

家用电器行业

老板电器 (002508)

维持

报告原因：季报点评

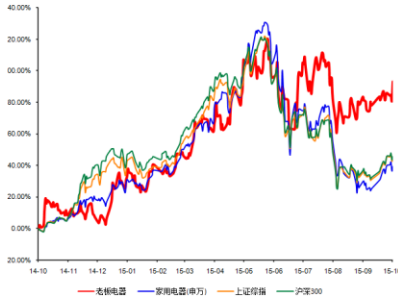
积极布局二三线城市，公司业绩仍有很大提升空间

买入

2015年10月21日

公司研究/点评报告

老板电器近一年市场表现



市场数据：2015年10月20日

收盘价(元)	36.6
近一年内最高/最低(元)	59.29/30.2
流通A股/总股本(亿)	4.72/4.86
流通A股市值(元)	174
总市值(亿元)	179

基础数据：2015年09月30日

每股净资产(元)	5.93
每股公积金(元)	1.674
每股未分配利润(元)	2.82

分析师：石晋

执业证书编号：S0760514050003

Tel：0351-8686645

Email：shijin@sxzq.com

地址：太原市府西街69号国贸中心A座

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件描述：

公司前三季度实现营业收入 31.2 亿元，同比增长 25.2%；归母净利润 4.88 亿元，同比增长 41.11%；基本 EPS 为 1.01，主要是销售规模扩大、经营业绩增长所致。其中当季实现收入 10.8 亿元，同比增长 20.8%；归母净利 1.81 亿元，同比增长 41.4%，三季度表现略低于预期，但整体表现良好。

事件分析：

① **净利润增速远超收入增速。**公司净利润增速是收入增速的近两倍，主要是成本控制得当，原材料继续维持低位。前三季营业总成本占比 81.9%，较去年同期 84.45% 大幅下降 2.55 个百分点，成本增速(21.4%)远低于收入增速(25.2%)。三费中除销售费用占比微涨 1 个百分点外，其余管理费用和财务费用均有下降。考虑原材料价格仍在下降通道、公司新品不断推出优化产品结构以及线上销售占比继续攀升等因素，公司产品净利润有望保持在 30% 的增长。

② **电商销售贡献高毛利率&三四级市场快速下沉双向发力。**公司持续开展渠道变革，渠道销售占比中排名居前的有：KA 渠道(30%)，专卖店(27%)和电商渠道(22%)。目前公司代理商、经销商合计达 77 家，专卖店按照年新增 400-500 家，16 年底有望达 3000 家；此外电商占比到年底有望增长到 25% 左右。电商公司实施错配销售模式，线上毛利高于线下为公司高毛利做出一定贡献。从销售分布来看，一线北上广深占比 18%；二线占比 37%；三线地级市与县级市占比在 45% 下沉速度明显。由于一线城市品牌间竞争激烈，二三线对价格敏感度低，使得一线产品毛利率反而低于二三线城市。目前非一线城市的购买力及高品质需求都在慢慢向一线城市靠拢，公司作为高端厨具在二三线城市的销售仍有很大提升空间。

**盈利预测及投资建议：**公司大股东持股稳定；专注厨具子行业纵深发展具有“匠人”精神；新品持续推出优化产品结构；电商占比提升公司毛利率水平。我们预计公司 2015/2016/2017 年 EPS 分别为 1.55/2.06/2.72。目前股价对应公司未来 3 年业绩 PE 估值为 23.6/17.77/13.44，维持买入评级。

**风险提示：**原材料价格回升，消费需求疲软，高端厨电市场争夺加剧



财务和估值数据摘要

单位:百万元	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1962.74	2653.81	3588.94	4773.29	6348.48	8379.99
归属母公司股东净利润	268.04	385.63	574.40	753.85	1000.72	1323.37
每股收益(EPS)	1.05	1.51	1.80	1.55	2.06	2.72
净资产收益率(ROE)	16.56%	18.94%	22.61%	23.78%	27.80%	31.51%
市盈率(P/E)	34.86	24.24	20.33	23.60	17.77	13.44

报表预测

利润表(百万元)	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1962.74	2653.81	3588.94	4773.29	6348.48	8379.99
营业成本	911.03	1209.16	1559.53	2147.98	2844.12	3754.23
营业税金及附加	21.63	28.08	39.3	49.64	67.93	89.67
销售费用	599.16	798.14	1115.1	1384.25	1834.71	2396.68
管理费用	162.12	210.26	267.79	391.89	525.02	691.35
财务费用	-29.5	-35.52	-43.24	-57.28	-69.83	-100.56
资产减值损失	1.26	3.95	6.87	8.59	12.70	12.57
投资收益	0.09	-0.04	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0	0	0	0	0	0
其他经营损益	0	0	0	0	0	0
营业利润	297.12	439.69	643.58	848.21	1133.84	1536.05
其他非经营损益	10.06	3.89	20.53	16.96	22.68	30.72
利润总额	307.18	443.58	664.11	865.18	1156.51	1566.77
所得税	44.85	65.94	96.42	119.33	163.79	251.40
净利润	262.34	377.65	567.69	745.85	992.72	1315.37
少数股东损益	-5.7	-7.98	-6.71	-8.00	-8.00	-8.00
归属母公司股东净利润	268.04	385.63	574.40	753.85	1000.72	1323.37

资料来源：公司公告，山西证券研究所

### 投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上  
增持： 相对强于市场表现 5~20%  
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动  
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现  
中性： 行业与整体市场表现基本持平  
看淡： 行业弱于整体市场表现

### 特别声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。