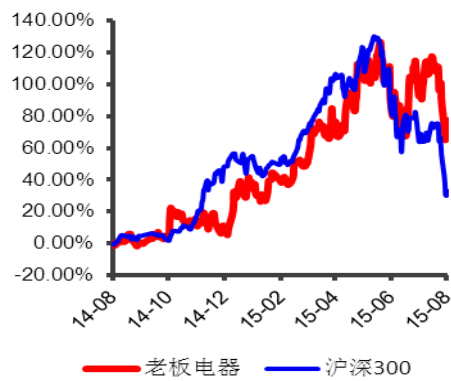


2015年8月27日

评级（首次/维持/下调/上调）

推荐

最近 52 周走势：



相关研究报告：

报告作者：

分析师：钱建

执业证书编号：S05905101240001

联系人：钱建

电话：0510-8283-2380

Email: QJ@glsc.com.cn

独立性声明：

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，特此申明。

国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

老板电器推出高管及代理商持股计划点评

➤ **事件：**公司代理商拟与相关专业管理机构签订管理协议，以合法方式取得老板电器股票，达成代理商持股计划；公司拟推出第一期核心管理团队持股计划。

➤ **点评：**

➤ **老板电器本次 2015 年代理商持股计划拟筹集资金总额上限为 9,920 万元**，代理商持股计划资金来源为代理商自筹资金。1 期资管计划份额上限为 29,760 万份，按照 2:1 的比例设立优先级份额和次级份额。控股股东杭州老板实业集团有限公司购买代理商 1 期资管计划优先级份额。对于次级份额而言，通过份额分级，放大了次级份额的收益或者损失，若市场面临下跌，次级份额的跌幅可能大于公司股票跌幅。按照老板电器目前的市场价格，本次代理商持股计划涉及的标的股票数量约为 873 万股。我们认为该计划在公司过往的千人合伙人计划上更进一步，把代理商利益更紧密的绑在公司开拓市场的战车上，特别是分级的产品结构的设计放大了代理商的利益波动，对代理商的动力及压力更大，这将有助于公司各代理商更加积极的推销公司产品，推动公司未来业绩增长。

➤ **公司的高管持股计划拟募集资金 1600 万元**，核心管理团队是保障公司战略执行、收入与业绩提升的决定力量，参加本持股计划的人员范围为公司的董事、监事、高级管理人员共 12 人，管理团队 1 期资管计划份额上限为 4,800 万份，按照 2:1 的比例设立优先级份额和次级份额。公司控股股东杭州老板实业集团有限公司购买管理团队 1 期资管计划优先级份额。对于次级份额而言，通过份额分级，放大了次级份额的收益或损失，若市场面临下跌，次级份额的跌幅可能大于本公司股票跌幅。该计划覆盖公司核心管理团队，对进一步提高高观层的经营激励有较大的正向激励作用。我们认为这两项持股计划合计购买股票预计在 1000 万股左右，在当

前股市动荡阶段具有极大的提升市场信心、稳定股价的作用；也反映了公司高管层和代理商对公司未来发展及业绩、股价的强烈信心。

➤ 厨电行业目前低速增长但去年以来的房地产回升为未来 2 年厨电行业恢复增长打下基础，由于厨电行业相对于房地产业滞后 1-2 年，故 2013 年的房地产滞销期反映为目前厨电行业的低速增长期，根据中怡康零售监测报告显示，2015 年上半年，主要厨房电器产品吸油烟机、燃气灶、消毒柜销售额的增长比例分别为 2.84%、-0.99%与-5.66%，但我们预计未来 2 年将受益于房地产销售的回升而略有增长。

➤ 公司以高端品牌的强势向电商及基层渠道进行市场扩张促进了公司取得超越行业的增长：公司通过推进渠道变革、加快渠道下沉、加强品牌建设、强化高端定位、提升研发实力等措施，取得了超越行业的增长。根据中怡康零售监测报告，截至 2015 年 6 月底，公司主力产品吸油烟机零售量、零售额市场份额分别为 16.48%、24.65%，燃气灶零售量、零售额市场份额分别为 14.10%、21.37%，消毒柜零售额市场份额为 19.07%，均持续保持行业第一。

➤ 公司以渠道变革大幅拓展销售区域提升了市场销售额：公司以“千人合伙人计划”，代理公司本部事业合伙人和三四级市场的激励分享模式促进了各级营销渠道的积极性，全国代理商数量已经增加至 77 家。以“拓展经营渠道，深挖增量市场”为战略，拓展专卖店建设，加速三四级市场渠道下沉，持续加快专卖店建设步伐，上半年新增专卖店 218 家，大幅拓展了销售区域。

➤ 公司进一步加大电商渠道拓展力度：公司与京东商城、天猫商城、国美在线、苏宁易购、唯品会等平台开展合作，公司还自建官方购物网，取得了 70% 的快速增长，保持了公司网购渠道第一大厨电的市场地位。

➤ 新品类推出和新产能基地建设顺利：高端侧吸巨幕 5900 融合了严谨细致的制造工艺与前卫时尚的设计理念，通过“近距劲吸”、“深腔拢烟”与“屏随烟动”三大核心技术对油烟进行智能操控。全新一代智能大吸力油烟机 8228 拥有全新双劲芯 4.0 风机系统，对大吸力技术再次升级优化。新品类洗碗机的推出，进一步丰富了公司的产品品类。茅山基地“270 万台厨房电器建设项目”围绕智能制造基地系统规划，完成设备安装调试、生产过程执行管理系统开发、精益基础管理设计等工作，预计于今年四季度开始试生产。市场营销及品牌推广与时俱进：公司强化“大吸力油烟机”的品牌定位，聚焦央视一套黄金时段天气预报标版以及央视新闻频道《新闻 1+1》等核心栏目冠名方式进行广告投放；针对年轻消费群体的媒体接触习惯，选择如微信朋友圈、手机新闻客户端等新兴类媒体的推送“大吸力”广告，效果良好。

➤ 公司持续领先同业、继续提升市场份额：2015 年上半年公司实现营

业收入 20.42 亿元, 同比增长 27.63%; 归属于母公司所有者的净利润 3.07 亿元, 同比增长 40.93%。截止 2015 年 6 月底, 公司主力产品吸油烟机零售额市场份额为 24.65%, 相对于 2014 年底已提升 0.5 个百分点; 吸油烟机销售量市场份额为 16.48%, 领先主要竞争对手 16.63%。同时, 吸油烟机的毛利率持续提升 2 个点, 达到 60% 以上, 其他主要产品的毛利率也领先同业。我们认为公司主要产品的毛利率已经达到 50%-60% 的较高水平, 后市进一步提高的空间不大, 但较高的毛利率水平赋予公司极大的竞争余地, 为进一步拓展市场份额提供了可能。从公司上半年的市场成效看, 业绩成长也主要来自于新市场的开拓, 未来看点仍在于此, 即以新兴高端产品迎合消费升级、以强势品牌拓展内地市场。

➤ 综上, 公司的核心竞争优势在于: 1、产品力: 拥有定制化柔性生产系统、精工制造中心、全智能物流管理系统, 高端厨电的研发、设计、品质、工艺等均处于行业内领先水平。高端侧吸大吸力吸油烟机 5900 荣获艾普兰“设计奖”和“产品奖”两项大奖。2、品牌力: “老板”商标被认定为“中国驰名商标”; “老板”品牌荣获“中国厨电行业最具影响力品牌”、“中国 500 最具价值品牌”, “老板”品牌已成为国内知名度最高、最受消费者喜爱的专业化高端厨房电器品牌之一。3、营销力: 公司的销售模式为业内较为独特的代理制。这一模式增强了对代理商的激励力度, 使公司获得了超越竞争对手的发展速度。公司建立了 KA、网络购物、专卖店、工程精装修、电视购物、地方通路、橱柜专营店、家装设计师等“多点开花”的渠道结构, 公司代理商/经销商合计已达 77 家, 专卖店数量已达 2350 家。

➤ 盈利预测: 根据公司上半年的经营情况及公司的预测公告, 考虑到去年的地产销售回升在下半年渐渐显效, 我们预计公司未来几年的业绩增幅在 30% 左右, 预测未来 3 年的每股收益是 1.55、1.9、2.29, 动态 PE22/18/15, 加之此次推出的大额持股计划, 建议长期关注。

➤

	2015-06-30	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31
毛利率(%)	57.40	56.55	54.44	53.58
产品	57.18	56.59	54.29	53.06
油烟机	60.52	58.27	55.70	54.65
燃气灶	57.76	58.57	57.38	56.18
消毒柜	49.46	46.67	45.28	46.02

吸油烟机市场份额	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年中
按销售量计算 (%)	13	15.54	16.19	16.48
按销售额计算 (%)	19.66	22.69	24.15	24.65

报表预测											
利润表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	资产负债表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	2653.81	3588.94	4737.40	6158.62	7883.04	货币资金	1217.95	1490.23	1807.49	2565.21	3078.08
减: 营业成本	1209.16	1559.53	2037.08	2709.79	3547.37	应收和预	609.14	836.42	1073.85	1410.96	1771.46
营业税金	28.08	39.30	51.41	66.83	85.54	存货	448.94	553.74	764.34	989.02	1306.28
营业费用	798.14	1115.10	1447.63	1881.92	2408.86	固定资产	363.92	514.90	448.31	381.72	315.13
管理费用	210.26	267.79	373.38	485.39	621.30	无形资产	92.66	91.10	80.44	69.78	59.11
财务费用	-35.52	-43.24	-36.61	-48.70	-63.00	其他非流	3.11	15.86	15.66	15.46	15.46
营业利润	439.69	643.58	864.51	1063.39	1282.96	资产总计	2737.83	3503.22	4191.04	5433.08	6546.46
加: 其他非经	3.89	20.53	12.30	12.30	12.30	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	443.58	664.11	876.82	1075.69	1295.27	应付和预	696.12	1021.82	1118.44	1635.17	1875.21
减: 所得税	65.94	96.42	131.52	161.35	194.29	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	377.65	567.69	745.29	914.34	1100.98	其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
减: 少数股东	-7.98	-6.71	-8.81	-10.81	-13.01	负债合计	696.12	1021.82	1118.44	1635.17	1875.21
归属母公	385.63	574.40	754.10	925.14	1113.99	每股收益(EPS)	0.793	1.182	1.551	1.903	2.292
现金流量表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	每股经营现金:	0.665	1.356	0.872	1.825	1.371
经营性现	323.25	659.20	423.79	887.11	666.56	销售毛利率	54.44%	56.55%	57.00%	56.00%	55.00%
投资性现	-87.45	-206.48	10.46	10.46	10.46	销售净利率	14.23%	15.82%	15.73%	14.85%	13.97%
筹资性现	-76.80	-128.00	-116.99	-139.85	-164.14	净资产收益率	18.94%	23.14%	24.47%	24.23%	23.68%
现金流	158.96	324.64	317.26	757.72	512.87	市盈率(P/E)	52.65	35.35	26.92	21.95	18.23

无锡

国联证券股份有限公司研究所

江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所

上海市浦东新区源深路1088号葛洲坝大厦22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

北京

国联证券股份有限公司研究所

北京市海淀区首体南路9号主语国际4号楼12层

电话: 010-68790997

传真: 010-68790897

深圳

国联证券股份有限公司研究所

广东省深圳市福田区福华三路卓越世纪中心1号楼2401室

电话: 0755-82556064

传真: 0755-82556064

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘20%以上
	推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘5%以上
	观望	股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来6个月内相对大盘下跌10%以上
	优异	行业指数在未来6个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来6个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来6个月内弱于大盘
	关注	不作为强烈推荐、推荐、谨慎推荐、观望和卖出的投资评级,提示包括但不限于可能的交易性投资机会和好公司可能变成好股票的机会

免责声明:

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写,本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性,客户也不应该认为该信息是准确和完整的。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和询价。我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。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会,还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。