



Research and
Development Center

厨房电器龙头，受益于消费升级带来的高端市场扩张

——老板电器（002508.sz）深度报告

2016年08月19日

郭荆璞	行业首席分析师
李丹	研究助理
李沁	研究助理

厨房电器龙头 受益于消费升级带来的高端市场扩张

2016年8月19日

本期内容提要:

- ◆ **厨电行业增长幅度领跑整个家电市场。**厨电行业在家电领域近年表现突出，市场规模增长迅猛，15年零售额同比增长10.5%，增长幅度领跑家电市场。横向比较家电行业其他板块，烟灶产品必需性不断提升，保有量长期提升空间大。老板电器受厨电行业升级、集中度提高等因素的带动，品牌市场份额有望继续提升。
- ◆ **消费升级趋势，高端厨电市场大有可为。**从家电市场产品生命周期看，厨房电器市场逐渐成为中国家电市场最主要的增长驱动力。市场份额逐渐向少数龙头企业集中，品牌企业在增长，杂牌企业在淘汰。厨电行业高端化趋势从产品结构优化与产品均价提升将得到进一步加强，老板电器作为该行业的龙头企业受益于消费升级带来的高端市场扩张。
- ◆ **产品受消费者青睐，竞争优势强劲。**老板电器作为中国厨电行业的明星企业，公司的产品力、品牌力、营销力铸就了持续的竞争优势，市场零售额、零售量均保持领先优势地位。老板在这一市场上占据主导性地位，公司以47.96%的市场份额占据大吸力油烟机市场。
- ◆ **线上电商销售模式提升产品业绩，扩大公司市场半径。**目前，一二线电商市场趋于成熟，低线城市仍在发展期，厨电产品在未来仍然有着大幅的提升空间。老板产品占领各大电商大节，公司过半产品是在节假日和打折促销活动中售出，线上市场销售额增长迅猛，销售额和销售量依然占领领先地位。
- ◆ **股价催化剂：**消费升级趋势、线上电商业绩持续高速上升、线下渠道下沉提升市场份额、房地产市场复苏、厨房健康环境的关注。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2016-2018年归属母公司净利润分别为11.70、14.48、17.87亿元，按照最新股本计算，对应的每股收益分别为1.60元、1.98元和2.45元。老板电器在高端厨电定位上契合消费升级的趋势，并且公司有持续稳定的利润增长能力。我们看好公司未来能够通过研发增加新品类、加快电商布局、深化线下渠道变革等方式实现盈利增长，市场占有率有望进一步提升，给予“增持”评级。
- ◆ **风险因素：**房地产市场波动的风险；原材料价格波动的风险；市场竞争加剧的风险；同业竞争加剧。

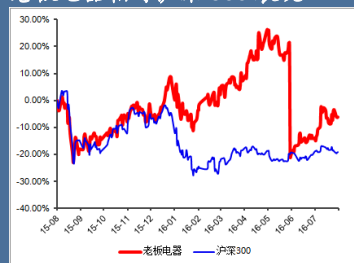
证券研究报告

公司研究——跟踪报告

老板电器 (002508.sz)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

老板电器相对沪深300表现



资料来源：信达证券研发中心

公司主要数据 (2016.8.19)

收盘价(元)	38.55
52周内股价波动区间(元)	20.52-41.98
最近一月涨跌幅(%)	-4.61
总股本(亿股)	7.3
流通A股比例(%)	97.23
总市值(亿元)	281

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO.,LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编：100031

郭荆璞 首席分析师

执业编号：S1500510120013

联系电话：+86 10 83326789

邮箱：guojingpu@cindasc.com

李丹 研究助理

联系电话：+86 10 83326735

邮箱：lidan@cindasc.com

李沁 研究助理

联系电话：+86 10 83326716

邮箱：liqin@cindasc.com

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	3,588.94	4,542.72	5,818.24	7,342.63	9,277.67
增长率 YoY %	35.24%	26.58%	28.08%	26.20%	26.35%
归属母公司净利润(百万元)	574.40	830.49	1,170.24	1,448.36	1,786.56
增长率 YoY%	48.95%	44.58%	40.91%	23.77%	23.35%
毛利率%	56.55%	58.17%	58.00%	57.67%	57.09%
净资产收益率 ROE%	25.43%	29.39%	35.45%	34.85%	30.94%
每股收益 EPS(元)	1.80	1.71	1.60	1.98	2.45
市盈率 P/E(倍)	49	34	24	19	16
市净率 P/B(倍)	7.55	5.91	8.20	5.77	4.22

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2016 年 08 月 19 日收盘价

目 录

投资聚焦	1
公司简介	3
公司基本介绍	3
公司主营业务简介	4
精耕细作，公司主业稳步提升	5
主要财务数据行业领先	6
行业介绍：高端厨电产品市场空间广阔	8
我国厨房电器产销量、保有量低，市场空间大	8
厨电行业增长幅度领跑整个家电市场	9
线上销售份额提升 电商平台更加重要	10
消费升级趋势 高端厨电大有可为	11
房地产行业带动厨电行业发展	14
较家电行业其他品类，厨电市场规模有望大幅提升	15
厨电贵族引风潮 业绩靓丽可持续	17
“大吸力”产品独具特色 高端品牌概念深入人心	17
三四线城市线上购买率上升，龙头企业进一步占领市场	18
线下渠道多元化发展 渠道下沉提升市场份额	22
盈利预测与估值：	24
基本假设和盈利预测	24
相对估值与投资评级	24
风险因素	25

表 目 录

表 1: 老板电器前十名股东持股情况 (2016 半年报)	3
表 2: 618 线上市场油烟机主销机型表现 (按零售额排序)	20
表 3: 老板电器主营业务收入增长率预测	24
表 4: 老板电器三费假设	24
表 5: A 股主要家电行业公司估值	25

图 目 录

图 1: 老板电器发展历史	4
图 2: 主营业务收入结构 (2016 年半年报)	4
图 3: 老板电器复式 T3 套装系列	5
图 4: 老板电器净界 A7 套装	5
图 5: 营业收入保持增长 (单位: 万元)	5
图 6: 归母净利润保持增长 (单位: 万元)	5
图 7: 家电行业销售净利率比较 (单位: %)	6
图 8: 厨电企业净利润增速 (单位: %)	7
图 9: 厨电企业季度营业收入 (单位: 亿元)	7
图 10: 厨电企业销售净利率 (单位: %)	7
图 11: 厨电企业净资产收益率 (单位: %)	7
图 12: 城镇家庭洗衣机、电冰箱、油烟机保有量	8
图 13: 农村家庭洗衣机、电冰箱、油烟机保有量	8
图 14: 2015 年家电行业零售额及增速 (单位: 亿元, %)	9
图 15: 2015 年家电行业零售额增速 (单位: %)	10
图 16: 公司各渠道营收占比及增速 (单位: %)	10
图 17: 厨电市场分品类占比	11
图 18: 大吸力油烟机年增长图	11
图 19: 吸油烟机产品结构份额趋势	12
图 20: 燃气灶产品结构份额趋势	12
图 21: 高端客户的购买决策过程	13
图 22: 商品房销售面积 (单位: 万平方米)	14
图 23: 商品房销售面积同比增速 (单位: %)	14
图 24: 油烟机零售年度增速与住房销售面积年度增速关系	15
图 25: 家电企业收入规模 (单位: 亿元)	16
图 26: 烟机龙头市占率与白电龙头市占率 (单位: %)	16
图 27: 油烟机零售量整体市场份额	17
图 28: 油烟机零售额整体市场份额	17
图 29: 百度指数 (产品: 油烟机)	17
图 30: 大吸力油烟机市场占有率	18
图 31: 优先购买的油烟机品牌榜	18
图 32: “618” 吸油烟机线上市场主要品牌表现 (零售份额)	19
图 33: “618” 燃气灶线上市场主要品牌表现 (零售份额)	19
图 34: 低线城市电商发展数据 (单位: %)	20
图 35: 淘宝油烟机品牌热门排行榜	21
图 36: 天猫各品牌月销售额对比 (横轴为月销售均价, 纵轴为月销量)	21
图 37: 电商营业收入占比	22

投资聚焦

核心观点

纵观中国家电产业发展历程及未来发展趋势，由于消费升级趋势的明显推进以及城镇化进度的不断提高、二胎政策的开放，中低端时代已经成为过去，没有高附加值的商品和服务将会逐渐失去市场。未来实体店的价值就在于体验和服务，高端需求是支撑线下渠道长久发展的主要途径。

根据中怡康预计，2016年国内家电市场整体依然会保持4.2%的零售额同比增长，尤其厨卫电器的增速将高达9.5%，生活小家电也会有6.8%的增长。未来，线上线下渠道的融合是大势所趋，不论是实体还是电商，只要把握住趋势，在夯实自身能力的前提下，产品逐渐向高端融合，与其把这一趋势说成是主流家电企业的营销方式，不如说是新的形势及市场下新一代消费者的新选择。

我们的选股逻辑：

- 1、综合管理能力强，能够面对不同的竞争对手，保持市场领先的地位；
- 2、短期受益地产回暖传导，业绩有望持续提升；
- 3、公司长期成长能力明确，烟灶产品保有量与内销规模仍有成长空间，高端品持续受益消费升级提价；
- 4、品牌竞争能力强，无论是线上或线下，产品获得消费者青睐；
- 5、市场占有率高，零售额和零售量市场保持领先；
- 6、在厨电行业向高端化发展中，公司明显受益于消费升级趋势带来的高端市场扩张。

市场表现催化剂

消费升级趋势、线上电商业绩持续高速上升、线下渠道下沉提升市场份额、房地产市场复苏、厨房健康环境的关注。

盈利预测与投资评级

我们预计公司2016-2018年每股收益分别为1.60元、1.98元和2.45元。我们看好公司未来能够通过研发增加新品类、加快电商布局、深化线下渠道变革等方式实现盈利增长，市场占有率有望进一步提升，给予“增持”评级。

风险因素

房地产市场波动的风险；原材料价格波动的风险；市场竞争加剧的风险；同业竞争加剧。

公司简介

公司基本介绍

老板电器始创于 1988 年，民营式家族企业，是中国厨房电器行业的领导者，缔造了中国第一代吸油烟机。公司 2010 年在深圳 A 股上市，成为国内首家登陆资本市场的高端厨电企业，目前公司总股本约 7.3 亿股，实际控制人兼董事长为任建华先生。

老板电器专注于高端厨房电器领域，从事厨房电器产品的研发、生产、销售等综合服务，主要产品有吸油烟机、燃气灶、消毒柜、烤箱、蒸汽炉、微波炉、洗碗机、净水器等。连续十年获得亚洲品牌 500 强。

表 1: 老板电器前十名股东持股情况 (2016 半年报)

机构名称	持股数 (万股)	占总股本比例 (%)	股东性质
杭州老板实业集团有限公司	36270	49.68%	境内非国有法人
南华期货股份有限公司	1092	1.50%	其他
招商银行股份有限公司	1088	1.49%	其他
沈国英	1080	1.48%	境内自然人
挪威中央银行	1028	1.41%	境外法人
杭州金创投资有限公司	807	1.11%	境内非国有法人
华泰证券股份有限公司	745	1.02%	其他
阿布达比投资局	673	0.92%	境外法人
中国工商银行	645	0.88%	其他
中国工商银行股份有限公司	570	0.78%	其他

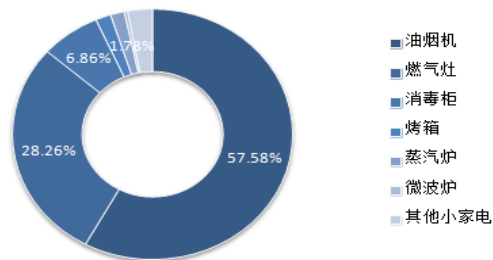
资料来源: 公司半年报, 信达证券研发中心整理

图 1: 老板电器发展历史


资料来源: 信达证券研发中心整理

公司主营业务简介

老板电器的主要产品是油烟机和燃气灶, 占到了主营业务收入的 86%。其中, 2016 年上半年油烟机占总体收入的 57.58%, 同比增长 25.46%; 燃气灶占总体收入的 28.26%, 同比增长 17.9%。此外, 公司其他销售收入来自消毒柜、烤箱、蒸汽炉、微波炉、其他小家电。

图 2: 主营业务收入结构 (2016 年半年报)


资料来源: 公司半年报, 信达证券研发中心整理

图 3: 老板电器复式 T3 套装系列

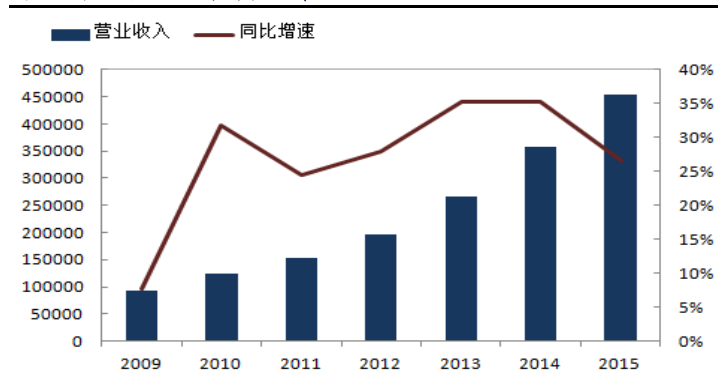

资料来源: 公司网站, 信达证券研发中心整理

图 4: 老板电器净界 A7 套装

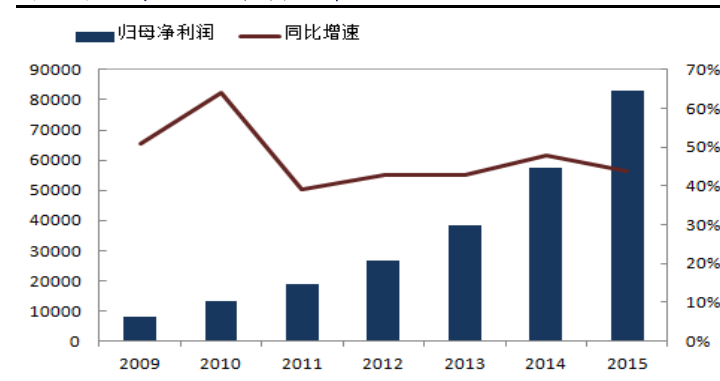

资料来源: 公司网站, 信达证券研发中心整理

精根细作，公司主业稳步提升

老板电器自 10 年上市以来业绩保持快速增长，公司营业收入同比增长均保持 25% 以上增速，净利润同比增速也达到 40% 以上，公司多年来稳扎稳打的企业作风和精耕细作的企业氛围，使公司业绩一路保持上升趋势。

图 5: 营业收入保持增长 (单位: 万元)


资料来源: WIND, 信达证券研发中心整理

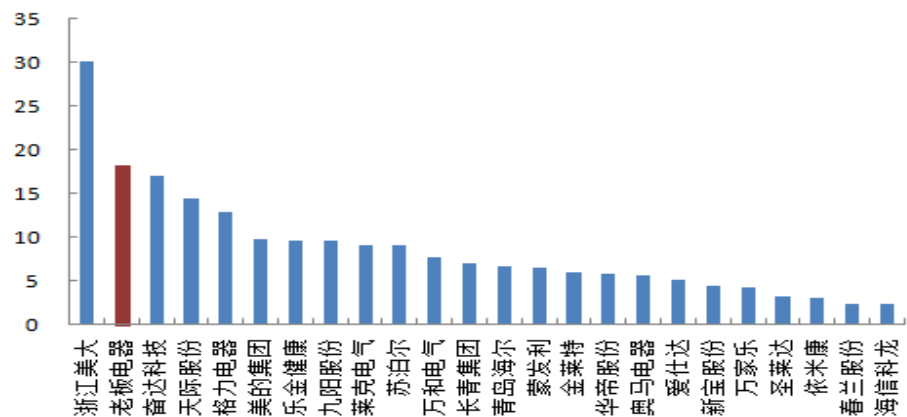
图 6: 归母净利润保持增长 (单位: 万元)


资料来源: WIND, 信达证券研发中心整理

主要财务数据行业领先

烟机为公司利润的最大贡献者。老板电器的主要产品中，油烟机最为显著，16年上半年营收占比达到了57.58%，贡献了62.52%的毛利，同比增长2%。油烟机毛利率占比大于营收占比，并且高于公司整体厨电产品毛利率（58.94%）3.5个百分点，构成盈利能力较强子版块。在对比了主要24家上市家电行业的销售净利率后，我们可以看到老板电器销售净利率遥遥领先。16年上半年，公司主营业务毛利率同比提升1.81个百分点，主要原因是高毛利的电商渠道占比进一步提升以及高毛利新品占比的提升，推动整体毛利率进一步提升。

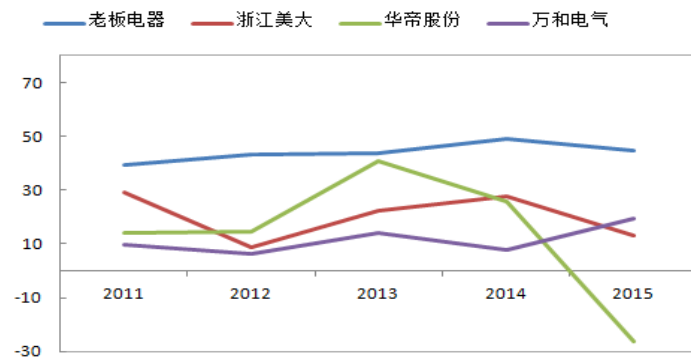
图7：家电行业销售净利率比较（单位：%）



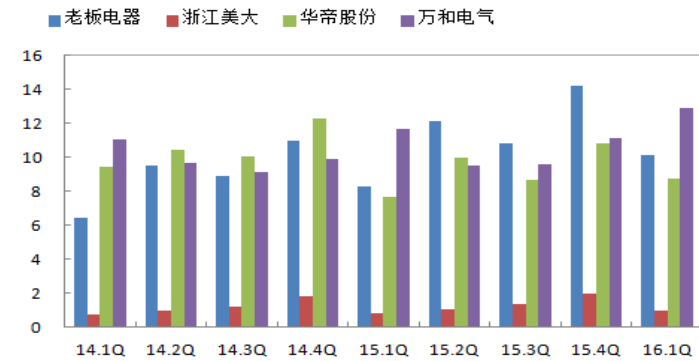
资料来源：WIND，信达证券研发中心整理

整体销售和盈利稳健，受市场环境的影响较低。受宏观经济和房地产行业的影响，15年家电企业整体销售增长乏力，并且受环境影响波动较大，大部分企业出现收入增速下滑。在对比家电行业同类型企业发现，老板电器营收增速一直处于十分稳定的增长态势，且遥遥领先保持着40%以上的增速，可以看出老板产品的销售和盈利都非常稳定，并且在业内一直保持着龙头的领先地位。

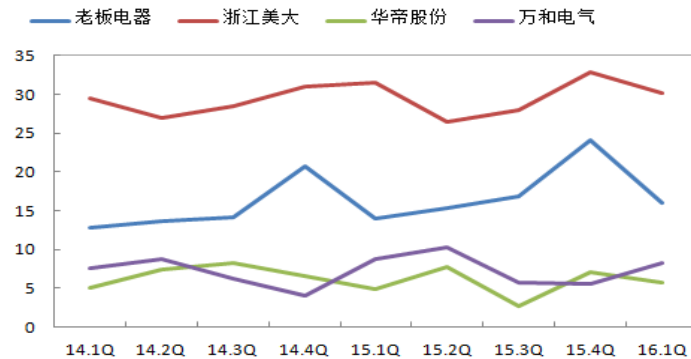
净资产收益率方面，老板净资产收益率平均值持续优于行业。14年、15年第四季度净资产收益率远超同行业其他企业，并且同比上升了1.7个百分点。16年第一季度老板、美的、华帝、万和四大家电集团的平均ROE分别为4.9%、2.7%、3.0%、3.7%，较竞争对手有明显优势。

图 8: 厨电企业净利润增速(单位: %)


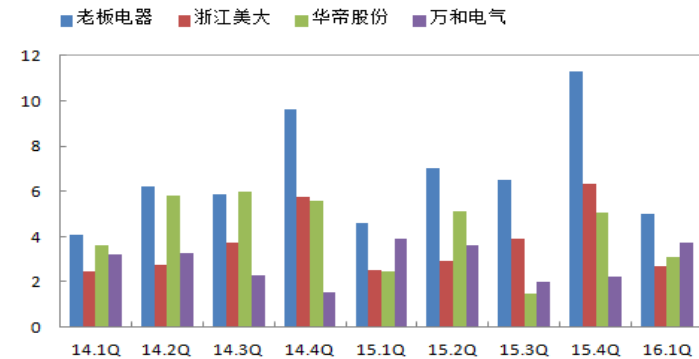
资料来源: WIND, 信达证券研发中心整理

图 9: 厨电企业季度营业收入(单位: 亿元)


资料来源: WIND, 信达证券研发中心整理

图 10: 厨电企业销售净利率(单位: %)


资料来源: WIND, 信达证券研发中心整理

图 11: 厨电企业净资产收益率(单位: %)


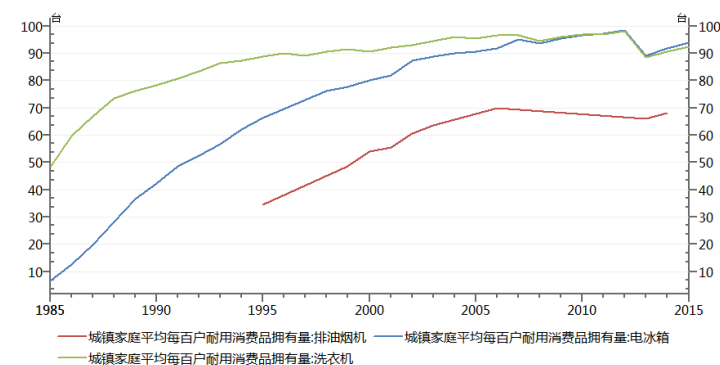
资料来源: WIND, 信达证券研发中心整理

行业介绍：高端厨电产品市场空间广阔

我国厨房电器产销量、保有量低，市场空间大

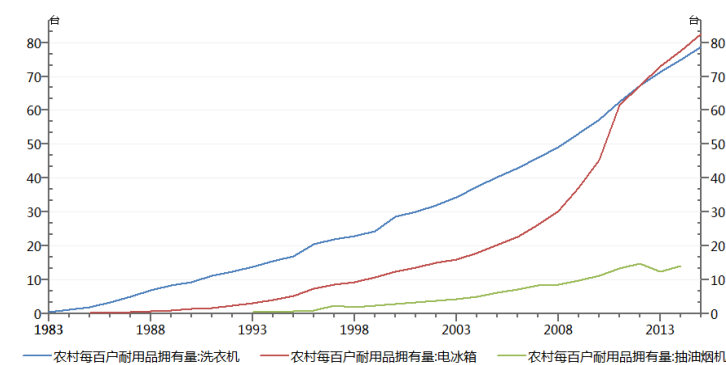
社会的不断发展，城镇化的扩大，我国厨电市场还有广阔的市场空间。一般而言，一个家庭拥有一台电视，一台电冰箱，一台洗衣机，一套烟机灶具。但是就目前的情况来看，我国抽油烟机家庭保有量偏低，尤其是农村和城镇地区，油烟机的保有量都低于电冰箱、洗衣机的保有量。以 14 年为例，城镇居民电冰箱、洗衣机的百户拥有量分别为 91.7 和 90.7，而油烟机为 68.2，农村更低，仅为 13.9。二十年前，农村每百户抽油烟机拥有量仅 0.6，城镇家庭每百户油烟机拥有量也仅有 34.47。可以看出，油烟机无论在城镇还是农村家庭的保有量都远远低于电冰箱和洗衣机。

图 12：城镇家庭洗衣机、电冰箱、油烟机保有量



资料来源：WIND，信达证券研发中心整理

图 13：农村家庭洗衣机、电冰箱、油烟机保有量



资料来源：WIND，信达证券研发中心整理

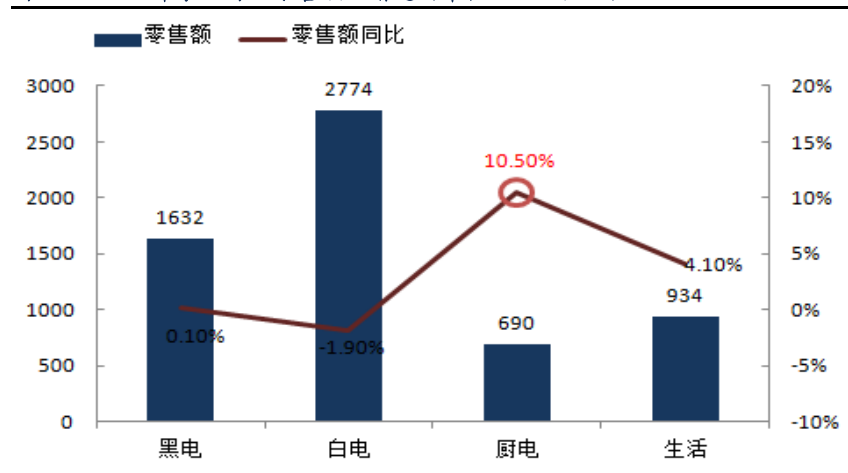
随着居民生活水平的改善，厨卫电器产品正日益发展为生活必需品。我国目前烟机灶具的年销量和零售额低于电冰箱、洗衣机，但未来吸油烟机与燃气灶的保有量会逐渐与电冰箱、洗衣机持平。由于厨卫电器在我国城镇居民家庭中的普及率仍未达到饱和，在农村居民家庭中拥有率很低、增长潜力较大，厨卫电器的市场需求仍将保持良好的增长态势。

厨电行业增长幅度领跑整个家电市场

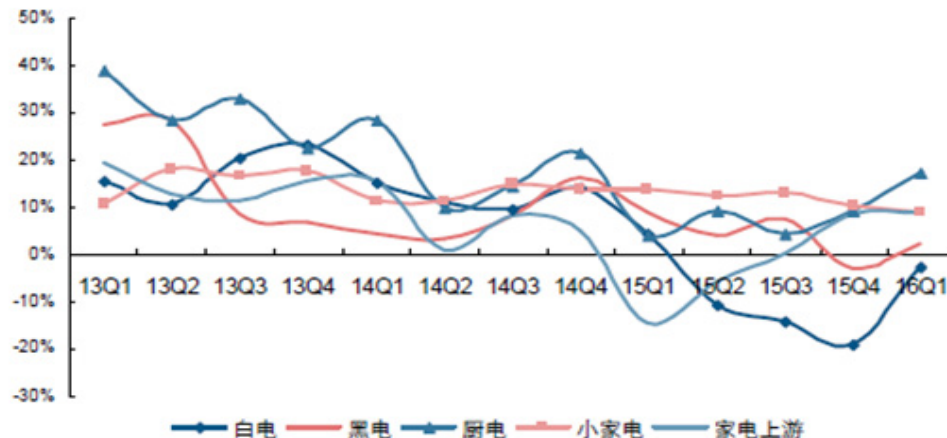
厨电行业在家电领域近年表现突出,市场规模增长迅猛,增长幅度领跑家电市场。2015年家电行业景气度较低,整体规模15300亿,同比增长5.5%;白电行业零售额2774亿元,但同比增长-1.9%;生活类小家电如空气净化器、吸尘器、电饭煲、咖啡壶等,同比增长4.1%。2015年厨电市场规模690亿,同比增加10.5%,明显优于其他家电子行业。其中吸油烟机348亿元,燃气灶186亿元,消毒柜47亿元。线上整体规模84亿,同比增长50%,市场渗透率接近15%。线下规模496亿元,同比微增1.8%。根据中国产业信息网数据统计,16年一季度白电、黑电、厨电及小家电行业主营分别增长-2.75%、2.30%、17.17%、8.86%,厨电行业主营增速依旧最为优秀,远高于家电行业整体发展水平。

从中怡康的零售监测数据来看,2015年我国吸油烟机市场零售份额同比增长5.61%,燃气灶零售份额同比增长1.79%。随着居民可支配收入的不断提高,城镇化的不断推进,厨电市场仍然存在广阔的市场空间。

图 14: 2015 年家电行业零售额及增速 (单位: 亿元, %)



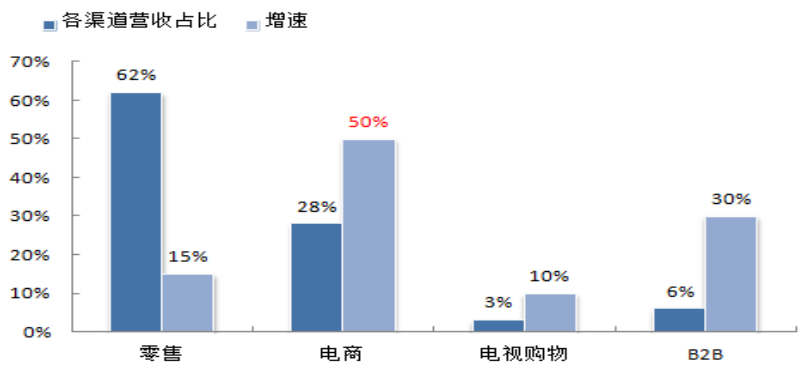
资料来源: 中怡康, 信达证券研发中心整理

图 15: 2015 年家电行业零售额增速 (单位: %)


资料来源: 中国产业信息网, 信达证券研发中心整理

线上销售份额提升 电商平台更加重要

老板电器自 2008 年发展线上渠道截止目前 2016 年中报, 电商渠道销售占比为 28%, 同比增加 50%。公司经历了摸索、产品销售、产品+市场营销+服务的三个不同阶段。家电线上发展的过程是渠道演变的过程。家电产品的分销从过去单一零售渠道向线下、线上两种平行零售方式逐步演变的过程。在电商渠道里, 商家不但可以提供产品, 也可以直接提供油杯垫、滤网等耗材, 使消费者在整个产品使用期间和企业进行更多的直接互动, 从而兼顾产品和服务的管理。

图 16: 公司各渠道营收占比及增速 (单位: %)


资料来源: 信达证券研发中心整理

随着消费者线上购买行为的进一步成熟，线上购买将延伸至单价更高的产品。京东集团家电事业部总裁闫小兵表示“消费者在网上购买家电时已经不仅仅追求低价，越来越多的消费者习惯在网上购买高端优质产品”。在线上市场，家电消费平均单价逐步升高，从小家电延伸至白电和厨电产品，呈现出向高端化升级的趋势。

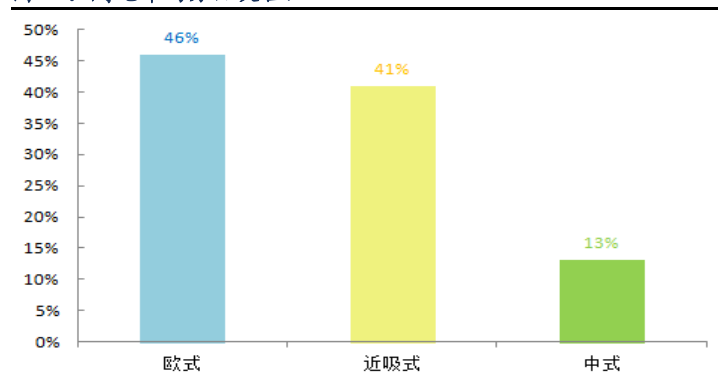
消费升级趋势 高端厨电大有可为

人们对环境卫生与健康的关系有了前所未有的重视，油烟机作为控制厨房环境家电，变得越来越重要。自从雾霾袭击全国，环境污染成为人们高度关注的领域，PM2.5 指数成为气象预报的一个增加指标。2015 年 2 月 28 日，柴静推出“中国雾霾调查：苍穹之下天”轰动全国，公众对环境的重视度又一次提高。天猫数据显示，雾霾期间，空气净化器明显提升，部分地区出现断货现象。在对外界污染和装修污染关注的同时，公众逐步意识到油烟有害健康。对厨房健康环境也有了更多的关注。

从家电市场产品生命周期看，厨房电器市场已经开始代替白电进入成长期，成为中国家电市场最主要的增长驱动力。中国家电协会认为，上半年厨电行业的增长主要源自产业结构与市场结构的调整，这种增长背后，其实是品牌企业在增长，而杂牌企业在淘汰，市场份额逐渐向少数龙头企业集中。厨电行业市场准入门槛在政府法规出台和电商平台清退山寨厨电品牌后有所提高，优势品牌份额进一步提升。中怡康零售监测报告显示，2015 年吸油烟机前五大品牌销售额占比 70%以上，相比 2014 年提升接近 2 个百分点，行业集中度仍在提升。

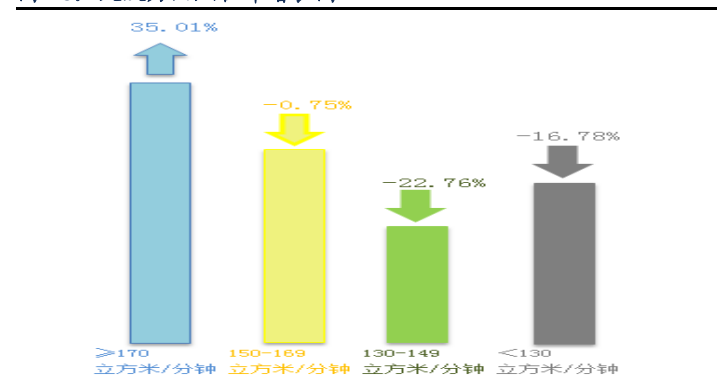
在规模增长的同时，厨电产品结构继续向高端化升级。抽油烟机产品高端化趋势明显，根据中国家电网数据，线下市场 5000 元以上产品的销量占比 8.8%，同比增加 2.6%。中怡康监测数据显示，15 年欧式和近吸式油烟机零售额占比 87%，到 16 年 1-4 月，欧式和近吸式油烟机零售额占比已达到 96.1%，欧式、大吸力油烟机等代表行业高端化发展趋势的产品市场占比进一步扩大，从而拉动厨电产品均价持续提升。

图 17: 厨电市场分品类占比



资料来源：中怡康，信达证券研发中心整理

图 18: 大吸力油烟机年增长图



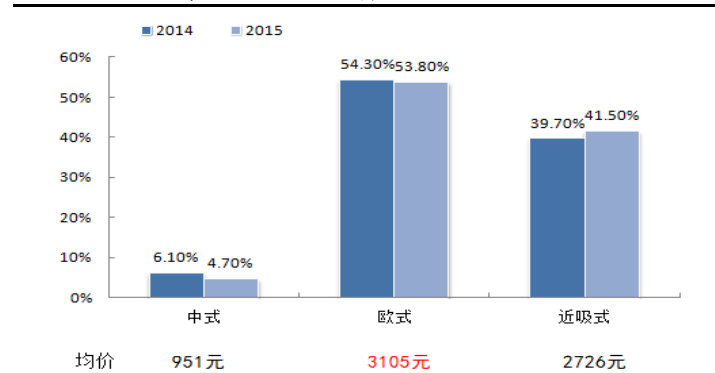
资料来源：中怡康，信达证券研发中心整理

消费者对油烟机排烟效果关注度提升，使得大吸力成为油烟机行业发展的主流趋势。根据国家电网联合中怡康发布的《2015—2016 中国高端家电市场消费调查报告》针对北京、上海、广州、成都、沈阳、武汉、南京、郑州、石家庄、西安 10 个全国重点城市中家庭月收入在 15000 元以上的消费人群进行的调查，出于追求生活品质和家电更新换代需要的消费者分别占 65%和 64%，消费者在购买高端家电时优先考虑的三个因素分别是产品质量、智能化和技术含量。受访者中 50%的消费者能够接受 5000--7000 元的吸油烟机，消费者在购买高端吸油烟机时考虑的首要因素是排烟效果。

16 年上半年，厨卫产品结构升级，高端化趋势显著。中怡康数据显示，15 年 17m³/min 及以上的大吸力油烟机的市场占比已提高至 35.01%，零售额份额快速提升 8.57 个百分点，拉动厨电产品的均价持续提升。价格在 4000 元以上的吸油烟机的市场份额，在 16 年前 5 个月就上升了 4 个百分点，线下零售额市场占比达到 40.1%。

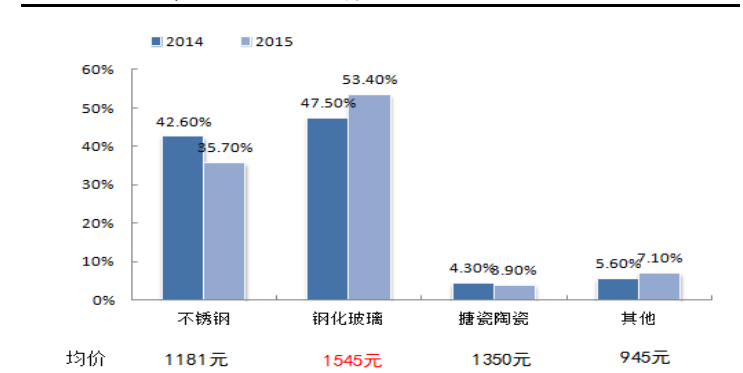
业界普遍认为，16 年在市场消费升级的推动下，厨电消费高端化趋势从产品结构优化与产品均价提升得到进一步加强。纵观过去两年烟机灶具产品结构份额我们可以看出，能接受 3000 元以上高端欧式吸油烟机的人群一直保持 50%以上，能接受 1500 元以上高端钢化玻璃燃气灶的人群依然占比最高，15 年上升到 53.40%。业界普遍认为，16 年在市场消费升级的推动下，厨电消费高端化趋势从产品结构优化与产品均价提升得到进一步加强。

图 19：吸油烟机产品结构份额趋势



资料来源：《2015 年嵌入式厨电市场趋势报告》，信达证券研发中心整理

图 20：燃气灶产品结构份额趋势



资料来源：《2015 年嵌入式厨电市场趋势报告》，信达证券研发中心整理

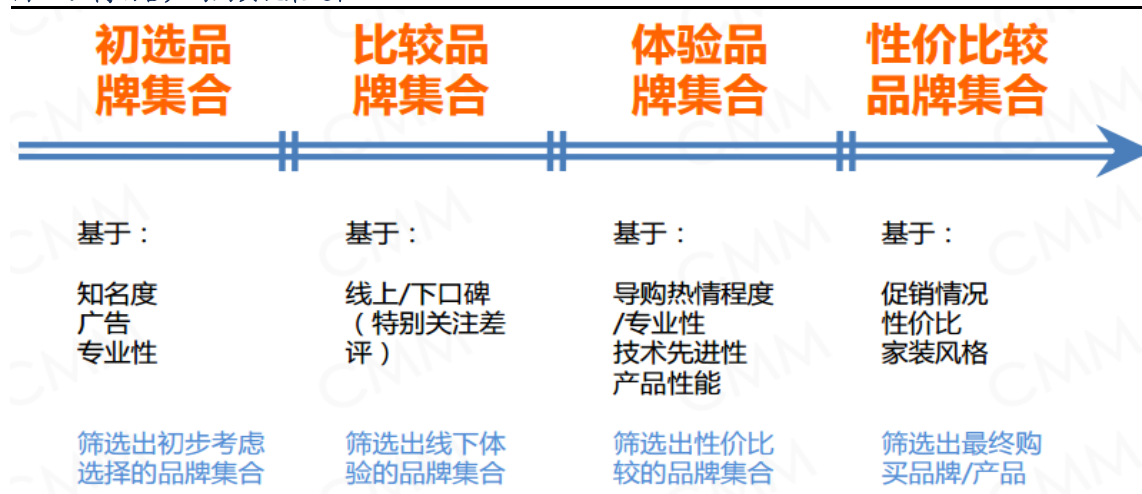
行业高端化趋势明显

消费者对家生活品质要求的升级以及厨电厂商持续推进的产品研发创新，是厨房经济发展的两个核心动力。客厅经济推动了白电和黑电行业，尤其是以互联网电视为核心的客厅经济，受到越来越多的人瞩目市场发展格局已经较为完善。在客厅经济之后，一方面，出于对健康和饮食以及厨房环境的关注，消费者对厨房的重视度提升，能够接受更高端、更优质的厨电产品。另一方面，厨电企业不断的研发创新，使厨电产品的功能更为贴近人的需求。以烟机研发为例，厨电企业已经开始从简单的大吸力产品逐步过渡到为消费者提供更为安静、净洁、方便的厨房环境。而灶具的产品研发也在不断升级设计面板的材质、热效率、安全保护等各个环节。

由于厨电产品也具有“家具”属性，在满足功能需求的基础上，消费者对其外观以及与整个家居装修品位的一致性要求较高，厨电产品需求与房屋装修风格及消费者消费观念的发展变化密切相关。随着消费者对品质生活的日益重视，厨电行业也逐渐向品牌化、高端化方向发展。人们在选择厨电产品的时候，尤其是高端客户，他们会从产品的知名度和普及率首先筛选出初步考虑选择的品牌；然后根据产品线下、线上的口碑，以及用户体验的评价来选出他们想要进行线下体验品牌的集合；随后有些重视用户体验的消费者会去实体店，从导购专业性的介绍和演示中，了解产品的性能和价值，以筛选出消费者心目中性价比较高的产品品牌；最后再根据自家的装修风格和产品的促销情况选定最终购买的产品。

根据《2015—2016 中国高端家电市场消费调查报告》，59%的消费者表示在房屋装修时购买油烟机倾向于购买较高端的欧式机。欧式油烟机因吸油烟效率较好、外形美观而逐渐成为吸油烟机市场主流。高端化的厨电产品为厨电行业提供了发展动力，因此厨电行业在消费升级领域还有很大的空间。

图 21：高端客户的购买决策过程



资料来源：中怡康，信达证券研发中心整理

2016年6月国务院办公厅印发《关于发挥品牌引领作用推动供需结构升级的意见》中指出，发挥品牌引领作用，推动供需结构升级，有利于激发企业创新创造活力，促进生产要素合理配置，增加有效供给，提高供给体系的质量和效率；有利于引领消费，创造新需求，树立自主品牌消费信心，满足人们更高层次的物质文化需求。具体举措包括努力提振消费信心、宣传展示自主品牌、推动农村消费升级、持续扩大城镇消费4个方面。

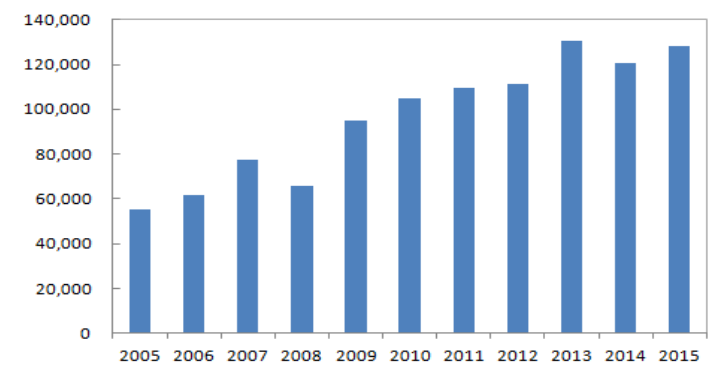
消费升级的趋势是不可逆的，中高端消费人群的规模在逐步扩大，消费者越来越愿意为那些品牌知名度更高、品质和使用体验更好、服务更优秀的产品去买单。同时，厂商推出重量级新品，让消费者找到多花钱的充足理由，因此消费升级将是行业重要的增长动力。

房地产行业带动厨电行业发展

经济增速换挡，楼市交易逐渐转暖

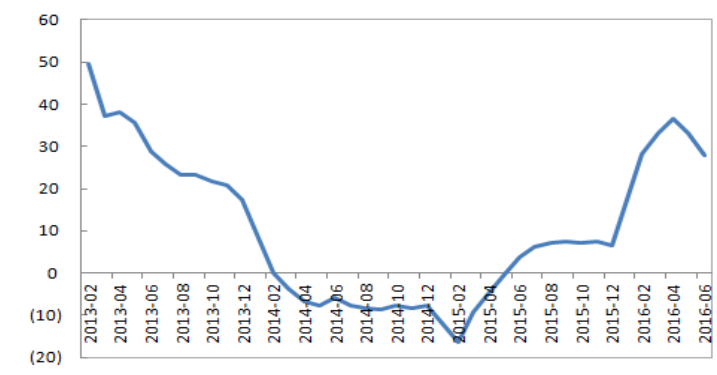
2016年上半年，在经历了13、14年两年的连续下跌后，商品房销售继续保持较高增速，商品房待售面积持续减少，去库存取得初步成效，全国商品房销售面积从15年下半年开始逐步增长。从16年一季度开始，商品房销售面积平均保持30%以上的同比增速。家电板块作为房地产板块的下游，行业需求与地产销售情况密切相关。因此，商品房销售面积的提升将促进家电产品的增量需求，进而推动家电行业的销售。

图 22: 商品房销售面积 (单位: 万平方米)

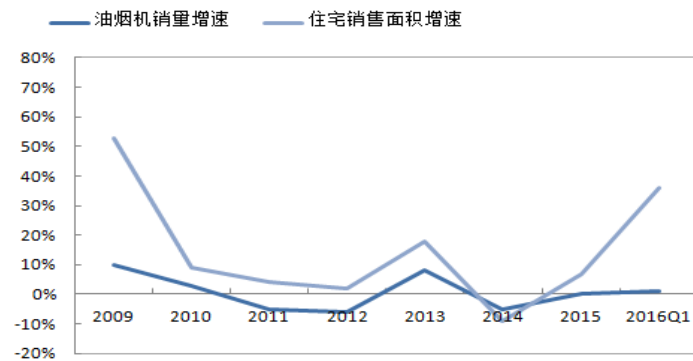


资料来源: WIND, 信达证券研发中心整理

图 23: 商品房销售面积同比增速 (单位: %)



资料来源: WIND, 信达证券研发中心整理

图 24：油烟机零售年度增速与住房销售面积年度增速关系


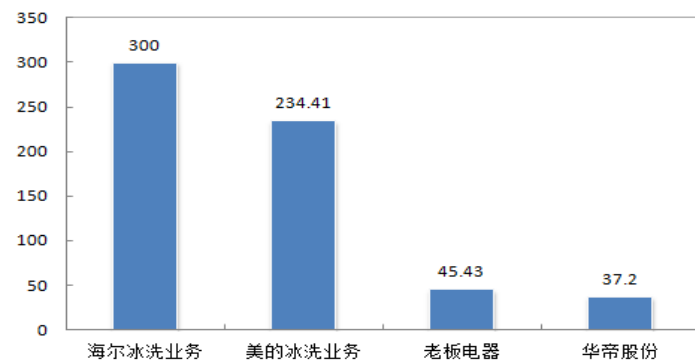
资料来源：国家统计局，中怡康，信达证券研发中心整理

地产热销拉动作用逐步释放，厨电销量增速逐渐提升。2014 年至今，国家政策不断刺激房地产行业去库存，带动 15 年房地产销售扭转疲势。相对于白电行业，厨电行业起步较晚，保有量低，新增需求仍是主流，因此地产销量对厨电整体需求拉动作用明显。一般厨房电器的购置滞后住宅现房销售 3-6 个月，根据中怡康的数据统计，我们看到油烟机销量增速与商品房销售面积增速存在较强的相关性。

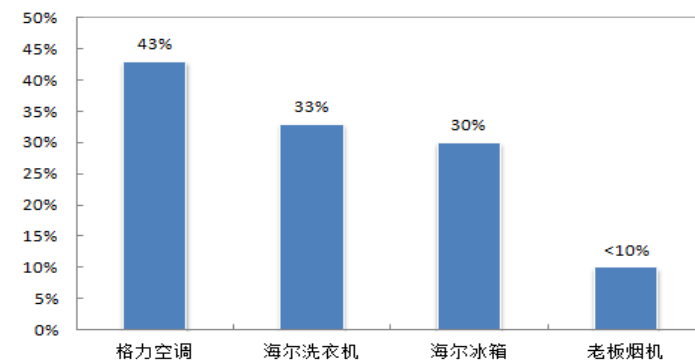
较家电行业其他品类，厨电市场规模有望大幅提升

横向比较家电行业其他板块，烟灶产品必需性将不断提升，保有量长期提升空间大。目前，厨电龙头主营业务收入远低于冰洗龙头行业，改善性家电需求使得灶具和烟机合计价格在家庭预算中与洗衣机价格相近，厨电行业总销售量也将稳步提升。根据企业实际收入数据，考虑到家庭购买的普及水平，烟机灶具将和空冰洗均为一户一台的普及率，当海尔冰洗收入内销规模超过 300 亿元时，老板、华帝的收入规模仅为 45 亿元、37 亿元。厨电行业的收入规模虽然远低于白电行业，但厨电行业上升空间巨大，远未及行业天花板。

横向比较家电龙头企业市场份额，厨电行业仍处于快速发展时期。由于行业发展起步晚、渠道结构复杂，当前国内厨电行业竞争格局相对分散，厨电龙头份额提升空间较大。2015 年烟机销量市场占有率第一的老板电器市占率不足 10%，而同期空调、冰箱、洗衣机龙头内销市占率分别为 43.4%（格力）、30.3%（海尔）和 33.2%（海尔）。由此可见，厨电行业由于行业升级、集中度提高、品牌力等因素驱动，主要品牌市场份额有望大幅提升。

图 25: 家电企业收入规模 (单位: 亿元)


资料来源: WIND, 信达证券研发中心整理

图 26: 烟机龙头市占率与白电龙头市占率 (单位: %)


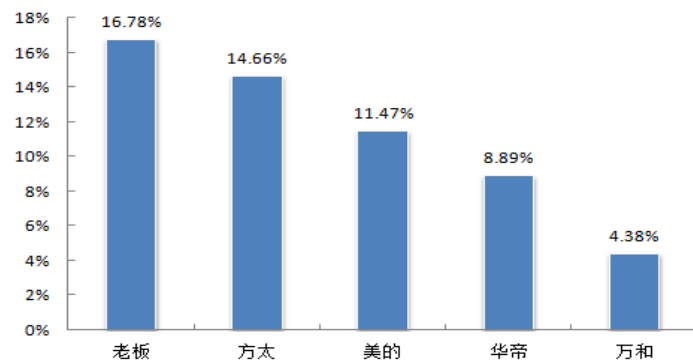
资料来源: WIND, 信达证券研发中心整理

厨电贵族引风潮 业绩靓丽可持续

“大吸力”产品独具特色 高端品牌概念深入人心

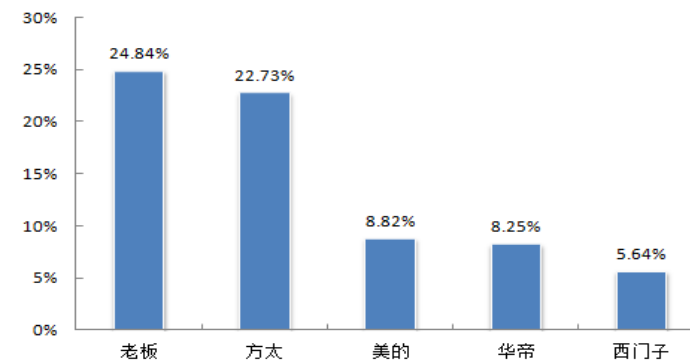
老板电器作为中国厨电行业的明星企业，近年来显著受益于消费升级带来的高端市场扩张，市场零售额、零售量均保持领先优势地位。公司的产品力、品牌力、营销力铸就了持续的竞争优势。根据中怡康数据统计，相比市场上同样具有竞争能力的其他厨电企业，老板电器 15 年零售量、零售额整体市场份额分别为 16.78%、24.84%，整体表现良好，继续领跑厨电行业。

图 27: 油烟机零售量整体市场份额



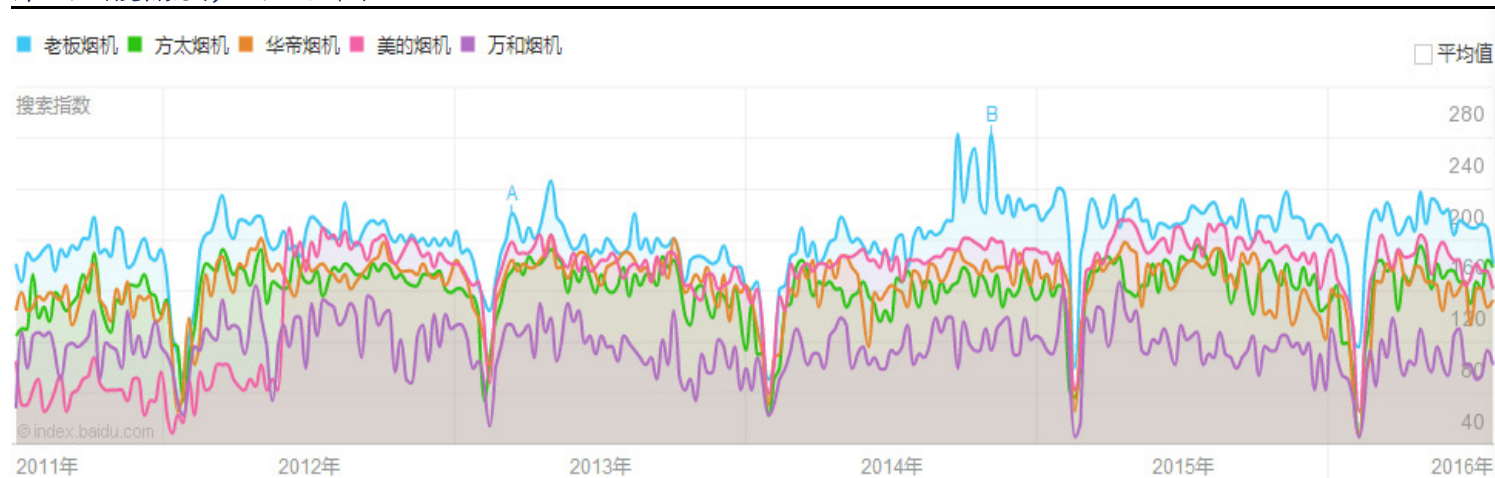
资料来源: 中怡康, 信达证券研发中心整理

图 28: 油烟机零售额整体市场份额



资料来源: 中怡康, 信达证券研发中心整理

图 29: 百度指数 (产品: 油烟机)

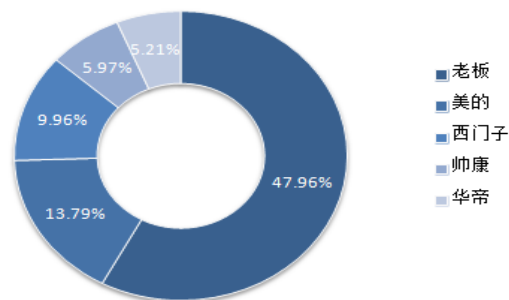


资料来源: 百度, 信达证券研发中心整理

老板在这一市场上占据主导地位，通过多年的营销和在“大吸力”方面持续的研发，公司占据 47.96%的大吸力油烟机市场。消费者认为，“大吸力”烟机是解决厨房油烟环境的主要手段，成为油烟机行业发展的主流趋势。

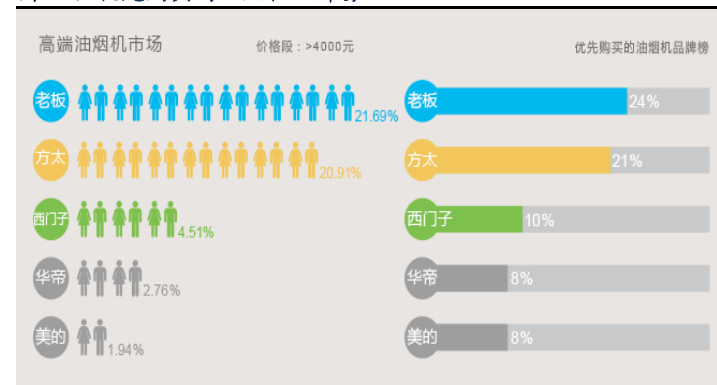
在白电、黑电和小家电行业，通常情况下，高端市场至少存在 3-5 个品牌。在厨电行业，由于中国人厨房的特殊性，老板和方太把握了烟灶高端品牌的市场先机，更有针对性的解决了中国消费者的烹饪痛点，在烟机和灶具作为厨房的心脏产品上，只有中国龙头品牌之间的竞争。例如，在价格高于 4000 元以上的高端市场里，根据中怡康监测数据，有 24%的消费人群会优先选择老板的油烟机，方太以 21%的消费者选择位列第二，两大品牌以 42.6%的市场占有率呈现压倒性的强势局面。

图 30: 大吸力油烟机市场占有率



资料来源: 中怡康, 信达证券研发中心整理

图 31: 优先购买的油烟机品牌榜



资料来源: 中怡康, 信达证券研发中心整理

截至 2016 年 6 月底，公司主力产品吸油烟机零售额市场份额 25.03%，相对于 15 年底提升 0.19 个百分点；吸油烟机销售量市场份额 17.57%，领先主要竞争对手 15.82%；燃气灶零售量、零售额市场份额分别为 15.54%、22.67%，公司主要烟机灶具产品均持续保持行业第一。根据中怡康零售监测数据显示，截止 2016 年 6 月底，老板品牌价格指数为行业平均的 142%，是国内厨电行业上市公司中领先的高端品牌的企业之一。

三四线城市线上购买率上升，龙头企业进一步占领市场

艾瑞研究调查显示：参与网购的人口数量一二线为 1.83 亿，低线城市为 2.57 亿；一、二线和三线及以下城市在全国总商品价值占比为 49.9%和 50.1%；电子商务渗透率一二线为 89%，三线及以下城市为 62%。网购者增速三线及以下城市为 61%，一二线为 43%；相比之下，一二线电商市场趋成熟，低线城市仍在发展期，在未来仍然有着大幅的提升空间。

移动端网络购物的迅速发展 将释放消费者更多的购买力，尤其是在相对偏远的地区。淘宝数据分析显示，在 2015 年“双十一”活动中，移动端购买渗透率最高的前 10 大城市，均来自中西部地区。对于这些地区的人群，互联网购物从尝试阶段升级成为生活中的一种购物常态，低线城市的消费升级趋势将拉开帷幕。

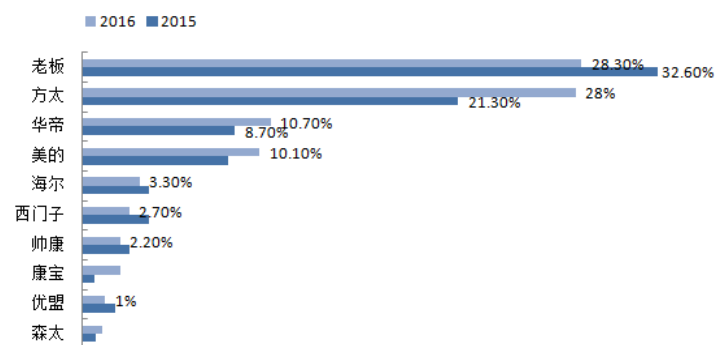
低线城市网购渗透率提高意味着消费者将尝试通过电商去完成生活必需品的购买；电商便利的购买方式、丰富的产品选择以及更具性价比的产品将推动城镇商品消费的热潮，在这一热潮中，首当其冲的受益者将会是一些龙头耐用品消费公司。小品牌会被逐渐挤压出局，市场份额也越来越向全国性的优秀企业集中。

电商渗透率的逐渐提高，一二线城市消费者从网上购买大件产品成为常态，三四线城市越来越多的消费者也在尝试通过电商购买大件商品进入网购领域，老板把握了“6.18”、“双十一”等电商大节，公司过半产品是在节假日和打折促销活动中售出。2016 年“6.18”大促，线上市场销售额增长迅猛，厨电领域中吸油烟机市场总规模达到 19.5 万台，同比增长 75%，零售额 3.8 亿元，同比增长 105%；燃气灶市场总规模 20.8 万台，同比增长 87%，零售额 1.5 亿元，同比增长 74%。

线上渠道同样保持优于竞争对手的成绩

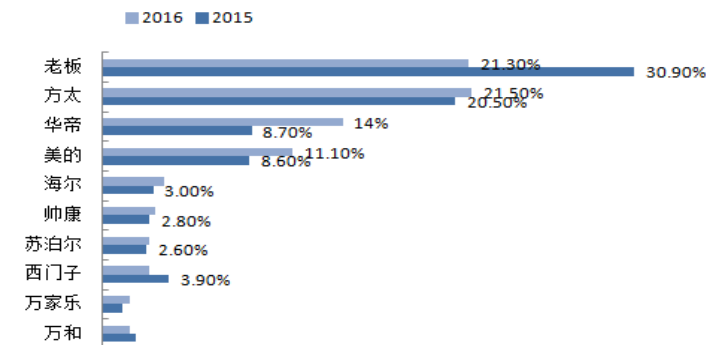
老板电器作为中国厨电行业的明星企业，不仅线下销售和用户体验获得消费者一致认可，线上销售额和销售量也保持领先地位。公司与京东商城、天猫商场、国美在线、苏宁易购、唯品会等电商平台积极开展合作，同时还建立了自己的官方购物网，15 年电商销量取得了 70% 的快速增长。每年的家电盛宴“618”大促中我们可以看到，老板电器的主打产品吸油烟机和燃气灶双双销量额第一，领跑线上电商烟机灶具同类公司。我们也提取了最近一个月（16 年 7 月）天猫各品牌烟灶销量样本，可以看出老板电器在平均售价略低于方太和华帝的情况下，以月销量大幅高于其余样本公司的优势下获得月销售总额第一的好成绩。

图 32: “618”吸油烟机线上市场主要品牌表现（零售份额）

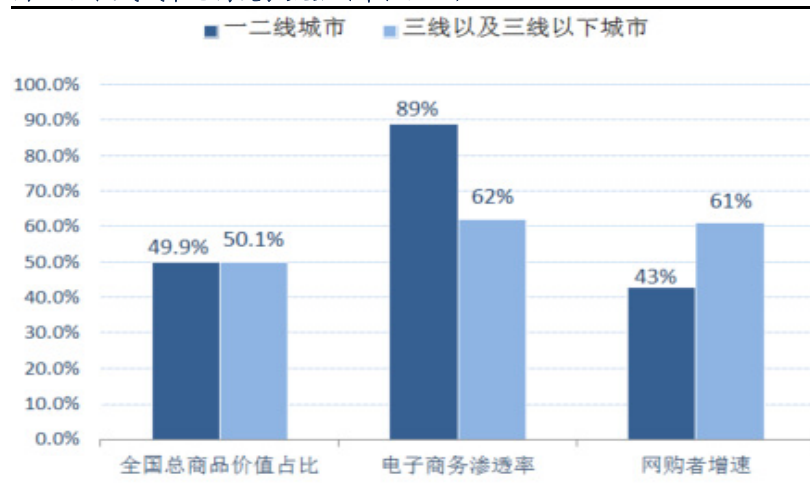


资料来源：中怡康，信达证券研发中心整理

图 33: “618”燃气灶线上市场主要品牌表现（零售份额）



资料来源：中怡康，信达证券研发中心整理

图 34: 低线城市电商发展数据 (单位: %)


资料来源: 麦肯锡咨询, 信达证券研发中心整理

表 2: 618 线上市场油烟机主销机型表现 (按零售额排序)

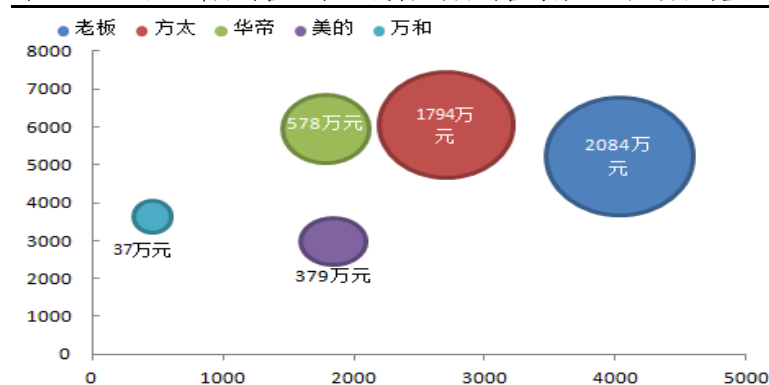
排名	品牌	型号	产品类型	量份额	额份额	平均单价 (元)
1	老板	CXW-200-26A5	近吸式	5.20%	8.20%	3052
2	老板	CXW-200-8307	欧式	4.70%	6.90%	2857
3	方太	CXW-200-EM23T	欧式	3.20%	5.50%	3306
4	方太	CXW-200-EM23T.D	欧式	2.50%	4.10%	3284
5	方太	CXW-200-JQ25TS	近吸式	1.90%	3.80%	3984
6	老板	CXW-200-8325	欧式	2.00%	3.00%	2896
7	美的	CXW-200-DJ570R	近吸式	2.50%	2.60%	2059
8	华帝	CXW-200-i11067	欧式	1.80%	2.30%	2529
9	美的	CXW-180-DJ118	近吸式	4.30%	2.30%	1049
10	方太	CXW-200-JQ22TS	近吸式	0.90%	2.30%	5147

资料来源: 中怡康, 信达证券研发中心整理

图 35: 淘宝油烟机品牌热门排行榜

排名	品牌	关注指数	升降位次	升降幅度
1	Robam/老板	10349.2	0 -	0% -
2	OPOAIN	9761.7	0 -	0% -
3	Midea/美的	9593	0 -	0% -
4	um/优盟	9481.1	2 ↑	33.3% ↑
5	Setir/森太	9061.1	0 -	0% -
6	Fotile/方太	8973.3	2 ↓	50% ↓
7	Haier/海尔	8849.3	0 -	0% -
8	SIEMENS/西门子	8434.2	0 -	0% -
9	Vatti/华帝	8378.2	0 -	0% -
10	方讯	8215.3	0 -	0% -

资料来源: 淘宝风云榜, 信达证券研发中心整理

图 36: 天猫各品牌月销售额对比 (横轴为月销售均价, 纵轴为月销量)


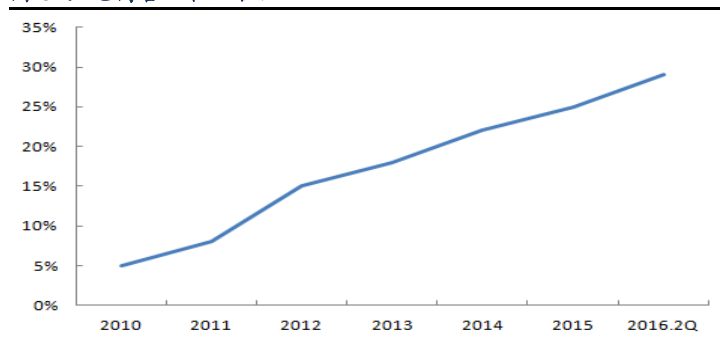
资料来源: 信达证券研发中心 16 年 8 月提取天猫样本

高毛利率电商快速增长

公司电商销售收入快速增长，电商销售占总收入比重从 10 年的仅 5% 提升到 16 年上半年的 28-29%，整体高于整个家电行业约 10% 的电商销售占比。公司未来还会逐渐提高电商营收占比比例，以此提升公司整体毛利率水平，力争电商板块 17-19 年占比增长 2 个点，到 19 年接近 36% 左右。

考虑到线上购买产品的人群大部分都是年轻人，为吸引更多的消费者，公司实行线上与线下产品型号错位，例如线上均价 3500-4500 元左右的两件套烟机灶具，实体店可能会贵 1000 元左右，线上产品比线下产品便宜约 20%。由于渠道的扁平化线上产品节省了不少中间费用，线上利润实质更高，因此公司提高线上业务的占比能提升公司整体利润水平。

图 37：电商营业收入占比



资料来源：信达证券研发中心整理

线下渠道多元化发展 渠道下沉提升市场份额

实体店渠道数量曾经是家电企业的核心竞争力之一，随着电商的发展和成熟，实体店渠道的角色也在逐步改变。老板电器当前的实体店承担着销售以及推动企业品牌扩张的任务。在一二线城市主要策略是深化高端品牌影响力并提升销售额，在三四线市场主要策略是通过改革提升代理商效率，并在相对落后的城镇树立老板电器品牌的知名度。

老板电器从 2013 年开始实施渠道改革，刚开始强调地区拆分，通过不断的切割代理商所管辖的市场，缩小单个代理商所管辖的范围，并且原有代理商可以持有股份。虽然这一举措可以进一步加快渠道下沉的步伐，但是边际效用却在递减。因此公司 2016 年进行渠道变革策略微调。

公司继续推进渠道变革，加快渠道下沉。2016 年老板电器以城市公司的方式，创新了代理公司本部事业合伙人与三四级市场的激励分享模式，城市公司单独成立销售公司，并以股权激励代理商。既兼顾了代理商的规模实力与积极性，也保证了持续渠道下沉的动力。这也将是公司后续持续增长，市场份额从目前的不及 10% 向未来消费品龙头 20~30% 份额提升的核心动力。

在一二线城市，由于终端布点比较完善，公司通过更多的终端升级，加入烹饪文化体验功能，比如“厨源店”这样一种模式，作为一个全新的零售业态出现，让消费者通过多元化的方式感受烹饪文化与商业空间的融合。老板电器是国内首个有机形态厨房文化科技体验馆的建立者，公司未来计划在全国建立 100 个厨源烹饪文化体验馆，通过厨源这一独特的线下文化体验店为用户提供更专业化、个性化的线下体验。

三四线城市还有很多专卖店没有覆盖到的空白区域，目前县级市覆盖率为 65%左右，公司计划下一步提高到 80%。未来由于城镇化发展的趋势公司将继续拓展三四线城市，定位其中高端人群，以原有专卖店的模式，力争通过提高用户体验和产品配套率的方式，逐渐提高低线城市的销售额占比。公司 16 年上半年专卖店开设了 150 家，全年有望达到 400 家左右。

盈利预测与估值：

基本假设和盈利预测

表 3：老板电器主营业务收入增长率预测

收入增长率	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
抽油烟机	37%	27%	27%	27%	27%
燃气灶	35%	25%	25%	25%	25%
消毒柜	31%	17%	20%	15%	15%
烤箱	113%	56%	50%	50%	50%
蒸汽炉	105%	66%	60%	30%	30%
微波炉	/	129%	50%	20%	20%
其他	5%	90%	50%	30%	30%

资料来源：2014,15 年增长率为公司年报数据，其余为信达证券研发中心预测

假设 16-18 年毛利率与 15 年变化不大，分别为 58%、58%、57%。

表 4：老板电器三费假设

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业费用率	31.07%	29.79%	28.00%	28.00%	28.00%
管理费用率	7.46%	7.80%	7.00%	7.00%	7.00%
财务费用率	3.03%	3.36%	3.00%	3.00%	3.00%

资料来源：2014,15 年增长率为公司年报数据，其余为信达证券研发中心预测

因此，我们预计 16-18 年老板电器营业收入分别为 58.18、73.43、92.78 亿元，归母净利润分别为 11.70、14.48、17.87 亿元。

相对估值与投资评级

对于可比上市公司，我们选取了同样是厨电领域的华帝股份、万和电气、浙江美大进行对比。公司估值略低于行业平均值，基于老板电器良好的市场占有率和品牌竞争力，给予“增持”评级。

表 5: A 股主要家电行业公司估值

证券代码	股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE			PB
			2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E	
华帝股份	22.66	81.32	0.83	1.09	1.36	27.27	20.76	16.62	5.82
万和电气	17.92	78.85	0.86	0.99	1.13	20.87	18.18	15.93	2.72
浙江美大	10.80	69.12	0.30	0.35	0.43	36.59	30.57	25.26	6.69
平均值						27.21	22.22	18.37	5.98
老板电器	38.55	281.00	1.60	1.98	2.45	24.09	19.47	15.73	8.69

资料来源: wind, 信达证券研发中心 注: 除老板电器为信达研发中心预测, 其余公司取自 wind 一致预期。股价为 2016 年 08 月 19 日收盘价

风险因素

房地产市场波动的风险; 原材料价格波动的风险; 市场竞争加剧的风险; 同业竞争加剧。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	2,998.34	4,010.55	4,980.51	6,608.29	8,741.38
货币资金	1,607.28	2,323.22	2,818.58	3,873.56	5,267.75
应收票据	482.59	613.73	786.06	992.01	1,253.44
应收账款	304.05	320.39	410.35	517.86	654.33
预付账款	38.82	20.36	26.18	33.30	42.65
存货	553.74	721.57	928.06	1,180.29	1,511.93
其他	11.87	11.28	11.28	11.28	11.28
非流动资产	627.49	1,016.10	758.47	1,123.93	1,484.45
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	316.72	871.99	822.97	897.26	1,076.56
无形资产	91.10	96.10	71.99	69.11	66.23
其他	219.67	48.00	-136.49	157.56	341.66
资产总计	3,625.83	5,026.64	5,738.98	7,732.23	10,225.83
流动负债	1,134.84	1,851.97	2,303.02	2,849.35	3,558.19
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	601.15	964.25	1,240.18	1,577.23	2,020.41
其他	533.69	887.72	1,062.84	1,272.12	1,537.78
非流动负债	9.59	8.39	8.39	8.39	8.39
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	9.59	8.39	8.39	8.39	8.39
负债合计	1,144.43	1,860.36	2,311.41	2,857.74	3,566.57
少数股东权益	-0.75	-3.29	-4.46	-5.91	-7.69
归属母公司股东权益	2,482.15	3,169.58	3,432.03	4,880.40	6,666.95
负债和股东权益	3,625.83	5,026.64	5,738.98	7,732.23	10,225.83

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	3,588.94	4,542.72	5,818.24	7,342.63	9,277.67
同比(%)	35.24%	26.58%	28.08%	26.20%	26.35%
归属母公司净利润	574.40	830.49	1,170.24	1,448.36	1,786.56
同比(%)	48.95%	44.58%	40.91%	23.77%	23.35%
毛利率(%)	56.55%	58.17%	58.00%	57.67%	57.09%
ROE(%)	25.43%	29.39%	35.45%	34.85%	30.94%
每股收益(元)	1.80	1.71	1.60	1.98	2.45
P/E	49	34	24	19	16
P/B	7.55	5.91	8.20	5.77	4.22
EV/EBITDA	17.55	18.47	19.76	15.87	12.90

利润表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	3,588.94	4,542.72	5,818.24	7,342.63	9,277.67
营业成本	1,559.53	1,900.00	2,443.72	3,107.85	3,981.11
营业税金及附加	39.30	46.55	52.36	66.08	83.50
营业费用	1,115.10	1,353.47	1,629.11	2,055.94	2,597.75
管理费用	267.79	354.27	407.28	513.98	649.44
财务费用	-43.24	-65.96	-69.13	-83.84	-115.31
资产减值损失	6.87	1.36	3.28	4.14	5.23
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	-0.02	0.00	0.00
营业利润	643.58	953.03	1,351.60	1,678.48	2,075.95
营业外收入	23.38	17.32	25.51	25.51	25.51
营业外支出	2.85	1.54	1.73	1.73	1.73
利润总额	664.11	968.81	1,375.38	1,702.25	2,099.73
所得税	96.42	140.86	206.31	255.34	314.96
净利润	567.69	827.95	1,169.07	1,446.92	1,784.77
少数股东损益	-6.71	-2.54	-1.17	-1.45	-1.78
归属母公司净利润	574.40	830.49	1,170.24	1,448.36	1,786.56
EBITDA	702.81	1,014.62	1,424.07	1,772.91	2,182.27
EPS (摊薄)	0.79	1.14	1.60	1.98	2.45

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	658.70	1,123.65	1,193.68	1,490.43	1,836.40
净利润	567.69	827.95	1,169.07	1,446.92	1,784.77
折旧摊销	38.63	46.17	48.69	70.66	82.54
财务费用	0.07	-0.35	0.00	0.00	0.00
投资损失	0.00	0.00	0.02	0.00	0.00
营运资金变动	49.32	234.00	-26.83	-30.61	-35.30
其它	2.98	15.88	2.73	3.47	4.39
投资活动现金流	-206.48	-305.77	-336.22	-364.99	-371.76
资本支出	-206.48	-278.04	-336.20	-364.99	-371.76
长期投资	0.00	0.00	-0.02	0.00	0.00
其他	0.00	-27.73	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-128.00	-100.63	-362.10	-70.46	-70.46
吸收投资	0.00	61.40	0.00	0.00	0.00
借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	128.00	162.03	362.10	70.46	70.46
现金净增加额	324.14	717.60	495.36	1,054.99	1,394.19

研究团队简介

郭荆璞，毕业于北京大学物理学院、罗格斯大学物理和天文学系，学习理论物理。回国后就职于中国信达旗下的信达证券，现任研究开发中心副总经理，首席分析师。覆盖能源化工方向，兼顾一级市场、量化策略。以经济周期模型研究油价和能源价格波动，根据产业周期寻找投资机会，熟悉石油、煤炭、天然气产业链，对化肥、农用化学品、纺织化学品、精细化工中间体，以及新能源、汽车轻量化、甲醇经济、碳排放有特别的研究。

李丹，研究助理。伦敦政治经济学院毕业，市场学和信息管理学双硕士，2015年7月加入信达证券研究开发中心。此前为安博思欧洲咨询联盟全球时尚部中国区总监。10年以上消费行业研究经验，主要研究领域为消费企业的品牌战略、营销策略以及企业国际化发展战略的规划和执行。

李沁，研究助理。英国纽卡斯尔大学理学硕士，1年财务会计工作经验。2015年7月加盟信达证券研究开发中心，从事过一年有色金属行业研究，现从事消费领域研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	饶婷婷	010-63081479	18211184073	raotingting@cindasc.com
华北	何 欢	010-63081150	18610718799	hehuan@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678592	18121125183	wangliben@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。