



家用电器业/可选消费品

老板电器 (002508)

三年再造一个老板，多品牌运营扩张空间

——老板电器 2010 年报暨业绩说明会点评

方馨
021-38676685
fangxin@gtjas.com
S0880511010048

本报告导读:

三年再造一个老板，2013 年收入 30 亿元；多品牌经营扩张市场空间。规划可实现度高。甘肃市场蝉联第一。2011-2013 年 1.10 元、1.44 元与 1.89 元，维持“谨慎增持”。

投资要点:

- **2010 年度业绩较为理想。**营业收入 12.32 亿元，同比增长 31.8%。净利润 1.34 亿元同比增长 64.2%。每股收益 0.84 元。1.销量符合预期，产品结构稳定。2.利润率进一步提升，源于营业费用率下降。3.优势地区继续保持，攻坚战有一定成果，出口市场有突破。
- **三年再造一个老板，2013 年单品牌收入 30 亿元。**目标: 1.2013 年吸油烟机品牌份额 20%，高端 50%。2. 实现利润 3 个亿。生产成本还有 3-4 个点压缩空间。规划: 1.渠道拓展，KA 与专卖店每年各增加 400 家左右，大力开拓新兴渠道。2. 产品研发坚持高端化，向嵌入式烤炉蒸汽炉微波炉等高端品类延伸。
- **多品牌经营扩张市场空间。**1.低端子品牌名气已运作，2010 年终端 700 多家，销售 3000 万元，净利率 10%。5 年目标销量 20 万套。2. 拟与外资品牌合作开拓更高端品牌，公司坚持合作的控股地位。
- **结合厨电行业看，公司规划目标实现度高。**2013 年 30 亿元若都内销，对应烟灶销量份额约 5%、销售额份额略超 10%。2010 年销量与销售额份额分别为 3.5%与 7%。从中怡康份额数据看，吸油烟机销量份额每年需上升 1.7 个百分点，将受益于欧式烟机占领市场。
- **甘肃市场蝉联第一得益于市场开拓先机与超强营销队伍。**在管控型代理制下，经销商对公司政策执行坚决，二三级市场开拓进展确定。
- 一季度增长约 30%。3-4 月环比回暖，二季度预期较低，或超预期。
- 看好新兴渠道与三四级市场高端需求，春节后出厂价已涨。预测 2011-2013 年 EPS 1.10 元、1.44 元与 1.89 元，维持“谨慎增持”。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	934	1,232	1,633	2,174	2,903
(+/-)%	7.8%	31.8%	32.6%	33.1%	33.5%
经营利润 (EBIT)	93	149	189	256	343
(+/-)%	49.3%	60.3%	26.3%	35.7%	34.0%
净利润	82	134	175	231	303
(+/-)%	51.1%	64.2%	30.4%	31.7%	31.1%
每股净收益 (元)	0.51	0.84	1.10	1.44	1.89
每股股利 (元)	-	0.30	0.33	0.43	0.57

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2011A	2012A
经营利润率 (%)	10.0%	12.1%	11.6%	11.8%	11.8%
净资产收益率 (%)	19.4%	9.8%	11.7%	13.9%	16.2%
投入资本回报率 (%)	32.8%	43.4%	40.5%	40.7%	38.5%
EV/EBITDA	37.6	24.2	19.4	14.2	10.5
市盈率	65.6	40.0	30.6	23.3	17.7
股息率 (%)	0.0%	0.9%	1.0%	1.3%	1.7%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 谨慎增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: 40.00

上次预测: 40.00

当前价格: 33.55

2011.04.15

交易数据

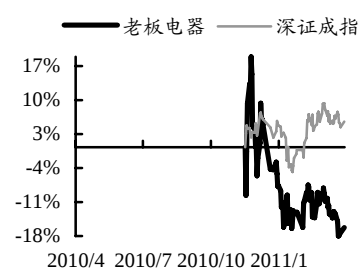
52 周内股价区间 (元)	31.70-51.98
总市值 (百万元)	5,368
总股本/流通 A 股 (百万股)	160/40
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	25%
日均成交量 (百万股)	2
日均成交值 (百万元)	61

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,371
每股净资产	8.57
市净率	3.9
净负债率	0%

EPS (元)	2010A	2011
Q1		0.20
Q2		0.29
Q3	0.21	0.27
Q4	0.25	0.34
全年	0.84	1.10

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-5%	-7%	0%
相对指数	-3%	-9%	-4%

相关报告

《强调收入高增长的确定性与盈利弹性》
2011.03.04
《中高端厨电生产商，市场整合空间大》
2010.11.08

模型更新时间: 2011.04.15

股票研究

可选消费品

家用电器业

老板电器 (002508)

评级: **谨慎增持**

上次评级: 谨慎增持

目标价格: **40.00**

上次预测: 40.00

当前价格: 33.55

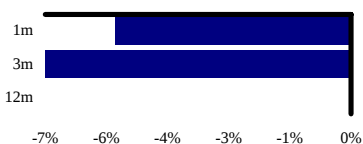
公司网址

www.robam.com

公司简介

公司是国内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。公司主要致力于厨房电器产品的研发、生产和销售,主要产品包括吸油烟机、燃气灶、消毒柜,以及电压力煲、电磁炉、电热水壶、食品加工机等配套厨房小家电产品。公司行业内终端渠道构成完整,建立了以市场为导向的 IPD 产品开发流程,同时拥有稳定的员工和代理商。公司凭借雄厚的技术实力和领先的市场地位,产品和品牌获得了包括“中华人民共和国质量银奖”、“中国名牌产品”、“中国驰名商标”、“亚洲品牌 500 强”

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

31.70-51.98

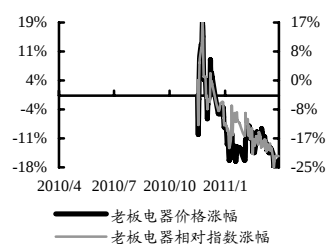
市值 (百万)

5,368

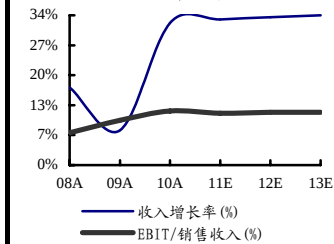
财务预测 (单位: 百万元)

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
损益表						
营业收入	866	934	1,232	1,633	2,174	2,903
营业成本	413	420	559	761	1,022	1,381
税金及附加	6	11	12	17	22	29
营业费用	331	340	421	549	720	946
管理费用	58	70	90	118	154	203
EBIT	62	93	149	189	256	343
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	6	0	0	0	0	0
财务费用	1	-1	-3	-11	-8	-5
营业利润	62	94	152	200	265	348
所得税	10	12	22	29	38	49
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
净利润	54	82	134	175	231	303
资产负债表						
货币资金、交易性金融资产	64	175	1,075	1,093	1,114	1,100
其他流动资产	330	364	472	635	849	1,141
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产合计	74	70	99	144	211	333
无形资产及其他资产	26	39	38	37	36	34
资产合计	495	648	1,684	1,909	2,210	2,608
流动负债	155	227	313	415	554	741
长期负债	0	0	0	0	0	0
股东权益	340	422	1,371	1,494	1,655	1,867
投入资本(IC)	276	247	296	400	541	767
现金流量表						
NOPLAT	52	81	128	162	220	295
折旧与摊销	10	9	10	10	16	24
流动资金增量	(135)	37	(21)	(61)	(75)	(105)
资本支出	0	(17)	(38)	(53)	(81)	(145)
自由现金流	(73)	110	79	58	79	69
经营现金流	(75)	127	119	113	163	217
投资现金流	4	(17)	(38)	(53)	(81)	(145)
融资现金流	(26)	1	(45)	(41)	(61)	(86)
现金流净增加额	(96)	111	37	19	21	(14)
财务指标						
成长性						
收入增长率	17.3%	7.8%	31.8%	32.6%	33.1%	33.5%
EBIT 增长率	-25.3%	49.3%	60.3%	26.3%	35.7%	34.0%
净利润增长率	-10.1%	51.1%	64.2%	30.4%	31.7%	31.1%
利润率						
毛利率	52.4%	55.1%	54.6%	53.4%	53.0%	52.4%
EBIT 率	7.2%	10.0%	12.1%	11.6%	11.8%	11.8%
净利润率	6.3%	8.8%	10.9%	10.7%	10.6%	10.4%
收益率						
净资产收益率(ROE)	15.9%	19.4%	9.8%	11.7%	13.9%	16.2%
总资产收益率(ROA)	10.9%	12.6%	8.0%	9.2%	10.4%	11.6%
投入资本回报率(ROIC)	19.0%	32.8%	43.4%	40.5%	40.7%	38.5%
运营能力						
存货周转天数	165	167	144	139	140	140
应收账款周转天数	38	36	27	23	23	23
总资产周转天数	191	223	346	402	346	303
净利润现金含量	(1.38)	1.56	0.89	0.65	0.71	0.72
资本支出/收入	0%	2%	3%	3%	4%	5%
偿债能力						
资产负债率	31.3%	34.9%	18.6%	21.8%	25.1%	28.4%
净负债率	-18.8%	-41.6%	-78.4%	-73.2%	-67.3%	-58.9%
估值比率						
PE	99.1	65.6	40.0	30.6	23.3	17.7
PB	11.8	9.5	2.9	2.7	2.4	2.2
EV/EBITDA	53.5	37.6	24.2	19.4	14.2	10.5
P/S	4.65	4.31	4.36	3.29	2.47	1.85
股息率	0.0%	0.0%	0.9%	1.0%	1.3%	1.7%

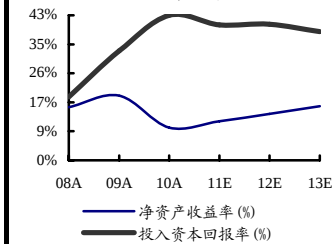
股票绝对涨幅和相对涨幅



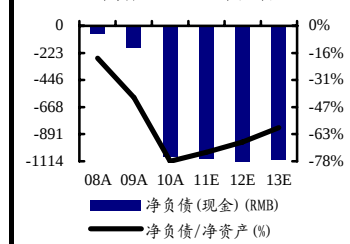
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



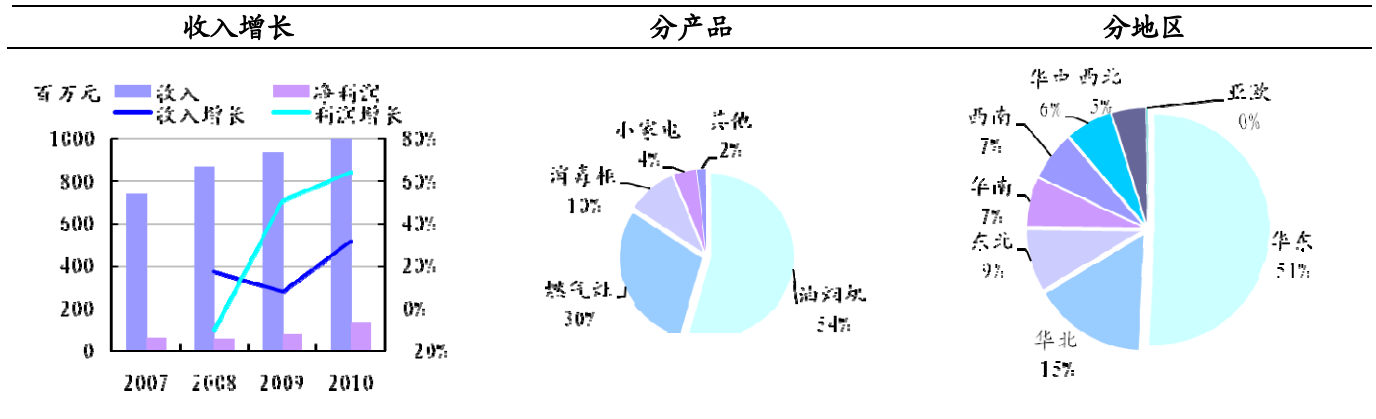
1. 2010 年度业绩较为理想

1.1. 收入增长均衡

老板电器 2010 年实现营业收入 12.32 亿元, 同比增长 31.8%。营业利润 1.52 亿元, 净利润 1.34 亿元, 同比分别增长 61.9%与 64.2%。每股收益 0.84 元, 符合业绩预告。

- **产品结构稳定。**吸油烟机与燃气灶仍为主导产品, 收入占比分别维持在 54%与 30%。消毒柜与小家电略有变动, 收入占比分别为 10%与 4%, 收入增长分别为 39%与 4%, 显示消毒柜市场需求逐步释放、配套率提升。
- **销量符合预期。**油烟机、燃气灶和消毒柜分别销售 55.1 万台、49.8 万台与 9.3 万台, 同比增长分别约 28%、34%与 54%, 符合预期。
- **华东区优势保持, 部分薄弱地区突破。**合并抵消后华东区收入仍超过 6 亿元, 增长超过 30%, 占主营业务比重超过 50%, 得益于公司在传统优势地区江浙沪的占有率进一步提升。华中和西南地区销售分别增长 59%与 44%, 得益于部分省份攻坚战取得成果。国内其他地区收入增长平均 20%, 亚洲出口取得突破。
- **收入抵消主要源于上海与北京销售子公司合并。**上海与北京老板分别实现收入 1.63 亿元与 0.88 亿元, 利润总额分别为 207 万元与 101 万元, 净利润分别为 122 万元与 71 万元。这使得华东与华北区合并收入共抵消 1.33 亿元, 基本相当于两个子公司的销货成本。

图 1: 2010 年老板电器收入变化



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

1.2. 年度利润率继续提升

2010 年综合毛利率下降 0.5 个点至 54.6%, 但净利率提升 2.1 个点至 10.9%, 在前两年大幅提升的基础上继续显著上升, 体现了较大的业绩弹性。

- **毛利率下降 0.5 个点, 源于: 对终端直接开票比例下降、原材料价格上涨。**分产品看, 油烟机与消毒柜毛利率下降较显著, 小电毛利率大幅提升。分区域看, 增长最快的华中、西南与华东地区中, 仅华中毛利率略有下降, 反映增长较为良性; 东北、华南与华北地区毛利率有所下降, 未来有望回升。
- **营业管理费用率分别下降 2.2 与 0.2 个百分点。**公司 2010 年策略较

为平稳, 未显著加大广告促销等投入; 终端开票比重也带来费用率下降。销售费用的主要增量来自广告、进场与展台装饰费, 同比增加 5962 万元; 对应广告、进场与展台装饰支付现金同比增加 6682 万元。因行业竞争加剧, 今年广告宣传等投入增加将比较显著。管理费用除研发外, 控制比较好。期间费用率还有进一步压缩空间。

- 下半年净利率 11.2%, 同比略降 0.2 个点, 源于毛利率降 0.2 个点、营业费用率升 0.6 个点。原材料价格上涨有一定影响, 但春节后出货价已上调。

1.3. 产能与渠道建设稳步推进

截至年底, 公司共有 6500 个销售终端。其中:

- KA 进店 2000 多家, 进店率 74% 基本维持。
- 专卖店 1100 家, 比 2009 年底新增 580 家, 三季度为 821 家。之前提出的 2011 年底“千店计划”将提前完成。
- 子品牌名气独立发展了 700 多家销售终端, 主要是三四级市场小型渠道, 不在这 6500 家的范围内。

募投项目稳步推进, 技改项目产能已提前投产。

- 因先租用厂房完成技改项目, 15 万台吸油烟机技改已提前完成。
- 100 万台厨房电器项目厂房已结顶, 预计 8 月竣工、12 月试产, 2012 年可达产 80%。

2. 三年再造一个老板, 多品牌经营扩张空间

2.1. 一季度增长超行业, 下半年预期较好

独特代理制使得公司一季度增长仍较平稳。以滞后 1 个月的入账期测算, 一季度销售增长有望达到 30%。

- 从终端看, 春节后厨卫电器行业销售比较清淡。但公司一季度收入基本为去年 12 月-今年 2 月的终端销售, 除 2 月外销售增长都比较好, 份额全面超过方太, 估计一季度仍可保持 30% 左右增速。
- 从渠道看, 部分经销商因房地产调控而预期谨慎, 春节后明显收缩进货。这对采取经销制的厂商有一定负面影响。

二季度销售回暖初现, 收入增长预期 20%-25%; 下半年预期较好。整体来看, 公司给各地经销商下达的 30%-40% 增长目标, 经销商较有信心。商品房销售短期影响较小, 但二手房成交量下降有一定负面影响。

- 3 月公司 KA 渠道销售增长 20% 左右, 比 2 月有明显回暖; 三四级市场增长应更快。“315”及清明假期销售都大幅好于去年同期。
- “51”销售增长起到关键作用, 期房逐步交房使得需求有支撑。甘肃市场去年“51”销售额占全年近 6%, 占二季度收入应超过 20%。
- 下半年增长预期较好。有望实现 30% 以上增长。1. 2010 年下半年收入增长 20.2%, 净利润增长 18.8%, 基数较低。2. 下半年期房交房更为集中, 同时 2010 年下半年开发的渠道网络也将见到成效。3. 房地产精装修订单集中于下半年交货。去年精装修工程渠道销售 5 万台, 今年恒大地产业意向就有 8 万台, 估计工程翻番有望。

2.2. 三年再造一个老板，单品牌收入 30 亿元

公司在年初博鳌经销商大会上提出了“三年再造一个老板”的战略目标。到 2013 年，老板品牌收入目标 30 亿元。**经营宗旨：立足高端，稳健经营，发挥资本市场力量，保证连续利润水平。**

- 坚持高端品牌定位，加大高端产品的研发及销售比重。2013 年吸油烟机品牌份额 20%，高端市场份额达到 50%。
- 渠道收入结构目标：KA 39%，地方家电百货 6%，专卖店 20%，橱柜 11%，工程 13%，电子商务 9%，其他 2%。
- 利润目标：2013 年实现利润 3 个亿。通过渠道优化、成本控制和管
理升级，实现净利率的稳定和积极提升。目前生产成本还有 3-4 个
点的压缩空间。

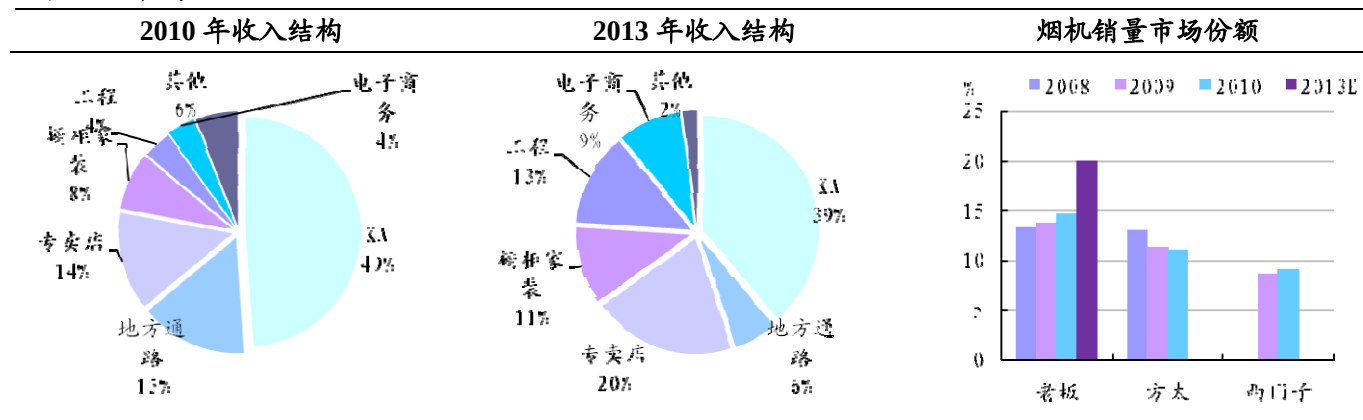
为实现“三年再造一个老板”的目标，渠道发展规划：

- KA 进店每年将新增 300-400 家，到 2013 年达到 3000 家。专卖店 2011 年底达到 1400-1500 家，2013 年达到 2500 家。
- 大力拓展工程与电子商务渠道。总部已成立电子商务部，在代理商也有对应部门。2010 年工程销售 5 万台，2013 年将增至 29 万台。
- 进一步提高单店效率。期望 KA 单店销售由 2009 年的 65 万元上升到 2013 年的 85 万元。

产品规划：

- **烟灶消继续高端化方向。**今年吸油烟机实现了排风量与噪音的同时改进，侧重 4000 元以上的高端新品开发。燃气灶将全面实现 58% 以上的热效率（市场平均为 52%），达到国家节能标准，下半年推出的大气式燃烧产品热效率可达 62%。
- **产品延伸大方向为嵌入式厨房电器。**去年已推出“跨界 i5 套装”，除烟灶消外还包括嵌入式烤箱和蒸汽炉。嵌入式厨房电器将成为未来产品延伸主要方向，今年将开始丰富产品型号。
- **小电实施差异化竞争。**坚持高端定位，在工业设计、功能和渠道方面追求高端，争取进入高端百货渠道与公司大电柜台。

图 2：3 年战略目标



数据来源：公司公告，中怡康，国泰君安证券研究

2.3. 启动多品牌经营，持续扩张可期

厨房大电市场分割较为明显，高端产品与低端产品价格差异非常大。这使得行业竞争格局的变化与其他家电不同：历史上的行业洗牌，并未使得企业数量减少，而是越来越多。仅广东一带有一定规模的厨房大电 OEM 厂商就达到 600 家。

为实现规模持续扩张，必须切入老板品牌覆盖范围之外的市场空间。近 3 年的经营规划重点仍在老板品牌，但公司已开始尝试多品牌经营，多品牌扩张思路已较为明确。

- **低端子品牌名气已开始运作。**成立独立部门运作名气子品牌，覆盖三四级市场，2010 年已发展 700 多家终端网点，实现 3000 万元销售额。销售毛利率 43%、净利率 10%；渠道一级加价 20%，二级加 50%。名气品牌定位为经久耐用的厨房电器，强调性价比、稳定性与寿命，在产品系列上与老板品牌有显著区分。在 2010 年品牌营销会议上曾提出五年目标：打造大众化经久耐用厨电的第一品牌，建设 500 家名气专卖店，年销售量 20 万台，市场占有率进入前 5 名，携手老板占据 30% 以上市场份额。
- **拟与外资品牌合作进入更高端领域。**将采取合资方式合作，公司要求掌握控股权。外资品牌可树立更高端品牌形象，对于工程渠道销售和价格很有帮助。此外，公司在嵌入式烤炉等产品中有望引进国外生产线，并采用国外品牌。

2.4. 从行业角度看公司规划

根据中怡康推总数据，2010 年油烟机零售量为近 1400 万台，零售额约为 204 亿元，同比分别增长了 5% 和 15%；燃气灶零售量约为 1700 万台，零售额约为 130 亿元，同比分别增长了 6% 和 15%。公司认为，未来几年烟灶内销市场仍将维持 15% 左右的增长，市场规模将分别达到 2500 万台与 3000 万台。

谨慎预测，未来 3 年烟灶内销量复合增长 10%、均价复合增长 2.5%，2013 年烟灶内销规模将分别达到 1863 万台与 2263 万台；内销金额将分别达到 292 亿元与 186 亿元。因此，公司 30 亿元的收入目标占比并不高。

- 2013 年公司将拥有 105 万台吸油烟机、95 万台燃气灶（自有资金扩 20 万台）与 18.5 万台消毒柜产能。假设 100% 用于老板品牌，吸油烟机销量占有率 5.6%，燃气灶 4.2%。
- 如果烟灶比重不变，2013 年老板品牌吸油烟机与燃气灶销售额将分别达到 16 亿元与 9 亿元。即使全部为内销，考虑渠道利润，吸油烟机销售额市场占有率 12.3%，燃气灶销售额占有率 10.5%。
- 2010 年公司吸油烟机销量占有率 3.9%，零售额占有率 7%-8%；燃气灶销量占有率 2.9%，零售额占有率 6%-7%。从产能与目标销售额的匹配来说，公司还有可能持续扩大产能。

表 1: 烟灶行业规模与市场份额测算

2013 年	销量复合增长 5%			销量复合增长 10%			销量复合增长 15%		
	0.0%	2.5%	5.0%	0.0%	2.5%	5.0%	0.0%	2.5%	5.0%
吸油烟机销量	1621	1621	1621	1863	1863	1863	2129	2129	2129
吸油烟机销售额	236	254	273	272	292	314	310	334	359
老板目标销量份额	6.5%	6.5%	6.5%	5.6%	5.6%	5.6%	4.9%	4.9%	4.9%
老板目标销售额份额	15.2%	14.1%	13.1%	13.2%	12.3%	11.4%	11.6%	10.8%	10.0%
燃气灶销量	1968	1968	1968	2263	2263	2263	2585	2585	2585
燃气灶销售额	150	162	188	173	186	216	198	213	246
老板目标销量份额	4.8%	4.8%	4.8%	4.2%	4.2%	4.2%	3.7%	3.7%	3.7%
老板目标销售额份额	13.1%	12.1%	10.5%	11.4%	10.5%	9.1%	9.9%	9.2%	8.0%

数据来源: 公司公告, 中怡康, 国泰君安证券研究

从渠道来看, 未来公司的高速增长将更多地依托于渠道拓展, 尤其是新兴渠道和三四级市场的拓展。KA 渠道的增长会相对缓慢, 但占有率提升的目标不难达成。

- 2010 年 KA 系统烟灶销售额占全国推总销售额的比重均为 24%, 销量比重分别为 19%与 18%。
- 假设 KA 所占行业销量与销售额比重每年下降 1 个百分点, 对应增速为行业的 60%左右。在吸油烟机内销量复合增长 10%、均价复合增长 2.5%的假设下, 2013 年 KA 吸油烟机销量将达到 317 万台, 销售额将达到 61 亿元; 实现销量复合增长 6%, 销售额复合增长 8%。
- 公司期望 2013 年 KA 销售鄂比重由 49%下降至 39%。假设产品结构不变, 对应吸油烟机 KA 零售额接近 16 亿元, 对应销量约 41 万台。以此目标测算, 需要零售量与零售额份额分别达到 12.9%与 25.9%, 比 2010 年分别提升 2.9 与 11.1 个百分点。
- 公司期望 2013 年取得 20%的吸油烟机市场份额。以中怡康欧式烟机销量份额为标的, 需要比 2010 年提升 5.3 个百分点 (销售额份额已达到 19%)。来源: 1.老板品牌份额持续提升, 全面超越竞争品牌, 每年有望提升 1-2 个百分点。2.老板欧式烟机占比提升继续快于市场 (2010 年老板欧式烟机销量占比 68%, 市场为 45%, 方太 51%, 华帝 70%)。

表 2: KA 渠道吸油烟机销售规模与市场份额测算

2013 年	销量复合增长 5%			销量复合增长 10%			销量复合增长 15%		
	0.0%	2.5%	5.0%	0.0%	2.5%	5.0%	0.0%	2.5%	5.0%
KA 吸油烟机销量	276	276	276	317	317	317	362	362	362
KA 吸油烟机销售额	50	53	57	57	61	66	65	70	75
老板目标销量份额	14.9%	14.9%	14.9%	12.9%	12.9%	12.9%	11.3%	11.3%	11.3%
老板目标销售额份额	32.1%	29.8%	27.8%	27.9%	25.9%	24.1%	24.5%	22.7%	21.1%

数据来源: 公司公告, 中怡康, 国泰君安证券研究

3. 甘肃市场成绩斐然

3.1. 甘肃市场概况

甘肃省有 55 个民族, 总人口 2600 多万。兰州拥有化工厂与军区, 购买力较强, 城区房价已近万元。拥有 65 个县级市场, 主业以农业为主。

- 兰州市场原来通路较少, 以百货为主; 品牌概念较为淡薄, 竞争偏向无序。2006 年 1 月国美进驻兰州, 此后 KA 发展很快; 同时原有的地方百货通路也仍然较强。二三级市场近年才开始渗透吸油烟机, 但以低端为主。
- 老板是甘肃最强的品牌, 2010 年零售量与零售额份额分别为 15.2% 与 21.8%; 其次是华帝, 零售量与零售额份额分别为 12.0% 与 15.6%; 第三为方太, 零售量与零售额份额分别为 7.2% 与 12.4%。
- 成功经验: 市场建设占据先机 and 业内最强的促销队伍。在国美进驻兰州时, 公司抓住机会加大了广告与终端形象投入, 并设置内部培训师, 加大对终端促销员培训和激励, 取得了甘肃市场份额第一并一直保持。

3.2. 甘肃销售公司业绩较好

2010 年甘肃市场共销售 2200 多万元, 增长较好。

- **销售公司组织架构:** 市区销售部、地县销售部、工程部、服务部。
- **分渠道销售:** KA 占 36%, 地方百货 15%, 专卖店 4%, 建材渠道 7%, 电子商务 1%, 个体 35%。
- **季节性:** 2010 年元旦、五一和十一分别销售 50 万元、127 万元与 192 万元, 同比分别增长 38%、10% 与 39%, 分别占全年销售额的 2.3%、5.7% 与 8.7%。
- **市场份额:** 2010 年销量份额 15.2%, 销售额份额 25%。
- **份额变化:** 在 2010 年元旦、五一和十一销售的比例, 老板为 1:2.5:3.8, 而加上方太、帅康及西门子后为 1:2.1:3.1, 充分反映品牌份额逐步提升。尤其帅康下降较为明显。

除北京和上海外, 各地销售公司都已经由子公司变成代理商。各地代理商的总经理做老板品牌时间都很长, 利益捆绑与情感都比较深入。

- 实行管控型代理制, 总部给出框架, 自由度较子公司有明显提高。
- 代理商收入明显提高, 显著高于当地其他品牌。

表 3: 甘肃老板销售渠道概况

甘肃老板销售渠道	销售占比	负责部门	网点分布
KA	36%	市区销售部	苏宁国美进店率 100%
地方百货通路	15%	市区销售部	国芳、虹盛、亚欧进店率 100%
专卖店	4%	地县销售部	平凉、天水、拉萨、泰安 4 个
个体	35%	地县销售部	21 个县市, 非专卖店形式
建材	7%	工程部	兰州 5 个建材市场进店率 100%
电子商务	1%	工程部	甘肃家装网、甘房网、搜房网、招行等
小区	2%	工程部	小区推广、异业联盟等

数据来源: 国泰君安证券研究

请务必阅读正文之后的免责条款部分

3.3. 3-4 月环比回暖，渠道开拓较为坚决

今年甘肃老板销售公司的增长目标为 40%。一季度增长目标基本达成，二季度比 2 月销售有明显回暖。

- 去年 12 月到春节的销售情况都不错。但 2 月较淡。春节终端价上涨了 5-10 个点。
- 315 及清明促销情况较好。清明增长达到 60%-70%，我们估计去年未做大力促销。

为完成增长目标，公司主要致力于渠道开拓。由于转化为管控型代理商制，一方面总部下达的硬性指标必须想办法实现，另一方面编制与费用都比较灵活，能够适应变化的市场。

- 截至 2010 年底，二三级市场已有 4 家专卖店和 21 个县市级经销商，平均单店收入有 30 多万元，盈亏平衡点约 30 万。成功经验：抓住高端客户群体，成为老板忠实用户。
- 一季度新增了 4 家经销商。市场开拓的压力还是在于价格，因为二三级市场销售的产品与兰州的差异不大。公司为经销商提供市场分析、宣传走访等多种支持。
- 目前二三级市场覆盖了 65 个县市中的 29 个，还有较大空间。如果县市经销商发展速度低于预期，代理商将自己开店，保证增长速度。

作者简介:

方馨:

S0880511010048

021-38676685

fangxin@gtjas.com

女，复旦大学理学学士、经济学硕士。2007 年进入国泰君安证券，从事家电行业的研究。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		