

收入持续高增长，单季毛利率创新高

老板电器 (002508.SZ)

推荐 维持评级

核心观点:

1. 报告背景:

2013年1-9月，公司实现收入18.2亿元，同比大幅增长37.9%，归属上市公司净利润2.4亿元，较去年同期增长45.0%，EPS 0.92元。

其中第三季度，公司收入6.7亿元，同比大幅增长44.5%。净利润0.9亿，同比大幅增长62.82%。EPS 0.36元。

2. 我们的分析与判断:

(一) 行业需求旺盛，公司份额稳步提升，

随着全国房地产市场火爆，加上居民收入稳步提升，消费观念升级，行业大幅增长，公司在KA、卖场和电商等渠道多面开花，特别是电商渠道，前三季度收入增长同比近两倍。公司第三季度收入同比大幅增长44.5%。根据中怡康8月数据，公司最大收入来源，油烟机市场份额已经达到21.6%，同比增长2.6个百分点。

(二) 产品销售结构优化，单季毛利率创新高

2013年1-9月，公司综合毛利率为54.3%，同比提升0.6个百分点，其中，第三季度公司毛利率55.0%，同比提升1.3个百分点。公司毛利率提升主要由于：(1)高毛利的电商渠道销售占比不断提升，(2)公司产品结构持续优化，(3)原材料成本价格回落释放成本压力。

1-9月，销售费用率控制良好，为31.8%，同比下滑0.8个百分点，管理费用率7.5%，提升0.9个百分点。其中第三季度，销售费用率31.6%，同比下滑0.2个百分点，管理费用率8.0%，同比提升0.8个百分点，管理费用率的增长主要原因是公司加大了对产品研发的投入以及员工薪酬的增加所致

综合形成，2013年1-9月净利润2.4亿元，同比增长45.0%，净利率12.9%，同比提升0.6个百分点，第三季度净利率13.5%，同比提升1.5个百分点。

(三) 三年规划增长再翻倍，成长潜力巨大。

厨电行业升级特征明显，未来5年市场容量翻倍。目前行业较为分散，龙头企业份额5%左右，未来市场份额还有较大提升空间。

公司2010年上市以来，抓住上市后的资金、品牌和管理等先发优势，增长不断超越行业，逐步拉大与主要对手间差距。公司2013年收入目标25亿元。同时规划未来三年发展目标，将进一步强调品质提升和可持续发展，实现规模复合增长30%目标，三年规模再翻倍。

3. 投资建议

我们认为，公司资金充足，有利于进一步发挥管理、品牌、技术和渠道优势。从目前发展态势看，公司与主要对手差距还将不断拉大。预计公司2013/2014年EPS 1.46元、1.90元。目前公司股价对应2013年估值在26倍左右，尽管和其他家电公司比较，估值不算便宜，考虑到公司的成长空间和超强的行业地位，我们给予“推荐”评级。

4. 风险提示: 房地产行业调控力度加大

分析师

袁浩然

☎: 0755-82830346

✉: yuanhaoran@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512030002

郝雪梅

☎: 0755-82838453

✉: haoxuemei@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512070002

特此鸣谢

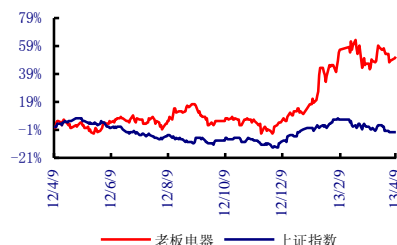
林寰宇 0755 82837313

(Linhuanyu_yj@chinastock.com.cn)

对本报告的编制提供信息

市场数据	时间	2013.10.24
A股收盘价(元)		35.29
A股一年内最高价(元)		41.68
A股一年内最低价(元)		15.70
上证指数		2164.32
市净率		5.03
总股本(万股)		25600.00
实际流通A股(万股)		9280.00
限售的流通A股(万股)		16320.00
流通A股市值(亿元)		32.75

相对指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

相关研究

表格 1: 2013 年 1-9 月利润表各项比较 (单位: 百万, %)

科目(单位: 百万)	2013Q1-Q3	2012Q1-Q3	同比
一、营业总收入	1,823	1,323	37.8%
二、营业总成本	1,556	1,140	36.5%
其中: 营业成本	833	612	36.1%
<i>毛利率(简单测算)</i>	<i>54.3%</i>	<i>53.7%</i>	<i>0.6%</i>
营业税金及附加	19	15	
销售费用	580	432	34.3%
<i>销售费用率</i>	<i>31.8%</i>	<i>32.6%</i>	<i>-0.8%</i>
管理费用	137	88	55.9%
<i>管理费用率</i>	<i>7.5%</i>	<i>6.6%</i>	<i>0.9%</i>
财务费用	-15	-9	
资产减值损失	1	3	
加: 公允价值变动收益	0	0	
投资收益及其它	-0	0	
三、营业利润	267	183	46.4%
加: 营业外收入	6	8	-21.9%
减: 营业外支出	1	0	
四、利润总额	273	191	43.0%
减: 所得税费用	44	30	48.3%
<i>综合所得税率</i>	<i>16.1%</i>	<i>15.5%</i>	<i>0.6%</i>
五、净利润	229	161	42.1%
归属于母公司净利润	235	162	45.0%
<i>净利润率</i>	<i>12.9%</i>	<i>12.2%</i>	<i>0.6%</i>
少数股东损益	-6	-1	
<i>少数股东损益占比</i>	<i>-2.7%</i>	<i>-0.6%</i>	
六、总股本	256	256	
七、按期末股数简单每股收益:	0.92	0.63	
<i>毛利率减销售费用率</i>	<i>22.5%</i>	<i>21.1%</i>	<i>1.4%</i>

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

表格 2: 2013 年三季度利润表各项比较 (单位: 百万, %)

科目(单位: 百万)	2013Q3	2012Q3	同比
一、营业总收入	670	464	44.5%
二、营业总成本	571	399	42.9%
其中: 营业成本	302	215	40.4%
<i>毛利率(简单测算)</i>	<i>55.0%</i>	<i>53.7%</i>	<i>1.3%</i>
营业税金及附加	7	5	
销售费用	212	147	43.8%
<i>销售费用率</i>	<i>31.6%</i>	<i>31.8%</i>	<i>-0.2%</i>
管理费用	53	33	59.8%
<i>管理费用率</i>	<i>8.0%</i>	<i>7.2%</i>	<i>0.8%</i>
财务费用	-3	-2	
资产减值损失	-0	0	
加: 公允价值变动收益	0	0	
投资收益及其它	0	0	
三、营业利润	100	65	54.0%
加: 营业外收入	5	1	658.4%
减: 营业外支出	0	0	
四、利润总额	105	65	59.8%
减: 所得税费用	16	11	47.7%
<i>综合所得税率</i>	<i>15.3%</i>	<i>16.6%</i>	<i>-1.3%</i>
五、净利润	89	55	62.2%
归属于母公司净利润	90	56	62.8%
<i>净利润率</i>	<i>13.5%</i>	<i>12.0%</i>	<i>1.5%</i>
少数股东损益	-2	-1	
<i>少数股东损益占比</i>	<i>-2.2%</i>	<i>-1.7%</i>	
六、总股本	256	256	
七、按期末股数简单每股收益:	0.35	0.22	
<i>毛利率减销售费用率</i>	<i>23.4%</i>	<i>21.9%</i>	<i>1.5%</i>

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

表格 3: 收入季度增长 (单位: 百万, %)

	百万元	Q1	Q2	Q3	Q4	TOTAL
2013 年	营业收入	452	701	670		
	同比增长率	27.5%	39.0%	44.5%		
2012 年	营业收入	355	504	464	640	1,963
	占全年比例	18.1%	25.7%	23.6%	32.6%	100.0%
	同比增长率	17.2%	23.1%	30.7%	37.1%	28.0%
2011 年	营业收入	302	410	355	467	1,534
	占全年比例	19.7%	26.7%	23.1%	30.4%	100.0%
	同比增长率	28.7%	19.3%	23.4%	27.7%	24.5%
2010 年	营业收入	235	343	288	366	1,232
	占全年比例	19.1%	27.9%	23.4%	29.7%	100.0%
	同比增长率				18.5%	299.2%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

表格 4: 利润季度增长 (单位: 百万, %)

	百万元	Q1	Q2	Q3	Q4	TOTAL
2013 年	普通股利润	57	88	90		
	对应 EPS	0.22	0.34	0.35		
	同比增长率	34.5%	36.5%	62.8%		
2012 年	普通股利润	42	64	56	107	269
	对应 EPS	0.17	0.25	0.22	0.42	1.05
	占全年比例	15.7%	23.8%	20.6%	39.8%	100.0%
	同比增长率	34.0%	31.9%	29.5%	68.0%	44.0%
2011 年	普通股利润	32	49	43	64	187
	对应 EPS	0.12	0.19	0.17	0.25	0.73
	占全年比例	16.9%	26.0%	22.9%	34.1%	100.0%
	同比增长率	32.0%	31.2%	30.2%	58.1%	39.2%
2010 年	普通股利润	24	37	33	40	134
	对应 EPS	0.09	0.14	0.13	0.16	0.52
	占全年比例	17.8%	27.6%	24.5%	30.1%	100.0%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

表 5: 盈利预测表 (单位: 百万, %)

科目(单位: 百万)	2011 年 A	2012 年 A	2013 年 E	2014 年 E
一、营业总收入	1,534	1,963	2,545	3,279
营业收入增长率	24.5%	28.0%	29.7%	28.9%
二、营业总成本	1,324	1,664	2,116	2,720
其中: 营业成本	729	911	1,158	1,482
毛利率(简单测算)	52.5%	53.6%	54.5%	54.8%
营业税金及附加	15	22	28	36
销售费用	488	599	770	985
销售费用率	31.8%	30.5%	30.3%	30.1%
管理费用	113	162	188	241
管理费用率	7.4%	7.4%	7.4%	7.3%
财务费用	-24	-29	-27	-25
资产减值损失	3	0	0	0
加: 公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益及其它	-0	0	0	0
三、营业利润	210	298	429	560
加: 营业外收入	8	12	11	12
减: 营业外支出	0	2	0	0
四、利润总额	218	308	439	572
减: 所得税费用	31	45	64	83
综合所得税率	14.1%	14.5%	14.5%	14.5%
五、净利润	187	264	376	489
归属于母公司净利润	187	269	375	487
净利润率	12.2%	13.7%	14.7%	14.9%
少数股东损益	0	-6	1	2
少数股东损益占比	0%	-2%	1%	2%
六、总股本	256	256	256	257
七、按期末股数简单每股收益:	0.73	1.05	1.46	1.90
净利润增长率	39.2%	44.0%	39.1%	30.0%

资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

袁浩然，行业证券分析师；郝雪梅，行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

格力电器、美的电器、青岛海尔、海信电器、TCL、苏泊尔、老板电器、华帝股份、兆驰股份、美菱电器、奥马电器、ST 科龙、合肥三洋、小天鹅、三花股份、华声股份、蒙发利、九阳股份、万和电气、爱仕达、哈尔斯、阳光照明、常发股份、康盛股份等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：高兴 83574017 gaoxing_jg@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn