

公司深度
老板电器 (002508)
家用电器 | 白色家电
竣工回暖已至，经营拐点可期

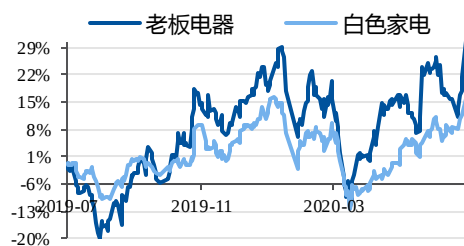
2020年07月07日

评级 谨慎推荐

评级变动 维持

合理区间 34.58-38.22 元
交易数据

当前价格 (元)	35.84
52 周价格区间 (元)	21.67-36.50
总市值 (百万)	34013.02
流通市值 (百万)	33506.84
总股本 (万股)	94902.41
流通股 (万股)	93490.08

涨跌幅比较


%	1M	3M	12M
老板电器	5.47	29.17	28.71
白色家电	6.88	23.55	13.52

彭敏
分析师

 执业证书编号: S0530520050001
pengmin2@cfzq.com

0731-84779517

相关报告

- 《老板电器：老板电器 (002508.SZ) 2019 年年报及 2020 年一季报点评：多渠道助推发展，业绩优于行业》 2020-04-30
- 《老板电器：老板电器 (002508.SZ) 2019 年三季报点评：工程渠道快速增长，盈利能力稳步提升》 2019-10-29
- 《老板电器：老板电器 (002508.SZ) 2019 年中报点评：烟灶小幅下滑，竣工回暖有望带动业绩触底回升》 2019-08-28

预测指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入 (百万元)	7424.89	7760.58	7997.28	8724.23	9696.98
净利润 (百万元)	1473.58	1589.81	1730.10	1922.23	2123.04
每股收益 (元)	1.55	1.68	1.82	2.03	2.24
每股净资产 (元)	6.37	7.23	8.38	9.54	10.90
P/E	23.08	21.39	19.66	17.69	16.02
P/B	5.63	4.95	4.28	3.76	3.29

资料来源：贝格数据，财信证券

投资要点：

- **厨电龙头，经营稳健。**2019 年公司营业收入、归母净利润分别同比增长 4.52%、7.89%，扣非归母净利润同比增长 9.09%，公司作为典型的地产后周期企业，业绩受地产周期波动的影响较大，但公司凭借其龙头优势，经营依旧稳健。
- **行业仍有发展空间，天花板尚未到来。**厨房类电器拥有量相对较低，未来随着居民收入水平的提升以及生活习惯的改变等原因，并考虑到一户一机的属性，厨房类电器的渗透率仍将有提升空间。厨电行业集中度相比白电偏低，龙头仍有提升空间，加之洗碗机、消毒柜等品类不断崛起，行业空间持续扩大。
- **地产竣工回暖，需求有望回升。**房屋新开工与房屋竣工面积同比增速的剪刀差近两年持续增大，新开工增速的传导推动竣工回暖，竣工与新开工增速的剪刀差已逐渐缩小，竣工回暖的趋势基本被验证。疫情过后，房地产销售及竣工数据回归常态的趋势有望带来需求的复苏，在房地产好转预期下，预计厨电行业需求有望最先得改善。
- **工程渠道占比提升，助力公司持续发展。**我国精装修市场快速发展，公司为顺应市场发展迅速调整渠道策略，积极布局地产渠道，经过积累，工程渠道占比从 2010 年的 4.00% 快速提升至 2019 年的 19.00%。公司工程渠道市占率保持领先地位，公司作为行业龙头，定位高端，是地产商性价比比较高的选择，工程渠道的领先地位稳固，其他中小品牌很难抢夺份额，未来市占率有进一步提升的空间
- **投资建议：**我们认为未来公司增长的短期逻辑在于房地产竣工带来的需求复苏，长期逻辑在于精装修比例不断提升带动工程业务的发展，叠加行业集中度的提升及厨电产品渗透率增长带来的发展机遇。综上，预计公司 2020-2021 年实现净利润分别为 17.30 亿元、19.22 亿元，对应 EPS 分别为 1.82 元、2.03 元，对应 PE 分别为 19.66 倍、17.69 倍。给予公司 2020 年 19-21 倍 PE，对应合理区间为 34.58~38.22 元，维持公司“谨慎推荐”评级。
- **风险提示：**原材料价格上涨；房地产竣工不及预期；行业竞争加剧。

内容目录

1 龙头成长稳健，发展领先行业	4
1.1 受地产周期影响大，但自身成长性强	4
1.2 产品定位高端，布局厨房全品类	4
1.3 毛利率稳定，位于行业领先水平	5
2 行业仍有发展空间，天花板尚未到来	6
2.1 保有量：厨电保有量相对较低，渗透率有望提升	6
2.2 集中度：行业集中度不如白电，龙头仍有提升空间	7
2.3 品类：洗碗机等品类不断崛起，行业空间持续扩大	8
2.4 渠道：渠道多元化，工程渠道成为发展新动力	9
3 地产竣工回暖，工程渠道助力发展	12
3.1 地产竣工回暖明显，行业需求有望复苏	12
3.2 工程渠道市占率第一，未来持续贡献增量	14
3.3 工程渠道占比提升，不改公司高盈利能力	17
4 盈利预测	18
5 投资建议	18
6 风险提示	18

图表目录

图 1：营收及同比增速	4
图 2：归母净利润及同比增速	4
图 3：老板电器与地产周期相关性大	4
图 4：公司产品品类丰富	5
图 5：老板电器始终坚持高端定位	5
图 6：毛利率及净利率多年保持稳定	6
图 7：老板电器毛利率位于行业领先水平	6
图 8：城镇居民大家电拥有量（台/百户）	7
图 9：农村居民大家电拥有量（台/百户）	7
图 10：各城市居民每百户油烟机保有量（台）	7
图 11：厨电品类越来越丰富	9
图 12：各国洗碗机保有量对比（台/百户）	9
图 13：我国洗碗机销量及增速	9
图 14：家电行业不同渠道占比	10
图 15：我国精装修渗透率	11
图 16：各国精装修渗透率	11
图 17：精装修厨电项目个数及同比增速	12
图 18：精装修厨电项目套数及同比增速	12
图 19：2016-2018 年精装修厨电产品配置率	12
图 20：全国商品房住宅销售面积及同比增速	13
图 21：全国新房开工面积及同比增速	13
图 22：全国新房竣工面积及同比增速	13
图 23：房屋新开工与竣工面积同比增速	14

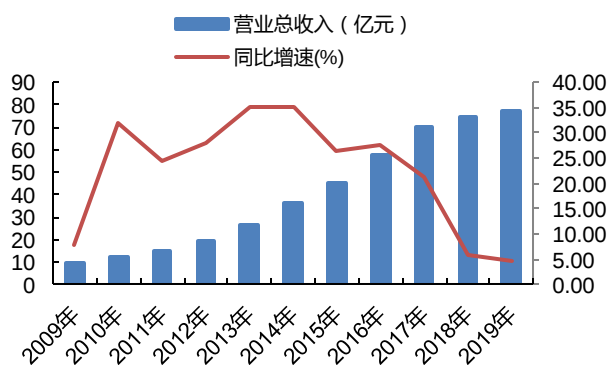
图 24: 老板电器各渠道占比	14
图 25: 2016-2018 年工程渠道市占率情况.....	15
图 26: 2018 年厨电品牌工程渠道市占率.....	15
图 27: 2018 年精装房售价分布情况.....	15
图 28: 不同楼盘厨电品牌市占率情况	16
图 29: 房地产行业市场集中度.....	17
图 30: 工程渠道可节省费用拆解	17
表 1: 2020 年 5 月油烟机及燃气灶市场份额.....	8
表 2: 2020 年 5 月消毒柜及洗碗机市场份额.....	8
表 3: 精装修相关政策	10
表 4: 工程渠道收入占比变化下的毛利率与净利率测算.....	18
表 5: 分渠道营业收入预测	18

1 龙头成长稳健，发展领先行业

1.1 受地产周期影响大，但自身成长性强

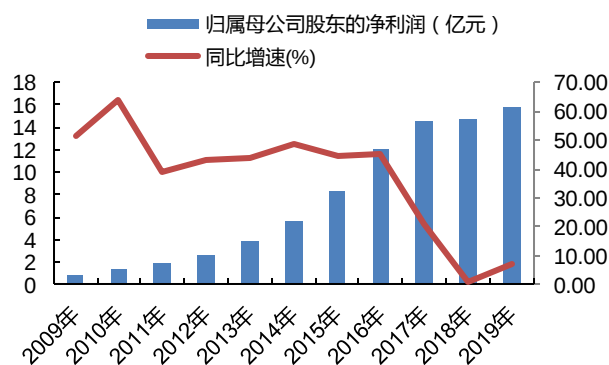
近 10 年，老板电器的发展可以分为两个阶段，第一个阶段是 2010-2016 年，公司充分享受了地产红利，成长强劲，营收和净利润均保持较高增长；而 2017-2018 年，公司营业收入增速放缓，净利润增速也回落；到 2019 年，公司营业收入、归母净利润分别同比增长 4.52%、7.89%，扣非归母净利润同比增长 9.09%，业绩探底。

图 1：营收及同比增速



资料来源：公司公告，财信证券

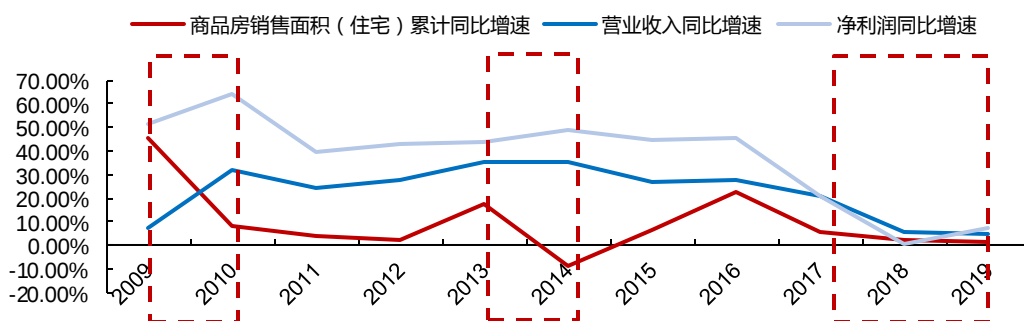
图 2：归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告，财信证券

厨电行业作为典型的地产后周期行业，业绩受地产周期波动的影响较大。公司作为行业龙头，历年业绩也与地产表现出较强的相关性，如 2012 年至 2013 年，商品房市场住宅销售面积同比大增，老板电器业绩随之增长，2016 年以来，商品房市场住宅销售面积同比下降，公司业绩也随之回落。但公司仍然具备较强的穿越地产周期的成长潜力，如 2009 年至 2010 年及 2013 年至 2014 年期间，房地产市场大幅回落，但公司凭借其龙头优势，业绩依旧强势增长。

图 3：老板电器与地产周期相关性大

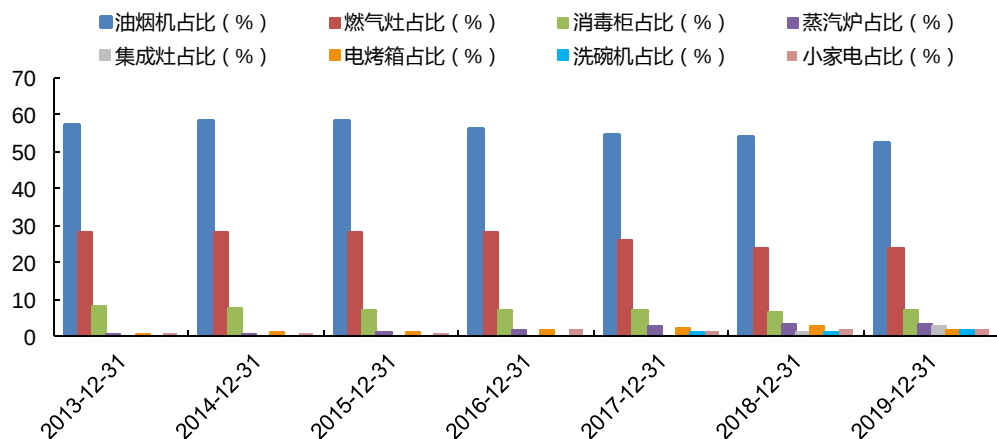


资料来源：国家统计局，公司公告，财信证券

1.2 产品定位高端，布局厨房全品类

公司深耕厨房领域，精心专注于厨房电器产品，主要产品包括吸油烟机、燃气灶、消毒柜、蒸箱、烤箱、蒸烤一体机、洗碗机、净水器、热水器、微波炉、集成灶等家用厨房电器。截至 2019 年，油烟机、燃气灶、消毒柜占比分别为 53.41%、24.10%、6.98%。根据中怡康数据，公司吸油烟机、燃气灶、微波炉等产品市占率均常年位于市场领先地位。

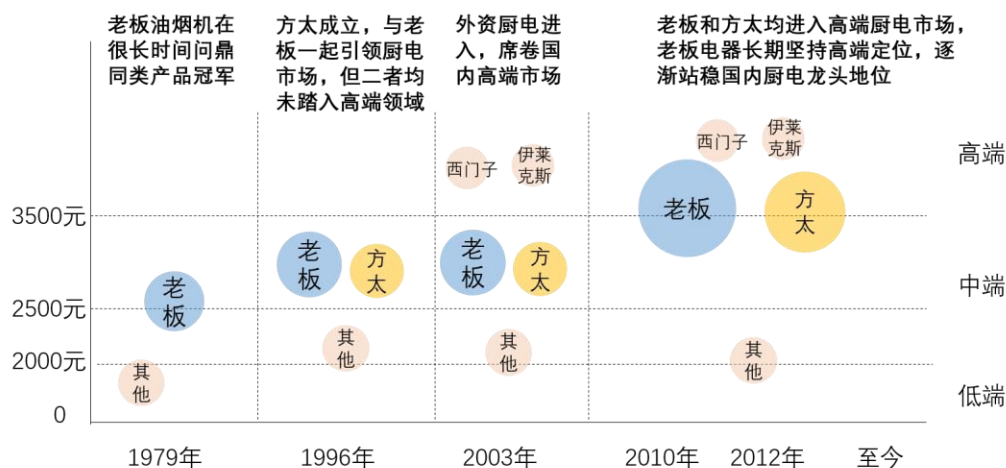
图 4：公司产品品类丰富



资料来源：公司公告，财信证券

公司自成立以来，一直为国内厨电行业的领军企业。公司前身为 1979 年成立的红星五金厂，于 1987 年与航空航天部研发了我国第一代油烟机，老板油烟机多年来问鼎同类产品冠军。2003 年以西门子及伊莱克斯为代表的外资品牌进入国内市场，快速占领国内 3500 元以上的高端市场，并快速挤压了以老板电器为代表的中低端市场。老板电器在面临外资的压迫下，不断进行研发及产品升级，对品牌定位、品牌形象、广告诉求等进行重塑，成功的塑造了老板电器高端品牌形象，并击败外资品牌稳居市场前列。

图 5：老板电器始终坚持高端定位



资料来源：公司公告，财信证券

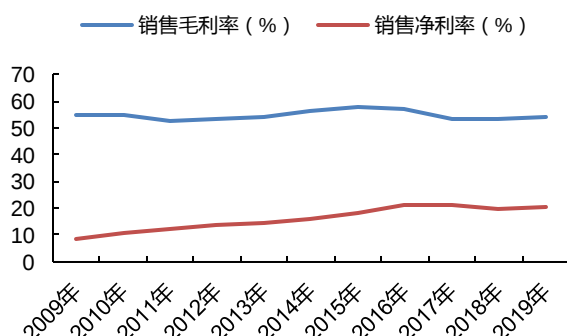
1.3 毛利率稳定，位于行业领先水平

老板电器毛利率一直保持相对较高的水平，2019 年毛利率为 54.27%，同比提升 0.75

个百分点，公司毛利率同比有所提升，主要是原材料价格和增值税下降所致。

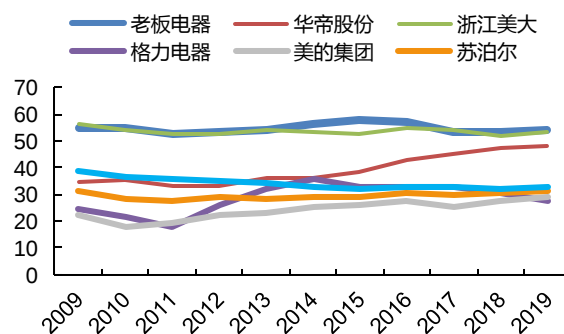
厨电板块毛利率水平高于白电、黑电、小家电等其他家电板块，老板电器毛利率一直处于行业领先地位，高于浙江美大、华帝股份、格力电器、美的集团等企业。未来随着公司工程渠道占比不断提升，预计公司毛利率将受到一定影响。

图 6：毛利率及净利率多年保持稳定



资料来源：公司公告，财信证券

图 7：老板电器毛利率位于行业领先水平



资料来源：公司公告，财信证券

2 行业仍有发展空间，天花板尚未到来

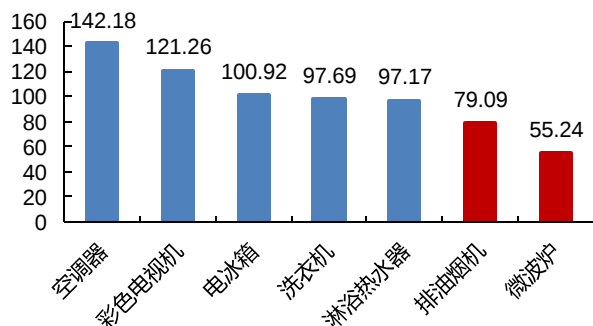
2.1 保有量：厨电保有量相对较低，渗透率有望提升

根据国家统计局数据，我国城镇居民对大家电的保有量明显高于农村地区，其中城镇居民空调、彩色电视机、电冰箱、洗衣机、淋浴热水器、排油烟机及微波炉的拥有量分别为 142.18 台/百户、121.26 台/百户、100.92 台/百户、97.69 台/百户、97.17 台/百户、79.09 台/百户、55.24 台/百户，城镇居民在厨房类家电的保有量方面明显低于白电和黑电。

农村居民彩色电视机、电冰箱、洗衣机、空调机、抽油烟机的拥有量分别为 116.58 台/百户、95.87 台/百户、88.55 台/百户、65.25 台/百户、26.00 台/百户，每百户农村居民对彩色电视机拥有量对高，对抽油烟机拥有量最低。

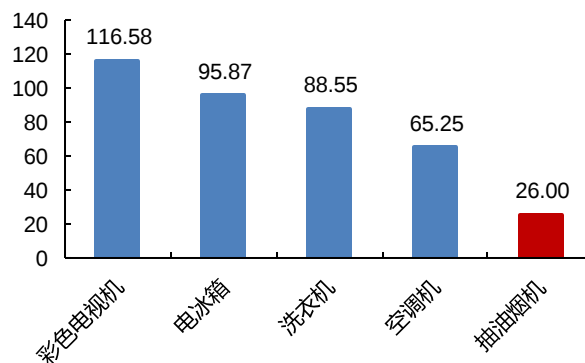
从每百户城镇及农村居民对大家电的拥有量情况来看，不论是城镇居民还是农村居民，对厨房类电器拥有量相对较低，未来随着居民收入水平的提升以及生活习惯的改变等原因，并考虑到一户一机的属性，厨房类电器的渗透率仍将有提升空间。

图 8：城镇居民大家电拥有量（台/百户）



资料来源：国家统计局，wind，财信证券

图 9：农村居民大家电拥有量（台/百户）



资料来源：国家统计局，wind，财信证券

图 10：各城市居民每百户油烟机保有量（台）



资料来源：国家统计局，wind，财信证券

2.2 集中度：行业集中度不如白电，龙头仍有提升空间

在传统品类油烟机及燃气灶市场老板电器市占率第一，根据奥维云网数据，截至 2020 年 5 月老板电器油烟机线上、线下市占率分别为 21.52%、28.90%，分别领先市占率第二的方太 5.09、3.38 个百分点。老板电器燃气灶线上、线下市占率分别为 17.13%、27.41%，市占率第一，位居第二的方太线上、线下市占率分别为 13.42%、25.38%。在传统品类油烟机及燃气灶市场，老板及方太稳居市场前两位，并且大幅领先其他品牌，品牌优势明显。与空调龙头 30%以上的市占率相比，厨电市场集中度仍具有提升空间，未来老板电器作为行业龙头，市占率有望进一步提升。

表 1：2020 年 5 月油烟机及燃气灶市场份额

	油烟机		燃气灶	
	线上市占率	线下市占率	线上市占率	线下市占率
老板	21.52%	28.90%	17.13%	27.41%
方太	16.43%	25.52%	13.42%	25.38%
华帝	9.89%	8.97%	11.52%	10.30%
美的	15.00%	8.95%	13.00%	7.22%
西门子	1.11%	4.34%	1.04%	4.15%
海尔	6.00%	3.24%	2.59%	3.67%
万和	1.84%	3.13%	2.28%	3.26%
万家乐	2.34%	2.79%	3.01%	3.29%

资料来源：奥维云网，财信证券

与在传统品类占据龙头地位不同，老板电器在消毒柜及洗碗机等新兴品类中的市占率不及美的、方太及西门子等品牌。

根据奥维云网数据，截至 2020 年 5 月，消毒柜市场市占率最高的为方太，线上、线下市占率分别为 4.41%、28.54%，美的消毒柜线上、线下市占率分别为 17.41%、7.65%，老板电器线上、线下市占率分别为 5.62%、23.16%，线上市占率排名第三位，线下市占率排名第二位。

洗碗机是国外舶来品，在国内的发展及普及仍处于起步阶段，以西门子为主的外资品牌占据了主要的市场，西门子线上、线下市占率分别达到 28.22%、56.01%，处于领先地位，美的线上、线下市占率分别为 31.32%、10.04%，位于第二位，而老板电器位于第三位，线上、线下市占率分别为 1.84%、10.62%，从数据可以看到，老板电器与外资品牌西门子的市占率存在较大的差距。

未来，随着公司不断发力新兴品类，老板电器有望在消毒柜及洗碗机市场复制传统烟灶的走势，成为行业龙头。

表 2：2020 年 5 月消毒柜及洗碗机市场份额

	消毒柜		洗碗机	
	线上市占率	线下市占率	线上市占率	线下市占率
老板	5.62%	23.16%	1.84%	10.62%
方太	4.41%	28.54%	8.64%	17.03%
西门子	1.30%	3.97%	28.22%	56.01%
美的	17.41%	7.65%	31.32%	10.04%
海尔	6.34%	3.55%	7.52%	0.72%
华帝	4.35%	6.51%	1.85%	1.73%

资料来源：奥维云网，财信证券

2.3 品类：洗碗机等品类不断崛起，行业空间持续扩大

除传统的油烟机和燃气灶以外，越来越多的品类不断的进入厨房类家电范畴，洗碗机、消毒柜、蒸箱等新兴品类不断崛起。

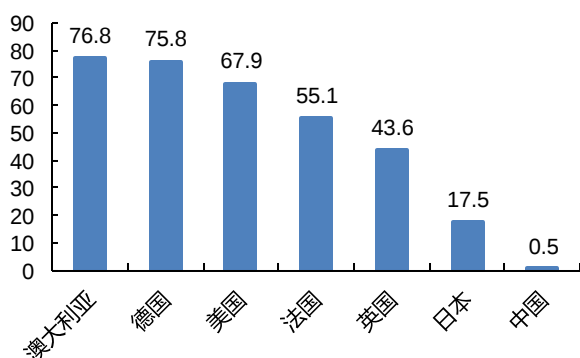
图 11：厨电品类越来越丰富



资料来源：老板电器淘宝官方旗舰店，财信证券

以洗碗机为例，经过不断的发展，洗碗机在欧美普及率很高，澳大利亚普及率达到 76.8%，德国普及率达到 75.8%，美国普及率达到 67.9%，而在我国，由于洗碗机的市场接受度一直较低，普及率不到 1%。但近几年洗碗机在我国销量增速很快，随着技术进步，以及人们消费观念的改变，洗碗机在我国拥有较大的发展空间。

图 12：各国洗碗机保有量对比（台/百户）



资料来源：欧睿，财信证券

图 13：我国洗碗机销量及增速



资料来源：欧睿，财信证券

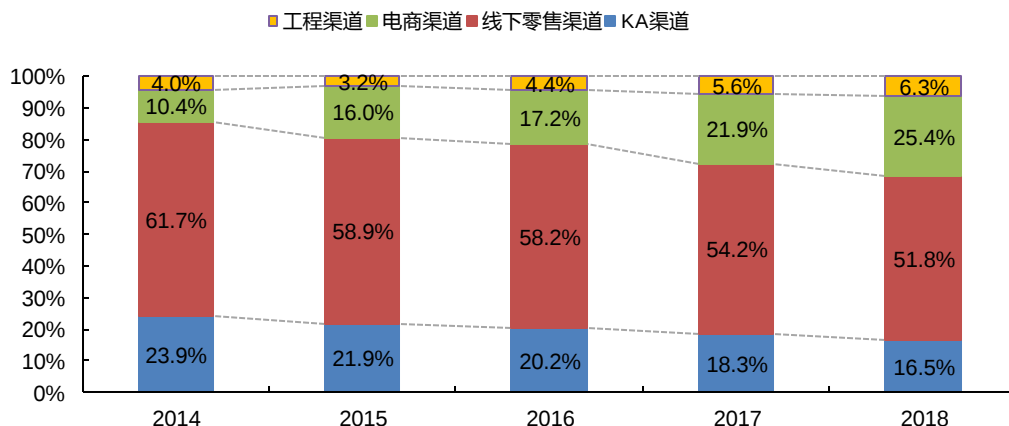
现阶段我国厨电行业产品品类少，户均拥有量低，对比发达国家，我国厨电产品仍处于起步阶段。近几年，在宏观经济增速换挡及房地产市场萎靡等综合因素的影响下，厨电市场增长动力不足，但伴随着家电消费升级及品类的扩张，厨电市场仍然保持着良好的增长态势，未来仍然有较大的发展空间。

2.4 渠道：渠道多元化，工程渠道成为发展新动力

家电行业的主要渠道分为线下零售渠道、电商渠道、工程渠道及 KA 渠道，根据奥维云网数据，其中专卖店渠道主要包括品牌地标店、建材家居市场店等，KA 渠道主要包括大型连锁超市店等。2014 年至 2018 年，我国家用电器行业渠道在不断的变化，其

中，专卖店渠道为传统主要渠道，占比从 2014 年的 61.7% 逐渐下降至 2018 年的 51.8%，KA 渠道占比从 2014 年的 23.9% 下降至 2018 年的 16.5%，电商渠道占比从 2014 年的 10.4% 提升至 2018 年的 25.4%，工程渠道占比从 2014 年的 4.0% 提升至 2018 年的 6.3%，电商及工程渠道占比不断提升，专卖店渠道及 KA 渠道占比不断下降。

图 14：家电行业不同渠道占比



资料来源：奥维云网，财信证券

从全球范围来看，最早推行精装修的是瑞典，随后，欧美日韩等国纷纷加入这种模式，目前欧美国家已经形成了十分成熟完善的精装修理念及体系，当前，美国和日本等国的精装修渗透率已超过 80%。

1999 年，国务院办公厅下发《关于推进住宅产业现代化提高住宅质量若干意见》，提出要加强住宅装修的管理，积极推广一次性装修或菜单式装修模式。2017 年，住建部发布《建筑业“十三五”规划》，明确规定到 2020 年，城镇绿色建筑占新建建筑比重达到 50%，新开工全装修成品住宅面积达到 30%。

表 3：精装修相关政策

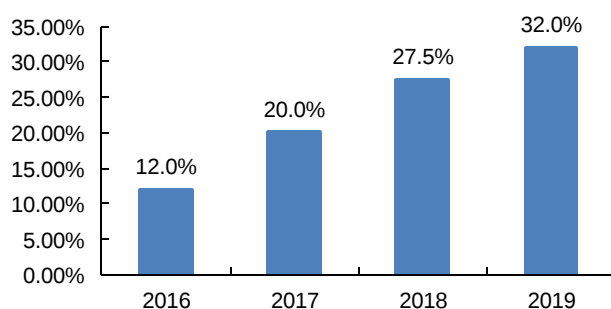
时间	部门	政策	政策意义
1999	国务院办公厅	《关于推进住宅产业现代化提高住宅质量若干意见》	加强对住宅装修的管理，积极推广一次性装修或菜单式装修模式
2002	住建部	《商品住宅装修一次到位实施细则》	加强住宅装修的管理，推行一次装修模式，规范住宅装修市场行为，提高住宅装修集约化水平，加快推进住宅产业化进程，引导住宅建设健康发展
2008	住建部	《关于进一步加强住宅装饰装修管理的通知》	各地要制定出台相关扶持政策，逐步达到取消毛坯房、直接向消费者提供全装修成品房的目标
2010	住建部	《建筑业“十二五规划”》	鼓励全国各地推行精装房
2013	国务院	《关于转发发展改革委、住房城乡建设部绿色建筑行动方案的通知》	国务院层面的行动指引，鼓励新建住宅一次装修到位或菜单式装修

2016	住房和城乡建设部	《住宅室内装饰装修工程质量验收规范》	完善工程质量验收标准,让全装修有“标”可循
2016	住建部	《关于推进住宅全装修工作的意见》	明确全装修范围、工作目标,具体工作内容
2017	住建部	《建筑业发展十三五规划》	到 2020 年,城镇绿色建筑占新建建筑比重达到 50%,新开工全装修成品住宅面积达到 30%
2017	住建部	《装配式建筑评价标准》	要求装配式建筑必须采用全装修
2019	住建部	《住宅项目规范(征求意见稿)》	城镇新建住宅建筑应全装修交付,户内和公共部位所有功能空间的固定面和管线应全部铺装或粉刷完成

资料来源:政府网站,财信证券

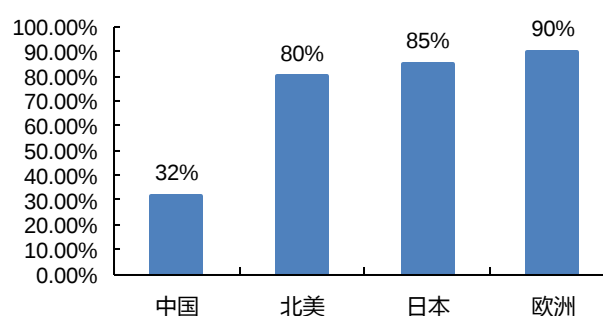
随着精装修政策的持续推动,全国各地精装修政策频出,2018 年精装修市场增长迅猛,全国精装修商品住宅开盘规模 253 万套,规模同比增长 59.9%,市场渗透率达 27.5%。而 2019 年精装修渗透率达到 32%,但是与欧美国家 80%-100%的渗透率相比的话,国内精装修渗透率仍有很大的提升空间。

图 15: 我国精装修渗透率



资料来源:奥维云网,财信证券

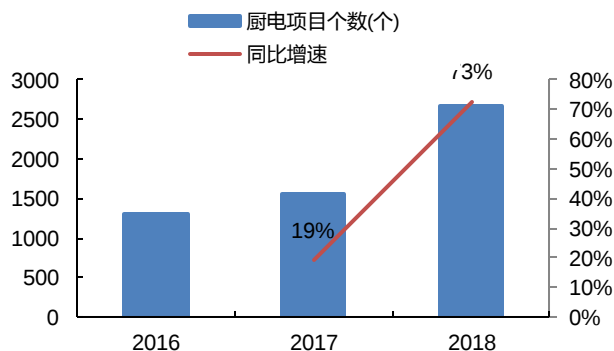
图 16: 各国精装修渗透率



资料来源:奥维云网,财信证券

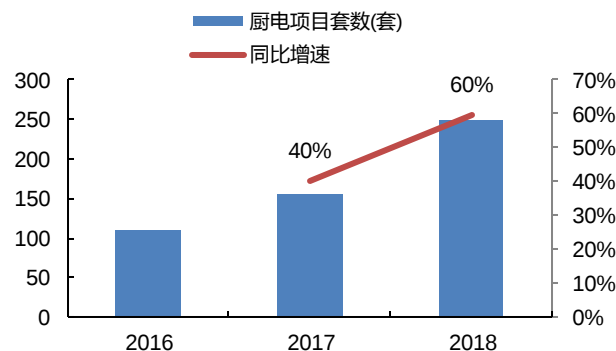
根据国家制定的《商品住宅装修一次到位实施导则》要求,精装修住宅在交房屋钥匙前,所有功能空间的固定面全部铺装或粉刷完成,厨房和卫生间的基本设备需全部安装完成。据奥维云网监测数据,2018 年精装修市场配套厨电产品的项目个数为 2679 个,同比增长 73%,工程项目数 248.6 万套,同比增长 60%。受精装修市场提升影响,精装修厨电项目高速增长。

图 17：精装修厨电项目个数及同比增速



资料来源：奥维云网，财信证券

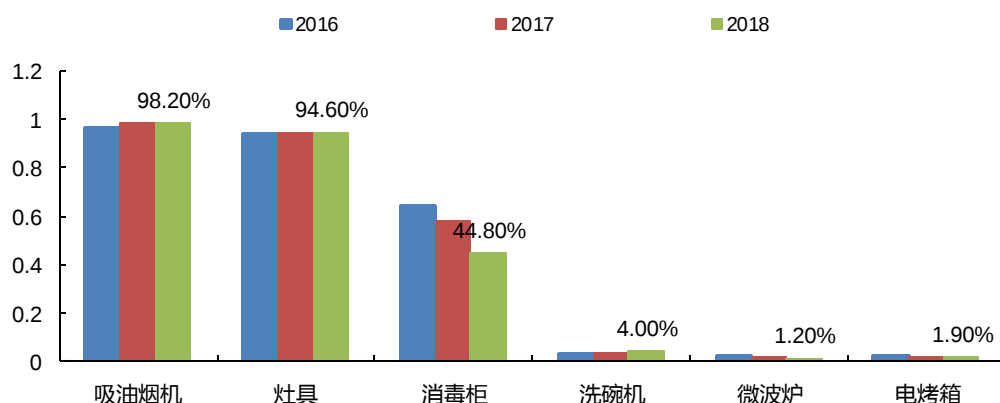
图 18：精装修厨电项目套数及同比增速



资料来源：奥维云网，财信证券

厨电产品具备较强的前装修属性，也是我国精装修房中的主要配套品类之一，根据奥维云网数据，现阶段传统的烟灶两件套在精装房中的配套率已经达到 90%以上，抽油烟机、灶具在精装修的配套率分别为 98.20%、94.60%，消毒柜、洗碗机、微波炉及电烤箱的配套率分别为 44.80%，4.00%、1.20%及 1.90%，消毒柜为配套率第三的品类，其他嵌入式产品配套率较低，未来具有一定的提升空间。精装修市场的崛起以及厨电高配置率，为厨电行业带来新的增长动力。

图 19：2016-2018 年精装修厨电产品配置率



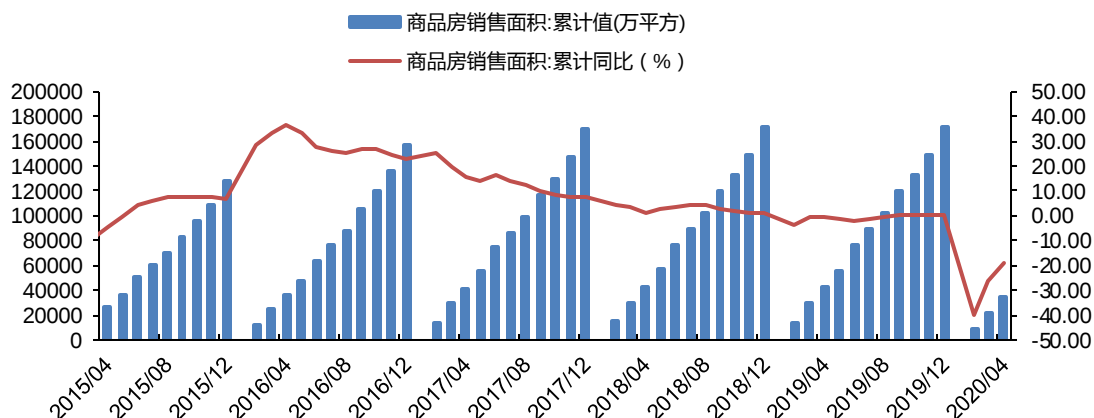
资料来源：奥维云网，财信证券

3 地产竣工回暖，工程渠道助力发展

3.1 地产竣工回暖明显，行业需求有望复苏

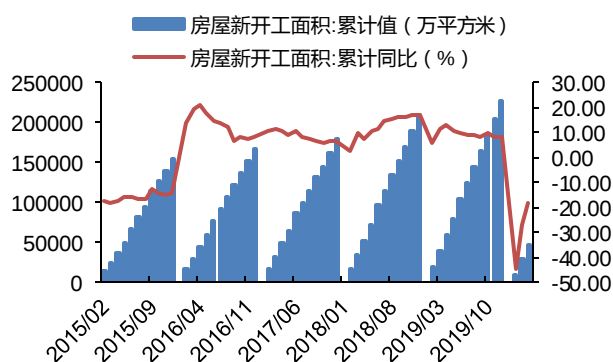
国家统计局数据显示 2020 年 1-5 月全国商品房销售面积 48702.97 万平方米，同比下滑 12.30%，下滑幅度持续收窄。2020 年 1-5 月，房屋竣工面积 23687.12 万平方米，同比下降 11.30%，降幅有所收窄。房地产市场 1-5 月新开工同比有所下滑，1-4 月累计新开工同比下滑 12.80%。

图 20：全国商品房住宅销售面积及同比增速



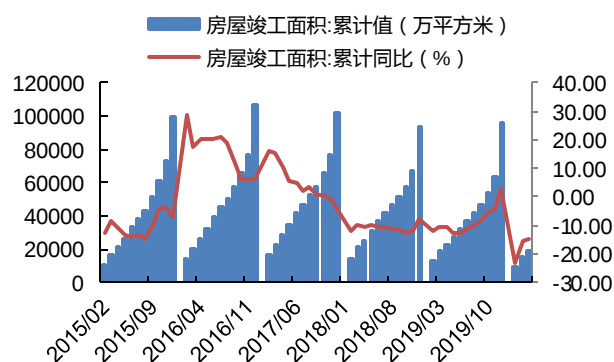
资料来源：国家统计局，财信证券

图 21：全国新房开工面积及同比增速



资料来源：国家统计局，财信证券

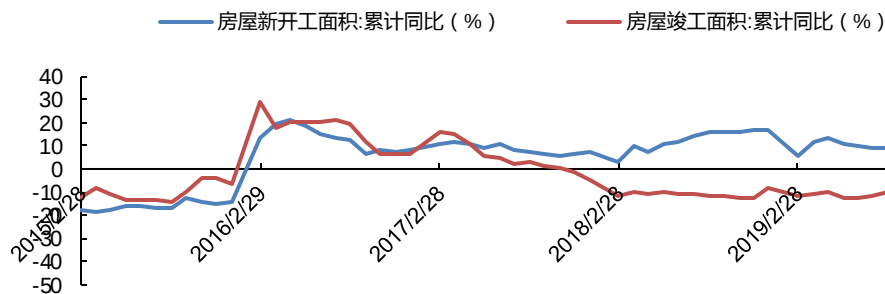
图 22：全国新房竣工面积及同比增速



资料来源：国家统计局，财信证券

根据国家统计局数据显示，从竣工规模来看，2018 年及 2019 年房屋竣工面积仅 18.9 亿平方米，远低于 2016-2017 年商品房销售面积 24.7 亿平方米。从竣工增速来看，2018 年及 2019 年房屋竣工面积同比增速分别为 -7.80%、2.60%，远低于 2016 年及 2017 年商品房销售增速（21.9%、9.6%）。竣工与销售拟合度大幅减弱，加之房屋新开工与房屋竣工面积同比增速的剪刀差近两年持续增大，新开工增速的传导推动竣工回暖，竣工与新开工增速的剪刀差已逐渐缩小，竣工回暖的趋势基本被验证。疫情过后，房地产销售及竣工数据回归常态的趋势有望带来需求的复苏，在房地产好转预期下，预计厨电行业需求有望最先得到改善。

图 23： 房屋新开工与竣工面积同比增速



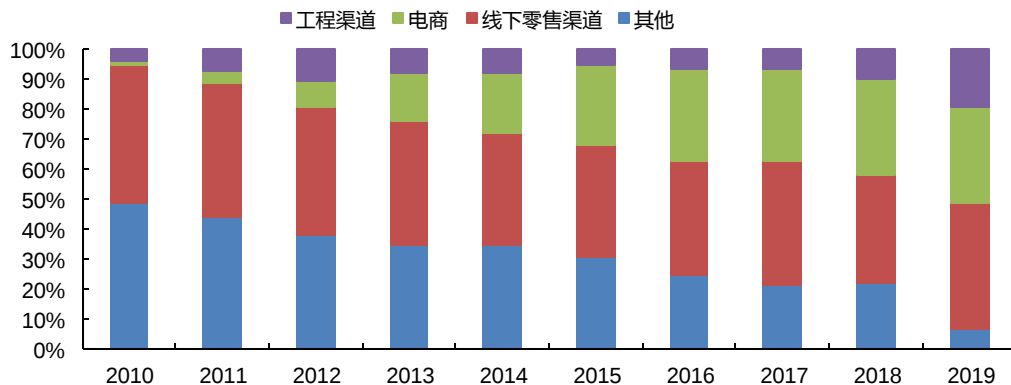
资料来源：国家统计局，财信证券

3.2 工程渠道市占率第一，未来持续贡献增量

公司围绕客户需求进行创新，多渠道齐头并进，线上线下协同发展。公司准确的抓住了电商爆发带来的机遇，早在 2009 年时，老板电器开始布局电商渠道，电商渠道占比从 2010 年的 1.5% 提升至 2019 年的 32%，公司充分享受了电商增长带来的红利。

我国房地产市场在 2013 年前后迎来高速增长，特别是在棚改等政策刺激下，三四级房地产市场逐步崛起。与此同时，我国精装修市场快速发展，公司为顺应市场发展迅速调整渠道策略，积极布局地产渠道，经过积累，工程渠道占比从 2010 年的 4.00% 快速提升至 2019 年的 19.00%。

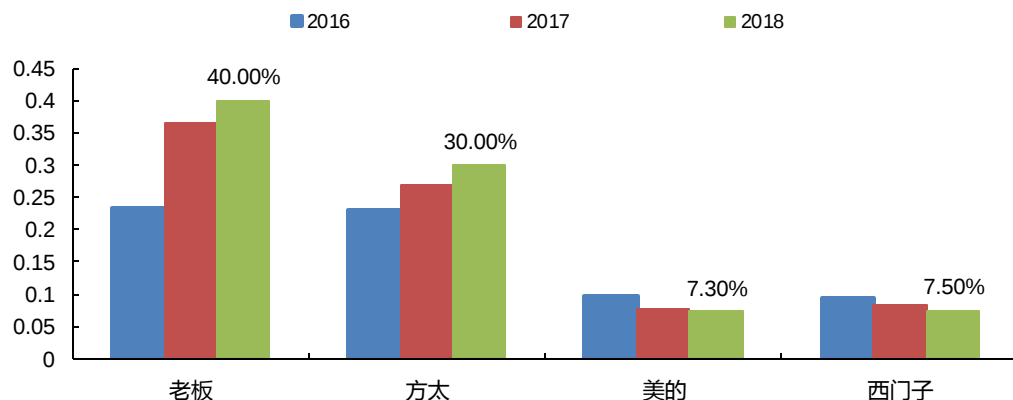
图 24： 老板电器各渠道占比



资料来源：奥维云网，财信证券

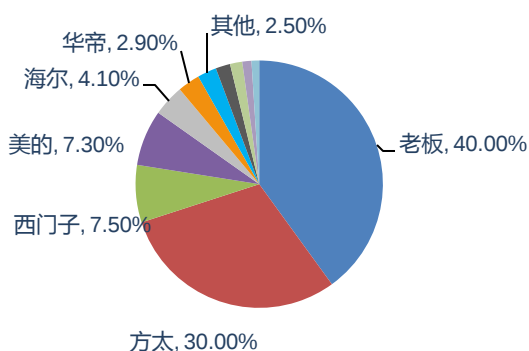
工程渠道中，龙头品牌优势突出，CR4 集中度超过 80%，一线品牌占据绝对龙头地位。老板电器工程渠道市占率保持领先地位，2016 年至 2018 年老板电器市占率从 23.30% 快速提升至 40.00%，方太工程渠道市占率从 22.90% 提升至 30.00%，老板与方太作为传统厨电高端品牌，较早布局工程渠道，并且具有品牌优势，二者占据了工程渠道 70% 以上的份额，未来，随着精装修渗透率不断提升，龙头市占率有望进一步提升。

图 25：2016-2018 年工程渠道市占率情况



资料来源：奥维云网，财信证券

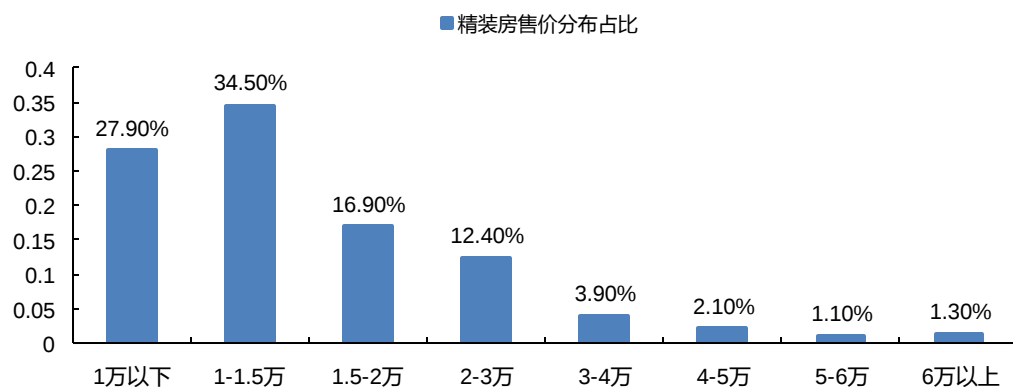
图 26：2018 年厨电品牌工程渠道市占率



资料来源：奥维云网，财信证券

从精装房售价来看，2018 年占比最高的售价区间为 1 万元至 1.5 万元之间，占比为 34.50%，其次是售价 1 万元以下的精装房，占比达 27.90%，售价在 2 万元以内的精装房共计占比 79.30%，售价 2 万元以上的精装房占比仅 20.80%，中低端楼盘仍然是主导。

图 27：2018 年精装房售价分布情况



资料来源：奥维云网，财信证券

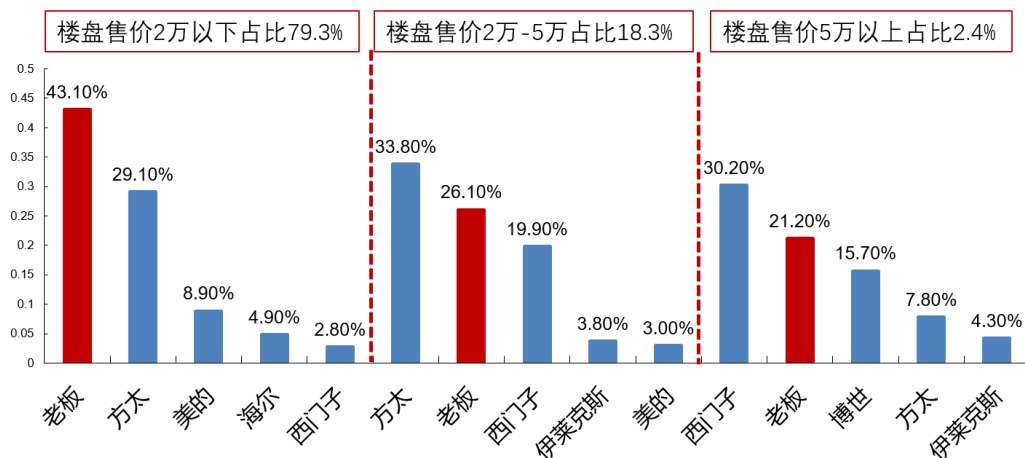
在国家政策积极推动精装修发展的趋势下，以及国家“房住不炒”的政策要求下，地产商一方面注重品牌的选择，以提高楼盘整体档次，另一方面也不断压缩成本以寻求利润。因此在对厨电品牌的选择上，注重公司的资质、产品质量、服务能力、响应速度、供货价格、公司实力、账期能力等维度，综合这些维度考虑，地产商更倾向于选择具有品牌优势、产品规模优势的厨电龙头企业。

不同价位阶段的精装修房对厨电品牌的选择有所不同。在精装修房售价5万元/平米以上的楼盘中，外资品牌西门子市场份额为30.20%，位居第一位，国内高端品牌代表老板、方太分别位居第二、第四位，市场份额分别为21.20%、7.80%，位列第三位的是外资品牌博世，市场份额为15.70%。在价位高端的楼盘中，地产商倾向于选择如西门子等高端外资品牌来彰显楼盘的档次，国内厨电企业份额较少。

在精装修房售价2万元/平米至5万元/平米的楼盘中，国内厨电龙头方太、老板市场份额分别位居第一、二位，市占率分别为33.80%、26.10%，其次是西门子及伊莱克斯，市场份额分别为19.90%、3.80%。

我国精装修房主要的售价区间集中在2万元/平米以下，占比79.30%。在售价2万元/平米以下的楼盘中，老板电器市占率达43.10%，处于绝对领先地位，高出第二位方太14个百分点。

图 28：不同楼盘厨电品牌市占率情况

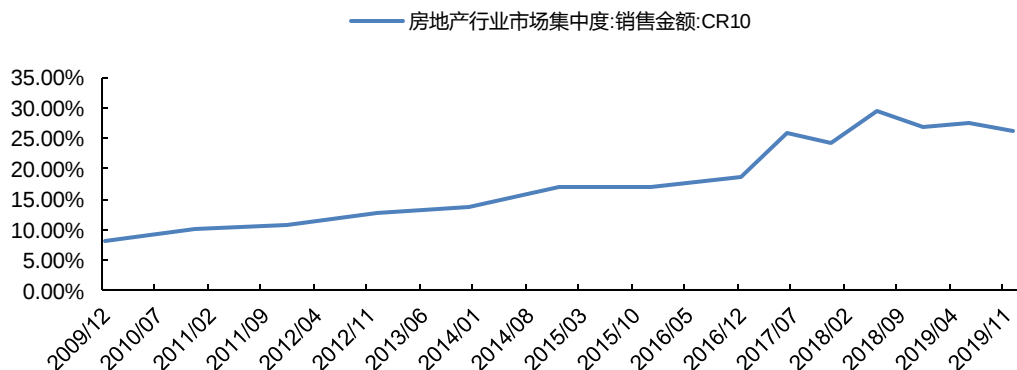


资料来源：奥维云网，财信证券

近十年来，我国房地产行业集中度日益提升，根据wind数据，2016年开始我国前十的房企销售金额集中度提升速度明显加快，截至2019年底，前十房企市占率已经达到了26.28%，并且强者恒强的局势仍然延续。公司作为行业龙头定位高端，凭借优质品牌及服务，不断加深与恒大、碧桂园、万科、融创等前十地产商的合作，是地产商性价比比较高的选择。

综合来看，经过提前布局以及多年的积累，公司在工程渠道市占率处于领先地位，其他中小品牌很难抢夺份额，随着房地产市场集中度的提升，公司未来市占率有进一步提升的空间。

图 29：房地产行业市场集中度

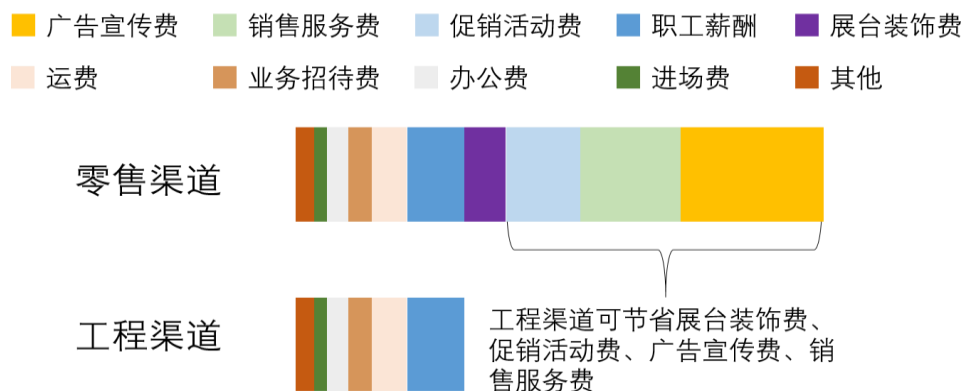


资料来源: wind, 财信证券

3.3 工程渠道占比提升，不改公司高盈利能力

市场一直担忧工程渠道占比的提升会降低公司长期盈利能力，因此我们进行了拆分测算。公司 2019 年整体毛利率为 53.27%，预计工程渠道毛利率为 40%，工程渠道毛利率水平相对较低，但由于工程渠道业务的特殊性，公司无需投入更多的销售费用，拆分公司销售费用明细，工程渠道可以节省的费用有：销售服务费、展台装饰费、促销活动费、广告宣传费，2019 年四种费用占营收比例约为 10.01%，假设工程渠道中以上四项费用为 0，则工程渠道费用率节约 10.01 个百分点。

图 30：工程渠道可节省费用拆解



资料来源: 公司公告, 财信证券

公司 2019 年整体毛利率为 53.27%，预计工程渠道收入占比为 19%，毛利率为 40%，我们以 2019 年的毛利率水平为计算基准，假设工程渠道毛利率维持 40% 不变，分别计算了工程渠道不同收入占比情况下公司整体毛利率变化情况，当公司工程渠道收入占比达 30% 的时候，公司整体毛利率相对于 2019 年下降 1.94 个百分点。

假设工程渠道中销售服务费、展台装饰费、促销活动费、广告宣传费四种费用全部

为 0，则工程渠道费用率则节约 10.01 个百分点，当工程渠道收入占比为 30%时，则整体净利率相对 2019 年下降 0.63 个百分点。

表 4：工程渠道收入占比变化下的毛利率与净利率测算

假设：工程渠道毛利率	工程渠道收入占比	公司整体毛利率变化	整体净利率变化
40%	19%	-	-
40%	20%	-0.17%	-0.06%
40%	25%	-1.05%	-0.34%
40%	30%	-1.94%	-0.63%

资料来源：财信证券整理测算

4 盈利预测

综合公司历史发展情况以及当前经济形势，我们认为未来几年影响老板电器业绩的主要因素仍然是工程渠道与零售端的销售情况。

分渠道来看，工程渠道在国家大力发展精装修的政策推动下，未来持续为公司带来业绩增量，预计工程渠道 2020/2021 年同比增速分别为 37.39%/30%，而零售端在地产竣工不断回暖的趋势下，业绩逐渐复苏，下滑幅度逐渐收窄，预计 2020/2021 年同比增速分别为-5.00%/+2.00%，综合来看，公司 2020/2021 年营业收入同比增速分别为 3.05%/9.09%。

表 5：分渠道营业收入预测

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（亿元）	77.61	79.98	87.25	96.98
同比增速	4.52%	3.05%	9.09%	11.15%
工程渠道收入（亿元）	14.75	20.26	26.34	34.24
同比增速	98.60%	37.39%	30%	30%
零售端收入（亿元）	62.86	59.72	60.92	62.74
同比增速	-5.93%	-5.00%	2.00%	3.00%

资料来源：公司公告，财信证券

从毛利率来看，通过上文的分析，我们认为公司在工程渠道位于龙头地位，拥有一定的话语权，未来工程渠道毛利率较为稳定，公司整体毛利率水平不会出现大幅下滑。

5 投资建议

我们认为未来公司增长的短期逻辑在于房地产竣工带来的需求复苏，长期逻辑在于精装修比例不断提升带动工程业务的发展，叠加行业集中度的提升及厨电产品渗透率增长带来的发展机遇。综上，预计公司 2020-2021 年实现净利润分别为 17.30 亿元、19.22 亿元，对应 EPS 分别为 1.82 元、2.03 元，对应 PE 分别为 19.66 倍、17.69 倍。给予公司 2020 年 19-21 倍 PE，对应合理区间为 34.58~38.22 元，维持公司“谨慎推荐”评级。

6 风险提示

原材料价格上涨；房地产竣工不及预期；行业竞争加剧。

财务预测摘要

利润表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	7424.89	7760.58	7997.28	8724.23	9696.98	成长性					
减:营业成本	3,450.77	3,548.78	3,741.13	4,096.90	4,622.55	营业收入增长率	5.8%	4.5%	3.1%	9.1%	11.2%
营业税费	70.57	66.62	73.54	79.34	86.87	营业利润增长率	0.7%	10.0%	7.5%	11.3%	10.8%
销售费用	1,909.86	1,928.26	1,908.15	2,067.64	2,230.31	净利润增长率	0.8%	7.9%	8.8%	11.1%	10.4%
管理费用	272.36	284.36	331.09	333.62	375.87	EBITDA 增长率	16.2%	15.1%	-2.5%	10.7%	10.3%
财务费用	-101.34	-83.41	-	-	-	EBIT 增长率	16.7%	15.3%	-2.8%	11.3%	10.8%
资产减值损失	15.06	-9.32	3.59	3.11	-0.87	NOPLAT 增长率	1.1%	10.6%	12.9%	11.4%	10.6%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	52.7%	-63.8%	112.9%	-22.4%	0.6%
投资和汇兑收益	88.01	127.10	72.19	95.77	98.35	净资产增长率	16.6%	13.8%	15.7%	13.9%	14.3%
营业利润	1,701.56	1,871.76	2,011.97	2,239.38	2,480.62	利润率					
加:营业外净收支	0.77	-0.23	1.06	0.53	0.46	毛利率	53.5%	54.3%	53.2%	53.0%	52.3%
利润总额	1,702.32	1,871.53	2,013.04	2,239.91	2,481.08	营业利润率	22.9%	24.1%	25.2%	25.7%	25.6%
减:所得税	218.48	257.29	270.13	298.66	334.94	净利润率	19.8%	20.5%	21.6%	22.0%	21.9%
净利润	1473.58	1589.81	1730.10	1922.23	2123.04	EBITDA/营业收入	25.4%	28.0%	26.5%	26.9%	26.7%
资产负债表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	EBIT/营业收入	24.2%	26.7%	25.2%	25.7%	25.6%
货币资金	2,196.71	4,054.12	4,982.02	6,759.04	8,056.17	运营效率					
交易性金融资产	-	1,360.00	-	-	-	固定资产周转天数	41	39	35	28	22
应收账款	446.77	822.24	217.65	976.47	414.80	流动营业资本周转天数	99	61	40	59	45
应收票据	1,268.15	986.69	1,230.12	1,312.40	1,464.74	流动资产周转天数	356	395	413	447	468
预付账款	59.49	50.11	65.99	65.22	79.54	应收账款周转天数	21	29	23	25	26
存货	1,347.11	1,339.18	1,271.57	1,688.71	1,666.30	存货周转天数	60	62	59	61	62
其他流动资产	2,661.94	439.46	1,537.67	1,546.36	1,174.50	总资产周转天数	421	466	483	506	517
可供出售金融资产	119.95	-	89.23	69.73	52.98	投资资本周转天数	151	119	96	106	84
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	2.62	4.17	4.17	4.17	4.17	ROE	24.4%	23.2%	21.8%	21.2%	20.5%
投资性房地产	0.12	0.11	0.11	0.11	0.11	ROA	15.7%	15.2%	16.2%	14.1%	15.2%
固定资产	842.88	826.23	733.69	641.15	548.60	ROIC	56.6%	41.0%	127.8%	66.9%	95.3%
在建工程	184.44	272.21	272.21	272.21	272.21	费用率					
无形资产	193.97	219.73	205.86	191.99	178.12	销售费用率	25.7%	24.8%	23.9%	23.7%	23.0%
其他非流动资产	131.21	277.66	177.91	193.49	216.04	管理费用率	3.7%	3.7%	4.1%	3.8%	3.9%
资产总额	9,455.36	10,651.92	10,788.20	13,721.05	14,128.28	财务费用率	-1.4%	-1.1%	0.0%	0.0%	0.0%
短期债务	-	-	-	-	-	三费/营业收入	28.0%	27.4%	28.0%	27.5%	26.9%
应付账款	1,195.56	1,636.70	1,180.25	1,915.50	1,638.77	偿债能力					
应付票据	411.41	603.31	174.33	807.52	322.62	资产负债率	35.2%	34.5%	25.2%	33.0%	25.6%
其他流动负债	1,625.18	1,317.06	1,267.98	1,702.42	1,551.29	负债权益比	54.2%	52.7%	33.7%	49.3%	34.4%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	2.47	2.54	3.55	2.79	3.66
其他非流动负债	92.36	120.57	94.88	102.60	106.02	速动比率	2.05	2.17	3.06	2.41	3.19
负债总额	3,324.51	3,677.64	2,717.44	4,528.04	3,618.70	利息保障倍数	-17.71	-24.80			
少数股东权益	85.46	109.89	122.06	140.77	163.35	分红指标					
股本	949.02	949.02	949.02	949.02	949.02	DPS(元)	0.80	0.50	0.79	0.84	0.86
留存收益	5,099.82	5,930.52	6,999.68	8,103.21	9,397.21	分红比率	51.5%	29.8%	43.4%	41.6%	38.3%
股东权益	6,130.85	6,974.28	8,070.76	9,193.00	10,509.58	股息收益率	2.2%	1.4%	2.2%	2.3%	2.4%
现金流量表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	业绩和估值指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	1,483.85	1,614.25	1,730.10	1,922.23	2,123.04	EPS(元)	1.55	1.68	1.82	2.03	2.24
加:折旧和摊销	101.97	109.65	106.41	106.41	106.41	BVPS(元)	6.37	7.23	8.38	9.54	10.90
资产减值准备	15.06	9.32	-	-	-	PE(X)	23.08	21.39	19.66	17.69	16.02
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	5.63	4.95	4.28	3.76	3.29
财务费用	-0.83	-0.54	-	-	-	P/FCF	194.04	8.52	178.08	13.22	16.12
投资收益	-88.01	-127.10	-72.19	-95.77	-98.35	P/S	4.58	4.38	4.25	3.90	3.51
少数股东损益	10.27	24.43	12.81	19.03	23.09	EV/EBITDA	16.80	13.12	13.67	11.60	10.02
营运资金的变动	-877.34	1,803.14	-1,545.77	528.86	-142.60	CAGR(%)	9.4%	10.0%	6.1%	9.4%	10.0%
经营活动产生现金流量	1,508.96	1,555.22	231.36	2,480.77	2,011.59	PEG	2.46	2.15	3.25	1.89	1.61
投资活动产生现金流量	-1,183.50	1,055.54	1,342.96	115.27	115.09	ROIC/WACC	5.39	3.90	12.17	6.37	9.08
融资活动产生现金流量	-711.86	-759.22	-646.43	-819.01	-829.55	REP	1.56	5.36	0.82	1.90	1.26

资料来源: 贝格数据, 财信证券

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15%以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5%以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5%以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。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送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。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，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为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（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438