

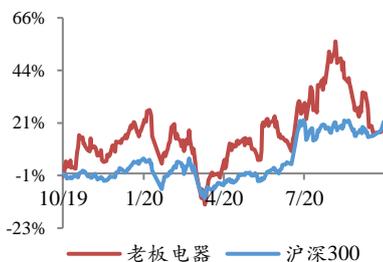
新增长动能挖掘者，探索新天地有望再次腾飞

投资评级：增持（首次）

报告日期：2020-10-12

收盘价(元)	33.79
近12个月最高/最低(元)	43.62/24.57
总股本(百万股)	949
流通股本(百万股)	935
流通股比例(%)	98.51
总市值(亿元)	321
流通市值(亿元)	316

公司价格与沪深300走势比较



分析师：虞晓文

执业证书号：S0010520050002

电话：18505739789

邮箱：yuxw@hazq.com

联系人：谢丽媛

执业证书号：S0010120050004

电话：15802117956

邮箱：xiely@hazq.com

主要观点：

● 市场空间：行业新阶段，市场空间依然广阔

市场普遍认为老板电器中短期内增长亮点主要在于精装修渠道，该渠道增长确定性较强，但某种程度依然是新房需求内零售渠道的替代需求。我们认为，不仅仅是精装修渠道，台式品类扩张带来的非地产相关需求、未来的存量房更新需求等都将为老板电器带来中短期乃至长期更大的发展空间。

● 公司层面：眼光前瞻且精准，助力挖掘新增长动能

老板电器从发展早期大力投入品牌建设，其广为人知的品牌知名度和坚持不懈走高端定位是其品牌力的核心，而这种品牌力为其后续快速发展奠定了坚实基础。我们通过复盘老板电器的发展路径，发现公司在不同的阶段都能够非常地具有先见之明，把握市场变化，在电商发展加速时率先大力发展电商渠道，在精装修爆发前就逐步布局工程渠道，同时前瞻性地把握产品需求变化，适时发力新品类。老板电器能够把握住每一次市场机会说明公司的内驱力、组织系统具备前瞻性挖掘新增长动能的引擎，即使行业发展进入瓶颈期，公司自身的引擎也将为其挖掘新天地。

● 投资建议

我们预计公司2020-2022年收入分别为83.05、94.89、106.75亿元，同比分别+7.0%、+14.3%、+12.5%，归母净利润分别为17.6、19.7、22.1亿元，同比分别+10.4%、+12.3%、+12.1%，当前股价对应2020-2022年PE分别17.76x、15.81x、14.10x，给予增持评级。

● 风险提示

地产回暖不及预期，台式新品类扩张不及预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	7761	8305	9489	10675
收入同比(%)	4.5%	7.0%	14.3%	12.5%
归属母公司净利润	1590	1756	1972	2212
净利润同比(%)	7.9%	10.4%	12.3%	12.1%
毛利率(%)	54.3%	53.4%	53.0%	52.5%
ROE(%)	23.2%	20.4%	18.6%	17.3%
每股收益(元)	1.68	1.85	2.08	2.33
P/E	20.18	17.76	15.81	14.10
P/B	4.67	3.62	2.94	2.43
EV/EBITDA	16.09	14.19	11.95	9.89

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 市场空间：行业新阶段，市场空间依然广阔.....	5
1.1 进军台式，非地产属性新兴品类.....	5
1.2 更新需求即将释放，存量房市场大有可为.....	9
1.3 精装房市场迅速发展，为工程渠道打开大门.....	12
2 品牌力：老板电器快速发展的助推器.....	16
3 渠道力：老板电器多次逆势增长的引擎.....	19
3.1 工程渠道：未来三年为公司带来确定性增长.....	21
3.1.1 品牌力助力，顺利抢占精装修龙头地位.....	22
3.1.2 多角度发力，改善工程渠道盈利能力.....	23
3.2 电商渠道：顺利搭乘电商红利，龙头地位稳固.....	24
3.2 线下零售渠道：永葆活力的代理商是公司增长的血液.....	28
3.4 其他渠道：与橱柜公司合作，为公司带来新的增长点.....	32
4 产品力：助力打开增长天花板.....	32
4.1 开创大吸力油烟机，持续引领市场.....	33
4.2 前瞻且精准，发力新品类.....	35
5 财务分析：营收和盈利能力维持行业领先水平.....	40
6 盈利预测及投资建议.....	42
风险提示：.....	44
财务报表与盈利预测.....	45

图表目录

图表 1 各国洗碗机每百户保有量 (台)	6
图表 2 我国城镇家庭家电平均每百户保有量 (台)	7
图表 3 我国农村家庭家电平均每百户保有量 (台)	7
图表 4 洗碗机整体市场规模测算	8
图表 5 洗碗机零售额结构构成	9
图表 6 2016-2017 北上广深二手房与新房成交量之比	10
图表 7 旧改二次装修空间测算	11
图表 8 老板电器开展新春换新活动	12
图表 9 老板电器旧房改造市场规模	12
图表 10 我国商品住宅精装修楼盘开盘数	13
图表 11 各地推出地方精装修政策	14
图表 12 我国商品住宅精装修楼盘渗透率	15
图表 13 中国与欧美日的精装修渗透率对比	15
图表 14 2020H1 厨电各部品配套规模及配套率	15
图表 15 厨电精装修市场规模测算表	16
图表 16 厨电公司销售费用率对比	17
图表 17 老板电器广告宣传推广费 (亿元)	17
图表 18 公司大吸力油烟机广告效果	18
图表 19 老板电器广告投放平台梳理	19
图表 20 厨电公司发展历程的重要拐点 (单位: 亿元)	20
图表 21 地产竣工增速与电子商务交易额增速	20
图表 22 老板电器各渠道营收占比	21
图表 23 厨电公司开始布局工程渠道时间	21
图表 24 老板电器工程渠道收入及同比增速	22
图表 25 老板电器工程渠道收入占比	22
图表 26 工程渠道合作流程	23
图表 27 2020H1 厨电各部品 TOP5 品牌及份额	23
图表 28 老板电器工程渠道市场规模测算	24
图表 29 厨电公司电商渠道发展情况	25
图表 30 老板电器电商渠道收入及同比增速	25
图表 31 老板电器电商渠道收入占比	25
图表 32 老板电器历年电商渠道主要客户销售额 (百万元)	26
图表 33 京东自营模式和 POP 模式对比	26
图表 34 2020 年 1-7 月线上累计零售额市占率	27
图表 35 各品牌油烟机线上均价 (元)	27
图表 36 老板电器线上推出高颜值网红油烟机	27
图表 37 老板电器线下零售渠道收入规模及增速	28
图表 38 老板电器线下零售渠道占比	28
图表 39 老板电器线下零售渠道改革措施	29

图表 40 老板电器渠道结构图.....	30
图表 41 老板电器专卖店数量稳步增加.....	30
图表 42 老板电器采取措施控制“委托-代理”成本.....	31
图表 43 公司代理商及城市公司增长情况.....	31
图表 44 老板电器各品类收入占比.....	33
图表 45 老板油烟机发展重要节点.....	33
图表 46 公司历年油烟机收入及增速.....	34
图表 47 吸油烟机和燃气灶对公司毛利率贡献较高.....	34
图表 48 烟灶内销同比增速.....	35
图表 49 我国城镇家庭油烟机每百户保有量(台).....	35
图表 50 2016-2017 年油烟机均价大幅提升.....	36
图表 51 老板电器嵌入式产品销售额市场份额.....	36
图表 52 老板集成油烟机.....	37
图表 53 产业在线洗碗机内销量.....	38
图表 54 老板可以洗锅的强力洗洗碗机.....	39
图表 55 老板台嵌两用式洗碗机.....	39
图表 56 老板电器历年营收及同比增速.....	40
图表 57 老板电器历年净利润及同比增速.....	40
图表 58 可比公司毛利率对比.....	41
图表 59 可比公司销售费用率对比.....	41
图表 60 可比公司管理费用率对比.....	41
图表 61 可比公司净利率对比.....	42
图表 62 可比公司存货周转率(%).....	42
图表 63 可比公司应收账款周转率(%).....	42
图表 64 老板电器分渠道收入预测.....	43
图表 65 老板电器分渠道占比预测.....	43

引言

不同于市场的观点：市场普遍认为老板电器中短期内增长亮点主要在于精装修渠道，我们认为该渠道增长确定性较强，但某种程度依然是新房需求内零售渠道的替代需求，这也是近期股价增长乏力的原因之一。我们认为，不仅仅是精装修渠道，台式品类扩张带来的非地产相关需求、未来的存量房更新需求等都将为老板电器带来中短期乃至长期更大的发展空间。

此外，从公司层面看，我们通过复盘老板电器的发展路径，发现公司在不同的阶段都能够非常地具有先见之明，把握市场变化，在电商发展加速时率先大力发展电商渠道，在精装修爆发前就逐步布局工程渠道。如果说把握住一次机会是乘上了渠道红利的风，那么能够把握住每一次机会则说明老板电器的内驱力、组织系统具备这种前瞻性挖掘新增长动能的引擎，即使行业发展进入瓶颈期，公司自身的引擎也将为其挖掘新天地。

1 市场空间：行业新阶段，市场空间依然广阔

当地产红利和电商红利逐渐褪去，厨电行业未来的市场空间在哪里？我们认为厨电行业未来仍有广阔的市场空间：

第一，台式新品类打破地产限制。台式新品类如洗碗机、蒸箱、烤箱等，没有安装属性，不受地产影响，目前保有量仍非常低，未来增长空间广阔。根据我们测算，到 2029 年洗碗机整体市场将超过 500 亿元，城镇市场规模年复合增速达 22.47%，并预计台式品类占比会逐步提升。

第二，存量房市场更新需求即将释放。2020 年国务院出台《关于全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》，直接推动存量房市场更新需求的爆发。我们测算得，旧房改造每年能够为油烟机市场带来超百亿的市场规模，燃气灶市场规模近五十亿。而较早切入存量市场做好准备的公司将能从中分得更大的份额。

第三，精装修市场渗透率提升趋势确定。工程渠道已愈发成为厨电公司重要销售渠道之一，跟据我们测算 2020 年厨电的精装修市场规模为 83 亿元，到 2023 年市场规模预计达到 134 亿元，2019-2023 年均复合增长率为 26.87%。

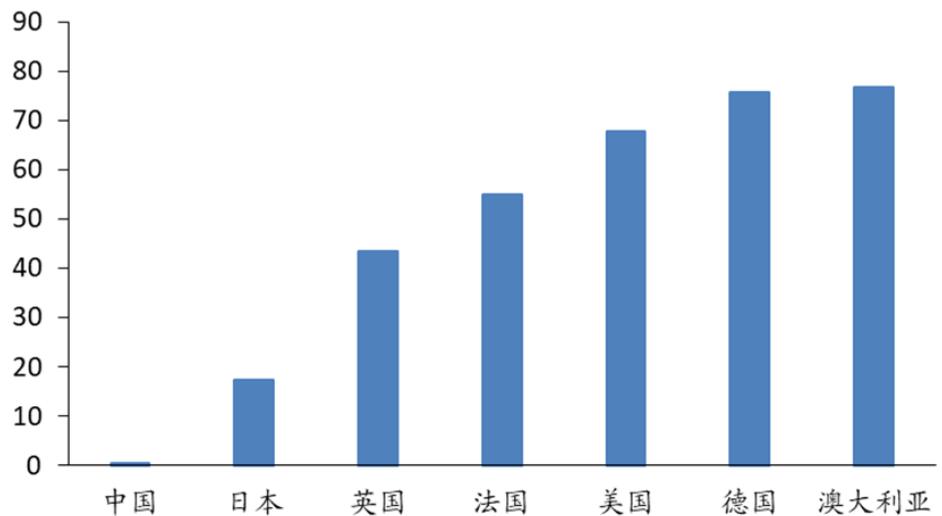
1.1 进军台式，非地产属性新兴品类

传统的厨电产品地产属性较强，消费者的厨电需求一般体现在新购房产或者重新装修的时候，因此从历史数据看来，地产竣工的快速增长会同时带来厨电市场的一轮爆发。而随着我国地产红利的逐渐褪去，较强的安装属性和地产属性可能反过来成为厨电企业发展的限制和束缚，如何突破这种约束将是值得厨电企业思考的问题。老板电器今年以来开始进军台式厨电品类，例如台式洗碗机、台式

蒸箱烤箱等，或许将成为一道突破口。

台式厨电品类如台式洗碗机、台式蒸箱、台式烤箱等，没有安装属性，不受地产影响，在能够满足消费者对厨电功能的需求同时，可以突破地产限制，使得产品销售不再与房屋买卖和装修紧密相关，有望成为厨电瓶颈的突破口。目前洗碗机在我国每百户保有量仍不足一台，蒸箱、烤箱等品类百户保有量仅为个位数，与欧美国家相比相差甚远，随着居民消费能力提升，预计台式产品保有量未来将有巨大的提升空间。

图表 1 各国洗碗机每百户保有量 (台)



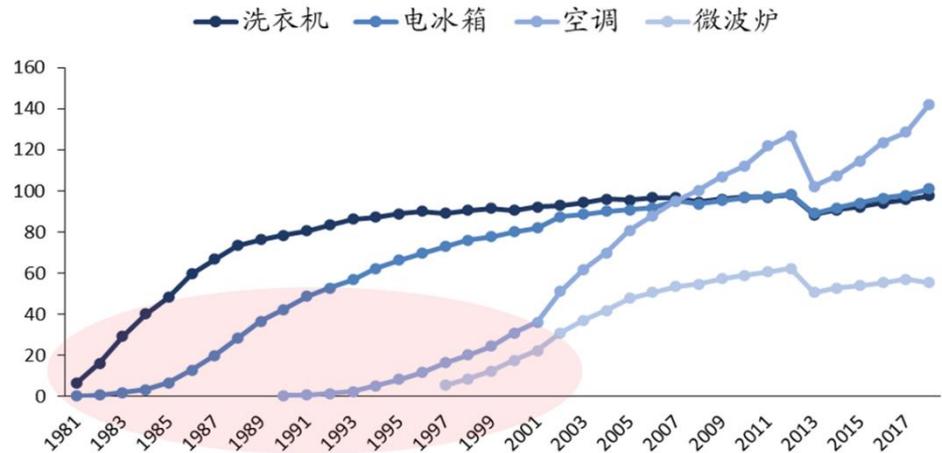
资料来源：欧睿，华安证券研究所

目前我国洗碗机、蒸烤箱等品类在国内销量已开始显著增加。根据奥维云网，2019年1-11月洗碗机销售额为64亿元，同增24.5%。因此我们认为洗碗机与蒸烤箱的保有量已经进入提升阶段，从导入期逐步进入成长期。

以洗碗机为例，我们将区分城镇家庭和农村家庭，通过参考空冰洗等大家电，以及与洗碗机、蒸烤箱属性较为接近且目前普及度相对较高的微波炉和油烟机的保有量提升路径，来预测洗碗机、蒸烤箱品类未来的保有量水平。

从城镇家庭家电保有量发展过程看，在最初的产品导入期，经过十年的普及，空调和冰箱每百户保有量分别由不足一台提升至31/49台，洗衣机由每百户6台提升至81台，微波炉由每百户5台53台，提升较为迅速。考虑到洗碗机在我国每百户保有量仍非常低，保守估计十年后洗碗机城镇家庭每百户保有量为20台。

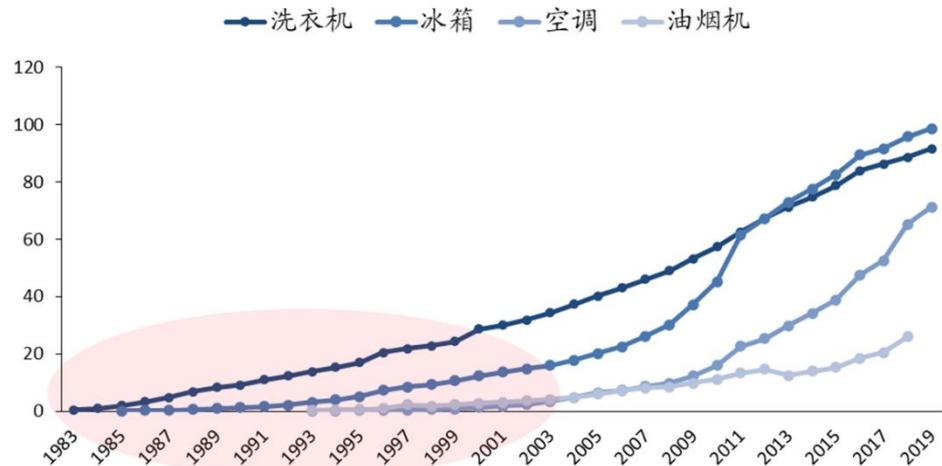
图表 2 我国城镇家庭家电平均每百户保有量 (台)



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

从农村看，经过十年的普及，空冰洗每百户保有量分别由不足一台提升至 3/5/14 台，油烟机由每百户不足一台提升至 4 台，增速相较城镇明显趋慢，因此我们估计十年后洗碗机城镇家庭每百户保有量为 2 台。

图表 3 我国农村家庭家电平均每百户保有量 (台)



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

基于保有量的估计，我们对洗碗机整体市场规模进行测算，测算过程基于以下假设：

- 1) 根据最近十年的人口变化趋势，城镇人口增速维持在 2%-3%的水平，并呈小幅放缓趋势，假设未来 10 年城镇人口每年同增 2%；农村人口过去十年每年同减 2%左右，假设未来十年农村人口每年同减 2%。
- 2) 假设城镇家庭每户人数为 3 人，农村家庭每户人数为 4 人。
- 3) 根据奥维云网，2019 年洗碗机整体均价为 4800 元左右，而 2019、2020 年作为洗碗机的成长初步阶段，市场均价呈下降趋势，预计未来随着洗碗机普及率提升，均价仍有下降空间，但降幅会逐步放缓，假设 2022 年前洗碗机均价每年

下降 5%，而后保持不变。

4) 根据上文分析，假设到 2029 年城镇洗碗机每百户保有量为 20 台，农村洗碗机每百户保有量为 2 台。期间每年保有量平稳提升。

根据测算，到 2029 年洗碗机整体市场将超过 500 亿元，其中城镇市场规模复合增速达 22.47%，农村市场规模复合增速达 15.39%，市场空间非常广阔。

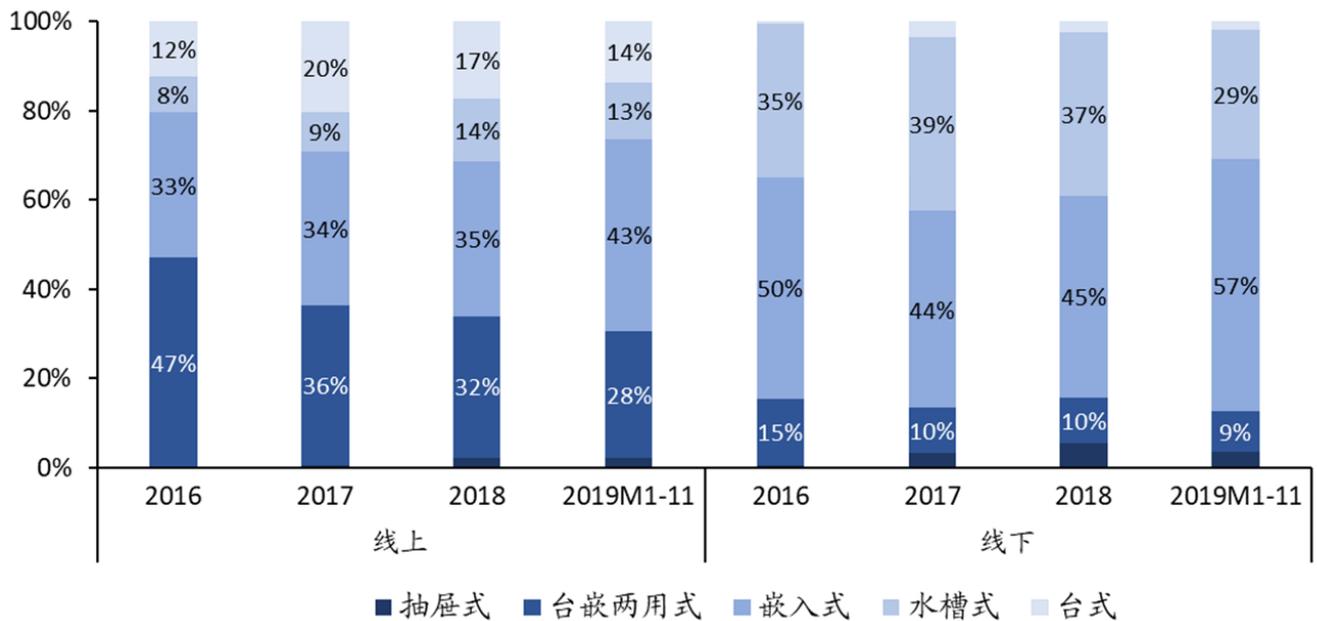
图表 4 洗碗机整体市场规模测算

		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
城镇	人口 (亿)	8.48	8.65	8.83	9.00	9.18	9.37	9.55	9.75	9.94	10.14	10.34
	每户人数	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
	户数 (亿)	2.83	2.88	2.94	3.00	3.06	3.12	3.18	3.25	3.31	3.38	3.45
	每百户保有量	0.8	1.4	2.2	3.3	4.6	6.3	8.4	10.8	13.6	16.7	20.0
	均价	4800	4560	4332	4115	4115	4115	4115	4115	4115	4115	4115
	市场规模 (亿元)	69	85	106	135	177	228	285	349	411	461	522
	YOY		23.64%	24.27%	27.99%	30.97%	28.60%	25.21%	22.66%	17.53%	12.33%	13.07%
农村	人口 (亿)	5.52	5.63	5.51	5.40	5.30	5.19	5.09	4.98	4.88	4.79	4.69
	每户人数	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
	户数 (亿)	1.38	1.41	1.38	1.35	1.32	1.30	1.27	1.25	1.22	1.20	1.17
	每百户保有量	0.1	0.2	0.3	0.4	0.5	0.7	0.8	1.1	1.3	1.6	2.0
	均价	4800	4560	4332	4115	4115	4115	4115	4115	4115	4115	4115
	市场规模 (亿元)	4	4	5	5	7	8	9	10	12	14	16
	YOY		11.27%	13.66%	11.49%	18.78%	17.22%	16.45%	17.22%	16.12%	15.39%	16.58%

资料来源：国家统计局，奥维云网，华安证券研究所

具体看洗碗机品类内的细分类别，自 2016 年以来，随着嵌入式品类和方太水槽洗碗机的推广，这两种类型洗碗机占比逐渐提升，整体来看，抽屉式+台嵌两用式+嵌入式的份额整体呈下降趋势，这三类安装属性较强，受地产影响较大。展望未来，我们认为，台式洗碗机具有免安装不受地产限制的优势，面对消费者对于洗碗机品类的迫切需求，在地产红利消退后，台式洗碗机的份额未来将有很大的提升空间。

图表 5 洗碗机零售额结构构成



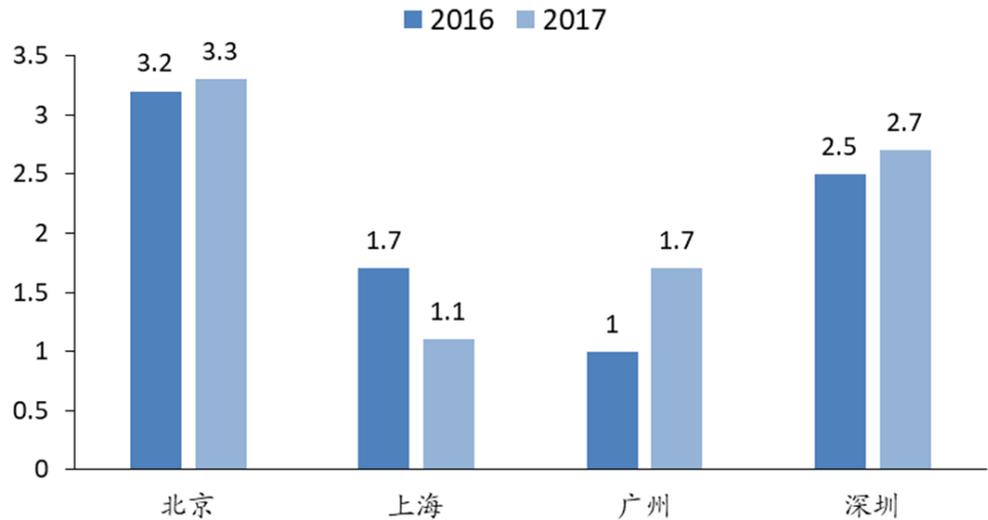
资料来源：奥维云网，华安证券研究所

从竞争格局来看，洗碗机作为家电行业的新兴品类，随着近两年国内品牌的进入，市场竞争逐渐加剧，同时尾部品牌洗牌也进一步持续，有助于龙头品牌进一步提升市占率，根据奥维云网，2019年线上共计27个品牌，92个机型退出洗碗机的市场竞争。从产品均价看，台式产品定价更低，2019年台式洗碗机均价为2000元左右，相比嵌入式和水槽式5000至6000的价格，尝鲜成本大大降低，价格下探既是竞争的结果，也是普及的前提。我们认为在洗碗机的普及阶段，较低的价格也是助力台式洗碗机份额进一步提升的重要原因。

1.2 更新需求即将释放，存量房市场大有可为

传统厨电如烟灶等品类在我国发展已历经二三十年，2018年油烟机城镇保有量已达到每百户79台，与白电空冰洗相比虽仍有增长空间，但是未来的增长点将逐步向更新需求转移。从地产角度看，目前我国二手房交易正逐渐替代新房交易，占据主导地位。二手房交易会带来房屋装修的需求，从而推动厨电产品的更新需求。根据贝壳研究院数据，2017年北上广深四城二手房交易量已超过新房，其中北京和深圳二手房交易量分别为新房的3.3倍和2.7倍，率先进入存量房时代。除一线城市外，二三线城市也逐步进入存量房时代，截至2017年全国已有24个城市二手房成交套数超过新房。因此无论从保有量，还是从地产角度看，更新需求即将释放，存量房市场未来将大有可为。

图表 6 2016-2017 北上广深二手房与新房成交量之比



资料来源：贝壳研究院，华安证券研究所

2020年7月，国务院办公厅出台《关于全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》，直接推动存量房市场更新需求的爆发。文件明确指出，到“十四五”期末力争基本完成2000年底前建成的需改造城镇老旧小区改造任务。2020年计划改造城镇老旧小区3.9万个（去年为1.9万个），涉及居民近700万户（去年为352万户）。据住建部初步统计，全国共有老旧小区近16万个，涉及居民超过4200万户，建筑面积约为40亿平方米。剔除2019和2020年改造的户数，2021-2025年需要完成改造3150万户，每年改造约630万户。虽本次“旧改”的内容不涉及室内重装，不作为财政资金补贴项目，但鼓励有需要的居民结合小区改造进行户内改造或装饰装修、家电更新，预计在外围小区环境改善与房屋结构老龄化双重因素推动下，居民焕新意愿加强，推动存量房市场翻新重装需求进一步迸发。

我们基于国务院文件中统计的老旧小区数量，对2000年底前建成的老旧小区有望带来的更新需求进行测算，测算基于以下假设：

1) 考虑到老旧小区若已涉及二手房交易，会提前释放更新需求，因此对二手房进行剔除。根据贝壳研究院数据，截至2018年底全国累计二手房交易量为2391万套，其中2014至2018五年间二手房交易量为1557万套，意味着2014年以前二手房交易量共计834万套。出于保守估计，我们假设2014年以前的二手房交易全为2000年前的房子，且2014年后仍有部分2000年前房子成交。做出假设：老旧小区中已有1000万套涉及已进行二手房交易，进行剔除。每年改造的老旧小区套数根据4200万套总数，剔除2019已改造数和二手房套数，按年平均得出。

2) 保守估计并非每户经改造的老旧房屋均进行户内翻新，假设翻新比例为80%。

3) 产品市场均价基于2019年产品均价，考虑到未来厨电进行价格战可能性较低，而市场竞争也相对饱和，预计未来价格提升空间不大，因此假设均价提升

幅度与通货膨胀率幅度接近，为 2%。

根据测算，旧房改造每年能够为油烟机市场带来超百亿的市场规模，燃气灶市场规模近五十亿。

图表 7 旧改二次装修空间测算

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
当年目标老旧小区套数(万)	475	475	475	475	475	475
翻新比例	80%	80%	80%	80%	80%	80%
翻新房屋套数(万)	380	380	380	380	380	380
油烟机市场均价	3000	3060	3121	3184	3247	3312
油烟机市场规模(亿元)	114	116	119	121	123	126
燃气灶市场均价	1200	1224	1248	1273	1299	1325
燃气灶市场规模(亿元)	46	46	47	48	49	50

资料来源：华安证券研究所整理

而老板电器很早就开始探索挖掘存量市场的空间，提前认识到未来更新需求势必超过新增需求，公司已采取多种方式尝试切入存量市场，把握换新需求：

- 增强客户粘度：**一方面，老板电器服务部门利用上门安装服务为契机，加强客户服务与客户满意度，提升换购增购机会；另一方面，公司逐步加强与燃气公司合作，在燃气缴费现场开展活动，增加与存量客户的接触机会。
- 物业合作：**加强物业合作，提升已交房特别是精装房的换购增购机会，一般精装房安装 3 年后公司能够有机会接触到客户。
- 开展以旧换新：**2019 年春节老板电器便推出新春换新计划。换新消费者不仅可获得 1000 元补贴，还可享受免费提供检测、安装、清洁等众多服务。同时，消费者还可以参与碗篮升级消毒柜、消毒柜升级洗碗机、微波炉升级台式蒸箱/嵌入式蒸箱等升级活动。
- 社区活动：**老板电器尝试走进社区，联手物业为邻里举办便民服务站，在社区内用洗碗机免费为居民洗油网和洗锅，既让居民能够切身感受洗碗机等新品类，助力消费者教育，也体现了公司优秀的服务意识。

图表 8 老板电器开展新春换新活动



资料来源：公司官网，华安证券研究所

我们认为，凭借老板电器对存量房市场的较早关注和多种方式的努力切入，将有助于公司未来在存量房市场大展拳脚，提升市场份额。假设老板在旧房改造市场种销量份额有望达到 35%，产品均价基于 2019 全年均价并每年提升 2%，测算得每年老板油烟机市场规模近 50 亿元，燃气灶市场规模超 25 亿元。

图表 9 老板电器旧房改造市场规模

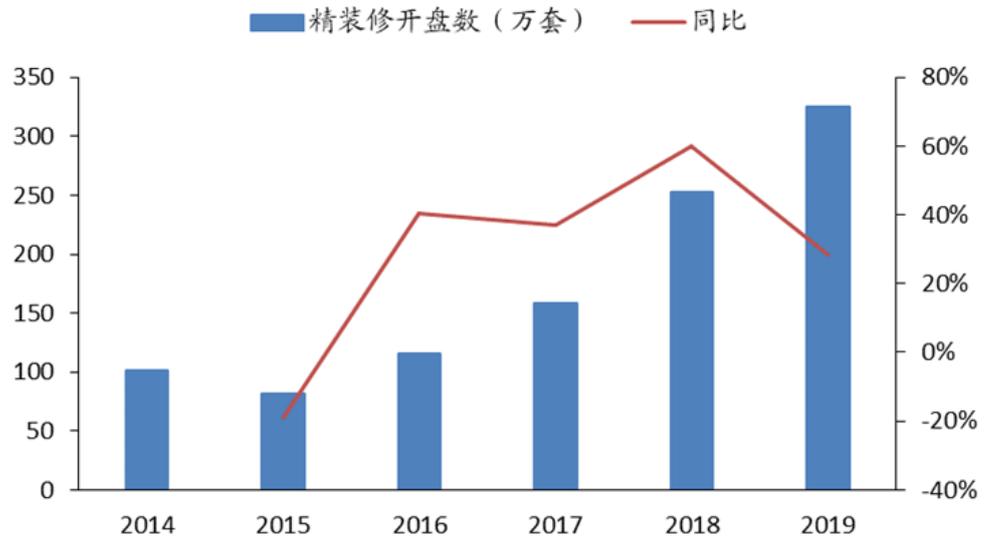
	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
老板电器销量份额	35%	35%	35%	35%	35%	35%
老板油烟机均价	3500	3570	3641	3714	3789	3864
老板油烟机市场规模(亿元)	46.52	47.45	48.40	49.36	50.35	51.36
老板燃气灶均价	2000	2040	2081	2122	2165	2208
老板燃气灶市场规模(亿元)	26.58	27.11	27.66	28.21	28.77	29.35

资料来源：华安证券研究所整理

1.3 精装房市场迅速发展，为工程渠道打开大门

精装修房相较毛坯房而言，在新房交付前就已由地产商完成全屋硬装，一般包括墙壁、地板、厨房、卫生间等基本设施。**2016 年是我国精装修市场元年**。一方面，本轮精装修渗透率的快速提升离不开政策的大力推广，2017 年住建部发布《建筑业发展“十三五”规划》，宣布我国正式进入精装修时代。另一方面，开发商主动开发精装房也有突破地产限价的内在动力，地产开发商可以通过合同拆分，变相提高楼盘每平方米销售价格的目的。根据奥维云网，2016-2019 年，全国商品住宅精装楼盘开盘规模从 115 万套迅速发展至 324 万套，CAGR 为 41.19%，而 2000 年初，精装修楼盘每年的开盘数仅有个位数增长。老板电器早在 2009 年便开始布局精装修工程渠道，2020 年上半年，老板电器在精装修渠道市场份额达 36.3%，稳居行业第一。

图表 10 我国商品住宅精装修楼盘开盘数



资料来源：奥维云网，华安证券研究所

2017 年住建部发布《建筑业发展“十三五”规划》，要求新开工全装修成品住宅面积达到 30%。随后，全国各地积极响应，推出地方性政策。上海、江苏、长沙等多地在住建部要求的基础上，纷纷提出更高的精装修占比要求，全面推动我国商品房精装修市场的发展。在政策的推动下，我国未来精装修市场具有较高的确定性。

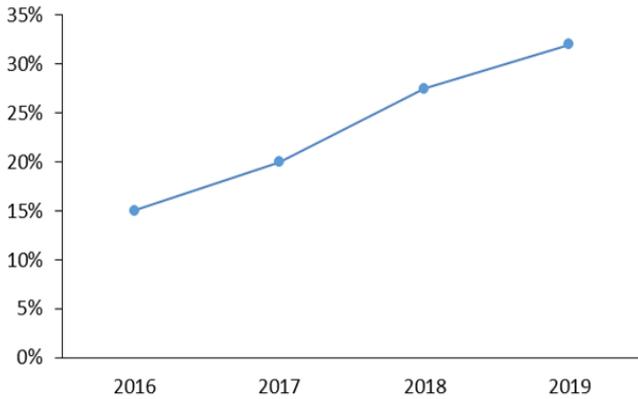
图表 11 各地推出地方精装修政策

地区	时间	文件	内容
上海市	2017.07	《上海市住房发展“十三五”规划》	环线以内城区和崇明区（除征收安置住房外）新建商品住宅（三层以下的底层住宅除外）实施全装修面积比例达到 100% ；奉贤区、金山区达到 30% ，至2020年达到 50% ；其他区域达到 50% 。公共租赁住房项目全部采用全装修。
	2019.02	《崇明区绿色建筑管理办法》	要求崇明区的新建商品住宅（三层及以下的低层住宅除外），以及保障性住房中的廉租住房、公共租赁住房应实行全装修交付。
江苏省	2017.08	《江苏省“十三五”住宅产业现代化发展规划》	到2020年，全省新建成品住房比例达到 40% 以上，其中设区市比例达到 50% 以上，其他城市达到 30% 以上。装配式建筑和政府投资的新建公共租赁住房全部实现成品住房交付。
黑龙江省	2018.01	《关于促进建筑业改革发展的实施意见》	力争到2020年末新建商品住宅全装修面积占比哈尔滨市不低于 50% ，齐齐哈尔市、牡丹江市、佳木斯市、大庆市不低于 40% ，其他市（地）不低于 30% ，县级城市不低于20%。
长沙市	2018.03	《关于进一步推进新建商品住宅全装修建设的通知》	长沙内五区新供地的商品住宅项目，采用全装修建设交付的比例不低于 70% ，望城区、长沙县、浏阳市、宁乡市行政区域内新供地的商品住宅项目，采用全装修建设交付的比例不低于 30% 。
西安市	2019.01	《西安市推进新建住宅全装修工作实施意见》	2019年1月1日起，在西安市行政区域内新出让或划拨土地上，除拆迁安置房以外的住宅建设项目实行全装修。蓝田县、周至县根据实际确定实施全装修的新建住宅项目范围，但全装修施行比例不低于新建设住宅总面积的 50% ，此后逐年递增，2021年后达到 100% 全装修建设。

资料来源：各地政府网站，华安证券研究所

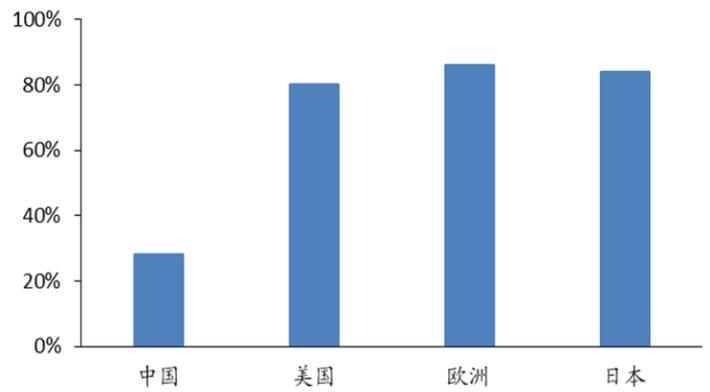
精装修楼盘开盘数迅速提升，推动商品住宅精装修加速渗透。精装修楼盘渗透率从2016年仅15%提升至2019年32%，精装修交房目前已成为我国新房市场的重要开发模式之一。但横向比较，欧美日等发达国家精装修渗透率已接近90%，我国精装修市场还有很大的提升空间。

图表 12 我国商品住宅精装修楼盘渗透率



资料来源：奥维云网，华安证券研究所

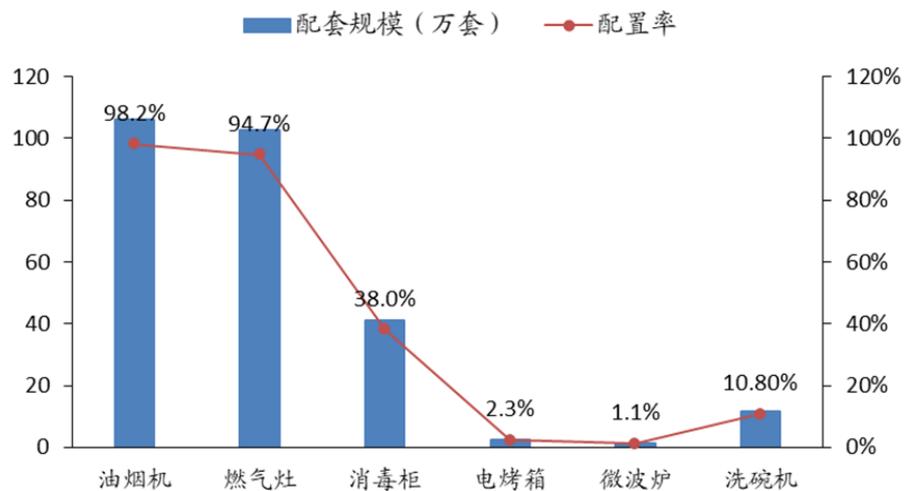
图表 13 中国与欧美日的精装修渗透率对比



资料来源：智妍咨询，华安证券研究所

从精装修厨电各部品的配置率来看，油烟机、燃气灶仍为厨电主力配套部品，配置率均超过 90%，油烟机配置率接近 100%；电烤箱、微波炉需求量仍较低，配置率保持稳定；洗碗机为潜力配套部品，上半年配套率为 10.9%，与去年同期配套率份额相比，提升了 6.8 个百分点，后续仍有增长机会。

图表 14 2020H1 厨电各部品配套规模及配套率



资料来源：奥维云网，华安证券研究所

根据国家统计局的地产数据和奥维云网的数据，我们对厨电（油烟机、燃气灶）的精装修市场规模进行测算。我们做出推算的假设主要包括：

- 1) 假设厨电的配套率能达到 100%，工程业务客单价基本保持平稳。
- 2) 参考奥维云网 2019 年和 2020 年 1-4 月的装标数据，假设高中低档装修标准的楼盘占比分别是 39%、56%和 5%，以高、低档装修标准下品类的价格乘数相对中档装标分别是 0.8 和 1.2。
- 3) 假设 1 套精装住宅对应 1 套厨电。

4) 根据当年统计局公布的竣工面积和竣工套数, 计算出历年的套均面积, 并假设 2020-2023 年的套均面积与 2019 年相同。

5) 根据过去 5 年竣工面积对应三年前新开工面积的占比保持在 57% 左右, 且有逐年递减的趋势, 保守假设 2020-2023 年竣工面积对应三年前新开工面积的 57%、53%、52% 和 55%, 预测得到 2020-2023 年竣工面积分别增长 7.4%、11.3%、7.1%、4.7%。

6) 假设精装修楼盘从开盘到竣工需要 2 年时间, 我们根据奥维云网 2015-2019 年的精装修开盘数量, 推测出 2017 年-2021 年的精装修竣工楼盘数量。假设 2022、2023 年竣工的精装房套数占全部房屋竣工套数的 44.8% 和 48.0%, 推算出 2022、2023 年的精装房套数。

根据估计, 我们推算 2020 年厨电的精装修市场规模为 83 亿元, 同比增速为 59.9%, 增速高于家电行业整体增长。到 2023 年, 厨电的精装修市场规模预计达到 134 亿元, 2019-2023 年均复合增长率为 26.87%。

图表 15 厨电精装修市场规模测算表

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
当年房屋竣工套数 (万套)	677	618	637	684	761	816	854
其中: 精装房 (万套)	82	115	158	253	323	365	410
YOY		40.30%	37.10%	59.90%	27.60%	13.19%	12.19%
精装修占当年竣工套数的比例 (%)	12.15%	18.66%	24.84%	36.99%	42.41%	44.80%	48.00%
高档装标精装房 (5%)	4	6	8	13	16	18	20
中档装标精装房 (56%)	46	65	89	142	181	205	230
低档装标精装房 (39%)	32	45	62	99	126	142	160
厨电市场规模测算							
高档装标单价 (元/套)	4200	4200	4200	4200	4200	4200	4200
中档装标单价 (元/套)	3500	3500	3500	3500	3500	3500	3500
低档装标单价 (元/套)	2800	2800	2800	2800	2800	2800	2800
市场规模 (亿元)	27	38	52	83	105	119	134
YOY		40.30%	37.10%	59.90%	27.60%	13.19%	12.19%

资料来源: 国家统计局, 奥维云网, 华安证券研究所

2 品牌力: 老板电器快速发展的助推器

老板电器从发展早期则开始大力投入品牌建设, 占据先发优势, 其广为人知的品牌知名度和坚持不懈走高端定位是其品牌力的核心, 而这种品牌力为其后续快速发展奠定了坚实基础, 可谓是高速增长的助推器。

(1) 老板品牌与“大吸力”的深度绑定

老板电器革命性地开创了大吸力油烟机，并通过有效的营销实现了老板品牌与“大吸力”的深度绑定，占领消费者心智，大吸力油烟机成为老板电器的招牌。

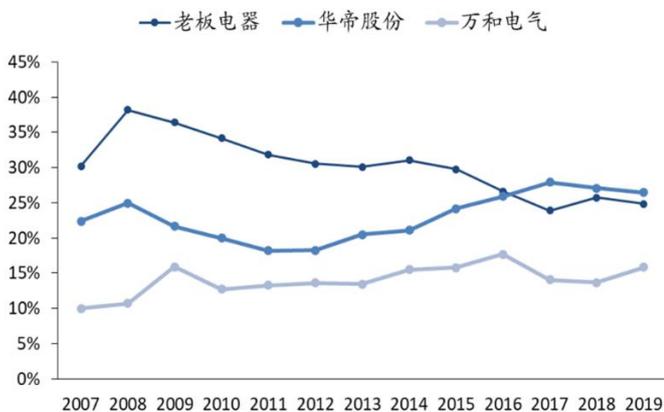
- **老板电器 2008 年率先发布“双劲芯”技术，引领油烟机进入超大风量时代。**事实上，从油烟机排风量演变历史来看，在“双劲芯”技术发布之前已经走过了 3 个时代阶段：最初的 80 年代末至 90 年代初的薄型脱排机的 8~9 立方米/分钟排风量；到 90 年代盛行的深腔中式机的 12~13 立方米/分钟；再到 2001 年国内开始出现欧式机的 13~14 立方米/分钟排风量。“双劲芯”技术的发布意味着将已经沉寂了多年 13~14 立方米/分钟的排风量一举提升到了 17 立方米/分钟，直接引领国内油烟机超大风量时代。

- **“大吸力”不等于“吸力大”，老板电器重新定义了大吸力油烟机的概念。**2013 年，在油烟机市场竞相追求大风量的环境下，老板电器“极速洁净”技术平台研发成功，并发布搭载双劲芯 3.0 的第二代大吸力油烟机 8218，重新定义了“大吸力”。公司提出“大吸力”是一个系统，包括拢吸、强滤、速排、节能四个方面的综合考量，而非仅指传统意义上吸力大这个单一衡量指标。**对“大吸力”概念的重新定义意味着排他性的形成，老板电器也由此树立了在大吸力领域的话语权和举足轻重的地位。**

(2) 先发制人塑造品牌力

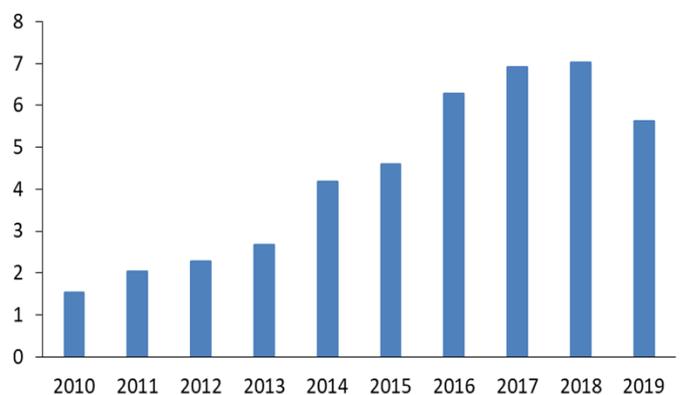
良好品牌力的塑造离不开有效的广告宣传，老板电器一直在广告宣传上大力投入。从销售费用来看，老板前期销售费用率远高于行业内可比公司，并一直维持在较高水平。从趋势看，老板电器销售费用率逐年呈下降趋势，而可比公司费用率于后期开始逐步上升，这说明老板电器在品牌力的塑造上具有先发制人的优势。公司在前期通过较大的营销投入，不断深化消费者对老板品牌的认知，为公司发展打下坚实基础，后续随着品牌效应的形成，可以不再需要大力投入营销费用，但此时公司优秀品牌力这一核心竞争力已经建立，对后续竞争者形成一定品牌壁垒。

图表 16 厨电公司销售费用率对比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 17 老板电器广告宣传推广费（亿元）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

事实上，较高的营销投入并不直接意味着品牌力的成功塑造。我们梳理了老板电器多年来的广告投放路径，试图分析公司是如何做到有效的广告投放，并成功将广告营销转化为品牌力。

- **营销聚焦，加深老板品牌与“大吸力”的联结。**公司在宣传油烟机时传播思路主要是宣传其大吸力效果，营销活动多以“大吸力”为主题展开，使得“大吸力”与老板电器形成紧密联系。公司早期的广告文案是“今天，中国每卖出 10 台大吸力油烟机，就有 6 台是老板”，文案通俗易懂，并直接明了地向消费者传递出老板电器是大吸力油烟机领域龙头品牌的信息。同时，公司把大吸力油烟机实验室引入了电视广告和线下活动中，通过大吸力震撼人心的实验效果，把大吸力油烟机的作业效果非常直观地呈现给消费者，进一步深化消费者教育。

图表 18 公司大吸力油烟机广告效果



资料来源：公司官网，华安证券研究所

- **品牌营销，扩大投放覆盖人数。**2015 年之前，公司广告多投放在央视等权威媒体平台，既契合公司产品的高端定位，又能借助黄金时段大量覆盖消费者，达到“广而告之”的效果。这一阶段的大力投入，使得公司品牌家喻户晓，高端形象深入人心。

- **营销形式年轻化，提升到达率与转化率。**老板电器 2015 年报指出，目前 80 后、90 后年轻人逐渐成为厨电产品消费主力军，消费趋势向年轻化、品牌化、品质化倾斜。公司把握消费者的变化趋势，在营销思路上也进行了积极转变。公司的营销方式越来越年轻化，开始与大 IP、网络平台和知名综艺合作，从而更加贴近年轻人的喜好，并有助于降低产品的平均引流成本。值得注意的是，**老板电器选择的合作对象，节目场景均与公司品牌产品具有很强的关联性。**一方面，厨房美食类节目通过兴趣分割不同人群，精准对标目标客户，提升营销的到达率；

另一方面，在美食综艺中进行深度植入，明星们经常使用老板的产品给观众带来沉浸式、体验式营销体验，观众能够更充分直接感受到老板产品的效果，强化购买欲望，提升营销的转化率。

图表 19 老板电器广告投放平台梳理

时间	广告投放平台	具体情况
2010-2015	央视/卫视 一二线地标户外大屏 交通类媒体	2013-2015年老板电器连续央视中标金额过亿元，成为厨电阵营中的标王。主要于中央一套黄金时段天气预报标版以及多家卫视黄金时段进行广告投放。同时积极于户外、高铁、地铁等投放广告。
2016至今	厨源线下体验店	2016年公司开始发力开设厨源店，为消费者带来线下沉浸式体验。
	奥运IP	2016年里约奥运会期间，随着观众观看奥运的渠道转为网络为主，老板电器联合网易共同开发《冠军之家》节目。该节目在里约打造“冠军之家”，邀请在里约奥运会上获得金牌的运动员们做客，品尝中国传统美食。
	魔兽IP	2016公司联合魔兽世界IP，推出主题为“两个世界一个家”的系列营销活动，线上线下活动丰富多彩。公司在杭州厨源店举行“魔兽COSPLAY”快闪，并在斗鱼直播“舌尖上的魔兽”魔兽大神级玩家精彩对战以及邀约魔兽玩家、美食达人参与魔兽兄弟会饭局，通过活动重温魔兽记忆。
	《姐姐好饿》	2016年，老板植入小S离开《康熙来了》后的首档网综《姐姐好饿》，这是一档以厨房为载体的美食脱口秀节目。
	《中国好声音》	与《中国好声音》开展广告播出合作。
	《青春旅社》	2017年，老板电器独家冠名东方卫视旅店经营类节目《青春旅社》。
	爱奇艺	2019年公司开始使用爱奇艺效果推广平台。
	微电影	2012 制作微电影《有爱的饭》登陆央视一套黄金时段。此后2017推出《双十一，合伙吧》，2019《婆婆妈妈的年》
《向往的生活》	公司产品与节目完美契合，推出宣传语“与老板电器在一起，就是向往的生活”。	
《中餐厅》	老板电器在节目中承包了节目最重要的厨房这一空间。高频次的使用和露出，加上代言人舒淇的强力加持，老板电器的产品功能在一道道美味大餐面前展现得淋漓尽致。	

资料来源：公司公告，公开资料，华安证券研究所

我们认为，老板电器早期通过把老板品牌与“大吸力”深度绑定，并较早发力营销形成先发优势，结合多元且有效的营销方式，目前已在消费者心中建立了品牌高端、产品实用的形象，形成了优秀的品牌力，有助于公司在行业竞争环境的起伏中一直处于领先地位。

3 渠道力：老板电器多次逆势增长的引擎

分析国内厨电公司的发展历程，我们可以看到，厨电公司的发展历经三个拐点：

(1) 厨电产品安装属性较强，受地产影响明显，2011 年开始国内地产竣工增速开始放缓，厨电公司在此时能否及时做出调整将带来收入的分化。

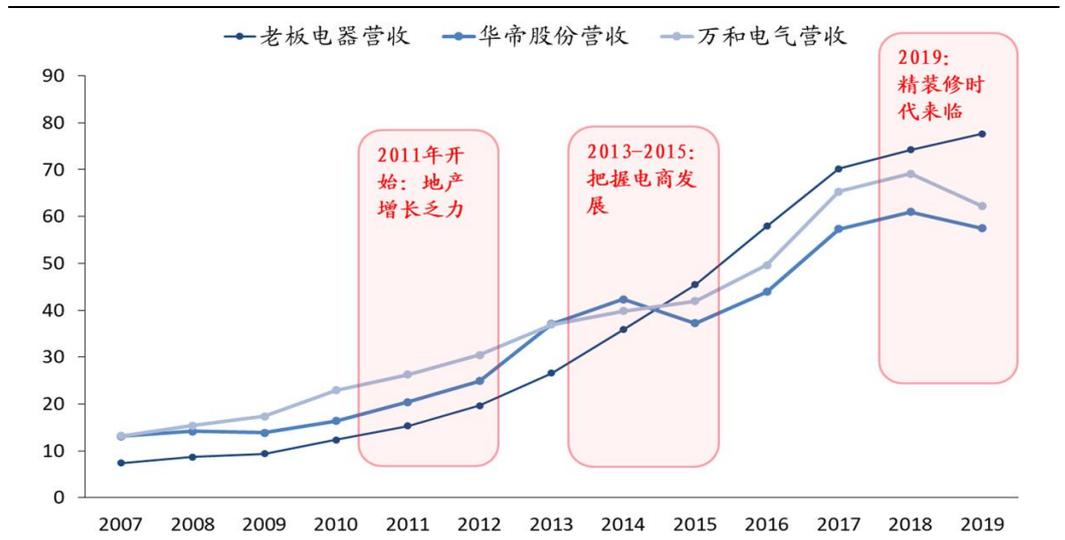
(2) 2013 年-2015 年，电商迅猛发展，给厨电企业带来机遇和挑战。

(3) 2019 年精装修渗透率快速提升，工程渠道成为厨电企业重要的销售渠道之一。

在行业的轮动中，公司能否适时进行变革，抓住机遇，将直接带来收入的分化，影响公司在行业中的竞争力。而老板电器在地产红利褪去之后仍能保持超过行业平均的增速，精准把握每一次拐点，其前瞻性的渠道布局是核心原因之一。我们通过复盘老板电器的发展路径，发现公司在不同的阶段都能够非常地具有先见之明，把握市场变化，在电商发展加速时率先大力发展电商渠道，在精装修爆发前就逐步布局工程渠道。

如果说把握住一次机会是乘上了渠道红利的风，那么能够把握住每一次机会则说明老板电器的内驱力、组织系统具备这种前瞻性挖掘新增长动能的引擎，即使行业发展进入瓶颈期，公司自身的引擎也将为其挖掘新天地。

图表 20 厨电公司发展历程的重要拐点 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 21 地产竣工增速与电子商务交易额增速

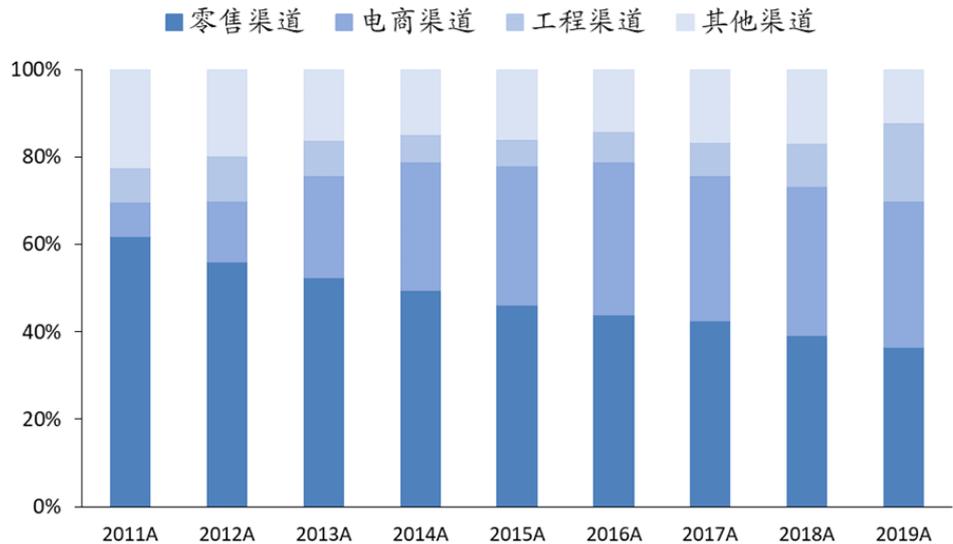


资料来源: 国家统计局, 华安证券研究所

从老板电器各渠道营收占比看，2011年，电商渠道占比开始提升，早于电商

红利爆发;而工程渠道自 2016 年开始占比显著提升,早于精装修市场的加速渗透,一定程度上可以看出,公司本身的渠道布局总是早于行业的渠道变革。

图表 22 老板电器各渠道营收占比



资料来源:公司公告,华安证券研究所

3.1 工程渠道: 未来三年为公司带来确定性增长

2017 年以来,精装修市场的快速发展使得工程渠道开始成为家电企业大力投入的重要销售渠道之一。老板电器对于工程渠道的布局早于行业内公司,极具前瞻性。早在公司 2010 年上市前,公司已经开始布局工程渠道,并取得较好的进展。根据招股说明书,截至 2009 年年底,公司已在 13 个销售区域成立工程部,并与恒大地产、珠江投资等地产商建立合作关系,在工程渠道红利来临之前及时抢占先发优势。

图表 23 厨电公司开始布局工程渠道时间

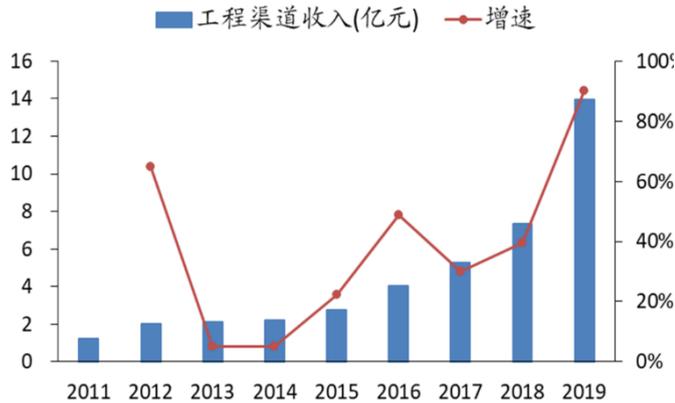
	老板电器	华帝股份	万和电气
开始时间	截至2009年年底,公司已在全国13个销售责任区域建立专职工程部,与恒大地产、雅居乐地产、珠江投资、合生创展进行全国战略合作。计划到2013年在全国30个销售责任区域建立专职工程部,同时重点开发地产前50强企业的战略合作关系,至少与其中10家企业建立战略合作关系。	2010年,公司与众多大型房地产公司进行合作,为房地产工程配套提供厨卫产品,共完成房地产直营项目销售额1005.15万元。	2012年,公司提出要重点拓展工程市场等新兴领域

资料来源:公司公告,华安证券研究所

2011 年老板电器提出开始重视开拓工程渠道,公司工程渠道收入逐年上升。

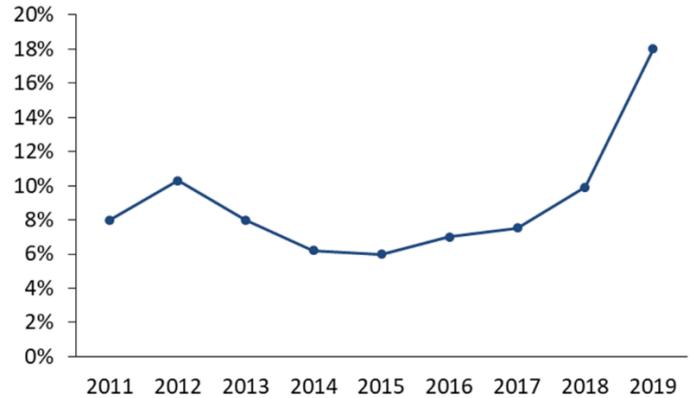
从2011年约1亿元上升至2019年约14亿元，年复合增速达36%，营收占比从2011年8%上升至2019年18%。公司工程渠道合作伙伴关系稳定，且范围不断扩大，主要客户有恒大、万科、碧桂园、融创、绿城、新城等。根据奥维云网，2020年上半年，老板电器在精装修渠道市场份额达36.3%，稳居行业第一。正是老板电器对工程渠道的精准把握并提早布局，帮助公司在精装修时代来临时能够顺利搭乘渠道红利。

图表 24 老板电器工程渠道收入及同比增速



资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

图表 25 老板电器工程渠道收入占比



资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

3.1.1 品牌力助力，顺利抢占精装修龙头地位

工程渠道品牌壁垒较高，地产商与供应商合作伙伴关系稳定，基本格局确定。在地产精装修中，与橱柜不露标不同，厨电产品的品牌是显示出来的，购房者在看样板间时会注意到地产公司精装时所使用的厨电品牌，从而影响其购房决定。因此地产商在选择厨电合作伙伴时，品牌是其中一个重要决定因素。而老板电器目前已经具有非常优秀的品牌力，能够为公司工程渠道的发展提供大力支持。

品牌力在工程渠道中的重要作用具体体现在以下几个方面：

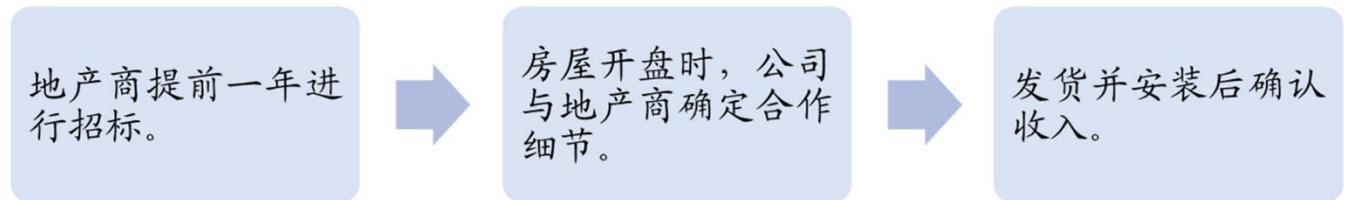
(1) 房地产商精装房配套相应厨电设备，需要利用产品的品牌影响力进行宣传，更倾向于选择知名品牌。目前精装修渠道厨电供应商主要以老板、方太、西门子为主。

(2) 大品牌的议价能力更高。与零售不同，地产商往往具有较高的议价、压价能力，只有知名厨电品牌和龙头企业才能够与之抗衡，而议价能力较弱的小品牌厨电厂商可能难以盈利。这意味着工程渠道的品牌壁垒非常高，小品牌厂商难以与头部企业竞争。

(3) 工程渠道对供应商的资金实力有很高的要求。工程渠道相较于传统渠道合作流程更复杂，期限也更长。因此一般来说，工程业务会拉长供应商的收款账期，要求企业在生产经营过程中储备足够的资金。工程渠道一般采取先发货，安

装后确认收入的方式结算，整个账期一般长达一年，这对供应商的资金实力提出了较高的要求，也提高了工程渠道的门槛。同时在账期方面，龙头供应商也有更高的谈判能力，以与恒大的合作为例，2017年老板电器与其合作采取的方式是一年结算一次，如9月、10月、11月订单都是在次年10月结算，由于老板电器较强的品牌议价能力，目前已优化为逐月以商票的形式结算，改善了公司的流动性、资金周转能力。

图表 26 工程渠道合作流程



资料来源：华安证券研究所整理

(4)地产商更倾向于与供应商维持稳定的合作伙伴关系。工程渠道规模较大，合作双方需要磨合和协商的内容也较多，因此对于地产商而言，转换供应商的成本会相对较高。

从奥维数据来看，也的确如此。厨电各部品工程渠道品牌集中度远高于零售渠道，且市占率较高的都是老板、方太、西门子等定位高端的品牌，可以看出在厨电领域，品牌力是地产商在选择供应商的过程中非常重要的参考指标。

图表 27 2020H1 厨电各部品 TOP5 品牌及份额

烟机		灶具		消毒柜		洗碗机		电烤箱	
老板	34.80%	方太	34.50%	老板	37.20%	方太	51.00%	西门子	24.50%
方太	30.70%	老板	32.20%	方太	27.40%	老板	13.90%	博世	22.50%
美的	8%	美的	9%	西门子	10%	西门子	13%	米勒	12%
西门子	7.90%	西门子	7.40%	美的	7.20%	博世	6.40%	方太	8.50%
海尔	3.40%	海尔	3.90%	海尔	4.90%	弗兰卡	3.40%	康佳	6.00%
TOP5合计	85.00%	TOP5合计	87.10%	TOP5合计	86.40%	TOP5合计	88.00%	TOP5合计	73.50%

资料来源：奥维云网，华安证券研究所（注：灶具为2020年1-4月累计份额）

3.1.2 多角度发力，改善工程渠道盈利能力

工程渠道中地产商为了降低成本，对产品本身的性能的重视程度相对较低，更倾向于选择同一品牌中成本相对较低的产品，导致工程渠道毛利率相对较低。但公司目前已采取多种办法，未来工程渠道的盈利能力有望进一步改善：

(1)提升议价能力。随着老板电器在精装修渠道龙头地位不断稳固，老板电器与地产商的议价能力有一定的提升。同时，老板、方太两个品牌累计市场份额在多个品类均已高达60%以上，存在联合提高行业议价能力的可能性。

(2) **提高产品附加值。**一方面，公司本身坚持工程渠道产品升级，产品型号往中高端转变，同时增加品类结构，并推出中央净化油烟机及 ROKI 老板智能烹饪系统等差异化新品。另一方面，过于低端的产品型号与业主对于品牌的印象不符，地产商也会逐步采用更优质的型号。

(3) **改善客户结构。**目前公司工程渠道不断扩展新客户，恒大、碧桂园等大地产商占比呈降低趋势。于工程渠道而言，大地产商议价能力强，业务毛利率偏低，在 30%-40%左右，而与中小地产商合作，毛利率能够达到 50%。工程渠道客户结构改善，一方面能够提升公司毛利率水平；另一方面也能够降低大客户依赖带来的经营风险。

(4) **完善考核机制。**公司逐步将对于毛利率的考核加入到对工程渠道业务人员的考核中。

此外，工程渠道虽然毛利率较低，但广告费用、获客成本很低，具有**渠道费用率低、单次销售规模大**等特点。因此，工程渠道净利率水平仍能维持在可观的水平，仅略低于线下零售渠道。

老板电器作为精装修渠道厨电龙头，未来随着竣工回暖，精装修渗透率提升，工程渠道能够在未来三年内为公司带来较为确定的增长。我们根据上文对厨电整体精装修市场规模的测算，假定老板电器工程渠道市占率稳定在 35%，测算得老板电器工程渠道未来几年的市场规模，预计 2020 年公司精装修渠道市场规模为 29 亿元。

图表 28 老板电器工程渠道市场规模测算

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
厨电市场规模 (亿元)	27	38	52	83	105	119	134
老板电器市场份额	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%
老板电器市场规模 (亿元)	9	13	18	29	37	42	47
YOY		40.30%	37.10%	59.90%	27.60%	13.19%	12.19%

资料来源：华安证券研究所整理

3.2 电商渠道：顺利搭乘电商红利，龙头地位稳固

电商渠道的率先发力也是老板电器实现营收加速增长的重要原因之一。根据国家统计局数据，2013 和 2014 年我国电子商务交易额分别同比增长 58% 和 41%，电商实现爆发式增长。而早在 2008 年老板电器就已经涉足电商领域，成为最早布局电商的家电企业之一。公司更是在“双十一”元年 2009 年，便加入“双十一”，这一前瞻性的决策帮助公司当年获得百万销售战绩。在其他企业对电商渠道仍持怀疑态度时，老板电器已享受到电商带来的渠道红利，此后继续积极发展电商渠道，2013、2014 年在电商渠道爆发式增长时，老板电器电商渠道销售收入分别同

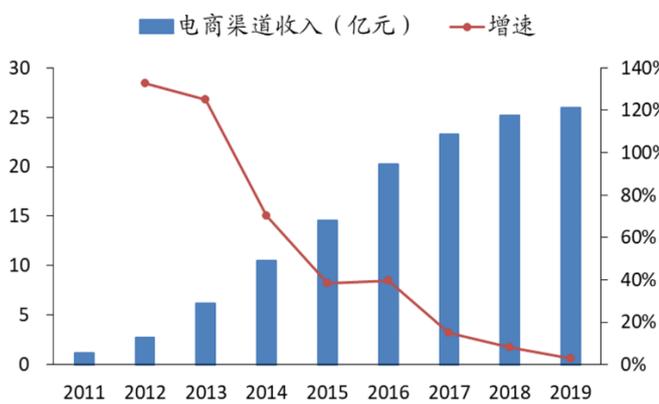
增 125%/70%，占营收比重分别为 23.30%/29.29%，较去年同期提升 9.30pct/5.99pct。

图表 29 厨电公司电商渠道发展情况

	老板电器	华帝股份	万和电气
开始时间	2008年	2010年	2012年
发展情况	2014年电商收入10.51亿元，同增70%，占营收比为29.29%，较去年同期提升5.99pct。	2014年电商收入5.70亿元，同增27.65%，占营收比为13.48%。	2013年电商收入实现爆发式增长，成为了公司的利润增长点之一。

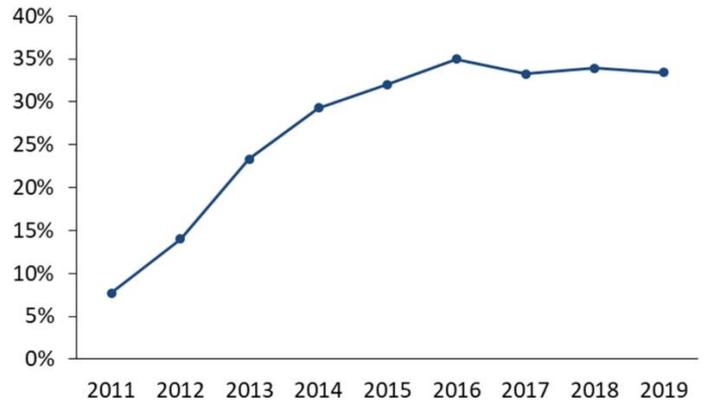
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 30 老板电器电商渠道收入及同比增速



资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

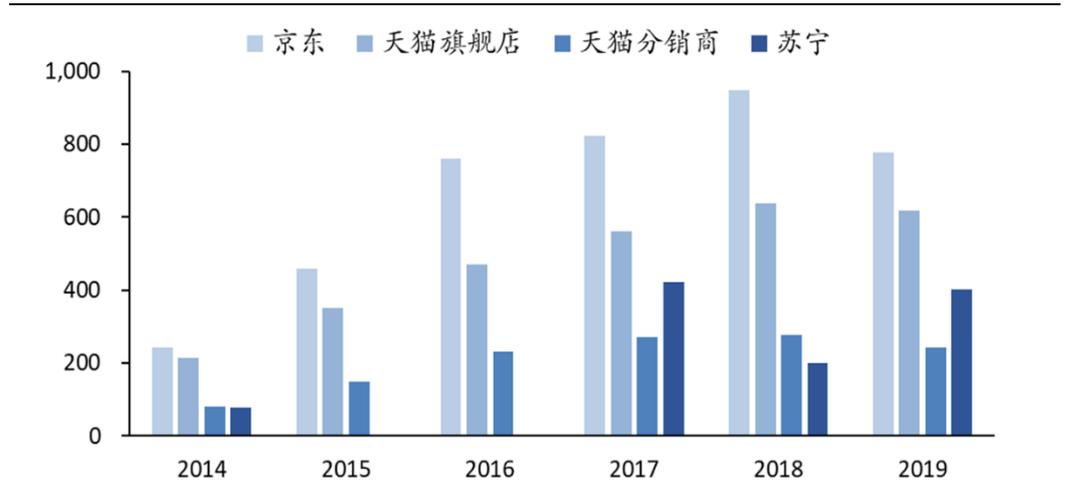
图表 31 老板电器电商渠道收入占比



资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

电商渠道管理来看，2014年之前老板电器电商由总部直接负责，地方代理商不参与电商业务，14年之后逐步对代理商开放，进一步拓宽了公司电商渠道的收入来源，目前淘系平台代理商占比约30%。**合作平台**来看，公司电商平台以天猫和京东为主，2017年开始加大与苏宁平台的合作。与京东合作主要有两种模式，一是自营采销模式，进货、销售、配送由京东完全负责。另一个是POP模式，由第三方卖家发货，商家每月每年缴纳平台使用费，天猫旗舰店也是类似这种模式。不同的合作方式，结算的方式也不同。京东POP和天猫旗舰店在顾客确认收货以后确认收入，京东自营采取买断式，入库以后便可与公司进行结算。

图表 32 老板电器历年电商渠道主要客户销售额 (百万元)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 33 京东自营模式和 POP 模式对比

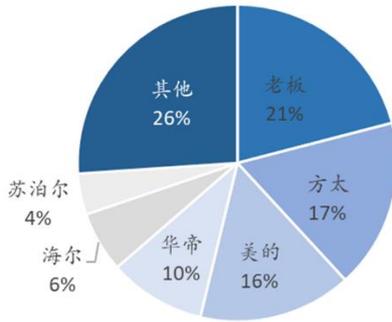
	自营采销模式	POP模式
流量情况	流量相对更高, 对卖家要求也更高。	流量较低, 对卖家要求较低。
商家运营权	商家没有运营权, 货品定价、参加活动决定权在于京东。	商家拥有较大的自主经营权。
物流情况	商家只需提供货品, 并将货品发到京东全国七大仓库。	商家负责发货给客户, 视具体合作模式决定是第三方物流还是京东物流。
运营要求	需要通过自身产品的高质量、低定价获得京东采销经理的支持。适合传统线下卖家。	运营成本相对较低, 主要是扣点和推广费用。适合中小卖家。

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

老板电器在电商渠道的率先布局, 以及后续的充分发展, 使得公司线上龙头地位稳固, 以油烟机为例, 2020 年 1-7 月线上累计零售额市占率达 21%。线上渠道的发展能够有效提升公司盈利能力, 同时帮助公司建立更年轻的品牌形象。

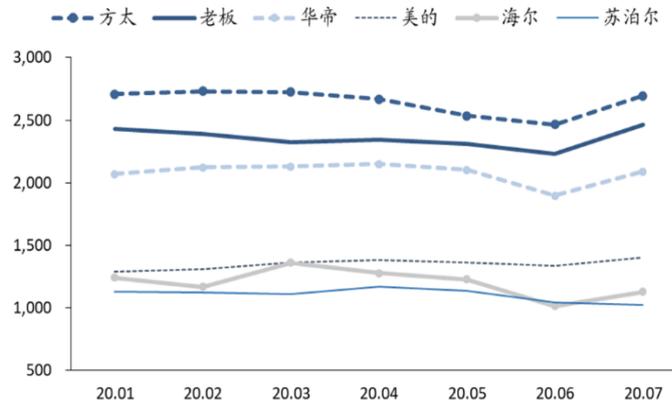
(1) 电商渠道毛利率水平一般要高于零售渠道和工程渠道, 高达约 70%, 盈利能力更强。一方面, 电商渠道铺设成本相对较低, 如门店的租金、销售人员的工资等成本都较低甚至没有; 另一方面, 电商渠道相较于零售渠道能以更低的成本覆盖更大的市场, 传播更为迅速, 获客成本也相对更低。从公司自身层面看, 老板主推大吸力中高端油烟机产品, 深受用户认可。由于大厨电安装流程复杂、耐用性高, 消费者更新频率较低, 一般更倾向于购买质量更有保障的品牌和产品, 体现在均价上, 中高端价位的产品占比更高, 根据奥维云网, 7 月 2000-2999 元的油烟机销售额占比达 35%, 市占率第一。公司通过较高的品牌定位, 精准把握消费者需求, 并不断开发差异化产品努力提升线上均价, 使得线上渠道为公司增长提供源源不断的动力。

图表 34 2020 年 1-7 月线上累计零售额市占率



资料来源：奥维云网，华安证券研究所

图表 35 各品牌油烟机线上均价 (元)



资料来源：奥维云网，华安证券研究所

(2) 公司搭乘电商红利，积极适应新消费时代，在线上推出适用于小厨房的高颜值网红油烟机，成为天猫旗舰店人气第一名，同时新任当红流量明星宋威龙成为老板中式烹饪学院代言人，公司品牌越来越年轻化。

图表 36 老板电器线上推出高颜值网红油烟机

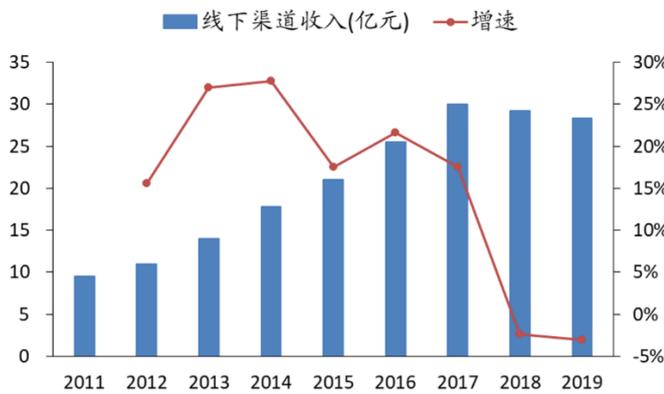


资料来源：天猫，华安证券研究所

3.3 线下零售渠道：永葆活力的代理商是公司增长的血液

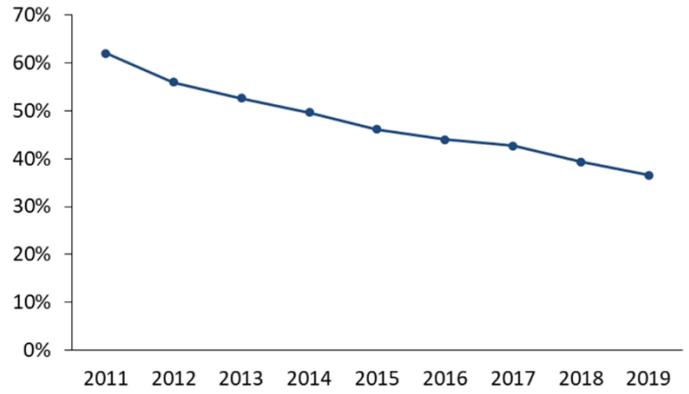
线下零售渠道一直是公司多年来稳定发展的重要支撑。一方面虽然渠道更迭日新月异，但线下零售渠道一直是占比最高的渠道，另一方面，尤为关键的是，老板电器多年来在线下零售渠道的布局和设计方面投入大量心血，打造出独特的遍布全国的代理商模式，充满活力与积极性的代理商是公司过去多年以及未来维持增长的重要血液。近年来随着工程渠道的崛起和线上渠道的发展，线下零售占比有所降低，但公司一直把零售渠道作为战略重点。老板电器线下零售渠道 2019 年营业收入达 28 亿元，占总营收比为 37%，依然是公司占比最高的销售渠道。

图表 37 老板电器线下零售渠道收入规模及增速



资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

图表 38 老板电器线下零售渠道占比



资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

老板电器线下零售渠道的稳步发展是多方面努力的结果，多年来公司一直积极致力于改革和完善线下渠道布局，目前老板电器已成为行业内终端渠道构成最完整、各终端渠道销售比例最优的企业之一。

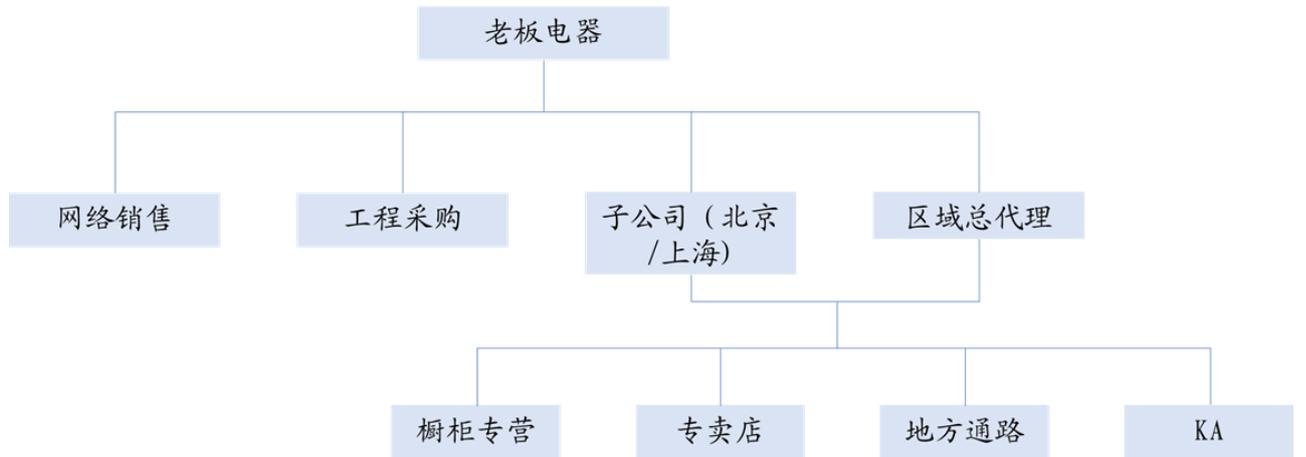
图表 39 老板电器线下零售渠道改革措施

年份	问题	主要改革措施
2005	KA 集中于一二线，且渠道费用逐渐增加	拓展自身终端渠道。开设专卖店和地方通路
2014	部分代理商在某地区做大做强话语权提升之后，不愿主动下行开发市场，三四线下沉力度不够。	试点“千人合伙人”制度，从空白地区、占有率不高、完成任务比较困难的地区开始。原先地区总代理成为企业合伙人，并将原有62个片区分割成200-300个片区，从而将渠道扁平化，加快深耕细作三四线。
2016	一、二线城市由于限购导致房屋成交量下降，三线城市的增长愈发重要。虽然三线城市专卖店覆盖率已经增长至65%左右，但三线城市门店开设速度仍然低于预期。	提出对电商、一二级市场、三四级市场分别制定单独的产品政策，三四线价格和产品体系将更加中端。
2016	每年只分拆个别代理商，而且分拆的都是地级市，因此分拆对销售增长的边际效应很小。	在三四线城市推进“城市公司计划”。城市公司设立在每个城市，由省总代理控股并管理，剩余股权由原来城市负责人控制，城市负责人负责所有的统筹、运营等，省总代理只收年末分红，权力下放。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

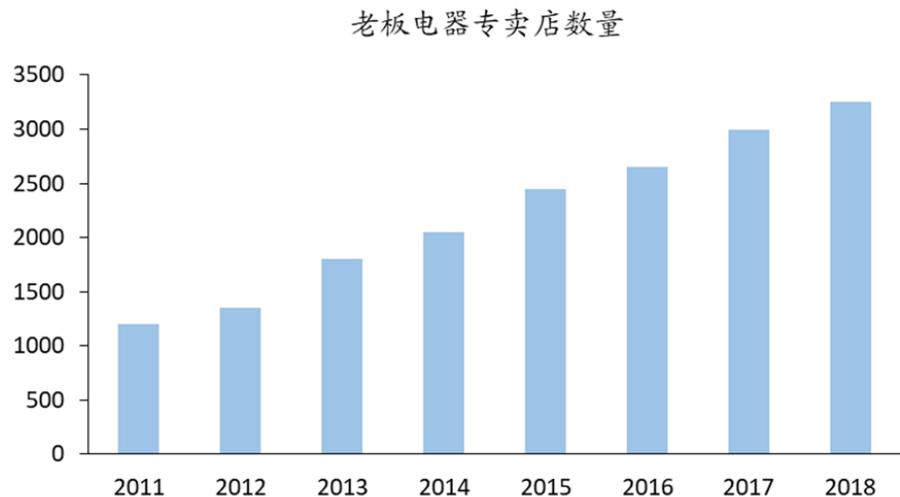
(1) 2005 年，拓展自身终端渠道，完善营销网络。2005 年之前，公司主要依靠苏宁、国美等 KA 大卖场渠道进行产品销售，苏宁、国美在当时快速开店，也帮助公司实现了销售增长。但 KA 主要集中在一二线城市使得公司产品在三四线市场的推广受限；随着 KA 渠道发展，其议价能力逐渐提升，公司渠道费用随之增长。因此公司自 2005 年开始布局自身终端渠道，开展地方通路和专卖店建设，既降低了渠道费用，也提升了渠道的自主权。2009 年公司地方通路和专卖店渠道的销售收入贡献率已达到 20% 以上。截至 2018 年，公司已在全国开设专卖店 3258 家。

图表 40 老板电器渠道结构图



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 41 老板电器专卖店数量稳步增加



资料来源：公司公告，华安证券研究所

(2) 2010 年之前，开展代理商持股，实现利益一体化。老板电器线下零售渠道采用代理制，与经销制相比，代理商无需买断企业产品，没有商品所有权，只是促成交易，从中赚取佣金。其优点在于，企业为代理商分担了部分风险，使代理商能更少地受到自身条件（如本金、风险承受能力）带来的限制，从而代理商具有更高的积极性，企业可以通过代理商获得更大的市场份额。但由于公司无法完全控制代理商行为，可能存在较高的“委托-代理”成本，会对公司营销网络稳定性和议价能力造成不利的影响。对于“委托-代理”成本，老板电器采用了股权设置、独家代理、派驻人员等措施进行了有效控制，增强了营销网络的稳定性。代理商持股制很大程度地提升了代理商的积极性，把代理商与老板电器非常紧密地联系在一起，因此在行业竞争加剧时，代理商依然能够忠于老板电器，积极为公司销售产品。

图表 42 老板电器采取措施控制“委托-代理”成本

相关措施	具体情况
股权设置	公司组织主要代理商设立银创投资。主要代理商间接持有公司股份，代理商与公司利益一体化。
重要渠道控制	KA 作为公司销售中主要的终端渠道，由公司统一控制。公司营销中心下设 KA 部负责每年与 KA 签订销售框架协议，区域总代理负责细节的洽谈和执行。
重要区域控制	北京、上海作为公司为重要的战略销售区域，由公司成立全资销售子公司面向终端渠道进行直接销售并承担专卖店开设、市场拓展以及品牌推广等工作。
排他性要求	公司在选择区域总代理时，要求代理商明确代理的排他性。通过“独家代理”方式，公司能够实现点对点、人对人的对接，有效的提高营销效率，降低营销成本；并将代理商数量控制在合理的范围内，保证代理制的顺利实现。
管理支持	根据特定区域总代理经营情况，公司不定期派驻市场督导员或财务督导员协助该区域的市场开拓工作或财务核算工作，有效规范与提升代理商的区域代理工作。

资料来源：招股说明书，华安证券研究所

(3) 2014 年，公司推行“千人合伙人”计划，进一步推动渠道扁平化。 公司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。代理商利益与公司利益更为紧密地捆绑在一起，更大程度地提高了代理商地积极性。同时，拆分经营区域，成立新的代理商公司，将原有的 62 个片区分割成 200~300 个片区，使渠道更扁平，加快深耕细作三四线城市。2014 年原有代理商 62 家，当年分拆 12 家，次年再分拆 8 家代理商。

(4) 2016 年，公司开展“城市公司计划”，加速渠道下沉。 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，权力进一步下放。城市公司主要设立在三四线城市，有力推动公司渠道下沉。截至 2018 年，公司共开设城市公司 155 家。

图表 43 公司代理商及城市公司增长情况

	2014	2015	2016	2018
代理商	年初62家 当年拆分12家	拆分8家 共有82家		
城市公司			共有101家	共有155家

资料来源：公司公告，华安证券研究所

“千人合伙人”计划和“城市公司计划”帮助公司进一步加速三四线城市，拓展收入来源。老板电器在线下零售渠道的多年深耕细作，建立了稳定且广阔的营销网络，帮助公司在行业的起起伏伏中依然稳步前进，相信未来也能继续成为公司发展的大力支撑。

3.4 其他渠道：与橱柜公司合作，为公司带来新的增长点

其他渠道包含地方通路、地方百货和以橱柜系统为主的创新渠道等，目前其他渠道占总营收比已超过 10%。其中创新渠道目前已成为公司的另一增长点。创新渠道旨在通过全屋家装、全屋家居销售产品，老板电器 2008 年便开始大力开展创新渠道，进入橱柜系统，试图与橱柜商、家居、家装公司展开合作，推广公司产品。

橱柜与厨电的配套销售率在 1:0.3 左右，即销售 10 套橱柜就可带动销售 3 套厨房电器，通过橱柜渠道实现厨电销售有较大提升潜力。公司 2008 年开始大力进入橱柜系统，通过合作网点建设、设立专职橱柜拓展部门、进行产品专供、品牌拓展等策略，积极推动创新渠道发展。尽管橱柜龙头企业如欧派也有自己的厨电产品，但消费者在购买橱柜时往往并不会选择对应品牌的厨电产品，而另行购买厨电龙头企业如老板的烟灶搭配。这是老板电器自身品牌强延伸性的重要体现。而橱柜龙头与龙头厨电企业合作能够获得更高的附加值，更好地销售自己的橱柜，两者相辅相成，相互促进。目前老板电器主要与欧派、索菲亚、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展开深入合作。

创新渠道盈利性较工程渠道更高。创新渠道与工程渠道类似，只是创新渠道接触的是消费者，而工程渠道接触的是地产商。消费者相比地产商的议价能力明显较弱，同时消费者更重视实际使用体验，会选择中高档产品。同时在橱柜厂商议价权削弱，老板电器议价权增强的背景下，老板电器总部逐步从代理商手中接过对接业务，由总部对接橱柜厂商，由代理商提供服务，进一步强化老板电器与橱柜厂商的议价权，提升盈利能力。此外，老板电器总部与部分橱柜品牌签署战略合作协议，以老板-合作橱柜品牌双品牌产品模式进行合作。

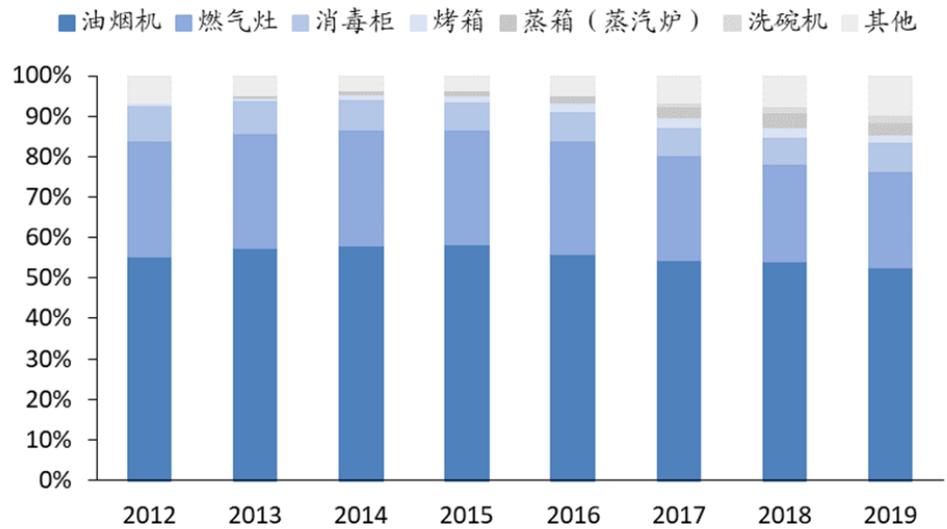
4 产品力：助力打开增长天花板

老板电器目前已形成以“烟灶消”为主导，其他品类共同发力的业务格局。烟灶品类龙头地位稳固，保障公司稳定发展；对竞争环境变化前瞻性的把握，适时发力新品类，为公司带来新的增长点。

烟灶消作为老板电器主导产品，2019 年营收占比达 83.57%。老板电器在烟灶领域龙头地位稳固，根据奥维数据，2019 年老板油烟机和燃气灶线下销售份额分别为 28.1%/25.6%，稳居市场第一。同时精准把握消费需求变化，适时推出新的品类，为公司增长提供更多元化的动力支撑。目前公司产品主要涵盖三大品类：以烟机为代表的烟灶消产品群、以蒸箱为代表的电气化烹饪产品群和以洗碗

机为代表的水厨电产品群。

图表 44 老板电器各品类收入占比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

4.1 开创大吸力油烟机，持续引领市场

老板电器 1988 年研发出我国第一台油烟机，从此一直致力于为消费者提供更好的厨房体验。公司深耕油烟机领域 30 余年，革命性地开创了大吸力油烟机，2008 年率先发布“双劲芯”技术，引领油烟机进入超大风量时代。在后续十年间陆续推出四代大吸力油烟机，不断提升产品性能，将油烟机品质做到了行业顶级。2018 年公司推出第四代大吸力油烟机，标志着油烟机进入变频时代，风量达到 22 立方米的巅峰水平。

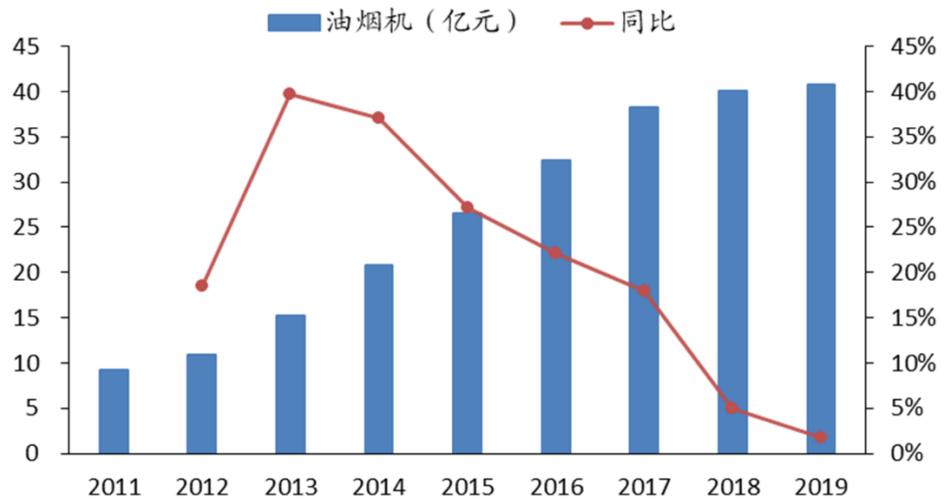
图表 45 老板油烟机发展重要节点



资料来源：公司官网，华安证券研究所

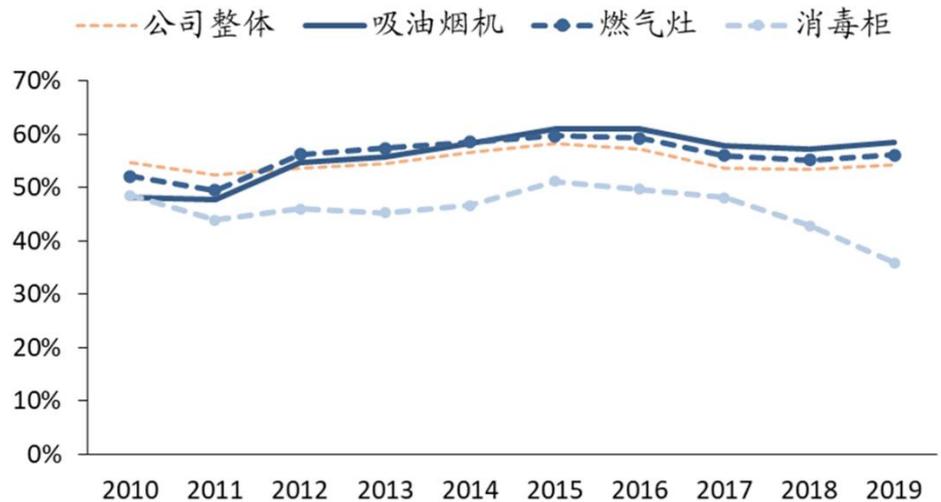
在公司对油烟机的大力普及下，油烟机渗透率逐步提升，公司油烟机收入也逐年增加，并于 2013 年实现 39.74% 的高增速，此后至 2017 年增速维持在约 20%-30% 之间，成为支撑公司发展的最大动力。同时，**高端定位的烟灶品类具有很好的盈利能力**，2019 年烟灶毛利率分别为 58.47%/56.16%，高于公司整体 54.27% 的毛利率。而新品类在刚推出的阶段盈利能力可能有限，烟灶较高的毛利率能够对其进行一定的弥补，使得公司能够减少顾虑，积极适时推新，同时公司整体的盈利能力能够得以维持。

图表 46 公司历年油烟机收入及增速



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 47 吸油烟机和燃气灶对公司毛利率贡献较高



资料来源：公司公告，华安证券研究所

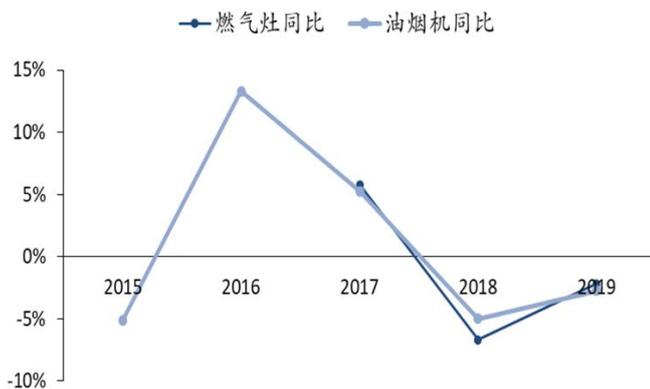
4.2 前瞻且精准，发力新品类

在新品类的推出方面，老板电器一方面十分善于发掘有潜力的品类，在市场的起步阶段便能够较早发现市场机会，推出差异化的新品，做消费潮流的引领者。另一方面，老板十分擅长把握时间点，能够及时根据市场需求和竞争环境的变化，在合适的时间推出合适的新品。

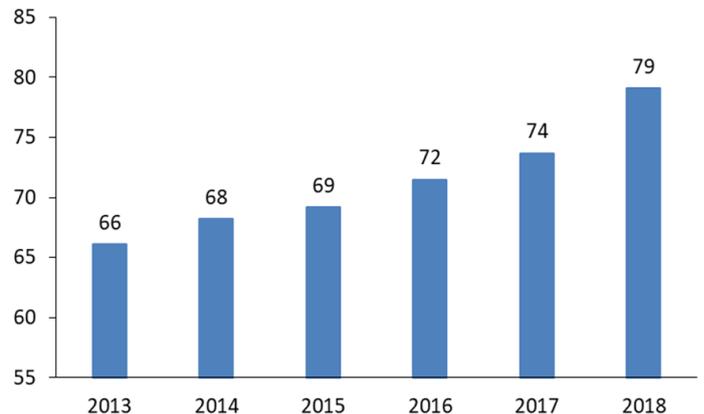
(1) 率先推动嵌入式蒸烤箱

2015年，在厨电行业经历十几年的发展后，传统烟灶行业增长相对疲软，产业在线内销增速出现负增长。从保有量看，2015年城镇家庭油烟机保有量每百户已接近70台，增长空间有限。2016年，老板电器敏锐地觉察到市场需求的变化，率先提出“保卫烟灶消、打赢嵌入式”的目标。在保持烟灶消增速的同时，加大力度推动嵌入式新品类的发展。

图表 48 烟灶内销同比增速



图表 49 我国城镇家庭油烟机每百户保有量 (台)

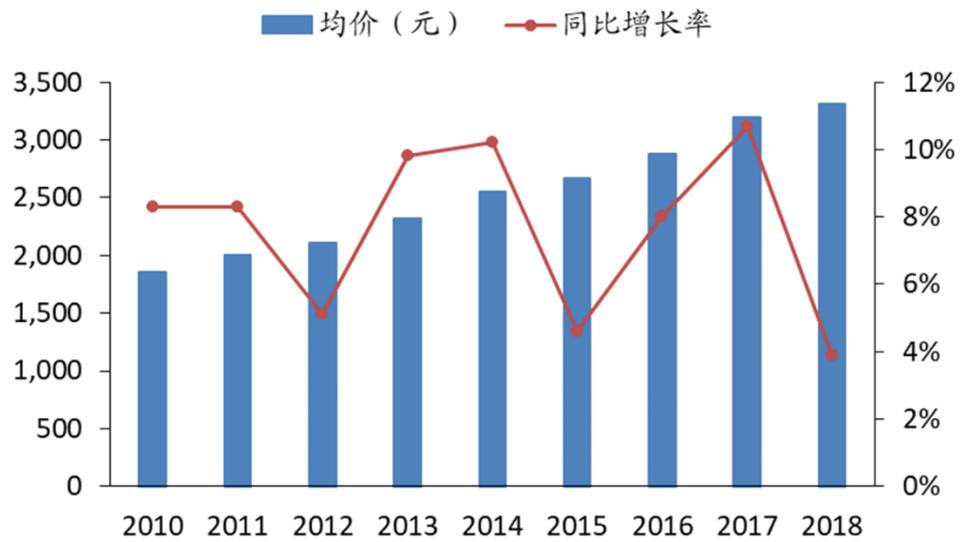


资料来源：产业在线，华安证券研究所整理

资料来源：国家统计局，华安证券研究所整理

嵌入式产品在当时能够迎合消费需求变化，并解决国内厨房空间小，难以摆放过多大件厨电的消费痛点，是非常具有潜力的品类。一方面，随着国内居民收入水平提高，人们对生活品质的追求推动消费升级，体现在厨电均价上，油烟机的均价自2016年开始上涨趋势明显。消费者能够承担并愿意尝试单价更高的嵌入式产品，而随着西方饮食对国内居民影响加深，蒸箱烤箱能为消费者带来尝鲜体验，嵌入式产品需求非常旺盛。另一方面，嵌入式产品为消费者带来全新的厨房感受，嵌入式厨电与橱柜相互结合，通过更为合理的布局 and 空间设计让厨房从杂乱中解放出来，并大幅节省厨房空间，成功地解决了厨电在小户型厨房中排放困难的困境，使得小户型厨房也能拥有完善的电器配套设施，因而深得消费者认可。根据中怡康，2016年嵌入式电烤箱、蒸汽炉、洗碗机销售额分别同比增长41.7%/58.4%/138.3%，嵌入式产品市场迅速发展，也进一步证实了老板电器眼光的精准。

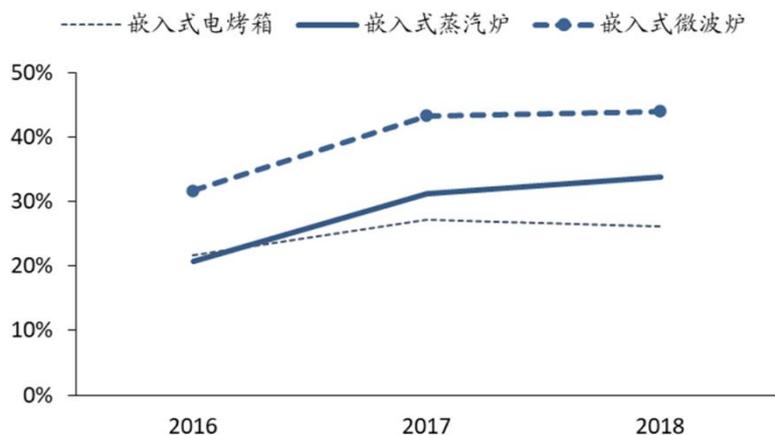
图表 50 2016-2017 年油烟机均价大幅提升



资料来源：中怡康，华安证券研究所

2016 年，老板电器在茅山智能制造基地完成了嵌入式产品产能建设，同时加强嵌入式产品研发投入，提升产品竞争力，为公司嵌入式产品的高速增长提供了坚实的基础和保障。**营销方面**，公司在线下开设“厨源”文化体验店助力消费者教育，为消费者带来沉浸式的烹饪体验，近距离地切身感受公司的厨电产品，提升了公司的品牌地位和高端影响力，并促进了嵌入式产品的销售。截至 2017 年底，公司已建成 45 家 A 类厨源店。**渠道方面**，老板凭借对电商渠道的成熟布局，大力推进嵌入式产品在线上的发展。2018 年公司成为天猫嵌入式微蒸烤行业联盟的首批成员之一，并发布专供天猫的嵌入式蒸箱新品 S273X。在公司的率先布局和全方面的努力下，老板电器嵌入式产品市场份额和市场地位取得了显著的提升，2018 年嵌入式电烤箱、蒸汽炉、微波炉销售份额分别达 26.1%、33.8%、44.1%，其中蒸汽炉和微波炉位列行业第一。

图表 51 老板电器嵌入式产品销售额市场份额



资料来源：中怡康，华安证券研究所

(2) 收购金帝，布局集成厨房

2017、2018 年集成灶市场发展迅速，根据中怡康数据，销量增速达 35%以上，老板电器适时捕捉到市场变化，及时布局集成厨房。一方面，公司 2018 年收购金帝公司 51% 的股权，正式进入集成灶领域。另一方面，除了正面与集成灶竞争外，老板电器首创性地推出差异化集成新品，有望实现弯道加速。公司于 2019 年 5 月针对中式烹饪习惯，首次推出老板品牌集成油烟机，为行业首创。相比于传统集成灶，集成油烟机有其独特之处。第一，集成油烟机仍采用向上排烟而非向下，不需要对烟道进行改装，同时避免油烟倒灌，相对而言更为方便和安全。第二，集成油烟机的烟机和灶具实际可分离，便于安装和维修。第三，老板的集成油烟机搭载烟灶智能联动技术，燃气灶或者蒸箱启动时，烟机能够自动感应，第一时间充分拦截油烟，抽取多余无用的蒸汽。目前官网已有 2 代 4 款集成油烟机产品在售，包括消毒柜款和蒸箱款，有望为老板电器进一步布局集成厨房提供助力。

图表 52 老板集成油烟机



资料来源：公司官网，华安证券研究所

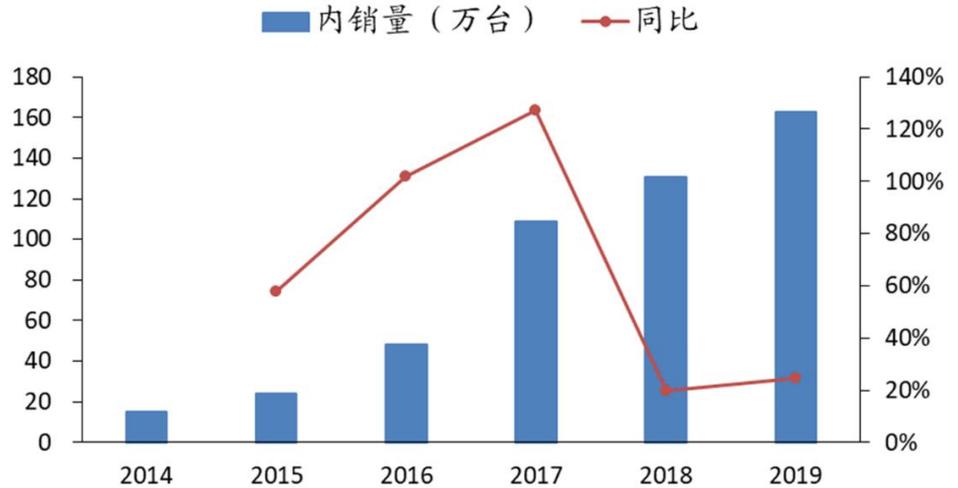
(3) 发力洗碗机，差异化战略抢占市场

随着 80、90 后逐渐成为消费主力，年轻人更愿意支出更高价格来换取更好的生活品质。在这样的背景下，洗碗机未来前景一片广阔。作为国内新兴厨电产品之一，相比发达国家 60%-70% 的渗透率，我国目前洗碗机渗透率仅个位数，有巨大的发展空间。根据产业在线数据，2014 年我国洗碗机内销量仅 15.1 万台，

2019 年提升至 162.5 万台，CAGR 达 60.83%。

老板电器早在 2014 年就已发现洗碗机的崛起之势，2015 年已做好了多款洗碗机的产品储备，率先布局洗碗机领域。

图表 53 产业在线洗碗机内销量



资料来源：产业在线，华安证券研究所

而在洗碗机的定位上，老板电器更是独树一帜，主打中式烹饪，推出差异化特色产品，直击消费者痛点。与西门子西式洗碗机和方太水槽洗碗机不同，老板电器提出“创造中国新厨房”理念。一方面，中式烹饪具有油多味重的特点，国内消费者购买洗碗机最关注的也往往是能否洗得干净。老板针对中式烹饪特点，开发出专为中国厨房定制的强力洗洗碗机，研发出万向喷淋旋洗的创新专利，能够实现 360°强劲冲刷，解决深层清洗难题；另一方面，洗锅也非常困扰中国家庭，老板电器推出的洗碗机另一大功能便是能够把锅放进去一起洗，从形态、性能指标等多维度全面升级。

图表 54 老板可以洗锅的强力洗洗碗机



资料来源：公司官网，华安证券研究所

除传统嵌入式洗碗机外，老板电器 2019 年上半年就已推出台嵌两用式洗碗机，并在 2020 年发力台式产品。如前文所述，台式洗碗机只需简单安装即可使用，可以一定程度上摆脱地产的限制，老板电器发力台式品类，未来将有非常大的增长空间。

2018 和 2019 年老板电器洗碗机分别实现收入 1.1 亿元和 1.4 亿元，分别同增 55%/32%，高于洗碗机行业整体增速。

图表 55 老板台嵌两用式洗碗机



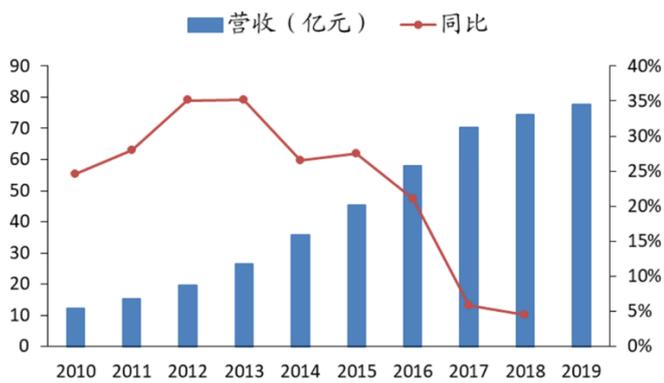
资料来源：公司官网，华安证券研究所

我们认为,老板电器在品类选择上,具有独特的眼光和适时灵活转变的能力,这将有助于公司未来在变幻丰富的消费市场精准把握消费者需求和正确的时机,推出受到消费者认可的产品。

5 财务分析: 营收和盈利能力维持行业领先水平

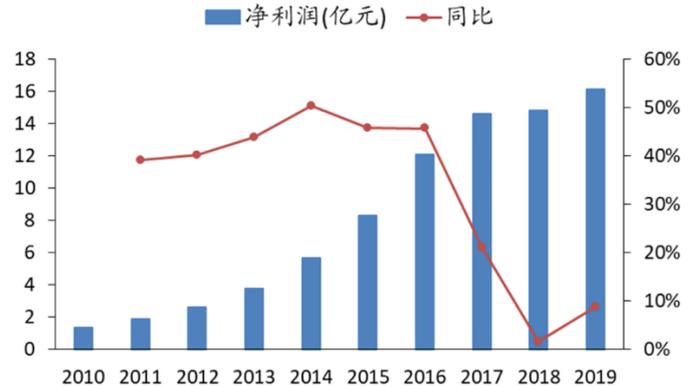
老板电器作为厨电行业龙头,历年营收和净利润增速都维持在较高水平。净利润与营收趋势基本保持一致。老板电器 2019 年营业总收入为约 77.61 亿元,高于华帝股份与万和电气,而在老板电器上市之初,老板电器营业总收入低于华帝股份与万和电气。老板电器在 2014 年至 2016 年实现营业收入的反超,这一时期是老板电器实施多元渠道和渠道下沉战略力度最大的时期。

图表 56 老板电器历年营收及同比增速



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

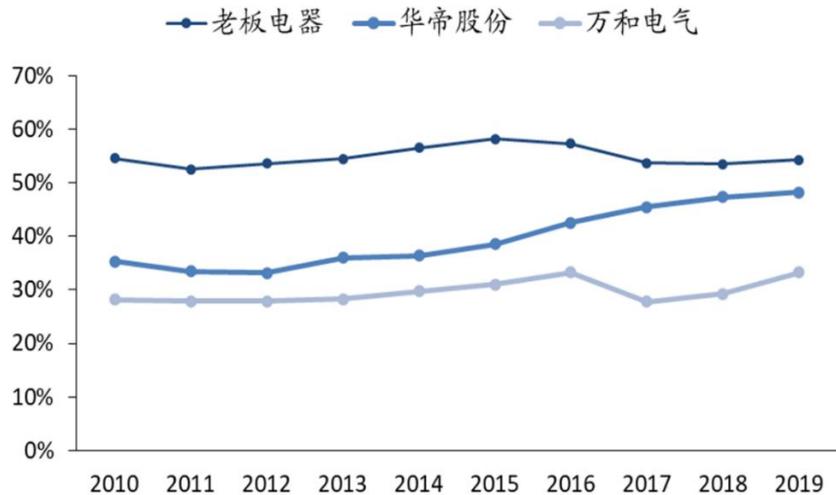
图表 57 老板电器历年净利润及同比增速



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

盈利能力方面,公司毛利率一直处于行业较高水平,盈利能力较强。这一方面得益于公司的高端定位,烟灶等主要产品毛利率维持较高水平;另一方面从渠道看,公司独有的线下渠道代理制模式,使得代理商力争高价销售的动力较强;同时公司电商渠道布局成熟,盈利能力较强的电商渠道进一步推动公司毛利率提升。2015 以来毛利率水平有所降低,主要是因为原材料价格波动以及工程渠道占比提升,但随着工程渠道公司议价能力提升和产品、客户结构改善,未来毛利率将有所提升。

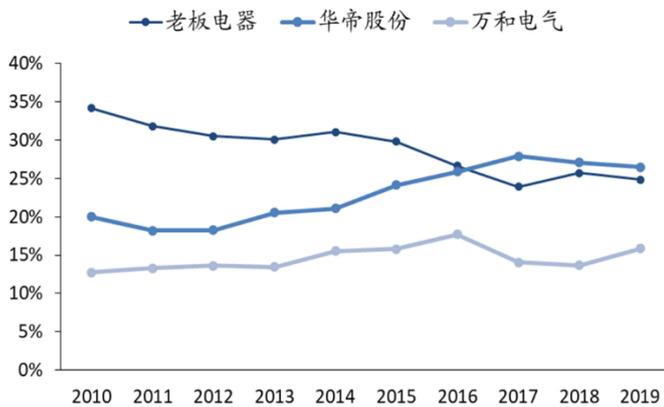
图表 58 可比公司毛利率对比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

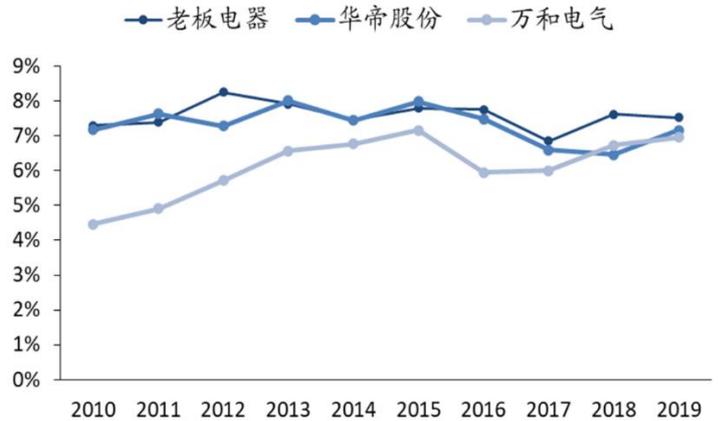
老板电器销售费用率总体呈下降趋势。老板电器 2019 年销售费用率约为 24.85%。老板电器销售费用率的下降同样得益于渠道的变革。这十年来，老板电器着重发展工程渠道、线上渠道等新兴渠道。这些新兴渠道销售费用率比传统渠道低很多，随着新兴渠道销售收入占比不断增加，老板电器销售费用率下降趋势显著。公司管理费用率保持相对稳定，2019 年为 7.5%。

图表 59 可比公司销售费用率对比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

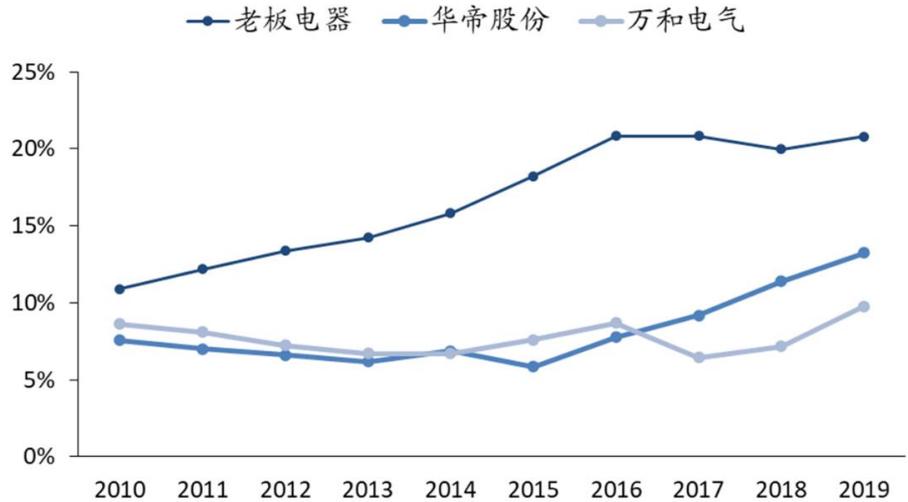
图表 60 可比公司管理费用率对比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

老板电器盈利能力强，净利率水平领先。公司近年来净利率基本维持在 20% 左右的水平，相比华帝和万和电气净利率低于 13%，公司具有良好的成本和费用管理能力。

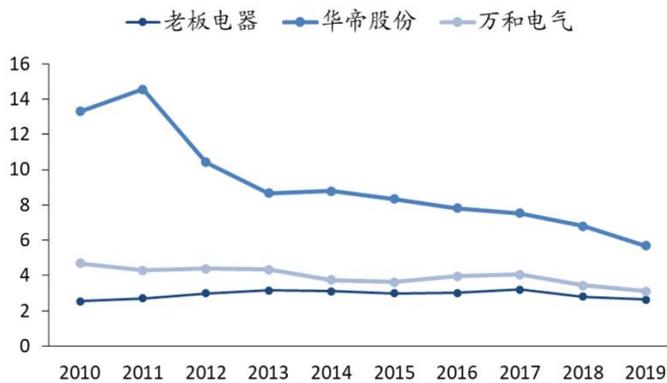
图表 61 可比公司净利率对比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

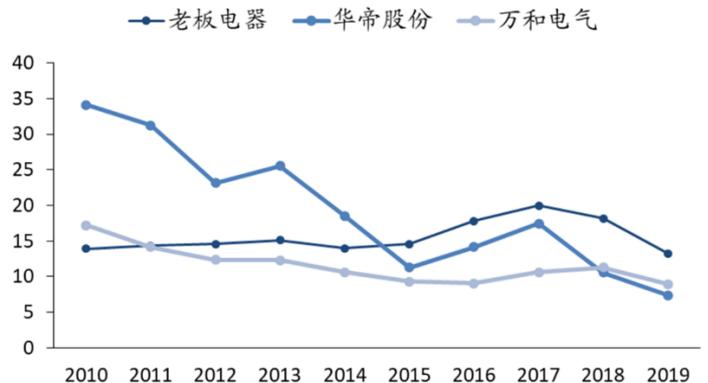
营运能力方面，公司存货周转率相对稳定，应收账款周转率整体呈上升趋势，说明公司回款能力以及在企业上下游之间的话语权逐渐加强。由于公司实行的是代理制，代理商提货后仍然计作公司存货，因此随着渠道的扩张，公司的存货水平随之上升，存货周转率水平相对较低。

图表 62 可比公司存货周转率 (%)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 63 可比公司应收账款周转率 (%)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

6 盈利预测及投资建议

随着疫情影响渐消以及竣工回暖，厨电龙头老板电器预计将迎来明显边际改善。我们预测 2020-2022 年公司营业收入分别为 83.05/94.89/106.75 亿元，同增 7%/14%/13%。具体分渠道看：

- **工程渠道：**精装修渗透率提升趋势较为确定，而且公司在精装修领域龙

头地位稳固，和地产商合作关系稳定，预计工程渠道 2020-2022 年收入增速分别为 35%/30%/28%，随着基数的上升，增速有所下降；工程渠道收入占比将逐渐提升，2022 年预计将达到 30%。

- **电商渠道：**2020 下半年电商渠道环比改善明显，预计 2020 全年电商增速为 10%左右，未来两年预计能够维持稳定的增长。2020-2022 年电商收入增速预测分别为 11%/9%/8%。

- **线下零售渠道：**2020 年 Q1 公司线下零售受疫情影响较大，但自 Q2 起经营情况恢复显著，预计今年三季度能够实现正增长，2021 年在今天的低基数上能够实现较高速增长。2020-2022 年线下零售收入增速预测分别为 -9%/10%/5%。

图表 64 老板电器分渠道收入预测

(单位: 亿元)	2019A	2020E	2021E	2022E
工程渠道	13.97	18.86	24.52	31.39
YOY		35%	30%	28%
电商渠道	25.95	28.78	31.37	33.88
YOY		11%	9%	8%
线下渠道	28.35	25.80	28.43	29.86
YOY		-9%	10%	5%
其他渠道	9.33	9.61	10.57	11.62
YOY		3%	10%	10%
合计	77.61	83.05	94.89	106.75
YOY		7%	14%	12%

资料来源：公司公告，华安证券研究所预测

图表 65 老板电器分渠道占比预测

	2019A	2020E	2021E	2022E
工程渠道	18.01%	22.71%	25.84%	29.40%
电商渠道	33.43%	34.65%	33.06%	31.74%
线下渠道	36.53%	31.07%	29.96%	27.97%
其他渠道	12.03%	11.57%	11.14%	10.89%

资料来源：公司公告，华安证券研究所预测

从毛利率来看，随着工程渠道占比提升，公司整体毛利率预计有降低趋势，随着公司议价能力提升和客户结构改善，毛利率将保持相对稳定。预计 2020-2022 年公司毛利率分别为 53.4%/53.0%/52.5%。

随着地产增速趋缓，厨电行业高速增长的阶段已经过去，但我们认为厨电行业在新阶段下仍然有广阔的市场空间。除了市场普遍认可的确定性较强的精装修渠道外，台式品类扩张带来的非地产相关需求、未来的存量房更新需求等都将成为老板电器带来中短期乃至长期更大的发展空间。从公司自身层面看，我们通过复盘老板电器的发展路径，发现公司在不同的阶段都能够非常地具有先见之明，把

握市场变化，在电商发展加速时率先大力发展电商渠道，在精装修爆发前就逐步布局工程渠道。老板电器能够把握住每一次渠道机会说明公司的内驱力、组织系统具备前瞻性挖掘新增长动能的引擎，即使行业发展进入瓶颈期，公司自身的引擎也将为其挖掘新天地。

我们预计公司 2020-2022 年收入分别为 83.05、94.89、106.75 亿元，同比分别+7.0%、+14.3%、+12.5%，归母净利润分别为 17.6、19.7、22.1 亿元，同比分别+10.4%、+12.3%、+12.1%，当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别 17.76x、15.81x、14.10x，给予增持评级。

风险提示：

地产回暖不及预期，台式新品类扩张不及预期。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	9052	10913	13379	16060	营业收入	7761	8305	9489	10675
现金	4054	5625	7591	9745	营业成本	3549	3871	4460	5071
应收账款	726	684	817	906	营业税金及附加	67	66	80	88
其他应收款	111	105	125	139	销售费用	1928	2075	2378	2669
预付账款	50	59	66	76	管理费用	284	284	336	376
存货	1339	1478	1696	1931	财务费用	-83	-131	-179	-235
其他流动资产	2772	2962	3084	3263	资产减值损失	-9	0	0	0
非流动资产	1600	1733	1853	1978	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	4	4	4	4	投资净收益	127	111	134	152
固定资产	826	820	810	802	营业利润	1872	2049	2304	2586
无形资产	220	246	272	297	营业外收入	4	3	3	3
其他非流动资产	550	663	768	875	营业外支出	4	3	3	3
资产总计	10652	12646	15232	18038	利润总额	1872	2048	2304	2586
流动负债	3557	3778	4370	4938	所得税	257	275	310	349
短期借款	0	0	0	0	净利润	1614	1773	1995	2237
应付账款	1395	1462	1707	1932	少数股东损益	24	18	22	25
其他流动负债	2162	2316	2663	3006	归属母公司净利润	1590	1756	1972	2212
非流动负债	121	121	121	121	EBITDA	1743	1800	1973	2167
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.68	1.85	2.08	2.33
其他非流动负债	121	121	121	121					
负债合计	3678	3898	4490	5059					
少数股东权益	110	127	150	175	主要财务比率				
股本	949	949	949	949	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
资本公积	402	402	402	402	成长能力				
留存收益	5514	7269	9242	11453	营业收入	4.5%	7.0%	14.3%	12.5%
归属母公司股东权益	6864	8620	10593	12804	营业利润	10.0%	9.4%	12.5%	12.2%
负债和股东权益	10652	12646	15232	18038	归属于母公司净利	7.9%	10.4%	12.3%	12.1%
					获利能力				
					毛利率 (%)	54.3%	53.4%	53.0%	52.5%
					净利率 (%)	20.5%	21.1%	20.8%	20.7%
					ROE (%)	23.2%	20.4%	18.6%	17.3%
					ROIC (%)	20.2%	16.8%	15.1%	13.8%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	34.5%	30.8%	29.5%	28.0%
					净负债比率 (%)	52.7%	44.6%	41.8%	39.0%
					流动比率	2.54	2.89	3.06	3.25
					速动比率	2.15	2.48	2.66	2.85
					营运能力				
					总资产周转率	0.73	0.66	0.62	0.59
					应收账款周转率	10.69	12.14	11.62	11.78
					应付账款周转率	2.54	2.65	2.61	2.62
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.68	1.85	2.08	2.33
					每股经营现金流(薄)	1.64	1.78	2.16	2.34
					每股净资产	7.23	9.08	11.16	13.49
					估值比率				
					P/E	20.18	17.76	15.81	14.10
					P/B	4.67	3.62	2.94	2.43
					EV/EBITDA	16.09	14.19	11.95	9.89

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。