

业绩持续高增长

老板电器 (002508.SZ)

推荐 维持评级

核心观点:

1. 报告背景:

公司公告一季报, 2014年一季度公司实现主营收入 6.5 亿元, 同比增长 43.2%; 归属母公司股东净利润 0.85 亿元, 同比增长 49.5%, EPS 0.33 元。

经营活动现金流量净额 0.76 亿元, 同比增长 244 %;。

公司同时公告称其 14 年上半年净利润增速区间为 30%-50%。

2. 我们的分析与判断:

(一) 收入维持高速增长, 营销策略优势显现

2014年一季度主营收入 26.1 亿元, 同比增长 43.2%, 公司高增速主要由于公司专注做高端厨电, 市场影响力逐步显现; 虽然厨电行业与地产行业关联度较高, 但是公司发展路径明确, 瞄准三四线城市高端需求逐步释放, 将渠道下沉至三四线城市, 积极布局网点; 依托电商渠道开拓各种类型的客户群体, 效果良好, 电商已经成为公司业绩重要增长点。

(二) 毛利率持续创新高, 盈利水平稳步提升

一季度, 公司综合毛利率为 56.4%, 同比提升 3.2 个百分点, 公司毛利率提升主要由于公司产品结构持续优化, 原材料成本价格回落释放成本压力, 持续发布行业领先的高端新品, 电商等高毛利渠道和产品收入占比不断提升。

一季度销售费用率 32.9%, 同比提升 2.7 个百分点, 主要由于广告投入增长。管理费用率 8.0%, 下滑 0.5 个百分点。

综合形成, 2014Q1 净利润 0.85 亿元, 同比增长 49.5%, 净利率 13.2%, 同比提升 0.6 个百分点。

(三) 成长潜力巨大, 发展将维持高增速

1、线下渠道将加大下沉力度, 加强对三四线市场的覆盖力度, 未来几年全国专卖店将达到 3000 家, 专卖店的毛利率也将持续提升。2014 年线下收入预计增速超过 20%。

2、电商渠道收入占比持续提升, 仍为公司未来几年收入高增速主要贡献方向, 预计 2014 年收入增幅超过 70%。

3、B2B 渠道, 虽然房地产行业目前较为不稳定, 但公司在过去两年持续加大与各大地产商合作, 订单持续稳步提升, 公司 B2B 业务仍具备较为高速的增长。

3. 投资建议

考虑厨电市场集中度仍在提升, 且到三四线城市需求仍在释放过程中, 公司作为行业龙头, 未来市场份额和盈利水平仍有较大提升空间, 预计公司 2014/2015 年 EPS 2.17、2.79 元, 分别同比增长 42.4%、30.5% 目前公司股价对应 2014 估值仅为 17 倍左, 维持“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

林寰宇

☎: 0755 82837313

✉: Linhuanyu_yj@chinastock.com.cn

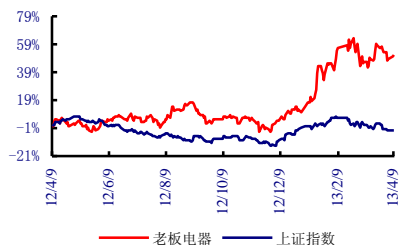
执业证书编号: S0130513100001

市场数据

时间 2014.4.24

A 股收盘价(元)	36.68
A 股一年内最高价(元)	42.79
A 股一年内最低价(元)	25.80
上证指数	2057.03
市净率	4.61
总股本(万股)	25600.00
实际流通 A 股(万股)	24900.00
限售的流通 A 股(万股)	700.00
流通 A 股市值(亿元)	91.48

相对指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

相关研究

分季度净利率同比持续提升，保持上升趋势。

图 3: 单季度净利率同比 (单位: 万台, %)

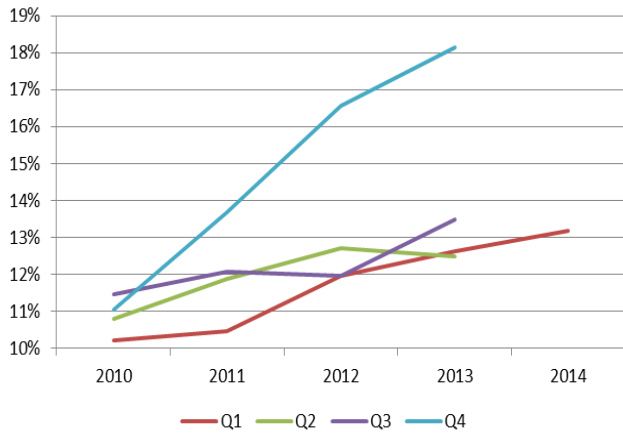
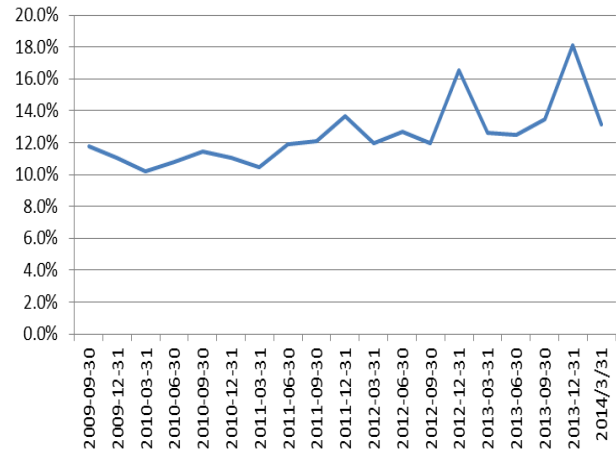


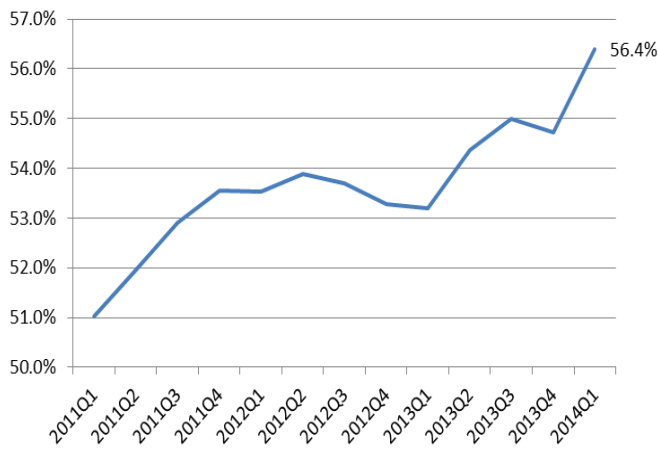
图 2: 净利率保持上升趋势 (单位: 万台, %)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

单季度毛利率环比持续提升。

图 5: 单季度毛利率 (单位: %)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

表格 1: 2014 年一季度利润表各项比较 (单位: 百万, %)

科目(单位: 百万)	2014Q1	2013Q1	同比
一、营业总收入	647	452	43.2%
二、营业总成本	548	387	41.7%
其中: 营业成本	282	212	33.5%
毛利率(简单测算)	56.4%	53.2%	3.2%
营业税金及附加	7	5	
销售费用	213	137	56.1%
销售费用率	32.9%	30.2%	2.7%
管理费用	52	39	33.7%
管理费用率	8.0%	8.5%	-0.6%
财务费用	-4	-4	
资产减值损失	-1	-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	99	65	52.5%
加: 营业外收入	1	1	38.2%
减: 营业外支出	0	0	
四、利润总额	99	65	52.0%
减: 所得税费用	16	11	45.1%
综合所得税率	16.3%	17.1%	-0.8%
五、净利润	83	54	53.5%
归属于母公司净利润	85	57	49.5%
净利润率	13.2%	12.6%	0.6%
少数股东损益	-2	-3	
少数股东损益占比	-2.4%	-5.1%	
六、总股本	256	256	
七、按期末股数简单每股收益:	0.33	0.22	
毛利率减销售费用率	23.5%	23.0%	0.5%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

表格 2: 收入季度增长 (单位: 百万, %)

	百万元	Q1	Q2	Q3	Q4	TOTAL
2014 年	营业收入	647				
	占全年比例					
	同比增长率	43.2%				
2013 年	营业收入	452	701	670	830	2,654
	占全年比例	17.0%	26.4%	25.3%	31.3%	100.0%
	同比增长率	27.5%	39.0%	44.5%	29.8%	35.2%
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%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

表格 3: 利润季度增长 (单位: 百万, %)

	百万元	Q1	Q2	Q3	Q4	TOTAL
2014 年	普通股利润	85				
	对应 EPS	0.33				
	占全年比例					
	同比增长率	49.5%				
2013 年	普通股利润	57	88	90	151	386
	对应 EPS	0.22	0.34	0.35	0.59	1.51
	占全年比例	14.8%	22.7%	23.4%	39.1%	100.0%
	同比增长率	34.5%	36.5%	62.8%	40.4%	43.2%
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%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

表 4: 盈利预测表 (单位: 百万, %)

科目(单位: 百万)	2011 年 A	2012 年 A	2013 年 A	2014 年 E	2015 年 E
一、营业总收入	1,534	1,963	2,654	3,551	4,687
营业收入增长率	24.5%	28.0%	35.2%	33.8%	32.0%
二、营业总成本	1,324	1,664	2,214	2,922	3,853
其中: 营业成本	729	911	1,209	1,594	2,090
毛利率(简单测算)	52.5%	53.6%	54.4%	55.1%	55.4%
营业税金及附加	15	22	28	38	50
销售费用	488	599	798	1,058	1,392
销售费用率	31.8%	30.5%	30.1%	29.8%	29.7%
管理费用	113	162	210	257	337
管理费用率	7.4%	7.4%	7.4%	7.2%	7.2%
财务费用	-24	-29	-36	-25	-21
资产减值损失	3	0	4	0	4
加: 公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益及其它	-0	0	-0	0	0
三、营业利润	210	298	440	628	835
加: 营业外收入	8	12	7	10	12
减: 营业外支出	0	2	3	2	3
四、利润总额	218	308	444	636	844
减: 所得税费用	31	45	66	94	125
综合所得税率	14.1%	14.5%	14.9%	14.8%	14.8%
五、净利润	187	264	378	542	719
归属于母公司净利润	187	269	386	549	717
净利润率	12.2%	13.7%	14.5%	15.5%	15.3%
少数股东损益	0	-6	-8	-7	2
少数股东损益占比	0%	-2%	1%	2%	2%
六、总股本	256	256	256	257	257
七、按期末股数简单每股收益:	0.73	1.05	1.51	2.14	2.79
净利润增长率	39.2%	44.0%	43.2%	42.4%	30.5%

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；林寰宇，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。

免责声明

[table_avow]

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