

2018年01月12日

王睿哲

C0062@capital.com.tw

目标价(元)

58

公司基本信息

| | | | |
|------------------|-----------------------|-----|------|
| 产业别 | 家用电器 | | |
| A 股价(2018/01/11) | 50.13 | | |
| 深证成指(2018/01/11) | 11464.20 | | |
| 股价 12 个月高/低 | 51.89/27.87 | | |
| 总发行股数(百万) | 949.03 | | |
| A 股数(百万) | 930.43 | | |
| A 市值(亿元) | 466.43 | | |
| 主要股东 | 杭州老板实业集团有限公司 (49.68%) | | |
| 每股净值(元) | 5.01 | | |
| 股价/账面净值 | 10.00 | | |
| | 一个月 | 三个月 | 一年 |
| 股价涨跌(%) | 3.8 | 8.4 | 74.2 |

近期评等

| | | |
|------------|------|----|
| 出刊日期 | 前日收盘 | 评等 |
| 2017-10-26 | 46.7 | 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 | 12.8% |
| 一般法人 | 55.2% |

股价相对大盘走势



老板电器(002508.SZ)

Buy 买入

激励多样充分，期待三四线市场的开发

结论与建议：

事件：

- 公司拟对全资子公司杭州名气电器有限公司进行增资，增资方为名气电器管理团队及老板电器中高层管理人员、副高级以上技术人员，增资后名气电器注册资本将由人民币 5000 万元变更为人民币 7692.3 万元。
- 公司发布 2018 年员工持股计划。参与人员为公司的部分董事、部分监事、高级管理人员及公司员工（公司员工出资占比为 89.2%）。筹集资金总额上限为 2.1 亿（若按照本次董事会召开前一日收盘价 51.56 元/股计算，本次员工持股计划涉及的股票总数量约为 400 万股，约占公司现有总股本的 0.42%），资金来源为公司控股股东杭州老板实业集团提供借款及员工自筹，借款部分与自筹部分比例为 1:1，股票通过二级市场购买。本次员工持股计划存续期为三年，锁定期一年。

点评：

- **管理人员增资名气电器，绑定利益，发力三四线市场：**相较于高端的“老板”品牌，“名气”品牌定位偏向于中端，产品主攻三四线及以下城市，由子公司名气电器直接运营。而此次名气电器管理团队以及公司中高层管理人员增资名气电器，一方面将绑定运营团队、中高层管理人员和名气电器的利益，利于“名气”产品在三四线城市的快速发展；另一方面也展示了管理层对“名气”产品未来在三四城市的发展的信心。
- **本次的员工持股计划涉及面更广，对基层激励更为充分：**相比于公司的前两次的激励计划，本次员工持股计划中除董高监外，核心技术员、核心业务员、公司工作时间在 1 年以上的主管级以上的员工也可参与认购，并且这部分的认购金额占比达到了 89.2%，基层激励较为充分。而且在资金来源方面，公司大股东对参与员工提供 50% 的借款，利于基层员工的认购。我们认为公司本次员工持股计划广泛涉及基层员工，将会利于公司渠道下沉战略的持续推进。
- **盈利预测与投资建议：**展望未来，由于公司厨电产品具有较强的装修属性，我们认为 2017 年三四线城市房地产的销售将会继续带动公司厨电产品销量的提升，而本次管理团队对子公司名气电器的增资将会加速公司产品在三四城市市场的开拓。从中长期来看，公司良好的品牌以及持续推进的渠道下沉战略将为公司在厨电行业保有量及市占率的提升中打下坚实的基础，另外，公司新推的嵌入式厨电产品也有望在未来带来可观的增量。我们预计公司 2017/2018/2019 年实现净利润分别为 16.3/20.6/25.2 亿元，YOY+35.1%/26.1%/22.8%、EPS 分别为 1.72/2.17/2.66 元，当前股价对应的动态 PE 分别为 29X/23X/19X，估值合理，我们维持“买入”建议。

..... 接续下页

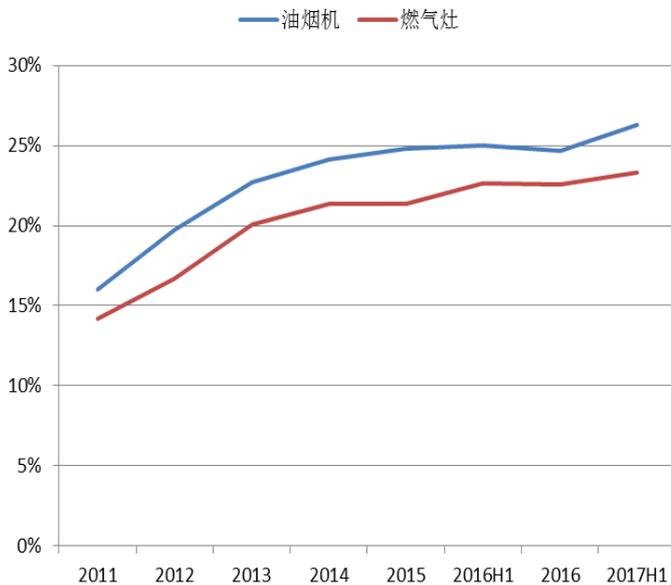
| 年度截止 12 月 31 日 | | 2015 | 2016F | 2017F | 2018F | 2019F |
|-----------------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 纯利 (Net profit) | RMB 百万元 | 830 | 1207 | 1630 | 2055 | 2523 |
| 同比增减 | % | 44.58 | 45.32 | 35.08 | 26.08 | 22.75 |
| 每股盈余 (EPS) | RMB 元 | 1.73 | 1.67 | 1.72 | 2.17 | 2.66 |
| 同比增减 | % | -3.89 | -3.47 | 2.86 | 26.08 | 22.75 |
| 市盈率(P/E) | X | 28.98 | 30.02 | 29.18 | 23.15 | 18.86 |
| 股利 (DPS) | RMB 元 | 0.60 | 0.50 | 0.21 | 0.26 | 0.32 |
| 股息率 (Yield) | % | 1.20 | 1.00 | 0.41 | 0.52 | 0.64 |

表：2018 年员工持股计划出资情况

| 持有人 | 职位 | 出资额 (万元) | 出资比例 |
|--------|---------------|----------|-----------|
| 任富佳 | 副董事长、总经理 | 300 | 2.9070% |
| 王刚 | 董事、副总经理、董事会秘书 | 200 | 1.9380% |
| 夏志明 | 副总经理 | 200 | 1.9380% |
| 何亚东 | 副总经理 | 200 | 1.9380% |
| 张国富 | 财务总监 | 100 | 0.9690% |
| 唐根泉 | 职工代表监事 | 100 | 0.9690% |
| 张惠芬 | 职工代表监事 | 15 | 0.1453% |
| 公司其他员工 | | 9,205 | 89.1957% |
| 合计 | | 10,320 | 100.0000% |

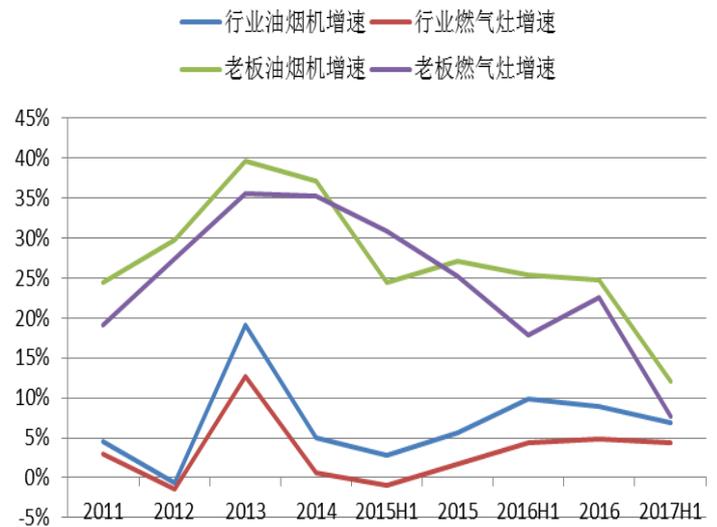
资料来源：公司公告、群益金鼎证券

图 1：老板电器在 KA 渠道销售额市占率



数据源：公司公告，群益证券

图 2：公司厨电销售额增速快于行业



数据源：公司公告，群益证券

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%)

附一：合并损益表

| 百万元 | 2015 | 2016F | 2017F | 2018F | 2019F |
|---------------|------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 4543 | 5795 | 7364 | 9253 | 11367 |
| 经营成本 | 1900 | 2474 | 3190 | 3987 | 5014 |
| 营业税金及附加 | 47 | 68 | 78 | 97 | 125 |
| 销售费用 | 1353 | 1545 | 1820 | 2276 | 2796 |
| 管理费用 | 354 | 449 | 549 | 694 | 830 |
| 财务费用 | -66 | -79 | -105 | -125 | -153 |
| 资产减值损失 | 1 | 2 | 3 | 3 | 2 |
| 投资收益 | | -2 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 953 | 1334 | 1829 | 2320 | 2753 |
| 营业外收入 | 17 | 72 | 72 | 70 | 70 |
| 营业外支出 | 2 | 1 | 1 | 0 | 20 |
| 利润总额 | 969 | 1404 | 1900 | 2390 | 2803 |
| 所得税 | 141 | 197 | 270 | 335 | 280 |
| 少数股东损益 | -3 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 830 | 1207 | 1630 | 2055 | 2523 |

附二：合并资产负债表

| 百万元 | 2015 | 2016F | 2017F | 2018F | 2019F |
|-----------|------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金 | 2323 | 3448 | 3966 | 4561 | 5245 |
| 应收账款 | 320 | 332 | 398 | 477 | 573 |
| 存货 | 722 | 914 | 869 | 825 | 784 |
| 流动资产合计 | 4011 | 5397 | 6476 | 7771 | 9325 |
| 长期股权投资 | 0 | 1 | 1 | 1 | 2 |
| 固定资产 | 872 | 852 | 937 | 1031 | 1134 |
| 在建工程 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动资产合计 | 1016 | 1019 | 1171 | 1347 | 1549 |
| 资产总计 | 5027 | 6415 | 7647 | 9118 | 10874 |
| 流动负债合计 | 1852 | 2231 | 2677 | 3212 | 3855 |
| 非流动负债合计 | 8 | 59 | 62 | 64 | 67 |
| 负债合计 | 1860 | 2290 | 2738 | 3276 | 3921 |
| 少数股东权益 | -3 | -3 | -4 | -10 | -33 |
| 股东权益合计 | 3170 | 4129 | 4913 | 5852 | 6986 |
| 负债及股东权益合计 | 5027 | 6415 | 7647 | 9118 | 10874 |

附三：合并现金流量表

| 百万元 | 2015 | 2016F | 2017F | 2018F | 2019F |
|---------------|------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动产生的现金流量净额 | 1124 | 1545 | 1,700 | 1,870 | 2,057 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -306 | -198 | -1400 | -1400 | -1400 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | -101 | -226 | -2000 | -2000 | -2000 |
| 现金及现金等价物净增加额 | 718 | 1121 | -1700 | -1530 | -1343 |

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)有限公司相信用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。