

爱建证券有限责任公司

财富管理研究所

研究员: 刘孙亮

TEL: 021-32229888-25517

E-mail: liusunliang@ajzq.com

执业编号: S0820513120002

联系人: 陈曼殊

TEL: 021-32229888-25516

E-mail: chenmanshu@ajzq.com

证券研究报告 公司深度报告

发布日期 2017年09月25日 星期一

极致化高端品牌厨电龙头, 三四线市场扩张, 多样化品种续航发力

报告要点

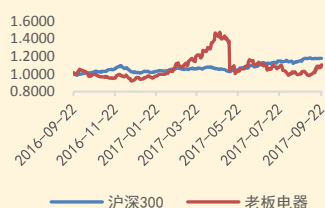
■ **业绩持续稳定。**近几年公司一直保持较快增速的营业总收入和净利润, 2009-2016 年公司营业总收入和归母净利润的平均增速分别达 27%和 46%, 远远高于厨房家电行业水平。2017年上半年公司营业总收入31.98亿元, 同比增长26.63%, 实现归属于母公司股东的净利润5.98亿元, 同比增长41.37%。公司在盈利能力上同样保持高水平, 2009-2016年每年销售毛利率都在50%以上, 销售净利率从09年的8.76%开始逐年递增, 2016年销售毛利率和净利率仍在近几年平均值以上分别达57.31%和20.83%, 摊薄ROE达29.23%, 都处于行业前列。

■ **行业强者恒强且高端化产品发展已成趋势。**厨电行业经历了30多年的高速发展, 行业已经从发展阶段慢慢步入成熟阶段, 市场容量短时间难以放大。从品牌发展来看, 马太效应明显, 以方太、老板、美的等为代表的市场主流品牌一直保持稳定增长, 而越来越多的中小品牌因为各方面因素纷纷退出这个市场。随着我国整个产业的变革, 智能家电是发展趋势, 它能保持和提升我国家电在全球范围的影响力, 而智能化往往代表着高端化。

■ **老板电器未来的良好发展。**1) 极致化的高端品牌厨电龙头; 2) 嵌入式品种配套率逐步提升; 3) 多样化的厨电品种续航发力, 其中包括①吸油烟机的三四线城市发展②销售渠道多元化, 强强联合拓宽市场③净水器, 健康环境下的一片“蓝海”。

■ **给予“推荐”评级。**考虑到公司所处行业的地位, 以及综合以上分析, 给予公司 2017 年 28 倍的市盈率, 并预计公司 2017-2019 年每股收益分别为 1.53、2.00、2.59 元。结合行业当前估值水平, 我们给予老板电器“推荐”评级。

■ **风险提示:** 同行业竞争加剧 (如未上市企业方太、上市企业华帝股份), 房地产销量增速下滑, 三四线市场拓展不及预期, 系统风险等。



资料来源: Wind、爱建证券财富管理研究所预测

(%)	1 个月	6 个月	12 个月
绝对表现	10.37	20.91	44.54
相对表现	7.78	10.20	27.06

评级: 推荐 (首次)

基础数据

收盘价 (2017-09-22)	43.12
52 周内高	45.88
52 周内低	27.87
总市值 (百万元)	40,922.30
流通市值 (百万元)	18,775.80
总股本 (百万股)	949.03
已流通 (百万股)	930.43
限售股 (百万股)	18.60

资料来源: Wind、爱建证券财富管理研究所预测

表 1：公司盈利预测简表

财务和估值数据摘要				
单位:百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	5,794.90	7,521.34	9,762.13	12,670.50
增长率(%)	27%	30%	30%	30%
归属母公司股东净利润	1,206.83	1,455.68	1,894.08	2,462.45
增长率(%)	45%	21%	30%	30%
每股收益 (EPS)	1.27	1.53	2.00	2.59
净资产收益率 (ROE)	29.23	30.58	30.55	30.18
市盈率 (P/E)	33.91	28.11	21.61	16.62
市净率 (P/B)	9.91	7.77	6.07	4.72

数据来源：爱建证券财富管理研究所

正文目录

一 公司简介	6
1 公司基本介绍	6
2 股权结构和激励制度	7
3 主营业务简介	8
二 行业发展情况	10
1 行业肃清，强者恒强	10
2 产品高端化发展已成趋势	11
三 业绩持续稳定增长	13
四 投资建议	15
1 极致化的高端品牌厨电龙头	15
2 销售渠道多元化，强强联合拓宽市场	17
3 多样化的厨电品种续航发力	17
3.1 吸油烟机的三四线城市发展	17
3.2 嵌入式品种配套率逐步提升	21
3.3 净水器，健康环境下的一片“蓝海”	22
五 盈利预测	22
1 基本假设与盈利预测	22
2 相对估值与投资评级	22

图目录

图 1: 公司股权结构	8
图 2: 上市以来主营业务产品收入占比	9
图 3: 多样式的老板牌吸油烟机	9
图 4: 多品种的老板牌厨房小家电	10
图 5: 房地产精装修吸油烟机市场份额占比	11
图 6: 房地产精装修燃气灶市场份额占比	11
图 7: 房地产精装修消毒柜市场份额占比	11
图 8: 20-39 岁人群稳定增加	12
图 9: 2016 年吸油烟机分产品类型均价变化 (元/台)	12
图 10: 36 大城市日用品工业消费品平均价格-直吸式抽油烟机 (元/台)	13
图 11: 2009-2017H1 营业总收入及同比增速	13
图 12: 2009-2017H1 归母净利润及同比增速	14
图 13: 销售毛利率每年都在 50%以上且处于行业前列 (%)	14
图 14: 销售净利率稳步递增且处于行业前列 (%)	15
图 15: 摊薄 ROE 保持较高水平 (%)	15
图 16: 品牌价格指数	16
图 17: “厨源”体验馆	17
图 18: 老板电器吸油烟机的营业收入额	18
图 19: 老板电器吸油烟机的零售额和零售量的市场份额	18
图 20: 不同地区的营业收入占比 (2017H1)	19
图 21: 我国居民恩格尔系数及人均 GDP 情况	20
图 22: 我国居民人均收入情况	20
图 23: 我国居民家庭设备及用品支出持续增长 (2014 年及以后因停止统计 家庭设备及用品数据采用生活用品及服务替代)	21

表目录

表 1：公司盈利预测简表	2
表 2：公司发展历程	6
表 3：公司前十大股东（2017H1）	8
表 4：2017 年上半年老板电器嵌入式厨电的表现明显优于市场	21
表 5：老板电器主营业务收入增长率和营业总成本增长率预测	22
表 6：厨电行业上市公司估值	23
附表：财务报表预测与估值	24

一、公司简介

1 公司基本介绍

老板电器始创于1979年，是中国厨房电器行业的领导者。1988年，公司推出“老板”品牌，成为国内最早以自主品牌进行吸油烟机生产的专业厨电企业之一，在之后的二十多年间，不断结合市场和自身特点，尝试产品线的拓宽，从单一生产吸油烟机的企业演变为以“烟、灶、消”为主导产品，配套厨房小家电的多元化生产企业。2010年在深圳证券交易所中小企业板正式挂牌上市，成为国内第一家登陆资本市场的高端厨电企业。近几年公司不断扩展其国内外影响力，立志做强、做大、做长久，使之成为永续经营的百年企业。

表2：公司发展历程

大事件	年限	发展历程
创始与积累 (1979年-1987年)	1979年	老板厨房电器前身杭州余杭红星五金厂成立。
	1980年~1986年	定位于钣金行业，建立了配套冲压、折弯、点焊等各道钣金工艺流水线。
	1987年	与航空航天部八〇四研究所合作，研制开发我国第一代吸油烟机：PY-1型、PY-2型。
崛起与创新 (1988年-1999年)	1988年	推出自主品牌——“红星牌”国内第一代吸油烟机。
	1989年~1990年	制定并发布我国第一部吸油烟机标准； 老板 PY 系列吸油烟机各个型号向市场推出，获行业内唯一部优、省优产品称号； 老板 PY-3 型吸油烟机首次出口泰国。
	1991年	老板获得国内产品质量最高奖项——国家质量奖。
	1992年~1995年	成为行业内唯一荣获国家最高产品质量奖中的“银质奖”的品牌； 连续荣获国家商业部颁发的销量、质量领先“金桥奖”； 被国家质量协会“全国用户委员会”授予“全国用户满意产品”称号。
	1996年~1998年	在深柜型吸油烟机基础上，率先研发油烟机突破性技术——“免拆洗”。
1999年	“免拆洗”吸油烟机全面上市，成为业内瞩目技术亮点。	
腾飞与超越 (2000年-2010年)	2000年~2005年	被世界品牌实验室评为“中国品牌500强”； 荣获目前国内最高级别标准化认证——“AAAA”级； 成为行业首批获得“中国名牌”荣誉企业。
	2006年	老板品牌荣膺“亚洲品牌500强”，位列国内厨电领域第一位； “尚品738”型油烟机产品荣获具有“中国工业奥斯卡奖”之称的创新设计金奖。
	2007年	“创新美生活”老板创新技术新闻发布会于北京人民大会堂隆重召开，发布国内首台顶级奢华型9508吸油烟机，吸油烟机免拆洗A++技术、

燃气灶主火中置技术等。

2008 年	连续五年获得油烟机同类产品市场综合占有率第一位； 获得《中国油烟机、燃气灶市场用户满意首选品牌》、《中国厨电行业最具影响力品牌》两项殊荣； 连续三年荣膺亚洲品牌 500 强； 荣获捐助汶川地震灾区及产品与服务质量保障杰出贡献奖； 老板免拆洗 8508 吸油烟机获第五届中国企业产品设计奖(CIDF)金奖。
2009 年	老板免拆洗油烟机连续六年全国销量第一； 老板吸油烟机包揽了吸油烟机产品全国最佳使用满意度品牌、以及最佳售后服务满意度品牌两项最高荣誉； 连续四年荣膺亚洲品牌 500 强； 老板双劲芯 8210 吸油烟机同时包揽“工业设计奥斯卡奖”——德国 IF 奖和国内顶尖设计大奖 CIDF 奖两项大奖。
2010 年	深证 A 股上市，成为国内首家登陆资本市场的高端厨电企业。

变革与领跑
(2011 年
-至今)

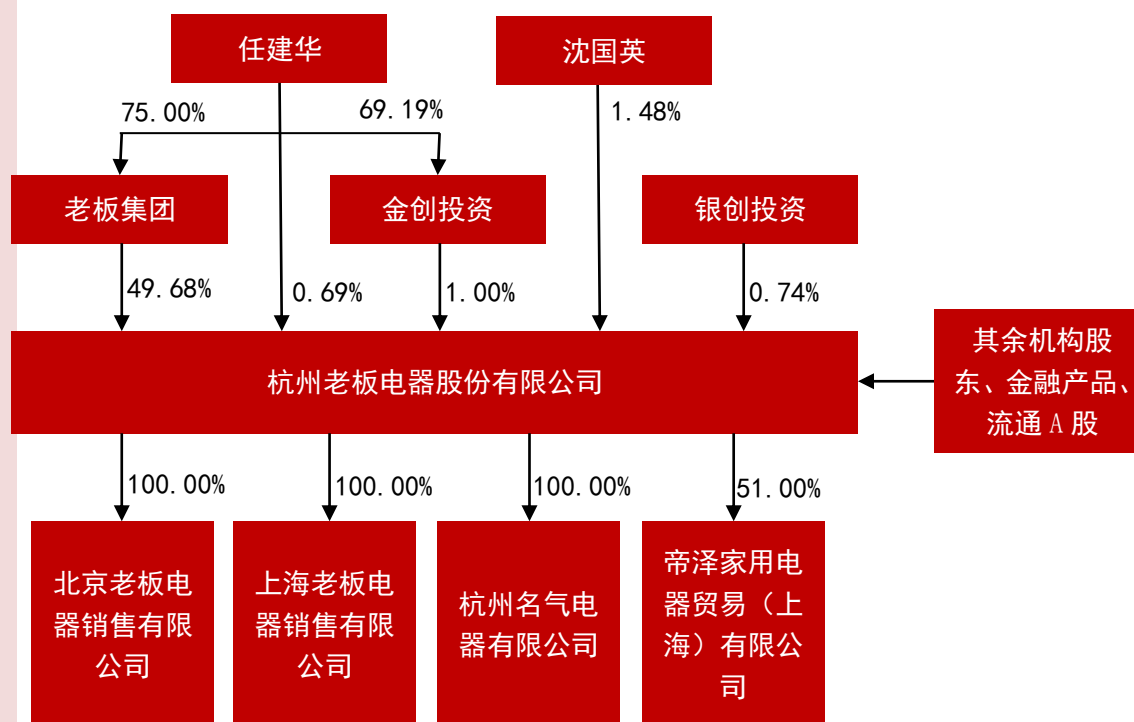
2011 年	“精湛科技 轻松烹饪”中国高端厨电技术趋势发布会在钱塘江畔召开。
2012 年	“老板电器召开有爱的饭，为世界构建更多幸福的家”品牌倡议行动； 全球首个有机形态厨房文化科技体验馆——“厨源”揭幕。
2013 年	创新研发出行业领先的“极速洁净”技术平台，为行业科技树立了新标准，净界 A3 套装搭载此平台焕新上市。

数据来源：爱建证券财富管理研究所

2 股权结构和激励制度

公司从上市至今，实际控制人始终为任建华先生，截止2017年中报披露，任建华先生直接持有公司发行0.69%的股份，并通过持有老板集团75%的股份间接控制公司49.68%的股份、通过持有金创投资 69.19%的股份间接控制公司1.00%的股份，合计控制公司51.37%的股份；自然人股东沈国英女士为任建华先生之妻，直接持有公司1.48%的股份；其余股东均为金融机构、金融产品、流通A股。我们认为，除任建华先生以外其余股东持股比例不超过3.6%，实际控制人对公司的控制力度较强，有利于战略方针的制定，公司组织结构清晰决策执行度高。

董监高人员中，现任副董事长及总经理任富佳先生为任建华先生之子，现任董事任罗忠先生为任建华先生配偶之妹夫，家族式企业氛围浓烈。但公司股权激励制度完善，公司上市之初新增的11名自然人股东中包含了公司的核心技术人员以及老板集团的高级管理人员，参股公司金创投资和银创投资分别由公司高管、销售代理公司高管、公司中层干部技术骨干投资入股，核心团队稳定性高，员工利益、经销商利益与公司捆绑更能促进企业未来的发展。

图1：公司股权结构


数据来源：公司资料、爱建证券财富管理研究所

表3：公司前十大股东（2017H1）

排名	股东名称	持股数量	持股比例
1	杭州老板实业集团有限公司	471,510,000	49.68%
2	香港中央结算有限公司	33,583,833	3.54%
3	招商银行股份有限公司－富国低碳环保混合型证券投资基金	14,540,555	1.53%
4	沈国英	14,040,000	1.48%
5	中国工商银行－汇添富成长焦点混合型证券投资基金	13,999,928	1.48%
6	法国巴黎银行－自有资金	12,390,671	1.31%
7	UBS AG	12,193,693	1.28%
8	杭州金创投资有限公司	9,451,985	1.00%
9	杭州银创投资有限公司	7,020,000	0.74%
10	全国社保基金四零六组合	6,837,870	0.72%

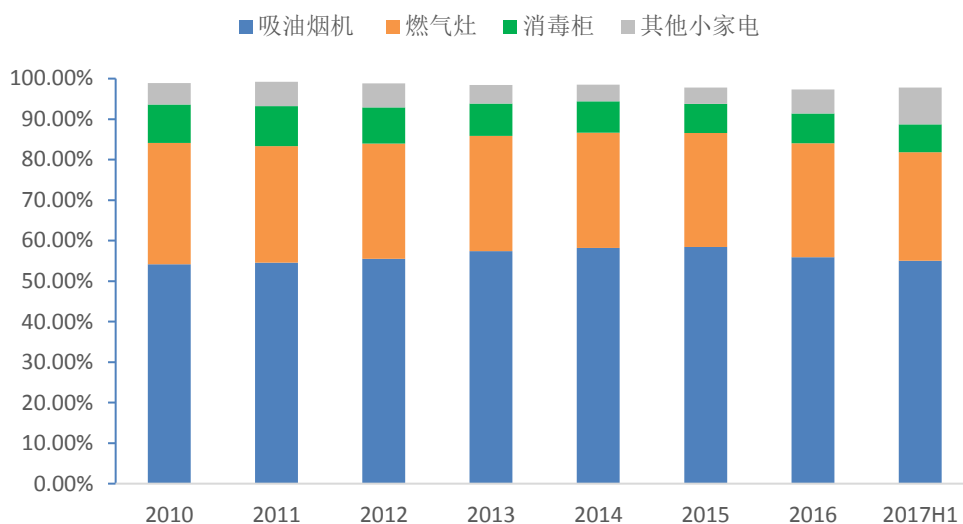
数据来源：公司资料、爱建证券财富管理研究所

3 主营业务简介

公司主营业务为厨房电器产品的研发、生产和销售，主要产品包括吸油烟机、燃气灶、消毒柜，以及电压力煲、电磁炉、电热水壶、食品加工机等配套厨房小家电产品。公司主要产品为吸油烟机、燃气灶及消毒柜三大类产品，2014年、2015年、2016年及2017年1-6月，上述三类

产品合计实现销售收入占公司主营业务收入的比例分别为 94.36%、93.74%、91.36%及88.71%，我们发现公司在其他小家电上创造的营业收入比开始增加，这些小家电主要是配备厨房的净水器、嵌入式洗碗机、嵌入式微波炉等，专注厨房家电的极致化发展是老板电器的核心竞争力。

图 2：上市以来主营业务产品收入占比



数据来源：公司资料、爱建证券财富管理研究所

图3：多样式的老板牌吸油烟机



数据来源：公司官网、爱建证券财富管理研究所

图4：多品种的老板牌厨房小家电



数据来源：公司官网、爱建证券财富管理研究所

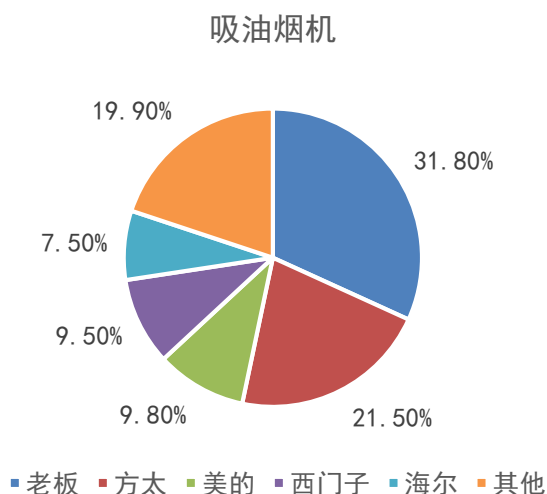
二、行业发展情况

1 行业肃清，强者恒强

从整个产业格局来看，厨电行业经历了30多年的高速发展，行业已经从发展阶段慢慢步入成熟阶段，市场容量短时间难以放大。从品牌发展来看，马太效应明显，以方太、老板、美的等为代表的市场主流品牌一直保持稳定增长，而越来越多的中小品牌因为各方面因素纷纷退出这个市场。中怡康数据显示，2016年线下油烟机前十大品牌零售额份额达到了85.1%，同比上升了1个百分点，线上油烟机前十大品牌零售额份额达到了84.9%，同比上升了2.9个百分点。燃气灶方面，线下前十大品牌零售额从2015年的82.5%上升到了2016年的83.9%，线上前十大品牌零售额则从80.2%上升到了82.6%。

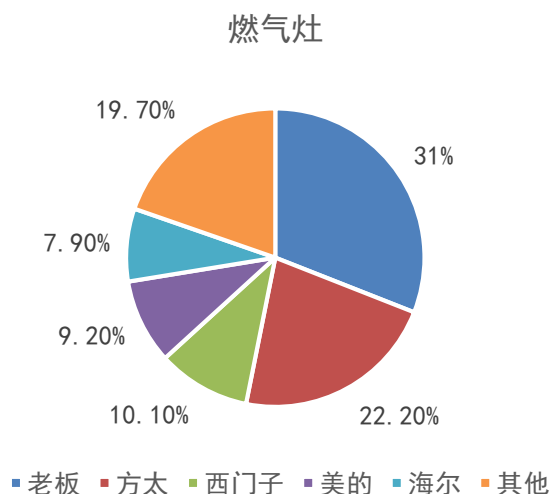
在房地产精装修市场，厨电中的吸油烟机、灶具等产品已成标配，各厨电品牌也将此领域视作重要的销售渠道。根据数据显示，2017年上半年中国房地产精装修厨电市场品牌集中度显现，TOP3份额超六成。按照产品来分，在烟机、灶具、消毒柜市场中，老板电器分别以31.8%、31.0%、31.6%的市场份额位居首位；方太电器则以21.5%、22.2%、21.5%的市场份额排名第二。

图5：房地产精装修吸油烟机市场份额占比



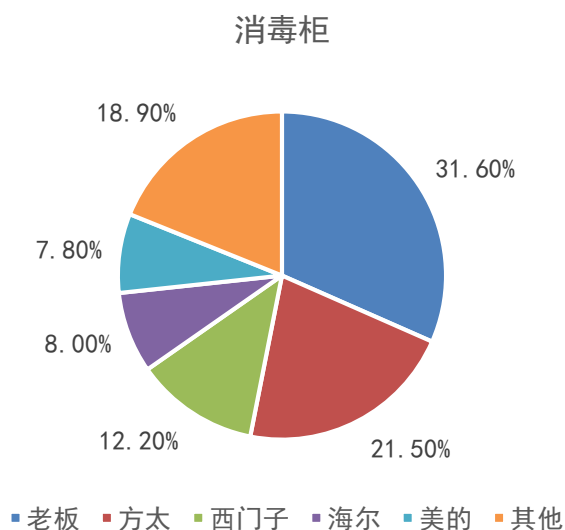
数据来源：奥维云网（AVC）、爱建证券财富管理研究所

图6：房地产精装修燃气灶市场份额占比



数据来源：奥维云网（AVC）、爱建证券财富管理研究所

图7：房地产精装修消毒柜市场份额占比

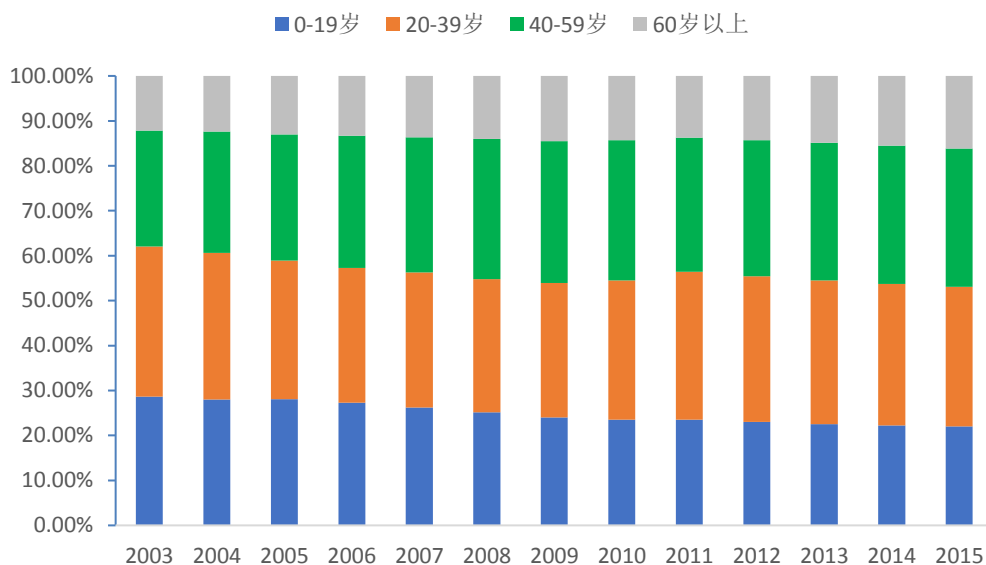


数据来源：奥维云网（AVC）、爱建证券财富管理研究所

2 产品高端化发展已成趋势

高端化代表着时尚、环保、安全、智能，注重消费体验关注每一个细节。从产业方面来看，随着我国整个产业的变革，智能家电是发展趋势，它能保持和提升我国家电在全球范围的影响力，而智能化往往代表着高端化。从消费人群来看，目前，80、90后已成长为新一代的消费主力，这两代人群不同于70年代及以前年代的人，他们舍得为自己花钱，不因价格昂贵而放弃购买，喜欢品牌追求新技术、新产品，十分注重消费体验，所用产品的更新换代速度明显偏快，在产品的选择上明显倾向于高端。

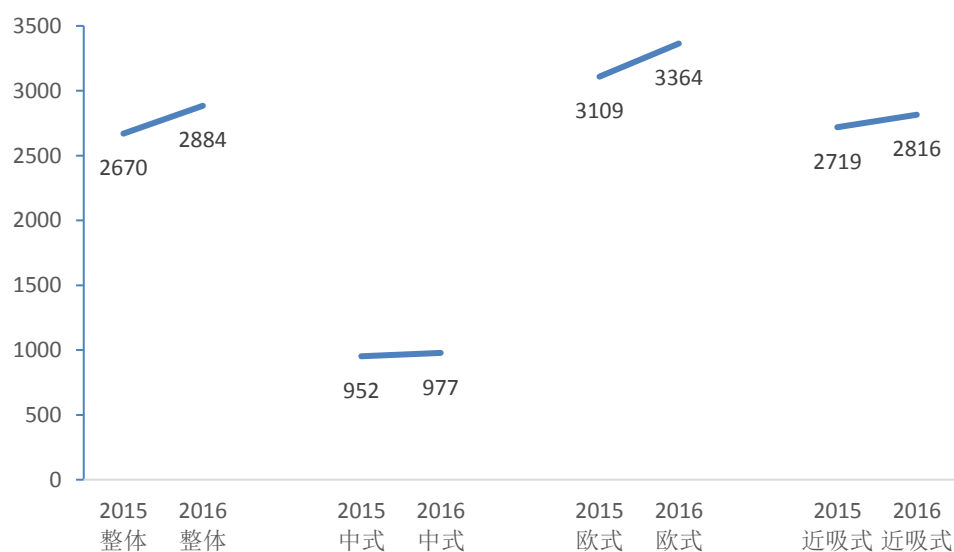
图 8：20-39 岁人群稳定增加



数据来源：国家统计局、爱建证券财富管理研究所

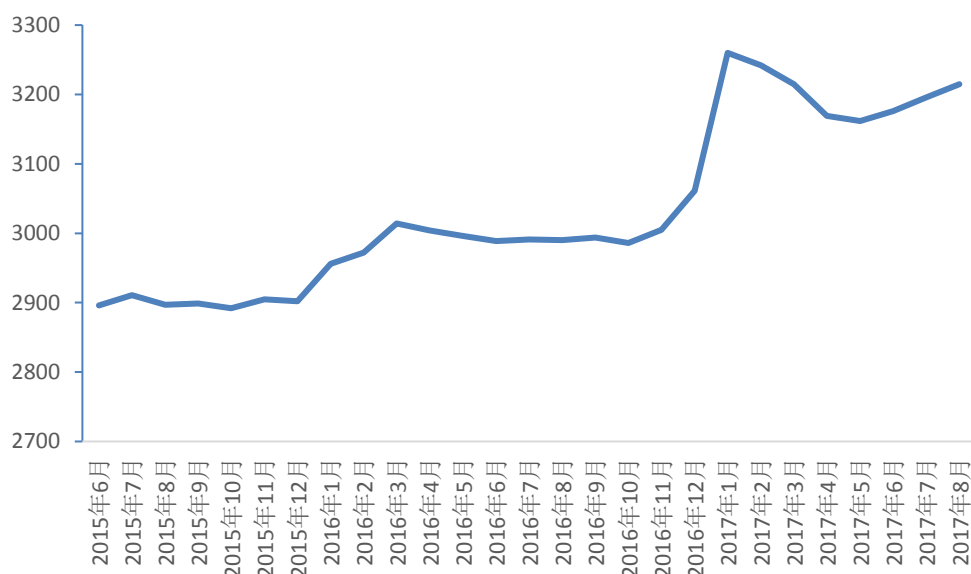
中怡康线下月度零售监测显示，2016年线下油烟机零售均价达到了2884元，均价提升8.01%，其中，欧式油烟机均价提升最为明显从2015年的3109元提升到2016年的3364元，中式油烟机从2015年的952元提升到2016年的977元，近吸式油烟机从2015年的2719提升到2016年的2816元，整体式油烟机从2015年的2670元提升到2016年的2884元；36大城市的抽油烟机（直吸式）平均价格也逐月递增。对于整个厨电行业来说，价格的提升推动了行业的高端化发展趋势。

图 9：2016 年吸油烟机分产品类型均价变化（元/台）



数据来源：中怡康、爱建证券财富管理研究所

图 10：36 大城市日用品工业消费品平均价格-直吸式抽油烟机（元/台）

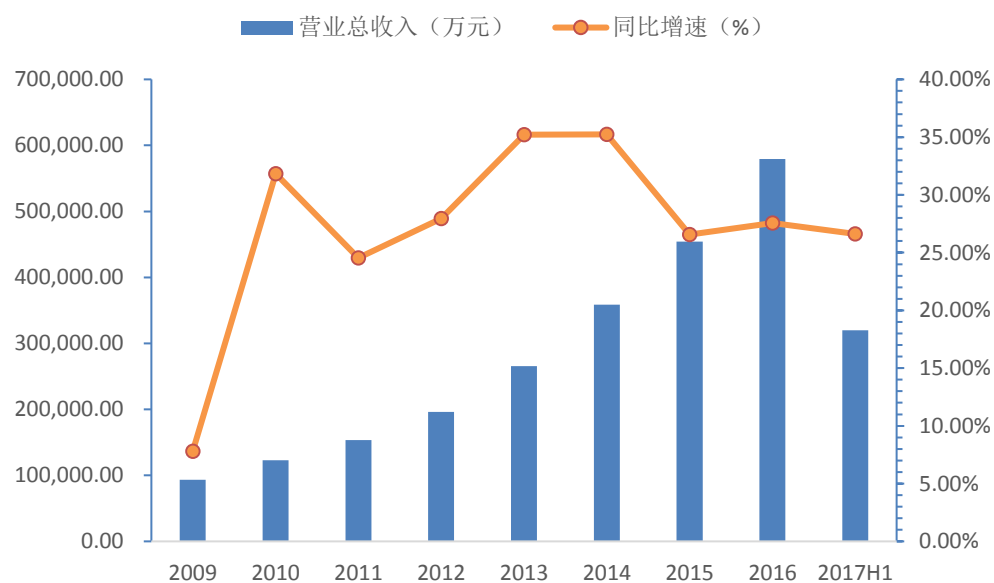


数据来源：国家发改委、爱建证券财富管理研究所

三、业绩持续稳定增长

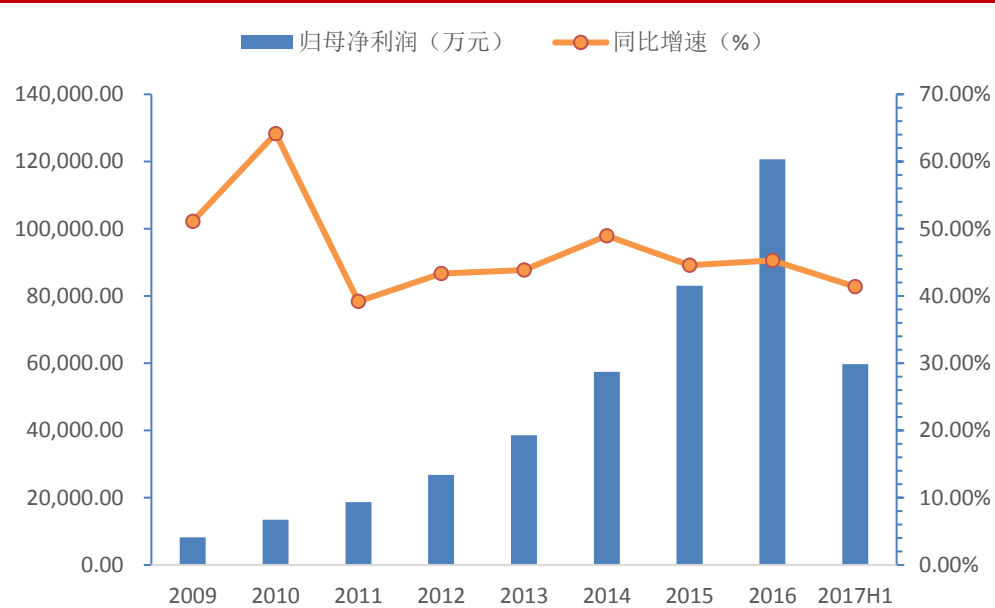
近几年公司一直保持较快增速的营业总收入和净利润，2009-2016 年公司营业总收入和归母净利润的平均增速分别达 27%和 46%，远远高于厨房家电行业水平。2017年上半年公司营业总收入31.98亿元，同比增长 26.63%，实现归属于母公司股东的净利润5.98亿元，同比增长41.37%。

图 11：2009-2017H1 营业总收入及同比增速



数据来源：Wind、爱建证券财富管理研究所

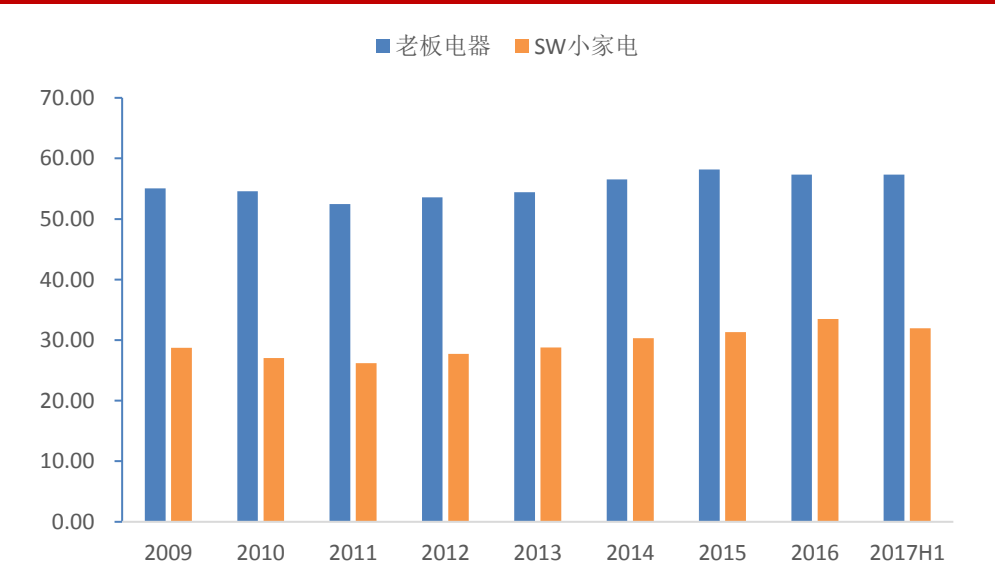
图 12：2009-2017H1 归母净利润及同比增速



数据来源：Wind、爱建证券财富管理研究所

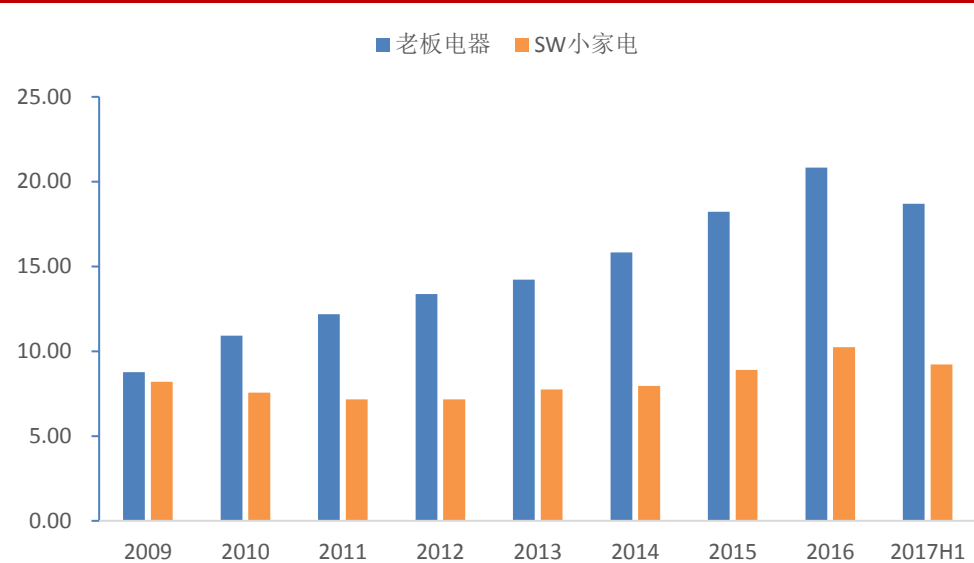
得益于公司良好的管理和市场竞争力，公司在盈利能力上同样保持高水平，2009-2016年每年销售毛利率都在50%以上，销售净利率从09年的8.76%开始逐年递增，2016年销售毛利率和净利率仍在近几年平均值以上分别达57.31%和20.83%，摊薄ROE达29.23%，都处于行业前列。

图 13：销售毛利率每年都在 50%以上且处于行业前列 (%)



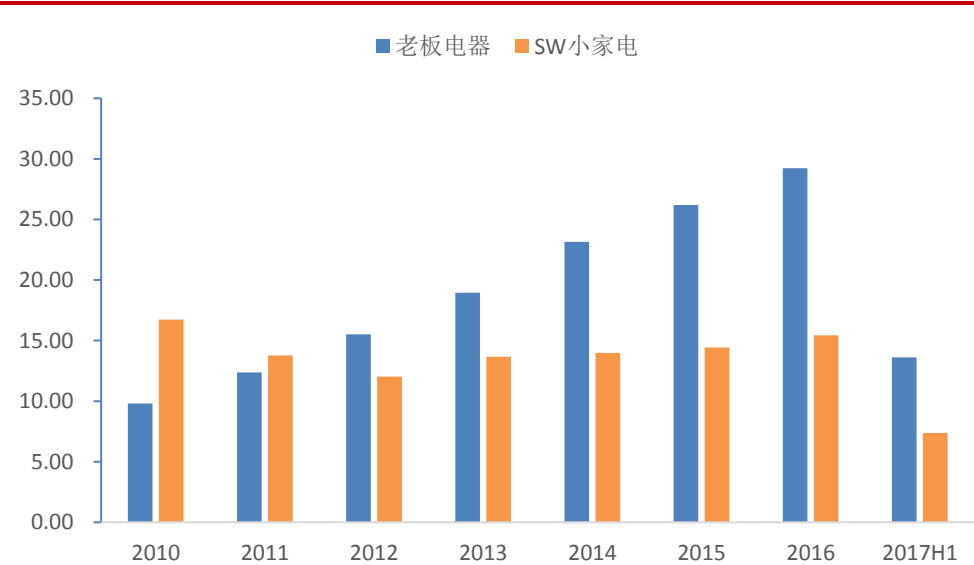
数据来源：Wind、爱建证券财富管理研究所

图 14：销售净利率稳步递增且处于行业前列（%）



数据来源：Wind、爱建证券财富管理研究所

图 15：摊薄 ROE 保持较高水平（%）



数据来源：Wind、爱建证券财富管理研究所

四、投资建议

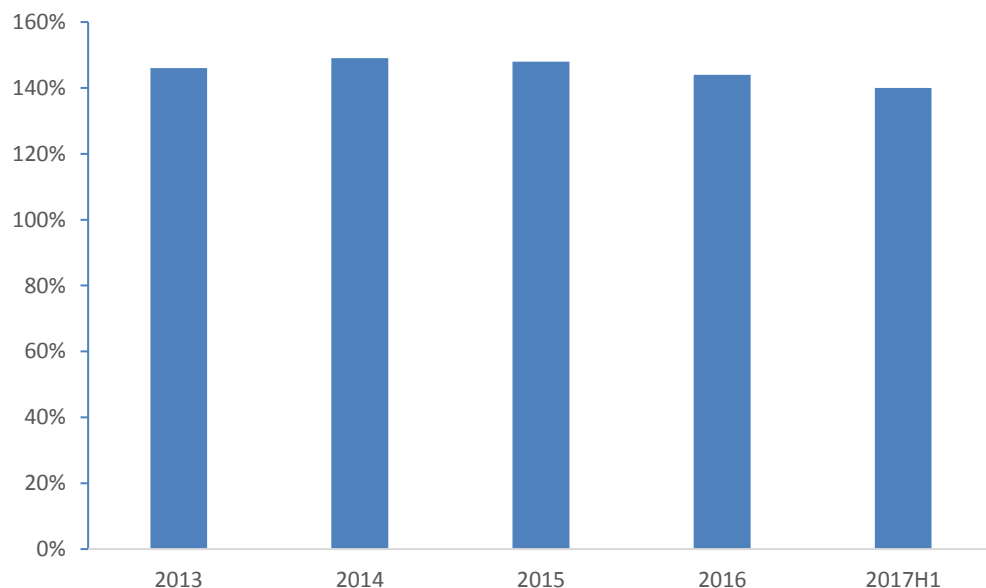
1 极致化的高端品牌厨电龙头

经过近三十年的探索与发展，“老板”品牌已在厨房家电行业内确立了显著的品牌优势。从1991年开始，“老板”牌吸油烟机先后获得国内厨房家电行业各项奖项，近几年通过持续深化“大吸力”定位、打造高端品牌体验，“大吸力”已经成为了“高端吸油烟机”的代名词，“老板”品

牌更是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一，2015年登陆米兰世博会打造国际影响力，并且在15、16年连续两年称霸世界吸油烟机行业稳居全球吸油烟机自有品牌市场份额第一，其厨房家电行业的龙头地位已然确定。

根据中怡康统计，公司主导产品吸油烟机销售量市场占有率连续10年蝉联行业第一，零售量和零售额实现了全面双双超越竞争对手，2013年开始燃气灶的零售量、零售额市场份额均持续保持行业第一，2014年开始嵌入式消毒柜零售额市场份额持续保持行业第一，公司品牌价格指数始终保持在行业平均的140%以上，是国内厨电行业上市公司中唯一一家定位高端品牌的企业。

图 16: 品牌价格指数



数据来源：中怡康、爱建证券财富管理研究所

老板电器还生产有灶具、消毒柜、电烤箱、蒸汽炉、微波炉、洗碗机、净水器等，所有产品都是围绕厨房设计，致力于为厨房电器的整体性提供解决方案，把中国饮食文化与先进科学技术结合打造一体化的智能厨房。据中怡康调查“未来几年消费者对厨电功能定位话题占比”的数据显示，消费者首要关注的是品味，其次是社交与便捷功能，而娱乐功能比重较小。未来厨电并非简单用电器堆积，更可能是与人工智能结合，解决烹饪过程中的不会做、做不好、懒的洗等问题，更大程度上为用户节约时间，享受轻松烹饪乐趣，建立家居、娱乐、社交一体的生态圈。

作为一家高端厨电企业，老板电器十分注重消费体验，与众多品牌合作建立的“厨源”体验馆集体验、销售、小众聚会、美食烹饪教学与服务

于一体，是结合有机形态烹饪文化、厨房生活方式等，烹饪生活美学情景体验集成空间。“厨源”是国内首个有机形态厨房文化体验馆，在消费升级的大趋势下能提高对客户吸引力。

图17：“厨源”体验馆



数据来源：互联网数据、爱建证券财富管理研究所

2 销售渠道多元化，强强联合拓宽市场

传统家电线下销售渠道包括KA、大型超市、百货商场、专卖店，厨房家电还能寻找装修渠道如装饰装潢公司、房地产开发商等扩宽线下销售市场。今年上半年老板电器的ROKI智能厨房系统成功中标万科智能厨房高端产品线，成为唯一进入万科的智能化厨电品牌，此外与恒大、碧桂园等多家百强房地产成功续约，巨头之间的“联姻”开启以“品质”为服务优势的房企新格局，各家地产牵手老板电器，是在理念、品牌、战略高度上的重度匹配，将会推动整个厨电产业与地产板块的加速发展。

近几年根据消费者需求和喜好进行量身定做和个性化设计的定制化家具不断受到人们追捧，这种定制家具相对于传统手工打制家具和成品家具更能满足客户的个性化消费需求，而且随时房价不断升高特别是一线城市的寸土寸金，定制家具还能提高房屋的空间利用率。在定制家具行业排名靠前的尚品宅配与老板电器签署战略合作，共同打造个性时尚、灵动百变的厨房家居。

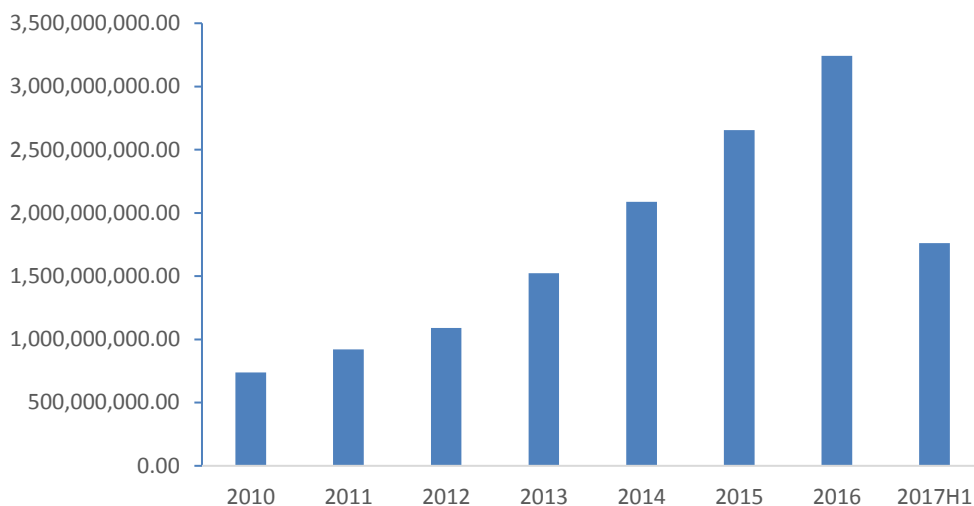
3 多样化的厨电品种续航发力

3.1 吸油烟机的三四线城市发展

老板电器的主打产品之一吸油烟机，连续十年保持行业第一的市场占有率，零售额和零售量的市场份额近几年稳定增长，营业收入自公司上市

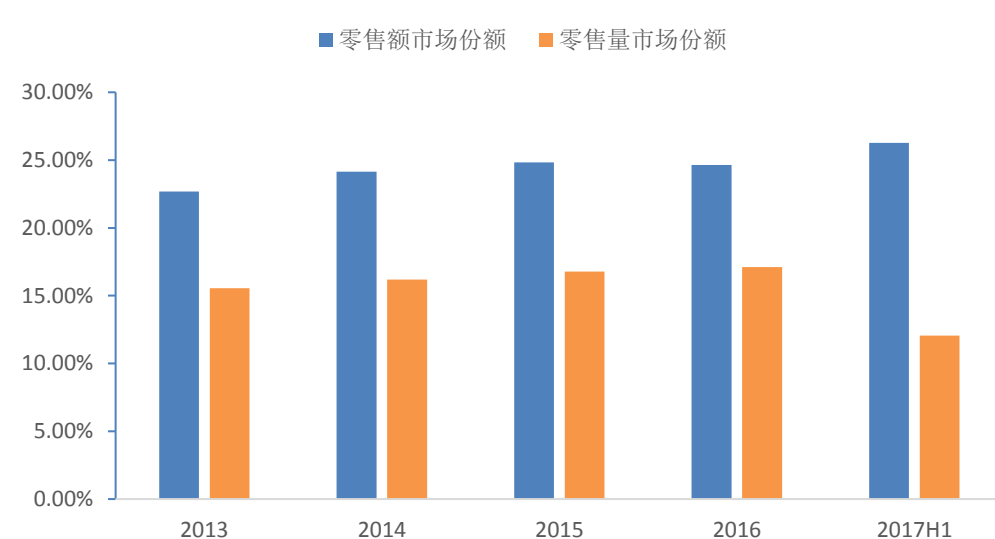
以来飞速增加。根据中怡康数据显示，2016年老板电器的吸油烟机零售额和零售量的市场份额分别为24.65%、17.11%，距离公司提出的实现吸油烟机销售额市场份额30%的目标还有提升空间；按照不同地区的营业收入占比来看，2017年上半年华东地区贡献度最大占60.79%，其他地区均不超过10%，可见公司在华东地区享有很高的品牌知名度，而其他地区相对较弱还有发展潜力。

图 18：老板电器吸油烟机的营业收入额



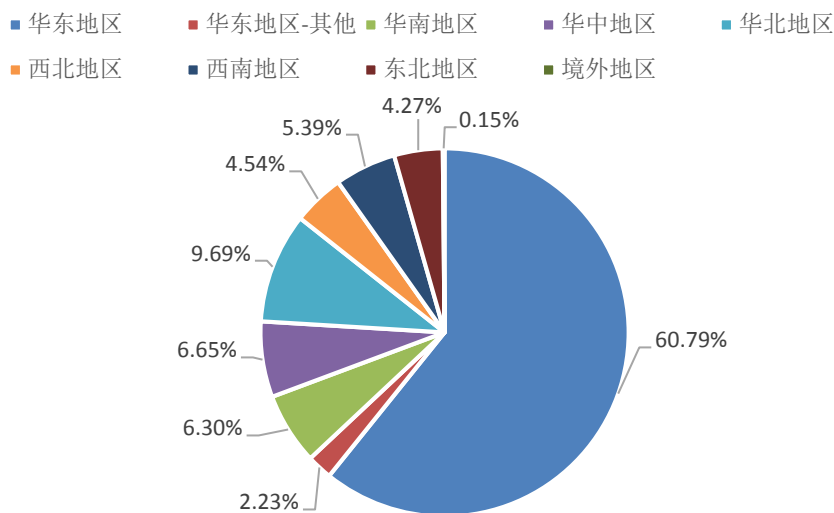
数据来源：公司资料、爱建证券财富管理研究所

图 19：老板电器吸油烟机的零售额和零售量的市场份额



数据来源：中怡康、爱建证券财富管理研究所

图 20：不同地区的营业收入占比（2017H1）



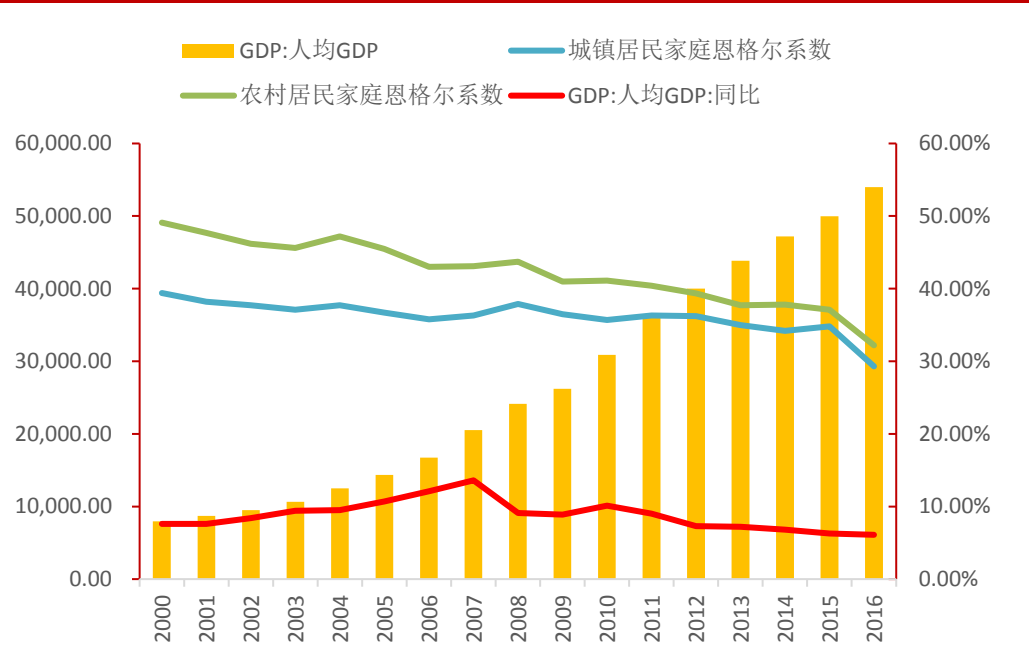
数据来源：公司资料、爱建证券财富管理研究所

目前国内厨电整体规模依旧偏低，农村及更新需求尚未释放，仍还有很大的提升空间。过去由于油烟机龙头品牌认知度较低，消费者油烟机选购主导因素仍为价格，目前消费者高端品牌培育意识存在较大提升空间。从2000年开始我国城镇居民家庭恩格尔系数低于40%，农村居民家庭恩格尔系数也在2012年低于40%，国际上认为恩格尔系数30%-40%为富裕，居民用于非食物上的消费越高；国内人均GDP在2003年突破10000元，并且每年以高于6%的速率递增。在GDP增速最高的2007年，城镇居民人均可支配收入突破13000元，农村居民人均纯收入突破4000元，每年保持匀速增长。

在整体经济每年保持良好增长的情况下，人均收入的增加带动了居民对于家庭设备用品的消费，城镇居民在家庭设备用品上的人均年度消费支出自2004年出现负增长后的十年间持续增长，农村居民的家庭设备人均年度消费支出也是如此，并且我们可以看出近几年农村居民在家庭设备人均年度消费支出的增长速度高于城镇居民，原因除了收入增长农村居民大于城镇居民外，国家出台的“家电下乡”政策加大消费力度。

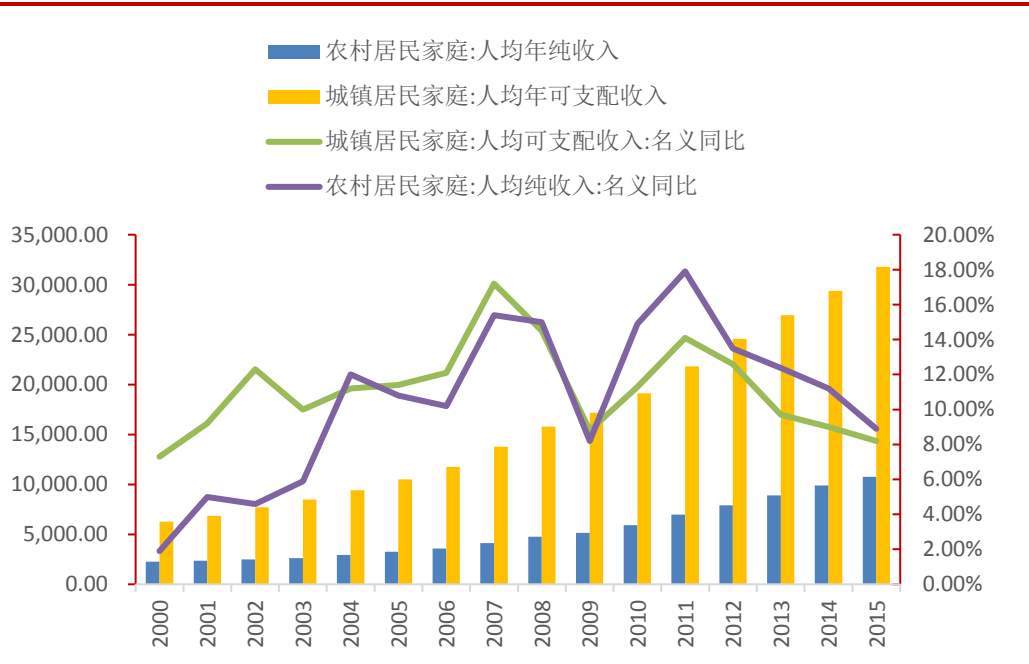
随着居民收入的不断提高，居民消费习惯从功能性的必须消费、低价消费，转向更加注重精细化、个性化和时尚化的品牌消费阶段，厨电行业还有很大的发展空间，天花板仍有距离。市场总量稳步上升，原因之一是整体经济增长居民收入提高，三四线城镇市场开发潜力巨大。

图 21：我国居民恩格尔系数及人均 GDP 情况



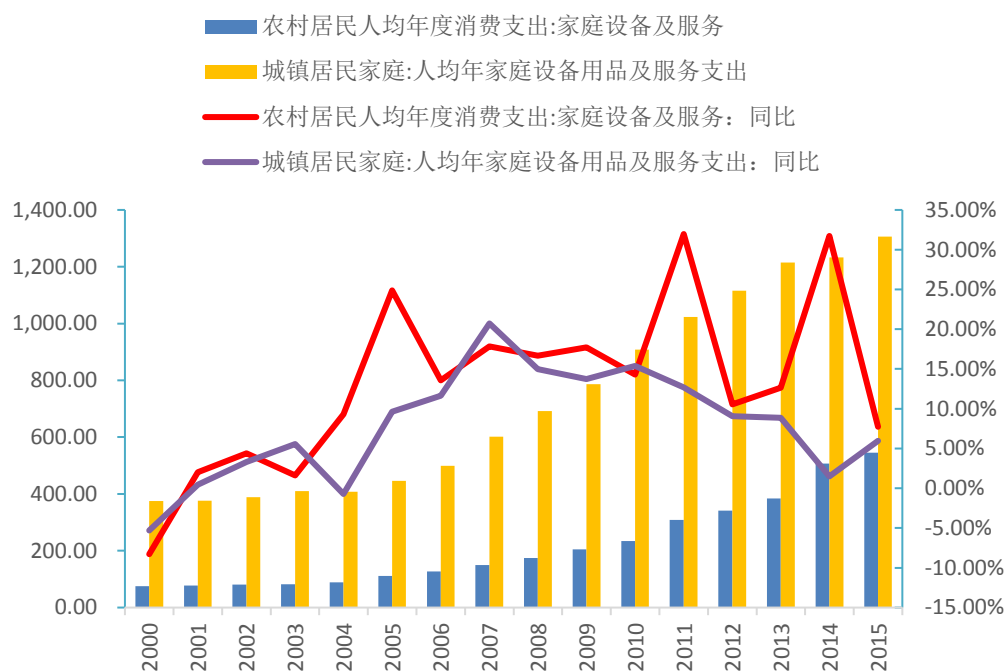
数据来源：国家统计局、爱建证券财富管理研究所

图 22：我国居民人均收入情况



数据来源：国家统计局、爱建证券财富管理研究所

图 23：我国居民家庭设备及用品支出持续增长（2014 年及以后因停止统计家庭设备及用品数据采用生活用品及服务替代）



数据来源：国家统计局、爱建证券财富管理研究所

3.2 嵌入式品种配套率逐步提升

随着人们追求更好的品质、更优越性能的消费，一种将厨房家电与柜体完美结合的嵌入式厨电产品越来越引起大家的关注，这类产品使厨房更美观，极大满足消费者对于新的烹饪方式和更高生活质量的需求。根据中怡康零售监测报告显示，2017年上半年嵌入式消毒柜、微波炉、电烤箱、蒸汽炉的行业零售额增速分为3.24%、22.11%、33.70%、40.52%，嵌入式洗碗机增速更是翻倍高达125.15%，老板电器的嵌入式产品的零售额增速远超行业水平，市场地位平均前三。我们认为，一旦消费升级达到一定程度，消费市场倒逼房地产商对厨房布局规划进行优化，嵌入式产品乃至厨房经济将会迎来大跨步的发展，而老板电器作为厨电行业的领先企业，早已布局嵌入式产品市场，其产品肯定是消费者最优选择。

表4：2017年上半年老板电器嵌入式厨电的表现明显优于市场

产品种类	行业增速（零售额）	公司增速（零售额）	市场份额（零售额）	市场地位
嵌入式消毒柜	3.24%	11.24%	28.43%	1
嵌入式微波炉	22.11%	104.61%	43.06%	1
嵌入式电烤箱	33.70%	85.50%	26.67%	3
嵌入式蒸汽炉	40.52%	121.86%	29.81%	3
嵌入式洗碗机	125.15%	579.71%	7.98%	3

数据来源：中怡康、爱建证券财富管理研究所

3.3 净水器，健康环境下的一片“蓝海”

在我国饮用水市场比例中，桶装水、传统烧水和瓶装水分别占据75%、22%的份额，而净水产品市场占有仅3%，相比欧美发达国家自来水净水终端70%以上的高普及率，我国净水器普及率不足8%，但从我国水源来看，污染程度不低于发达国家，水污染治理也较为落后，居民除直饮外洗菜做饭等所需的水量使得安全用水的需求日趋强烈，家装净水器的必要性逐步升高。

近两年，大家电火热发展后的冷静期使得更多的家电企业涉入到小家电行业如净水业务，美的、格力、海尔、TCL等知名家电集团齐推智能化净水器，该行业慢慢会从“百花齐放”发展到几家独秀。老板电器利用自己在厨电行业的龙头地位发展净水器，除了因自己品牌效应便于推广以外，未来智能化净水器与智能家居相结合，有望成为继吸油烟机、燃气灶、消毒柜等之后的另一标配，今年上半年披露的半年报中首次出现的净水器创造营收已超1500万元，占总营收的0.48%，预计未来还有望提升，将厨房家电极致化发展的老板电器其野心不可小觑。

五、盈利预测

1 基本假设与盈利预测

假设17-19年毛利率与16年变化不大，分别为58%、57%、57%。

表5：老板电器主营业务收入增长率和营业总成本增长率预测

	类别	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业总收入增长率	吸油烟机	27%	22%	24%	27%	27%
	燃气灶	25%	27%	23%	25%	25%
	消毒柜	17%	31%	28%	25%	25%
	蒸汽炉	66%	105%	60%	61%	61%
	电烤箱	56%	77%	71%	56%	56%
	其他	29%	66%	63%	20%	20%
营业总成本增长率	-	22%	24%	26%	28%	28%

数据来源：Wind、爱建证券财富管理研究所

因此，我们预计17-19年老板电器营业总收入分别为75.21、97.62、126.71亿元，归母净利润分别为14.56、18.94、24.62亿元。

2 相对估值与投资评级

我们选取了同厨电领域的上市公司浙江美大、万和电气、华帝股份与老板电器进行对比，公司估值略低于行业平均值，基于老板电器良好的品牌影响力、排名前列的市场占有率、厨电行业的龙头地位，给予推荐评级。

表6：厨电行业上市公司估值

代码	证券简称	股价 (元)	总市值(亿 元)	每股收益 EPS			市盈率 PE		
				16A	17E	18E	16A	17E	18E
002677.SZ	浙江美大	15.93	102.89	0.32	0.45	0.61	50.77	35.57	26.11
002543.SZ	万和电气	19.88	87.47	0.98	1.14	1.45	20.29	17.44	13.72
002035.SZ	华帝股份	25.46	148.12	0.91	0.83	1.12	45.22	30.59	22.81
平均值	平均值	-	-	0.97	1.04	1.35	37.55	27.15	20.53
002508.SZ	老板电器	43.12	409.22	1.27	1.53	2.00	33.91	28.11	21.61

数据来源：Wind、爱建证券财富管理研究所（注：老板电器数据为爱建证券财富管理研究所预测，其余公司数据取自Wind一致预期，股价为2017年9月22日收盘价）

附表：财务报表预测与估值

资产负债表						利润表					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	2,181.66	3,162.87	3,563.09	5,660.11	6,737.49	营业收入	4,542.72	5,794.90	7,521.34	9,762.13	12,670.50
应收和预付款项	965.67	1,016.28	1,825.75	1,862.98	2,924.71	减：营业成本	1,900.00	2,474.05	3,208.41	4,164.28	5,404.91
存货	721.57	914.49	1,197.52	1,543.71	2,014.20	营业税金及附加	46.55	67.52	87.64	113.75	147.64
其他流动资产	0.09	17.43	17.43	17.43	17.43	营业费用	1,353.47	1,545.11	2,005.44	2,602.91	3,378.38
长期股权投资	-	0.82	0.82	0.82	0.82	管理费用	354.27	449.16	582.97	756.66	982.08
投资性房地产	0.15	0.14	0.12	0.10	0.08	财务费用	-65.96	-78.64	-75.67	-103.76	-139.47
固定资产和在建工程	871.99	852.19	741.15	630.11	519.07	资产减值损失	1.36	1.79	-	-	-
无形资产和开发支出	96.10	97.06	84.52	71.99	59.45	加：投资收益	-	-1.86	-	-	-
其他非流动资产	39.04	51.32	51.28	51.25	51.25	公允价值变动损益	-	-	-	-	-
资产总计	4,876.27	6,112.59	7,481.69	9,838.50	12,324.50	其他经营损益	-0.00	-0.00	-	-	-
短期借款	-	-	-	-	-	营业利润	953.03	1,334.04	1,712.54	2,228.30	2,896.96
应付和预收款项	1,709.99	1,987.35	2,220.99	3,100.40	3,665.65	加：其他非经营损益	15.78	70.22	-	-	-
长期借款	-	-	-	-	-	利润总额	968.81	1,404.26	1,712.54	2,228.30	2,896.96
其他负债	-	-	-	-	-	减：所得税	140.86	197.44	256.88	334.24	434.54
负债合计	1,709.99	1,987.35	2,220.99	3,100.40	3,665.65	净利润	827.95	1,206.81	1,455.66	1,894.05	2,462.41
股本	486.08	730.06	730.06	730.06	730.06	减：少数股东损益	-2.54	-0.02	-0.02	-0.03	-0.04
资本公积	758.19	558.38	558.38	558.38	558.38	归属母公司股东净利润	830.49	1,206.83	1,455.68	1,894.08	2,462.45
留存收益	1,925.31	2,840.12	3,975.60	5,453.04	7,373.83						
归属母公司股东权益	3,169.58	4,128.56	5,264.03	6,741.47	8,662.26						
少数股东权益	-3.29	-3.31	-3.33	-3.36	-3.40						
股东权益合计	3,166.29	4,125.24	5,260.70	6,738.11	8,658.86						
负债和股东权益合计	4,876.27	6,112.59	7,481.69	9,838.50	12,324.50						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营性现金净流量	1,123.66	1,545.37	644.77	2,409.90	1,479.57	EBITDA	949.01	1,406.02	1,760.50	2,248.17	2,881.08
投资性现金净流量	-305.77	-198.32	-	-	-	净利润	830.49	1,206.83	1,455.68	1,894.08	2,462.45
筹资性现金净流量	-100.63	-226.38	-244.54	-312.88	-402.19	EPS	0.88	1.27	1.53	2.00	2.59
现金流量净额	717.61	1,121.20	400.23	2,097.01	1,077.38	BPS	3.34	4.35	5.55	7.10	9.13
						PE	49.27	33.91	28.11	21.61	16.62
						PB	12.91	9.91	7.77	6.07	4.72
						EV/EBITDA	19.80	20.16	15.88	11.51	8.62
						股息率	0.00	0.01	0.01	0.01	0.01

资料来源：Wind, 爱建证券财富管理研究所

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内，公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准。

公司评级

强烈推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘涨幅15%以上

推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘涨幅5%~15%

中性：预期未来6个月内，个股相对大盘变动在±5%以内

回避：预期未来6个月内，个股相对大盘跌幅5%以上

行业评级

强于大市：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

同步大市：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

弱于大市：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

重要免责声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格，本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发，需注明出处为爱建证券财富管理研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

爱建证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区世纪大道1600号33楼（陆家嘴商务广场）

电话：021-32229888 邮编：200122

网站：www.ajzq.com