

证券研究报告—深度报告

家用电器

小家电 II

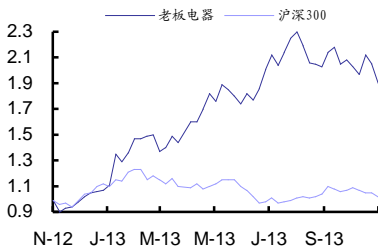
老板电器(002508)

推荐

合理估值: 43.3-46 元 昨收盘: 33.4 元 (维持评级)

2013年11月12日

一年该股与沪深300走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	256/93
总市值/流通(百万元)	8,627/3,127
上证综指/深圳成指	2,106/8,155
12个月最高/最低(元)	41.68/15.70

相关研究报告:

《老板电器-002508-2013年三季报点评:未来三年仍是公司发展黄金期》——2013-10-25
 《老板电器-002508-2013年上半年业绩交流会调研纪要:持续高成长可期》——2013-07-30
 《老板电器-002508-2013年半年报点评:收入增长超预期、高成长继续演绎》——2013-07-26
 《老板电器-002508-2012年年报点评:高端厨电品牌优势将加快提升》——2013-04-10
 《老板电器-002508-重大事件快评:高端厨电龙头领先优势扩大》——2013-01-17

证券分析师: 王念春

电话: 0755-82130407

E-MAIL: wangnc@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980510120027

联系人: 曾婵

电话: 0755-82130646

E-MAIL: zengchan@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,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。

深度报告

高端厨电龙头持续成长可期

● 行业中高端消费人群比率上升

新一届政府对于城镇化配套改善的重视,以及收入倍增计划,都将有利于推动厨电产品的消费。我们估算油烟机、燃气灶未来年复合增速约 6-8%。更值得注意的是,由于消费水平的提高以及房屋价格的上涨,愿意接受中高端厨电消费的人群逐步增加,适用人群范围扩大对中高端厨电品牌公司有利。同时,在这个变化过程中行业集中度提升会加快演绎。

● 高端品牌定位优势下的持续成长

公司的最大优势在于已经形成的高端品牌形象,管理团队经营策略充分考虑盈利和发展的平衡,配合有效的激励体系,将使得公司进一步在产品精加工、多渠道深度分销商获得持续的成效放大。

● 渠道调整成效进一步显现、扩充新品牌完善产品布局

预计 2013-2015 年公司电商渠道将获得持续快速增长,精装修和专卖店渠道改善成效持续放大。从今年 1-9 月的情况来看,电商渠道收入增长约 150%,KA 渠道收入增长 30%以上,表现超预期;国庆零售同比增长 40%,双 11 销售更是大幅快速增长,预示了 13 年四季度业绩将进一步有超预期表现。

公司在以“老板”品牌为主导的成长过程中,培育针对大众消费群体的“名气”品牌和针对超高端消费群体的“帝泽”品牌,完善了公司的产品、市场布局,为公司储备新的成长点。

● 风险提示

费用开支超出预期;房屋销售政策或销量波动带给公司的估值压力;解禁后股价波动风险。

● 维持“推荐”评级

我们认为公司具备家电好公司的两个重要特点:一是所处高端领域竞争格局稳定、二是长期坚持高端定位形成的很好的定价权。未来消费升级趋势下,公司相比方太和西门子具备更好的激励机制,各渠道深度分销和改善情况下将进一步迎来公司的快速稳健成长。预计公司 13-15 年每股收益 1.48、1.99 和 2.61 元,利润增速分别为 41.6%、34.3%和 30.8%。维持“推荐”评级。14 年合理估值区间 43.3-46 元,建议现价买入,布局 14 年。

盈利预测和财务指标

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	1,534	1,963	2,709	3,575	4,648
(+/-%)	24.5%	28.0%	38.0%	32.0%	30.0%
净利润(百万元)	187	268	380	510	667
(+/-%)	39.2%	43.3%	41.6%	34.3%	30.8%
摊薄每股收益(元)	0.73	1.05	1.48	1.99	2.61
EBIT Margin	12.6%	14.1%	15.6%	16.1%	16.3%
净资产收益率(ROE)	12.4%	15.5%	18.7%	20.9%	22.4%
市盈率(PE)	45.7	31.9	22.7	16.9	12.9
EV/EBITDA		31.4	20.8	15.9	12.4
市净率(PB)	5.7	4.95	4.25	3.54	2.90

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

内容目录

估值与投资建议	5
绝对估值方法: 43.3-46.9 元.....	5
相对法估值: 43.8 -45.8 元.....	6
投资建议.....	6
厨电行业: 中高端消费人群比率上升	7
接受中高端厨电的人群增加.....	7
行业集中度提升演绎加快.....	7
伴随城镇化稳步成长.....	9
估算行业复合增速约为 6-8%.....	10
公司分析: 合理激励机制下的稳健成长	12
上市同时完成合理的激励机制、实现稳健成长.....	12
经营模式寻求增长和发展的平衡.....	13
公司成长分析: 深度分销下的市占率提升	14
充分发挥渠道深度分销策略获取市场份额持续上升.....	14
分享消费升级带来的行业增长.....	15
扩充新品牌带来进一步的成长储备.....	16
同类公司经营比较分析	17
盈利能力分析.....	17
成长性分析.....	17
盈利预测	19
预测前提.....	19
预测结果.....	19
风险提示	19
附表: 财务预测与估值	20
国信证券投资评级	21
分析师承诺	21
风险提示	21
证券投资咨询业务的说明	21

图表目录

图 1: 部分油烟机品牌产品均价变化 (元)	7
图 2: 2013 年 1-9 月油烟机零售金额市场份额分布 (%)	8
图 3: 2013 年 1-9 月燃气灶零售金额市场份额分布 (%)	8
图 4: 2013 年 1-9 月消毒柜零售金额市场份额分布 (%)	8
图 5: 2013 年 1-9 月油烟机零售量市场份额分布 (%)	8
图 6: 国内油烟机和燃气灶的产量及增速 (万台、%)	10
图 7: 国内吸油烟机保有量变化 (台/每百户)	10
图 8: 城镇和农村冰箱、城镇微波炉保有量 (台/每百户)	10
图 9: 燃气灶和油烟机的产量比	10
图 10: 房地产销售面积增速、油烟机销量增速 (%)	11
图 11: 中国城镇化率 (%)	11
图 12: 公司股权结构	12
图 13: 公司收入和利润率变化 (亿元、%)	12
图 14: 公司收入构成比率 (%)	12
图 15: 2013 年 1-6 月公司收入区域构成 (%)	13
图 16: 2013 年 1-9 月各渠道销售收入占比 (%)	13
图 17: 欧式油烟机零售金额市场份额变化 (%)	14
图 18: 近吸式油烟机零售金额市场份额变化 (%)	14
图 19: 嵌入式燃气灶零售量市场份额变化 (%)	14
图 20: 消毒柜零售金额市场份额变化 (%)	14
图 21: 国内油烟机品牌均价变化 (元)	16
图 22: 国内主要品牌燃气灶均价变化 (元)	16
图 23: 公司 13-16 年收入及增速规划 (亿元, %)	17
图 24: 公司 13-16 年净利润及增速规划 (亿元, %)	17
图 25: 2013 上半年公司销售费用构成比率 (%)	18
图 26: 2013 上半年公司管理费用构成比率 (%)	18

表 1: 公司盈利预测假设条件 (%)	5
表 2: 资本成本假设	5
表 3: 针对折现率和永续增长率的敏感性分析结果 (元)	5
表 4: 同类公司估值比较	6
表 5: 苏泊尔历年利润增速、PE 值和涨幅表现	6
表 6: 各品牌油烟机的价格涨幅 (元, %)	7
表 7: 油烟机销售量结构变化 (%)	8
表 8: 燃气灶销售量结构变化 (%)	9
表 9: 部分家电历年国内产销量 (万台)	11
表 10: 公司主要产品销量 (万台)	13
表 11: 分产品收入和毛利率 (万元、%)	13
表 12: 公司主要渠道的销售收入占比及渠道增速预期 (%)	15
表 13: 2012 年、2013 上半年公司主要控股和参股公司的收入和利润表现 (万元)	16
表 14: 公司与华帝股份的收入和利润规模比较 (百万元)	17
表 15: 公司分季度利润表指标 (百万元、%)	18
表 16: 公司吸油烟机销量估算 (万台、%)	19
表 17: 公司燃气灶销量估算 (万台、%)	19

估值与投资建议

我们采用绝对和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值方法：43.3-46.9 元

公司所处行业正处在消费升级阶段，愿意接受中高端价位厨电产品的人群增加，这可以从零售端均价上升体现出来，近年来油烟机产品的均价上升已经不能以通胀或者材料价格上升来解释。我们假定行业年复合增速接近 GDP 增速。

从公司角度考虑，公司以其销售和产品综合竞争力，将获得较好的持续市场份额提升。从渠道来看，公司的电商、KA 渠道增长快，同时精装修、专卖店渠道的改善效果将逐渐显现。同时，公司开拓“名气”品牌针对大众消费群体、探索“帝泽”品牌针对超高端市场，有利于公司完善产品、市场布局，带来进一步的成长储备。

按照行业和公司的成长思路，我们预期公司在 2013-2015 年收入增速达到 30%，毛利率因新型销售渠道比率上升以及产品精加工能力提升而有小幅上升趋势，费用率保持稳定，股份分配比率预期为 20%。

表 1: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
营业收入增长率	31.84%	24.54%	27.96%	38.00%	32.00%	30.00%	25.00%	25.00%	20.00%
毛利率	54.60%	52.48%	53.58%	54.40%	54.60%	54.80%	54.80%	54.80%	54.50%
管理费用/营业收入	7.30%	7.39%	8.26%	7.50%	7.40%	7.40%	6.50%	6.50%	6.50%
销售费用/销售收入	34.18%	31.84%	30.53%	30.20%	30.00%	30.00%	31.50%	31.50%	31.50%
营业税及附加/营业收入	1.01%	0.97%	1.10%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%
所得税税率	14.01%	14.05%	14.60%	14.50%	14.50%	14.50%	15.00%	15.00%	15.00%
股利分配比率	65.38%	25.67%	19.10%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%

资料来源：公司数据、国信证券经济研究所预测

表 2: 资本成本假设

无杠杆 Beta	0.93	T	14.50%
无风险利率	4.50%	Ka	10.55%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	0.93
公司股价 (元)	33.4	Ke	10.55%
发行在外股数 (百万)	256	E/(D+E)	100.00%
股票市值(E, 百万元)	8550	D/(D+E)	0.00%
债务总额(D, 百万元)	0	WACC	10.55%
Kd	5.30%	永续增长率 (10 年后)	0.50%

资料来源：国信证券经济研究所假设

按以上主要假设条件，采用 FCFE 估值方法，得到公司的合理价值区间为 43.3-46.9 元。

表 3: 针对折现率和永续增长率的敏感性分析结果 (元)

45.02	10.1%	10.3%	10.55%	10.7%	10.9%
1.1%	49.68	48.25	46.89	45.59	44.34
0.9%	48.95	47.57	46.24	44.97	43.76
0.7%	48.25	46.91	45.62	44.39	43.21
0.5%	47.59	46.28	45.02	43.82	42.67
0.3%	46.94	45.67	44.45	43.28	42.16
0.1%	46.33	45.09	43.90	42.76	41.66
-0.1%	45.73	44.53	43.37	42.25	41.19

资料来源：国信证券经济研究所分析结果

相对法估值：43.8 -45.8 元

选取与公司相近的厨电行业以及小家电行业公司作比较。需要说明的是华帝股份由于在 2012 年进行增发注入资产，加之 2013 年的进一步增发没有完成，增发完成后股本扩大 5.2%，对应 PE 值也就会有相应比率的提升。

综合比较各公司的当前 PE 值以及业绩增速，我们认为给予公司 22-23 倍 PE 是合理的，14 年的合理价格区间分别为 43.8 -45.8 元。

表 4：同类公司估值比较

代码	简称	股价 (11月8日)	EPS (元)			PE			PB	PEG	总市值 (百万元)
			2012	2013E	2014E	2012	2013E	2014E			
002508	老板电器	33.7	1.05	1.48	1.99	32.10	22.77	16.93	4.54	0.63	8550
同类公司：											
002035	华帝股份	11.90	0.65	0.81	1.01	18.31	14.69	11.79	3.04	0.28	3559
002543	万和电气	10.97	0.54	0.66	0.81	10.16	16.56	13.54	1.79	0.74	4388
002677	浙江美大	11.80	0.49	0.49	0.60	24.08	24.08	19.67	2.72	0.00	2360
002032	苏泊尔	13.80	0.74	0.93	1.10	18.65	14.81	12.52	2.69	0.57	8755
002403	爱仕达	8.98	0.13	0.16	0.21	69.08	56.13	42.76	1.34	0.00	2155
002242	九阳股份	7.32	0.60	0.62	0.68	12.20	11.87	10.83	1.93	3.80	5570
300272	开能环保	12.98	0.35	0.32	0.38	37.09	41.02	33.86	5.08	2.05	2452
均值						27.08	25.59	20.71	2.65	1.06	

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理和预测

表 5：苏泊尔历年利润增速、PE 值和涨幅表现

	EPS (元)	最高 PE	最低 PE	利润增速	股价涨幅
2005 年	0.11	24.7	15.2	25%	16%
2006 年	0.16	40.4	13.2	27%	208%
2007 年	0.27	60.1	22.3	27%	156%
2008 年	0.37	50.4	16.7	28%	-50%
2009 年	0.49	31.2	16.4	31%	72%
2010 年	0.64	36.2	19.0	28%	51%
2011 年	0.75	31.5	16.9	27%	-29%
2012 年	0.73	21.4	12.5	-3%	-17%
2013 年 E	0.86	15.3	12.7	18%	9%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理和预测

投资建议

综合上述几个方面的估值，我们认为公司股票价值在 43.3-45.8 元之间，相对于 2014 年每股收益，动态市盈率分别为 21.7 倍和 23.1 倍。

我们认为，公司具有很好的高端品牌定价能力、持续成长性，维持“推荐”评级，建议现价买入，布局 14 年。

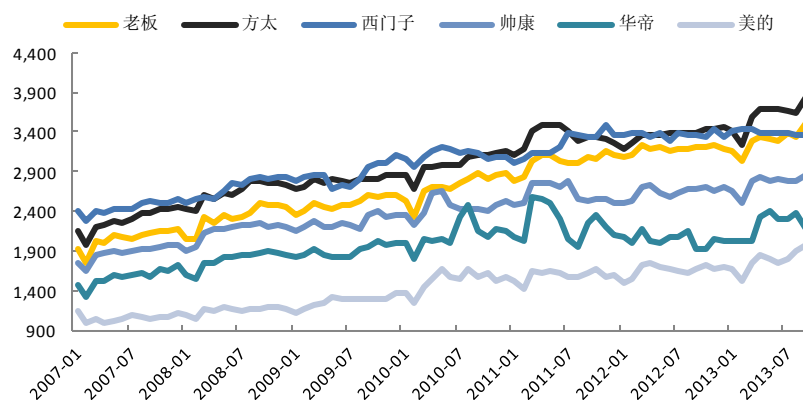
厨电行业：中高端消费人群比率上升

接受中高端厨电的人群增加

我们观察到厨电产品的消费平均单价近年来不断提升，这是不能单纯用材料价格上升、通货膨胀来解释的，我们认为其中一个重要因素是由于消费水平的提高以及房屋价格的上涨，愿意接受中高端厨电消费的人群逐步增加。这一定程度上有利于中高端厨电品牌公司，使得他们的适用人群范围扩大。我们对主要油烟机品牌的平均价格跟踪来看，价格有持续上升的趋势。

从品牌来看，定位高端的老板和方太近 6 年来的均价涨幅最大，07-12 年分别累计上涨 64.21%、59.79%，今年以来依然保持较快的上涨速度，前 9 个月分别上涨 11.31%、12.07%。其次是定位中端的帅康、美的、华帝。值得注意的是，国内品牌的均价上涨速度最快，表明除了行业整体价格的提升外，高端品牌占比快速提升也是重要原因。

图 1：部分油烟机品牌产品均价变化（元）



资料来源：中怡康、国信证券经济研究所整理

表 6：各品牌油烟机的价格涨幅（元，%）

	老板	方太	西门子	帅康	华帝	美的	万和	老板/方太	国内品牌
2007 年 1 月	1,918	2,142	2,392	1,749	1,461	1,142	928	0.90	1,302
2013 年 1 月	3,150	3,422	3,402	2,647	2,024	1,670	1,222	0.92	2,003
07-12 年的累计涨幅	64.21%	59.79%	42.21%	51.35%	38.48%	46.25%	31.75%	2.77%	53.83%
2013 年 9 月	3,506	3,835	3,367	2,851	2,168	1,976	1,363	0.91	2,512
今年以来的涨幅	11.31%	12.07%	-1.02%	7.70%	7.14%	18.33%	11.49%	-0.67%	25.42%

资料来源：中怡康、国信证券经济研究所整理

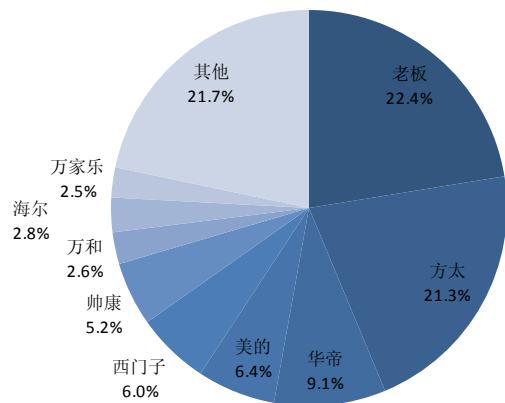
行业集中度提升演绎加快

相对多数厨电其他产品而言，油烟机、燃气灶和消毒柜的当前市场集中度明显偏低。在冰箱、电饭煲、电磁炉等产品上，前五大品牌的市场份额合计都超过 70% 的比率，而在油烟机产品上，截至到 2012 年末前十大品牌的零售金额市场份额才达到 77%，如果按销量来计算，前十大品牌的市场份额合计为 66%，并且前三名品牌的市场份额差距并不大，第一名老板电器超越方太还不到一个百分点，市场份额也没有超过 30%。燃气灶、消毒柜产品亦有类似表现。

我们分析其中的原因:

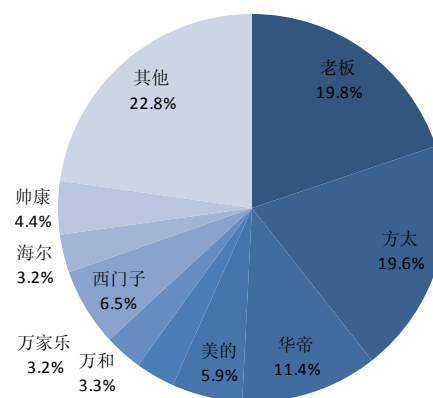
- ✓ 部分消费者认为完成基本吸油烟机、燃火功能即可，性能差异不大，因此不需要专注品牌消费，使得油烟机燃气灶品牌数量远高于其他厨电行业。
- ✓ 部分高端品牌致力于盈利和发展的平衡，并没有产生类似其他厨电产品的价格战竞争策略，如微波炉、电磁炉等。
- ✓ 部分区域品牌不会投入资源用于大量的广告和渠道支出，只专注于局域市场销售，这使得这些品牌在低价销售的同时仍然能够保持盈利而生存下来。

图 2: 2013 年 1-9 月油烟机零售金额市场份额分布 (%)



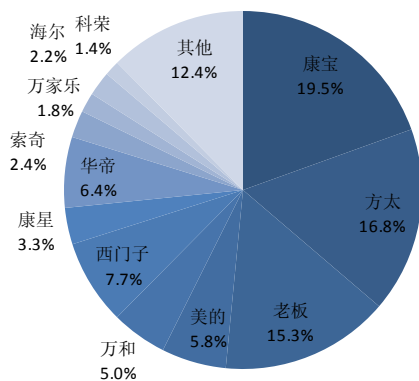
资料来源: 中怡康、国信证券经济研究所整理

图 3: 2013 年 1-9 月燃气灶零售金额市场份额分布 (%)



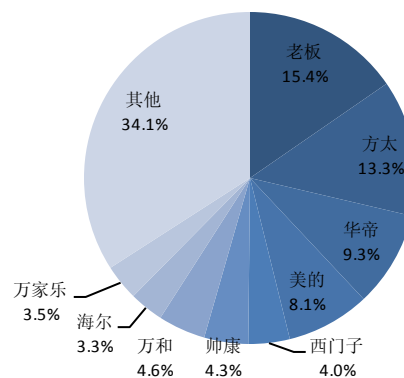
资料来源: 中怡康、国信证券经济研究所整理

图 4: 2013 年 1-9 月消毒柜零售金额市场份额分布 (%)



资料来源: 中怡康、国信证券经济研究所整理

图 5: 2013 年 1-9 月油烟机零售量市场份额分布 (%)



资料来源: 中怡康、国信证券经济研究所整理

表 7: 油烟机销售量结构变化 (%)

	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 1-9 月
平顶式	4.7%	3.7%	3.3%	2.3%	1.2%	1.1%
深罩式	49.5%	42.5%	35.1%	30.4%	24.7%	20.5%
欧式	42.6%	45.5%	44.7%	42.3%	42.2%	41.8%
近吸式	3.3%	8.4%	16.9%	25.0%	31.9%	36.7%

资料来源: 中怡康、国信证券经济研究所整理

表 8: 燃气灶销售量结构变化 (%)

	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年 1-9月
台式	31.8%	24.1%	22.8%	21.0%	16.8%	14.5%
嵌入式	68.2%	75.9%	77.2%	79.0%	83.2%	85.5%

资料来源: 中怡康、国信证券经济研究所整理

我们判断油烟机、燃气灶、消毒柜这三个厨电产品的市场集中度加快提升将在未来 3-5 年体现出来。主要基于以下理由:

- ✓ 居民消费倾向于更为美观的产品、厨房装修投入资金有持续上升趋势
- ✓ 渠道结构发生变化, 多种新型渠道降低了渠道交易费用, 包括电商、精装修、社区店等等
- ✓ 品牌消费比率逐步上升

近吸式油烟机约在 2006 年推向市场, 在 6 年时间里其市场份额就达到了 32%, 同时深罩式吸油烟机销售比率大幅度下降, 这并不是由于近吸式油烟机的吸油烟机效果好于深罩式, 更多的原因是基于近吸式油烟机美观设计的吸引力。嵌入式燃气灶的消费同样如此。

2012 年电商已经占到品牌油烟机平均销量约 10%, 精装修渠道也正在快速增长当中, 这些渠道的销售增加, 其交易费用都低于过去与百货渠道或者大型家电连锁渠道的费用, 这使得渠道铺设广泛的品牌公司有更多的机会挤占区域品牌的市场份额, 获取更高的份额空间, 充分发挥了其渠道的网络化优势。并且从另一个角度而言, 区域品牌由于没有在全国设立完备的销售和售后网络, 因此使得其利用电商渠道也出现局限性。

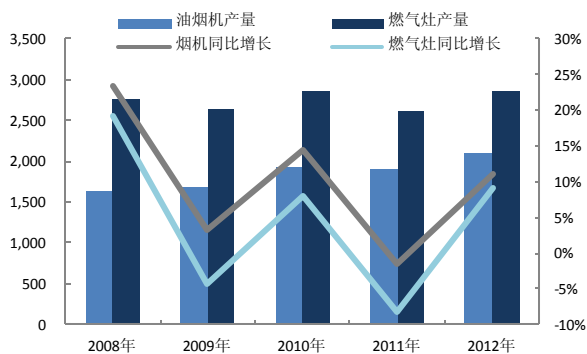
居民的品牌消费意识不断上升, 也是有利于行业集中度提升加快。

伴随城镇化稳步成长

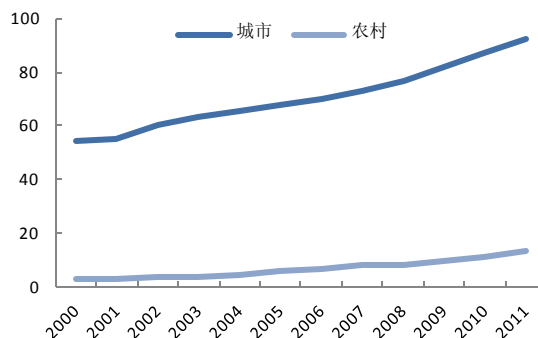
我们认为家电的消费取决于两个基本条件:

- ✓ 家庭收入以及财富积累
- ✓ 居住配套支持

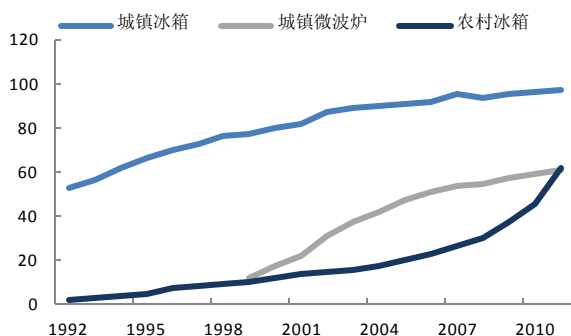
比较多个传统家电产品与厨电中的吸油烟机和燃气灶的产销量, 我们可以明显发现其产销量低于大部分类似家庭必需的家电产品, 包括冰箱、电饭煲等。我们认为这很大程度上是由于居民家庭居住配套条件不足所致, 比如没有稳定方便的燃气供应, 房屋结构使得油烟机使用的必要性不高, 另一层的原因则是收入和财富的不足。2012 年国内油烟机产量约 2107 万台, 考虑部分产品出口, 国内销售的油烟机产品估算约 1800 万台, 农村地区的油烟机保有量估算 2011 年末约为每百户 14 台, 城市约为 92 台每百户, 这个保有量水平相比其他厨房电器产品的销量低了不少。目前燃气灶和油烟机销售比率约为 1.36, 已经比 1998 年 5.2 的比率值有大幅度下降。

图 6: 国内油烟机及燃气灶的产量及增速 (万台、%)

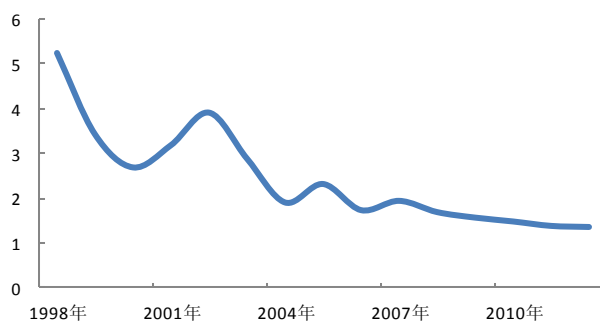
资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

图 7: 国内吸油烟机保有量变化 (台/每百户)

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 8: 城镇和农村冰箱、城镇微波炉保有量 (台/每百户)

资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

图 9: 燃气灶和油烟机的产量比

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

从以上数据列的对比可以得知居民对于油烟机、燃气灶的消费容量仍然有较大的增长空间。随着住房结构和消费习惯的改变，对烟灶产品的需求也将逐步积累放大。观察目前的消费趋向，烟灶产品同时购买也成为必然趋势，燃气灶-油烟机产量比值在十年间由 5 降到 1.4。

估算行业复合增速约为 6-8%

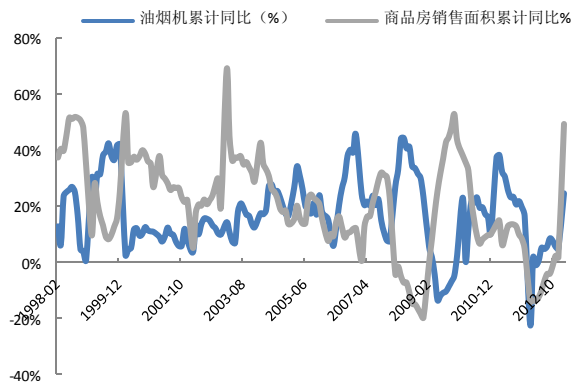
综合考虑房屋销售量、保有量提升、城镇化进程等因素，我们估算吸油烟机和燃气灶行业未来三年年销量复合增速约为接近 GDP 增速或略高一点，约 6-10%。在估算的过程中，我们假定 10-15 年为大部分居民选择的更新周期，假定新房屋销售当中 100% 会配置油烟机和燃气灶产品，且二手房销售约为新房屋销售面积的 1/3。

新一届政府对于城镇化配套改善的重视，以及收入倍增计划，都将有利于推动厨电产品的消费，使得原来对油烟机和燃气灶配置比率较低的县、镇、乡消费得到进一步的推动加快。

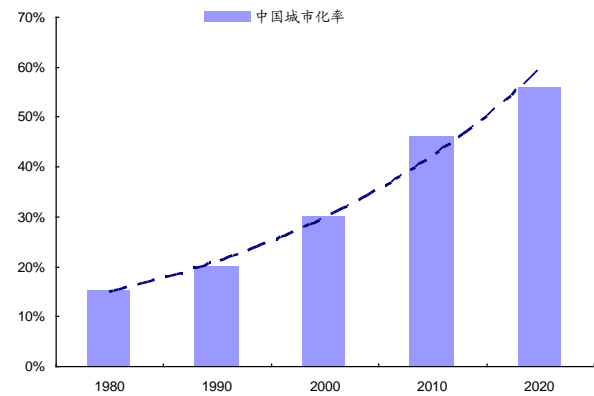
表 9: 部分家电历年国内产销量 (万台)

	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年
油烟机(产量)	698	1090	1189	1633	1684	1927	1895	2107
燃气灶(产量)	1615	1888	2305	2758	2638	2852	2618	2858
冰箱	1445	1978	2476	2608	3930	5097	5897	5598
微波炉		900	980	1213	1573	1640	1577	1375
电磁炉	1512	2318	2600	2850	3200	3651	4090	3480
电压力锅	52	240	469	765	1109	1549	1850	1900
电饭煲					4650	4900	5124	5140

资料来源: WIND、产业在线、国信证券经济研究所整理和估算

图 10: 房地产销售面积增速、油烟机销量增速 (%)

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所

图 11: 中国城镇化率 (%)

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所

从各区域实际消费的调研来看, 油烟机和燃气灶的消费是与房屋更换以及新购置房屋相关性最高的厨房电器产品, 即便在北京、上海这样消费较为稳定和成熟的区域, 油烟机和燃气灶的消费仍有接近 70% 与房屋更换和新购置房屋有关。因此未来城镇化比率的提升、居民配套条件的改善, 都将成为逐步推进油烟机和燃气灶厨房家电消费的主要推动力。

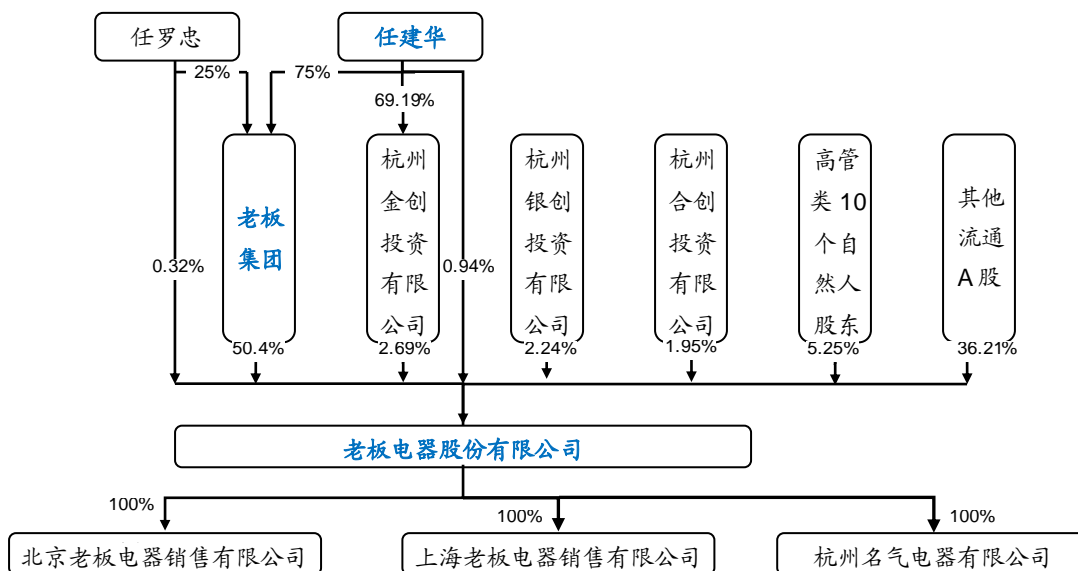
公司分析：合理激励机制下的稳健成长

上市同时完成合理的激励机制、实现稳健成长

公司 2010 年完成上市，通过上市这个过程，公司的主要经销商、高管骨干人员获得部分公司股权，形成很好的利益共同体，在 2011 到 2012 年行业低谷时期获得了很好的稳健成长表现。2010-2012 年期间公司收入由 12 亿元增长到 19.6 亿元，净利润由 1.34 亿元增长到 2.68 亿元。综合 2007 年到 2012 年，公司收入和利润的复合增速分别为 21.6% 和 34.8%。

经销商以及主要高管及骨干人员持股使得公司形成了比同行业公司更好的激励体系，非常有利于公司各方面资源投入产生更好的盈利成效。参股公司金创投资、银创投资、合创投资以及自然人股东分别由公司高管、销售代理公司高管、公司中层干部技术骨干投资入股，公司未来的成长及市值表现都将因此与多方面人员利益相关，有利于激励核心员工和经销商共同促进公司的持续成长。

图 12：公司股权结构



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司收入构成当中，主要是吸油烟机和燃气灶，2012 年油烟机和燃气灶收入占比分别为 56% 和 29%。

图 13：公司收入和利润率变化（亿元、%）

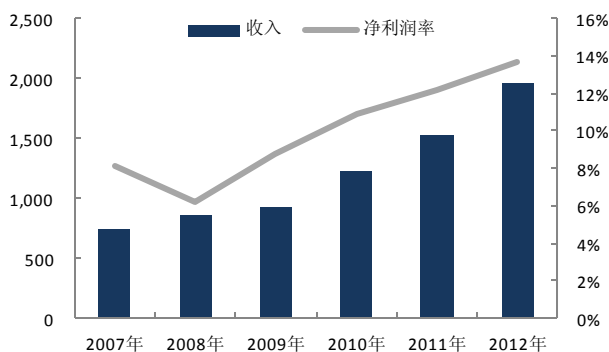
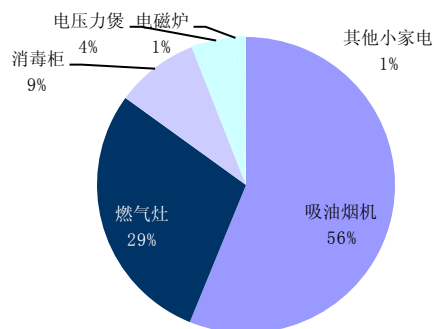


图 14：公司收入构成比率（%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表 10: 公司主要产品销量 (万台)

	销量				同比增速		
	2009年	2010年	2011年	2012年	2010年	2011年	2012年
油烟机	43	55	71	92	28%	29%	33%
燃气灶	37	53	65	82	35%	26%	28%
消毒柜	6	9	14	16	55%	51%	14%

资料来源：公司调研、国信证券经济研究所整理和估算

经营模式寻求增长和发展的平衡

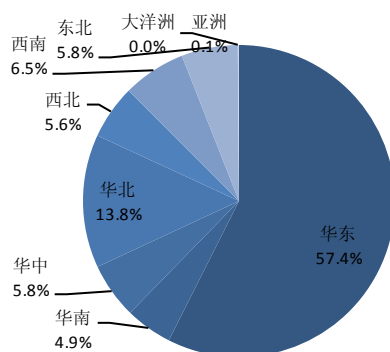
我们自公司上市以来一直对公司保持密切跟踪，同时观察公司过往的经营路径。总体而言公司在经营策略上寻求增长和发展的平衡，即：

- ✓ 首要注重利润贡献情形下获取销售规模的持续增长
- ✓ 厚积薄发，集中资源扩大老板品牌的领先优势
- ✓ 在同类高端品牌中保持适度的性价比优势

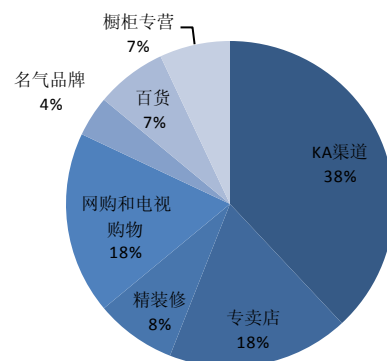
表 11: 分产品收入和毛利率 (万元、%)

营业收入	2011年		2012年			2013年 1-6月		
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入增速	收入	毛利率	收入增速
吸油烟机	83,974	52.26%	108,973	54.65%	29.77%	65,431	55.38%	38.80%
燃气灶	43,743	55.08%	55,764	56.18%	27.48%	33,219	55.64%	37.31%
消毒柜	16,668	47.55%	17,584	46.02%	5.50%	9,204	44.90%	27.08%
电烤箱	768	66.01%	1,019	60.84%	32.71%	785	55.44%	64.77%
蒸汽炉	503	56.95%	814	55.92%	61.64%	623	47.28%	70.48%
一体机	47	33.10%	62	34.37%	32.01%	3,621	26.12%	-6.19%
电压力煲	5,039	32.20%	6,898	31.86%	36.89%	593	32.16%	-13.27%
电磁炉	1,154	33.63%	1,230	29.19%	6.62%	65	41.80%	
其他小家电	443	64.26%	1,568	17.17%	254.13%	247	45.07%	-41.30%
合计	153,389	52.48%	196,274	53.58%	27.96%	113,786	53.48%	34.85%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 15: 2013年 1-6月公司收入区域构成 (%)

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 16: 2013年 1-9月各渠道销售收入占比 (%)

资料来源：公司调研、国信证券经济研究所整理

公司成长分析：深度分销下的市占率提升

充分发挥渠道深度分销策略获取市场份额持续提升

我们估算，行业的整体增速年复合增速约为 6-8%，公司更多的成长来源渠道深度分销策略下市场份额的持续提升，目前主要体现在老板品牌的市场份额提升。

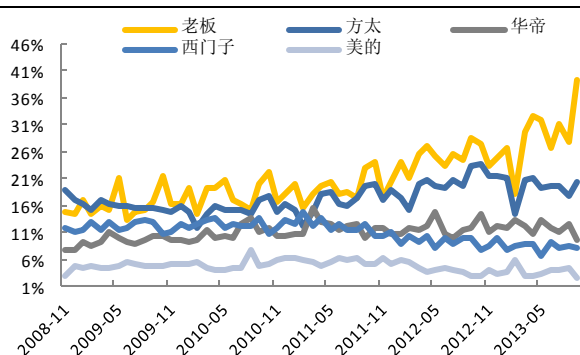
- ✓ 跟随行业的增长，估算复合增速 6-8%；
- ✓ 高端消费比率增加，我们估算 2012 年油烟机和燃气灶的高端消费占据行业约 25%，估算 2015 年这个比率上升到约 28%；
- ✓ 公司在高端中的市场份额由当前的约 20% 上升到 2015 年的约 35%。

按照这三条假设估算，我们认为，公司的主要增长来自于其市场份额的增加。

从产能而言，公司上市融资之后，新产能逐渐释放。今年 11 月 1 日，年产 270 万台厨房电器的项目正式奠基，为未来 5 年的发展打好基础。从调研看到的设备情况，公司的加工情况就可以确认其精加工能力有明显上升，这非常有利于公司进一步争取中高端客户的认同，对精装修渠道的扩展也会出现很好的促进。

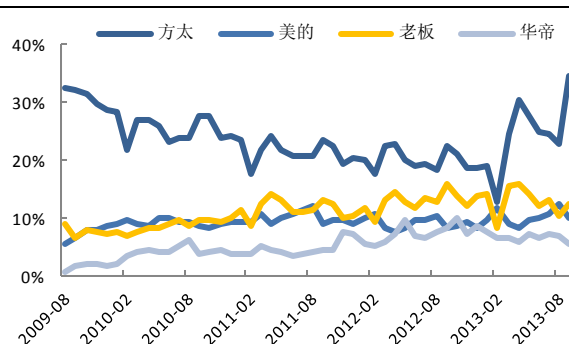
从公司与竞争对手方太的油烟机产品差价变化来看，自 2007 年到 2010 年期间，公司的油烟机产品均价大约为方太品牌均价的 90%，但从 2011-2012 年，公司产品出现了逐步的上升表现，其产品均价逐步上升到了方太产品均价的 95%。同时公司还实现了市场份额的持续提升，市场份额及均价的同时上升，体现了公司产品价值的提升，其次是其多渠道深度分销扩展市场份额的成效。

图 17： 欧式油烟机零售金额市场份额变化 (%)



资料来源：中怡康、国信证券经济研究所整理

图 18： 近吸式油烟机零售金额市场份额变化 (%)



资料来源：中怡康、国信证券经济研究所整理

图 19： 嵌入式燃气灶零售量市场份额变化 (%)

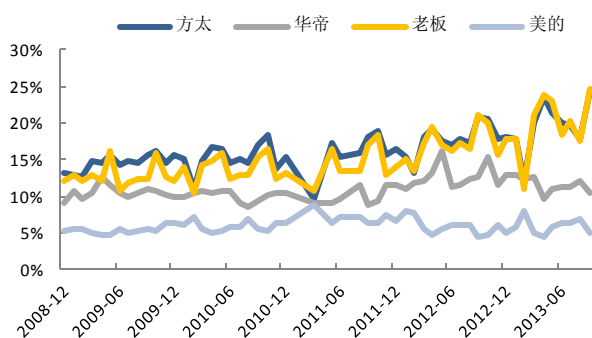
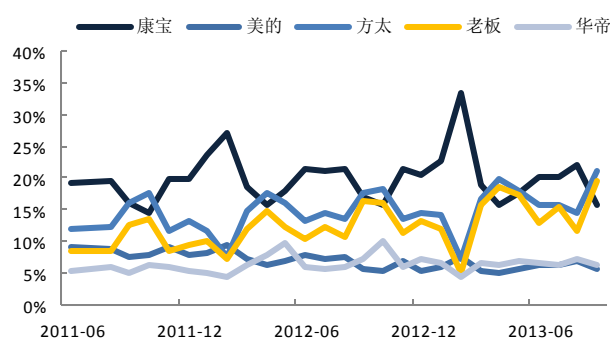


图 20： 消毒柜零售金额市场份额变化 (%)



资料来源：中怡康、国信证券经济研究所整理

资料来源：中怡康、国信证券经济研究所整理

公司目前共有 61 家代理商和经销商、子公司，其中包括 43 家代理商、15 家经销商和 3 家全资子公司。公司对多个渠道的扩展成效是相当明显的，2012 年公司的电商和电视购物渠道同比增长了 150%。预期 2013 年仍能延续该快速的增长趋势，其中，1-9 月电商渠道增长 150%、电视购物渠道增长 60%。公司在消费成熟的北京、上海区域近年来都实现了持续的收入高增长，这充分体现了公司的产品定价能力和深度分销思路的成功。如果说市场担心房地产销售对公司产生负面影响，那么公司以其实际表现印证能够通过市场份额提升来化解新房需求的放缓。

表 12: 公司主要渠道的销售收入占比及渠道增速预期 (%)

	KA	专卖店	电商和电视购物	精装修工程	地方通路和百货	橱柜、家装
2012 年销售占比	38%	18%	16%	10%	8%	8%
2012 年销售增速	15%	20%	150%	60-70%	0%	0%
2013 年 1-9 月预计销售增速	30%	25%	120%	15%	-	-
2014 年预计增速	20%	20%	50%-100%	50%	-	-

资料来源：公司调研、国信证券经济研究所整理

从我们观察跟踪以及公司自身的评价而言，仍然认为精装修、专卖店渠道的销售表现并不理想，未来还会做进一步的改善提高。

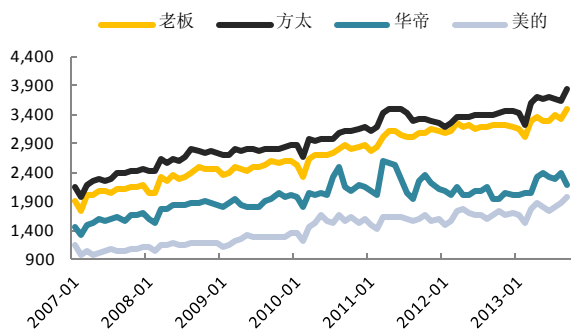
提升精装修渠道的产品定位：公司在精装修渠道上过于主要是与恒大的合作，但与恒大的合作虽然很快打开了销售量，但同时有些降低了公司的产品定位。公司 2013 年将降低在精装修渠道与恒大的销售比率，开拓有质量的中小盘精装修类订单，保持品牌定位，还会使得毛利率得到提高。从近期的动态来看，区域的精装修渠道基础工作已经有了起色。2012 年公司精装修渠道销售同比增长约 70%，13 年处于调整期、增速有所下滑，随着新客户的拓展，预计 14 年将再次实现较快增长。

改善专卖店经营成效：公司目前有专卖店 1600 家，但同店销售增速并不理想，近年来中国适合开专卖店的区域市场越来越多，但公司却没有分享到这部分市场区域的扩大。主要是没有很好的销售适合的产品，公司在这部分渠道将增加推进油烟机在 2500-3000 元价格段的产品，从今年的情况来看，改善效果已经开始显现。

分享消费升级带来的行业增长

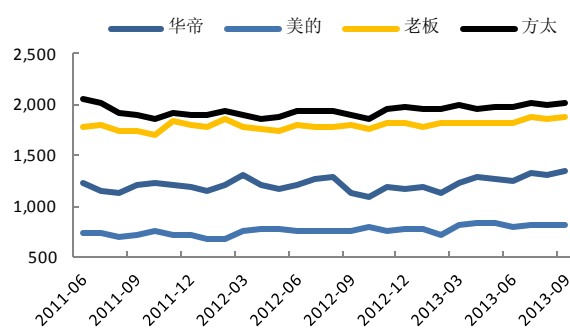
消费水平的提升带动居民在厨房的投入增加，房屋价格的上涨也使得居民对厨房家电投入成本的上限提升，这些因素都使得能够接受厨电高端消费人群的比率出现提升。我们从市场的产品均价上升非常明显的看到这一点。2013 年 9 月中怡康监测数据显示国内油烟机品牌产品均价为 2512 元，这个价格相比 2007 年 1 月的均价上升了 93%，这是用材料成本上升、通胀都无法解释的，显示愿意接受中高端价位的消费人群在逐步增加；并且均价比任何品牌的价格提升都更大，表明高端品牌的占比提升速度快。相对而言燃气灶的均价上升明显低于油烟机，对于外观、装修配置升级的需要使得油烟机的产品均价上升明显高于功能性用途的燃气灶产品。

图 21: 国内油烟机品牌均价变化(元)



资料来源: 中怡康、国信证券经济研究所整理

图 22: 国内主要品牌燃气灶均价变化(元)



资料来源: 中怡康、国信证券经济研究所整理

扩充新品牌带来进一步的成长储备

公司在 2011 年成立了杭州名气电器有限公司, 计划逐步以“名气”品牌覆盖大众消费人群; 同时, 与法格集团合资成立帝泽家用电器贸易有限公司, 公司持股 51%, 计划以“帝泽”品牌覆盖超高端消费人群。“名气”“帝泽”定位中端、超高端市场, 是对“老板”品牌的有效补充。扩充新品牌对公司当前虽不能产生利润贡献, 但一定在未来成为新的成长储备, 新的利润贡献来源, 尤其是“名气”品牌。

公司当前“名气”品牌的渠道覆盖范围还非常有限, 我们预期公司未来会逐步开发适用产品、并扩宽渠道覆盖面。公司对“名气”的定位: 在充分发挥“老板”品牌的潜力基础上, 对中端市场做有效补充, 不会追求激进的发展方式。

从 2013 年的情况来看, “名气”和“帝泽”两个品牌的销售情况还不理想, 原因主要是公司的产能优先支持“老板”品牌, 因此这两个品牌发展速度较慢。随着新建产能的释放, 以公司对“老板”品牌的运营经验, 若能在渠道、广告等方面对“名气”投入更大, 销售情况有望获得较大突破。“帝泽”是公司超高端市场的尝试, 长远的品牌布局, 对未来占据超高端市场是非常必要的。

表 13: 2012 年、2013 上半年公司主要控股和参股公司的收入和利润表现(万元)

公司名称	公司类别	营业收入	营业利润	净利润	收入同比增速	利润同比增速
2012 年:						
杭州名气电器有限公司	子公司	2,665.80	-13.92	-13.91		
帝泽家用电器贸易有限公司	子公司	777.11	-1,176.02	-1,163.19		
上海老板电器销售有限公司	子公司	23,482.50	80.24	139.70	22.37%	41.26%
北京老板电器销售有限公司	子公司	11,439.92	238.31	182.50	19.37%	206.45%
上海逊驰商贸有限公司	参股公司	868.11	33.51	26.54		
2013 年上半年:						
杭州名气电器有限公司	子公司	2,841.10	-114.54	-114.47		
帝泽家用电器贸易有限公司	子公司	200.61	-859.39	-859.19		
上海老板电器销售有限公司	子公司	12,927.69	-431.12	-390.26	25.53%	
北京老板电器销售有限公司	子公司	7,893.71	483.55	363.68	68.53%	

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

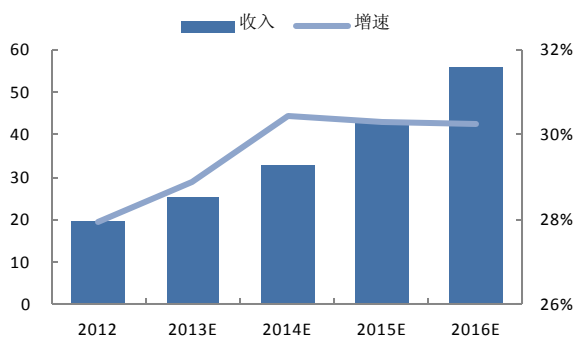
同类公司经营比较分析

盈利能力分析

公司的收入和利润规模增长表现突出，明显好于行业内同类公司。2010-2012年公司收入复合增速 26%，归属母公司股东的净利润复合增速 41%。2013年，公司收入目标 25.3 亿，1-9 月已完成 18.23 亿，全年压力不大。在 13 年的基础上，公司更提出 14-16 年复合增速仍要保持 30%及以上。

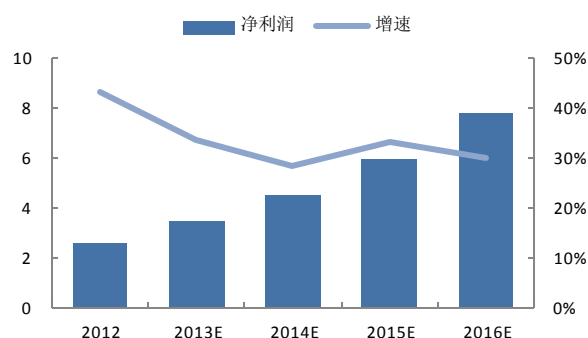
公司的毛利率、净利润率 2012 年为 53.38%、13.66%，比较上市公司中的厨电子行业以及家电子行业都是最高的。净资产收益率 2012 年为 15.5%，在厨电行业中与苏泊尔和华帝股份接近。综合比较而言，公司的盈利能力在行业中领先。

图 23: 公司 13-16 年收入及增速规划 (亿元, %)



资料来源: 公司调研、国信证券经济研究所整理

图 24: 公司 13-16 年净利润及增速规划 (亿元, %)



资料来源: 公司调研、国信证券经济研究所整理

表 14: 公司与华帝股份的收入和利润规模比较 (百万元)

	2013 年 1-9 月		2012 年		2011 年		2010 年	
	收入	净利润	收入	净利润	收入	净利润	收入	净利润
老板电器	1823	235	1,963	268	1,534	187	1,232	134
华帝股份	2748	153	2,488	159	2,039	139	1,636	121

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理
注: 2013 年华帝股份包含了对百得厨卫的并表

成长性分析

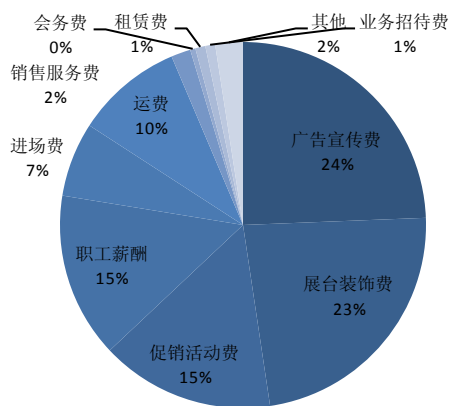
比较公司的历史数据其成长性好于同类公司。但在当前多变的宏观环境下，各行业并不容易出現较好的持续增速表现，以量增获得持续增长的难度不断加大，对公司的挑选必须要锁定具备提升市场份额以及产品均价的公司，才是我们需要的价值型投资品种。

公司以其很好的激励体系、高端品牌影响力和产品竞争力，因此我们认为公司具备进一步提升市场份额和产品均价的趋势，实现公司未来年复合增速 30% 或更高的目标确定性非常高。公司在成长较快且稳定的同时，且正在不断的市场拓展当中，费用支出虽然较高，但这是成长中的必然表现。

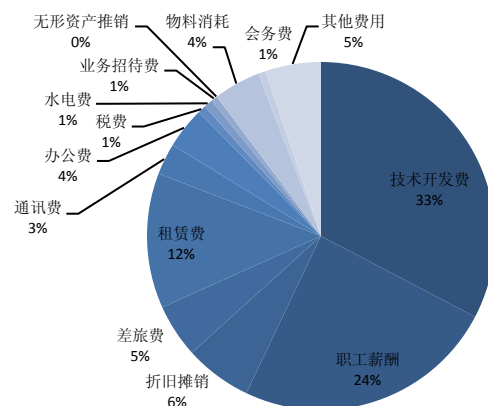
表 15: 公司分季度利润表指标 (百万元、%)

	1Q2012	2Q2012	3Q2012	4Q2012	1Q2013	2Q2013	3Q2013
收入	354.51	504.30	463.92	640.01	452.01	701.05	670.31
收入增速	17.24%	23.13%	30.69%	37.06%	27.50%	39.01%	44.49%
净利润	42.40	64.09	55.53	106.02	57.02	87.52	90.42
利润增速	34.04%	31.80%	29.50%	66.03%	34.48%	36.56%	62.82%
毛利率	53.52%	53.90%	53.70%	53.29%	53.21%	54.36%	54.99%
销售费用率	33.79%	32.62%	31.79%	26.15%	30.21%	33.00%	31.64%
管理费用率	7.57%	5.47%	7.21%	11.60%	8.55%	6.40%	7.98%
净利润率	11.96%	12.71%	11.97%	16.56%	12.62%	12.48%	13.49%

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 25: 2013 上半年公司销售费用构成比率 (%)

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 26: 2013 上半年公司管理费用构成比率 (%)

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

盈利预测

预测前提

我们的盈利预测基于以下假设条件:

- ✓ 跟随油烟机和燃气灶行业的增长, 估算复合增速 6-8%;
- ✓ 高端消费比率增加, 我们估算 2012 年油烟机和燃气灶的高端消费占据行业约 25%, 估算 2015 年这个比率上升到约 28%;
- ✓ 公司在高端中的市场份额由当前的约 20% 上升到 2015 年的约 35%。

消毒柜产品在中国非典时期销售快速增长, 近年来一直是平稳状态, 这部分需求我们按保守估算年增速 10-15%。主要是基于成套购买的消费者增加, 接受嵌入式消毒柜产品的人群增加, 有利于公司提升市场份额。

在销售费用支出上, 由于电商销售、精装修销售、团购等新型渠道的增加, 公司的销售费用率预期在 2013、2014 年会略有下降, 管理费用支出比率预期也会由于公司的经营稳定而出现略有小降的表现。

表 16: 公司吸油烟机销量估算 (万台、%)

	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 E	2014 年 E	2015 年 E
行业销量	2,040	2,000	1,900	2,033	2,196	2,371
高端占比	22.0%	24.0%	25.0%	26.0%	26.5%	27.5%
公司销量占比	12.3%	14.8%	19.4%	24.5%	29.5%	35.0%
公司销量	55	71	92	126	165	214

资料来源: 国信证券经济研究所预测

表 17: 公司燃气灶销量估算 (万台、%)

	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 E	2014 年 E	2015 年 E
行业销量	2,800	2,740	2,600	2,730	2,921	3,155
高端占比	22.0%	24.0%	25.0%	26.0%	26.5%	27.0%
公司销量占比	8.1%	9.9%	12.6%	15.7%	18.8%	22.8%
公司销量	50	65	82	108	140	185

资料来源: 国信证券经济研究所预测

预测结果

按以上假设条件, 我们得到公司 13-15 年收入分别为 27.09、35.75、46.48 亿元, 归属母公司净利润 3.80、5.10、6.67 亿元, 利润年增速分别为 41.6%、34.3%、30.8%。每股收益 13-15 年分别为 1.48、1.99、2.61 元。

风险提示

公司由于渠道扩展而使得费用支出超出预期。

房屋销售数据出现波动对公司形成新的估值压力。

解禁后股价波动风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2012	2013E	2014E	2015E		2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	1120	1117	1413	1710	营业收入	1963	2709	3575	4648
应收款项	464	519	686	891	营业成本	911	1235	1623	2101
存货净额	316	508	672	875	营业税金及附加	22	27	36	46
其他流动资产	11	14	18	23	销售费用	599	818	1073	1394
流动资产合计	1940	2187	2818	3529	管理费用	164	207	269	348
固定资产	347	475	548	616	财务费用	(29)	(17)	(16)	(18)
无形资产及其他	40	36	42	48	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(1)	(1)	(1)	(1)
长期股权投资	1	7	13	19	其他收入	2	0	0	0
资产总计	2332	2705	3421	4212	营业利润	297	437	590	775
短期借款及交易性金融负债	0	0	100	100	营业外净收支	10	7	6	5
应付款项	298	321	422	547	利润总额	307	444	596	780
其他流动负债	293	338	444	576	所得税费用	45	64	86	113
流动负债合计	591	660	967	1223	少数股东损益	(6)	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	268	380	510	667
其他长期负债	0	1	2	3					
长期负债合计	0	1	2	3	现金流量表 (百万元)				
负债合计	591	661	969	1226	净利润	268	380	510	667
少数股东权益	14	14	14	14	折旧摊销	25	24	30	35
股东权益	1727	2031	2439	2972	公允价值变动损失	1	1	1	1
负债和股东权益总计	2332	2705	3421	4212	应付账款	98	24	101	124
					财务费用	(29)	(17)	(16)	(18)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(2)	(176)	(127)	(157)
每股收益	1.05	1.48	1.99	2.61	其他	(103)	(24)	(101)	(124)
每股红利	0.20	0.30	0.40	0.52	经营活动现金流	287	229	414	546
每股净资产	6.75	7.93	9.53	11.61	资本开支	(121)	(150)	(110)	(110)
ROIC	14%	26%	41%	46%	其它投资现金流	(30)	0	0	0
ROE	16%	19%	21%	22%	投资活动现金流	(151)	(156)	(116)	(116)
毛利率	54%	54%	55%	55%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	14%	16%	16%	16%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	15%	16%	17%	17%	支付股利、利息	(51)	(76)	(102)	(133)
收入增长	28%	38%	32%	30%	其它融资现金流	63	0	100	0
净利润增长率	43%	42%	34%	31%	融资活动现金流	(40)	(76)	(2)	(133)
资产负债率	26%	25%	29%	29%	现金净变动	97	(3)	296	297
息率	1%	1%	1%	1%	货币资金的期初余额	1023	1120	1117	1413
P/E	33.7	22.7	16.9	12.9	货币资金的期末余额	1120	1117	1413	1710
P/B	5.2	4.4	3.7	3.0	企业自由现金流	130	58	285	416
EV/EBITDA	33.0	21.8	16.5	12.9	权益自由现金流	193	44	371	401

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		技术分析	
董德志	021-60933158	郇彬	021-6093 3155	闫莉	010-88005316
钟正生		黄学军	021-60933142		
		马韬	021-60933157		
固定收益		交通运输		机械	
董德志	021-60933158	郑武	0755-82130422	郑武	0755-82130422
赵婧	021-60875174	岳鑫	0755-82130432	陈玲	021-60875162
		糜怀清	021-60933167	杨森	0755-82133343
				朱海涛	
基础化工及石化		医药		电子	
朱振坤	010-88005317	贺平鸽	0755-82133396	刘翔	021-60875160
		丁丹	0755-82139908	陈平	021-60933151
		杜佐远	0755-82130473	卢文汉	021-60933164
		胡博新	0755-82133263		
		刘勍	0755-82133400		
计算机		传媒		零售、纺织服装及快销品	
高耀华	010-88005321	陈财茂	010-88005322	朱元	021-60933162
		刘明	010-88005319		
轻工		建筑工程及建材		家电	
邵达	0755-82130706	邱波	0755-82133390	王念春	0755-82130407
		刘萍	0755-82130678	曾婵	0755-82130646
通信		电力设备		新能源	
程成	0755-22940300	杨敬梅	021-60933160	张弢	010-88005311
食品饮料		旅游		农业	
龙飞	0755-82133920	曾光	0755-82150809	杨天明	021-60875165
		钟潇	0755-82132098	赵钦	021-60933163
金融工程		基金评价与研究			
林晓明	021-60875168	李腾	010-88005310		
陈志岗	0755-82136165	钱晶	021-60875163		
吴子昱	0755-22940607	潘小果	0755-82130843		
周琦	0755-82133568				
电力及公共事业				银行	
陈青青	0755-22940855			王婧	

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）	
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	郑毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	魏宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓健	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	刘塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	崔鸿杰	021-60933166 13817738250 cuihj@guosen.com.cn	郑灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn
原祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	李佩	021-60875173 13651693363 lpei@guosen.com.cn	徐冉	0755-82130655 13923458266 xuran1@guosen.com.cn
甄艺	010-66020272 18611847166	汤静文	021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn	颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
杨柳	18601241651 yangliu@guosen.com.cn	梁轶聪	021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
王耀宇	18601123617				
陈孜譞	18901140709				