

## 高端大厨电龙头，发力三、四线市场

——老板电器（002508）

2018年03月28日

强烈推荐/维持

老板电器

深度报告

### 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。

- ◆ **厨电行业尚处成长阶段，未来老板电器有望分享三成以上市场。**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。前五名大厨电厂商零售量市占率之和还有一倍以上提升空间，未来老板有望占市场三成以上份额。
- ◆ **地产后周期影响有限，今明两年仍将受益。**公司在一、二线市场占有优势，三、四线下沉将进一步削弱地产后周期影响。公司18、19年仍将受益行业规模成长和集中度提升。
- ◆ **三、四线渠道下沉趋势已定，营收贡献提升可期。**“老板”和“名气”在三、四线独立营销，目标市场明确。预计未来“老板”三、四线专卖店会保持每年400-500的增速，名气快速成长值得期待。
- ◆ **激励机制完善，构建命运共同体。**公司公告拟实施3年期（锁定期1年）员工持股计划和完成第二期代理商持股计划，增资名气增强老板以及名气高管与名气利益纽带关系以及充分激励代理商渠道建设积极性，近几年公司营收增长值得期待。

**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69.99亿元、84.81亿元和123.71亿元。基本每股收益分别为1.52元、1.86元和2.33元，对应PE分别为23.21、18.97、15.14倍。给予公司6个月的目标价格为45元，维持公司“强烈推荐”评级。

**风险提示：**原材料价格上涨，三、四线渠道下沉不达预期，新产品拓展不利，行业价格战导致盈利能力下滑，市场系统性风险等。

### 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	6,998.86	8,481.19	10,237.1
增长率(%)	26.58%	27.56%	20.78%	21.18%	20.70%
净利润(百万元)	827.95	1,206.81	1,442.51	1,765.22	2,211.49
增长率(%)	45.84%	45.76%	19.53%	22.37%	25.28%
净资产收益率(%)	26.20%	29.23%	26.26%	25.84%	25.99%
每股收益(元)	1.73	1.67	1.52	1.86	2.33
PE	20.39	21.13	23.21	18.97	15.14
PB	5.41	6.24	6.10	4.90	3.94

### 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)	36.11-47.27
总市值(亿元)	342.7
流通市值(亿元)	337.46
总股本/流通A股(万股)	94903/93454
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	0.78

### 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.SZ）调研简报：高端大厨电寡头，领航嵌入式厨电市场》2018-01-30
- 2、《老板电器（002508）：产品需求旺盛，盈利稳步增长》2017-10-27
- 3、《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
- 4、《老板电器（002508）：保持厨电龙头地位，强势扩大市场份额》2014-07-25

## 目 录

1. 厨电领导者享受行业成长红利 .....	4
1.1 高端大厨电龙头，随行业已及时调整战略 .....	4
1.2 地产后周期负面影响有限，今明二年公司仍将受益 .....	6
1.3 受益于行业成长，老板电器有望分享三成以上市场 .....	7
2. 三四线市场公司成长空间大 .....	11
2.1 我国三、四线城市已迈过六千美元消费的爆发拐点 .....	11
2.2 “老板”、“名气”双品牌共同发力三、四线城市 .....	12
2.2.1 “名气”发力三、四线市场，销售喜人 .....	13
2.2.2 “老板”加速三、四线渠道下沉，品牌优势明显 .....	14
3. 激励机制构建命运共同体 .....	16
3.1 捆绑利益、增资名气，发展中低端 .....	16
3.2 实施员工持股计划，完善激励机制 .....	16
4. 盈利预测与投资建议 .....	17
4.1 盈利预测 .....	17
4.2 估值与投资建议 .....	18
4.2.1 估值 .....	18
4.2.2 投资建议 .....	19

## 表格目录

表 1: 人均 GDP 对应的经济周期表现 .....	5
表 2: 一、二线与三、四线城市新增家电占比比较 .....	6
表 3: 各市场特点 .....	12
表 4: 名气品牌快速发展 .....	13
表 5: 老板品牌历史悠久 .....	15
表 6: 激励政策 .....	17
表 7: 盈利预测（百万） .....	18
表 8: 可比公司估值 .....	19
表 9: 公司盈利预测表 .....	20

## 插图目录

图 1: 老板电器提供厨房电器整体解决方案 .....	4
图 2: 2010 年（内）至 2017 年（外）老板油烟机零售额市场占比大幅提升（线下） .....	4
图 3: 2010 年（内）至 2017 年（外）老板燃气灶零售额市场占比大幅提升（线下） .....	4
图 4: 老板+方太油烟机零售额市场份额 .....	5
图 5: 老板+方太燃气灶零售额市场份额 .....	5
图 6: 房屋销售面积和房屋竣工面积 .....	6

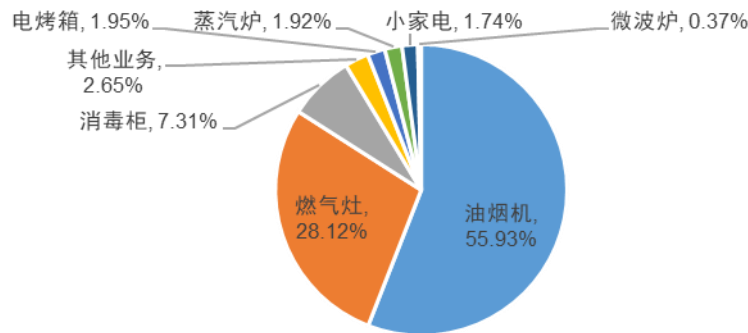
图 7: 厨房大家电渗透空间可观 .....	7
图 8: 油烟机品牌零售额格局 (线下) .....	8
图 9: 空调品牌零售额格局 (线下) .....	8
图 10: 燃气灶品牌零售额格局 (线下) .....	8
图 11: 洗衣机品牌零售额格局 (线下) .....	8
图 12: 油烟机市场零售额份额 (线上) .....	9
图 13: 空调市场零售额份额 (线上) .....	9
图 14: 各国厨电行业 CR5 .....	9
图 15: 2016 年洗碗机零售量 & YOY .....	10
图 16: 2016 年嵌入式烤箱零售量 & YOY .....	10
图 17: 公司嵌入式新兴品类 .....	10
图 18: 我国人均 GDP 约是日本的四分之一, 美国的七分之一 .....	11
图 19: 我国各线市 GDP 均值, 均达到 6000 美元拐点 .....	11
图 20: 一至四线家电市场占比 .....	11
图 21: 我国一至五线及以下人口占比 .....	11
图 22: 老板电器旗下品牌 .....	12
图 23: 名气营收高速增长 (万) .....	13
图 24: 名气净利润高速增长 (万) .....	13
图 25: 名气专卖和乡镇网点快速铺设 .....	14
图 26: 名气增资后股权情况 .....	16

## 1. 厨电领导者享受行业成长红利

### 1.1 高端大厨电龙头, 随行业已及时调整战略

老板电器是中国厨房电器行业的领导者, 在吸油烟机市场, 全国销量、销售额常年保持 TOP2 的地位。公司深耕厨房领域, 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。

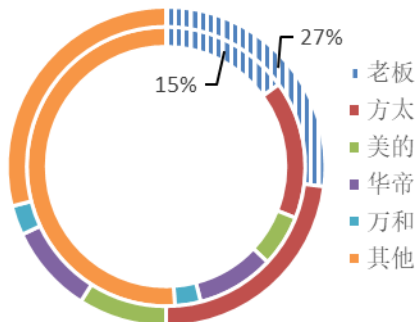
图 1: 老板电器提供厨房电器整体解决方案



资料来源: Wind、东兴证券研究所

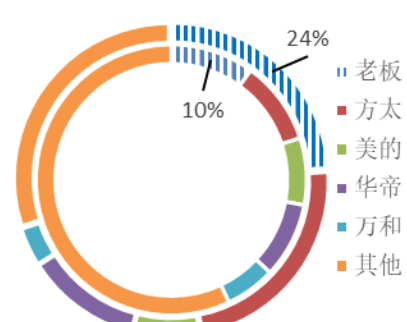
厨电行业高速发展, 公司市场份额大幅提升。经历了 30 多年的高速发展, 中国的厨电行业形成了老板、方太、美的等为主导的市场格局, 其中老板和方太定位高端市场成长迅速, 销售额远超其他品牌。根据中怡康数据显示, 2010 年老板电器的烟、灶线下销售额市场占有率分别为 15% 和 10%, 而到 2017 年老板电器的烟、灶线下销售额市场占有率均提升了 10 个百分点以上, 分别上升到 27% 和 24%, 位居行业第一。

图 2: 2010 年 (内) 至 2017 年 (外) 老板油烟机零售额市场占有率大幅提升 (线下)

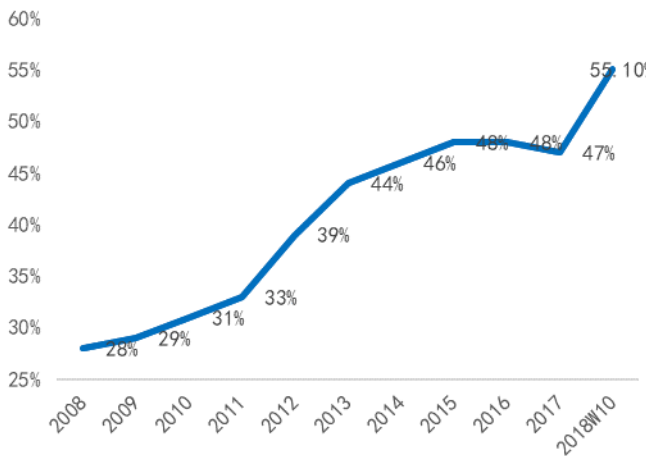


资料来源: 中怡康、东兴证券研究所

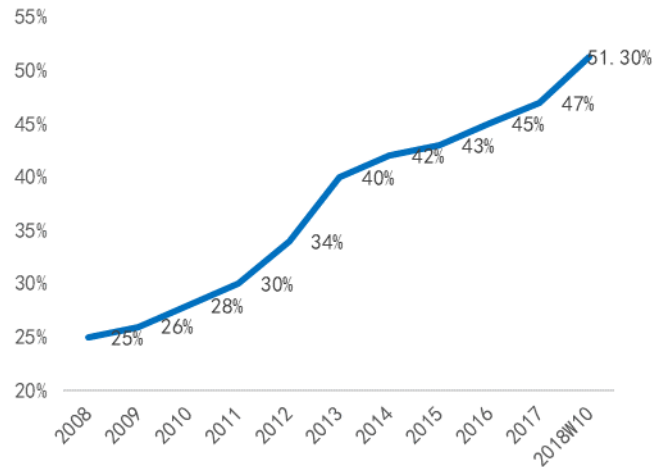
图 3: 2010 年 (内) 至 2017 年 (外) 老板燃气灶零售额市场占有率大幅提升 (线下)



资料来源: 中怡康、东兴证券研究所

**图 4: 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 5: 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

我国厨电处于发展中期, 公司具备长期竞争优势。以人均 GDP3000 美元和 5000 美元作为区分过度阶段的阈值用以对应产业周期, 我国家电行业新增市场重心目前向三四线市场拓展, 农村市场普及需求以及更新需求占比将越来越高, 一、二线成熟市场则更突显消费升级。公司拥有龙头地位, 在行业发展与转型阶段已及时调整战略, 完善并加强发自身的竞争优势, 我们认为公司具备持续竞争力具体战略表现在:

- 加强一二线市场, 新零售模式推动渠道的升级, 强化老板高端的品牌定位。
- 加快三四五线市场专卖店渠道下沉, 大力扶持名气品牌, 构建品牌防火墙。
- 注重老旧产品本身的更新迭代, 把握洗碗机、蒸箱、烤箱等新品类市场。

**表 1: 人均 GDP 对应的经济周期表现**

人均 GDP	人均 GDP 小于 3,000 美元	人均 GDP 介于 3,000 至 5,000 美元	人均 GDP 5,000 美元以上
经济特征	工业化进程中, 经济动力是“投资主导-工业推动”	创新驱动, 第三产业上升为主导产业, 消费主导-服务业推动	产业、就业、城乡结构的现代化转型, 劳动密集型工业向资本密集型和技术密集型升级, 服务业比例扩大。工业发展重点是技术程度高, 附加值高、能源密度低、污染程度低的行业
中国对应年份	-2008	2008-2011	2011-今
家电行业特征	城镇市场为主, 以新增需求为第一推动, 消费增长、	“家电下乡”时期, 高速发展, 农村市场逐步兴起, 城镇市场更新需	城镇及农村市场得到相对成熟的发展, 发展速度减缓, 消费升级、更

普及率提升阶段

求逐渐增加

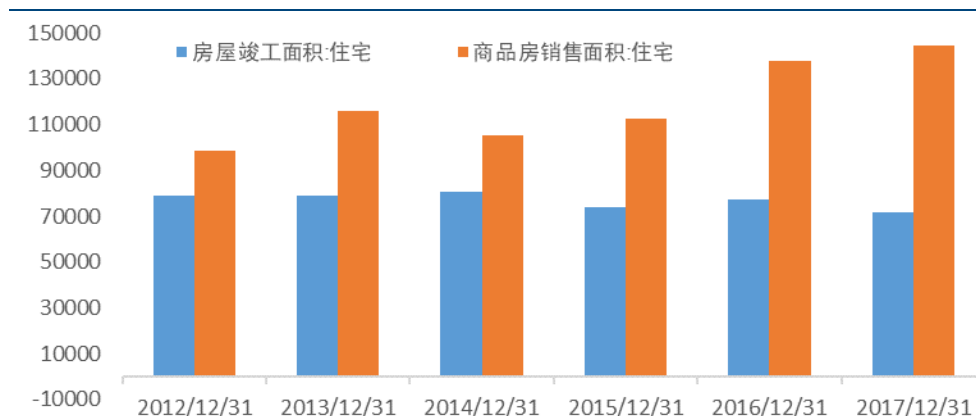
新需求成为第一推动

资料来源: 东兴证券研究所

## 1.2 地产后周期负面影响有限, 今明二年公司仍将受益

从房地产销售数据来看, 自 2012 年至今, 受房地产调控影响, 房地产竣工面积一直保持平稳, 累计年销售面积不断上升, 对家电销售的推荐作用滞后有望在 18 年有较好的体现。

图 6: 房屋销售面积和房屋竣工面积



资料来源: 东兴证券研究所

我们以新增住房数据来测算房地产所带来电器的新增需求, 根据行业经验和地产期房交割的生活经验作出以下假设:

- 现房当年配置家电, 次年 2/3 的期房会有配置, 1/3 会在第三年的上半年配置;
- 新房装修我们假定有 90% 的购房者会购置家电。
- 以当年我国家电渗透率为基准, 2017 年洗、冰每百户分别为 96.15 和 98.8 台, 空调为 129.9 台每百户, 排油烟机为 73.05 台每百户。

表 2: 一、二线与三、四线城市新增家电占比比较

一、二线城市新增地产推动占比					三、四线城市新增地产推动占比				
年份	电冰箱	洗衣机	空调器	排油烟机	年份	电冰箱	洗衣机	空调器	排油烟机
2012	5.46%	8.69%	6.84%	14.25%	2012	9.21%	14.65%	11.55%	24.03%
2013	5.06%	7.41%	5.18%	11.46%	2013	8.93%	13.09%	9.15%	20.24%
2014	6.01%	8.34%	5.30%	10.87%	2014	10.38%	14.40%	9.15%	18.78%
2015	6.73%	8.28%	6.40%	11.42%	2015	11.20%	13.78%	10.66%	19.03%
2016	7.59%	8.52%	7.61%	11.97%	2016	12.38%	13.91%	12.42%	19.53%
2017	8.26%	8.16%	5.48%	10.71%	2017	15.66%	15.47%	10.39%	20.28%

资料来源: 国家统计局, 东兴证券研究所

公司在**一、二线市场占有优势**。从测算结果可以看出, 家电产品更新、改善需求占市场的 70%左右, 一、二线尤其一线城市二手房交易活跃, 更新需求明显大于新增需求。我们认为公司在**一、二线市场优势明显**, 业绩受一二线地产调控影响有限:

- “老板”多年在一、二线市场经营, 市场基础稳固, 更新市场优势明显;
- 一、二线高端消费人群密集, 消费者品牌忠诚度较高且价格敏感度低。

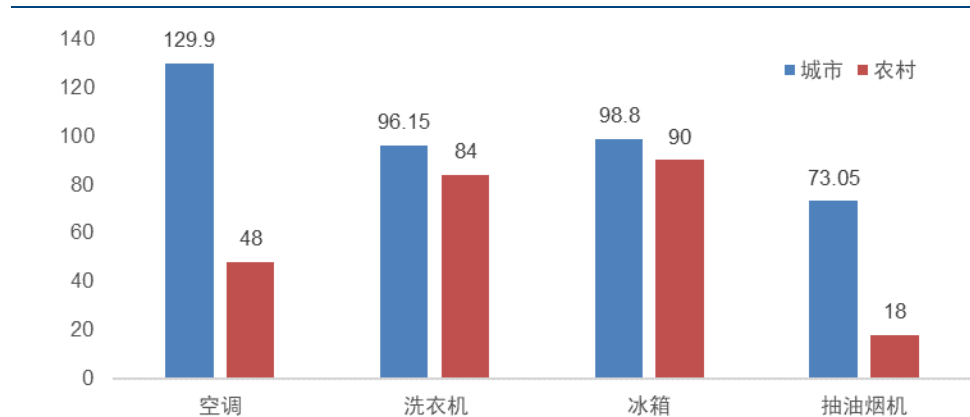
**公司三、四线渠道下沉将进一步减弱地产影响**。在稳固一、二线城市市场的同时, 公司通过渠道下沉发力三、四线市场。从测算结果可看出三、四线城市新增住宅对于厨电需求的占比是一、二线城市一倍左右, 三、四线城市将成为公司新的增长市场。

综上所述我们认为:**2017 年的地产严调对 2018 年家电销售的利空影响有限, 公司的业绩增长仍可期。**

### 1.3 受益于行业成长, 老板电器有望分享三成以上市场

公司**受益于市场规模扩大, 销售额稳步提高**。消费升级带动油烟机、燃气灶会成为必需品, 以保有量较高的空、洗、冰为例, 厨电大家电距达到“一户一机”的保有量水平仍有一定差距, 我们认为城镇每百户仍有 20 台以上的渗透空间, 尤其是乡村渗透潜力巨大。2016 年中国油烟机出货量 2,223 万台, 但市场仍处于成长期, 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。公司 2017 年上半年零售额增速达 12.06%, 领先行业约一倍 (6.88%), 销售份额市产占比 26.27%。以现有市场占比保守估计老板电器 2020 年至少享有 1,000 万台以上市场份额。

图 7: 厨房大家电渗透空间可观



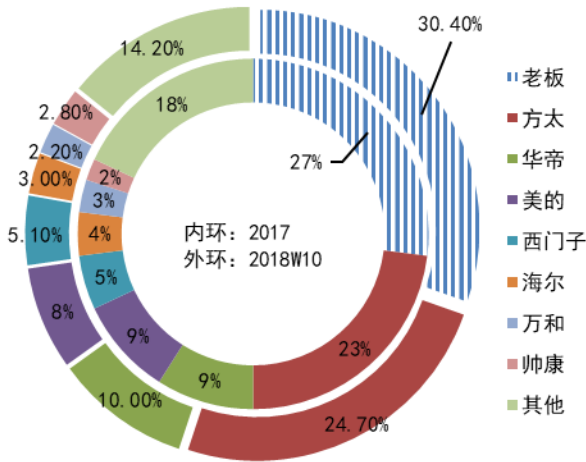
资料来源: 国家统计局、Wind、东兴证券研究所

公司**受益于行业集中度提升, 市场份额将进一步提升**。一、二线城市线下零售渠道较为成熟, 集中度较高。三、四线市场仍在快速成长期, 品牌集中度仍偏低。公司 2010



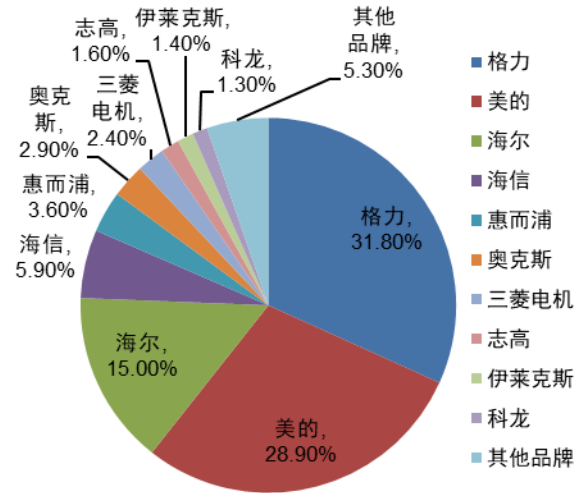
至 2017 年度, 烟、灶销售额市场份额均提升了 10 个百分点以上, 市场份额在过去的十年间快速提升。但与国外相比, 2016 年美国、日本、韩国前五名大厨电厂商零售量市占率之和分别达到 92%、83%、81%, 而中国目前仅为 40%, 公司在未来有望形成像白电市场的稳定寡头垄断格局中继续获益。

图 8: 油烟机品牌零售额格局 (线下)



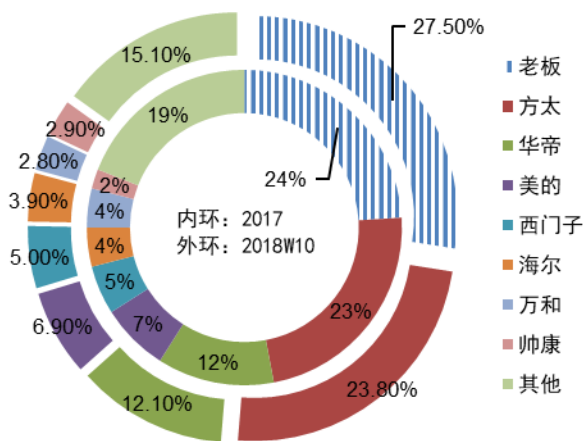
资料来源: 中怡康, 东兴证券研究所

图 9: 空调品牌零售额格局 (线下)



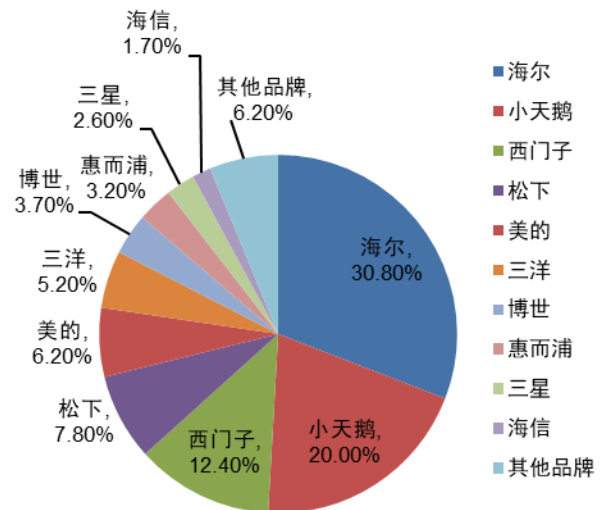
资料来源: 中怡康, 东兴证券研究所

图 10: 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

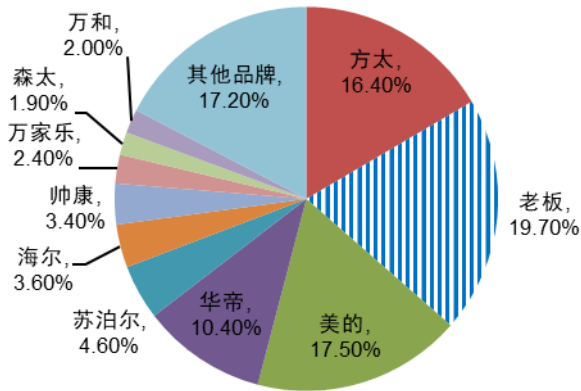
图 11: 洗衣机品牌零售额格局 (线下)



资料来源: 中怡康, 东兴证券研究所

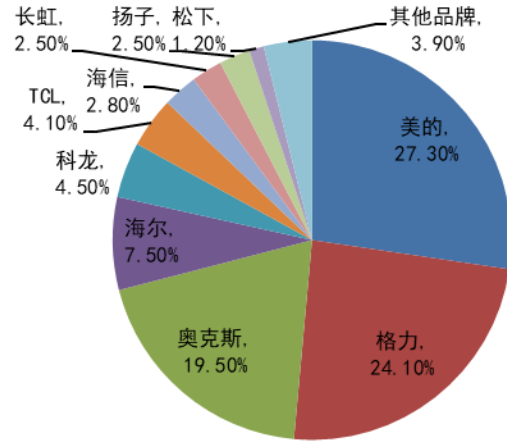


图 12: 油烟机市场零售额份额 (线上)



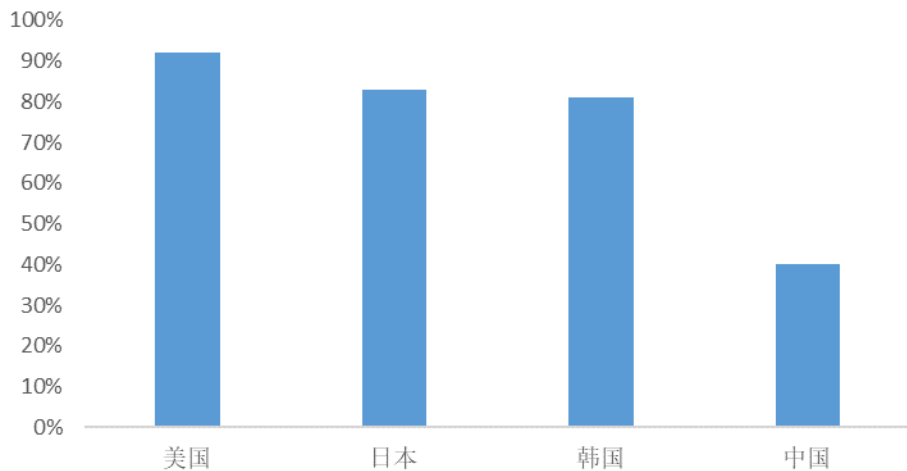
资料来源: 中怡康, 东兴证券研究所

图 13: 空调市场零售额份额 (线上)



资料来源: 中怡康, 东兴证券研究所

图 14: 各国厨电行业 CR5



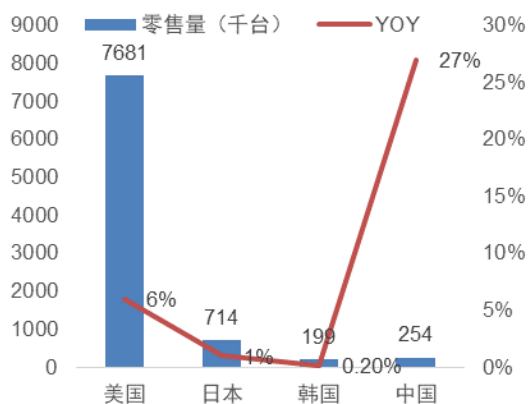
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

**嵌入式厨电市场带来新的成长。**渠道红利褪去, 由渠道推动转为产品和技术的推动是未来保持合理增速的必由之路。公司在嵌入式厨电等新兴品类拥有广阔的市场空间, 随着消费升级, 嵌入式厨电需求快速增长。公司作为嵌入式厨电龙头, 我们预计每年会推出 1-2 个新品类, 18Q4 洗碗机等新品实现自产后将放量, 嵌入式产品有望成为公司新的利润增长点。

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

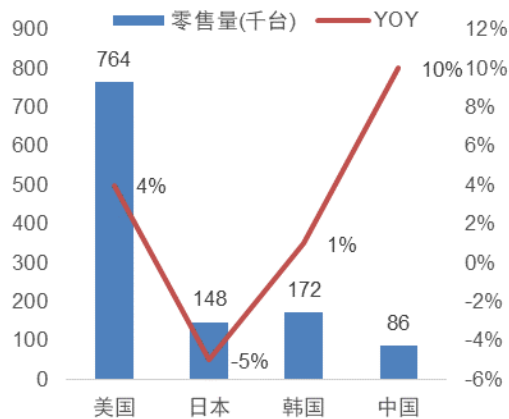
分为 33%、33.70%、50.3%，嵌入式洗碗机增速更是翻倍高达 125.15%。中怡康预计 2017 年，嵌入式微蒸烤市场规模达 73.6 亿元，YOY+60.9%。老板电器嵌入式产品的零售额增速远超行业水平，在市场地位平均居前三。

图 15: 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 16: 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

公司在嵌入式厨电等新兴品增长预计超 50%。2017 年公司非大厨电品类销量可观，嵌入类产品蒸、烤箱均突破十万台销量，微波炉和净水器销量也有两万台以上，洗碗机也有 4 万左右销量，我们预计老板电器蒸、烤箱均能有 50% 以上的销量增速，洗碗机有望实现销量翻倍。2018 年上市的蒸烤一体机和净化水槽有望追赶蒸、烤箱和洗碗机销量。

图 17: 公司嵌入式新兴品类



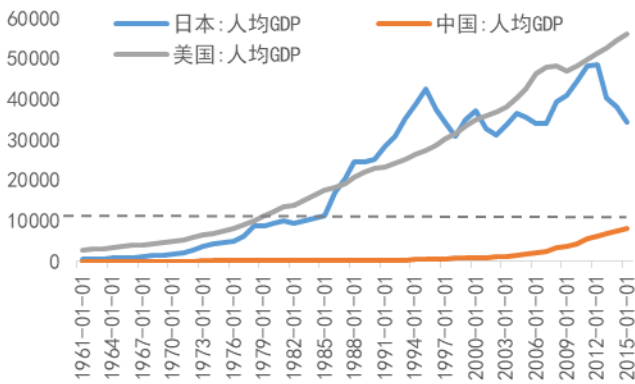
资料来源: 东兴证券研究所

## 2. 三四线市场公司成长空间大

### 2.1 我国三、四线城市已迈过六千美元消费的爆发拐点

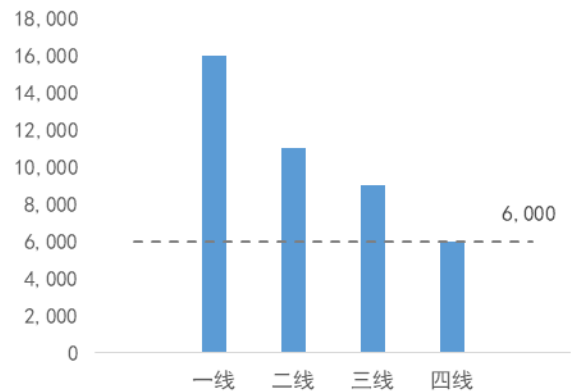
我国三、四线城市已迈过六千美元消费的爆发拐点。从国际经验来看, 日本和美国在人均 GDP 突破 6000 美元进入工业化后期, 消费及服务业快速增长, 消费需求和服务业 GDP 占比快速提升。目前我国人均 GDP 已经超过 8000 美元的一、二线城市人口占中国 25% 左右, 部分城市的人均购买力水平已经接近发达国家的水平。此外, 我国三、四线城市人均 GDP 已经分别达到 9000 美元和 6000 美元, 三、四线城市的消费需求将迎来爆发时期。

图 18: 我国人均 GDP 约是日本的四分之一, 美国的七分之一



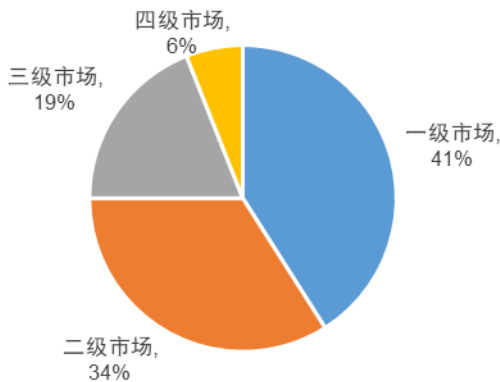
资料来源: 国家统计局, 东兴证券研究所

图 19: 我国各线城市 GDP 均值, 均达到 6000 美元拐点



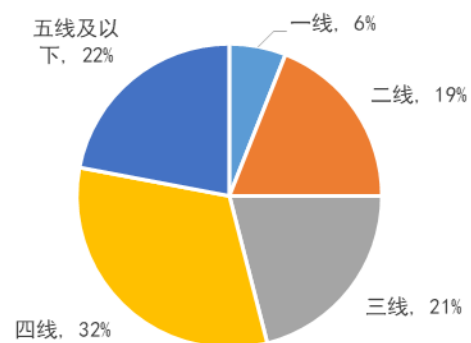
资料来源: 国家统计局, 东兴证券研究所

图 20: 一至四线家电市场占比



资料来源: 奥维云网, 东兴证券研究所

图 21: 我国一至五线及以下人口占比



资料来源: 公开资料整理, 东兴证券研究所

三、四线城市市场是一、二线的一倍以上。房地产调控背景下,三四线城市地产销售好于一二线城市,去库存及棚改下三四线城市销售占比提升趋势明显。我们认为三、四线市场:

- 人口占比越是一二线城市的一倍左右,在消费总体量上远大于一、二线城市;
- 收入增长以及城镇化等因素,消费爆发已具备很好的经济基础;
- 市场份额占总市场 25%左右,未来成长性明显强于一、二线。

表 3: 各市场特点

市场	毛利水平	主要人群	品牌忠诚度	价格敏感程度	成长潜力
一二线	高	高收入人群	高	低	中
三四线	中	中低收入人群	低	中	高



资料来源: 东兴证券研究所

## 2.2 “老板”、“名气”双品牌共同发力三、四线城市

公司品牌意识明确,旗下拥有帝泽、老板、名气三个不同层次的品牌。“帝泽”上探豪华厨电,意在占据超高端市场领域抢占一席之地。2013年,老板出资 4080 万元,与西班牙知名家电制造商法格集团共同成立合资公司,旗下名叫“帝泽”是专注于设计嵌入式电器的顶级家用电器品牌。目前主要面向一、二线城市富裕人群。

“老板”和“名气”在三、四线独立营销。公司的“老板”品牌在三、四线城市中目标客户集中于高收入人群,约占三、四线城市的市场份额 10%。公司在三、四线大众市场以名气品牌为主。我们认为,根据不同市场消费者群体特性的理解,公司在品牌营销以及推广是策略得当,清晰独立的品牌定位,有利于“老板”和“名气”在高端和大众化的二个不同市场做到精准推广。

图 22: 老板电器旗下品牌

商标	品牌印记	市场定位	目标群体
帝泽	 顾客渴求的卓越品牌	奢侈	富裕人群
老板	 负责任的,受人尊敬的品牌	高端	高收入人群

名气



经久耐用的厨房电器品牌

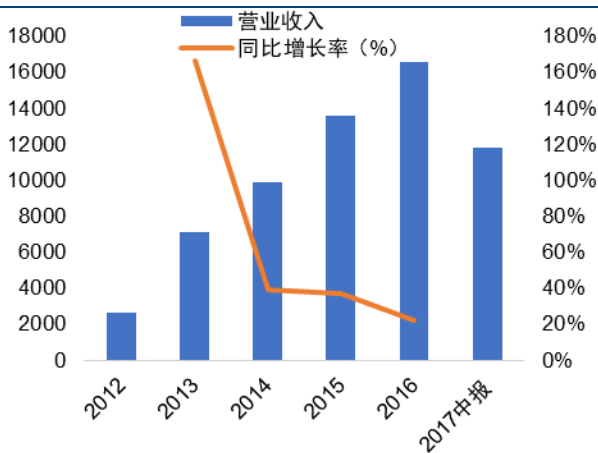
大众

大众人群

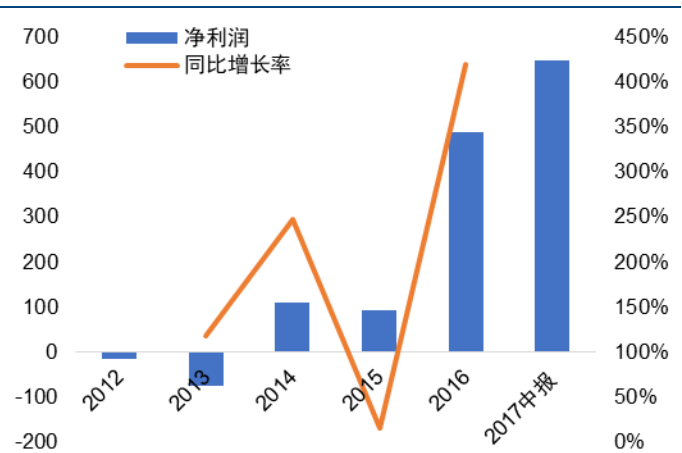
资料来源: 东兴证券研究所

### 2.2.1 “名气”发力三、四线市场，销售喜人

名气以“经久耐用”的品牌定位为主打，业绩成长好。“名气”产品走中端路线，以“经久耐用”为特色，产品的高性价比受到消费者的喜爱。近几年名气业绩成长性凸显，2017年上半年，营业收入达到1.18亿元同比增长48%，净利润达较2016年上半年的212.13万元同比增长两倍达647.2万元。

**图 23: 名气营收高速增长 (万)**


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

**图 24: 名气净利润高速增长 (万)**


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

**表 4: 名气品牌快速发展**

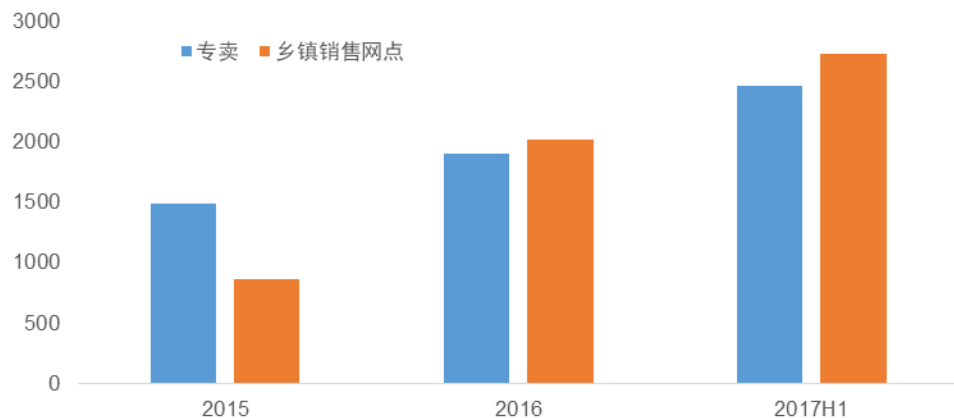
日期	名气发展历程
2000	老板电器为了满足大众市场的需求，创新推出名气系列油烟机。推出笼烟式侧吸油烟机，是中国近吸式油烟机的鼻祖。
2000-2003	高性价比的名气系列深受消费者喜爱，成为年度销量机王。
2008	老板电器正式推出厨房电器品牌“MQ名气”。
2010	全国的网点突破200家。
2012年7月	全面投入CCTV1、CCTV2、CCTV7、江苏卫视等全国各级卫视、省级电视台，极大提高品牌知名度。
2012年8月	名气专卖店突破500家。
2012年10月	杭州名气厨房电器有限公司正式成立，作为老板电器旗下全资子公司。

2013	MQ 名气厨房电器签约天后那英作为名气品牌形象代言人，正式启动名气品牌全新升级。
2015 年	继续邀请那英担任代言人，借助广告在“中国好声音”等热门栏目的投放，大幅拉升了品牌知名度。
2016 年	名气品牌续签那英代言，通过投放“中国新歌声”等热门栏目提升品牌知名度。
2017 上半年	续签那英代言，投放央视二套“极客出发”等热门栏目。 2017 年上半年营业额已达 2016 年全年营业额的 71%，净利润已经超过 2016 年全年。
2018 年	老板电器决定对子公司名气增资。其中 15% 给予老板电器管理层和技术人员，20% 给予名气高管层。

资料来源：公司公告、网络资料整理、东兴证券研究所

**“名气”线下网点快速发展，持续广告投放打造品牌。**截止 2017 年 6 月底，名气共有代理商 88 个，专卖店 2467 家，乡镇网点 2727 家，实现三四线线下渠道的快速铺设。名气品牌形象自 2015 年起持续在热门电视综艺节目投放广告，并签约那英为代言人，以其“导师”形象和知名度，深化名气品牌“经久耐用”的品牌形象。

图 25: 名气专卖和乡镇网点快速铺设



资料来源：Wind、东兴证券研究所

**“名气”获得增资，公司加大投入助力发展。**老板对名气增资 2692.3 万元，占增资后名气股权的 35%，其中 15% 给予老板电器管理层和技术人员，20% 给予名气高管层。我们认为加大对名气的投入有利于调动员工积极性和公司竞争力，提高公司在三、四线市场整体份额。

### 2.2.2 “老板”加速三、四线渠道下沉，品牌优势明显

**品牌“老板”，水到渠成。**多年的市场累计使得“老板”家喻户晓，在吸油烟机市场，“老板”已成为吸油烟机在中国的代名词。老板英文名称“ROBAM”拆开开来是 R=Respected (受人尊敬的); O=Obligated (负责任的); B=Brand (品牌); A=Aspirant (上进); M=Mind (精神)，合在一起，就意味着“老板”志在打造一个负责任的，受人尊敬的品牌。在品牌的塑造上，老板电器意识明确，目标清晰，这也使得老板高端厨电品牌的形象在中国深入人心，我们认为“老板”下沉三、四线高端市场具有突出的品牌优势。

**表 5: 老板品牌历史悠久**

日期	名气发展历程
1979	老板电器的前身余杭县博陆红星五金厂成立。
1987	与航空航天部研发我国第一代吸油烟机。
1988	抓住“品牌化”的发展契机, 注册了“老板”品牌。
1989	“老板”成为第一家在中央电视台投放广告的同行业企业。
1995	成为行业龙头, 为旗下 42 类大型商品集体注册了“老板”, 并附带英文名称“ROBAM”。
1998	免拆洗在老板电器诞生, 解决了吸油烟机长时间使用机内积油严重, 需要频繁清洗的问题。
2006	老板电器荣膺亚洲品牌 500 强, 并成为厨房电器行业唯一连续 11 年荣膺“亚洲品牌 500 强”的品牌。
2009	发布了“双劲芯”系列吸油烟机, 引领国内同行开启 17 立方米超大排风量新时代。
2010	老板电器于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。
2016	欧睿国际 (Euromonitor) 调查数据显示, 老板电器吸油烟机 2015 年品牌零售量占全球市场的 5%, 居全球第一。 中国厨房电器产业发展 30 年来, 第一次问鼎全球第一宝座。
2017	在第八届“中国高端家电趋势发布会暨红顶奖颁奖典礼”上, 获得高端家电及消费电子红顶奖。
2017	老板和微博爱晒美食照的舒淇合作, 发布主题《有趣才有新引力》的全新广告

资料来源: 公司公告、网络资料整理, 东兴证券研究所

**“老板”沉瞄准高收入人群, 精准营销。**老板渠道精准定位在三四线城市收入前 10% 人口的市场, 这有利于:

- 维护“老板”高端厨电品牌人格, 避免因为渠道下沉模糊品牌定位;
- 配合名气, 搭建品牌防火墙, 防止中低端定位或二线品牌向高端市场提价渗透。

渠道下沉作为公司重要的战略, 主要措施包括:

- 拆分代理商, 实现更精细的区域管理;
- 让销售团队分享股份, 提高积极性;
- 建设专卖店体系。

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, 侧重于高消费人均较为集中的一二线城市, 销售占比约 60%, 三四线占比约 40%。未来三四五线城市增长速度会更快, 公司积极引导代理商去三线以下城市专卖店布局, 2017 年公司专卖店数量超过 3000 家, 预计未来三年三、四线专卖店数量每年会以 400-500 家左右的速度增加。

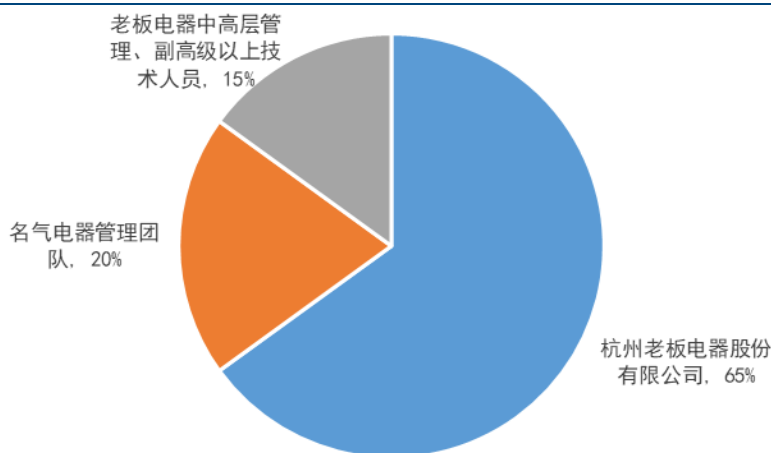


### 3. 激励机制构建命运共同体

#### 3.1 捆绑利益、增资名气，发展中低端

公司公告拟对全资子公司名气电器增资，增资方为名气电器管理团队及老板电器中高层管理人员、核心技术人员，增资后名气电器注册资本将由 5000 万元变更为 7692 万元，增资完成后公司持有名气电器 65% 的股权。“名气”为公司的中低端品牌，与“老板”高端品牌差异化经营。

图 26：名气增资后股权情况



资料来源：东兴证券研究所

增资方案显示老板对名气的重视和信心，以及通过名气加码中低端市场的决心，从激励方案来看：

- 给予名气管理团队 20% 的股份，深度捆绑高管与名气利益，充分激励高管积极性，促进名气在中低端市场迅速拓展；
- 给予老板电视核心管理层和技术人员 15% 的股份，深化老板与名气利益共同体协同效应，促进名气在老板内部的协调工作，也使得老板资源对名气更有效地资助。

#### 3.2 实施员工持股计划，完善激励机制

公司公告完成第二期代理商持股计划，充分激励代理商渠道建设积极性。截至 2018 年 3 月 15 日，公告完成实施 3 年期封闭期为 1 年持股计划，资金总额上限为 3.3 亿元，成交均价为 39.81 元/股。涉及的标的约占公司总股本的 0.88%。按照 1:1 的比例设立优先级份额和劣后级份额，优先级份额和劣后级份额按 15% 和 85% 分配实际收益。集团公司购买优先级份额，代理商购买劣后级份额，资金自筹。

公司公告拟实施3年期锁定期1年员工持股计划, 完善激励机制。公司拟筹集资金总额上限2.1亿元, 涉及的标的约占总股本0.4%, 工作时间在1年以上主管级以上员工可自愿参加, 其中部分董事、部分监事及高级管理人员合计7人。上市公司向员工持股计划提供借款支持, 借款部分与自筹资金部分的比例为1:1。

**我们认为:** 通过员工持股计划和代理商持股计划, 捆绑公司和核心管理人员、员工以及代理商利益, 有利于促进公司内部协作和激励代理商渠道建设积极性。近几年公司营收增长值得期待。

公司历史激励政策:

**表 6: 激励政策**

时间	对象	内容
Before IPO	参股公司、自然人股东	参股公司金创投资(2.69%)、银创投资(2.24%)、合创投资(1.95%)以及自然人股东(5.25%) 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。
2014年9月	公司董事、中高层、核心人员	占公司当时总股本1.41%的限制性股权用于激励
2015年9月	核心管理团队、代理商	核心管理团队, 4800万元, 1:2杠杆; 代理商持股, 9920万元, 1:2杠杆。
2018年1月	员工	上限20640万元, 约占公司现有股本总额0.42%。
2018年3月	代理商	上限为33,140万元, 按照1:1的比例设立优先级份额(集团出资)和劣后级份额(自筹资金), 优先级份额和劣后级份额按15%和85%分配实际收益, 成交均价为39.81元/股。

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

## 4. 盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测

我们对影响公司经营主要因素的初步判断是:

- 一、二线房地产后周期影响有限, 三、四线地产18、19年去库存叠加棚改滞后效应的综合影响, 我们认为2017年的地产严调对2018年家电销售的利空影响有限, 2018、2019年家电企业业绩及销量仍可期。
- 公司作为龙头企业将在厨电大家电市场成长中仍享受着规模成长与集中度提高的双受益, 我们认为公司未来三年营收仍能保持20%以上的稳定增长。
- 公司激励到位, 捆绑子公司和代理商与公司利益, 三四线渠道下沉成果值得期待。
- 公司每年将推出1-2个新品类, 蒸、烤等嵌入式产品有望成为新的利润增长点。我们判断18年蒸、烤、洗等品类都会有50%以上销量的增长。

我们预计公司2017年-2019年的营业收入分别为69.99亿元、84.81亿元和102.37亿元。基本每股收益分别为1.52元、1.86元和2.33元。

表 7: 盈利预测 (百万)

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
总营收	4542718028	5794897867	6998860000	8481185526	10237144806	12331438178
	26.58%	27.56%	20.78%	21.18%	20.70%	20.46%
吸油烟机	2653717179	3241042779	3886272000	4627378050	5535127215	6647653765
	27.13%	22.13%	19.91%	19.07%	19.62%	20.10%
燃气灶	1280140684	1629631771	1923240000	2304475800	2763296932	3307666427
	25.22%	27.30%	18.02%	19.82%	19.91%	19.70%
消毒柜	324263207.4	423713905	484331521.6	584830312.3	706182602.1	845300574.8
	17.13%	30.67%	14.31%	20.75%	20.75%	19.70%
烤箱	64030301.64	113260696.6	175586400	268593570	348844320	438372000
	56.36%	76.89%	55.03%	52.97%	29.88%	25.66%
微波炉	19051736.25	21659749.28	25965800	37898100	49741256.25	63995039.38
	129.25%	13.69%	19.88%	45.95%	31.25%	28.66%
洗碗机			53376000	82598400	116424000	146694240
				54.75%	40.95%	26.00%
净水器			23001600	30246163.2	39996000	52494750
				31.50%	32.23%	31.25%
其他小家电	47090006.6	100745590.9	110000000	120000000	130000000	140000000
	-28.72%	113.94%	9.19%	9.09%	8.33%	7.69%

资料来源: 东兴证券研究所

## 4.2 估值与投资建议

### 4.2.1 估值

我们用相对估值和绝对估值两种模型对公司进行估值分析。

相对估值:

我们取市场上同类的上市公司华帝股份、万和电气、浙江美大和苏泊尔来进行比较, 这几家公司 2018 年的平均市场市盈率为 20.26, 我们按 2018 年 22 倍市盈率计算, 得出公司的相对估值为 40.92 元/股。

**表 8: 可比公司估值**

代码	公司	EPS				PE				股价
		2016 A	2017 E	2018 E	2019 E	2016 A	2017 E	2018 E	2019 E	
002035.SZ	华帝股份	0.9	0.87	1.2	1.61	34.15	31.5	23.4	17.14	27.56
002543.SZ	万和电气	0.98	0.92	1.33	1.69	21.47	26	18.02	14.21	23.96
002677.SZ	浙江美大	0.32	0.48	0.69	0.96	40.44	42.05	24.62	17.75	17.01
002032.SZ	苏泊尔	1.71	1.59	1.92	2.29	22.19	25.5	21.1	17.7	40.56
	<b>均值</b>					<b>28.19</b>	<b>30.00</b>	<b>21.48</b>	<b>16.64</b>	
<b>002508.SZ</b>	<b>老板电器</b>	<b>1.65</b>	<b>1.52</b>	<b>1.86</b>	<b>2.33</b>	<b>22.69</b>	<b>24.93</b>	<b>20.26</b>	<b>16.38</b>	<b>35.28</b>

资料来源: 东兴证券研究所

绝对估值:

我们假设: 2022 至 2029 年公司增长率为 7%, 长期增长率为 2%, 无风险利率为十年期国债利率 3.79%, 平均风险股票必要报酬率 15%, Beta 为 0.72。得出公司的 DCF 估值为 49.30 元/股。

#### 4.2.2 投资建议

老板电器是中国高端大厨电龙头企业, 经历了行业 130 多年的高速发展, 确立了稳固的行业地位。我们认为:

- 厨电行业尚有渗透空间, 且集中度较低, 未来老板电器有望分享三成以上市场。
- 地产后周期对公司的负责影响有限, 公司 18、19 年仍将受益于行业规模成长与集中度提高。
- 三、四线渠道下沉趋势已定, 公司的“老板”、“名气”三、四线营收贡献提升可期。
- 代理商激励到位, 增资构建利益共同体, 三、四线下沉决心坚定, 目标明确。

预计公司 2017 年-2019 年的营业收入分别为 69.99 亿元、84.81 亿元和 102.37 亿元。基本每股收益分别为 1.52 元、1.86 元和 2.33 元。对应 PE 分别为 23.21、18.97、15.14 倍。给予公司 6 个月的目标价格为 45 元, 维持公司“强烈推荐”评级。

表 9: 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	7307	9347	11819	<b>营业收入</b>	4543	5795	6999	8481	10237
货币资金	2323	3448	5059	6701	8715	<b>营业成本</b>	1900	2474	2890	3486	4120
应收账款	320	332	383	441	505	营业税金及附加	47	68	70	85	102
其他应收款	11	14	17	21	25	营业费用	1353	1545	1976	2394	2890
预付款项	20	33	21	7	-10	管理费用	354	449	542	657	793
存货	722	914	1029	1204	1400	财务费用	-66	-79	-85	-118	-154
其他流动资产	0	17	29	44	62	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	1605	1975	2484
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	8240	10195	12583	<b>利润总额</b>	969	1404	1679	2054	2573
<b>流动负债合计</b>	1852	2231	2691	3308	4020	所得税	141	197	236	289	362
短期借款	0	0	0	0	0	<b>净利润</b>	828	1207	1443	1765	2211
应付账款	964	911	1029	1223	1422	少数股东损益	-3	0	0	0	0
预收款项	525	840	1190	1614	2126	归属母公司净利润	830	1207	1443	1765	2211
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	1023	1426	1606	1943	2415
<b>非流动负债合计</b>	8	59	59	59	59	<b>BPS (元)</b>	1.73	1.67	1.52	1.86	2.33
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	2750	3367	4079	<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%	20.78%	21.18%	20.70%
实收资本(或股	486	730	949	949	949	营业利润增长	48.08%	39.98%	20.27%	23.09%	25.79%
资本公积	820	611	611	611	611	归属于母公司净利润	44.58%	45.32%	19.53%	22.37%	25.28%
未分配利润	1682	2475	3136	3944	4957	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东	3170	4129	5493	6831	8507	毛利率(%)	58.17%	57.31%	58.70%	58.89%	59.75%
<b>负债和所有者权</b>	5027	6415	8240	10195	12583	净利率(%)	18.23%	20.83%	20.61%	20.81%	21.60%
<b>现金流量表</b>	单位:百万元					总资产净利润(%)	16.52%	18.81%	17.51%	17.31%	17.58%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	26.20%	29.23%	26.26%	25.84%	25.99%
<b>经营活动现金流</b>	1124	1545	1605	1953	2398	<b>偿债能力</b>					
净利润	828	1207	1443	1765	2211	资产负债率(%)	37%	36%	33%	33%	32%
折旧摊销	136.20	170.25	0.00	76.70	76.70	流动比率	2.17	2.42	2.72	2.83	2.94
财务费用	-66	-79	-85	-118	-154	速动比率	1.78	2.01	2.33	2.46	2.59
应收账款减少	0	0	-52	-58	-63	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	350	424	512	总资产周转率	1.05	1.01	0.96	0.92	0.90
<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	22
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	5.80	6.18	7.21	7.53	7.74
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	1.52	1.86	2.33
<b>筹资活动现金流</b>	-101	-226	7	-310	-381	每股净现金流(最新	1.48	1.54	1.70	1.73	2.12
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	6.52	5.66	5.79	7.20	8.96
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	20.39	21.13	23.21	18.97	15.14
资本公积增加	-86	-209	0	0	0	P/B	5.41	6.24	6.10	4.90	3.94
<b>现金净增加额</b>	717	1121	1611	1641	2015	EV/EBITDA	14.49	15.65	17.70	13.78	10.26

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 郑闵钢

房地产行业首席研究员, 房地产、传媒、计算机、家电、农业等小组组长。央视财金嘉宾。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。