



## 高端大厨电寡头，领航嵌入式厨电市场

### ——老板电器（002508）调研简报

2018年01月29日

强烈推荐/维持

老板电器

调研简报

#### 报告摘要：

公司是中国厨房电器行业的领导者，也是历史悠久的专业厨房电器品牌。

- ◆ **厨电接棒白电成为家电行业成长的主要推力。**相比较为成熟的白电品类，同样觉有“一户一机”属性的厨电大家电渗透空间仍较大，城镇每百户仍有20台以上的渗透空间，乡村渗透潜力巨大。
- ◆ **随着消费升级，嵌入式厨电需求快速增长。**根据中怡康数据，2017年上半年嵌入式微波炉、电烤箱、蒸汽炉的行业零售额增速分别为33%、33.70%、50.3%，嵌入式洗碗机增速更是翻倍高达125.15%。
- ◆ **聚焦三四线市场，发力渠道下沉。**过去侧重于一、二线城市，销售占比约60%，三四线占比约40%。由于未来三四五线市场增长速度会更快，渠道下沉成为公司重要的战略。

**公司盈利预测及投资评级。**我们预计公司2017年-2019年的营业收入分别为72.81亿元、90.75亿元和101.31亿元。基本每股收益分别为1.73元、2.19元和2.54元，对应PE分别为31.28、24.65、21.31倍。维持公司“强烈推荐”评级。

**风险提示：**原材料价格、汇率大幅波动，市场销量不达预期。

#### 财务指标预测

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4,542.72	5,794.90	7,280.64	9,074.76	10,136.5
增长率(%)	26.58%	27.56%	25.64%	24.64%	11.70%
净利润(百万元)	827.95	1,206.81	1,641.00	2,082.28	2,408.74
增长率(%)	45.84%	45.76%	35.98%	26.89%	15.68%
净资产收益率(%)	26.20%	29.23%	29.08%	28.83%	26.62%
每股收益(元)	1.73	1.67	1.73	2.19	2.54
PE	31.26	32.38	31.28	24.65	21.31
PB	8.29	9.56	9.09	7.11	5.67

#### 郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

#### 交易数据

52周股价区间(元)	54.08-39
总市值(亿元)	513.24
流通市值(亿元)	503.18
总股本/流通A股(万股)	94903/93043
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	0.68

#### 52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

#### 相关研究报告

- 1、《老板电器（002508）：产品需求旺盛，盈利稳步增长》2017-10-27
- 2、《公司财报点评（老板电器 002508.SZ）- 高端品牌定位结合多元化渠道发展。》2017-07-28
- 3、《老板电器（002508）：保持厨电龙头地位，强势扩大市场份额》2014-07-25
- 4、《老板电器（002508）：厨电龙头地位稳固，充分受益消费升级》2014-04-11

## 目 录

1. 中国厨房家电行业的领导者企业.....	3
1.1 高端大厨电寡头，市场份额稳步扩大.....	3
1.1.1 厨电大家电产品渗透率还较低.....	4
1.1.2 行业集中度尚有提升空间.....	4
1.2 嵌入式厨电龙头，市场需求快速增长.....	6
2. 渠道拓展布局，多维渗透.....	7
3. 投资建议.....	8

## 表格目录

表 1：公司盈利预测表.....	9
------------------	---

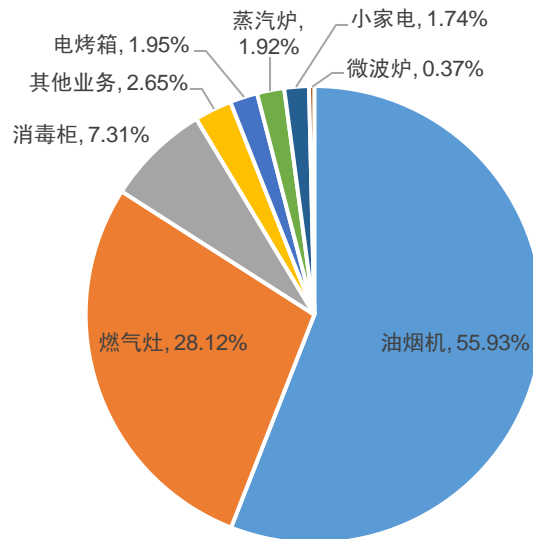
## 插图目录

图 1：老板电器提供厨房电器整体解决方案.....	3
图 2：厨房大家电渗透空间可观.....	4
图 3：我国城镇化比率.....	4
图 4：油烟机品牌零售额格局（线下）.....	5
图 5：老板+方太油烟机零售额市场份额.....	5
图 6：燃气灶品牌零售额格局（线下）.....	5
图 7：老板+方太燃气灶零售额市场份额.....	5
图 8：各国厨电行业 CR5.....	6
图 9：2016 年洗碗机零售量&YOY.....	6
图 10：2016 年嵌入式烤箱零售量&YOY.....	6
图 11：各渠道占比.....	7

## 1. 中国厨房家电行业的领导者企业

公司是中国厨房电器行业的领导者,也是历史悠久的专业厨房电器品牌。在吸油烟机市场,全国销量前茅的成绩,老板已成为吸油烟机在中国的代名词。公司深耕精耕厨房领域,精心专注于厨房电器产品的研发、生产、销售和综合服务的拓建,提供包括吸油烟机、家用灶具、消毒柜、烤箱、蒸汽炉、微波炉、电压力煲等厨房电器的整体解决方案。

图 1: 老板电器提供厨房电器整体解决方案



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

### 1.1 高端大厨电寡头, 市场份额稳步扩大

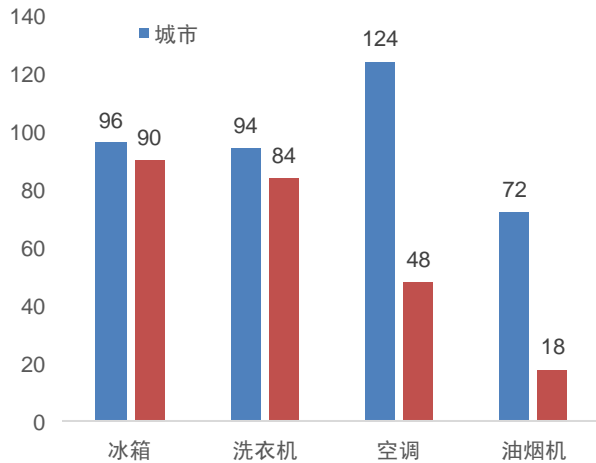
厨电接棒白电成为家电行业成长的主要推力。目前白电产品逐步进入成熟期,厨房电器正处于成长期,成为中国家电市场最主要的驱动力。大型厨房电器市场虽然不是家电规模最大,或者增长最快的细分市场。但从市场规模、集中度提升两个角度看,大型厨房电器市场是一个具有吸引力的市场。我们认为厨电大家电市场:

- 当前处于成长期,增量市场规模大。
- 前五大企业行业集中度尚低,提升有空间。

### 1.1.1 厨电大家电产品渗透率还较低

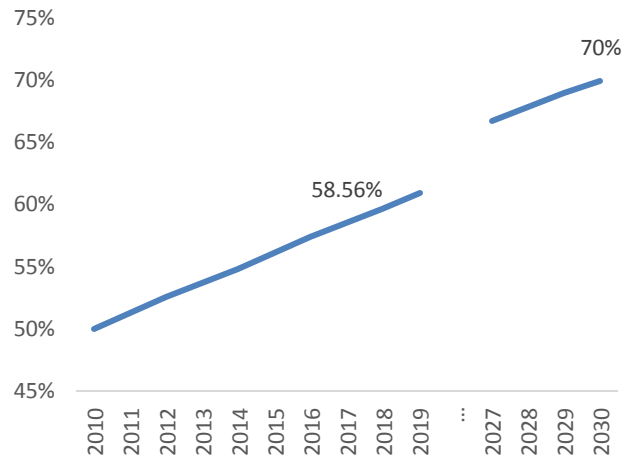
厨电大家电城乡渗透空间可观。相比较为成熟的白电品类，同样觉有“一户一机”属性的厨电大家电渗透空间仍较大，城镇每百户仍有 20 台以上的渗透空间，乡村渗透潜力巨大。

图 2：厨房大家电渗透空间可观



资料来源：中怡康、东兴证券研究所

图 3：我国城镇化比率



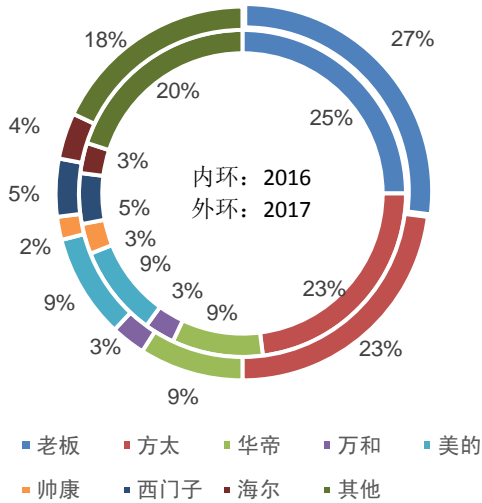
资料来源：《国家人口发展规划（2016-2030）》、wind、东兴证券研究所

厨电大家电渗透会继续稳步提升。中国 2017 年城镇化率为 58.56%，按照我国人口发展规划，到 2030 年，城镇化率将达到 70%。新市民将会陆续在大城市安家，过现代化的生活。未来油烟机、燃气灶会成为必需品，达到每户一台的保有量水平。以油烟机为例，2016 年中国油烟机出货量 2,223 万台，仍处于成长期，以每年 20% 的增速计算，到 2020 年油烟机市场年出货量会在 4,000 万台以上。

### 1.1.2 行业集中度尚有提升空间

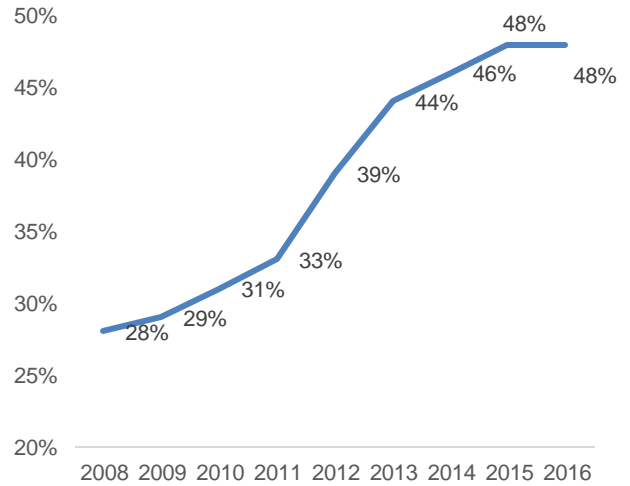
品牌集中度快速提升，市场整合在即。代表性品牌为老板、方太（未上市）、美的、华帝。线下零售渠道（一二线为主）是成熟渠道，集中度较高，三四五线市场还不够成熟，品牌集中度偏低。目前主要是在淘汰地方性品牌，市场整合完成后，将形成类似白电市场的寡头垄断格局。

图 4: 油烟机品牌零售额格局 (线下)



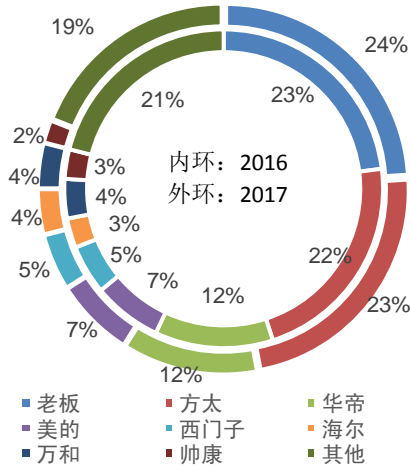
资料来源: 中怡康, 东兴证券研究所

图 5: 老板+方太油烟机零售额市场份额



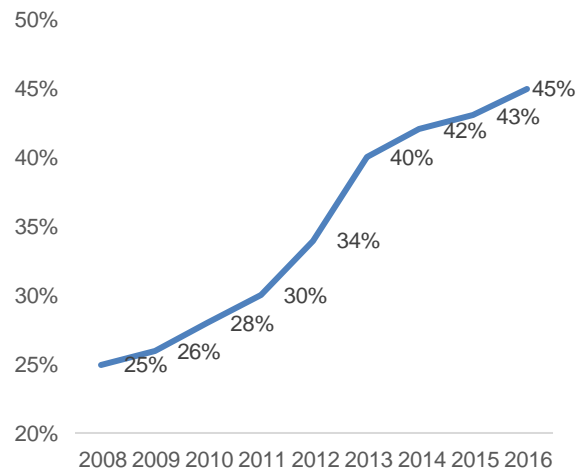
资料来源: 中怡康, 东兴证券研究所

图 6: 燃气灶品牌零售额格局 (线下)



资料来源: 中怡康, 东兴证券研究所

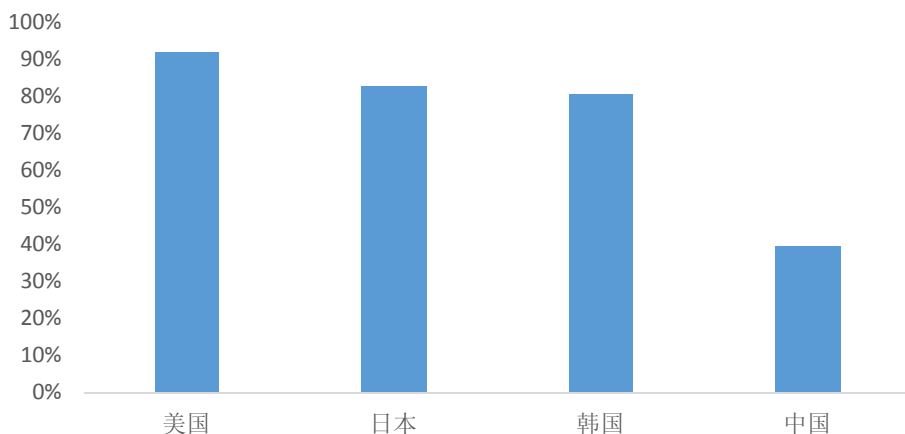
图 7: 老板+方太燃气灶零售额市场份额



资料来源: 中怡康, 东兴证券研究所

成熟市场的抽油烟机和嵌入式灶具市场集中度都明显高于中国: 2016 年美国、日本、韩国前五名大厨电厂商零售量市占率之和分别达到 92%、83%、81%, 而中国仅为 40%。中国高端厨房电器市场, 老板和方太已经形成双寡头垄断格局。伴随着消费升级, 高端品牌的老板和方太市场份额快速提升。

图 8: 各国厨电行业 CR5

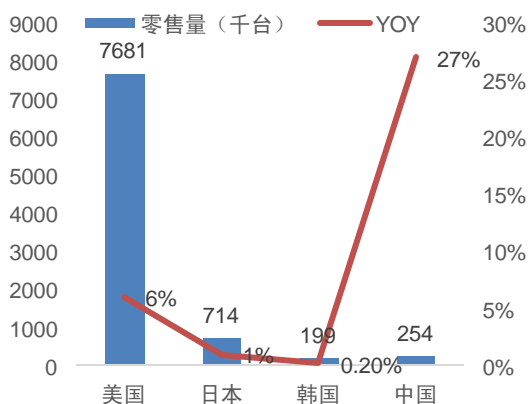


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

## 1.2 嵌入式厨电龙头, 市场需求快速增长

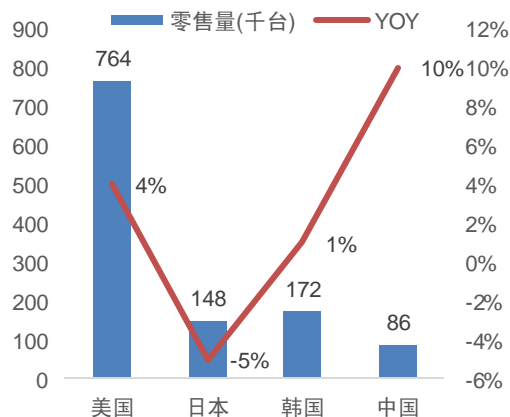
随着消费升级, 嵌入式厨电需求快速增长。根据中怡康数据, 2017 年上半年嵌入式微波炉、电烤箱、蒸汽炉的行业零售额增速分为 33%、33.70%、50.3%, 嵌入式洗碗机增速更是翻倍高达 125.15%。中怡康预计 2017 年, 嵌入式微蒸烤市场规模达 73.6 亿元, YOY+60.9%。老板电器的嵌入式产品的零售额增速远超行业水平, 市场地位平均前三。

图 9: 2016 年洗碗机零售量&amp;YOY



资料来源: 网络资料整理, 东兴证券研究所

图 10: 2016 年嵌入式烤箱零售量&amp;YOY

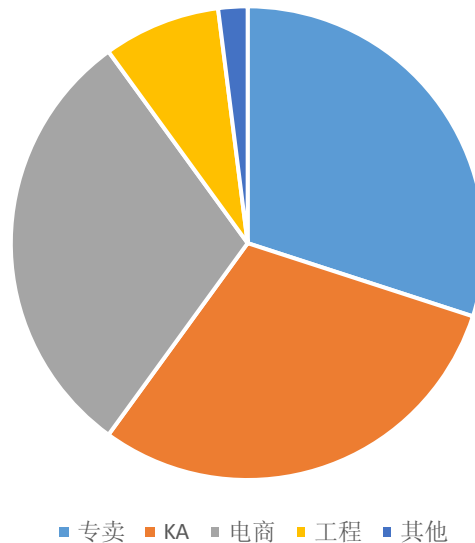


资料来源: 网络资料整理, 东兴证券研究所

## 2. 渠道拓展布局，多维渗透

公司创领厨房生态，聚焦吸油烟机，嵌入式品类强势领先。多品牌运作，深化“老板”品牌高端形象，融合多元渠道。

图 11: 各渠道占比



资料来源：东兴证券研究所

**聚焦三四线市场，发力渠道下沉。**过去侧重于一二线市场，销售占比约 60%，三四线占比约 40%。由于未来三四五线市场增长速度会更快，渠道下沉成为公司重要的战略，主要措施包括：

- 拆分代理商，实现更精细的区域管理。
- 推动代理商下面的城市公司制度，让销售团队分享股份，提高积极性。
- 建设专卖店体系

**线上渠道效率高，市占快速提高。**通过天猫、苏宁、京东、公司官方销售网站，2012 年-2016 年电商渠道收入占比由 10%提升到 31%。电商采取直接经营模式，线上销售的安装和售后服务来自于代理商的线下渠道支持，渠道效率高于线下渠道，毛利率 70%-75%。

**线下零售渠道专卖主打，新零售模式逐步推广。**公司目前以 KA，地方通路（地方性家电连锁、建材家具超市）以及专卖店为主的销售渠道，2016 年末专卖店数据 2650 家，未来专卖店数量每年会以 300-350 家左右的速度增加。与其他品牌推出厨房文

化体验馆——厨源, 集体验、销售、教学、服务于一体。

未来公司发展重心:

- 积极拓展嵌入式厨电市场, 把握洗碗机、蒸箱、烤箱等新品类市场。
- 建设专卖店, 加快三四五线市场渠道下沉。
- 一二线市场, 新零售模式推动渠道的升级, 强化高端的品牌定位。

### 3. 投资建议

我们预计公司 2017 年-2019 年的营业收入分别为 72.81 亿元、90.75 亿元和 101.31 亿元。基本每股收益分别为 1.73 元、2.19 元和 2.54 元, 对应 PE 分别为 31.28、24.65、21.31 倍。维持公司“强烈推荐”评级。



**表 1: 公司盈利预测表**

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产合计</b>	4011	5397	7491	9838	12370	<b>营业收入</b>	4543	5795	7281	9075	10137
货币资金	2323	3448	5174	7034	9312	<b>营业成本</b>	1900	2474	2946	3649	4041
应收账款	320	332	399	472	500	营业税金及附加	47	68	73	91	101
其他应收款	11	14	18	22	25	营业费用	1353	1545	2055	2562	2861
预付款项	20	33	21	6	-11	管理费用	354	449	564	703	786
存货	722	914	1049	1260	1373	财务费用	-66	-79	-194	-275	-368
其他流动资产	0	17	32	50	61	资产减值损失	1.36	1.79	1.00	1.00	1.00
<b>非流动资产合计</b>	1016	1019	933	848	764	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	1	1	1	1	投资净收益	0.00	-1.86	0.00	0.00	0.00
固定资产	871.99	852.19	775.50	698.80	622.10	<b>营业利润</b>	953	1334	1835	2344	2714
无形资产	96	97	87	79	71	营业外收入	17.32	71.58	75.00	80.00	90.00
其他非流动资产	11	24	23	23	23	营业外支出	1.54	1.36	1.00	1.00	1.00
<b>资产总计</b>	5027	6415	8424	10686	13135	<b>利润总额</b>	969	1404	1909	2423	2803
<b>流动负债合计</b>	1852	2231	2725	3409	4031	所得税	141	197	268	341	394
短期借款	0	0	0	0	0	<b>净利润</b>	828	1207	1641	2082	2409
应付账款	964	911	1049	1280	1395	少数股东损益	-3	0	0	0	0
预收款项	525	840	1204	1658	2165	归属母公司净利润	830	1207	1641	2082	2409
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	1023	1426	1728	2155	2431
<b>非流动负债合计</b>	8	59	59	59	59	<b>BPS (元)</b>	1.73	1.67	1.73	2.19	2.54
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
应付债券	0	0	0	0	0						
<b>负债合计</b>	1860	2290	2784	3468	4090	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	-3	-3	-3	-3	-3	营业收入增长	26.58%	27.56%	25.64%	24.64%	11.70%
实收资本(或股	486	730	949	949	949	营业利润增长	48.08%	39.98%	37.59%	27.70%	15.78%
资本公积	820	611	611	611	611	归属于母公司净利润	44.58%	45.32%	35.98%	26.89%	15.68%
未分配利润	1682	2475	3227	4180	5284	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东	3170	4129	5644	7222	9048	毛利率(%)	58.17%	57.31%	59.54%	59.79%	60.13%
<b>负债和所有者权</b>	5027	6415	8424	10686	13135	净利率(%)	18.23%	20.83%	22.54%	22.95%	23.76%
<b>现金流量表</b>	单位:百万元					总资产净利润(%)	16.52%	18.81%	19.48%	19.49%	18.34%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	26.20%	29.23%	29.08%	28.83%	26.62%
<b>经营活动现金流</b>	1124	1545	1659	2090	2495	<b>偿债能力</b>					
净利润	828	1207	1641	2082	2409	资产负债率(%)	37%	36%	33%	32%	31%
折旧摊销	136.20	170.25	0.00	76.70	76.70	流动比率	2.17	2.42	2.75	2.89	3.07
财务费用	-66	-79	-194	-275	-368	速动比率	1.78	2.01	2.36	2.52	2.73
应收账款减少	0	0	-67	-73	-27	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	364	454	507	总资产周转率	1.05	1.01	0.98	0.95	0.85
<b>投资活动现金流</b>	-306	-198	-2	-2	-2	应收账款周转率	15	18	20	21	21
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	5.80	6.18	7.43	7.79	7.58
长期股权投资减	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	0	-2	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.73	1.67	1.73	2.19	2.54
<b>筹资活动现金流</b>	-101	-226	68	-229	-215	每股净现金流(最新	1.48	1.54	1.82	1.96	2.40
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	6.52	5.66	5.95	7.61	9.53
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	166	244	219	0	0	P/E	31.26	32.38	31.28	24.65	21.31
资本公积增加	-86	-209	0	0	0	P/B	8.29	9.56	9.09	7.11	5.67
<b>现金净增加额</b>	717	1121	1726	1859	2278	EV/EBITDA	23.42	25.27	26.71	20.55	17.28

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 郑冈钢

房地产行业首席研究员，基础产业小组组长。央视财经频道嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

## 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。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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本公司和作者无关。

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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。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翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。