

老板电器 (002508.SZ) 高端厨电龙头地位稳固，工程渠道优势显著

2020年06月16日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

吕明 (分析师)

周嘉乐 (联系人)

孟昕 (联系人)

lvming@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

mengxin@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

证书编号: S0790120030019

证书编号: S0790120040004

日期	2020/6/15
当前股价(元)	32.28
一年最高最低(元)	36.50/21.67
总市值(亿元)	306.34
流通市值(亿元)	301.79
总股本(亿股)	9.49
流通股本(亿股)	9.35
近3个月换手率(%)	58.69

● 国内厨电行业龙头企业之一，首次覆盖给予“买入”评级

老板电器是国内厨电行业龙头公司之一。我们认为，传统厨电行业虽然增速放缓但仍有提升空间，新兴厨电行业受益于渗透率的提升有望继续快速增长，公司作为厨电龙头有望继续受益市场规模的扩大。另外，公司在保持原有高端品牌、多元化渠道优势的基础上，继续扩产品、拓渠道和进行品牌年轻化，业绩有望实现进一步增长。我们预计公司2020-2022年归母净利润为17.25/19.59/21.95亿元，对应EPS为1.82/2.06/2.31元，当前股价对应PE为17.8/15.6/14.0倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 高端品牌+多元渠道打造核心竞争力，工程渠道优势显著

公司通过高端品牌定位和多元化渠道布局打造核心竞争力。1) 品牌: 价格方面，老板品牌产品均价较高; 产品方面，较早推出“大吸力”油烟机，锚定高端产品; 营销方面，着力宣传推广“大吸力”概念，标签深入人心。2) 渠道: 公司打造了多元化的渠道结构，其中以零售和电商渠道为主，工程渠道增长迅速。具体来看，在零售压力较大、电商增速放缓的背景下，工程渠道快速增长主要因精装修市场的扩张、老板的高端品牌影响力以及公司较早布局并签约多家大型地产商等。另外，公司还拓展了互联网家装、海外等新兴渠道，努力挖掘蓝海市场。

● 扩产品、拓渠道、品牌年轻化，“三驾马车”齐头并进拉动业绩再增长

公司从扩产品、拓渠道、品牌年轻化三个维度拉动业绩进一步增长。1) 扩产品: 在保持传统烟灶优势基础上，发展潜力较大的消毒柜、洗碗机等新兴品类，并持续规划和推出新产品。公司计划通过提高配套率的方式促进新品类、新产品的销售; 2) 拓渠道: 短期看，随着精装修市场的崛起，工程渠道将带动整体收入增长; 长期看，厨电将从新增需求转向更新需求为主，公司计划解决零售渠道承压问题以打造其二次增长; 3) 品牌年轻化: 通过邀请新生代明星代言、直播带货、娱乐营销和IP合作等方式塑造年轻化的品牌形象，以抓住年轻代消费者群体。

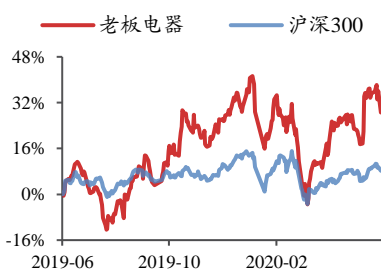
● 风险提示: 房地产市场波动风险、原材料价格波动风险、市场竞争加剧风险。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7,425	7,761	8,234	9,181	10,117
YOY(%)	5.8	4.5	6.1	11.5	10.2
归母净利润(百万元)	1,474	1,590	1,725	1,959	2,195
YOY(%)	0.8	7.9	8.5	13.6	12.1
毛利率(%)	53.5	54.3	54.5	54.7	54.9
净利率(%)	19.8	20.5	20.9	21.3	21.7
ROE(%)	24.2	23.1	21.1	20.4	19.5
EPS(摊薄/元)	1.55	1.68	1.82	2.06	2.31
P/E(倍)	20.8	19.3	17.8	15.6	14.0
P/B(倍)	5.1	4.5	3.8	3.2	2.7

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

股价走势图



数据来源: 贝格数据

目 录

1、 老板电器：41 年专注高端的厨电领导者.....	5
1.1、 发展历程：从油烟机起家到高端厨电龙头.....	6
1.2、 财务分析：营收利润增速放缓，利润率较高盈利能力优秀.....	7
1.3、 股权结构稳定，员工和供应商激励措施完善.....	9
2、 行业：未到天花板，传统与新兴厨电仍有较大空间.....	10
2.1、 行业规模及增速：传统大厨电增速较低，新兴厨电增速较高.....	10
2.2、 行业需求空间：保有量、内销量均有较大空间.....	11
2.3、 竞争格局：线下集中度较高，线上较为分散.....	12
2.4、 行业渠道：厨电渠道的多元化趋势.....	14
3、 公司看点：高端品牌+多元渠道，竞争优势显著.....	15
3.1、 核心竞争力：品牌定位高端，多渠道布局.....	15
3.1.1、 品牌：定位高端，“大吸力”标签深入人心.....	15
3.1.2、 渠道：多元化渠道结构，以零售和电商渠道为主，工程渠道增长迅速.....	17
3.2、 未来增量：扩产品、拓渠道、品牌年轻化，“三驾马车”齐头并进拉动业绩再增长.....	23
3.2.1、 扩产品：新兴厨电品类渗透率提升，未来潜力较大.....	23
3.2.2、 拓渠道：短期凭借工程渠道增长，长期打造零售渠道的二次增长.....	26
3.2.3、 品牌年轻化：抓住年轻代新消费群体.....	27
4、 盈利预测与投资建议.....	28
4.1、 关键假设.....	28
4.2、 盈利预测与估值.....	28
5、 风险提示.....	29
附：财务预测摘要.....	30

图表目录

图 1： 公司形成了覆盖不同消费市场的多品牌矩阵.....	5
图 2： 公司形成了多品类的厨电业务格局.....	5
图 3： 公司形成了多元化的渠道结构.....	5
图 4： 从油烟机起家，老板电器逐渐发展为多品类、多品牌、多渠道的高端厨电龙头.....	6
图 5： 2012~2019 年公司总营收增速放缓，2020Q1 受疫情影响增速下滑.....	7
图 6： 传统烟灶占比较高，主营结构朝着多品类方向发展.....	7
图 7： 公司收入以内销为主，海外有较大拓展空间.....	7
图 8： 老板电器整体毛利率高于华帝股份、美的集团.....	8
图 9： 公司油烟机和燃气灶品类毛利贡献较高.....	8
图 10： 老板电器销售费用率整体处于较高水平.....	8
图 11： 2012~2019 年公司归母净利润增速放缓.....	9
图 12： 老板电器净利率高于华帝股份、美的集团.....	9
图 13： 股权结构较为稳定，实际控制人为创始人及董事长任建华.....	9
图 14： 大厨电行业较为成熟增速放缓.....	11
图 15： 洗碗机作为新兴子行业增速较高.....	11
图 16： 相比白电，城镇油烟机保有量仍有提升空间.....	11
图 17： 相比白电，农村油烟机保有量有较大提升空间.....	11

图 18:	相比白电, 油烟机内销量有较大提升空间	12
图 19:	2019 年油烟机线下市场 CR5 为 65.57%	12
图 20:	2019 年油烟机线上市场 CR5 为 43.65%	12
图 21:	2019 年燃气灶线下市场 CR5 为 62.57%	13
图 22:	2019 年燃气灶线上市场 CR5 为 42.68%	13
图 23:	油烟机高端市场呈现老板、方太双寡头格局	13
图 24:	烟灶安装需考虑橱柜等尺寸, 具备一定家装属性	14
图 25:	嵌入式烤箱安装细节较多, 更新繁琐	14
图 26:	2014~2019 年厨电渠道结构逐渐多元化	14
图 27:	老板品牌油烟机线下均价较高	15
图 28:	老板品牌油烟机线上均价较高	15
图 29:	老板品牌燃气灶线下均价较高	15
图 30:	老板品牌燃气灶线上均价较高	15
图 31:	吸力较大的产品均价相对较高	16
图 32:	吸烟效果是油烟机尤为重要的性能	16
图 33:	老板大吸力油烟机产品推出较早, 且不断升级换代	17
图 34:	老板电器着力宣传大吸力油烟机	17
图 35:	老板大吸力油烟机新品 5705, 吸力达 22 m ³ /min	17
图 36:	2018~2020Q1, 苏宁门店数量稳定在 2000 家左右	18
图 37:	2014~2018 年, 老板电器专卖店数量不断提升	18
图 38:	老板电器线上渠道销售额增速放缓	19
图 39:	老板电器线上渠道以天猫、京东为主, 2017 年开始加强与苏宁易购合作	20
图 40:	我国精装修市场规模快速增长	21
图 41:	商品房住宅增速较低且呈放缓趋势	21
图 42:	老板电器获得恒大集团卓越战略合作伙伴荣誉称号	22
图 43:	老板电器中央吸油烟机以楼顶主机排烟提效降噪	23
图 44:	老板电器中央吸油烟机拥有 3 款产品	23
图 45:	老板电器与司米橱柜签约合作	23
图 46:	老板电器在澳大利亚布里斯班开店	23
图 47:	老板推出 CQ975 多功能蒸烤一体机新品	24
图 48:	老板推出 WB776X 高温除菌嵌入式洗碗机新品	24
图 49:	老板通过套餐优惠积极推广多件套产品	24
图 50:	老板推广油烟机搭配消毒柜、洗碗机、蒸烤机等	24
图 51:	精装市场传统烟灶配套率较高, 消毒柜、洗碗机等新兴品类配套率较低	25
图 52:	受疫情影响, 消费者对于消毒柜的关注度提升	26
图 53:	疫情发生后, 老板品牌消毒柜销量提升	26
图 54:	2015~2019 年, 已销售未竣工房屋面积扩大	27
图 55:	2019 年工程渠道老板、方太龙头份额领先	27
图 56:	2020 年 3 月老板电器官方宣布宋威龙为代言人	28
图 57:	2020 年 3 月老板电器直播带货万余台厨电单品	28
图 58:	2020 年 5 月公司赞助综艺《向往的生活》第四季	28
图 59:	2020 年 3 月公司携手 IP 天猫超级品牌日营销	28

表 1:	上市后于 2014 年 9 月实行第一次股权激励计划	10
------	----------------------------	----

表 2:	2015 年以来, 多次实行高管、员工、代理商持股计划, 充分迸发经营活力	10
------	---------------------------------------	----

表 3: 老板电器较早推出大吸力油烟机且均价较高.....	16
表 4: 老板电器以零售和电商渠道为主, 但工程渠道增长迅速.....	18
表 5: 2019 年、2020 年 1-4 月, 老板品牌线下大连锁 (KA) 渠道的销售均负增长.....	19
表 6: 老板电器渠道下沉: 新建三四线专卖店、拆分代理商、新增城市公司.....	19
表 7: 预计老板电器线上渠道 2020 全年销售额约为 37.60 亿元, 同比增长 4%.....	20
表 8: 2016~2019 年, 老板电器在精装修市场的占有率保持行业第一.....	21
表 9: 公司较早布局工程渠道, 签约多家地产合作伙伴.....	22
表 10: 公司主要精装修合作地产商的新兴厨电配套率有较大提升空间.....	25
表 11: 可比家电公司估值情况.....	29

1、老板电器：41年专注高端的厨电领导者

公司专注厨电领域，形成了多品类多品牌多渠道的战略格局。1979年公司前身余杭县博陆红星五金厂成立，1988年推出自主品牌老板（ROBAM），2010年于深交所上市。1) 在主营业务方面，经过多年深耕精耕厨电领域，公司形成了以油烟机、燃气灶、消毒柜为主，配套蒸烤箱、洗碗机、微波炉、热水器、生活小家电等的多品类业务格局。2) 在品牌方面，公司通过主品牌老板和子品牌名气、帝泽、金帝形成了多品牌矩阵，覆盖不同消费市场。3) 在渠道方面，公司形成了覆盖 KA、专卖店、电商、工程、家装等多元化的渠道结构。

图1：公司形成了覆盖不同消费市场的多品牌矩阵



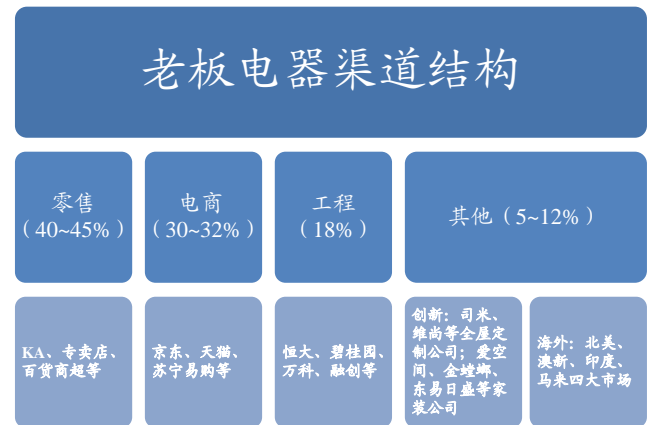
资料来源：公司公告、开源证券研究所

图2：公司形成了多品类的厨电业务格局



资料来源：公司官网

图3：公司形成了多元化的渠道结构



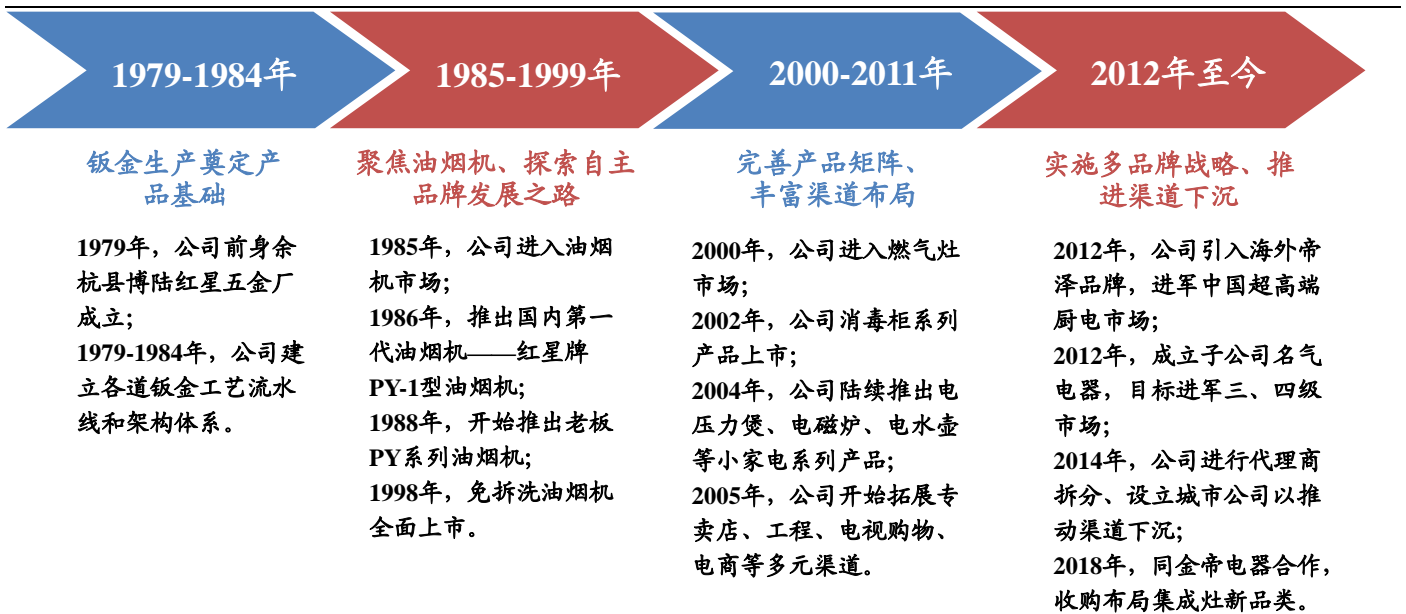
资料来源：公司公告、开源证券研究所（注：工程占比数据为2019年披露值，其余为2019年占比的测算值。）

1.1、发展历程：从油烟机起家到高端厨电龙头

根据公司产品、品牌和渠道的不断丰富和完善，我们将其发展历程划分为四个阶段：

- (1) **1979-1984年，钣金生产奠定产品基础：**公司前身余杭博陆红星五金厂最初定位于钣金行业，而钣金产品广泛应用于油烟机等厨房电器，在此阶段公司建立了各道钣金工艺流水线及技术开发和工艺实施体系，同时为上海无线电厂做油烟机产品的贴牌，为油烟机的研发生产奠定了基础。
- (2) **1985-1999年，聚焦油烟机，探索自主品牌发展之路：**公司1985年开始进入油烟机市场，1986年推出国内第一代油烟机——红星牌PY-1型油烟机，1988年推出老板自主品牌后，相继推出柜式油烟机、免拆洗油烟机等多款产品，定位高端品牌，引领行业技术革命。
- (3) **2000-2011年，完善产品矩阵，丰富渠道布局：**公司在巩固油烟机市场地位的同时，陆续推出燃气灶、消毒柜、电压力煲、电磁炉、电热水壶等家电产品，其产品线不断拓宽。同时，公司推行渠道多元布局，形成以KA为主，专卖店、工程、电视购物、电商、出口等并行推进的多元化渠道。
- (4) **2012年至今，实施多品牌战略，推进渠道下沉：**公司以老板品牌为核心主打中高端市场，引进帝泽品牌布局超高端市场，建立名气品牌争取中低端市场，与金帝电器合作布局集成灶新品类。此外，公司还推进渠道下沉、进行更精细化的渠道管理。

图4：从油烟机起家，老板电器逐渐发展为多品类、多品牌、多渠道的高端厨电龙头



资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

1.2、财务分析：营收利润增速放缓，利润率较高盈利能力优秀

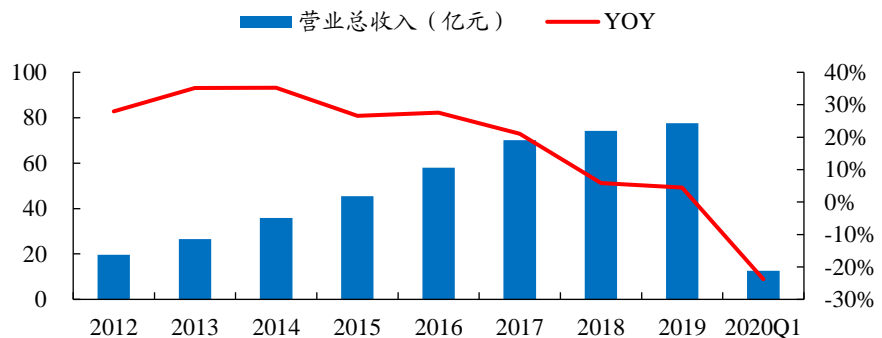
1) 收入：总营收持续增长但增速放缓

整体来看，公司总营收持续增长但增速放缓。2012~2019年，公司总营收由19.63亿元提升至77.61亿元，CAGR为22%，收入整体持续增长但增速放缓主要系收入基数扩大、地产下行、零售渠道压力较大等因素所致；2020Q1，公司总营收为12.66亿元，同比下滑23.77%，主要系疫情影响导致收入下滑。

分业务来看，传统品类收入增速平稳，新兴品类收入增速较高。2019年，公司实现收入77.61亿元(+4.52%)，其中油烟机营收40.82亿元(+1.71%)，占比52.59%；燃气灶营收18.43亿元(+2.87%)，占比23.75%；消毒柜营收5.61亿元(+12.20%)，占比7.23%；洗碗机营收1.38亿元(+31.82%)，占比1.78%；集成灶营收2.12亿元(+118.02%)，占比2.73%。传统烟灶营收占比较高，但仅有个位数增长，消毒柜、洗碗机、集成灶等新兴品类营收占比较低，但实现了较高的增长。

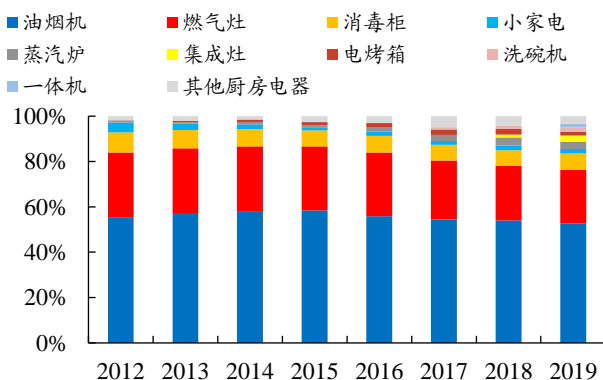
分地区来看，公司以内销收入为主，海外收入占比较少。2019年，公司实现内销收入75.46亿元(+4.91%)，占比97.23%；海外收入2.15亿元(-7.33%)，占比2.77%（此处海外收入已合并其他地区收入）。可见公司的内销收入占主导地位，海外市场有较大拓展空间。

图5：2012~2019年公司总营收增速放缓，2020Q1受疫情影响增速下滑



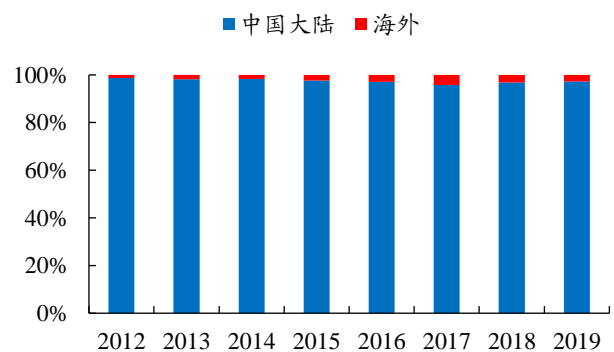
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：传统烟灶占比较高，主营结构朝着多品类方向发展



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：公司收入以内销为主，海外有较大拓展空间



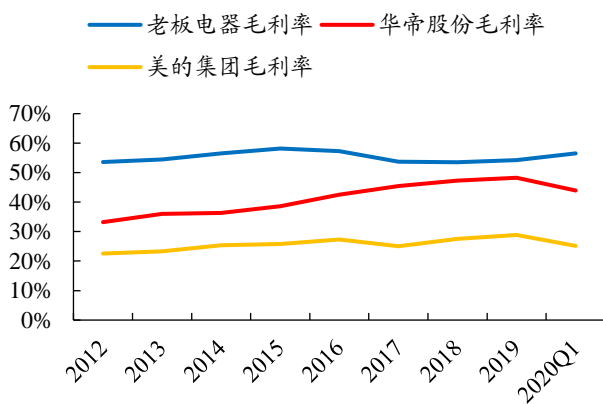
数据来源：Wind、开源证券研究所（注：已将其他地区收入合并至海外收入。）

2) 毛利率：公司整体毛利率较高

整体来看，公司毛利率高于华帝股份、美的集团，主要因老板品牌定位高端毛利率较高，而华帝、美的品牌定位大众毛利率较低。2012~2019年，公司毛利率维持在50%以上，2020Q1毛利率为56.52%；相比之下，华帝股份毛利率维持在30~50%的区间，美的集团毛利率则在30%以下。毛利率的差异主要因定位不同，高端产品毛利率较高，大众产品毛利率较低。另外，美的集团有较多白电业务，其毛利率低于厨电从而拉低美的集团整体毛利率水平。

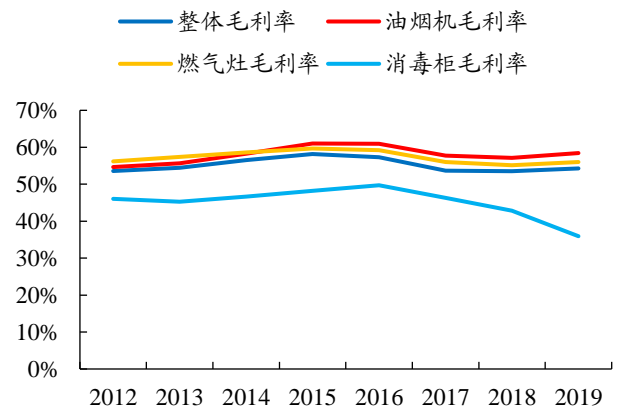
分品类看，传统品类烟灶毛利率较高，新兴品类消毒柜毛利率较低。2012~2019年，公司油烟机、燃气灶、消毒柜毛利率均值分别为58%、57%和45%。传统烟灶毛利率较高且占比较大，拉升了整体毛利率水平。

图8：老板电器整体毛利率高于华帝股份、美的集团



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：公司油烟机和燃气灶品类毛利贡献较高

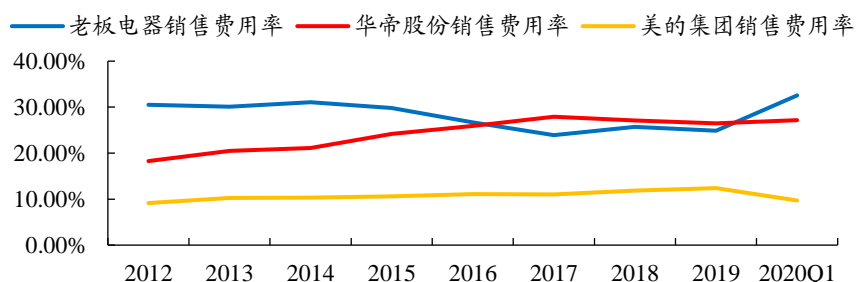


数据来源：Wind、开源证券研究所（注：2015、2017年消毒柜毛利率未披露，为保持数据连贯性，此处采用前后两年的均值估算。）

3) 费用率：公司销售费用率整体处于较高水平

公司销售费用率较高主要因重视对消费者的教育，持续进行广告宣传投放。2012~2019年，公司销售费用率维持在23%以上，2020Q1为32.55%，其中广告宣传费用较多，体现了公司对消费者教育的重视。2017~2019年，华帝股份销售费用超过老板电器，一方面是因华帝股份加大经销商支持力度，加大品牌、渠道等投入，另一方面是因老板电器费用有所控制。但2020Q1，老板电器销售费用率重新超过华帝股份，继续加强宣传推广力度。

图10：老板电器销售费用率整体处于较高水平



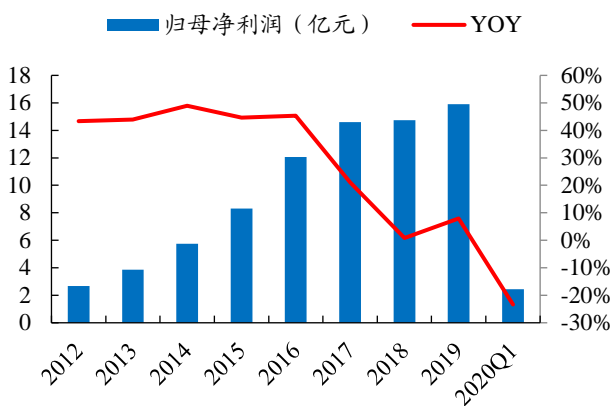
数据来源：Wind、开源证券研究所

4) 净利润与净利率：归母净利润、净利率双升，整体盈利能力较强

公司归母净利润持续增长但增速放缓。2012~2019年，公司归母净利润由2.68亿元提升至15.90亿元，CAGR为29%，归母净利润与营收趋势基本一致。归母净利润CAGR(29%)高于营收CAGR(22%)体现了公司在成本费用方面的良好把控。2020Q1，公司归母净利润为2.45亿元，同比下滑23.35%，主要系疫情影响导致利润下滑。

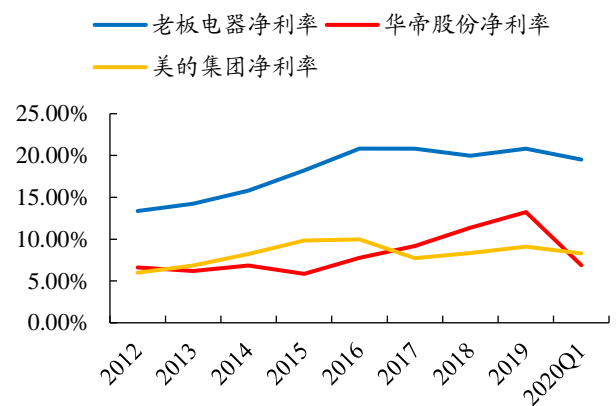
公司整体净利率高于华帝股份、美的集团，盈利能力较强。2012~2019年，公司净利率维持在13%以上，2020Q1净利率为19.50%。相比之下，华帝股份、美的集团净利率基本低于13%，体现了老板电器较强的盈利能力。

图11：2012~2019年公司归母净利润增速放缓



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：老板电器净利率高于华帝股份、美的集团

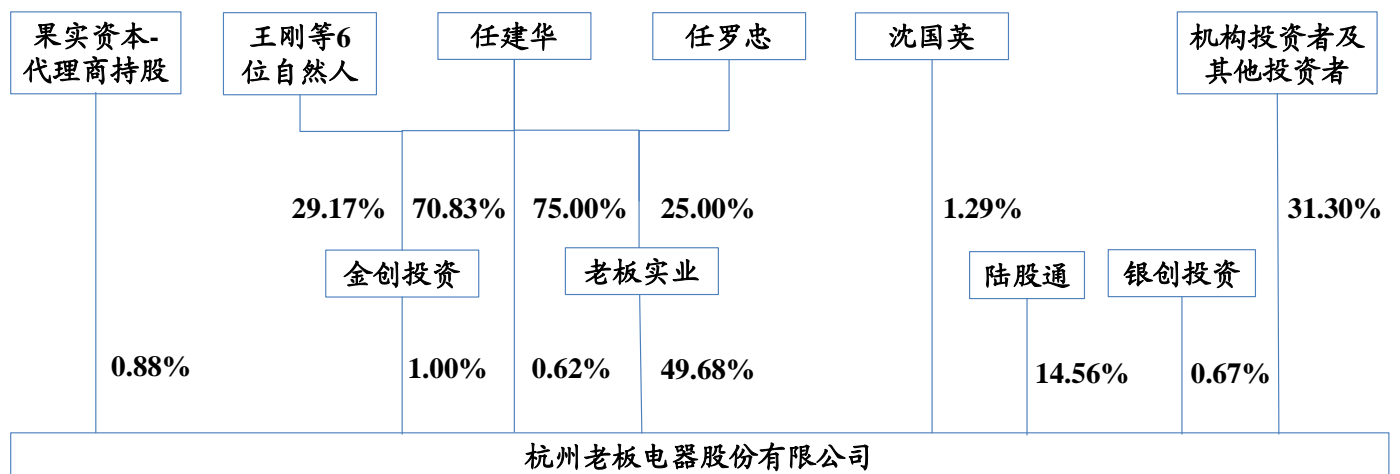


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、股权结构稳定，员工和供应商激励措施完善

公司股权结构较为稳定，实际控制人为创始人及董事长任建华。截至2020Q1，任建华直接及通过老板实业和金创投资间接持有公司38.59%的股份，沈国英为任建华之妻，任罗忠与任建华系兄弟关系。

图13：股权结构较为稳定，实际控制人为创始人及董事长任建华



资料来源：Wind、开源证券研究所（数据为2020Q1最新披露）

管理层及代理商利益与公司绑定，员工及代理商激励措施到位。公司在 2008 年已进行过股权激励，高管、经销商等核心骨干通过金创投资和银创投资持股；随着上市和市场的扩张，公司激励计划的推出逐渐加速，自 2014 年起公司陆续推出限制性股票激励计划、核心团队持股计划、员工持股计划、供应商持股计划等，充分调动高管、员工和代理商的积极性，迸发经营活力。

表1: 上市后于 2014 年 9 月实行第一次股权激励计划

年份	激励措施	激励对象	激励方案	条件
2014	半价股权激励	7 名高管以及 80 名公司中层管理人员、核心业务（技术）人员。	授予价为 15.16 元/股，在未来三年内分三次解锁，解锁比例分别为 30%、40% 和 30%。	以 2013 年净利润为基数，2014 年~2016 年公司净利润增长率分别不低于 30%、65% 和 110%；同期净资产收益率均不低于 20%；锁定期内，公司净利润及扣非净利润均不得低于前三个会计年度的平均水平且不得为负。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

表2: 2015 年以来，多次实行高管、员工、代理商持股计划，充分迸发经营活力

年份	激励措施	持股数量	购买价格	总股本占比
2015	代理商持股计划	728.12 万股	平均 40.78 元/股	1.50%
2015	核心团队持股计划	117.19 万股	40.80 元/股	0.24%
2018	员工持股计划	400.00 万股	51.56 元/股	0.42%
2018	第二期代理商持股计划	831.12 万股	39.81 元/股	0.88%

资料来源：公司公告、开源证券研究所

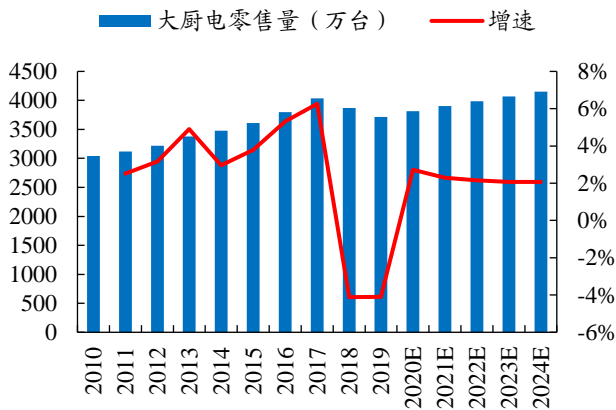
2、行业：未到天花板，传统与新兴厨电仍有较大空间

2.1、行业规模及增速：传统大厨电增速较低，新兴厨电增速较高

传统大厨电行业增速较低。根据欧睿数据，2010~2019 年，中国大厨电行业零售量由 3043 万台提升至 3712 万台，CAGR 为 2%，行业增速较低主要系大厨电行业已较为成熟。根据欧睿预测，2020~2024 年该行业将维持 2% 的增速水平，因此预计到 2024 年大厨电零售量将达到 4151 万台。

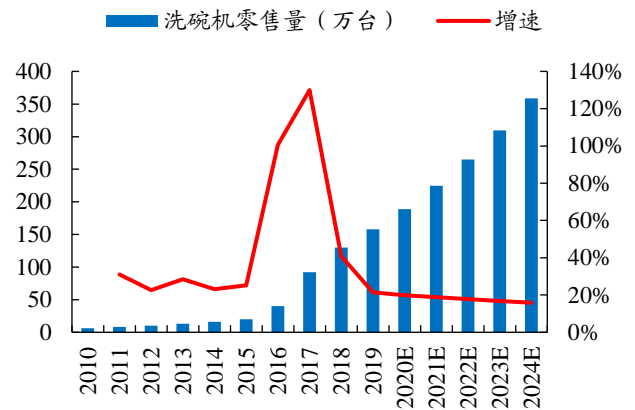
以洗碗机为代表的新兴厨电增速较高。根据欧睿数据，2010~2019 年，中国洗碗机行业零售量由 6.27 万台提升至 157.70 万台，CAGR 达 43%，行业增速较高主要系洗碗机作为新兴行业尚处导入期，受益于其初期渗透率的提升。根据欧睿预测，2020~2024 年洗碗机行业增速或逐年略有放缓，因此预计到 2024 年洗碗机零售量将达到 358.42 万台。

图14: 大厨电行业较为成熟增速放缓



数据来源: 欧睿、开源证券研究所 (注: 大厨电主要包括烟灶消等核心品类。)

图15: 洗碗机作为新兴子行业增速较高

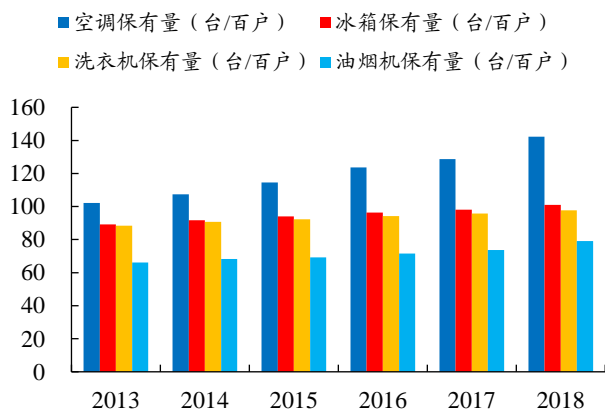


数据来源: 欧睿、开源证券研究所

2.2、行业需求空间: 保有量、内销量均有较大空间

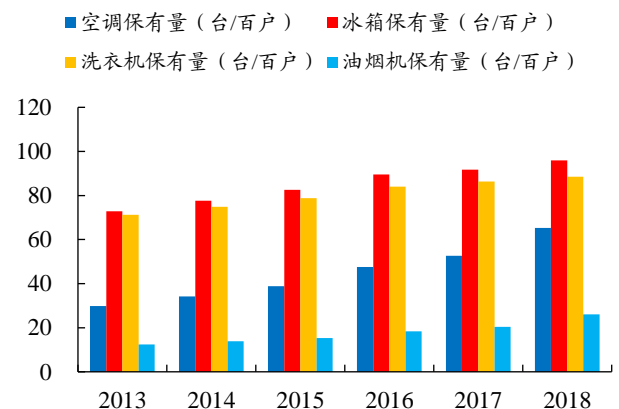
从保有量来看, 相比白电城乡油烟机保有量均有提升空间。1) 城镇: 2018年, 白电中空调、冰箱、洗衣机保有量分别为142、101、98台/百户, 而油烟机保有量为79台/百户。考虑到油烟机一户配备一机的属性, 城镇油烟机未来天花板约为100台/百户, 仍有提升空间。2) 农村: 2018年, 白电中空调、冰箱、洗衣机保有量分别为65、96、89台/百户, 油烟机保有量为26台/百户。随着我国城镇化水平的不断提升, 我们假设未来农村油烟机保有量发展至2018年其城镇保有量水平, 即未来农村油烟机保有量的天花板约为80台/百户。由于农村配套基础设施水平较城市相对落后, 因此合理考虑农村油烟机天花板低于100台/百户。

图16: 相比白电, 城镇油烟机保有量仍有提升空间



数据来源: Wind、开源证券研究所

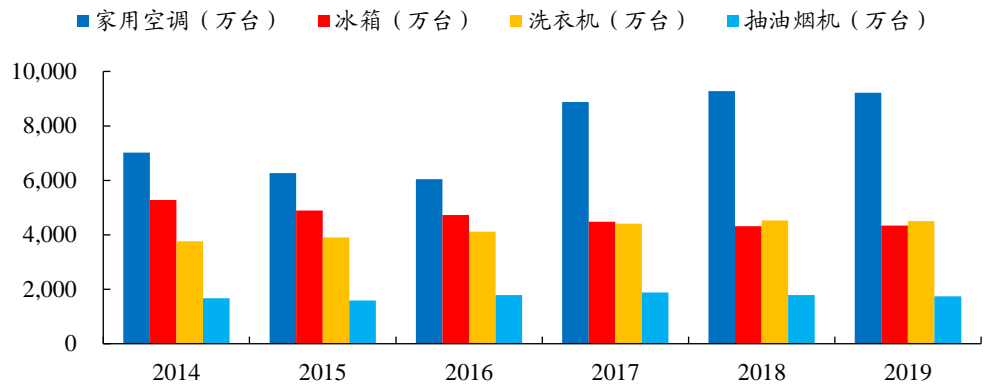
图17: 相比白电, 农村油烟机保有量有较大提升空间



数据来源: Wind、开源证券研究所

从内销量来看, 相比白电我国油烟机内销量有较大提升空间。2019年, 我国家用空调、冰箱、洗衣机的内销量分别为9216、4338、4504万台, 而油烟机内销量为1743万台, 仅占空冰洗的19%、40%、39%, 未来仍有较大提升空间。

图18: 相比白电, 油烟机内销量有较大提升空间



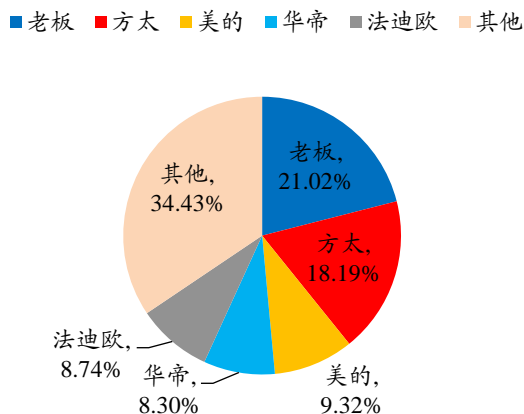
数据来源: 产业在线、开源证券研究所

2.3、竞争格局: 线下集中度较高, 线上较为分散

整体来看, 以烟灶为代表的厨电市场线下集中度较高, 线上较为分散。根据奥维云网数据, 2019年油烟机、燃气灶线下CR5分别为65.57%、62.57%, 线上CR5分别为43.65%、42.68%。线下、线上集中度都有进一步提升的空间。

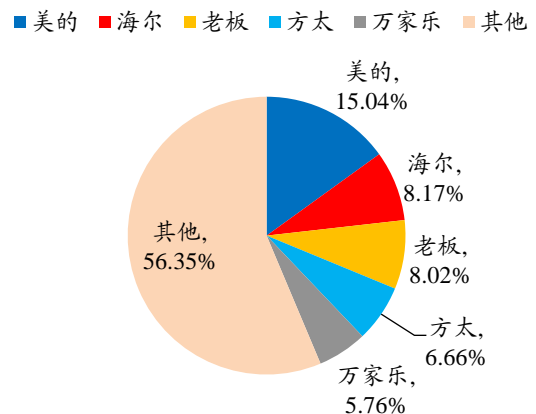
分品牌来看: 1) 线下市场: 烟灶市场均以老板、方太份额为第一梯队(市占率>15%), 美的、华帝和法迪欧为第二梯队(市占率在7~15%区间); 其余分散品牌为第三梯队(市占率<7%)。2) 线上市场: 油烟机美的份额领先(市占率>15%), 海尔、老板和方太为第二梯队(市占率介于5~10%); 燃气灶苏泊尔、美的份额领先(市占率>10%), 万家乐、华帝和博莱克为第二梯队(市占率介于3~10%)。

图19: 2019年油烟机线下市场CR5为65.57%



数据来源: 奥维云网、开源证券研究所

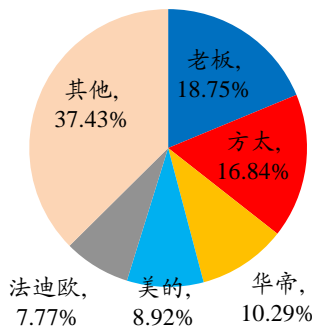
图20: 2019年油烟机线上市场CR5为43.65%



数据来源: 奥维云网、开源证券研究所

图21: 2019年燃气灶线下市场 CR5 为 62.57%

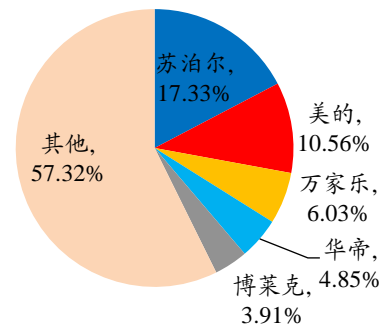
■老板 ■方太 ■华帝 ■美的 ■法迪欧 ■其他



数据来源: 奥维云网、开源证券研究所

图22: 2019年燃气灶线上市场 CR5 为 42.68%

■苏泊尔 ■美的 ■万家乐 ■华帝 ■博莱克 ■其他

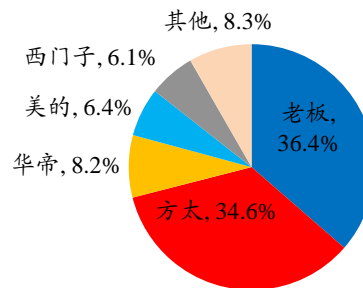


数据来源: 奥维云网、开源证券研究所

分层次来看，高端市场呈现老板、方太双寡头格局。根据中怡康数据，以油烟机为例，2019年老板、方太高端市场（以单价 > 4000 元/台为样本范围，均价为 3199 元/台）市占率分别为 36.4%、34.6%，CR2 达 71.0%。老板、方太在高端市场份额领先，与第二梯队的华帝、美的等已拉开差距，呈现双寡头格局。

图23: 油烟机高端市场呈现老板、方太双寡头格局

■老板 ■方太 ■华帝 ■美的 ■西门子 ■其他



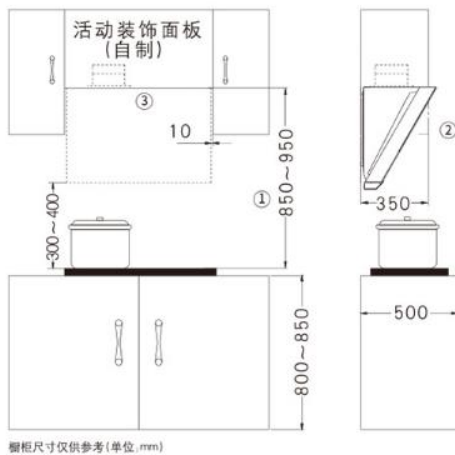
数据来源: 中怡康、开源证券研究所（以油烟机为例，统计范围为 2019 年产品单价 > 4000 元的市场；2019 年油烟机行业均价为 3199 元/台。）

思考: 为什么老板、方太不打价格战?

1) 消费者对于厨电价格敏感度较低。由于厨电产品单价较高，属于耐用品，更新周期较长（约 8~10 年），且具备一定家装属性，重置成本较高，更新繁琐，因此消费者对其价格敏感度较低。

2) 二者均坚持高端品牌定位：品牌力是核心竞争优势，价格战伤害品牌形象。消费者在购买决策中更关注品牌、性能、耐用性等因素，可见行业龙头降价竞争非最优策略，品牌力仍是核心竞争优势及护城河，因此厨电行业发生价格战概率较低。

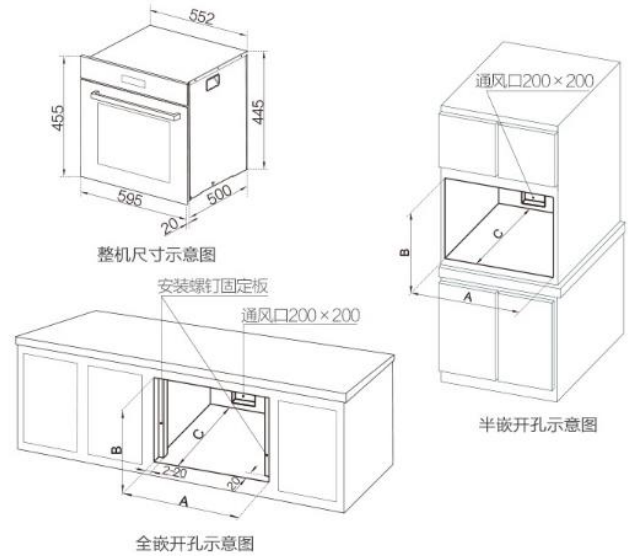
图24: 烟灶安装需考虑橱柜等尺寸, 具备一定家装属性



温馨提示:
 1、油烟机底部到锅架顶部的高度是300-400(老板灶具锅架高度为70mm左右)
 2、烟机挂墙安装, 烟机上方如做吊柜, 吊柜深度需多预留20mm左右
 3、烟机上部与橱柜底部建议预留一定间隙方便安装或拆卸

资料来源: 天猫老板电器旗舰店

图25: 嵌入式烤箱安装细节较多, 更新繁琐

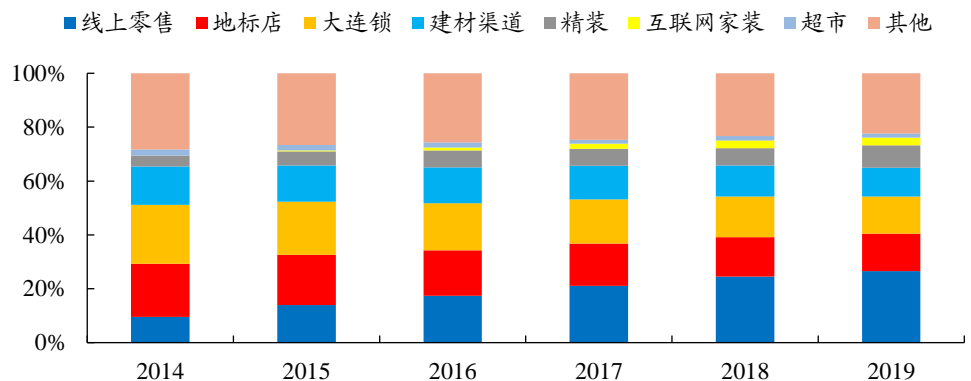


资料来源: 天猫老板电器旗舰店

2.4、行业渠道: 厨电渠道的多元化趋势

厨电行业渠道结构逐渐多元化。根据奥维云网数据, 2014~2019年我国厨电多元化的渠道结构呈现几个特点: 1) 线上: 电商占比提升; 2) 线下: 地标店、大连锁、超市、建材渠道占比压缩; 3) 新兴: 精装、互联网家装等渠道占比扩大。整体来讲, 厨电行业的渠道结构多元化趋势显著, 渠道的裂变将为行业带来新发展机遇。

图26: 2014~2019年厨电渠道结构逐渐多元化



数据来源: 奥维云网、开源证券研究所

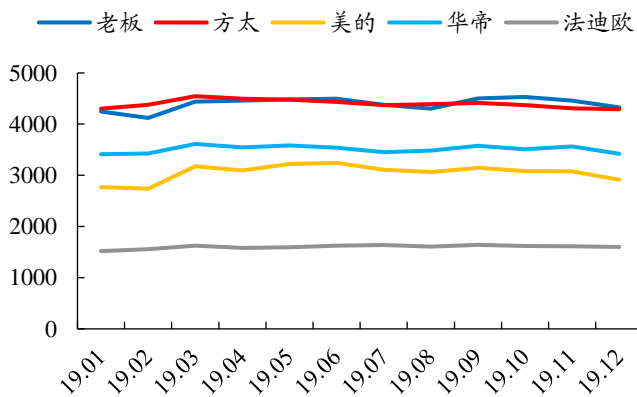
3、公司看点：高端品牌+多元渠道，竞争优势显著

3.1、核心竞争力：品牌定位高端，多渠道布局

3.1.1、品牌：定位高端，“大吸力”标签深入人心

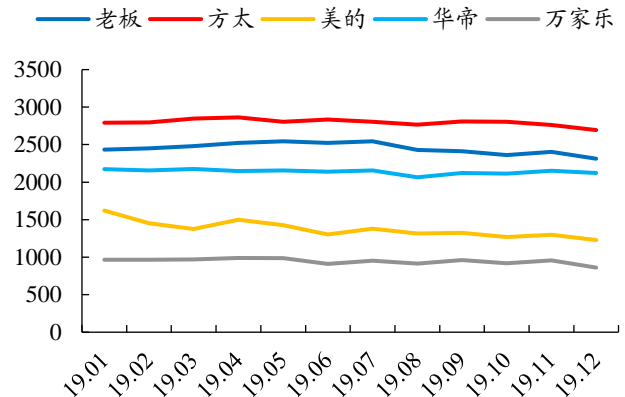
从价格来看，老板品牌定位于高端，烟灶价格水平较高。根据奥维云网数据，2019年老板电器的主营产品类油烟机、燃气灶的线下和线上均价相比于行业其他主要品牌均处于较高水平。

图27：老板品牌油烟机线下均价较高



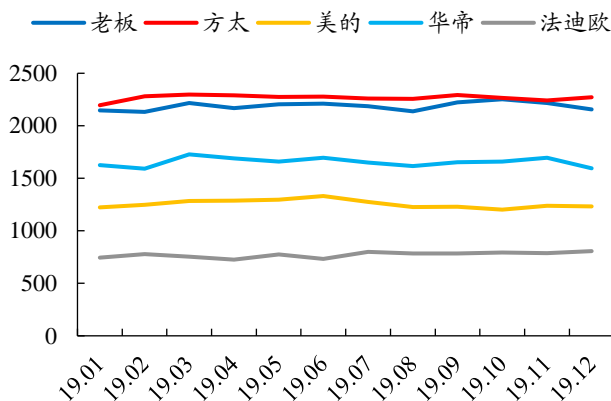
数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图28：老板品牌油烟机线上均价较高



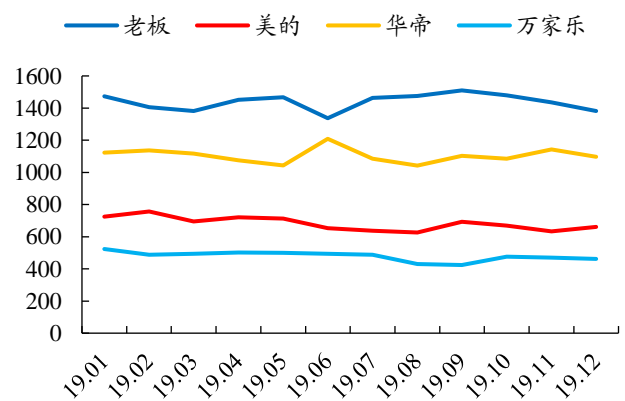
数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图29：老板品牌燃气灶线下均价较高



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图30：老板品牌燃气灶线上均价较高



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

从产品来看，较早推出“大吸力”产品。根据奥维云网数据，2019年油烟机线下累计销量前十的机型中，老板品牌的产品排风量较高，集中在20~21 m³/min区间，吸力较大。另外，老板品牌的大吸力产品在2017、2018年推出，相对于方太在2018、2019年推出，公司更早地进入了该市场。

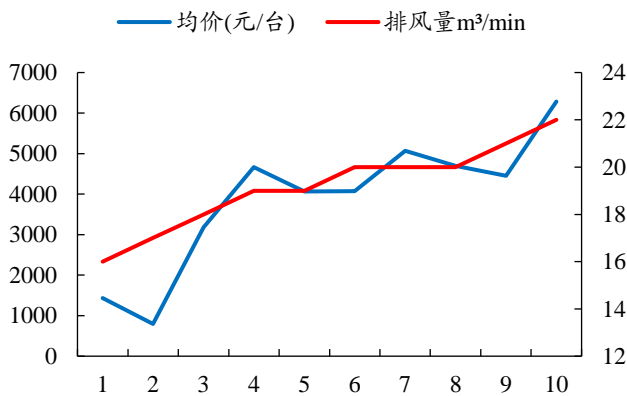
通过大吸力产品解决用户痛点，打造高端品牌。在油烟机的各项性能中，作为核心功能的吸烟效果也就是吸力是尤为重要的，也是消费者的关注重点。根据奥维云网的统计，在吸烟效果、噪音大小、清洁难度、操控方式等方面，提升尤为显著的就是吸烟效果。而一般来讲，吸力较大的产品均价也较高，老板电器通过推出大吸力产品既解决了用户痛点，也更加明确了高端的品牌定位。

表3: 老板电器较早推出大吸力油烟机且均价较高

品牌	机型	销量(万台)	均价(元/台)	上市时间	产品规格(款式&排风量)
老板	CXW-200-8330	4.95	4450	2018.07	T型: 21.0m ³ /min
	CXW-200-5606	3.63	4075	2017.06	侧吸: 20.0m ³ /min
	CXW-200-5700	3.25	5068	2017.06	侧吸: 20.0m ³ /min
方太	CXW-258-JQ01TB	3.67	6284	2018.06	侧吸: 22.0m ³ /min
	CXW-228-JQ15T	3.11	4695	2018.08	侧吸: 20.0m ³ /min
	CXW-200-EM16T	3.91	4669	2018.03	T型: 19.0m ³ /min
	CXW-228-JQ08TA	3.79	4063	2019.01	侧吸: 19.0m ³ /min
华帝	CXW-270-E660AZ	3.2	3179	2017.12	T型: 18.0m ³ /min
法迪欧	CXW-218-J7107	3.8	1433	2016.08	其他: 16.0m ³ /min
	CXW-218-J9009	3.59	796	2018.07	侧吸: 17.0m ³ /min

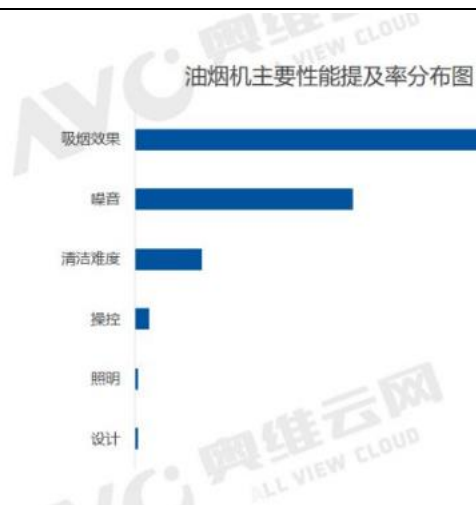
数据来源: 奥维云网、开源证券研究所(以2019年油烟机线下累计销量前十的机型为样本进行统计)

图31: 吸力较大的产品均价相对较高



数据来源: 奥维云网、开源证券研究所(以2019年油烟机线下累计销量前十的机型为样本进行统计,按排风量进行升序排列)

图32: 吸烟效果是油烟机尤为重要的性能



资料来源: 奥维云网(2019年数据)

从营销来看,公司较早提出并着力宣传大吸力概念,品牌形象深入人心。2008年,老板推出第一代大吸力油烟机8210款产品,后又在2013、2016、2017年分别推出第二、三、四代大吸力油烟机。2020年5月14日0点,老板首发大吸力新品5705型号油烟机,吸力达22 m³/min,仍以大吸力为推广重点。一直以来,老板油烟机都以大吸力为核心宣传点,大吸力也已经成为老板品牌形象的重要标签。

图33: 老板大吸力油烟机产品推出较早, 且不断升级换代



资料来源: 老板电器官方商城、开源证券研究所

图34: 老板电器着力宣传大吸力油烟机



资料来源: 公司官网

图35: 老板大吸力油烟机新品 5705, 吸力达 22 m³/min



资料来源: 老板电器官方商城

3.1.2、渠道: 多元化渠道结构, 以零售和电商渠道为主, 工程渠道增长迅速

老板电器具备多元化的渠道结构, 其中以零售和电商渠道为主, 但工程渠道增长迅速。根据 2019 年报披露信息及我们的合理测算, 老板电器的渠道可以拆分为零售、电商、工程、创新、海外五类渠道, 其中零售和电商占比较高, 合计约占 70~77%, 而工程渠道虽然占比 18%, 但销售额增长 90%, 发展势头良好。其他全屋定制及家装公司、海外等渠道占比较低, 未来仍有开拓空间。

表4: 老板电器以零售和电商渠道为主, 但工程渠道增长迅速

渠道名称	具体渠道	渠道占比 (2019E)	增长趋势
零售	KA、专卖店、百货商超等	40~45%	负增长
电商	京东、天猫、苏宁易购等	30~32%	增长放缓
工程	恒大、碧桂园、万科、融创等	18%*	销售额+90%*
创新	司米、维尚等全屋定制公司; 爱空间、金螳螂、东易日盛等家装公司	5~12%	/
海外	北美、澳新、印度、马来四大市场		

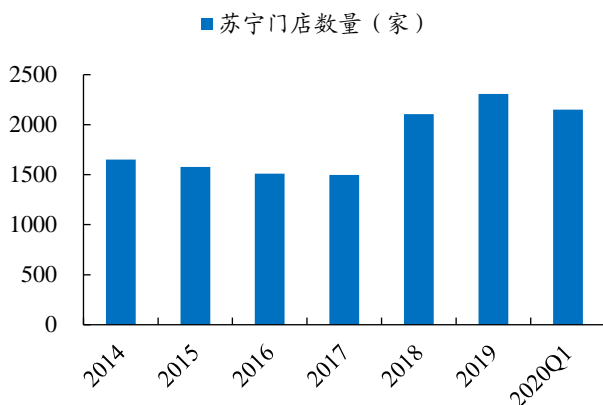
资料来源: 公司公告、开源证券研究所 (注: *所注数据为公司 2019 年报披露值, 其余为根据披露信息合理测算值。)

1) 零售渠道: KA 渠道表现低迷, 借助专卖店进行渠道下沉

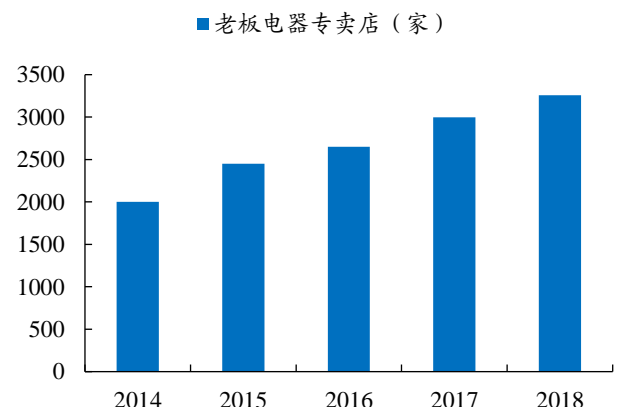
KA 渠道: 2019 年销量及销售额均负增长, 2020 年 1-4 月因疫情持续下滑。根据奥维云网数据, 线下大连锁 (KA) 渠道中, 老板品牌油烟机和燃气灶在 2019 年销量、销售额均下滑 10% 以上, 2020 年 1-4 月销量、销售额均下滑 40% 以上。整体来说, KA 渠道表现较为低迷。

专卖店渠道: 借助专卖店进行渠道下沉, 挖掘三四线市场需求。老板电器在 2015~2018 年连续在三四线新建专卖店, 平均每年新增 469 家店, 以进行渠道下沉。同时, 公司还通过拆分代理商和新增城市公司的方法来协同下沉渠道, 以打开三四线市场需求。

渠道下沉的思考: 老板品牌渠道下沉是为了把握三四线的高端需求, 而子品牌名气则是定位大众。老板品牌虽然在下沉三四线市场, 但是不会因此而降低均价, 导致伤害其高端品牌定位, 其下沉主要是为了抓住三四线增长的高端需求。而名气则均价较低定位于大众, 根据公司 2018 年年报, 名气品牌是以“做强县域、试点城市、深挖乡镇”为渠道推广核心思路。2019 年, 名气提出“大商招募、苏宁合作, 工程布局, 家装融合”的新战略, 同时丰富线上渠道, 更好的把握三四线大众市场。

图36: 2018~2020Q1, 苏宁门店数量稳定在 2000 家左右


数据来源: Wind、苏宁易购公司公告、开源证券研究所 (注: 由于苏宁公司更名, 2014-2016 年为苏宁云商连锁店数量, 2017-2020Q1 为苏宁易购的家电 3C 门店数量。)

图37: 2014~2018 年, 老板电器专卖店数量不断提升


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

表5: 2019年、2020年1-4月, 老板品牌线下大连锁(KA)渠道的销售均负增长

	2019年	同比	2020年1-4月	同比
油烟机销量(万台)	35.20	-13%	5.75	-44%
油烟机销售额(亿元)	15.45	-15%	2.41	-46%
燃气灶销量(万台)	34.25	-11%	5.96	-40%
燃气灶销售额(亿元)	7.48	-11%	1.27	-41%

数据来源: 奥维云网、开源证券研究所

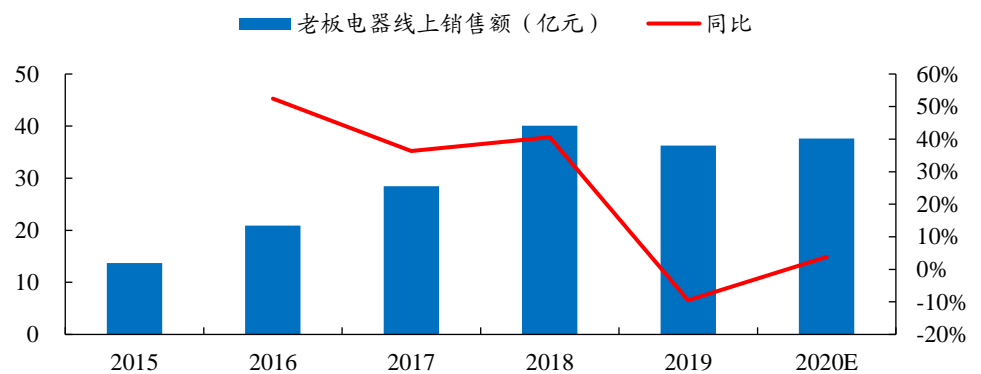
表6: 老板电器渠道下沉: 新建三四线专卖店、拆分代理商、新增城市公司

渠道下沉	2014	2015	2016	2017	2018
专卖店		三四线新建 450家	三四线新建 449家	三四线新建 440家	三四线新建 535家
代理商	拆分12家	拆分8家 增至82家			
城市公司			新增53家 增至101家		新增68家 增至155家

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

2) 电商渠道: 线上渠道增速放缓, 提升经营效率拉动增长

随着线上渠道红利日益萎缩, 公司需提升经营效率拉动增长。2016~2019年, 公司线上销售额增速呈下降趋势, 主要系电商红利逐渐消退。在此背景下, 公司提出在线上渠道围绕“深度用户运营, 打造极致效率”, 提升流量转化率, 优化经营效率。

图38: 老板电器线上渠道销售额增速放缓


数据来源: Wind、开源证券研究所 (注: 统计公司在天猫、京东等开设旗舰店、直营店销售数据。)

我们预计老板电器线上渠道2020全年销售额约37.60亿元, 同比增长4%。我们以油烟机、燃气灶、厨电套餐三个核心品类为样本进行合理测算。根据奥维云网数据, 2020年1-4月, 油烟机、燃气灶、厨电套餐销售额分别为3.90亿元、1.92亿元和3.73亿元。关键假设如下:

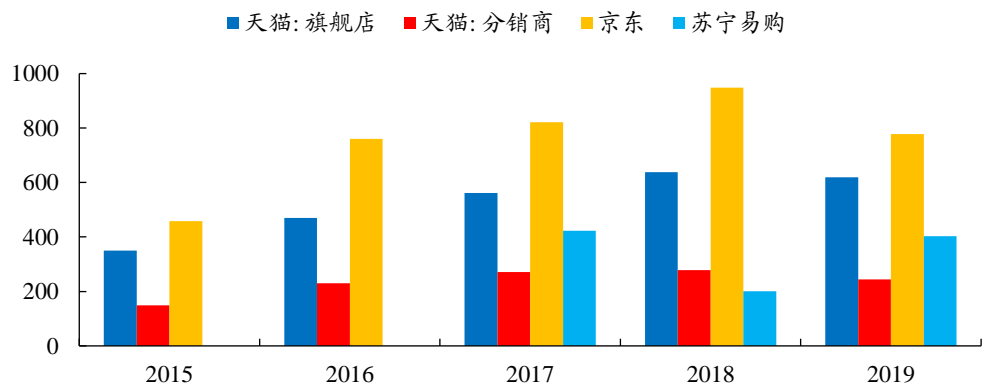
- a. 按照 2018、2019 年中 1-4 月对应销售额在全年的占比，估算 2020 年 1-4 月销售额在全年的占比水平；
- b. 假设总需求维持稳定，考虑 2020 年的疫情因素影响，线上需求前置，合理调高 1-4 月的占比水平。

表7: 预计老板电器线上渠道 2020 全年销售额约为 37.60 亿元，同比增长 4%

老板电器：线上渠道	油烟机	燃气灶	厨电套餐	合计
2020E 全年销售额（亿元）	15.00	7.68	14.92	37.60
2020 年 1-4 月销售额（亿元）	3.90	1.92	3.73	9.55
考虑疫情因素线上需求前置 预计 2020 年 1-4 月占全年比例	26%	25%	25%	25%
2019 年 1-4 月占全年比例	24%	6%*	22%	-
2019 年 1-4 月销售额（亿元）	1.79	0.63	4.99	-
2019 年累计销售额（亿元）	7.51	10.12	22.22	-
2018 年 1-4 月占全年比例	25%	24%	24%	-
2018 年 1-4 月销售额（亿元）	1.91	0.42	5.58	-
2018 年累计销售额（亿元）	7.58	1.76	23.59	-

数据来源：奥维云网、开源证券研究所（注：1）2020 全年数据为根据已有数据合理估算，其余为奥维云网实际统计值。2）标注*的数据较为异常，因此燃气灶品类以 2018 年的销售节奏为推算依据。3）此测算仅以油烟机、燃气灶和厨电套餐三个核心品类为样本，未考虑消毒柜等占比较少的其他品类。）

对线上渠道进行拆分：公司以天猫、京东平台为主，2017 年开始加强与苏宁易购的合作。具体来讲，天猫可以分为直营旗舰店和分销商模式；京东、苏宁主要是买断后电商平台自营模式。

图39: 老板电器线上渠道以天猫、京东为主，2017 年开始加强与苏宁易购合作


数据来源：公司公告、开源证券研究所（注：各平台销售额单位均为百万元。）

3) 工程渠道: 多因素叠加实现快速增长

公司工程渠道快速增长, 表现亮眼。根据 2019 年报数据, 公司工程渠道销售额同比增长 90%, 占比为 18%。另外, 2016~2019 年, 公司在精装房市场的占有率保持行业第一水平。相比于零售和电商渠道较低迷的表现, 工程渠道增速较为亮眼。

表8: 2016~2019 年, 老板电器在精装修市场的占有率保持行业第一

	2016	2017	2018	2019
老板电器 精装修市占率	23.3%	36.5%	40.0%	36.3%
排名	1	1	1	1

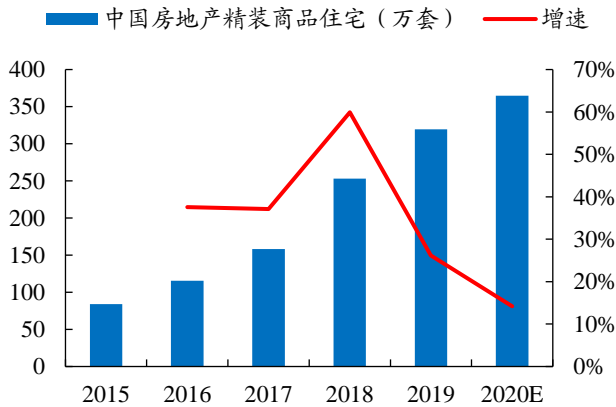
数据来源: 奥维云网、开源证券研究所

公司在工程渠道的快速增长主要有以下几点原因:

(1) 精装修市场快速发展带动工程渠道增长

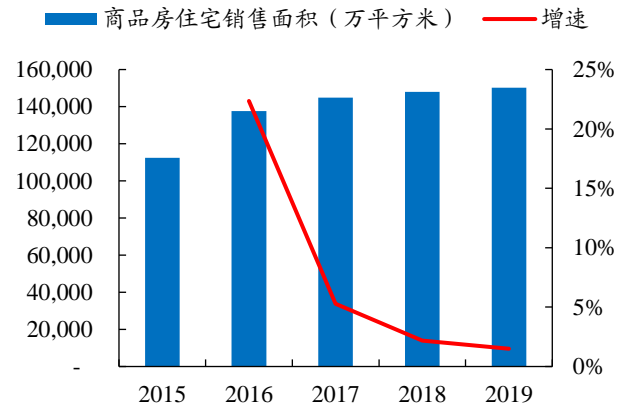
乘精装修市场增长之东风, 实现工程渠道快速增长。根据奥维云网数据, 2015~2019 年我国精装修市场由 83.9 万套增长至 319.3 万套, CAGR 达 39.7%; 而同阶段商品房住宅销售面积 CAGR 仅为 7.5%, 可见精装修市场发展较为迅速。而公司工程渠道正是基于精装修市场发展的背景下实现了快速增长。

图40: 我国精装修市场规模快速增长



数据来源: 奥维云网、开源证券研究所

图41: 商品房住宅增速较低且呈放缓趋势



数据来源: Wind、开源证券研究所

(2) 老板的高端品牌影响力

大型地产商更倾向于选择高端厨电品牌合作, 以提升楼盘整体品牌形象。在房屋装修的不同品类当中, 如: 管道、瓷砖等无法直观看到品牌 LOGO, 因此在工程渠道的竞争较为激烈; 而厨电产品的品牌 LOGO 会直接露出, 消费者会进行直观的品牌判断, 因此大型地产商更倾向于选择高端厨电品牌合作, 定位高端的老板品牌也在工程渠道具有较强的品牌影响力和市场竞争力。

图42: 老板电器获得恒大集团卓越战略合作伙伴荣誉称号












资料来源: 现代家电网

(3) 公司在工程渠道布局较早, 签约多家大型地产合作伙伴

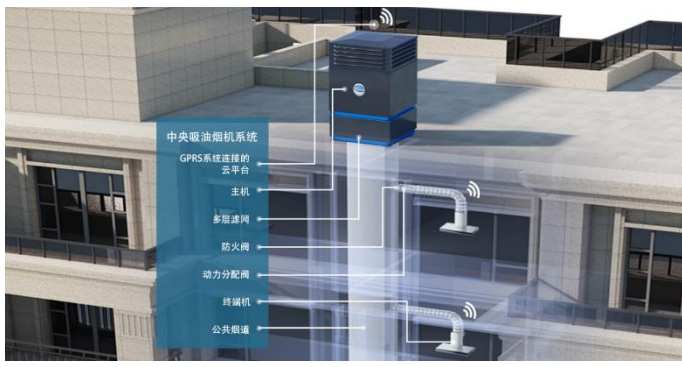
2014~2019 年, 公司持续布局工程渠道, 签约了多家大型地产合作伙伴。主要客户包括: 恒大、碧桂园、万科、融创、保利等多家大型地产开发商。除了一般的住宅前装厨电产品, 公司还研发了中央吸油烟机, 已在首创、融创、绿城、绿地等部分新楼盘应用。

表9: 公司较早布局工程渠道, 签约多家地产合作伙伴

年份	工程渠道情况	合作伙伴
2014	新签碧桂园、保利等战略合作伙伴。	 
2015	新签绿地、绿城等战略合作伙伴。	 
2016	重点客户均成功续约, 全年实现 60% 以上快速增长。	
2017	加强与恒大、万科、碧桂园等战略客户的合作, 新签富力、华夏幸福等客户。中央吸油烟机进驻碧桂园、万科、绿城、首创等多个国内知名开发商, 全国 25 个项目达成合作。	   
2018	密切跟进恒大、碧桂园、万科等战略客户变化, 中央吸油烟机为工程渠道战略客户开拓给予助力。	
2019	加深与恒大、碧桂园、万科、融创等地产商的合作, 同时中央吸油烟机为工程渠道战略客户的开拓助力, 工程渠道销售额同比增长 90%。	

资料来源: 公司公告、百度图片、开源证券研究所

图43: 老板电器中央吸油烟机以楼顶主机排烟提效降噪



资料来源: 公司官网

图44: 老板电器中央吸油烟机拥有 3 款产品



资料来源: 公司官网 (截止 2020 年 5 月)

4) 其他渠道: 创新渠道挖掘蓝海市场, 海外渠道布局全球化战略

在创新渠道方面, 公司通过与司米、维尚等全屋定制公司以及爱空间、金螳螂、东易日盛等家装公司合作, 强化品牌护城河, 开拓渠道网点, 努力挖掘蓝海市场。

在海外渠道方面, 公司聚焦北美、澳新、印度、马来四大市场, 积极开拓市场, 确定“全球高端厨电领导者”的品牌定位并提升老板品牌国际化影响力。

图45: 老板电器与司米橱柜签约合作



资料来源: 司米橱柜

图46: 老板电器在澳大利亚布里斯班开店



资料来源: 中国家装网

3.2、未来增量: 扩产品、拓渠道、品牌年轻化, “三驾马车”齐头并进拉动业绩再增长

3.2.1、扩产品: 新兴厨电品类渗透率提升, 未来潜力较大

战略方面, 公司在保持原有烟灶优势的基础上, 积极发展蒸箱、洗碗机等新产品。根据公司披露的 2020~2022 年战略规划, 公司在产品方面将专注烹饪, 聚焦油烟机, 扩大第一品类优势、领先第二品类、稳步推进第三品类。其中, 第一品类指以烟机为代表的烟灶消产品群; 第二品类指以蒸箱为代表的电气化烹饪产品群; 第三品类指以洗碗机为代表的水厨电产品群。

成果方面, 2019 年公司在打造第二品类、布局第三品类方面取得良好成果。公司在蒸箱品类中推出下嵌式蒸箱 SZ01、台式蒸箱 ST01、蒸烤一体机 C906/905 等多款中式蒸箱。同时, 在洗碗机品类推出强力去重油污新款 W735, 自主研发并储备多款产品, SKU 进一步丰富。

规划方面,公司计划在2020年继续推出新产品。根据公司官方发布会信息,2020年公司将推出蒸箱、烤箱及洗碗机品类的多款新产品,如:多功能蒸烤一体机、高温除菌嵌入式洗碗机等。而受益于厨电新品类渗透率的提升,第二、第三品类成长潜力较大。

图47: 老板推出 CQ975 多功能蒸烤一体机新品



资料来源: 老板电器官方商城 (2020年5月)

图48: 老板推出 WB776X 高温除菌嵌入式洗碗机新品



资料来源: 老板电器官方商城 (2020年5月)

措施方面,通过提高配套率来积极拓展新品类的销售。1) 零售方面,公司加强对消费者的教育,积极营销推广多件套以提高客单价,缓解客单量下行压力。2) 工程方面,加强与地产商合作,提高新兴品类配套率。根据奥维云网数据,精装修市场的厨电配套率呈三级“阶梯状”,即传统烟灶配套率较高(配套率>90%),而消毒柜、洗碗机等新兴品类配套率较低(消毒柜配套率在35~45%,洗碗机配套率<10%),未来空间较大。另外随着终端消费者配套意识的增强,也将反推地产商提升配套率。

图49: 老板通过套餐优惠积极推广多件套产品

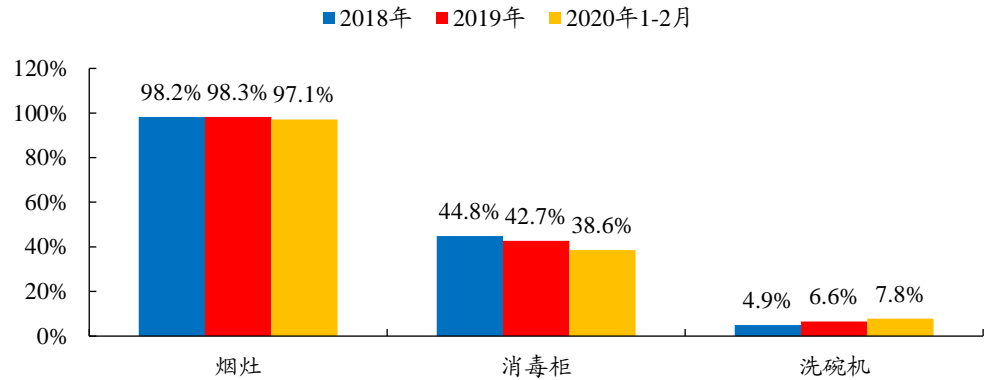


资料来源: 老板电器官方微博

图50: 老板推广油烟机搭配消毒柜、洗碗机、蒸烤机等



资料来源: 老板电器官方商城

图51: 精装市场传统烟灶配套率较高, 消毒柜、洗碗机等新兴品类配套率较低


数据来源: 奥维云网、开源证券研究所

表10: 公司主要精装修合作地产商的新兴厨电配套率有较大提升空间

地产开发商	年份	烟、灶	消毒柜	洗碗机	微波炉	电烤箱
碧桂园	2018年	99.9%	43.6%	2.5%	0.4%	0.2%
	2019年	98.8%	42.8%	3.7%	0.3%	4.2%
	2020年1-2月	100.0%	14.4%	6.2%	-	-
中国恒大	2018年	100.0%	85.7%	1.4%	-	-
	2019年	99.7%	88.2%	1.4%	0.5%	-
	2020年1-2月	100.0%	87.9%	2.3%	-	-
万科	2018年	98.9%	30.4%	6.8%	0.5%	3.2%
	2019年	100.0%	25.9%	8.0%	0.8%	4.1%
	2020年1-2月	100.0%	-	-	-	-
融创中国	2018年	100.0%	33.0%	10.8%	5.5%	5.5%
	2019年	100.0%	27.4%	6.0%	-	1.2%
	2020年1-2月	100.0%	3.3%	-	-	-
保利地产	2018年	97.6%	40.8%	0.8%	-	2.7%
	2019年	99.6%	57.4%	7.2%	-	1.2%
	2020年1-2月	100.0%	72.3%	-	-	-
中海地产	2018年	100.0%	49.5%	27.0%	1.5%	-
	2019年	98.5%	46.3%	19.2%	0.4%	5.7%
	2020年1-2月	100.0%	100.0%	-	-	-

数据来源: 奥维云网、开源证券研究所

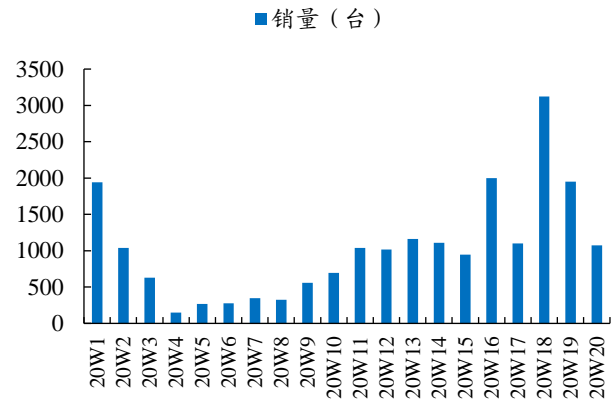
另外, 因疫情消毒柜备受关注, 老板品牌消毒柜销量提升。根据奥维云网数据, 老板品牌消毒柜在疫情发生后销量快速提升, 主要因疫情后消费者对消毒功能的关注度提升, 这对于消毒柜品类的销售增长和渗透率的提升是良好机遇。

图52: 受疫情影响, 消费者对于消毒柜的关注度提升



资料来源: 百度指数 (注: 统计范围为 2019 年 11 月 29 日-2020 年 5 月 26 日, 即最近半年时间区间。)

图53: 疫情发生后, 老板品牌消毒柜销量提升



数据来源: 奥维云网、开源证券研究所 (注: 老板品牌消毒柜销量为线下和线上渠道推总数据。)

3.2.2、拓渠道: 短期凭借工程渠道增长, 长期打造零售渠道的二次增长

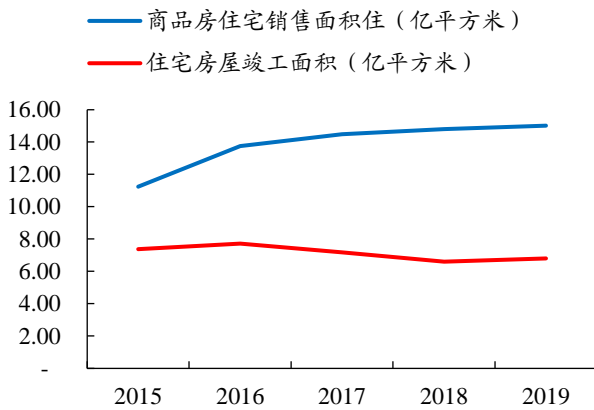
1) 短期: 凭借工程渠道带动增长

从地产方面看, 随着已销售房屋的竣工, 公司或将迎来工程渠道增长。2015~2019 年的商品房住宅销售面积和住宅房屋竣工面积之差在不断扩大, 即已销售未竣工房屋面积在扩大。未来随着该部房屋的竣工和交付, 工程渠道或将迎来增长。2020 年, 由于疫情影响, 公司预计工程渠道增速维持在 40~50%, 将低于 2019 年 90% 的增速水平。另外, 根据公司估算, 2020~2023 年或将迎来碧桂园、万科等主要工程渠道合作方的地产交付高峰期。

我们认为 2020 年公司或将通过以下三点完成工程渠道目标增速: 1) 调整客户结构: 以恒大、碧桂园等原有核心客户为主, 增加其他新客户, 优化客户结构。2020 年小型地产商对销售增长的贡献度或将上升。2) 调整产品结构: 因客户结构的改变, 如新客户的楼盘定位相对较高, 其相应配套厨电产品的价格会相对较高。3) 提高产品配套率: 在烟灶两件套的基础上将蒸箱、洗碗机等加入配套。

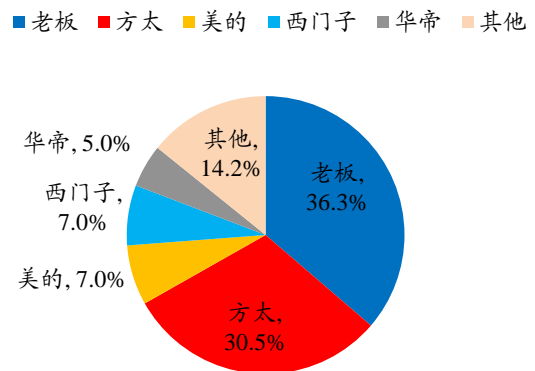
从竞争格局看, 工程渠道公司份额领先, 地位较为稳固。根据奥维云网数据, 2019 年工程渠道市占率分为三个梯队: a. 老板、方太 (市占率 > 30%); b. 美的、西门子、华帝 (市占率在 5~10%); c. 其他分散品牌 (市占率 < 5%)。老板品牌以 36.3% 份额位居第一, 且与合作地产商关系稳定, 新进入者难以冲击, 地位较为稳固。

图54: 2015~2019年, 已销售未竣工房屋面积扩大



数据来源: Wind、开源证券研究所

图55: 2019年工程渠道老板、方太龙头份额领先



数据来源: 奥维云网、开源证券研究所

2) 长期: 打造零售渠道的二次增长

厨电零售属性较强, 要打造零售渠道的二次增长。公司计划在未来 3~4 年 (即 2020~2023 年) 工程渠道增长的同时解决零售渠道二次增长的问题。公司的主要方法是在零售客单量下滑的背景下, 通过推广多台套提高配套率以横向提升客单价, 进而拉动零售销售额的增长。

长期看, 需求端将由新增转向更新为主。目前厨电新增需求仍较多, 但长期来讲, 新增需求空间将被逐渐压缩, 存量市场会不断扩大, 更新需求将提升。同时, 政策的引导将使得零售渠道存量市场的更新需求提升。2020 年 5 月 15 日, 国家发改委、工信部、财政部、商务部等七部门印发《关于完善废旧家电回收处理体系推动家电更新消费的实施方案》, 主要内容涉及以旧换新促进家电更新消费, 该方案将引导消费者进行家电更新换代, 有利于拉动家电存量市场更新需求的提升。

3.2.3、品牌年轻化: 抓住年轻代新消费群体

品牌年轻化, 俘获年轻代客群“芳心”。老板电器践行品牌年轻化战略, 通过聘请新生代明星代言人、直播带货、娱乐营销、IP 合作等方式不断与年轻代消费者沟通。**1) 新生代明星代言:** 根据老板电器官方微博公布信息, 2020 年 3 月, 老板电器宣布新生代明星宋威龙为代言人;**2) 直播带货:** 根据公司官网, 2020 年 3 月, 老板电器举办了主题为“向往厨房直购节”直播活动, 累计销售厨电单品 10152 台;**3) 娱乐营销:** 2020 年 5 月, 赞助综艺节目《向往的生活》第四季;**4) IP 合作:** 2020 年 3 月, 携手 IP 天猫超级品牌日, 打造属于老板电器的“双 11”。

图56: 2020年3月老板电器官方宣布宋威龙为代言人



资料来源: 老板电器官方微博

图57: 2020年3月老板电器直播带货万余台厨电单品



资料来源: 公司官网、中国家电网

图58: 2020年5月公司赞助综艺《向往的生活》第四季



资料来源: 老板电器官方微博

图59: 2020年3月公司携手IP天猫超级品牌日营销



资料来源: 老板电器官方微博、天猫

4、盈利预测与投资建议

4.1、关键假设

(1) 随着传统厨电规模继续扩大以及新兴厨电渗透率的提升, 厨电行业整体市场规模有望继续扩大, 龙头公司市占率稳定, 地位较为稳固。

(2) 公司在产品上积极拓展产品矩阵, 渠道上打造多元化渠道结构, 品牌上在定位高端的基础上塑造年轻化形象。虽然新兴品类、工程渠道等占比提升, 但传统高端业务仍为主体, 预计2020-2022年毛利率分别为54.5%, 54.7%, 54.9%。考虑到工程渠道的影响, 预计销售费用率有所下降, 其他费用率保持稳定。

4.2、盈利预测与估值

老板电器是国内厨电行业的龙头公司之一。我们认为, 传统厨电虽然增速放缓但仍有提升空间, 新兴厨电受益于渗透率的提升有望继续快速增长, 公司作为厨电行业龙头有望继续受益市场规模的扩大。另外, 公司在保持原有品牌和渠道优势的基础上, 继续扩产品、拓渠道和进行品牌年轻化, “三驾马车”齐头并进有望实现进一步的业绩增长。

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 17.25/19.59/21.95 亿元，对应 EPS 为 1.82/2.06/2.31 元，当前股价对应 PE 为 17.8/15.6/14.0 倍。相对于可比家电公司美的集团、华帝股份、浙江美大，老板电器因品牌和渠道方面具有优势，给予一定的估值溢价。

首次覆盖，给予“买入”评级。

表11: 可比家电公司估值情况

证券代码	证券简称	收盘价	归母净利润增速 (%)				PE (倍)			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
000333.SZ	美的集团	58.00	19.68	3.64	13.99	12.13	16.71	16.20	14.18	12.66
002035.SZ	华帝股份	10.47	10.46	4.84	13.41	10.07	12.17	11.63	10.26	9.27
002677.SZ	浙江美大	10.96	21.85	7.15	18.02	18.31	15.44	14.42	12.18	10.24
	A 股平均						14.78	14.09	12.21	10.72
002508.SZ	老板电器	32.28	7.9	8.5	13.6	12.1	19.3	17.8	15.6	14.0

数据来源: Wind、开源证券研究所 (收盘价日期为 2020/06/15, 除老板电器外, 其他公司均使用 Wind 一致预期预测数据。)

5、风险提示

(1) 房地产市场波动风险

公司主营厨电产品，具有较强的地产后周期性，房地产市场的波动将对公司经营业绩产生一定影响。

(2) 原材料价格波动风险

公司主要原材料为不锈钢、冷轧板、铜、玻璃等，其价格波动将会直接影响公司产品成本，从而影响公司盈利能力。

(3) 市场竞争加剧风险

行业集中度不断提升，综合品牌加大厨电投入及互联网品牌加入，厨电市场竞争加剧将对公司经营业绩产生一定影响。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	7980	9052	10324	12404	14002
现金	2197	4054	4971	6641	7894
应收票据及应收账款	1715	1712	1924	2130	2338
其他应收款	70	111	81	133	103
预付账款	59	50	66	63	79
存货	1347	1339	1497	1651	1803
其他流动资产	2592	1785	1785	1785	1785
非流动资产	1475	1600	1620	1695	1760
长期投资	3	4	6	8	11
固定资产	843	826	883	976	1045
无形资产	194	220	231	245	262
其他非流动资产	436	550	500	467	443
资产总计	9455	10652	11945	14100	15761
流动负债	3232	3557	3590	4294	4312
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1607	1998	1808	2417	2218
其他流动负债	1625	1559	1782	1877	2094
非流动负债	92	121	121	121	121
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	92	121	121	121	121
负债合计	3325	3678	3710	4415	4432
少数股东权益	85	110	119	133	152
股本	949	949	949	949	949
资本公积	402	402	402	402	402
留存收益	4698	5529	6568	7701	9007
归属母公司股东权益	6045	6864	8115	9551	11177
负债和股东权益	9455	10652	11945	14100	15761

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1509	1555	1305	2120	1686
净利润	1484	1614	1734	1972	2214
折旧摊销	102	110	77	89	102
财务费用	-101	-83	-130	-169	-219
投资损失	-88	-127	-54	-68	-84
营运资金变动	14	-66	-323	294	-327
其他经营现金流	98	108	0	0	0
投资活动现金流	-1184	1056	-44	-96	-83
资本支出	181	272	18	73	62
长期投资	-1045	1205	-2	-2	-2
其他投资现金流	-2048	2533	-28	-26	-23
筹资活动现金流	-712	-759	-344	-353	-350
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	-0	0	0	0	0
资本公积增加	2	0	0	0	0
其他筹资现金流	-714	-759	-344	-353	-350
现金净增加额	-386	1852	917	1670	1253

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	7425	7761	8234	9181	10117
营业成本	3451	3549	3746	4159	4563
营业税金及附加	71	67	81	86	94
营业费用	1910	1928	2017	2231	2448
管理费用	272	284	288	327	374
研发费用	293	299	301	342	391
财务费用	-101	-83	-130	-169	-219
资产减值损失	15	-9	0	0	0
其他收益	99	86	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	88	127	54	68	84
资产处置收益	0	-0	0	0	0
营业利润	1702	1872	1984	2272	2550
营业外收入	2	4	21	8	9
营业外支出	2	4	2	2	3
利润总额	1702	1872	2003	2277	2556
所得税	218	257	268	305	343
净利润	1484	1614	1734	1972	2214
少数股东损益	10	24	10	14	19
归母净利润	1474	1590	1725	1959	2195
EBITDA	1738	1860	1945	2192	2441
EPS(元)	1.55	1.68	1.82	2.06	2.31

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	5.8	4.5	6.1	11.5	10.2
营业利润(%)	0.7	10.0	6.0	14.5	12.2
归属于母公司净利润(%)	0.8	7.9	8.5	13.6	12.1
获利能力					
毛利率(%)	53.5	54.3	54.5	54.7	54.9
净利率(%)	19.8	20.5	20.9	21.3	21.7
ROE(%)	24.2	23.1	21.1	20.4	19.5
ROIC(%)	23.3	21.6	19.7	18.8	17.9
偿债能力					
资产负债率(%)	35.2	34.5	31.1	31.3	28.1
净负债比率(%)	-34.5	-56.5	-59.0	-67.4	-68.7
流动比率	2.5	2.5	2.9	2.9	3.2
速动比率	1.2	2.0	2.3	2.4	2.7
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.8	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	4.8	4.5	4.5	4.5	4.5
应付账款周转率	2.3	2.0	2.0	2.0	2.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.55	1.68	1.82	2.06	2.31
每股经营现金流(最新摊薄)	1.59	1.64	1.38	2.23	1.78
每股净资产(最新摊薄)	6.37	7.23	8.55	10.06	11.78
估值比率					
P/E	20.8	19.3	17.8	15.6	14.0
P/B	5.1	4.5	3.8	3.2	2.7
EV/EBITDA	16.5	13.7	12.6	10.4	8.9

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835