

**老板电器 (002508) :**
**-----高端布局获得高盈利, 高盈利护航高端战略**
**摘要:**

厨电市场尚有巨大空间可以挖掘: 不论是在农村还是城镇地区, 相比冰洗空等其他大型家电, 油烟灶具距离一户一机的标准配置有显著差距。油烟机厨电产品的另一大需求来源源自于产品的更新换代, 油烟灶具的更新换代期一般为 15 年左右。此前已经有一定积累的油烟灶具保有量将进入更新阶段, 成为刺激行业快速发展的另一大因素。

行业整合空间大: 厨电行业起步相对较晚、下游销售渠道繁多复杂、消费者品牌意识差等等多重因素造成了我国油烟灶具市场格局的分散、集中度低的现状, 留给龙头企业的发展机遇足够之大。

公司高端定价的品牌战略获得成功: 采取高端战略的老板电器在握住高端定价的同时也获取了高盈利能力, 而高盈利又保障了公司的扩张能力和高端布局的战略执行, 对其他有意进入高端市场的厨电厂商形成了品牌壁垒。

新兴渠道、渠道下沉为公司发展助力: 线上销售相比线下高端品牌更具优势, 有利于老板等龙头企业拓展市场, 公司布局电商以来线上业务发展快速; 近些年来, 随着三四级市场购买力的提升, 家电销售向较低级市场下沉的成本大幅下降, 客观条件的改善使得一些品牌家电商可以逐步复制自己在一二线城市的商业模式。

盈利预测: 预测公司 2015 年、2016 年、2017 年 EPS 分别为 1.50 元、2.02 元、2.70 元, 对应当前股价市盈率在 28.7、21.3、16.0 倍左右, 给予“买入”评级。

估值结果汇总	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万)	3588.9	4809.7	6474.9	8710.2
营收增长率(%)	35.2	34.0	34.6	34.5
净利润(百万)	567.7	721.1	965.5	1294.8
净利润增长率(%)	50.3	27.0	33.9	34.1
ROE(%)	23.1	24.5	26.9	28.8
EPS	1.80	1.50	2.02	2.70
P/E	23.9	28.7	21.3	16.0
P/B	8.4	7.0	5.7	4.6
EV/EBITDA	18.7	13.6	9.7	7.2

**公司深度**
**作者简介**

编辑: 刘卫华  
 电话: 0311-66006434  
 执业证书: S0400512090002  
 报告日期: 2015-06-29

**主要数据**

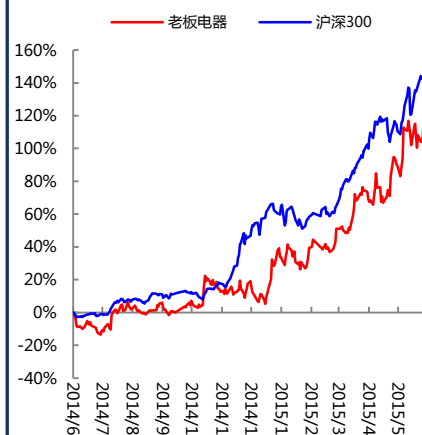
老板电器 [002508]  
 当前价: 43.03      目标价: 60.00  
 评级: 买入

**股票价格涨幅/市场表现 (%)**

1 个月	3 个月	12 个月
8.09/-13.46	55.03/-30.55	120.64/-59.21
总股本		486.08(百万股)
流通 A 股		202.91(百万股)
3 月日均成交量		5.19(百万股)

**主要股东**

杭州老板实业集团有限公司	49.75
沈国英	2.10
瑞士信贷(香港)有限公司	1.63

**股价表现**

**公司动态**

2015-06-11	老板电器(002508): 预计三四季度业绩明显回升
2015-05-22	老板电器(002508): 套装销售方式降低运营成本



## 目录

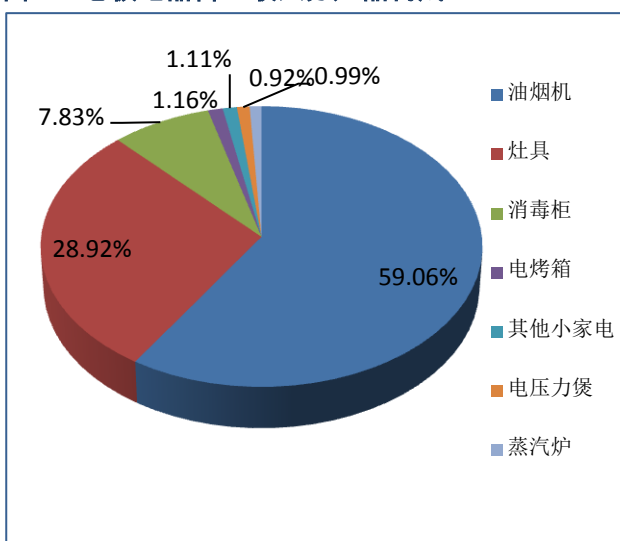
1 公司简介 .....	3
2 行业分析 .....	4
2.1 巨大市场空间有待挖掘 .....	4
2.2 行业内部存整合空间 .....	5
3 公司高端定价符合行业趋势 .....	5
3.1 厨电产品高端化趋势加快 .....	5
3.2 公司高端定价高盈利形成良性发展 .....	6
4 渠道、市场、售后为公司增长助力 .....	8
4.1 新兴渠道成为增长新动力 .....	8
4.2 渠道下沉打开新成长空间 .....	9
5 盈利与估值预测 .....	10
6 风险分析 .....	10
指标分析与报表预测 .....	11
其他明细条目 .....	12

## 1 公司简介

老板电器始创于 1979 年，迄今已发展成为中国厨房电器行业的领导者。从创始之日起，目前已经有超过 3500 万户中国家庭选择了老板品牌厨房电器。在中国内陆的吸油烟机市场，“老板”已经近乎于成为吸油烟机的代名词。

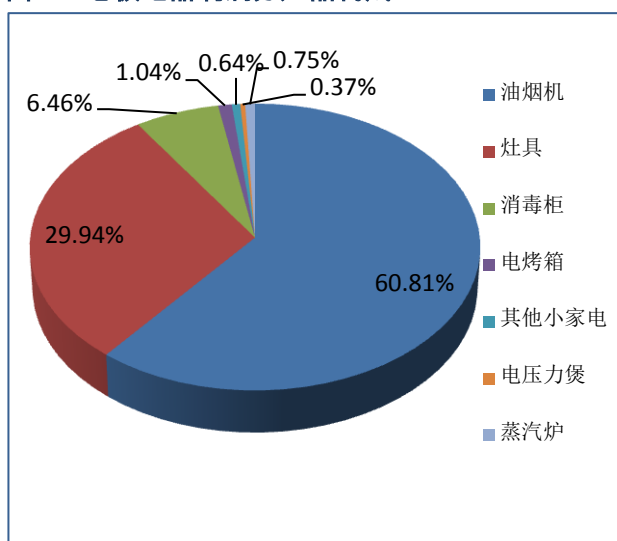
老板电器主要产品包括吸油烟机、灶具、消毒柜、烤箱等以及厨电的整体解决方案。目前，公司拥有超过百项的自主创新产品专利技术，包括双劲芯、免拆洗、主火中置、3D 速火、回形杀菌以及油烟机大吸力等。公司 2010 年于中小板上市，之后建成厨房电器创新产业园和厨电生产制造物流综合基地。

图 1：老板电器营业收入分产品构成



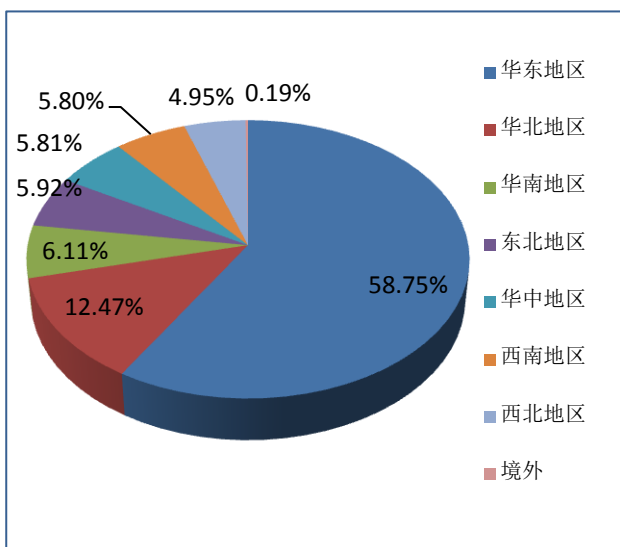
数据来源：公司公告 财达证券

图 2：老板电器利润分产品构成



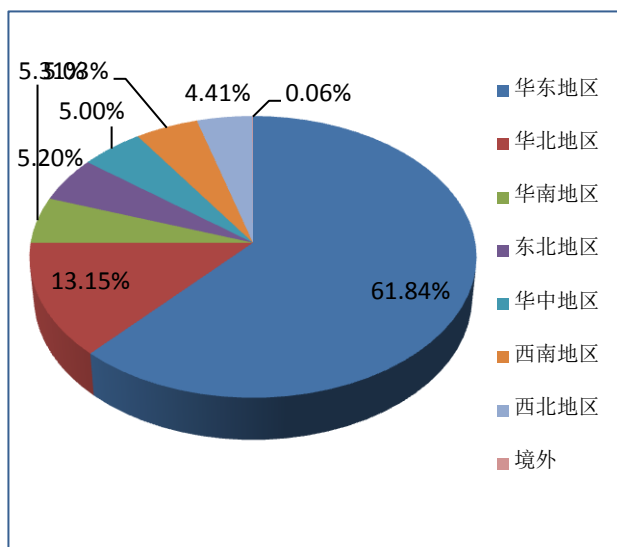
数据来源：公司公告 财达证券

图 3：老板电器营业收入分地区构成



数据来源：公司公告 财达证券

图 4：老板电器利润分地区构成



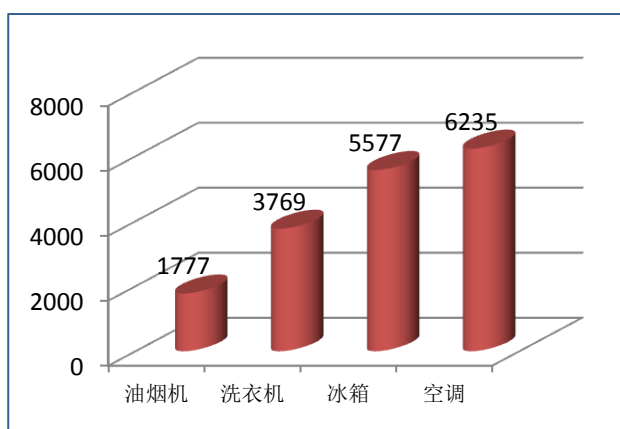
数据来源：公司公告 财达证券

## 2 行业分析

### 2.1 巨大市场空间有待挖掘

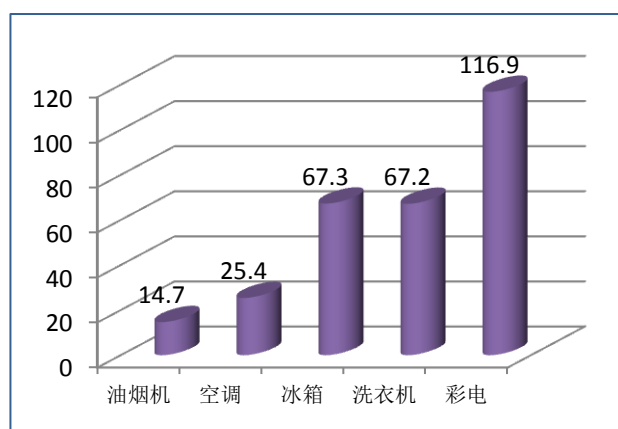
2013 年，我国大陆地区空调、冰箱、洗衣机的销量分别为 6235.2 万台、5577.33 万台、3769.0 万台。而与以上产品具有相同耐用品属性、同属于一户一机标准配置的油烟机灶具产品销量不过 1777 万台。不仅仅是年销量，在家庭保有量方面，以油烟机灶具为主的厨电产品也显示出巨大的成长空间。2012 年我国农村地区冰箱洗衣机的保有量为每百户 67 台，彩色电视机每百户 116 台，而油烟机灶具不过 15 台。不止农村地区，与城镇居民油烟机 83 台/百户的保有量相比，一户一机的标准配置也有显著差距。

图 5：2013 年家电销量对比（单位：万台）



数据来源：中怡康 财达证券

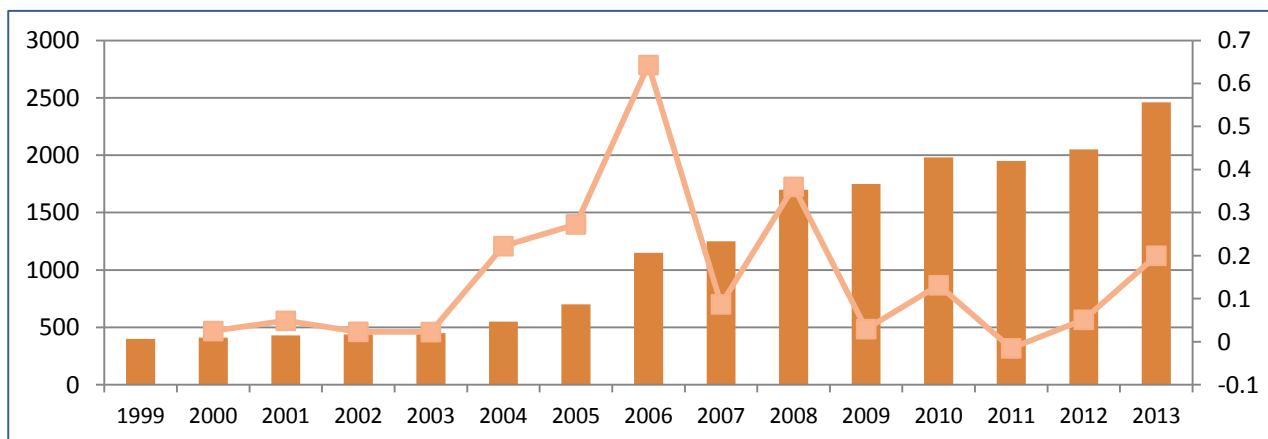
图 6：农村地区 12 年每百户家电保有量（单位：台）



数据来源：中怡康 财达证券

油烟机等厨电产品的另一大需求源自于产品的更新换代。我国房地产市场的繁荣开始于 2000 年左右。与之伴随的是具有一定家装属性的油烟机灶具的市场发展，由此开始该市场保持了大约每年 15% 的增长速度。在我国，冰洗产品的更新换代周期大约为 10 年左右，而由于产品质量、消费观念和产品的更新速度等缘由，油烟机灶具的更新换代期一般为 15 年左右。此前已经有一定积累的油烟机灶具保有量将进入更新阶段，成为刺激行业快速发展的另一大因素。

图 7：吸油烟机历史销量及增长率（单位：万台）



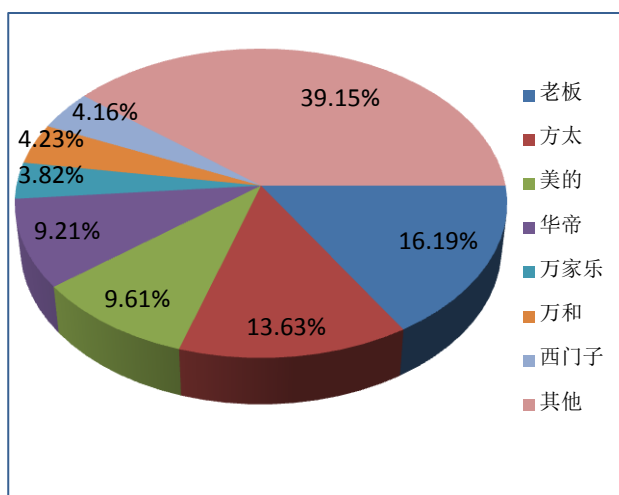
数据来源：产业在线 财达证券

## 2.2 行业内部存整合空间

厨电产品既有家用电器属性，也有一定的装修属性，因此厨电生产商下游的销售渠道不仅包括家电连锁、超市、商店、专卖店等传统家电销售商，还包括建材市场、装修公司、橱柜公司等，繁多、复杂的下游渠道成为了品牌厂商拓展渠道扩大市场的一大阻力，为一些小的生产厂家留下了生存空间。除此之外，消费者品牌意识差也造成了厨电市场格局分散、集中度低的现状。以空调和油烟机的销售结构而言，2012年3000元以下中低端空调市场占比22%不到，而2000元以下中低端的油烟机市场份额超过50%。

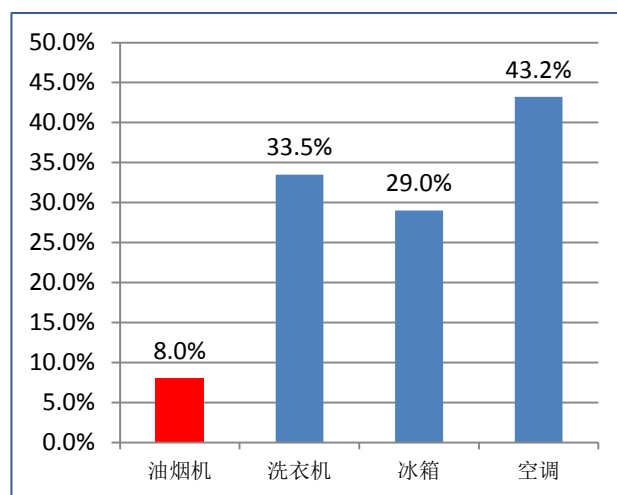
厨电行业起步相对较晚、下游销售渠道繁多复杂、消费者品牌意识差等等多重因素造成了我国油烟灶具市场格局的分散、集中度低的现状。与其他大型家电对比来看，冰洗空的CR3为45%~60%，而油烟机CR3仅为39%。属行业龙头的老板、方太、华帝等业内品牌均未达到20%的市场占有率。仅以目前市场之内的待整合空间来看，留给龙头企业的发展空间足够大。

图8：油烟机市场格局分散



数据来源：产业在线 财达证券

图9：各类家电龙头企业市占率对比



数据来源：产业在线 财达证券

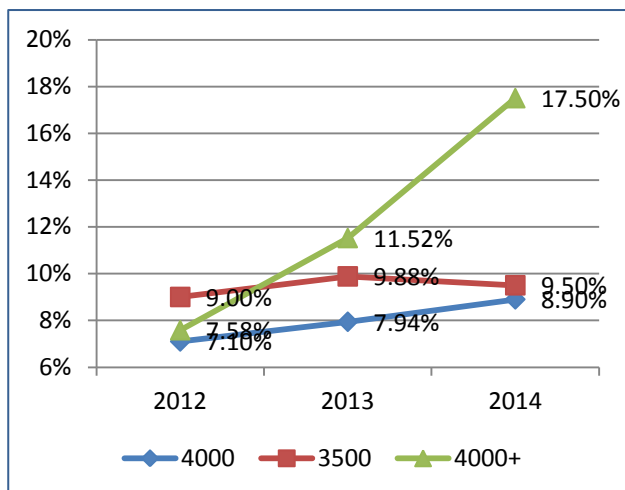
## 3 公司高端定价符合行业趋势

### 3.1 厨电产品高端化趋势加快

由于兼具装修属性，厨电产品相较于其他大型家用电器在消费升级中更明显受益。前文提及目前我国消费者对油烟灶具的品牌认知度较差，原因在于该类产品的起步相对较晚，尚没有培育出消费者的品牌消费观念。在经历过十五年之久的行业发展之后，厨电市场消费者也越来越重视品牌、重视品质。在家庭装修中，厨电产品往往与家庭及厨房整体装修风格需要高度一致。在消费升级大背景下，消费者对于厨电的质量要求越来越高，对品牌、健康、舒适、美观需求愈发强烈，愿意为高端产品付出更高溢价。

如此大背景之下，油烟灶具市场近年来高端产品扩容、价格中枢上移的趋势日渐明显。在2013年、2014年行业整体零售规模增速11%、-5.3%的大环境之下，同期4000元以上高端厨电产品的销售量增速分别为69%、43%，4000元以上高端产品零售量份额从2012年7.6%大幅提升至2014年17.5%，同时零售额的市场份额也由16.7%增长到了33.3%。

图 10：油烟机市场高端化明显



数据来源：产业在线 财达证券

图 11：厨房家电装修属性明显



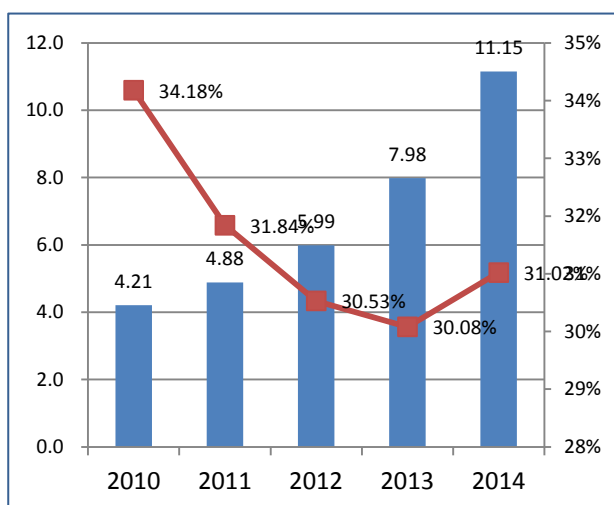
图片来源：网络整理 财达证券

### 3.2 公司高端定价高盈利形成良性发展

老板电器在产品布局上以高端厨电为主，采取高端品牌营销策略。2008 年，老板电器率先提出了“大吸力”油烟机的概念，并且多年来坚持不懈对这一概念进行长久营销，最终将“老板”和“大吸力油烟机”牢牢地绑在了一起，稳据高端厨房电器“大吸力”的战略高地。

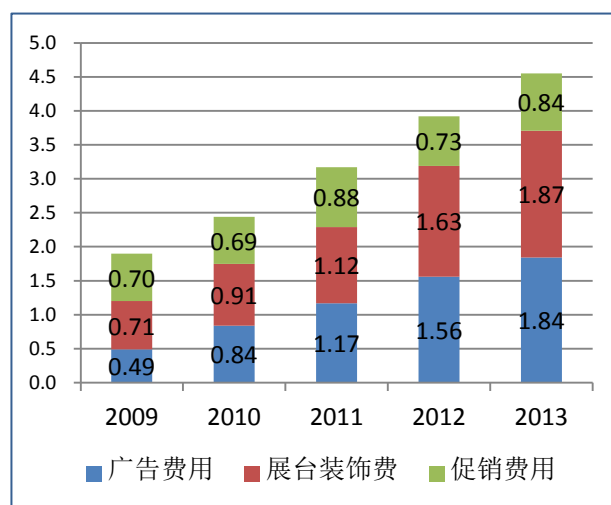
多年以来，为打造高端品牌形象，老板电器不断加大其在广告营销方面的投入。公司每年的销售费用以广告、展台装饰、促销为主，销售费用往往占到公司营业收入的 30%以上。2014 年公司销售费用 11.15 亿，占比营业收入高达 31.02%。2014 年公司以 2.3 亿元投放央视黄金招标，摘得了厨电标王，这一数字超过了公司 2013 年净利润的 60%以上。

图 12：公司销售费用及占比（单位：亿元）



数据来源：公司公告 财达证券

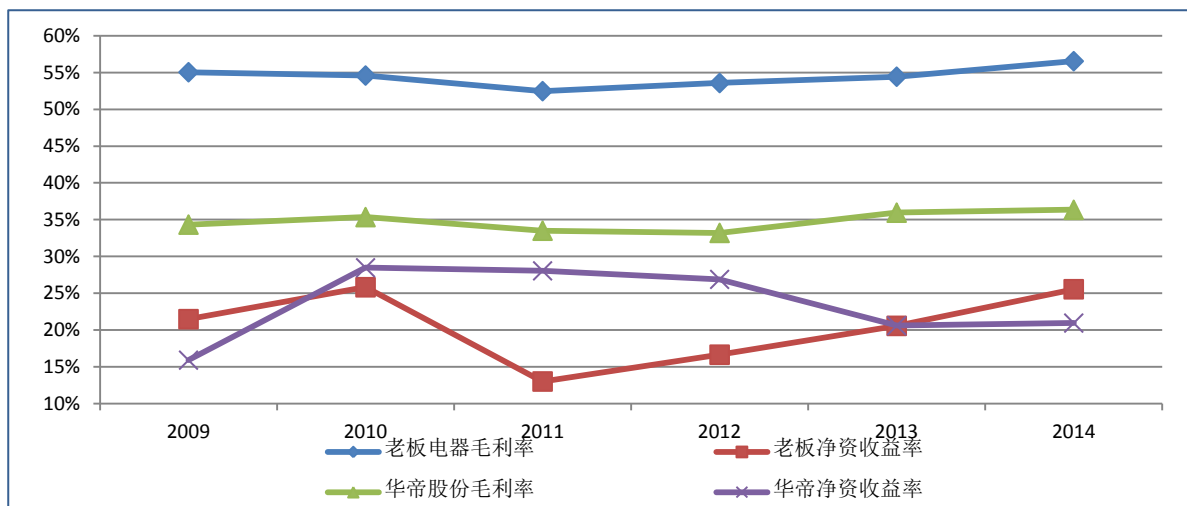
图 13：销售费用构成（单位：亿元）



数据来源：公司公告 财达证券

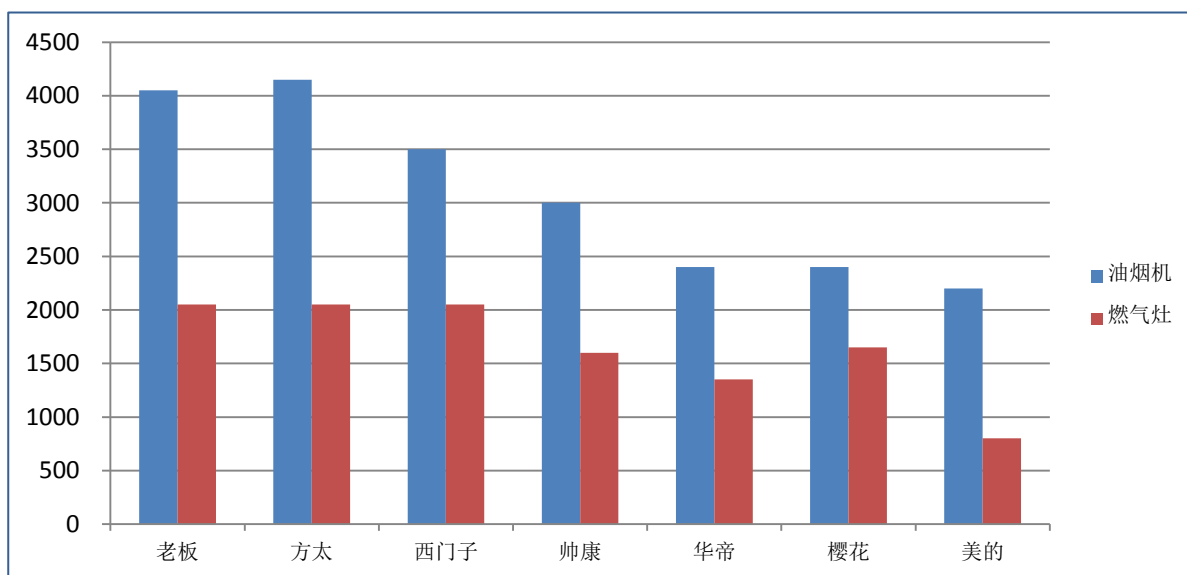
正是凭借着高端定位、高端定价的经营策略，老板电器牢牢掌握住了厨电市场的高端定价权，并在近几年的发展中快速扩大了市场占有率，逐步拉开了与第二名之间的差距。相比于 A 股另一家主打中端的厨电公司——华帝股份，老板电器在经营业绩和市场占有方面均显示出明显的优越性以及耐久的发展力。

图 14：老板电器、华帝股份盈利能力比较



数据来源：公司公告 财达证券

图 15：近期市场各品牌产品均价比较 (单位：元)



数据来源：公开信息 财达证券

通过上述的分析我们可以看出，采取高端战略的老板电器在握住高端定价的同时也获取了高盈利能力，而高盈利又保障了公司的扩张能力和高端布局的战略执行。公司投放巨额广告费、在 KA 渠道采用高营销费用、高促销费用、展台装饰费用等等，对其他有意进入高端市场的厨电厂商形成了品牌壁垒，使得其他品牌面对高端市场只得望洋兴叹。老板电器这一策略的成功，确保了其和方太双寡头长期独占该市场的格局。

表 1：老板电器品牌塑造进程

2006 年	该年度起始，老板电器连续每年获得“亚洲品牌 500 强”称号
2007 年	公司举办了“创新 美 生活”主题发布会。该次发布会上，公司将“老板”的品牌诉求定位于“懂得生活品味的家电创新家”，并在品牌当中注入“人文”精神，从而确立了“领先、品质、人本”的品牌基因要素
2008 年	行业内率先推出大吸力油烟机，从此牢牢把握该市场高地  推出“轻松烹饪”的理念引导消费者对厨电产品的消费观念
2011 年	发布《中国高端厨房生活趋势》，向消费者诠释了关于厨房的高端生活方式和生活态度  当年开始斥巨资竞标央视黄金招标资源  紧随时代潮流，参与微博营销
2012 年	针对我国的食品安全危机，发起情感营销，建成国内首个有机形态厨房文化科技体验馆——“厨源”
2013 年	再次定义“大吸力”概念，综合考量了拢吸、强滤、速排、节能四个方面

资料来源：公开信息 财达证券

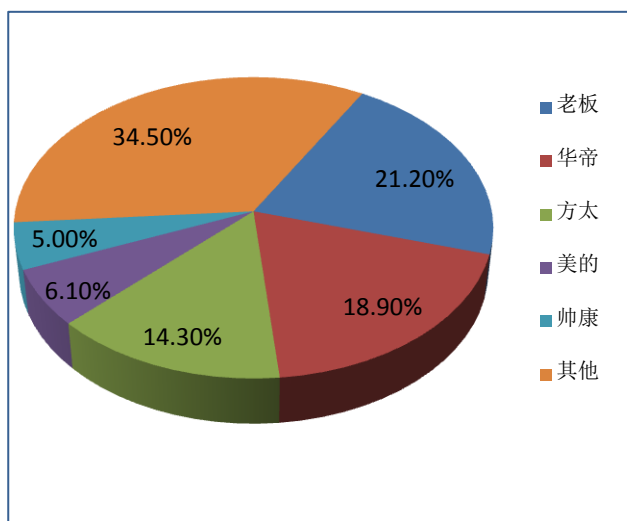
## 4 渠道、市场、售后为公司增长助力

### 4.1 新兴渠道成为增长新动力

电子商务的快速发展，成为厨电行业集中度提升、老板等龙头品牌收入增长的一个因素。在线上渠道当中，消费者更加倾向于品牌消费，因此油烟灶具在线上渠道当中的市场份额远远高于线下。伴随着我国零售电子商务占比提升以及厨电厂商加大力度发展电子商务，厨房电器线上渠道必将迎来持续的高速发展，从而有利于老板等龙头企业占领市场。老板电器以在天猫开设品牌专卖店的方式进行线上销售，从公司每年的财务报告可以看出自公司进行线上销售以来，在该领域取得了长足的发展。

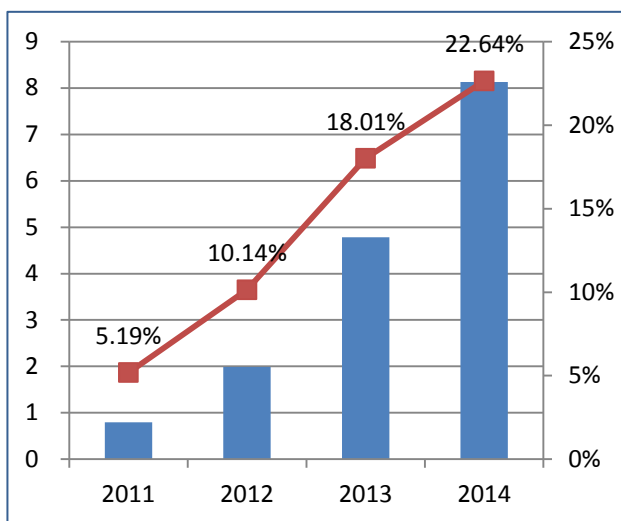


图 16：线上渠道品牌格局



数据来源：产业在线 财达证券

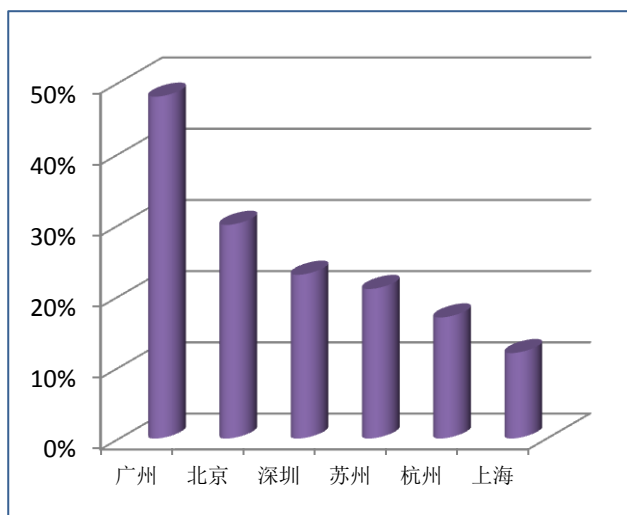
图 17：老板电器电商收入及增长率（单位：亿元）



数据来源：公司公告 财达证券

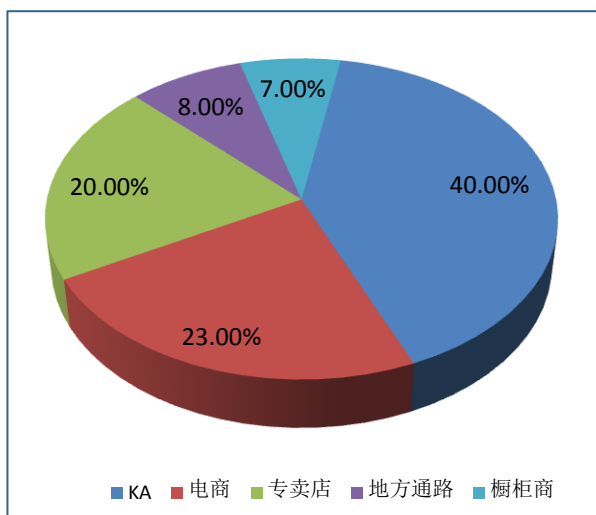
此外，装修建材、地产开发、室内装饰等是厨电行业的另一下游分支。随着我国居民收入水平和消费观念的提升，我国居民在厨卫装修当中必将越来越注重生活品质。另外当前房地产销售当中精装修快速发展，而定位于中高端住宅市场的精装修房往往对厨卫装修的要求也较高，其在选择厨电产品时更加倾向于具有知名度的高端品牌。伴随地产行业精装修销售的发展，有利于厨电龙头企业扩大市场份额。

图 18：各大城市精装修项目占比



数据来源：产业在线 财达证券

图 19：老板电器分渠道收入结构



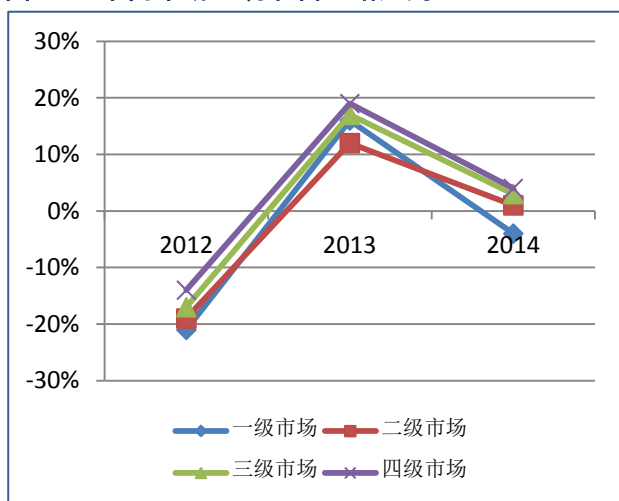
数据来源：公司公告 财达证券

## 4.2 渠道下沉打开新成长空间

长期以来，由于居民购买力薄弱、经销商动力不足等等主客观原因，造成了家电销售，特别是高端品牌的家电销售过度集中于中心城市等一二级市场。但是近些年来，随着三四级市场购买力的提升，当地地产市场的开发，该地区的市场容量已经有了很大扩容，再加上其他因素的优化，家电销售向较低级市场下沉的成本大幅下降，这些客观条件的改善使得一些品牌家电商可以逐步复制自己在一二线城市的商业模式。目前我国已经经过长足发展的空调行业的发展路径可以作为厨电行业的一个重要参考。2013 年开始，空

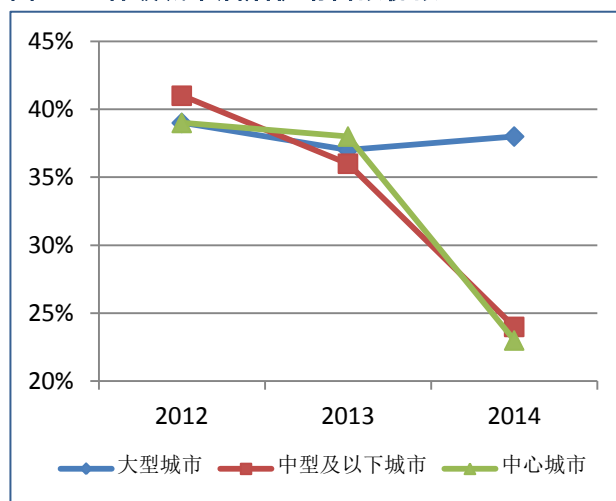
调在我国三四级市场的销售增速反超一二级市场，而三四级市场油烟机零售额占比的扩大也佐证了以上观点。

图 20：不同市场空调零售量增速对比



数据来源：产业在线 财达证券

图 21：各级城市油烟机销售额份额



数据来源：产业在线 财达证券

老板电器除上文提到的品牌及渠道优势以外，完善的售后服务也是其竞争优势之一。厨电产品相比传统白电其安装和售后服务需求更强，而缺乏全国性的售后服务体系是厨电行业一直以来市场格局较为分散的原因之一。老板电器凭借着自身体系内长期稳定的代理商关系已经建立了全国范围内的售后服务体系，依靠优于竞争对手的售后服务，公司构建了较强的品牌黏性。

## 5 盈利与估值预测

预测公司 2015 年、2016 年、2017 年 EPS 分别为 1.50 元、2.02 元、2.70 元，对应当前股价市盈率在 28.7、21.3、16.0 倍左右，给予“买入”评级。

## 6 风险分析

- 1) 厨房电器行业的景气度持续低迷，影响公司主营业务；
- 2) 公司核心技术的泄密风险。

**指标分析与报表预测**

资产负债表					利润表				
(百万元)					(百万元)				
	2014A	2015E	2016E	2017E		2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	1499.8	1520.7	2101.4	2308.7	主营业务收入	3588.9	4809.7	6474.9	8710.2
应收帐款	786.6	770.6	1382.2	1619.0	主营业务成本	1559.5	2089.8	2813.6	3784.9
存货	553.7	820.2	932.3	1492.9	主营业务利润	2029.4	2719.9	3661.3	4925.3
预付款项	38.8	21.6	54.8	57.5	营业费用	1115.1	1494.4	2011.8	2706.3
其他应收款	11.0	11.3	18.3	23.2	管理费用	267.8	358.9	483.1	649.9
非核心资产	0.9	0.9	0.9	0.9	财务费用	-43.2	-33.3	-39.8	-48.4
固定资产	316.7	632.3	725.9	799.6	折旧摊销	38.6	89.6	109.5	127.4
无形资产	91.1	80.4	69.8	59.1	资产减值损失	6.9	0.0	0.0	0.0
长期待摊费用	0.4	0.2	0.0	0.0	公允价值变动	0.0	0.0	0.0	0.0
其他非流动资产	15.5	15.5	15.5	15.5	投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0
总资产	3512.8	3873.7	5301.2	6376.3	营业利润	643.6	849.2	1137.0	1524.0
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	营业外净收入	20.5	-0.8	-1.1	-0.7
应付款项	601.2	418.6	1026.0	1021.8	利润总额	664.1	848.4	1135.9	1523.3
预收款项	312.4	370.8	531.5	717.4	所得税费用	96.4	127.3	170.4	228.5
其他应付款	108.3	108.3	108.3	108.3	净利润	567.7	721.1	965.5	1294.8
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0					
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	<b>主要财务指标</b>				
应付债券	0.0	0.0	0.0	0.0		2014A	2015E	2016E	2017E
长期经营性负债	0.0	0.0	0.0	0.0	收入增长率(%)	35.2	34.0	34.6	34.5
其他非流动负债	9.6	9.6	9.6	9.6	净利润增长率(%)	50.3	27.0	33.9	34.1
负债合计	1031.4	907.2	1675.4	1857.0	EBITDA 增长率(%)	48.6	37.2	33.3	32.9
少数股东权益	-0.7	-8.7	-22.8	-39.0	EBIT 增长率(%)	52.2	31.3	34.5	34.6
股东权益	2482.2	2975.2	3648.6	4558.3	主营利润率(%)	15.8	15.0	14.9	14.9
净营运资本	14.6	369.9	12.4	645.6	EBITDAMargin	18.4	18.8	18.6	18.4
投入资本 IC	1017.5	1493.9	1589.1	2297.7	ROE	23.1	24.5	26.9	28.8
					ROIC	60.3	68.1	62.4	78.9
<b>现金流量表</b>					基本 EPS	1.80	1.50	2.02	2.70
					稀释 EPS	1.80	2.28	3.06	4.10
	2014A	2015E	2016E	2017E	每股红利	1.4	1.7	2.1	2.6
净利润	567.7	721.1	965.5	1294.8	每股现金流	1.4	0.9	2.1	1.5
折旧摊销	38.6	89.6	109.5	127.4	每股净资产	5.1	6.1	7.5	9.4
净营运资金增加	49.3	-357.7	4.2	-623.3	净负债/权益(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
经营现金流	658.7	419.8	1039.5	749.9	总负债/总资产(%)	29.4	23.4	31.6	29.1
投资现金流	-206.5	-196.9	-193.2	-190.9	流动比率	2.8	3.5	2.7	3.0
融资现金流	-128.0	-202.1	-265.5	-351.7	速动比率	2.3	2.6	2.1	2.2
现金净增(减)	324.1	20.8	580.8	207.2					
现金期末余额	1499.8	1520.7	2101.4	2308.7					

## 其他明细条目

### 评级定义

#### 【市场指数评级】

看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%  
看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间  
看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%

#### 【行业指数评级】

超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%  
标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间  
低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

#### 【公司股票评级】

买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%  
增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间  
中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间  
减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间  
卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

### 免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表财达证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“财达证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

财达证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

### 联系方式

地址：石家庄市桥西区自强路 35 号庄家金融大厦 25 层  
电话：0311-66006330      传真：0311-66006364      邮编：050000