

工程渠道爆发增长，稳固公司龙头地位

老板电器(002508.SZ)

推荐 (维持评级)

核心观点：

- **公司为厨电龙头，深受中外投资者青睐。**老板电器创立于1979年，经过40余年的发展，已在中国厨房电器行业取得了骄人的成绩，其产品市场份额稳居行业前列，品牌深受广大消费者认可。从陆股通和基金重仓持股数据来看，海内外机构持有公司股票意愿较强，持股占比较高。
- **厨电需求空间大，精装渠道空间广阔。**排油烟机和洗衣机、电冰箱均具有“一户一机”特性，但在百户保有量和内销量数据方面，排油烟机还存在较大差距，厨电需求空间较大。从厨电销售渠道来看，精装渠道占比稳步提升。由于我国精装房渗透率相比发达国家还处于较低水准，未来发展空间广阔。随着我国精装修房逐步普及，渗透率将稳步上升，从而带动厨电工程渠道销售提升。
- **公司工程渠道优势明显。**公司积极投入研发，中央油烟机等产品在工程渠道竞争力较强。除了产品外，公司还具有品牌效应明显、资金周转能力强和售后服务体系完善等优点，与恒大、万科、碧桂园等地产商的合作也较为紧密，在工程渠道优势明显。2019年公司工程渠道营收同比增长了90%，伴随着我国房地产住宅竣工数据的逐步好转，工程渠道收入高速增长态势有望维持，其在精装市场的份额也会随之提升。
- **公司盈利能力有保障。**由于公司品牌优势明显，议价能力较强，公司销售毛利率多年来一直保持稳定，在行业中处于前列。公司工程渠道销售占比逐步提升且工程渠道销售利润率较低会影响公司毛利率，但由于工程渠道区间费用率较低，影响净利率相对较少，公司盈利能力有保障。
- **投资建议：**我们调整公司2019~2021年营业收入77.61/84.27/92.80亿元，同比增速4.52/8.58/10.13%；归母净利润15.82/16.98/18.65亿元，同比增长7.37/7.34/9.82%。EPS为1.67/1.79/1.97元，对应当前股价PE倍数为15.48/14.42/13.13倍，维持“推荐”评级。

分析师

李冠华

☎：8610-66568238

✉：liguanhua_yj@chinastock.com.cn

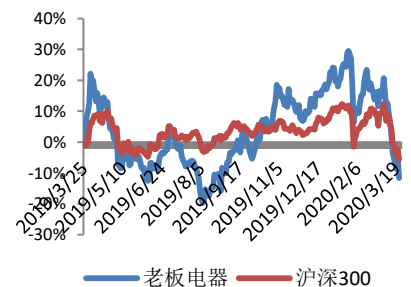
执业证书编号：S0130519110002

市场数据

2020-3-23

A股收盘价(元)	24.57
A股一年内最高价(元)	36.00
A股一年内最低价(元)	22.33
上证指数	2660.17
市盈率	15.82
总股本(万股)	94902.41
实际流通A股(万股)	93490.08
流通A股市值(亿元)	229.71

相对沪深300表现图



资料来源：wind，中国银河证券研究院

主要财务指标

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7425	7761	8427	9280
收入增长率(%)	5.81	4.52	8.58	10.13
净利润(百万元)	1474	1582	1698	1865
净利润增长率(%)	0.85	7.37	7.34	9.82
摊薄EPS(元)	1.55	1.67	1.79	1.97
PE	17.49	15.48	14.42	13.13
PB	4.05	3.45	2.98	2.59

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

目 录

一、中国厨房电器行业龙头企业	2
(一) 深耕厨电四十余年	2
(二) 公司股权结构稳定	3
(三) 公司业绩稳定增长	5
二、厨电需求空间大，精装渠道空间广阔	6
(一) 厨电需求空间较大	6
(二) 竞争格局稳定，市场集中度高	8
(三) 精装渠道前景广阔	10
(四) 新厨电崛起打破厨电行业天花板，未来发展空间大	11
三、公司产品竞争力强，精装渠道优势明显	13
(一) 公司注重研发、产品竞争力强	13
(二) 多品牌战略助力渠道下沉	17
(三) 多渠道助力业绩增长，工程渠道迅速回暖	19
四、公司财务分析	22
(一) 公司成长性较好	22
(二) 公司净资产收益率位于行业前列	23
(三) 经销模式拉低公司存货周转率	24
五、公司估值	25
(一) 公司收入增速分析	25
(二) 公司估值	26
(三) 投资建议	28
六、风险提示	28
七、附录：	29
公司财务预测表	29

一、中国厨房电器行业龙头企业

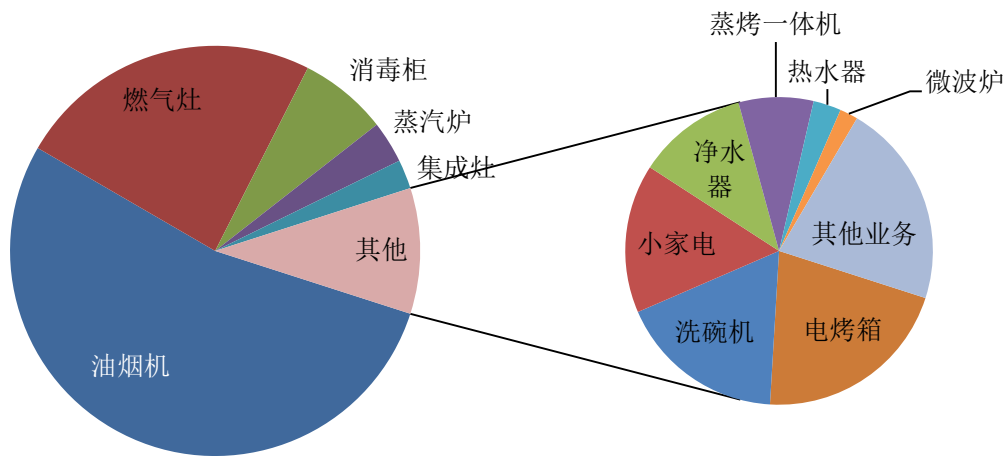
(一) 深耕厨电四十余年

老板电器创立于 1979 年，是一家专业生产油烟机、燃气灶、消毒柜等厨房电器的生产企业。经过 40 余年的发展，公司已在中国厨房电器行业取得了骄人的成绩，其产品市场份额稳居行业前列，品牌深受广大消费者认可。

公司以“创造人类对厨房生活的一切美好向往”为使命，曾参与研发我国第一代抽油烟机、制定行业标准、荣获“国家质量奖”，为千万家庭创造了干净舒适的烹饪环境。当前，公司以油烟机、燃气灶为主要销售品种，紧随市场“大风量”、“大火力”的发展方向，同时结合语音等智能交互技术，提升智能化程度，塑造强科技、高端化、专业化、年轻化的品牌形象；另一方面，公司积极发展蒸箱、洗碗机、中央抽油烟机等新产品，努力开拓厨电市场的“新蓝海”。

油烟机和燃气灶为公司主要收入来源。从 2019 年上半年营业收入结构来看，油烟机和燃气灶的占比分别为 53% 和 24%，热水器、小家电、净水器等产品占比相对较低。

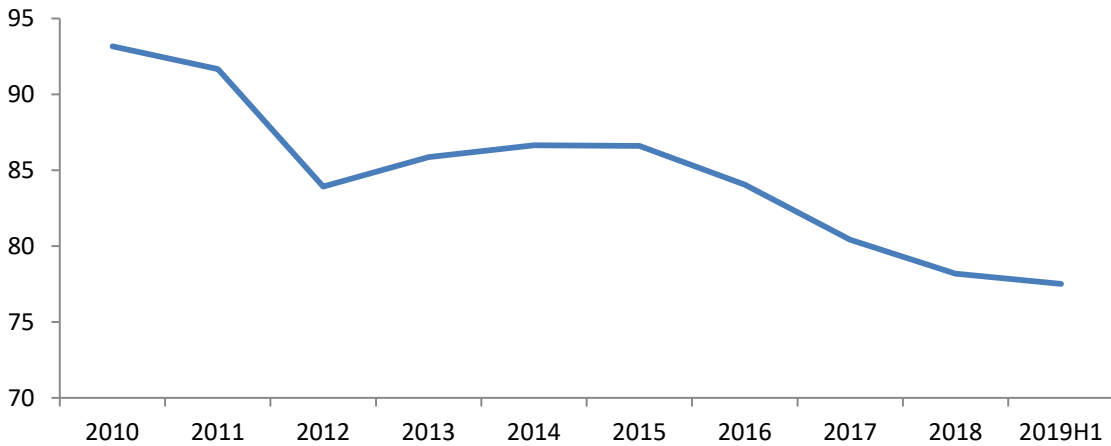
图 1：老板电器 2019H1 公司营业收入结构



资料来源：公司公告，wind，中国银河证券研究院

公司收入结构逐步改善。长期来看，虽然油烟机和燃气灶为公司主要收入来源未变，但占比呈下降趋势，由 2010 年的占比 93.16% 下降到 2019 年中期的 77.51%，相对应的公司其他产品营收占比逐步上升，收入结构改善明显。

图 2：老板电器烟灶销售占比 (%)

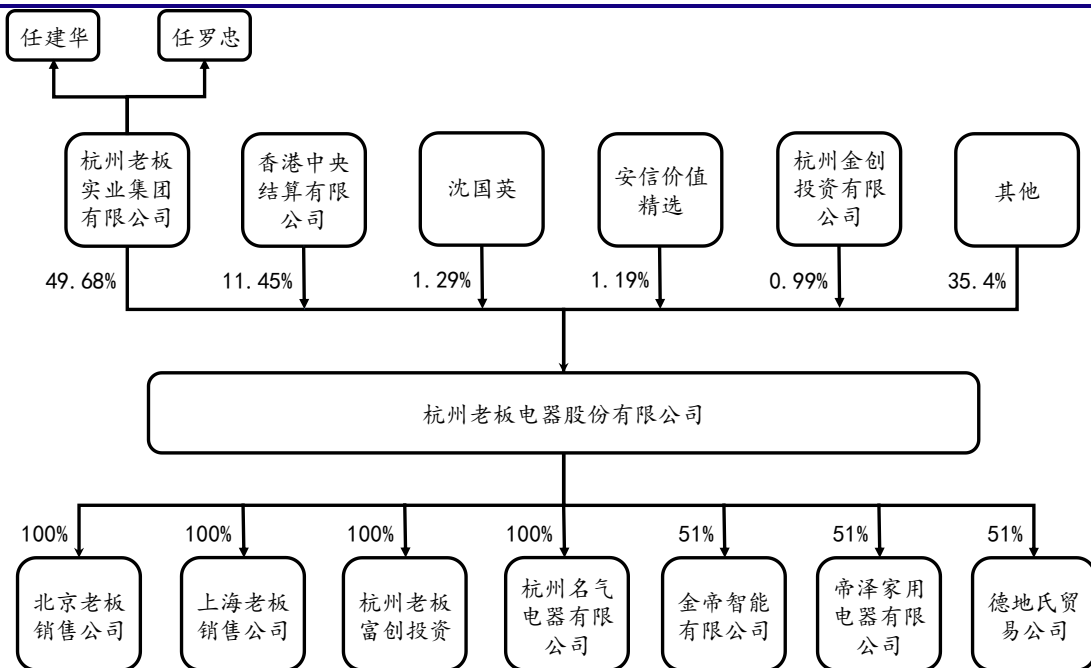


资料来源：公司公告，wind，中国银河证券研究院

(二) 公司股权结构稳定

公司 2019 年三季报显示，公司前十大股东中，除了沈国英和任建华为自然人外，其他均为机构投资者，包含安信价值、安本标准、杭州金创等机构。公司最大股东为杭州老板实业集团有限公司，持股占比 49.68%，其持股人为公司实控人任建华先生（持股 75%）和任罗忠先生（持股 25%），由于任罗忠和沈国英均为任建华先生的一致行动人，公司股权结构较为稳定集中、实控人对公司控制力较强。

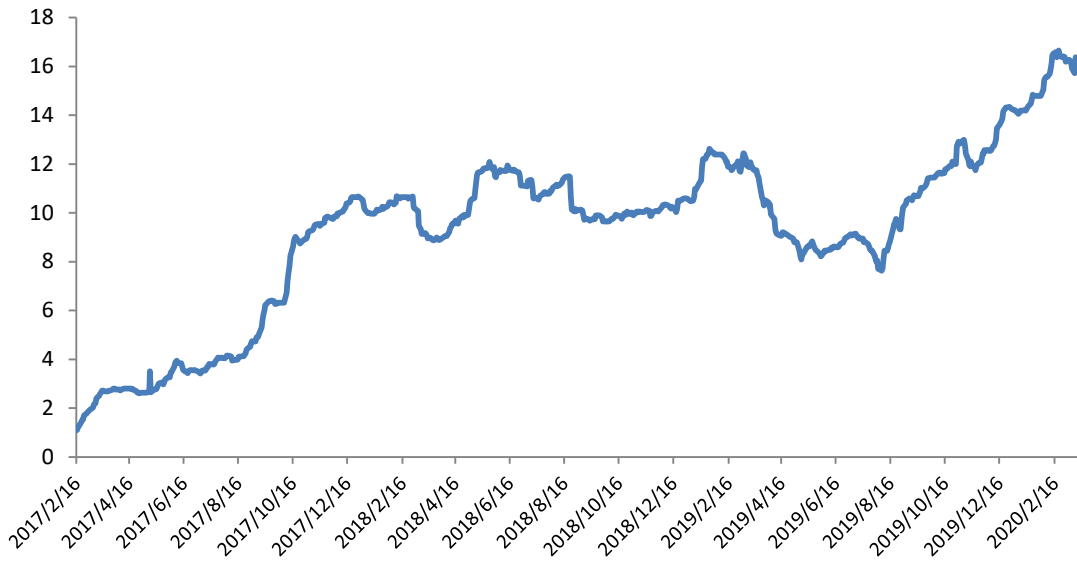
图 3：公司股权结构图



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司深受海外机构投资者青睐。从陆股通数据来看，海外机构持有老板电器意愿较强，持股占比持续上升，截至2020年3月20日，陆股通持有老板电器15082.40万股，占A股总数的15.89%。

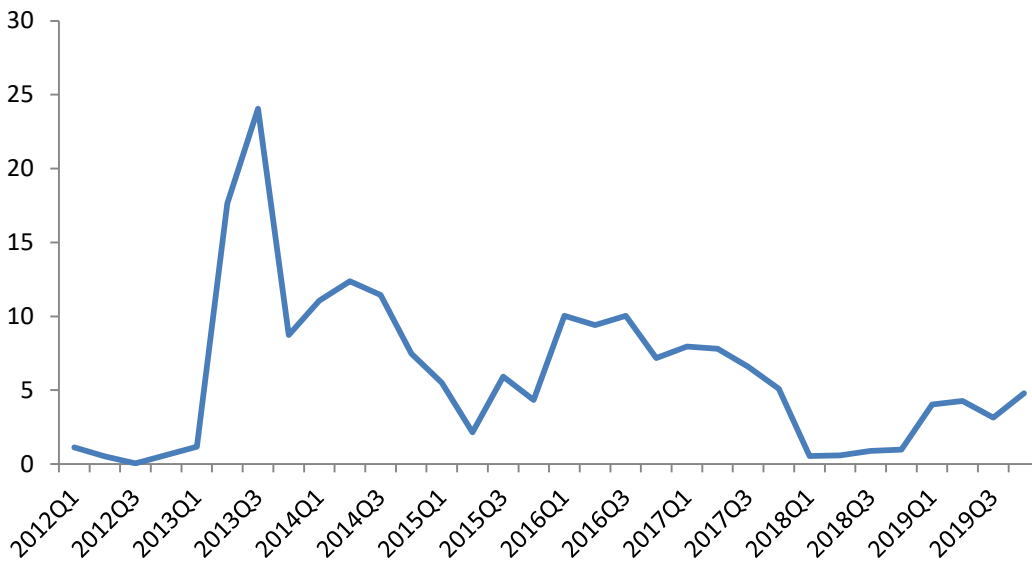
图 4：陆股通持股占比（%）



资料来源：wind，中国银河证券研究院

基金持仓占比回升。公司深受机构投资者青睐，根据基金重仓股数据，基金重仓老板电器在2018年底谷后开始回升，2019Q4重仓股比例达到4.78%。

图 5：基金重仓持股比例（%）

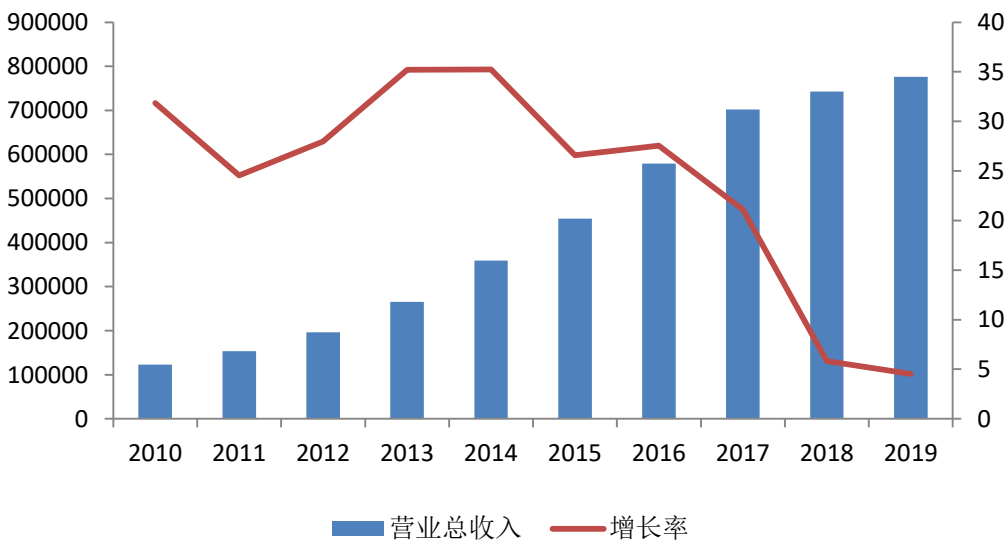


资料来源：wind，中国银河证券研究院

(三) 公司业绩稳定增长

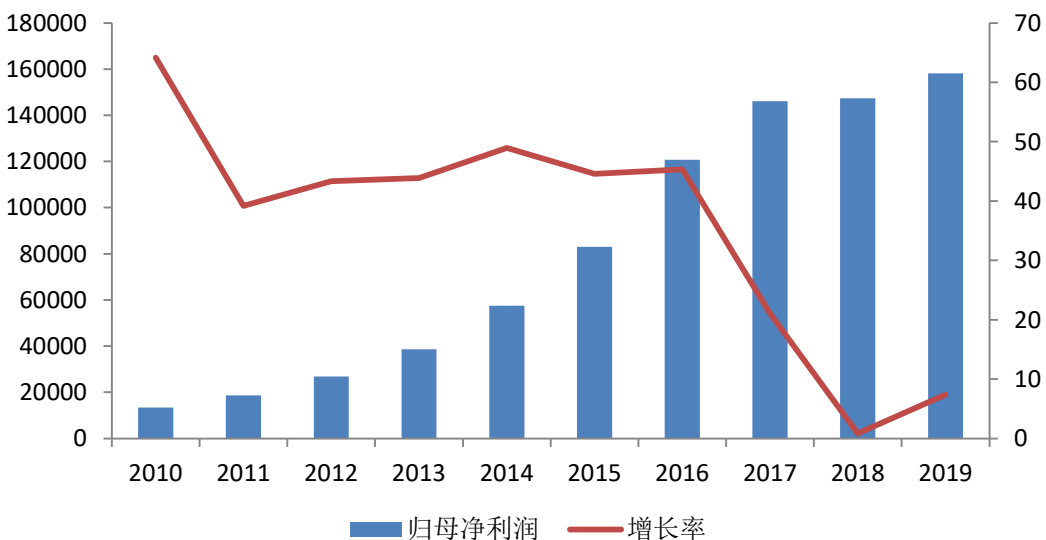
公司上市以来营收增长迅速。公司于 2010 年上市以来，业绩保持快速增长，营收从 2010 年的 12.23 亿到 2019 年的 77.61 亿，年复合增长率达 22.79%。公司净利润趋势与营收趋势相同。受宏观经济和房地产调控影响，2018 年以来厨电市场表现低迷，公司业绩增速放缓。2019 年公司归母净利润为 15.82 亿元，同比增长 7.37%，盈利能力增强。

图 6：公司营收（万）及增长率（%），19 年数据为业绩快报数据



资料来源：公司公告，wind，中国银河证券研究院

图 7：公司归母净利润（万）及增长率（%），19 年数据为业绩快报数据



资料来源：公司公告，wind，中国银河证券研究院

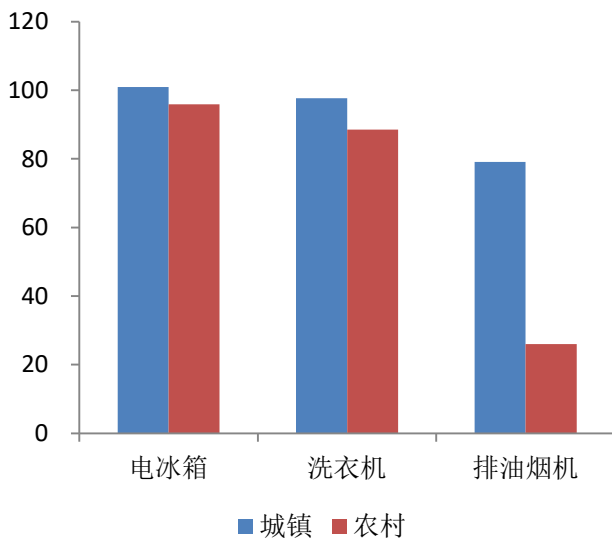
二、厨电需求空间大，精装渠道空间广阔

(一) 厨电需求空间较大

1. 我国厨电保有量较低，渗透空间较大

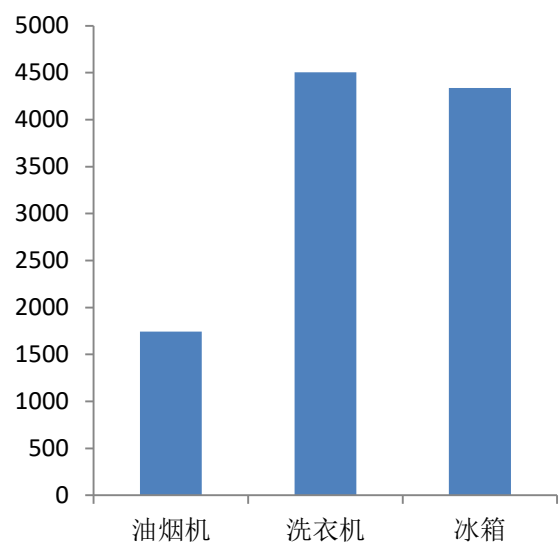
我国厨电保有量与冰洗存在较大差距。排油烟机和洗衣机、电冰箱均具有“一户一机”特性，但从百户保有量来看，排油烟机还存在有较大差距，渗透空间较大。2018 年我国排油烟机的城市百户拥有量和农村百户拥有量分别为 79.1 和 26.0，而洗衣机和冰箱的城镇百户保有量均接近或超过饱和，相对较低的农村洗衣机百户保有量也达到 88.6。从销量数据来看，油烟机与冰洗也有一定差距。产业在线数据显示我国 2019 年油烟机内销量 1743 万台，远低于洗衣机的 4504 和冰箱的 4338 万台。

图 8:2018 年中国城乡家电平均百户拥有量



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图 9：油烟机、洗衣机、冰箱内销规模（万台）

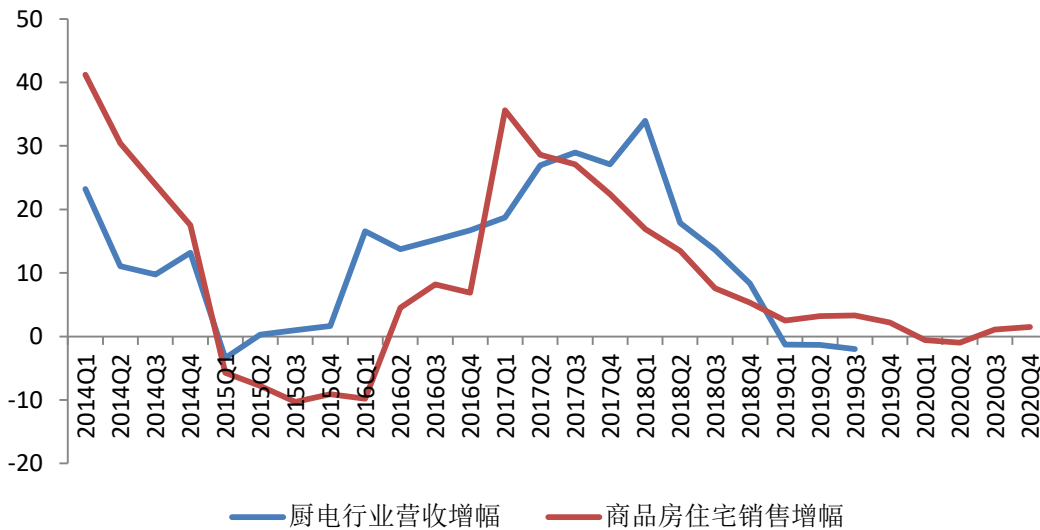


资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

2. 商品房住宅竣工回暖推动厨电回暖

厨电为房地产后周期行业，与房地产行业息息相关。将商品房住宅销售增幅后延 4 个季度，与厨电行业营收增幅相对比，可以发现契合度较高。由于房地产行业从 2017 年以来调控趋严，房地产住宅销售增速开始明显下滑，之后一直保持在较低增速，相对应的厨电行业的营收增幅在 18 年后也下滑明显。

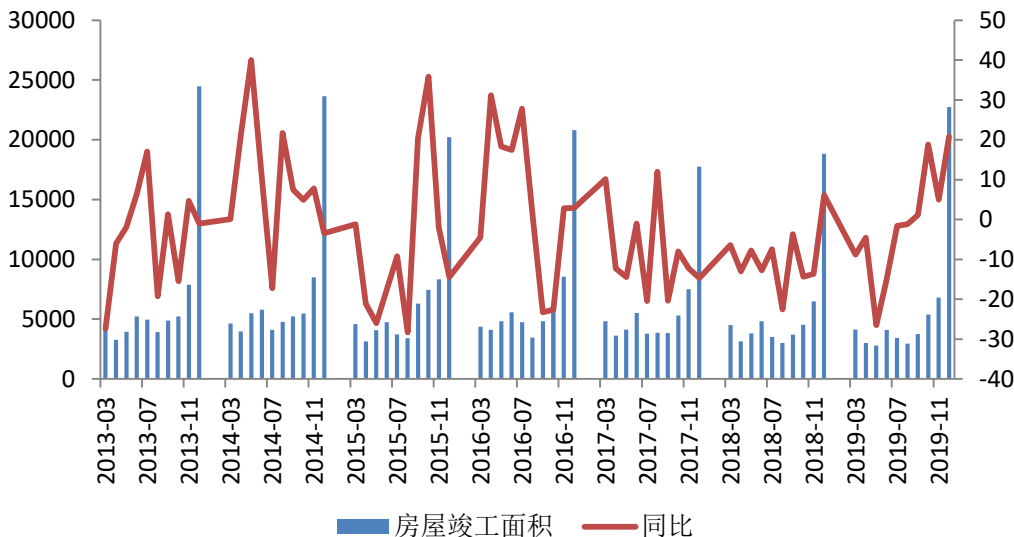
图 10: 厨电行业营收与商品房住宅增幅 (%)



资料来源: Wind, 国家统计局, 中国银河证券研究院

由于我国房地产住宅销售中期房占比较高, 相比房地产住宅开工面积, 竣工面积对厨电行业影响更大。2019 年房地产住宅竣工面积 68,011.11 万平方米, 同比增加 3%。从单月数据来看, 房地产竣工单月增幅从 2019 年 9 月份开始转正, 在 12 月份同比增幅达到 20.70%, 由于房地产住宅交付的强制性, 预计房地产竣工数据将继续回暖, 带动厨电的销售。

图 11: 我国房地产住宅竣工面积 (单月) 及同比 (%)



资料来源: Wind, 国家统计局, 中国银河证券研究院

3. 城镇化进程推动厨电需求释放

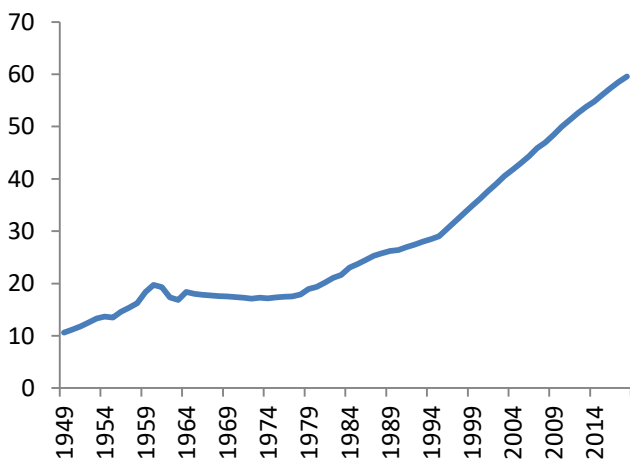
由于城镇住房多为楼房密集型小区, 对油烟排放有所限制, 人口由乡村转移至城镇将产生

大量油烟机、燃气灶等厨电的需求，为厨电行业发展持续释放动能。

中国城镇人口比重增长迅速。根据联合国相关数据，中国正处于城镇化中期，城市人口快速增长，近十年我国城镇人口比重年复合增长率达 28.8%。截至 2018 年底，我国城镇人口为 8.31 亿人，占比 59.58%。

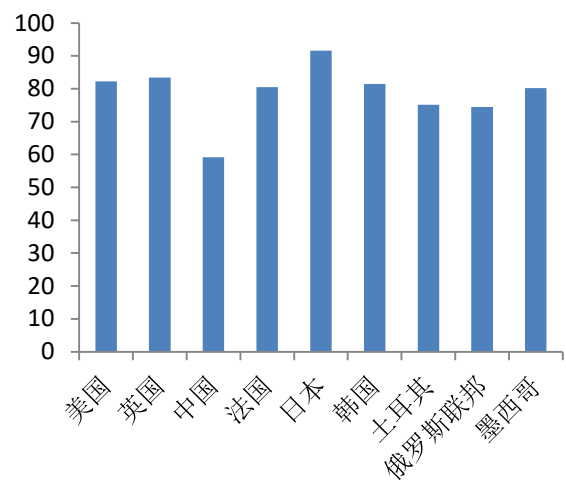
中国城镇化水平与发达国家相比，仍有大幅上升空间。根据 CEIC 信息，2018 年日本、英国、美国和法国的城镇化水平分别为 91.6%、83.4%、82.3%和 80.4%，中国城镇化水平不但低于世界发达国家水平，相比发展水平相近的土耳其和墨西哥也有一定差距，城镇化潜力较大。

图 12: 中国城镇化率



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图 13: 2018 年底世界各国城镇化水平

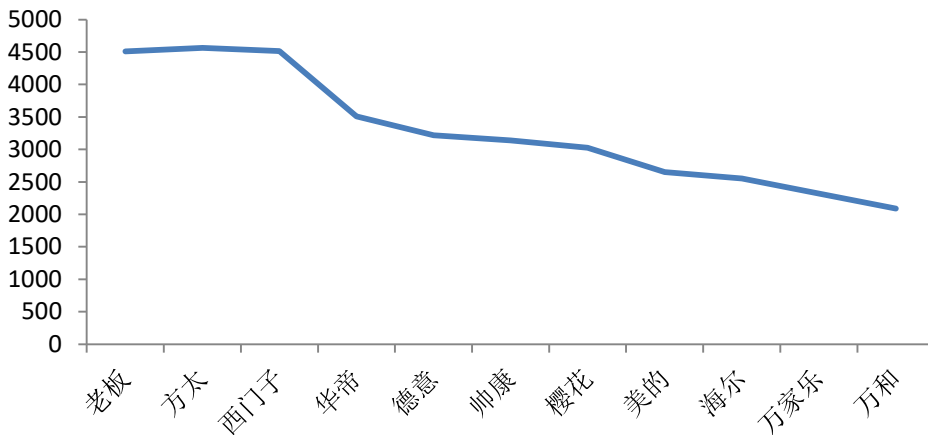


资料来源：CEIC，中国银河证券研究院

(二) 竞争格局稳定，市场集中度高

我国厨电品牌定位清晰。从油烟机价格来看，老板、方太和西门子定位高端品牌，油烟机均价超 4500 元，远超行业平均水平，品牌溢价明显。华帝、帅康等品牌处于行业第二梯队，主打中高端，美的海尔等主打中低端，万家乐、万和等品牌处于价格带下游，在三四线城市、乡村市场相对普及。

图 14：2018 年排油烟机各品牌产品均价

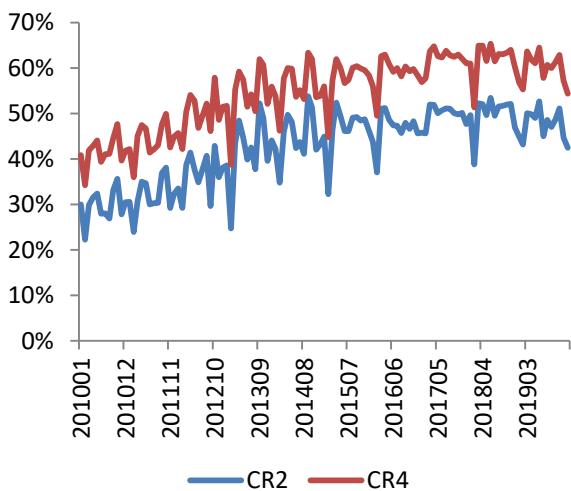


资料来源：中怡康，中国银河证券研究院

我国厨电市场竞争格局稳定。厨电产品在生产端壁垒相对较低，但由于其具有较强的装修属性，使用寿命较长、安装换新成本较高的特点使消费者的价格敏感度相对较低，厨电企业较难通过低价策略抢占份额。监管部门对各大电商假冒伪劣产品的清剿，低端产能、“傍名牌”的杂牌军难以占据一席之地，也增加了厨电企业采用低价策略的难度。在高端市场，由于中西烹饪方式的巨大差异导致大部分国外的产品和技术无法满足中国消费者的烹饪需求，外资品牌在国内高端市场的竞争力也较弱。

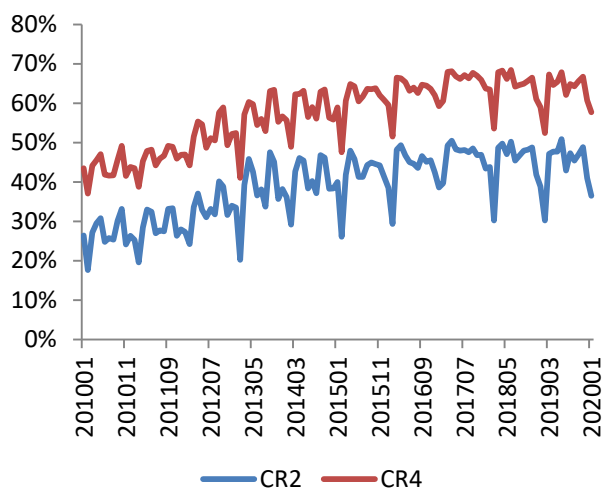
厨电行业集中度高。国内厨电行业以老板、方太、华帝、美的等公司为主导，行业集中度较高。根据中怡康数据，我国油烟机和燃气灶的市场集中度逐步上升，老板和方太市场份额位于行业前两位，双寡头格局明显。在 2020 年 1 月份油烟机零售额份额分别为 21.87% 和 20.61%，燃气灶零售额份额为 18.19% 和 18.32%。

图 15：我国油烟机零售额份额



资料来源：中怡康，中国银河证券研究院

图 16：我国燃气灶零售额份额

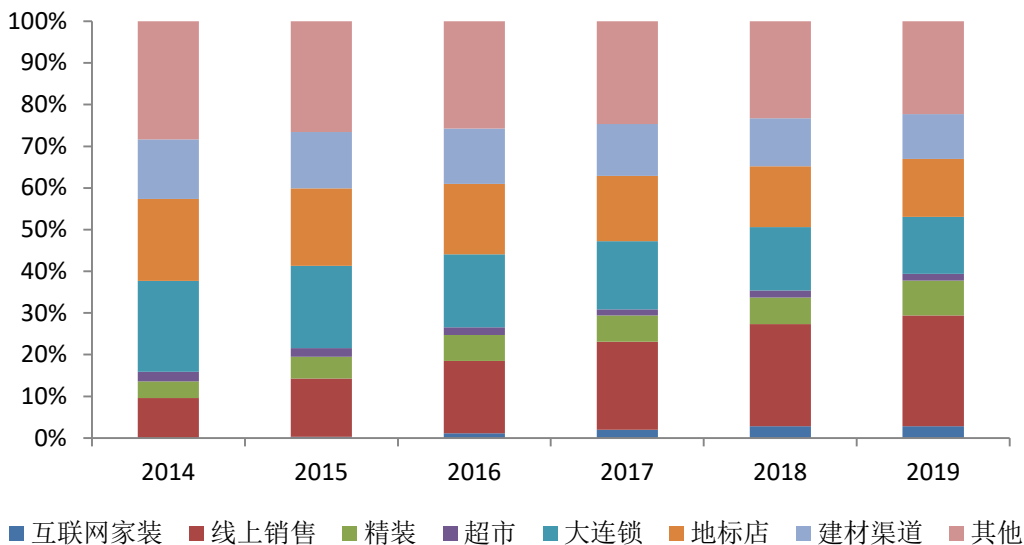


资料来源：中怡康，中国银河证券研究院

(三) 精装渠道前景广阔

精装渠道占比稳步提升。从奥维云网发布数据来看，厨电的销售渠道中，线上销售、精装渠道和互联网家装渠道销售占比稳步提升，其中精装渠道从 2014 年的 4% 上升到 2019 年的 8.4%，占比提升明显。随着我国精装修房渗透率的上升，精装渠道前景较为广阔，占比将进一步提升。

图 17：2014-2019 厨电全渠道销售结构占比趋势图

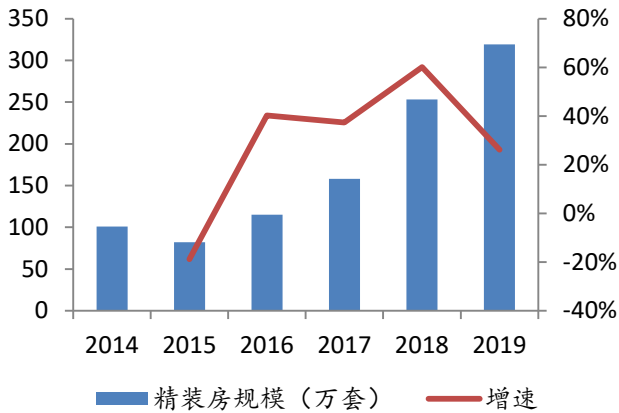


资料来源：奥维云网，中国银河证券研究院

我国精装修房规模快速增长。根据奥维云网数据，我国精（全）装修商品房规模从 2015 年开始快速增长，从 82 万套上涨到 2019 年的 319.3 万套。虽然 2019 年同比增速 26.2% 有所下滑，但依然维持在高位。

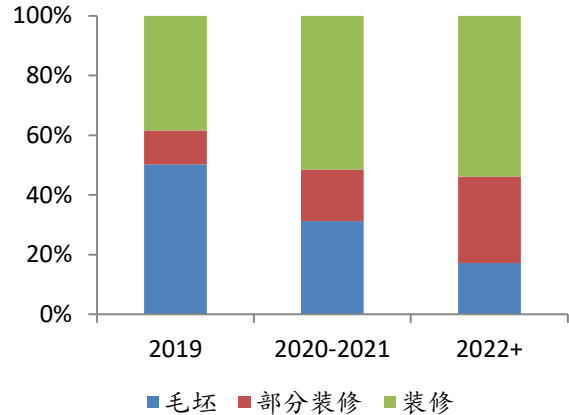
我国精装房市场前景广阔。根据住房城乡建设部 2017 年发布的《建筑业发展十三五规划》，2020 年实现新开工全装修成品住宅面积比例达到 30%，政策端、供给侧、需求侧多方推动精装房市场迅速发展。奥维云网数据显示我国未来住宅项目中，装修和部分装修住宅将占据较高比例，在 2022 年后，毛坯房占比有望低于 20%。

图 18: 我国精装修房规模



资料来源: 奥维云网, 中国银河证券研究院

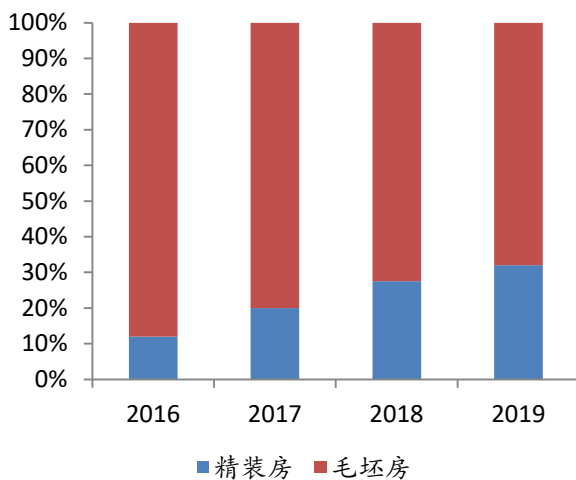
图 19: 中国拟在建住宅(含住宅)项目类型结构



资料来源: 奥维云网, 中国银河证券研究院

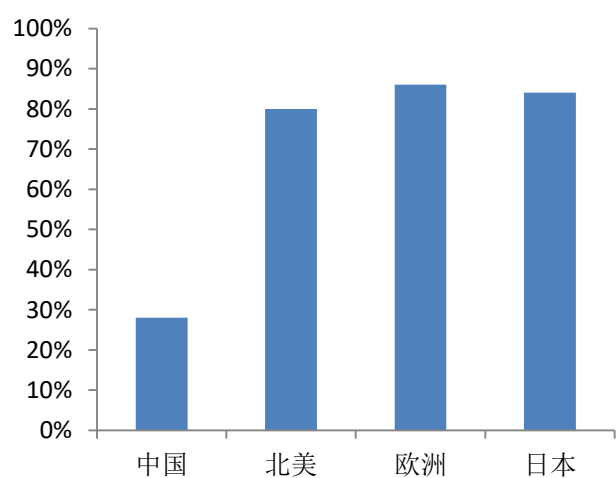
我国精装房渗透率提升空间较大。我国精装房渗透率提升迅速, 由2014年的12%上升至2019年的32%, 但相比发达国家我国精装房渗透率仍处于较低水准。2018年底欧美日等发达国家精装房的渗透率已超过80%, 我国未来精装房市场还有巨大空间。

图 20: 我国精装房渗透率 (%)



资料来源: 奥维云网, 中国银河证券研究院

图 21: 我国与发达国家地区精装房渗透率 (%)



资料来源: 奥维云网, 中国银河证券研究院

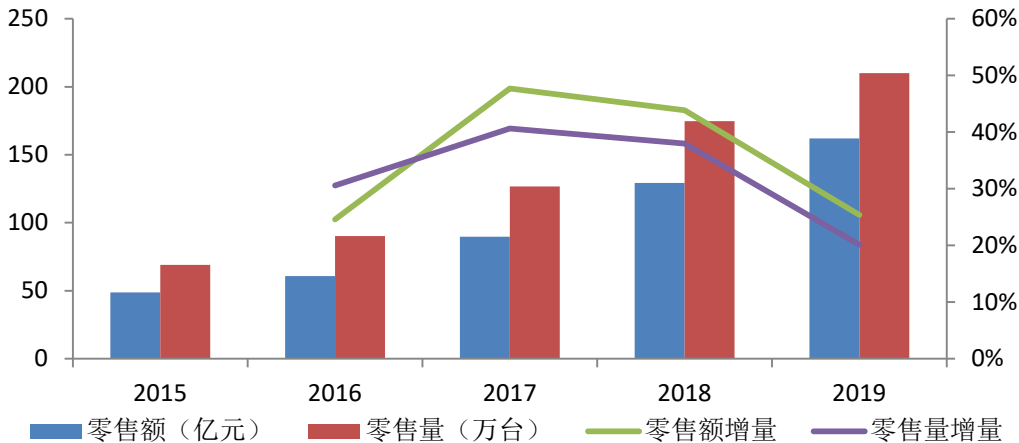
(四) 新厨电崛起打破厨电行业天花板, 未来发展空间大

近年来, 嵌入式微波炉、电蒸箱、洗碗机、集成灶等产品由于市场普及率低, 一直保持较好的同比增速, 随着时代的变迁和家电技术的发展, 更多的新厨电将会出现, 随着新厨电普及率的提升, 厨电行业天花板将会被打破, 未来发展空间较大。

在厨电市场承压背景下, 集成灶销量异军突起, 以精致、高效的特点深受市场喜爱。根据中怡康数据, 2019年集成灶零售量达到210万台、零售额也突破了162亿元, 零售量增速约

为 25%。虽然增速有所下滑，但市场活跃度提升明显，2019 年品牌数量达到 245 个，相比 18 年增加了 40 个。

图 22：2014-2019 年集成灶市场规模

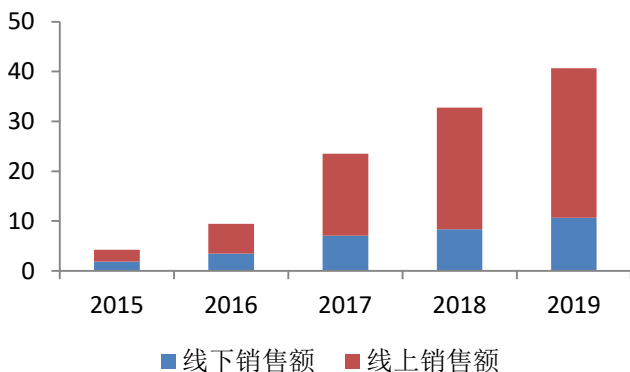


资料来源：中怡康、中国银河证券研究院

“蒸蒸日上”的蒸箱行业。蒸箱做为厨电的新品类，以蒸烤一体机为代表的多功能机型正受到越来越多年轻消费群体的青睐。相比较而言，蒸菜由于吸取油脂少、食物营养流失少被认为是健康、营养的烹饪方法。“以蒸代炒”的无明火烹饪让消费者彻底远离油烟，其“健康”、“原汁”、“原味”等优势越来越被消费者所接受。

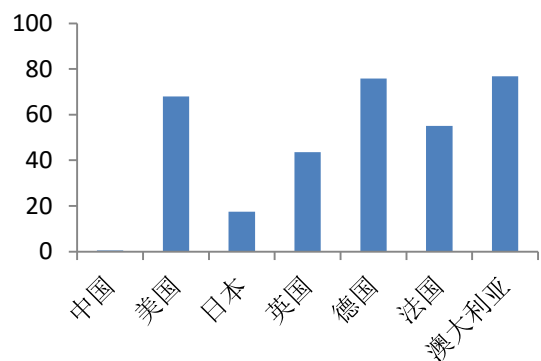
洗碗机作为新兴产品，能够有效改善生活品质，是继洗衣机之后第二次解放双手的产品，其快速便捷、可烘干消毒的优点正逐步被大众接受。在家电行业整体承压的背景下，洗碗机的市场销售额仍保持高速增长。奥维云网数据显示，全国洗碗机年销额从 2015 年的 4.2 亿元上升到 2019 年的 40.7 亿元，年复合增长率达 76.0%。从渗透率角度来看，我国相比发达国家还有一定的差距，市场前景广阔。

图 23 洗碗机线上线下年销售额（亿元）



资料来源：奥维云网，中国银河证券研究院

图 24：洗碗机渗透率（%）



资料来源：奥维云网，中国银河证券研究院



三、公司产品竞争力强，精装渠道优势明显

(一) 公司注重研发、产品竞争力强

老板电器深耕大型厨电市场，产品种类齐全。公司现已覆盖油烟机、燃气灶、微波炉等传统厨电以及蒸箱、烤箱、消毒柜等新兴品类。根据奥维云网数据显示，截至2019年底公司吸油烟机、燃气灶、嵌入式微波炉零售额市场占有率分别为28.1%、25.6%、38.2%，均位居行业第一，嵌入式电蒸箱、嵌入式电烤箱、消毒柜市占率达31.1%、24.8%、21.9%，均占据市场前二。

表 1：老板电器主营产品类

品种	吸油烟机	燃气灶	嵌入式微波炉
产品			
2018 市占率	26.6%	23.9%	44.1%
2019 市占率	28.1%	25.6%	38.2%
市场地位	1	1	1

品种	嵌入式蒸箱	嵌入式烤箱	嵌入式消毒柜
产品			
2018 市占率	33.8%	26.1%	23.2%
2019 市占率	31.1%	24.8%	21.9%
市场地位	2	2	2

资料来源：老板电器官网、奥维云网，中国银河证券研究院

全力推动蒸箱品类。2018 年公司将中式蒸箱确立有战略意义的第二品类，成立了蒸箱事业部，以“不冷凝、不滴水、蒸出地道中国味”的产品定位开发市场。公司对蒸箱寄予厚望，认为中国厨房的第二中心会是蒸箱，未来蒸箱品类有望占据公司营收的三分之一。

公司还成立了蒸文化研究院，立足蒸文化研究，开发新产品，其创新研究的“下嵌式”蒸箱 SZ01 可达到“关上是台面，打开是蒸箱”的效果，操作方式和传统蒸锅类似，更符合中国家庭使用习惯，该产品获得 2019 中国蒸箱(蒸烤箱)行业中式蒸箱创新奖。

图 25：老板电器 SZ01 下嵌式蒸箱

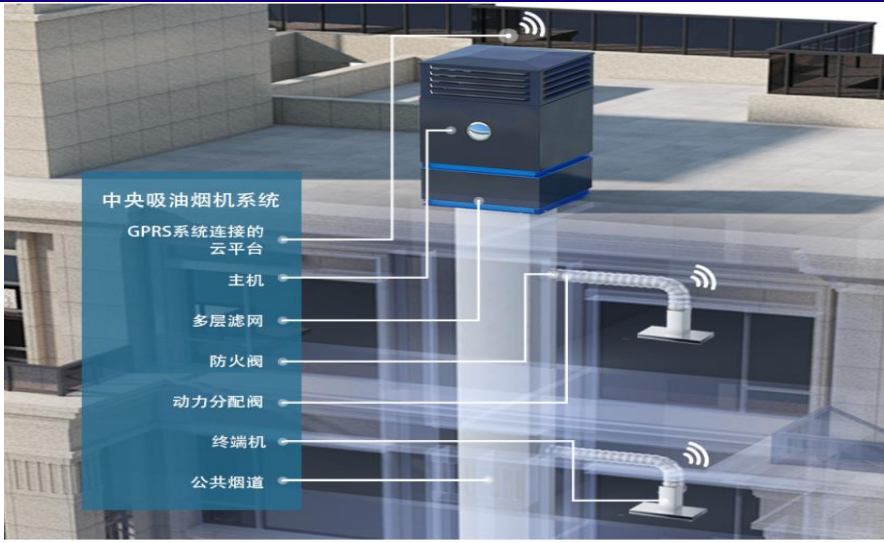


资料来源：百度图片、中国银河证券研究院

中央排油烟机优势明显。公司研发的中央吸油烟机可提升效率、杜绝回烟、大幅降噪，是油烟机行业的重磅创新。该系列产品通过智能控制系统，实时对各楼层室内油烟机排放进行智能分配，提升各家各户排烟效率近 40%，不同于传统油烟机在烟道里面形成正压的挤压式外排原理，中央吸油烟机通过楼顶主机负压吸的方式将油烟吸到室外，因此可达到 100% 杜绝回烟串味。同时，由于室内油烟机里无电机，中央排油烟机相比传统模式可大幅降噪达 10 分贝，风机数量减少也有助于降低地产商采购成本。公司产品已在北京首创天阅西山、上海融创香溢天地、杭州绿城柳岸晓风等大型新楼盘运用。

中央排油烟机环保效益显著，获政府部门高度认可。公司研发的中央排油烟机在楼顶主机排气时，基本过滤了所有油烟，净化率可达到 99.5% 净化率，将洁净空气归还于大气，小区环境和社会也因此受益。公司产品已入选北京市发改委颁布的《北京市 2017 年节能低碳技术产品即示范案例推荐目录》、中国建筑标准设计研究院颁布的《国家建筑标准设计图集住宅排气道》。同时公司还参与相关部门关于排气道新标准的制定与探讨，未来精装房市场的扩大极有可能推动中央排油烟机的迅速发展。

图 26: 老板电器中央排油烟机原理



资料来源: 公司官网, 中国银河证券研究院

图 27: 老板电器中央排油烟机产品



资料来源: 公司官网, 中国银河证券研究院

集成油烟机重新定义“大吸力”。2019 年公司针对中国厨房油烟排放痛点, 推出首台“集成油烟机”, 重新定义“大吸力”。公司认为“吸力”并非单一指标, 而是对吸排油烟风量、噪音等方面的综合效果。集成油烟机与集成灶最大的不同为去排烟构造, 集成灶采用下排油烟构造, 存在容易跑烟、吸力不足、内部难清理等问题。集成油烟机遵循油烟运动轨迹, 近吸上排, 风机上置, 还首创“左右进风”模式, 将烟腔一分为二, 烟机可以自动切换对应的左右进风, 促使风压全部集中在工作灶头所对应的风门处, 避免另一边风门分走风压, 从而极大提高“吸力”。同时, 集成油烟机采用全新的变频电机及风道组合, 提升风量及最大静压的同时, 有效控制噪声, 实测风量达到 19.2m³/min, 噪声只有 66.7dB。老板的新款集成油烟机满足消费者对多功能、智能化、省空间、易装修的需求, 将继续驱动公司健康智能厨房系统的发展。

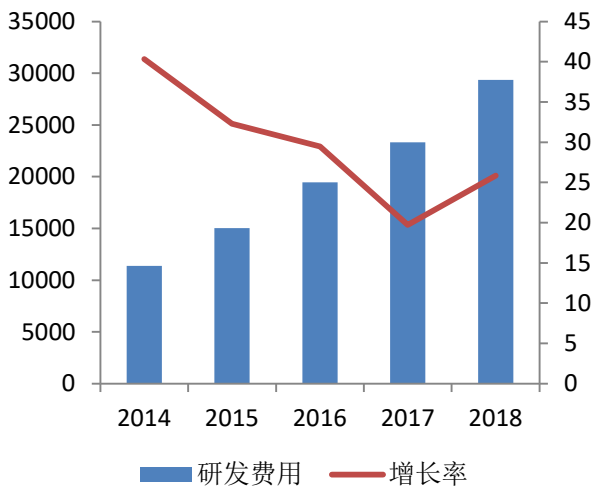
图 28:老板电器集成油烟机与传统集成灶



资料来源：百度图片，中国银河证券研究院

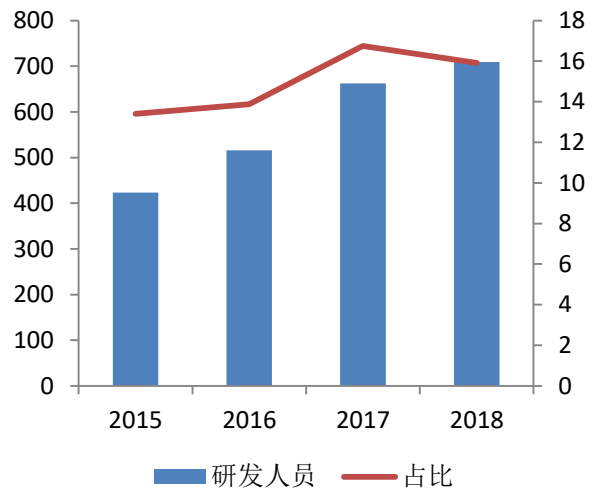
公司研发投入增长明显。公司重视研发投入，在新品类拓展、专利开发等方面取得了显著成果。公司研发投入逐年上升，增速也一直保持在高位，相对应的研发人员也大幅增加，由2015年的423人增至2018年的709人。2019年上半年公司研发费用达1.1亿元，占营业收入3.1%。

图 29: 公司研发费用 (万元) 及增长率 (%)



资料来源：Wind、公司公告、中国银河证券研究院

图 30: 公司研发人数及占比 (%)



资料来源：Wind、公司公告、中国银河证券研究院

公司研发成果显著。公司2019年上半年共申请专利274项，其中发明专利64项；共获得专利授权237项，其中发明专利8项。公司研发的吸油烟机27X6、蒸烤一体机C906同时获得“德国红点产品设计奖”和“美国IDEA奖”，吸油烟机700X、燃气灶666B、蒸箱S228、SZ01均荣获“美国IDEA奖”。

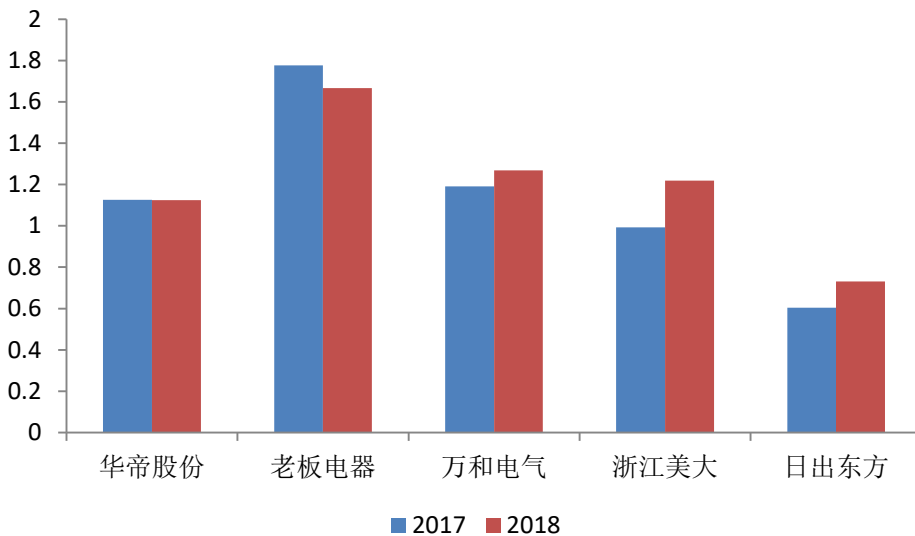
图 31：老板电器产品部分获奖



资料来源：百度图片，中国银河证券研究院

公司注重智能化制造。在生产工艺方面，老板电器在 2014 年投资近 8 亿元，打造厨电行业第一个数字化智能智造基地，其中开展的“厨用电器智能制造新模式”入选工信部智能制造综合标准化与新模式应用项目。相比老板电器的传统工厂，基地在劳动力减少一半的同时，生产效率反而可提升 50%。从人均营收来看，公司在行业中优势明显，2017 年和 2018 年分别为 178 和 167 万元，在同行业上市公司中位居第一。

图 32：厨电企业人均营收（百万元）



资料来源：Wind、公司公告、中国银河证券研究院

（二）多品牌战略助力渠道下沉

公司已形成“帝泽+老板+名气+金帝”品牌矩阵，精准锁定用户群体，助力渠道下沉。目前国内城乡发展不均衡，城乡二元经济结构明显，对于厨电行业，城市消费者已经从基本型需求发展到了改善型需求，而对于农村以及正处于城镇化阶段的消费者而言，现阶段仍处于基本型需求。多品牌战略即可以稳定母品牌老板电器在高端市场的地位，也可以极大提升中低端市场

份额，实现消费层级全覆盖。

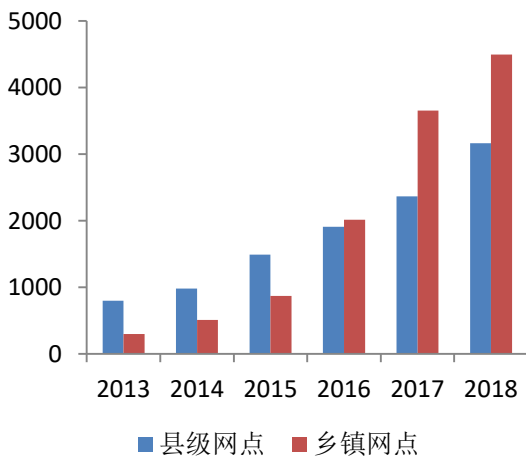
图 33：老板电器多品牌



资料来源：百度图片，中国银河证券研究院

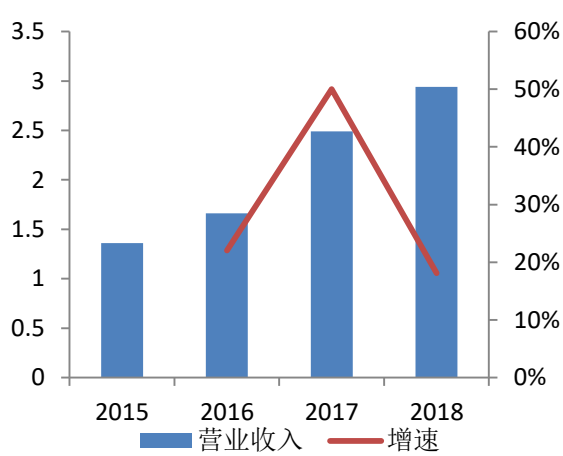
“帝泽”主要针对豪宅、顶级住宅市场，整套售价数十万至百万级别，定位富裕人群的奢侈品牌。“老板”充分享受品牌溢价优势。公司使用“老板”品牌发展集成化、智能化等高端厨电产品迭代，其油烟机售价数千元至万元级别，定位国内的高端市场，先后斩获了中华人民共和国国家质量银奖、中国名牌产品、驰名商标等诸多荣誉和称号，成为首批“浙江制造”品字标品牌，并且连续5年入围“Brand-Z 最具价值中国品牌 100 强”，连续 13 年荣膺“亚洲品牌 500 强”。2018 年“老板”以 116 亿元的品牌价值进入中国品牌价值评价榜百强，名列轻工业第 10 位、厨电行业第 1 位。“名气”经久耐用性价比高，主要针对国内三四线城市和城镇地区，满足消费者的基本型需求。名气在乡镇地区网点布局由 2013 年的 300 家增至 2018 年的 4493 家，年均增加达 800 家。随着我国近年三四线城市房地产快速发展与精装房市场的兴起，大众化厨电需求稳健增长，名气 2018 年营收达 2.49 亿元，2015-2018 年营收 CAGR 达 29.3%。

图 34：名气销售网点数量



资料来源：公司年报，中国银河证券研究院

图 35：名气营业收入（亿元）与增速（%）



资料来源：公司年报，中国银河证券研究院

相比同类产品，名气价格略高，但更具品质保障。名气旗下的 CXW-200-365C 与苏泊尔的 CX2-218-DU1F1、法迪欧的 CX2-218-J9009 两款产品相比，排量均在 17m³/min 附近，名气的风压高于另外两款，噪音、功率略低，价格高于苏泊尔、法迪欧两款产品。我们认为主要原因在于虽然名气相比老板定位稍微低端，但依然不以价格取胜，而是以其产品品质维护其品牌价值。

表 2：名气同类产品对比

	名气	苏泊尔	法迪欧
产品			
型号	CXW-200-365C	CXW-218-DU1F1	CX2-218-J9009
排量	16m ³ /min	17m ³ /min	17m ³ /min
风压	350PA	300PA	320PA
噪音	54dB	55dB	68dB
功率	203W	218W	221W
能效	一级	一级	一级
价格	2499	1099	949

资料来源：京东，中国银河证券研究院

“金帝”聚焦集成灶，推动公司战略布局集成式厨房发展。金帝电器以集成灶为主导，倡导“集成”、“智能”，自 2014 年起基本上保持每年 50% 的增长，2018 年下半年营收达 1.04 亿，净利润 2235.7 万元。2018 年老板电器和金帝电器签订合作协议，老板电器以 51% 的持股比例战略控股金帝，实现对集成类产品的布局。老板实现对金帝的控股后，将结合老板研究能力、智能运作系统与金帝在集成厨电领域的生产经验及品牌知名度，大幅提升公司集成类产品的生产布局，加速集成式厨房的发展。根据老板电器 2019 年 6 月公告，公司拟投资 5.9 亿元用于金帝智能建设智能厨房生态产业化项目，项目总建筑面积 16.77 万平方米，其中智能工厂总建筑面积 12.4 万平方米，智能工厂完工后，公司在集成灶的竞争力将会进一步提升。

（三）多渠道助力业绩增长，工程渠道迅速回暖

公司销售渠道全面多样，零售、电商、工程、创新、海外全面开花。零售方面，在体验型消费兴起的背景下，公司积极增开厨源体验店，为客户提供体验、咨询、专业安装、清理等服务型产品，有助增强服务黏性与加强客户链接。2018 年上半年公司在 一、二线开设厨源店 58 家，累计增至 103 家；在三四线城市新设专卖店 383 家，全国累计专卖店数量超过 3200 家。电商方面，在行业周期性低谷的背景下，电商红利逐步减少，但公司与苏宁等大型电商平台加

强战略合作，促进电商渠道销售稳定增长。公司与苏宁敲定 2018-2020 三年销售规模 120 亿元的合作目标。创新渠道方面，公司通过与欧派、司米等橱柜公司以及爱空间、金螳螂等家装公司开展合作，积极发展新零售，有效开拓家装市场。

工程渠道迅速回暖。从 2018 年下半年开始，公司工程渠道发展提速显著，相对应的公司工程渠道收入占比也快速提升。公司发布的业绩快报数据显示 2019 年公司工程渠道销售额同比增长 90%，以此推算，公司 2019 年工程渠道收入约为 18%。

图 36: 老板电器工程渠道营收与增速

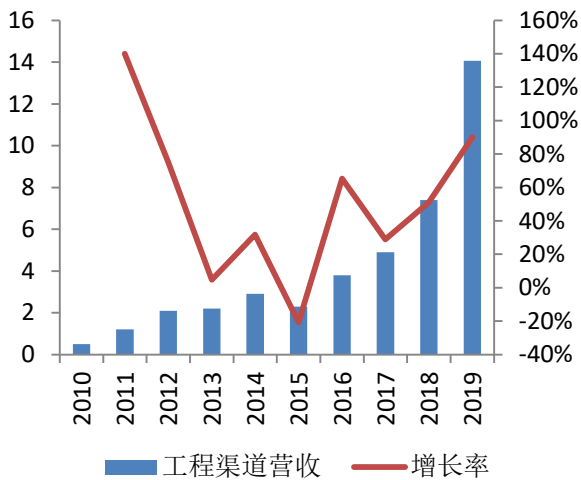
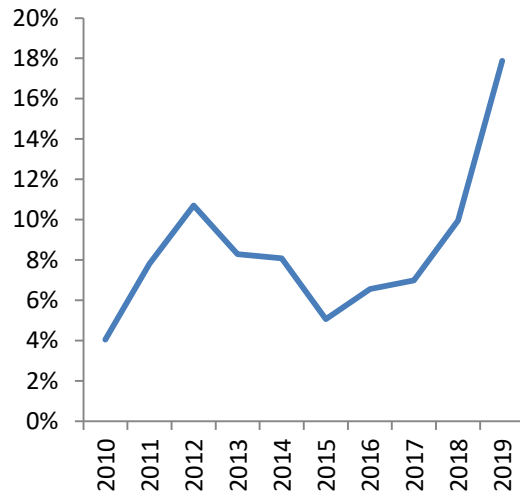


图 37: 老板电器工程渠道收入占比



资料来源: WIND, 公司年报, 中国银河证券研究院

资料来源: WIND, 公司年报, 中国银河证券研究院

公司在精装修房市场地位稳固。根据奥维云网数据，老板电器 2016-2019 年在精装房市场的市占率分别为 23.3%、36.5%、40.0%和 36.3%，连续四年蝉联行业第一。

图 38: 我国精装房市场占有率 (2018)

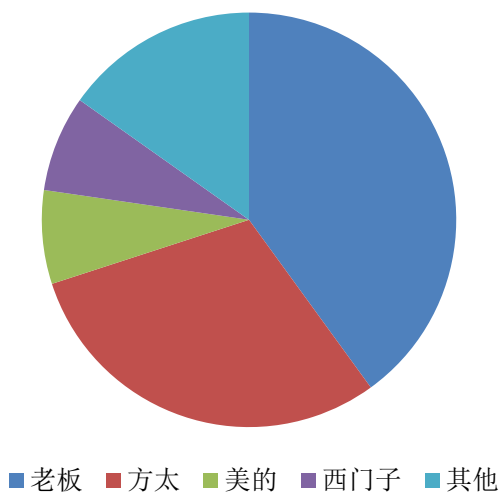
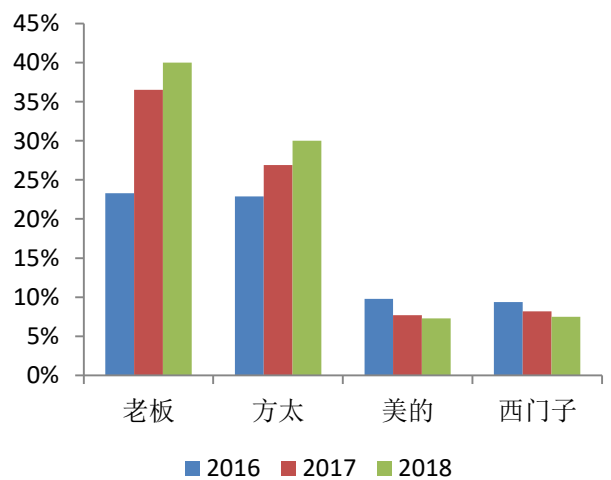


图 39: 我国精装房市场占有率

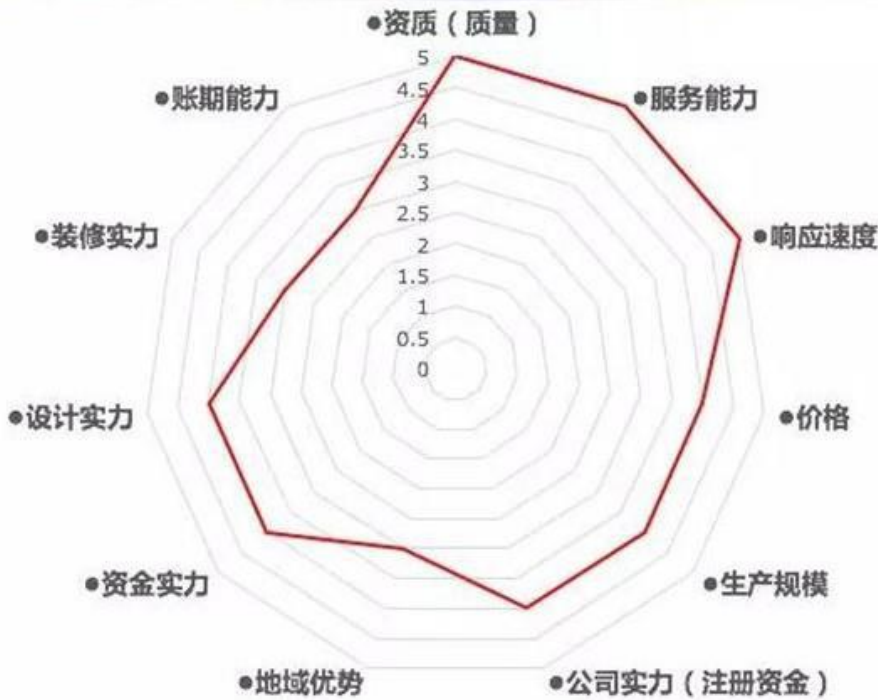


资料来源: 奥维云网, 中国银河证券研究院

资料来源: 奥维云网, 中国银河证券研究院

公司在工程渠道市场优势明显。从某开发商对部品供应商的关注因素来看，资质、服务能力和响应速度等方面因素占据主要地位，而公司在这几方面均具有一定的优势。

图 40：某开发商对于部品供应商的关注因素



资料来源：奥维云网，中国银河证券研究院

公司品牌效应明显。由于工程渠道主要客户为房地产商，房地产商为彰显楼盘品质，在精装房户型中将选择品牌知名度大的高端厨电作为合作方，老板电器创立四十多年，高端产品定位已深入人心，在工程渠道具有显著的品牌效应优势。老板电器 2017 年成为唯一进入万科高标段厨电的智能化厨电品牌，预计未来三至五年，公司与恒大、万科、碧桂园等地产商的合作将继续推进工程渠道的高速增长。

资金周转能力强。工程渠道客户多采取赊账方式，小型厨电公司资金周转能力不足，过高的应收账款容易引发企业资金运作困难。老板电器作为一家大型厨电工资，账上现金充足，且无借贷风险，可以较好应对资金回款。

售后服务体系完善。2018 年老板电器对服务系统进行升级，全面提升服务质量，拉近品牌与用户的距离。现已发布“三心承诺+SSR 俱乐部”的厨房全方位服务计划，致力以舒心、省心、放心为目标为新老用户提供“电话客服 24 小时接待响应，送货入户、预约服务免费安装，免费旧机拆除和灶具扩孔”等 9 大保障。SSR 俱乐部主要为老板电器超级用户提供“专属折扣、专业服务、专享体验和专属特权”，全力打造老板厨房专家的服务形象。

四、公司财务分析

表 3：2013-2018 公司的各项财务指标

	2018-12-31	2017-12-31	2016-12-31	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31
基本经营情况						
营业总收入 (亿元)	74.25	70.17	57.95	45.43	35.89	26.54
净利润 (亿元)	14.84	14.61	12.07	8.28	5.68	3.78
每股收益 (稀释)	1.55	1.54	1.65	1.72	1.74	1.51
每股经营现金流	1.59	1.32	2.12	2.31	2.06	1.26
成长能力指标						
营业收入增长率 (%)	5.81	21.10	27.56	26.58	35.24	35.21
归母净利润增长率 (%)	0.85	21.08	45.32	44.58	48.95	43.87
盈利能力指标						
销售毛利率 (%)	53.52	53.68	57.31	58.17	56.55	54.44
销售净利率 (%)	19.98	20.82	20.83	18.23	15.82	14.23
营业利润率 (%)	22.92	24.08	23.02	20.98	17.93	16.57
净资产收益率加权 (%)	26.40	31.66	33.38	29.10	25.55	20.57
费用率						
销售费用率 (%)	25.72	23.91	26.66	29.79	31.07	30.08
管理费用率 (%)	7.62	6.85	7.75	7.80	7.46	7.92
财务费用率 (%)	-1.36	-1.31	-1.36	-1.45	-1.20	-1.34
费用率 (%)	31.98	29.45	33.06	36.14	37.33	36.66
营运能力指标						
总资产周转率	0.85	0.98	1.01	1.05	1.12	1.03
存货周转率	2.81	3.21	3.02	2.98	3.11	3.16
应收账款周转率	18.16	19.97	17.78	14.55	13.96	15.10
偿债能力						
流动比率	2.47	2.58	2.42	2.17	2.64	3.08
速动比率	2.05	2.15	2.01	1.78	2.15	2.49
资产负债率 (%)	35.16	33.67	35.70	37.01	31.56	27.15
存货/流动资产 (%)	16.88	16.62	16.95	17.99	18.47	19.18
长期负债占比	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

数据来源：Wind、中国银河证券研究院整理

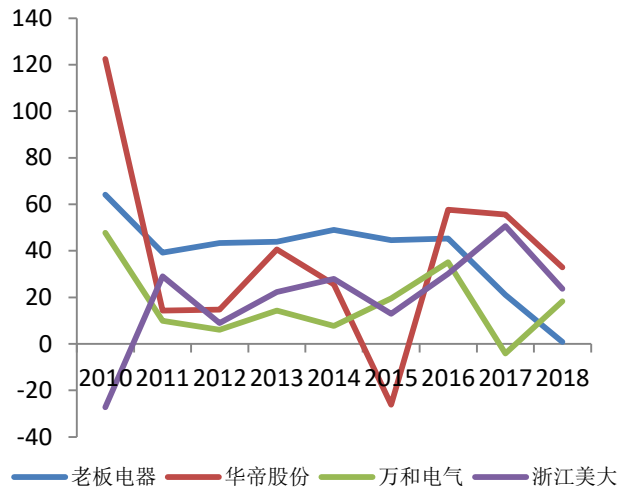
(一) 公司成长性较好

从 2011 至 2018 年，老板电器、华帝股份、万和电气和浙江美大均保持了较好的成长性，除了个别年份外，公司营收和净利均实现了增长。从年复合增长率来看，老板电器 2011-2018 年的营业总收入和净利润 CAGR 分别为 25.27% 和 34.30%，在四家企业中均位列第一位。

图 41: 营业收入增福 (%)



图 42: 归母净利润增幅 (%)



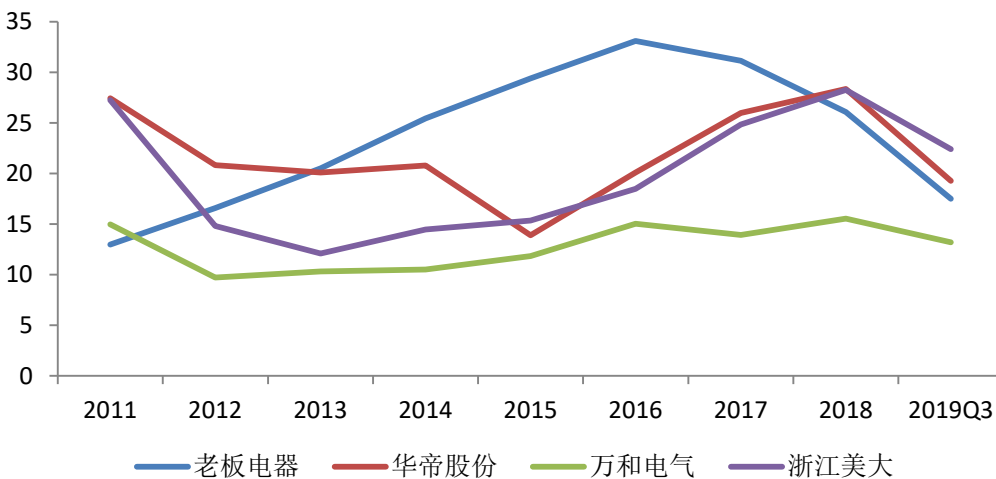
资料来源: WIND, 公司年报, 中国银河证券研究院

资料来源: WIND, 公司年报, 中国银河证券研究院

(二) 公司净资产收益率位于行业前列

公司净资产回报率从 11 年到 16 年提升明显的主要原因为公司销售净利率提升, 之后下滑是因为公司营收增速放缓, 总资产周转率逐步下降。相比其他厨电企业, 老板电器的净资产收益率位于行业前列, 具有较强竞争力。

图 43: 厨电企业 ROE



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

使用杜邦分析法将华帝股份、老板电器、万和电气、浙江美大 2018 年的净资产收益率进行拆分, 可以看出老板电器的销售净利率仅次于浙江美大, 在行业中位列前茅。相比行业其他公司, 老板的权益乘数较低, 主要原因为公司经营稳健, 现金储备充足, 使用外部资金较少。公司的总资产周转率相对较低, 主要原因为公司的代理经销模式带来的存货较多。

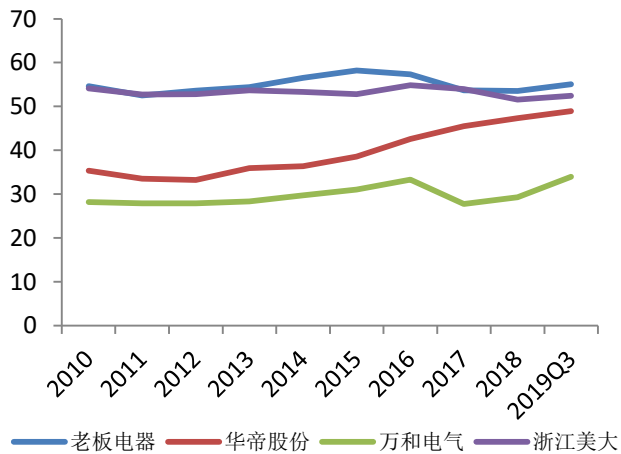
表 4：厨电企业杜邦分析（2018）

	销售净利率	权益乘数	总资产周转率
华帝股份	11.38	1.99	1.28
老板电器	19.98	1.54	0.85
万和电气	7.16	2.11	1.04
浙江美大	26.95	1.29	0.81

资料来源：WIND，中国银河证券研究院

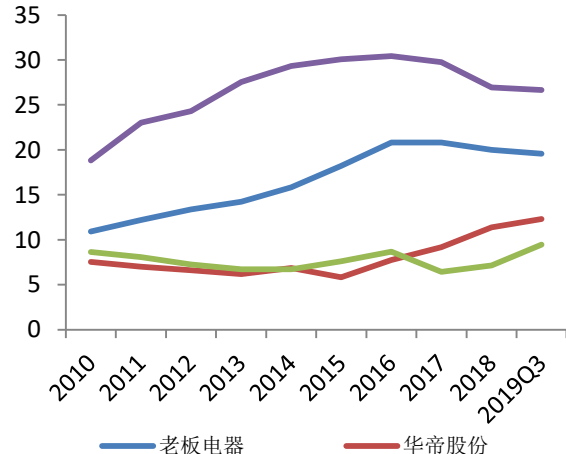
公司盈利能力稳定，位于行业前列。公司销售毛利率从 10 年开始一直保持稳定在 55% 左右，在行业中处于前列，其销售净利率逐步提升，从 2016 年起保持在 20% 左右。虽然公司工程渠道销售占比逐步提升且工程渠道销售利润率较低会影响公司毛利率，但由于工程渠道区间费用率较低，影响净利率相对较少。

图 44：厨电销售毛利率



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

图 45：厨电销售净利率



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

（三）经销模式拉低公司存货周转率

公司应收账款周转率较高。公司从 2013 年起，应收账款周转率逐步提高，在 2018 年达到了 18 倍，高于同行业多数公司。公司应收账款周转率低于浙江美大是因为美大销售收入多采用现金结算方式，应收账款较少。

从存货周转率来看，老板电器的存货周转率维持在 3 倍左右，低于行业其他公司，主要原因因为公司部分销售采用代理模式。在代理模式下，公司承担了代理渠道的库存风险，只有代理商将产品销售给消费者，公司才确认收入。代理模式下公司的库存高于行业内其他公司，从而造成存货周转率较低。

图 46: 厨电应收账款周转率

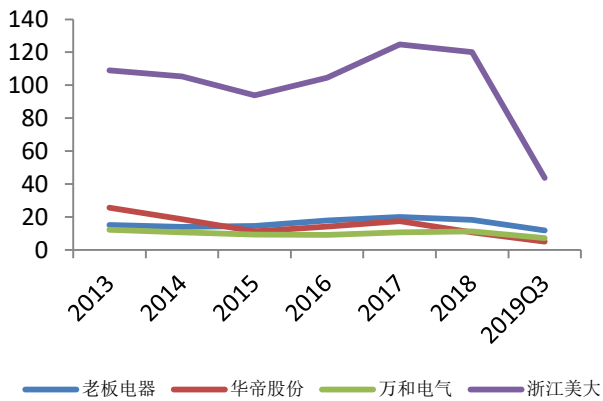
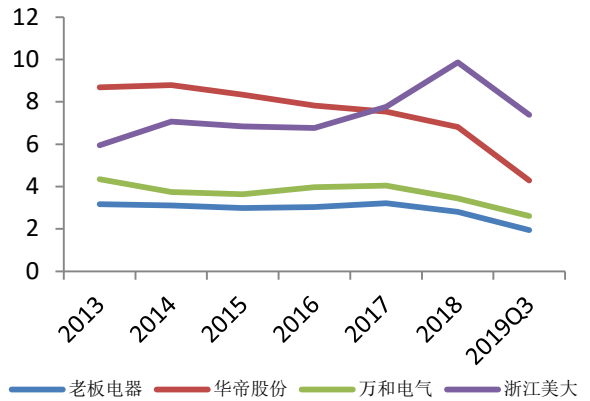


图 47: 厨电存货周转率



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

五、公司估值

(一) 公司收入增速分析

预测假设: 烟灶销售与房地产行业关系密切, 伴随着房地产住宅竣工的好转和精装房占比的提升, 公司有望凭借工程渠道的优势继续提升市场份额, 从而带动烟灶收入的提升。由于 20 年新冠疫情会影响产品销售, 增速可能会低于 21 年。受疫情影响消费者对健康产品需求增加, 公司消毒柜产品有望快速增长。公司集成灶、蒸汽炉、洗碗机等业务有望保持较高增长, 但伴随着基数的增加, 增速会逐步下滑。盈利能力方面, 我们认为公司工程渠道销售收入占比提升, 由于工程渠道销售毛利相对较低, 烟灶销售整体毛利率将会小幅下滑。

表 5: 公司销售收入预测 (百万元)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总收入	7017.40	7424.89	7760.59	8426.74	9280.31
增长率	21.10%	5.81%	4.52%	8.58%	10.13%
营业成本	3250.59	3450.77	3623.36	3985.66	4418.74
毛利	3766.81	3974.12	4137.23	4441.08	4861.57
毛利率(%)	53.68%	53.52%	53.31%	52.70%	52.39%
油烟机					
收入	3821.84	4012.98	4058.81	4278.39	4638.19
增长率	17.92%	5.00%	1.14%	5%	8%
成本	1614.34	1719.33	1745.29	1861.10	2040.80
毛利	2207.51	2293.65	2313.52	2417.29	2597.39
毛利率(%)	57.76%	57.16%	57%	56.50%	56%
燃气灶					
收入	1822.12	1792.01	1809.93	1853.55	1972.36

增长率	11.81%	-1.65%	1%	2%	6%
成本	802.01	803.82	814.47	843.36	907.28
毛利	1020.11	988.19	995.46	1010.18	1065.07
毛利率(%)	55.98%	55.14%	55%	54.50%	54%
消毒柜					
收入	488.73	499.85	491.79	614.73	737.68
增长率	15.35%	2.28%	-2%	25%	20%
成本	245.73	285.72	265.56	331.96	398.35
毛利	243.00	214.13	226.22	282.78	339.33
毛利率(%)	49.72%	42.84%	46.00%	46.00%	46.00%
其他产品					
收入	884.71	1120.05	1400.06	1680.08	1932.09
增长率	76.76%	26.60%	25%	20%	15%
成本	588.51	641.90	798.04	949.24	1072.31
毛利	296.19	478.15	602.03	730.83	859.78
毛利率(%)	33.48%	42.69%	43%	43.50%	44.50%

资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

(二) 公司估值

1、相对估值

我们选取家用电器厨电行业的可比公司进行市盈率对比分析。公司的市盈率略高于行业平均值,但考虑到公司在行业中地位,公司的市盈率处于合理区间。

表 6: 可比公司估值

代码	简称	TTM	2019-12-31	2020-12-31	2021-12-31
002035.SZ	华帝股份	12.53	N/A	10.77	9.45
002543.SZ	万和电气	9.92	N/A	9.58	8.69
002677.SZ	浙江美大	15.60	N/A	12.98	10.90
	均值	12.68	N/A	11.11	9.68
002508.SZ	老板电器	14.7	15.58	14.54	13.24

资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

2.绝对估值:

我们采用三阶段自有现金流折现模型对公司进行估值:

1) 自由现金流 (FCF) = 经营现金流量 - 营运资本增加 - 资本性支出增加

2) 股权成本 = $R_f + \beta(R_m - R_f)$

3) $WACC = \text{债权成本} * (1 - \text{税率}) * D / (D + E) + \text{股权成本} * E / (D + E)$

4) 采用三阶段模型。第一阶段清晰预测期为 2019-2021 年；第二阶段过渡期为 2022-2031 年；第三阶段为永续期。

5) 自由现金流折现公式： $PV = \frac{FCF_1}{1+K} + \frac{FCF_2}{(1+K)^2} + \frac{FCF_3}{(1+K)^3} + \dots + \frac{TCF}{(K-g)(1+K)^{(n-1)}}$

表 7：自由现金流折现模型假设

估值假设	数值
过渡期增长率	6%
永续增长率	3%
无风险收益率	2.70% (10 年期国债到期收益率)
市场要求收益率	12.05% (近 10 年全部 A 股 ROE 均值)
债权成本	4.75% (采用中长期贷款利率:3 至 5 年(含))
β 值	1.16

资料来源：WIND，中国银河证券研究院

我们按照上述假设，用三阶段自由现金流折现模型对公司进行了绝对估值，并对公司股票价值与资金加权成本和永续增长率进行了敏感性分析。我们预测企业价值是 330.4 亿元。

表 8：敏感性分析

WACC	永续增长率(g)										
	1.86%	2.05%	2.25%	2.48%	2.73%	3.00%	3.30%	3.63%	3.99%	4.39%	4.83%
8.42%	60.77	61.76	62.92	64.29	65.93	67.90	70.30	73.30	77.12	82.10	88.87
9.26%	53.32	54.04	54.87	55.84	56.98	58.34	59.99	62.00	64.50	67.69	71.85
10.19%	46.92	47.43	48.02	48.71	49.51	50.46	51.59	52.95	54.62	56.69	59.33
11.21%	41.38	41.74	42.16	42.65	43.21	43.88	44.65	45.58	46.70	48.07	49.77
12.33%	36.57	36.83	37.13	37.47	37.87	38.33	38.87	39.50	40.26	41.17	42.28
13.56%	32.39	32.57	32.78	33.02	33.30	33.62	33.99	34.42	34.93	35.54	36.28
14.92%	28.74	28.87	29.01	29.18	29.38	29.60	29.85	30.15	30.49	30.90	31.39
16.41%	25.55	25.64	25.74	25.86	25.99	26.14	26.31	26.52	26.75	27.02	27.34
18.05%	22.75	22.82	22.89	22.97	23.06	23.16	23.28	23.41	23.57	23.75	23.96
19.86%	20.30	20.35	20.39	20.45	20.51	20.58	20.66	20.75	20.85	20.97	21.11
21.84%	18.15	18.18	18.21	18.25	18.29	18.34	18.39	18.45	18.52	18.60	18.69

资料来源：WIND，中国银河证券研究院

（三）投资建议

公司烟灶产品市场地位稳固，蒸箱、洗碗机、消毒柜等新品类增长空间较大。伴随着我国精装修房占比的提升，厨电行业中精装修渠道占比将会逐步增加。公司在工程渠道优势明显，将直接受益于精装修渠道的占比的提升。虽然疫情对地产竣工速度有所影响，但地产竣工回暖趋势有望继续保持下去，带动厨电行业逐步回暖，公司业绩有望稳定增长。我们调整公司2019~2021年营业收入77.61/84.27/92.80亿元，同比增速4.52/8.58/10.13%；归母净利润15.82/16.98/18.65亿元，同比增长7.37/7.34/9.82%。EPS为1.67/1.79/1.97元，对应当前股价PE倍数为15.48/14.42/13.13倍，维持“推荐”评级。

六、风险提示

原材料价格波动的风险、地产竣工不及预期的风险、工程渠道发展不及预期。

七、附录：

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1923.31	3048.84	4353.92	6723.35	营业收入	7424.89	7760.59	8426.74	9280.31
应收和预付款项	1844.59	1855.31	1929.85	1466.36	营业成本	3450.77	3623.36	3985.66	4418.74
存货	1347.11	1058.69	1587.67	1346.25	营业税金及附加	70.57	73.76	80.09	88.21
其他流动资产	2591.76	2591.76	2591.76	2591.76	营业费用	1909.86	1940.15	2190.95	2412.88
长期股权投资	2.62	2.62	2.62	2.62	管理费用	272.36	284.67	337.07	371.21
投资性房地产	0.12	0.10	0.08	0.06	财务费用	-101.34	-55.94	-83.28	-124.62
固定资产和在建工程	1027.32	875.33	723.35	571.36	资产减值损失	15.06	7.30	7.30	7.30
无形资产和开发支出	274.56	250.35	226.14	201.94	投资收益	88.01	88.00	88.00	88.00
其他非流动资产	131.01	128.54	126.08	126.08	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	9142.41	9811.55	11541.47	13029.77	其他经营损益	-293.43	-116.00	0.00	0.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	1602.20	1859.30	1996.95	2194.59
应付和预收款项	3011.56	2618.66	3208.57	3444.88	其他非经营损益	0.77	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	1602.97	1859.30	1996.95	2194.59
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00	所得税	192.97	265.69	286.34	315.99
负债合计	3011.56	2618.66	3208.57	3444.88	净利润	1409.99	1593.60	1710.61	1878.60
股本	949.02	949.02	949.02	949.02	少数股东损益	10.27	11.61	12.46	13.68
资本公积	398.23	398.23	398.23	398.23	归母净利润	1399.73	1582.00	1698.15	1864.92
留存收益	4698.13	5748.56	6876.12	8114.42	EBITDA	7424.89	7760.59	8426.74	9280.31
归属母公司股东权益	6045.38	7095.82	8223.38	9461.68	EPS(元)	3450.77	3623.36	3985.66	4418.74
少数股东权益	85.46	97.07	109.53	123.21					
股东权益合计	6130.85	7192.89	8332.91	9584.88	主要财务比率	2018A	2019E	2020E	2021E
负债和股东权益合计	9142.41	9811.55	11541.47	13029.77	收益率				
					毛利率	53.52%	53.31%	52.70%	52.39%
现金流量表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	三费/销售收入	28.03%	27.95%	29.01%	28.66%
经营性现金净流量	1508.53	1513.15	1704.39	2783.43	销售净利率	18.99%	20.53%	20.30%	20.24%
投资性现金净流量	-1183.50	88.00	88.00	88.00	资产获利率				
筹资性现金净流量	-711.86	-475.62	-487.31	-502.01	ROE	23.15%	22.29%	20.65%	19.71%
现金流量净额	-386.00	1125.53	1305.08	2369.43	ROA	16.43%	18.38%	16.58%	15.89%
					ROIC	46.16%	37.15%	39.98%	44.95%
估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E	增长率				
PE	17.49	15.48	14.42	13.13	销售收入增长率	5.81%	4.52%	8.58%	10.13%
PEG	1.74	N/A	N/A	N/A	净利润增长率	-2.39%	20.06%	6.12%	8.17%
PB	4.05	3.45	2.98	2.59	总资产增长率	-1.51%	23.11%	5.59%	7.38%
PS	3.30	3.16	2.91	2.64	股东权益增长率	-0.52%	13.02%	7.34%	9.82%
PCF	16.23	16.18	14.37	8.80	资本结构				
EV/EBIT	15.05	11.92	10.56	8.63	资产负债率	32.94%	26.69%	27.80%	26.44%
EV/EBITDA	14.09	10.88	9.69	7.98	流动比率	2.56	3.27	3.26	3.52
EV/NOPLAT	17.08	13.90	12.32	10.07	速动比率	1.25	1.87	1.96	2.38
EV/IC	5.43	5.24	5.12	6.30	资产管理效率				
ROIC-WACC	32.60%	23.59%	26.42%	31.39%	总资产周转率	0.81	0.79	0.73	0.71
股息率	0.029	0.022	0.023	0.026	应收账款周转率	4.33	4.47	4.74	7.05
					存货周转率	2.56	3.42	2.51	3.28

数据来源：公司公告，WIND，中国银河证券研究院

插图目录

图 1: 老板电器 2019H1 公司营业收入结构	2
图 2: 老板电器烟灶销售占比 (%)	3
图 3: 公司股权结构图	3
图 4: 陆股通持股占比 (%)	4
图 5: 基金重仓持股比例 (%)	4
图 6: 公司营收 (万) 及增长率 (%), 19 年数据为业绩快报数据	5
图 7: 公司归母净利润 (万) 及增长率 (%), 19 年数据为业绩快报数据	5
图 8: 2018 年中国城乡家电平均百户拥有量	6
图 9: 油烟机、洗衣机、冰箱内销规模 (万台)	6
图 10: 厨电行业营收与商品房住宅增幅 (%)	7
图 11: 我国房地产住宅竣工面积 (单月) 及同比 (%)	7
图 12: 中国城镇化率	8
图 13: 2018 年底世界各国城镇化水平	8
图 14: 2018 年排油烟机各品牌产品均价	9
图 15: 我国油烟机零售额份额	9
图 16: 我国燃气灶零售额份额	9
图 17: 2014-2019 厨电全渠道销售结构占比趋势图	10
图 18: 我国精装修房规模	11
图 19: 中国拟在建住宅 (含住宅) 项目类型结构	11
图 20: 我国精装修房渗透率 (%)	11
图 21: 我国与发达国家地区精装修房渗透率 (%)	11
图 22: 2014-2019 年集成灶市场规模	12
图 23 洗碗机线上线下年销售额 (亿元)	12
图 24: 洗碗机渗透率 (%)	12
图 25: 老板电器 SZ01 下嵌式蒸箱	14
图 26: 老板电器中央排油烟机原理	15
图 27: 老板电器中央排油烟机产品	15
图 28: 老板电器集成油烟机与传统集成灶	16
图 29: 公司研发费用 (万元) 及增长率 (%)	16
图 30: 公司研发人数及占比 (%)	16
图 31: 老板电器产品部分获奖	17
图 32: 厨电企业人均营收 (百万元)	17
图 33: 老板电器多品牌	18
图 34: 名气销售网点数量	18
图 35: 名气营业收入 (亿元) 与增速 (%)	18
图 36: 老板电器工程渠道营收与增速	20
图 37: 老板电器工程渠道收入占比	20
图 38: 我国精装修房市场占有率 (2018)	20
图 39: 我国精装修房市场占有率	20

图 40: 某开发商对于部品供应商的关注因素	21
图 41: 营业收入增福 (%)	23
图 42: 归母净利润增幅 (%)	23
图 43: 厨电企业 ROE	23
图 44: 厨电销售毛利率	24
图 45: 厨电销售净利率	24
图 46: 厨电应收账款周转率	25
图 47: 厨电存货周转率	25

表格目录

表 1: 老板电器主营品类	13
表 2: 名气同类产品对比	19
表 3: 2013-2018 公司的各项财务指标	22
表 4: 厨电企业杜邦分析 (2018)	24
表 5: 公司销售收入预测 (百万元)	25
表 6: 可比公司估值	26
表 7: 自由现金流折现模型假设	27
表 8: 敏感性分析	27

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

李冠华，家用电器行业分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

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

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层
北京西城区金融大街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@ChinaStock.com.cn