

**其他白色家电**

署名人: 袁浩然

S0960210010337

0755-82026810

yuanhaoran@cjis.cn

参与人: 郝雪梅

S0960110060036

0755-82026810

haoxuemei@cjis.cn

**公司合理价值 31.20 元**

当前股价: -

评级调整: -

**基本资料**

上证综合指数 3086.94

总股本(百万) 160

流通股本(百万) 40

流通市值(亿)

EPS (TTM)

每股净资产(元) 3.52

资产负债率 34.9%

**股价表现**

(%) 1M 3M 6M

老板电器

上证综合指数 0.00 17.00 8.88

**相关报告**

**老板电器**

**002508**

**IPO 助力, 扩展厨房电器行业龙头地位**

**投资要点:**

- **吸油烟机行业龙头, 定位于中高端。**公司主要产品吸油烟机、燃具和消毒柜收入占公司总收入分别为 54%、30%和 10%, 烟机、燃具和消毒柜市占率分别为市场第一、第二和第三。公司定位行业中高端, 在高端产品欧式吸油烟机和嵌入式燃气灶市场占有行业第一的位置。本次发行 4000 万股, 募投资金用于产能扩充, 将有效解决公司产能不足的问题。
- **行业稳步增长, 升级特征明显。**公司所处行业为厨卫和小家电行业, 行业整体随着近几年我国经济的发展, 人均收入的增长以及国内城镇化程度不断提高且升级特征明显, 高端产品如欧式烟机和嵌入式灶具占比不断提高。目前城镇烟机和灶具保有量不足 80%, 城镇不足 10%, 未来增长主要来自 1) 三四级市场随着天然气等基础设施建设完善后带来的新增需求; 2) 城镇消费升级带来的更新需求; 3) 精装修商品房的持续增加, 厨房电器的统一采购将带动具有品牌优势的烟机和灶具高端产品增长。消毒柜市场保有量相对较低, 未来健康饮食和健康厨房的理念深入人心是消毒柜增长的重要动力。
- **高端产品优势明显, 营销渠道完整。**公司产品定位中高端, 吸油烟机主要以高毛利的欧式为主, 燃气灶几乎全部为高端的嵌入式灶具, 产品结构优, 保证了较高的综合毛利率。坚持“科技领先”的发展战略, 逐步建立起以市场为导向的 IPD 产品开发流程, 拥有较高的研发水平和技术储备。同时, 已经建立了以 KA、地方通路以及专卖店为主, 工程采购、网络销售相结合的渠道构架, 营销渠道完整。
- **未来的主要看点:** 1) 消费升级带来厨房行业增长; 2) 未来行业集中度提升, 行业龙头有能力抢占更多份额; 3) 受益于精装修房需求增长, 将有利于品牌知名度高、市场定位高端、专业化经营的厨电企业扩大市场份额; 4) 农村市场蓬勃发展带来三四级市场需求增长。
- **IPO 强化竞争优势, 增长空间巨大。**本次 IPO 公司将募集资金人民币 9 亿元左右。公司发行前净资产不足 4 亿元, IPO 完成后, 净资产将增加两倍, 公司规模显著扩大。1) 公司品牌知名度和认可度都会有极大的提高, 上市相当于为公司做了一个免费的广告。2) 公司能够更好的发挥自身的品牌和技术优势, 充分享受规模化优势, 扩大领先优势, 未来公司较高的销售费用率有一定下行空间。3) 公司代理制销售模式得到强化, 有能力加强渠道拓展。
- **盈利预测与公司估值:** 按照发行后 1.6 亿元股本, 我们预计公司 2010 年、2011 年和 2012 年 EPS 分别为 0.80、1.04 和 1.38 元。按照 2011 年 30 倍 PE 估值, 公司合理价值在 31.20 元左右。
- **风险提示:** 地产调控加码, 市场竞争加剧影响公司厨房产品销售

**主要财务指标**

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	934	1,229	1,634	2,223
同比(%)	8%	32%	33%	36%
归属母公司净利润(百万元)	81	128	167	220
同比(%)		58%	30%	32%
毛利率(%)	55.1%	54.1%	51.9%	49.6%
ROE(%)	21.7%	34.4%	32.1%	37.6%
每股收益(元)	0.68	0.80	1.04	1.38
P/E	17	15	11	8
P/B	4.5	3.9	3.5	3.5

资料来源: 中投证券研究所

## 目录

一、公司简介	4
1.1 基本介绍	4
1.2 吸油烟机行业龙头，产品定位中高端	4
1.3 产品结构优化，盈利能力表现突出	5
二、募投项目增产促发展	6
2.1 公司股权结构清晰	6
2.2 募投项目补充产能，保证后续发展	8
三、行业概述：产品高端化将成为大势所趋	9
3.1 厨卫、小家电行业稳步增长	9
3.2 城镇市场保有量并不高，仍有提升空间	11
3.3 高端产品升级趋势明显	12
3.4 农村市场处于起步阶段，未来增长空间巨大	14
四、公司核心竞争力：产品优势明显，营销渠道完整	14
4.1 产品定位中高端，顺应行业发展	14
4.2 重视研发，技术储备足	16
4.3 完整营销体系	17
4.4 特有的股权激励体系	18
五、未来增长的主要看点	19
5.1 消费升级	19
5.2 厨电行业集中度提升	20
5.3 受益于精装修房需求增长	20
5.4 农村市场蓬勃发展	20
六、IPO 强化竞争优势	21
七、风险提示	22
八、盈利预测和估值	23

## 图目录

图 1：公司收入构成（单位：百万元，%）	5
图 2：营业收入及增长（单位：百万元，%）	5
图 3：厨卫上市公司毛利率比较（单位：%）	6
图 4：净利润及净利润率（单位：百万，%）	6
图 5：公司上市前股权结构图	7
图 6：国内城镇化率（单位：%）	10
图 7：国内厨房电器行业营业收入（单位：亿元，%）	10
图 8：房地产销售面积及增速（单位：万 m <sup>2</sup> ，%）	11
图 9：国内燃气覆盖率（单位：%）	11
图 10：吸油烟机和燃气灶零售量（单位：万台）	11
图 11：烟机和燃气灶零售额和均价（单位：亿元，元）	11
图 12：消毒柜零售量（单位：万台，亿元）	11

图 13: 消毒柜零售及均价 (单位: 万台, 亿元)	11
图 14: 城镇保有量 (单位: 台)	12
图 15: 烟机市场零售量结构 (单位: %)	13
图 16: 国内吸油烟机价格走势 (单位: 元)	13
图 17: 燃气灶市场零售量结构 (单位: %)	13
图 18: 国内燃气灶价格走势 (单位: 元)	13
图 19: 国内消毒柜价格走势 (单位: 元)	13
图 20: 农村吸油烟机保有量 (单位: 台)	14
图 21: 2010 年 1-5 月吸油烟机市占率 (单位: %)	15
图 22: 2010 年 1-5 月欧式吸油烟机市占率 (单位: %)	15
图 23: 2010 年 1-5 月嵌入式灶具市占率 (单位: %)	15
图 24: 2010 年 1-5 月消毒柜市占率 (单位: %)	15
图 25: 公司各产品毛利率 (单位: %)	16
图 26: 公司吸油烟机毛利率及占比 (单位: %)	16
图 27: 研发费用及研发费用率 (单位: 万元, %)	16
图 28: 公司营销渠道体系	17
图 29: 公司销售主要区域	17
图 30: 城镇、农村人均收入增长 (单位: 千元)	19
图 31: 销售费用率对比 (单位: %)	21
图 32: 销售净利率对比 (单位: %)	21
图 33: 存货周转天数对比 (单位: 天)	22
图 34: 应收账款周转天数对比 (单位: 天)	22

## 表目录

表格 1: 公司发展历史	4
表格 2: 发行前后股权结构变化	8
表格 3: 三项产品产销量及产能缺口 (单位: 万台, %)	8
表格 4: 主要募投项目资金使用 (单位: 万元)	9
表格 5: 募投项目投产后产能补充 (单位: 万台)	9
表格 6: 主要产品系列、型号及核心技术	16
表格 7: 主要渠道收入贡献 (单位: %)	17
表格 8: 主要渠道收入贡献 (单位: 万元, %)	18
表格 9: 主要渠道毛利率 (单位: %)	18
表格 10: 盈利预测	23

# 一、公司简介

## 1.1 基本介绍

老板电器创立于 1979 年，主要从事吸油烟机、燃气灶、消毒柜以及其他厨房小家电等产品的研发、生产和销售。经过 30 余年不断地发展与壮大，现已成为中国厨房电器行业发展历史最长、生产规模最大、产品类别最齐全、销售区域最广的龙头企业之一。

公司是国内最早以自主品牌专业化从事吸油烟机生产的企业之一。1991 年，经国家质量奖审定委员会审定，“老板”牌吸油烟机获得“中华人民共和国质量银奖”；2005 年，“老板”牌吸油烟机荣获“中国名牌产品”称号，成为厨电行业内首批获得该称号的企业之一；同年，“老板”牌吸油烟机获“国家免检产品”称号；自 2005 年起，“老板”品牌连续五年入选“亚洲品牌 500 强”；2007 年，“老板”商标被国家工商行政管理总局商标局认定为“中国驰名商标”。经过二十余年的专业经营，“老板”品牌已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。

公司是国内厨房电器行业的龙头企业之一，竞争优势明显。公司业务规模在行业内居领先地位，根据国家统计局中国行业企业信息发布中心统计，自 2003 年以来，公司吸油烟机产品连续七年全国销量位居第一，燃气灶产品连续七年全国销量排名前三。

表格 1: 公司发展历史

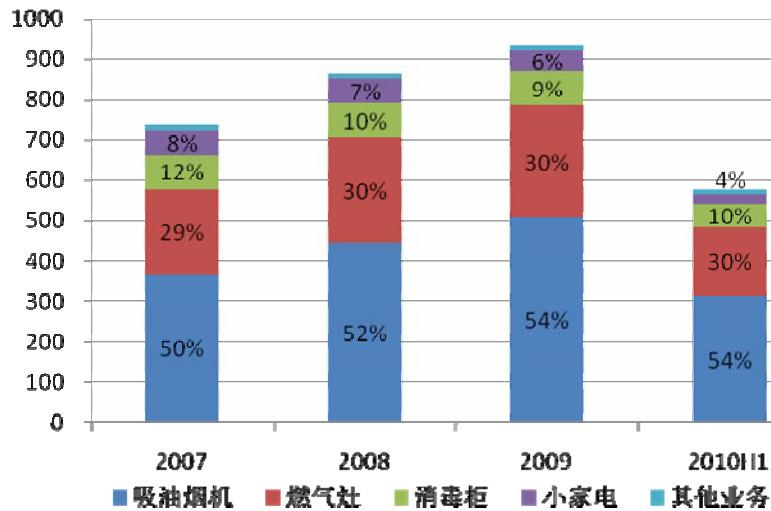
	吸油烟机	燃气灶	消毒柜	小家电
1985	研制我国第一代吸油烟机			
1994	研制出我国第一代柜式吸油烟机			
1998	免拆洗吸油烟机上市			
2000		进入燃气灶具市场		
2002		市场占有率前五	消毒柜产品上市	
2003	连续 7 年市场占有率保持行业第一	市场占有率进入市场前三		
2004				进入小家电产市场

资料来源：公司公告，中投证券研究所

## 1.2 吸油烟机行业龙头，产品定位中高端

公司主导产品为吸油烟机、燃气灶及消毒柜三大类产品，2007 年至 2010 年上半年，吸油烟机、燃气灶及消毒柜销售收入占公司主营业务收入的比例分别为 54%、30%、94.4%和 10%。烟机、燃具和消毒柜市场占有率分别为市场第一、第二和第三。公司定位行业中高端，在高端产品嵌入式吸油烟机和嵌入式燃气灶市场占有行业第一的位置，产品定价仅次于方太和西门子。公司产品以国内销售为主，国外销售 2009 年才开始贡献收入，内销占比 99%以上。

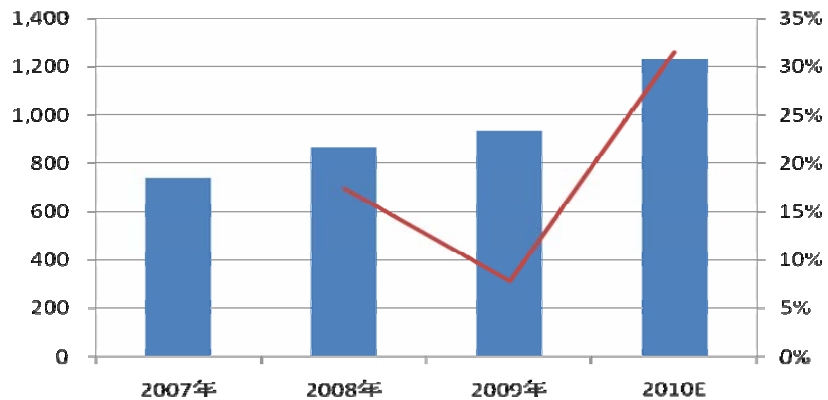
图 1: 公司收入构成 (单位: 百万元, %)



资料来源: 公司公告, 中投证券研究所

2009 年公司收入 9.3 亿元, 同比增长 7.8%, 2010 年上半年实现营业收入 5.8 亿元, 预计全年营收将达 12 亿元, 同比增长 30% 以上。

图 2: 营业收入及增长 (单位: 百万元, %)

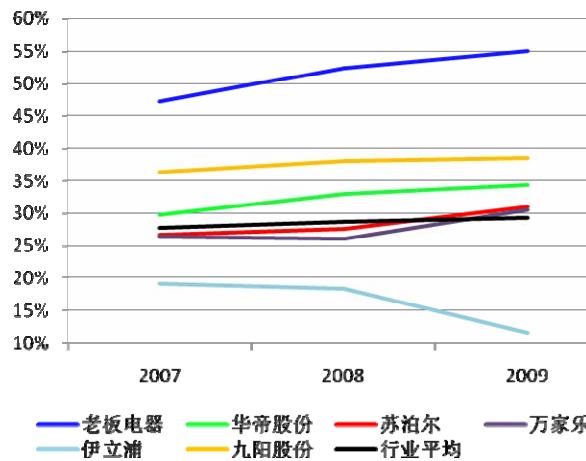


资料来源: 公司公告, 中投证券研究所

### 1.3 产品结构优化, 盈利能力表现突出

公司所处行业为厨房卫行业, 相比白色大家电有较高的毛利率, 主要由于行业产品特征以及主要龙头企业竞争策略所决定。一方面, 相比白电行业, 厨卫产品专业化分工更强, 产品品类繁多, 市场也更为分散, 即便龙头企业市占率也仅在 10% 左右, 单个厂商规模优势无法与大白电龙头相比。另一方面, 主要的厨卫龙头利用先发优势, 强调广告宣传和市场营销强化品牌优势, 销售费用率和管理费用率也相对较高, 以此抵御综合白电厂商在渠道和规模上的优势。

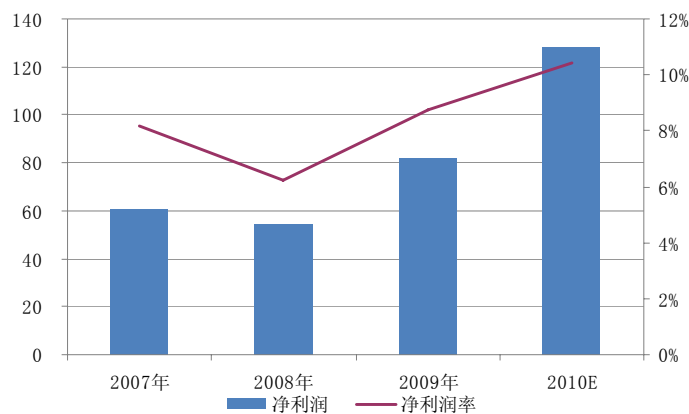
图 3: 厨卫上市公司毛利率比较 (单位: %)



资料来源: 公司公告, 中怡康, 中投证券研究所

公司整体净利润水平增长稳定, 2008 年由于金融危机的影响以及公司利用行业调整契机加大市场营销力度, 进一步提高公司品牌影响力和市场占有率, 利润同比有所下滑。2009 年在国内经济回稳后, 前期投入效果显现, 利润同比大幅提升。2010 年上半年, 公司实现净利润超 6000 万元, 净利润率达 10.6%, 预计全年实现净利润超 1.2 亿元。

图 4: 净利润及净利润率 (单位: 百万, %)



资料来源: 公司公告, 中投证券研究所

## 二、募投项目增产促发展

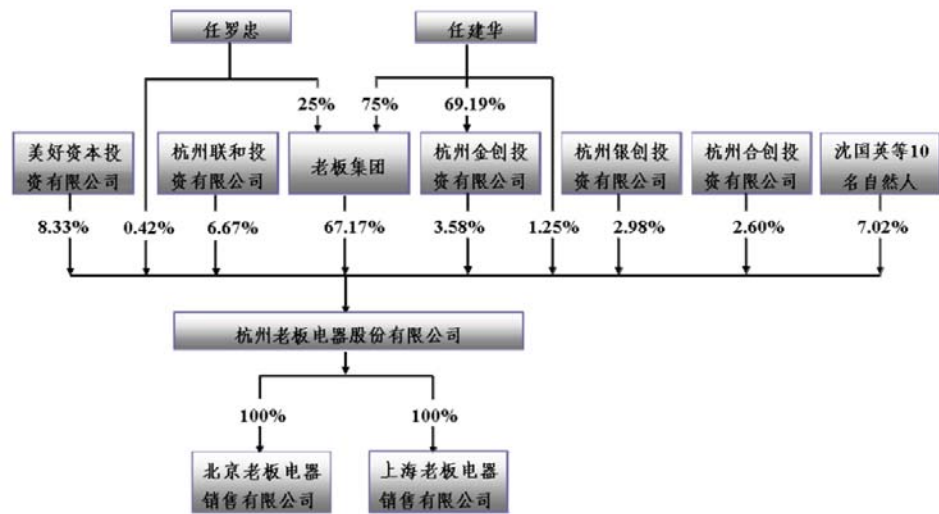
### 2.1 公司股权结构清晰

公司实际控制人任建华先生直接持有公司 1.25% 的股份, 并通过持有老板集团 75% 的出资间接控制公司 67.17% 的股份、通过持有杭州金创投资有限公司 69.19% 的出资间接控制公司 3.58% 的股份, 合计控制公司 72% 的股份。任



建华先生同时还是老板集团董事长，曾当选浙江省第八届和第十届人大代表。

图 5：公司上市前股权结构图



资料来源：公司招股说明书，中投证券研究所

公司大股东，金创、银创和合创公司，分别由公司高管、销售代理公司、公司中层管理人员及技术骨干主要持股。

发行前金创公司持有公司 430 万股，持股比例 3.58%，其主要控股股东除任建华持有 69.19%的股权外，公司高级管理层王刚（董秘、投资总监）、张国富（财务总监）和何亚东（总经理助理）合计持有 20.93%的股权。金创公司主要为激励公司高管，保证公司管理团队协调稳定。

发行前银创公司持有公司 357.5 万股，持股比例 2.98%，其主要股东为公司两家销售公司和代理商的主要股东或负责人。目前公司销售主要通过代理制的形式，两家销售子公司以及各地销售代理负责区域的产品销售、专卖店开设以及市场拓展工作。销售公司以及代理商的工作勤勉度和忠诚度直接影响公司的销售情况。银创公司的设立主要通过参股公司，激励和保证销售公司和代理商的工作积极性和忠诚度，保证营销网络的稳定性。

发行前合创公司持有公司 312.5 万股，持股比例 2.6%，其主要股东为公司中层管理人员和技术骨干合计 30 余人，所任职部门涵盖了技术、研发、生产、财务、营销以及人力资源等公司主要功能部门。合创公司主要为激励和保证公司中层管理人员。

金创、银创和合创形成了公司特有的激励体系，能够充分调动各方积极性，统一公司主要参与者的利益，有利于公司联盟和激励公司主要利益相关体，保证公司稳定的经营环境和持续快速发展。

公司本次拟公开发行 4,000 万股社会公众股，占发行后总股本比例为 25.00%。实际控制人任建华以及老板集团的控股地位没有改变。

表格 2: 发行前后股权结构变化

股东名称	本次发行前		本次发行后		锁定期限
	持股数量 (万股)	持股比例 (%)	持股数量 (万股)	持股比例 (%)	
老板集团	8,060	67.17	8,060	50.38	36 个月
美好资本	1,000	8.33	1,000	6.25	12 个月
联和投资	800	6.67	800	5	12 个月
金创投资	430	3.58	430	2.69	36 个月
银创投资	358	2.98	358	2.23	36 个月
沈国英	340	2.83	340	2.13	36 个月
合创投资	313	2.6	313	1.95	36 个月
任建华	150	1.25	150	0.94	36 个月
其余 10 位自然人	550	4.61	550	3.42	36 个月
社会公众股	-	-	4,000	25	无限制
合计	12,000	100	16,000	100	-

资料来源：公司公告，中投证券研究所

## 2.2 募投项目补充产能，保证后续发展

本次募集资金主要用于解决公司产能不足问题。2009 年经济转暖后，公司主要产品均出现不同程度的产能不足，产能瓶颈显现。此次募投计划筹资 5.2 亿元，主要用于吸油烟机、燃气灶和消毒柜的产能扩充上。

表格 3: 三项产品产销量及产能缺口 (单位: 万台, %)

产品	项目	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
吸油烟机	产能 (万台)	40	40	40	20
	产量 (万台)	37	39	45	27
	产能缺口 (万台)	0	0	5	7
	销量 (万台)	39	36	43	26
	产销率	103%	94%	95%	96%
燃气灶	产能 (万台)	35	35	35	18
	产量 (万台)	31	33	39	23
	产能缺口 (万台)	0	0	4	6
	销量 (万台)	32	32	37	23
	产销率	103%	98%	95%	99%
消毒柜	产能 (万台)	9	9	9	4
	产量 (万台)	7	6	6	5
	产能缺口 (万台)	0	0	0	0.5
	销量 (万台)	7	6	6	4
	产销率	100%	91%	98%	93%

资料来源：公司公告，中投证券研究所



三个募投项目主要包括：1) 现有厂区 15 万台吸油烟机技改项目；2) 新购置厂区建设 50 万台吸油烟机、40 万台燃气灶和 10 万台消毒柜新增产能；3) 用于全面提升公司研发水平的研发中心建设。三个项目计划两年内完成。项目达产后，吸油烟机、燃气灶和消毒柜产能将得到有效扩充。

**表格 4: 主要募投项目资金使用 (单位: 万元)**

序号	项目名称	资金类别	建设期资金投入		投产期资金投入		投资总额
			第一年	第二年	第一年	第二年	
1	年新增 15 万台吸油烟机技改项目	建设投资	2,516	3,774			7,990
		流动资金			1,362	338	
2	年产 100 万台厨房电器生产建设项目	建设投资	12,000	18,000			40,000
		流动资金			8,010	1,990	
3	研发中心建设项目	建设投资	1,560	2,340			3,900
合计			16,076	24,114	9,372	2,328	51,890

资料来源: 公司公告, 中投证券研究所

**表格 5: 募投项目投产后产能补充 (单位: 万台)**

	现有产能	投产一年	投产两年
吸油烟机	40	92	105
燃气灶	35	67	75
消毒柜	9	17	19

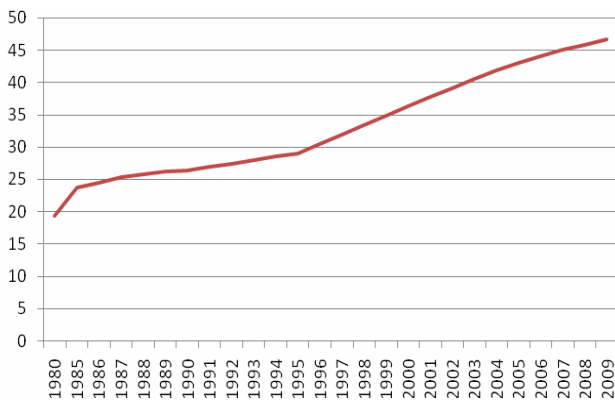
资料来源: 公司公告, 中投证券研究所

## 三、行业概述: 产品高端化将成为大势所趋

### 3.1 厨卫、小家电行业稳步增长

公司所处行业为厨卫和小家电行业。行业整体随着近几年我国经济的发展, 人均收入的增长以及国内城镇化程度不断提高。自 1982 年至 2009 年, 中国城镇化率由 20% 迅速跃升至 45% 以上, 但与发达国家 80% 以上的城市化率相比, 仍有大幅提升空间。据中国指数研究院预计, 2020 年中国城市化率将达到 60%, 未来 10 多年中, 预计中国城市化水平将保持年均百分之一的增长速度, 约有 3 亿农村人口转为城镇人口, 将带来大量新增住房需求。中国正处于城镇化加速和工业化时期, 住宅需求将长期保持比较旺盛的态势, 从而带动厨电市场需求持续增长。

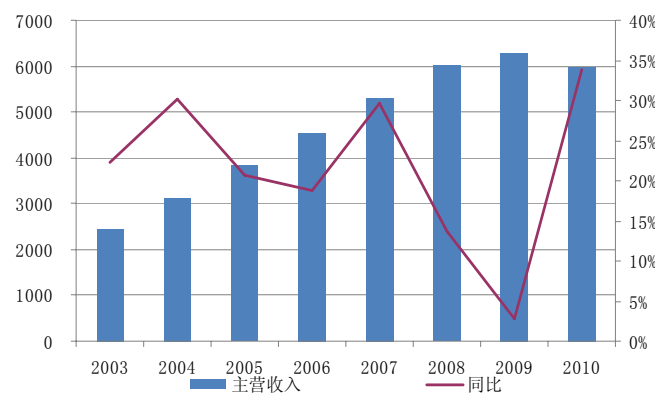
图 6: 国内城镇化率 (单位: %)



资料来源: WIND, 国家统计局, 中投证券研究所

\* 2010 年厨房电器行业营业收入为截止到 8 月累积量

图 7: 国内厨房电器行业营业收入 (单位: 亿元, %)



“烟、灶”产品通常与整个家居装修紧密联系, 而随着居民收入水平的提高和卫生意识的增强, 在经济发达地区, 消毒柜也逐渐成为厨房装修时“烟、灶”的主要配套产品, 因此, 以“烟、灶、消”为代表的厨电产品需求区别于传统家电、小家电产品, 表现出以下特征:

首先, 由于厨电产品具备一定的“家具”属性, 与厨房装修相联系, 因此其需求受房地产市场发展状况影响较大, 房地产成交量上升会带动厨电需求整体上升。

其次, 也是由于厨电产品的“家具”属性, 在满足功能需求的基础上, 消费者对其外观以及与整个家居装修品位的一致性要求较高, 因此厨电产品需求与房屋装修风格及消费者消费观念的发展变化密切相关, 随着消费者对品质生活的日益重视, 厨电行业也逐渐向品牌化、高端化方向发展。

再次, “西气东输”、“天然气出川”等工程的实施使国内天然气覆盖面积大幅增加, 燃气灶普及程度不断提高, 带动了相关厨电配套需求的增长

改革开放以来, 国内城镇化水平不断提高, 居民收入逐年上升, 消费观念不断改进, 健康意识逐步增强, 综合带动“烟、灶、消”产品需求保持旺盛, 市场容量增长迅速。

图 8: 房地产销售面积及增速 (单位: 万 m<sup>2</sup>, %)

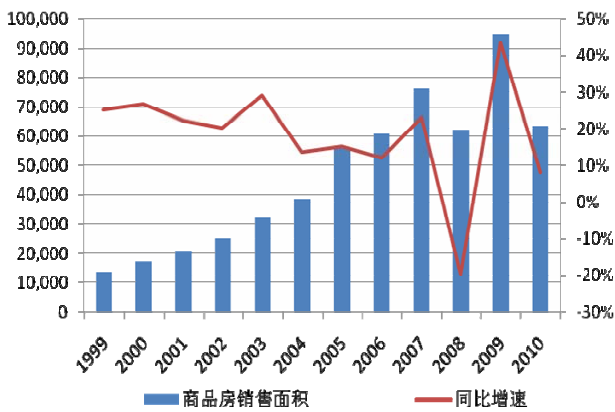
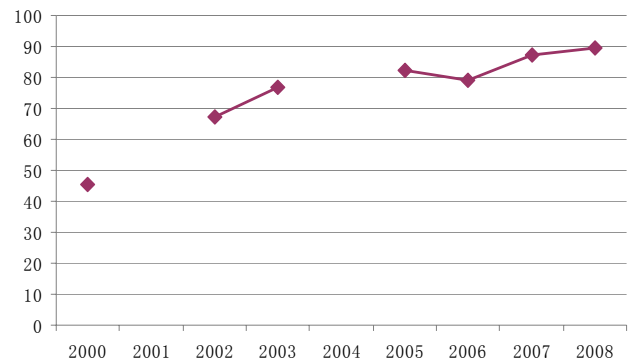


图 9: 国内燃气覆盖率 (单位: %)



资料来源: WIND, 国家统计局, 中投证券研究所 \* 房地产销售面积 2010 年为截止到 9 月累积量

图 10: 吸油烟机和燃气灶零售量 (单位: 万台)

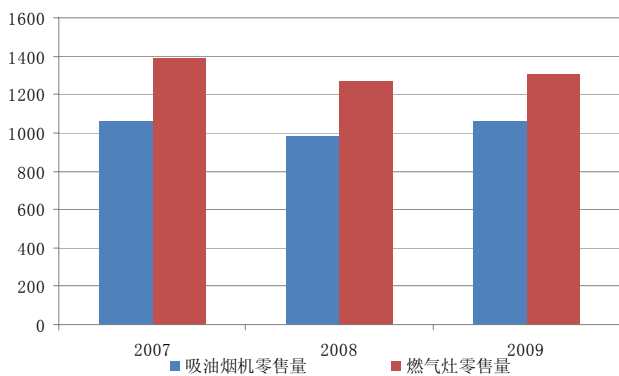


图 11: 烟机和燃气灶零售额和均价 (单位: 亿元, 元)

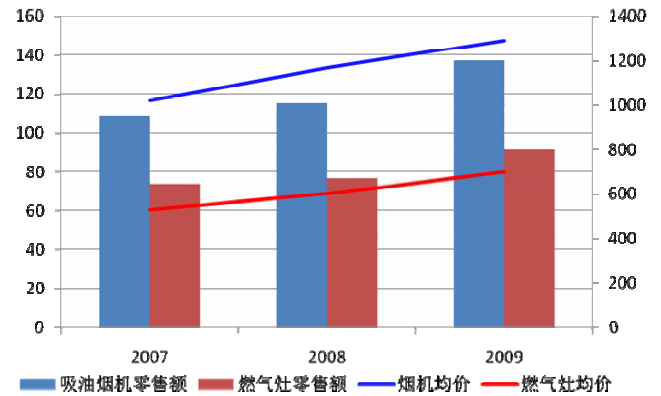


图 12: 消毒柜零售量 (单位: 万台, 亿元)

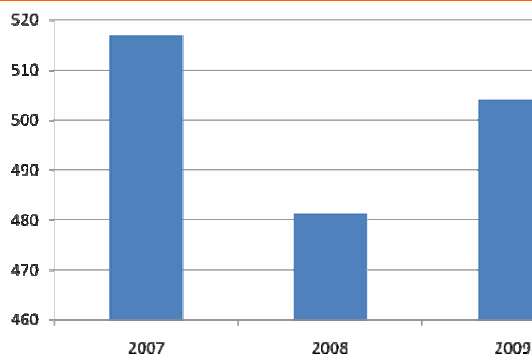
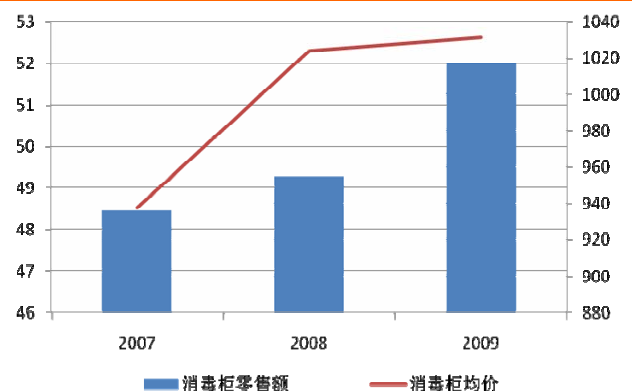


图 13: 消毒柜零售及均价 (单位: 万台, 亿元)



资料来源: 公司招股说明书, 中怡康, 中投证券研究所

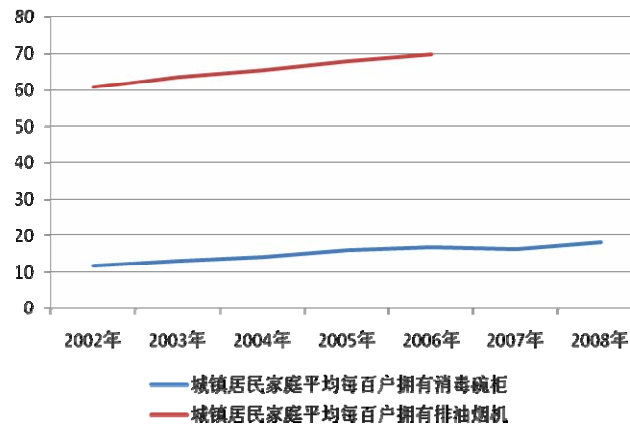
### 3.2 城镇市场保有量并不高, 仍有提升空间

吸油烟机、燃气灶以及消毒柜产品在本世纪初开始在城市大面积使用。吸油烟机市场截止到 2006 年保有量仍不足 70%，近些年有所增长但保有量相比国外发达国家并不高，仍有提升空间。同时城市吸油烟机更新换代需求也将是市场重要增量来源。

炊具市场和吸油烟机相似，城镇市场保有量还有提升空间且更新换代需求旺盛，从原有的台式灶具升级为嵌入式灶具。

2003 年非典事件后我国的食品安全问题开始越来越多地被人们所重视。近些年接连不断的关于食品安全的曝光使得人们更愿意选择自己料理饮食。厨房炊具以及厨房小家电需求剧增。消毒柜等产品也越来越多地被人们所接受。目前消毒柜保有量在城市不足 20%，随着健康饮食以及健康厨房的理念深入人心，未来消毒柜需求将会不断得到释放。

图 14: 城镇保有量 (单位: 台)



资料来源: 国家统计局, 中投证券研究所

### 3.3 高端产品升级趋势明显

经过多年发展, 国内厨电行业产品基础技术已经较为成熟, 行业内企业众多, 竞争较为激烈, 随着居民收入大幅增加, 消费升级引发厨电行业出现高低端分化现象, 消费者对产品性能、品牌以及外观设计的需求越来越高, 以欧式吸油烟机和嵌入式燃气灶为代表的高端市场迅速发展, 带动厨电市场增长。同时, 厨电产品不断创新升级带动了消费者的换购需求, 市场升级特征明显。

随着中国经济高速发展, 居民收入迅速增加, 2002 年至 2007 年, 城镇人均可支配收入跃升 2 倍, 代表家庭消费和投资能力的居民储蓄水平则扩大了 1.9 倍。收入增长从两方面促进厨电行业发展, 一方面增加配套厨电需求, 如经济发达地区初次购买厨电产品时消毒柜的配套比例越来越高; 另一方面, 随着居民收入增长, 改善性住房需求大幅增加, 选购厨电产品时, 品牌、外观、与室内装修整体品位的搭配往往成为消费者首先考虑的因素, 这将推动厨电高端产品需求持续增长。

图 15: 烟机市场零售量结构 (单位: %)

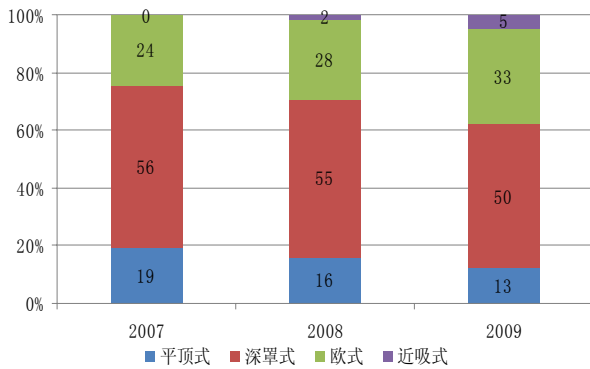


图 16: 国内吸油烟机价格走势 (单位: 元)

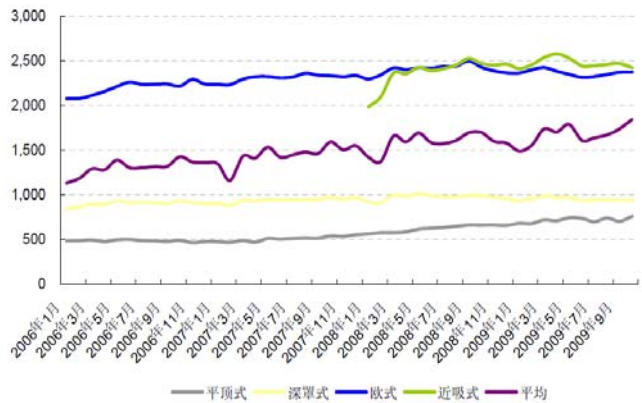


图 17: 燃气灶市场零售量结构 (单位: %)

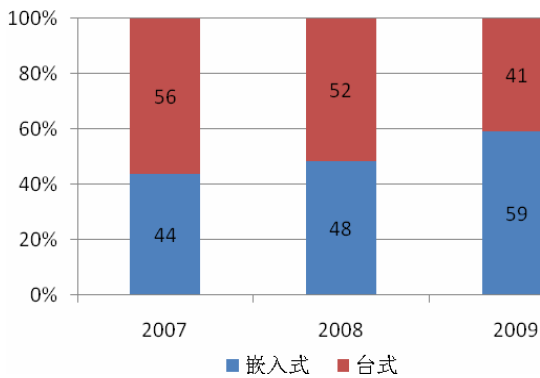
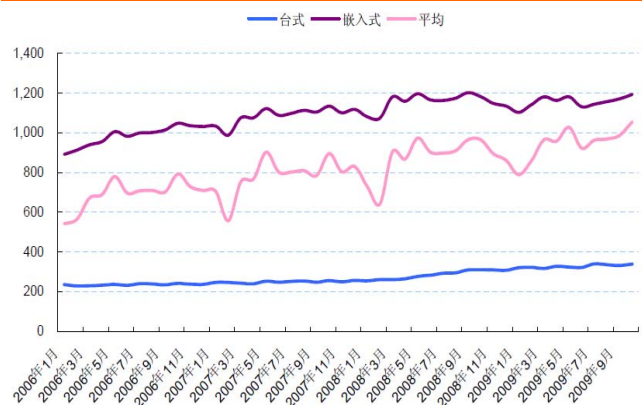
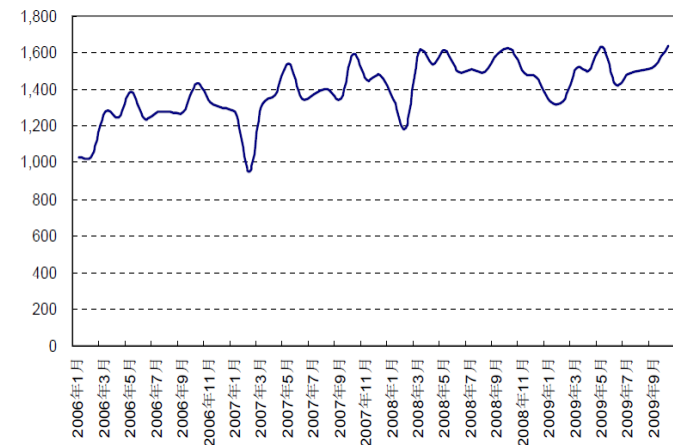


图 18: 国内燃气灶价格走势 (单位: 元)



资料来源: 公司公告, 中怡康, 中投证券研究所

图 19: 国内消毒柜价格走势 (单位: 元)



资料来源: 公司公告, 中怡康, 中投证券研究所

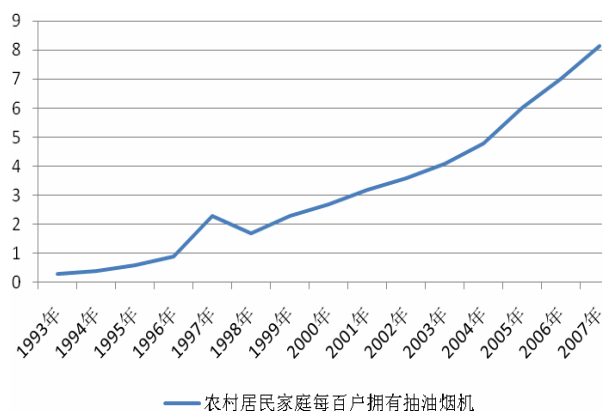
与消费升级相呼应的是精装修房的增长, 将会成为推动高端家电需求的另一个重要动力。国内主要城市地产销售上, 商品房精装修化的需求不断增加,

精装修房的趋势已明朗。无论从成本、精力、环保或服务等角度，精装修房将会逐步替代传统的毛坯房或简装房。目前我国住房精装修房比例相比国外发达国家仍有较大差距，从国内主要地产商的开发计划上看，未来也都要加大精装修住宅的开发、建设和推广力度。

### 3.4 农村市场处于起步阶段，未来增长空间巨大

三四级市场厨电产品保有量还处在较低水平，以吸油烟机产品为突破点，市场容量增长迅速。截止 2007 年，农村吸油烟机保有量不足 8%，随着城镇化建设以及新农村建设的蓬勃发展，未来农村市场将成为厨卫家电的重要增长点。灶具市场，在西气东输工程保障下，未来农村炊具市场增量不可小觑。

图 20: 农村吸油烟机保有量 (单位: 台)



资料来源: 国家统计局, 中投证券研究所

## 四、公司核心竞争力: 产品优势明显, 营销渠道完整

### 4.1 产品定位中高端, 顺应行业发展

经过二十余年的探索与发展,“老板”品牌已在厨电行业内确立了显著的品牌优势。公司产品定位中高端,凭借自身优秀的品牌优势和技术优势,在高端市场上享有较高份额,顺应行业增长趋势。

公司产品定价仅次于同行业中的方太和西门子。2010 年 1-5 月,欧式吸油烟机和嵌入式灶具市占率排名第一,分别达 15.5%和 10.7%,在消毒柜中市占率排名第二,为 13.9%,仅次于放于方太的 19.8%。



图 21: 2010 年 1-5 月吸油烟机市占率 (单位: %)

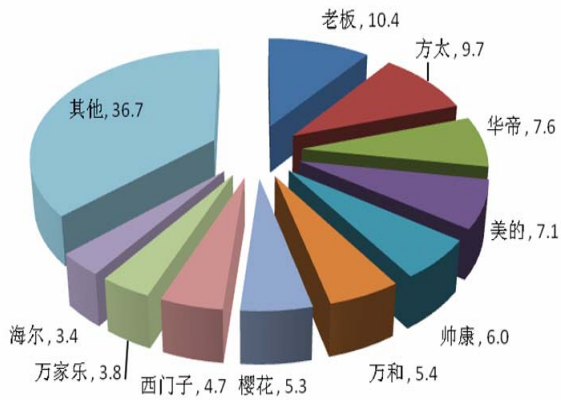
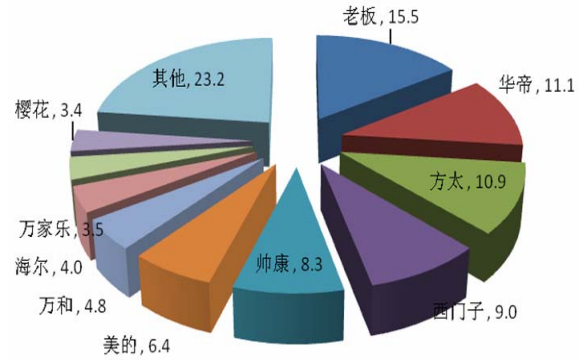


图 22: 2010 年 1-5 月欧式吸油烟机市占率 (单位: %)



资料来源: 公司公告, 中怡康, 中投证券研究所

图 23: 2010 年 1-5 月嵌入式灶具市占率 (单位: %)

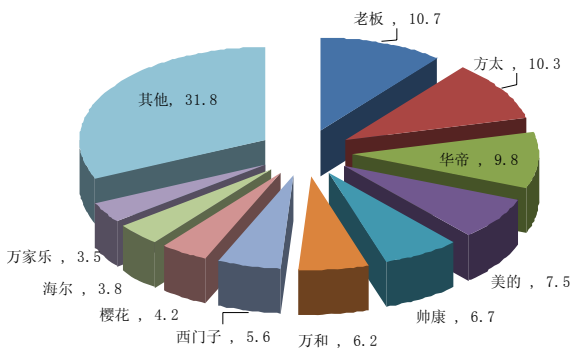
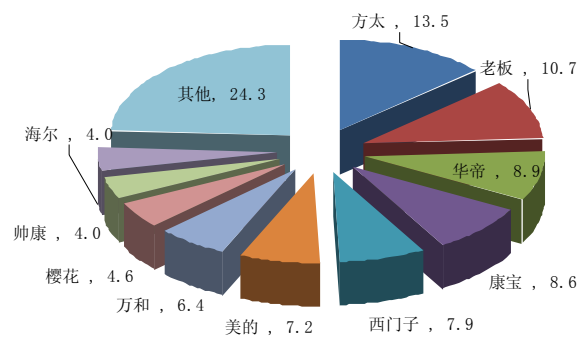


图 24: 2010 年 1-5 月消毒柜市占率 (单位: %)



资料来源: 公司公告, 中怡康, 中投证券研究所

公司产品定位中高端, 吸油烟机主要以高毛利的欧式为主, 燃气灶几乎全部为高端的嵌入式灶具, 产品结构优, 保证了较高的综合毛利率。2010 年上半年公司三项主要产品吸油烟机、燃气灶和消毒柜的毛利率分别为 53.4%、58.9%和 53.9%, 相比 2009 年略有下降, 主要受原材料价格上涨的影响。公司产品采取成本加法定价, 能有一定程度上抵御原材料价格波动, 预计未来高毛利能够保持。

图 25: 公司各产品毛利率 (单位: %)

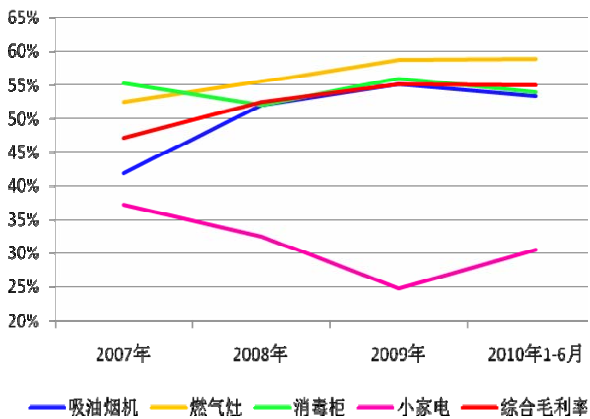
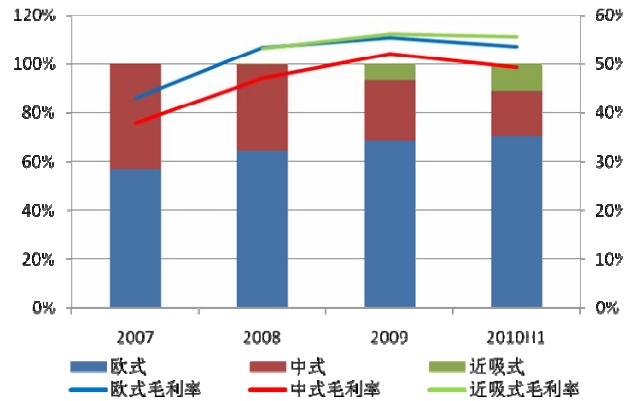


图 26: 公司吸油烟机毛利率及占比 (单位: %)



资料来源: 公司公告, 中投证券研究所

## 4.2 重视研发, 技术储备足

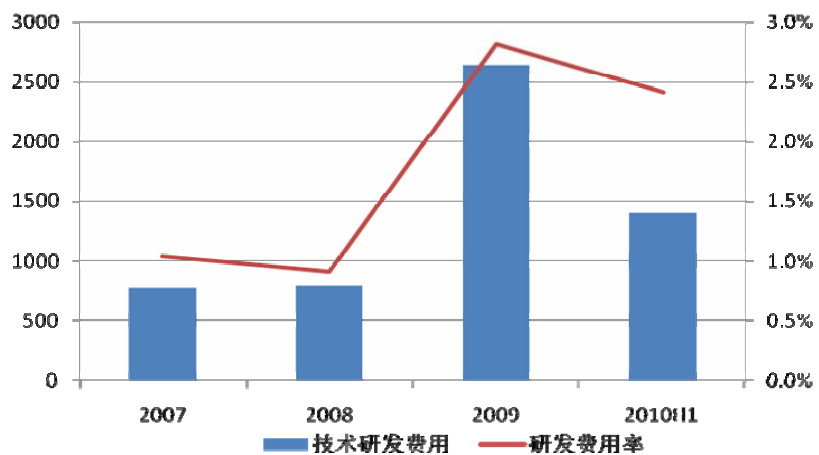
公司自设立以来一直坚持“科技领先”的发展战略, 逐步建立起以市场为导向的 IPD 产品开发流程。作为行业龙头企业, 公司一直处于行业新技术、新产品开发的前沿, 1988 年至今, 公司共计开发出 93 种型号的吸油烟机, 72 种型号的燃气灶和 21 种型号的消毒柜, 其中大部分产品已经成为公司主导销售产品及该类市场中的主流产品。

表格 6: 主要产品系列、型号及核心技术

系列产品	型号	拥有的核心技术
吸油烟机	5	28 “双劲芯技术”, 免拆洗 A++ 技术, 全无缝隙技术, 超低静音技术, 无线联控技术
燃气灶	3	19 主火中置专利技术、磁净化专利技术
消毒柜	3	6 独立双模技术和回形闭合式全效消毒专利技术

资料来源: 公司公告, 中投证券研究所

图 27: 研发费用及研发费用率 (单位: 万元, %)



资料来源: 公司公告, 中投证券研究所

### 4.3 完整营销体系

吸油烟机、燃气灶、消毒柜等厨电产品的消费群体是普通大众，因此，建立一个全面高效、反应迅速的营销体系是厨电企业成功经营的关键。目前公司拥有完整的销售体系，包括 50 个区域代理和北京、上海两家销售公司，合计终端数量 6000 多家。此外，公司还积极拓展工程采购和网络营销，建立市场快速反应机制。

目前，公司已经建立了以 KA、地方通路以及专卖店为主，工程采购、网络销售、橱柜专营店等新兴渠道相结合的终端渠道架构。随着终端渠道的逐渐丰富，公司的营销网络将不断完善，对单个终端销售渠道的议价能力亦将逐步提升。

截止 2010 年上半年，公司 KA 进店 873 家，进店率约 75%，未来计划增长到 80%以上，拥有专卖店数量 821 家，计划增加到 1500 家。工程精装修方面也在积极洽谈合作意向，目前已开始与雅居乐、合生以及金融街等地产公司签订合同并开始供货，预计未来精装修收入占收入比重将提升到 20%以上。

图 28: 公司营销渠道体系

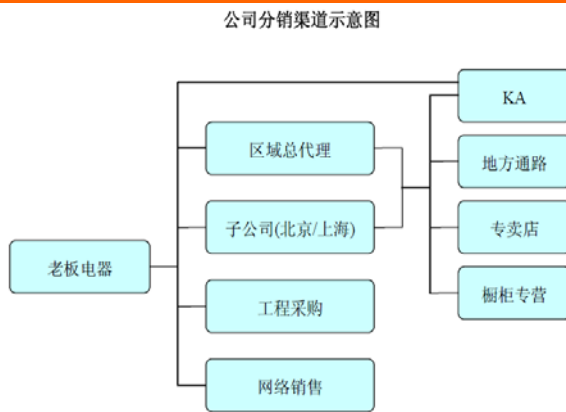
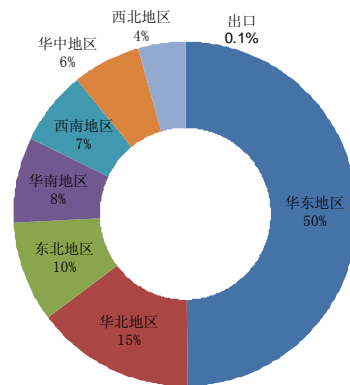


图 29: 公司销售主要区域



资料来源：公司公告，中投证券研究所

表格 7: 主要渠道收入贡献 (单位: %)

主要渠道	目前	计划 2-3 年
KA	49	36
地方通路	15	5
专卖店	14	20
橱柜家装	8	10
工程精装修	4	20
电子商务	4	8
其他	6	1
合计	100	100

资料来源：公司公告，中投证券研究所

公司的销售模式为代理制。通过采取股权设置、重点区域和重要渠道控制、独家代理、派驻人员等一系列措施对代理商进行管理，能偶有效降低了“委托—代理”成本，增强了营销网络的稳定性，提高了公司对代理商的议价能力，从而在最大程度上降低了上述问题发生的可能性，为公司长期稳定发展奠定了基础。

**表格 8: 主要渠道收入贡献 (单位: 万元, %)**

销售模式	结算方式	2007 年		2008 年		2009 年		2010H1	
		销售收入	占比	销售收入	占比	销售收入	占比	销售收入	占比
代销	向代理商开票	28,868	40%	22,862	27%	24,600	27%	17,284	31%
向终端渠道开票	通过子公司分销	15,576	22%	18,570	22%	19,797	21%	10,691	19%
	通过代理商分销	26,746	37%	42,051	49%	44,794	49%	25,621	45%
直销		1,151	2%	1,783	2%	2,965	3%	3,060	5%
	合计	72,341	100%	85,266	100%	92,155	100%	56,656	100%

资料来源: 公司公告, 中投证券研究所

**表格 9: 主要渠道毛利率 (单位: %)**

销售模式	结算方式	2007 年	2008 年	2009 年	2010H1
		毛利率	毛利率	毛利率	毛利率
代销	向代理商开票	41%	44%	46%	46%
向终端渠道开票	通过子公司分销	59%	63%	68%	68%
	通过代理商分销	45%	52%	54%	54%
直销		38%	43%	49%	49%
	合计	46%	52%	54%	54%

资料来源: 公司公告, 中投证券研究所

此外, 公司不断健全售后服务网络, 目前公司共有星级服务总站 52 家, 特约服务站 963 个, 已经覆盖全国所有销售区域, 确保 24 小时服务响应到位, 为客户提供及时、有效的周到服务。同时公司依托语音网络交换技术, 与专业服务供应商组建了 CRM 客户关系管理系统, 并在全国上线运营, 将全国近千个服务终端利用信息平台紧密连接在一起, 所有客户信息均实现共享, 无论客户身处何地, 均可享受统一、专业的星级服务。

#### 4.4 特有的股权激励体系

公司是家族式企业, 实际控制人任建华先生上市前直接或间接持有公司 72% 股权。但家族式企业并没有影响公司建立起一支优秀的管理团队和良好的约束激励机制。公司主要股东中, 金创、银创和合创公司, 分别由公司高管、销售代理公司、公司中层管理人员及技术骨干主要持股。

发行前金创公司持有公司 430 万股, 持股比例 3.58%, 其主要控股股东除任建华持有 69.19% 的股权外, 公司高级管理层王刚 (董秘、投资总监)、张国富 (财务总监) 和何亚东 (总经理助理) 合计持有 20.93% 的股权。金创公司主要为激励公司高管, 保证公司管理团队协调稳定。

发行前银创公司持有公司 357.5 万股, 持股比例 2.98%, 其主要股东为公司两家销售

公司和代理商的主要股东或负责人。目前公司销售主要通过代理制的形式，两家销售子公司以及各地销售代理负责区域的产品销售、专卖店开设以及市场拓展工作。销售公司以及代理商的工作勤勉度和忠诚度直接影响公司的销售情况。银创公司的设立主要通过参股公司，激励和保证销售公司和代理商的工作积极性和忠诚度，保证营销网络的稳定性。

发行前合创公司持有公司 312.5 万股，持股比例 2.6%，其主要股东为公司中层管理人员和技术骨干合计 30 余人，所任职部门涵盖了技术、研发、生产、财务、营销以及人力资源等公司主要功能部门。合创公司主要为激励和保证公司中层管理人员。

金创、银创和合创形成了公司特有的激励体系，能够充分调动各方积极性，统一公司主要参与者的利益，有利于公司联盟和激励公司主要利益相关体，保证公司稳定的经营环境和持续快速发展。

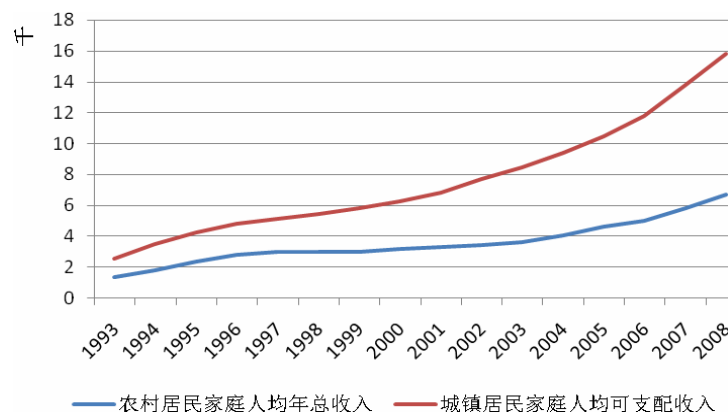
## 五、未来增长的主要看点

### 5.1 消费升级

经济持续稳定增长为厨电行业发展打下了坚实的基础。从上世纪 90 年代后，城镇居民和农村居民人均收入大幅增长。2002 年至 2007 年，城镇人均可支配收入跃升 2 倍，代表家庭消费和投资能力的居民储蓄水平则扩大了 1.9 倍。收入增长从两方面促进厨电行业发展，一方面增加配套厨电需求，如经济发达地区初次购买厨电产品时消毒柜的配套比例越来越高；另一方面，随着居民收入增长，改善性住房需求大幅增加，选购厨电产品时，品牌、外观、与室内装修整体品位的搭配往往成为消费者首先考虑的因素，这将推动厨电高端产品需求持续增长。

公司产品定位中高端，在高端欧式吸油烟机和嵌入式灶具市场占有率居行业第一，有一定的成本转嫁能力（以成本加成为主要的定价策略）。随着公司上市，老板电器的品牌形象和知名度将会得到进一步提升，能够最大程度分享行业消费升级带来的高端产品市场增长。

图 30：城镇、农村人均收入增长（单位：千元）



资料来源：公司公告，中投证券研究所

## 5.2 厨电行业集中度提升

消费升级带来全行业的增长机会。公司作为厨卫家电行业龙头，未来不仅能够充分享受行业增长带来的利润增长，更重要的是随着行业集中度的提高，能够超行业平均增速，抢占更多的市场份额。目前我国厨卫行业龙头市占率均不超过 10%，市场上竞争者众多，随着国家对产品标准、节能、环保的要求不断提高以及消费者更加追求产品的个性化和品质化，厨电行业的门槛越来越高，缺乏品牌影响力，综合实力较弱的厨电企业将逐渐被市场所淘汰，整个行业的集中度将不断提高，厨电行业将向规模化、品牌化、高端化和专业化的方向发展。这一趋势将有利于品牌知名度高、市场定位高端、专业化经营的厨电企业扩大市场份额。

目前公司吸油烟机产品和嵌入式灶具产品市占率居行业第一，消毒柜产品市占率居行业第三，处于厨电行业龙头位置，且高端产品竞争优势明显。公司作为行业龙头，一方面能够充分享受行业蛋糕做大后的增长，另一方面，依赖其在品牌、技术以及渠道上的优势，进一步扩大市场份额。

## 5.3 受益于精装修房需求增长

精装修房占比提升，直接带来厨卫家电厂商销售渠道的改变。从原来直接面向消费者转向地产承包商。从而品牌形象以及产品质量成为抢占精装修房市场的关键所在。

针对未来厨卫市场精装修房占比将会迎来持续大幅增长的趋势，公司专门成立工程采购部，发展多元化渠道。目前公司期间费用较高，销售费用率在 35% 以上，未来工程采购收入占比增加后，费用率有望有所降低。

## 5.4 农村市场蓬勃发展

2010 年 3 月，财政部和商务部印发《新增家电下乡补贴品种实施方案》，在原有家电下乡产品种类的基础上，增加了吸油烟机、燃气灶等厨电产品。列入家电下乡补贴产品将有效推动吸油烟机、燃气灶等厨电产品在三四级市场的增长。目前，已有 5 个省份发布了吸油烟机产品或燃气灶产品的公开招标文件，公司全部参与了上述 5 个省份的投标工作，且全部中标。

吸油烟机、消毒柜等厨电产品在三四级市场的户均拥有率还处在较低水平，未来增长空间巨大。公司也早已在三四级市场布局，积极拓展渠道商，迎接未来需求爆发后带来的高速增长。



## 六、IPO 强化竞争优势

本次 IPO 公司将募集资金人民币 9 亿元左右。公司发行前净资产不足 4 亿元，IPO 完成后，净资产将增加两倍，公司规模显著扩大，有充足的资金来扩充产能，加强技术改造，拓展市场，将有助于公司更好的发挥自身的品牌、技术和渠道优势，充分享受规模化优势，扩大领先优势，拉大与竞争对手的差距。随着厨卫家电市场集中度的提高，行业洗牌更有利于龙头企业抢占市场，公司市占率有望进一步提高。

1) 从过往历史经验来看，IPO 项目完成后公司品牌知名度和认可度都会有极大的提高。首先，公司上市融资的同时也相当于为公司做了一个免费的广告，比如当年苏宁、国美等公司，上市后公司知名度上升一个台阶，无形中为公司拓展了更多的市场。上市后，公司从一个家族式民营企业转变为公众公司，无论是公司品牌知名度还是品牌形象，都将会大大得到提升。特别是未来随着精装修房销售比重增加，工程采购收入比重也会越来越多。地产商以及承包商对品牌的关注远超过零售终端消费者，未来公司较高的销售费用率有一定下行空间。

图 31: 销售费用率对比 (单位: %)

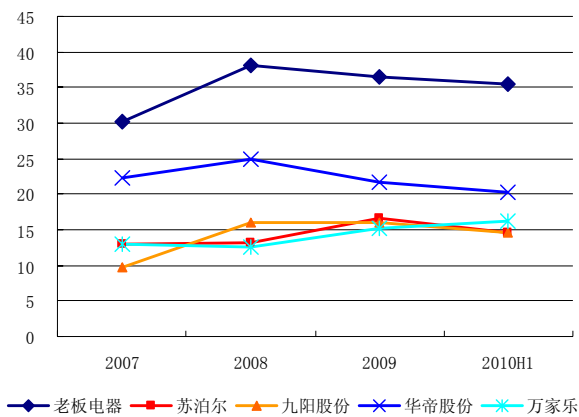
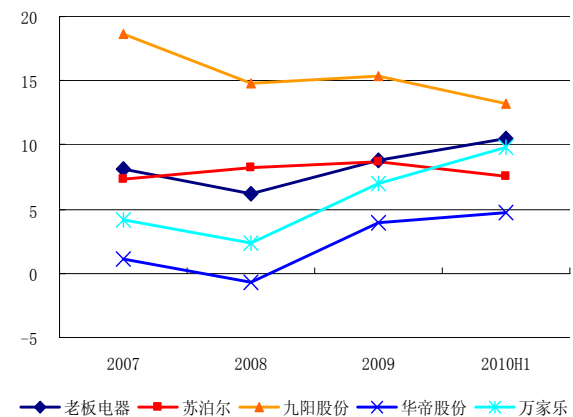


图 32: 销售净利率对比 (单位: %)



资料来源: WIND, 公司公告, 中投证券研究所

2) 融资完成后，公司能够更好的发挥自身的品牌和技术优势，充分享受规模化优势，扩大领先优势。规模化生产能够进一步降低公司产品的生产成本，同时，由于公司采购规模较大，部分核心原材料和零部件的供应商已与公司形成稳定的战略合作关系，规模优势在保证原材料和零部件供应数量和质量的同时，亦增强了公司的议价能力。

3) 目前公司采取代理制销售模式，代理商赊销比例较大，存货较多，存货周转时间较长。同时 KA 渠道收入占公司收入 45% 以上，由于下游大卖场议价能力较强，KA 付款周期也相对较长，一般在 8-12 月左右，造成公司应收账款周转率较低。代理制渠道模式要求公司有充足的资金保证，此次 IPO 完成后，公司拥有更强的资本实力，未来随着 KA 占比逐步降低，公司营运周转速度有望得到提升。

图 33: 存货周转天数对比 (单位: 天)

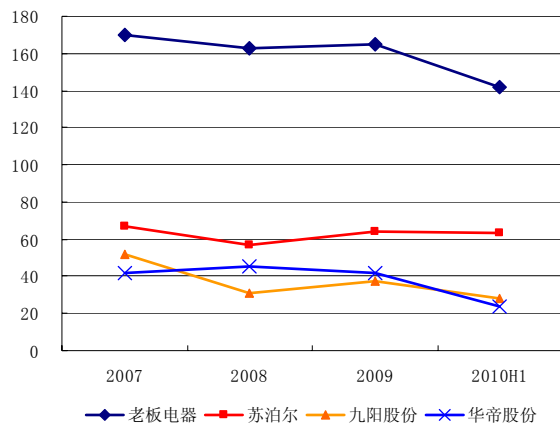
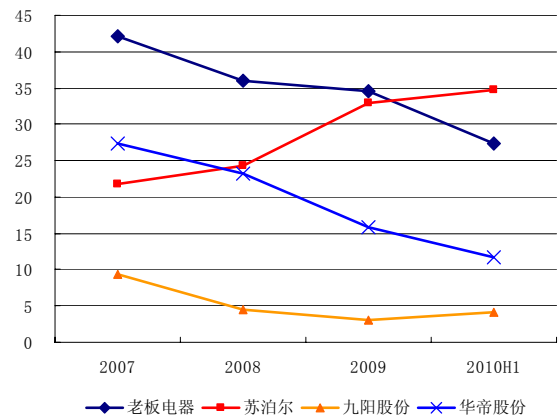


图 34: 应收账款周转天数对比 (单位: 天)



资料来源: WIND, 公司公告, 中投证券研究所

## 七、风险提示

公司经营可能面临的风险主要包括:

### 1) 地产调控带来地产市场波动

烟、燃、消具的消费需求主要产生于房屋购置后的厨房装修环节, 受房地产市场波动影响较大。近期政府不断加码地产调控政策, 虽然政策压制的是投资性需求, 自住型房地产需求影响有限。但总体而言, 房地产市场波动仍会对居民购买住房的时机和预期产生影响, 从而影响到厨电企业的销售。

### 2) 行业竞争加剧

目前我国厨卫行业市场集中度较低, 毛利水平较高, 吸引国内部分综合家电企业利用资金优势和销售网络优势进入厨电产品领域; 同时, 国外著名家电企业也纷纷在国内投资建厂, 进一步加剧了市场竞争。未来日趋激烈的市场竞争将成为行业常态。

### 3) 重要原材料价格波动

原材料在公司成本中所占比均在 85%以上, 比重较大。公司采取提前制定采购计划以及成本加成定价的方法能够一定程度上低于原材料价格波动影响公司毛利率, 但由于存在时间差, 公司仍面临原材料价格大幅波动带来的经营风险。

## 八、盈利预测和估值

表格 10: 盈利预测

科目(单位: 百万)	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	934	1,229	1,634	2,223
营业收入增长率	8%	32%	33%	36%
二、营业总成本	840	1,080	1,439	1,966
其中: 营业成本	420	564	786	1,120
毛利率(简单测算)	55.1%	54.1%	51.9%	49.6%
营业税金及附加	11	13	16	20
销售费用	340	424	546	692
销售费用率	36.4%	34.5%	33.4%	31.2%
管理费用	70	76	96	128
管理费用率	7.5%	6.2%	5.9%	5.8%
财务费用	-1	3	-7	1
资产减值损失	0		2	5
加: 公允价值变动收益				
投资收益及其它				
三、营业利润	94	149	195	257
加: 营业外收入	1	3	3	4
减: 营业外支出	1	1	2	2
四、利润总额	94	151	196	259
减: 所得税费用	13	23	29	39
综合所得税率	13.8%	15.0%	15.0%	15.0%
五、净利润	81	128	167	220
归属于母公司净利润	81	128	167	220
净利润率	8.7%	10.4%	10.2%	9.9%
少数股东损益	0	0	0	0
六、总股本	120	160	160	160
七、每股收益:	0.68	0.80	1.04	1.38
净利润增长率	47.1%	57.9%	30%	32%

资料来源: 公司公告, 中投证券研究所

按照发行后 1.6 亿元股本, 我们预计公司 2010 年、2011 年和 2012 年 EPS 分别为 0.80、1.04 和 1.38 元。按照 2011 年 30 倍 PE 估值, 公司合理价值在 31.20 元左右。

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在  $\pm 10\%$  以内  
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 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市场指数 5%以上  
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 研究团队简介

袁浩然, 中投证券研究所家电行业研究员, 工学学士, 金融学硕士, CPA, 4 年会计师事务所审计工作经验, 3 年家电行业工作经验。

主要研究覆盖公司: 美的电器、格力电器、青岛海尔、小天鹅 A、苏泊尔、美的电器、海信电器、三花股份、浙江阳光、佛山照明、德豪润达。

郝雪梅, 中投证券研究所家电行业研究员, 南京大学管理学学士、硕士。多年咨询工作经验, 曾在国际知名金融咨询机构工作。

## 免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。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, 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和信息, 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。

## 中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

### 深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编: 518048  
传真: (0755) 82026711

### 北京

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

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼  
邮编: 200041  
传真: (021) 62171434