

54 家机构扎堆调研！JP 摩根、易方达、博时、景顺都来了！什么情况？

10 月 29 日晚间，这家公司发布了三季报——2019 年前三季度，实现营业收入 56.25 亿元，同比增长 **4.29%**；归母净利润为 10.86 亿元，同比上升 **7.31%**，经营活动现金流 10.35 亿元，毛利率为 55.04%，净利率为 19.6%。

乍看表现平平，但如果拆分第三季度单列来看，营业收入 20.98 亿元，同比增长 **10.56%**，归母净利润 4.15 亿元，同比增长 **18.20%**，较上半年明显回升。

于是，三季报发布后，引来 54 家机构扎堆调研，不乏安信证券、博时基金、景顺长城基金、易方达基金、兴业资管、海通资管等国内机构，以及 J. P. Morgan Asset、麦肯齐投资、凯伦咨询等海外机构。

它，就是厨电龙头，**老板电器**。上市后 8 年时间里，其营业收入复合增速 28.67%，净利润复合增速 43.37%，ROE 常年保持在 20% 以上，股价在 8 年时间上涨 10 倍。

但也正因如此，当其 2017 年业绩增速不及预期时，它遭遇了“戴维斯双杀”，股价从 51.85 元/股下跌至低点的 18.07 元/股，跌幅高达 65%，估值从 33 倍下杀至 15 倍。



图：股价（单位：元/股）
来源：wind

不过从投资回报的角度看，其剔除现金后的 ROIC 常年在 100% 以上，2016 年至 2018 年分别达到 143.3%、145.2%、102.8%，远高于安防巨头海康威视（62%），以及宁德时代（39%）、奶制品龙头伊利股份（52%）、水泥巨头海螺水泥（41%）。所以，尽管增速放缓，其仍然受到不少长期投资者青睐，比如兴全基金、天弘基金、安信基金等。但相比二季度，中金、天弘基金仓位有所增加，中国香港中央结算、新加坡政府投资等仓位有所减少。

序号	基金代码	基金简称	持流通股数量 (万股)	持流通股市值 (万元)	占流通股(含锁定期)比例 (%)
1	000577.OF	安信价值精选股票	1,133.64	29,814.78	1.19
2	000974.OF	安信消费医药股票	558.70	14,693.74	0.59
3	420003.OF	天弘永定价值成长混合	216.88	5,703.87	0.23
4	420001.OF	天弘精选混合	162.55	4,275.11	0.17
5	340001.OF	兴全可转债混合	154.18	4,054.81	0.16
6	310358.OF	申万菱信新经济混合	120.00	3,156.00	0.13
7	164205.OF	天弘文化新兴产业	76.87	2,021.68	0.08
8	000545.OF	中邮核心竞争力灵活配置混合	65.00	1,709.46	0.07
9	001030.OF	天弘云端生活优选	64.74	1,702.76	0.07
10	688888.OF	浙商聚潮产业成长混合	42.86	1,127.13	0.05

图：机构持仓情况（单位：股）来源：东方财富 Choice 数据

本报告中，《并购优塾》将根据三季报，对其财务模型 Excel 表格进行更新，并为大家梳理三季报的核心要点：

从增长质量来看——营业收入同比增长 4.29%，应收账款同比增长 63.55%，存货同比减少 6.2%，销售费用同比增长 4.12%，预收款同比减少 10.98%，经营活动现金流同比下滑 13.78%。

乍一看，营业收入增速低于应收账款增速，似乎是坏事。但其实，背后主要原因是增速较快的核心业务导致，反而是好事：面向大型地产商的工程渠道收入增速增长较快，前三季度，工程渠道销售额同比增速，超过 100%。因对地产商话语权较强，导致此处应收增长。从盈利能力来看——2019 年前三季度，净利率 19.56%，同比增加 0.72 个百分点，主要是受益于冷轧板、铜等原材料成本不断下行，以及减税降费影响，使得成本下降，毛利率提升。

从营运能力来看——2019 年三季度末，应收票据及账款同比上升 37.69%，应收账款周转天数增加 5.8 天至 22.8 天，主要是账期较长的工程渠道收入占比增加所致。但同时，应付票据及应付账款同比增长 61%，且存货周转天数下降 7.6 天至 138.8 天。可见，其通过占用上游供应商资金、加快存货周转，减轻了工程渠道回款慢对经营现金流的负面影响。

简单总结这份三季报：业绩强势回升，工程渠道爆发式增长。

这样的数据之下，今天，在对建模报告做更新之前，我们必须思考几个问题：

1) 其三季报发布后，到底有哪些值得分析的因子？从财务建模角度，这些变动的因子，将如何影响财务建模？ 2) 2019 年三季报业绩，与之前的预估相差多少？其中，有哪些数据假设需要做更新？

3) 此次，根据 2019 年三季报更新后的数据，在什么样的区间？和之前的数据相比，到底是贵了，还是便宜了？今天，我们就从**老板电器**入手，来研究厨电产业特征，以及估值建模逻辑。对家电产业，之前我们还对**格力电器**、**美的集团**做过建模，此外还研究过**苏泊尔**、**飞科电器**、**浙江美大**、**石头科技**……可购买优塾团队的专业版报告库，获取之前我们做过的部分重点案例估值建模报告以及详细 EXCEL 财务模型，乃至上百家公司和数十个行业的深度研究，深入思考产业本质。

— 01 —



2019 三季报更新

到底哪些数据才是关键点？



由于三季报没有分项数据拆分披露，因此，我们主要通过依据掌握的变量因子，确定是否调整假设，调整部分用紫色字体标出；否则仍用中报更新的蓝色字体表示。

主要估值假设，有以下几部分：

1) 收入增速——2019 年前三季度，实现营业收入 56.25 亿元，同比增加 4.29%，

与我们的预测增速 4% 差异不大，基本维持中报假设。其中：

传统烟灶：受行业需求下行拖累，2019 年上半年，油烟机、燃气灶增速同比下降 1.11%、1.74%，低于我们之前的预测增速（8.92%），此处我们予以适当调整。

值得注意的是，随着精装房比例提升，原有零售渠道的部分厨电需求，被工程渠道截流，且从本案工程渠道收入增速（同比 80% 以上）来看，说明工程渠道对整体收入增速提升，影响较大。因此，我们会新增一种收入预测方法——按照渠道拆分油烟机收入，并与原有方法相互印证。

消毒柜：上半年同比增长 8.71%，与我们预测的全年增速（8%）基本一致，此处维持原有假设。

新品类：占收入比 7% 左右，上半年增速同比下降 0.9%，低于我们的假设（2018 年增速 35%），我们予以调整。

小家电：占收入比 3%，2019 年前半年增速较慢，同比下降 3.3%，考虑下半年增速高于上半年增速。此处，我们继续维持原有假设。

2) 分析师预期——WIND 一致预测（37 家机构），老板电器未来 3 年营业收入增速分别为 6.21%、10.09%、11.23%（~~7.47%、10.76%、10.96%~~）。

其中，华泰证券预测增速为 7.5%、15.8%、16.5%，海通证券预测增速为 5.95%、13.72%、12.28%（~~3.4%、8.7%、9.8%~~），华创证券预测增速为 6.24%、10.47%、11.46%，广发证券预测增速为 5.86%、13.72%、12.28%（~~5.4%、9.7%、8.4%~~），光大证券预测增速为 9.61%、10.91%、9.39%，Morgan Stanley 预测增速为 6.88%、11.58%、11.45%，天风证券预测增速为 5.79%、10.77%、12.44%。整体来看，外部分析师预期增速与我们的预期相差不大。

3) 成本假设（毛利率变化）——2019 年前三季度，其毛利率 55.04%，同比增长 1.74 个百分点，变动较小，但是考虑毛利率较低的工程渠道占比提升影响，我们小幅调整原有假设。

4) 费用率假设——2019 年前三季度，其管理费用率及销售费用率与我们预测

值相差不大，这部分预测保持不变。

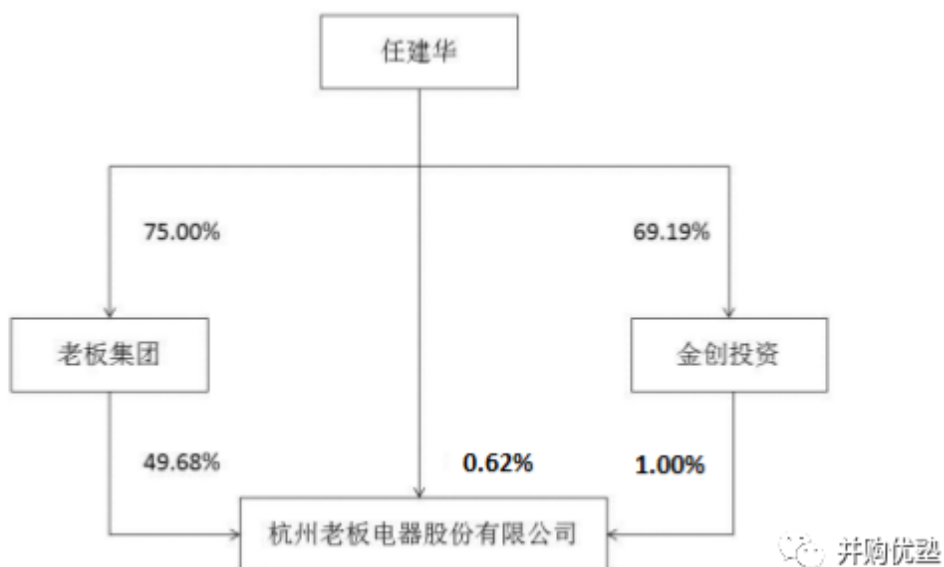
5) 其他假设——2019 年前三季度，其资本支出变化符合预期，营运资本中，由于工程渠道账期较长（1 年），因此调整应收款项假设，其他项目维持原假设不变。

以下，附上更新后的建模报告，以及数据调整后的 Excel 表，大家可以将更新部分和以前的数据做一些仔细对比，深入感受一下——根据三季报，基本面到底发生了哪些细微变化？这些细微的变化因子，将如何影响内含价值？

— 02 —

巨头，成长▼

老板电器 2010 年上市，实控人为任建华，直接和间接持股 51.37%。其股东名单中，金创投资和银创投资，分别是其高管、代理商、技术骨干等核心团队持股的主体。



图：股权结构（单位：%）来源：公司公告

另外，其股东名单中还有兴全基金、天弘基金、安信基金等机构。但是，相比二季度，中金、天弘基金仓位有所增加，中国香港中央结算、新加坡政府投资等仓位有所减少。

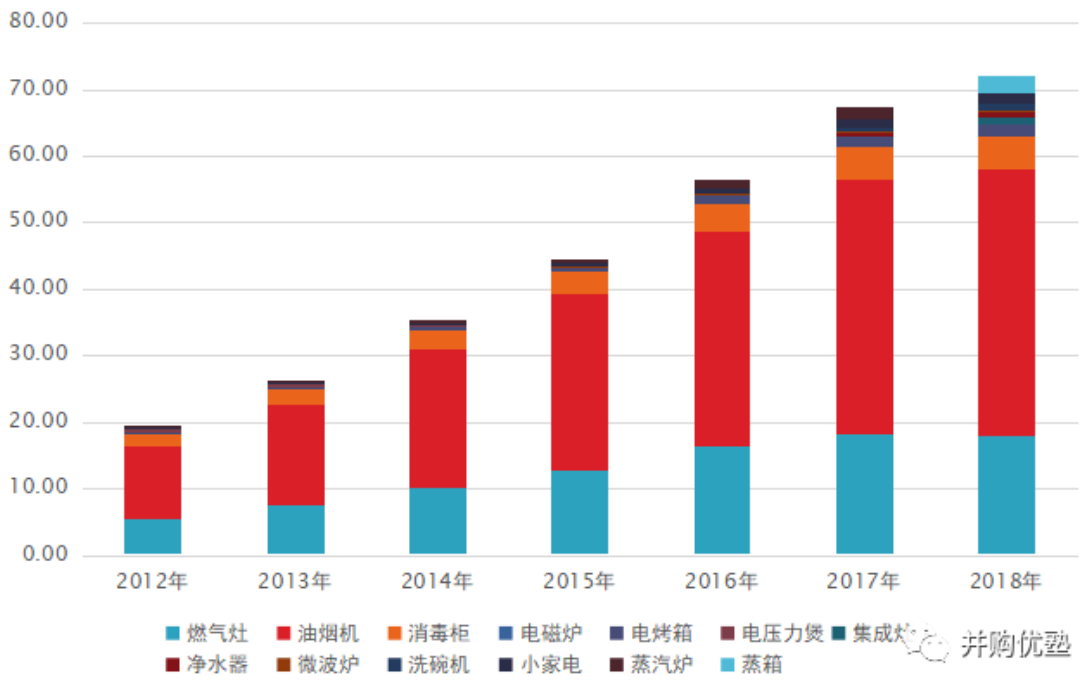


序号	基金代码	基金简称	持流通股数量 (万股)	持流通股市值 (万元)	占流通股(含锁定期)比例 (%)
1	000577.OF	安信价值精选股票	1,133.64	29,814.78	1.19
2	000974.OF	安信消费医药股票	558.70	14,693.74	0.59
3	420003.OF	天弘永定价值成长混合	216.88	5,703.87	0.23
4	420001.OF	天弘精选混合	162.55	4,275.11	0.17
5	340001.OF	兴全可转债混合	154.18	4,054.81	0.16
6	310358.OF	申万菱信新经济混合	120.00	3,156.00	0.13
7	164205.OF	天弘文化新兴产业	76.87	2,021.68	0.08
8	000545.OF	中邮核心竞争力灵活配置混合	65.00	1,709.46	0.07
9	001030.OF	天弘云端生活优选	64.74	1,702.76	0.07
10	688888.OF	浙商聚潮产业成长混合	42.86	1,127.13	0.05

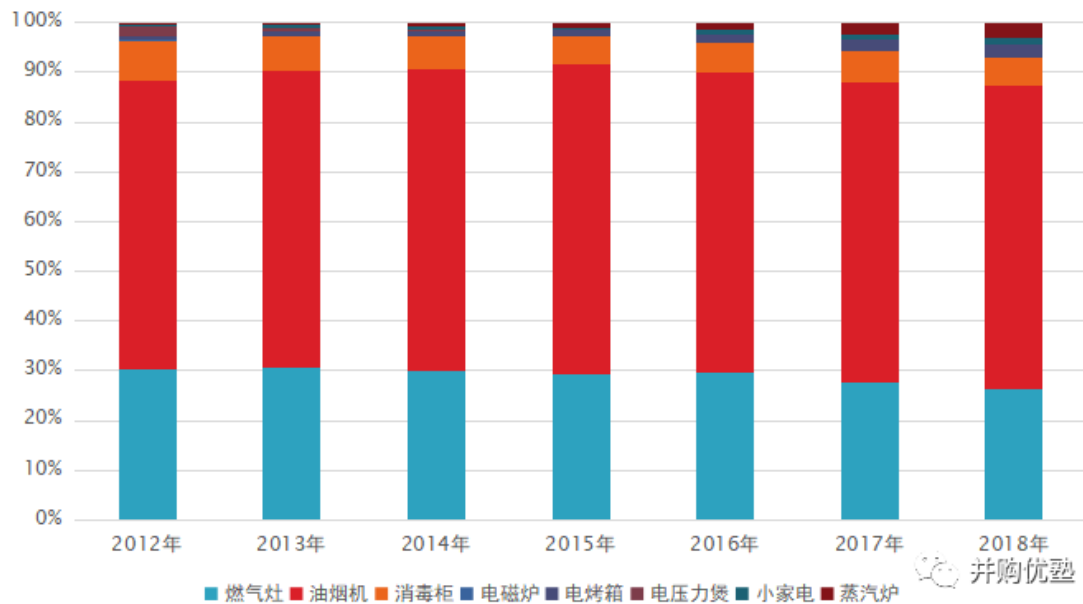
图：机构持仓情况（单位：股）来源：东方财富 Choice 数据

其主要产品为吸油烟机、燃气灶和消毒柜，占收入的比重在 90%以上。另外，还有电压力煲、电磁炉、电热水壶、食品加工机等配套厨房小家电，旗下有“老板”（高端）、“名气”（中低端）、“帝泽”（奢侈品牌）、“金帝”（集成灶）等多个品牌。

其中，吸油烟机是其收入的主要来源，占比在 55%以上，其次是燃气灶，占比 28%左右。



图：收入结构（单位：%）来源：优塾团队



图：毛利结构（单位：%）来源：并购优塾

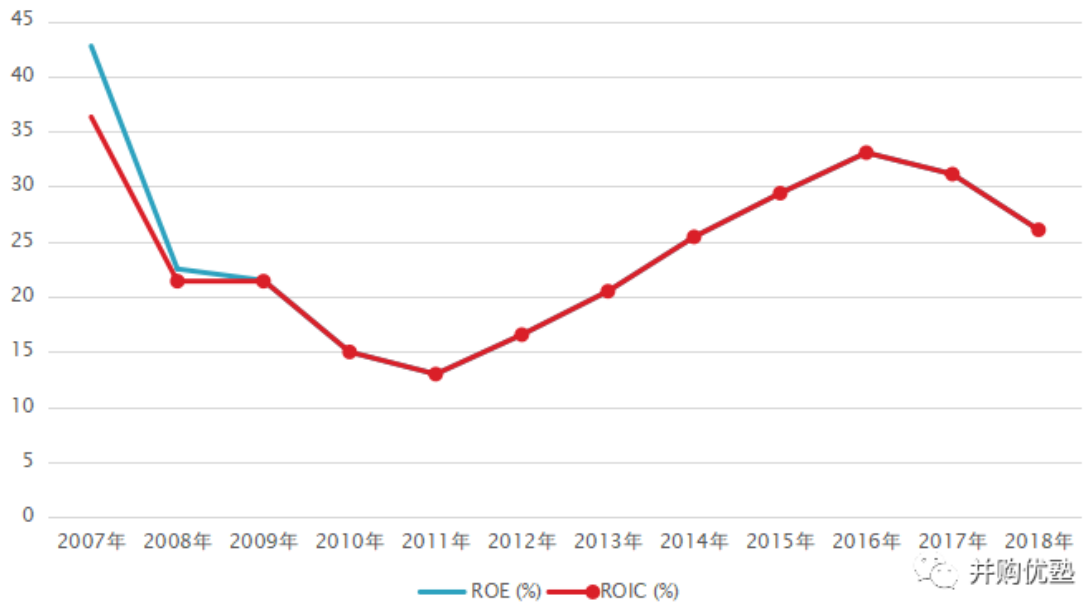
2016年至2019年三季度，其营业收入分别为57.95亿元、70.17亿元、74.25亿元、56.25亿元，扣非净利润分别为11.47亿元、14.06亿元、13.91亿元、10.86亿元，经营活动现金流量净额分别为15.45亿元、12.56亿元、15.09亿元、10.35亿元，销售毛利率分别为57.31%、53.68%、53.42%、55.04%，净利率分别为20.83%、20.82%、19.98%、19.6%。从产业链角度看，厨电行业上游是不锈钢、冷轧板、铝、铜、玻璃等大宗原材料行业和电机等零部件行业，比较分散，本案前五大供应商集中度为21.4%，供应商话语权较弱。其下游面对终端消费者，本案采用非买断式代理制销售模式，终端渠道以KA（全国性家电连锁和建材家居超市，如苏宁电器、国美电器等）、专卖店为主，还有部分工程采购、电商销售等新兴渠道，前五大客户集中度29.93%。

以上生意模式以及产业链形态，形成了本案如下的报表结构：

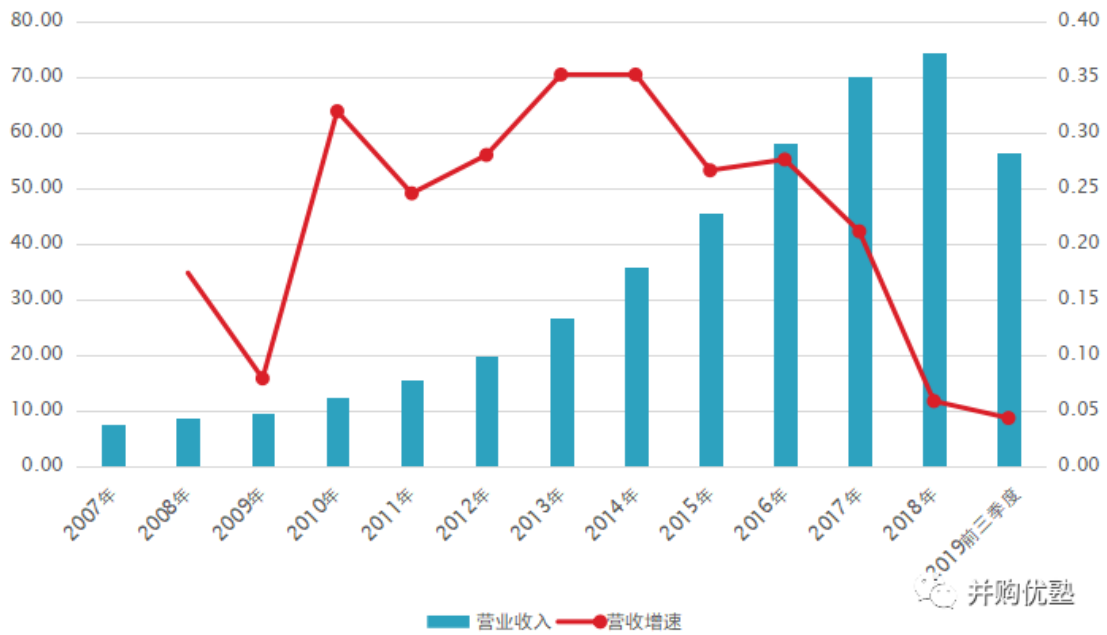
从资产负债表结构来看——以2019年三季度为例，资产总额100.74亿元，科目占比从大到小，有：货币资金（32.22%）、其他流动资产（占比16.48%，主要是保本型理财产品），应收票据（16.26%）、存货（12.44%）；总负债35.98亿元，占资产比重较大的有应付账款（16.65%）、预收账款（9.95%）。

从利润表结构来看——以2019年三季度为例，其营业收入56.25亿元，44.96%花在营业成本上，27.68%花在销售费用上，3.26%花在管理费用上，3.27%花在了研发费用上，之后，剩下19.56%的净利润。

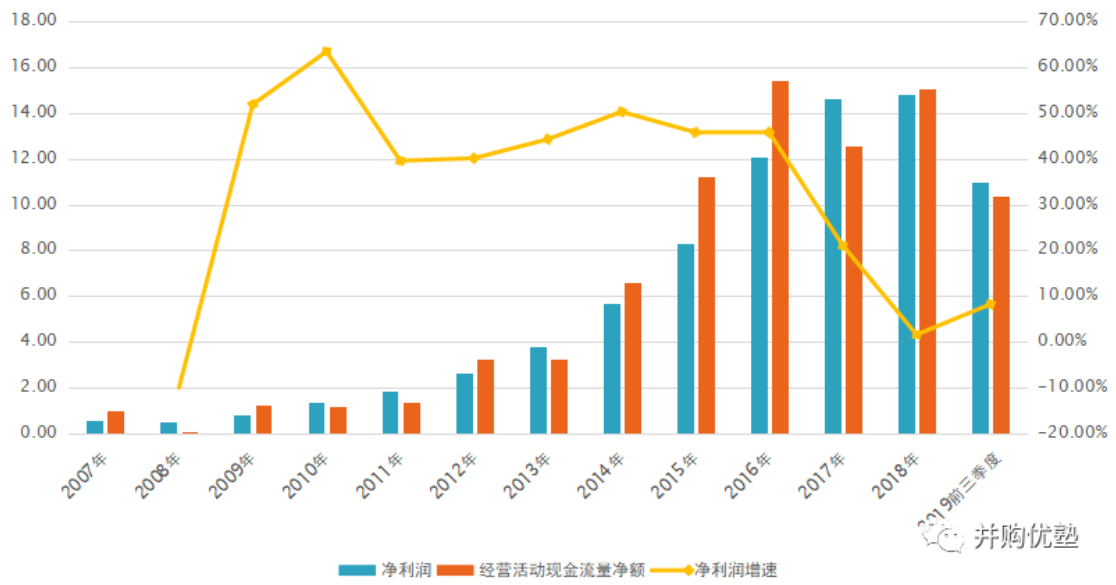
接着，我们来看基本面图表：



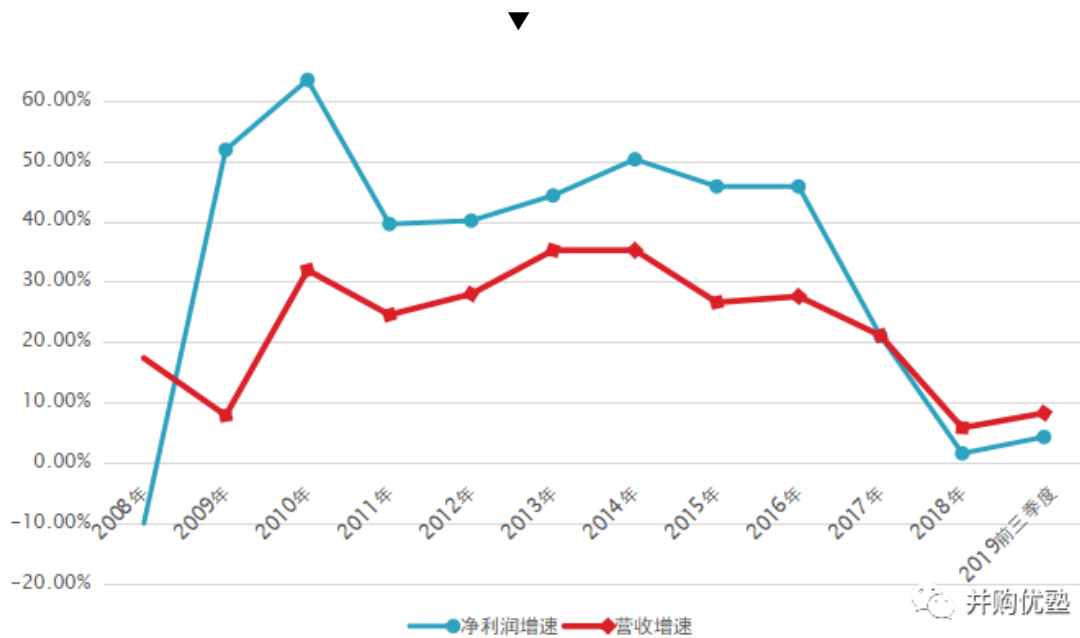
图：ROE&ROIC（单位：%）来源：并购优塾



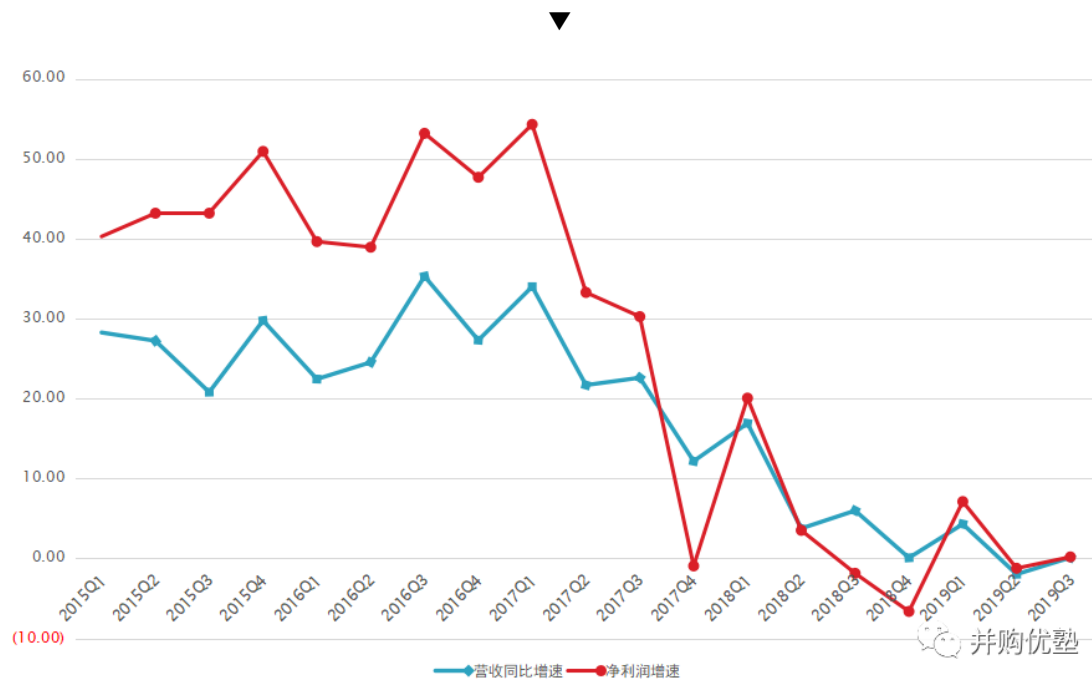
图：营业收入 VS 收入增速（单位：亿元、%）
来源：并购优塾



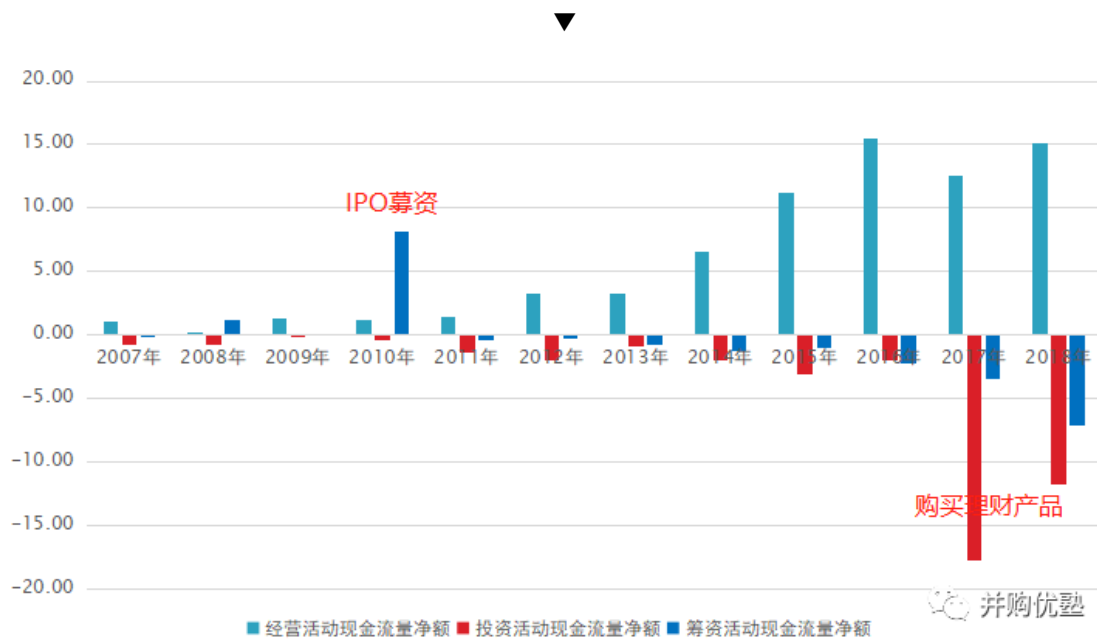
图：净利润、净利润增速、经营活动现金流量净额（单位：亿元、%）来源：并购优塾



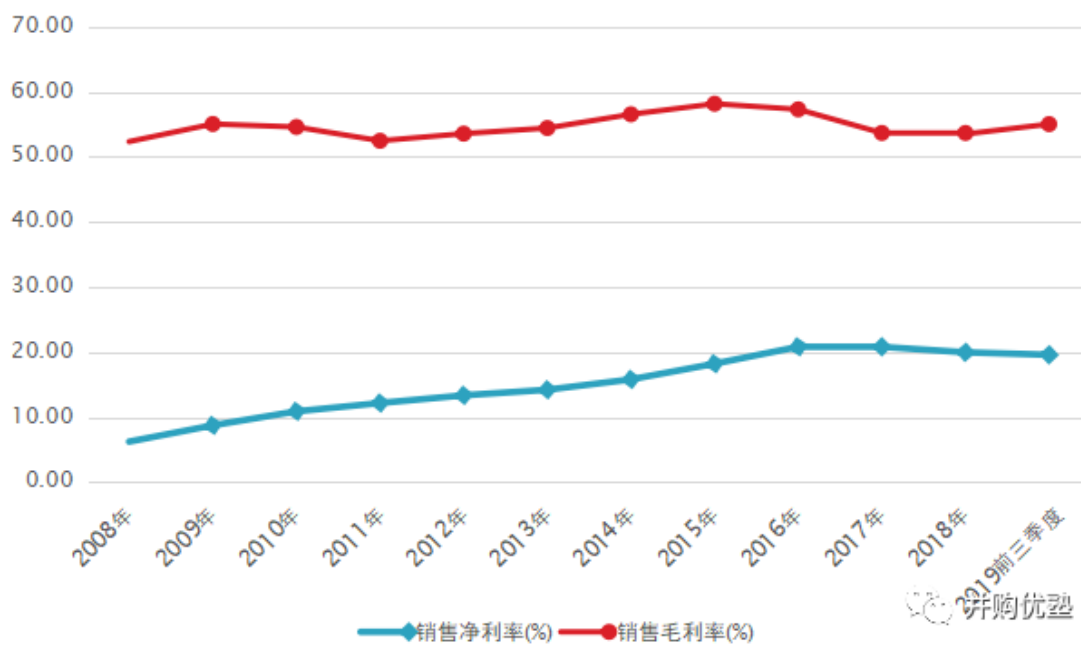
图：收入、净利润增速（单位：%）来源：并购优塾



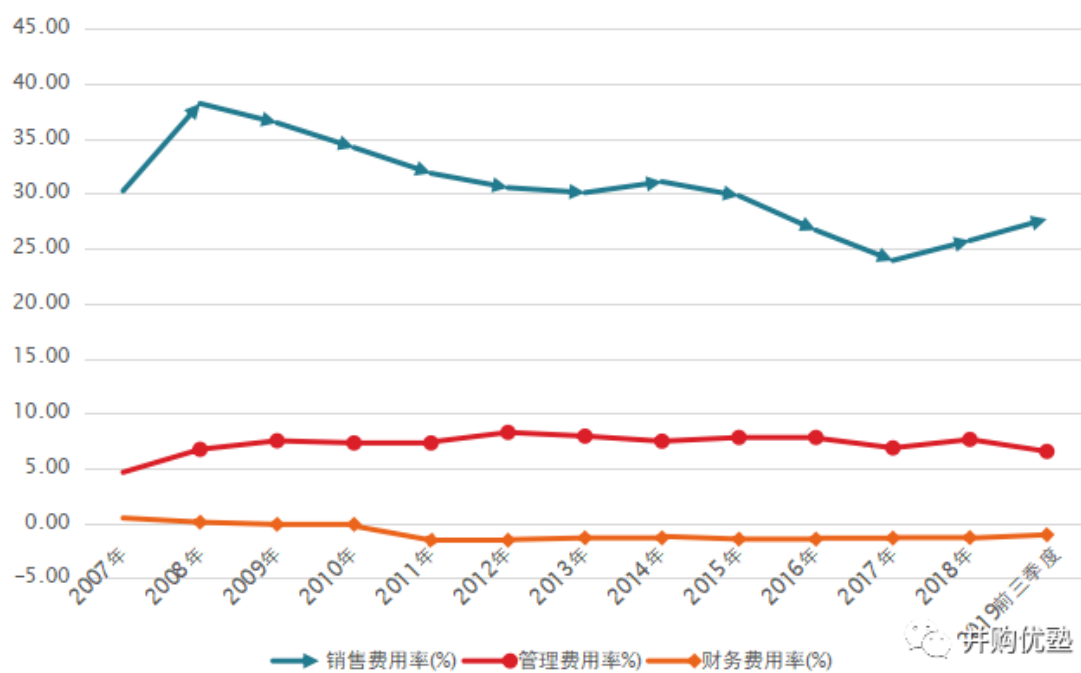
图：单季度收入、利润增速（单位：%）来源：并购优塾



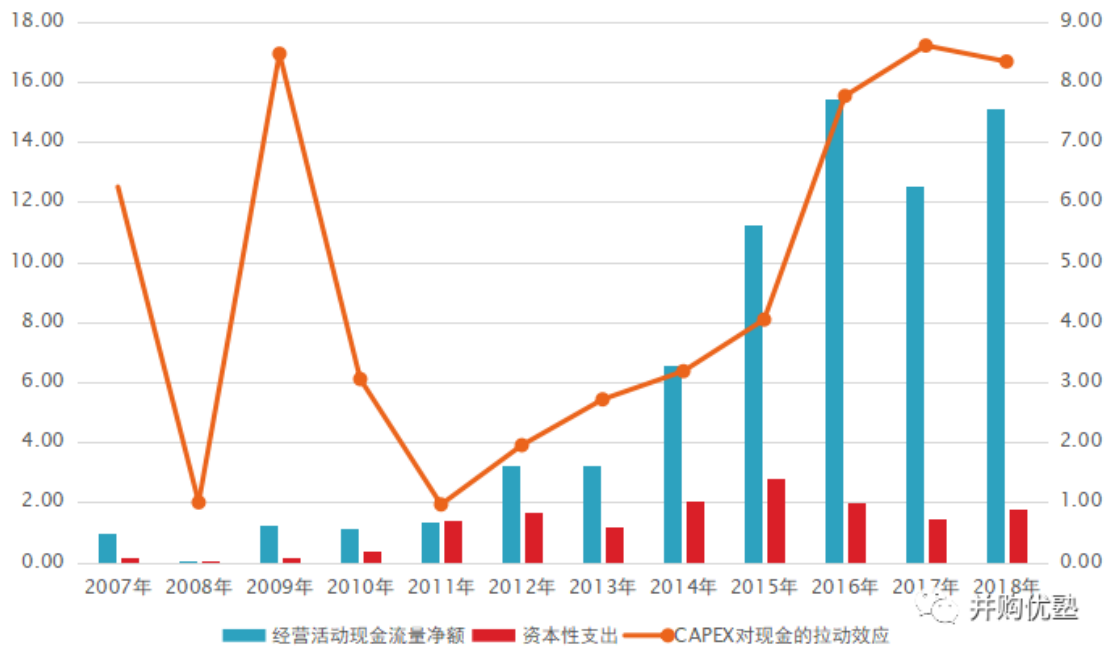
图：现金流量表结构（单位：亿元）来源：并购优塾



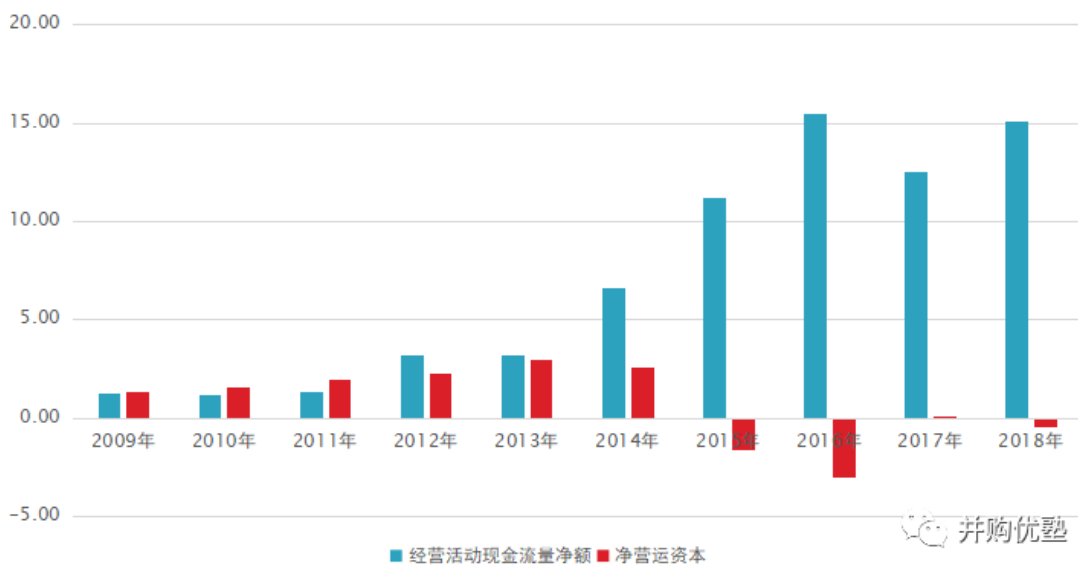
图：毛利率&净利率（单位：%）来源：并购优塾



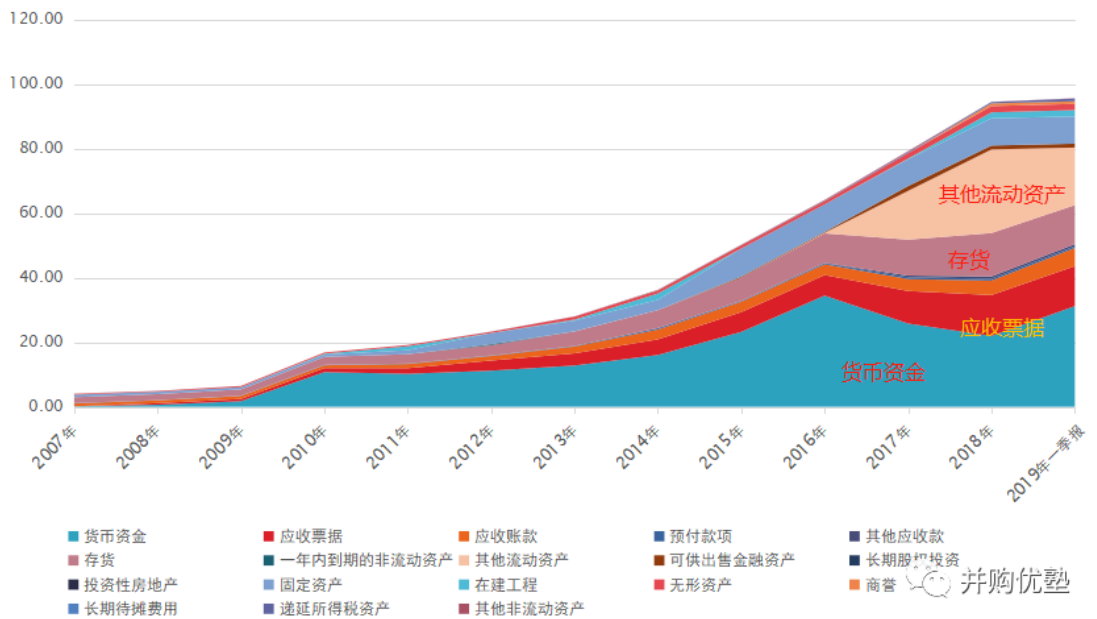
图：期间费用率（单位：%）来源：并购优塾



图：CAPEX 对现金的拉动效应（单位：%）
来源：并购优塾



图：经营活动现金流 vs 净营运资本（单位：亿元、倍）来源：并购优塾



图：资产结构（单位：亿元）来源：并购优塾



图：股价&估值（单位：元/股、倍）

来源：理杏仁

读完以上基础数据，一个核心的问题来了——如果要对本案做财务建模，究竟应该从什么地方入手？

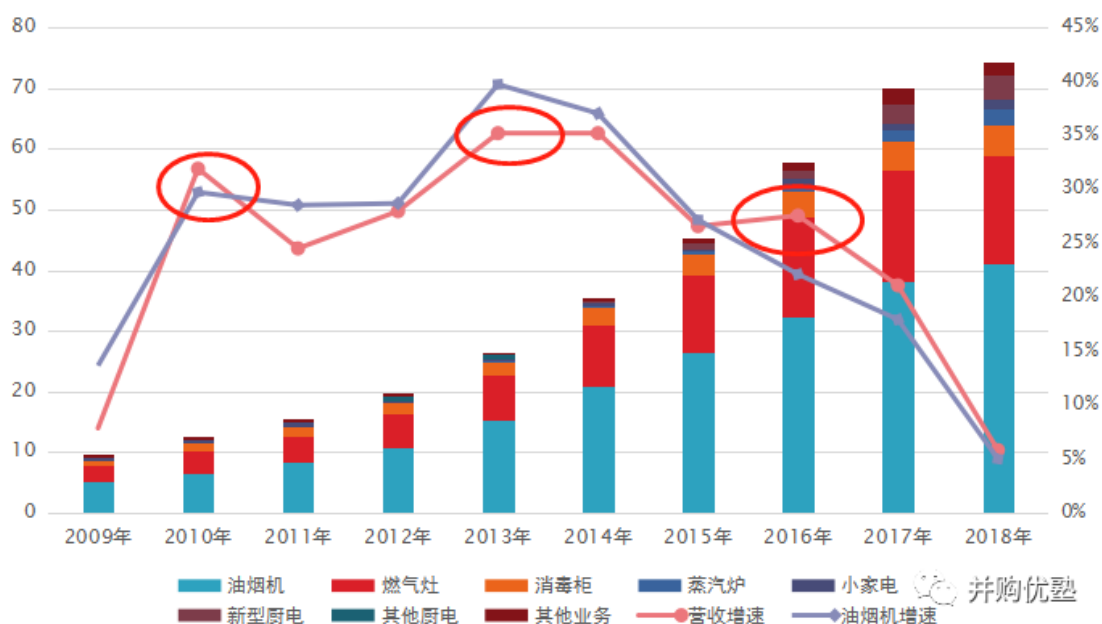
— 03 —



驱动，因素



老板电器 2010 年上市，2010 年至 2016 年，历史收入增速保持在 25%以上，直到 2017 年至 2018 年，收入增速放缓。▼



图：收入增速（单位：%）来源：并购优塾

值得思考的是，这样的“倒V字型”增速表现，究竟和什么核心因素相关？

油烟机、燃气灶等厨电需求，产生于房屋购置后的装修环节，具有一定装修、家具属性，据机构测算，目前，厨电对地产依赖在70%左右（住房新增需求占比70%），远高于空调依赖（40%）、冰洗产品（30%），因此，地产景气度对厨电影响较大。比如：1）2010年增速高点——2008年金融危机后，为保持经济增长，信贷支持、税收减免等政策推出，导致大量资金流向房地产业，2009年商品房（住宅）销售面积同比增速45%，住宅竣工面积6.2%。2）2013年增速高点——2012年部分城市政策宽松，下半年地产景气度上升，尤其是一二线城市明显好转，住宅销售面积增长2%，竣工面积增长6.4%。看完增速高点，值得注意的是2017年、2018年，其收入增速明显放缓，仍然离不开地产周期——受新一轮调控影响，一、二线城市新房成交进入下行周期。其中，2016年10月至2018年6月，一线、二线城市商品房销售面积持续负增长（一线城市多个月份增速-30%以上）。所以说，厨电行业的前期的高速增长，离不开城镇化背景下的地产景气大周期，那么，进入后地产红利时代的厨电赛道，未来收入还有没有增长空间？业绩驱动力到底看什么？

— 04 —

短期，住宅竣工▼

由于其收入结构中油烟机占比较大（约55%），因此我们将油烟机作为预测重点，而燃气灶（占比25%）一般配套油烟机销售，整体可以参考油烟机增速。除了传统的烟灶消以外，新兴厨电包括嵌入式烤箱、蒸箱、洗碗机、微波炉等，这些均处于行业导入期，我们单独预测增速。

油烟机收入，可以拆分为量、价两大因素，即 $\text{油烟机收入} = \text{油烟机销量} \times \text{单价}$ ，而销量可以采用自上而下的预测方法，即： $\text{油烟机销量} = \text{市场整体销量} \times \text{市占率}$ 。综上逻辑，可以浓缩为公式： $\text{油烟机收入} = \text{市场整体销量} \times \text{单价} \times \text{市占率}$ ，这三大指标，我们分别来研究——建模数据因子，到底如何做假设？其中，销量的驱动因素，整体仍遵循之前我们在格力电器中提到过的“三周期驱动力模型”，但不同点在于油烟机的库存周期受地产小周期影

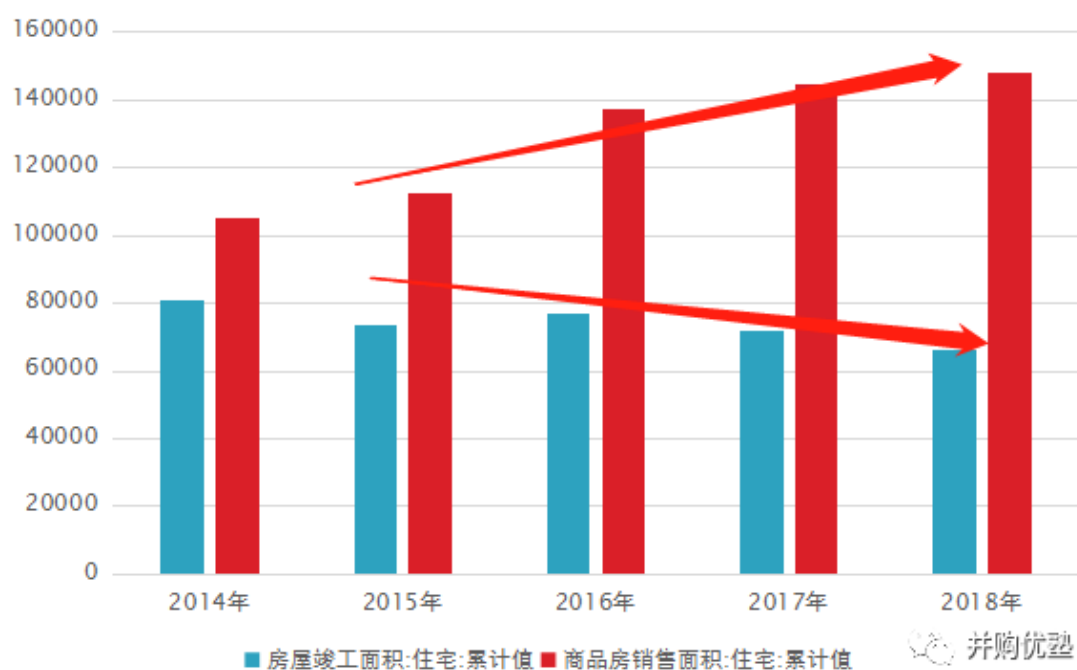
响异常明显。（关于“三周期驱动力模型”，可购买优塾团队的专业版报告库，此处不详细叙述）那么，目前地产小周期处于什么位置，会如何影响地产后周期的厨电行业？反映地产景气程度的指标，包括房屋新开工面积、商品房销售面积、房屋竣工面积等，由于厨电安装发生在交房以后，因此，理论上，房屋竣工时点与油烟机的销售相关性更强（竣工到厨电需求一般有6个月的时滞）。但是，地产竣工由建设单位自行竣工验收、上报，数据存在局限性，不能真实反映地产行业的实际情况，也就很难预判厨电、大家电领域的短期增速。

不过，再难的题总有解决方法。我们可以“曲线救国”，通过其他因子侧面预判。比如，通过房屋销售、平板玻璃需求、电梯需求等先行指标，往往可以侧面预测竣工情况。1) 首先，第一大前瞻指标：房屋销售情况。

房屋销售是竣工的先行指标，因为新房销售中约80%为期房，期房通常在销售后2至3年左右交房（2015年以前，竣工基本滞后销售2年，2015年以后，则滞后约3年[1]）。

2015年，房地产市场景气度上升，销售快速增长，交房期临近。2018年2月，竣工增速触底，滞后恢复平稳，2018年10月开始改善。根据统计局数据，2019年1月至6月，住宅竣工面积同比增速为-12.7%，但6月单月降幅环比收窄11.4个百分点。此外，2017年、2018年竣工面积连续下降，与2015年至2018年期房销售回升（房地产企业预收大幅上升）出现数据背离，因为在正常情况下，预售合同中有约定的交房期限，因此前期销售迟早会反映到竣工上来。

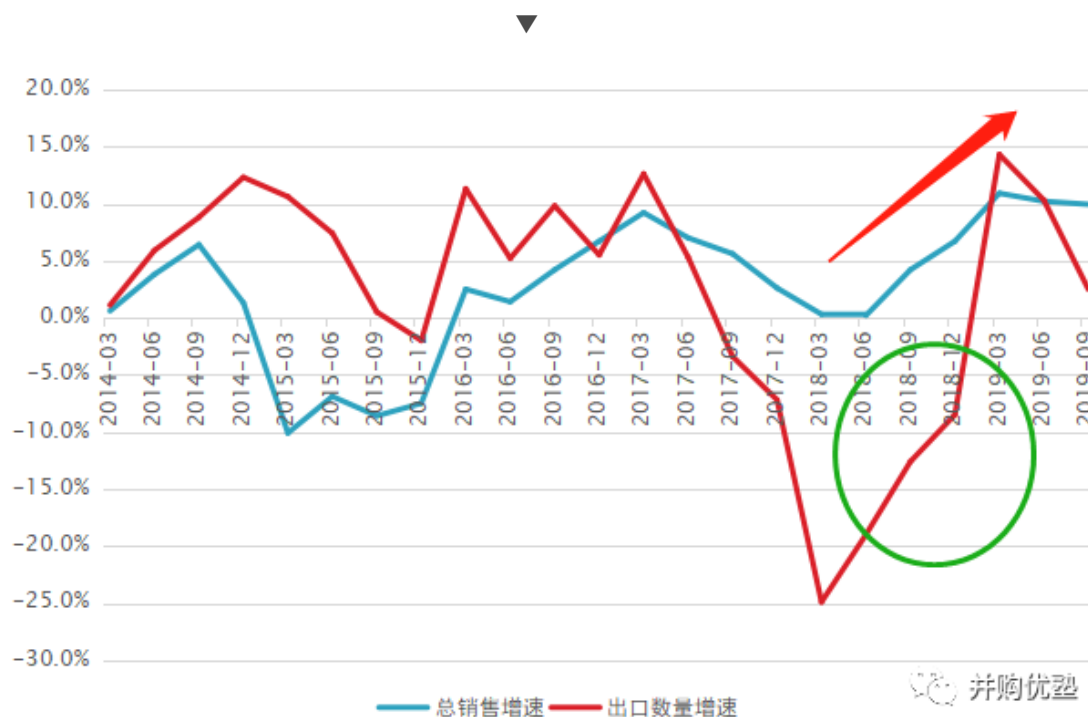
此处，很有可能是地产竣工周期拉长影响。周期拉长，主要是开发商前期拿地开发投入多，后期资金紧张，导致竣工交付所投入的资金较少所致。根据统计局数据，2013年以后，房地产到位资金增速明显回落（30%→10%），说明地产开发商可获得资金在收紧。



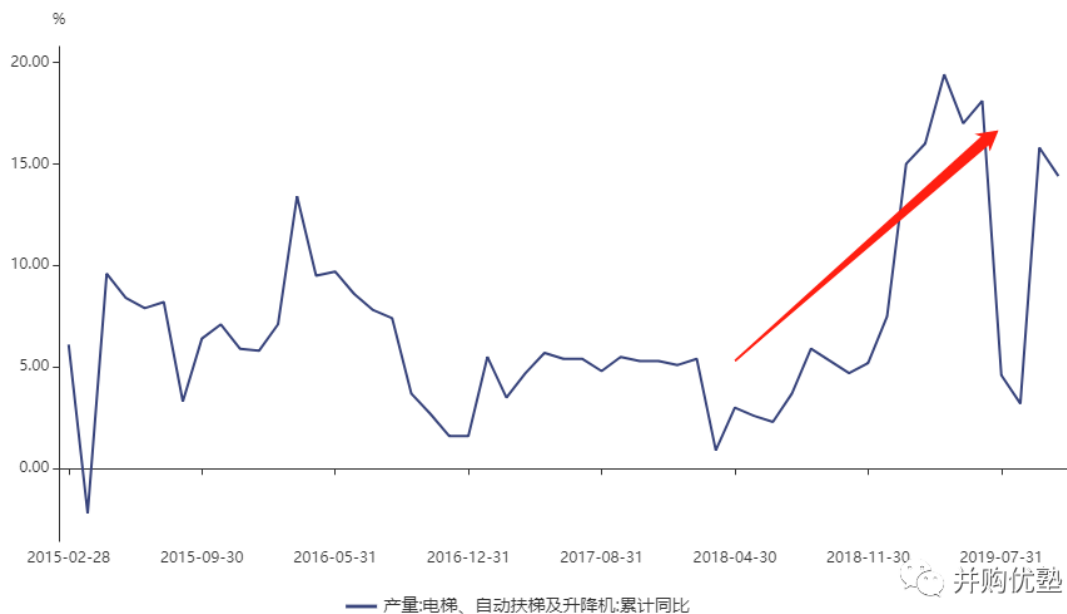
图：商品房销售面积&房屋竣工面积（单位：%）来源：wind、并购优塾

2) 其次，第二大前瞻指标：平板玻璃需求。 平板玻璃的下游需求，包括房地产、汽车、太阳能家电等，其中，房地产需求占比高达 75%，因此，地产市场的景气程度，必然反映在平板玻璃的销量上，而且玻璃安装发生在房屋竣工前，因此可以作为地产竣工的先行指标。

2018 年 9 月以来，在出口量下滑的情况下，总销量持续上升，说明内销量在攀升，2019 年上半年销量增速在 10%以上。



图：平板玻璃销量增速（单位：%）来源：并购优塾 3) 再看第三大前瞻指标：电梯销量。 电梯下游应用领域包括商业住宅、写字楼、机场、轨道交通等建筑，其中商业住宅需求占比 60%，且在房屋竣工前安装，因此电梯销量领先于地产竣工。 2019 年以来，电梯行业产量增速回升至 10%以上（电梯销量占产量比保持在 80%以上，二者趋势基本一致，此处以产量替代销量数据），且公共建筑、轨道交通表现平稳，因而，此处电梯销量的增长主要受住宅需求拉动。



图：电梯行业销量增速（单位：%）

来源：并购优塾

注意，数据显示，2019年7月住宅竣工面积、销售面积单月增速分别环比提升13.52个百分点、5.17个百分点；而2019年9月单月，房屋竣工面积继续好转，增速由负转正至1.13%。

再从近期的平板玻璃、电梯销售情况来看：2019年二季度，平板玻璃内销同比增长9.72%，三季度为9.92%，10月电梯产量累计同比增长14.4%，地产数据整体回暖向好，符合我们之前的预期。

综上，在地产竣工改善的背景下，按照厨电滞后地产1年左右时间，因而整体可以预判，地产对厨电需求的拉动有望在2019年下半年至2020年显现——好，研究至此，短期驱动力的定性分析已经解决，接着我们来看另外一个问题：长期市场天花板，到底有没有到顶？

— 05 —



长期，保有量



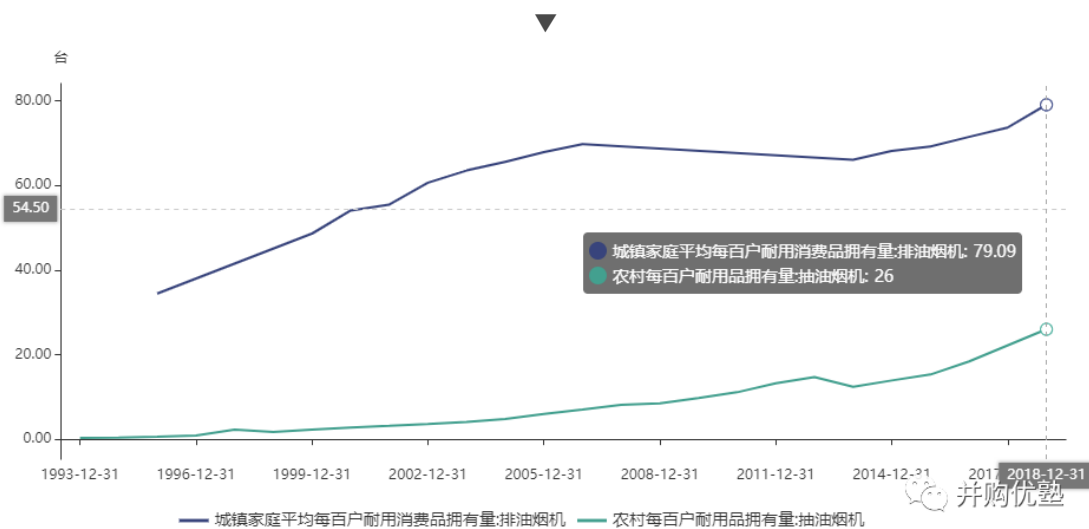
油烟机销量的天花板，离不开渗透率提升，接下来，我们进入行业销量预测环节。

一、内销市场销量，由新增需求、更新需求组成。其中：

1) **新增需求**，公式为： $新增需求=城镇需求增量+农村需求增量$ 。并且，根据另一个公式： $油烟机保有量=百户保有量*家庭户数$ ，两个关键变量百户保有量、家庭户数必须确定下来。

保有量，对本案来说是真正的“天花板指标”，未来能够达到什么水平？——根据国家统计局数据，2017年城镇油烟机保有量73.7台/百户，农村油烟机保有量20.4台/百户，全口径保有量为51台/百户。根据统计局公布的2018年数据，农村油烟机保有量26台/百户，城镇油烟机百户保有量为79.09台，整体百户保有量为56.4台。

这个数据，如果对标冰箱、洗衣机的百户保有量98.0台/百户、95.7台/百户，厨电产品保有量依然处于较低水平，尤其以农村市场保有量提升空间较大。因而，各大品牌接下来的竞争，要重点跟踪渠道下沉的情况。



图：油烟机百户保有量（单位：台/百户）

来源：wind

由于国内炒菜油烟重，与国外烹饪习惯存在差异，油烟机保有量可比性不强，但是它与冰箱、洗衣机都有一户一台的属性，更新周期也大致在10年左右，因此，这几个赛道较为可比。

长期来看，油烟机的内销量有望对标冰箱、洗衣机的增长空间（2018年吸油烟机内销量1994万台，总量不足冰箱内销量的一半）。由于洗衣机单价较低，城镇普及速度较快，此处，《并购优塾》主要参考冰箱保有量。

2018年，**城镇抽油烟机保有量**接近于冰箱在2000年的城镇保有量水平（80台/百户），此处，《并购优塾》假设10年后，城镇油烟机保有量达到冰箱2010年的保有量水平96.6台/百户，每年平均增量为1.55台，**但是考虑工程渠道的兴起，以及竣工面积回暖，我们调整假设——2019年至2022年，保有量增量调整为2台，之后匀速递增至远期假设。**

而农村油烟机保有量，相当于冰箱 2007 年、2008 年的农村保有量水平（30 台/百户），相当于洗衣机 2000 年的农村保有量水平（28 台/百户）。由于冰箱在 2005 年至 2014 年的保有量提升，受家电下乡等政策影响较大，此处，《并购优塾》参照洗衣机保有量的提升情况。同时，考虑农村住房结构对油烟机的需求不如洗衣机大，以及家电下乡政策的影响，此处谨慎假设，——10 年后农村百户保有量达到 50 台（约为 2008 年洗衣机保有量水平），每年平均增量为 2.4 台。此处，假设 2019 年至 2022 年，保有量增量调整为 2.5 台，之后匀速递增至远期假设。

	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年
1 城镇人口 (万人)	74916	77116	79298	81347	83137	85215	87346	89529	90740	91950	93160	94370	95580	96790	98000
2 农村人口 (万人)	61866	60346	58973	57661	56401	55104	53836	52598	51084	49570	48056	46542	45028	43514	42000
3 城镇户均人口	2.87	2.87	2.87	2.87	2.87	2.87	2.87	2.87	2.87	2.87	2.87	2.87	2.87	2.87	2.87
4 农村户均人口	3.78	3.76	3.74	3.72	3.69	3.67	3.65	3.63	3.61	3.58	3.56	3.54	3.52	3.50	3.48
5 城镇户数=1/3	26103.14	26869.69	27629.97	28343.90	28967.60	29691.79	30434.08	31194.93	31616.56	32038.19	32459.82	32881.45	33303.08	33724.71	34146.34
6 农村户数=2/4	16348.65	16043.23	15772.85	15515.04	15267.61	15006.49	14749.84	14497.58	14165.27	13828.41	13486.97	13140.90	12790.90	12434.52	12074.52
7 城镇保有量	68.20	69.20	71.50	73.7	75.90	77.90	79.90	81.90	83.90	85.60	87.30	89.00	90.70	92.40	93.63
8 农村保有量	13.90	15.30	18.40	20.4	22.6	24.6	26.8	29	31.2	33.2	35.2	37.2	39.2	41.2	42.98

图：油烟机保有量预测结果 来源：并购优塾

研究至此，百户保有量搞定，还有另一大关键数据：城镇户数与农村户数，该怎么计算？2018 年城镇化率 59.6%（城镇化率=城镇人口/总人口），根据国务院人口发展规划，2020 年，我国城镇化率将达到 60%；到 2030 年，城镇化率将达到 70%。据此，《并购优塾》合理假设，2028 年城镇化率达到 70%，未来总人口数量保持在 14 亿，2015 年全口径户均人口为 3.1 人，并且，家庭小型化趋势明显（2000 年为 3.44 人）。其中，城镇户均人口保持 2.87 人，农村户均人口保持 3.78 人。据此，我们可以推算出截止 10 年后，即 2028 年的城镇户数与农村户数。上述变量确定后，我们可以计算出油烟机存量以及新增需求。2) 更新需求——从近几年的更新需求看，波动较大，与油烟机 10 年左右使用寿命关联度尚不明显，此处假设新增需求占内销量的比重从 70%，匀速降至 50%（接近空调行业的结构），据此测算更新需求。

	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年
13 新增销量=10*12	1193.86	973.64	1609.19	1396.89	1382.36	1384.61	1448.29	1483.16	1192.91	1069.87	1069.11	1069.22	1066.73	1065.10	876.11
14 更新需求	976.14	1147.36	613.81	597.11	546.64	593.41	688.53	779.29	690.63	680.82	748.36	816.76	876.11	876.11	876.11
15 内销量合计=13+14	2170	2121	2223	1994	1929	1978.02	2136.82	2262.45	1883.54	1750.69	1815.48	1884.83	1959.31	2039.55	1752.22

图：更新需求预测结果 来源：并购优塾

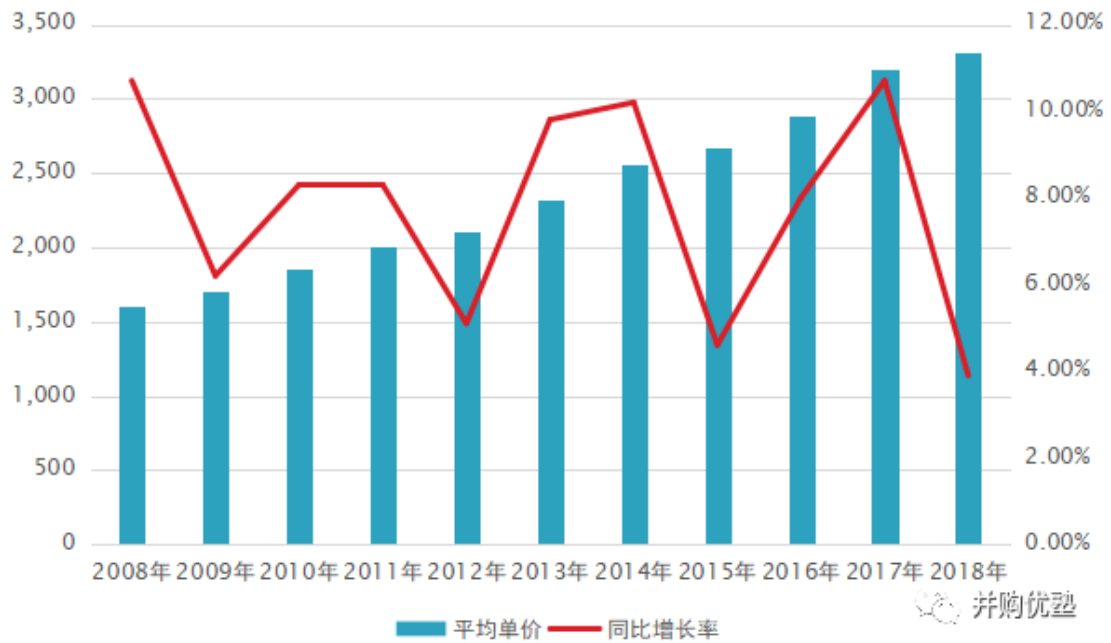
好，分析至此，销量这个核心因子已经架设完毕，接着，我们再来看另一大因素——价格，到底如何假设？

— 06 —

油烟机，价格▼

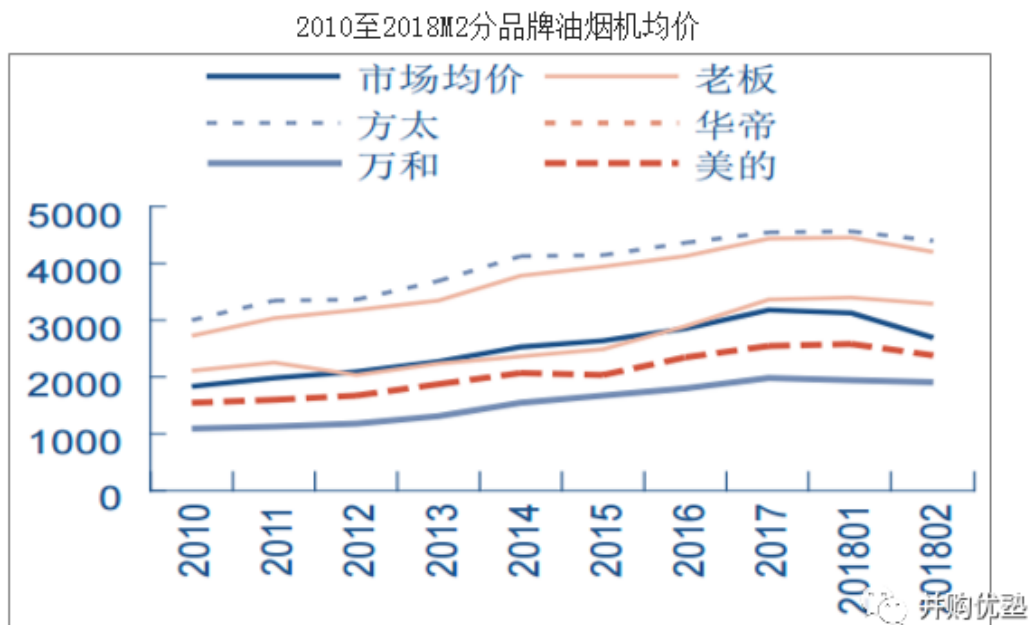
此处需要注意，抽油烟机的价格走势。根据中怡康监测数据，2008 年至 2018 年，油烟机行业均价从 1610 元上升至 3316 元，年复合增速达到 6.8%，涨幅高达 70%，远高于空调（26.7%）、冰箱（35.5%）、洗衣机（35.9%）的涨幅。





图：油烟机价格及增速（单位：元、%）来源：公司公告、并购优塾 油烟机，是一个典型的“消费升级”赛道。提价，主要源于产品升级，从深罩式、中式油烟机向欧式、近吸式、大吸力油烟机转变。2010年至2017年，老板电器终端油烟机均价从2700元/台左右提升至4000元/台左右，年均提升7.2%。

如今，在包括家电在内的消费品种，已经很难找到一个价格如此幅度连年增长的赛道了。 ▼



图：油烟机品牌均价（单位：元）来源：产业信息网 不过，由于中怡康监测数据侧重于一二线城市，容易高估行业均价，因而，此处我们通过“行业均价=油烟机销售规模/内销量”的方式测算。随着技术逐步成熟，产品提价速度大概率会逐步放缓，此处《并购优塾》假设，2019年价格不变，之后以可比行业空调赛道的复合增速2.4%（大约为无风险收益、CPI增速水平），作为油烟机行业价格增速。

但是，由于工程渠道占比提升，且工程渠道价格低于零售端，因此，调整 2019 年价格——假设 2019 年行业均价下降 5%（2019 年前三季度处于降价态势），之后按原假设 2.4% 的增速增长。



	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年
13 新增销量=10+12	1193.86	973.64	1609.19	1396.89	1382.36	1384.61	1448.29	1483.16	1192.91	1069.87	1069.11	1068.07	1066.73	1065.10	876.11
14 更新需求	976.14	1147.36	613.81	597.11	546.64	593.41	688.53	779.29	690.63	680.82	746.36	816.76	892.57	974.45	876.11
15 内销量合计=13+14	2170	2121	2223	1994	1929	1978.02	2136.82	2262.45	1883.54	1750.69	1815.48	1884.83	1959.31	2039.55	1752.22
16 油烟机行业均价	1336.31	1612.68	1901.30	2341.68	2433.00	2433.00	2491.39	2551.19	2612.41	2675.11	2739.31	2805.04	2872.57	2941.91	3011.91
YOY	10.2%	4.6%	8.0%	10.7%	3.9%	0.0%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%
17 油烟机销售额=15*16	289.98	342.05	422.66	466.93	469.33	481.25	532.37	577.19	492.06	468.33	497.32	528.71	562.79	599.90	527.75
YOY	18.0%	18.0%	23.6%	10.5%	0.5%	2.5%	10.6%	8.4%	-14.7%	-4.6%	6.2%	6.3%	6.4%	6.6%	-12.0%

图：油烟机销售额预测结果（单位：亿元）来源：并购优塾

好，分析到这里，量、价两大因子终于假设完成，接下来，还有一个关键因子需要研究——市占率，未来究竟将会如何？

— 07 —



市占率，假设

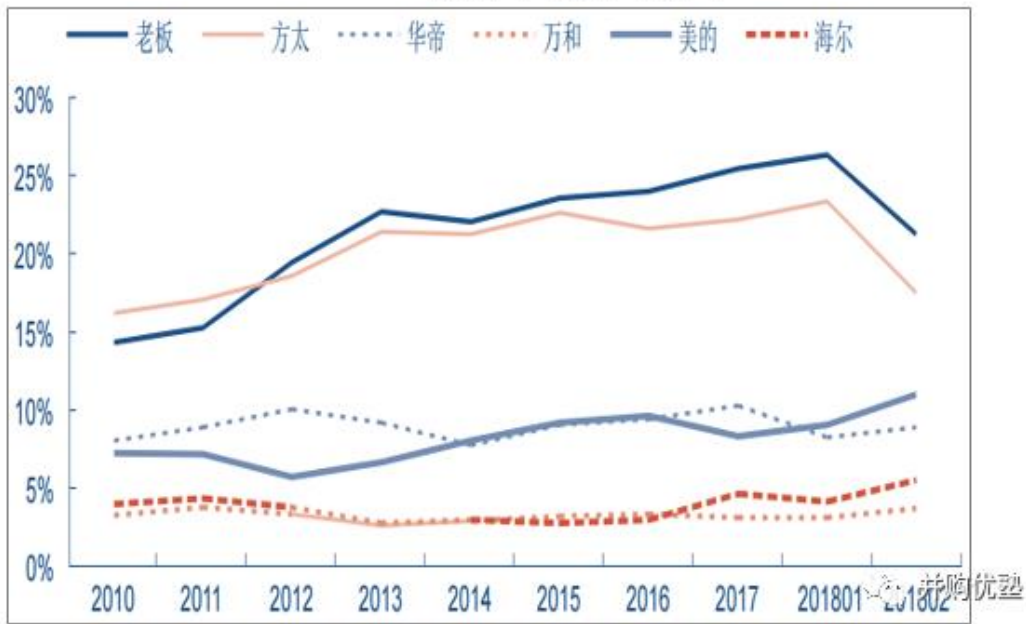


根据中怡康检测报告，2013 年至 2018 年，老板油烟机零售量市场份额分别为 15.54%、16.19%、16.78%、17.11%、19.03%、19.76%，零售额市场份额分别为 22.69%、24.15%、24.84%、24.65%、26.53%、26.62%，稳步提升。2018 年，线下油烟机零售额 CR5 为 72.7%（其中方太 24%、华帝 9.3%、美的 8.1%），零售量 CR5 约为 55%；线上市场较线下市场分散程度更高，线上市场零售额 CR5 为 70.9%。

根据中怡康零售监测数据，截至 2019 年 6 月底，老板电器油烟机零售额市场份额为 25.54%，较去年同期的 26.76%，下降 1.2 个百分点，波动较小。（无更新数据）



2010-2018M2油烟机零售额市场格局



图：油烟机零售额市场格局（单位：%）来源：产业信息网 以上的数据，相较白电中的冰箱（CR4为65%）、洗衣机（CR3为70%）、空调（CR3为72%）的集中度来看，厨电零售量的CR4约为40%，未来集中度仍有较大的提升空间。

此处，关于竞争格局，有一个衍生的问题，必须认真思考——按理说，传统油烟机本身技术含量并不高，进入门槛不算高，美的、海尔等家电巨头也陆续加入，与此同时，还有集成灶的替代威胁，那么，未来行业的竞争格局是否会被撼动？本案，背后的护城河到底有多深？注意，抽油烟机这个赛道，和电视、洗衣机、冰箱等大家电有着不同的属性。尽管技术壁垒不高（研发费用也少），但油烟机具有较强的**安装属性**，要想安装，需要打通安装孔，连接油烟机和烟道，同时，还必须与厨房整体风格以及其他配套设施（比如橱柜等）的规格、外形等保持一致，因此，比起其他家电赛道，**更换成本更高**。在这样的心理作用下，用户往往会在能力范围内，尽量购买头部品牌，哪怕价格高一点也没关系，对价格的敏感度相对较低。也就是说，在这个赛道，品牌壁垒比技术壁垒更重要，因而能够享受比其他大家电赛道更高的“品牌溢价”。目前的厨电赛道，老板、方太定价较高，定位于高端市场，华帝定位中高端，美的、海尔等定位于性价比。差异化的定位，拓宽了价格区间，一定程度上缓和了行业竞争。另外，相比白电、卫浴等后地产周期赛道，厨电行业有明显的稀缺性，空调市场除了格力、美的等国内品牌，还有国外的西门子、大金、惠而浦等知名品牌。但是由于烹饪习惯的差异，油烟机赛道几乎没有来自国外品牌的激烈竞争。综上，高转换成本+安装属性+各大玩家差异化定位，使得厨电行业形成相对稳定的竞争格局。高转换成本属性未来变化的可能性较小，品牌稀缺性方面，华帝在向高端转型，而美的、海尔的市场认可度有望提升。

不过，考虑到行业整体集中度仍有提升空间，本案已经开始在三、四线城市进行渠道下沉，同时通过“名气”品牌布局中端市场，收购金帝进入集成灶赛道，因此，《并购优塾》预计，未来本案市占率大概率仍能提升。由于中怡康统计的数据，偏向于一二线KA渠道，可能会高估品牌的整体市占率，此处我们通过“老板电器市占率=油烟机市场规模/老板油烟机收入”倒算近几年的市占率水平，分别为7.20%、7.76%、7.67%、8.19%、

8.76%。

但是注意，由于上述公式中价格计算口径不同，会导致市占率结果低于真实市占率水平，因此此处数据仅用于本案收入预测。

由于市占率提升水平不确定性较强，可能会大幅影响估值建模结果，因而，此处《并购优塾》设置情景分析开关，其中：1) 乐观假设——老板电器油烟机未来零售量的市占率从2018年的8.76%，匀速上升至12%（近5年市占率上升1.56个百分点，同等速率下，10年时间上升3.12个百分点，此处近似取12%）；2) 悲观假设——其未来十年预测期里，市占率保持不变。据此测算，油烟机收入预测结果如下：▼

	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年
新增销量	1193.86	973.64	1609.19	1396.89	1293.89	1383.69	1447.32	1482.14	1192.73	1069.70	1068.95	1067.92	1066.59	1064.96	968.43
更新需求	976.14	1147.36	613.81	597.11	635.11	593.01	688.07	778.75	690.53	680.72	746.25	816.64	892.45	974.33	968.43
内销量合计	2170	2121	2223	1994	1929	1976.70	2135.39	2260.90	1883.26	1750.41	1815.20	1884.56	1959.04	2039.29	1936.85
油烟机行业均价	1336.31	1612.68	1901.30	2341.68	2433.00	2491.39	2551.19	2612.41	2675.11	2739.31	2805.06	2872.38	2941.32	3011.91	3084.19
YOY	10%	5%	8%	11%	3.9%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%
油烟机销售额	289.98	342.05	422.66	466.93	469.33	492.47	544.78	590.64	503.79	479.49	509.18	541.32	576.22	614.22	597.36
YOY	18.0%	18.0%	23.6%	10.5%	0.5%	4.9%	10.6%	8.4%	-14.7%	-4.8%	6.2%	6.3%	6.4%	6.6%	-2.7%
市占率	7%	8%	8%	8.2%	8.8%	9.1%	9.4%	9.7%	10.1%	10.4%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	12.0%
老板电器油烟机收入	20.87	26.54	32.41	38.22	41.1	44.72	51.24	57.47	50.65	49.76	54.50	59.69	65.41	71.71	71.48
YOY		27.2%	22.1%	17.9%	7.8%	8.8%	14.6%	12.2%	-11.9%	-1.8%	9.5%	9.5%	9.6%	9.6%	0.0%

图：乐观情况下油烟机销售收入 来源：并购优塾

此外，由于燃气灶一般与油烟机配套销售，此处《并购优塾》假设，燃气灶收入增速与油烟机保持同步。

而消毒柜的消费者认知度参差不齐，且行业无序竞争，此处假设消毒柜的收入增速前5年保持人均可支配收入增速8%，之后匀速递减至CPI增速3%水平。

2019年上半年，消毒柜同比增速为8.71%，与我们的预测值基本一致，因此保留原有假设8%不变。

由于季报未披露各产品类别的收入增速，因此，维持原假设。

注意，虽然本案油烟机收入预测，主要以“保有量”为锚作为预测主逻辑，但在此之外，还应该考虑到老板电器的渠道增长变化——零售渠道增速下滑、电商渠道增速缓慢，而工程渠道增长迅猛。▼

渠道拆分可以分为六块：

- 1) 工程渠道：占比18.5%，增速+100%
- 2) 电商渠道：占比32%，增速+1%
- 3) 创新渠道：占比4.5%，增速+50%
- 4) 海外渠道：占比0.5%，增速+30%
- 5) 零售渠道：占比42.5%，增速-15%（19H1下降15%以上，19Q3收窄到-9%左右）
- 6) 名气：占比2%，增速-30%

并购优塾

图：各渠道收入比重及增速 来源：老板电器三季度业绩交流会纪要、新浪财经、雪球

所以，我们在此处新增一块辅助预测——按照当前渠道增长情况，分渠道预测收入，看看各个渠道的拆分情况，到底如何？

— 08 — ■■■■■■■■■■ 爆发，工程渠道 ▼

2018年，本案与房企合作的精装修工程渠道占比约为10%，2019年前三季度，工程渠道收入同比增速超过100%，工程端占比达18%。销售渠道结构变革下，工程渠道正在成为其核心增长的渠道，且是未来3至5年增长较明确的渠道。

因此，我们拆分工程渠道油烟机收入，并预测近三年增速。由于没有工程渠道详细的量、价信息，因此我们直接预测增速。但是，我们仍然根据量、价两方面，分析工程渠道的增长逻辑。

其中，销量的驱动力，可以通过公式“**油烟机工程渠道出货量=住宅销售套数*精装修渗透率*油烟机配套率*老板电器工程渠道市占率**”，几个因子分别来看：

1) 首先是住宅销售套数——根据统计局数据，2018年住宅销售套数1329万套，同比2017年下滑0.5%，且在现行地产政策下，预计住宅销售套数增速较慢，甚至为负数。

2) 其次是精装修渗透率——2018年，我国精装修渗透率大约在25%左右，根据住建部文件指引，预计2020年精装修渗透率达到30%。而美国、日本的精装修渗透率在80%以上，未来提升空间巨大。

3) 三是油烟机配套率——根据奥维云网监测数据，2018年精装房市场厨电部品的配套率中，烟灶产品为一级配套产品，配套率超过90%；消毒柜属二级配套产品，配套率约50%；嵌入式产品的配套率相对较低，未来仍有较大的提升空间。

厨电产品在精装房的配套率在90%以上，可以预判：随着精装房渗透率的提升，精装渠道将成为厨电行业相当重要的出货通道，以及未来的主要增长战场。

据奥维云网数据，2019年上半年，精装修商品住宅配套部品中，烟机、灶具的配置率分别为98.7%、95.7%，远高于其他家电部品，配套规模同比增长17.9%、19.1%，领先行业增速。

4) 四是老板电器工程渠道市占率——从奥维云网数据看，2016年至2018年CR2份额逐年提升，2018年，老板、方太精装房厨电项目市占率合计70%，其中老板电器占据40%，方太30%，双寡头格局明显。二线品牌美的、华帝分别占7.3%、2.9%，外资高端品牌西门子占7.5%。

精装渠道注重品牌档次，而高端品牌更能彰显楼盘档次，因而龙头品牌更受地产商欢迎。而且，根据老板电器业绩交流会，其工程渠道与二线品牌的价差，没有零售端价差那么大，具有价差的天然优势。

此外，相比零售渠道，工程渠道资金周转率偏低，账期一般是一年，对厨电厂商现金流要求较高。所以，品牌力与资金需求对厨电厂商进入工程渠道，形成一定行业壁垒，本案作为厨电行业龙头，品牌力强+资金充足，市场占有率仍有提升空间。

5) 价格方面——工程渠道在报价后价格很难改变，未来提价一是通过调整产品结构，比如提升高档产品占比。二是提高配套率，从而提高综合单价。目前工程端基本都是两件套、至多三件套，未来洗碗机等新品类的配套提升空间也较大。

综合以上来看，未来增长驱动力主要来自量的提升。根据其业绩交流会，预计四季度工程渠道增速在 70%至 80%，明年预期是 40%至 50%的增长，未来随着基数的增加，增速会有所放缓，管理层预期工程渠道红利在 3-5 年。

考虑目前竞争格局稳定，品牌优势明显，我们乐观按照管理层预测增速，假设：

1) 工程渠道——2019 年增速为 90%，2020 年增速为 40%，2021 年降至 30%。

2) 零售渠道及其他渠道——根据 2019 年前三季度收入情况，假设 2019 年增速下降 5%，之后两年保持零增长。

这种情况下，未来三年油烟机的收入增速分别为 8.44%、12.92%、12.02%。

该增速与“保有量法”预测的未来三年抽油烟机收入增速（5.7%、11.7%、11.8%）基本一致，略有偏高，整体可做交叉验证。差异原因是保有量法预测下，我们对保有量增量、市占率提升方面的假设，略偏保守。

好，传统厨电板块，分析到这里已经告一段落，接下来我们看另外的重要因素——其他新兴厨电产品，未来情况到底如何？

— 09 —



新品类，增长



老板电器新产品主要包括嵌入式蒸箱、烤箱、洗碗机等，其中**中式蒸箱**被确立为第二大品类。2016 年至 2018 年，新品类收入占比分别为 6%、8.64%、11.02%，增速分别为 88%、75%、35%。 各类嵌入式产品的市占率居行业前列，其中，2018 年，嵌入式蒸箱零售量、零售额的市场份额分别为 36.32%、33.80%，嵌入式微波炉零售量、零售额的市场份额分别为 35.03%、44.05%，均持续保持行业第一；嵌入式烤箱市场份额在 27%左右，嵌入式洗碗机市场份额 9.29%，均位列行业第三。 2018 年，嵌入式厨电行业市场规模增速为 15.17%，作为行业龙头，老板电器增速高于行业增速。对于嵌入式产品，各品类的配套率还很低——以**洗碗机**为例，目前国内北京、江苏、河北等地区百户保有量不足 2 台，而欧美国洗碗机普及率超过 **70%**，日本约为 **30%**。

对洗碗机赛道，我们较为看好，后续会密切跟踪。 根据中怡康的数据，2018 年嵌入式蒸

箱、烤箱、微波炉合计零售额仅 70.3 亿元，同期吸油烟机的零售额为 399 亿元，市场成长空间巨大。

2019 上半年，新品类整体增速同比**下降 0.92%**，其中，洗碗机保持较高增速，同比增长 21.22%，但是，蒸箱、烤箱等新品增速出现下滑，分别下降 9.14%、28.3%，主要是蒸箱、烤箱仍处于市场培育期，且上半年属于淡季。

此处，我们假设 2019 年新品类增速为 0，之后回升至油烟机行业历史复合增速 16%，并持续至十年后。由于三季报没有披露此业务的收入增速，因为维持原假设。

假设计算结果如下：

新品类																		
收入	0.74	1.18	2.25	4.26	5.54	5.54	6.42	7.45	8.64	10.02	11.63	13.49	15.61	18.15	21.05			
YOY		60.7%	89.8%	90.8%	29.2%	0.00%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%			
小计	0.74	1.18	2.25	4.28	5.54	5.54	6.42	7.45	8.64	10.02	11.63	13.49	15.64	18.15	21.05			

图：新兴厨电预测收入

来源：并购优塾

至此，主要产品收入预测结束，还有小家电业务及其他业务，我们简单预测。

小家电部分，占比约 3%，2016 年至 2018 年，增速分别为 85%、45%、48%，2019 年中报增速较慢，同比下降 3.3%。其中，净水器、微波炉同比下降 10.75%、47.11%，如果从历史数据来看，下半年增速普遍高于上半年增速（可能是下半年促销节日较多所致），此处，我们暂时维持原有假设，假设其增速为小家电行业复合增速 13.5%，5 年后降至人均可支配收入增速 8%，之后递减至 CPI 水平 3%。

对估值建模至关重要的收入假设，至此终于分析完毕——不过，看完这些，你可能会疑问：上述逻辑，到底是否合理？

— 10 —



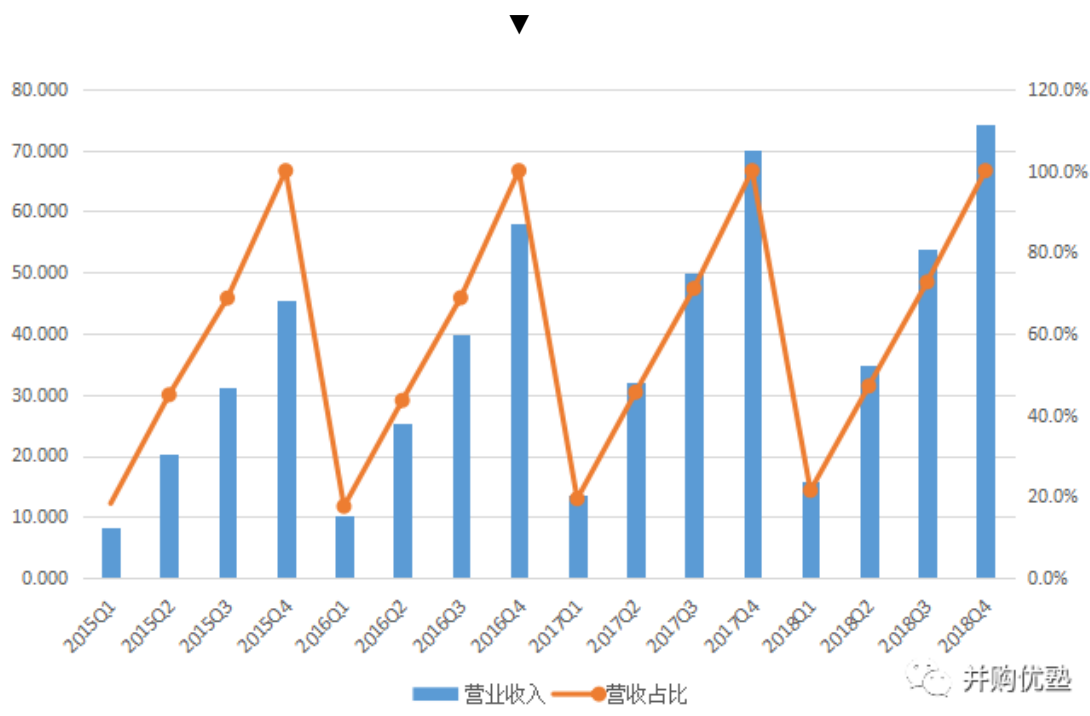
逻辑，印证



上述预测结果中，乐观情况下近三年增速分别为 5.54%、11.53%、11.66%，来看看其他方法下的增速情况。

第一种方法，季报反推法——通过季报、中报与年报的历史关系，反推出

2019 年收入增速。



图：季度收入与全年收入占比（单位：亿元、%）

来源：并购优塾

从历史波动图来看，其三季度收入占年度收入比例的平均值为 71%。由此，可倒推出 2019 年年报预计收入约为 **79.22 亿元**，同比增速约 **6.7%**，计算公式：2019 年年报收入=2019 年半年报收入（56.25 亿元）÷71%=79.22 亿元。

此处计算数据，和我们上述测算的 5.54%，差异不大。

方法二：内生增速——按照公式：内生增速=净资产回报率*(1-分红率)，内生增速为 7.68%。2009 年至 2018 年，平均资本报酬率 (ROE) 为 23.16%，平均再投资率为 29.85%。则，内生的预期利润增长率 (=ROE*再投资率) 为 6.9%。

上面两个公式计算结果存在一定差异，主要因为本案资本性支出金额小于分红后的留存收益，因此按再投资率计算的结果更能反映内生增速。

方法三：分析师预期——WIND 一致预测（37 家机构），老板电器未来 3 年收入增速分别为

6.21%、10.09%、11.23% (7.47%、10.76%、10.96%)。

其中，华泰证券预测增速为 7.5%、15.8%、16.5%，海通证券预测增速为 5.95%、13.72%、12.28% (3.4%、8.7%、9.8%)，华创证券预测增速为 6.24%、10.47%、11.46%，广发证券预测增速为 5.86%、13.72%、12.28% (5.4%、9.7%、8.4%)，光大证券预测增速为 9.61%、10.91%、9.39%，Morgan Stanley 预测增速为 6.88%、11.58%、11.45%，天风证券预测增速为 5.79%、10.77%、12.44%。

整体来看，更新后增速与外部分析师预测数据差异不大。至此，收入部分预估完成。接下来，我们还必须仔细研究另一件重要的事——本案每年要花掉多少钱？这些钱，未来又会花在哪里？

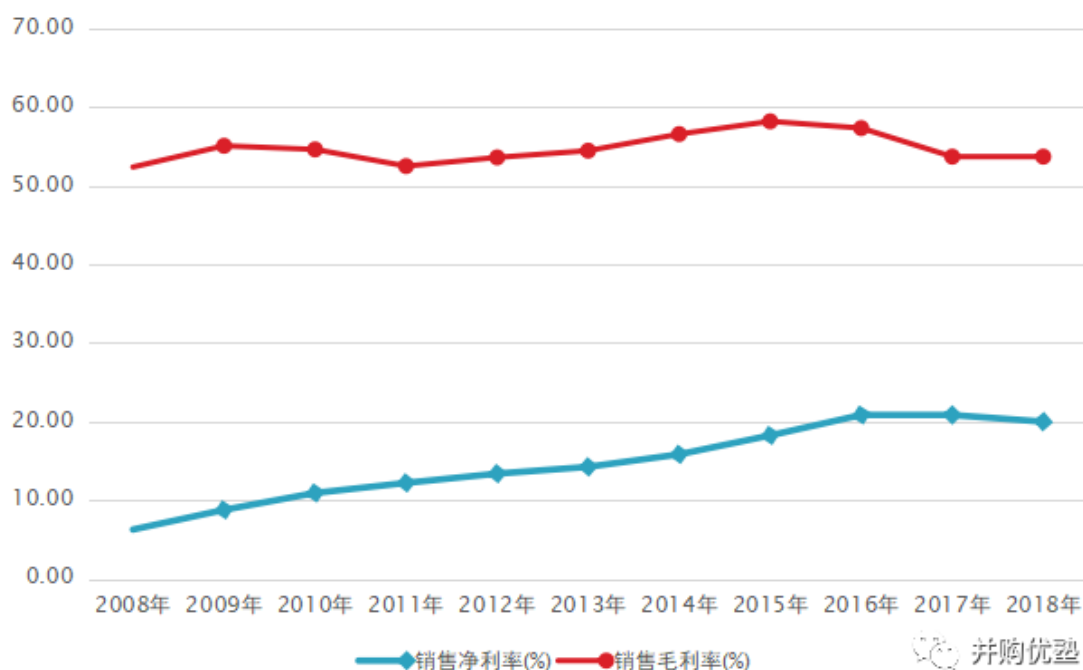
— 11 —



利润率，变动趋势



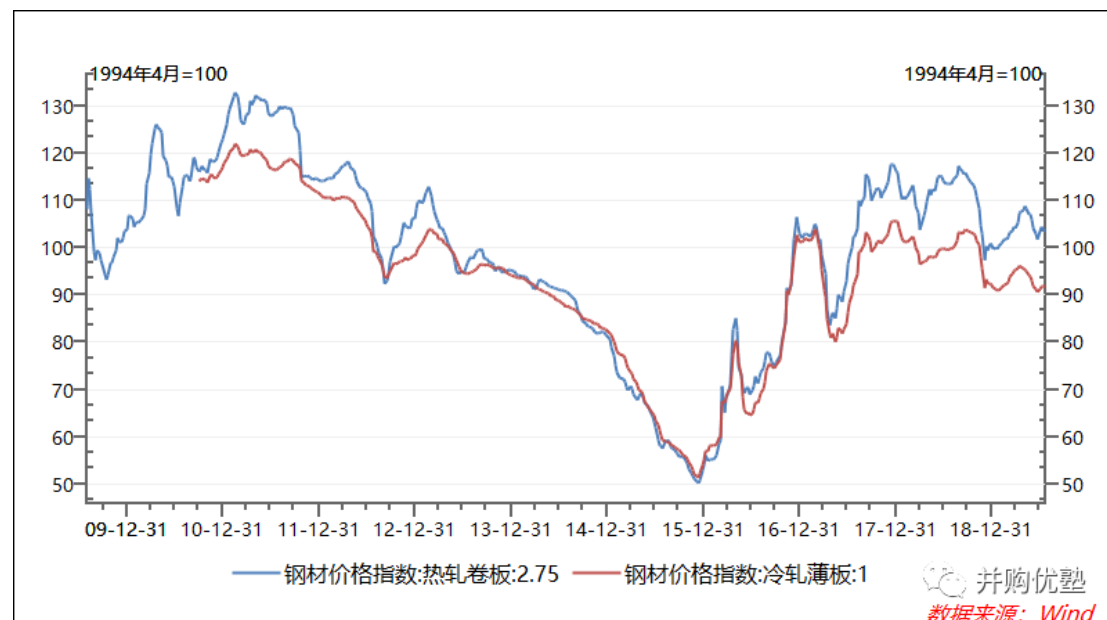
我们将净利率分拆，主要看毛利率、以及期间费用率。



图：毛利率&净利率表（单位：%）来源：并购优塾

首先来看毛利率，毛利率基本与净利率同步，其中 2016 年是一个分界点，之前整体呈上升趋势，之后出现小幅下滑。毛利率的变动主要受成本、价格因素影响。其中：1) 价格方面，受益于产品升级以及良好的竞争格局，整体趋势在提价，基于上文的分析与假设，考

虑其产品整体仍定位高端市场，预计价格提升趋势可以保持。 2) 成本控制方面，油烟机的主要原材料包括不锈钢、冷轧板等（钢材占比约 40%）。 2010 年至 2016 年，钢材等原材料价格处于下行周期，冷轧板、热轧不锈钢卷价格指数降幅达到 40%、28%。2016 年开始，受供给侧改革等政策影响，不锈钢、冷轧板等原材料价格开始上涨，其中，冷轧板卷的价格指数从 3429 上升至 4750，涨幅 11.5%。▼



事实上，2019 年前三季度，其毛利率 55.04%，同比增长 1.74 个百分点，正是受益于 2019 年以来冷轧板、铜等原材料成本不断下行以及减税降费——根据 Wind 数据，2019 年 1-9 月，冷轧板均价、铜平均价分别同比下降 19.4%、6.8%。

综上，在相对稳定的竞争格局下，其有能力向下游转移材料上涨的压力，同时又可以充分享受原材料价格下降时的红利，此处，《并购优塾》假设，营业成本占比保持近三年均值 44.45%，之后随着品类增加，比如“名气”品牌的下沉，营业成本上升递增至近期高值 45.74%。

但是，还有一个问题是：工程渠道毛利率低于零售渠道（工程渠道毛利率 40%、零售渠道毛利率 60%（其中，电商毛利率约 70%，占零售渠道收入比例约 33%；线下零售渠道毛利率约 55%，占零售渠道收入比例约 67%），未来随着工程渠道占比的提升，对毛利率的影响有多大？

根据我们的测算，工程渠道占收入的比重每提升 5 个百分点，综合毛利率下降 1 个百分点。因此，影响并不大。并且，根据管理层的计划，工程渠道的利润率未来要提升，途径有：

1) 调整产品结构，减少中低端机型占比；2) 改善客户结构，提升中海、保利、万科等客户占比（恒大、碧桂园精装房中的市占率达到 70%，但在中海、保利和万科中的份额很小）；3) 远期提升产品配套率；

管理层预计工程渠道 2019 年占比 18%左右，未来希望零售、工程、电商渠道各占 1/3，也就是说工程渠道占比提升至 30%。

因此，关于营业成本占比的假设，我们稍作调整——2019 年营业成本占比维持原假设 44.45%，5 年后上升 2 个百分点至 46.45%，之后保持不变。

成本花掉了一大部分钱，接下来的问题是：费用方面，又花掉多少？

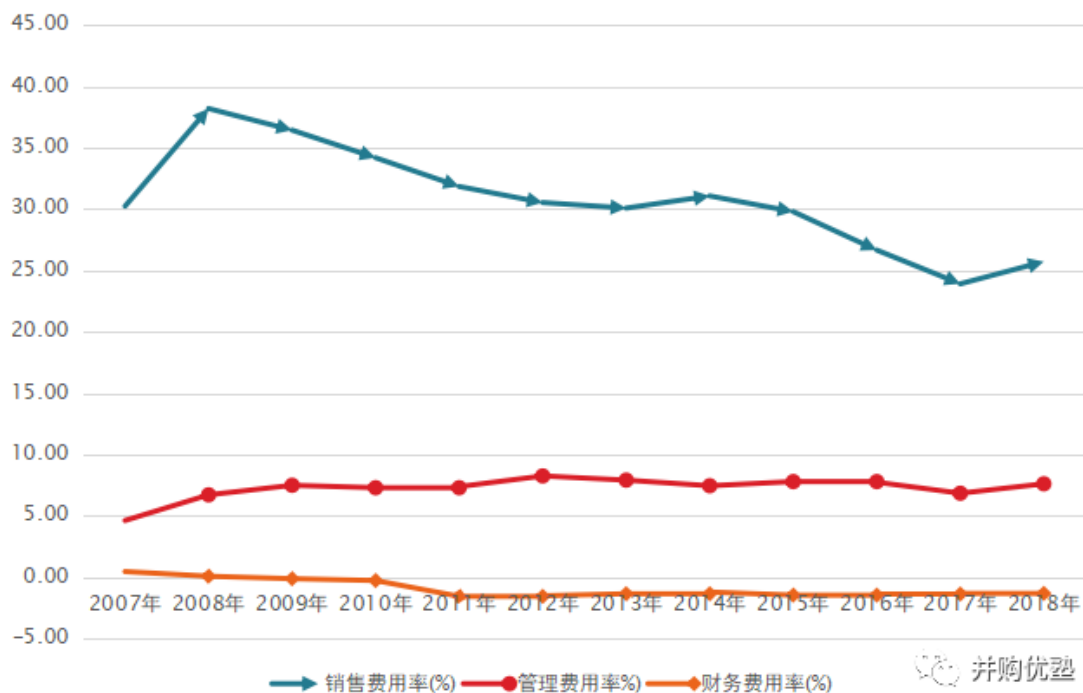
— 12 —



钱，花到哪里



期间费用率，可以分为财务费用率、管理费用率、销售费用率，分别来看：

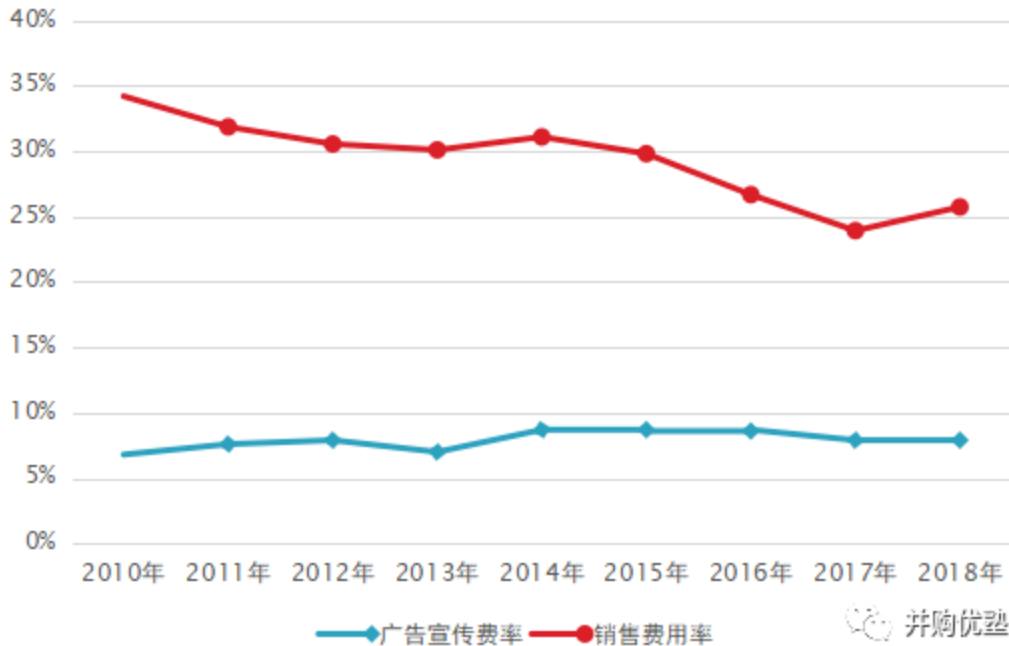


图：期间费用率（单位：%）来源：并购优塾 1) **财务费用率**——本案没有有息负债，财务费用率比重较小，2011年至今均为负数，主要是资金充裕形成大量利息收入，预计这种状态可以维持，此处《并购优塾》假设财务费用主要为利息收入。 2) **管理费用率**——管理费用主要是职工薪酬、折旧及摊销以及研发费用、维修费等，其中，研发支出占比50%左右，管理费用率处于7%左右，相对稳定。2013年至2018年，其研发费用率从3%提升至3.95%，研发投入持续加大，相比格力电器（3.67%）、美的（3.78%）、华帝（3.67%）、九阳（3.7%），研发投入占收入的比重与行业水平接近。

2019年前三季度，管理费用率、研发费用率同比分别下降0.24、0.09个百分点，波动较小，此处维持原假设不变——管理费用率保持三年历史均值6.78%。

3) **销售费用率**——销售费用主要是广告宣传费、销售服务费、职工薪酬及展台装饰费、运费等，占销售费用比例接近80%。销售费用率整体呈下降趋势，从35%下降至25%左右。将销售费用拆开，用于品牌宣传的广告投入占比保持在8%左右，比较稳定，销售费用率下降主要有两个方面原因：一是渠道结构调整，KA渠道占比下降（50%→30%），导致

展台装饰费（7.3%→3.2%）、进场费（6.4%→0.16%）占收入的比重下降。二是受益于宣传投入以及宣传模式的灵活性，促销活动费等占比下降（5.6%→1.4%）。



图：销售费用率&广告宣传费率（单位：%）来源：并购优塾

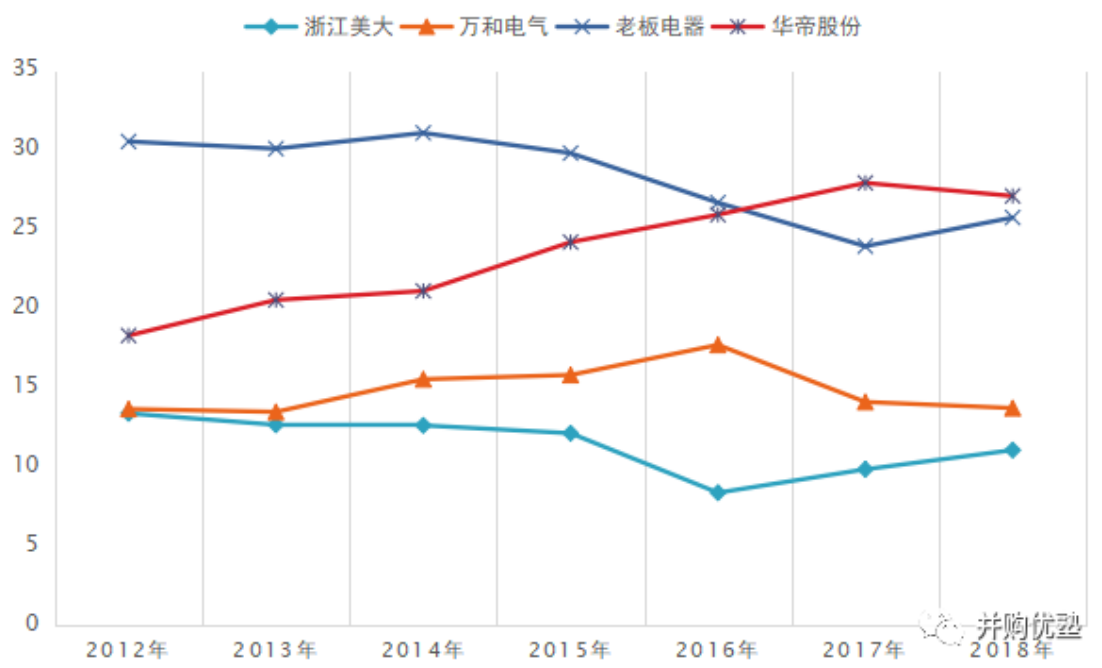
由于其品牌定位高端，预计未来广告宣传费大幅下降的可能性不大，那么渠道方面的布局，未来将如何影响销售费用率？目前，其通过代理商模式，以及北京、上海两家子公司，覆盖线下主流渠道，包括主要 KA 渠道、专卖店渠道、工程渠道等，线上电商渠道由公司直营。其中：

- 1) KA 渠道——占比 30%左右，主要集中在一、二线城市，特点是渠道费用高、现金周转慢，预计未来占比仍会下降；
- 2) 专卖店渠道——占比约 30%，一二线通过开厨源店（国内首个有机形态厨房文化科技体验馆）宣传品牌，2013 年至 2018 年，专卖店数量从 1550 家增加至 3258 家，专卖店盈利能力、现金周转效率高于 KA 渠道，预计占比会上升。至于三四线渠道下沉，通过成立城市公司（城市公司模式，指由总部委托一级代理商，以及核心骨干共同持有城市公司股权并进行经营）实现，2018 年底已经成立 155 家城市公司。由于代理商持股城市公司，城市公司直接从总部拿货，缩短分销层级，终端经销商的利润率有所提升，终端经销商提货动力有所提升。
- 3) 工程渠道——占比约 7%，通过中央油烟机为突破口，主要与万科、恒大、碧桂园、绿地、绿城等开发商合作，在精装修占比增加的背景下，工程渠道占比有望上升，特点是单价低，费用率也低。
- 4) 电商渠道——占比 30%左右，主要通过天猫、京东等第三方电商平台进行销售，代理商负责安装售后，由于是直营，没有中间加价，盈利能力更强。

与同行业相比，其销售费用率处于较高水平，原因一方面是高端品牌定位宣传成本较高，另一方面是代理制模式下，一二线城市渠道占比较高，渠道费用较高，预计未来 KA 渠道的占比会继续下降，而随着工程渠道占比的上升，销售费用率仍有下降空间，因为其广告宣传需求、安装费、返点等低于传统渠道。

2019年前三季度，销售费用率同比下降0.04个百分点至27.72%，尽管加大渠道投入以及推广蒸箱等新品类，包括优化升级原有专卖店体系，开拓工程、家装等新型渠道等，但是，由于工程渠道业务销售费用支出较小，因此整体销售费用率小幅下降。

考虑到销售费用率波动较小，此处，《并购优塾》维持中性假设，销售费用率保持历史三年均值25.43%。



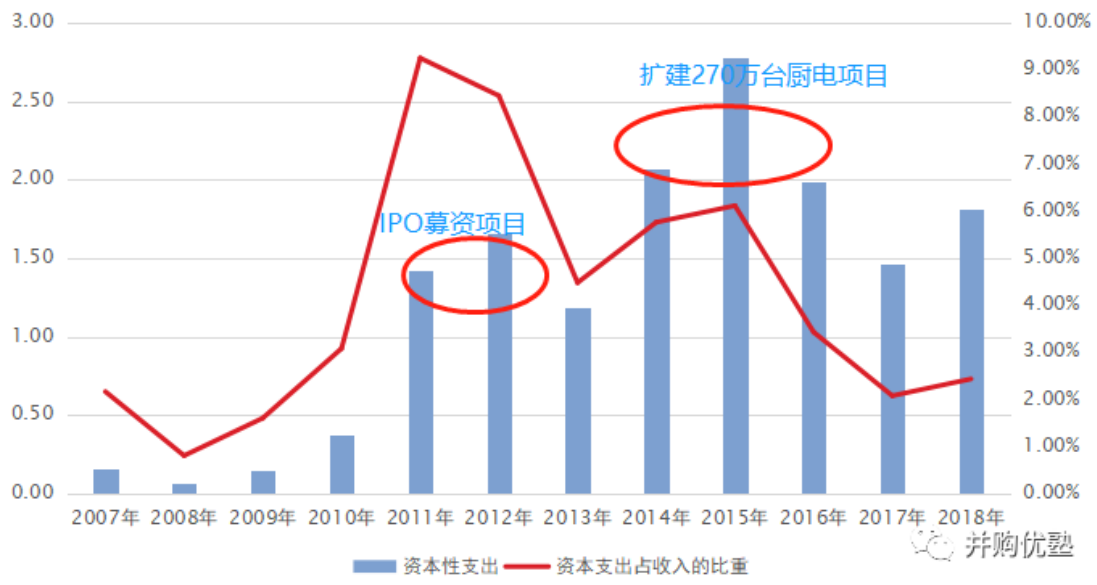
图：同行业销售费用率（单位：%）来源：并购优塾 成本、费用问题看完，利润表的构建已经告一段落——但是，还有很大的一块支出需要考虑：厂房、设备、土地使用权等长期资本支出，该如何预测？这些资本支出，每年的折旧和摊销有多少？这些因子的变动，将如何影响企业内含价值？



厂房，设备



本案的大额资本支出主要有：1) 2010年，100万台厨电项目、吸油烟机技改项目（IPO募投项目），2012年完工；2) 2013年，新建茅山智能工厂，覆盖洗碗机、烤蒸一体机在内的嵌入式产品等多个品类产能，总和约270万台，并配套智能物流仓储中心，2015年投产；3) 2018年，智能制造科技园开工建设，再次提升智能化制造水平。从资本支出占收入的比重来看，整体在2%至8%之间，均值约为4%，CAPEX对现金的拉动效应均值在5左右，资产使用效率较高。 ▼



图：资本支出占收入的比重（单位：%、倍）来源：并购优塾

考虑到其固定资产规模占总资产的比重约为8%，比例小且稳定，这里《并购优塾》不做详细的资本支出计划预测表，而是按照一定比例简化预测：1）考虑2018年智能制造科创园开工建设，预算5.49亿元，预计2019年资本支出会上升，固定资产购建/营业收入比重达到3%，之后两年降至近5年均值1.8%，后续对标格力电器资本支出占比，取2%。2019年前三季度，资本支出占收入的比重为3.75%（中报为4.29%），且根据投资者关系记录表，管理层表示在现金使用方面仍会保持谨慎态度，目前暂没有大的资本性支出计划，未来计划维持较高分红比例。此处《并购优塾》维持原有假设。2）折旧/期初固定资产比例，前三年保持2018年比例9.6%，之后降至历史均值8.6%。3）无形资产购置/营业收入，保持2018年水平0.5%，无形资产摊销/期初无形资产比例，保持历史均值7.4%。

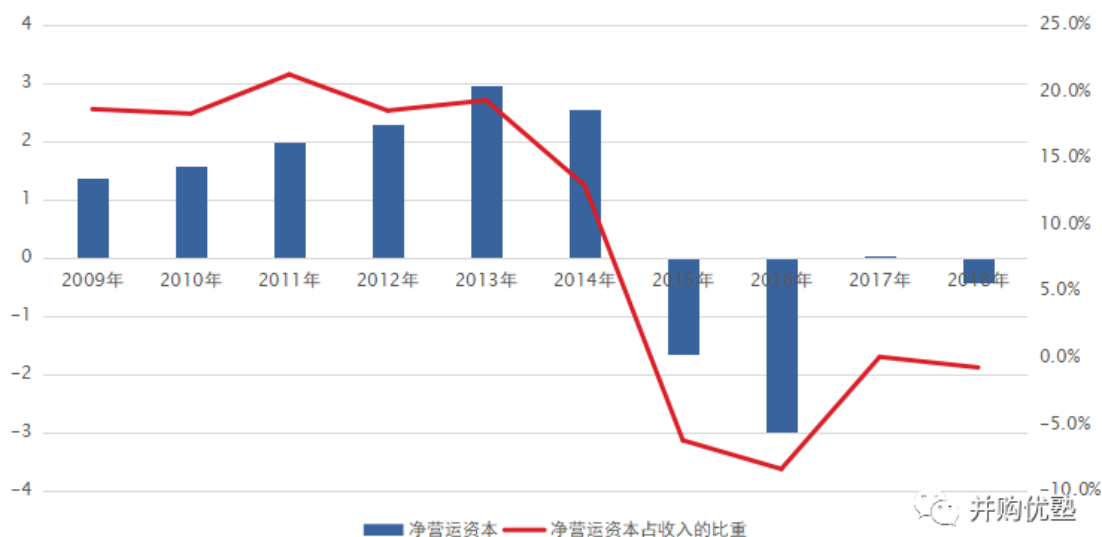
好，资本支出研究完，还有另一块影响自由现金流的因素需要考虑——本案在产业链上强势程度如何？它能否占用上下游厂商的资金？这样的占用，将如何增厚自由现金流，进而增加企业内含价值？



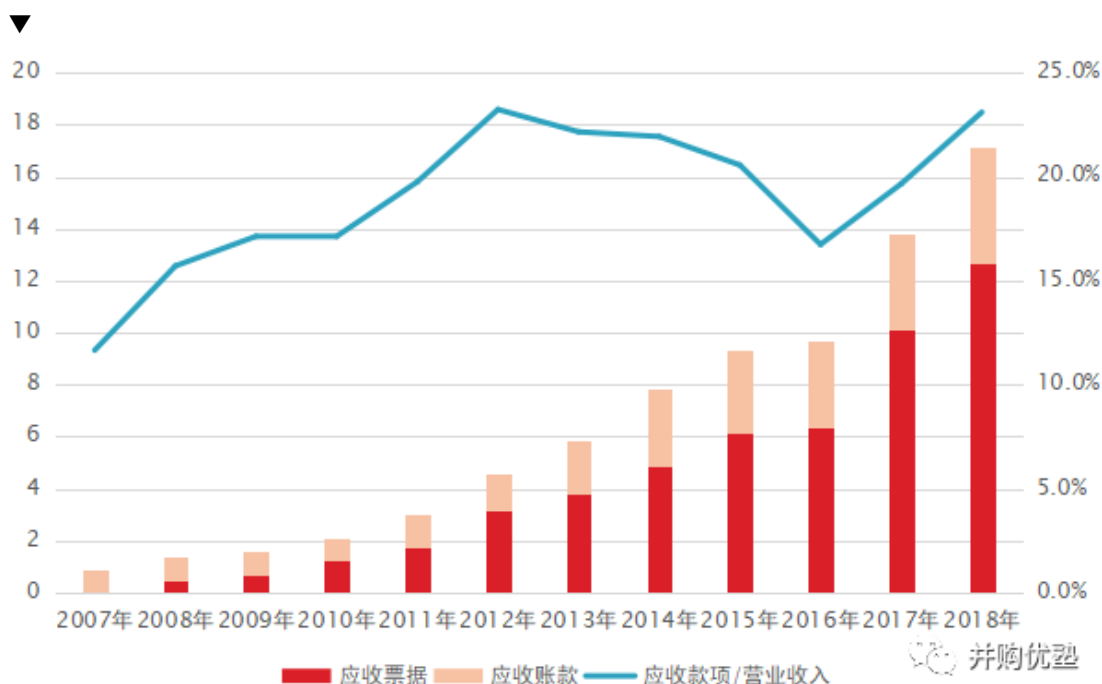
话语权，资金占用



回顾历史，其净营运资本占营业收入比例均为负数，且营运资本占比在下降，说明营运效率在提升，分别来看： ▼

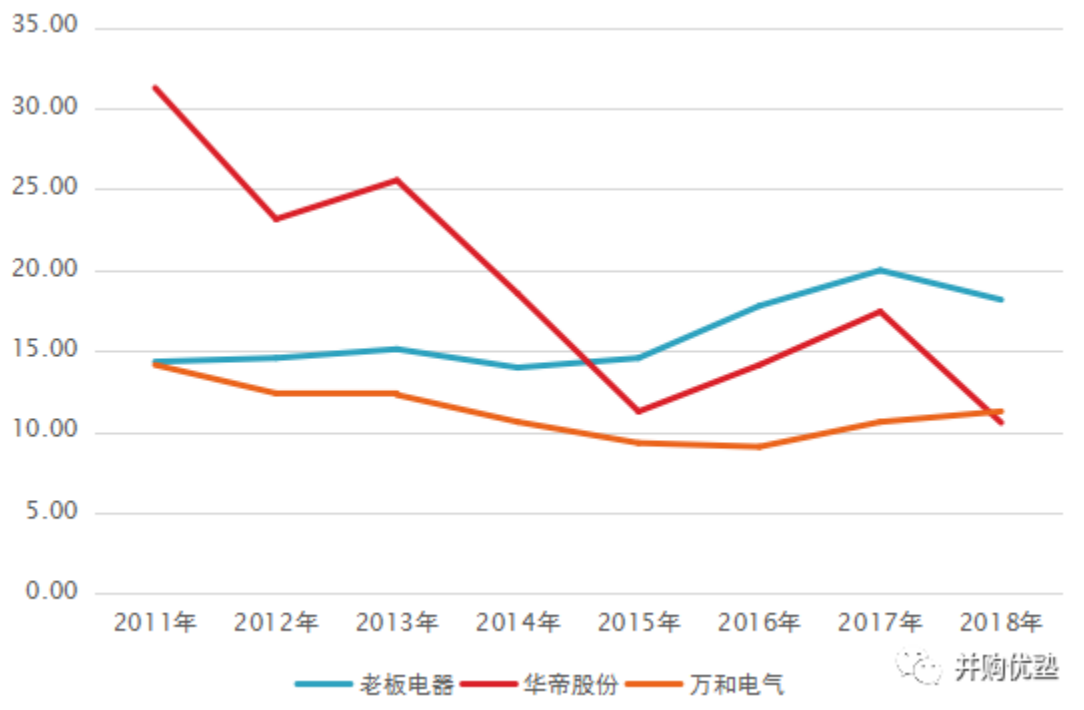


图：营运资本及其占收入的比重（单位：亿元、%）来源：并购优塾 1) 对下游话语权——主要看应收款项、预收账款。 应收账款方面——从历史数据看，应收占营业收入比例在15%至25%之间，且变现能力极强的银行承兑汇票占比较高。



图：应收款项及占收入的比重（单位：亿元、%）来源：并购优塾

对比同行来看，华帝股份采用经销商模式，回款较快，前期周转快，2015年受地产周期影响，收入下降12%，应收账款周转率大幅下降，2018年下降则是由于增加部分客户的临时短期授信和第三方平台、部分工程渠道客户的账期较上期延长。万和电气外销占比（15%左右）较大，而这部分信用期较内销长，应收回款较慢。



图：应收账款周转率对比（单位：次）来源：并购优塾

2019 年三季度末，本案的应收款项 21.42 亿元（含应收票据），同比增加 37.66%，其中应收账款为 5.04 亿元，应收账款周转天数上升 5.8 天至 22.83 天，主要是面向大型地产商的工程渠道收入增加所致。其中，恒大、碧桂园的账期为 1 年。

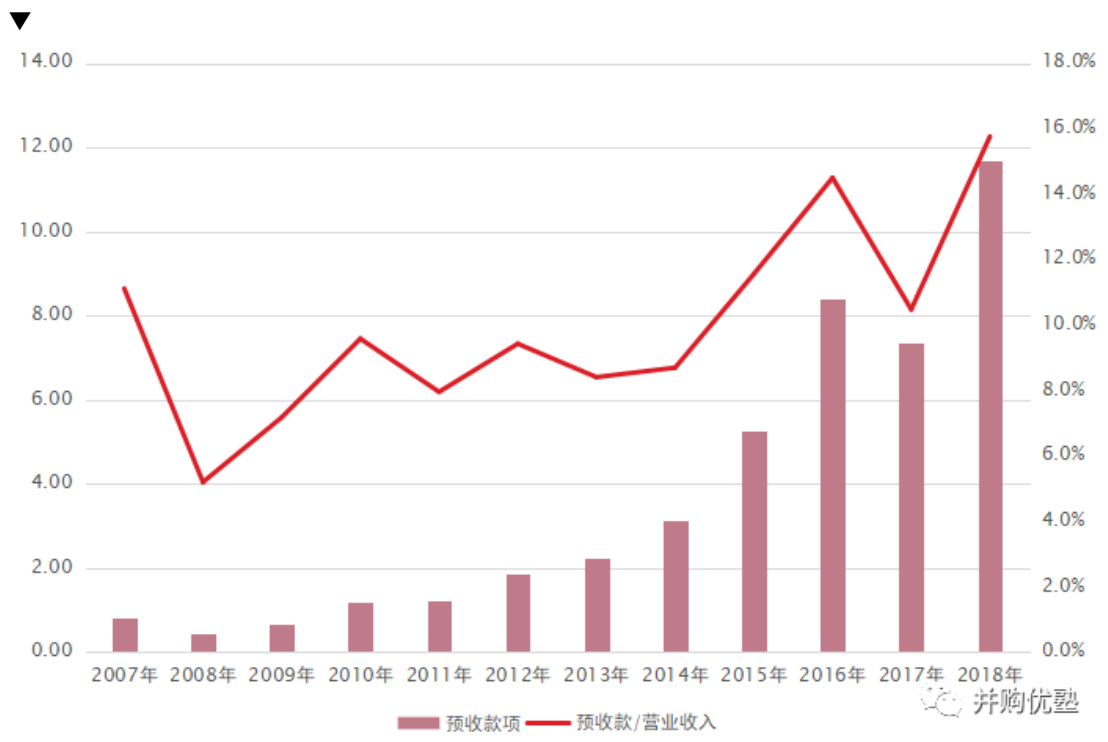
假设工程渠道账期 12 个月、零售渠道综合账期 1 个月（其中，电商（占零售 33%）账期约 1 个月，KA 渠道（占零售 33%）账期约 2 个月，专卖店渠道无账期），工程渠道占比每提升 5 个点，整体账期增加约 0.5 个月。

我们原来假设 2019 年应收账款占比为 23.1%，之后降至历史 5 年均值 20.39%，现在根据工程渠道情况调整假设——假设预测期前 5 年，工程渠道占比提升至 30%，那么，账期增长约 1.5 个月，相应地应收账款周转天数增加 45 天左右，换算成应收账款占比则是提升至 32%，之后，维持 32% 的应收占比不变。

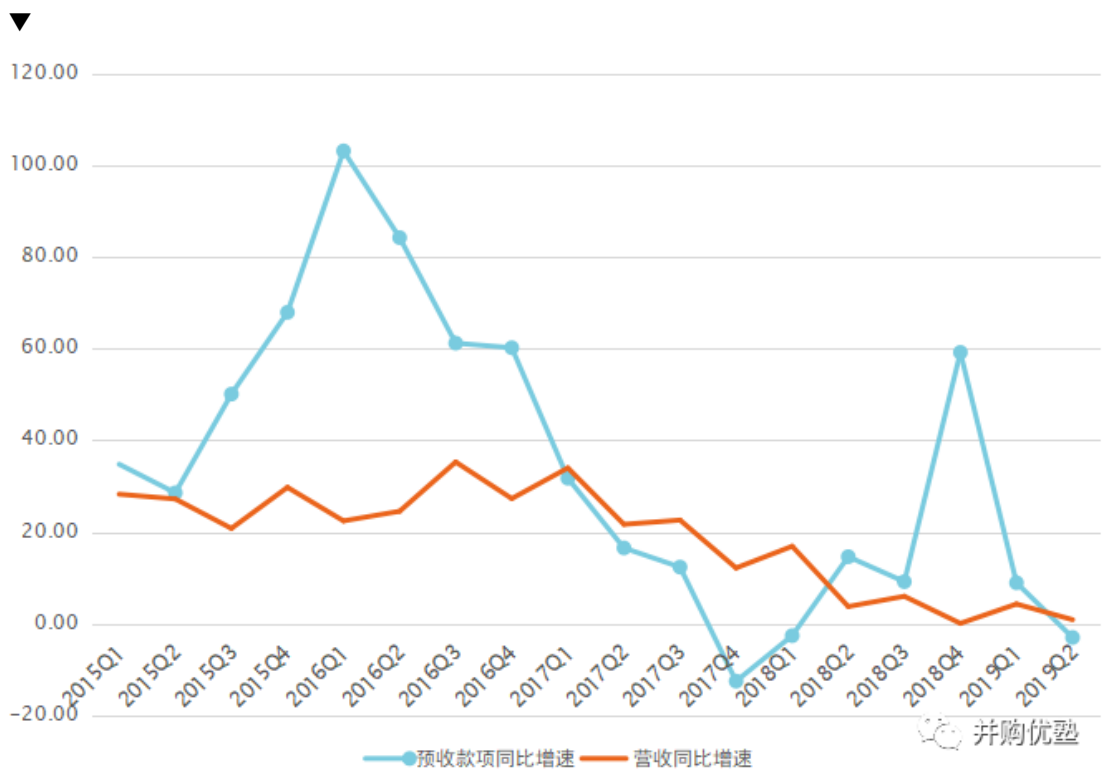
再看预收账款——预收款项主要是经销商的打款，由于线下收入确认是在产品卖给消费者之后，一定程度上代表代理商对下游需求的判断。从历史数据看，预收款占收入比重呈上升趋势，大约在 8% 以上，其中 2018 年大幅上升至 15%。

注意，在代理制模式下，此处的预收账款占比并非越高越好，因为存货积压也可能导致预收占收入的比重上升，所以需要结合存货周转率来看，只有当存货周转率正常时，才预示业绩确定性强（本案存货周转率比较稳定）。

根据三季报数据，预收款项余额为 10.02 亿元，同比下降 10.98%，由此数据可见，经销商拿货积极性尚未改善，此处《并购优塾》假设——预收账款占营业收入的比例前三年保持近 5 年均值 12.2%，之后降至历史均值 10.35%。



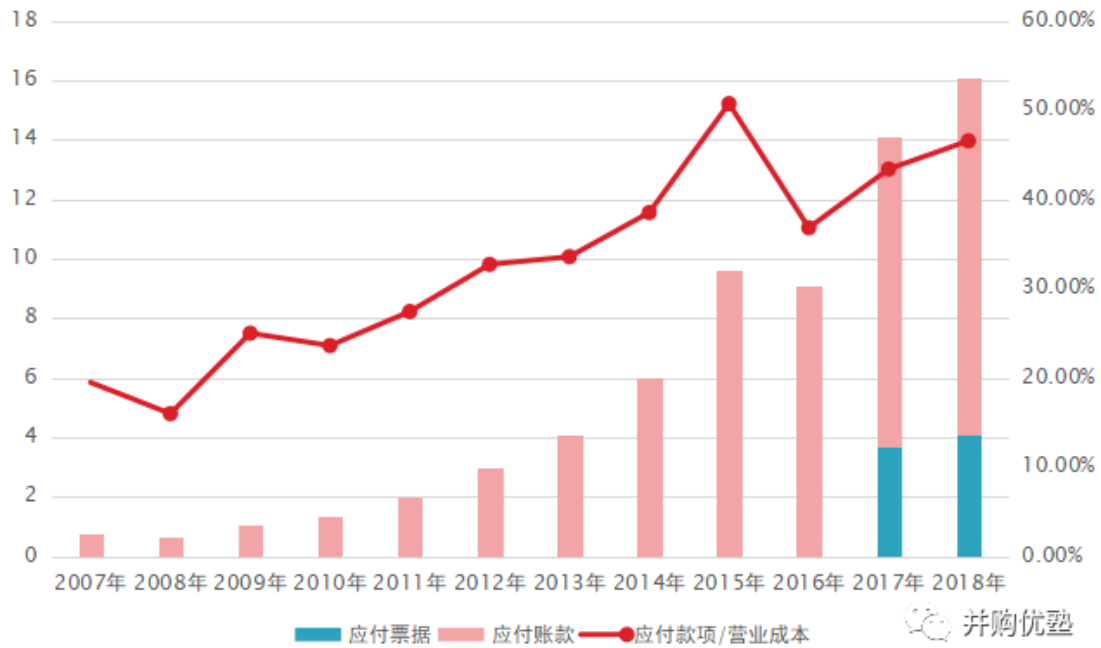
图：预收账款及其占收入的比重（单位：亿元、%）来源：并购优塾



图：预收账款增速&收入增速（单位：%）来源：并购优塾

2) 对上游话语权——主要为应付款项以及预付账款。

由于采购规模较大，其与供应商形成战略合作关系，显现一定的规模优势，同时话语权有所提升，供应商给予的信用额度和信用期有所增加。其中，2015年应付账款占比较高主要是当年应付工程款增加（占成本比重 5.68%）。 ▼



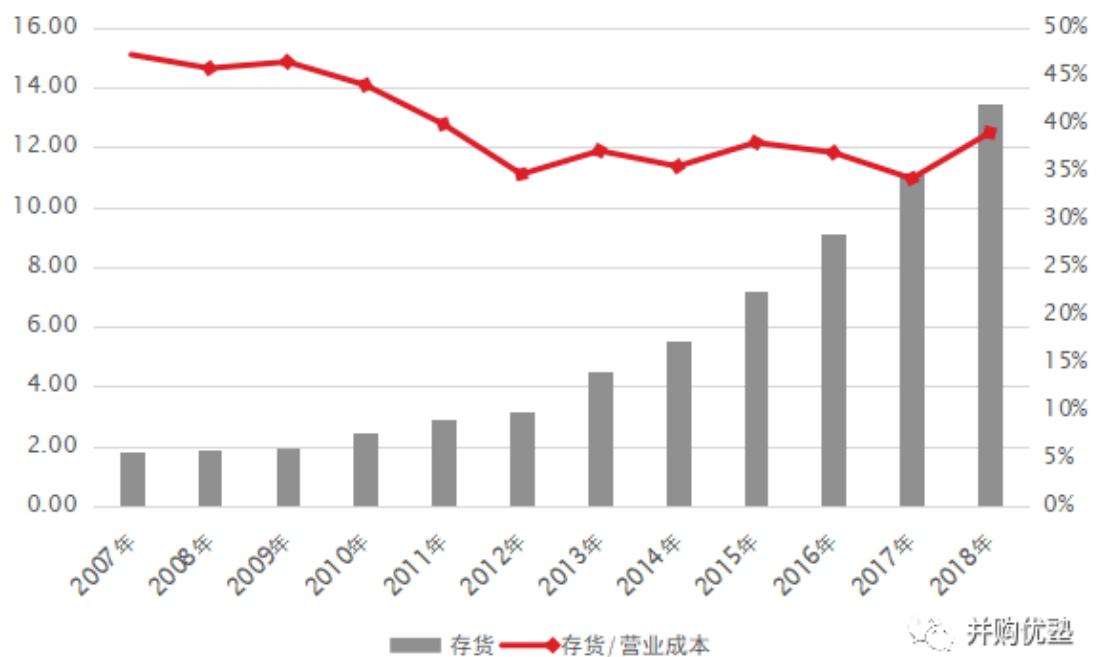
图：应付账款/营业成本（单位：亿元、%）来源：并购优塾

2019年三季度末，应付票据及账款余额25.8亿元，同比增长61%，远高于营业成本的增速，对上游供应商话语权加强，运营能力仍然较强。

此处《并购优塾》假设，应付款项占成本（剔除折旧摊销）的比例保持取近2年均值45.7%（接近格力电器的水平44%）。

预付账款占成本比重较低，大约在1%至2%之间，权重较低，此处简单预测未来预付款项占成本（剔除折旧摊销）的比例，维持在历史5年均值1.7%。

4) 存货对资金的占用——
存货占营业成本的比重基本在35%至45%区间内，整体呈下降趋势。 ▼



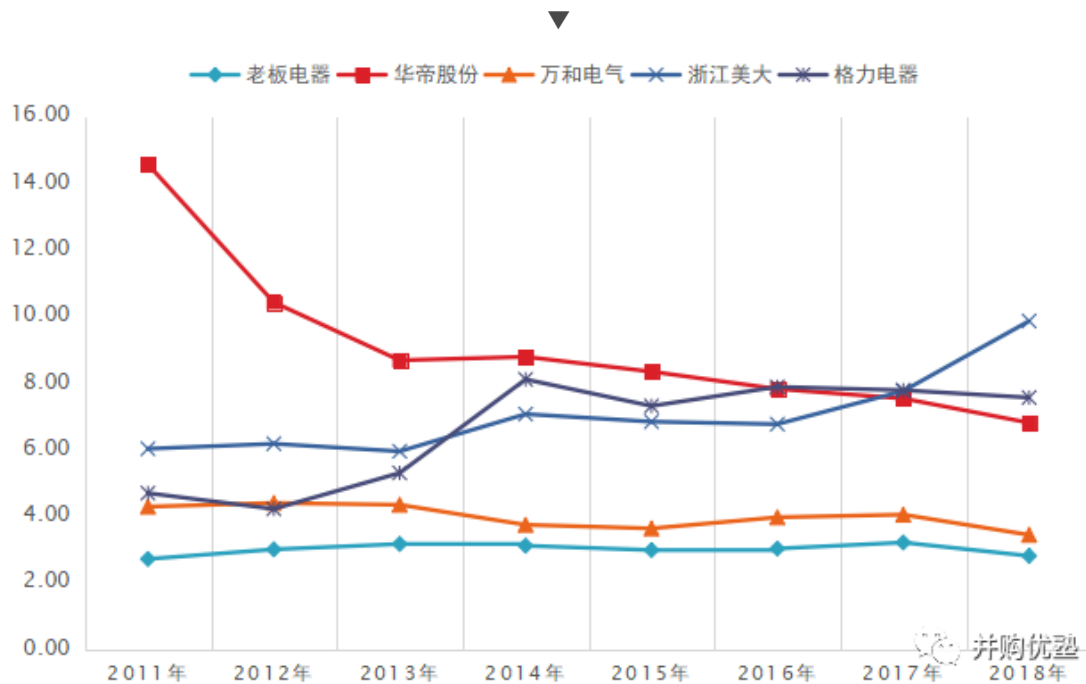
图：存货及其占成本比重（单位：亿元、%）来源：并购优塾

从存货周转率角度看，老板电器的存货周转率在同行业中较低，之前我们在专业版报告库中，做过研究。此处主要因为上文提到的**代理制销售模式**，导致其收入确认时点较经销模式滞后，因而呈现出收入确认慢、存货高企的独特报表特征。

而华帝股份、万和电气、格力电器、浙江美大等家电企业均以经销模式为主，在货物销售给经销商后即确认收入。（此处，也形成了关于本案的调研点，高毛利 VS 低周转。目前来看数据较为合理，但仍需要持续跟踪，以防范风险因素）万和电气产品中燃气热水器比重较高，但热水器产业链较长，且季节性更强，存货周转率低于华帝股份、浙江美大等。

2019 年三季度末，存货 12.53 亿元，同比下降 6.2%，存货周转天数环比减少 5.4 天至 138.8 天，从中报数据看，发出商品 7.76 亿元，同比增加 0.83%，主要是地产行情承压的情况下，经销商倾向于去库存导致，但是库存商品 2.34 亿元，同比下降 16.43%，周转速度在加快。

因此，对存货方面，《并购优塾》维持原有假设——存货占营业成本的比重从历史均值 38.6%，下降至近三年均值 37%。



图：存货周转率对比（单位：次）

来源：并购优塾

研究到这里，估值建模的几个主要变量已经明确。在假设搞定之后，其实建模计算就是水到渠成的过程。以上所有的一切，都是为了进行财务建模的表格测算——用 Excel 对本案进行估值建模，该如何操作？



极为重要的事

估值建模，如何操作



好，在进行建模之前，我们总结一下本案的基本面： 1) 增长空间上，油烟机等厨电产品的渗透率较冰箱、洗衣机等家电产品低，百户保有量仍有较大提升空间。未来十年，城镇、农村的年化增速分别约为 2%、6.8%。

2) 未来的增长，短期看精装修房屋增长，以及地产竣工交付，中长期看品类拓展以及三四线渠道下沉。从季报数据看，房屋竣工数据略有回暖，但仍存在一定滞后性，主要是工程渠道的爆发，拉动收入回升。 2) 护城河方面，主要体现在其高端品牌定位。由于厨电的高转换成本属性，头部品牌更容易获得消费者青睐，因而能够维持稳定的市占率和“品牌溢价”。

3) 回报方面，2016 年至 2018 年，其剔除现金的 ROIC 分别为 143.3%、145.2%、102.8%，无有息负债，2018 年底账面现金类资产 40 多亿元。从财报的账面理财收益、利息收入测算，货币资金收益率在 4% 以上。 4) 竞争格局方面，厨电和其他大家电不同，没有国际玩家竞争，并且，由于各大玩家差异化的品牌定位，导致格局比较稳定，目前本案油烟机、燃气灶等市占率行业第一，油烟机零售量 CR5 约为 55%，低于大白电的集中度，仍有提升空间。

5) 风险方面，一是地产周期下行超预期；二是厨电行业竞争加剧，市占率及盈利能力下降。

至此，根据以上所有的分析，我们进入本报告极其重要的部分——财务模型构建、财务报表配平、自由现金流预测、数据建模计算、以及 EXCEL 建模表格……………

.....

如需获取本报告全文

以及部分重点公司详细估值建模表，

请购买科创板及专业版报告库，

以长江电力、海康威视、恒瑞医药为例，

估值建模部分，样图如下：

以长江电力为例，经配平后的资产负债表预测样图：

长江电力													
资产负债表 Balance Sheet													
单位：亿元人民币（特殊说明除外）													
	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
无形资产净值	1.7	1.7	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
资产总计	2,989.0	2,994.0	2,955.0	2,803.8	2,690.9	2,617.3	2,595.3	2,672.9	2,744.7	2,817.3	2,890.6	2,964.7	3,039.6
负债和股东权益													
融资缺口	0.0	0.0	0.0	28.9	32.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
短期借款	600.1	566.9	538.3	457.6	388.9	350.0	315.0	315.0	315.0	315.0	315.0	315.0	315.0
应付款项	2.5	1.9	1.5	1.5	1.5	1.5	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
其他流动负债	18.5	26.3	28.5	29.5	29.5	29.5	30.2	30.8	30.8	30.8	30.8	30.8	30.8
流动负债合计	621.1	597.0	566.3	517.5	452.1	381.1	346.8	347.5	347.5	347.5	347.5	347.5	347.5
长期借款	806.0	740.3	617.2	524.6	445.9	401.3	361.2	361.2	361.2	361.2	361.2	361.2	361.2
应付债券	276.6	301.5	342.7	291.3	247.6	222.8	200.5	200.5	200.5	200.5	200.5	200.5	200.5
负债合计	1,703.7	1,638.8	1,528.1	1,333.4	1,145.6	1,005.2	908.5	909.2	909.2	909.2	909.2	909.2	909.2
股本及资本公积	862.5	863.2	863.0	863.0	863.0	863.0	863.0	863.0	863.0	863.0	863.0	863.0	863.0
留存收益	622.7	692.0	763.9	807.5	862.4	949.1	1,023.8	1,100.8	1,172.6	1,245.1	1,318.5	1,392.6	1,467.4
股东权益合计	1,285.3	1,355.2	1,426.8	1,470.4	1,545.3	1,612.0	1,686.8	1,763.7	1,835.5	1,908.1	1,981.4	2,055.5	2,130.4
负债和股东权益总计	2,989.0	2,994.0	2,955.0	2,803.8	2,690.9	2,617.3	2,595.3	2,672.9	2,744.7	2,817.3	2,890.6	2,964.7	3,039.6
平衡吗？	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK

以海康威视为例，现金流量表预测样图：

海康威视													
现金流量表 Cash Flow Statement													
（单位为百万元人民币，特殊说明除外）													
	2016 A	2017 A	2018 A	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E	2023 E	2024 E	2025 E	2026 E	2027 E	2028 E
经营活动现金流													
净利润				10,480	13,972	17,999	20,706	23,841	27,100	30,356	33,419	36,080	38,142
折旧				702	1,010	1,346	1,712	2,112	2,477	2,764	2,966	3,076	3,088
摊销				94	148	207	272	343	420	503	591	681	772
财务费用				-44	-67	-60	-63	-73	-102	-159	-247	-368	-521
(投资收益)				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(非经常性或非经营性损益)				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
经营性资产减少【期初-期末】				资产减少，现金流入	-2,582	-2,338	-2,790	-2,555	-2,694	-2,737	-2,656	-2,432	-2,055
长期经营性负债增加【期末-期初】				68	77	83	90	95	96	93	85	72	54
经营活动现金流				8,720	12,802	16,855	20,163	23,624	27,254	30,901	34,381	37,485	40,000
投资活动现金流													
投资收益				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
非经常性或非经营性损益				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
非核心资产减少				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(固定资产购置)				-2,932	-3,444	-4,001	-4,604	-5,238	-5,177	-4,947	-4,635	-3,941	-3,184
(无形资产购置)				-590	-693	-805	-926	-1,054	-1,183	-1,308	-1,422	-1,519	-1,592
(新增长期待摊费用)				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
其他长期经营性资产减少【期初-期末】				-416	-515	-561	-607	-637	-645	-625	-572	-484	-363
投资活动现金流				-3,938	-4,651	-5,367	-6,137	-6,929	-7,005	-6,880	-6,529	-5,945	-5,139
融资活动现金流													
(偿还期初融资缺口)				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(财务费用)				44	67	60	63	73	102	159	247	368	521
短期借款增加				-4,104	440	478	520	546	553	536	490	415	312
长期借款增加				969	959	968	992	1,022	838	639	422	188	-55
(归属于母公司股东的分红)				-5,608	-5,177	-4,502	-3,891	-3,229	-2,778	-2,387	-1,996	-1,609	-1,283
(归属于少数股东的分红)				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
股本与资本公积增加				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
融资活动现金流				-8,700	-3,711	-5,396	-7,317	-8,588	-10,284	-12,053	-13,836	-15,537	-17,045
净现金流				-3,919	4,440	6,093	6,710	8,108	9,965	11,968	14,015	16,003	17,816
期初货币资金				26,552	22,633	27,073	33,166	39,875	47,983	57,948	69,917	83,932	99,936
新增融资缺口前的期末货币资金				22,633	27,073	33,166	39,875	47,983	57,948	69,917	83,932	99,936	117,752
现金分配													
所需资金				1,770	2,079	2,415	2,779	3,162	3,549	3,924	4,299	4,674	5,049
融资缺口【融资缺口=所需资金-期末货币资金】				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
期末货币资金				22,633	27,073	33,166	39,875	47,983	57,948	69,917	83,932	99,936	117,752

在接下来的专业版和科技版报告中，我们将沿着上述思路，解决本案的以下几个重大问题。只有这些问题思考清楚，才能彻底看懂上述这家公司，形成逻辑闭环。很多人以为仅仅依靠产业逻辑分析，就能在二级市场横行——但其实，如果不把**估值建模**、**财务风险**两大因素搞清楚，仍将可能面临巨大灾难：

1) 在本案财务建模过程中，我们对比了大量的可比公司，得出的数据区间大家有何不同，其中是否有值得思考的点？国内巨头和国外公司之间，是否有差异？

2) 综合相对估值法、绝对估值法，得出的估值区间，是否符合逻辑？其中的差异因素，又在什么地方？如果进行敏感性分析，WACC和增速对估值的影响有多大？

3) 本案，是产业链上极为重要的一家——在本案估值建模测算过程中，不同方法的选择之下有何差别？到底应该怎样将所有财务预测串联起来，形成估值建模逻辑的闭环？

4) 经过前期的暴涨暴跌之后，很多人可能心里都很慌张，夜不能寐——那么，本案的估值，到底在什么样的区间，到底是贵了，还是便宜了？

因公开的报告细节，会和并购优塾订制报告的**付费用户**有冲突，因而，并购优塾团队将应订制报告用户的要求，部分内容不再免费提供，并逐步尝试付费功能。

为好的产品支付合理的价格，是让世界变得更好的方式——大家支付的费用，将有利于我们从全球顶尖大学补充更多的投研精英，也将有利于并购优塾团队从全球范围内，采购更深的行业数据，从而能够不断精进，为大家提供更有干货的研究报告。

本案，将更新至优塾团队的“核心产品一：专业版估值报告库”中，敬请留意。

如果您对本案的【估值部分】感兴趣，以及更多其他案例，可扫描下方二维码，获取本案的**估值建模**细节，以及背后可能涉及的**财务风险**。同时，之前因诸多原因无法公开发布的报告，以及重大风险点提示，都将包含其中。

另外，对付费会员，并购优塾的历史研报，以及相关的报告评级等，诸多公众号不具备的功能（包括针对重点公司的**估值建模表格**），都将陆续开放下载。



扫码阅读核心产品一

专业版 | 估值报告库



扫码阅读核心产品二

科创板 | 以及科技概念报告库