

增长持续超预期，未来还将再超预期

老板电器 (002508.SZ)

推荐 维持评级

核心观点:

1. 报告背景: 公告 2014 年年报

2014 年, 公司实现收入 35.9 亿元, 增长 35.2%。实现净利润 5.7 亿元, 增长 49.0%, EPS 1.77 元。四季度, 公司实现收入 11 亿元, 增长 31.9%, 实现净利润 2.3 亿, 增长 51.6%, EPS 0.71 元。

2014 年公司经营活动现金流量净额 6.6 亿元, 同比增长 104%。

年末, 公司其他应付款比年初增加 61%, 达 1.1 亿元, 主要由于公司预提销售费用以及代理商保证金增加所致。

2. 我们的分析与判断

(一) 烟灶消增长 36%, “合伙人”计划激活渠道效率。

2014 年, 行业受地产影响增长缓慢, 烟灶消销售额分别增 5%、0.6% 和 -5%。公司发挥品牌、渠道优势, 增长不断大幅超越行业: 吸油烟机、灶具和消毒柜三大产品分别实现收入 20.9 亿、10.2 亿和 2.8 亿元, 合计增长 36%, 占收入比重 95.8%。其中, 吸油烟机同比增 37.1%, 是公司业务保持快速、稳健增长的重要来源。灶具收入同比实现 35.2% 的增长。消毒柜收入同比增长 30.7%。

根据中怡康数据, 2014 年公司吸油烟机、灶具及消毒柜零售额市场份额分别为 24%、21% 和 18%, 均为行业第一。

2014 年公司 KA 渠道和网购渠道上分别增长 30% 和 70%。公司渠道“模式创新”推进经销商“千人合伙人”, 原有 62 个代理商拆分为 74 个。“合伙人”计划将极大激活终端效率, 为持续增长提供动力。

(二) 高端品牌形象深化, 高盈利水平稳中有升。

2014 年公司强化高端形象, 梳理“大吸力油烟机”形象, 新品 8218 取得市场高度反响, 新品拉动均价和毛利率提升。同时, 公司高毛利的电商渠道增长迅猛。加之原材料价格维持低位, 2014 年公司毛利率 56.5% 同比提升 2 个百分点, 达 56.5%。

费用率控制良好, 实现净利率 16.0%, 同比提升 1.5 个百分点, 其中四季度净利率 20.9%, 同比提升 2.7 个百分点。2015 年, 公司计划推出高端侧吸新品, 持续推动均价提升, 未来盈利水平还有提升空间。

(三) 三年规划增长再翻倍, 成长潜力巨大。

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, 利润增长近 5 倍, 逐步拉大与主要对手间差距。规划未来三年发展目标, 实现规模复合增长 30%; 市场份额 30%; 超越对手 30%。

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, 龙头企业份额不足 10%, 未来龙头份额 30% 以上, 成长潜力巨大。

3. 投资建议

我们认为, 公司在厨电业务上先发优势明显, 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 2015/2016 年 EPS 2.50 元、3.44 元。公司资金充足, 围绕厨房不排除未来做外延发展。目前市值 170 亿, 仅考虑主业业绩有 5 倍增长空间 (利润空间 25 亿以上), 15XPE 对应市值空间 400 亿, 给予“推荐”评级。

4. 风险提示: 主要竞争对手降价。

分析师

郝雪梅

☎: 0755-82838453

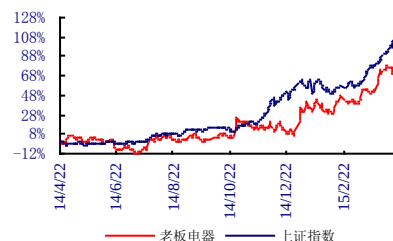
✉: haoxuemei@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512070002

市场数据 时间 2015.04.10

A 股收盘价(元)	52.00
A 股一年内最高价(元)	54.00
A 股一年内最低价(元)	25.51
上证指数	4034.31
市净率	6.65
总股本 (万股)	32405.00
实际流通 A 股(万股)	31437.50
限售的流通 A 股(万股)	967.50
流通 A 股市值(亿元)	160.14

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 1: 2014 年利润表各项对比 (单位: 百万, %)

科目(单位: 百万)	2014A	2013A	同比
一、营业总收入	3,589	2,654	35.2%
二、营业总成本	2,945	2,214	33.0%
其中: 营业成本	1,560	1,209	29.0%
毛利率(简单测算)	56.5%	54.4%	2.1%
营业税金及附加	39	28	
销售费用	1,115	798	39.7%
销售费用率	31.1%	30.1%	1.0%
管理费用	268	210	27.4%
管理费用率	7.5%	7.9%	-0.5%
财务费用	-43	-36	
资产减值损失	7	4	
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	644	440	46.4%
加: 营业外收入	23	7	232.6%
减: 营业外支出	3	3	
四、利润总额	664	444	49.7%
减: 所得税费用	96	66	46.2%
综合所得税率	14.5%	14.9%	-0.3%
五、净利润	568	378	50.3%
归属于母公司净利润	574	386	49.0%
净利润率	16.0%	14.5%	1.5%
少数股东损益	-7	-8	
少数股东损益占比	-1.2%	-2.1%	
六、总股本	324	324	
七、按期末股数简单每股收益:	1.77	1.19	
毛利率减销售费用率	25.5%	24.4%	1.1%

资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究部

表 2: 2014Q4 利润表与 2013Q4 利润表各项对比 (单位: 百万, %)

科目(单位: 百万)	2014Q4	2013Q4	同比
一、营业总收入	1,096	830	31.9%
二、营业总成本	840	658	27.6%
其中: 营业成本	461	376	22.5%
毛利率(简单测算)	58.0%	54.7%	3.2%
营业税金及附加	12	9	
销售费用	302	218	38.6%
销售费用率	27.6%	26.3%	1.3%
管理费用	82	73	11.5%
管理费用率	7.5%	8.8%	-1.4%
财务费用	-22	-21	
资产减值损失	5	2	
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	256	172	48.5%
加: 营业外收入	7	1	1006.5%
减: 营业外支出	2	2	
四、利润总额	261	171	52.7%
减: 所得税费用	34	22	54.0%
综合所得税率	13.0%	12.9%	0.1%
五、净利润	227	149	52.5%
归属于母公司净利润	228	151	51.6%
净利润率	20.9%	18.1%	2.7%
少数股东损益	-2	-2	
少数股东损益占比	-0.7%	-1.3%	
六、总股本	324	324	
七、按期末股数简单每股收益:	0.71	0.46	
毛利率减销售费用率	30.4%	28.4%	1.9%

资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究部

表 3: 收入分产品 (单位: 百万, %)

分产品	营业收入(2014)	收入占比构成	营业收入同比	营业收入(2013)	收入占比构成
油烟机	2087	59.1%	37.1%	1523	58.3%
燃气灶	1022	28.9%	35.2%	756	28.9%
消毒柜	277	7.8%	30.7%	212	8.1%
烟灶消产品	3,386	95.8%	36.0%	2,491	95.3%
电烤箱	41	1.2%	113.4%	19	0.7%
蒸汽炉	33	0.9%	105.9%	16	0.6%
电压力煲	35	1.0%	-35.5%	54	2.1%
其他小家电	39	1.1%	22.3%	32	1.2%
小家电产品	148	4.2%	21.7%	121	4.7%
合计	3534	100.0%	35.3%	2612	100.0%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

表 4: 公司毛利率分产品 (单位: %)

分产品	毛利率(2014A)	毛利率(2013A)	毛利率同比
油烟机	58.3%	55.7%	2.6%
燃气灶	58.6%	57.4%	1.2%
消毒柜	46.7%	45.3%	1.4%
电烤箱	50.6%	53.7%	21.4%
蒸汽炉	46.0%	47.6%	-1.6%
电压力煲	21.0%	23.7%	-2.7%
其他小家电	32.3%	29.3%	3.0%
合计	56.6%	54.3%	2.3%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

表 5: 公司收入分季度 (单位: 百万, %)

	百万元	Q1	Q2	Q3	Q4	TOTAL
2014 年	营业收入	647.36	952.41	894	1096	3,589
	占全年比例	18.0%	26.5%	24.9%	30.5%	100.0%
	同比增长率	43.2%	35.9%	33.3%	31.9%	35.2%
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%
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%

资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究部

表 6: 公司利润分季度 (单位: 百万, %)

	百万元	Q1	Q2	Q3	Q4	TOTAL
2014 年	普通股利润	85	132	128	228	574
	对应 EPS	0.266	0.413	0.401	0.714	1.79
	占全年比例	14.8%	23.0%	22.4%	39.8%	100.0%
	同比增长率	49.5%	51.1%	42.0%	51.6%	48.9%
2013 年	普通股利润	57	88	90	151	386
	对应 EPS	0.18	0.27	0.28	0.47	1.21
	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	0.13	0.20	0.17	0.34	0.84
	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	0.10	0.15	0.13	0.20	0.58
	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	0.07	0.12	0.10	0.13	0.42
	占全年比例	17.8%	27.6%	24.5%	30.1%	100.0%
	同比增长率				18.3%	293.6%

资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究部

表 7: 盈利预测表 (单位: 百万, %)

科目 (单位: 百万)	2012 年 A	2013 年 A	2014 年 E	2015 年 E	2016 年 E
一、营业总收入	1,963	2,654	3,589	4,864	6,572
营业收入增长率	28.0%	35.2%	35.2%	35.5%	35.1%
二、营业总成本	1,664	2,214	2,945	3,947	5,296
其中: 营业成本	911	1,209	1,560	2,100	2,830
毛利率 (简单测算)	53.6%	54.4%	56.5%	56.8%	56.9%
营业税金及附加	22	28	39	53	72
销售费用	599	798	1,115	1,493	1,982
销售费用率	30.5%	30.1%	31.1%	30.7%	30.2%
管理费用	162	210	268	345	463
管理费用率	8.3%	7.9%	7.5%	7.1%	7.0%
财务费用	-29	-36	-43	-50	-55
资产减值损失	0	4	7	5	5
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	298	440	644	917	1,276
加: 营业外收入	12	7	23	25	26
减: 营业外支出	2	3	3	3	3
四、利润总额	308	444	664	939	1,299
减: 所得税费用	45	66	96	136	188
综合所得税率	14.5%	14.9%	14.5%	14.5%	14.5%
五、净利润	264	378	568	803	1,111
归属于母公司净利润	269	386	574	809	1,116
净利润率	13.7%	14.5%	16.0%	16.6%	17.0%
少数股东损益	-6	-8	-7	-6	-5
少数股东损益占比	-2%	-2%	-1%	-1%	0%
六、总股本	320	324	324	324	324
七、按期末股数简单每股收益:	0.84	1.19	1.77	2.50	3.44
净利润增长率	44.0%	43.2%	49.0%	40.8%	38.0%

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。

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
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