

## 模式创新促发展，布局全面定未来

### 投资要点

- **推荐逻辑:** 我国厨电产销量、保有量低，行业远未达到饱和；城镇化带来的新购需求和一线城市的更新需求叠加，带来广阔的市场空间。公司上市以来，营业收入和利润始终保持高速增长，产品市场占有率不断提高，目前“烟、灶、消”销量均位于榜首。公司推行渠道改革，拆分代理商使渠道下沉有利于开拓三线城市，电商渠道的兴起为公司带来新的盈利增长动力。
- **公司业绩持续增长，行业龙头地位巩固。** 2015年前三季度，公司实现营业收入31.2亿元，同比增长25.2%，实现净利润4.9亿元，同比增长41.1%。公司凭借高端定位以及市场领先优势，持续保持快速增长。中怡康统计，截止今年8月份，公司油烟机、燃气灶在KA渠道销售额市占率分别为24.5%、20.7%，同比分别上升3.1%、2.2%，龙头地位进一步巩固。
- **代理商模式激励终端主动性，渠道下沉拓宽三线城市。** 公司从2013年开始实施渠道改革，缩小单个代理商管辖的市场范围，进一步加快渠道下沉的步伐，一级代理商均由总部进行垂直管理。这一举措能够及时监测市场的销售数据，加强了公司对终端的控制力，着力布局以往有所忽略的三线城市，打开潜在市场空间。
- **线上渠道蓬勃发展，渠道优化提升盈利能力。** 截至今年第三季度，公司电商销售额同比增长70%左右，电商销售额占公司总销售比重超过20%。电商渠道扩大了公司的市场半径，使得公司覆盖到以前没有深入的市场，这也是公司开拓三线市场的另一个重要手段。电商渠道的兴起进一步改善了公司的销售渠道结构，电商渠道的高毛利率也成为提升公司盈利能力的重要动力。
- **有远见无近忧，未来新看点处处开花。** 公司与凯芙隆合作，年底将推出净水器产品，深化“聚焦吸油烟机，多品类联动”策略，打造厨电一站购；CCS和ROKI智能厨房项目均已落地，迎合环保与高科技的发展趋势。
- **盈利预测与投资建议。** 我们看好厨电行业的未来发展，并认为公司高端定位的产品在未来发展趋势中占有优势，行业龙头地位会进一步巩固。根据2016年厨电行业主要上市公司均值，我们给予公司2016年26倍PE，对应目标价格为55.9元，首次覆盖，给予“买入”评级。

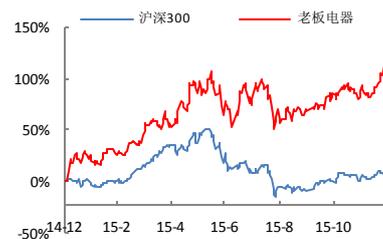
指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	3588.94	4597.05	5835.38	7339.35
增长率	35.24%	28.09%	26.94%	25.77%
归属母公司净利润(百万元)	574.40	802.64	1045.58	1364.97
增长率	48.95%	39.73%	30.27%	30.55%
每股收益EPS(元)	1.18	1.65	2.15	2.81
净资产收益率ROE	22.88%	24.53%	25.92%	27.06%
PE	39	28	21	16
PB	8.99	6.85	5.53	4.41

数据来源: 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 熊莉  
执业证号: S1250514080002  
电话: 023-63786278  
邮箱: xiongli@swsc.com.cn  
联系人: 蔡欣  
电话: 023-67511807  
邮箱: cxin@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: wind, 西南证券整理

### 基础数据

总股本(亿股)	4.86
流通A股(亿股)	4.72
52周内股价区间(元)	20.34-47.19
总市值(亿元)	223.11
总资产(亿元)	45.53
每股净资产(元)	5.93

### 相关研究

## 投资要件

### 关键假设

- 1、城镇化建设继续推进，城镇化率每年提升 1%；
- 2、房地产行业相关政策不会突然收紧，商品住宅房的销售面积没有巨幅波动；
- 3、厨电行业整体发展稳定，城乡保有量逐步向白电看齐。

### 我们区别于市场的观点

**在市场容量分析方面：**我们参照白电保有量的发展情况，根据人口普查数据，考虑城乡差异与城镇化的影响，估算了我国每年市场需求容量和公司抽油烟机销售量。不同于市场认为厨电行业需求空间会爆发式增长，我们认为厨电需求处于一个长期平稳增长的过程，公司销量的增长更多得益于市场占有率的提升；并且不同于市场认为农村是主要增长空间，我们认为随着城镇化进一步推进，农村整体规模会逐步缩小，三线城市才是最主要的需求市场。

**在公司看点方面：**市场普遍聚焦公司渠道改革、电商渠道发展等热点，我们还关注公司全面布局市场，打造厨电全品类一站购，重视智能产品和环保项目开发等，认为这是公司目光长远的表现，在厨电市场进入更新与升级需求为主的新常态后，公司的布局使公司取得先发优势。

### 股价上涨的催化因素

**从收入端来看：**市场保有量低，行业市场空间广阔，公司的高端定位迎合行业高端化趋势，渠道下沉进一步拓展三线市场，开拓潜在市场，未来收入增长可持续。

**从盈利端来看：**电商渠道的发展，进一步提升公司盈利水平；公司的三费率仍有下降空间；代理商拆分有利于增强公司对渠道的掌控力，长期盈利增长空间在于渠道利润的再分配。

### 估值和目标价格

我们预计公司 2015/2016/2017 年 EPS 分别为 1.65/2.15/2.81 元。2015 年 12 月 30 日收盘价对应动态 PE 为 28 倍、21 倍和 16 倍。参考可比上市公司均值，我们给予公司 2016 年 26 倍 PE，对应目标价格为 55.9 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 投资风险

**房地产行业波动风险：**商品住宅房销量下降造成厨电销量不及预期。

**竞争对手价格战风险：**主要竞争对手降低价格销售，公司难以维持较高毛利率。

## 目 录

<b>1. 公司概况： 高端抽油烟机品牌领导者</b> .....	<b>1</b>
1.1 厨电行业龙头， 聚焦大吸力抽油烟机.....	1
1.2 股权结构清晰， 激励机制完善.....	1
1.3 经营权顺利交接， 经营管理有效分离.....	2
<b>2. 行业分析： 市场空间巨大， 高端化趋势明显</b> .....	<b>3</b>
2.1 产销量、 保有量低， 城镇化带来市场扩容.....	3
2.2 房地产行业温和回暖， 一线城市更新周期到来.....	4
2.3 厨房消费升级， 高端厨电占比提升.....	6
2.4 高端市场双寡头格局， 中低端市场集中度低.....	8
<b>3. 模式创新促发展， 业绩靓丽可持续</b> .....	<b>11</b>
3.1 业绩增长势头良好， 行业龙头地位巩固.....	11
3.2 代理商模式激励终端主动性， 渠道下沉拓宽三线市场.....	12
3.3 线上渠道蓬勃发展， 渠道优化提升盈利空间.....	13
<b>4. 有远见无近忧， 未来新看点处处开花</b> .....	<b>15</b>
4.1 聚焦吸油烟机， 多品类联动， 打造厨电一站购.....	15
4.2 投资帝泽设立名气， 高中低端市场全覆盖.....	16
4.3 注重科技， 迎合政策， ROKI 和 CCS 项目逐步推进.....	18
4.4 新建生产线即将投产， 产能翻倍满足需求增长.....	19
<b>5. 财务分析</b> .....	<b>19</b>
5.1 盈利能力分析.....	19
5.2 偿债能力分析.....	19
5.3 营运能力分析.....	20
5.4 成长能力分析.....	20
5.5 费用分析.....	21
<b>6. 盈利预测与估值</b> .....	<b>21</b>
6.1 核心假设与营收预测.....	21
6.2 绝对估值.....	22
6.3 相对估值.....	24
<b>7. 风险提示</b> .....	<b>24</b>

## 图 目 录

图 1: 公司总部大楼.....	1
图 2: 公司产品海报.....	1
图 3: 公司股权结构.....	2
图 4: 2010 年-2014 年抽油烟机、洗衣机、冰箱产量.....	3
图 5: 2010 年-2014 年抽油烟机、洗衣机、冰箱产量增速.....	3
图 6: 2005 年-2014 年我国农村耐用电器每百户保有量.....	4
图 7: 2005 年-2014 年不同省份农村地区抽油烟机保有量.....	4
图 8: 2000 年后中国、日本、美国人口城镇化率.....	4
图 9: 2000 年后我国城乡人口数量.....	4
图 10: 2000 年后我国住宅商品房销售面积.....	5
图 11: 2015 年我国住宅商品房月销售面积.....	5
图 12: 2012 年-2014 年不同价位抽油烟机销量增速.....	7
图 13: 2012 年-2014 年 3500 元以上油烟机零售额市场份额.....	7
图 14: 华帝股份与老板电器销售毛利率对比.....	7
图 15: 华帝股份与老板电器销售费用率对比.....	7
图 16: 2012 年不同价位抽油烟机销售份额.....	8
图 17: 2012 年不同价位空调销售份额.....	8
图 18: 吸油烟机购买关注因素.....	9
图 19: 方太电器历年广告词.....	9
图 20: 老板电器历年广告词.....	9
图 21: “方太抽油烟机”“老板抽油烟机”百度指数对比.....	10
图 22: 老板电器天猫旗舰店动态评分.....	10
图 23: 方太天猫旗舰店动态评分.....	10
图 24: 2010 年以来公司营业收入及增速.....	11
图 25: 2010 年以来公司净利润及增速.....	11
图 26: 2014 年公司主营业务收入构成.....	12
图 27: 2014 年公司主营业务毛利润构成.....	12
图 28: 2014 年公司一、二、三线城市销量占比.....	12
图 29: 2014 年公司不同地区销量占比.....	12
图 30: 公司代理商拆分示意图.....	13
图 31: 老板电器天猫旗舰店.....	14
图 32: 老板电器京东旗舰店.....	14
图 33: 公司 2014 年各渠道销量占比.....	14
图 34: 公司理想销量渠道结构 (短期目标).....	14
图 35: 公司其他品类厨电营业收入.....	15
图 36: 公司其他品类厨电营业利润.....	15
图 37: 帝泽电器铂金系列产品.....	16
图 38: 帝泽电器白珍珠系列产品.....	16
图 39: 名气电器产品海报.....	17
图 40: 帝泽电器营收、利润情况.....	17

图 41: 名气电器营收、利润情况 .....	17
图 42: 装有 ROKI 智能系统的厨电产品 .....	18
图 43: ROKI 智能系统手机 APP .....	18
图 44: 公司资产负债率 .....	20
图 45: 公司流动比率 .....	20
图 46: 公司各项周转率 .....	20
图 47: 2014 年公司运营能力同行业比较 .....	20
图 48: 公司总资产增长率 .....	21
图 49: 公司营收、利润增长率 .....	21

## 表 目 录

表 1: 公司前十大股东 (2015Q3) .....	2
表 2: 公司现任高管基本情况 .....	3
表 3: 促进房地产行业发展政策 .....	5
表 4: 城乡抽油烟机保有量预估 .....	6
表 5: 抽油烟机需求量预估 .....	6
表 6: 公司营业收入增长预测 .....	21
表 7: 公司各项费用率预测 .....	22
表 8: 绝对估值假设 .....	23
表 9: FCFF 估值结果 .....	23
表 10: FCFF 估值敏感性分析 .....	23
表 11: 可比上市公司一致预测与估值 .....	24
附表: 财务预测与估值 .....	25

## 1. 公司概况：高端抽油烟机品牌领导者

### 1.1 厨电行业龙头，聚焦大吸力抽油烟机

始创于 1979 年的老板电器，是中国厨房电器行业的领导者，也是中国迄今为止历史最悠久的专业厨房电器品牌。2010 年，老板电器在深 A 股上市，成为国内首家登陆资本市场的高端厨电企业。2012 年落成中国厨房电器创新产业园，拥有行业顶尖的定制化柔性生产系统，精工制造中心，国家级技术中心，厨房文化科技体验馆以及全智能物流管理系统，实现了自身产业链的升级再造。

公司注重核心技术发展，吸油烟机以大吸力为特色，符合中国人重油烟烹饪特点。凭借“拢吸、强滤、速排、节能”的大吸力技术优势，公司产品在抽油烟机市场占据行业龙头地位，现阶段形成“聚焦抽油烟机，多品类联动”的战略格局，2015 年前三季度，公司“烟、灶、消”单品销售量和销售额均为行业第一

图 1：公司总部大楼



数据来源：公开资料，西南证券整理

图 2：公司产品海报

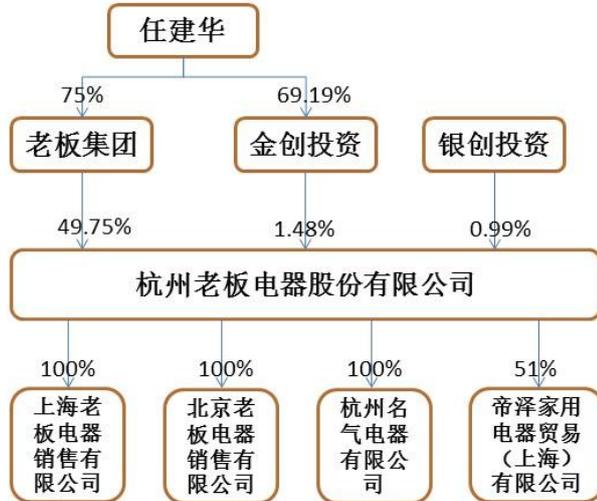


数据来源：公开资料，西南证券整理

### 1.2 股权结构清晰，激励机制完善

公司的第一大股东为老板集团，股权占比 49.75%。任建华先生通过控股股东杭州老板实业集团有限公司间接持有公司 37.31% 的股份，通过杭州金创投资有限公司间接持有公司 1.02% 的股份，其本人直接持有公司 0.93% 的股份，为公司的实际控制人。为公司的实际控制人，现担任公司董事长。除了第一大股东老板集团外，其余股东持股比例均低于 1.5%。我们认为，公司股权集中，实际控制人对公司的控制力度强，有利于公司战略方向上的统一，提高决策效率；清晰的股权结构，有利于准确传达上层意志。

公司股权激励制度完善：公司高级管理人员和代理商分别通过金创集团，银创集团持有公司股份；2013 年底“千人入股计划”实施，让一级代理公司由独家个体经营转向股份经营，代理商推荐核心员工持有代理公司股份（不超过 49%），实现核心人员利益共享、风险共担。公司高层管理人员，代理商与公司利益共享，实现了核心人员与公司的利益捆绑，有利于提高工作效率与积极性，也一定程度上保持了人员的稳定性。

**图 3: 公司股权结构**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**表 1: 公司前十大股东 (2015Q3)**

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)	股本性质
1	杭州老板实业集团有限公司	241,800,000	49.7500	A 股流通股
2	全国社保基金四一三组合	7,500,000	1.5400	A 股流通股
3	沈国英	7,200,000	1.4800	A 股流通股
4	杭州金创投资有限公司	7,177,500	1.4800	A 股流通股
5	泰康人寿保险股份有限公司-分红-个人分红-019L-FH002 深	7,064,506	1.4500	A 股流通股
6	泰康人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品-019L-CT001 深	6,306,710	1.3000	A 股流通股
7	华泰证券股份有限公司	5,932,575	1.2200	A 股流通股
8	瑞士信贷(香港)有限公司	5,179,429	1.0700	A 股流通股
9	挪威中央银行-自有资金	5,072,121	1.0400	A 股流通股
10	杭州银创投资有限公司	4,800,000	0.9900	A 股流通股
合计		298,032,841	61.32	

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

### 1.3 经营权顺利交接, 经营管理有效分离

2013 年 12 月, 任建华辞去总经理职务, 由其子任富佳接任。任富佳自 2006 年参加工作后, 历任老板集团市场部产品经理, 研发中心副总经理, 公司副董事长, 副总经理。经过 7 年多在不同部门的工作经历, 任富佳能够比较全面的理解公司的结构和发展, 实现公司平稳过渡。

2014 年底, 董事兼副总赵继宏、任罗忠辞去副总职务, 继续在集团担任更重要的职务。何亚东, 夏志明等接任副总经理。

此次交接实现了公司管理层和经营层的有效分离, 让任建华等老一班公司高层退出公司管理, 站在集团的高度掌握公司未来发展战略; 此次交接也使公司高管年轻化, 在保持公司大方向不变的前提下也多了一些新元素, 也更能捕捉时代发展的新动向。任富佳入职后, 加大了 ROKI 智能厨房和 CCS 项目的研发投入, 现阶段两个项目均已落地。

**表 2: 公司现任高管基本情况**

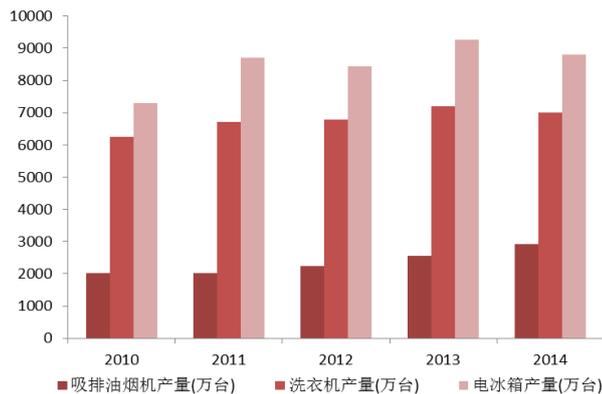
姓名	职务	任职日期	性别	国籍	学历	出生年份
任富佳	总经理	2013/12/13	男	中国	本科	1983
王刚	副总经理	2010/12/21	男	中国	硕士	1975
何亚东	副总经理	2014/12/24	男	中国	本科	1974
夏志明	副总经理	2014/12/24	男	中国	专科	1975
张国富	财务总监	2008/08/18	男	中国	本科	1969
王刚	董事会秘书	2008/08/18	男	中国	硕士	1975

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

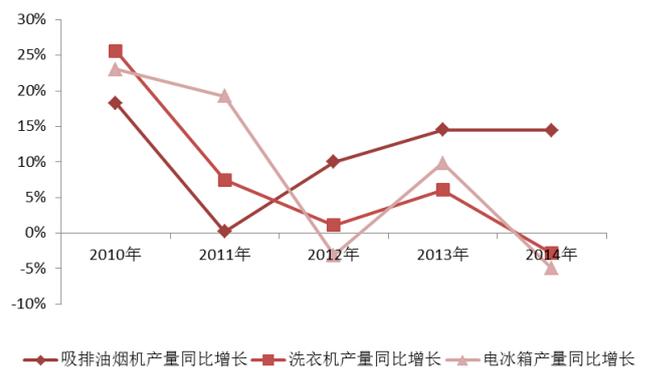
## 2. 行业分析: 市场空间巨大, 高端化趋势明显

### 2.1 产销量、保有量低, 城镇化带来市场扩容

洗衣机, 电冰箱与油烟机都有一户一台的配置特性。因此我们以抽油烟机作为厨电代表, 电冰箱, 洗衣机作为白电代表做一个横向对比: 从绝对值来看, 冰箱, 洗衣机的年产量远高于抽油烟机, 2014 年抽油烟机产量仅为电冰箱产量的三分之一; 从增速上来看, 经过 2009 年-2011 年的高速增长后, 冰箱, 洗衣机已经接近市场饱和, 市场主要以更新需求为主, 增幅明显下降, 甚至呈负增长趋势, 而抽油烟机的产量在最近几年都保持 10% 以上的增速, 其产量增速曲线滞后于白电。从白电的发展趋势来看, 抽油烟机的产量增速还将持续。

**图 4: 2010 年-2014 年抽油烟机、洗衣机、冰箱产量**


数据来源: 中国统计数据库, 西南证券整理

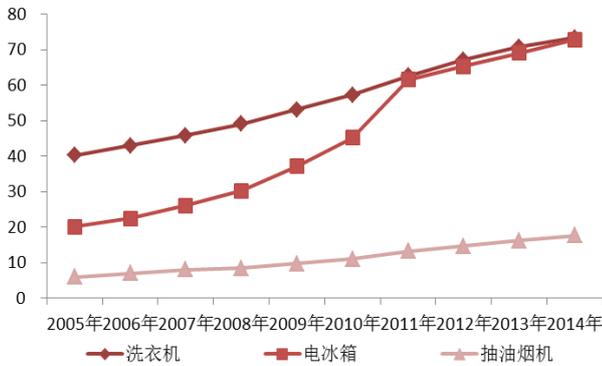
**图 5: 2010 年-2014 年抽油烟机、洗衣机、冰箱产量增速**


数据来源: 中国统计数据库, 西南证券整理

现阶段抽油烟机在中国家庭保有量仍然偏低, 目前城镇和农村的每百户家庭保有量分别为 85 台和 17 台, 而电冰箱为 99 台和 72 台, 洗衣机为 99 和 73 台。

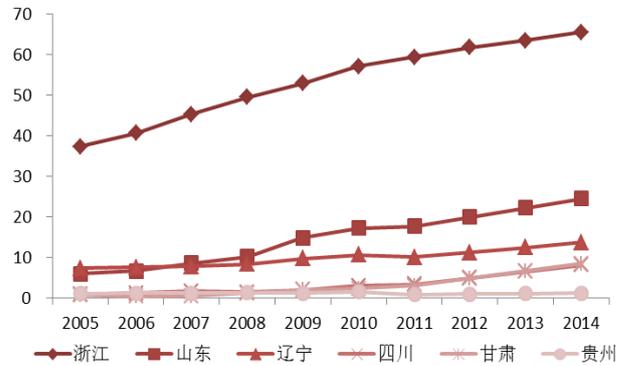
一方面，农村厨电保有量地域差异较大，2014 年经济发达省份如浙江等，农村抽油烟机每百户保有量达到了 65，而西部地区省份不到 10，其中，贵州省保有量仅为 1。随着经济增长，人均收入水平提高，中西部地区的农村市场会逐步释放。

图 6: 2005 年-2014 年我国农村耐用电器每百户保有量



数据来源: 中国统计数据库, 西南证券整理

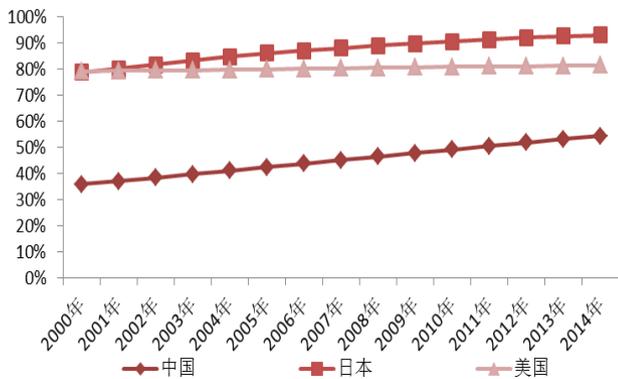
图 7: 2005 年-2014 年不同省份农村地区抽油烟机保有量



数据来源: 中国统计数据库, 西南证券整理

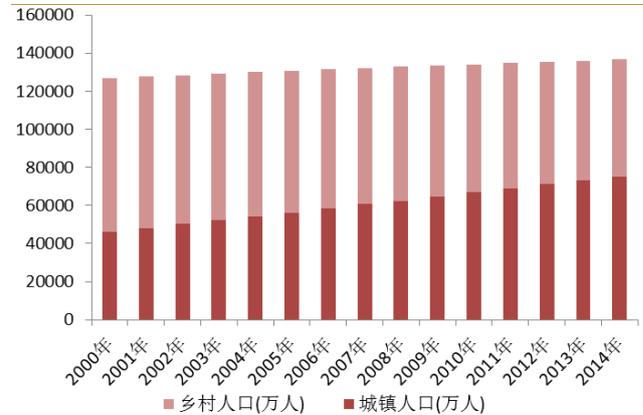
另一方面，2014 年，冰箱的城乡保有量相差 27 台，城市保有量与农村保有量的比值为 1.38，洗衣机保有量城乡差异 26 台，比值 1.36。而抽油烟机为 68 台，比值高达 5。相比白电而言，厨电保有量的城乡差异更大，从城镇化过程中释放的需求也相应地比较大。

图 8: 2000 年后中国、日本、美国人口城镇化率



数据来源: 世界银行数据库, 西南证券整理

图 9: 2000 年后我国城乡人口数量



数据来源: 中国统计数据库, 西南证券整理

我们认为，随着居民可支配收入水平进一步提高，城镇化的进一步推进，厨电的保有量会逐渐像白电看齐，厨电市场还存在着广阔的空间。

## 2.2 房地产行业温和回暖，一线城市更新周期到来

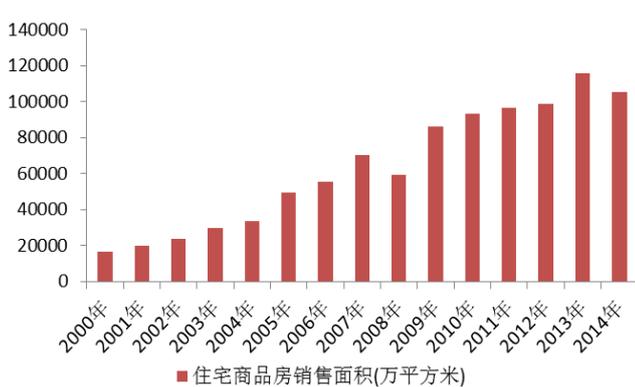
厨电具有家具的属性，一般在装修的时候会整体购置，因此与房地产行业强相关，但有一定的滞后期，目前基本是滞后 3-6 个月。

2015 年上半年，在国家多重政策的刺激下，国内房地产市场逐渐走出低迷，温和回暖。1-10 月全国商品住宅销售面积 83713 万平方米，同比上涨 7.9%，扭转了一直下降的趋势；

商品住宅销售额 54703 亿元，同比增长 18%。销售额及销售面积下行趋势逆转，房地产行业温和回暖，为厨电行业今年第四季度及明年的厨电需求带来正面影响。

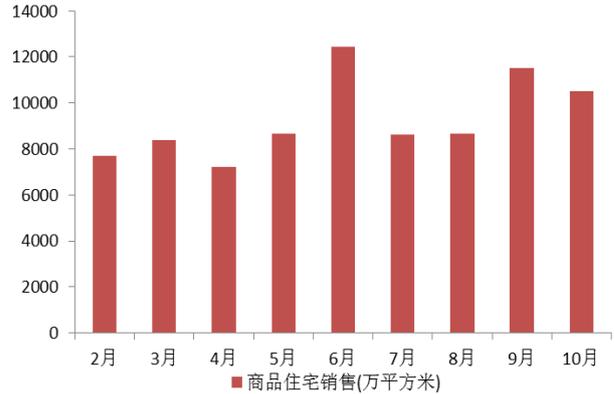
1998 年放开房地产市场，不再进行住房分配后，我国房地产在 2000 年左右迎来高速增长长期，厨电更新换代周期一般在 15-20 年左右。因此，一、二线城市早期商品房已进入了厨电更新换代的周期，在接下来的几年中形成持续稳定的市场需求。

**图 10: 2000 年后我国住宅商品房销售面积**



数据来源: 中国统计数据库, 西南证券整理

**图 11: 2015 年我国住宅商品房月销售面积**



数据来源: 中国统计数据库, 西南证券整理

**表 3: 促进房地产行业发展政策**

时间	内容
2014 年 11 月 22 日	央行宣布次日起下调金融机构人民币贷款 0.4 个百分点和存款基准利率 0.25 个百分点。
2015 年 2 月 5 日	央行宣布次日起全面下调金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并定向降准。
2015 年 2 月 28 日	央行宣布次日起分别下调金融机构人民币贷款和存款基准利率 0.25 个百分点。
2015 年 3 月 15 日	国务院总理李克强在“两会”上指出，要分别指导，因地施政，落实地方政府主体责任，支持居民自住和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展。
2015 年 3 月 27 日	国土部和住建部发布文件，要求合理安排住房及其用地供应规模，优化住房及用地供应结构。
2015 年 3 月 30 日	二套房首付比例降至 4 成，营业税由五改二。
2015 年 4 月 10 日	国务院下令 15 部委维稳，保证楼市平稳健康发展。
2015 年 4 月 19 日	央行宣布次日起全面下调金融机构人民币存款准备金率 1 个百分点并定向降准。
2015 年 5 月 19 日	次日起降息 0.25 个百分点，同时扩大银行存款利率上浮区间，由此前基准利率 1.3 倍提高到 1.5 倍。

数据来源: 公开资料, 西南证券整理

基于上述市场情况，我们做如下假定：

(1) 厨电的保有量滞后白电十年左右，参考白电发展趋势，我们预计农村保有量在未来十年内达到 55 台/百户，城镇居民保有量在未来十年内达到 98 台/百户；

(2) 自 2000 年以来，中国进入了城镇化稳步发展的时期，城镇化率每年提升 1.3% 左右，对比日本、美国等发达国家，我国的城市化率仍然有很大提升空间。我们预计接下来的 10 年内，我国城镇化率保持每年提升 1%；

(3) 以 2014 年人口数量为标准，按照人口普查平均 3.1 人的家庭规模，考虑人口增长为每年 600 万（近十年我国人口增长均在 600 万以上）；

(4) 到 2024 年，更新需求会占到 50% 的市场份额；

(5) 随着厨电高端化趋势发展，老板电器市场占有率逐步提高，到 2024 年达到 18%。

**表 4: 城乡抽油烟机保有量预估**

	2014A	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
城镇保有量	85	86.3	87.6	88.9	90.2	91.5	92.8	94.1	95.4	96.7	98
农村保有量	17	21.3	25.6	29.9	34.2	38.5	42.8	47.1	51.4	55.7	60
城乡差额	68	65	62	59	56	53	50	47	44	41	38

数据来源: 西南证券

**表 5: 抽油烟机需求量预估**

	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	
总需求 (万台)	2400.30	2492.65	2562.36	2637.47	2718.75	2807.07	2903.51	3009.39	3126.30	3256.23	
新购需求 (万台)	城镇新购需求	769.41	814.01	832.39	850.93	869.64	888.51	907.54	926.74	946.10	965.63
	农村新购需求	790.65	754.37	722.83	690.74	658.11	624.94	591.22	556.96	522.16	486.81
	城镇化新购需求	288.17	276.18	264.06	251.81	239.44	226.94	214.31	201.56	188.68	175.67
新购需求合计 (万台)	1848.23	1844.56	1819.27	1793.48	1767.18	1740.38	1713.07	1685.26	1656.94	1628.12	
更新需求 (万台)	552.07	648.09	743.08	843.99	951.56	1066.69	1190.44	1324.13	1469.36	1628.12	
更新需求占比	23%	26%	29%	32%	35%	38%	41%	44%	47%	50%	
老板市占率	8.5%	9.6%	10.6%	11.7%	12.7%	13.8%	14.8%	15.9%	16.9%	18.0%	
老板销售量 (万台)	204.03	238.05	271.61	307.27	345.28	385.97	429.72	476.99	528.35	584.49	

数据来源: 西南证券

通过预测结果，我们发现抽油烟机市场需求会稳步逐年上涨，新购需求依然有广阔的市场空间，随着城镇化建设不断推进，城镇规模扩张，新增城镇需求将成为最主要的市场空间。当保有量趋于饱和，更新需求为成为新的市场增长点。

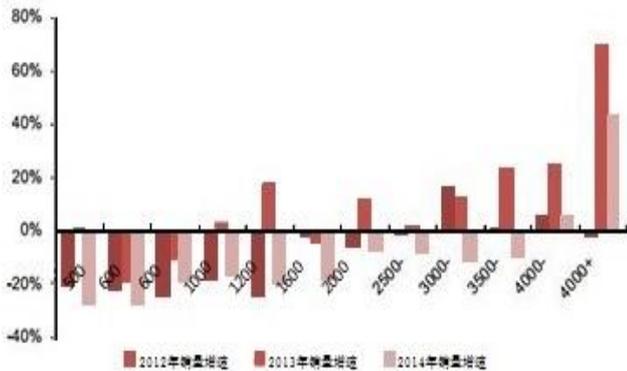
得益于市占率的提升和市场扩容，老板抽油烟机销量大幅上涨，销量有望翻倍，随着产品价格逐年提升，营业收入会实现更大幅度的增长。

## 2.3 厨房消费升级，高端厨电占比提升

一方面，人均消费水平的提高，80、90 后成为消费主力，对生活品质要求提高，开放式厨房等房屋结构的流行对厨电，尤其是抽油烟机的吸力有了更高的要求。对于厨电这类的耐用品，消费者倾向于购买质量更好的产品，对厨电产品外观和品质的要求进一步提高。另一方面，厨电更新周期到来，更新需求下，消费者购买高端厨电产品的意愿更大。多重因素导致厨电高端化成为大势所趋。

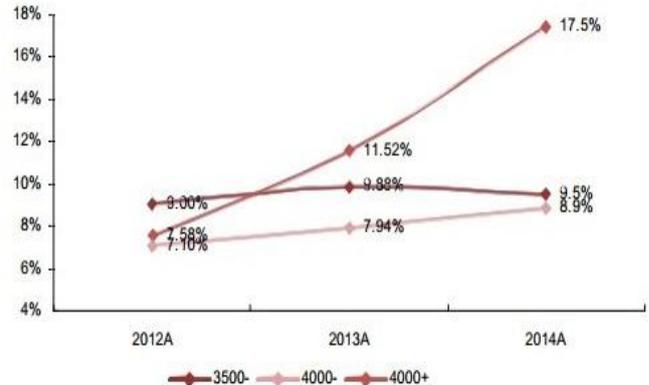
根据中怡康统计，在 2013、2014 年油烟机行业零售量增速为 11.13%、-5.31% 背景下，4000 元以上油烟机产品销量增速为 68.88%、43.25%。4000 元以上产品零售量份额持续提升，从 2012 年的 7.58%，增长到 2014 年的 17.5%，同时零售额份额从 2012 年的 16.59%，增长到 2014 年的 33.35%，份额持续高速扩张。

图 12: 2012 年-2014 年不同价位抽油烟机销量增速



数据来源: 中怡康, 西南证券整理

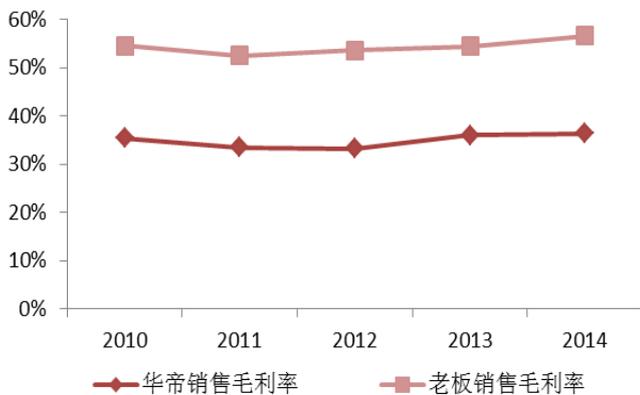
图 13: 2012 年-2014 年 3500 元以上油烟机零售额市场份额



数据来源: 中怡康, 西南证券整理

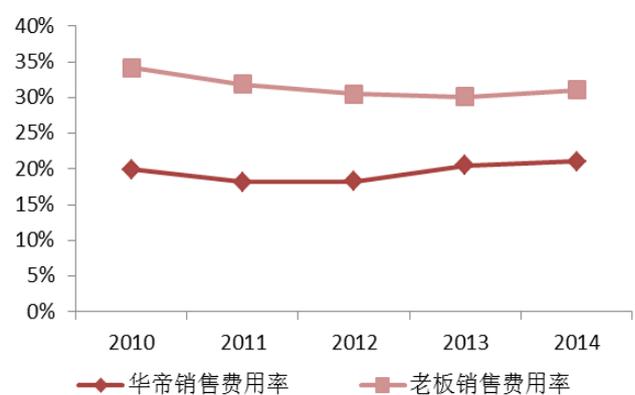
华帝股份和老板电器的截然不同的战略选择为厨电行业的消费升级做了最生动注释。面对业绩增长压力, 华帝股份的选择是传统的以价换量, 薄利多销策略。该策略带来了一定销量增长, 但导致毛利率下降, 且拉低了公司的品牌定位, 如今华帝想推出高端产品, 加大了广告投入与宣传费用, 但中端品牌的印象深入人心, 难以支持产品的高定价。老板电器的战略则是始终定位高端市场, 以高效的广告营销、过硬的产品质量, 保证产品高端形象, 牢牢占据了高端厨电双寡头之一的位置, 在整个行业的市占率上也位列榜首。

图 14: 华帝股份与老板电器销售毛利率对比



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 15: 华帝股份与老板电器销售费用率对比



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

老板电器毛利率持续高于华帝股份, 销售费用率也有较大差别。央视黄金时段广告等高销售费用投入塑造了老板高端的品牌形象, 从而支撑了产品价格高位, 高额毛利又为营销推广和品牌塑造提供了充足的空间, 在高端市场容量扩大的情况下形成了一种良性循环。伴随国内人口结构、消费习惯、收入水平变化而出现的消费升级趋势, 其延续性和持续性是非常确定的。

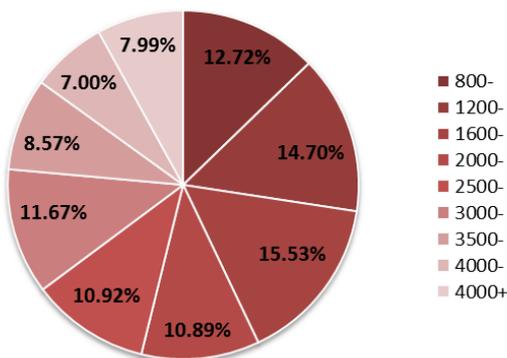
## 2.4 高端市场双寡头格局，中低端市场集中度低

当前厨电行业仍处于“大行业，小公司”阶段，国内厨电行业市场格局亦较为分散。

考虑到厨电成套购买的特性，我们仍以抽油烟机为例。从中怡康终端零售数据来看，2014年国内油烟机领域销售排名前三的分别是老板、方太和华帝，三家的市场占有率分别仅为16.19%、13.63%及9.21%（不完全统计），CR3仅为39.03%，市场集中度低，对比空调、洗衣机等白电50%以上的CR3，厨电市场还有较大的整合空间。在市占率前三名的公司中，方太和老板两家公司着重在高端油烟机领域发展，目前呈现双寡头的竞争局面，而华帝则主要占据油烟机的中低端市场份额。

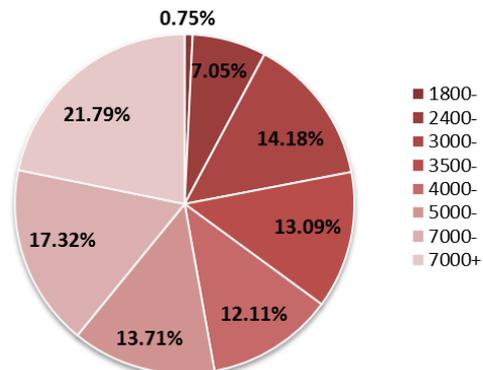
市场分散体现出消费者品牌意识相对较差：2012年，国内抽油烟机市场上2000块钱以下中低端产品销售份额占比超过50%；同年，空调市场上，3000块以下中低端产品占比仅为22%。随着厨电行业高端化趋势发展，消费者高端品牌培育意识存在较大提升空间。市场集中度也会有所上升，像老板这样原本就定位高端市场的厨电企业会有较为有利的竞争优势。

图 16: 2012 年不同价位抽油烟机销售份额



数据来源：中怡康，西南证券整理

图 17: 2012 年不同价位空调销售份额



数据来源：中怡康，西南证券整理

在价格高于3500元的高端市场上，老板和方太的零售量占比分别为44.50%、36.22%，合计超过了80%的市场占有率，形成鲜明的双寡头格局。两者同样是定位高端，品质取胜，但在许多方面还是各具特色。

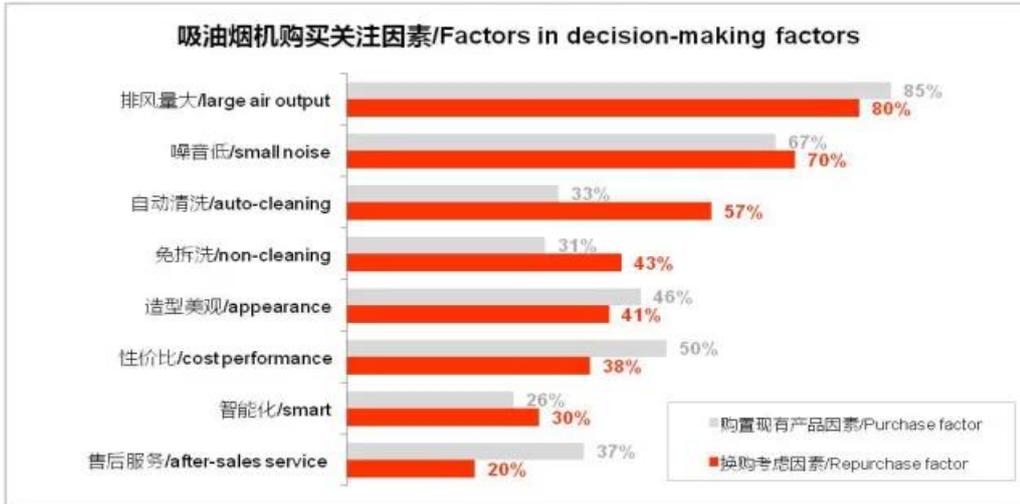
### 高端厨电市场双寡头——老板、方太品牌对比

从市场定位来看，我们认为售价在3500以上的抽油烟机为高端产品，方太的主打产品定价历来比老板的产品高出200元左右。从二者天猫旗舰店出售产品来，老板在售的19个抽油烟机单品中，价格在3500元以下的有9款，其余产品定价集中在3600-4600元之间，定价最高的为6780元；而方太在售的13个单品中，仅有5款价格在3500元以下，其他产品集中在4000-5000元之间，定价最高的为6480元。相比而言，老板的市场定位更广阔一些。

在产品竞争力上，中怡康2014年中国抽油烟机用户使用习惯调查研究表明：“购买当前使用产品时的考虑因素，有85%的受访者表示首先考虑较大的排风量，67%的用户考虑了低噪音，33%的用户考虑了自动清洗。而在使用过程中，受访者反映出的吸油烟机主要问题是清洁不方便（29%）、噪音大（22%）和吸油烟效果不好（19%）。”老板电器是唯一对油

烟机以“大吸力”为主诉求的公司，方太则是以“静音”为主要卖点，与老板形成差异化竞争。随着消费升级不断进行，消费者对抽油烟机的功能需求也会不断提高，一些高科技因素会成为新的卖点，目前双方都加大了对智能化产品的研发工作。

图 18: 吸油烟机购买关注因素



数据来源: 中怡康, 西南证券整理

在宣传策略方面，方太的广告语是“高端厨电的领导者”，对旗下厨电产品全面宣传；而老板着重突出宣传吸油烟机，具化厨电的概念，用抽油烟机的品牌树立带动其他厨电品类，老板对自己的品牌定位是“高端吸油烟机品牌领导者”。

图 19: 方太电器历年广告词

- 1.方太智能油烟机,四面八方不跑烟。
- 2.方太忠于初心,让家的感觉更好。
- 3.方太, 高端厨电领导者。
- 4.方太拥有 600 多项专利,行业遥遥领先。
- 5.方太是高端厨电的领导者。
- 6.方太抽油烟机, 2004 至 2012 年, 连续 9 年销量真正遥遥领先。
- 7.方太全新一代风魔方, 你前所未见的吸油烟效果。

数据来源: 公开资料, 西南证券整理

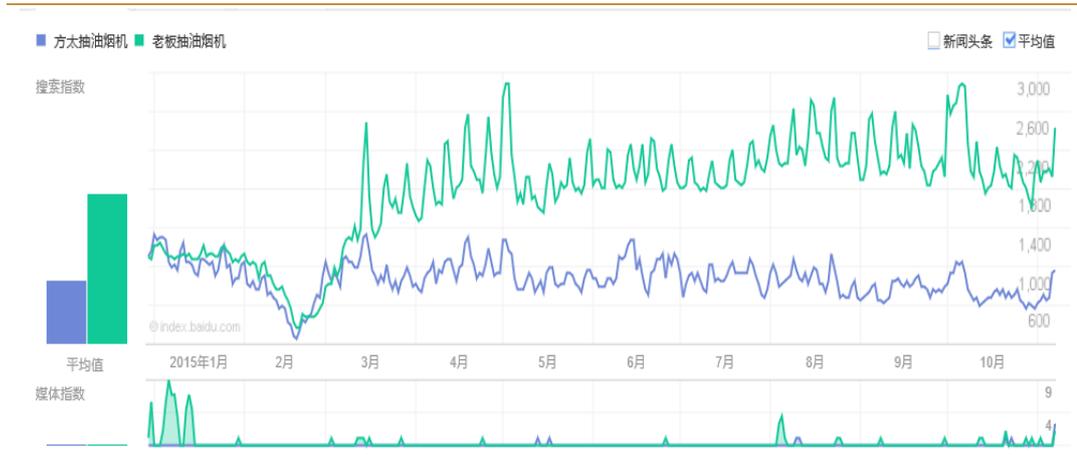
根据百度搜索指数, 2015 年关键词“方太抽油烟机”的平均搜索指数为 891, 而关键词“老板抽油烟机”平均搜索指数达到 1787。用抽油烟机带动其他品类的宣传策略效果十分明显, 如今老板的灶具及消毒柜均占据了市场第一的销售额与销售量。

图 20: 老板电器历年广告词

- 1992年: 天天做饭没油烟;
- 1993年: 一年365天, 天天做饭没油烟;
- 1999年: 老板电器真正免拆洗;
- 2002年: 你是最好的;
- 2003年: 专业油烟分享技术;
- 2005年: 触动明日科技、同时宣传材料是航空级板材;
- 2007年: 厨房里的新文艺复兴;
- 2008年: 出生以来从未洗过;
- 2009年: 精湛科技、轻松烹饪;
- 2010年: 我家的第一台吸油烟机, 31年行业专注、12年销量领先
- 2011年: 大风量的乐趣;
- 2012年: 有爱的饭, 为世界构建更多幸福的家庭。

数据来源: 公开资料, 西南证券整理

图 21: “方太抽油烟机”“老板抽油烟机” 百度指数对比



数据来源: 中怡康, 西南证券整理

在经营模式方面, 方太实行分公司模式, 专卖店均为公司直营, 统一销售, 这样的模式便于集中管理, 门店标准化等, 但终端销售自主性较小, 在完成销售任务指标后, 工作主动性不高。老板则是实行代理商模式, 公司以一定折价拿货给代理商, 代理商负责区域销售相关事宜, 代理商自主性高, 在利益驱使下销售主动性强, 公司管理费用也较低, 相应的缺点就是对终端的控制力较弱。

从电商渠道而言, 厨电企业电商的最大难题就是安装和售后。方太的策略是自行组建电商部门, 将线下服务中心和服务网点交给电商部门使用。物流方面, 选择联邦快递和顺丰快递, 采用大量的二次包装, 物流成本较高, 但增强了物流的可控性和客户体验度。而老板通过统一分配物流, 售后由经销商队伍完成, 在这个环节, 电商渠道与经销商渠道的利益协调是十分重要的, 否则产品的安装与售后不能保证, 电商渠道的发展也势必受阻。比较二者的天猫旗舰店买家服务评分, 老板为 4.8~4.9(2015 年 11 月 9 日), 高于同行业店铺均值 11.49%, 方太为 4.9~5.0(2015 年 11 月 9 日), 高于同行业店铺均值 41.82%。方太组建电商团队, 对电商渠道服务的保证还是颇有成效的, 这也体现了分公司制度的一个优势。但随着老板电器的渠道改革、代理商入股计划的进一步推进, 这一问题也逐渐得到解决, 今年, 成立了 O2O 小组, 会尝试官方购物网站可由专卖店来送货。

图 22: 老板电器天猫旗舰店动态评分



数据来源: 天猫商城, 西南证券整理

图 23: 方太天猫旗舰店动态评分



数据来源: 天猫商城, 西南证券整理

目前传统渠道已经占领了一、二线城市，其余品牌介入十分艰难，从市占率，产销量等指标来看，老板略胜方太一筹。未来而言，一、二线城市的更新需求逐渐超过了新购需求，更大的市场空间集中在三线城市，电商等新兴渠道的兴起正好填补传统渠道的网络空白，方太、老板都在积极通过电商平台、渠道下沉、加快专卖店开店进程等拓展三线城市，目前看来，老板的推进速度快于方太。总的来说，短期内很难有新的竞争者成长起来，在市场尚未接近饱和的背景下，理性博弈的结果将维持稳定的高端价格，短期内双方都没有打价格战的动机，市场处于一种良性竞争的状态。

### 3. 模式创新促发展，业绩靓丽可持续

#### 3.1 业绩增长势头良好，行业龙头地位巩固

2015年前三季度，公司实现营业收入 31.21 亿元，同比增长 25.18%，实现净利润 4.88 亿元，同比增长 41.11%。公司凭借高端定位以及市场领先优势，持续保持快速增长。

公司市场份额稳步上升，据中怡康数据，从 KA 渠道市占率上看，截 8 月份，公司油烟机、燃气灶销售额市占率分别为 24.5%、20.7%，同比分别上升 3.1%、2.2%，龙头地位进一步巩固。

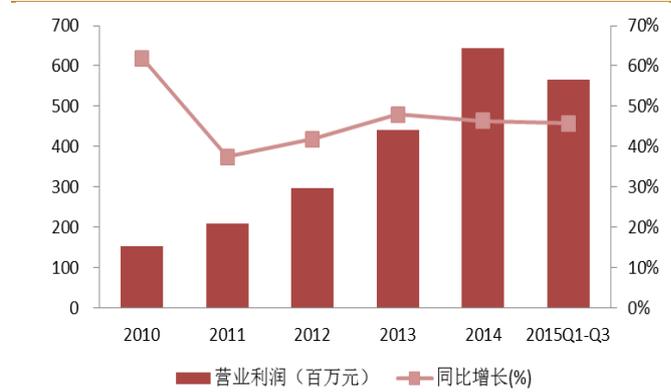
2010 年至今，老板电器的营业收入及营业利润一直呈上升态势，且营收同比增长均保持在 25% 以上，营业利润的同比增速更是达到了 40% 以上。受行业景气程度影响，今年的营收增速较前两年有所放缓。

图 24: 2010 年以来公司营业收入及增速



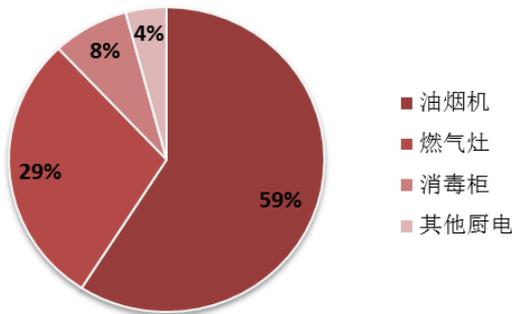
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 25: 2010 年以来公司净利润及增速

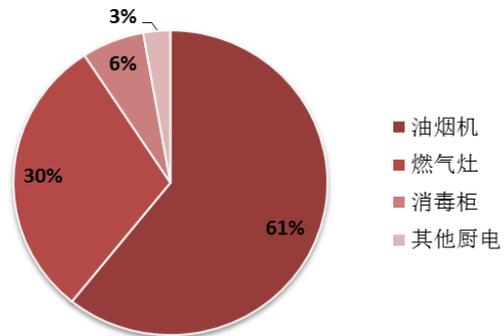


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司的营业收入及营业利润超过 95% 来源于烟、灶、消三大品类。其中又以抽油烟机最为显著，营收占比 59%，贡献了 61% 的毛利润，毛利润占比大于营收占比，在业务构成中属于盈利能力较强的子版块。

**图 26: 2014 年公司主营业务收入构成**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

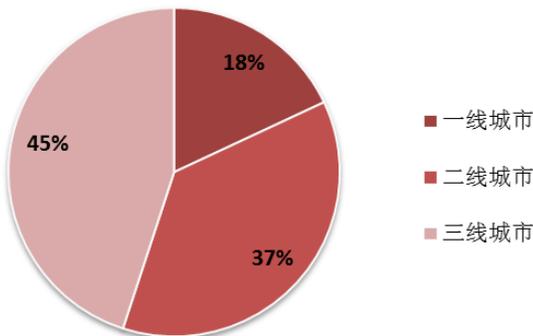
**图 27: 2014 年公司主营业务毛利润构成**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

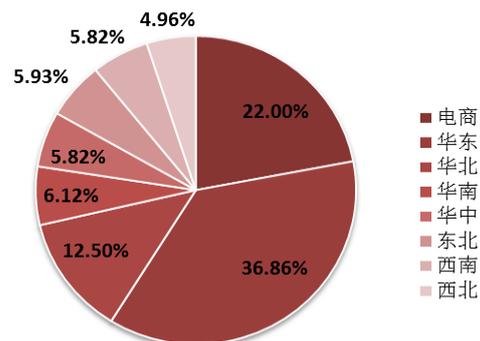
### 3.2 代理商模式激励终端主动性, 渠道下沉拓宽三线市场

公司采取的是代理商的销售模式, 这种模式的优点在于终端自主性高, 议价空间大, 而终端销售商受利益驱使更具有销售的主动性和积极性。但随之而来的问题是公司对终端控制力度弱。代理商大多只重视已有市场而不会主动争取潜在市场, 只覆盖了一、二线城市, 缺乏下沉动力; 其次, 层层渠道加价率过高, 老板电器终端价成本价比值在 4-6 之间, 华帝为 3, 格力为 1.75, 在部分三线城市, 终端销售价更是远高于一、二线城市, 不利于品牌在三线城市的推广。

2014 年, 公司在三线城市的销量已经达到了 45%, 华东地区销量占比的较高也得益于经济发达地区三、四线城市的增长, 随着一、二线城市的市场空间逐步缩小, 要保证公司未来 3-5 年的成长性, 必须加快开发消费潜力巨大的三级市场, 因此能否顺利解决这一问题是公司拓展市场成功与否的关键。

**图 28: 2014 年公司一、二、三线城市销量占比**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

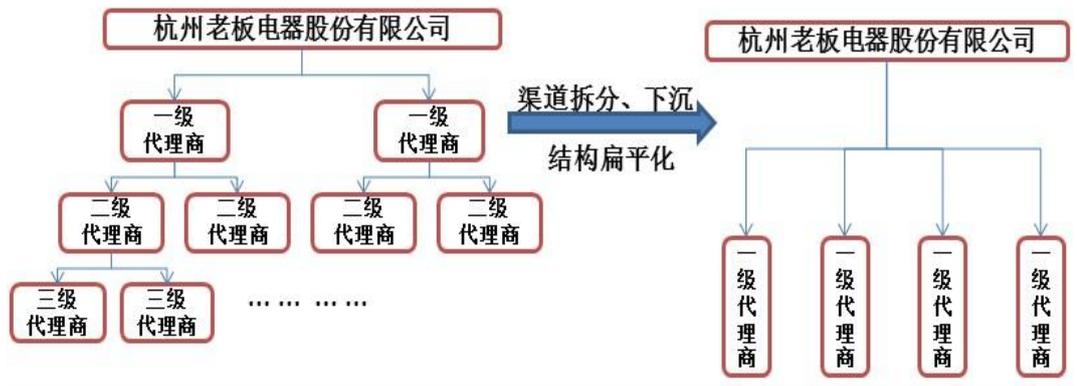
**图 29: 2014 年公司不同地区销量占比**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司从 2013 年开始实施渠道改革, 通过不断地切割代理商所管辖的市场, 缩小单个代理商的管辖范围, 进一步加快渠道下沉的步伐, 推动代理商进行精细化管理和营销, 从而推动公司业务不断扩张。一级代理商均由总部进行垂直管理, 公司政策直接传达, 并对各项销

售指标进行监控，及时修改、迅速反应，扁平化流程提升效率。这一举措解决了代理商制度对终端销售控制力弱的问题，能够及时检测三线市场的销售数据，也有助于加快专卖店建设进程，有力地促进了公司开发三线市场。

图 30: 公司代理商拆分示意图



数据来源: 公开资料, 西南证券整理

这一改革最大的阻力在于与原一级代理商的利益冲突，公司采取推荐制，让原代理商推荐新的代理商以减少利益摩擦。公司通过让代理商持有公司股份，将公司利益与代理商利益进行进一步的捆绑，缓解拆分代理商带来的矛盾。目前老板电器的代理商总数已由 2013 年的 62 家增至 2015 年年中的 77 家（含北京、上海分公司），首先拆分的主要为华东区域的代理商。公司未来的远期目标是一级代理商总数从 2015 年中的 77 家增加至 300 家；专卖店数量力争 2016 年年底到 3000 家（2015H1 为 2350 家），新开的专卖店主要覆盖三线城市。

我们将家电的成长模式分为：经济红利（收入提升带来需求提升）——规模红利（需求扩张式增长）——竞争红利（龙头把控市场）——渠道红利（渠道利润被终端制造商汲取）四个阶段。公司目前仍处于规模红利与竞争红利的中间位置，未来，在竞争红利度过后，利润增长空间就主要在于渠道，势必会出现“公司”与“渠道”的利益再分配的过程。公司拆分代理商，渠道下沉，加强公司对渠道的掌控能力也有利于为未来的利益再分配打下基础。

代理商拆分工作顺利推进，说明公司妥善地处理了其中潜在的利益摩擦问题，华东地区销量增速提高也说明了拆分代理商、渠道下沉工作的效用，接下来模式复制，拆分进程能够快速推进。我们认为，未来随着一级代理商逐步拆分，那些未被充分重视的市场将重新焕发活力，从而带动公司业绩增长。

### 3.3 线上渠道蓬勃发展，渠道优化提升盈利空间

截至第三季度，今年公司网上销售额同比增长 70% 左右，遥遥领先于行业平均增速，也领先于公司总体销售额增幅，构成公司营收增长的最主要来源，目前公司电商销售额已经占公司总销售的 20% 以上。电商渠道的扩展扩大了公司的市场半径，使得公司覆盖到以前没有深入的市场，这也是除了渠道下沉外开拓三线市场的另一个重要手段。

公司对于电商渠道的管理是集中由公司总部实施，这样既保证货源，也有利于与物流公司协调，相比分区域发货效率更高。电商分为两类：平台式电商以天猫为代表，天猫旗舰店售出产品由总部统一安排直接配送；买断式电商以京东为代表，产品由京东负责物流配送。

目前公司的电商渠道主要集中在天猫和京东, 占到了 80%以上。公司也在官方网站建立了自营电商平台, 目前销售占比较小, 随着电商渠道重要性的不断上升, 公司可能会主推自营电商平台。公司电商平台销售线上专供型号, 线上线下产品 0 重合。

图 31: 老板电器天猫旗舰店



数据来源: 天猫网上商城, 西南证券整理

图 32: 老板电器京东旗舰店

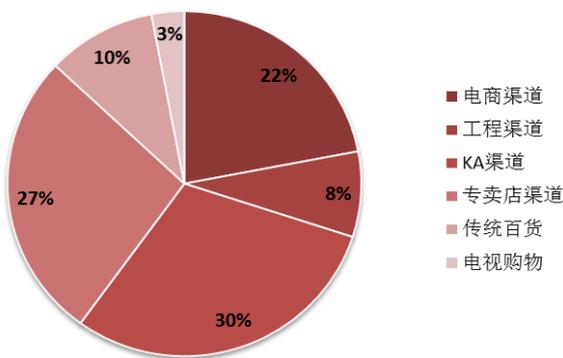


数据来源: 京东网上商城, 西南证券整理

目前, 从公司天猫旗舰店来看, 销量最高的产品售价 2780 元 (双十一价 2280 元), 属于公司产品中价格较低档的产品, 但公司售价 3500 元左右的几款主推产品也销量不菲。从长期来看, “互联网+”模式在各行各业迅速发展, 电商将进一步普遍化。习惯电商渠道的消费群体逐渐成为消费主力, 消费者对电商便宜便捷等初级需求阶段的过去, 线上和线下渠道的需求趋于统一, 天猫、京东等定位中高端产品的电商平台进入快速发展时期, 对于厨电行业而言, 电商渠道也将出现消费高端化趋势。在这一阶段, 对于公司高端化定位的品牌来说, 电商渠道将释放出更大的市场空间。

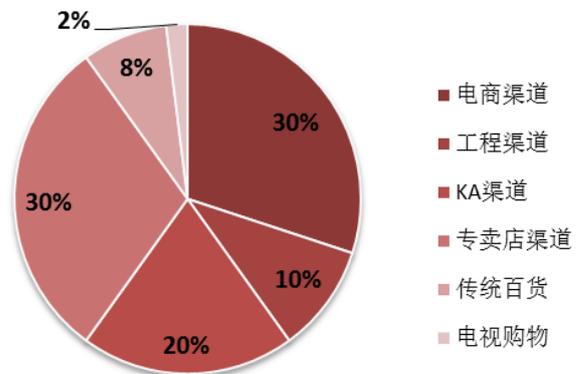
另外, 逢节假日以及打折促销活动, 厨电产品销量会大幅增长, 去年公司过半产品是在节假日和打折促销活动中售出。电商平台打折促销活动更为频繁, 在一定程度上刺激了潜在消费, 有利于品牌推广。“双十一”的销售额占全年线上销售额的 10%左右, 除了配合“双十一”、“双十二”、“京东 6·18”等电商平台活动, 自营平台也推出“老板合伙人”等营销活动, 公司首次推出 11·28 活动, 七折出售产品, 所有代理商及电商平台全面参与, 这是公司首次主动办促销活动, 根据促销活动反馈效果, 可能会发展为固定促销日。

图 33: 公司 2014 年各渠道销量占比



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 34: 公司理想销量渠道结构 (短期目标)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

随着渠道下沉三线城市，专卖店增多，电商平台占比扩大，公司的销售渠道结构优化。2014年，公司销售量最高是KA渠道，其次为专卖店渠道，迅猛增长的电商渠道位列第三。为了树立品牌形象，扩大品牌知名度，公司产品保持85%的KA渠道进店率，但KA渠道进店费用较高。

公司希望优化销售渠道结构，在保持KA渠道进店率的情况下，提高专卖店与电商渠道的销售份额占比。预计明年专卖店渠道，电商渠道销售份额都能超过KA渠道。而随着房地产精装修商品房的占比提升，工程渠道也会有一定幅度增长。

电商渠道的毛利率远高于线下渠道，约为75%，线上业务的大力发展将带动公司整体毛利率的提升。今年前三季度，公司毛利率也较同期提升了2%，除了原材料价格有所下降外，电商渠道销量的扩大也是重要因素。

因此，我们看好公司在电商渠道销售量及销售额的长期增长，也看好通过电商渠道的增长实现公司销售渠道多元化的改革，优化渠道结构，且进一步提升公司盈利能力。

## 4. 有远见无近忧，未来新看点处处开花

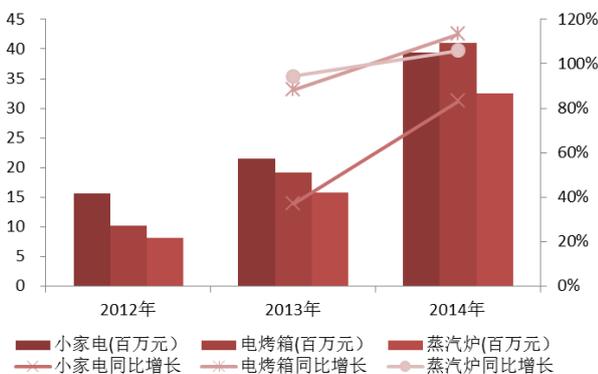
### 4.1 聚焦吸油烟机，多品类联动，打造厨电一站购

随着中国厨电的消费升级，厨电品类也日益丰富起来，西式烹饪在中国的流行让一些西方厨电品类开始打开中国市场。早在21世纪初，微波炉开始进入中国市场，如今在中国厨房达到了很高的普及率，现阶段电烤箱，蒸汽炉等更专业的西式厨电也开始流行起来。

电烤箱作为正宗的舶来品，最初中国市场都被ACA等国外品牌占据着。但不久，随着国内品牌对产品技术等掌握程度的提升，美的集团、格兰仕等迅速发展起来，国内品牌的风头完全盖过了国外品牌。公司从2012年开始涉足电烤箱、蒸汽炉领域，营业收入与营业利润实现了快速增长，2014年，电烤箱、蒸汽炉营收与利润都实现了翻倍增长。

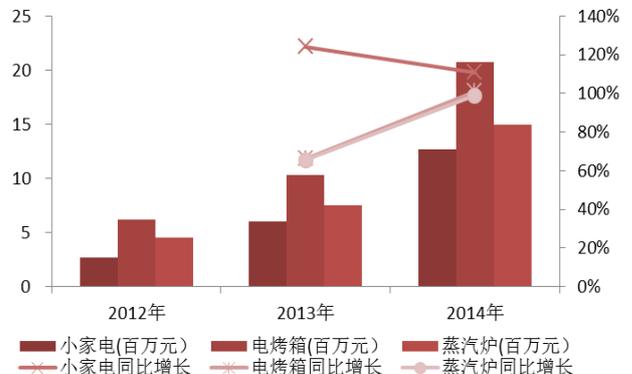
近几年，公司的小家电也进入了迅速发展时期，2014年小家电营收增长80%，利润也实现100%增长率。今年，公司与凯芙隆环境科技有限公司合作，借助凯芙隆的先进技术，开发净水器产品。贴牌老板的净水器产品预计将在今年第四季度推出。

图 35: 公司其他品类厨电营业收入



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 36: 公司其他品类厨电营业利润



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司主力产品是抽油烟机，公司希望通过“聚焦吸油烟机”，从而“多品类联动”，最终想达成的“打造厨电一站购品牌”的规划目标——所有厨电品类都能在老板电器一站购齐。

德国著名厨具品牌嘉格纳的发展历程，为“某一品类带动全品类”战略做出了实践证明。创立于 1681 年的嘉格纳，最初是铁制品制造厂，1879 年，炉灶专家泰多尔·贝尔格曼加入公司，嘉格纳的灶具开始闻名于世。1931 年，管理层将嘉格纳生产范围慢慢从独立式厨房炉灶过渡到所有厨房电器，由于其灶具的高知名度，其他品类的厨电也很快被市场所接受，嘉格纳进入辉煌发展时期，成为全球著名的高端厨电品牌。至今，嘉格纳的灶具仍然备受推崇。

我们看好公司“聚焦吸油烟机，多品类联动，打造厨电一站购”的战略，通过抽油烟机树立品牌形象，提升名牌知名度，增强市场对品牌的信任程度，从而带动其他品类的增长。主打产品抽油烟机和其他品类厨具都必须保持高品质，才能促使这一战略长久推行。

从实际数据来看，现阶段，烟、灶、消成套销售的比例不断提升，尤其是烟灶两件套的销售量已经超过单品销售量，公司其他厨电品类也高速增长阶段。公司投资凯芙隆的举措，丰富了公司厨电品类，净水器行业本身也享有巨大的市场空间。未来，随着市场的不断培育发展，公司也将有可能开展更多的对外合作。

## 4.2 投资帝泽设立名气，高中低端市场全覆盖

2012 年，公司与法格集团 (FAGORGROUP) 在上海设立帝泽家用电器贸易(上海)有限公司，公司持有合资公司 51% 股权。帝泽是法国著名家用电器奢侈品牌，具有 300 多年历史。合资公司专攻房地产精装修市场，产品定位为奢侈品，面对国内顶级的精装修市场，提供全品类的顶级厨房电器，并逐渐向其他家用电器延伸。

帝泽电器是合资企业，由于双方磨合，技术引进等多方面问题，前三年一直处于亏损状态，今年公司已经进入了正常的生产状态，预计明年营收能够覆盖成本。帝泽产品主要通过工程渠道销售，随着房地产行业情况的好转，营收也将有所提升。

图 37: 帝泽电器铂金系列产品



数据来源: 公开资料, 西南证券整理

图 38: 帝泽电器白珍珠系列产品



数据来源: 公开资料, 西南证券整理

2012 年，公司使用部分超募资金设立全资子公司——杭州名气电器有限公司（以下简称名气）。名气的主营业务仍是厨电产品的生产销售，其产品主要针对中低端市场，主要在三四线城市销售。名气的设立，对于扩大公司市场份额，完善市场覆盖度有积极意义。名气

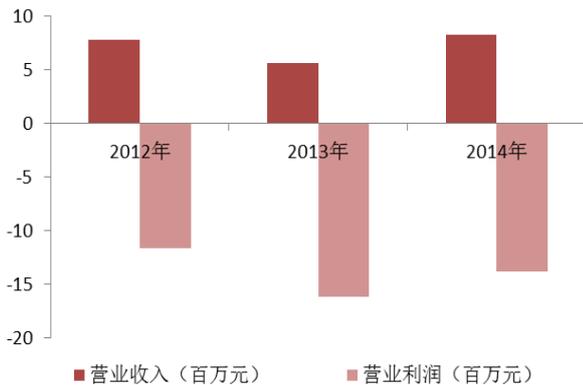
电器邀请著名歌星那英作为形象代言人，并在热播综艺节目中国好声音中播出广告，大大提升了名气电器的知名度。2014年，名气已经实现了扭亏为盈。

图 39: 名气电器产品海报



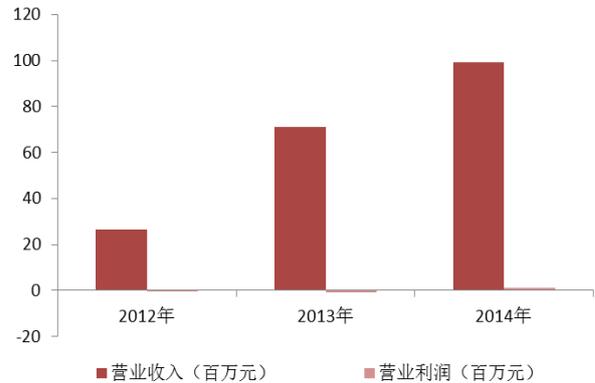
数据来源: 公开资料, 西南证券整理

图 40: 帝泽电器营收、利润情况



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 41: 名气电器营收、利润情况



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

投资帝泽, 设立名气, 加上主品牌老板, 公司实现了奢华, 高端, 中端, 低端市场的全面覆盖。这对公司的长远发展有重要意义, 一方面类似帝泽这样的奢华品牌虽然始终只是小众市场, 但对于提升公司形象, 抢占超高端市场意义重大, 公司对帝泽的定位也是从厨电向其他家用电器延伸。另一方面, 虽然现在高端厨电的天花板远未到来, 但随着未来高端市场的需求逐渐饱和, 高端厨电市场将进入以更新需求为主的周期性新常态, 此时中低端市场成为主要的增长空间。名气品牌已经具有一定的知名度, 并且公司架构各方面趋于成熟, 并且依托老板品牌的知名度, 在未来中低端市场上具有先天优势。我们认为, 公司市场全覆盖的举措, 是立足高远, 为公司的长期发展埋下伏笔。

### 4.3 注重科技，迎合政策，ROKI和 CCS 项目逐步推进

2014年9月，老板电器与阿里百度跨界合作，发布了新一代ROKI智能厨房系统。在厨电上搭载ROKI系统，通过触屏与云端技术，实现多种智能化功能。例如：ROKI的菜谱智能推荐功能会根据用户的口味、烹饪习惯并结合应季食材，推送适合该用户的菜品，还会打通第三方食材配送平台；ROKI还具有记忆功能，通过设置后可以自行记录，以后在做同一道菜的过程中系统自动控制火候和时间；智能安全系统实现了手机APP智能提示功能，不仅可以远程查看烹饪状态，还能智能推送关火提醒，安全更放心；遇到问题只需按下“一键直呼”，售后人员便主动电话回访，帮助顾客排忧解难。公司发布的ROKI系统，在完成厨房电器产品本身智能化的同时，更欲建立一套以家庭厨房烹饪为中心的智能生态，例如ROKI与智能可穿戴设备的融合，比如智能手表、手环、智能血压计、智能秤等，实现依据检测到的个人健康状况，推送个性化定制化的营养食谱；通过烹饪菜谱的推荐，链接第三方食材供应商，完成食材的智能化采购和配送；与第三方智能空气检测设备联动，自动为厨房通风换气等。未来，甚至有可能将开放ROKI系统，只要符合硬件配置要求的厨电品牌，都可以免费将ROKI系统用在他们的产品上，共建智能烹饪生态圈。

今年3月，老板电器ROKI智能大吸力产品群预售。ROKI智能厨房项目迎合了当前消费升级的趋势，随着产品技术进一步成熟，智能化也会是家电发展的大趋势。

图 42: 装有 ROKI 智能系统的厨电产品



数据来源：公开资料，西南证券整理

图 43: ROKI 智能系统手机 APP



数据来源：公开资料，西南证券整理

中央油烟净化系统 CCS（以下简称“CCS”）主要应用于居民高层住宅公共烟道口处，主要解决三大问题：解决由于居民烹饪油烟所产生的油烟和 VOC 导致的环境污染、解决居民回烟串味的问题以及解决高层居民住宅排烟不畅的问题。对设备测试的结果显示，CCS 对 PM2.5 的净化效果能达到 93% 以上，对公共烟道的辅助排烟能力也会提升约 18% 的效果。

现阶段，老板电器和首创集团一起申报北京市科委“首都蓝天行动”项目，并且申报成功。公司即将在北京与首创开展合作两个示范工程项目，包括新小区和旧楼改造。CCS 迎合当前环保政策，示范项目成功后预计会与房地产行业展开大规模合作，公司产品工程渠道销售量提升。

## 4.4 新建生产线即将投产，产能翻倍满足需求增长

今年公司的目标是达到 200 万台油烟机的销量,截止第三季度,公司已经完成 155 万台,按照往年经验,节假日以及电商促销日集中的第四季度在全年销量中占比较大,因此公司应该能圆满达成年销 200 万台的目标。目前公司的生产线最大产能为年产 200 万台抽油烟机,产能达到满负荷。2015 年第四季度,茅山基地“270 万台厨房电器生产建设项目”将投入生产,公司最大产能将达到 470 万台。面临不断上涨的市场需求,公司将逐步释放产能,为销量的增长备下充足的货源。

## 5. 财务分析

### 5.1 盈利能力分析

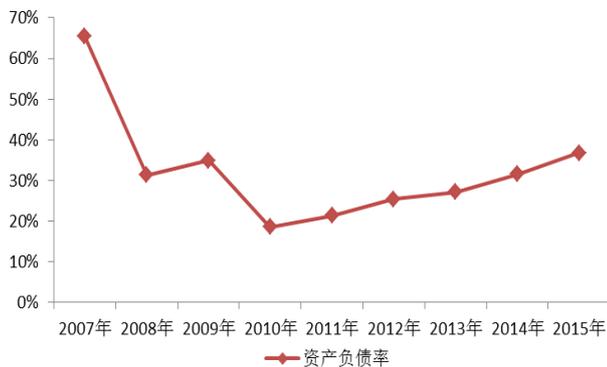
公司自上市以来,营业收入及营业利润一直呈上升态势,且营收同比增长均保持在 25% 以上,营业利润的同比增速更是达到了 40% 以上。2014 年公司全年营收约为 2010 年的三倍,全年利润为 2010 年的四倍有余。

公司销售毛利率近几年持续走高,自 2008 年以来始终高于 50%,远超行业平均。2015 年三季度,公司销售毛利率达到 58.29%,比去年上涨 3 个百分点。这其中有三点原因,一是公司每推出新产品会有一定幅度的提价;二是今年厨电上游原材料产品价格下降,成本降低;三是电商渠道占比的扩大,市场份额占比增加。随着电商渠道的进一步发展,在未来几年公司毛利率还有走高的可能。

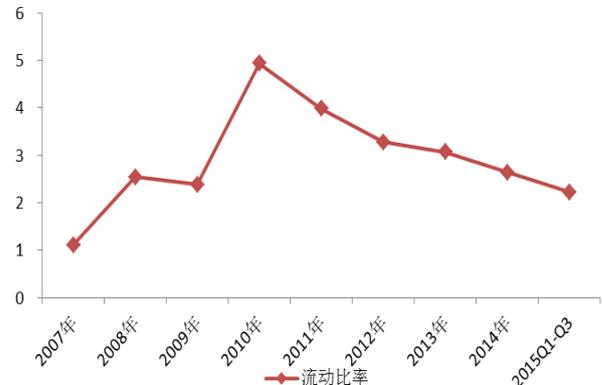
### 5.2 偿债能力分析

长期偿债能力:在企业不会发生债务危机的前提下,资产负债率高一些有助于企业更加充分利用财务杠杆,一般而言,小于 60% 的负债率是比较合理的。2015 年第 3 季度公司负债总额 16.7 亿元,资产负债率为 36.75%,我们认为资产负债率的合理提升体现了公司资产结构的进一步优化。

短期偿债能力:通常流动比率和速动比率越大,公司短期偿债能力越强,但是比率过大证明公司闲置资金较多,没有充分利用资金资源,一般而言流动比率在 2 左右,速动比率在 1 左右为最佳。公司上市以来流动比率可分为 2 个阶段。2007-2010 年流动比率处于不断上涨的过程,短期偿债能力不断增强;2011 至今流动比率下降,2015 年第三季度为 2.23,说明公司具有良好的短期偿债能力,且闲置资金消化能力不断增强,公司变现能力较强的同时资金利用效率不断提高。

**图 44: 公司资产负债率**


数据来源: wind, 西南证券整理

**图 45: 公司流动比率**


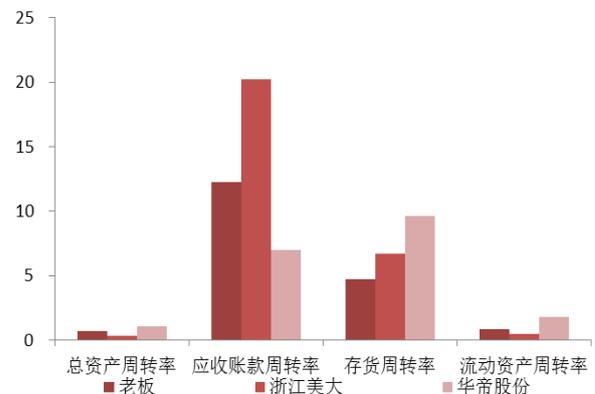
数据来源: wind, 西南证券整理

### 5.3 营运能力分析

公司的存货周转天数较长, 存货周转率低于同类企业, 这主要是由于公司的收入确认方式引起的, 在终端售出之后, 公司才确定收入。与同行业比较, 老板电器的各项周转率指标居中, 尚算正常。

**图 46: 公司各项周转率**


数据来源: wind, 西南证券整理

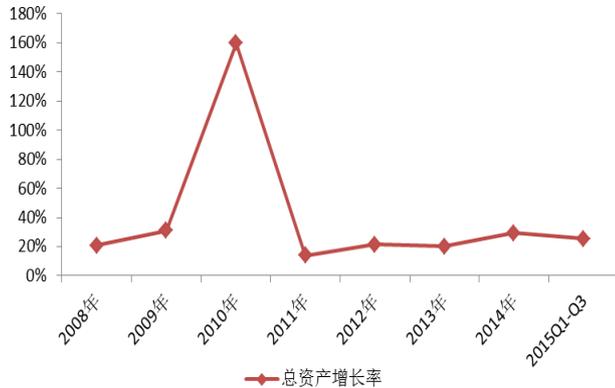
**图 47: 2014 年公司运营能力同行业比较**


数据来源: wind, 西南证券整理

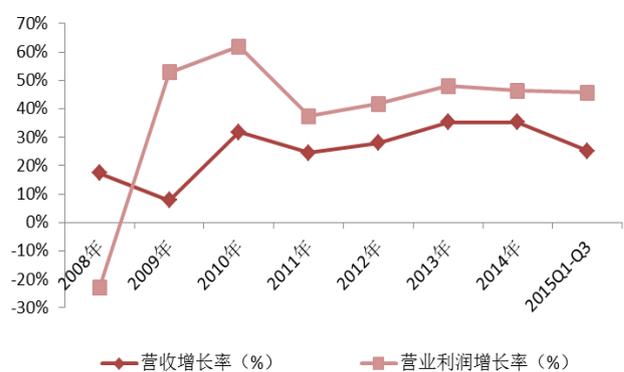
### 5.4 成长能力分析

2010 年公司公开发行上市, 总资产陡增 160%, 2012 至今老板电器总资产增长率一直稳定在 20%左右, 且保持逐年上涨的趋势。

同时我们也看到营业利润增长率与营业总收入增长率相差基本保持相同增长趋势, 营业利润增长率约为营业收入增长率的 2 倍。我们认为未来两三年公司模式创新的成果将逐渐凸显, 预计营业收入及利润都将大幅增长。

**图 48: 公司总资产增长率**


数据来源: wind, 西南证券整理

**图 49: 公司营收、利润增长率**


数据来源: wind, 西南证券整理

## 5.5 费用分析

公司的三费率较高,主要体现在高于 30% 的销售费用率,2015 年三季度达到了 33.59%。主要是公司为了打造品牌高端形象和保持品牌知名度,在央视黄金时段投入广告,因此销售费用居高不下。在调研访谈中,公司高层也表示已经开始关注销售费用率走高的问题,会着力控制,减少不必要的投入,但要保持品牌形象和知名度,依然会保持高于行业平均的销售费用率。

## 6. 盈利预测与估值

### 6.1 核心假设与营收预测

(1) 从收入端来看:随着人均收入水平的不断提高,城镇化建设不断推进,厨电行业市场空间广阔。厨电消费升级,公司高端定位契合市场需求,市占率有望继续提升。我们预计,公司各类产品的营收依旧保持持续增长趋势。

(2) 从盈利端来看:上游原材料价格稳中有降、高毛利电商渠道占比提升,我们预计各类产品的毛利率均有小幅提升。而随着公司治理结构的不断完善,代理商拆分提升管理效率,我们认为公司的各项费用率会有一定幅度的下降。

根据上述假定,我们预计公司 2015-2017 年收入分别为 46.0 亿元、58.4 亿元和 73.4 亿元,同比增速分别为 28.09%/26.94%/25.77%,归母净利润分别为 8.0 亿元、10.5 亿元和 13.6 亿元,同比增速分别为 39.73%/30.27%/30.55%。

**表 6: 公司营业收入增长预测**

单位 (百万元)		2014A	2015E	2016E	2017E
合计	营业收入	3,588.94	4,597.05	5,835.38	7,339.35
	yoy	35.24%	28.09%	26.94%	25.77%
	营业成本	1,559.53	1,922.67	2,428.69	3,027.42
	毛利率	56.55%	58.18%	58.38%	58.75%

单位 (百万元)		2014A	2015E	2016E	2017E
抽油烟机	收入	2,087.33	2,650.91	3,340.15	4,175.19
	yoy	37.07%	27.00%	26.00%	25.00%
	成本	870.94	1,060.36	1,334.39	1,649.20
	毛利率	58.27%	60.00%	60.05%	60.50%
燃气灶	收入	1,022.28	1,328.97	1,701.08	2,143.35
	yoy	35.22%	30.00%	28.00%	26.00%
	成本	423.50	531.59	671.92	835.91
	毛利率	58.57%	60.00%	60.50%	61.00%
消毒柜	收入	276.83	354.35	450.02	567.02
	yoy	30.71%	28.00%	27.00%	26.00%
	成本	147.63	182.49	229.51	286.35
	毛利率	46.67%	48.50%	49.00%	49.50%
小厨电	收入	39.38	74.44	126.54	202.46
	yoy	83.17%	89.00%	70.00%	60.00%
	成本	26.66	48.38	79.72	126.54
	毛利率	32.30%	35.00%	37.00%	37.50%
其他厨电品类	收入	163.11	188.39	217.59	251.32
	yoy	15.14%	15.50%	15.50%	15.50%
	成本	90.79	99.85	113.15	129.43
	毛利率	44.34%	47.00%	48.00%	48.50%

数据来源: 西南证券

**表 7: 公司各项费用率预测**

	2014A	2015E	2016E	2017E
销售费用率	31.07%	31.05%	30.50%	30.00%
管理费用率	7.46%	6.90%	6.80%	6.70%

数据来源: 西南证券

## 6.2 绝对估值

我们采用 FCFF 估值法进行绝对估值。

关键假设:

- (1) 无风险利率为 10 年期国债到期收益率;
- (2)  $\beta$  系数为申万一级行业分类-家电行业的  $\beta$  (近 3 年, 标的指数为沪深 300 指数) 作为公司无杠杆  $\beta$  系数的近似值;
- (3) 有效税率稳定, 为 15%。

**表 8: 绝对估值假设**

估值假设	数值
过渡期年数	5
过渡期增长率	12.00%
永续期增长率	3.00%
无风险利率	3.10%
市场组合报酬率	11.00%
$\beta$ 系数	0.78
债务资本比重	5.00%
债务资本成本	8.00%
有效税率	15.00%
股权资本成本	10.29%
无杠杆成本	9.25%
WACC	10.12%

数据来源: 西南证券

**表 9: FCFF 估值结果**

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)
核心企业价值	20092.26
净债务价值	-2140.80
股票价值	22233.06
除: 总股本 (百万)	486.08
每股价值 (元)	45.74

数据来源: 西南证券

**表 10: FCFF 估值敏感性分析**

WACC \ 永续增长率	8.62%	9.12%	9.62%	10.12%	10.62%	11.12%	11.62%
1.5%	49.46	46.09	43.13	40.53	38.23	36.17	34.32
2.0%	51.95	48.18	44.91	42.06	39.54	37.31	35.32
2.5%	54.84	50.59	46.94	43.78	41.01	38.58	36.42
3.0%	58.25	53.39	49.27	<b>45.74</b>	42.68	40.01	37.65
3.5%	62.33	56.69	51.98	48.00	44.58	41.62	39.04
4.0%	67.28	60.64	55.18	50.63	46.77	43.47	40.60
4.5%	73.45	65.44	59.00	53.73	49.32	45.59	42.39

数据来源: 西南证券

通过敏感性测试, 我们发现绝对估值对系数敏感性大, 估值结果受主观因素影响严重。为提高估值客观性, 我们采取相对估值法进行估值。

## 6.3 相对估值

根据上述假定，我们预计公司 2015/2016/2017 年 EPS 分别为 1.65/2.15/2.81 元。2015 年 12 月 30 日收盘价对应动态 PE 为 28 倍、21 倍和 16 倍。我们选取了同样以厨电为主营业务的华帝股份、万和电气和浙江美大作为可比公司。

**表 11: 可比上市公司一致预测与估值**

证券代码	证券简称	最新价	EPS			PE		
			2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E
002035.SZ	华帝股份	16.80	0.64	0.83	1.03	27	21	16
002543.SZ	万和电气	18.44	0.69	0.80	0.93	26	23	20
002677.SZ	浙江美大	23.55	0.62	0.78	0.95	37	30	24
平均值			0.65	0.80	0.97	30	24	20
002508.SZ	老板电器	41.20	1.65	2.15	2.81	28	21	16

数据来源: 可比公司数据取自 Wind 一致预期, 老板电器数据为西南证券研究所估计, 股价截至 2015 年 12 月 30 日

根据可比公司平均值, 考虑公司作为行业龙头以及契合市场发展趋势的品牌定位, 我们认为给予公司 2016 年 26 倍 PE 合理, 对应目标股价为 55.9 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

## 7. 风险提示

(1) 房地产行业波动风险: 公司主营业务与房地产业发展高度相关, 若房地产业发展情况不及预期, 公司产品销量可能受到影响。

(2) 竞争对手价格战风险: 高端厨电市场现处于双寡头垄断格局, 若公司主要竞争对手大幅降价, 公司可能被迫降低产品价格, 导致公司毛利率降低。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	3588.94	4597.05	5835.38	7339.35	净利润	567.69	798.64	1045.58	1367.71
营业成本	1559.53	1922.67	2436.35	3046.21	折旧与摊销	38.63	57.97	73.54	86.54
营业税金及附加	39.30	49.83	63.21	79.66	财务费用	-43.24	-44.77	-56.76	-74.25
销售费用	1115.10	1427.38	1779.79	2201.81	资产减值损失	6.87	-1.60	0.00	0.00
管理费用	267.79	317.20	396.81	491.74	经营营运资本变动	43.86	-118.89	-95.88	-114.20
财务费用	-43.24	-44.77	-56.76	-74.25	其他	44.88	1.60	0.00	0.00
资产减值损失	6.87	-1.60	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>658.70</b>	<b>692.96</b>	<b>966.48</b>	<b>1265.80</b>
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-205.07	-212.00	-162.00	-112.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1.41	-82.70	-40.00	-20.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-206.48</b>	<b>-294.70</b>	<b>-202.00</b>	<b>-132.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>643.58</b>	<b>926.34</b>	<b>1215.98</b>	<b>1594.18</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	20.53	13.24	14.11	14.89	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>664.11</b>	<b>939.58</b>	<b>1230.09</b>	<b>1609.07</b>	股权融资	0.00	166.08	0.00	0.00
所得税	96.42	140.94	184.51	241.36	支付股利	-128.00	-190.66	-266.41	-347.05
净利润	567.69	798.64	1045.58	1367.71	其他	0.00	44.77	56.76	74.25
少数股东损益	-6.71	-3.99	0.00	2.74	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-128.00</b>	<b>20.19</b>	<b>-209.65</b>	<b>-272.80</b>
归属母公司股东净利润	574.40	802.64	1045.58	1364.97	<b>现金流量净额</b>	<b>324.14</b>	<b>418.44</b>	<b>554.83</b>	<b>860.99</b>
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	1607.28	2025.72	2580.55	3441.54	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	836.42	1042.56	1332.90	1675.63	销售收入增长率	35.24%	28.09%	26.94%	25.77%
存货	553.74	682.68	865.08	1081.62	营业利润增长率	46.37%	43.93%	31.27%	31.10%
其他流动资产	0.90	1.15	1.47	1.84	净利润增长率	50.32%	40.68%	30.92%	30.81%
长期股权投资	0.00	14.70	14.70	14.70	EBITDA 增长率	45.17%	47.04%	31.21%	30.31%
投资性房地产	0.06	0.06	0.06	0.06	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	514.90	667.63	754.79	778.96	毛利率	56.55%	58.18%	58.25%	58.49%
无形资产和开发支出	91.10	92.44	93.78	95.11	三费率	37.33%	36.98%	36.33%	35.69%
其他非流动资产	21.43	89.39	129.35	149.31	净利率	15.82%	17.37%	17.92%	18.64%
<b>资产总计</b>	<b>3625.83</b>	<b>4616.33</b>	<b>5772.67</b>	<b>7238.78</b>	ROE	22.88%	24.53%	25.92%	27.06%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	15.66%	17.30%	18.11%	18.89%
应付和预收款项	1026.55	1217.78	1559.28	1962.39	ROIC	45.94%	53.57%	56.63%	63.36%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	17.80%	20.44%	21.13%	21.89%
其他负债	117.88	143.09	178.76	221.11	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1144.43</b>	<b>1360.87</b>	<b>1738.04</b>	<b>2183.49</b>	总资产周转率	1.12	1.12	1.12	1.13
股本	320.00	486.08	486.08	486.08	固定资产周转率	11.06	11.71	11.13	12.01
资本公积	905.31	905.31	905.31	905.31	应收账款周转率	13.96	13.62	13.75	13.61
留存收益	1256.84	1868.82	2647.99	3665.91	存货周转率	3.11	3.11	3.15	3.13
归属母公司股东权益	2482.15	3260.21	4039.37	5057.29	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	98.82%	—	—	—
少数股东权益	-0.75	-4.74	-4.74	-2.01	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>2481.40</b>	<b>3255.46</b>	<b>4034.63</b>	<b>5055.28</b>	资产负债率	31.56%	29.48%	30.11%	30.16%
负债和股东权益合计	3625.83	4616.33	5772.67	7238.78	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.64	2.78	2.77	2.85
					速动比率	2.15	2.27	2.26	2.35
					股利支付率	22.28%	23.75%	25.48%	25.43%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	638.97	939.55	1232.76	1606.47	每股收益	1.18	1.65	2.15	2.81
PE	38.84	27.80	21.34	16.35	每股净资产	5.10	6.70	8.30	10.40
PB	8.99	6.85	5.53	4.41	每股经营现金	1.36	1.43	1.99	2.60
PS	6.22	4.85	3.82	3.04	每股股利	0.26	0.39	0.55	0.71
EV/EBITDA	20.44	21.50	15.90	11.65					
股息率	0.57%	0.85%	1.19%	1.56%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

### 上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

### 北京地区

赵佳（地区销售总监）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

### 广深地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn