

老板电器再次验证高增长

老板电器
(002508.SZ)

投资要点：

- 得益于 2013 年房地产市场的复苏以及公司主打产品市占率的不断提高，公司实现营业收入同比增长 35.21%，而由于毛利率的水平，费用率的降低，公司净利润 44% 增速远超过收入增速。
- 2014 年第一季度业绩预告归属母公司净利润将增长 30-50%，这也再次证实了公司业绩的高成长性，而考虑到厨电市场的成长空间及公司持续产品创新，强大的渠道销售带来的市占率提高，未来 3 年实现年复合增长率达 30% 的目标也很可能实现。
- 今年房地产市场景气度的下滑也会影响公司的业绩，我们也由此预计公司今年收入增速将小幅放缓至 30%，而由于公司的净利率水平提高，2014 年净利润增速也将达到 35%。2014 年公司估值 18.3 倍，给予增持评级。

分析师：陈伟

执业证书编号：S0050510120008

Tel：010-59355914

Email：chenwei@chinans.com.cn

投资评级

本次评级：增持
跟踪评级：首次
目标价格：45

市场数据

市价(元) 37.32
上市的流通 A 股(亿股) 2.49
总股本(亿股) 2.56
52 周股价最高最低(元) 42.79-26.1
上证指数/深证成指 2130.54/
7586.83
2013 年股息率 1.02%

52 周相对市场改变

13-4 13-6 13-8 13-10 13-12 14-2

相关研究

公司财务数据及预测

项目	2011	2012	2013	2014
营业总收入(百万元)	1,533.89	1,962.74	2,653.81	3450
营业总收入同比增长	24.54	27.96	35.21	30
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	186.99	268.04	385.63	520.5
归属母公司股东的净利润同比增长率	39.19	43.34	43.87	35
销售毛利率	52.48	53.58	54.44	55
净资产收益率(加权)	13.01	16.65	20.57	21
每股收益-基本(元)	0.73	1.05	1.51	2.03
P/E(倍)			24.5	18.2
P/B(倍)			4.9	3.9

数据来源：民族证券

正文目录

公司产品优势扩大增强公司盈利能力	3
未来持续较高增长有保证.....	4

图表目录

图 1:2013 年市场回暖	3
表 1: 公司主要产品销售情况	3
表 2: 公司盈利变化.....	4

事件:

13 年, 公司实现营收 26.54 亿元, 同比增长 35.21%; 实现归属母公司所有者的净利润 3.86 亿元, 同比增长 43.87%; 全年 EPS 为 1.51 元, 超出市场普遍预期。

公司产品优势扩大增强公司盈利能力

公司作为国内厨电市场的龙头, 其产品定位高端, 具有较高的毛利率, 如公司收入占比排名第一、第二的抽油烟机、燃气灶这两类产品 2013 年毛利率持续上升, 分别比上年提升了 1.07 个百分点和 1.2 个百分点, 而它们销售收入增长也达到 40%, 36%, 分别比 2012 年提高 10 及 8.5 个百分点。

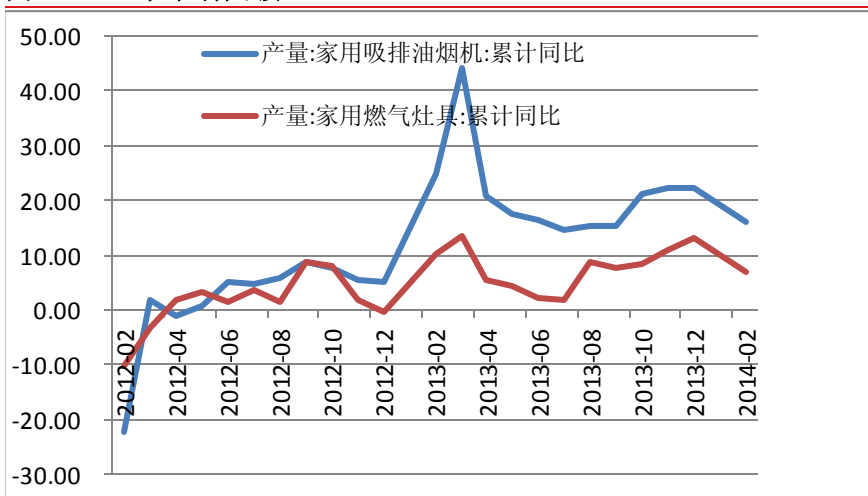
表 1: 公司主要产品销售情况

产品	2013 年毛利率 (%)	毛利率比上年同期增减 (%)	2013 年收入增长 (%)	比上年增加 (%)
油烟机	54.3	1.23	39.66	9.90
燃气灶	55.7	1.07	35.58	8.10
消毒柜	45.3	1.2	20.44	6.90

资料来源: 收入较快增长的原因包括以下方面。

第一, 2013 年房地产市场的回暖推动了厨电行业的良好发展, 根据中怡康的统计数据, 抽油烟机、燃气灶分别取得了 19.04%、12.65% 的增速, 而 2012 年它们都是负增长。

图 1: 2013 年市场回暖



资料来源: wind 民族证券

第二, 公司产品的市场优势进一步扩大, 中怡康数据显示, 截至 13 年底, 公司抽油烟机零售额市场份额为 22.69%, 较 12 年底提升 3.03 个百分点; 吸油烟机零售量市场份额为 15.54%, 也比上年提升 3 个百分点, 领先主要竞争对手 16.67%。

而这得益于公司优异的产品品质, 持续产品创新带来的品牌度提高以及强大的渠道销售能力。

如公司 2013 年技术中心获得国家认定企业技术中心, 技术中心合计开发各类产品 128 款, 获得实用新型专利 20 项, 外观设计专利 14 项, 尤其是新推出的大吸力吸油烟机 8218, 集“极速吸烟、顺畅排烟、强效过滤、3 秒快拆、智控科技”五大创新科技于一体, 一推向市场就深受消费者好评, 打开了公司单品吸油烟机 6000 元以上的市场空间。公司“老板”品牌也因此成为中国首个高端厨电品牌上榜 2013 胡润品牌榜。

再如, 2013 年也是公司营销渠道体系建设大发力的一年, 线下方面, 渠道下沉日益深入: 全年累计开发 35

个经销商，新增 458 个县域专卖店，建立 256 个乡镇网点，有效夯实了渠道基础，而截止 2013 年底，共有经销商 88 个，县域专卖店 800 家，乡镇网点 300 个；线上方面，由于积极的电商开拓战略，线上收入同比增长 140%，收入规模居于行业第一。而在收入增长较快的情况下，受制于原材料成本增速的降低，公司主营业务成本增速只有 6%，慢于收入增速的提高，这就使得公司毛利率水平相对于 2012 年明显提高，销售毛利率同比提升 0.9 个百分点，达到 54.4%。

此外，助推公司净利润增速远快于收入增速的另外一个原因还来自净利率的提升。如 2013 年得益于渠道优化带来的费用率降低，销售期间费用率从 2012 年的 37.3% 下降至 2013 年底的 36.7%，销售净利率从 13.37% 上升至 14.2%。

表 2：公司盈利变化

盈利指标	2013. 12	2013. 09	2013. 06	2013. 03	2012. 12	2012. 09	2012. 06	2012. 03
销售净利率(%)	14.23	12.55	12.17	12.00	13.37	12.18	12.40	11.96
销售毛利率(%)	54.44	54.31	53.91	53.21	53.58	53.73	53.74	53.52
销售成本率(%)	45.56	45.69	46.09	46.79	46.42	46.27	46.26	46.48
销售期间费用率(%)	36.66	38.51	38.11	37.83	37.28	38.58	38.56	40.19

资料来源：wind 资讯

未来持续较高增长有保证

在 2013 年公司净利润增长实现 43.8% 之后，公司 3 月 20 日还发布了 2014 年第一季度业绩预告，预计 2014 年第一季度归属母公司净利润将增长 30-50%，这也再次证实了公司业绩的高成长性，而考虑到以下原因，公司提出力争未来 3 年实现年复合增长率达 30%（其中 2014 年实现销售收入 34.5 亿元）的目标也很可能实现。

第一，目前厨电普及率还低于白电、黑电，公司所在的厨电行业本身具有较好成长性，在未来我国新型城镇化加快，更多农村居民进城，生活品质提高情况下，厨电市场还将具有较大的成长空间。

第二，近年随着 80 后、90 后年轻人逐渐成为厨电产品的消费主力，他们对于产品的品质、设计、工艺乃至品牌、服务的要求不断提升，也更多要求产品具有更多的功能，如智能化，环保化等，而这都会加速行业的市场份额向能提供这些功能和服务的优势企业不断集中，公司作为行业第一品牌及技术领跑者，也必然在此过程中受益。

而就今年来看，公司业绩持续增长的因素还有：

公司电商开拓还将加大力度，如去年底公司与京东结为战略合作伙伴，今后京东将基于自己的资源和平台优势，与公司进行更加深入的全方位品牌合作，同时大力推广大吸力油烟机。这无疑会继续刺激公司线上业务的扩张，今年一季度，电商销售收入同比增长 100% 以上，公司今年电商的销售比例也会持续增加，而由于线上渠道具有高毛利、低费用的特征，这也有望继续带动公司整体毛利率和净利润率的提升。

2014 年线上渠道销售也有望快速增长。如 2013 年占公司收入比大约 10% 的精装修业务仅小幅增长，2014 年随着公司成为更多知名地产商的供应商，包括金地、雅居乐等，公司计划精装修收入增长 50%；2013 年年末公司专卖店数量接近 1800 家，2014 年还将扩大招商力度，规划新增专卖店 500-600 家，大大高于 2013 年 300 家的目标，更多的专卖店也有望带来更多的收入。

当然，今年房地产市场景气度的下滑也会影响公司的业绩，我们也由此预计公司今年收入增速将小幅放缓至 30%，而由于公司的净利率水平提高，2014 年净利润增速也将达到 35%。2014 年公司估值 18.3 倍，给予增持评级。

分析师简介

陈伟，毕业于对外经济贸易大学金融学硕士专业，10年证券从业经验，先后在中国证券报、东北证券、中国证券市场联合设计中心、民族证券等单位从事行业咨询以及证券研究工作，发表了几百篇各类证券分析评论，并担任多家证券媒体的证券观察员，对于资本市场政策、宏观经济、金融市场运行有着深刻的理解。

联系人简介

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；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受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司或关联机构可能会持有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。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 www.e5618.com 信息披露栏查询公司静默期安排。

地址：北京市朝阳区北四环中路27号盘古大观A座40层(100101)