

2016年07月28日

王睿哲

C0062@capital.com.tw

目标价(元) 43.5

## 老板电器(002508.SZ)

Buy 买入

厨电龙头，业绩继续快速增长

结论与建议：

### 公司基本信息

产业别	家用电器		
A 股价(2016/7/27)	39.11		
深证成指(2016/7/27)	10405.85		
股价 12 个月高/低	53.3/32.5		
总发行股数(百万)	730.06		
A 股数(百万)	709.81		
A 市值(亿元)	277.61		
主要股东	杭州老板实业集团有限公司 (49.68%)		
每股净值(元)	4.56		
股价/账面净值	8.58		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	7.9	11.6	52.2

### 近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2016-04-08	48.05	买入

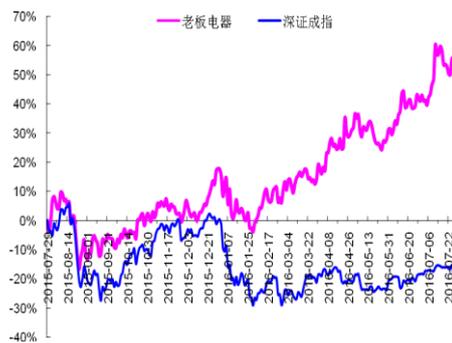
### 产品组合

油烟机	60.6%
燃气灶	29.3%
消毒柜	7.4%

### 机构投资者占流通 A 股比例

基金	8.1%
一般法人	53.8%

### 股价相对大盘走势



■ **公司业绩：**公司发布半年报，公司 2016H1 实现营业收入 25.2 亿元，YOY+23.7%，实现净利润 4.2 亿元，YOY+37.9%。公司业绩符合预期。其中，2016Q2 实现营业收入 15.1 亿元，YOY+24.5%；实现净利润 2.6 亿元，YOY+38.2%。另外，公司预计 2016 年 Q1-Q3 净利润增长区间在 20%-40%，以此测算 Q3 净利润区间为 1.63 亿至 2.61 亿，YOY-10.3%至+43.5%

■ **厨电销售额快速增长，市场份额持续领先：**公司 2016 年上半年油烟机、燃气灶、消毒柜营收同比分别继续快速增长 25.46%、17.9%、16.44%。公司营收快速增长一方面是由于厨电行业的销售增速在房地产销售回暖的带动下有所回升：根据中怡康的统计，2016 年上半年油烟机、燃气灶、消毒柜销售额同比分别增长 9.84%、4.31%、3.33%，增速较 2015 年全年的增速分别提升了 4.23 个、2.52 个、5.85 个百分点。另一方面是由于公司继续推进渠道变革，加快渠道下沉：代理商继续分拆，全国新增城市公司数量达到 46 个，上半年在全国新增专卖店 150 家，总量已达到 2600 家。另外，公司加强线上渠道的合作，线上销售额同比增长 50%。从市场份额来看，公司作为行业龙头，主力厨电产品的市场份额继续保持行业第一：上半年公司吸油烟机零售量、零售额市场份额分别为 17.57%、25.03%，燃气灶零售量、零售额市场份额分别为 15.54%、22.67%。

■ **毛利率继续提升，费用率改善：**受益于原材料成本的下降以及公司高端产品和线上销售占比的增加，公司综合毛利率同比提升 1.7 个百分点至 59.1%。另外，随着公司销售规模的增加以及渠道变革的不断推动，公司三项费用率则也下降 0.2 个百分点至 38.8%。毛利率提升和费用率的下降共同推动了公司净利润增速快于营收增速。

■ **盈利预测与投资建议：**展望未来，由于公司产品具有较强的装修属性，我们认为今年上半年房地产销售面积的快速增长 (YOY+27.9%)，将会继续带动公司厨电销售产品销量的提升。另外，从中长期来看，公司积极加快渠道下沉，将会在城镇化建设的推进中持续受益。我们预计公司 2016 年、2017 年实现净利润 10.9 亿元 (YOY+28.9%)、13.5 亿元 (YOY+23.4%) EPS 为 1.5、1.85 元，当前股价对应 16、17 年动态 PE 分别为 26X、21X，我们维持“买入”建议。

..... 接续下页 .....

年度截止 12 月 31 日		2013	2014	2015	2016F	2017F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	386	574	830	1094	1349
同比增减	%	43.87	48.95	44.58	31.67	23.40
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.53	0.79	1.14	1.50	1.85
同比增减	%	43.87	48.95	44.58	31.67	23.40
市盈率 (P/E)	X	74.04	49.71	34.38	26.11	21.16
股利 (DPS)	RMB 元	0.50	0.50	0.60	0.45	0.55
股息率 (Yield)	%	1.28	1.28	1.53	1.15	1.42

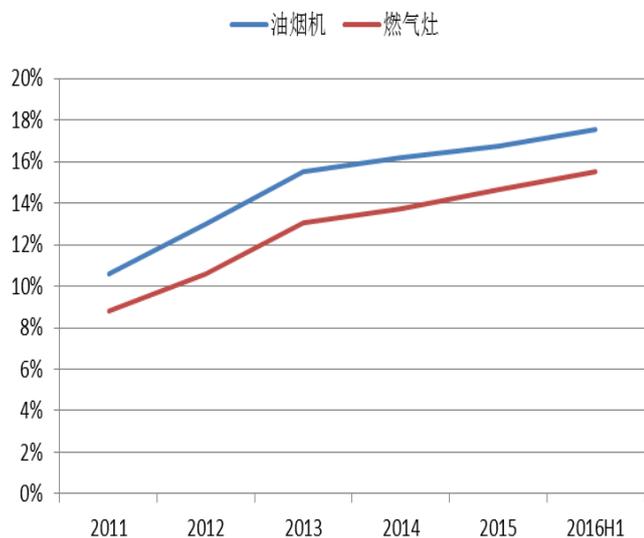
预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER  $\geq$  30%); 买入 Buy (30% > ER  $\geq$  10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

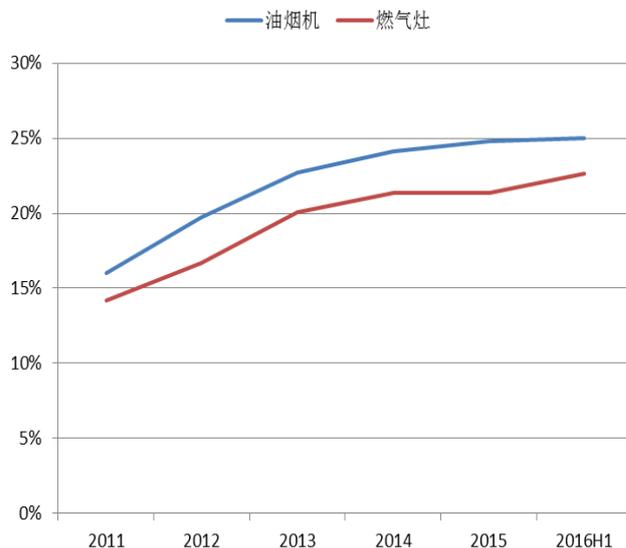
卖出 Sell (-30% < ER  $\leq$  -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER  $\leq$  -30%)

图 1: KA 渠道销售量市占率



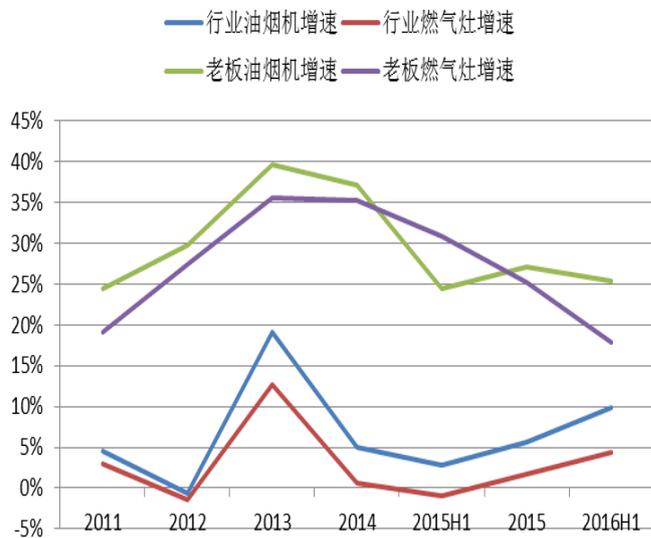
数据源: 中怡康, 群益证券整理

图 5: KA 渠道销售额市占率



数据源: 中怡康, 群益证券整理

图 3: 公司厨电销售额增速快于行业



数据源: 公司公告, 群益证券整理

## 附一：合并损益表

百万元	2013	2014	2015	2016F	2017F
营业收入	2654	3589	4543	5675	7072
经营成本	1209	1560	1900	2306	2902
营业税金及附加	28	39	47	58	72
销售费用	798	1115	1353	1697	2093
管理费用	210	268	354	441	554
财务费用	-36	-43	-66	-93	-111
资产减值损失	4	7	1	3	2
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	440	644	953	1263	1560
营业外收入	7	23	17	20	8
营业外支出	3	3	2	2	0
利润总额	444	664	969	1281	1568
所得税	66	96	141	188	226
少数股东损益	-8	-7		0	-8
归属于母公司所有者的净利润	386	574	830	1094	1349

## 附二：合并资产负债表

百万元	2013	2014	2015	2016F	2017F
货币资金	1280	1607	1957	2387	2817
应收账款	210	304	441	639	927
存货	449	554	786	1117	1586
流动资产合计	2340	2998	3584	4543	5730
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	332	317	304	292	280
在建工程	32	198	139	97	68
非流动资产合计	462	627	740	874	1031
资产总计	2803	3626	4325	5417	6761
流动负债合计	761	1135	1475	1918	2493
非流动负债合计	0	10	10	10	10
负债合计	761	1144	1485	1927	2503
少数股东权益	6	-1	-1	-1	-1
股东权益合计	2036	2482	2841	3490	4259
负债及股东权益合计	2803	3626	4325	5417	6761

## 附三：合并现金流量表

百万元	2013	2014	2015	2016F	2015F
经营活动产生的现金流量净额	323	659	700	700	700
投资活动产生的现金流量净额	-87	-206	-250	-200	-200
筹资活动产生的现金流量净额	-77	-128	-100	-70	-70
现金及现金等价物净增加额	158	324	350	430	430

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不在此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。