



电商下沉带来增量，公司工程渠道完美，期待名气放量

2019.12.13

王亮(分析师)

电话: 020-37392941

邮箱: wangl\_a@gzgzhs.com.cn

执业编号: A1310514080002

事件:

(1) 根据国家统计局数据，截至2019年10月，我国商品房住宅竣工面积累计3.85亿平方米，同比下降5.5%。2018年，我国商品房住宅竣工套数618万套，同比下降8.7%。根据奥维云网数据，2018年我国精装房规模253万套，同比增长60%，预计2019年精装房规模336万套；2018年精装房渗透率27.5%，预计2019年将达32%。(2) 自2016年马云提出“新零售”以来，苏宁、天猫、京东等电商平台加大了下沉市场的开店速度。截至2019H1，苏宁易购云零售直营店及加盟店面数合计5108家(4439家，2018)，京东家电专卖店店面数1.2万家(1万家，2018)。(3) 根据国家统计局数据，2018年城镇居民每百户烟机拥有量79.1台，农村居民每百户烟机拥有量26台，较上一年增加5.4台和5.6台，增加量为近五年之最。(4) 根据中怡康数据，截至今年10月，我国油烟机行业零售量1401万台，零售额321亿元，同比增速分别为-1.9%、-4.5%。根据产业在线数据，截至今年10月，我国油烟机内销量累计1437万台，同比下降3.3%。

● **电商下沉拉动农村和城镇存量房烟机需求。**(1) 油烟机的零售量来自新房需求、二手房需求、农村需求以及存量房需求四个方面。2018年行业零售量大幅下滑，源于新房、二手房和存量房需求的明显下滑。相反，农村需求在2018年大幅提升。(2) 和空调零售情况相同，2018年城镇和农村每百户拥有量的快速增加与2017年开始电商下沉加快有极大关系。由于前装集采(油烟机的工程渠道)大幅度挤占了后装零售，城镇每百户的增加并未体现出零售的好转。农村每百户的增加直接反映了农村烟机需求的增加，主要源自电商下沉。(3) 我们认为，电商下沉预计还将要加快，并伴随着店效的逐步提升。我们预计，2019-2021年行业烟机零售量分别为1687万台、1664万台、1758万台，增速分别为-2.0%、-1.4%、5.7%。

● **电商下沉带来的增量主要来自中低价格段。**(1) 根据中怡康数据，2019年前10月烟机行业零售均价下降2.8%，比去年同期下降幅度拉大。根据奥维云网数据，今年上半年烟机线上和线下零售0.5-1k的占比增加明显，线上和线下2.5-3k的占比下降明显。今年上半年，线上油烟机市场TOP4品牌份额64%，比2018年上半年下降了4.8pct，TOP6-10品牌零售额份额19.2%，比2018年上半年上升了3pct。(2) 根据京东线上前30品牌，我们发现中低价位段的很多品牌，产品差异不大，选择的随机性较强。若要增加份额进而在电商下沉中受益，品牌力、价格策略和渠道力(线下)是主要方向。(3) 老板子品牌名气自2017年调整战略思路：“做强县域、试点城市、深挖乡镇”。截止2018年，省会城市网点257家，地级市网点1025家，县城专卖店、网点3161家，乡镇网点4493家，样板乡镇农村联络站3600家，名气品牌的网店已经非常完善。

谨慎推荐 (首次)

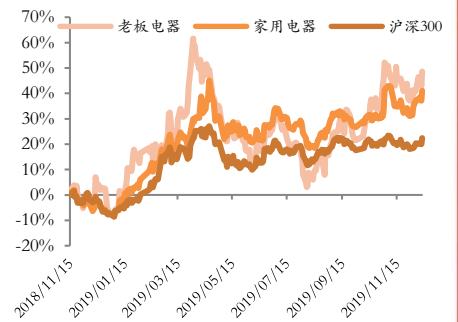
现价: 32.17

目标价: 34.37

股价空间: 6.84%

家用电器行业

行业指数走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
沪深300	1.65	-0.10	7.51
家用电器	4.52	6.09	13.51
老板电器	2.98	15.06	24.11

基本资料

总市值(亿元)	559
总股本(万股)	94,902
流通股比例	98.51%
资产负债率	36.0%
第一大股东	杭州老板实业集团有限公司
大股东持股比例	49.7%

相关报告

广证恒生-家电行业-2019年度中期策略报告-小电和集成灶行情将继续，冰、洗机会显现-2019.06.30



然而，目前名气的收入还未起量。2018 年名气收入 2.9 亿元。伴随未来几年电商下沉，名气品牌有放量的可能。

● **老板高端品牌更加稳固，零售端收入降幅收窄。** 价位前三的品牌——方太、老板和华帝，由于价格一直处于高位，并没有对中低价位段形成挤占，因此中高端以上的市场份额比较稳固，且中高端的市场集中度还会继续提升。电商下沉中，中低价位烟机更具吸引力，整体上对老板品牌的市场份额有少许的稀释作用。我们预计，2019-2021 年老板品牌烟机零售量线下份额保持 19%，零售量线上份额保持 11.5%，预计老板品牌烟机零售量分别为 272 万台、270 万台和 288 万台，增速分别为-8.7%、-0.8%和 6.8%。

● **前装集采（工程渠道）挤占后装零售，工程领域持续高速增长。** (1) 自 2016 年起，我国各地大力推进精装房普及，我们估算，2019 年精装房渗透率将达到 31.8%，精装房烟机配套率接近 100%。我们预计，2020-2021 年烟机行业工程量分别为 376 万台、418 万台，增速分别为 12%、11%。(2) 新房烟机购买从后装零售交由开发商的前装集采，我们估算 2017、2018 年（新房领域）前装集采对后装零售的比例分别为 26:100、61:100。预计 2019-2021 年，比例分别为 95:100、154:100、178:100。(3) 公司进入工程机领域时间较早，品牌力持续保持头部位置，在工程渠道具有极大优势。我们估算，2017-2018 年老板烟机工程渠道量约为 35 万台、50 万台，市场份额约为 22%、20%。预计 2019-2021 年老板烟机的工程渠道量的份额约为 26.8%、37%、40%，对应规模分别为 90 万台、140 万台、167 万台，增速分别为 80%、56%、19%。预计公司工程渠道收入分别为 9.1 亿元、14.9 亿元、18.6 亿元，增速分别为 80%、63%、25%。

● **盈利预测与估值。** (1) 我们预计，2019-2021 年公司烟机收入分别为 42.0 亿元、47.2 亿元和 53.0 亿元，增速分别为 4.7%、12.3%和 12.4%，明年有较大反转；公司整体收入分别为 77.8 亿元、86.8 亿元和 97.4 亿元，增速分别为 4.8%、11.6%和 12.2%；净利润分别为 15.5 亿元、17.5 亿元、19.8 亿元，增速分别为 5.4%、12.7%、13.3%；EPS 分别为 1.64 元、1.84 元和 2.09 元。(3) 公司在工程渠道持续调整产品结构，增加高端机型，将拉动整体毛利率提升。名气品牌一直具有渠道和产品基础，伴随未来几年电商下沉，有放量的可能。我们预计 2020 年公司收入和净利润出现向上拐点。以 2019 年净利润为基准，未来两年复合增速 13%。我们按 2019 年预计 EPS 的 21 倍估算，合理股价为 34.4 元，较 2019 年 12 月 13 日收盘价 32.17 元有 6.9%的空间，给予“谨慎推荐”评级。

● **风险提示。** (1) 烟机行业前装集采的占比越来越大，虽然进入门槛较高，但更多的品牌会进入，老板的市场份额增速有下降的可能。(2) 低线城市消费受居民收入影响较大，如果国内宏观经济不景气将会明显降低烟机消费需求，而且会挤占一部分高端需求。

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	7424.89	7781.12	8682.17	9742.63
增长率(%)	5.81%	4.80%	11.58%	12.21%
归属母公司股东净利润	1473.58	1553.25	1750.31	1983.20
增长率(%)	0.85%	5.41%	12.69%	13.31%
每股收益 EPS(元)	1.55	1.64	1.84	2.09
销售毛利率	53.52%	54.80%	55.10%	55.40%
销售净利率	19.98%	20.10%	20.30%	20.50%
净资产收益率(ROE)	24.38%	22.85%	22.89%	23.04%
投入资本回报率(ROIC)	40.51%	32.30%	36.63%	36.36%
市盈率(P/E)	20.72	19.66	17.44	15.39

资料来源：公司年报，广证恒生测算



## 目录

目录.....	3
图表目录.....	4
1. 零售领域：电商下沉带来增量，中低价位段竞争加剧.....	5
1.1 电商下沉拉动农村和城镇存量房烟机需求，前装集采挤占后装零售.....	5
1.2 增量主要来自中低价段，老板品牌份额更加稳固，期待名气品牌放量.....	7
1.2.1 电商下沉带来的增量主要来自中低价格段.....	7
1.2.2 期待名气品牌在电商下沉中放量.....	9
1.2.3 老板高端品牌更加稳固，零售端收入降幅将收窄.....	10
2. 工程领域：持续高速增长，公司具有绝对优势.....	11
2.1 工程领域持续高速增长.....	11
2.2 工程机壁垒较高，老板份额还将提升.....	12
3. 公司盈利预测与估值.....	12
3.1 预计公司烟机总收入明年有较大反转.....	12
3.2 公司整体收入预测.....	12
3.3 盈利预测与估值.....	13



## 图表目录

图表 1.	今年以来零售量增速持续回暖 .....	5
图表 2.	今年以来零售额增速持续回暖 .....	5
图表 3.	内销量持续负增长 .....	5
图表 4.	外销带动总产销回暖 .....	5
图表 5.	零售量增速线上大于线下 .....	6
图表 6.	行业零售量线上占比持续提升 .....	6
图表 7.	零售均价略有下降 .....	7
图表 8.	今年上半年（线下）3000-元（三段）市场份额急剧上升 .....	7
图表 9.	今年上半年（线上）1000-元市场份额急剧上升 .....	7
图表 10.	京东商城烟机排序前 24 个品牌 .....	8
图表 11.	均价前三的品牌价格（线下）略降 .....	8
图表 12.	中等价位品牌均价（线下）增减不一 .....	8
图表 13.	方太、老板均价与市场份额明显负相关 .....	8
图表 14.	中低价位（法迪欧）均价与市场份额明显负相关 .....	8
图表 15.	TOP4 品牌烟机线上零售额占比下降 .....	9
图表 16.	油烟机线上中低价格品牌数量和机型数量均逐年上升 .....	9
图表 17.	2019H1 各级别城市各价格段零售量同比增速 .....	9
图表 18.	2017 年以来名气渠道数量迅速上升 .....	10
图表 19.	今年上半年名气收入下滑明显 .....	10
图表 20.	今年前十月老板烟机线下零售均价下降 .....	10
图表 21.	老板烟机线下零售量市占率不断提升 .....	10
图表 22.	发行人直接与代理商结算 .....	11
图表 23.	发行人通过子公司分销，与终端结算 .....	11
图表 24.	发行人通过代理商分销，但直接与终端渠道结算 .....	11
图表 25.	老板烟机线收入增加，但增速下降明显 .....	11
图表 26.	公司烟机毛利率高于销售毛利率 .....	11
图表 27.	公司烟机总的收入测算表 .....	12
图表 28.	公司总收入测算表 .....	13
图表 29.	公司重要财务指标预测 .....	13



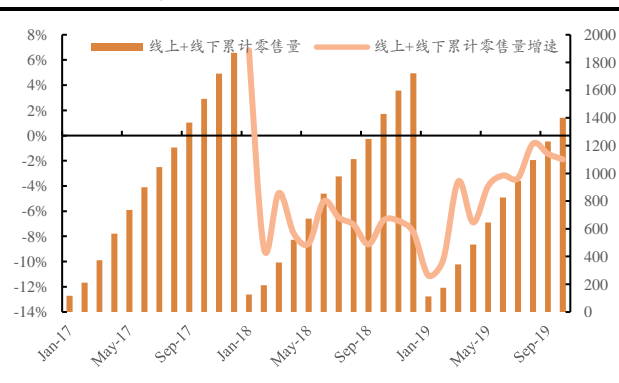
## 1. 零售领域：电商下沉带来增量，中低价位段竞争加剧

### 1.1 电商下沉拉动农村和城镇存量房烟机需求，前装集采挤占后装零售

根据中怡康数据,2018年我国油烟机零售量1722万台,零售额399亿元,同比增速分别为-8%和-7.9%,量额齐降,一改之前多年行业零售量5-8%的正增速。截至今年10月,油烟机零售量1401万台,零售额321亿元,同比增速分别为-1.9%、-4.5%。量、额下滑持续收窄。

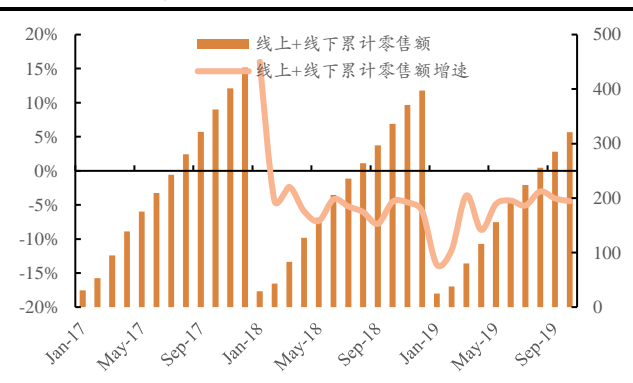
根据产业在线数据,截至今年10月,我国油烟机内销量累计1437万台,同比下降3.3%;出口量累计882万台,同比增长12.7%。内销自2018年以来持续负增长,外销拉动总销量和总产量回暖。

图表1. 今年以来零售量增速持续回暖



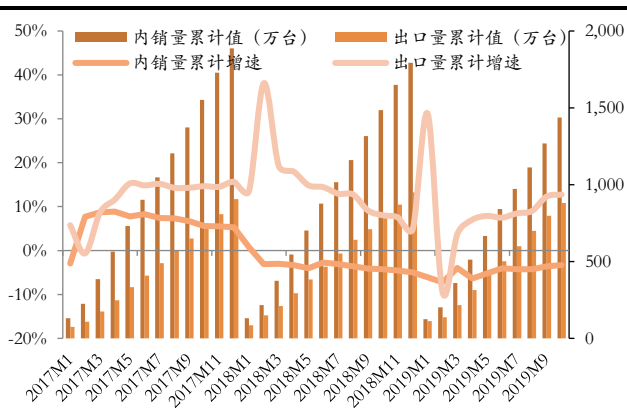
资料来源：公司公告，广证恒生整理

图表2. 今年以来零售额增速持续回暖



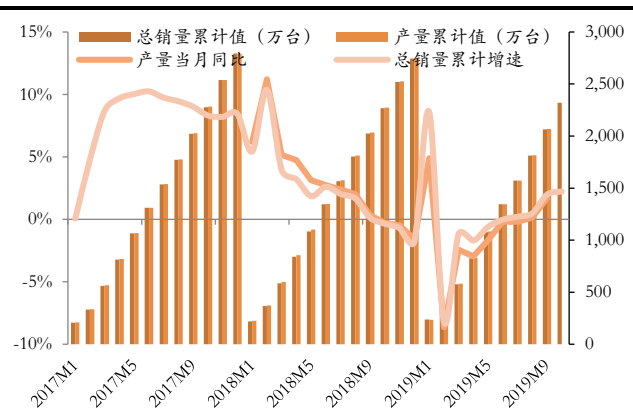
资料来源：公司公告，广证恒生整理

图表3. 内销量持续负增长



资料来源：公司公告，广证恒生整理

图表4. 外销带动总产销回暖



资料来源：公司公告，广证恒生整理

根据我们估算,油烟机的零售量来自新房需求、二手房需求、农村需求以及存量房需求四个方面。2018年行业零售量大幅下滑,源于新房、二手房和存量房需求的明显下滑。相反,农村需求在2018年大幅提升。

住宅竣工套数持续下滑,以及工程机对零售量的挤占,新房带来的烟机需求约有30%的下滑。由于商品房成交量下滑明显,对应的二手房的成交量也下滑,二手房带来的研究需求约有18%的下滑。存量房烟机需求每年约有0.5-2%之间的占比(即每百户每年约有0.5-2%个家庭有烟机购买的行为)。2018年占比约0.5%,较大幅度拉低了零售需求。

根据国家统计局数据,2018年城镇居民每百户烟机拥有量79.1台,农村居民每百户烟机拥有量26台,较上一年增加5.4台和5.6台,增加量为近五年之最。和空调零售情况相同,2018年城镇和农村每百户拥



有量的快速增加与2017年开始电商下沉加快有极大关系。由于前装集采(油烟机的工程渠道)大幅度挤占了后装零售,城镇每百户的增加并未体现出零售的好转。农村每百户的增加直接反映了农村烟机需求的增加,主要源自电商下沉。

自2016年马云提出“新零售”以来,苏宁、天猫、京东等电商平台加大了下沉市场的开店速度。2017年京东在乡镇市场发力,当年京东家电专卖店数量突增至8000家,远超苏宁2000多家线下门店。截至2019年上半年,苏宁在乡镇市场的苏宁零售云加盟店和苏宁易购直营店共计达到5000多家,京东家电专卖店数量达到1.2万家。京东预计要在三年内实现“一镇一店”即4万多家乡镇京东家电专卖店,现有门店仅达到三分之一。苏宁计划2019年内投入10亿,在全国新开店增至7000家。我们认为,电商下沉预计还将要加快,并伴随着店效的逐步提升。

农村地区烟机需求仍将维持。我们预计2019-2021年农村烟机每百户拥有量分别为30.5台、35台、39.5台,农村新增烟机需求分别为842万台、874万台、905万台,增速分别为1.4%、3.7%和3.6%。

城镇新房装修引致烟机需求与新房竣工、新房待售和工程机挤占有关。由于工程机比例越来越大,新房烟机购买从后装零售交由开发商的前装集采。我们估算2017、2018年,新房零售需求分别为622万台、416万台,前装集采对后装零售的比例分别为26:100、61:100,这是今年零售下滑的主要原因之一。我们预计,2019-2021年后装零售的量分别为354万台、245万台和235万台,前装集采对后装零售的比例分别为:95:100、154:100、178:100。

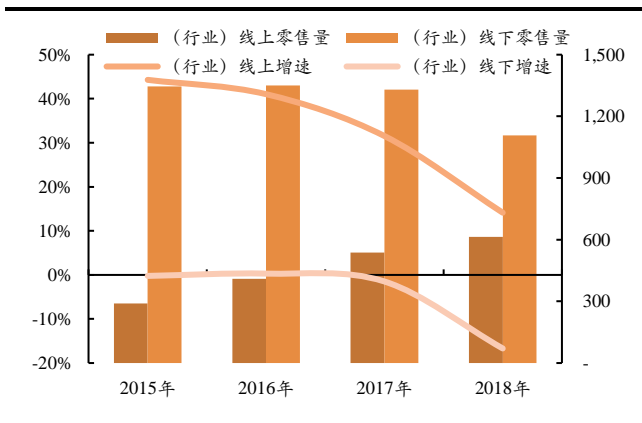
二手房成交和装修引致烟机需求和商品房销售、二手房成交占比相关。我们估算2017、2018年,二手房占新房销售比例约为26-29%,预计外来二手房占比有小幅提升,2019-2021年二手房引致烟机需求分别为317万台、337万台和366万台,增速分别为-3.9%、6.2%和8.8%。

存量房烟机需求夹杂着替换需求和烟机替代排风扇等购买行为,取决于家庭装修、烟机使用寿命,以及产品迭代等因素。当前,电商下沉带来了更多高性价比的产品,为存量房烟机需求带来了较大的空间。我们预计,存量房烟机购买行为占比将持续增加,2019-2021年后存量房需求量分别为174万台、236万台和298万台,增速分别为20.1%、35.5%和26.6%。

基于以上四类因素的分析,我们预计,2019-2021年行业烟机零售量分别为1687万台、1664万台、1758万台,增速分别为-2.0%、-1.4%、5.7%。

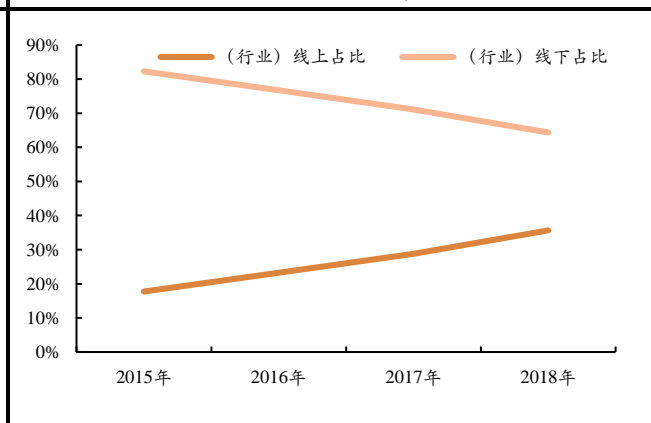
根据中怡康数据和我们的测算,2018年线上零售量约610万台,增速14.1%,占比35.7%;线下零售量约1100万台,增速-16.7%,占比64.3%。电商下沉(新零售)若计入线上,则线上占比和增速将继续增长。我们预计,2019-2021年烟机行业零售量线上增速5.5%、6%和6%,线下增速分别为-6.2%、-3.4%和7.2%,线上占比分别为38.4%、40.6%和40.3%。

图表5. 零售量增速线上大于线下



资料来源:中怡康,广证恒生整理

图表6. 行业零售量线上占比持续提升



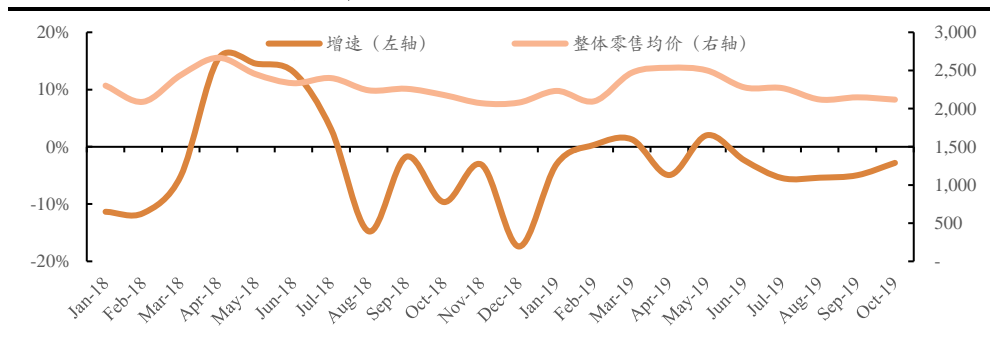
资料来源:中怡康,广证恒生整理

## 1.2 增量主要来自中低价段，老板品牌份额更加稳固，期待名气品牌放量

### 1.2.1 电商下沉带来的增量主要来自中低价格段

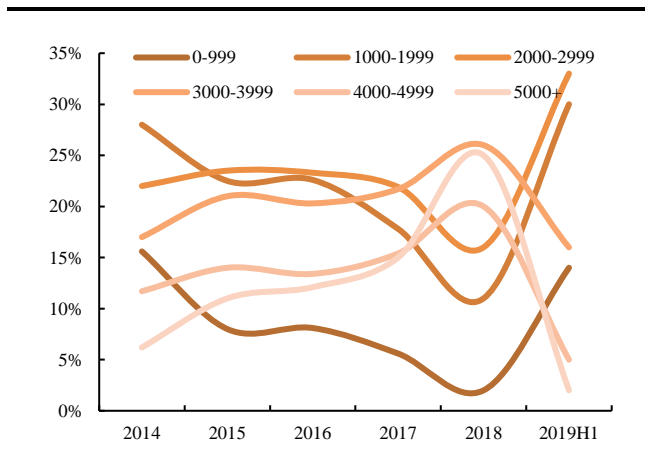
根据中怡康数据，2019 年前 10 月烟机行业零售均价下降 2.8%，比去年同期下降幅度拉大。根据奥维云网数据，今年上半年烟机线上和线下零售 0.5-1k 的占比增加明显，线上和线下 2.5-3k 的占比下降明显，电商下沉引起的增量主要来自中低价格段。我们认为，未来几年中低价格段中性价比高、宣传力度大的品牌将受益。

图表7. 零售均价略有下降



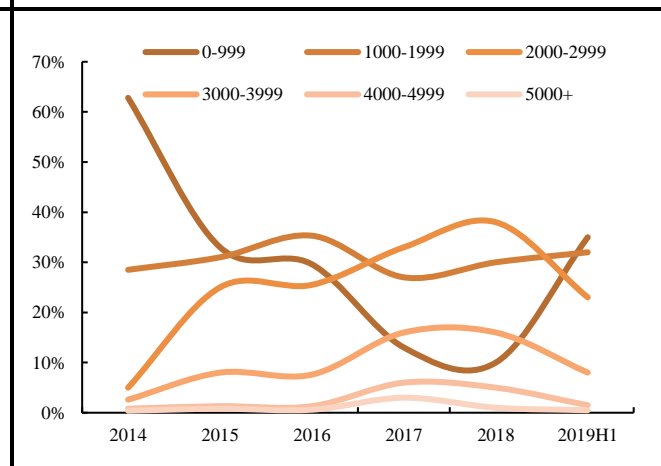
资料来源：中怡康，广证恒生整理

图表8. 今年上半年（线下）3000-元（三段）市场份额急剧上升



资料来源：奥维云网，广证恒生整理

图表9. 今年上半年（线上）1000-元市场份额急剧上升



资料来源：奥维云网，广证恒生整理

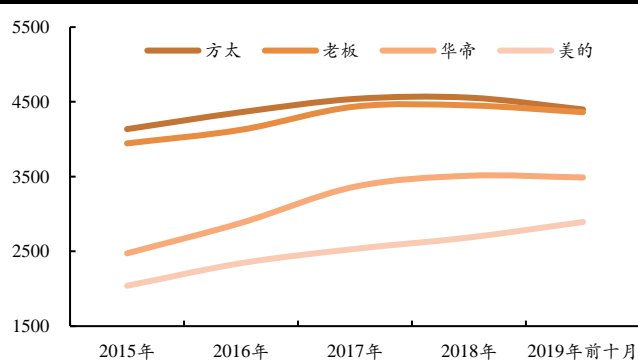
当前市场有 400-500 个品牌在售。根据京东线上前 30 品牌，我们发现中低价位段的很多品牌，产品差异不大，选择的随机性较强。若要增加份额进而在电商下沉中受益，品牌力、价格策略和渠道力（线下）是主要方向。

图表10. 京东商城烟机排序前 24 个品牌

ROBAM老板	FOTILE方太	Midea	vatti 华帝	Haier	万家乐
SACON帅康	SUPOR 苏泊尔	Vanward万和	SAKURA 樱花	云米	SIEMENS
BEST百得	SETIR 森太	INSE 樱雪	Canbo 康宝	DE&E 德意	KONKA 康佳
真情好太太	CHIGO 志高	JOUE 尊威	巧太太	Rinnai 林内	TCL

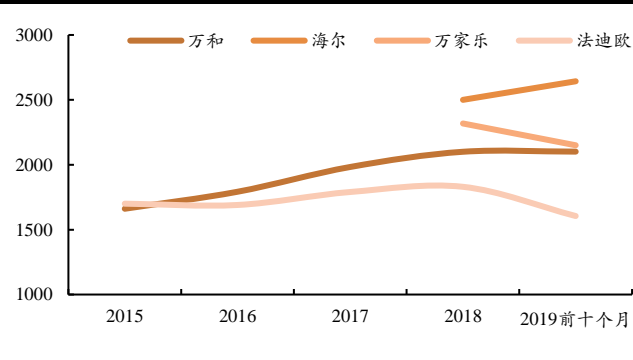
资料来源：京东商城，广证恒生整理

图表11. 均价前三的品牌价格（线下）略降



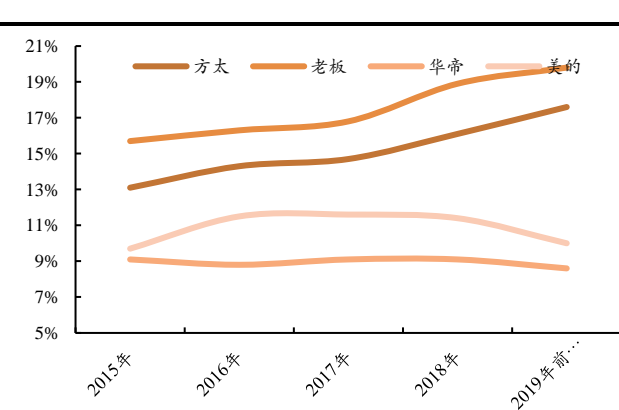
资料来源：中怡康，广证恒生整理

图表12. 中等价位品牌均价（线下）增减不一



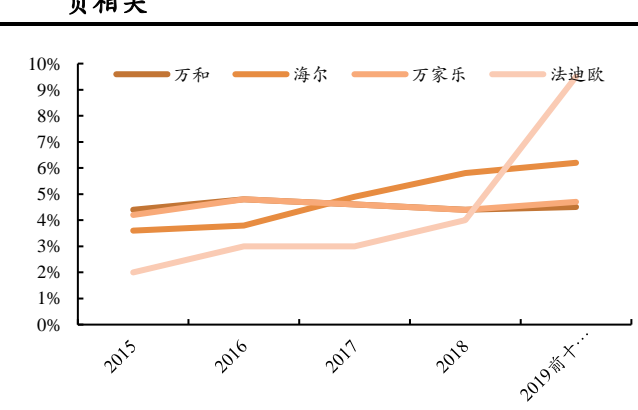
资料来源：中怡康，奥维云网，广证恒生整理

图表13. 方太、老板均价与市场份额明显负相关



资料来源：中怡康，广证恒生整理

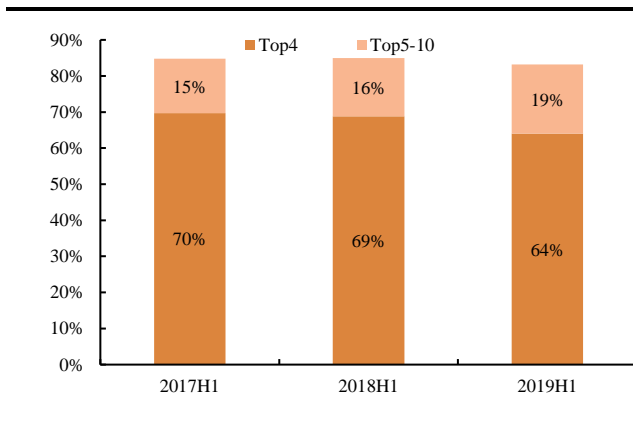
图表14. 中低价位（法迪欧）均价与市场份额明显负相关



资料来源：中怡康，奥维云网，广证恒生整理

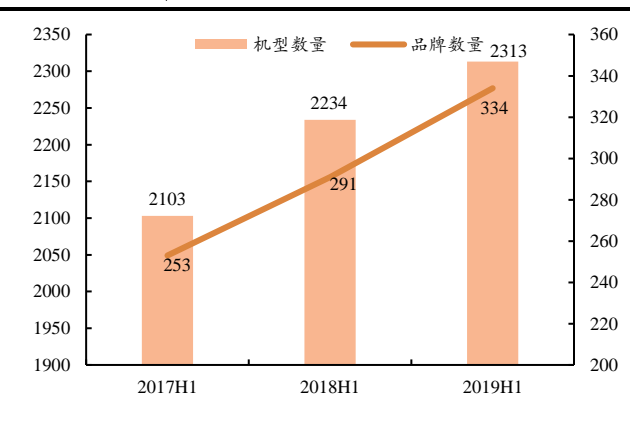
根据奥维云网数据,线上油烟机市场TOP4品牌份额从2018年上半年68.8%下滑到2019年同期的64%, TOP6-10品牌零售额份额由2018年上半年16.2%上升到2019年同期的19.2%。在线上市场,头部品牌份额遭到进一步稀释,中低端品牌数量以及机型上升,美的、海尔、苏泊尔等综合品牌争夺油烟机市场,2018年海尔线上上市27种机型,在线上活跃的低价品牌居多。



**图表15. TOP4 品牌烟机线上零售额占比下降**


资料来源：奥维云网，广证恒生整理

注：中低端定义为 0-2999 价格段产品

**图表16. 油烟机线上中低价格品牌数量和机型数量均逐年上升**


资料来源：奥维云网，广证恒生整理

根据奥维云网数据，今年上半年 1k- 在低线城市和农村市场增长明显，3k+（四个价格段）在中、高线城市的份额整体上减少。

**图表17. 2019H1 各级别城市各价格段零售量同比增速**

	T1	T2	T3	农村
0-999	0.6%	0.6%	2.8%	4.5%
1000-1999	2.3%	2.1%	2.4%	2.3%
2000-2999	0.3%	2.4%	0.7%	1.3%
3000-3999	-2.8%	-2.1%	-1.9%	-2.6%
4000-4999	2.1%	-0.6%	-1.5%	-2.2%
5000-5999	-3.1%	-2.4%	-2.6%	-2.2%
6000-6999	1.0%	0.0%	0.1%	-0.5%

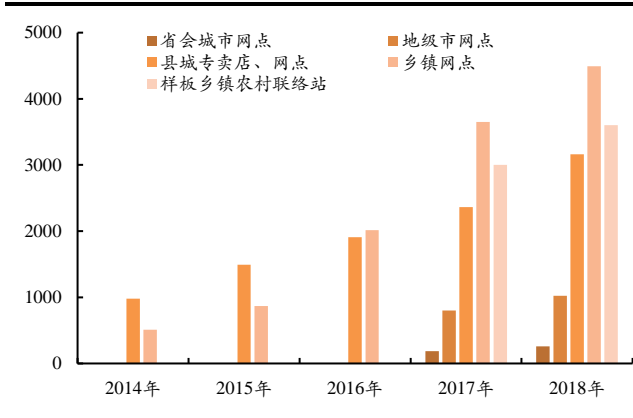
资料来源：中怡康，广证恒生整理

## 1.2.2 期待名气品牌在电商下沉中放量

名气品牌自 2017 年调整战略思路：“做强县域、试点城市、深挖乡镇”，以“聚焦烟灶，稳步拓展新品类”，“大商招募、苏宁合作，工程布局，家装融合”。在渠道和品类拓展方面与与电商下沉的发展同步。公司自 2017 年门店数量大幅提升，截止 2018 年，省会城市网点 257 家，地级市网点 1025 家，县城专卖店、网点 3161 家，乡镇网点 4493 家，样板乡镇农村联络站 3600 家。名气品牌的网店已经非常完善。然而，目前名气的收入还未起量。2018 年名气收入 2.9 亿元。我们估算，省会城市网点和地级市网点单店年提货额约 10-11 万，县城专卖店、网点单店年提货额约 4-5 万，低线网店则更少。今年上半年，名气收入 1.2 亿元，同比下滑 21%，电商下沉对名气的影响较大。

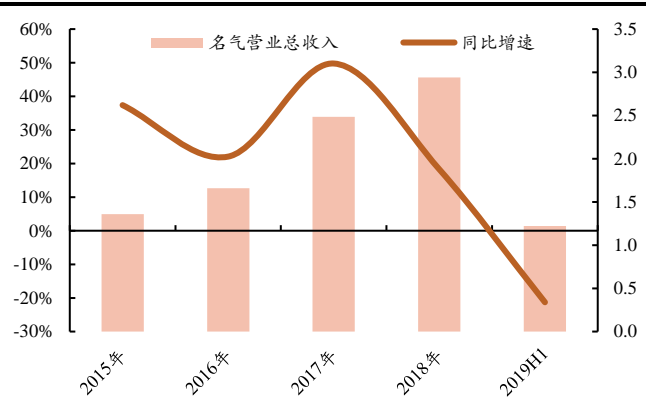
我们认为，名气品牌一直具有渠道和产品基础，伴随未来几年电商下沉，公司对名气定位进一步调整，有放量的可能。报告测算中，我们以保守计，2019-2021 年名气品牌收入分别为 2.6 亿元、2.8 亿元和 2.9 亿元，增速分别为 -10%、6% 和 3.6%。期待名气品牌在电商下沉中能够放量。

图表18. 2017年以来名气渠道数量迅速上升



资料来源：公司年报，广证恒生整理

图表19. 今年上半年名气收入下滑明显



资料来源：公司年报，广证恒生整理

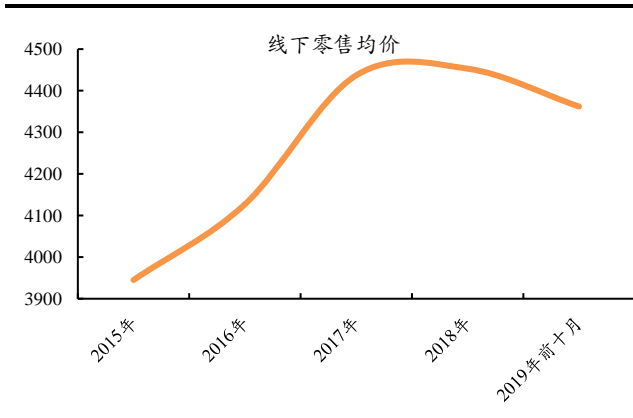
### 1.2.3 老板高端品牌更加稳固，零售端收入降幅将收窄

价位前三的品牌——方太、老板和华帝，由于价格一直处于高位，并没有对中低价位段形成挤占，因此中高端以上的市场份额比较稳固，且中高端的市场集中度还会继续提升。

电商下沉中，中低价位烟机更具吸引力，从整体来看对老板品牌的市场份额有少许的稀释作用。我们预计，2019-2021年老板品牌烟机零售量线下份额保持19%，零售量线上份额保持11.5%，预计老板品牌烟机零售量分别为272万台、270万台和288万台，增速分别为-8.7%、-0.8%和6.8%。

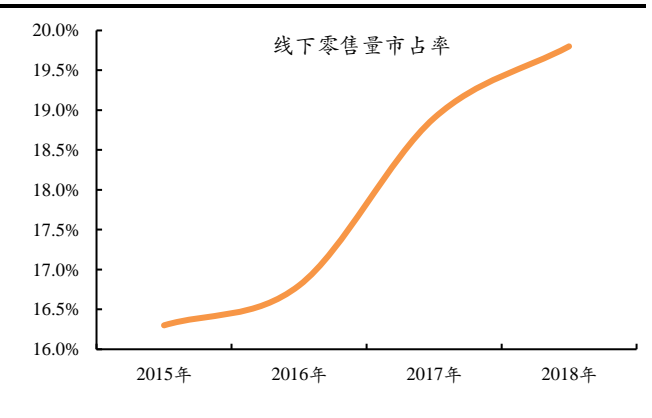
基于我们对线上和线下竞争的判断，我们预计老板品牌烟机线下均价维持不变，线上均价有2%的降幅。

图表20. 今年前十月老板烟机线下零售均价下降



资料来源：中怡康，广证恒生整理

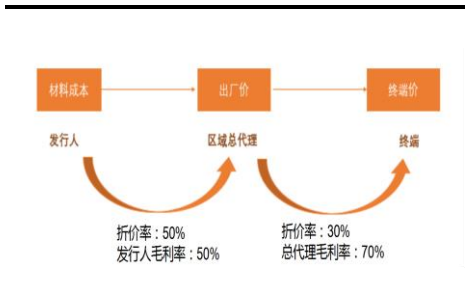
图表21. 老板烟机线下零售量市占率不断提升



资料来源：中怡康，广证恒生整理

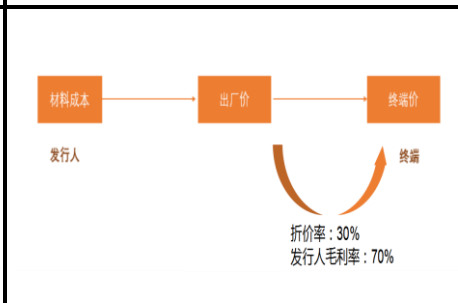
结合公司招股说明书中关于公司结算有三种类型毛利率的情况，我们预计，2019-2021年老板品牌烟机零售对应收入分别为31.2亿元、30.6亿元和32.6亿元，增速分别为-8.5%、-2.1%和6.6%。

图表22. 发行人直接与代理商结算



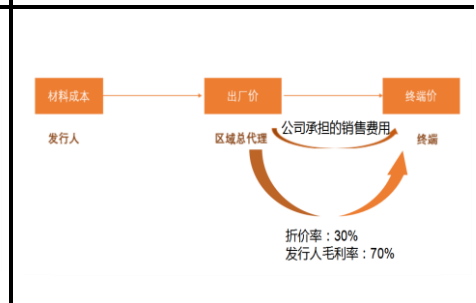
资料来源：招股说明书，广证恒生整理

图表23. 发行人通过子公司分销，与终端结算



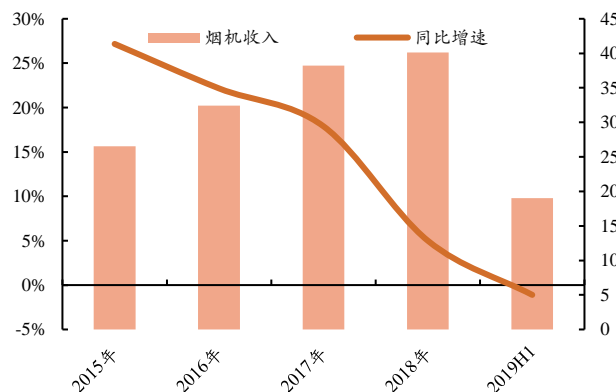
资料来源：招股说明书，广证恒生整理

图表24. 发行人通过代理商分销，但直接与终端渠道结算



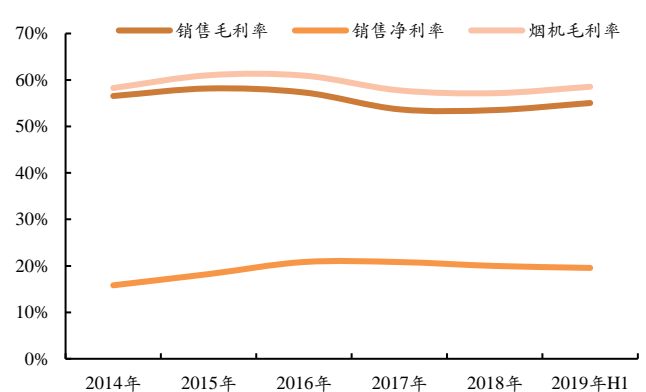
资料来源：招股说明书，广证恒生整理

图表25. 老板烟机线收入增加，但增速下降明显



资料来源：公司公告，广证恒生整理

图表26. 公司烟机毛利率高于销售毛利率



资料来源：公司公告，广证恒生整理

## 2. 工程领域：持续高速增长，公司具有绝对优势

### 2.1 工程领域持续高速增长

自2016年起，我国各地大力推进精装房普及，精装房渗透率不断上升。根据2017年住建部发布的《建筑业发展“十三五”规划》，到2020年国内新开工精装修住宅配比（精装房渗透率）要达到30%。根据奥维云网数据，2017-2018年精装房渗透率分别18.0%、27.5%，精装房规模达到160万套、253万套，同比增长25%、60%。2019年1-7月精装房规模148.3万套，同比增长14.1%。我们估算，2019年精装房渗透率将达到31.8%，有望提前完成2020年精装房渗透率的目标，预计精装房规模达336万套，同比增长32.8%。

我们预计，2020-2021年精装房渗透率达到36%、40%，精装房套数达到376万套、418万套，同比增长12%、11%。

我国精装房烟机配套率接近100%，精装房套数的增加引致烟机（以二件套为主）工程量的上升。我们估算，2019年烟机工程量约为336万台，预计2020-2021年烟机行业工程量分别为376万台、418万台，增速和精装房套数同。



## 2.2 工程机壁垒较高，老板份额还将提升

烟机厂商工程渠道的合作伙伴主要是地产龙头企业，由于地产龙头议价能力高，烟机厂家工程渠道的毛利率较零售渠道低，账期较长。工程渠道对烟机厂商和经销商的牌力、资金量、供货量的要求较高。根据公司公告，老板工程机金额的份额约为40%，与方太、西门子三家共同占据70%的市场份额，集中度非常高。

公司进入工程机领域时间较早，品牌力持续保持头部位置，在工程渠道具有极大优势。根据我们估算，2017-2018年老板烟机工程渠道量约为35万台、50万台，市场份额约为22%、20%。我们认为，工程机领域集中度还有提升空间，预计2019-2021年老板烟机的工程渠道量的份额约为26.8%、37%、40%，对应规模分别为90万台、140万台、167万台，增速分别为80%、56%、19%。

公司与头部房地产商（年销售额在行业前50名的房企），采取直接供货方式，厂家毛利率略低；与其他房地产商，由经销商向房地产商供货。我们估算，公司工程渠道三件套整体均价约为2500+元，烟机约为1000+元，工程渠道平均毛利率为40%。

公司在工程渠道将调整产品结构，增加高端机型，预计工程价格和毛利率会持续略微增长。我们预计，公司2019-2021年工程渠道收入9.1亿元、14.9亿元、18.6亿元，增速分别为80%、63%、25%。

## 3. 公司盈利预测与估值

### 3.1 预计公司烟机总收入明年有较大反转

2018年受新房、二手房和存量房需求下滑，以及前装集采对后装零售的挤占效应加大，老板品牌烟机的零售量增速下滑较大；与此相反，由于在前装集采中，具有品牌和性价比优势，以及布局较早，工程领域收入增速明显。

我们预计，2019-2021年公司烟机收入分别为42.0亿元、47.2亿元和53.0亿元，增速分别为4.7%、12.3%和12.4%，明年有较大反转。如果名气品牌的规模能够迅速崛起，公司烟机收入增速还会更加显著。

图表27. 公司烟机总的收入测算表

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
老板品牌-烟机零售-对应收入	34.9	34.2	31.9	31.2	33.2
增速	7.8%	-2.2%	-6.7%	-2.1%	6.6%
老板品牌-烟机工程-对应收入	2.5	5.1	9.1	14.9	18.6
增速	—	100%	80%	63%	25%
<b>老板品牌-烟机整体收入</b>	37.2	39.0	41.0	46.1	51.9
增速	17.2%	4.6%	5.2%	12.4%	12.6%
名气品牌-烟机收入	1.0	1.2	1.1	1.1	1.2
增速	50%	18%	-10%	6%	4%
<b>公司-烟机总收入</b>	38.2	40.1	42.0	47.2	53.0
增速	17.9%	5.0%	4.7%	12.3%	12.4%

资料来源：广证恒生估算和预计

### 3.2 公司整体收入预测

灶与烟机的配套率较高，增速关系密切，消毒柜次之。集成灶由于挤占传统烟灶明显，和集成灶行业



一致，具有较高增速。洗碗机行业仍处于快速增长期，公司该业务有望持续保持高增速。我们预计，2019-2021 年公司整体收入分别为 77.8 亿元、86.8 亿元和 97.4 亿元，增速分别为 4.8%、11.6%和 12.2%。

图表28. 公司总收入测算表

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
烟机（总）	38.2	40.1	42.0	47.2	53.0
增速	17.9%	5.0%	4.7%	12.3%	12.4%
金帝（集成灶）	—	1.0	1.6	2.0	2.6
增速	—	—	50%	30%	30%
灶	18.2	17.9	18.2	19.9	21.8
增速	11.8%	-1.6%	1.7%	9.3%	9.4%
消毒柜	4.9	5.0	5.1	5.6	6.2
增速	15.3%	2.2%	2.2%	9.8%	9.9%
洗碗机	0.7	1.1	1.4	1.8	2.3
增速	—	54.4%	30.0%	30%	30%
电烤箱	1.7	1.9	1.5	1.3	1.2
增速	53.1%	9.8%	-20.0%	-15.0%	-10.0%
其他嵌入式（蒸烤一体机、蒸汽炉）	1.9	2.6	3.4	4.4	5.7
增速	—	39.0%	30.0%	30.0%	30.0%
其它（如净水、微波炉等）	4.6	4.6	4.6	4.6	4.6
增速	—	-0.7%	0.0%	0.0%	0.0%
合计收入	70.2	74.2	77.8	86.8	97.4
增速	21.1%	5.7%	4.8%	11.6%	12.2%

资料来源：广证恒生整理

单位:亿元

### 3.3 盈利预测与估值

我们预计，2019-2021 年公司净利润分别为 15.5 亿元、17.5 亿元、19.8 亿元，增速分别为 5.4%、12.7%、13.3%；EPS 分别为 1.64 元、1.84 元和 2.09 元。

图表29. 公司重要财务指标预测

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	7424.89	7781.12	8682.17	9742.63
增长率(%)	5.81%	4.80%	11.58%	12.21%
归属母公司股东净利润	1473.58	1553.25	1750.31	1983.20
增长率(%)	0.85%	5.41%	12.69%	13.31%
每股收益 EPS(元)	1.55	1.64	1.84	2.09
每股股利 DPS(元)	0.80	0.84	0.95	1.08
每股净资产 BPS(元)	6.37	7.16	8.06	9.07
每股经营现金流(元)	1.59	1.71	1.68	2.00
销售毛利率	53.52%	54.80%	55.10%	55.40%
销售净利率	19.98%	20.10%	20.30%	20.50%
净资产收益率(ROE)	24.38%	22.85%	22.89%	23.04%

敬请参阅最后一页重要声明

证券研究报告



投入资本回报率(ROIC)	40.51%	32.30%	36.63%	36.36%
市盈率(P/E)	20.72	19.66	17.44	15.39
市净率(P/B)	5.05	4.49	3.99	3.55
股息率(分红/股价)	2.49%	2.62%	2.95%	3.35%

资料来源：同花顺 iFunD，公司公告，广证恒生

单位:百万元

公司在工程渠道持续调整产品结构，增加高端机型，将拉动整体毛利率提升。名气品牌一直具有渠道和产品基础，伴随未来几年电商下沉，有放量的可能。我们预计 2020 年公司收入和净利润出现向上拐点。以 2019 年净利润为基准，未来两年复合增速 13%。我们按 2019 年预计 EPS 的 21 倍估算，合理股价为 34.37 元，较 2019 年 12 月 13 日收盘价 32.17 元有 6.8% 的空间，给予“谨慎推荐”评级。

#### 风险提示：

- 1、烟机行业前装集采的占比越来越大，虽然进入门槛较高，但更多的品牌会进入，老板的市场份额增速有下降的可能。
- 2、电商下沉中，中低价位的竞争异常激烈。虽然我们在测算中没有给名气的品牌过多的增速，但是如果名气的表现不佳，有可能减少一部分估值。
- 3、低线城市消费受居民收入影响较大，如果国内宏观经济不景气将会明显降低烟机消费需求，而且会挤占一部分高端需求。



附录：财务报表预测

资产负债表					利润表				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	2196.71	2997.99	3273.06	3755.13	营业收入	7424.89	7781.12	8682.17	9742.63
应收票据及账款	1714.92	1542.57	1721.20	1931.43	营业成本	3450.77	3517.07	3898.30	4345.21
预付账款	59.49	57.05	63.66	71.44	营业税金及附加	70.57	66.14	73.80	82.81
其他应收款	70.18	49.89	55.67	62.46	销售费用	1909.86	2163.15	2413.64	2708.45
存货	1347.11	1292.39	1432.47	1596.70	管理费用	272.36	287.90	316.90	350.73
其他流动资产	2591.76	2723.39	3038.76	3409.92	研发费用	293.43	307.50	343.11	385.02
<b>流动资产总计</b>	<b>7980.17</b>	<b>8663.28</b>	<b>9584.82</b>	<b>10827.08</b>	财务费用	-101.34	-9.09	-10.97	-12.30
长期股权投资	2.62	2.62	2.62	2.62	其他经营损益	-15.06	-7.30	-7.30	-7.30
固定资产	842.88	786.09	933.31	1389.96	投资收益	88.01	0.00	0.00	0.00
在建工程	184.44	212.20	381.46	92.22	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	193.97	161.65	129.32	96.99	营业利润	1895.63	1748.66	1983.21	2260.42
长期待摊费用	4.93	2.47	0.00	0.00	其他非经营损益	100.12	100.12	100.12	100.12
其他非流动资产	246.35	246.33	246.32	246.30	利润总额	1995.75	1848.78	2083.34	2360.55
<b>非流动资产合计</b>	<b>1475.19</b>	<b>1411.35</b>	<b>1693.03</b>	<b>1828.09</b>	所得税	218.48	284.71	320.83	363.52
<b>资产总计</b>	<b>9455.36</b>	<b>10074.63</b>	<b>11277.85</b>	<b>12655.17</b>	净利润	1777.28	1564.07	1762.50	1997.02
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	10.27	10.82	12.20	13.82
应付票据及账款	1606.98	1486.41	1647.53	1836.41	归属母公司股东净利润	1767.01	1553.25	1750.31	1983.20
其他流动负债	1625.18	1601.21	1782.59	1995.80	EBITDA	1702.95	2020.53	2307.69	2703.19
<b>流动负债合计</b>	<b>3232.15</b>	<b>3087.62</b>	<b>3430.13</b>	<b>3832.21</b>	NOPLAT	1308.24	1471.67	1668.51	1901.91
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	1.55	1.64	1.84	2.09
其他非流动负债	92.36	92.36	92.36	92.36	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债合计</b>	<b>92.36</b>	<b>92.36</b>	<b>92.36</b>	<b>92.36</b>	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
<b>负债合计</b>	<b>3324.51</b>	<b>3179.98</b>	<b>3522.49</b>	<b>3924.57</b>	<b>成长能力</b>				
股本	949.02	949.02	949.02	949.02	营收增长率	5.81%	4.80%	11.58%	12.21%
资本公积	398.23	398.23	398.23	398.23	EBIT增长率	0.01%	14.91%	12.65%	13.31%
留存收益	4698.13	5451.11	6299.62	7261.04	EBITDA增长率	0.73%	18.65%	14.21%	17.14%
归属母公司权益	6045.38	6798.37	7646.88	8608.29	净利润增长率	1.55%	5.41%	12.69%	13.31%
少数股东权益	85.46	96.29	108.48	122.30	<b>盈利能力</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>6130.85</b>	<b>6894.65</b>	<b>7755.36</b>	<b>8730.60</b>	毛利率	53.52%	54.80%	55.10%	55.40%
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>9455.36</b>	<b>10074.63</b>	<b>11277.85</b>	<b>12655.17</b>	净利率	19.98%	20.10%	20.30%	20.50%
					ROE	24.38%	22.85%	22.89%	23.04%
					ROA	15.58%	15.42%	15.52%	15.67%
					ROIC	40.51%	32.30%	36.63%	36.36%
					<b>估值倍数</b>				
					P/E	20.72	19.66	17.44	15.39
					P/S	4.11	3.92	3.52	3.13
					P/B	5.05	4.49	3.99	3.55
					股息率	2.49%	2.62%	2.95%	3.35%
					EV/EBIT	18.14	15.38	13.57	11.82
					EV/EBITDA	17.05	14.00	12.18	10.27
					EV/NOPLAT	22.20	19.22	16.85	14.59

数据来源：同花顺 iFUND，公司公告，广证恒生



### 广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电话：020-88836132，020-88836133

邮编：510623

### 股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

### 分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

### 重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。