

# 工程端打开成长空间，新品类延续龙头优势

## 老板电器 (002508)

### ► 公司背景：穿越周期的厨电龙头。

公司上市之初主导产品为烟灶消，2011年之后逐步开发嵌入式燃气灶、电烤箱、洗碗机、净水器、蒸箱等多元化厨电品类，目前新品类收入占比已达15%，且市场份额均居行业前列，产品品类的多元化布局始见成效。历史上看公司收入利润增长稳健穿越周期，这与公司稳定的股权治理结构、激励到位的管理团队、全面覆盖的销售网络和高效的渠道管理密不可分。近两年公司受地产低迷影响增速有所放缓，但随着低线市场渠道下沉逐步进入收获期及工程端业务的强势发展，公司有望重回稳健增长轨道。

### ► 厨电行业：渠道结构调整和品类多元化打开新局面。

从渠道上看，近年来随着精装修渗透普及，厨电工程渠道占比持续提高。1) 我国精装修比例远低于国外，且三四线城市精装修比例远低于一线，随着精装房逐步从一二线向低线地区普及，精装修市场仍然有望维持高增，从而拉动配套率高的传统厨电需求提升；2) 洗碗机蒸箱等厨电新品类在精装修住宅的配置率明显偏低，大多仍在初期市场培育阶段，随着普及率带动配置率逐步提高，厨电新品类市场仍有较大提升空间。

从品类上看，我国厨电新品类尚在发展初期，市场规模小目前仍以国外品牌主导，未来随着新品渗透率提升及产品本土化改造设计投入应用，国产品牌厂商有望受益于行业整体扩容和品牌自身市占率提升带来的增长。

### ► 公司成长空间：工程渠道受益于地产精装修红利，新品扩充完善布局。

1) 工程端优势有利于公司整体市占率进一步提升。目前我国整体精装房占比不高，尤其是三四线市场精装修渗透率尚不足10%，工程渠道竞争格局相较零售渠道更为集中，老板、方太、西门子等高端品牌占据大部分市场份额且有持续提升的趋势。公司目前在一二线市场市占率较高，而三四线市场优势较弱，未来借力工程渠道有望进一步提高三四线市场份额。

2) 洗碗机、蒸箱、中央吸油烟机新品已领先行业。公司洗碗机、蒸箱等新品类市占率已连续两年居行业前三，目前公司已成立蒸箱品类事业部，大力推广第二品类蒸箱等，并推出多款本土化新品；集成灶业务方面与金帝的战略合作加深，产能建设展开布局，功能性创新产品价格空间大。此外业内领先的中央吸油烟机品类专供B端，将助力公司强化工程渠道优势。

### 盈利预测与估值

我们调整公司2019~2021年营业收入由78.86/86.52/97.31亿元

### 评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	增持
目标价格:	38.60
最新收盘价:	32.19
股票代码:	002508
52周最高价/最低价:	34.99/19.81
总市值(亿)	305.49
自由流通市值(亿)	300.94
自由流通股数(百万)	934.90



分析师：汪玲

邮箱：wangling1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100002

联系电话：

### 相关研究

1. 地产回暖带动工程渠道增长，行业低迷不改成长属性

2019.10.29

至 79.75/89.50/100.81 亿元，同比增速 7.40%/12.23%/12.64%；归母净利润由 16.13/17.62/19.45 亿元调整至 16.19/18.31/20.84 亿元，同比增长 9.84%/13.11%/13.81%。EPS 为 1.71/1.93/2.20 元，对应当前股价 PE 倍数为 18.87/16.69/14.66 倍。

公司经营稳健战略清晰，工程渠道已占据先发优势，中央吸油烟机品类又将进一步巩固这一优势，打造工程渠道壁垒；另外公司洗碗机、蒸箱及集成灶新品类发力，依托现有渠道网络及品牌力延续行业领先地位，未来增长空间较大且确定性较高。当前公司估值约 19 倍，行业主要可比公司 2020 年预测 PE 平均约 13 倍，考虑地产压制因素边际影响减弱下估值仍有修复空间及公司自身的龙头溢价，给予公司 2020 年 20 倍 PE，基于 2019~2021 年 EPS 为 1.71/1.93/2.20 元的业绩预测，目标价 38.6 元，评级由“增持”调整为“买入”。

### 风险提示

宏观经济增长失速或地产政策收紧，行业竞争加剧，新品类拓展不达预期。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7017.40	7424.89	7974.66	8949.78	10080.82
YoY (%)	21.10%	5.81%	7.40%	12.23%	12.64%
归母净利润(百万元)	1461.21	1473.58	1618.53	1830.65	2083.52
YoY (%)	21.08%	0.85%	9.84%	13.11%	13.81%
毛利率 (%)	53.68%	53.52%	54.33%	54.30%	54.36%
每股收益 (元)	1.54	1.55	1.71	1.93	2.20
ROE	27.78%	24.38%	21.12%	19.28%	18.00%
市盈率	20.91	20.73	18.87	16.69	14.66

资料来源: wind, 华西证券

## 正文目录

1. 穿越周期的厨电龙头	5
1.1. 厨电行业的绝对龙头，多品类市场份额居前	5
1.2. 多品牌战略持续推进，全面覆盖各层次市场	5
1.3. 高端代理、低端经销，渠道变革持续增效	6
1.4. 股权结构较为稳定，员工及代理商激励到位	8
1.5. 经营表现优异，稳健穿越周期	9
2. 厨电行业：渠道结构调整和品类多元化打开新局面	11
2.1. 厨电渗透率相对较低，城镇化将带动保有量提升	11
2.2. 厨电受地产周期影响较大，竣工回暖带动行业景气度上行	13
2.3. 传统渠道格局已定，工程渠道打开成长空间	15
2.4. 厨电产品高端化、多元化、集成化成为趋势	19
3. 公司工程渠道受益于精装修红利，新品扩充完善布局	23
3.1. 渠道：工程渠道强化龙头优势，低线市场带来成长弹性	23
3.2. 产品：多点布局，厚积薄发	25
4. 盈利预测与估值	27
5. 风险提示	31

## 图表目录

图 1 老板电器的产品收入结构（百万元）	5
图 2 老板的四大品牌	6
图 3 老板品牌的渠道模式	6
图 4 老板推行的渠道变革	7
图 5 老板一级代理商和城市公司数量（家）	7
图 6 老板电器的专卖店数量（家）	7
图 7 名气旗下的网点数量（家）	8
图 8 老板电器股权结构（截至 2019 年三季度）	8
图 9 主要上市公司收入增速（%）	10
图 10 主要上市公司净利润增速（%）	10
图 11 地产增速和油烟机销量增速（%）	10
图 12 油烟机各品牌零售量份额	10
图 13 全国居民每百户耐用消费品拥有量（台）	11
图 14 主要国家洗碗机渗透率（%）	11
图 15 主要国家城市化率（%）	12
图 16 每百户耐用消费品拥有量（台）（2018 年）	12
图 17 油烟机零售量增速与地产竣工增速（%）	13
图 18 厨电公司收入增速与竣工增速滞后相关（%）	13
图 19 地产销售和竣工增速表现（%）	14
图 20 2016 年之后新开工与 2018 年竣工背离（%）	14
图 21 主要上市公司单季度收入增速（%）	15
图 22 主要上市公司单季度净利润增速（%）	15
图 23 厨电行业渠道结构	15
图 24 各品牌油烟机价位分布（元）（2019.10）	16
图 25 各品牌油烟机线下零售量份额（2019.8）	16
图 26 各品牌燃气灶价位分布（元）（2019.10）	16
图 27 各品牌燃气灶线下零售量份额（2019.8）	16
图 28 各品牌燃气灶线上零售量份额（2019.8）	16
图 29 各品牌燃气灶线上零售量份额（2019.8）	16
图 30 全装修/精装修政策数量	17
图 31 精装房开盘套数及增速（万套）	17

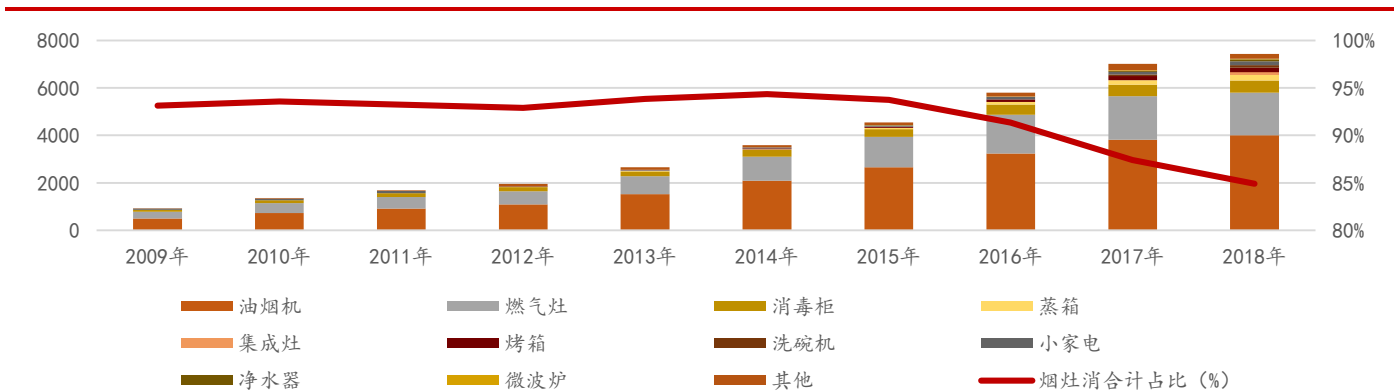
图 32	我国精装修市场渗透率 .....	17
图 33	各国精装修渗透率对比 (2018 年) .....	18
图 34	我国各线城市精装修渗透率对比 (2018 年) .....	18
图 35	2018 年精装修住宅家电配置率 .....	18
图 36	各国厨电销售量渠道结构 (2018 年) .....	18
图 37	工程渠道各品牌市场份额 (2018 年) .....	19
图 38	工程渠道市场份额向龙头集中 .....	19
图 39	线上厨电套装、线下油烟机零售量份额变化趋势 .....	19
图 40	油烟机主要品牌产品均价 (元) (2019.10) .....	20
图 41	老板、方太的油烟机零售量份额提高 .....	20
图 42	厨电传统品类和新品类规模及增速 (亿元) .....	20
图 43	洗碗机渗透率 (2017 年) .....	20
图 44	洗碗机各品牌线下市场份额 (2018 年) .....	21
图 45	洗碗机各品牌线上市场份额 (2018 年) .....	21
图 46	嵌入式电烤箱各品牌线下市场份额 (2018 年) .....	21
图 47	嵌入式电烤箱各品牌线上市场份额 (2018 年) .....	21
图 48	集成灶市场规模 .....	22
图 49	双十一集成灶线上各品牌份额 .....	22
图 50	集成灶各品牌销售量份额 (2017 年) .....	22
图 51	集成灶各品牌销售金额份额 (2017 年) .....	22
图 52	老板电商渠道收入及增速 .....	23
图 53	老板工程渠道收入及增速 .....	23
图 54	工程渠道主要品牌市场份额变化 .....	24
图 55	分档位精装修楼盘各品牌市场份额 (2018 年) .....	24
图 56	厨电各线城市品牌市场份额 .....	25
图 57	厨电工程渠道品牌市场份额 (2018 年) .....	25
图 58	研发支出 (百万元) 及占收入比例 (%) .....	26
图 59	老板嵌入式蒸箱市场份额 .....	26
图 60	老板年内推出的洗碗机、蒸箱新品 .....	26
图 61	集成灶市场主要品牌 .....	27
表 1	老板电器的激励计划 .....	9
表 2	城镇率提升带来的油烟机新增需求 .....	12
表 3	城镇化率提升带来的油烟机总需求 (万台) .....	13
表 4	部分集成灶厂商扩产计划 .....	23
表 5	部分厨电品牌工程渠道价格和成本 (2018 年) .....	24
表 6	中央吸油烟机与传统烟机对比 .....	27
表 7	传统烟灶消业务预测表 .....	28
表 8	其他业务预测表 .....	29
表 9	老板电器整体盈利预测主要项目 .....	30
表 10	可比公司估值 (以 2019 年 12 月 17 日收盘价为基准) .....	31

## 1. 穿越周期的厨电龙头

### 1.1. 厨电行业的绝对龙头，多品类市场份额居前

公司前身余杭县博陆红星五金厂成立于1979年，老板品牌于1988年推出，截至2019年上半年，老板吸油烟机、燃气灶和嵌入式微波炉零售额份额均列行业第一，嵌入式消毒柜、嵌入式蒸箱、嵌入式洗碗机等其他品类也均位列行业前三，是厨电行业的绝对龙头。公司前身杭州老板家电厨卫有限公司（下称“老板家电”）成立于2000年，2008年老板家电整体变更设立老板电器股份有限公司，2010年公司于深交所上市。公司上市之初主导产品为吸油烟机、燃气灶、消毒柜三大类，合计收入占比约94%，新品类占比仅6%；2011年之后公司逐步开发嵌入式燃气灶、电烤箱、洗碗机、净水器、蒸箱等多元化厨电品类，截至2018年新品类收入占比已达到15%，产品品类的多元化布局始见成效。

图1 老板电器的产品收入结构（百万元）

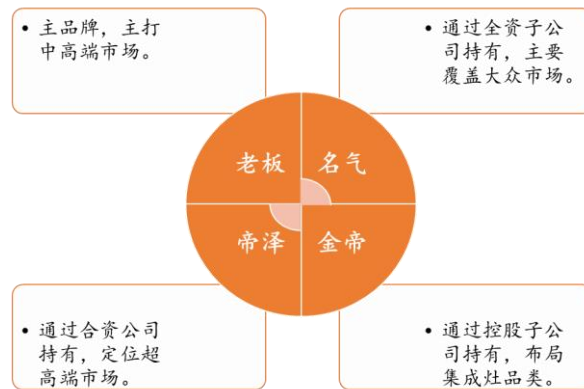


资料来源：wind，华西证券

### 1.2. 多品牌战略持续推进，全面覆盖各层次市场

公司自2012年开始实行多品牌发展战略，以“老板”品牌为核心，向上引进外国奢侈品牌“帝泽”发力超高端地产精装修渠道，向下通过“名气”品牌争取中低端市场；2018年，公司与金帝电器达成合作，通过收购布局集成灶新品类。自此公司已形成老板+名气+帝泽+金帝多品牌矩阵，针对不同细分市场 and 不同品类拓宽业务。

图 2 老板的四大品牌



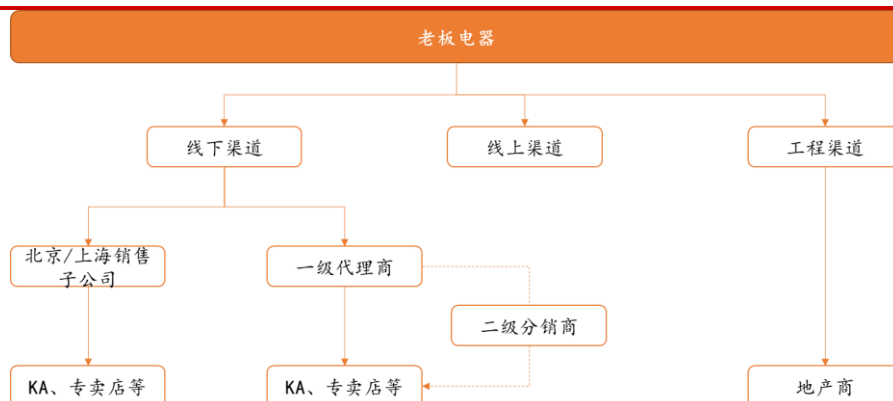
资料来源：公司公告，华西证券整理

### 1.3. 高端代理、低端经销，渠道变革持续增效

公司对高端老板品牌采用业内独有的代理制，对名气品牌主要采用经销制，而金帝则由原班团队继续经营。

**老板定位高端市场，独家采用代理制营销。**老板品牌的线下销售主要采用的是代销制，在代理商售出产品后确认收入，这一模式下公司承担销货风险和资金压力，代理商进货积极性更高。另外公司自 2014 年开始公司推行“千人合伙人”计划：1) 将一级代理商由原先的个体经营转变为股份经营，代理商核心高管持有股权变身合伙人；2) 在代理商下设城市公司，由代理商和二级经销商共同持股，负责非核心区域，加强对渠道的激励和管控；3) 拆分经营区域，成立新的代理商公司，使渠道更扁平，进一步下沉经营细分市场。2015 年底，老板一级代理商已由 2013 年的 62 家拆分为 82 家。截至 2018 年底，老板共有一级代理商 80 多家，城市公司 155 家，专卖店 3258 家。

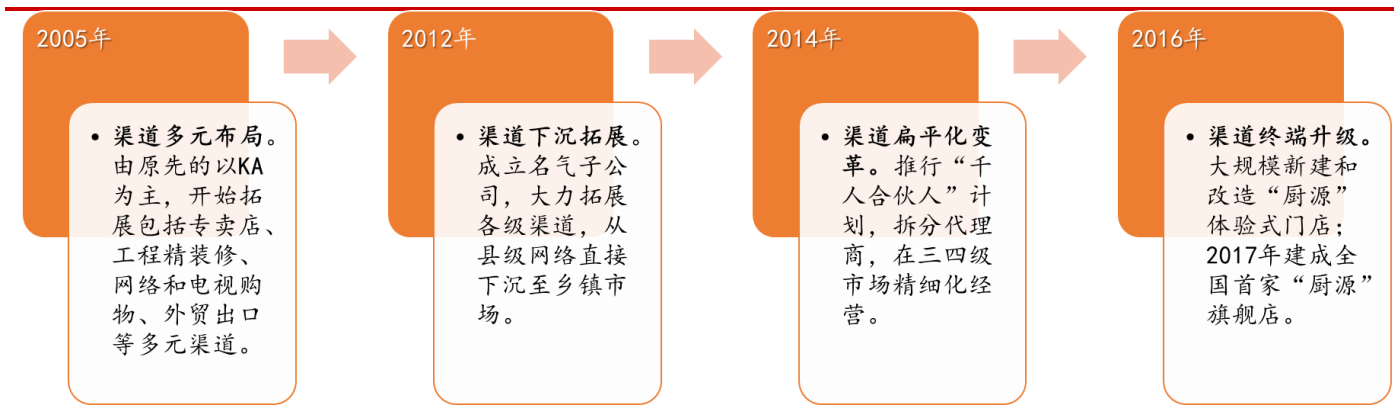
图 3 老板品牌的渠道模式



资料来源：华西证券整理

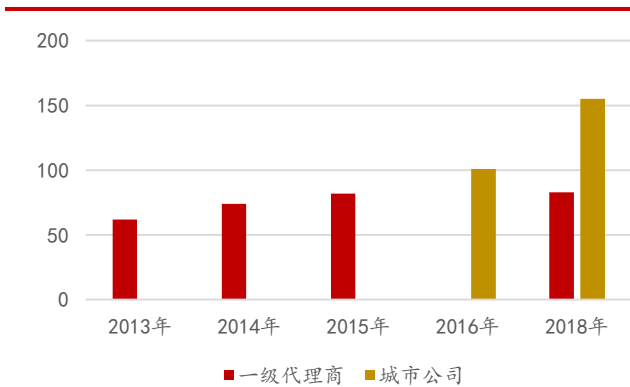


图4 老板推行的渠道变革



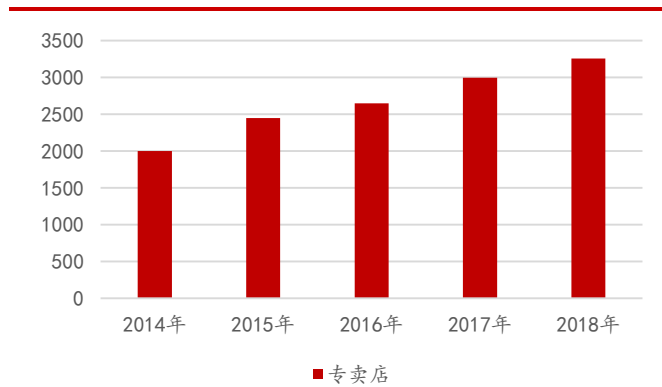
资料来源：公司公告，华西证券整理

图5 老板一级代理商和城市公司数量（家）



资料来源：公司公告，华西证券（2018年代理商数据根据公司往年年报估算得）

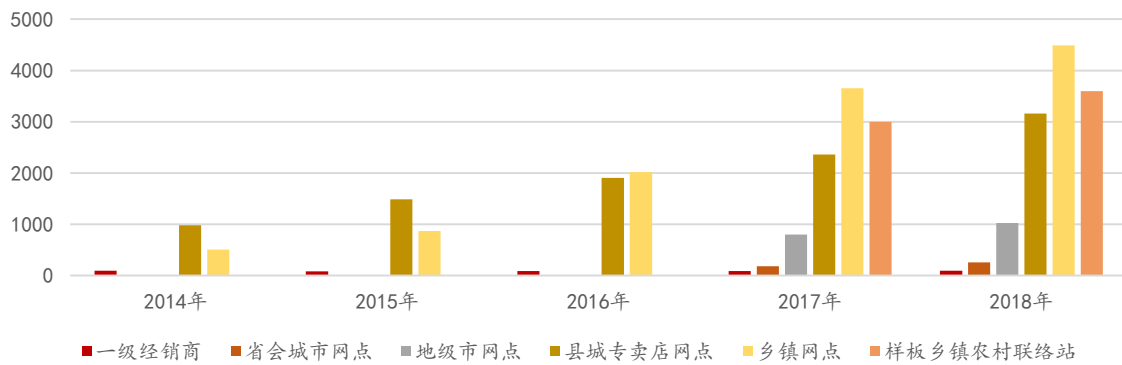
图6 老板电器的专卖店数量（家）



资料来源：公司公告，华西证券

名气定位中低端市场，深度下沉覆盖三四线。名气子公司采用经销商制，截至2018年旗下拥有一级经销商92家，省会城市网点257家，地级市网点1025家，县城专卖店网点3161家，乡镇网点4493家，样板乡镇农村联络站3600余家，渠道覆盖密度全面提升。

图7 名气旗下的网点数量（家）

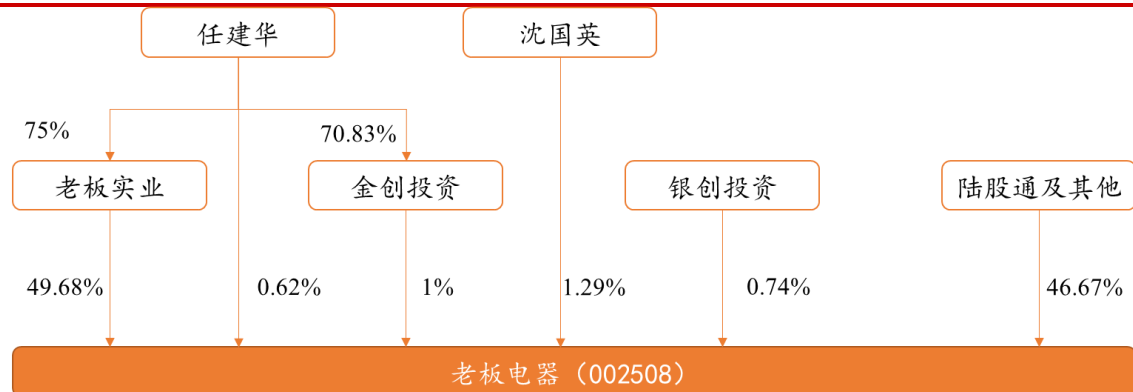


资料来源：公司公告，华西证券

### 1.4. 股权结构较为稳定，员工及代理商激励到位

公司自上市至今实控人始终为任建华，截至 2019 年三季度，任建华直接和通过老板实业和金创投资间接控制公司合计 51.3% 股份，另有其一致行动人沈国英（妻）持有公司股份 1.29%，公司股权较为集中。

图8 老板电器股权结构（截至 2019 年三季度）



资料来源：wind，公司公告，华西证券

对于高管和代理商激励方面，金创投资和银创投资均有公司高管、代理商主要股东及负责人等入股；此外公司还在 2015 年和 2018 年相继推出股权激励计划、管理团队持股计划、代理商持股计划及员工持股计划。管理及销售团队利益与公司绑定，更能激发经营活力。



表 1 老板电器的激励计划

年份	股票激励	激励对象	激励方案	行权条件
2015 年	定向发行股票	首次授予的激励对象 87 人，包括公司中层管理人员、核心技术（业务）人员	授予价 15.16 元，分三年解锁	考核目标是以 2013 年为基数，2014~2016 年净利润增长分别不低于 30%、65%、110%，净资产收益率均不低于 20%。
年份	持股计划	购买数量	购买价格	占公司总股本比例
2015 年	核心管理团队持股	117.19 万股	40.80 元/股	0.24%
2015 年	代理商持股	728.12 万股	40.78 元/股	1.50%
2018 年	代理商持股	831.12 万股	39.81 元/股	0.88%
2018 年	员工持股	544.33 万股	35.94 元/股	0.57%

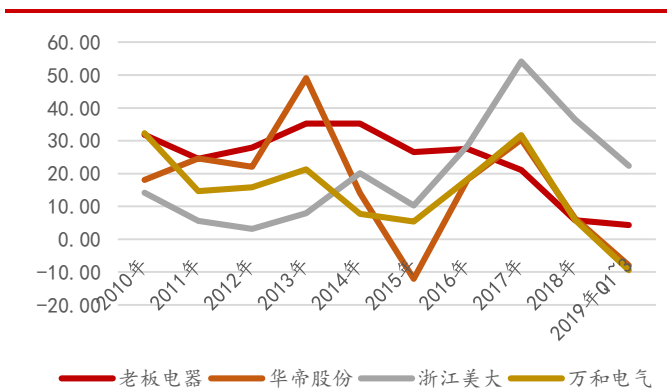
资料来源：公司公告，华西证券

### 1.5. 经营表现优异，稳健穿越周期

公司自上市以来经历了两轮较完整的周期：2011~2013 年，地产销售面积增速分别为 4.9%、1.8%、17.3%，竣工增速分别为 13.3%、7.3%、2%；2014~2017 年，地产销售增速分别为-7.6%、6.5%、22.5%，竣工增速则分别为 5.9%、-6.9%、4.4%，据此可大致将 2012 年前后和 2014~2015 年看作两轮周期的底部。厨电行业主要上市公司在两轮周期中收入利润均表现出较明显的波动，而公司在此期间增长稳健：2012 年行业主要厨电品类销售额负增长，而公司实现收入/利润实现同比增长 28%/43%；2015 年行业规模同比增长 10%，同年公司收入/利润增速 27%/45%，远超行业平均水平。整个 2010~2017 年期间，公司各年份收入增速均在 20%以上，年均复合增速达到 29%；各年份净利润增速稳定维持在 40%以上，市场份额持续提高，表现出优异的抗周期性。

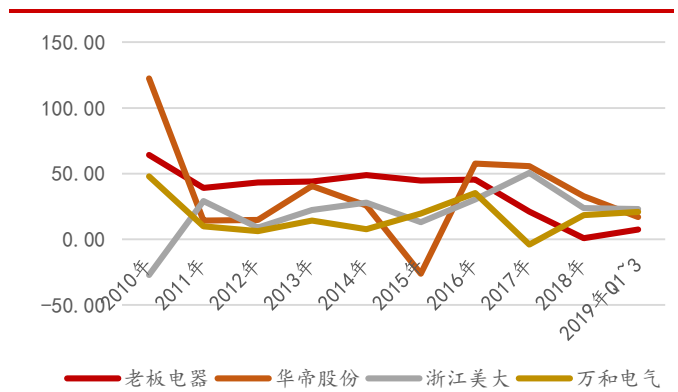
2018 年之后由于一二线地产表现持续差于三四线，而公司此前渠道布局更偏重一二线市场，因此增速有明显放缓。随着地产整体表现回暖及名气在低线城市布局基本完成，预计公司未来仍将延续稳健表现。

图9 主要上市公司收入增速 (%)



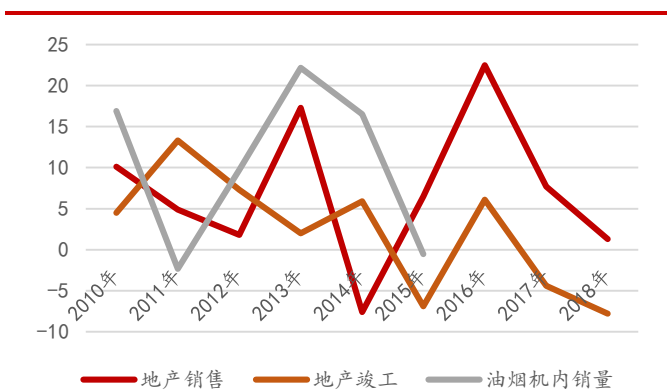
资料来源: wind, 华西证券

图10 主要上市公司净利润增速 (%)



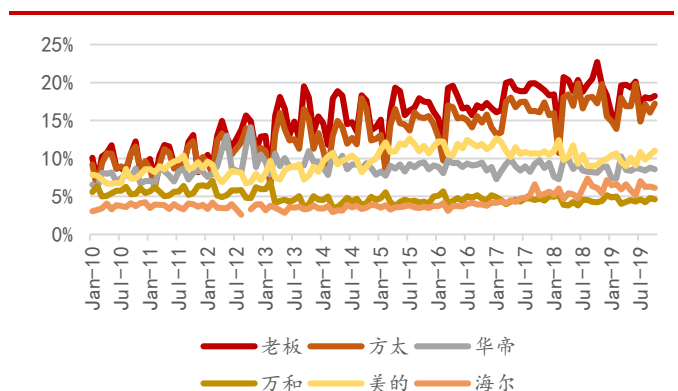
资料来源: wind, 华西证券

图11 地产增速和油烟机销量增速 (%)



资料来源: 国家统计局, wind, 华西证券

图12 油烟机各品牌零售量份额



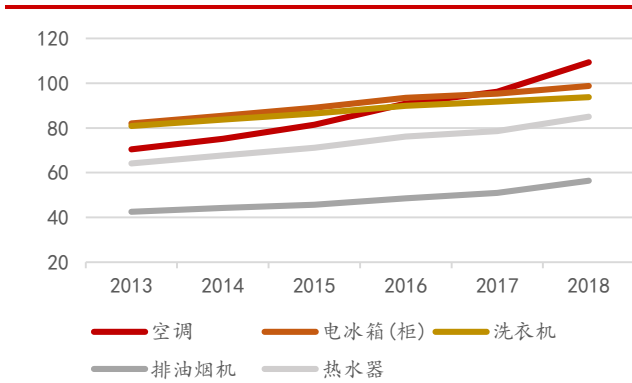
资料来源: 中怡康, 华西证券

## 2. 厨电行业：渠道结构调整和品类多元化打开新局面

### 2.1. 厨电渗透率相对较低，城镇化将带动保有量提升

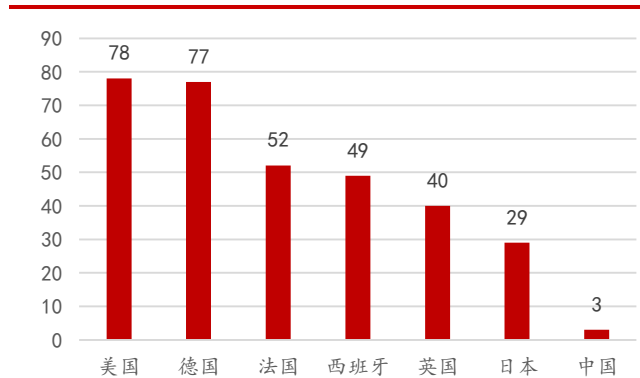
目前我国厨电保有水平相较于白电仍然偏低。截至 2018 年，全国居民空调拥有量为 109.30 台/百户，冰箱拥有量 98.76 台/百户，洗衣机拥有量 93.78 台/百户，而热水器拥有量 85 台/百户，烟机拥有量则仅为 56.40 台/百户。原因一方面是厨电行业相比白电起步较晚，另一方面则是由于居住环境、烹饪习惯和厨房结构的差异使得厨电在农村的保有量远低于城镇。2018 年油烟机城镇百户保有量 79.09 台，与冰箱和洗衣机的城镇百户保有量较为接近；而油烟机农村百户保有量仅 26 台，远低于冰箱和洗衣机的 95.87/88.55 台。近年来我国城镇化进程加快，2018 年底我国城市化率达到 59.15%，但与日本（91.62%）、韩国（81.46%）、美国（82.26%）等国家相比仍然还有较大的提升空间。预计随着城镇化率提升，厨电渗透率和全国保有量将进一步提升。

图 13 全国居民每百户耐用消费品拥有量（台）



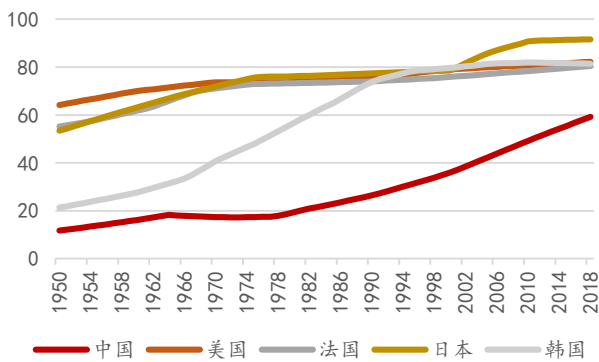
资料来源：wind，华西证券

图 14 主要国家洗碗机渗透率（%）



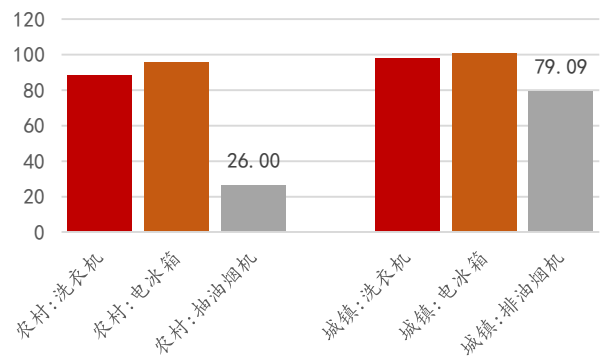
资料来源：前瞻产业研究院，华西证券

图 15 主要国家城市化率 (%)



资料来源: wind, 华西证券

图 16 每百户耐用消费品拥有量 (台) (2018 年)



资料来源: wind, 华西证券

城镇化率的提升将带来约 1000 万台/年的油烟机新增需求。近十年来我国人口总量约以每年 0.5% 的速度微幅增长, 城镇人口占比约以每年 1.2pct 提高。假设未来三年总人口维持 0.5% 的增速, 城镇化率每年提高 1.2pct, 城镇和农村油烟机保有量每年增加 1 台/百户, 城镇/农村户均常住人口分别为 2.8/3.8 人, 则城镇化率的提升将带来每年约 900 万台以上的新增油烟机需求, 测算结果如下。考虑到实际上城镇和农村保有量提高可能更快且户均常住人口呈下降趋势, 实际新增或超过 1000 万台/年。

表 2 城镇化率提升带来的油烟机新增需求

年份	城镇户均保有量	城镇户数	城镇化率	农村户均保有量	农村户数	人口总计 (万人)	油烟机年销量 (万台)
2013	66.10%	25699.57	53.01%	12.40%	16784.00	135,738.00	
2014	68.20%	26437.12	54.26%	13.90%	16421.86	136,427.00	1244.12
2015	69.20%	27179.54	55.50%	15.30%	16057.71	137,122.00	952.32
2016	71.50%	27935.69	56.74%	18.40%	15696.46	137,866.50	1597.10
2017	73.70%	28698.38	57.96%	23.47%	15337.91	138,639.50	1887.83
2018	79.09%	29422.42	59.15%	26.00%	14971.11	139,273.00	2412.68
2019E	80.09%	30169.40	60.35%	27.00%	14603.96	139969.37	943.06
2020E	81.09%	30923.11	61.55%	28.00%	14232.76	140669.21	954.99
2021E	82.09%	31683.61	62.75%	29.00%	13857.49	141372.56	967.02
2022E	83.09%	32450.94	63.95%	30.00%	13478.10	142079.42	979.17

资料来源: wind, 华西证券测算

油烟机存量随着城镇化率提高, 也将带动油烟机更新需求稳步增长。根据油烟机一般设计使用寿命, 假设更新周期为 10 年, 预计 2019/2020/2021/2022 年油烟机总销量增速分别为 13.07%/4.67%/-4.18%/8.56%, 到 2022 年厨电销量相比 2018 年增长 23% 以上, 达到近 2400 万台。根据测算结果, 当前新增需求占厨电需求的比重仍然较高, 行业格局存在进一步改善的空间。

表 3 城镇化率提升带来的油烟机总需求（万台）

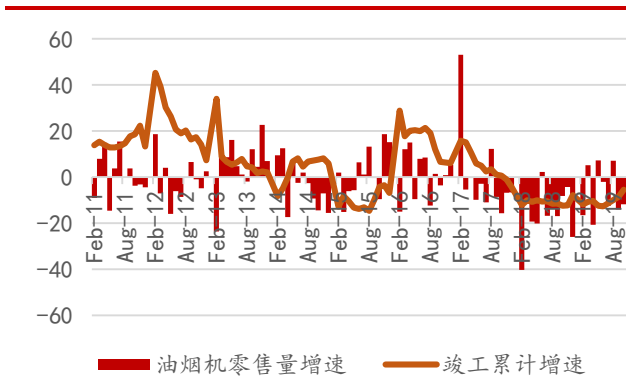
年份	新增需求	更新需求	油烟机销量合计	同比
2018	2412.68		1928.98	-3.11%
2019E	943.06	1238.03	2181.09	13.07%
2020E	954.99	1328.04	2283.03	4.67%
2021E	967.02	1220.63	2187.65	-4.18%
2022E	979.17	1395.70	2374.87	8.56%

资料来源：wind，华西证券测算（2015 年之后国家统计局停止更新油烟机销量数据，为尽量保证数据口径的统一性，此处均以总产量-出口量代替油烟机销量进行测算，结果数字有一定误差，但量级可作参考）

## 2.2. 厨电受地产周期影响较大，竣工回暖带动行业景气度上行

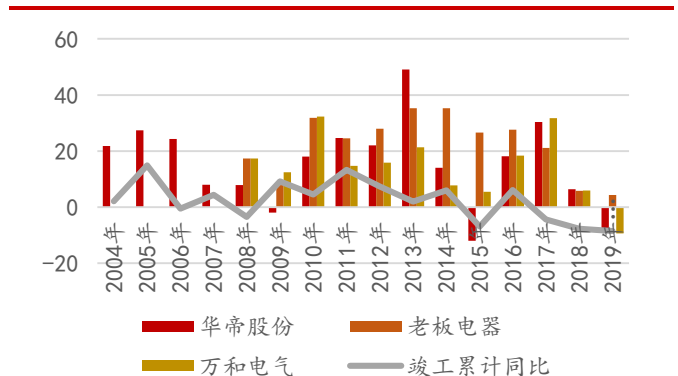
厨电是家电板块中与地产关联最密切的子板块，受地产周期影响明显。当前我国厨电渗透率相较白电和其他地区家电仍然偏低，新增需求占比较大，行业与地产关联度较高。从厨电销量增速和厨电企业收入增速来看，厨电与地产竣工走势较为一致，略滞后 3~4 个季度。

图 17 油烟机零售量增速与地产竣工增速（%）



资料来源：wind，中怡康，华西证券

图 18 厨电公司收入增速与竣工增速滞后相关（%）



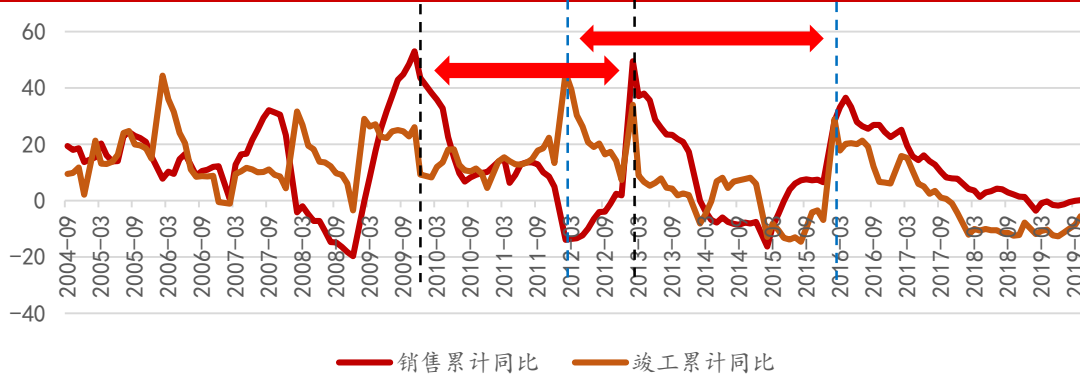
资料来源：wind，华西证券

2009 年、2015 年分别是地产竣工向上的拐点，厨电行业景气高增：（1）2009 年受四万亿计划带动和地产政策放松带动，地产转暖，年初开始销售降幅明显收窄，全年销售增速达到 43.6%，竣工累计同比增速 20% 以上。厨电公司随后进入高速增长阶段，典型公司华帝/老板 2010~2013 年收入年均复合增速达到 28%/30%，业绩增速更高。（2）2015 年受购房首付比下调、楼市去库存等政策调控影响，地产销售于 2014 年三四季度见底，竣工略有滞后，2015 年三季度开始见底回升，2016 年累计同比增速一度回到 20%。厨电销量也在经历了 2015 年的负增长之后，2016 年恢复约 20% 的高增；厨电公司收入增速明显改善，典型公司华帝/老板 2016~2017 年收入年均复合增速均达到 24%。

2008 年、2014 年、2018 年是地产下行、竣工降幅明显的三个时段，厨电行业需求下滑表现低迷：（1）2008 年下行是由于此前地产景气度高，全国主流城市房价暴涨，中央出台政策严厉调控。2008 年地产受政策收紧和金融危机影响需求大幅下滑，地产销售增速从 2007 年的 20% 以上大幅下滑至 2008 年的 -19.7%，地产竣工也由高速

正增长转为 2008 年的-3.5%。厨电行业也受需求下降影响，2008~2009 年转入低速增长。(2) 2014 年地产销售全年保持累计同比负增长，竣工则稍滞后在 2015 年全面保持累计同比负增长，受地产影响厨电销量 2014 年多月份同比下滑，厨电公司 2014~2015 年收入增速大幅放缓，华帝股份甚至在 2015 年出现-12.06%的收入负增长。(3) 2018 年地产受政策严控影响，销售增速从高位回落，2018 年增速仅 1.3%；竣工几乎全年双位数负增长，与前期新开工明显背离。厨电销量大幅下滑，主要公司 2018 年全年收入同比微增，2019 年收入大幅下滑。

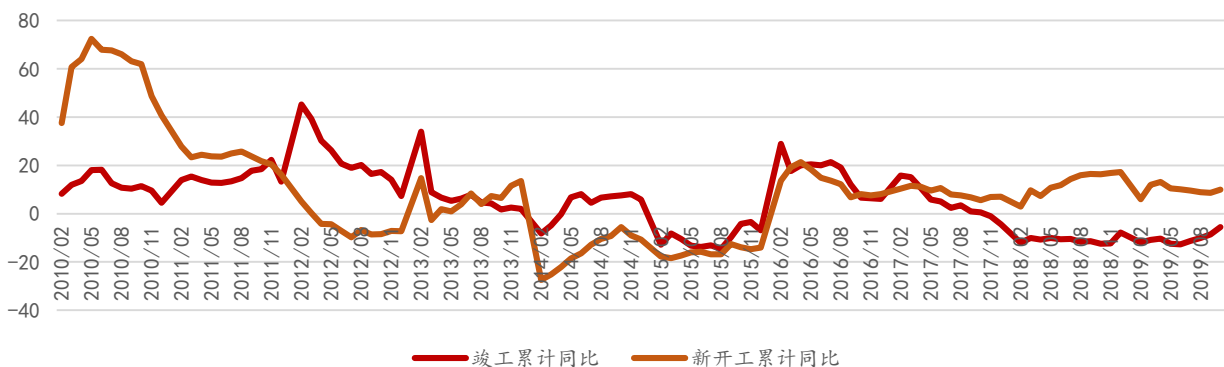
图 19 地产销售和竣工增速表现 (%)



资料来源：wind，华西证券

2019 年下半年地产竣工回暖，带动厨电板块景气度上行。2019 年上半年地产市场延续低迷，下半年以来逐渐回暖，2019 年商品房销售面积 1~10 月累计增速 0.1%，为年内首次转正，其中 10 月单月同比增长 1.9%；房屋竣工面积 1~10 月累计降幅收窄至-5.5%，其中 10 月单月同比正增长 18.8%，环比 9 月份大幅改善。考虑到竣工受融资环境收紧影响自 2018 年上半年开始与前期新开工（2016 年左右的新开工）出现背离、以及相对销售的交付周期拉长，导致前期积累较多新房尚未交付，未来竣工将受合同约束迎来集中交付，厨电有望受益。从厨电主要品牌上市公司单季度表现来看，二三季度公司单季营收/净利润增速已出现环比改善趋势，行业景气度或进入上行区间。

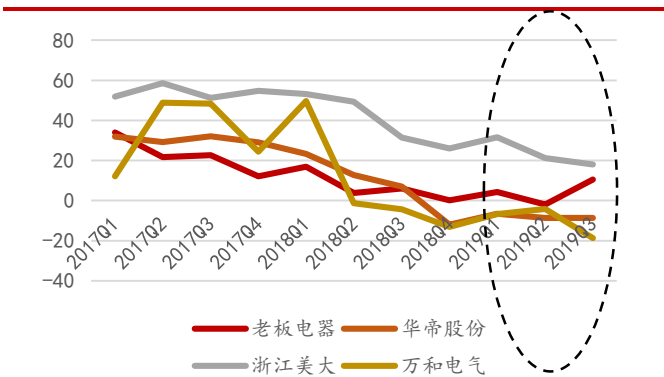
图 20 2016 年之后新开工与 2018 年竣工背离 (%)



资料来源：wind，华西证券

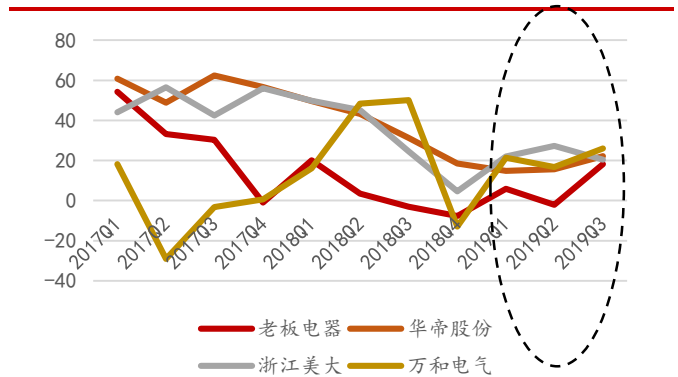


图 21 主要上市公司单季度收入增速 (%)



资料来源: wind, 华西证券

图 22 主要上市公司单季度净利润增速 (%)

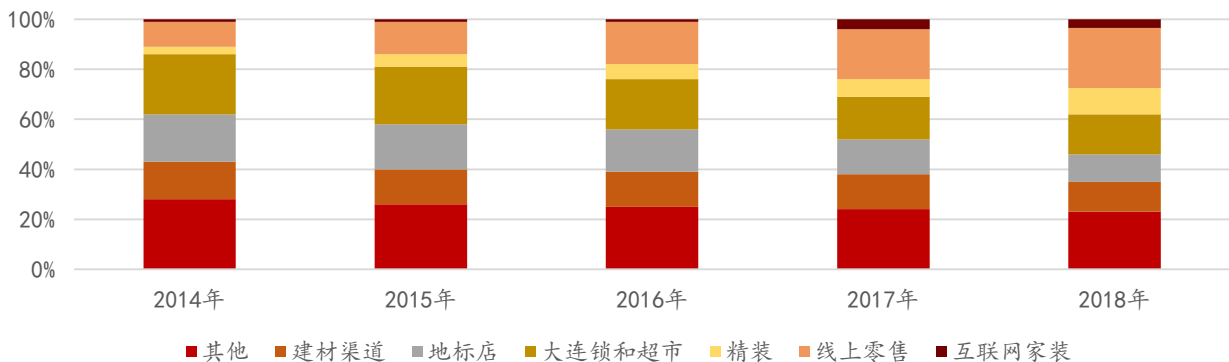


资料来源: wind, 华西证券

### 2.3. 传统渠道格局已定，工程渠道打开成长空间

传统线下渠道占比下降，工程和线上渠道占比提升。厨电的销售渠道主要分为 KA、专卖店等传统线下零售渠道、电商零售渠道、新兴的家装公司等渠道以及精装修工程渠道四大类。截至 2018 年，四类渠道占比分别为 62.52%、25.15%、2.5%和 10%，传统渠道占比下降但仍然占据主导地位，电商渠道和工程渠道增速较高，占比提升明显。

图 23 厨电行业渠道结构



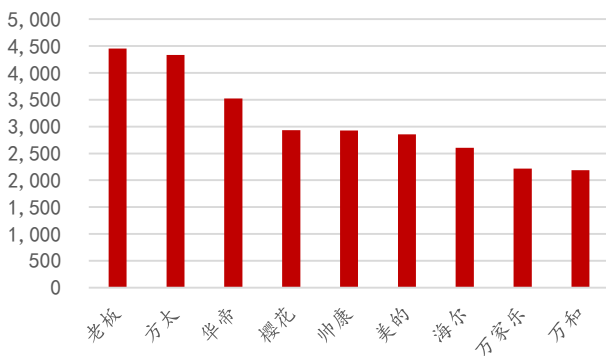
资料来源: 奥维云网, 华西证券 (其他包括品牌专卖店、燃气公司等线下渠道)

#### 2.3.1. 传统渠道价格带分层明显，高端市场呈双寡头格局

以烟灶为代表，油烟机品类老板和方太稳居 4000 元以上的高端价格带，华帝定位 3000~4000 元的中高端，其他国内品牌则在 3000 元以下竞争激烈；燃气灶品类老板和方太价格均在 2000 元以上，华帝居于 1500~2000 元，美的、万和、万家乐等则在 1500 元以下。

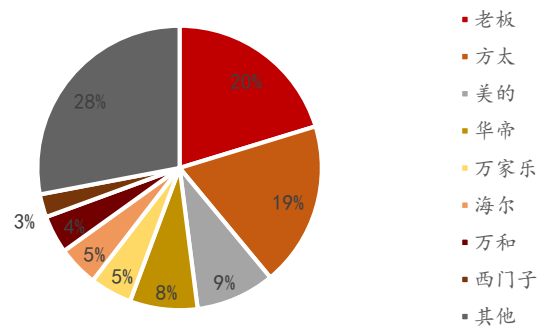
从竞争格局来看，传统线下渠道集中度高，老板、方太市占率遥遥领先，行业销售量 CR2 均接近 40%；尤其在高端价格带基本已形成老板、方太双寡头格局。而线上渠道相比之下格局更为分散，且价位相对较低、主打性价比的品牌销量更具优势。

图 24 各品牌油烟机价位分布（元）（2019.10）



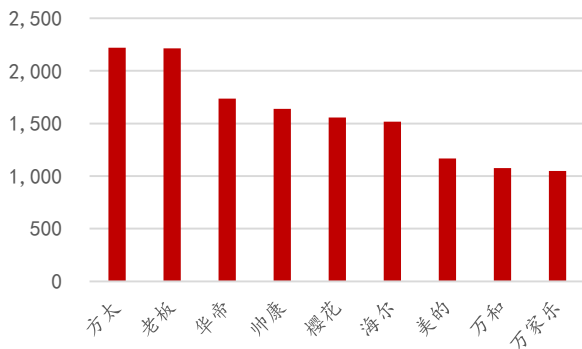
资料来源：中怡康，华西证券

图 25 各品牌油烟机线下零售量份额（2019.8）



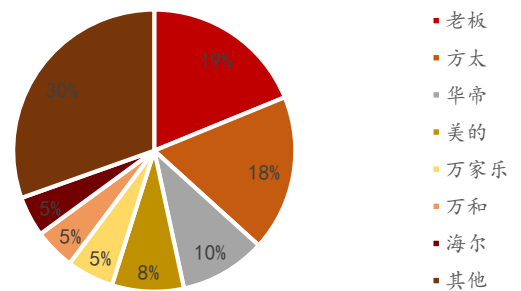
资料来源：奥维云网，华西证券

图 26 各品牌燃气灶价位分布（元）（2019.10）



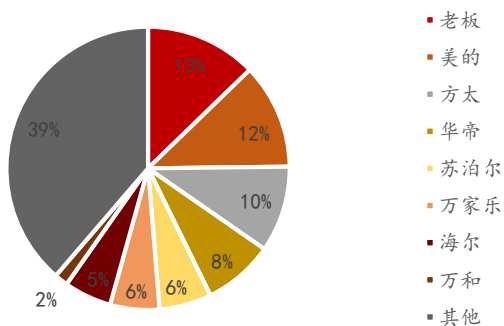
资料来源：中怡康，华西证券

图 27 各品牌燃气灶线下零售量份额（2019.8）



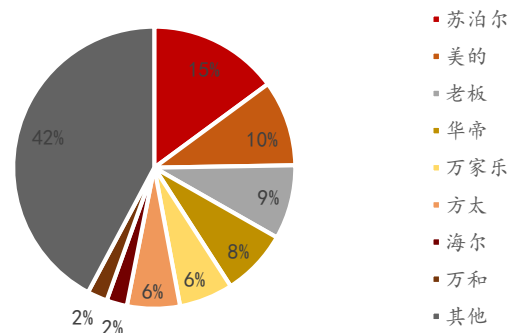
资料来源：奥维云网，华西证券

图 28 各品牌燃气灶线上零售量份额（2019.8）



资料来源：奥维云网，华西证券

图 29 各品牌燃气灶线上零售量份额（2019.8）



资料来源：奥维云网，华西证券

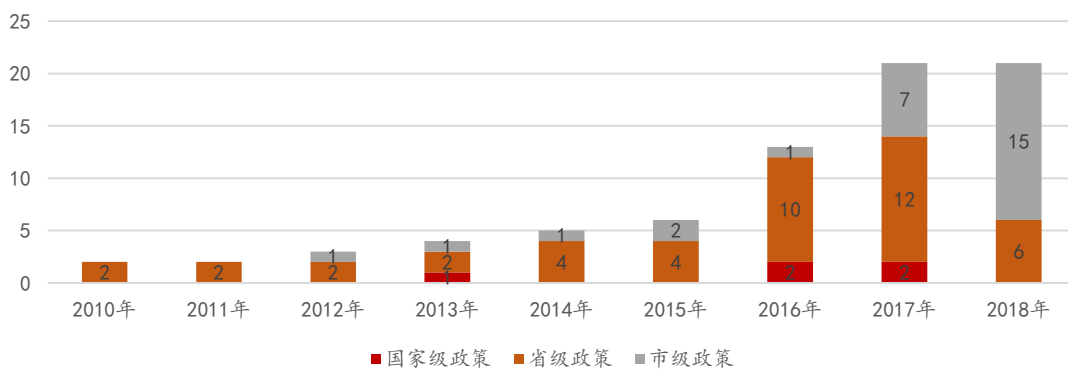
### 2.3.2. 工程端受精装房带动快速增长，龙头依然更受青睐

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

政策助推精装修市场爆发，三四线渗透率仍有较大提升空间。我国出于环保等因素考虑，自 2016 年开始加快推进住宅精装修，2017 年住建部发布《建筑业发展“十三五”规划》，规定到 2020 年实现新开工全装修成品住宅面积比例达到 30%，装配式建筑面积占新建建筑面积比例达 15%；并在《装配式建筑评价标准》中要求装配式建筑必须采用全装修。在此期间各省市地区精装修政策也密集出台，自此国内精装修开盘量和渗透率开始快速提升。据奥维云网统计，2018 年有 885 家开发商推出全装修/精装修住宅项目，增长近 80%；精装房开盘 253 万套，同比增长近 60%。

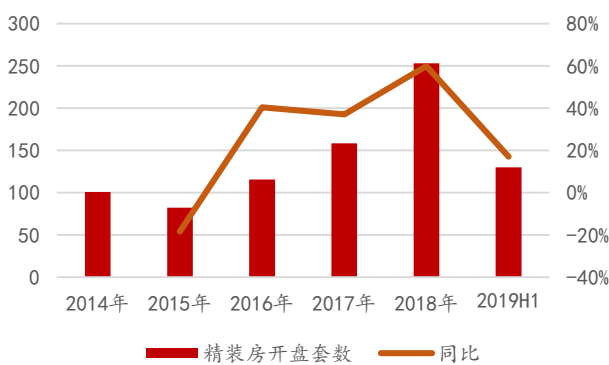
2018 年我国精装修市场渗透率达到 27.5%，预计 2019 年达到 32.8%，但国外成熟市场精装修比例多在 80% 以上，相比之下我国精装修市场仍有较大提升空间。分市场来看，我国一线城市精装修渗透较高（86%），而三四线城市精装修渗透率仅 8%，随着精装房逐步从一二线向低线地区普及，精装修市场仍然有望维持高增。

图 30 全装修/精装修政策数量



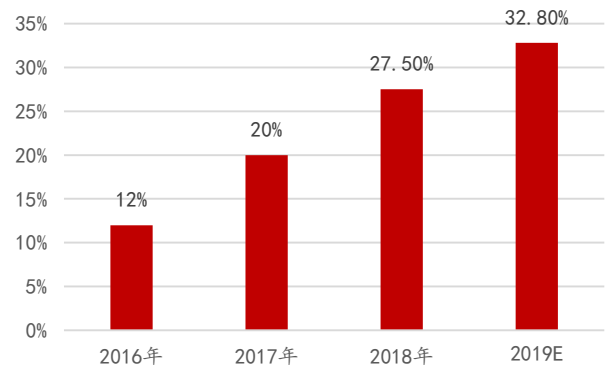
资料来源：奥维云网，华西证券

图 31 精装房开盘套数及增速（万套）



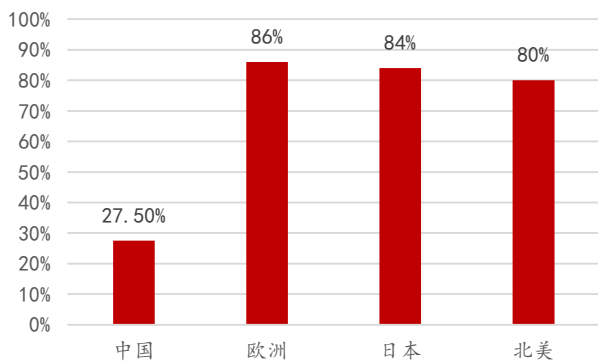
资料来源：奥维云网，华西证券

图 32 我国精装修市场渗透率



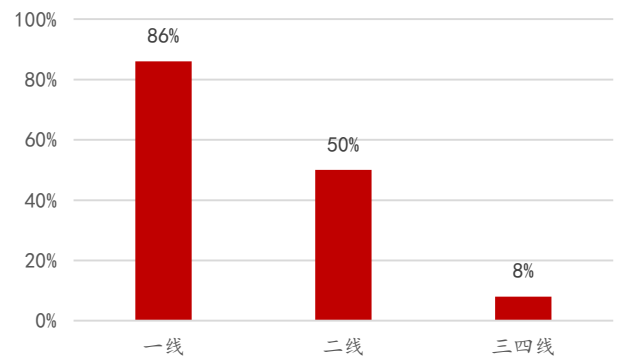
资料来源：奥维云网，华西证券

图 33 各国精装修渗透率对比（2018 年）



资料来源：奥维云网，华西证券

图 34 我国各线城市精装修渗透率对比（2018 年）

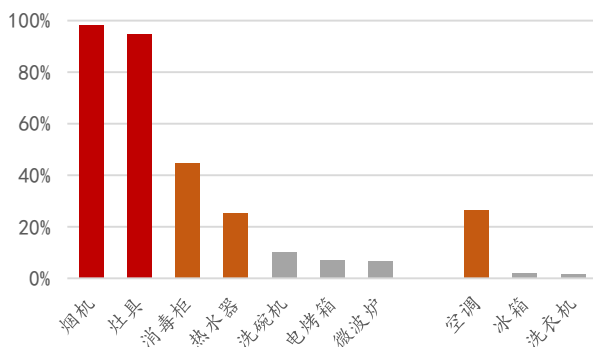


资料来源：奥维云网，华西证券

随着精装修渗透普及，厨电工程渠道占比有望持续提高。1) 精装修渗透率提升拉动传统厨电需求提升。根据精装修标准，厨电为一级配套产品，尤其是传统烟机、灶具，配置率均在 95%以上，因此随着三四线城市精装修渗透率的提升，新增精装房有望带动配置率高的传统烟灶品类持续高增。2) 新品类的配置率有望随推广力度加大有所提高。截至 2018 年，精装修住宅洗碗机配置率仅 10.3%，电烤箱、微波炉等其他品类配置率不足 10%，厨电新品类大多仍在初期市场培育阶段，随着普及率逐步提高，现有精装房中厨电新品类配置率仍有较大提升空间。3) 相比国外成熟市场，我国厨电工程端占比明显偏低。

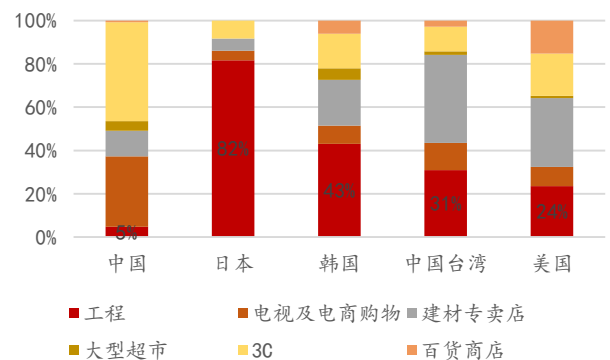
从装修流程看厨电安装一般在精装房开盘后 2 年左右进行，而 2016~2018 年期间精装房开盘量年均增速超过 40%，厨电工程端规模相应从 2018 年开始增长加速，预计 2020 年景气度仍将延续。

图 35 2018 年精装修住宅家电配置率



资料来源：奥维云网，华西证券

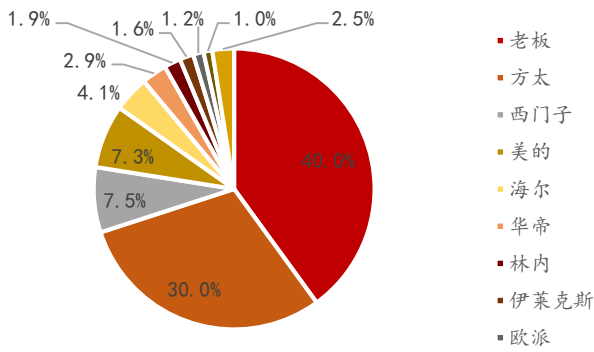
图 36 各国厨电销售量渠道结构（2018 年）



资料来源：Euromonitor，华西证券

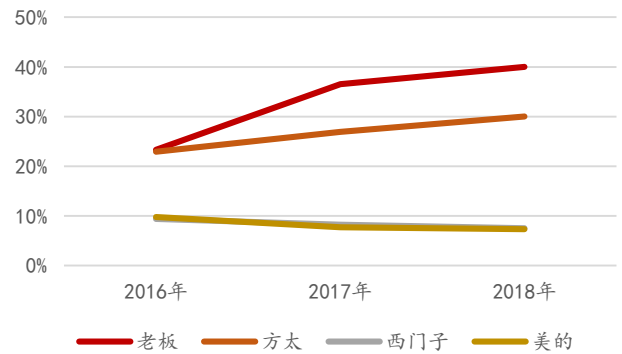
工程渠道格局更加集中，龙头品牌更受青睐。目前工程端规模尚小不到百亿元，竞争格局相比零售渠道更加集中，2018 年工程渠道 CR3 品牌占比达到 77.5%。面向工程端地产客户时，龙头企业既有规模优势从而价格具有较强的竞争力，又有品牌和渠道保障产品品质、服务及供应效率，还有更强的资金实力，使得厨电龙头在工程渠道的竞争优势和性价比更为明显。随着地产精装修比例的提升打开工程业务需求空间，厨电龙头品牌将更受益。

图 37 工程渠道各品牌市场份额（2018 年）



资料来源：奥维云网，华西证券

图 38 工程渠道市场份额向龙头集中



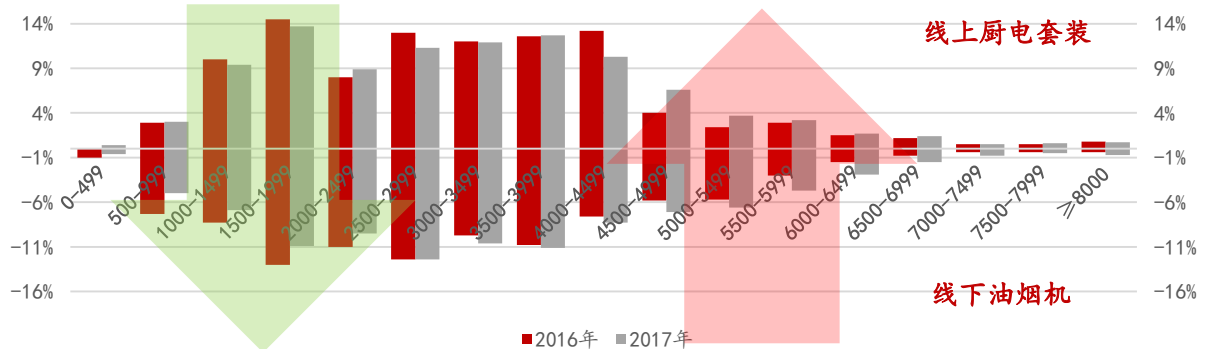
资料来源：奥维云网，华西证券

## 2.4. 厨电产品高端化、多元化、集成化成为趋势

### 2.4.1. 厨电的价格敏感度更低，高端化趋势更明显

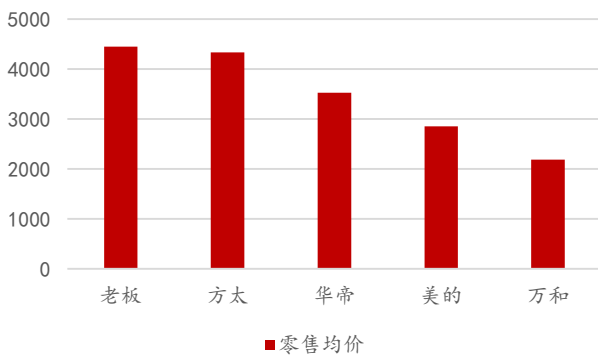
从产品销售额来看，厨电高价位产品需求占比提升，中低价位产品需求占比下降，行业线上线下需求趋向高端化、品质化；从品牌销售量来看，产品均价高的品牌零售量份额持续提升，均价低的品牌份额有所下降，厨电需求向高端品牌集中。厨电需求与空冰洗等白电和小家电不同，厨电的装修属性更强，安装和拆卸过程较为复杂，维修难是行业痛点之一，因此消费者对厨电的品质、品牌要求更高，价格敏感度相对较低，厨电高端化趋势较为明显。

图 39 线上厨电套装、线下油烟机零售量份额变化趋势



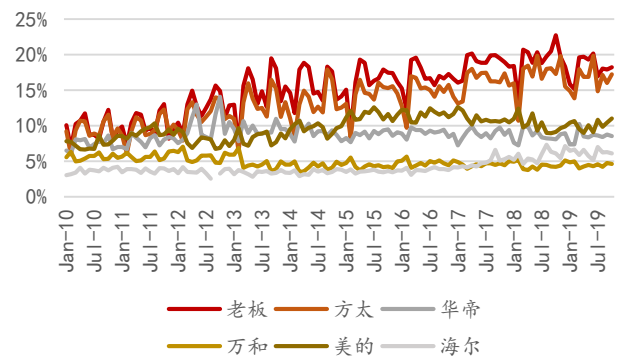
资料来源：奥维云网，华西证券

图 40 油烟机主要品牌产品均价（元）（2019.10）



资料来源：中怡康，华西证券

图 41 老板、方太的油烟机零售量份额提高

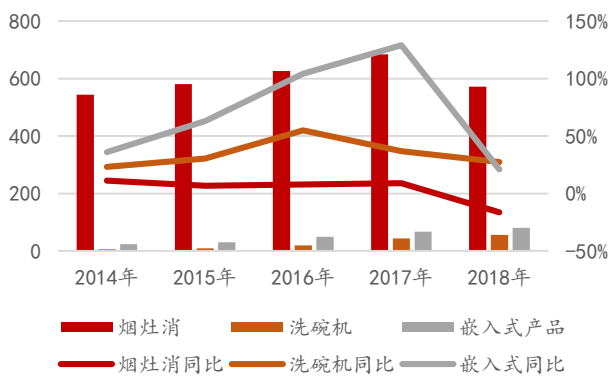


资料来源：中怡康，华西证券

## 2.4.2. 厨电产品多元化，新品类打开成长空间

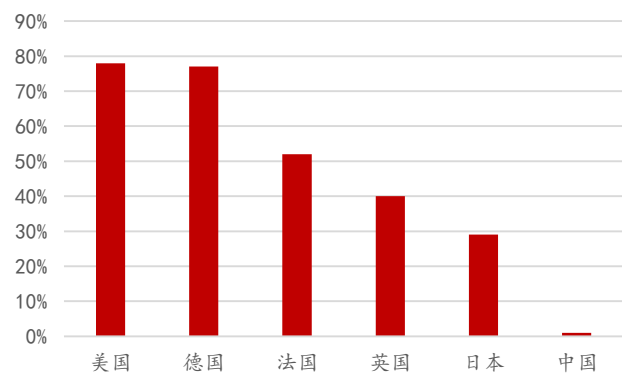
厨电产品趋向多元化，新品类进入高增阶段。根据奥维云网数据，2018 年全国油烟机市场规模 345.8 亿元，同比-16.6%；燃气灶市场规模 190.6 亿元，同比-11.5%；燃气热水器市场规模 330.8 亿元，同比-3.5%。而厨电新品类洗碗机市场规模 56 亿元，同比+28.1%；嵌入式电烤箱市场规模 34.9 亿元，同比+19.3%。整体来看，传统厨电品类受地产低迷影响均出现下滑，而新兴品类却仍有很高的增长。2014~2018 年期间整个传统厨电烟灶消规模年均复合增速 3%，而洗碗机年均增速 34%，其他嵌入式产品增速更高达到 66%，目前洗碗机和其他嵌入式产品规模尚不足百亿元，处于行业发展初期，未来各厨电厂商随着新品类的渗透普及和相应产线布局的逐步完善，将享受新品类行业规模高增红利。

图 42 厨电传统品类和新品类规模及增速（亿元）



资料来源：奥维云网，华西证券

图 43 洗碗机渗透率（2017 年）



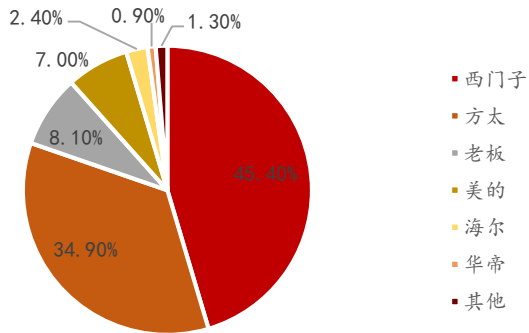
资料来源：前瞻产业研究院，华西证券

新品类外资品牌份额居前，国产替代仍有赶超机会。洗碗机、嵌入式烤箱等厨电新品类尚在发展初期，规模不足百亿元，目前仍以国外品牌主导。根据中怡康数据，2018 年洗碗机线下零售额份额最高品牌为西门子占比 45.4%，其次为方太占比 34.9%；线上格局相对分散，份额最高的为西门子、美的和方太，分别占比 37.1%、25.3%和 10.9%，嵌入式电烤箱格局与洗碗机相似。洗碗机早在上世纪 90 年代就进入了国内市场，但前期消费者教育较长，直到 2015 年左右才正式开启爆发式增长。我国的厨房空间大小、饮食习惯和饮食结构与欧美国家均有较大差异，相比之下我国的厨房空间更小，饮食以米面为主以及菜品重油使得餐具清洗难度更大，因此欧美等外资品牌产



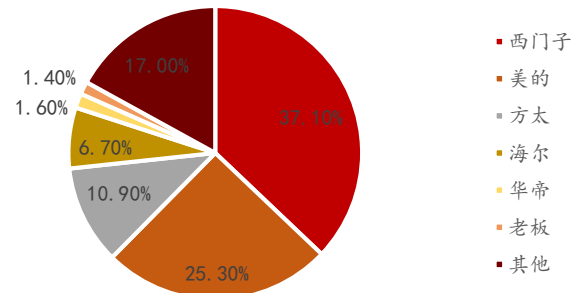
品未必能够完全适应国内消费者需求，洗碗机本土化改造才更能切中国内消费痛点，如方太推出的水槽洗碗机。目前我国洗碗机渗透率远低于成熟市场水平，未来随着洗碗机在国内市场的逐渐普及，容量、体积、功能等多方面的本土化改造设计投入应用，国产品牌有望对国际品牌形成逐步替代。新品类市场中，国产品牌厂商有望受益于行业整体渗透率提升和品牌自身市占率提升带来的增长。

图 44 洗碗机各品牌线下市场份额（2018 年）



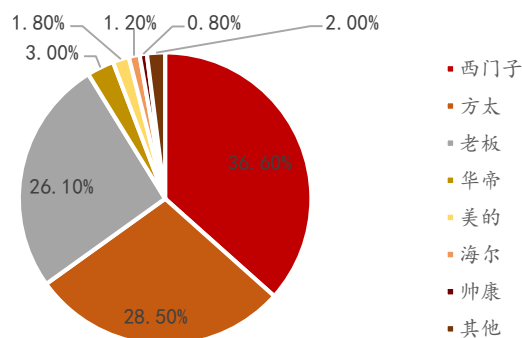
资料来源：中怡康，华西证券

图 45 洗碗机各品牌线上市场份额（2018 年）



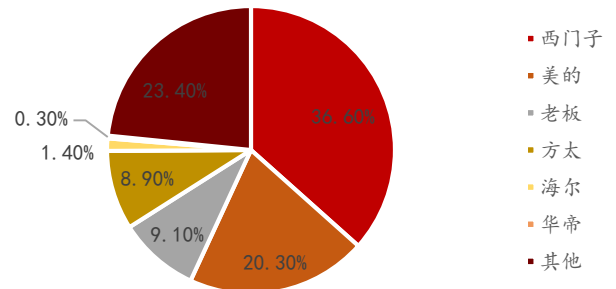
资料来源：中怡康，华西证券

图 46 嵌入式电烤箱各品牌线下市场份额（2018 年）



资料来源：中怡康，华西证券

图 47 嵌入式电烤箱各品牌线上市场份额（2018 年）

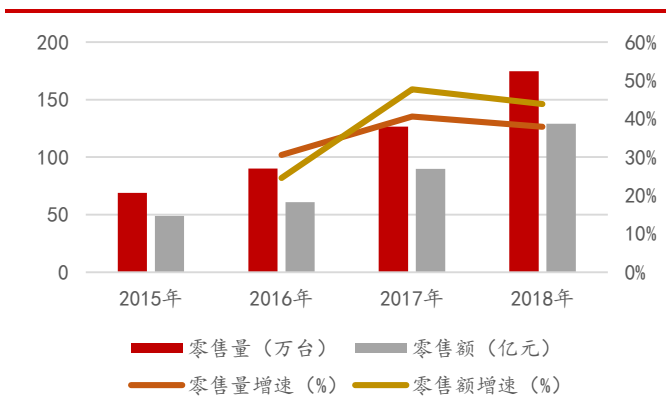


资料来源：中怡康，华西证券

### 2.4.3. 厨电产品集成化，多品牌布局集成灶

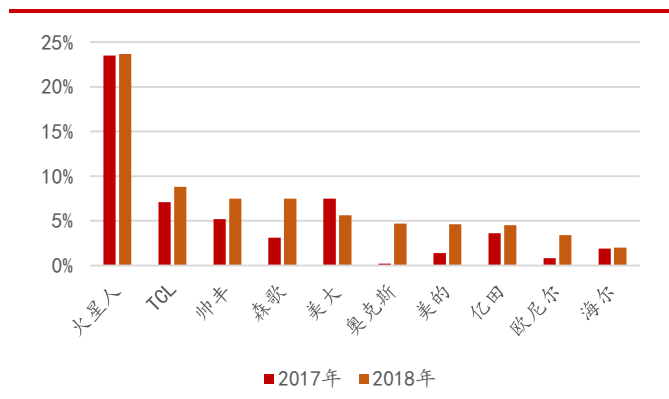
2003 年浙江美大推出中国首台集成灶，随后集成灶经过多代创新改造，模块化集成灶于 2011 年进入市场，集成灶功能模块的独立化不仅方便清洁维修，更为功能模块的更多组合形式创造了空间，随着厨电品类的多元化，集成灶的组合也从最初的烟灶拓宽为烟灶消、烟灶蒸、烟灶洗、蒸烤等。集成灶相比传统分体式油烟机的最大优势在于其风口距离灶台更近，从而大大提升了抽烟和降噪等性能；此外集成化设计也大大提高了厨房的空间利用率。2016 年开始集成灶迎来高速增长，2018 年集成灶零售额达到 129 亿元，在烟灶市场的占比已从 5.4% 提高到 10% 以上，零售额年均复合增速达到 38%。

图 48 集成灶市场规模



资料来源：中怡康，华西证券

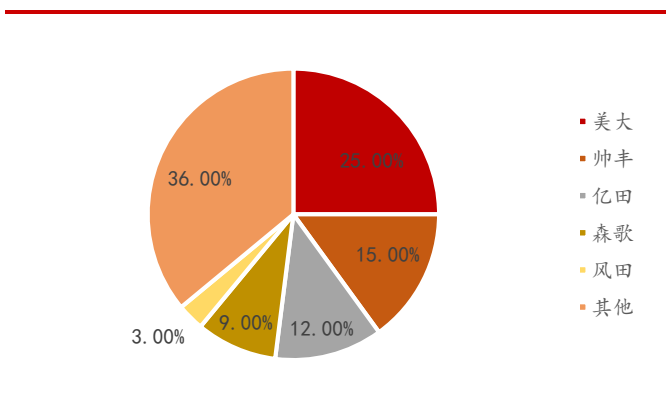
图 49 双十一集成灶线上各品牌份额



资料来源：中怡康，华西证券

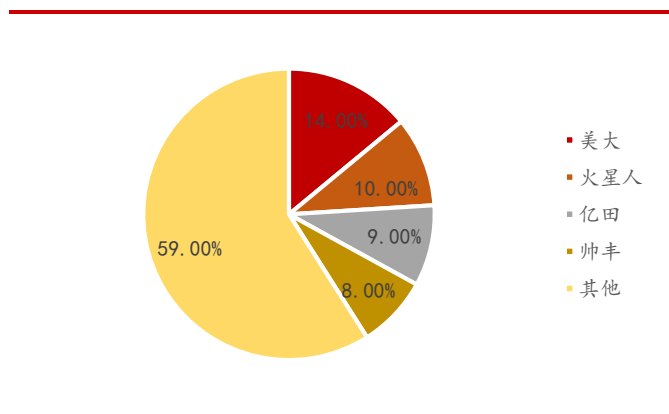
随着集成灶的成功推广，更多品牌和厂商纷纷涌入，包括已经在传统烟灶领域领先的厨电品牌和综合家电品牌，如老板、美的、海尔、奥克斯等。集成灶的技术壁垒对传统家电企业来说不高，从双十一线上份额变化可以看出，部分新入品牌已经迅速获取了部分市场。根据集成灶行业白皮书，2018 年集成灶品牌数量已经超过 300 家，但真正具有专业化和规模化自主生产能力的不超过 30 家，主要包括浙江海宁的集成灶龙头美大、浙江嵊州的帅丰/亿田/森歌/美多/金帝等以及广东的部分企业。行业格局目前整体较为分散，据全国家用电器工业信息中心调研统计，年销售额在 5 亿元以上的企业约 5~6 家，年销售额在 1~3 亿元的企业数量众多。随着各厂商扩产逐步落地及传统厨电企业在集成灶展开布局，优质企业有望凭借既有的渠道和品牌优势收割市场份额。

图 50 集成灶各品牌销售量份额（2017 年）



资料来源：奥维云网，华西证券

图 51 集成灶各品牌销售额份额（2017 年）



资料来源：奥维云网，华西证券

表 4 部分集成灶厂商扩产计划

品牌	当前规模	发布时间	扩产规模
浙江美大	55 万台	2017 年	2019 年新增 110 万台集成灶及高端厨电产品
帅丰	16 万台	2017 年	新增年产 40 万台集成灶产能
火星人	15 万台	2017 年	新增 80 万台集成灶产能投产
亿田	20 万套	2018 年	新增 120 万套智能环保集成灶产能
帅康	5 万台	2019 年	新增 20 万台集成厨电产能
火星人	15 万台	2017 年	新增 80 万台集成灶产能投产

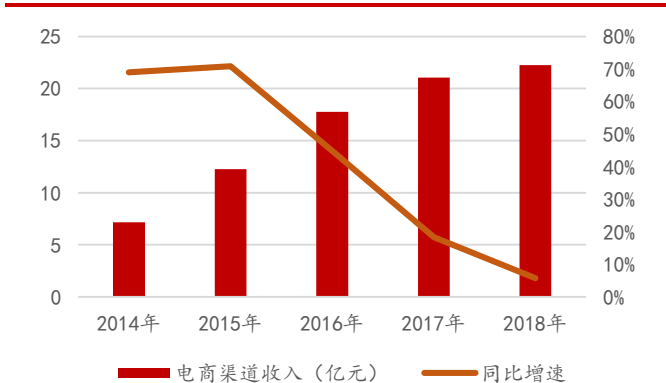
资料来源：公司公告，公开资料整理，华西证券

### 3. 公司工程渠道受益于精装修红利，新品扩充完善布局

#### 3.1. 渠道：工程渠道强化龙头优势，低线市场带来成长弹性

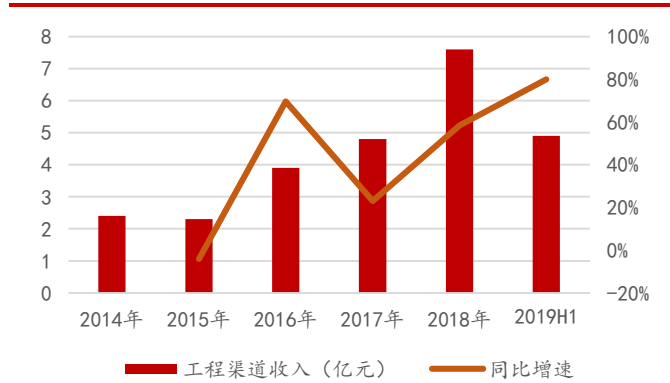
公司收入结构以线下 KA 等渠道为主，电商和工程渠道占比快速提升。厨电行业自 2018 年下半年开始受地产拖累，2019 年上半年行业持续低迷，且一定程度上受工程端分流影响，主要品类（油烟机、燃气灶、消毒柜等）的零售额均同比下滑。电商渠道经过前期的爆发式增长，近年来增速有所放缓，收入占比相对稳定在 30%左右。工程端仍然延续高景气，2018 年和 2019 年上半年分别实现约 60%和 80%的正增长。据估算，截至 2019 年上半年公司工程渠道占比已经从 2014 年的个位数提升至约 14%。

图 52 老板电商渠道收入及增速



资料来源：公司公告，华西证券

图 53 老板工程渠道收入及增速

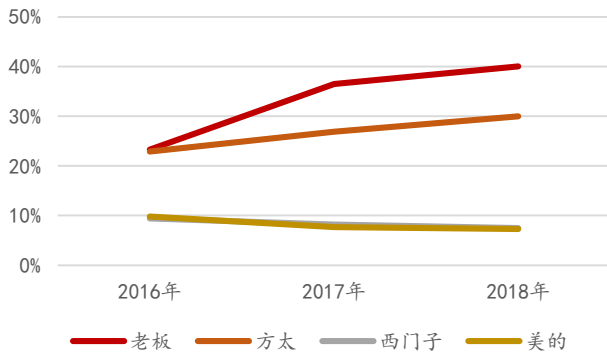


资料来源：公司公告，华西证券

工程渠道格局更加集中，公司份额仍有提升空间。目前工程端规模尚小不到百亿元，参与的品牌主要是老板、方太、西门子等，2018 年三家合计占比达到 77.5%。由于地产商相较于零售端客户更加注重厨电企业的品牌、品质、服务和资金实力等，工程渠道竞争格局相较零售渠道更为集中，公司在工程渠道占据较大市场份额且有持续提升的趋势。随着地产精装修比例的提升打开工程业务需求空间，公司作为厨电龙头品牌将更受益。

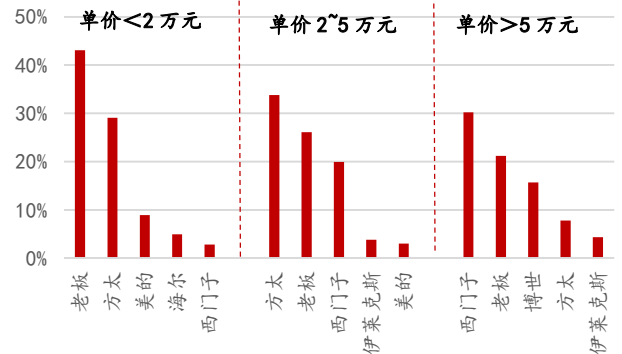
分档位来看，地产商一般会选用与楼盘档位一致的厨电品牌，但楼盘越高端，品牌格局相对越分散。公司在低档楼盘中份额最高达到 43%，在中档、高档楼盘中份额位居前二；中档楼盘中份额最高的方太达到 34%；高档楼盘中份额最高的西门子则为 30%。目前公司从品牌力和均价来看相较国际品牌仍偏弱，随着品牌力强化及产品结构的高端化升级，公司在精装房尤其是高端楼盘的市占率仍有进一步提升的空间。

图 54 工程渠道主要品牌市场份额变化



资料来源：奥维云网，华西证券

图 55 分档位精装修楼盘各品牌市场份额 (2018 年)



资料来源：奥维云网，华西证券

工程渠道价格敏感度较低，品牌和服务优势构筑公司壁垒。1) 目前工程端产品价格不高。从目前工程渠道厨电两件套产品主流成交价来看，西门子等外资品牌价格明显更高，而老板工程端主流成交价格仅 1300 元，相比外资品牌及其他国产品牌具有明显优势。根据中国建筑工程造价信息网数据显示，2019 年 6 月住宅建安工程多层/小高层/高层造价分别为 1712/1948/2194 元/平方米，取最低造价按单套住宅 100 m<sup>2</sup>粗略估算，单套住宅造价约 17 万元，公司及其他品牌工程两件套仅占建安成本的 0.6%~1.8%。且随着房价的上涨厨电在建安成本的占比或将进一步下降，工程端对油烟机的价格敏感度相对更低；2) 成本限制使得非龙头品牌难以更低价格抢占市场。油烟机主要原材料为冷轧板和玻璃等，根据公司公告数据推算，公司油烟机单台成本约 800 元，华帝油烟机单台成本约 500~600 元；公开资料显示油烟机单台成本一般在 300~800 元。简化假设工程两件套成交价在 800 元左右，则即使其他品牌价格低至成本线，建安成本也仅下降不足 0.3%。综上对于工程渠道而言，价格相对次要，而品牌和服务才是选择厨电厂商的核心，因此公司在工程渠道有望继续保持甚至提高现有的盈利水平和份额优势。

表 5 部分厨电品牌工程渠道价格和成本 (2018 年)

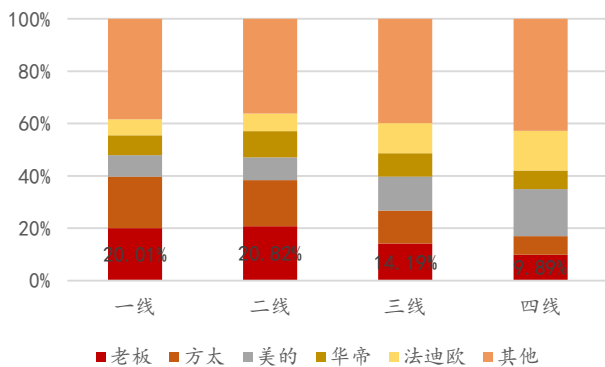
品牌	工程端主流成交价	零售价参考	油烟机成本
方太	1850 元	3699 元	300~800 元
老板	1300 元	3599 元	约 800 元
华帝	1600 元	2899 元	500~600 元
西门子	2860 元	10500 元	300~800 元
其他	800~1000 元	2000 元	300~800 元

资料来源：根据公司公告、网络公开资料整理估算，华西证券

受益于渠道结构变化和下沉布局，低线城市增长将强化公司龙头优势。目前我国整体精装房占比不高，尤其是三四线市场精装修渗透率尚不足 10%，相比一线城市的 86% 明显偏低，低线城市精装修渗透率提升将带动工程市场需求。公司目前在一二线市场市占率较高，而三四线市场优势较弱，未来借力工程渠道有望进一步提高三四线市场份额。

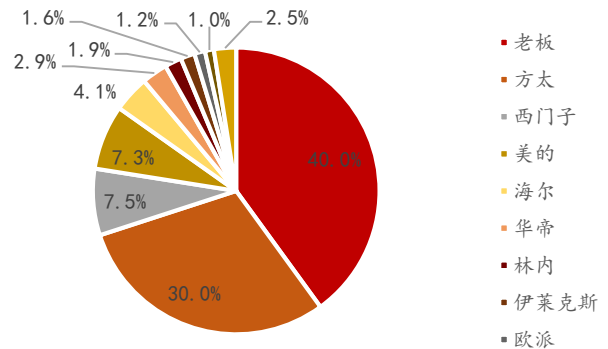
此外公司借助名气公司布局三四线市场，持续推进终端渠道下沉，2016 年再次提出深耕三四线，此后乡镇网点井喷式增长。截至 2018 年，公司高密度渠道网络已基本建成，传统线下零售份额也有望随着三四线布局得到提升。

图 56 厨电各线市场品牌市场份额



资料来源：中怡康，华西证券

图 57 厨电工程渠道品牌市场份额 (2018 年)



资料来源：奥维云网，华西证券

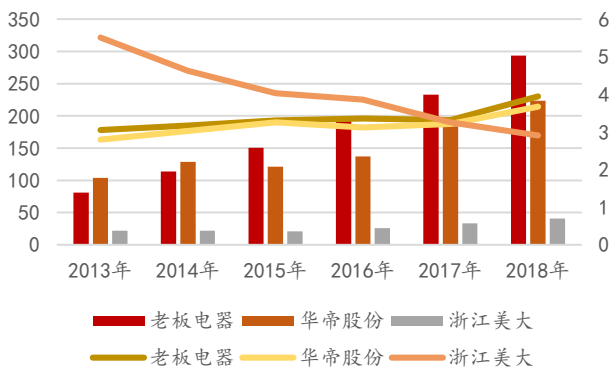
## 3.2. 产品：多点布局，厚积薄发

### 3.2.1. 新品品类重点开发，洗碗机蒸箱已崭露头角

公司保持高水平研发投入，持续加大对烤箱、蒸箱、洗碗机等新品类的开发推广力度。2018 年公司嵌入式蒸箱、烤箱、洗碗机收入合计 5.54 亿元，达到总营收的 7.5%。嵌入式蒸箱零售量市占率达到 36.32%，连续两年居行业第一；嵌入式洗碗机市占率 9.29% 连续两年居行业前三。公司主导蒸烤一体机、电烤箱、电蒸箱、洗碗机等多项行业标准制定，在新品类领域依然保持行业领先地位。

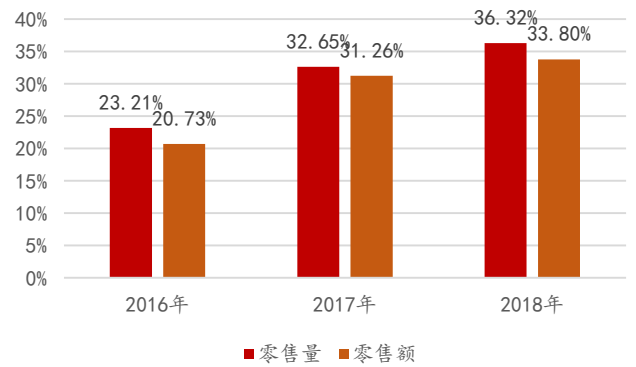
研发上，公司分别以差异化/多功能性作为洗碗机/烤蒸等嵌入式品类的重点开发方向，推出多款中式蒸箱；产能配套上，公司新品类上市之初是引入海外原装进口产品，随着 2017 年完成洗碗机项目规划和烤蒸等嵌入式产品产能建设、2018 年完成洗碗机和蒸烤一体机等产能建设，公司已逐步实现自建产能投产；架构上，公司 2018 年首次尝试建立单一品类事业部——蒸箱事业部，成立烹饪体验中心和蒸文化研究院，重点开展蒸箱研究；营销上，公司举行蒸文化相关主题发布会、邀请明星及烹饪大师举办蒸文化线下活动、加大在地方电视和交通媒体等渠道的卡位宣传，大力推广普及蒸箱品类；渠道上，依托现有的渠道网络，在各城市及乡镇网点提升新品类配比率。重点品类随着公司开发推广力度持续加大，预计对收入和利润的贡献将进一步提高。

图 58 研发支出（百万元）及占收入比例（%）



资料来源：wind，华西证券

图 59 老板嵌入式蒸箱市场份额



资料来源：中怡康，公司公告，华西证券

图 60 老板年内推出的洗碗机、蒸箱新品



中式强力洗碗机W735



中式双腔烤箱RQ035



首款蒸烤微一体机CQ930

资料来源：网络公开资料整理，华西证券

### 3.2.2. 收购金帝布局集成灶，有望打破现有格局

公司于 2018 年战略控股金帝电器，正式布局集成灶。根据艾肯家电网和中怡康数据显示，金帝 2017 年收入规模约 2 亿元，2018 年销量超过 5 万台，现已形成年产 30 万台（套）侧吸式集成环保灶产能。2019 年上半年公司集成灶业务收入达到 8000 万元；6 月公司拟投资 5.9 亿元建设金帝智能厨房生态产业化项目；7 月发布蒸烤消一体集成灶新品，公司集成灶业务稳步推进。这次战略合作为公司在集成灶领域布下一棋，同时随着公司为金帝提供资金、供应链整合、平台共享等经营协同以及专业的烟灶等技术支持，金帝现有集成灶业务将进一步优化，公司在集成灶行业影响力及份额有望进一步提升，打破现有竞争格局。



图 61 集成灶市场主要品牌



资料来源：中怡康，华西证券

### 3.2.3. 推出中央吸油烟机，强化工程渠道优势

中央吸油烟机由主机、终端机、防火阀、云后台组成，与传统烟机的各户独立不同，中央吸油烟机由楼顶主机统一向各个终端机分配抽吸油烟的动力，同时对烟道中的油烟进行强抽、净化处理后排放。对家庭用户来说，中央吸油烟机能够使排烟噪音更低、风量更稳定、排烟更彻底；对地区政府来说，中央吸油烟机能够降低油烟污染，符合环保理念。公司自 2015 年开始研发中央吸油烟机并逐步和多家地产商推进合作，目前已与万科、碧桂园、融创、绿城等众多品牌房企达成合作，在全国 20 多个城市 40 多个项目中落地推广。中央吸油烟机目前仍为公司的独家专利，技术壁垒较高，专供 B 端客户，预计将持续巩固公司在工程渠道的龙头优势。

表 6 中央吸油烟机与传统烟机对比

品类	面向客户	电机位置	排烟方式	效果
中央吸油烟机	专供 B 端	住宅楼顶主机内	吸出	风量自适应，可实现各楼层风量均衡，杜绝低楼层回烟现象；主机对油烟统一过滤净化后排出，提高环保性能。
传统烟机	B 端和 C 端	单户厨房终端机内	挤出	终端机噪音较大；多户使用时可能出现烟道排烟效果差、回烟现象。

资料来源：网络公开资料整理，华西证券

## 4. 盈利预测与估值

**传统烟灶消业务：**传统厨电品类零售端需求随地产回暖逐步改善，但由于精装修的普及工程端对零售端有一定的分流影响，零售端销量预计将实现小幅正增长；工程端销量增速预计在 10% 以上，目前公司工程端占比不足 20%，因此整体销量增速预计在 10% 左右。均价近两年相对平稳，预计随着公司新品推出，需求景气向上的背景下产品结构升级将带动均价持续小幅正增长。公司工程渠道业务占比提升或将一定程度上对传统厨电毛利率造成压力，但原材料成本下行以及公司成本管控效率提升下毛利率整体保持相对稳定。

表 7 传统烟灶消业务预测表

		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
油烟机	销售收入 (百万元)	3241.04	3821.84	4012.98	4218.52	4645.25	5154.45
	yoy	22.13%	17.92%	5.00%	5.12%	10.12%	10.96%
	销售成本 (百万元)	1265.82	1614.34	1719.33	1771.78	1951.01	2164.87
	yoy	22.36%	27.53%	6.50%	3%	10%	11%
	毛利率	60.94%	57.76%	57.16%	58.00%	58.00%	58.00%
燃气灶	销售收入 (百万元)	1629.63	1822.12	1792.01	1780.04	1911.57	2087.82
	yoy	27.30%	11.81%	-1.65%	-0.67%	7.39%	9.22%
	销售成本 (百万元)	664.31	802.01	803.82	783.22	841.09	918.64
	yoy	28.68%	20.73%	0.23%	-2.56%	7.39%	9.22%
	毛利率	59.24%	55.98%	55.14%	56.00%	56.00%	56.00%
消毒柜	销售收入 (百万元)	423.71	488.73	499.85	520.04	572.88	654.46
	yoy	30.67%	15.35%	2.28%	4.04%	10.16%	14.24%
	销售成本 (百万元)	213.03	263.62	285.72	286.02	315.08	359.95
	yoy	34.43%	23.75%	8.38%	0.11%	10.16%	14.24%
	毛利率	49.72%	46.06%	42.84%	45.00%	45.00%	45.00%

资料来源: wind, 华西证券

**其他业务:** 包括洗碗机、蒸箱、烤箱等新品类和其他业务。公司成立蒸箱品类事业部, 2019 年大力推广第二品类蒸箱等, 并推出多款本土化新品; 另外集成灶业务方面与金帝的战略合作加深, 产能建设展开布局, 功能性创新产品价格空间大。预计新品类业务整体仍将保持 20%~30%的较高增长, 收入占比将逐步提高至 20%以上; 毛利率在结构性提价和规模效应下持续提升。

表 8 其他业务预测表

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入 (百万元)	500.52	884.71	1120.05	1456.07	1820.08	2184.10
yoy	75.87%	76.76%	26.60%	30.00%	25.00%	20.00%
销售成本 (百万元)	330.89	570.62	641.90	800.84	982.84	1157.57
yoy	73.45%	72.45%	12.49%	24.76%	22.73%	17.78%
毛利率	33.89%	35.50%	42.69%	45%	46%	47%

资料来源: wind, 华西证券

公司在新品开发和推广上始终保持较高投入, 预计研发费用仍将持续增加, 研发费用率相对稳定在较高水平; 工程渠道业务占比提高一定程度会摊薄销售费用, 但考虑到公司对蒸箱等新品类仍处在高强度推广宣传阶段, 预计销售费用率保持相对稳定; 公司持续推进组织变革, 成立战略市场部, 集中统筹原本分散的各渠道业务, 预计管理费用率将持续改善。

表 9 老板电器整体盈利预测主要项目

		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入 (百万元)	合计	5794.9	7017.4	7424.89	7974.66	8949.78	10080.82
	油烟机	3241.04	3821.84	4012.98	4218.52	4645.25	5154.45
	燃气灶	1629.63	1822.12	1792.01	1780.04	1911.57	2087.82
	消毒柜	423.71	488.73	499.85	520.04	572.88	654.46
	其他产品	500.52	884.71	1120.05	1456.07	1820.08	2184.10
销售毛利 (百万元)	合计	3320.85	3766.81	3974.12	4332.81	4859.76	5479.79
	油烟机	1975.22	2207.51	2293.65	2446.74	2694.25	2989.58
	毛利率	60.94%	57.76%	57.16%	58.00%	58.00%	58.00%
	燃气灶	965.32	1020.11	988.19	996.82	1070.48	1169.18
	毛利率	59.24%	55.98%	55.14%	56.00%	56.00%	56.00%
	消毒柜	210.68	225.11	214.13	234.02	257.80	294.51
	毛利率	49.72%	46.06%	42.84%	45.00%	45.00%	45.00%
	其他产品	169.63	314.08	478.15	655.23	837.24	1026.53
	毛利率	33.89%	35.50%	42.69%	45.00%	46.00%	47.00%
费用率	销售费用率	26.7%	23.9%	25.7%	25.0%	25.0%	25.0%
	管理费用率	7.8%	3.5%	3.7%	3.5%	3.4%	3.3%
	研发费用率	0.0%	3.3%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%

资料来源: wind, 华西证券

我们调整公司 2019~2021 年营业收入由 78.86/86.52/97.31 亿元至 79.75/89.50/100.81 亿元, 同比增速 7.40%/12.23%/12.64%; 归母净利润由 16.13/17.62/19.45 亿元调整至 16.19/18.31/20.84 亿元, 同比增长 9.84%/13.11%/13.81%。EPS 为 1.71/1.93/2.20 元, 对应当前股价 PE 倍数为 18.87/16.69/14.66 倍。

公司经营稳健战略清晰, 工程渠道已占据先发优势, 中央吸油烟机品类又将进一步巩固这一优势, 打造工程渠道壁垒; 另外公司洗碗机、蒸箱及集成灶新品类发力, 依托现有渠道网络及品牌力延续行业领先地位, 未来增长空间较大且确定性较高。当前公司估值约 19 倍, 行业主要可比公司 2020 年预测 PE 平均约 13 倍, 考虑地产压制因素边际影响减弱下估值仍有修复空间及公司自身的龙头溢价, 给予公司 2020 年 20 倍 PE, 基于 2019~2021 年 EPS 为 1.71/1.93/2.20 元的业绩预测, 目标价 38.6 元, 评级由“增持”调整为“买入”。

表 10 可比公司估值（以 2019 年 12 月 17 日收盘价为基准）

公司	股价	PB	EPS			PE		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
老板电器	32.19	4.79	1.71	1.93	2.20	18.87	16.69	14.66
<b>可比公司</b>								
华帝股份	12.48	3.92	0.89	1.04	1.20	13.96	12.04	10.44
浙江美大	13.36	6.37	0.72	0.87	1.04	18.49	15.36	12.81
万和电气	9.38	2.00	0.77	0.88	1.03	12.12	10.69	9.11
<b>可比公司平均</b>						14.86	12.70	10.79

资料来源：wind，华西证券（除老板电器外，其它公司盈利预测均采用 wind 一致预期）

## 5. 风险提示

**宏观经济增长失速或地产政策收紧：**厨电行业需求与地产相关性高，若宏观经济增长失速或地产政策收紧超出预期，地产竣工和销售放缓，厨电需求将受影响。

**行业竞争加剧：**厨电行业线上格局和新品类竞争格局尚未确立，且厨电技术门槛不高，存在新进入品牌加剧竞争的风险。

**新品类拓展不达预期：**新品类渗透率的提升速度可能慢于预期。

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业总收入	7424.89	7974.66	8949.78	10080.82	净利润	1483.85	1629.81	1843.40	2098.04
YoY (%)	5.81%	7.40%	12.23%	12.64%	折旧和摊销	101.97	102.29	109.86	117.24
营业成本	3450.77	3641.85	4090.02	4601.03	营运资金变动	11.53	253.68	-9.13	60.69
营业税金及附加	70.57	67.78	76.07	85.69	经营活动现金流	1508.96	1915.78	1874.13	2205.97
销售费用	1909.86	1993.67	2237.45	2520.20	资本开支	-180.55	-210.21	-230.47	-235.13
管理费用	272.36	279.11	304.29	332.67	投资	-1090.06	-1.00	0.00	0.00
财务费用	-101.34	-61.68	-96.56	-134.11	投资活动现金流	-1183.50	-141.21	-160.47	-165.13
资产减值损失	15.06	0.00	0.00	0.00	股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	88.01	70.00	70.00	70.00	债务募资	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1701.56	1869.77	2114.82	2406.95	筹资活动现金流	-711.86	0.00	0.00	0.00
营业外收支	0.77	0.00	0.00	0.00	现金净流量	-386.40	1774.57	1713.66	2040.84
利润总额	1702.32	1869.77	2114.82	2406.95					
所得税	218.48	239.97	271.42	308.91	<b>主要财务指标</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
净利润	1483.85	1629.81	1843.40	2098.04	<b>成长能力</b>				
归属于母公司净利润	1473.58	1618.53	1830.65	2083.52	营业收入增长率	5.81%	7.40%	12.23%	12.64%
YoY (%)	0.85%	9.84%	13.11%	13.81%	净利润增长率	0.85%	9.84%	13.11%	13.81%
每股收益	1.55	1.71	1.93	2.20	<b>盈利能力</b>				
					毛利率	53.52%	54.33%	54.30%	54.36%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	净利率	19.98%	20.44%	20.60%	20.81%
货币资金	2196.71	3971.28	5684.94	7725.78	总资产收益率 ROA	15.58%	14.51%	13.66%	13.05%
预付款项	59.49	62.78	70.51	79.31	净资产收益率 ROE	24.38%	21.12%	19.28%	18.00%
存货	1347.11	1216.92	1412.27	1563.07	<b>偿债能力</b>				
其他流动资产	4376.86	4318.57	4529.72	4774.63	流动比率	2.47	2.90	3.16	3.39
流动资产合计	7980.17	9569.54	11697.43	14142.79	速动比率	2.03	2.51	2.76	3.00
长期股权投资	2.62	3.62	3.62	3.62	现金比率	0.68	1.20	1.53	1.85
固定资产	842.88	828.55	813.07	794.03	资产负债率	35.16%	30.42%	28.34%	26.70%
无形资产	193.97	227.50	261.29	290.26	<b>经营效率</b>				
非流动资产合计	1475.19	1584.11	1704.72	1822.61	总资产周转率	0.85	0.77	0.73	0.69
资产合计	9455.36	11153.65	13402.15	15965.40	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	1.55	1.71	1.93	2.20
应付账款及票据	1606.98	1592.48	1788.46	2011.91	每股净资产	6.37	8.08	10.00	12.20
其他流动负债	1625.18	1708.15	1917.28	2159.04	每股经营现金流	1.59	2.02	1.97	2.32
流动负债合计	3232.15	3300.64	3705.74	4170.95	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	92.36	92.36	92.36	92.36	PE	20.73	18.87	16.69	14.66
非流动负债合计	92.36	92.36	92.36	92.36	PB	3.17	3.99	3.22	2.64
负债合计	3324.51	3393.00	3798.09	4263.31					
股本	949.02	949.02	949.02	949.02					
少数股东权益	85.46	96.74	109.50	124.02					
股东权益合计	6130.85	7760.65	9604.06	11702.10					
负债和股东权益合计	9455.36	11153.65	13402.15	15965.40					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所



### 分析师与研究助理简介

汪玲：现任华西证券研究所家电行业首席分析师，中央财经大学会计学硕士，曾就职于国盛证券、民生证券研究所任食品饮料&农林牧渔行业首席分析师，具有多年投资及研究经验。

对大消费行业具有深刻理解，站在产业资本和投资的角度，重视战略研究和逻辑推演，善于从行业发展趋势规律、公司价值挖掘等维度出发，实现具有深度和前瞻性价值的特色研究。

### 分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但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。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做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。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。