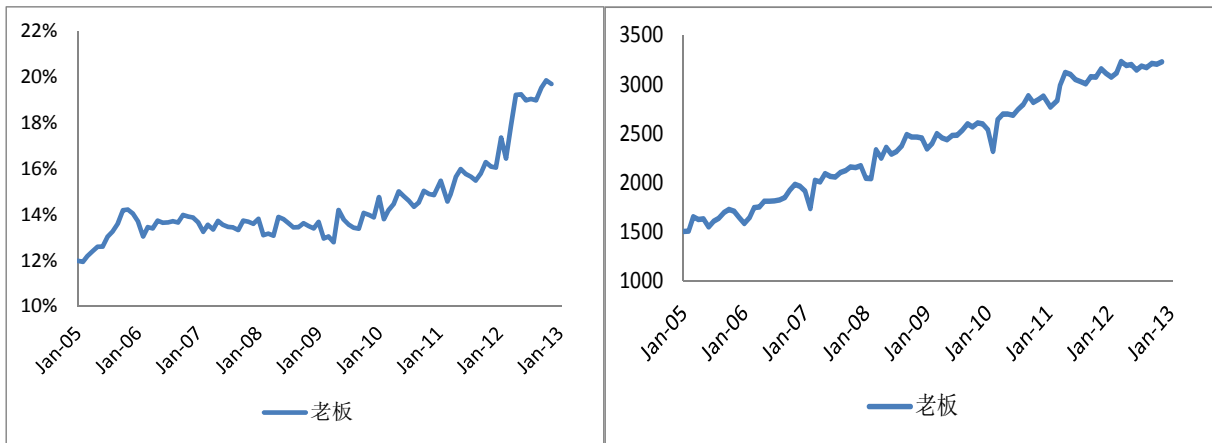
图 26: 公司各产品收入情况 单位：百万元



资料来源：公司公告，中投证券研究所

图 27: 公司油烟机累计零售额市占率逐步提升

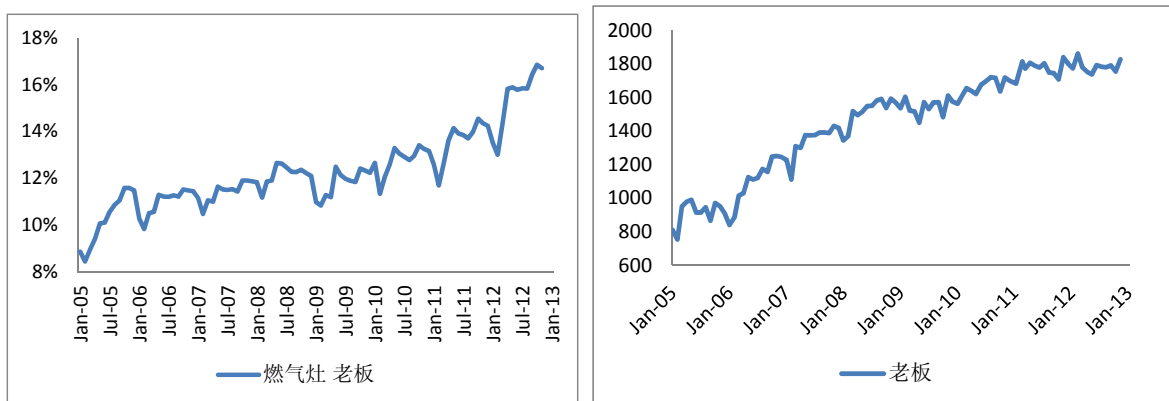
图 28: 公司油烟机零售单价逐步提升



资料来源：中怡康，中投证券研究所

图 29: 公司燃气灶累计零售额市占率逐步提升

图 30: 公司燃气灶零售单价逐步提升

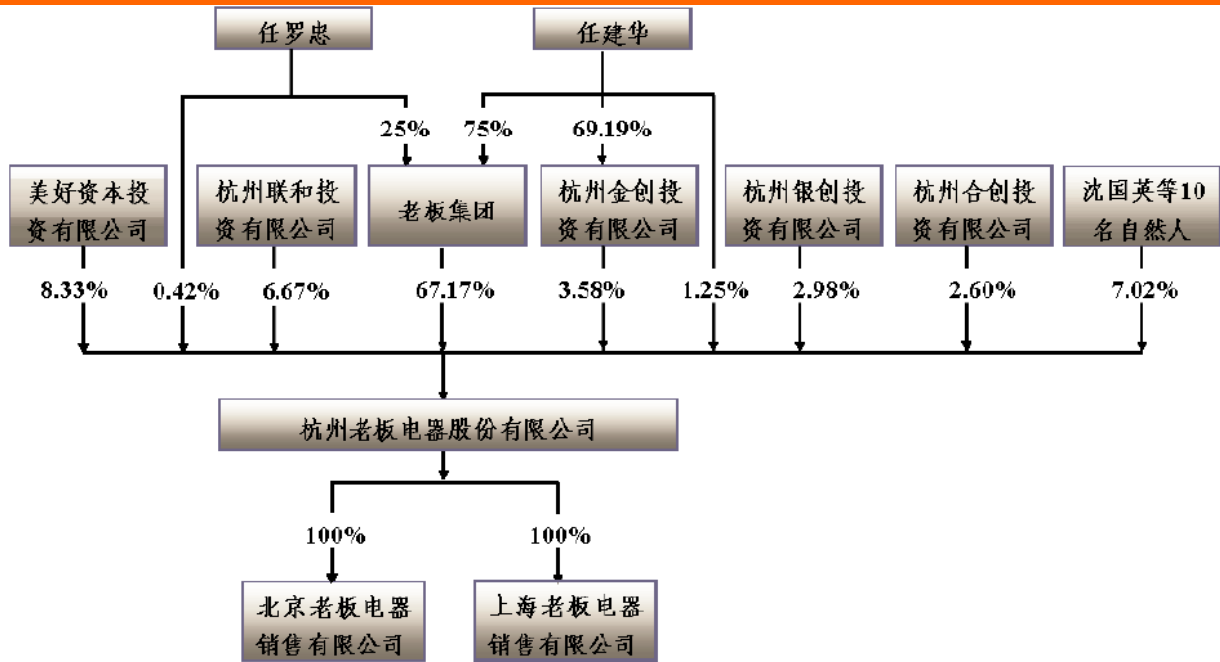


资料来源：中怡康，中投证券研究所

2、股权结构

公司股权结构合理，控股股东为老板集团，实际控制人为任建华，公司高管、代理商等均以各种方式持有公司股份。11 名自然人股东均为发行人的董事、监事、核心技术人员以及老板集团的高级管理人员。法人股东金创投资的主要股东为发行人的高级管理人员及实际控制人控制的其他公司的高级管理人员；银创投资的主要股东系发行人代理商的主要股东或负责人；合创投资的主要股东系发行人及实际控制人控制的其他公司的中层管理人员。

图 31：公司上市前股权结构



资料来源：公司公告，中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	1940	2518	3039	3788	营业收入	1963	2566	3190	3780
现金	1120	1500	1770	2279	营业成本	911	1182	1459	1722
应收账款	141	193	245	282	营业税金及附加	22	26	33	40
其它应收款	7	8	11	13	营业费用	599	796	989	1153
预付账款	11	18	19	23	管理费用	162	196	248	298
存货	316	467	555	645	财务费用	-29	-50	-64	-84
其他	345	332	439	546	资产减值损失	1	1	2	1
非流动资产	392	374	333	303	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1	1	1	1	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	347	315	283	250	营业利润	297	416	524	649
无形资产	40	39	38	38	营业外收入	12	8	9	10
其他	5	19	11	13	营业外支出	2	1	1	1
资产总计	2332	2892	3372	4091	利润总额	307	423	532	658
流动负债	591	790	816	973	所得税	45	62	78	96
短期借款	0	104	0	0	净利润	262	361	454	562
应付账款	298	330	428	516	少数股东损益	-6	0	0	0
其他	293	357	388	457	归属母公司净利润	268	361	454	562
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	293	399	494	600
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.05	1.41	1.78	2.20
其他	0	0	0	0					
负债合计	591	790	816	973	主要财务比率				
少数股东权益	14	14	14	14	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
股本	256	256	256	256	成长能力				
资本公积	969	969	969	969	营业收入	28.0%	30.8%	24.3%	18.5%
留存收益	502	863	1317	1879	营业利润	41.8%	39.8%	26.0%	24.0%
归属母公司股东权益	1727	2088	2542	3104	归属于母公司净利润	43.3%	34.7%	25.9%	23.7%
负债和股东权益	2332	2892	3372	4091	获利能力				
					毛利率	53.6%	54.0%	54.3%	54.4%
					净利率	13.7%	14.1%	14.2%	14.9%
					ROE	15.5%	17.3%	17.9%	18.1%
					ROIC	38.7%	45.7%	51.0%	59.1%
					偿债能力				
					资产负债率	25.4%	27.3%	24.2%	23.8%
					净负债比率	0.00%	13.12%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.28	3.19	3.73	3.89
					速动比率	2.75	2.60	3.05	3.23
					营运能力				
					总资产周转率	0.92	0.98	1.02	1.01
					应收账款周转率	14	15	14	14
					应付账款周转率	3.66	3.77	3.85	3.65
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	1.05	1.41	1.78	2.20
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.27	0.81	1.23	1.69
					每股净资产(最新摊薄)	6.75	8.16	9.93	12.13
					估值比率				
					P/E	25.20	18.70	14.86	12.02
					P/B	3.91	3.23	2.66	2.18
					EV/EBITDA	19	14	11	9

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
------	------

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张镭,中投证券研究所首席行业分析师,清华大学经济管理学院 MBA。
刘芷冰,中投证券研究所家电行业分析师,北京大学西方经济学硕士。

免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。该研究报告谢绝媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434