

## 高速增长的高端厨电龙头，有望在中端市场复制成功

——老板电器(002508)公司投资价值分析

### 核心观点

**1、“十二五”期间厨房电器景气度较高。**我们认为，“十二五”期间，借助城镇化的推动，以天然气为主的居民燃气使用量将出现比较确定的可观增长，带来中端、高端厨卫电器销量增长和行业集中度提高。我们建议投资者长期关注高端烟机灶具的双寡头之一老板电器（002035）。

**2、老板电器的投资逻辑：**燃气消费高速增长，中高端厨电销量增速较快；高端厨电竞争格局好，由于中西烹饪方式不同，外资难以形成气候，国内大家电巨头基本不生产高端厨电，形成了非常稳定的双寡头格局；中端厨电市场集中度不高，有望在中端厨电市场取得领先地位。

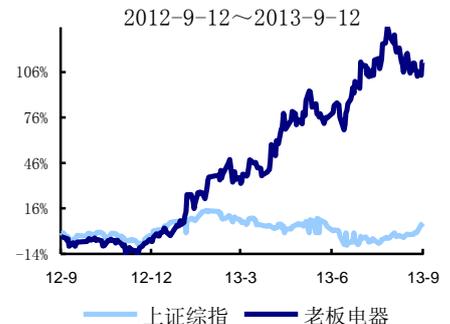
**3、股权结构合理，利益取向一致。**老板电器股权结构清晰，实际控制人为任建华，经销商、高级管理人员、中层管理人员直接或间接持有公司股权，企业所有者、经营者和经销商利益取向基本一致。

**4、长期专注厨电，品牌号召力强。**老板电器是国内最早以自主品牌专业化生产吸油烟机的企业之一，引领了油烟机的几次重大技术进步，成为国内知名度最高的厨房电器公司之一。为保证产品质量，主要产品均由公司自行生产，仅有部分配件采用OEM外包。

**5、老板电器的总代理模式主要采用“代销制”。**在“代销制”下，商品与资金均由老板电器承担，非常有利于代理商低成本、低风险开拓市场，对代理商的激励力度很大。公司采取股权设置、重要销售渠道和重要销售区域的控制、对代理商代理排他性的严格要求以及对代理商提供管理支持等一系列措施对代理商进行管理，在很大程度上降低了风险。

**6、渠道结构优化，销售费用率持续降低。**2010年以来，KA渠道销量占比持续下降，向三四级市场渗透的专卖店销量占比持续提升，2012年电商（电视购物+网购）销量占比增至15%，2013年网购金额继续高速增长200%以上。自2008年以来，公司销售费用率连续环比下降。  
**投资建议：**老板电器是家电业中行业景气度高、综合实力强的少数公司之一，具有长期投资价值。我们预计，公司2013-2015年的EPS为1.35元、1.70元和2.14元，目前股价对应2013年的动态PE为28倍左右，短期价格基本合理，但公司是家用电器行业最优质的少数公司之一，仍然维持“推荐”的投资评级，建议投资者关注调整带来的长线机会。

### 股价走势图



### 基础数据

总股本(万股)	25600.00
流通A股(万股)	9280.00
52周内股价区间(元)	15.85-41.68
总市值(亿元)	95.44
总资产(亿元)	23.32
每股净资产(元)	6.75
目标价	6个月 40.00
	12个月 40.00

### 相关报告

- 《国都证券-公司研究-公司点评-老板电器(002508):油烟机份额长期保持第一, 2013年继续高增长》 2013-04-10
- 《国都证券-公司研究-调研简报-老板电器(002508):名气品牌拓宽增长空间, 渠道结构继续优化》 2012-11-13
- 《国都证券-公司研究-公司点评-老板电器(002508):三季度收入增速创新高, 继续保持高毛利率》 2012-10-26
- 《国都证券-公司研究-公司点评-老板电器(002508):高端厨电市场优势稳固 混送》

### 财务数据与估值

	2012A	2013E	2014E	2015E
主营业务收入(百万)	1962.74	2649.70	3312.13	4140.16
同比增速(%)	27.96%	35.00%	25.00%	25.00%
净利润(百万)	268.04	362.05	454.92	572.50
同比增速(%)	43.34%	35.08%	25.65%	25.85%
EPS(元)	1.05	1.35	1.70	2.14
P/E	35.50	27.61	21.93	17.42

### 研究员: 杨志刚

电话: 010-84183240

Email: yangzhigang@guodu.com

执业证书编号: S0940511070003

### 联系人: 周红军

电话: 010-84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

## 正文目录

<b>一、投资逻辑：厨电增速确定，高端厨电双寡头垄断 .....</b>	<b>4</b>
1、基础逻辑：“十二五”以天然气为主的燃气消费量快速提升 .....	4
2、竞争格局：高端厨电双寡头垄断，优势可长期保持 .....	6
<b>二、竞争优势：综合实力最强的厨房电器厂商 .....</b>	<b>8</b>
1、股权结构：股权结构合理，利益取向一致 .....	8
2、品牌定位：长期专注厨电，品牌号召力强 .....	9
3、市场空间：行业集中度低，发力中端市场 .....	9
3、渠道模式：独特的代销制，结构不断优化 .....	10
<b>三、盈利预测： .....</b>	<b>12</b>

## 图表目录

图 1: “十二五”中国城市燃气管道长度增长 70%左右 .....	4
图 2: 中国城市燃气管道长度 .....	4
图 3: “十二五”末中国城市燃气规划供应总量(折算值) .....	5
图 4: “十二五”末中国城市三种燃气规划供应量 .....	5
图 5: “十二五”末中国城镇燃气规划使用人口数量 .....	5
图 6: 中国城市天然气使用人口快速增长 .....	5
图 7: 2012 年下半年以来商品住宅销售面积快速增长 .....	5
图 8: 油烟机和商品住宅销量呈正相关 .....	5
图 9: 中国油烟机主要品牌零售均价 .....	6
图 10: 中国油烟机主要品牌零售额市场份额 .....	6
图 11: 中国燃气灶主要品牌零售均价 .....	6
图 12: 中国燃气灶主要品牌零售额市场份额 .....	6
图 13: 中国消毒柜主要品牌零售均价 .....	6
图 14: 中国消毒柜主要品牌零售额市场份额 .....	6
图 15: 华帝/老板年度盈利能力对比 (%) .....	7
图 16: 华帝/老板单季度盈利能力对比 (%) .....	7
图 17: 老板电器股权结构 .....	8
图 18: 2013H1 老板电器产品收入比重 .....	9
图 19: 老板电器三大产品毛利率 (%) .....	9
图 20: 中国农村家庭百户油烟机保有量水平很低 .....	9
图 21: 部分省份农村家庭百户油烟机保有量差别极大 .....	9
图 22: 老板电器分销渠道示意图 .....	10
图 23: 老板电器资产质量较高 .....	11
图 24: 老板电器存货结构 .....	11
图 25: 2012 年老板电器分渠道销量结构 .....	11
图 26: 老板电器渠道结构变化 .....	11
图 27: 老板电器 KA 进场费逐年下降 .....	12
图 28: 老板电器销售费用率逐年下降 .....	12
图 29: 老板电器专卖店数量 .....	12
图 30: 老板电器分地区销售收入比重 .....	12
图 31: 杭州冷轧板卷价格 .....	13
表 1: 三种燃气价格、热值成本比较 .....	4
表 2: 2013 年上半年主要油烟机品牌累计零售量/零售额的增速及市场份额 .....	7
表 3: 2013 年上半年主要燃气灶品牌累计零售量/零售额的增速及市场份额 .....	7
表 4: 2013 年上半年主要消毒柜品牌累计零售量/零售额的增速及市场份额 .....	8
表 5: 厨电公司销售模式对比 .....	11
附录: 财务预测表 .....	14

## 一、投资逻辑：厨电增速确定，高端厨电双寡头垄断

住房和城乡建设部发布的《全国城镇燃气发展“十二五”规划》提出，到“十二五”末，城镇燃气供气总量约 1782 亿立方米，较“十一五”期末大增 113%。城市燃气普及率达到 94%以上，县城及小城镇的燃气普及率达到 65%以上。其中，居民用气人口达到 6.25 亿以上，用气家庭数达到 2 亿户，居民用气量达到 330 亿立方米；工业、商业及服务企业用气量达到 810 亿立方米；交通运输用气量达到 300 亿立方米；分布式能源项目用气量达到 120 亿立方米；其他用气量达到 222 亿立方米。“十二五”我国新建城镇燃气管道约 25 万公里，到“十二五”末，城镇燃气管道总长度达到 60 万公里。

我们认为，“十二五”期间，借助城镇化的推动，以天然气为主的居民燃气使用量将出现比较确定的可观增长，带来中端、高端厨卫电器销量增长和行业集中度提高。我们建议投资者长期关注高端烟机灶具的双寡头之一老板电器（002035）。

**概括老板电器的投资逻辑：燃气消费高速增长，中高端厨电销量增速较快；高端厨电竞争格局好，形成非常稳定的双寡头格局；有望在中端厨电市场取得领先地位。**

### 1、基础逻辑：“十二五”以天然气为主的燃气消费量快速提升

天然气的热值明显高于管道煤气，按照发改委公布的 36 个城市燃气价格，天然气价格只是煤气的 2/3，但单位热值成本远远高于人工煤气，有明显的成本优势；天然气主要成分是甲烷，可完全燃烧，不含一氧化碳等有毒、有害杂质，比人工煤气更安全。

液化石油气成本较高，天然气的单位热值成本远低于液化石油气，而且液化石油气通常是瓶装运输，居民使用不方便。随着天然气管网等基础设施的建设，天然气用于民用燃气将逐步普及，并形成对液化石油气的持续替代。

表 1：三种燃气价格、热值成本比较

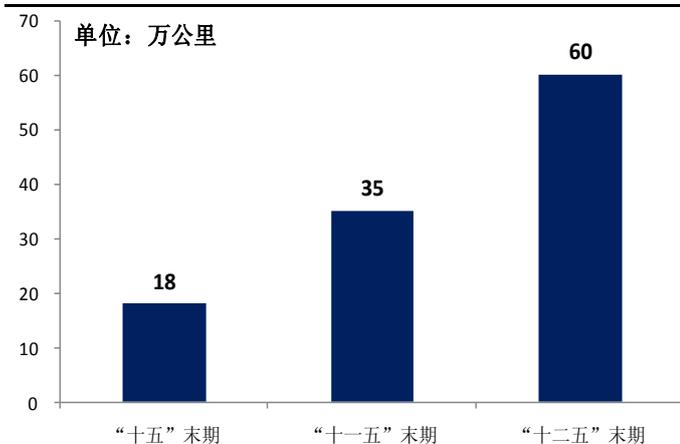
	天然气	人工煤气	液化石油气
发改委 36 城市服务价格（2013.3）	2.48/m <sup>3</sup>	3.64/m <sup>3</sup>	7.81/kg
热值（大卡/kcal）	8000-8500/m <sup>3</sup>	3800-6500/m <sup>3</sup>	11000/kg
单位热值成本（元/万大卡）	2.92-3.10	5.60-9.58	7.10

资料来源：WIND、百度百科

注：人工煤气价格为 2011 年 12 月价格

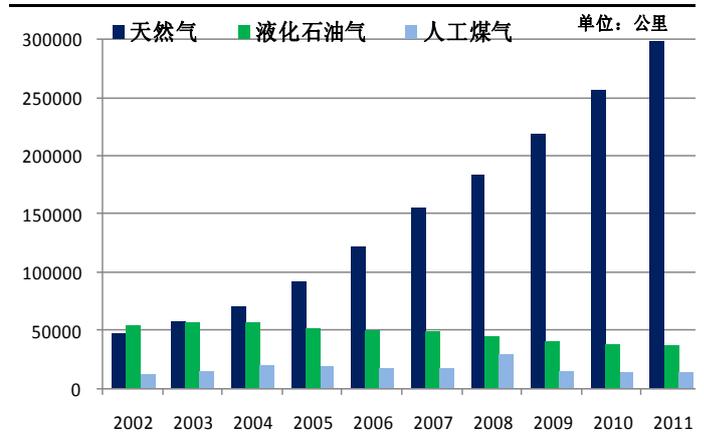
截至 2011 年，中国城市燃气管网总长度约 35 万公里。“十二五”期间，我国计划新建城镇燃气管道约 25 万公里，到“十二五”末，城镇燃气管道总长度达到 60 万公里。城镇燃气应急气源储备能力提高，到“十二五”末，城镇应急气源储气设施建设规模约达到 15 亿立方米。

图 1：“十二五”中国城市燃气管道长度增长 70%左右



资料来源：WIND、国家发改委

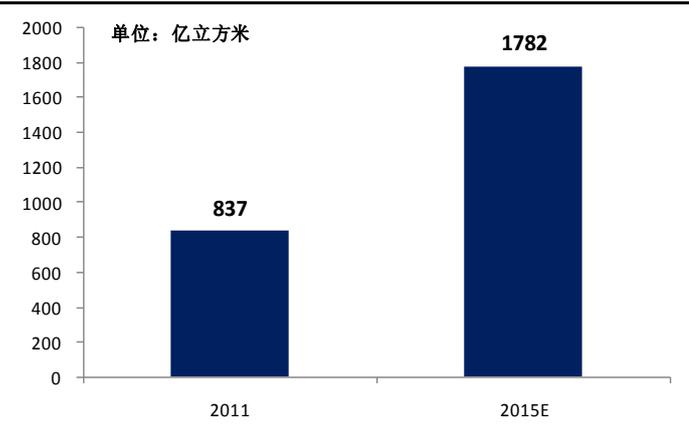
图 2：中国城市燃气管道长度



资料来源：WIND

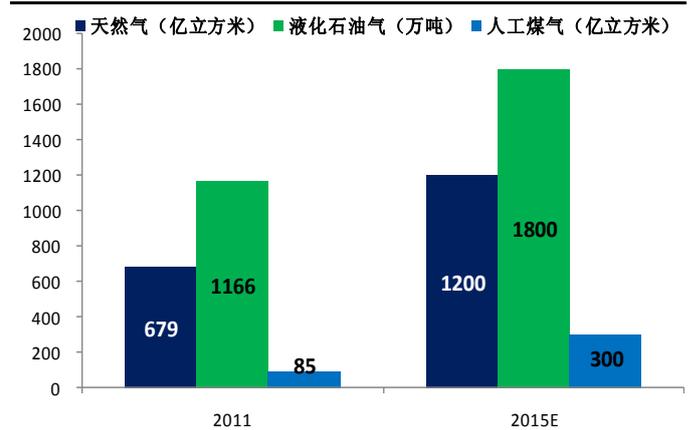
《全国城镇燃气发展“十二五”规划》提出，“十二五”末期城镇燃气供气总量约 1782 亿立方米，较“十一五”末增加 113%。其中，天然气供应规模约 1200 亿立方米，是燃气供应量增长的主要来源；液化石油气供应规模约 1800 万吨（≈ 230 亿立方米天然气），人工煤气供应规模约 300 亿立方米，其他替代性气体能源约 50 亿立方米。

图 3：“十二五”末中国城市燃气规划供应总量（折算值）



资料来源：WIND、住建部

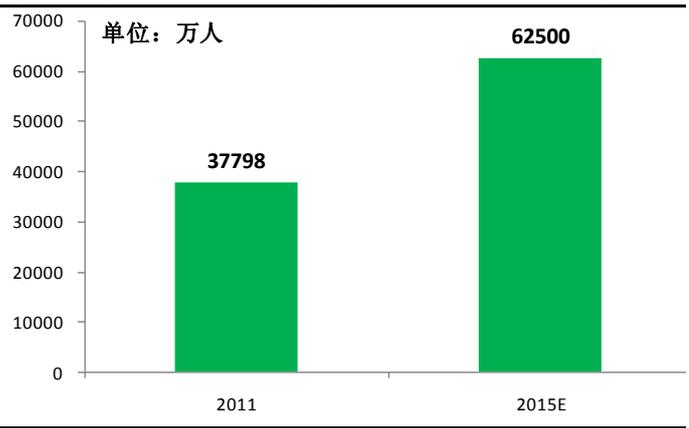
图 4：“十二五”末中国城市三种燃气规划供应量



资料来源：WIND、住建部

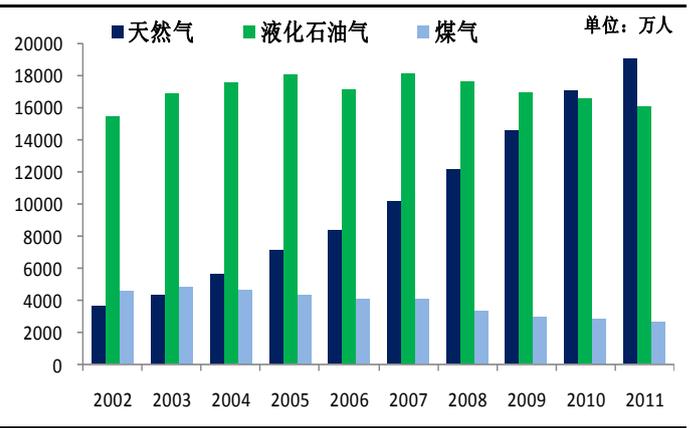
中国城市使用天然气人口呈直线上升趋势，至 2011 年末已接近 2 亿人。《天然气发展“十二五”规划》提出，2015 年我国城市和县城天然气用气人口数量约达到 2.5 亿，约占总人口的 18%，比 2011 年末增加约 5000 万人。《全国城镇燃气发展“十二五”规划》提出，2015 年我国居民用气人口达到 6.25 亿以上，用气家庭数达到 2 亿户。

图 5：“十二五”末中国城镇燃气规划使用人口数量



资料来源：WIND、住建部

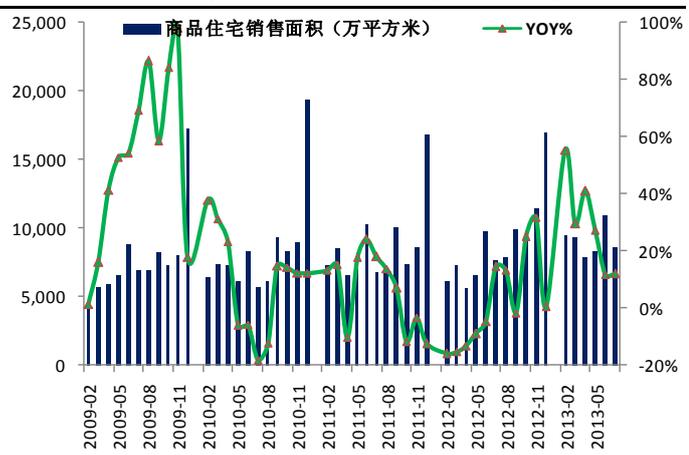
图 6：中国城市天然气使用人口快速增长



资料来源：WIND

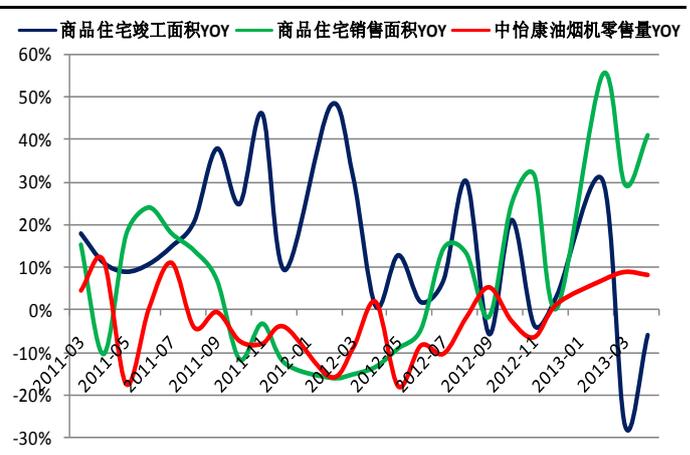
商品住宅销售面积和对厨卫电器零售量呈明显正相关关系，厨卫电器零售量有一定的滞后性，2012 年下半年以来房地产销量大增，对厨卫电器的刺激作用还将继续释放。

图 7：2012 年下半年以来商品住宅销售面积快速增长



资料来源：WIND

图 8：油烟机和商品住宅销量呈正相关

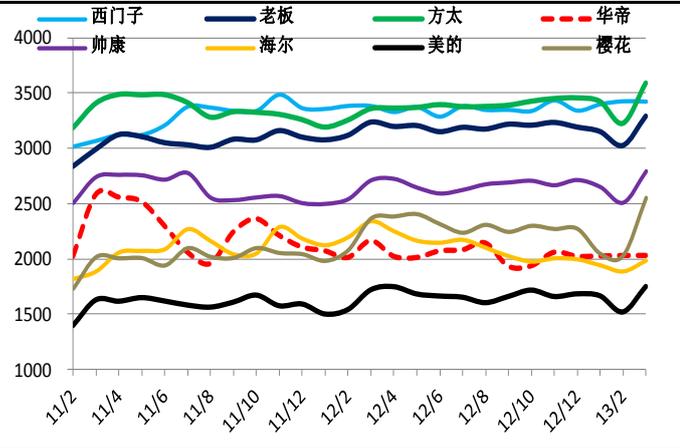


资料来源：WIND、中怡康

## 2、竞争格局：高端厨电双寡头垄断，优势可长期保持

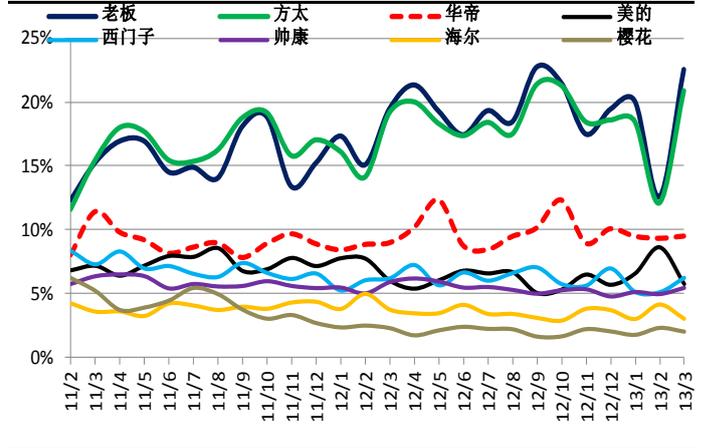
目前，高端厨电市场形成了非常稳定的双寡头垄断格局，老板电器在家电业的竞争格局最好，在国内只有方太一个主要竞争对手，两者的市场份额遥遥领先其他竞争对手，而且在不断扩大。外资竞争对手西门子主攻地产精装修，在渠道的多元化和渠道深度方面，无法和老板、方太抗衡，近年来份额没有增长。

图 9：中国油烟机主要品牌零售均价



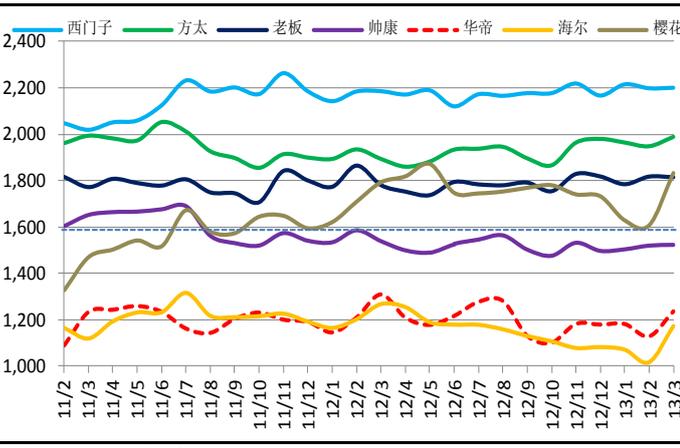
资料来源：中怡康

图 10：中国油烟机主要品牌零售额市场份额



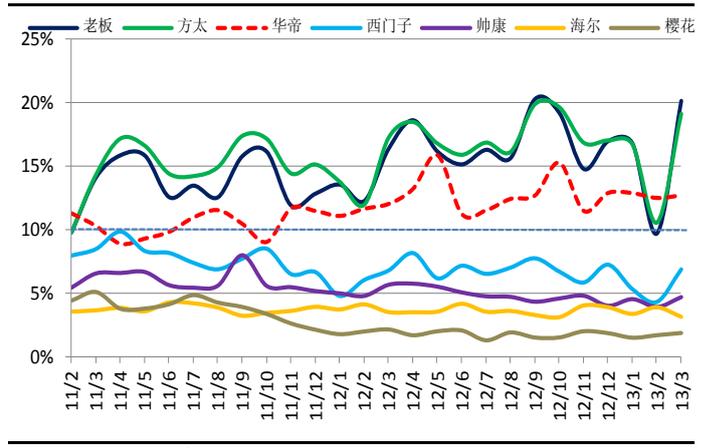
资料来源：中怡康

图 11：中国燃气灶主要品牌零售均价



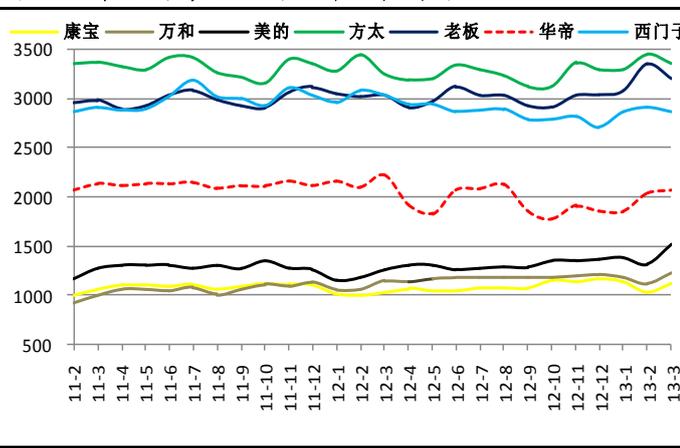
资料来源：中怡康

图 12：中国燃气灶主要品牌零售额市场份额



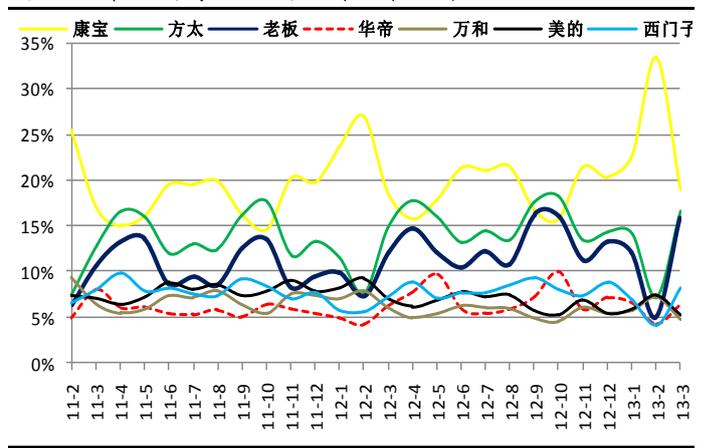
资料来源：中怡康

图 13：中国消毒柜主要品牌零售均价



资料来源：中怡康

图 14：中国消毒柜主要品牌零售额市场份额



资料来源：中怡康

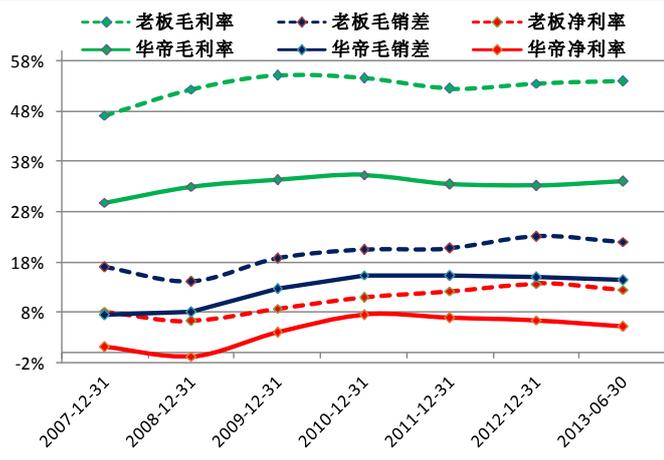
我们认为，未来方太和老板电器主导的双寡头格局还将保持很长时间，原因在于：

烹饪习惯方面，中式菜肴烹饪方式产生较多油烟，与西式菜肴烹饪方式差别很大，高端外资品牌很难打入中国市场；使用习惯方面，类似家具和卫浴产品，往往是在装修时买，也往往和橱柜配套，装上后轻易不会更换；技术方面，厨房电器不像更新换代较快的小家电，不像技术进步很快的电视，技术进步非常缓慢，和空调类似。

和空调行业类似，品牌、规模、渠道、公司治理水平是决定厨电公司竞争力的主要因素，老板和方太在这几方面已经远远领先竞争对手，竞争优势将长期保持。

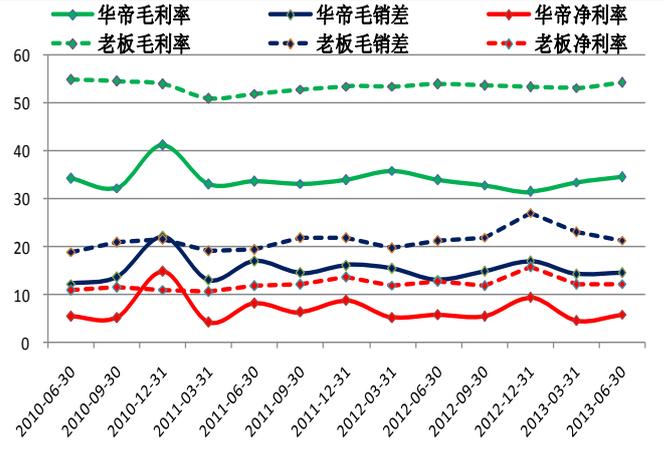
由于高端厨电双寡头格局，自 2008 年以来，老板电器的年度毛利率、单季度毛利率一直维持在 50%以上，盈利能力明显好于竞争对手较多的中端厨电龙头华帝股份。

图 15: 华帝/老板年度盈利能力对比 (%)



资料来源: WIND

图 16: 华帝/老板单季度盈利能力对比 (%)



资料来源: WIND

2013 年以来，老板、方太等高端厨电品牌在 KA 渠道的份额、销量、销售额呈加速增长态势，表现远远好于其他厨电品牌，公司充分享受了消费升级带来的红利。值得注意的是，在中怡康统计的 KA 渠道中，老板消毒柜的零售量、零售额增速为各大品牌中最高，份额上升速度最快。

表 2: 2013 年上半年主要油烟机品牌累计零售量/零售额的增速及市场份额

排名	品牌	零售量 YOY	零售额 YOY	零售量份 额	份额同比增减 (百分点)	零售额 份额	份额同比增减 (百分点)
1	老板	32.0%	36.1%	15.0%	2.6	21.9%	2.9
2	方太	26.8%	37.3%	13.0%	1.7	20.9%	2.8
3	华帝	5.1%	13.0%	9.5%	-0.5	9.3%	-0.5
4	美的	7.9%	13.9%	8.0%	0.1	6.3%	-0.1
5	帅康	6.4%	10.9%	4.5%	-0.1	5.5%	-0.3
6	万和	-6.0%	5.4%	4.8%	-0.7	2.7%	-0.3
7	西门子	9.2%	10.8%	3.9%	0.0	5.9%	-0.4
8	海尔	-2.0%	-12.8%	3.3%	-0.3	2.9%	-0.9
9	万家乐	10.5%	11.9%	3.5%	0.0	2.4%	-0.2
10	法迪欧	51.1%	32.4%	2.0%	0.6	1.4%	0.2
11	康宝	12.1%	20.0%	2.2%	0.0	1.3%	0.0
12	樱花	-1.6%	3.5%	1.7%	-0.2	1.8%	-0.3

资料来源: 中怡康

表 3: 2013 年上半年主要燃气灶品牌累计零售量/零售额的增速及市场份额

排名	品牌	零售量 YOY	零售额 YOY	零售量份 额	份额同比增减 (百分点)	零售额 份额	份额同比增减 (百分点)
1	方太	26.3%	32.7%	11.4%	2.0	19.1%	2.9
2	老板	33.4%	37.6%	12.6%	2.7	19.5%	3.7
3	华帝	-1.1%	1.7%	11.0%	-0.6	11.5%	-1.2

4	美的	-9.2%	-1.9%	8.6%	-1.1	5.8%	-0.6
5	万家乐	3.4%	4.9%	5.1%	0.1	3.2%	-0.1
6	万和	-6.7%	1.1%	5.4%	-0.6	3.3%	-0.3
7	西门子	6.5%	7.3%	3.4%	0.1	6.4%	-0.3
8	帅康	-2.2%	-2.9%	3.6%	-0.3	4.6%	-0.7
9	海尔	-0.3%	-5.9%	3.3%	-0.1	3.2%	-0.5
10	康宝	-0.6%	3.1%	3.0%	-0.1	1.5%	-0.1
11	法迪欧	64.1%	31.7%	2.0%	0.8	1.6%	0.3
12	迅达	3.1%	11.7%	2.4%	0.0	1.3%	0.0

资料来源：中怡康

表 4：2013 年上半年主要消毒柜品牌累计零售量/零售额的增速及市场份额

排名	品牌	零售量 YOY	零售额 YOY	零售量份 额	份额同比增减 (百分点)	零售额 份额	份额同比增减 (百分点)
1	康宝	1.4%	8.0%	30.0%	0.6	19.9%	0.0
2	方太	18.6%	21.5%	8.2%	1.5	16.4%	2.1
3	康星	5.9%	10.2%	7.3%	0.6	3.5%	0.1
4	万和	-14.7%	-7.5%	7.0%	-1.3	5.1%	-0.9
5	美的	-29.4%	-18.8%	6.5%	-2.5	5.7%	-1.7
<b>6</b>	<b>老板</b>	<b>30.2%</b>	<b>35.7%</b>	<b>7.9%</b>	<b>2.0</b>	<b>14.9%</b>	<b>3.3</b>
7	华帝	-6.1%	-5.3%	5.1%	-0.1	6.3%	-0.5
8	索奇	-1.9%	2.1%	4.5%	-0.1	2.6%	-0.2
9	西门子	15.9%	12.1%	4.4%	0.6	7.5%	0.3
10	科荣	-6.2%	-0.4%	2.1%	-0.1	1.4%	-0.1
11	万家乐	-8.6%	-4.4%	2.0%	-0.1	1.8%	-0.1
12	海尔	-6.6%	-9.6%	1.7%	-0.2	2.3%	-0.5

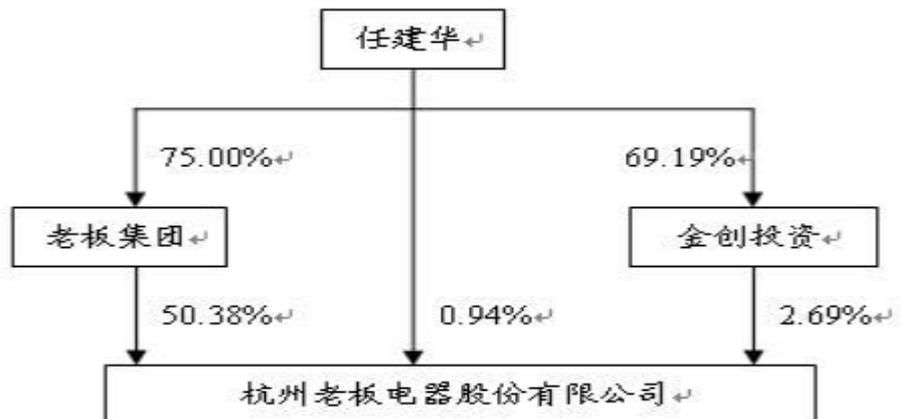
资料来源：中怡康

## 二、竞争优势：综合实力最强的厨房电器厂商

老板电器很早就确立了高端厨电品牌形象，品牌效应深入人心；生产规模在行业内领先，而且持续高速增长；采用独特的代销制，竞争对手不易模仿，经销商持有公司股权，双方合作关系非常牢固；大力发展新兴渠道，渠道结构持续优化，费用率不断降低；用“帝泽”、“名气”品牌分别向超高端和中端厨电市场拓展，“名气”在中端市场有望和华帝形成双品牌主导格局。

### 1、股权结构：股权结构合理，利益取向一致

图 17：老板电器股权结构



数据来源：公司公告

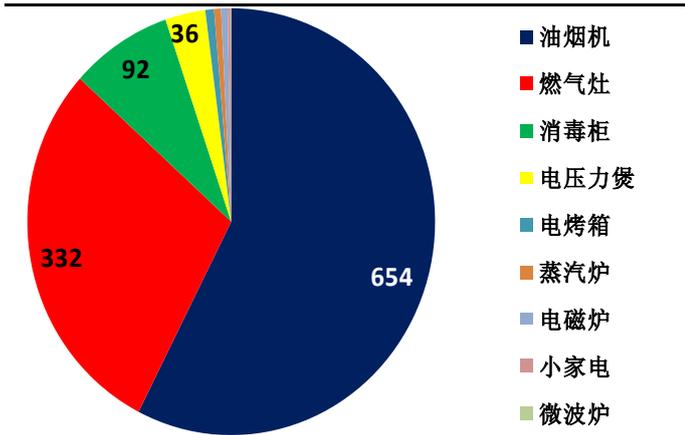
老板电器控股股东为老板集团，实际控制人为任建华。公司第三大股东金创投资，主要股东为任建华和董秘、财务总监等高管；第六大股东银创投资，股东主要系老板电器代理商的主要股东或负责人；第八大股东合创投资，股东主要系老板电器的中层管理人员。老板电器股权结构清晰，经销商、高级管理人员、中层管理人员直接或间接持有公司股权，企业所有者和经营者利益取向基本一致。

## 2、品牌定位：长期专注厨电，品牌号召力强

老板电器是国内最早以自主品牌专业化生产吸油烟机的企业之一。早在 1985 年，公司已进入中国刚刚萌芽的吸油烟机市场，开始探索自主品牌的发展道路。1988 年，公司推出“老板”品牌，成为国内最早以自主品牌进行吸油烟机生产的专业厨电企业之一。1991 年，经国家质量奖审定委员会审定，“老板”牌吸油烟机获得“中华人民共和国质量银奖”；2005 年，“老板”牌吸油烟机荣获“中国名牌产品”称号，成为厨电行业内首批获得该称号的企业之一；同年，“老板”牌吸油烟机获“国家免检产品”称号；自 2005 年起，“老板”品牌连续五年入选“亚洲品牌 500 强”；2007 年，“老板”商标被国家工商行政管理总局商标局认定为“中国驰名商标”。经过 20 多年专业经营，“老板”品牌成为国内知名度最高的专业化高端厨房电器品牌之一。

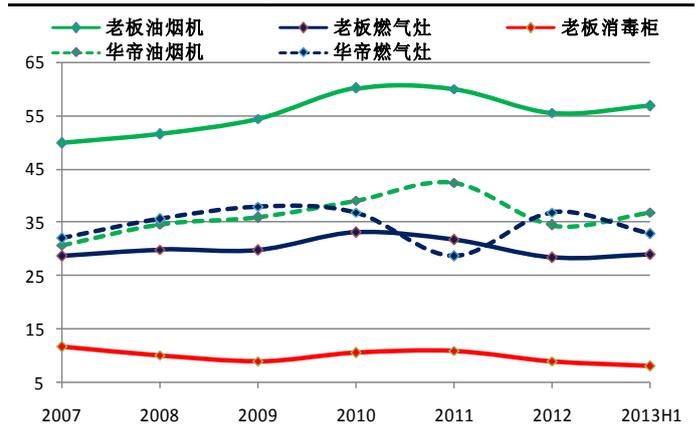
吸油烟机、燃气灶、消毒柜始终为公司的核心产品，合计收入比重一直占总收入的 90% 以上，油烟机和燃气灶的毛利率长期保持稳定。为保证产品质量，主要产品均由公司自行生产，仅有部分配件采用 OEM 外包。

图 18: 2013H1 老板电器产品收入比重



资料来源：WIND

图 19: 老板电器三大产品毛利率 (%)



资料来源：WIND

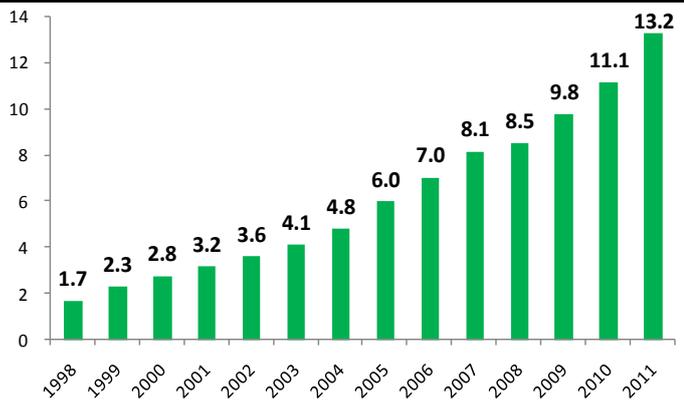
## 3、市场空间：行业集中度低，发力中端市场

发达经济体的抽油烟机和嵌入式灶具市场集中度都显著高于我国。据 Euromonitor 统计，2011 年，美国、日本、德国、法国抽油烟机厂商 CR5 市场占有率为 96%、84%、67%、73%，我国仅为 36%；2011 年嵌入式灶具零售市场，美国、日本、德国、法国 CR5 厂商市场占有率分别高达 85%、54%、70%、82%，同期我国仅为 34%。

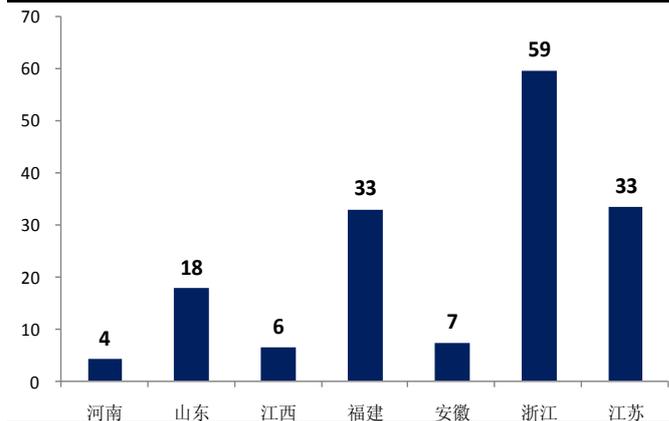
老板电器推出“名气”品牌，有长远的战略意义。2011 年，农村油烟机保有量仅为 13 台/百户，且发达省份和欠发达省份的差距极大。随着城镇化进程推进，燃气管道长度高速增长，农民收入水平不断提升，农民住宅和生活习惯向城镇看齐，农村家庭厨卫电器保有量增加需求空间较大，需求以中端品牌为主，较改善需求更加刚性。

图 20: 中国农村家庭百户油烟机保有量水平很低

图 21: 部分省份农村家庭百户油烟机保有量差别极大



资料来源：WIND



资料来源：WIND

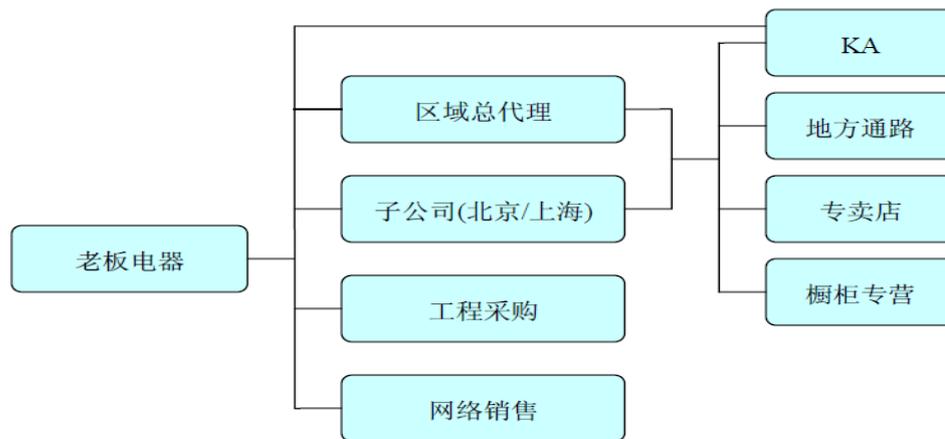
“名气”定位为性价比较高的中端品牌，零售价格在 2000 元以上。名气公司以多元渠道、终端制胜为主题营销思想，大力拓展各级渠道，从县级网络直接下沉至乡镇市场。名气采用经销制，经销商与老板品牌完全独立。名气有 60 多家一级经销商，2012 年底已有网点 1040 个，销售区域主要集中在两湖、两河、山西、陕西等中部地区。2012 年合计卖出各类产品共 10 万余台，毛利率在 40% 左右。

中端厨电市场竞争对手相对较多，主要有华帝、帅康、海尔、樱花。但无论是油烟机还是灶具市场，帅康、海尔、樱花的零售市场份额和华帝有明显差距，且差距在拉大。油烟机和灶具不是海尔的主要发展方向，规模难以增长；帅康的零售均价明显高于华帝，但又明显低于老板和方太，难以跻身高端市场，烟机灶具份额都在下降；樱花的市场份额在显著下降。“名气”品牌达到一定规模至少需要三年时间，且主要抢占了小品牌市场份额，近几年对华帝的影响有限。从长期来看，中端厨电市场有望形成华帝和“名气”占主导地位的格局。

### 3、渠道模式：独特的代销制，结构不断优化

老板电器的总代理模式主要采用“代销制”，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。根据公司与区域总代理签订的代理销售合同及日常的交易处理，公司在收到区域总代理代销清单或销售清单汇总表后方可确认销售收入，在产品未销售给最终消费者时，公司始终未将产品所有权上的主要风险和报酬转移给代理商。

图 22：老板电器分销渠道示意图



数据来源：公司公告

在“代销制”下，商品与资金均由老板电器承担，非常有利于代理商低成本、低风险开拓市场，对代理商的激励力度很大。但在市场开拓初期，“代销制”下公司承担的风险也较高，模式难以全面复制。公司采取了一系列措施对代理商进行管理，包括：股权设置、重要销售渠道和重要销售区域的控制、对代理商代理排他性的严格要求以及对

代理商提供管理支持等，在很大程度上降低了风险。

在市场开拓后期，公司和经销商经多年磨合，形成牢固的利益关系，经销商合资成立的银创公司持有老板电器 2.23% 股权，公司承担的风险远远小于初期。目前包括北京、上海分公司在内，老板电器的全国代理商已达 60 家。和空调非常相似，经销商承担了安装等售后服务，抵御渠道变革风险的能力较强。

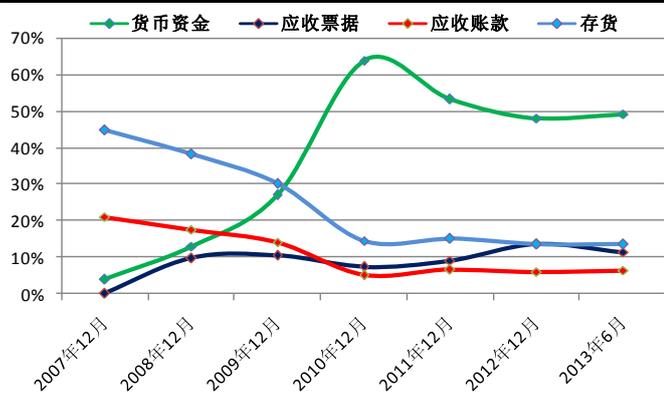
表 5: 厨电公司销售模式对比

模式	典型企业	优点	缺点
代销制	老板	代理商积极性高，市场开拓速度快	渠道不易受控制，存货资金风险大
管理制	方太	精细管理，渠道和终端受厂家控制，风险小	费用较高，开拓速度慢
经销制	华帝	销售费用低，风险较小	渠道和终端受厂家控制力度小

资料来源：国都证券研究所

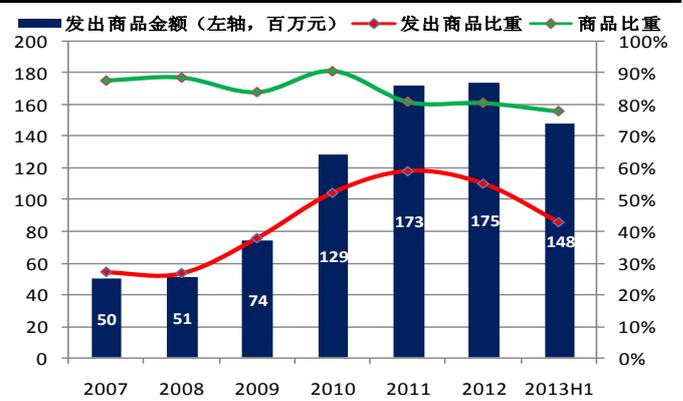
老板电器的资产质量良好，体现出代销制是适合公司的销售机制。近年来，货币资金在总资产中的比重高达 50% 以上，货币资金+应收票据的比重达 60% 左右，应收账款比重稳定在 6%-7%，存货比重也呈持续下降态势。在存货结构中，库存商品和发出商品的比重也呈下降态势，显示经销商出货一直比较顺畅。

图 23: 老板电器资产质量较高



资料来源：WIND

图 24: 老板电器存货结构



资料来源：WIND

老板电器渠道结构不断优化。2012 年，KA 渠道占比降至 38%，专卖店占比约 18%；电商（电视购物+网购）占比增至 15%，销售额增长 150%；工程占比为 10%，销售额增长 60%-70%；地方百货占比为 7%-8%，橱柜专营店和家装设计公司占比 7%-8%。渠道结构优化使得 2012 年销售费用率逐季下降，全年销售费用率为 30.5%，为 2008 年以来的最低水平。

2013 年以来，公司继续优化渠道结构。网络购物渠道方面，通过开展直配送，提升了配送效率与客户体验，取得 200% 的高速增长；电视购物渠道取得了 60% 的增速；KA 渠道销量同比增 30%，专卖店渠道同比增 15%，地方百货同比持平。

图 25: 2012 年老板电器分渠道销量结构

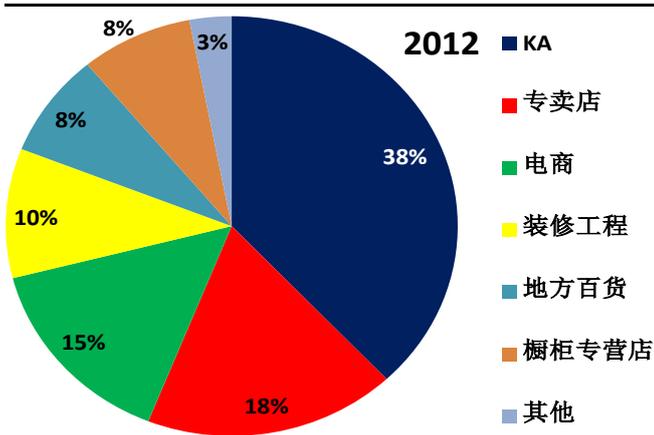
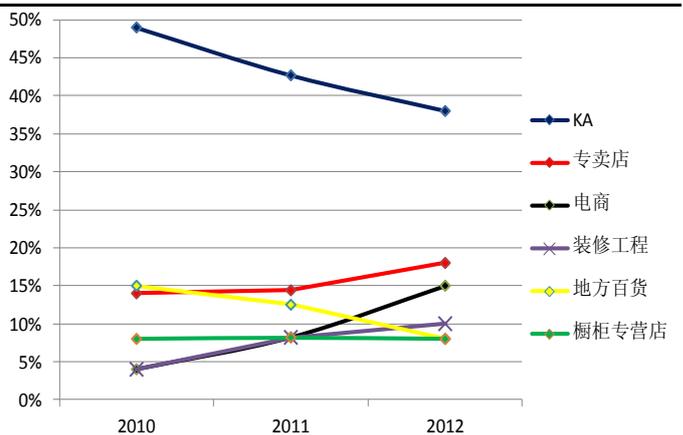


图 26: 老板电器渠道结构变化



资料来源：老板电器

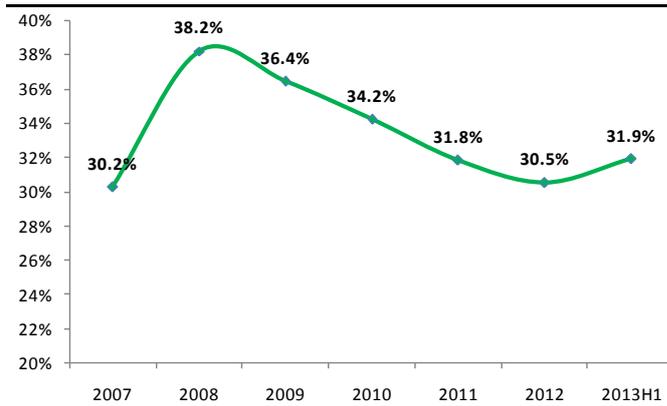
图 27：老板电器 KA 进场费逐年下降



资料来源：老板电器公告

资料来源：WIND

图 28：老板电器销售费用率逐年下降

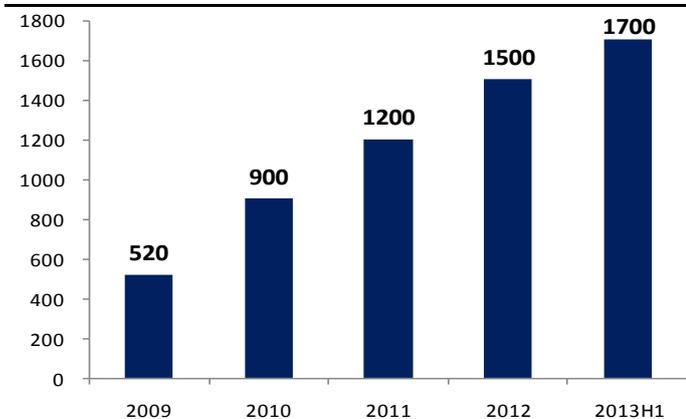


资料来源：WIND

目前网购渠道发展最快，盈利能力也最高，但网络销售的费用提升。公司认为精装修渠道的发展潜力较大。公司与全国前 20 大房地产商的多数都签订了大盘合同，如招商、绿地、合生创展、金融街等，但受制于地产商推进精装修的步伐，工程渠道增长较慢。公司认为未来理想的渠道结构是电商、精装修和其他格占 1/3。

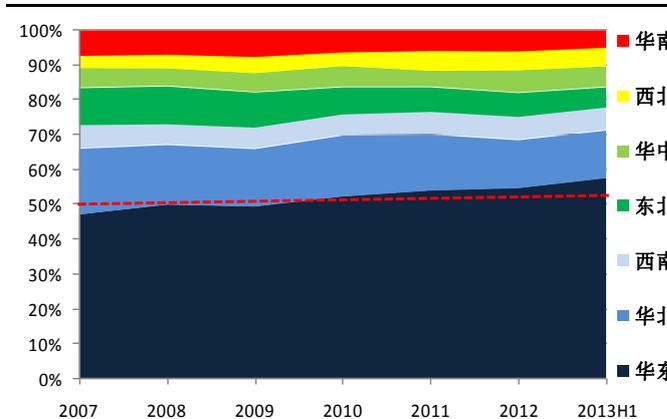
公司预计未来一线城市将以更新需求为主，二三线城市则以新增需求为主，因此对各地区采取不同渠道策略，一线城市仍以 KA 为主，二线城市以 KA、百货、工程等多种渠道结合的方式，三线城市以专卖店为主。截至 2013 年 6 月底，老板电器专卖店已从 2009 年的 520 家增至 1700 家，其中一半在一二线城市，一半在三线城市（主要为县级市场），关店率在 5% 左右。

图 29：老板电器专卖店数量



资料来源：老板电器

图 30：老板电器分地区销售收入比重



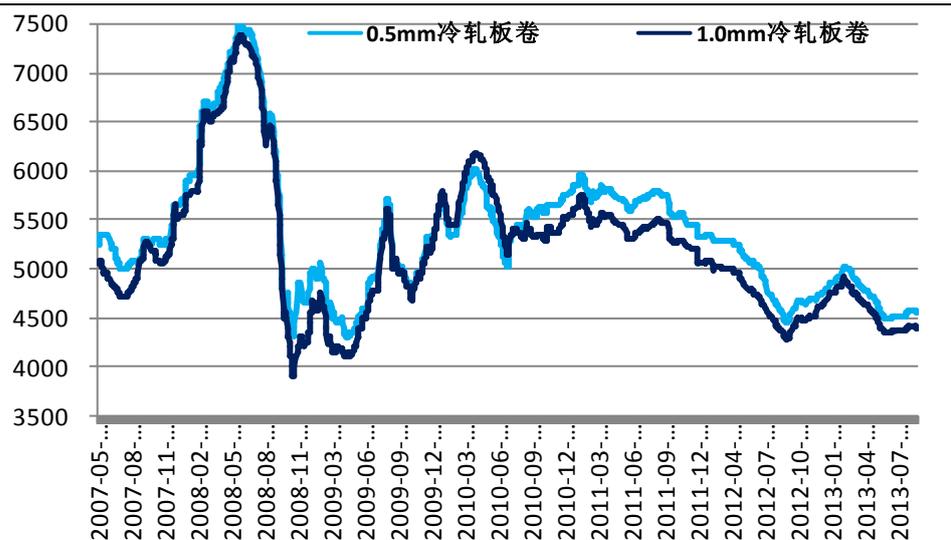
资料来源：WIND

2007 年以来，老板在华东地区的收入比重逐年上升，2013 上半年，消费能力最强的华东市场在境内的收入比重已经达到 55% 以上。公司牢牢占据了华东这个大本营市场，上半年华东地区收入仍然呈高速增长态势，收入增速高达 37.3%。华南是方太的传统优势区域，当地方太经销商也非常强势，虽然老板电器在华南地区的收入比重近年来小幅下降，但今年上半年也增长了 36.5%，表现明显好于以往。

### 三、盈利预测：

公司提出了“三个 30%”的经营目标：未来 3 年，收入年复合增长率 30%，主力产品吸油烟机销售额市场份额达到 30%，吸油烟机销售额超越主要竞争对手 30%。我们参考房地产销量增速以及老板电器 2013H1 收入增速(+34.3%)，保守预计 2013-2015 年收入同比增速为 35%、25%和 25%。2013 年以来，厨房电器的主要原材料不锈钢板、冷轧板价格持续下降，我们预计公司毛利率稳中略升，期间费用率和 2012 年基本持平。

图 31: 杭州冷轧板卷价格 (元)



数据来源: WIND

老板电器是家电业中行业景气度高、综合实力强的少数公司之一,具有长期投资价值。我们预计,公司 2013-2015 年的 EPS 为 1.35 元、1.70 元和 2.14 元,目前股价对应 2013 年的动态 PE 为 28 倍左右,短期价格基本合理,建议投资者关注调整带来的投资机会。



**国都证券投资评级**

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
投资评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
投资评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上

**免责声明**

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

**国都证券研究员及其研究行业一览表**

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
肖世俊	研究管理、策略研究	xiaoshijun@guodu.com	王树宝	煤炭、钢铁、公用事业	wangshubao@guodu.com
刘洵	IT	liuxun@guodu.com	王双	化工	wangshuang@guodu.com
张巍	房地产	zhangweiwei@guodu.com	丰亮	汽车及零部件	fengliang@guodu.com
卢珊	食品饮料	lushan@guodu.com	王寅	医药	wangyin@guodu.com
袁放	有色、新能源	yuanfang@guodu.com	杨志刚	家电/旅游	yangzhigang@guodu.com
张咏梅	IT	zhangyongmei@guodu.com	向磊	机械	xianglei@guodu.com
张小强	农林牧渔	zhangxiaoqiang@guodu.com	刘苗	医药	liumiao@guodu.com
程广飞	金融工程	chengguangfei@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com