

证券研究报告—动态报告/公司快评
家用电器
老板电器 (002508)
推荐
小家电 II
重大事件快评

(维持评级)

2014 年 04 月 26 日

2014 年一季度业绩交流会纪要

证券分析师: 王念春

0755-82130407

wangnc@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120027

联系人: 曾婵

0755-82130646

zengchan@guosen.com.cn

事项:

2014 年 4 月 25 日上午,我们召开了老板电器 2014 年一季度业绩交流电话会议,邀请公司董秘会秘书王刚先生与参会者交流 14 年一季度度的情况。

我们的观点:

2014 年一季度,公司收入和业绩表现优异,同时销售费用计提充分;4 月份和五一节前发货延续了一季度的高增长趋势。除加大在央视等广告投放外,公司要求代理商从今年开始拿出收入的 2%用于当地广告投放,销售资源投入加大有利于公司成长加速、提升品牌影响力。近三年来,公司每年新增 300 家专卖店,开店速度并不快,但同店收入增长快,电商收入也连续翻倍增长,由此带来的收入增长质量高;今年开始,公司将加快开店速度,预计今年新增 500 余家,提高在二三线城市的覆盖面,未来成长空间和速度值得期待。

公司提出未来三个目标:未来 3 年实现 30%的复合增长,同时油烟机市场占有率达到 30%、收入超越竞争对手 30%。我们认为,公司凭借良好的激励体系、高端品牌影响力和产品竞争力,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。预期公司 14/15/16 年 EPS 分别为 2.15/2.90/3.87 元,“推荐”评级。

主要内容:

1、一季度整体情况

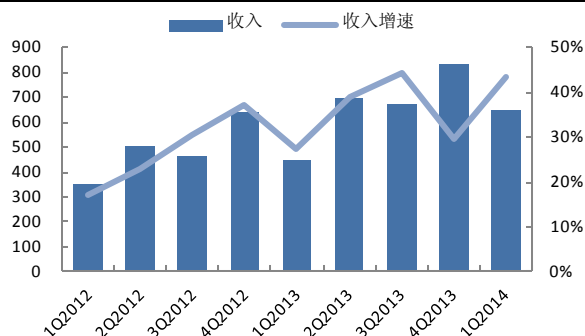
收入增长 43%,利润增长近 50%,现金流情况良好。一季度整体情况超过了公司年初的预期和计划。利润增速快于收入,主要来自毛利率提升,原因主要是:

- ✓ 毛利率更高的电商增长 100%
- ✓ 原材料成本处于历史低位

2、净利率持续提高,从 10%提升到近 15%。主要原因:电商带动、均价提升

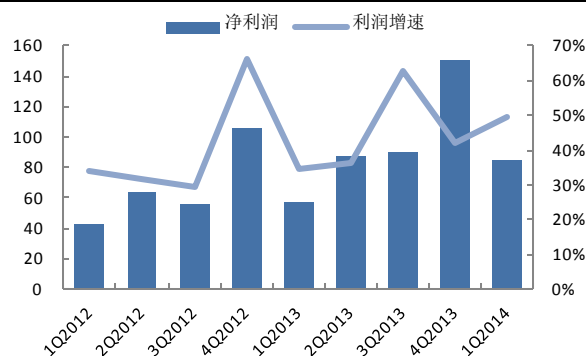
- ✓ 均价提升是行业趋势,行业每年提升 5%-6%,公司略高于行业 1%-2%。以 13 年来看,方太均价提升 15%,而公司提价幅度仅 6%-7%,这也表明了公司与方太战略的差异:方太会越来越高端;公司希望能在保持高端的基础上追求量的增长,未来均价提升也会保持平稳的速度。
- ✓ 厨电还具有家居属性,与地产涨价也有一定的关联度。

图 1: 公司分季度收入及增速 (百万元、%)



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2: 公司分季度的净利润及增速 (百万元、%)



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表 1: 公司的毛利率、费用率、净利率 (百万元、%)

	1Q2012	2Q2012	3Q2012	4Q2012	1Q2013	2Q2013	3Q2013	4Q2013	1Q2014
毛利率	53.5%	53.9%	53.7%	53.3%	53.2%	54.4%	55.0%	54.7%	56.4%
销售费用率	33.8%	32.6%	31.8%	26.2%	30.2%	33.0%	31.6%	26.3%	32.9%
管理费用率	7.6%	5.5%	7.2%	11.6%	8.5%	6.4%	8.0%	8.8%	8.0%
财务费用率	-1.2%	-0.7%	-0.4%	-3.1%	-0.9%	-1.1%	-0.4%	-2.5%	-0.7%
总费用率	40.2%	37.4%	38.6%	34.6%	37.8%	38.3%	39.2%	32.6%	40.2%
净利率	12.0%	12.7%	12.0%	16.6%	12.6%	12.5%	13.5%	18.1%	13.2%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

3、各渠道情况:

表 2: 公司主要渠道的销售收入占比及增速预期 (%)

	线下零售	电商	工程精装修	电视购物
13 年收入占比	70% (其中 KA 占 40%、1700 家专卖店占 17%-18%)	18%	8%	4%
14 年收入增速目标	20%	70%	50%	30%
14 年一季度实际收入增速	30%	100%	40%	0%

资料来源：公司调研、国信证券经济研究所整理和预测

4、4 月份情况:

4 月销售以及五一节前发货增速延续了一季度的高增长趋势。

提问环节:

1、面对三四线城市的市场空间，大家电企业也纷纷进入厨电领域，对公司的影响:

在三四线城市，公司和美的等企业定位不同、消费群体不一样，不会形成直接竞争。公司专卖店布点不如美的等企业，但可通过电商渠道扩宽覆盖面。

2、房地产降价对公司的影响:

行业或多或少会受房地产影响，除一线城市外，二三线城市还是以新房为主，房地产降价要分两方面来看：降价带动了需求增加，还是降价后销售也下降。但不管如何，房地产的刚性需求、城镇化的推进，都不会改变对购房的需求。若房价下降后需求增加，对公司是利好；若房价下降后销售也下降，行业增速也会有影响甚至小幅下滑，但这种情况下公司市场份额提升会更快。

对公司来讲，未来增长主要来自市场占有率的提升，从而获得超越行业的增长。

3、农村保有量还较低，公司的定价能覆盖吗?

农村市场现在还不是公司的目标市场，农村市场更加注重功能，而非品牌。公司现在重点发展的是二三线城市，现在公

司在很多三线城市还是空白的，近期先要在二三线城市布点，再是城镇的楼房。

4、高端消费人群的顶峰在哪？现在公司和方太合计的高端销量占行业的 10%多一点，未来提升到多少会处于均衡状态？

未来橄榄形的消费阶层，大部分为中层消费群，高层和低层都为少数，公司的产品应该是中层和高层都能消费得起的，因此目标消费群体较大，现在还无法估计消费顶峰均衡点。

5、行业集中度提升趋势还会持续多久？

厨电行业集中度一直很低，13年公司油烟机销量 120 万台，销量在行业中占比 5%-6%，均价比行业高一倍，销售份额约 11%。行业集中趋势明显，按中怡康统计的数据，近三年来公司市场占有率每年增长 2%-3%，这是产品、品牌、渠道、服务、营销策略等综合的结果，预计未来市占率提升趋势仍会持续，公司现在离天花板还较远。

近两年公司线下专卖店增加不是很快，平均每年增加 300 家，公司收入的提升主要靠同店收入、电商收入的快速增长，增长质量高，目前公司在电商的市场占有率也是第一位。今年开始，公司在三线城市的布局会加快，今年预计开 500-600 家。

6、14 年一季度销售费用增加较多，原因是什么？

一季度预提的销售费用较多，费用计提充分。

7、今年新品计划和提价幅度？

公司会按照市场情况，适时的推出新品。13 年公司推出 8212 大吸力油烟机，若今年销量继续表现良好，则不会那么快的推新品；若销量不太好，肯定会推继续推新品。每年都会有新品推出，今年还没推，将在 8、9 月份推。

公司对提价幅度较温和，每年 6%-8%；去年方太提价 15%，预计今年也不会提太多。

8、公司在央视广告投放较大，除传统媒体外，其他的广告投放计划？

今年开始，公司要求代理商每年拿销售收入的 2%在当地投放广告，以前对地方广告没有硬性规定。这部分公司不会负担费用，将由代理商投入，因为现在代理商盈利状况非常好，有能力布局长远，在当地做品牌做形象。

9、烤箱、电蒸炉等新品情况：

13 年烤箱和电蒸炉的销量均不到 1 万台，今年预计各销售 2 万多台，合计 5 万台左右、对应 1 亿多收入，收入增速快，但占比仍然较低。

10、名气品牌：

目标是收入每年 50%增长。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	1280	1525	2020	2589
应收款项	596	692	914	1188
存货净额	449	534	694	892
其他流动资产	16	18	24	31
流动资产合计	2340	2770	3651	4699
固定资产	364	493	565	632
无形资产及其他	93	83	84	85
投资性房地产	2	2	2	2
长期股权投资	0	6	12	18
资产总计	2803	3353	4314	5436
短期借款及交易性金融负债	0	0	100	100
应付款项	406	423	549	706
其他流动负债	355	448	587	758
流动负债合计	761	871	1236	1564
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	0	1	2	3
长期负债合计	0	1	2	3
负债合计	761	872	1238	1567
少数股东权益	6	6	6	6
股东权益	2036	2475	3070	3862
负债和股东权益总计	2803	3353	4314	5436

关键财务与估值指标	2013	2014E	2015E	2016E
每股收益	1.51	2.15	2.90	3.87
每股红利	0.30	0.43	0.58	0.77
每股净资产	7.95	9.67	11.99	15.09
ROIC	19%	25%	34%	41%
ROE	19%	22%	24%	26%
毛利率	54%	55%	56%	56%
EBIT Margin	15%	16%	17%	17%
EBITDA Margin	17%	17%	17%	18%
收入增长	35%	36%	32%	30%
净利润增长率	44%	42%	35%	33%
资产负债率	27%	26%	29%	29%
息率	1%	1%	2%	2%
P/E	25.0	17.5	13.0	9.7
P/B	4.7	3.9	3.1	2.5
EV/EBITDA	23.6	17.3	13.1	10.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表（百万元）	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	2654	3609	4764	6193
营业成本	1209	1624	2111	2713
营业税金及附加	28	36	48	62
销售费用	798	1083	1429	1858
管理费用	214	291	381	492
财务费用	(36)	(56)	(68)	(87)
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(4)	(1)	(1)	(1)
其他收入	4	0	0	0
营业利润	440	631	863	1154
营业外净收支	4	12	6	5
利润总额	444	643	869	1159
所得税费用	66	93	126	168
少数股东损益	(8)	0	0	0
归属于母公司净利润	386	549	743	991

现金流量表（百万元）	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	386	549	743	991
折旧摊销	35	30	36	41
公允价值变动损失	4	1	1	1
应付账款	108	16	127	157
财务费用	(36)	(56)	(68)	(87)
营运资本变动	(101)	(69)	(121)	(150)
其他	(115)	(16)	(127)	(157)
经营活动现金流	317	511	659	883
资本开支	(44)	(150)	(110)	(110)
其它投资现金流	30	0	0	0
投资活动现金流	(13)	(156)	(116)	(116)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(77)	(110)	(149)	(198)
其它融资现金流	11	0	100	0
融资活动现金流	(143)	(110)	(49)	(198)
现金净变动	161	245	494	569
货币资金的期初余额	1120	1280	1525	2020
货币资金的期末余额	1280	1525	2020	2589
企业自由现金流	234	303	485	695
权益自由现金流	244	255	527	621

相关研究报告:

- 《老板电器-002508-2014 年一季报点评: 领先优势扩大, 新品布局未来成长》 —— 2014-04-25
- 《老板电器-002508-重大事件快评: 高端形象积淀深厚、持续超越成长可期》 —— 2014-04-15
- 《老板电器-002508-2013 年年报点评: 高成长持续演绎, 领先优势扩大》 —— 2014-04-10
- 《老板电器-002508-重大事项点评: 高端龙头领先优势扩大、智能产品起航》 —— 2014-03-21
- 《老板电器-002508-高端厨电龙头持续增长可期》 —— 2013-11-12

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 5\%$ 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