

长期空间不改，估值修复可期

—厨电行业深度报告

深度研究报告/家电

2020年04月07日

报告摘要：

● 地产仍是景气度关键影响因素，政策有望托底后市需求

厨电产品与日常烹饪紧密相关且使用频率较高，具备极强的实用属性，长期来看随着消费者需求由必选到细分的逐步觉醒，品类拓展势必会带来行业规模扩容。但在短期发展过程中，受到当前产品保有量及销售结构的客观影响，近两年行业增速受到地产竣工数据的低迷压制有所下行。据测算当前房屋销售带来的装修及家电购置需求占到烟机年销售规模的63%，远高于白电3成左右的比例，地产销售仍是厨电行业景气度关键的影响因子。2020年随积压的竣工逐步释放，及各地地产政策托底，全年行业景气度有望平稳向上，实现底部反转。

● 工程渠道成为主要增长点，龙头受益市占率提升

烟机行业CR3仅39.6%，远低于传统白电行业70%左右水平。考虑到厨电与厨房整体装修密切绑定，换新成本高、难度大，产品使用周期可长达8-10年，消费者对产品的品质、品牌更为在意，龙头市占率仍有较大提升空间。经历了几大渠道的增长交替，工程渠道已成为行业主要增长拉动渠道，受益于地产商对产品质量及品牌背书的要求更高，工程渠道的高速增长有望加速行业集中度的提升。

● 保有量仍有较大上行空间，品类扩张打开行业天花板

据国家统计局，我国抽油烟机平均每百户保有量仅51.0台，远未及普及水平，同时城乡户均保有量相差0.53台，结构性提升空间较大。放眼长期，厨电行业增长空间主要来自三方面：1) 户均保有量的普及与提升；2) 城乡差距的收窄；3) 品类扩张带来的配套率增长及量价齐升。

● 估值重回前低附近，基本面改善下配置价值显著

厨电行业平均毛利率高达39.4%，显著高于其他家电子领域10-15PCT，平均ROE高达15.3%。同时从估值水平来看已回到前期低值附近，比较2018年底及当前行业基本面情况，龙头公司已通过积极开拓工程渠道与新兴品类等方式为公司注入新增长点，排除疫情影响后，全年增长有望保持稳健，当前估值状态下修复空间值得期待，配置价值显著。

● 投资建议

建议关注零售渠道受益竣工复苏有所回暖、工程订单托底全年需求的行业龙头**老板电器**；以及三四线渠道布局较为完善，新品打开规模上行空间的行业龙头**华帝股份**。

● 风险提示

地产竣工复苏不及预期，行业竞争格局恶化。

盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价 4月3日	EPS			PE			评级
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	
002508	老板电器	28.16	1.67	1.87	2.10	16.86	15.04	13.41	暂无评价
002035	华帝股份	11.12	0.85	1.02	1.17	13.08	10.90	9.50	推荐

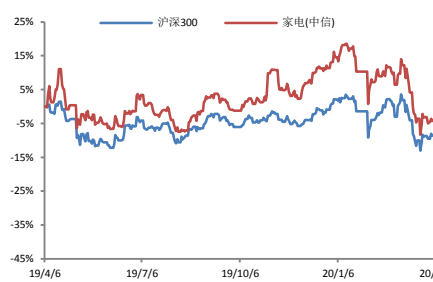
资料来源：公司公告、民生证券研究院

*老板电器盈利预测来自wind一致性预期

推荐

维持评级

行业与沪深300走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：杨柳

执业证号：S0100517050002

电话：010-85127730

邮箱：yangliu_yjs@mszq.com

相关研究

1. 地产政策改善托底家电需求
2. 民生家电周报 20190902：上半年格力美的业绩稳健增长，关注白电头部企业配置价值

目录

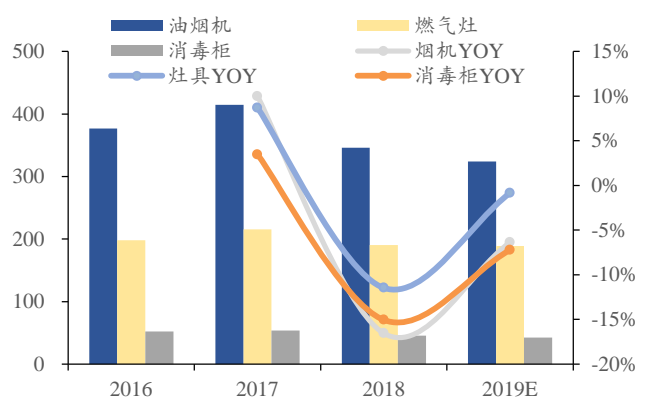
一、地产仍是景气度关键因子，政策有望托底后市需求	3
(一) 厨电与装修过程高度相关，竣工仍是行业主要拉动力	3
(二) 新增需求约占烟机年销量的 63%，仍是行业景气度重要影响因子，白电新增需求仅占 3 成上下	4
(三) 开竣工数据背离带来空间，各地政策有望托底全年需求	5
二、工程渠道成为主要增长点，龙头受益市占率提升	7
(一) 烟机行业 CR3 仅 39.6%，远低于空冰洗等成熟产品.....	7
(二) 工程渠道成为行业重要拉动力，龙头份额有望收益提升	8
三、保有量仍有较大上行空间，品类扩张打开行业天花板	10
(一) 烟机全国平均百户保有量仅 51.0 台，远未及饱和	10
(二) 城乡保有量户均差距高达 0.53 台，结构性提升空间较大	11
(三) 品类扩张带来量价齐升，为行业长期规模扩张打开天花板	12
四、估值重回前低附近，基本面改善下配置价值显著	14
(一) 特殊竞争格局构建丰厚利润水平，赚钱效应显著领先	14
(二) 估值调整至前低附近，基本面确定性改善下修复空间可期	16
五、风险提示	16
插图目录	17
表格目录	18

一、地产仍是景气度关键因子，政策有望托底后市需求

(一) 厨电与装修过程高度相关，竣工仍是行业主要拉动力

我国厨电市场主要由烟灶及消毒柜、洗碗机、蒸烤箱等大型厨电产品构成，一方面由于消费者需求渐趋细分化，购买品类逐步从简单的烟灶两件套至多件套扩张，同时产品配套率及客单价的提升，理论上给整体厨电市场规模带来较大想象空间；但另一方面，自 2018 年以来厨电行业需求遇冷，景气度及同比增速连续两年维持低位徘徊，带来对厨电行业实际成长空间及行业需求的思考。据奥维云网统计，2018 年我国厨电行业行业销售规模约 709 亿元，同比-10.7%，其中油烟机、燃气灶、消毒柜等传统品类同比降幅均超过 10%，行业增速相比 17 年高速增长

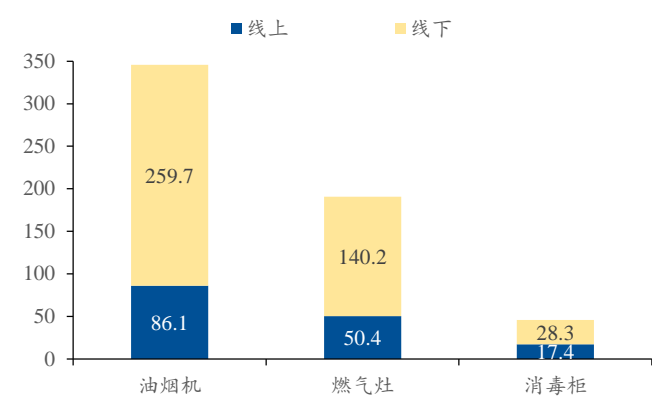
图 1：我国厨电行业主要品类规模（亿元）及增速



出现较大幅度下滑。

资料来源：奥维云网，民生证券研究院

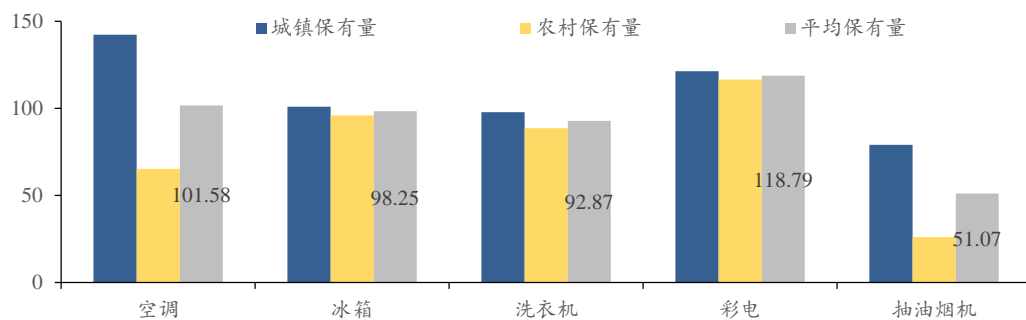
图 2：2018 年烟灶消产品线上线下销售规模（亿元）



资料来源：奥维云网，民生证券研究院

我们认为，厨电产品与日常烹饪紧密相关且使用频率较高，具备极强的实用属性，长期来看随着消费者需求由必选到细分的逐步觉醒，品类拓展势必会带来行业规模扩容。但在短期发展过程中，受到当前产品保有量及销售结构的客观影响，景气度受制于地产相关因素尤其是竣工因素的程度相对较大。我国厨电产品当前全国户均保有量仅在 51 台左右水平，相比空冰洗等大家电户均 90-100 台的保有量仍相对较低，行业尚未进入成熟阶段，旧机换新需求暂未成为行业主要增长驱动力。同时考虑到烟灶及嵌入式产品多具备较强的安装属性，与装修高度绑定，故此房屋装修等带来的新增购机需求仍是行业增长主要动力来源。

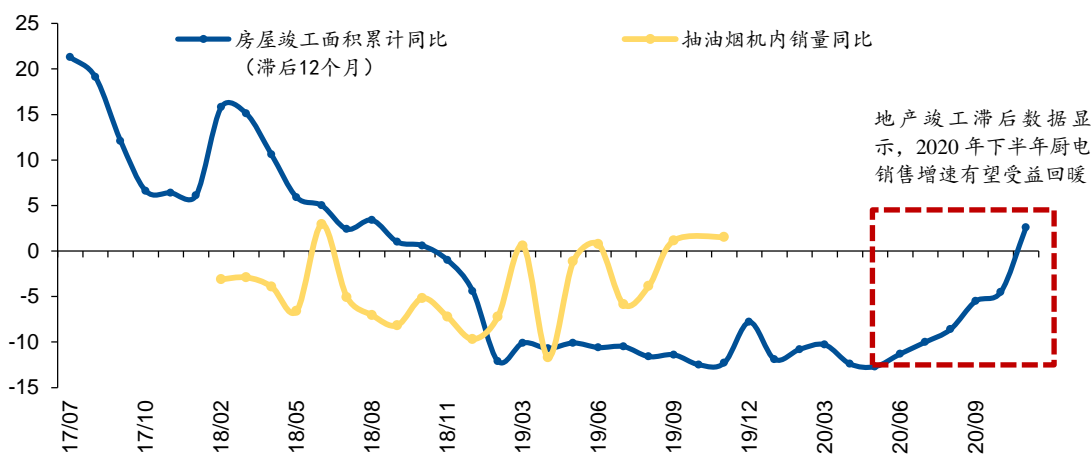
图 3：2018 年我国各大家电产品每百户保有量对比（单位：台/百户）



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

据国家统计局公布数据，我国地产竣工面积累计同比增速自2017年以来一路下行，并于2018年2月至2019年6月前后始终在低位区间徘徊，同比降幅维持在双位数水平。考虑到竣工至交房至装修的系列滞后性，2017年以来的竣工数据下行对2018年至今的厨电行业需求客观造成一定压制。

图4：抽油烟机销量同比与地产竣工累计同比（滞后12个月）呈正向相关



资料来源：国家统计局，产业在线，民生证券研究院

（二）新增需求约占烟机年销量的63%，仍是行业景气度重要影响因素，白电新增需求仅占3成上下

考虑到交房及装修周期，我们将销售30个月之后的期房与销售3个月之后的现房及二手房视为具备装修需求的房屋，并根据当前家电购置需求假设具备装修需求的房屋中，户均家电需求量分别为彩电1.2台，空调1.7台，冰箱1台，洗衣机1台及抽油烟机0.75台。由此测算可得，当前具备装修需求的房屋带来的家电购置需求（即行业新增需求）分别占到了彩电、空调、冰箱、洗衣机和抽油烟机年销量的约34%，28%，35%，33%和63%。

表1：测算核心假设

1	具备装修需求的房屋
	30个月之前销售的期房
	3个月之前销售的现房
	3个月之前销售的二手房

2 具备装修需求的房屋中每户所需家电数量

彩电 1.2 台
空调 1.7 台
冰箱 1.0 台
洗衣机 1.0 台
抽油烟机 0.75 台

资料来源：民生证券研究院

表 2：新增需求对家电销售拉动力测算

	2014	2015	2016	2017	2018
具备装修需求的房屋销售套数=滞后 30 个月期房销售套数+滞后 3 个月现房销售套数+二手房销售套数（单位：万套）					
期房销售套数（滞后 30 个月）	518	517	519	516	512
现房销售套数（滞后 3 个月）	299	304	375	416	343
二手房销售套数（滞后 3 个月）	652	663	662	660	652
具备装修需求新销售套数合计	1468	1484	1555	1592	1507
新增装修带来的家电需求量=具备装修的房屋套数*户均新增台数（单位：万台）					
彩电	1762	1781	1867	1910	1808
空调	2496	2523	2644	2706	2562
冰箱	1468	1484	1555	1592	1507
洗衣机	1468	1484	1555	1592	1507
抽油烟机	1101	1113	1167	1194	1130
新增需求占内销量比例=新增装修带来的家电需求/当年内销量					
彩电	35%	35%	34%	36%	34%
空调	36%	40%	44%	30%	28%
冰箱	28%	30%	33%	36%	35%
洗衣机	39%	38%	38%	36%	33%
抽油烟机				63%	63%

资料来源：国家统计局，产业在线，民生证券研究院

据测算可得，彩电及空冰洗行业在产品渗透率相对较高的情况下已较为成熟，原有产品的更新替换需求对市场销量的贡献比重约占 7 成，而地产销售与装修等带来的新增需求仅贡献约 3 成，相对而言受到地产竣工及销售波动影响较小。反观以抽油烟机为代表的厨电行业，新增需求仍贡献了年销量比重的 6 成以上，地产销售带来的装修需求仍是拉动行业增长的主要动力，受到地产景气度波动影响相对较大。

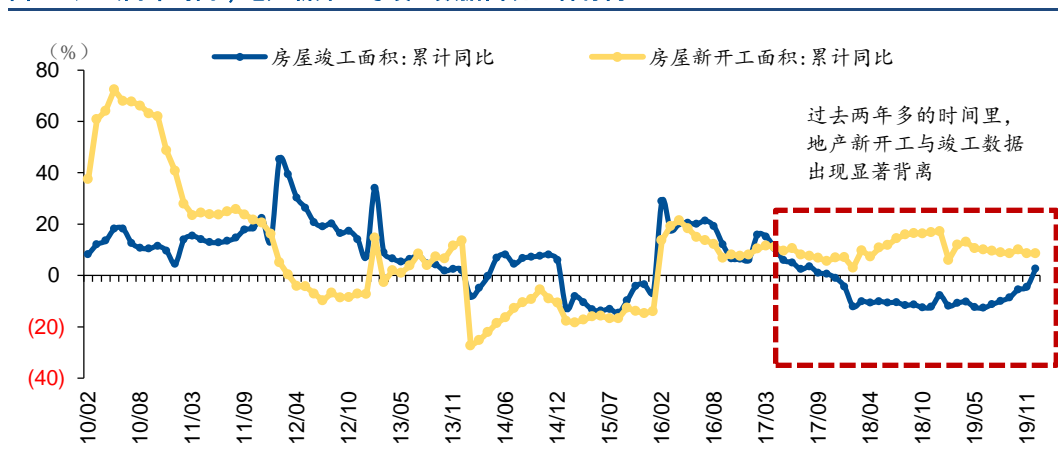
（三）开竣工数据背离带来空间，各地政策有望托底全年需求

2017 年 6 月至今，除竣工同比数据有所下行外，我国地产竣工面积累计同比增速与房屋新开工面积累计同比增速持续出现背离，其中 2018 年 2 月至 2019 年 8 月连续 19 个月累计同

比降幅超过 10%；而新开工数据则保持较高景气度，始终保持高个位数至双位数正增长，竣工与新开工累计同比增速之间差值一度超过 20%。

竣工与新开工数据的持续背离表明在过去的约 30 个月的时间跨度期间，有大量新增开工房屋并未完成竣工，或由于种种原因竣工遭到延迟，大量的竣工项目或有所推迟，需求尚待释放。

图 5：过去两年时间，地产新开工与竣工数据出现显著背离



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

而受到资金面放松等利好因素拉动，积压的待竣工项目自 2019 年下半年开始逐步缓慢释放。据国家统计局数据显示，2019 年 6 月以来竣工面积累计同比降幅持续收窄，并于 2020 年 2 月首度出现增幅由负转正，单月竣工面积连续数月实现同比正增长。竣工的逐步释放及修复或对后周期家电销售形成一定拉动。

同时，近日广西、安徽、江苏、湖南等全国多地相继出台地产政策接力“因城施策”，具体政策内容包括提升公积金贷款额度、公积金可用于购买二套房等。部分金融机构也出台相应措施，其中浙商银行在部分城市降低非限购城市购房首付比例至 20%，工商银行针对特定群体推出一定优惠政策。

表 3：2020 年部分房产相关政策整理

发布时间	地区/机构	政策内容
2 月 12 日	广西南宁	允许申请住房公积金贷款购买第二套房。
2 月 12 日	安徽马鞍山	首套房补贴政策再延长一年，最高可以补助 1.5% 的购房款。
2 月 12 日	江苏南京	对栖霞、雨花台、江宁、浦口、溧水、六合、高淳及江北新区等，在安全可控前提下全力推进售楼处开放销售
2 月 12 日	广东深圳	公积金贷款支持。针对特定人群，可申请延长公积金贷款期限，放宽公积金申请缴存条件，逾期还贷不影响个人征信和延长购房提取票据有效期。
2 月 14 日	湖南衡阳	住房和城乡建设局等十个部门共同出台《关于促进房地产市场平稳健康发展的若干政

策》，包括实行购房补贴、扩大人才购房补贴对象范围、降低开发企业土地资金使用成本、加大住房公积金支持力度等十七条措施。

2月24日	浙商银行	对“非限购”城市，各分支机构可根据当地“限购”“限贷”和监管政策情况，将“非限购”城市居民家庭首次购买普通住房的首付贷款比例从原来的三成调降至两成
3月24日	湖南益阳	鼓励市民合理住房消费，对个人购买市中心城区144平方米以下的新建商品住房的，按缴纳不动产契税的50%对购房人给予补助

资料来源：民生证券研究院

我们认为，在行业需求短期受到疫情冲击前提下，随地产商资金压力的放松与各地政府、金融机构灵活地产政策落地等利好因素逐步释放，预计将对二季度之后的厨电行业需求起到一定托底作用。全年来看有望平滑疫情影响，助力厨电行业全年稳健表现。

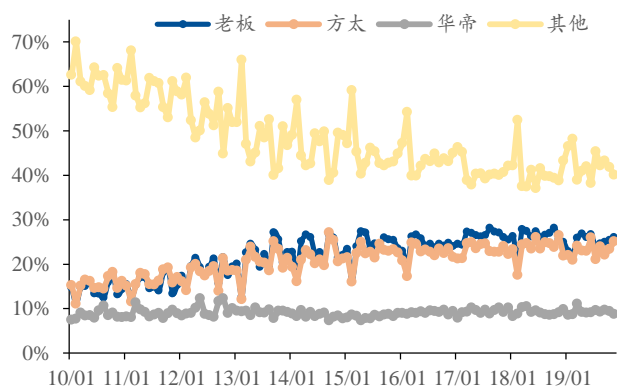
二、工程渠道成为主要增长点，龙头受益市占率提升

（一）烟机行业 CR3 仅 39.6%，远低于空冰洗等成熟产品

厨电行业竞争格局较为特殊，由于产品特性与烹饪习惯的差别，历史上几乎没有较为强势的外资品牌出现，也没有经历国产替代外资的过程，一直以来行业均由老板、方太两家国产高端品牌领军，呈现不同品牌定位较为分散，产品价格带较宽，竞争格局相对较为良性的市场特点。从中怡康统计数据来看，尽管厨电行业集中度始终在向龙头集中，但行业 CR3 仅在 40% 左右，仍然显著低于较为成熟的空冰洗行业 6-70% 的 CR3 水平。

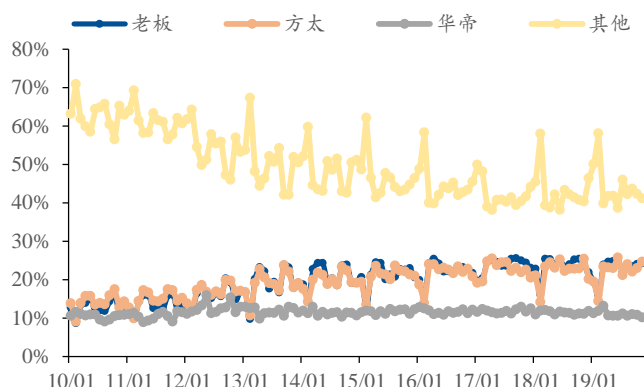
考虑到厨电产品与厨房整体装修及设计密切绑定，换新成本较高、难度较大，同时产品使用周期可长达 8-10 年，因此消费者在产品购买时更为慎重，对产品的品质、品牌更为在意，同时也愿意为更好的品质支付一定溢价。在此基础上，龙头品牌有望受益收获更多市场份额，参考成熟家电市场，集中度仍有较大提升空间，但在换新成本较高的前提下，市场份额的提升节奏或将较为缓慢。

图 6：我国抽油烟机市场销售额占有率变化



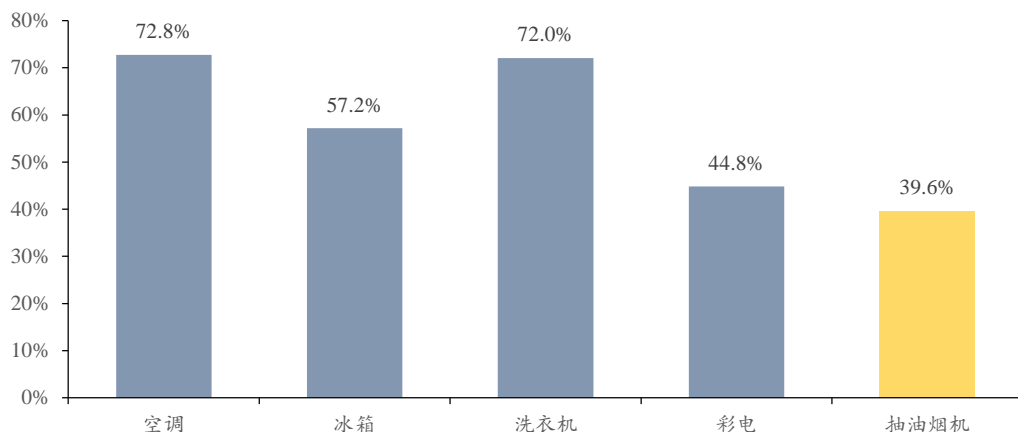
资料来源：中怡康，民生证券研究院

图 7：我国燃气灶市场销售额占有率变化



资料来源：中怡康，民生证券研究院

图 8：抽油烟机行业出货量市占率 CR3 显著低于空冰洗等品类

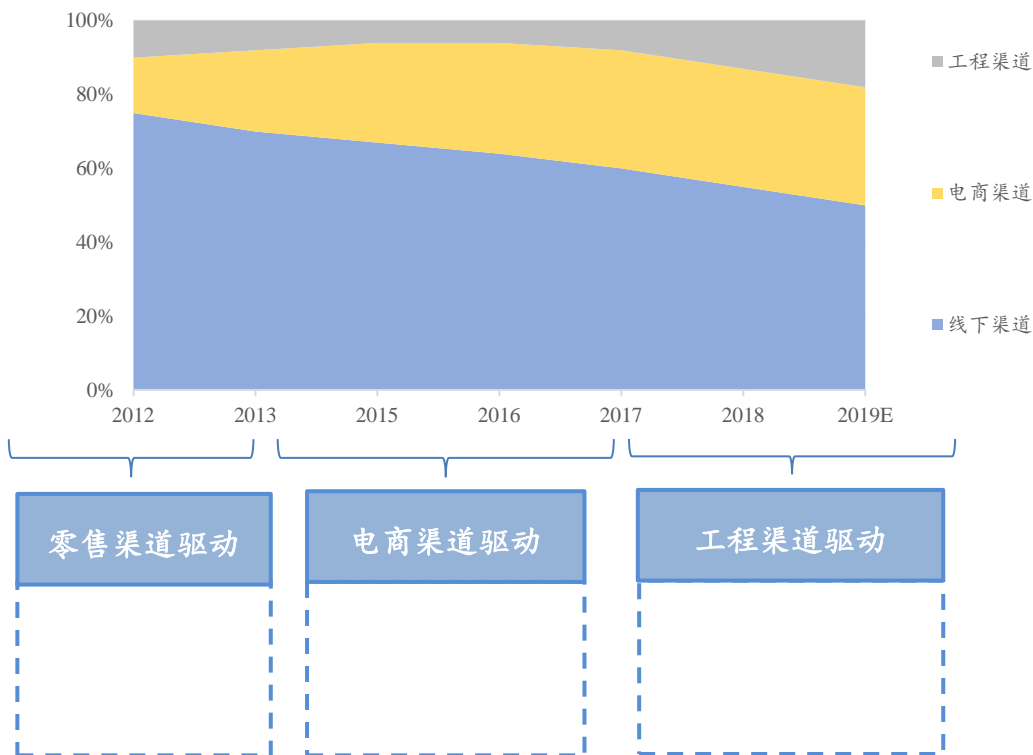


资料来源：产业在线，民生证券研究院

（二）工程渠道成为行业重要拉动力，龙头份额有望收益提升

从渠道角度来看，在过去的发展历程中，厨电行业经历了三次渠道结构的调整，不同时期的渠道特征及消费者红利的变迁使得推动行业增长的主要动力随之变化，而新的消费渠道的崛起客观上也进一步带动了市场集中度的提升。

图 9：老板电器渠道构成及增长情况



资料来源：老板电器公司公告，民生证券研究院

第一阶段（2000年前后至2012年前后）：零售渠道驱动。这一阶段以烟机、灶具为代表的厨电产品保有量快速提升，电商平台尚处于野蛮生长阶段，消费者仍然倾向于传统线下店体

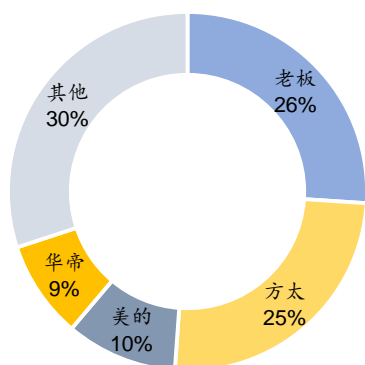
验式消费。各大品牌主要依靠专卖店、家电卖场、大型商超等零售网点作为直接触及消费者的触手，门店数量的快速扩张以及由重点城市向三四线城市蔓延的渠道下沉是这一阶段各品牌实现渠道扩张的主要手段。线下零售渠道占据绝对行业主导地位，是厨电市场增长主要驱动力之一。

第二阶段（2012 年前后至 2017 年前后）：电商渠道驱动。这一阶段电商渠道流量红利开始快速崛起，众多品牌意识到了线上消费的大趋势浪潮，纷纷布局线上旗舰店，电商渠道从野蛮生长开始受到品牌力量影响，逐步形成头部化效应。尽管线下零售门店仍然保持扩张，但龙头品牌全国网点数量已达 5 千-1 万数量级，较为饱和的布局使得门店拓展速度相较前一阶段有所下降，多以更为低线城市的渠道下沉和已有门店的升级改造为主。而电商渠道连续 50% 以上的快速增长对其他渠道占比形成压制，电商渠道贡献迅速增长至三成以上，成为行业主要销售渠道之一。

第三阶段（2017 年前后至今）：工程渠道驱动。这一阶段电商渠道流量红利逐渐减弱，电商渠道基数较高后增速渐趋放缓，加之地产竣工数据走弱等因素对零售渠道的冲击，传统线上与线下渠道增长均趋于疲软。同时受到政策扶植，精装房占比逐步提升，地产商与家电品牌直接对接进行销售的工程渠道重要性逐步提升，接力零售渠道与电商渠道，成为厨电行业主要增长动力之一。预计未来工程、零售及电商渠道收入占比将逐渐趋同，构成厨电行业销售渠道的三驾马车。

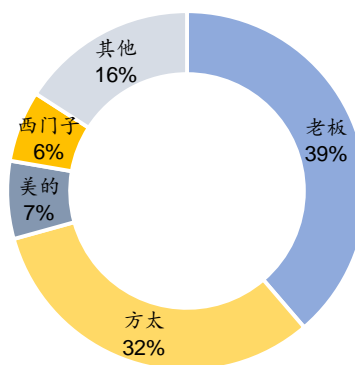
由于地产商在选择配套产品时更加注重品牌效应，对品牌背书、产品套系化、性价比等多重因素均提出较高要求，同时资金周转账期相对较长，短期产能要求较高，因此综合而言，工程渠道的进入壁垒相对零售渠道高出不少，仅有少数具备完备产品矩阵、成熟产能布局以及良好品牌口碑的强势品牌能够拿到入场券。因此工程渠道竞争格局相对集中。西门子、老板、方太等少数几家龙头率先占据了市场份额。

图 10：我国抽油烟机市场零售渠道市占率分布



资料来源：中怡康，民生证券研究院

图 11：我国抽油烟机市场工程渠道市占率分布



资料来源：中怡康，民生证券研究院

据中怡康等统计数据 displays，我国抽油烟机市场零售渠道 CR2 仅为 51%，CR4 仅为 70%，而工程渠道 CR2 高达 71%，CR4 高达 84%，工程渠道市场份额更加向头部品牌集中。综上，在工程渠道逐步成长为厨电行业重要渠道的过程中，有望促使能力较强的龙头品牌受益份额进

一步提升，维持强者恒强局面。

三、保有量仍有较大上行空间，品类扩张打开行业天花板

尽管短期受制于销售结构及地产波动影响，行业增速有所放缓，但从长期来看，行业空间还远未至饱和状态。我们认为，行业未来规模提升空间主要来自以下几方面：

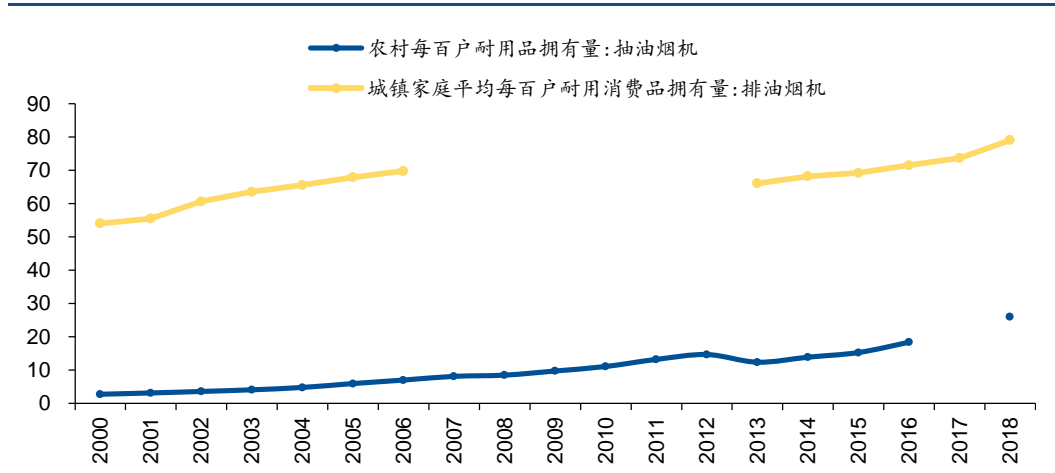
1. **保有量的提升。**据国家统计局数据，我国厨电产品中规模最大的抽油烟机平均每百户保有量仅在 51 台左右，远未达到成熟家电产品每户一台的渗透率水平，尚有较大上行空间；
2. **城镇化率的提升及城乡差距的缩小。**当前我国抽油烟机产品城乡每百户保有量分别为 79 台与 26 台，或由于没有经历过家电下乡普及，厨电产品城乡差距远远大于空冰洗等其他品类，城镇化率的提升及城乡生活习惯差距的缩小有望进一步打开厨电行业天花板；
3. **品类扩张及配套率提升。**当前市场厨电产品销售仅以烟灶两件套为主，洗碗机、蒸烤箱等嵌入式品类自 2017 年前后才逐步进入快速发展区间，购买配套率仍不足 20%（每购买 1 套烟灶，仅有不足 20% 的消费者会选择配套嵌入式产品）。随消费需求细致化，消费者需求势必从基础烟灶产品逐步向嵌入式产品拓展，带动整体客单价及配套率的提升。

（一）烟机全国平均百户保有量仅 51.0 台，远未及饱和

从保有量角度来看，据国家统计局数据，抽油烟机产品在我国城镇和农村保有量仅分别为每百户 79.1 台与 26.0 台，根据城镇与农村家庭户数比例测算，全国平均每百户保有量约为 51.0 台，相比空冰洗等传统大家电每户一台的水平，抽油烟机保有量仍然较低。

作为目前家庭厨房的必备品，厨电中规模最大的抽油烟机产品保有量尚且较低，我们认为厨电行业天花板言之尚早，尽管短期受制于销售结构及地产波动影响，行业增速有所放缓，从长期来看，行业规模与保有量仍有较大提升空间。

图 12：我国抽油烟机城镇与农村保有量变化（单位：台/百户）



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

（二）城乡保有量户均差距高达 0.53 台，结构性提升空间较大

根据国家统计局数据显示，一方面抽油烟机户均保有量仅 0.51 台，相较空冰洗等产品保有量仍有一倍左右差距；另一方面，抽油烟机保有量的户均城乡差距高达 0.53 台，差距较大。相比之下，或受益于 2008-2012 年前后的家电下乡政策的推广和普及，冰洗及彩电城乡户均保有量差距仅不足 0.1 台。综合而言，厨电产品在农村普及率尚低，广大农村地区仍以排气扇或天然排烟以及土灶等的烹饪方式为主。

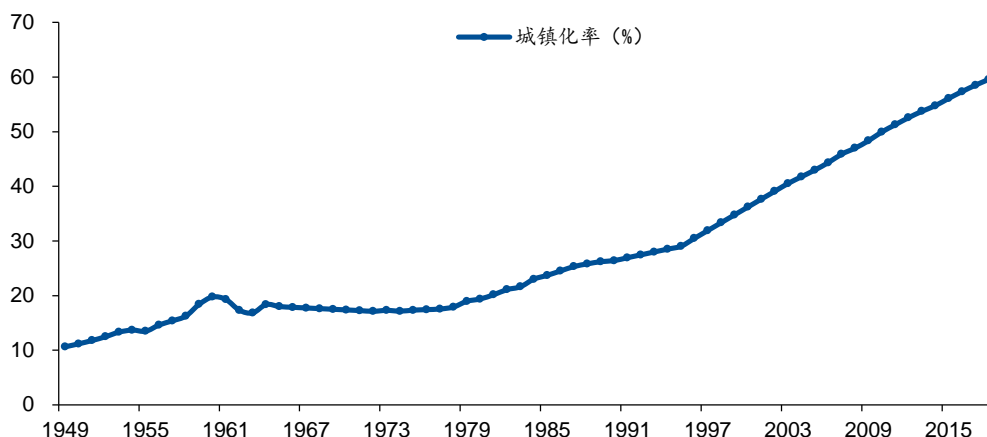
结合以上两项数据，抽油烟机保有量的结构性提升空间较大，主要提升动力或来自农村市场烟灶产品的普及与保有量提升。我们认为，抽油烟机及燃气灶目前作为楼房及公寓住宅的厨房必备家电，未来随城镇化率的进一步提高以及城乡生活习惯差距的收窄，渗透率及保有量有望受益提升，向冰洗等品类看齐，最终达到每户接近一台的保有量天花板。

表 4：2018 年我国空调、冰箱、洗衣机、彩电及抽油烟机每百户保有量对比

（单位：台/百户）	城镇保有量	农村保有量	城乡差异	平均保有量
空调	142.18	65.25	76.93	101.58
冰箱	100.92	95.87	5.05	98.25
洗衣机	97.69	88.55	9.14	92.87
彩电	121.26	116.58	4.68	118.79
抽油烟机	79.09	26.00	53.09	51.07

资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图 13：我国城镇化率水平稳步提升



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

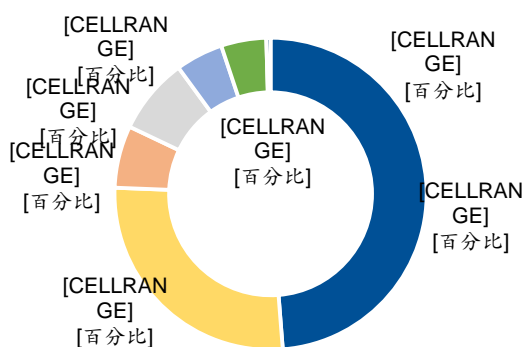
(三) 品类扩张带来量价齐升，为行业长期规模扩张打开天花板

目前我国厨电行业中，油烟机、燃气灶、消毒柜仍是主要构成品类，烟灶消分别占据厨电行业规模的 48.8%、26.9%和 6.4%，合计占比超过 8 成，厨电销售仍以烟灶两件套或烟灶消三件套为主。据奥维云网数据，2018 年我国油烟机、燃气灶、消毒柜行业规模分别同比-16.6%、-11.5%和-15.1%，受到地产波动影响短期景气度较为低迷。

与之对应，洗碗机、嵌入式蒸烤箱等新兴品类进入市场时间较晚，多数龙头在 2016 年前后才开始大力布局，因此仍处于普及率和配套率快速提升阶段，当前销售额仅占据行业规模的约 17.9%。同时由于基数较低，保持较快增长的同时受到地产波动影响相对较小。

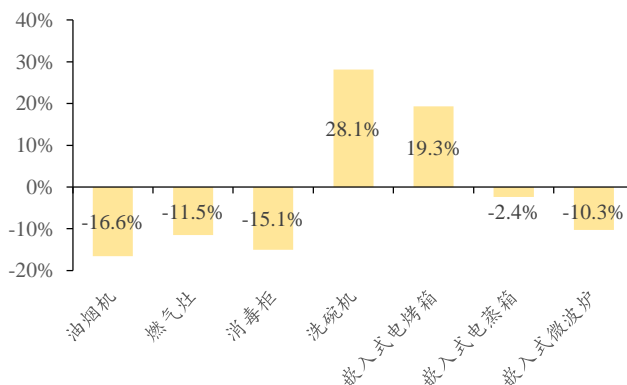
据奥维云网数据，2018 年洗碗机与嵌入式烤箱规模分别同比+28.1%和+19.3%。我们认为，未来随烹饪习惯逐步向精细化发展，以及嵌入式产品市场教育的普及，新型品类配套率的提升已成为厨电行业较为确定的发展方向之一，为行业增长注入新的增长点，打开规模天花板上行空间。

图 14：2018 年厨电行业主要构成品类



资料来源：奥维云网，民生证券研究院

图 15：2018 年各厨电产品行业增速



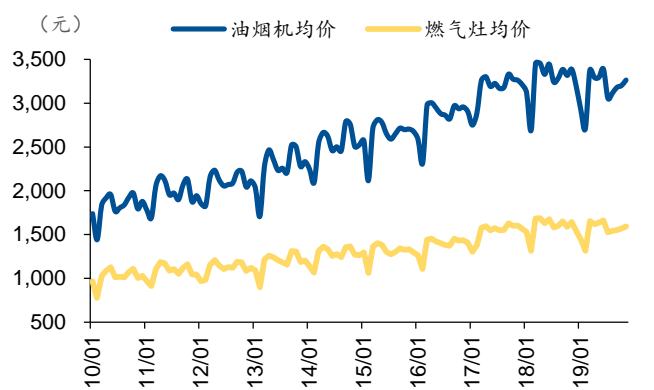
资料来源：奥维云网，民生证券研究院

厨电产品作为耐用消费品，生命周期通常在 8-10 年甚至更长的时间，同时由于与橱柜的

设计及安装高度相关,换新相对较为困难,一旦确定厨柜尺寸,能够选择的产品型号相对有限,客观也造成了换新的困难,进一步延长了使用寿命。综合以上原因,消费者往往愿意为更好的产品品质、功能及品牌背书支付溢价。

2010-2017年,厨电行业处于快速普及的高景气度阶段,各厨电品牌持续通过功能精进、产品升级迭代方式提升产品均价,据中怡康数据,2010年至今油烟机和燃气灶零售均价年均

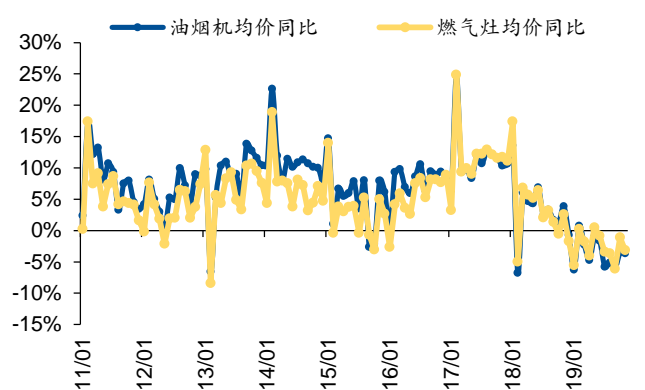
图 16: 油烟机与燃气灶产品均价中枢持续上行



CAGR 分别为 7.3%和 5.7%,保持较快增长。

资料来源:中怡康,民生证券研究院

图 17: 2018 年各厨电产品行业增速



资料来源:中怡康,民生证券研究院

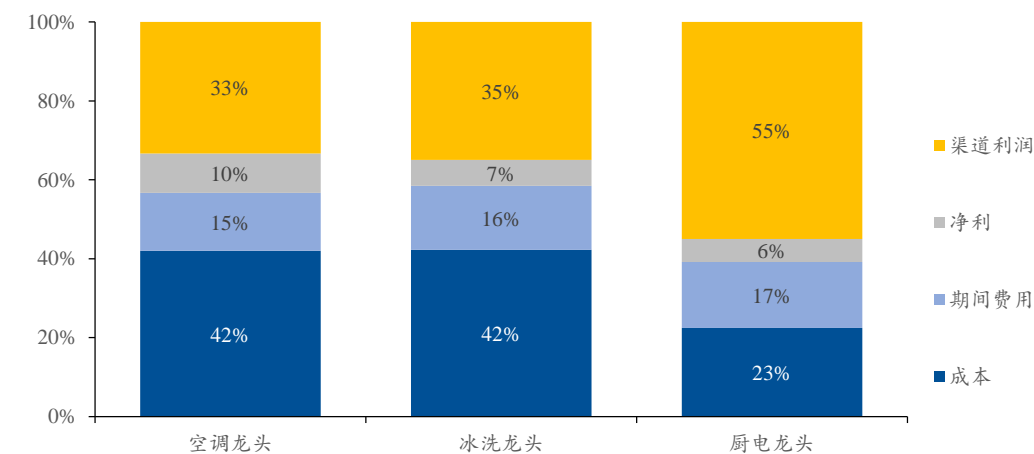
2018-2019年,受到整体行业需求走弱,竞争加剧等因素影响,烟灶产品提价进度受到压制,均价增速有所放缓,2019年一度出现同比小幅下滑,单纯依靠产品提价及新品迭代带来的行业价格增长结构或将有所改变。放眼未来,嵌入式产品的普及带来的配套率与客单价提升或代替前者,成为行业均价增长新的核心动力。

四、估值重回前低附近，基本面改善下配置价值显著

（一）特殊竞争格局构建丰厚利润水平，赚钱效应显著领先

由于产品的属性差异，我国厨电行业竞争格局及历史发展历程相对特殊，与空冰洗等家电差别较大。由于烟灶等产品主要针对重油明火烹饪的中国市场，对吸力、火力等要求显著高于西方烹饪方式，因此厨电行业尤其是烟灶品类上几乎没有出现过较为强势的外资龙头品牌，历史上也并未经历过其他家电品类类似的国产替代外资的过程，主要以国产品牌间的竞争为主，同时高端品牌的溢价及高价策略得以较好地留存。

图 18：厨电行业毛利率与 ROE 处于行业领先水平



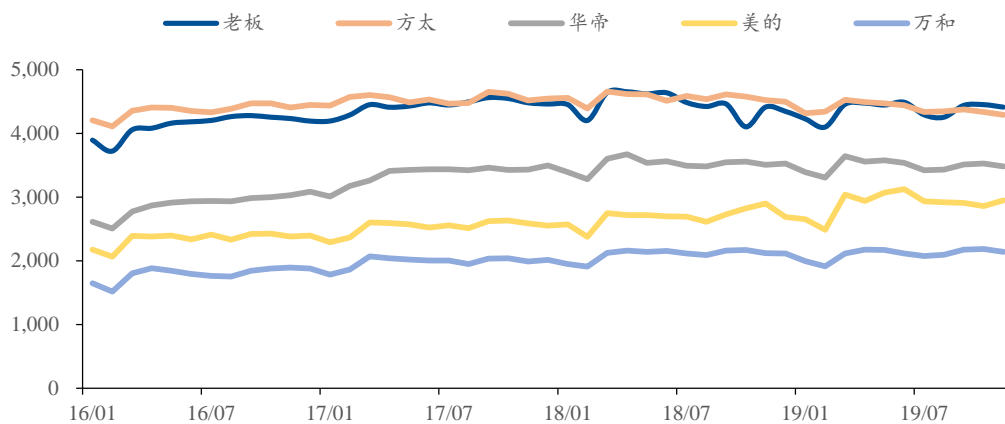
资料来源：公司公告，渠道调研，民生证券研究院

*注：所有数据均根据行业上市公司年报及渠道调研估算

同时，老板、方太两家高端龙头前瞻性较强，率先完成了全国渠道布局及品牌建设，较早地完成了渠道卡位及品牌建设，市占率始终领先市场。据中怡康数据，截至 2019 年，老板、方太零售渠道市占率合计超过 50%，占据绝对龙头地位。高端品牌引领市场的竞争格局为行业其他竞争者的价格策略与渠道分成策略奠定了基础，呈现以下特征：

1. **产品价格带较宽，同价格带竞争相对较少。**龙头将价格天花板定在较高位置，使得其余品牌有较宽的价格带选择，行业前几位品牌定位各有不同，各自占据特定价格带。相较价格带较窄、竞争激烈的空冰洗等产品，厨电行业同等价格带直接竞争的情况相对较少。
2. **品牌溢价及渠道利润相对丰厚，渠道稳定，品牌利润水平较高。**老板、方太高溢价、高加价率模式同时给予其他品牌一定溢价空间，据渠道调研，厨电品牌经销渠道加价率通常在 1 倍以上，渠道利润丰厚，较为稳定；同时厨电品牌自身利润水平较高，毛利率及净利率水平通常高于其他家电行业。

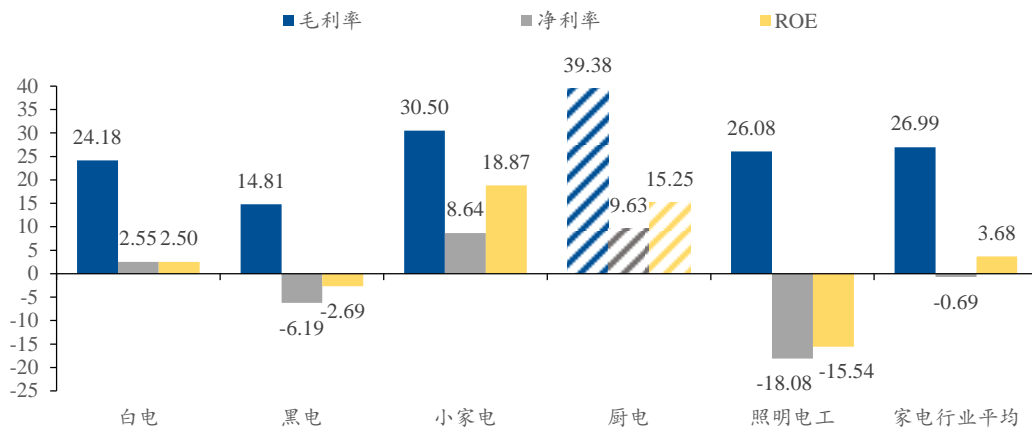
图 19：厨电行业品牌间价格带差距相对较大



资料来源：中怡康，民生证券研究院

据 2018 年数据，厨电行业平均毛利率和净利率分别为 39.38% 和 9.63%，远高于家电行业平均 26.99% 及 -0.69% 的盈利水平，盈利能力领跑行业。同时从 ROE 角度，2018 年厨电行业平均 ROE 为 15.25%，家电行业中 ROE 水平显著领先，赚钱效应显著。

图 20：厨电行业毛利率与 ROE 处于行业领先水平



资料来源：Wind，民生证券研究院

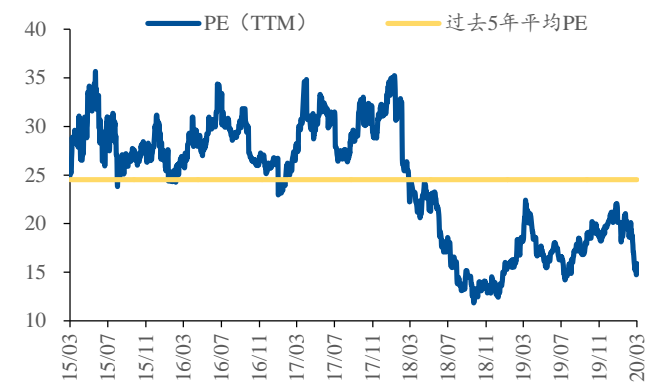
*注：行业成分采用中信行业分类，所有数据以 2018 年 Wind 数据为准

(二) 估值调整至前低附近，基本面确定性改善下修复空间可期

2017Q4 以来厨电行业景气度有所下行，估值水平经历了近一年的调整，于 2018 年末触底。而近期经过疫情冲击，厨电行业龙头几乎抹去 2019 年 2 月以来全部涨幅，估值再度调整至前低附近，显著低于历史平均水平。

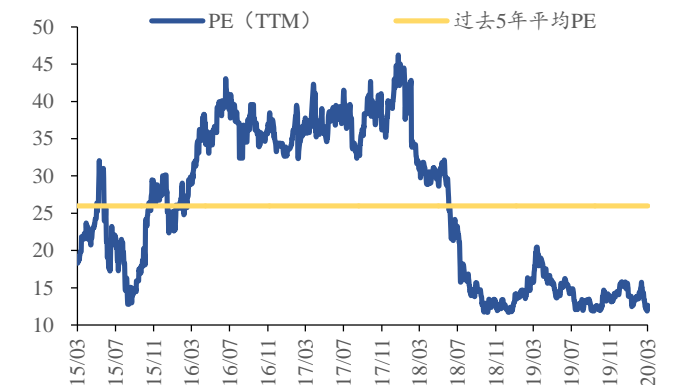
比较 2018 年底及当前行业基本面情况，龙头公司已通过积极开拓工程渠道、拓展新兴品类等方式为公司注入新增长点，排除疫情影响后，全年增长有望保持稳健，当前估值状态下修复空间值得期待，配置价值显著。

图 21：老板电器 PE (TTM) 与 5 年平均 PE 对比



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 22：华帝股份 PE (TTM) 与 5 年平均 PE 对比



资料来源：Wind，民生证券研究院

五、风险提示

地产竣工复苏不及预期，行业竞争格局恶化。

插图目录

图 1：我国厨电行业主要品类规模（亿元）及增速	3
图 2：2018 年烟灶消产品线上线下销售规模（亿元）	3
图 3：2018 年我国各家电产品每百户保有量对比（单位：台/百户）	3
图 4：抽油烟机销量同比与地产竣工累计同比（滞后 12 个月）呈正向相关	4
图 5：过去两年时间，地产新开工与竣工数据出现显著背离	6
图 6：我国抽油烟机市场销售额占有率变化	7
图 7：我国燃气灶市场销售额占有率变化	7

图 8：抽油烟机行业出货量市占率 CR3 显著低于空冰洗等品类	7
图 9：老板电器渠道构成及增长情况	8
图 10：我国抽油烟机市场零售渠道市占率分布	9
图 11：我国抽油烟机市场工程渠道市占率分布	9
图 12：我国抽油烟机城镇与农村保有量变化（单位：台/百户）	11
图 13：我国城镇化率水平稳步提升	11
图 14：2018 年厨电行业主要构成品类	12
图 15：2018 年各厨电产品行业增速	12
图 16：油烟机与燃气灶产品均价中枢持续上行	13
图 17：2018 年各厨电产品行业增速	13
图 18：厨电行业毛利率与 ROE 处于行业领先水平	14
图 19：厨电行业品牌间价格带差距相对较大	15
图 20：厨电行业毛利率与 ROE 处于行业领先水平	15
图 21：老板电器 PE (TTM) 与 5 年平均 PE 对比	16
图 22：华帝股份 PE (TTM) 与 5 年平均 PE 对比	16

表格目录

表 1：测算核心假设	4
表 2：新增需求对家电销售拉动力测算	5
表 3：2020 年部分房产相关政策整理	6
表 4：2018 年我国空调、冰箱、洗衣机、彩电及抽油烟机每百户保有量对比	11

分析师简介

杨柳，策略分析师，英国雷丁大学投资学硕士，四年宏观策略研究经验。专注于A股投资策略、宏观经济政策、新兴产业发展方向的研究。

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 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。