国联证券 GUOLIAN SECURITIES

2016 年 01 月 13 日

老板电器（002508）\家用电器

——超预期高成长

投资建议:	买入
	首次覆盖
当前价格:	39.27 元
目标价格:	50 元

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	486/486
流通 A 股市值（百万元）	2
每股净资产（元）	7.76
资产负债率（%）	31.56
一年内最高/最低（元）	47.19/24.65

一年内股价相对走势

钱建 分析师
执业证书编号：S05905101240001
电话：0510-85613752
邮箱：qj@glsc.com.cn

钱建 联系人
电话：051085613752
邮箱：qj@glsc.com.cn

相关报告

投资要点:

➢ **公司发布业绩预增公告**

厨电行业仍有较大发展空间，并显著受益于消费升级带来的高端市场扩张，公司有产品力、品牌力、营销力铸就的持续竞争优势，根据公司此次预增40%-50%的经营情况及去年以来持续的地产销售回升，我们预计公司未来几年的业绩增幅在30%左右，给予推荐评级。

➢ **摘要二**

公司在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的基础上，凭借多年行业经验积累，在高端厨电的研发、设计、品质、工艺等领域均处于行业内领先水平，2015年推出的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。凭借出众的高端产品创新，公司产品赢得了市场认可，4季度销售超预期增长。据不完全统计，公司去年全年油烟机出货量圆满实现了公司年初200万台的规划目标，同比增幅高达30%，而行业总体还略有滑坡，表明公司的业绩表现更多的是依赖于突出的个性化竞争优势取得的。

➢ **风险提示**

房地产销售急剧滑坡冲击厨电行业

财务数据和估值	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	2,653.81	3,588.94	4,665.62	6,205.28	8,128.91
增长率（%）	35.21%	35.24%	30.00%	33.00%	31.00%
EBITDA（百万元）	443.59	659.00	948.10	1,113.31	1,354.77
净利润（百万元）	385.63	574.40	820.56	1,043.94	1,288.37
增长率（%）	43.87%	48.95%	42.86%	27.22%	23.41%
EPS（元/股）	0.79	1.18	1.69	2.15	2.65
市盈率（P/E）	50.47	33.88	23.72	18.64	15.11
市净率（P/B）	9.56	7.84	6.21	4.91	3.90
EV/EBITDA	23.12	19.44	13.51	11.51	9.45

数据来源：公司公告，国联证券研究所

请务必阅读报告末页的重要声明

正文目录

1.公司竞争优势突出，市场表现远超行业 3
1.1 公司持续进行高端产品创新，产品力大幅提升，使得 4 季度销售大超预期 3
2.投资结论 6

图表目录

图表 1：全球钢铁价格指数 3
图表 2：2013-2014 油烟机行业与 4000 元以上增速 3
图表 3：3500 元以上零售对比 4

1.公司竞争优势突出，市场表现远超行业

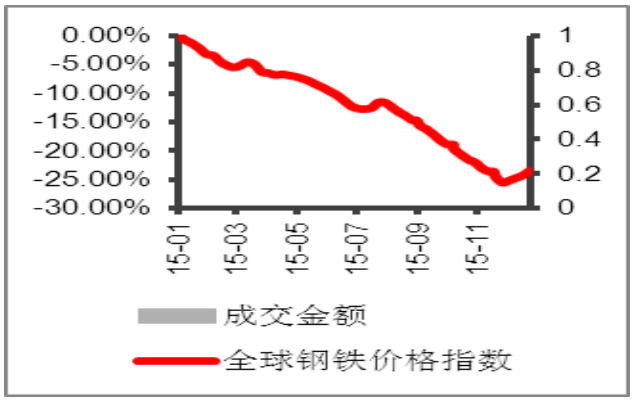
1.1 公司持续进行高端产品创新，产品力大幅提升，使得 4 季度销售大超预期

公司在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的基础上，凭借多年行业经验积累，在高端厨电的研发、设计、品质、工艺等领域均处于行业内领先水平，2015 年推出的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。凭借出众的高端产品创新，公司产品赢得了市场认可，4 季度销售超预期增长。据不完全统计，公司去年全年油烟机出货量圆满实现了公司年初 200 万台的规划目标，同比增幅高达 30%，而行业总体还略有滑坡，表明公司的业绩表现更多的是依赖于突出的个性化竞争优势取得的。

➢ **以钢材为主的原材料价格低迷为公司提升毛利率打下基础**

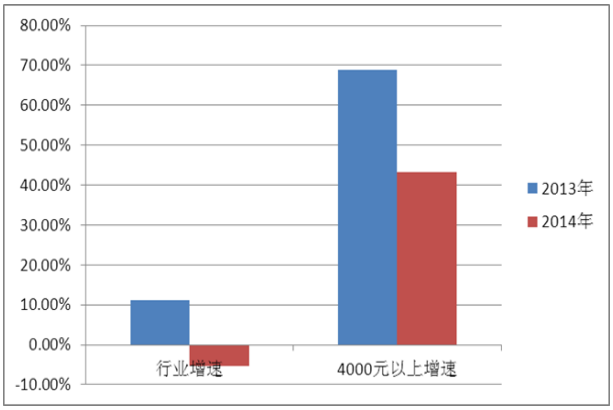
2015 年以来，钢铁价格继续下行，按下图所示的全球钢铁价格指数看，全年下跌 25%，作为下游用户的油烟机因此受益很大，毛利率得以维持高位。

图表 1：全球钢铁价格指数



来源：WIND 国联证券研究所

图表 2：2013-2014 油烟机行业与 4000 元以上增速



来源：中怡康国联证券研究所

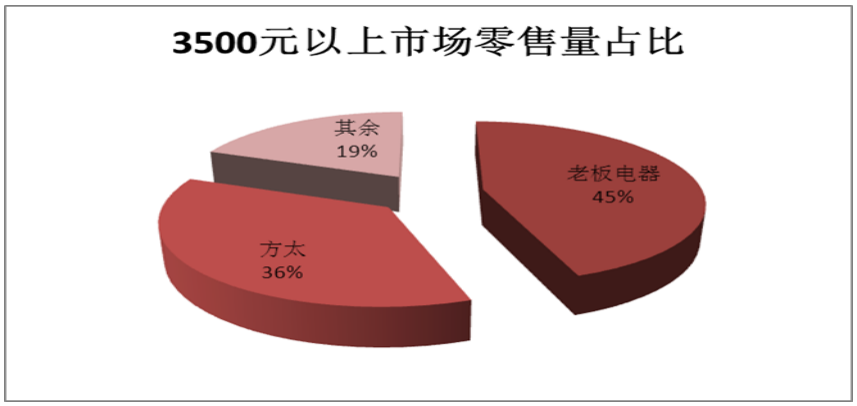
➢ **高增长的电商渠道毛利率高企在 70%左右，同时公司高定价高毛利率新品销售占比提升，推动整体毛利率进一步提升。**

公司与京东商城、天猫商城、国美在线、苏宁易购、唯品会等电商平台积极开展合作，同时公司还自建官方购物网，电商销量取得了 70%的快速增长，保持了公司网购渠道第一大厨电品牌的市场地位。而由于公司电商基本直营，省去较多中间环节，毛利率显著高于线下，且去年以来线上销售占比业已提升到 20%以上。这显著提升了公司整体毛利率水平。

那么，电商渠道的高成长和比重增加是否是可持续的呢？我们认为，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。

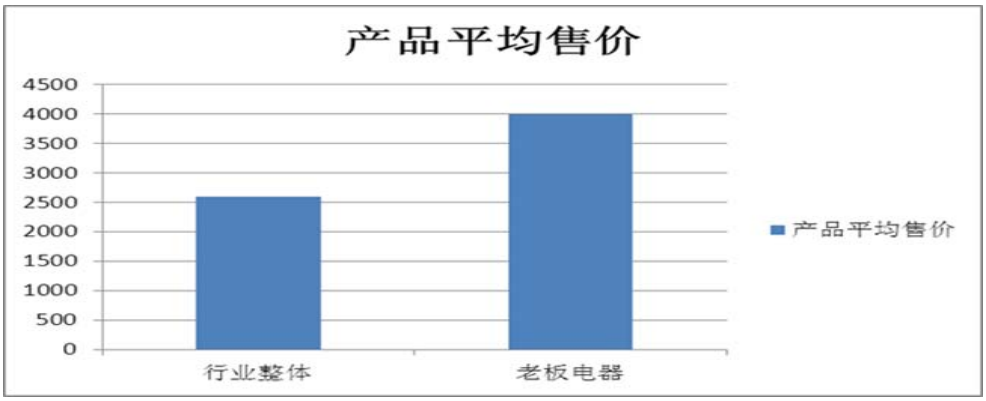
同时，从公司产品销售均价看，业已提升至近 4000 元的水平，高于行业均价 50%左右，这也大幅拉升了公司毛利。就高端市场整体份额看，老板电器已经与方太 2 家形成双寡头理性竞争的良好格局，共同瓜分了一片高毛利市场。

图表 3：3500 元以上零售对比



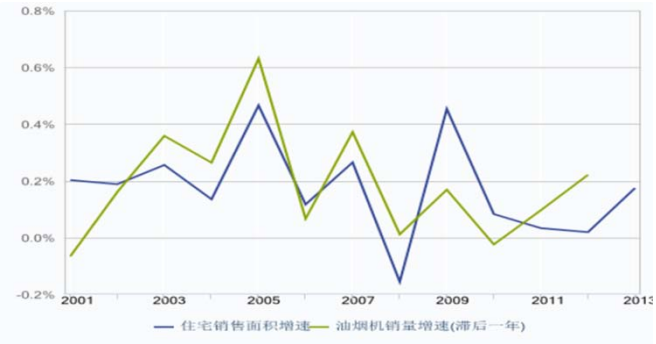
来源：中怡康国联证券研究所

图表 4：售价对比



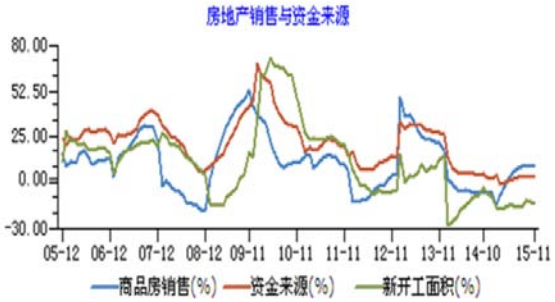
来源：中怡康国联证券研究所

图表 5：油烟机与地产销售对比关系



来源：WIND 国联证券研究所

图表 6：地产销售增速图



来源：WIND 国联证券研究所

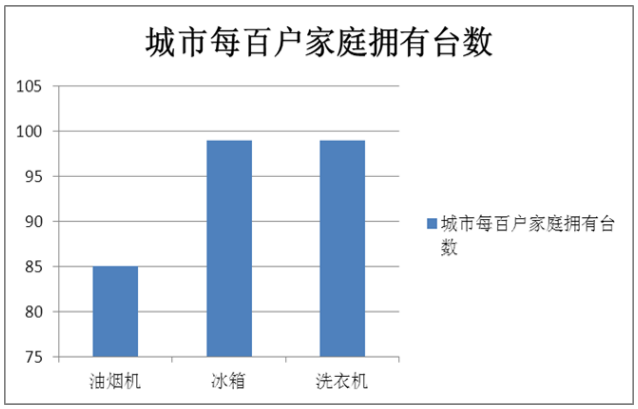
➢ **2015 年多地房地产销售量创近 5 年记录为公司未来增长奠定基础**

从历史看，油烟机销售与地产销售存在滞后 1 年的高相关性，去年的较高地产销售量为未来 2 年公司的进一步高增长打下良好基础。

➢ **长远看，消费升级也推动厨电进一步普及和市场高端化比重上升**

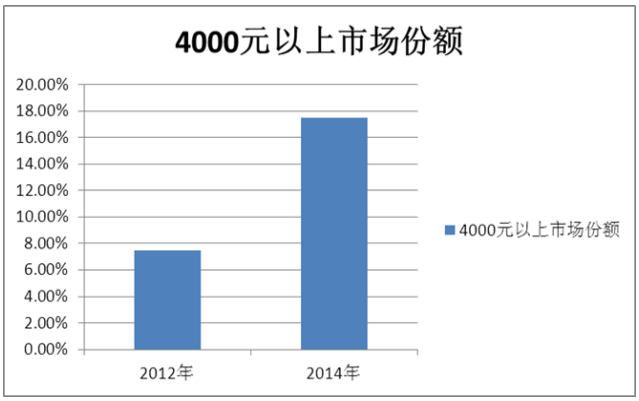
目前厨电的普及率低于其它家电，而 4000 元以上品类市场份额显著增加，这表明消费升级可望推动厨电进一步普及和市场高端化比重上升，公司为此加强对用户的产品更新换代意识培养，目前更新份额已占 20%。

图表 7：城市每百户家庭拥有家电数量



来源：统计局

图表 8：4000 元以上产品的市场份额



来源：中怡康

➢ **公司的渠道优势和品牌优势有望进一步发挥**

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。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。

在品牌建设上，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，稳固公司高端品牌地位。“老板”品牌因此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。

➢ **多次推出的股权激励计划为公司高速发展奠定机制基础**

公司推出“千人合伙人计划”，代理公司作为本部事业合伙人并参与三四级市场的激励分享，以股权参与有效的捆绑利益，推进了各级代理商的业务拓展。股权激励计划也全到位，先推出核心管理层持股计划、代理商持股计划、中层及技术骨干的限制性股权激励计划。

2.投资结论

厨电行业仍有较大发展空间，并显著受益于消费升级带来的高端市场扩张，公司有产品力、品牌力、营销力铸就的持续竞争优势，根据公司的经营情况及去年以来持续的地产销售回升，我们预计公司未来几年的业绩增幅在30%左右，给予推荐评级。

- **风险提示：房地产销售急剧滑坡冲击厨电行业**

图表 9 财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	1,217.9	1,490.2	1,980.8	2,707.3	3,476.1
应收账款+票据	595.55	797.60	1,011.5	1,387.3	1,748.3
预付账款	13.59	38.82	27.03	64.72	58.20
存货	448.94	553.74	706.14	1,049.3	1,302.5
其他	2.06	0.90	0.90	0.90	0.90
流动资产合计	2,278.0	2,881.3	3,726.4	5,209.6	6,586.2
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	332.15	316.72	466.48	418.06	369.64
在建工程	31.77	198.18	0.00	0.00	0.00
无形资产	92.66	91.10	88.97	86.84	84.70
其他非流动资产	3.17	15.92	15.87	15.82	15.77
非流动资产合计	459.75	621.92	571.32	520.72	470.11
资产总计	2,737.8	3,503.2	4,297.7	5,730.4	7,056.3
短期借款	0.00	0.00	12.00	30.00	51.00
应付账款+票据	406.33	601.15	664.76	1,099.0	1,264.0
其他	289.79	420.67	491.59	650.24	778.42
流动负债合计	696.12	1,021.8	1,168.3	1,779.3	2,093.4
长期带息负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	696.12	1,021.8	1,168.3	1,779.3	2,093.4
少数股东权益	5.96	-0.75	-15.44	-34.13	-57.19
股本	256.00	320.00	320.00	320.00	320.00
资本公积	969.31	905.31	905.31	905.31	905.31
留存收益	810.44	1,256.8	1,909.7	2,740.3	3,765.4
股东权益合计	2,041.7	2,481.4	3,119.6	3,931.5	4,933.5
负债和股东权益总	2,737.8	3,503.2	4,287.9	5,710.8	7,027.0

现金流量表

单位:百万元	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
净利润	377.65	567.69	805.87	1,025.2	1,265.3
折旧摊销	35.99	38.63	46.57	46.57	46.57
财务费用	0.04	0.07	-40.73	-132.74	-172.64
存货减少	-133.07	-104.80	-152.40	-343.16	-253.29
营运资金变动	36.62	154.12	-67.60	179.43	-61.33
其它	5.56	2.98	4.03	4.03	4.03
经营活动现金流	322.78	658.70	595.74	779.39	828.65
资本支出	118.75	206.87	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	31.30	0.39	9.77	9.77	9.77
投资活动现金流	-87.45	-206.48	9.77	9.77	9.77
债权融资	0.00	0.00	12.00	18.00	21.00
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-76.80	-128.00	-126.94	-80.58	-90.62
筹资活动现金流	-76.80	-128.00	-114.94	-62.58	-69.62
现金净增加额	158.49	324.14	490.58	726.58	768.80

利润表

单位:百万元	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	2,653.8	3,588.9	4,665.6	6,205.2	8,128.9
营业成本	1,209.1	1,559.5	1,959.5	2,730.3	3,658.0
营业税金及附加	28.08	39.30	51.09	67.95	89.01
营业费用	798.14	1,115.1	1,425.7	1,896.1	2,483.9
管理费用	210.26	267.79	367.72	489.07	640.68
财务费用	-35.52	-43.24	-40.25	-132.25	-172.15
资产减值损失	3.95	6.87	4.03	4.03	4.03
公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	33.00	38.00	44.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	439.73	643.58	930.77	1,187.9	1,469.3
营业外净收益	3.85	20.53	11.50	11.50	11.50
利润总额	443.58	664.11	942.26	1,199.4	1,480.8
所得税	65.94	96.42	136.39	174.22	215.53
净利润	377.65	567.69	805.87	1,025.2	1,265.3
少数股东损益	-7.98	-6.71	-14.69	-18.69	-23.07
归属于母公司净	385.63	574.40	820.56	1,043.9	1,288.3

主要财务比率

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
成长能力					
营业收入	35.21%	35.24%	30.00%	33.00%	31.00%
EBIT	47.05%	52.20%	45.32%	18.33%	22.64%
EBITDA	46.82%	48.56%	43.87%	17.42%	21.69%
归属于母公司净	43.87%	48.95%	42.86%	27.22%	23.41%
获利能力					
毛利率	54.44%	56.55%	58.00%	56.00%	55.00%
净利率	14.23%	15.82%	17.27%	16.52%	15.57%
ROE	18.94%	23.14%	26.17%	26.32%	25.82%
ROIC	19.75%	25.13%	30.69%	28.82%	27.99%
偿债能力					
资产负债率	25.43%	29.17%	27.19%	31.05%	29.67%
流动比率	3.27	2.82	3.19	2.93	3.15
速动比率	2.62	2.28	2.58	2.34	2.52
营运能力					
应收账款周转率	4.51	4.56	4.66	4.51	4.68
存货周转率	2.69	2.82	2.78	2.60	2.81
总资产周转率	0.97	1.02	1.09	1.08	1.15
每股指标（元）					
每股收益	0.79	1.18	1.69	2.15	2.65
每股经营现金流	0.66	1.36	1.23	1.60	1.70
每股净资产	4.19	5.11	6.45	8.16	10.27
估值比率					
市盈率	50.47	33.88	23.72	18.64	15.11
市净率	9.56	7.84	6.21	4.91	3.90
EV/EBITDA	23.12	19.44	13.51	11.51	9.45
EV/EBIT	25.16	20.65	14.21	12.01	9.79

数据来源：公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

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

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

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