国联证券 GUOLIAN SECURITIES

证券研究报告

老板电器　电商渠道发力推动高成长

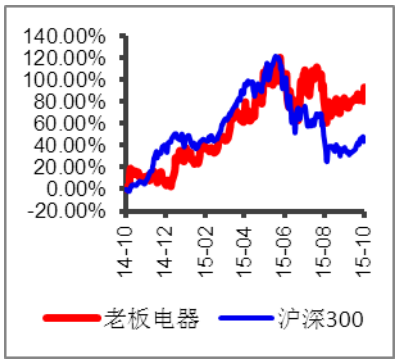
家电

2015 年 10 月 22 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：　0510-8561-3752
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 2015 年 3 季报点评

- **事件：**10月21日发布三季度业绩公告，前三季度归属于母公司所有者的净利润为4.88亿元，较上年同期增41.11%；营业收入为31.21亿元，较上年同期增25.18%；基本每股收益为1.01元，较上年同期增40.28%。公司预计2015年实现净利润6.89亿至8.04亿元，同比增长20%至40%，主要系公司业绩稳定增长，成本费用控制有效
- **点评：**
- **老板电器3季报维持高速成长态势不变的主要因素是公司电商渠道拓展得力。**公司今年网上销售额大增70%左右，遥遥领先于行业增速和电商平均增速，这是公司今年增长的最主要来源，目前公司电商销售额已经占公司总销售的20%以上。老板电器多年来的品牌推广使其高端定位深入人心，电商渠道的开辟实际上大大扩大了其市场半径，使得原本没有公司实体店落地的区域市场也因此有所拓展。从长期来看，随着消费者对电商便宜便捷等初级需求阶段的过去，高端品质有望成为下一阶段的需求。在这一阶段，品质出众的行业龙头甚至可以借助电商获得更大的市场空间。老板电器今年的市场业绩正完美的体现了这一进程。我们看好这一进程的继续展开，并认为公司可凭借其品牌美誉度在电商渠道获得更大的市场空间。
- **公司的综合毛利率继续提升说明整个行业及公司的竞争格局仍处于有序之中。**公司3季报毛利率达到58.29%的高位，较上年同期提升2个多点；销售净利率达15.56%，较上年同期提升近2个点。在整个家电行业大打价格战的大背景下，公司毛利率逆势上行说明厨电这个小行业的竞争强度低于整个家电行业，市场还有较大空间可挖，全行业产品的均价维持上行。公司产品均价目前维持在4000元左右，较行业中低端产品平均2000元左右的定位有1倍的溢价，表明公司产品的错位竞争策略较为有效。同时电商渠道由公司直营也是公司毛利率得以提升的因素。

➢ 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半年，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。同时公司也着手加强对用户的产品更新换代意识培养，目前更新份额已占 20%。并且公司注意到目前三四线城市市场增速更快的趋势，目前三四线份额已经提高到 45%，增速达 30%，显著高于一二线市场的增速。

➢ 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。但在具体策略上，公司则采取了跟随方太的定价策略，整体均价跟随性提升。根据中怡康零售监测报告，截至 2015 年 9 月底，公司主力产品吸油烟机零售额市场份额 25%，燃气灶零售额市场份额 21%，消毒柜市场份额为 19%，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，今年新增专卖店 200 多家，大幅拓展了销售区域。形成了较为理想的市场渠道架构，分别是线下实体店占 70%、线上 22%、工程占 8%，其中线下部分已经实现了专卖店与商超各占一半的结构。销售渠道的这一变革有力的对冲了目前商超渠道增速显著下滑至 10%的处境，也适应了厨电购买渠道多元分布的趋势。从 3 季报披露的公司预收账款大增来看，也表明公司产品受到了渠道的认可。

➢ 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 年前三季度归属于母公司所有者的净利润为 4.88 亿元，较上年同期增 41.11%；营业收入为 31.21 亿元，较上年同期增 25.18%；基本每股收益为 1.01 元，较上年同期增 40.28%。公司预计 2015 年实现净利润 6.89 亿至 8.04 亿元，同比增长 20%至 40%。截止 2015 年 9 月底，公司主力产品吸油烟机零售额市场份额为 25%，相对于 2014 年底已提升 0.5 个百分点；同时，毛利率继续提升 2 个点，达到 58%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 1-9 月的市场成效看，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 1-9 月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 PE23.6/19、16，加之最近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
营业收入	2653.81	3588.94	4737.40	6158.62	7883.04
减: 营业成本	1209.16	1559.53	2037.08	2709.79	3547.37
营业税金	28.08	39.30	51.41	66.83	85.54
营业费用	798.14	1115.10	1447.63	1881.92	2408.86
管理费用	210.26	267.79	373.38	485.39	621.30
财务费用	-35.52	-43.24	-36.61	-48.70	-63.00
营业利润	439.69	643.58	864.51	1063.39	1282.96
加: 其他非经	3.89	20.53	12.30	12.30	12.30
利润总额	443.58	664.11	876.82	1075.69	1295.27
减: 所得税	65.94	96.42	131.52	161.35	194.29
净利润	377.65	567.69	745.29	914.34	1100.98
减: 少数股东	-7.98	-6.71	-8.81	-10.81	-13.01
归属母公	385.63	574.40	754.10	925.14	1113.99

现金流量表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营性现	323.25	659.20	423.79	887.11	666.56
投资性现	-87.45	-206.48	10.46	10.46	10.46
筹资性现	-76.80	-128.00	-116.99	-139.85	-164.14
现金流量	158.96	324.64	317.26	757.72	512.87

资产负债表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	1217.95	1490.23	1807.49	2565.21	3078.08
应收和预	609.14	836.42	1073.85	1410.96	1771.46
存货	448.94	553.74	764.34	989.02	1306.28
固定资产	363.92	514.90	448.31	381.72	315.13
无形资产	92.66	91.10	80.44	69.78	59.11
其他非流	3.11	15.86	15.66	15.46	15.46
资产总计	2737.83	3503.22	4191.04	5433.08	6546.46
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预	696.12	1021.82	1118.44	1635.17	1875.21
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	696.12	1021.82	1118.44	1635.17	1875.21
每股收益(EPS	0.793	1.182	1.551	1.903	2.292
每股经营现金	0.665	1.356	0.872	1.825	1.371
销售毛利率	54.44%	56.55%	57.00%	56.00%	55.00%
销售净利率	14.23%	15.82%	15.73%	14.85%	13.97%
净资产收益率	18.94%	23.14%	24.47%	24.23%	23.68%
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%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业投资评级	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

免责条款：

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。