

老板电器 (002508)

强烈推荐

行业：小家电

## 短期业绩稳健，中长期仍具成长空间

公司短期增长趋势稳定，估值相对合理 (TTM 29xPE)；中长期仍将充分受益城镇化和消费升级，以及产品品类扩张 (嵌入式厨电、洗碗机、净水器等)。

### 投资要点：

- ◇ **厨房电器龙头，业绩&盈利能力持续提升。**公司主要产品包括吸油烟机、燃气灶具和消毒柜，市占率均位列行业前二。2015年主营收入45.4亿，净利润8.3亿，11-15年CAGR分别为31.2%和45.1%。2015年毛利率和净利率分别为58.2%和18.2%，ROE为26.2%，盈利能力持续提升。
- ◇ **短期受益房地产回暖，公司上半年预收大增反映行业景气度良好。**厨电需求大致滞后房地产销量半年到一年。15年下半年起，商品房销量增速明显回升，对16年的厨电行业有明显拉动。老板电器2016H1实现营收25.3亿，同比+23.7%；预收账款8.6亿，同比+84.2%，代理商给公司积极打款反映了2016年厨电行业具有较高的景气度。
- ◇ **厨电行业市场规模2020年前可达千亿，行业龙头将持续受益。**未来十年，厨电行业的需求主要来自于新增和更新。1) 新增：产品普及带来7,500亿规模；2) 更新：寿命到期带来5,000亿规模。两者合计，未来十年市场总规模可能将超过万亿。2015年行业市场规模接近700亿，据此推算，2020年之前，厨电行业市场规模即可达千亿级。在消费升级的背景下，品质较差的小品牌必将退出市场，当前的行业龙头实力将进一步提升。
- ◇ **老板电器具有在行业中强者恒强的潜质。**1) 品牌：塑造中高端形象，“大吸力”把握当代消费文化；2) 渠道：线上电商销售规模扩大提升盈利能力，线下渠道拆分&下沉持续推进；3) 新产品：嵌入式蒸烤微搭配厨电三件套销售进展良好，洗碗机和净水器已有布局；4) 管理：创始人二代已顺利完成交班，股权激励+管理层&代理商持股计划绑定各方利益，共谋发展。
- ◇ **维持“强烈推荐”评级，目标价55.5元。**预测公司2016-18年每股收益1.46、1.85和2.38元。考虑到公司短期增长趋势稳定，中长期仍将充分受益城镇化和消费升级以及产品品类扩张，维持“强烈推荐”评级，维持目标价55.5元，对应17年30倍市盈率。
- ◇ **风险提示：**商品房销量增速下滑，行业竞争加剧，系统风险等。

### 主要财务指标

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	4543	5852	7274	8882
收入同比(%)	27%	29%	24%	22%
归属母公司净利润	830	1068	1352	1737
净利润同比(%)	45%	29%	27%	28%
毛利率(%)	58.2%	58.4%	58.9%	60.2%
ROE(%)	26.2%	26.6%	27.4%	28.3%
每股收益(元)	1.14	1.46	1.85	2.38
P/E	34.62	26.95	21.28	16.56
P/B	9.07	7.18	5.83	4.70
EV/EBITDA	28	22	17	13

资料来源：中国中投证券研究总部

请务必阅读正文之后的免责条款部分

### 作者

署名：李超

S0960511030016

021-52340812

lichao@china-invs.cn

参与人：孙佳骏

S0960116070034

021-52286447

sunjiajun@china-invs.cn

6-12个月目标价：55.5

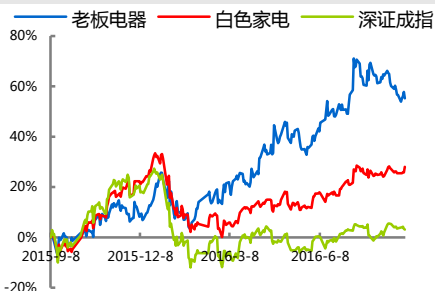
当前股价：37.56

评级调整：维持

### 基本资料

总股本(百万股)	730
流通股本(百万股)	710
总市值(亿元)	274
流通市值(亿元)	267
成交量(百万股)	4.46
成交额(百万元)	167.73

### 股价表现



### 相关报告

《老板电器-Q2 业绩增长趋势不改，厨电龙头强者恒强》 2016-07-27

## 目 录

一、投资建议：业绩稳步增长，行业龙头仍有提升空间，目标价 55.5 元.....	5
二、行业短期市场规模：15 年困难之时已过，16 年重回增长 .....	6
1. 2015 年我国厨电市场规模约 700 亿，增速在 5%以内.....	6
2. 15 年下半年起的商品房复苏推动厨电行业 16 年增速加快 .....	7
3. 老板电器：16H1 营收增速略有下滑，全年增速有望超过 15 年水平 .....	8
三、厨电行业龙头业绩是否还有进一步提升的空间？ .....	9
1. 相比白电，厨电行业目前仍处于快速发展期.....	9
2. “躺着挣钱”的时代过去了，消费升级背景下，龙头企业将更具优势.....	9
3. 十年万亿市场规模+马太效应凸显，行业龙头将持续受益.....	11
四、为何说老板电器能够做到强者恒强？ .....	14
1. 品牌：老板为主，帝泽&名气为辅，精确定位更易获消费者认可 .....	14
2. 渠道：线上扩张，线下变革，盈利能力仍有提升空间 .....	17
3. 新产品：嵌入式厨电有望成为新增长极 .....	19
4. 管理：股权结构明晰，激励到位，上下一心共谋发展 .....	21
五、盈利预测与估值.....	23
1. 盈利预测：未来 3 年，业绩复合增速 27.5%.....	23
2. 估值：目标价 55.5 元，对应 17 年估值 30 倍.....	24
六、风险提示.....	24

## 图目录

图 1 老板电器营业收入 11-15 年 CAGR=31.2%	5
图 2 老板电器归母净利润 11-15 年 CAGR=45.1%	5
图 3 老板电器毛利率和净利率水平保持稳步上升	5
图 4 老板电器 ROE 持续保持较高水平	5
图 5 吸油烟机 2015 年全年产量约 2,800 万台	6
图 6 燃气灶具 2015 年全年产量同比增长 3.5%	6
图 7 奥维云网数据对三四线城市厨电产品销量有所低估	6
图 8 提前 6 个月的商品房销售面积和吸油烟机&燃气灶具年产量有着较好的线性相关性	7
图 9 2015 年 7 月起, 商品房销售面积增速开始明显上升	8
图 10 老板电器上半年营收增速 23.7%, 较去年有所下降	8
图 11 老板电器上半年预收账款同比大幅增长 84.2%	8
图 12 厨电行业目前处在发展期, 行业马太效应凸显, 龙头增速明显快于行业	9
图 13 老板电器分项产品营收增速连续多年明显快于行业增速	9
图 14 15 年吸油烟机 CR5 销量较去年上升 3.7 个百分点	10
图 15 15 年燃气灶具 CR5 销量较去年上升 3.4 个百分点	10
图 16 15 年吸油烟机 CR5 零售额较去年上升 2 个百分点	10
图 17 15 年燃气灶具 CR5 零售额较去年上升 2 个百分点	10
图 18 自 2013 年起, 国内婚姻登记人数逐年下降, 造成房地产刚需受到压制	11
图 19 城镇家庭每百户家电拥有量, 排烟机渗透率约 68%	12
图 20 农村家庭每百户家电拥有量, 排烟机渗透率约 14%	12
图 21 吸油烟机更新量对应 06-15 年销量	13
图 22 燃气灶更新数对应 08-15 年, 其中 08、09 年两次	13
图 23 吸油烟机 2016-2021 年复合增长率则为 13.8%	13
图 24 燃气灶具 2016-2021 年复合增长率则为 8.5%	13
图 25 2013 年公司首次定义“大吸力吸油烟机”, 以差异化定位彰显品牌文化	15
图 26 老板占据 2015 年大吸力油烟机近一半市场份额	15
图 27 老板在 15 年优先购买油烟机品牌占比中排名第一	15
图 28 老板定位中高端, 产品均价显著高于行业平均	15
图 29 老板&方太是高端 (单价 4,000 元以上) 烟机双寡头	15
图 30 自 14 年起, 帝泽营收开始逐渐增长	16
图 31 帝泽亏损额度自 13 年起逐年减少	16
图 32 名气营收保持稳步增长	16
图 33 名气净利润 16 年上半年增长迅速	16
图 34 名气渠道下沉稳步推进, 专卖店&网点数量逐年增加	17
图 35 百得 (华帝子品牌) 乡镇网点数大幅领先于名气	17
图 36 名气品牌于 2016 年续签明星那英代言	17
图 37 那英拍摄的广告在“中国新歌声”节目间隙投放	17
图 38 2015 年老板电器各渠道收入占比	17
图 39 老板电器 2015 年电商渠道盈利能力强于零售渠道	18
图 40 线上渠道吸油烟机 2014&2015 年格局 (按销售额)	18
图 41 老板电器专卖店数量上略少于华帝	19
图 42 老板电器未来全国县级市目标覆盖率 80%	19
图 43“老板”和“名气”两大品牌 2015 年出货量	19
图 44 老板产品零售价较出厂价溢价远高于格力空调	19
图 45 老板嵌入式厨电可与厨电三件套捆绑销售	20
图 46 老板嵌入式厨电也可互相捆绑销售	20
图 47 嵌入式厨电美观、整洁, 受到年轻消费者的欢迎	20

图 48 2015 年嵌入式厨电销售额增速迅猛 .....	20
图 49 西门子占据嵌入式厨房小家电大部分市场份额 (2015 年线下销售额), 老板、方太紧随其后 .....	21
图 50 老板电器为家族企业, 实际控制人任建华先生持股比例约 39.3% (2015.12.31) .....	22

## 表目录

表 1 根据假设, 未来 10 年我国新增厨房家电市场总规模超过 7,500 亿元, 年均 750 亿元 .....	12
表 2 针对厨电行业龙头市占率和行业整体市场规模的敏感性分析 .....	13
表 3 老板电器对厨电各个层次有完整布局 (超高端: 帝泽、高端: 老板、中低端: 名气) .....	14
表 4 针对老板电器电商渠道收入占比和毛利率的敏感性分析 .....	18
表 5 老板电器股权激励首次授予解锁安排及业绩考核目标 .....	22
表 6 预计未来 3 年, 公司主营收入复合增速 23.2% .....	23
表 7 预计未来 3 年, 公司归母净利复合增速 27.5% .....	24
表 8 可比公司估值 (WIND 一致预期) .....	24

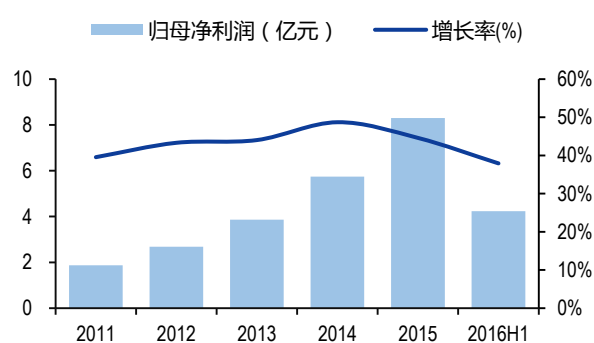
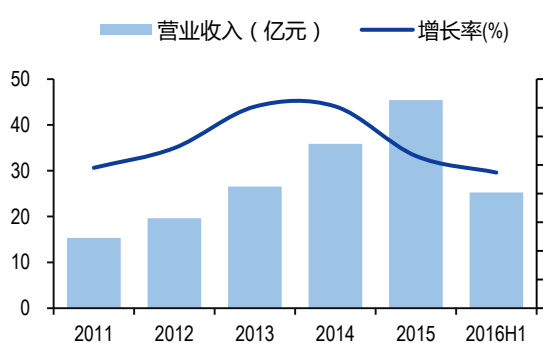
## 一、投资建议：业绩稳步增长，行业龙头仍有提升空间，目标价 55.5 元

老板电器主营厨房电器的生产销售。老板集团创立于 1979 年，“老板”品牌诞生于 1988 年。2010 年，老板电器在深圳 A 股上市。如今，老板电器已成为国内厨卫电器行业龙头，在传统厨电三件套（吸油烟机、燃气灶具和消毒柜）上的市占率保持前列，并在嵌入式厨电、洗碗机和净水器等领域皆有布局。

在业绩持续增长的能力上，老板电器在家电行业中名列前茅。特别是在 2011 和 2015 年两年，整个厨电行业增速下行，老板电器仍然能够保持稳健的内生性增长，这在当前制造业景气度普遍下行的背景下，显得难能可贵。

图 1 老板电器营业收入 11-15 年 CAGR=31.2%

图 2 老板电器归母净利润 11-15 年 CAGR=45.1%



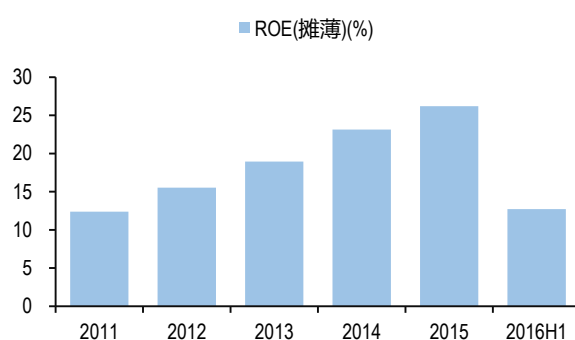
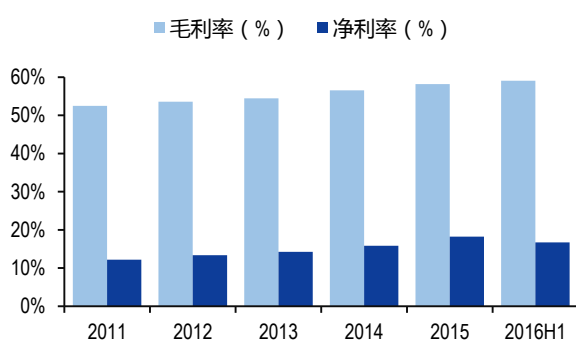
资料来源：Wind，中国中投证券研究总部

资料来源：Wind，中国中投证券研究总部

在盈利能力上，老板电器同样保持高水平，且始终能够稳步提升。公司 2015 年毛利率和净利率分别达到 58.2% 和 18.2%，摊薄 ROE 则达到 26.2%，均处于行业前列。

图 3 老板电器毛利率和净利率水平保持稳步上升

图 4 老板电器 ROE 持续保持较高水平



资料来源：Wind，中国中投证券研究总部

资料来源：Wind，中国中投证券研究总部

### 投资建议：“强烈推荐”评级，目标价 55.5 元

公司所处行业景气度相对较高，市占率和盈利能力仍有提升空间，且公司经营管理稳健，新品类产品布局持续推进，具备穿越牛熊，强者恒强的潜质。预测公司 2016-18 年每股收益 1.46、1.85 和 2.38 元。维持“强烈推荐”评级，维持目标价 55.5 元，对应 17 年 30 倍市盈率。

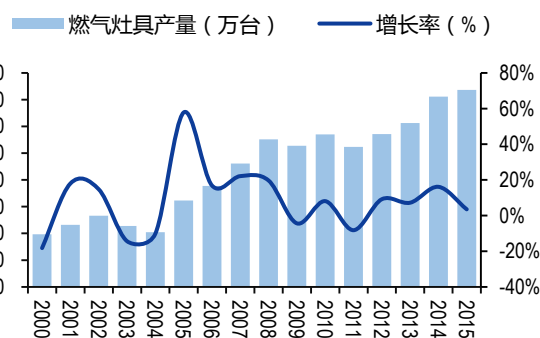
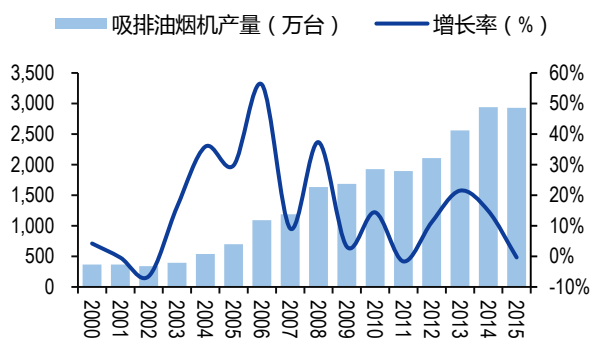
## 二、行业短期市场规模：15 年困难之时已过，16 年重回增长

### 1. 2015 年我国厨电市场规模约 700 亿，增速在 5%以内

据国家统计局数据，2015 年，国内排油烟机产量 2,929.44 万台，同比下降 0.35%；燃气灶具产量 3,682.11 万台，同比增长 3.49%。**2015 年厨电行业与 2014 年相比，增速在 5%以内。**

图 5 吸油烟机 2015 年全年产量约 2,800 万台

图 6 燃气灶具 2015 年全年产量同比增长 3.5%



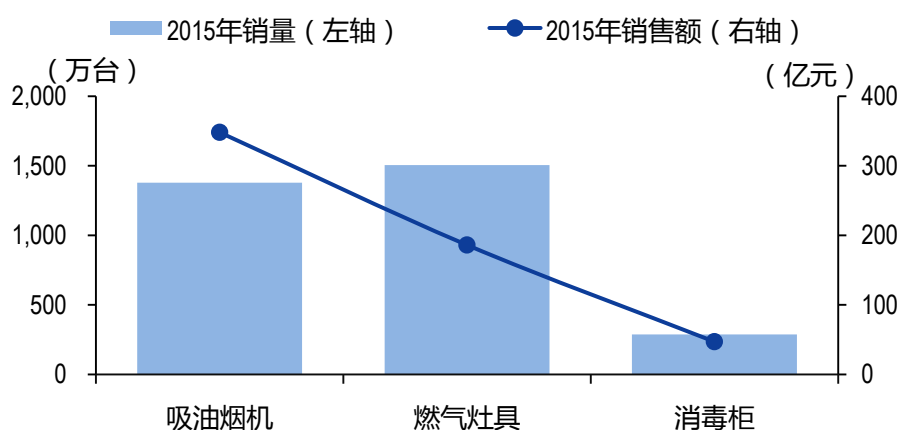
资料来源：国家统计局，中国中投证券研究总部

资料来源：国家统计局，中国中投证券研究总部

根据国家统计局数据，吸油烟机产销率常年维持在 95%以上。厨电产品整体产销率都比较高，因此可以将厨电产量大致等同于厨电产品销量。

但根据奥维云网数据，2015 年吸油烟机和燃气灶具的销量仅仅为 1,378 万台和 1,505 万台，按照该数据，零售量占产量比重不到 50%。

图 7 奥维云网数据对三四线城市厨电产品销量有所低估



资料来源：奥维云网，中国中投证券研究总部

造成这种情况的原因可能来自于：

- 1、由于国家统计局数据指的是出货量，还包含部分出口量，因此会大幅少于终端国内零售销量；

2、奥维云网检测渠道集中在一二线 KA 和网络电商，低估了三四线乡镇及工程 B2B 渠道的厨电产品销量。

我们中和两者数据，估计实际的终端零售量约为国家统计局产量数据的 70%，即 2015 年全国吸油烟机和燃气灶具销量分别为 2,000 万台和 2,600 万台左右。

另外，根据奥维云网数据计算可得，2015 年吸油烟机、燃气灶具、消毒柜零售均价约为 2,500 元/台、1,200 元/台和 1,600 元/台。

同样，由于无法监测三、四线城市大量的低端产品，因此该数据对厨电产品价格有所高估，我们保守估计实际均价为原数据的 80%，吸油烟机、燃气灶具、消毒柜实际零售均价约为 2,000 元/台、960 元/台和 1,280 元/台。

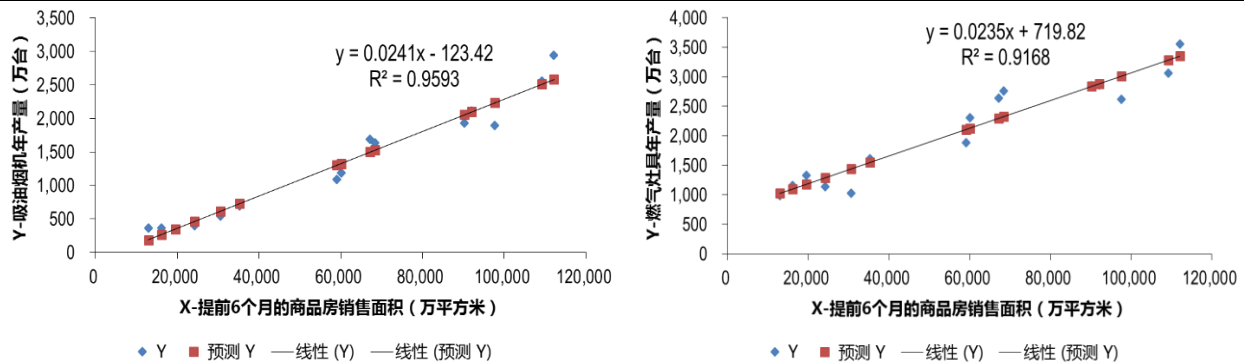
根据已有的产品产量、70%的产销率以及产品均价，我们大致推算出：**2015 年吸油烟机、燃气灶具和消毒柜市场规模分别为 390 亿元、250 亿元和 60 亿元，合计厨电市场总规模约为 700 亿元，与 2014 年相比，增长率在 5%以内。**

## 2. 15 年下半年起的商品房复苏推动厨电行业 16 年增速加快

从短期来看，自 2015 年 7 月起，国内商品房销售面积开始大幅增长，2016 年 1-6 月份，商品房销售面积累计 6.43 亿平方米，同比上升 27.9%，增幅较去年同期上升 24 个百分点。

根据我们的研究，提前 6 个月的商品房销售面积和厨电产品的产量具有更为良好的拟合优度，厨电产品的需求和商品房销量具有较强相关性，且滞后商品房销量约 6 个月。

图 8 提前 6 个月的商品房销售面积和吸油烟机&燃气灶具年产量有着较好的线性相关性

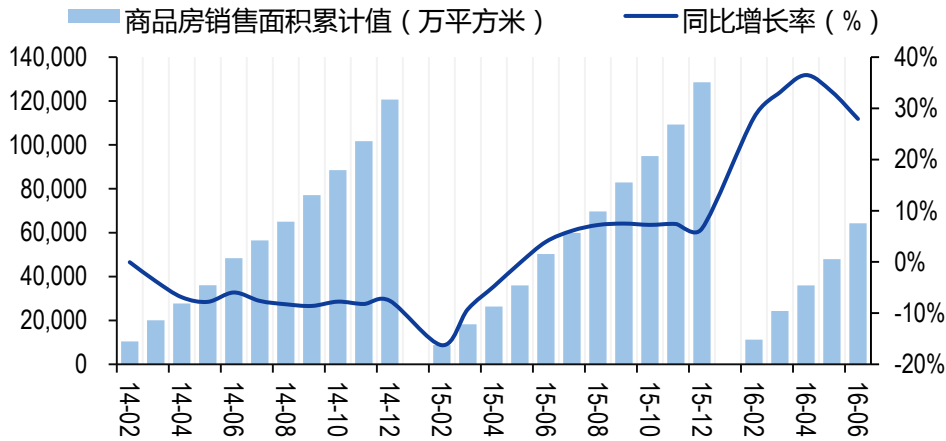


资料来源：国家统计局，中国中投证券研究总部

注：吸油烟机、燃气灶具年产量采用 00-14 年数据，商品房销售面积采用 99-14 年数据，两组数据样本数均为 15

15 年 7 月-16 年 6 月的商品房销量合计为 14.25 亿平方米，相比于 14 年 7 月-15 年 6 月 12.25 亿平方米的销量增长 16.3%。从 15 年 7 月-16 年 6 月的商品房销售情况可以推导出 2016 年全年的厨电产品产量也将会有明显上升。

图 9 2015 年 7 月起，商品房销售面积增速开始明显上升



资料来源：国家统计局，中国中投证券研究总部

因此，按照 15 年 7 月-16 年 6 月的商品房销量，我们大致估算 2016 年吸油烟机和燃气灶具产量达到 3,300 万台和 4,100 万台，**以 2,000 元/台的吸油烟机单价和 960 元/台的燃气灶具单价计算，2016 年燃气灶具+吸油烟机市场规模约为 736 亿元，行业总规模 800 亿元左右，同比增速在 10-15%之间，显著高于 2015 年水平。**

### 3. 老板电器：16H1 营收增速略有下滑，全年增速有望超过 15 年水平

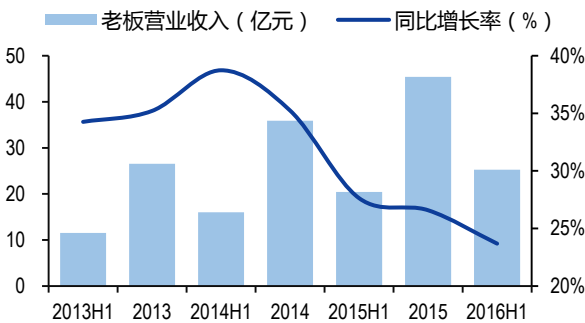
根据中怡康数据，2016 年上半年，吸油烟机、燃气灶、消毒柜销售额增长率分别为 9.8%、4.3%、3.3%，2015 年三者的市场规模增速则分别为 5.6%、1.8%和-2.2%。总体来看，一二线城市厨电 KA 渠道零售量已开始复苏。

从老板电器 16 年上半年的财报来看，实现营收 25.25 亿元，同比增长 23.7%，增速慢于 2015 年同期。但是 16H1 老板电器预收账款达到 8.6 亿，同比增长 84.2%，增速远高于 15 年同期，甚至高于 14 年同期。

我们分析，预收账款增加原因：1、公司对为了平衡每月的产量，对代理商提货进行了平滑；2、经销商对下游需求信心较强，不担心存货风险，故而打款比较积极。

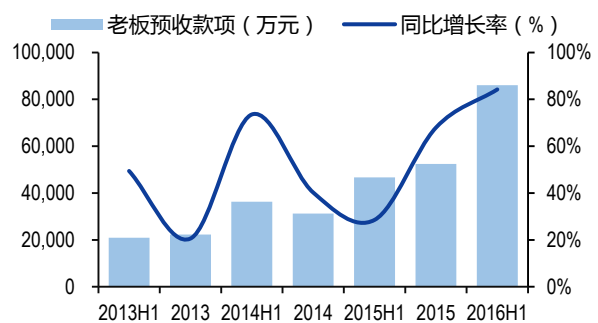
**考虑到下半年行业的持续复苏以及预收账款确认收入，公司 16 年全年营收增速有望超过 15 年水平。**

图 10 老板电器上半年营收增速 23.7%，较去年有所下降



资料来源：Wind，中国中投证券研究总部

图 11 老板电器上半年预收账款同比大幅增长 84.2%



资料来源：Wind，中国中投证券研究总部

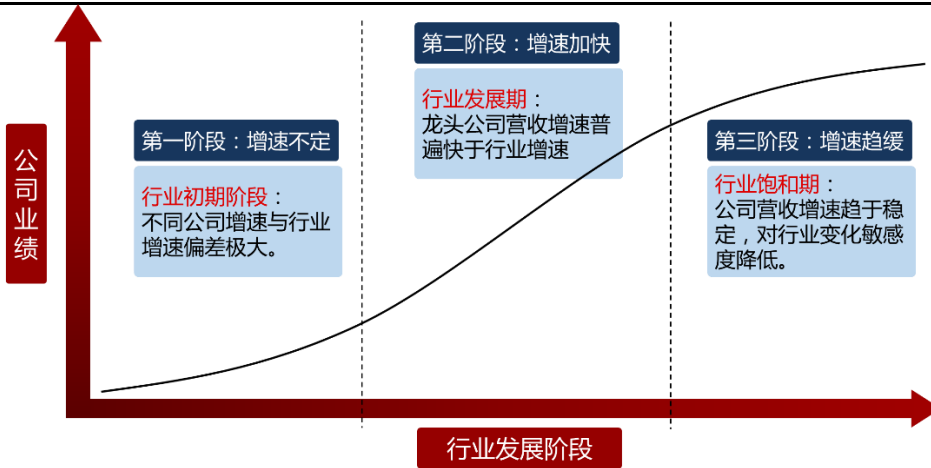


### 三、厨电行业龙头业绩是否还有进一步提升的空间？

#### 1. 相比白电，厨电行业目前仍处于快速发展期

我们将行业发展阶段分为初期、发展期和饱和期三个阶段，当行业进入发展期，龙头企业营收增速能够普遍快于行业增速，这对应了当前的厨电行业。而对于白电来说，由于已经进入饱和期，龙头企业的营收增速趋于稳定，对行业变化敏感度逐渐降低。

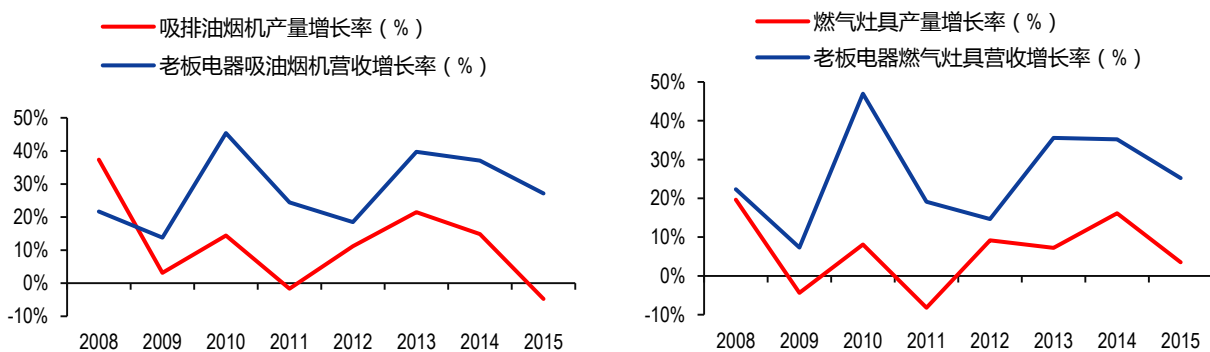
图 12 厨电行业目前处在发展期，行业马太效应凸显，龙头增速明显快于行业



资料来源：中国中投证券研究总部

由于厨电行业还处于快速发展期，龙头企业普遍具有议价能力和市占率提升的空间。因此，对于企业个体来说，其营收增速能够明显快于行业整体规模的增速。**老板电器分项营收连续多年显著快于行业增速。**

图 13 老板电器分项产品营收增速连续多年明显快于行业增速

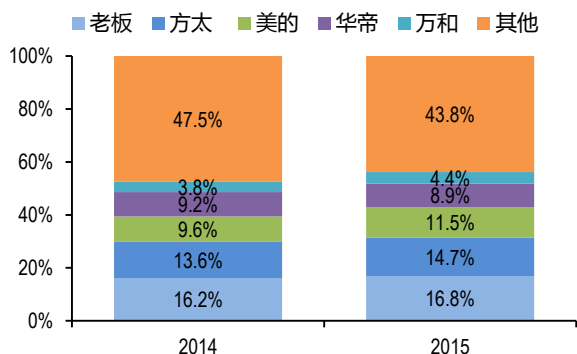


资料来源：国家统计局，Wind，中国中投证券研究总部

#### 2. “躺着挣钱”的时代过去了，消费升级背景下，龙头企业将更具优势

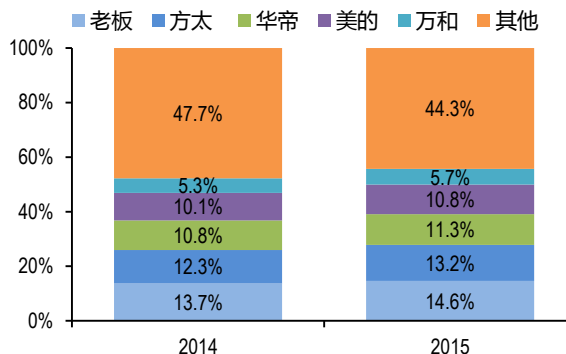
目前国内厨电行业集中度还比较低，根据中怡康零售终端数据监测，2015 年吸油烟机和燃气灶具的销量 CR5 分别为 56.2%和 55.7%，集中度远低于空调（13 年销量 CR5=75.6%）、冰箱等成熟市场。

图 14 15 年吸油烟机 CR5 销量较去年上升 3.7 个百分点



资料来源：中怡康，中国中投证券研究总部

图 15 15 年燃气灶具 CR5 销量较去年上升 3.4 个百分点

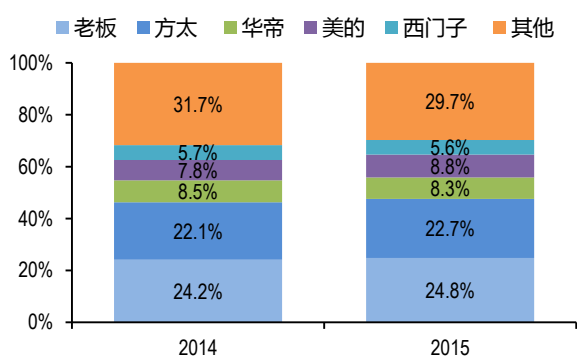


资料来源：中怡康，中国中投证券研究总部

但同时，在我国家电行业中，厨电是少数由本土品牌占据高端市场的细分领域，这点从零售额占比中能够被明显反映。

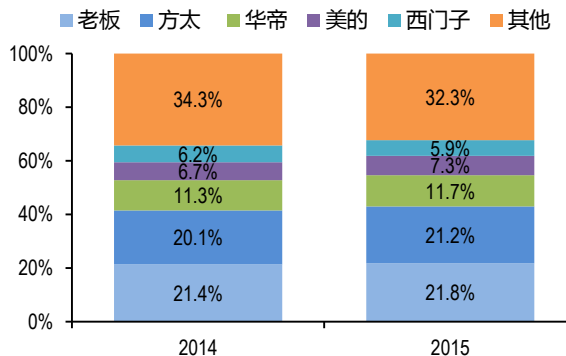
老板和方太的零售额占比明显大于销量占比，而华帝和美的的零售额占比则与销量占比相差不大，这主要是因为老板和方太定位中高端，产品价格较高。老板和方太是国内高端厨电行业的双寡头。

图 16 15 年吸油烟机 CR5 零售额较去年上升 2 个百分点



资料来源：中怡康，中国中投证券研究总部

图 17 15 年燃气灶具 CR5 零售额较去年上升 2 个百分点



资料来源：中怡康，中国中投证券研究总部

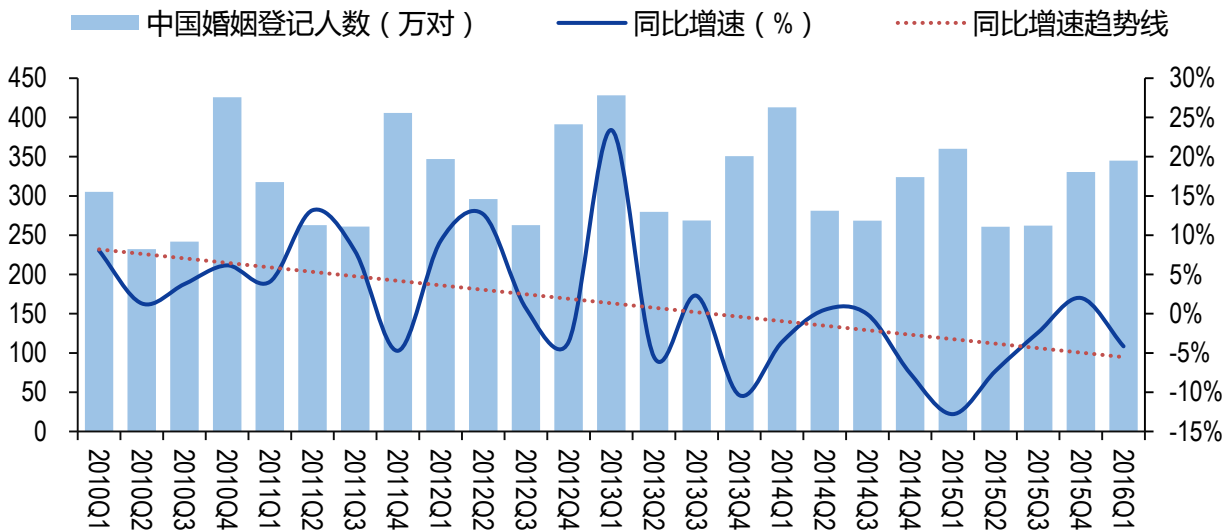
由于中怡康统计的主要是一二线城市的 KA 卖场，因此统计量一般占实际销量的 30-40%，其他专卖店、电商、工程 B2B 渠道则无法统计到，和实际情况会有一些偏差。

2005-2013 年的八年间，我国城镇化率快速提升，且由于上世纪 80 年代末到 90 年代初生育高峰，适婚年龄人数明显增多，新房和二手房装修需求大，厨电行业借此经历了一波快速发展期。这就造成了在这个大行业内，存在大量小品牌，龙头企业市占率偏低。

这些小品牌市场集中在三四线城市，渠道以专卖店为主，技术和品质无法同大品牌相比，但凭借价格和渠道下沉的优势，仍然能占据一席之地。

但这种情况在近两年出现了改变，随着婚配高峰的过去，以及三四线房地产市场的预冷，厨电行业“躺着挣钱”的时代已经过去。未来几年，随着 90 后成为消费主力，消费者对产品的要求也将越来越高，品质参差不齐的小品牌很有可能被挤出市场，只有行业龙头能够适应新的竞争环境。

图 18 自 2013 年起，国内婚姻登记人数逐年下降，造成房地产刚需受到压制



资料来源：民政部，中国中投证券研究总部

### 3. 十年万亿市场规模+马太效应凸显，行业龙头将持续受益

对于厨电行业的龙头公司来说，外部环境有两大有利点：

- 1、行业长期仍有较大空间，龙头对行业规模变化敏感，营收增速能够跑赢行业；
- 2、行业初期的粗放式成长已经不再适用，小品牌将会被逐步淘汰。

#### 一、行业长期需求：新增+更新，未来十年，市场规模有望超万亿

##### ● 新增：城镇化+厨电产品普及，未来十年市场规模 7,500 亿元

对未来十年厨电行业新增市场规模进行估算：

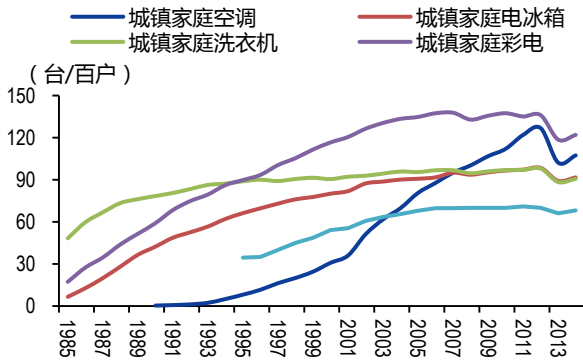
假设 1、2025 年城镇吸油烟机&燃气灶具保有量：达到当前城镇洗衣机&冰箱的水平，即 90 台/百户。

假设 2、2025 年农村吸油烟机保有量：达到当前农村洗衣机&冰箱的水平，即 75 台/百户的水平。

假设 3、2025 年农村燃气灶保有量：达到当前农村洗衣机&冰箱一半的水平，即 30 台/百户的水平。原因：部分农村地区不具备管道燃气的建设条件。

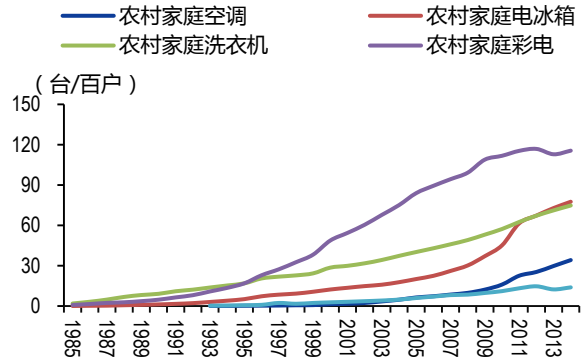
假设 4、城镇化率：根据第四、五次人口大普查，2000 年为 36%，2010 年为 50%，根据《国家新型城镇化报告 2015》，2015 年为 56%。我们假设 2025 年城镇化率达到 65%，家庭户数总数为 4.6 亿户（2010-2025 年 CAGR=0.43%）。

图 19 城镇家庭每百户家电拥有量，排烟机渗透率约 68%



资料来源：国家统计局，中国中投证券研究总部

图 20 农村家庭每百户家电拥有量，排烟机渗透率约 14%



资料来源：国家统计局，中国中投证券研究总部

根据假设，得到未来 10 年吸油烟机和燃气灶具合计市场规模分别约为 5,200 亿元和 1,800 亿元。若再加上消毒柜以及其他嵌入式厨房家电，新增市场规模将超过 7,500 亿元，年均新增市场规模 750 亿元左右。

表 1 根据假设，未来 10 年我国新增厨房家电市场总规模超过 7,500 亿元，年均 750 亿元

	城镇	农村
2015 年吸油烟机保有量 (A1)	68 台/百户	14 台/百户
<b>2025 年吸油烟机保有量 (A2)</b>	<b>90 台/百户</b>	<b>75 台/百户</b>
2015 年燃气灶具保有量 (B1)	68 台/百户	14 台/百户
<b>2025 年燃气灶具保有量 (B2)</b>	<b>90 台/百户</b>	<b>30 台/百户</b>
2015 年家庭户数 (C1)	2.47 亿户	1.94 亿户
<b>2025 年家庭户数 (C2)</b>	<b>2.99 亿户</b>	<b>1.61 亿户</b>
新增吸油烟机销量 (X1) $X1=A2 \times C2 - A1 \times C1$	10,114 万台	9,359 万台
新增燃气灶具销量 (X2) $X2=B2 \times C2 - B1 \times C1$	10,114 万台	2,114 万台
吸油烟机单价 (Y1)	3,500 元/台	1,800 元/台
燃气灶具单价 (Y2)	1,600 元/台	900 元/台
未来 10 年吸油烟机市场规模 (Z1) $Z1=X1 \times Y1$	3,540 亿元	1,685 亿元
未来 10 年燃气灶具市场规模 (Z2) $Z2=X2 \times Y2$	1,618 亿元	190 亿元

资料来源：统计局，中国中投证券研究总部 注：吸油烟机&燃气灶具单价参考中怡康数据估测

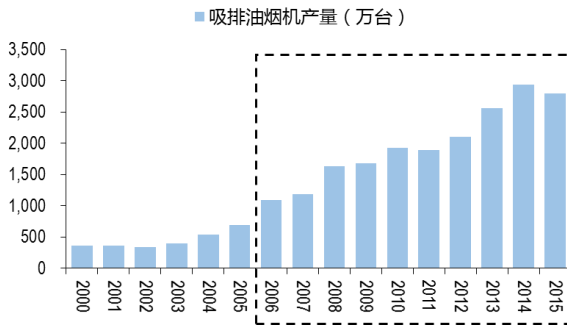
● **更新：产品功能升级，未来十年市场规模超 5,000 亿**

除了新增需求之外，家电产品的另一部分需求主要来自于产品更新。厨电产品属于耐用消费品，一般来说吸油烟机寿命 8-10 年，燃气灶具寿命 6-8 年，我们假设吸油烟机和燃气灶具寿命分别为 10 年和 8 年。

未来十年厨电更新量：吸油烟机对应 06-15 年的销量，总量 2.0 亿台；燃气灶具对应 08-15 年的销量，08 和 09 年各两次，总量 2.9 亿台。

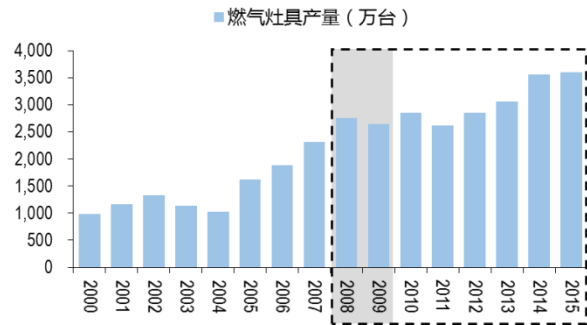
根据我们前面的分析，厨电产品零售量接近于国家统计局产量数据的 70%，我们据此统计，未来十年内，需要更新的吸油烟机和燃气灶具数量分别为 1.4 亿台和 2 亿台。根据烟机 2,000 元/台的均价和燃气灶具 960 元/台的均价计算，未来十年，吸油烟机更新市场规模达 2,800 亿元，燃气灶具更新市场规模为 1,920 亿元。厨电整体更新需求规模接近 5,000 亿元，年均 500 亿。

图 21 吸油烟机更新量对应 06-15 年销量



资料来源：国家统计局，中国中投证券研究总部

图 22 燃气灶更新数对应 08-15 年，其中 08、09 年两次



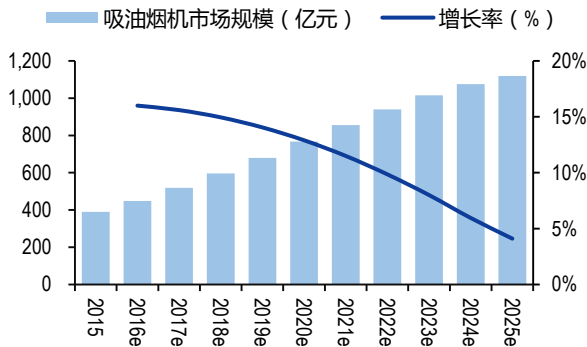
资料来源：国家统计局，中国中投证券研究总部

● **结论：新增+更新需求叠加，未来十年，厨电市场规模有望超万亿**

未来十年，吸油烟机和燃气灶具市场总规模分别为 8,000 亿元和 3,720 亿元。

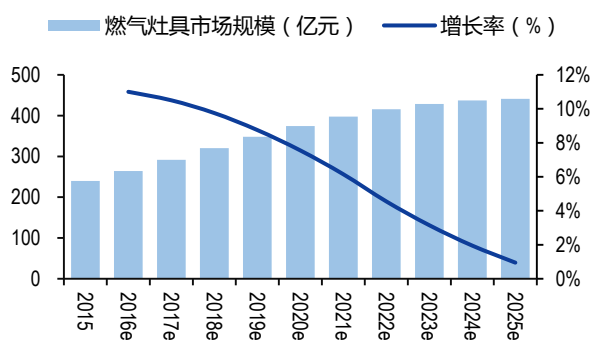
按照我们的推算，吸油烟机+燃气灶具市场规模在 2018 年将超过 900 亿，厨电行业整体规模也将超过 1,000 亿。行业在 2016-2021 年将保持快速增长，复合增长率则分别为 13.8%和 8.5%。

图 23 吸油烟机 2016-2021 年复合增长率则为 13.8%



资料来源：中国中投证券研究总部估测（仅供参考）

图 24 燃气灶具 2016-2021 年复合增长率则为 8.5%



资料来源：中国中投证券研究总部估测（仅供参考）

**二、马太效应：行业集中度持续提升，行业龙头实力将进一步提升**

在未来，一方面厨电行业可能出现价格战，另一方面消费者对产品的各方面要求也会越来越高，小品牌将逐步被挤出市场，马太效应将会使行业集中度逐渐提升。

我们针对厨电行业龙头市占率和行业整体市场规模的敏感性分析，得到结论：未来只要龙头企业市占率达到 20%以上，营业收入就能够接近 250 亿元。

表 2 针对厨电行业龙头市占率和行业整体市场规模的敏感性分析

龙头企业营业收入 (亿元)		厨电行业市场规模 (亿元)				
		800	1,000	1,200	1,400	1,600
销量市占率 (%)	10	80	100	120	140	160
	15	120	150	180	210	240
	20	160	200	<b>240</b>	280	320
	25	200	250	300	350	400
	30	240	300	360	420	480

资料来源：中国中投证券研究总部

## 四、为何说老板电器能够做到强者恒强？

### 1. 品牌：老板为主，帝泽&名气为辅，精确定位更易获消费者认可

老板电器最初只有“老板”一个品牌，经过二十多年的发展，该品牌已在中高端厨电行业内确立了显著的优势。在 2012 年，为了扩展品牌结构层次，公司与西班牙法格集团合作，引入了定位于顶级厨电的“De Dietrich（帝泽）”品牌；同时，还成立了“名气”公司，定位中低端，旨在将渠道从县级网络直接下沉至乡镇市场。

表 3 老板电器对厨电各个层次有完整布局（超高端：帝泽、高端：老板、中低端：名气）

	帝泽（超高端）	老板（高端）	名气（中低端）
			
定位人群	富裕人群	城市中产阶级；农村高收入人群	城市低收入人群及农村人群
竞争对手	德国嘉格纳、西班牙 CATA、意大利 BEST、德国 Miele	方太、西门子	美的、华帝、万和
销售渠道	工程 B2B 渠道	百货商场，KA 卖场，专卖店，电商	百货商场，专卖店，乡镇网点
推广模式	在城市 CBD 布置展示厅	核心栏目/频道投放广告；	核心栏目/频道投放广告；明星代言
零售价格	不单独销售	吸油烟机：3,000 元以上 燃气灶具：2,000 元以上	吸油烟机：1,000-3,000 元 燃气灶具：500-2,000 元

资料来源：中国中投证券研究总部

#### 老板：“大吸力”差异化定位彰显高端品牌文化

“老板”品牌始创于 1988 年，经过近三十年的发展，已在厨电行业内确立了显著的品牌优势。从 1998 年以来，公司对“老板”品牌进行持续、系统的整合提升：

- 1) 提出“老板，更懂生活”的品牌核心价值广告语；
- 2) 2007 年，在老板以“创新·美·生活”为主题的发布会上，公司将“老板”的品牌诉求明确定位为“懂得生活品味的家电创新家”，确定了“领先、品质、人本”的品牌基因要素；
- 3) 2012 年，公司以“有爱的饭，为世界构建更多幸福的家”为主题，举办“中国厨房文化科技产业基地”发布会、“精湛科技 轻松烹饪”老板电器 2012 新品发布会。

2012 年之前，老板电器所做的品牌推广主要遵循两条路线：1、功能（免拆洗）；2、情怀（“有爱的饭”）。虽然也能消费者认可度，却很难做到不同于其他品牌。（比如方太的广告语“让家的感觉更好”针对的也是情怀）。

2013 年，公司在行业内首次定义了“大吸力吸油烟机”。并在央视一套和多家卫视黄金时段投放“大吸力油烟机”主题广告。“大吸力”三个字成功抓住了消费者对于吸油烟机最迫切的诉求，从而实现了“老板”品牌的差异化定位。

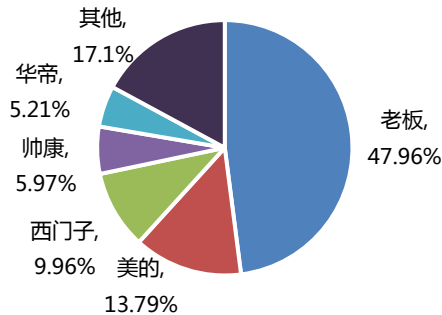
图 25 2013 年公司首次定义“大吸力吸油烟机”，以差异化定位彰显品牌文化



资料来源：网络资料，中国中投证券研究总部

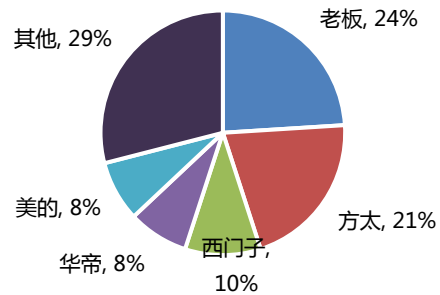
如今，“大吸力油烟机”已经成为了吸油烟机当中的一个新品类，甚至可以等同于高端吸油烟机，这是老板“大吸力”定位的成功。根据中怡康统计，2015年，老板在大吸力吸油烟机市占率上持续保持第一，高达47.96%。老板借此也成为了在价格高于4,000元的高端吸油烟机中，最受消费者欢迎的品牌。

图 26 老板占据 2015 年大吸力油烟机近一半市场份额



资料来源：中怡康，中国中投证券研究总部

图 27 老板在 15 年优先购买油烟机品牌占比中排名第一

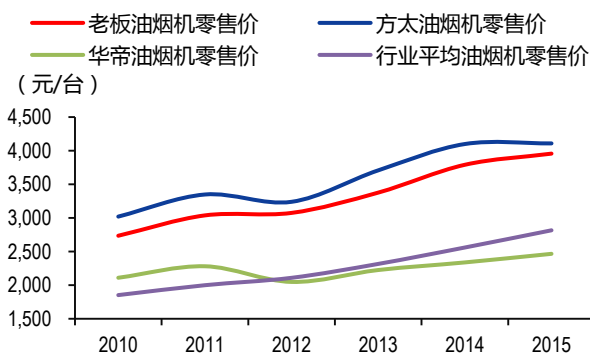


资料来源：中怡康，中国中投证券研究总部

厨电行业与其他家电子行业相比有一大特点：卖得最好的是最贵的，便宜的反而被边缘化。相比于白电和黑电来说，厨电行业并未经历过价格战，当前的这种特性决定了走高端路线的品牌更易受到消费者的青睐。

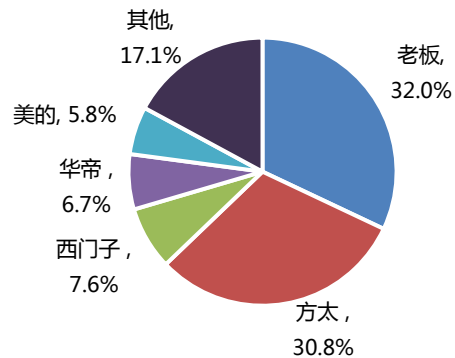
根据中怡康数据，2015年老板吸油烟机线下零售均价为4,000元/台左右，略低于方太，但大幅高于行业平均。在吸油烟机高端市场，老板主推“大吸力”，方太主推“静音”，两大品牌形成错位竞争，合计占据市场超过60%的份额。

图 28 老板定位中高端，产品均价显著高于行业平均



资料来源：中怡康，中国中投证券研究总部

图 29 老板&方太是高端（单价 4,000 元以上）烟机双寡头



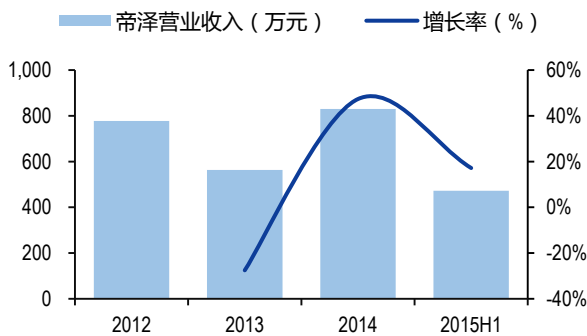
资料来源：中怡康，中国中投证券研究总部

**帝泽：亏损逐年减少，品牌进入稳定期**

2012年,公司与西班牙法格集团合作,引入了定位于顶级家用电器的“De Dietrich (帝泽)”品牌,公司持股比例51%。随着14年法格集团的破产重组,“帝泽”品牌的归属被划分到了法国白郎集团,公司未来将与白郎集团成立新的合资公司,承接“帝泽”品牌在中国的原有业务。

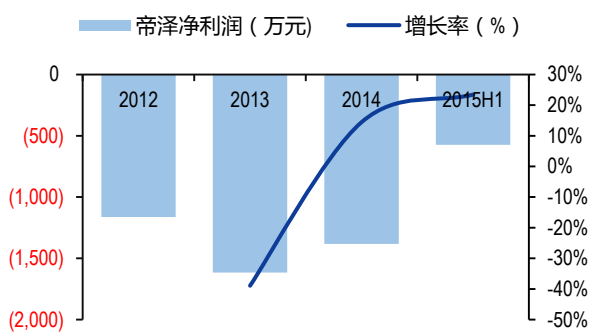
在12年开业初期,帝泽由于运营成本和消费者接受度等问题,出现了一定亏损,但自14年起,帝泽的营收开始逐渐增长,亏损也逐年减少,品牌逐渐步入了稳定期。

**图 30 自 14 年起，帝泽营收开始逐渐增长**



资料来源：公司年报，中国中投证券研究总部

**图 31 帝泽亏损额度自 13 年起逐年减少**

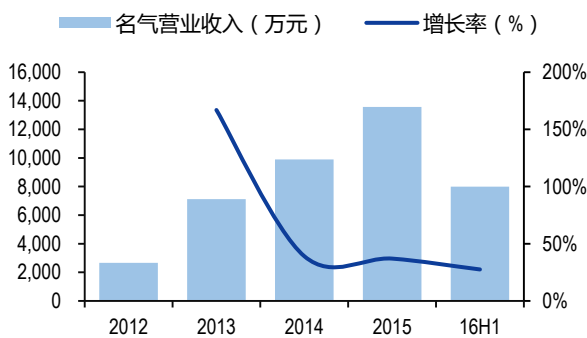


资料来源：公司年报，中国中投证券研究总部

**名气：渠道下沉+明星代言，三四线市场布局或将提速**

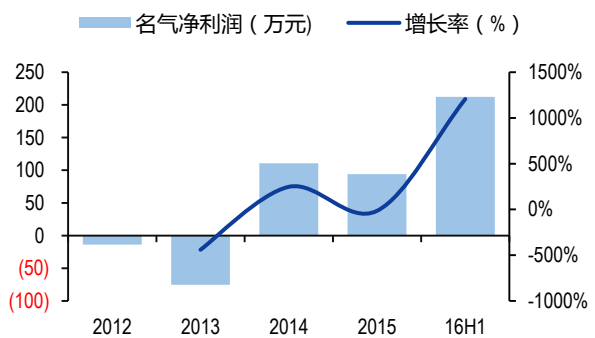
名气公司成立于2012年,是老板针对中低端市场推出的品牌。经过4年多的发展,虽然还无法同美的、华帝等中低端市场领先者相比,但业绩总体保持稳定增长。

**图 32 名气营收保持稳步增长**



资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

**图 33 名气净利润 16 年上半年增长迅速**

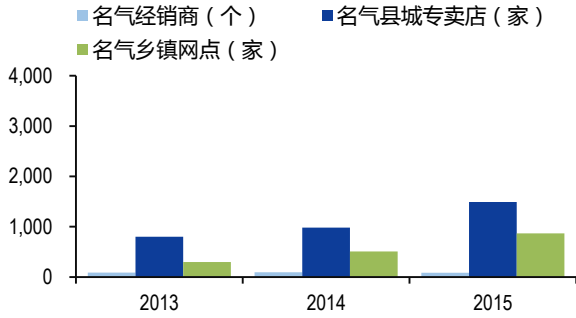


资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

由于定位中低端三、四线城市,因此渠道下沉力度很大程度上决定了名气产品的销量。近三年,名气专卖店和乡镇网点数量逐年增加,但相比百得(华帝子品牌),仍有较大差距。公司目前在全国2,000多个县级市的覆盖率约为65%,未来计划提升至80%。

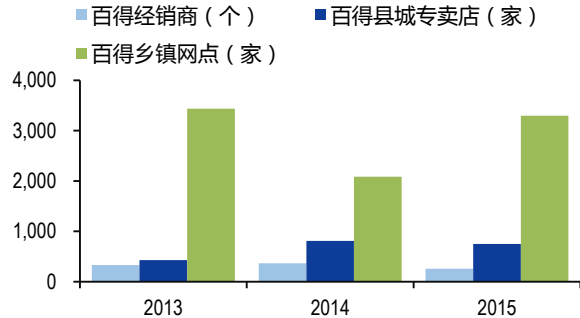


图 34 名气渠道下沉稳步推进，专卖店&网点数量逐年增加



资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

图 35 百得（华帝子品牌）乡镇网点数大幅领先于名气



资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

在品牌知名度方面，名气早在 2013 年就邀请那英担任代言人，在 2016 年，又进行了续签。同时，也在浙江卫视《中国新歌声》中投放广告，以求提高品牌知名度。据统计，《中国新歌声》一开播，就以 32.3% 超高市场占有率名列榜首，名气品牌的知名度持续提升。同时也有利于增加经销商信心，进一步推进渠道铺开和下沉。

图 36 名气品牌于 2016 年续签明星那英代言



资料来源：网络资料，中国中投证券研究总部

图 37 那英拍摄的广告在“中国新歌声”节目间隙投放

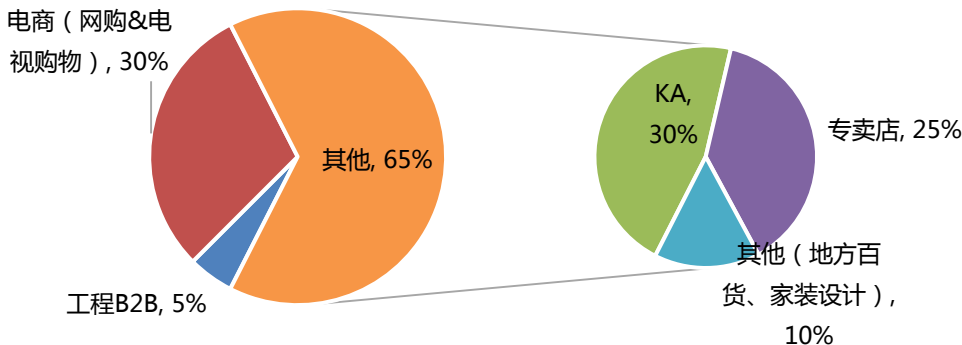


资料来源：网络资料，中国中投证券研究总部

## 2. 渠道：线上扩张，线下变革，盈利能力仍有提升空间

公司渠道主要可以分为线下零售、电商和工程 B2B 三类。2015 年老板电器各渠道收入占比中，零售渠道仍占主要地位，电商渠道收入比重则快速增长，其中网购占比 27%。2016 年 H1，公司电商渠道收入持续快速增长，增速约 50%。

图 38 2015 年老板电器各渠道收入占比



资料来源：公司资料，中国中投证券研究总部

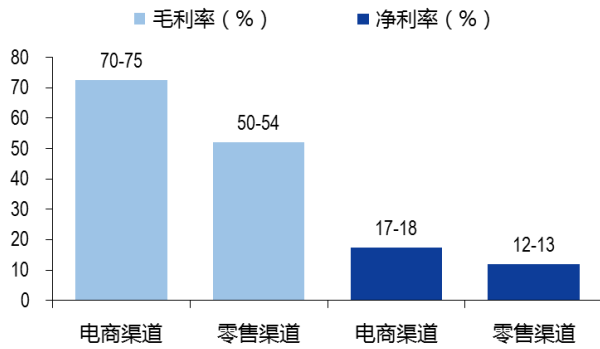
**线上：电商渠道能够显著提升公司整体毛利率**

公司除了在天猫、京东、苏宁易购等平台开设旗舰店之外，还开设了自建的官方商城。同时，为了防止线上线下串货，公司对产品做了型号的错位。

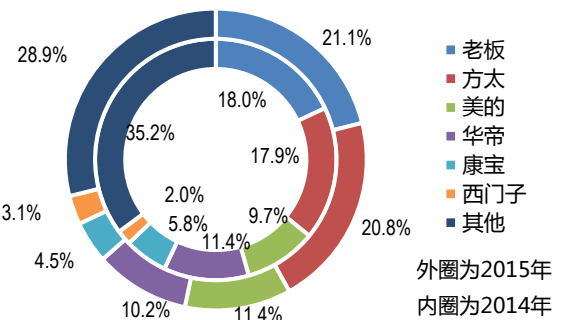
目前，网购渠道毛利率可以达到 70-75%之间，远高于传统零售渠道 50-54%的毛利率和工程渠道 30%左右的毛利率。

竞争格局方面，根据奥维云网数据，线上渠道和线下相差不大，市占率前两位同样是老板和方太，2015 年销售额 CR5=68%,也和线下类似（中怡康数据，2015 年吸油烟机线下销售额 CR5=70.3%）。

**图 39 老板电器 2015 年电商渠道盈利能力强于零售渠道**



**图 40 线上渠道吸油烟机 2014&2015 年格局（按销售额）**



资料来源：公司资料，中国中投证券研究总部

资料来源：奥维云网，中国中投证券研究总部

针对老板电器的电商渠道收入占比和电商渠道毛利率进行敏感性分析，假设：

- 1、老板电器其他渠道（零售&工程）毛利率为 52%；
- 2、厨电产品原材料价格没有大幅波动。

我们得到结论：**老板电器 2015 年综合毛利率 58.17%，未来综合毛利率未来区间 56.6-62.4%，电商渠道收入占比的提升能够显著提升老板电器的整体毛利率。**

**表 4 针对老板电器电商渠道收入占比和毛利率的敏感性分析**

综合毛利率 (%)		电商渠道收入占比 (%)				
		30	35	40	45	50
电商渠道 毛 利 率 (%)	60	54.4	54.8	55.2	55.6	56.0
	65	55.9	56.6	57.2	57.9	58.5
	70	57.4	58.3	59.2	60.1	61.0
	75	58.9	60.1	61.2	62.4	63.5
	80	60.4	61.8	63.2	64.6	66.0

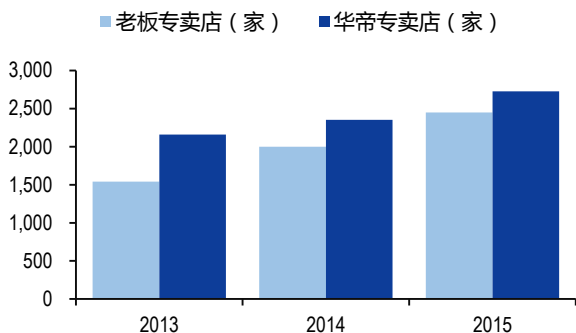
资料来源：中国中投证券研究总部

**线下：渠道改革稳步推进，公司在渠道利润结构中的占比有望提升**

渠道拆分：老板电器线下零售渠道主要有两个层级，第一层是子公司或者区域总代理，第二层为一级代理往下寻找的二级经销商。公司此前进行区域总代理的拆分，自 2014 年初的 62 个大区代理商，已拆分到 2015 年末的 82 家代理商+经销商。

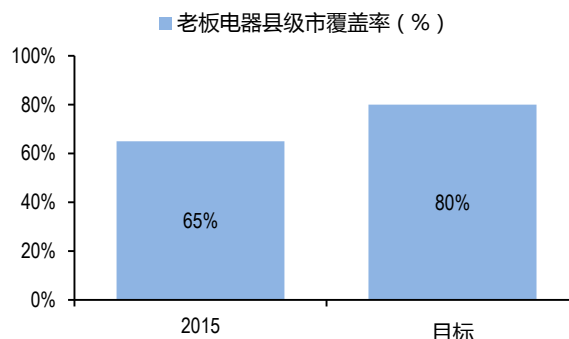
**渠道下沉：**目前，公司在全国 2000 多个县级市的覆盖率约为 65%，未来计划提升至至 80%。2016H1，公司新增专卖店 150 家，专卖店总数达到 2,600 家，全年目标总量能达到 3,000 家。

图 41 老板电器专卖店数量上略少于华帝



资料来源：公司年报，中国中投证券研究总部

图 42 老板电器未来全国县级市目标覆盖率 80%



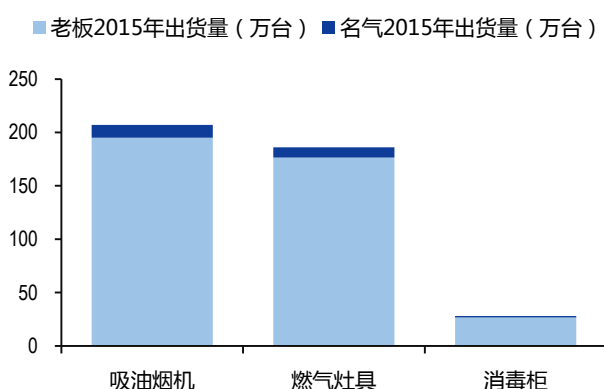
资料来源：公司资料，中国中投证券研究总部

老板电器 2015 年吸油烟机出货量 207 万台，燃气灶具出货量 186 万台，根据分项收入可计算出 15 年老板吸油烟机和燃气灶具平均的出货价格分别为 1,282 元和 688 元。根据中怡康统计，2015 年老板电器吸油烟机和燃气灶具零售均价分别为 3,952 元和 1,941 元，较出厂均价溢价均超过 180%。相比之下，格力的空调零售价较出厂价溢价率较低，仅为 70%左右。

由于零售均价数据来自于中怡康，因此老板电器较高的产品零售价主要集中在一二线城市的 KA 渠道。这一方面是由于一二线城市的产品本身价格较高，品类丰富；另一方面是由于目前市场集中度低，龙头品牌在分销体系中的话语权还不够强。

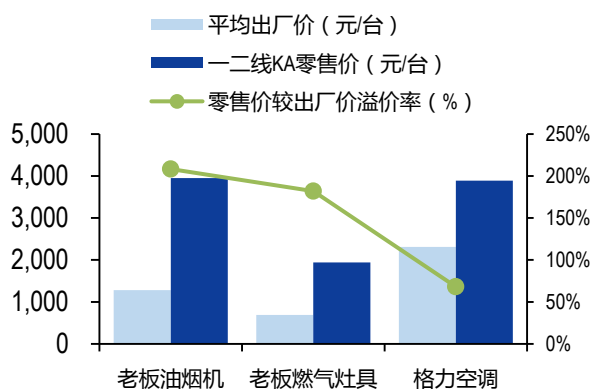
随着渠道改革的持续推进和公司在渠道体系中话语权的不断增强，老板电器在渠道利润结构中的占比有望得到提升。

图 43 “老板”和“名气”两大品牌 2015 年出货量



资料来源：公司资料，中国中投证券研究总部

图 44 老板产品零售价较出厂价溢价远高于格力空调



资料来源：中怡康，产业在线，中国中投证券研究总部

### 3. 新产品：嵌入式厨电有望成为新增长极

**嵌入式厨电：定位高端，使用捆绑式销售策略**

2016 年上半年，公司提出“保卫烟灶消、打赢嵌入式”口号，首次将嵌入式产品提升至与烟灶同等重要的战略地位。公司目前已推出嵌入式烤箱、蒸箱和微波炉，由于市场定价比较贵（4,000 元以上），因此较多采用捆绑销售。

图 45 老板嵌入式厨电可与厨电三件套捆绑销售



资料来源：京东，中国中投证券研究总部

图 46 老板嵌入式厨电也可互相捆绑销售



资料来源：京东，中国中投证券研究总部

目前来看，虽然国内嵌入式厨电的市场规模还不小，但却是国内品牌市占率最低，未来增长空间最大的子行业。随着国内厨卫产品逐步向整体化、健康化迈进，嵌入式厨房家电未来可能成长为与吸油烟机和燃气灶具同等级的市场。

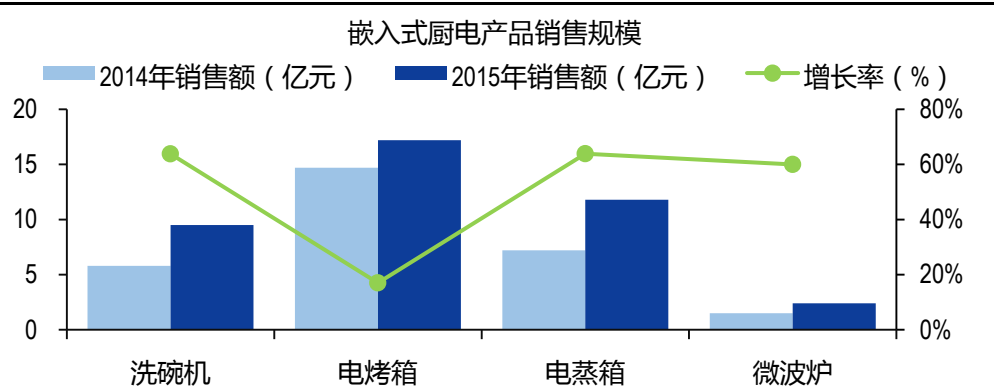
图 47 嵌入式厨电美观、整洁，受到年轻消费者的欢迎



资料来源：百度图片，中国中投证券研究总部

据奥维云网统计，在 2015 年的嵌入式厨电市场中，除了电烤箱之外，其他厨房小家电销售额增长率都在 60%以上，且市场规模都在 20 亿元以下。

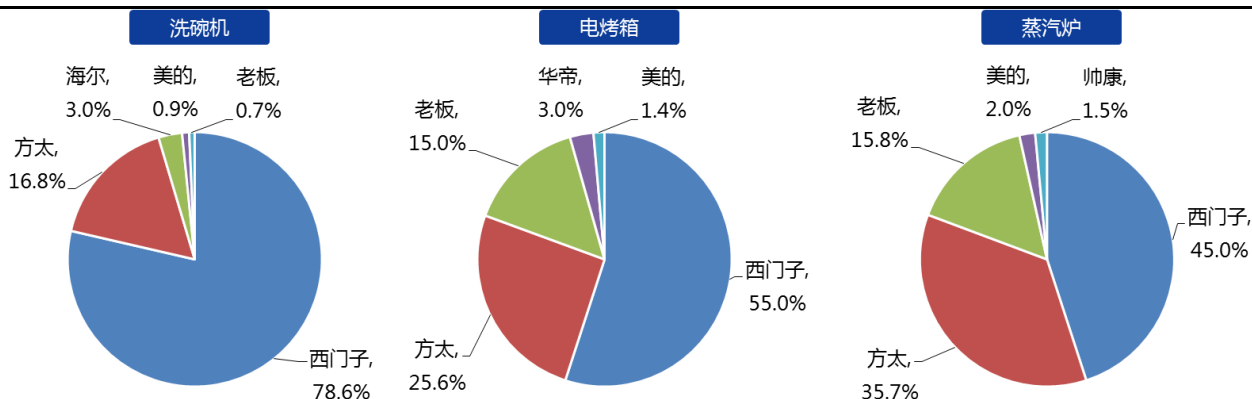
图 48 2015 年嵌入式厨电销售额增速迅猛



资料来源：奥维云网，中国中投证券研究总部

从品牌销售额而言，西门子在洗碗机、电烤箱、蒸汽炉的 2015 年线下销售额占比都是最高的，方太和老板销售规模总体位于二、三位。

**图 49 西门子占据嵌入式厨房小家电大部分市场份额（2015 年线下销售额），老板、方太紧随其后**



资料来源：奥维云网，中国中投证券研究总部

**公司嵌入式厨电的布局：**

- 嵌入式烤箱、蒸箱和微波炉：公司现有年产能 30 万台的生产线，并且已经全面投产。在研发方面，公司也有技术储备。
- 洗碗机：与法国白朗、土耳其 BEKO、日本松下合作，使用海外产线做 OEM，未来国内洗碗机市场成熟后，公司可能会建立自己的生产线。
- 净水器：公司参股了厦门凯芙隆，持股比例 4.9%，使用其生产线做 OEM。

**公司其他新品类产品：**

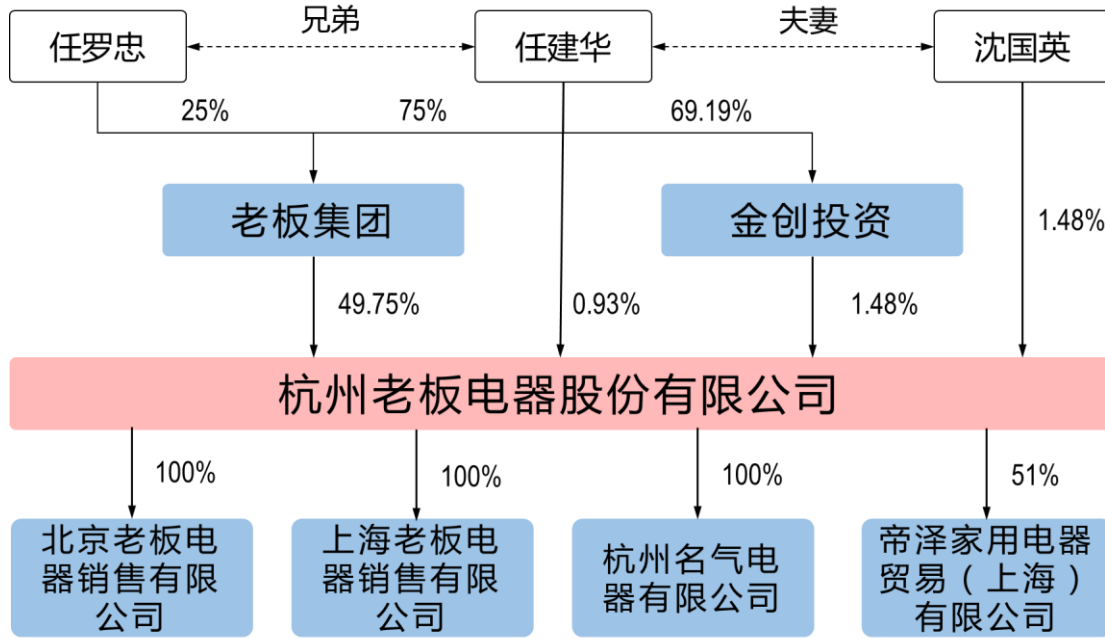
- 智能化厨电：发布 ROKI( Robam Kitchen Intelligence )厨房智能系统，ROKI 吸油烟机搭载 7 寸触摸屏，多核 CPU，用户可以从油烟机自带触摸屏或者手机 APP 中选择菜谱，燃气灶具可自动调节火候。
- 空气净化油烟机：超大吸力保证产品具有去除 99%pm2.5 的净化功能，目前产品已经通过内测，上线京东众筹。

**4. 管理：股权结构明晰，激励到位，上下一心共谋发展**

**1) 股权结构明晰，创始人二代接班已完成**

公司股权结构明晰，主要控股方为任氏家族。创始人任建华先生虽然仍担任公司董事长，但已逐步退居二线。其子任富佳先生作为接班人，于 13 年底开始担任总经理，全面履行管理职责，2 年多来，公司保持了此前良好的发展势头，管理层交班顺利完成过渡。

图 50 老板电器为家族企业，实际控制人任建华先生持股比例约 39.3% (2015.12.31)



资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部，注：子公司帝泽已于 2016 年 4 月注销，但公司会与白郎集团成立新的合资公司，承接“帝泽”品牌在中国的原有业务。

## 2) 股权激励：绑定核心管理和技术人才

2015 年 1 月 21 日，公司向高管、中层管理人员、核心业务（技术），共 86 人授予限制性股权激励。首次授予 405 万股（占总股本的 1.27%），授予价格为 15.16 元/股。股票在 36 个月内分三期解锁。

表 5 老板电器股权激励首次授予解锁安排及业绩考核目标

解锁期	业绩考核目标	可解锁股份比例	考核目标净利润	目标同比增长率	实际净利润	实际同比增长率
第一个解锁期	相比 2013 年，2014 年净利润增长率不低于 30%，净资产收益率不低于 20%	30%	4.91 亿元	30.0%	5.68 亿元	50.3%
第二个解锁期	相比 2013 年，2015 年净利润增长率不低于 65%，净资产收益率不低于 20%	40%	6.23 亿元	26.9%	8.28 亿元	45.8%
第三个解锁期	相比 2013 年，2016 年净利润增长率不低于 110%，净资产收益率不低于 20%	30%	7.93 亿元	27.3%	--	--

资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

2016 年 1 月 4 日，公司将预留的 64.5 万股（占总股本的 0.13%）授予公司中层管理人员以及核心业务（技术）人员，共 29 人，授予价格 21.25 元/股。股票在 36 个月内分三期解锁。第一、第二个解锁期业绩考核指标对应首次授予的第二、第三个解锁期，第三个解锁期业绩考核目标为：相比 2013 年，2016 年净利润增长率不低于 160%，净资产收益率不低于 20%。

## 3) 核心管理团队&代理商持股计划：打造“事业合伙人”平台

公司于 2015 年 8 月推出核心管理团队持股计划和代理商持股计划。

核心管理团队持股计划参与人员包括公司 12 位高管，代理商持股计划则按照自愿原则参与。资管计划按照 2:1 的比例设立优先级份额和次级份额。优先级份额由老板实业集团认购，按照 4.6%（单利）的预期年化收益率优先获得收益。持股计划则全额认购次级份额。

截至 2015 年 12 月 24 日，持股计划已完成股票购买，管理团队持股计划购买价格为 40.80 元/股（除权派息后价格 26.8 元/股），购买数量为 117.19 万股（占总股本的 0.24%）。代理商持股计划购买价格为 40.78 元/股（除权派息后价格 26.8 元/股），购买数量为 728.12 万股（占总股本的 1.50%）。持股锁定期均为 12 个月。

## 五、盈利预测与估值

### 1. 盈利预测：未来 3 年，业绩复合增速 27.5%

我们对老板电器盈利预测做出如下假设：

- 1) 15 年下半年至 16 年上半年，房地产增速快速回升，下游的厨电行业 16 年能有较快增速。随着房地产热度下降，17 和 18 年行业增速趋于稳定。
- 2) 随着电商渠道收入占比提升，公司各项产品毛利率也将稳步提升。

表 6 预计未来 3 年，公司主营收入复合增速 23.2%

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
<b>主营收入</b>	<b>4,442.6</b>	<b>5,851.6</b>	<b>7,274.1</b>	<b>8,882.4</b>
<b>YOY (%)</b>	<b>25.7%</b>	<b>31.7%</b>	<b>24.3%</b>	<b>22.1%</b>
吸油烟机	2,653.7	3,529.4	4,440.0	5,487.9
YOY (%)	27.1%	33.0%	26.0%	23.6%
燃气灶具	1,280.1	1,664.2	2,061.9	2,519.7
YOY (%)	25.2%	30.0%	24.0%	22.2%
消毒柜	324.3	405.3	470.2	536.0
YOY (%)	17.1%	25.0%	16.0%	14.0%
电烤箱	64.0	87.1	104.5	117.0
YOY (%)	56.4%	36.0%	20.0%	12.0%
蒸汽炉	54.3	81.5	101.9	117.2
YOY (%)	66.8%	50.0%	25.0%	15.0%
其他小家电	47.1	61.2	70.4	77.4
YOY (%)	19.6%	30.0%	15.0%	10.0%
嵌入式微波炉	19.1	22.9	25.1	27.2
YOY (%)	--	20.0%	10.0%	8.0%

资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

**预测结果：**我们得到公司 16-18 年收入分别为 58.5、72.7、88.8 亿元，归母净利润分别为 10.68、13.52、17.37 亿元。16-18 年每股收益分别为 1.46、1.85、2.38 元。

**表 7 预计未来 3 年，公司归母净利复合增速 27.5%**

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	4,443	5,852	7,274	8,882
同比（%）	25.7%	31.7%	24.3%	22.1%
归属母公司净利润	830	1068	1352	1737
同比（%）	45%	29%	27%	28%
毛利率（%）	58.2%	58.4%	58.9%	60.2%
ROE（%）	26.2%	26.6%	27.4%	28.3%
<b>每股收益（元）</b>	1.14	1.46	1.85	2.38
<b>P/E</b>	35.08	27.05	21.36	16.63
P/B	9.30	7.21	5.86	4.71
EV/EBITDA	29	22	17	13

资料来源：中国中投证券研究总部，股价截止 16 年 8 月 3 日

## 2. 估值：目标价 55.5 元，对应 17 年估值 30 倍

公司所处行业景气度相对较高，市占率和盈利能力提升空间大，且公司经营管理稳健，新品类产品布局持续推进，具备穿越牛熊，强者恒强的潜质。预测公司 2016-18 年每股收益 1.46、1.85 和 2.38 元。维持“强烈推荐”评级，目标价 55.5 元，对应 17 年 30 倍市盈率。

**表 8 可比公司估值（Wind 一致预期）**

代码	公司	股价 (元/股)	市值 (亿元)	EPS			PE			PB
				16E	17E	18E	16E	17E	18E	15
002035.SZ	华帝股份	24.93	89	0.86	1.14	1.50	29	22	17	5.8
002543.SZ	万和电气	18.45	81	0.85	0.99	1.13	22	19	16	2.8
002032.SZ	苏泊尔	38.57	244	1.76	2.11	2.49	22	18	15	6.2
002242.SZ	九阳股份	20.30	156	0.92	1.06	1.21	22	19	17	5.0
<b>均值</b>							24	19	16	5.0
<b>002508.SZ</b>	<b>老板电器</b>	<b>37.56</b>	<b>274</b>	<b>1.46</b>	<b>1.85</b>	<b>2.38</b>	<b>26</b>	<b>20</b>	<b>16</b>	<b>8.2</b>

资料来源：Wind，中国中投证券研究总部，注：股价取自 2016 年 9 月 5 日收盘

## 六 风险提示

- 1、商品房销量增速下滑，可能导致厨电行业增速出现下滑；
- 2、行业可能出现价格战，导致整体盈利能力下滑；
- 3、新品类产品拓展不利，营收规模陷入瓶颈
- 4、市场系统性风险等。



**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	4011	5195	6654	8391
现金	2323	2982	3931	5122
应收账款	320	457	566	670
其它应收款	11	16	20	24
预付账款	20	38	51	51
存货	722	898	1100	1316
其他	614	804	987	1208
<b>非流动资产</b>	1016	926	857	788
长期投资	0	0	0	0
固定资产	872	810	747	685
无形资产	96	91	86	81
其他	48	25	23	22
<b>资产总计</b>	5027	6120	7510	9179
<b>流动负债</b>	1852	2110	2571	3040
短期借款	0	0	0	0
应付账款	964	1236	1517	1795
其他	888	875	1054	1245
<b>非流动负债</b>	8	6	8	7
长期借款	0	0	0	0
其他	8	6	8	7
<b>负债合计</b>	1860	2116	2579	3048
少数股东权益	-3	-3	-1	3
股本	486	729	729	729
资本公积	820	577	577	577
留存收益	1925	2702	3627	4823
归属母公司股东权益	3170	4007	4932	6129
<b>负债和股东权益</b>	5027	6120	7510	9179

**现金流量表**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	1124	801	1290	1619
净利润	828	1068	1354	1741
折旧摊销	46	68	68	68
财务费用	-66	-66	-86	-113
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	234	-273	-55	-83
其它	81	5	9	6
<b>投资活动现金流</b>	-306	22	-1	-1
资本支出	278	0	0	0
长期投资	-28	-23	0	0
其他	-55	-1	-1	-1
<b>筹资活动现金流</b>	-101	-164	-341	-428
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	166	243	0	0
资本公积增加	-86	-243	0	0
其他	-181	-164	-341	-428
<b>现金净增加额</b>	718	659	949	1191

**利润表**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	4543	5852	7274	8882
营业成本	1900	2435	2989	3538
营业税金及附加	47	60	75	91
营业费用	1353	1743	2167	2646
管理费用	354	452	557	687
财务费用	-66	-66	-86	-113
资产减值损失	1	4	4	3
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	953	1224	1568	2031
营业外收入	17	30	20	10
营业外支出	2	3	2	2
<b>利润总额</b>	969	1251	1585	2039
所得税	141	183	231	297
<b>净利润</b>	828	1068	1354	1741
少数股东损益	-3	0	2	4
<b>归属母公司净利润</b>	830	1068	1352	1737
EBITDA	933	1225	1549	1986
EPS (元)	1.71	1.46	1.85	2.38

**主要财务比率**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>成长能力</b>				
营业收入	26.6%	28.8%	24.3%	22.1%
营业利润	48.1%	28.4%	28.1%	29.5%
归属于母公司净利润	44.6%	28.6%	26.6%	28.5%
<b>获利能力</b>				
毛利率	58.2%	58.4%	58.9%	60.2%
净利率	18.3%	18.3%	18.6%	19.6%
ROE	26.2%	26.6%	27.4%	28.3%
ROIC	110.4%	115.6%	151.1%	194.1%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	37.0%	34.6%	34.3%	33.2%
净负债比率				
流动比率	2.17	2.46	2.59	2.76
速动比率	1.78	2.04	2.16	2.33
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.05	1.05	1.07	1.06
应收账款周转率	14	14	13	14
应付账款周转率	2.43	2.21	2.17	2.14
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	1.14	1.46	1.85	2.38
每股经营现金流(最新摊薄)	1.54	1.10	1.77	2.22
每股净资产(最新摊薄)	4.35	5.50	6.77	8.41
<b>估值比率</b>				
P/E	23.10	26.95	21.28	16.56
P/B	6.05	7.18	5.83	4.70
EV/EBITDA	28	22	17	13

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

## 相关报告

报告日期	报告标题
2016-07-27	《老板电器-Q2 业绩增长趋势不改，厨电龙头强者恒强》

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

## 研究团队简介

李超,南京大学硕士研究生,在富士通(中国)通信业务部门任职多年,2008 年加入中投证券研究总部,先后从事交通运输、电子和家电行业研究;

孙佳骏,男,上海外国语大学金融学硕士,2016 年加入中投证券研究总部,从事家电行业研究。

## 免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

## 中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

### 深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编：518000  
传真：(0755) 82026711

### 北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层  
邮编：100032  
传真：(010) 63222939

### 上海市

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼  
邮编：200082  
传真：(021) 62171434