

## 定位高端 深耕渠道

### ——老板电器（002508）2010年业绩快报点评——

买入

#### 事件:

- 老板电器1月17日发布业绩快报,预计2010年公司实现营业总收入1,231,597,065.37,同比增长31.84%。归属于上市公司股东的净利润134,701,069.58,同比增长64.61%,基本每股收益0.84(元)。高于预期。

#### 点评:

- 公司所处行业具有刚性需求且发展前景良好

公司所处厨电行业逐渐向品牌化、高端化方向发展。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。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,但相对于其他家用电器企业,利润率始终保持较高水平。厨电市场容量总体保持稳定快速增长。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,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,将为国内吸油烟机、燃气灶及消毒柜等厨电产品提供广阔的市场前景。

公司主营业务为吸油烟机、燃气灶及消毒柜三大类厨房大家电的研发、生产和销售,主营业务占收入比重90%以上。2003-2009年,公司连续7年吸油烟机全国市场占有率第一、燃气灶全国市场占有率前三。2007年、2008年、2009年及2010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91.79%、93.00%、94.40%及95.52%。由于烹饪习惯的不同,国内厨电产品市场相对独立。一方面出口较少,没有强势OEM厂商;另一方面,国内市场除西门子外均为国内品牌,国内品牌占据高端位置。以一二级市场及更新需求为主导的市场存在显著的高端化趋势。老板电器竞争优势明显。从总体上看,占据较大市场份额的是具备品牌优势和专业研发优势的专业厨电企业,这一趋势在高端市场更为明显。通过长期在厨电行业的精耕细作,公司作为专业厨电企业积累了大量关于厨电产品研发、生产和销售的专业经验,在品牌认知度、产品研发以及对行业发展趋势的把握方面远远领先其他厨电生产企业,竞争优势明显。在充分认识行业竞争状况的同时,公司一直坚持中高端的品牌定位,目标行业龙头。从零售市场价格分布数据来看,公司的中高端品牌地位已经树立。从产品定位来看,目前只稍低于西门子和方太。

#### 分析师

李辉  
执业证号: S1250511010001  
电话: 010-57631229  
邮箱: lihui@swsc.com.cn

#### 市场表现

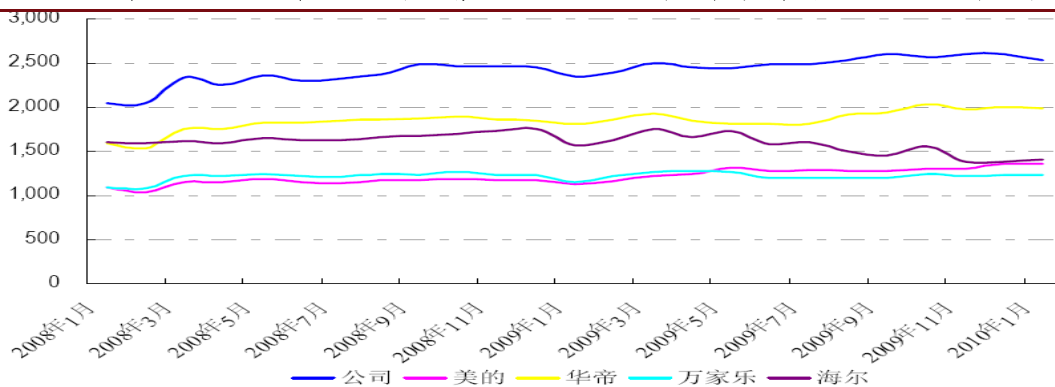


资料来源:西南证券研发中心

#### 市场数据

股价(2011年3月7日收盘价)	35.45 元
6个月目标价格	39.00 元
总股本	1.60 亿
流通A股	3200 万
市值	56.34 亿
主要股东	广东美的电器股份有限公司

图 1: 2008 年 1 月至 2010 年 1 月公司主要产品吸油烟机终端市场平均销售价格与同行业上市公司同类产品对比



资料来源: 公司招股书

### ● 公司“烟灶消”三大类当家产品市场占有率名列前茅

公司加大产品研发, 努力开发适合市场的新产品。同时由于公司进一步调整了产品结构, 高毛利率产品占比有所提升, 加上公司严格控制生产成本与销售费用, 使得利润比收入实现了更高的增长比例。由于公司的高端定位, 使得公司产品在同类产品中终端价格较高, 避免了在低端领域的激烈竞争。目前整个吸油烟机零售额增速 9.21%, 高端机零售额增速 17.52%, 嵌入式燃气灶零售额增速 15.62%、消毒柜增速为 3.58%。公司凭借较高的品牌知名度和高端商品结构特点, 充分分享行业的成长空间。

吸油烟机分为欧式、中式和近吸式。欧式机目前已经得到消费者的认可, 代替中式机成为市场的主流产品。老板电器目前以欧式机为主。根据中怡康数据, 2007 年、2008 年、2009 年国内吸油烟机零售量分别为 1,065.2 万台、986.4 万台、1,062 万台, 零售额分别为 108.72 亿元、115.28 亿元、137.08 亿元。2005 年至 2009 年, 国内吸油烟机市场零售额年复合增长 9.21%, 零售额稳定增长得益于以欧式机为代表的高端产品市场份额迅速扩大。公司产品以市场为导向, 2007 年、2008 年及 2009 年, 欧式机销售量占公司吸油烟机总销量的比例分别为 56.87%、64.69% 和 68.61%, 产品结构进一步高端化。据中怡康数据显示, 2010 年上半年在排名前十的畅销型号中, 老板有三款产品, 分别是 CXW-200-8310, CXW-200-6100, CXW-200-8210, 2010 年上半年油烟机市场的价格与 09 年相比基本没有太大的波动, 零售价超过 2000 元的品牌依然只有方太、老板、帅康、德意、西门子等七大品牌。受益于消费升级, 嵌入式燃气灶需求旺盛, 市场份额迅速增长, 2009 年, 嵌入式燃气灶占整个燃气灶市场份额已经超过 80%。根据中怡康数据, 2005 年至 2009 年, 嵌入式燃气灶零售额年复合增长率达到 15.62%, 而同期燃气灶市场年复合增长率为 10.36%。目前, 公司燃气灶产品全部为嵌入式燃气灶。公司在消毒柜领域拥有“独立双模技术”、“回形闭合式全效消毒技术”等核心技术。根据中怡康时代对国内 333 个城市 3,085 家门店的监测数据, 2009 年, 在以嵌入式消毒柜为代表的高端市场, 公司市场占有率排名行业第二。

### ● “高举高打”的运营模式及多元化代销渠道, 保障公司快速扩张

公司进一步加大渠道结构调整, 努力开拓如工程、专卖店、网络及电视购物等新兴渠道。公司新兴渠道占比提升, 住房精装修和电子商务也将是公司重点拓展的新型渠道。预计未来 3 年公司精装修渠道的销售比例将由目前的 4% 提高至 15%。对于精装修房工程渠道, 公司目前已与恒大、珠江等房地产企业合作, 预计 2010 年有望完成 5 万套(烟+灶), 2011 年合作有

望拓展到万科、招商、绿城等大型房地产商，工程渠道销售有望持续翻番。公司销售收入的95%为代销。在这种模式下，公司承担了较大的存货与资金压力，但同时也赋予了公司快速扩张的可能性，公司的终端渠道结构中，大约50%是KA，地方家电商场百货及专卖店分别占15%左右，工程精装修4%。

图 2: 公司销售渠道结构



资料来源 招股说明书

公司 KA 进店率由 75% 提升到 80%。进店数量由目前的 1873 家提升到 2400 家，增长 20% 以上。专卖店数量翻番。近两年公司大力发展专卖店渠道，09 年底达到 520 家，目前已经有 821 家。公司目标是到 2011 年，实现 10 家旗舰店，100 家形象店与 1000 家普通专卖店的目标。公司迅速开设专卖店的能力较强，主要源于公司代销模式使经销商风险很低，及家族式企业的执行力。目前公司专卖店成活率已达到 90%。

### ● 多渠道销售降低对单一渠道的依赖，提升公司议价能力

公司计划到 2013 至少与其中 10 家企业建立战略合作关系。前公司在一二级市场的渠道覆盖率约 80%，销售收入贡献率约为 65%；三四级市场的渠道覆盖率约 55%，销售收入贡献率约为 35%。随着我国城镇化程度的不断提高，三四级市场消费者的购买力日益增强。在未来三到五年内，公司一二级市场渠道覆盖率预期可提升至 90%，三四级市场渠道覆盖率预期可提升至 80%，渠道覆盖率的提升将为公司产品销售规模带来较大的增长空间。渠道覆盖率的提升将有效拉动公司的销售增长。

### ● 风险提示

原材料价格波动风险:存货潜在风险。

### ● 盈利预测

预计公司 2010 年、2011 年、2012 年归属于母公司净利润为 1.35 亿元、1.77 亿元、2.07 亿元。对应每股收益为 0.84 元、1.106 元、1.29 元。6 个月目标价 39 元。给予买入评级。

## 盈利预测 (人民币 百万元)

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	934	1232	1579	2021
营业成本	420	548	764	1014
营业税金及附加	11	14	17	21
销售费用	340	443	529	635
管理费用	70	74	99	121
财务费用	-1	1	1	1
资产减值损失	0	0	1	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	2	0	0
营业利润	94	153	201	239
营业外收入	1	2	2	2
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	94	155	204	242
所得税	12	20	27	35
净利润	82	135	177	207
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	82	135	177	207
EPS (元)	0.51	0.84	1.106	1.29

## 西南证券投资评级说明

---

**西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避**

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -10% 以下

**西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市**

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5% 以下

## 免责声明

---

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

**西南证券研究发展中心**

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编：100140

电话：(010) 57631232/1230

邮箱：market@swsc.com.cn

网址：<http://yf.swsc.com.cn/>