

2021年09月23日

证券研究报告·公司专题报告

老板电器 (002508) 家用电器

买入 (维持)

当前价: 33.15 元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 产品渠道双驱动，厨电龙头再攀高

### 投资要点

- **四十年风雨征程，老板的崛起之路。**公司作为厨电龙头，自创立以来深耕厨电行业，前期聚焦于吸油烟机赛道，于2010年正式登陆资本市场。在经历了长达7年的高速增长后，受到油烟机保有量逐渐饱和以及地产调控的影响，老板电器进入了增长低谷期。在营收增速放缓后，公司通过强大的经营管理、渠道及品类扩张等能力逐渐走出阴霾，2021年上半年实现营收43.3亿元，同比增长34.7%；实现归母净利润7.9亿元，同比增长29.1%。
- **品类扩张成效显著，打造第二增长曲线。**在油烟机保有量逐渐达到饱和时，公司积极进行品类扩张，重新定义三大品类矩阵，挖掘第二增长点。目前第一品类群烟灶消依然是公司主要收入来源，但营收占比下降，第二、三品类群营收占比持续提升，品类扩张成效显著。我们预计，随着未来品类扩张的逐步推进，传统品类或将稳定增长，新品类有望成为增长的主动力。
- **洗碗机市场大有可为，或将成为推动公司第二、三品类群增长的主要品类。**洗碗机有效触达消费者洗碗痛点，整个市场迎来了快速增长阶段，2015-2020年洗碗机市场规模CAGR达到56%。公司于2017年切入洗碗机市场，2017-2020年公司洗碗机业务三年CAGR达到48.8%，2021H1公司洗碗机实现营收1.7亿元，同比增长148.3%。目前，公司洗碗机产品也逐渐进入工程渠道，2022年在手订单达十万台。洗碗机业务或将成为公司第二、三品类群增长的主推力。
- **多渠道融合发展，协同效应显著。**初期公司销售渠道主要为KA，随着公司的不断发展，公司积极进行招商，形成了业内独有的代理制体系；进入电商与工程渠道，完善渠道多元化布局，逐步形成了以零售、电商和工程渠道为主，创新渠道、海外渠道为辅的渠道结构，为公司后续的品类扩张打下坚实的基础。
- **盈利预测与投资建议。**预计2021-2023年EPS分别为2.10元、2.50元、2.87元，未来三年归母净利润将保持18%的复合增长率。目前公司2021-2023年对应估值分别为16/13/12倍，处于较低位置，维持“买入”评级。

- **风险提示：**原材料价格或大幅波动、品类扩张不及预期风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	8128.62	10005.38	12052.22	13899.97
增长率	4.74%	23.09%	20.46%	15.33%
归属母公司净利润(百万元)	1660.75	1994.55	2369.90	2724.96
增长率	4.46%	20.10%	18.82%	14.98%
每股收益EPS(元)	1.75	2.10	2.50	2.87
净资产收益率ROE	20.59%	20.81%	20.84%	20.34%
PE	19	16	13	12
PB	3.84	3.23	2.72	2.31

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 龚梦泓

执业证号: S1250518090001

电话: 023-63786049

邮箱: gmh@swsc.com.cn

联系人: 夏勤

电话: 023-63786049

邮箱: xiaqin@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	9.49
流通A股(亿股)	9.35
52周内股价区间(元)	32.08-47.7
总市值(亿元)	314.60
总资产(亿元)	130.72
每股净资产(元)	8.58

### 相关研究

1. 老板电器(002508):产品渠道多维发力,多元成长曲线确定 (2021-08-04)
2. 老板电器(002508):产品渠道多维发力,Q1经营稳步复苏 (2021-04-28)
3. 老板电器(002508):Q1经营持续改善,股权激励完善治理 (2021-04-15)
4. 老板电器(002508):Q4营收增速环比提升,全年实现稳健增长 (2021-02-24)
5. 老板电器(002508):营收业绩增长提速,盈利能力提升 (2020-10-28)

## 目 录

<b>1 四十余载峥嵘岁月，厨电龙头再起航</b> .....	<b>1</b>
<b>2 积极进行品类扩张，拓展第二成长曲线</b> .....	<b>3</b>
2.1 紧抓消费升级趋势，布局蒸烤一体机.....	4
2.2 洗碗机市场方兴未艾，老板持续发力抢占份额.....	5
2.3 进军集成产品，布局非嵌入式大厨品牌.....	7
<b>3 多元化渠道布局，持续注入新活力</b> .....	<b>8</b>
3.1 线下零售渠道：在不断变革中成长.....	9
3.2 电商渠道：顺应大势而蓬勃发展.....	10
3.3 工程渠道：前瞻性布局享受渠道红利.....	11
3.4 多渠道融合发展，协同效应凸显.....	12
<b>4 盈利预测与估值</b> .....	<b>13</b>
<b>5 风险提示</b> .....	<b>13</b>

## 图 目 录

图 1: 城镇居民每百户家电保有量.....	2
图 2: 农村居民每百户家电保有量.....	2
图 3: 商品房销售面积及增速.....	2
图 4: 老板电器营收、利润及增速.....	2
图 5: 老板电器发展历程.....	3
图 6: 2020 年公司分产品收入结构.....	3
图 7: 公司分产品收入结构变化情况.....	3
图 8: 公司部分蒸烤一体机机型情况.....	4
图 9: 公司澎湃大蒸汽系统宣传海报.....	4
图 10: 公司蒸烤炸一体机宣传海报.....	4
图 11: 公司一体机营收及市场份额变化情况.....	5
图 12: 公司产品结构变化、分产品营收情况.....	5
图 13: 洗碗机市场零售规模情况.....	6
图 14: 2020 年各国洗碗机渗透率.....	6
图 15: 公司洗碗机营收及增速.....	6
图 16: 2021 年 1-8 月洗碗机线下市场份额情况.....	7
图 17: 集成灶渗透率.....	7
图 18: 集成灶市场规模及增速.....	7
图 19: 老板台式蒸烤炸一体机.....	8
图 20: 大厨天猫 618 销量情况.....	8
图 21: 公司渠道发展过程.....	9
图 22: 公司线下零售渠道 (专卖店+KA) 营收及增速.....	10
图 23: 公司线下零售渠道 (专卖店+KA) 营收占比.....	10
图 24: 公司电商渠道营收及增速.....	10
图 25: 公司电商渠道营收占比.....	10
图 26: 精装修房开盘套数及同比增速.....	11
图 27: 住宅地产完工面积装修结构.....	11
图 28: 公司工程渠道发展过程.....	12

## 表 目 录

附表: 财务预测与估值.....	14
------------------	----

## 1 四十余载峥嵘岁月，厨电龙头再起航

老板电器是一家从事厨房电器产品研发、生产、销售的企业。公司主营吸油烟机、燃气灶、消毒柜、蒸烤一体机、洗碗机、热水器、集成灶等多品类产品，经过 40 余年的发展与壮大，公司现已成为中国厨房电器行业发展历史最悠久、市场份额最高、生产规模最大的企业。截至 2020 年，公司已经取得了吸油烟机 23 年国内销量第一、连续 6 年全球销量第一的佳绩。

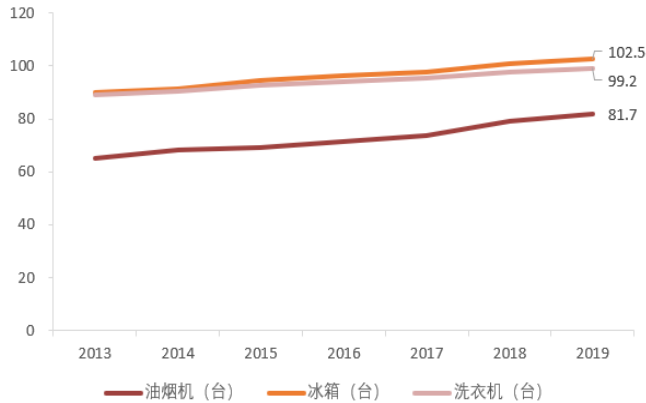
回顾历史，老板电器的发展可以分为六个阶段：

**第一阶段（1979-1987 年）：企业初创，进军吸油烟机赛道。**老板电器的前身是成立于 1979 年的红星五金厂，公司成立初期定位于钣金行业，主要为冰箱、电扇、油烟机等产品配套。1987 年，公司开始研究开发我国第一代吸油烟机产品，切入到整机的设计和研发中。次年，公司推出自主品牌“红星牌”吸油烟机产品。公司把握住了吸油烟机的机遇，是我国第一批生产吸油烟机的企业，为公司日后成为厨电龙头奠定了基础。

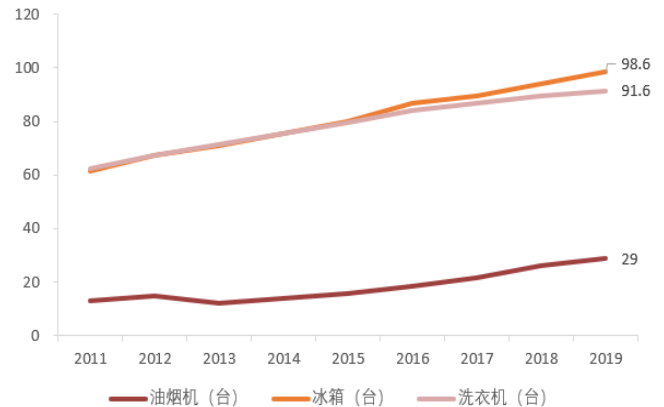
**第二阶段（1989-1999 年）：追求品质，不断创新。**1989 年，在吸油烟机产品性能普遍偏低的背景下，公司积极参与由北京家用电器研究所牵头的行业标准制定，成为行业标准制定的参与者。1989-1990 年间，公司的 PY 系列油烟机向市场大力推广，获得一致好评，并在 1991 年获得国内产品质量最高奖项——国家质量奖。1999 年，公司研发的免拆洗吸油烟机全面上市，该款产品解决了油烟机需要频繁清洗的痛点问题，减轻了消费者的劳动负担。

**第三阶段（2000-2010 年）：品类持续扩张，渠道多元化布局。**该阶段，公司在保持油烟机市场地位的同时，积极进行品类扩张，大力推广消毒柜、燃气灶等系列产品，逐渐形成了以油烟机、燃气灶、消毒柜为核心，配套厨房小家电产品的业务格局。在品类扩张的同时，公司也在积极的进行渠道多元化布局，在保持 KA 渠道稳定的前提下，公司大力布局专卖店、橱柜专营店、网络销售等渠道，为公司以后的发展打下了坚实的基础。2010 年，公司正式挂牌上市，成为国内第一家登陆资本市场的高端厨电企业。

**第四阶段（2011-2017 年）：抓住油烟机市场红利，营收保持高速增长。**厨电作为地产后周期板块，在 2011-2017 年间，同时受益于房地产市场的高景气度与厨电保有量提升，行业保持高速增长，身为龙头的老板电器增长尤为迅猛。根据统计局数据，商品房销售面积从 2011 年 11 亿平方米上升到 2017 年 17 亿平方米；城镇油烟机每百户保有量从 2013 年 65 台左右上升至 2017 年每百户 73.7 台，农村油烟机每百户保有量从 2011 年 13.2 台上升至 2017 年 25 台，上升趋势明显。2011-2017 年间，老板电器保持高速增长，营收从 2011 年 15.3 亿元上升至 2017 年 70.2 亿元，CAGR 达到 30%，股价涨幅高达 10 倍。

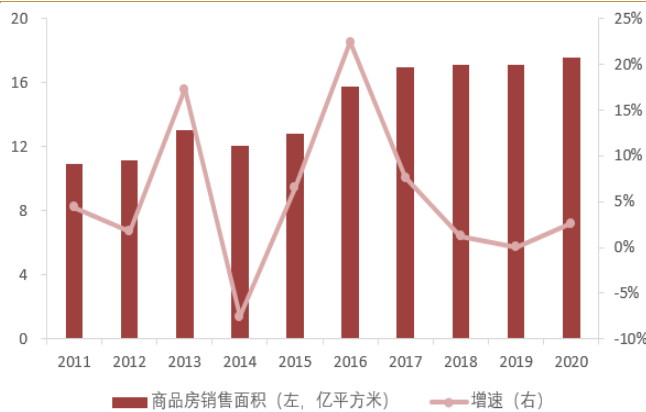
**图 1：城镇居民每百户家电保有量**


数据来源: wind, 国家统计局, 西南证券整理

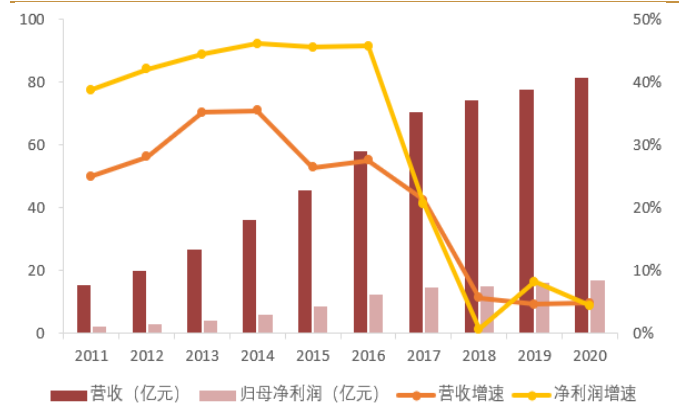
**图 2：农村居民每百户家电保有量**


数据来源: wind, 国家统计局, 西南证券整理

**第五阶段 (2018-2020 年)：保有量饱和叠加房地产调控，增长遭遇瓶颈。**2017 年，中央召开全国金融工作会议，会议上明确了“房住不炒”的思想，随后“三条红线”等房地产调控政策陆续推出，房地产的高景气难以维持。随着油烟机保有量逐步提升至与冰洗保有量接近的水平，油烟机保有量趋于饱和，公司的增长遭遇瓶颈。2018-2020 年间，公司营收增速显著放缓，CAGR 下滑至 4.7%，带动公司股价在 2017-2018 年间大幅下滑。

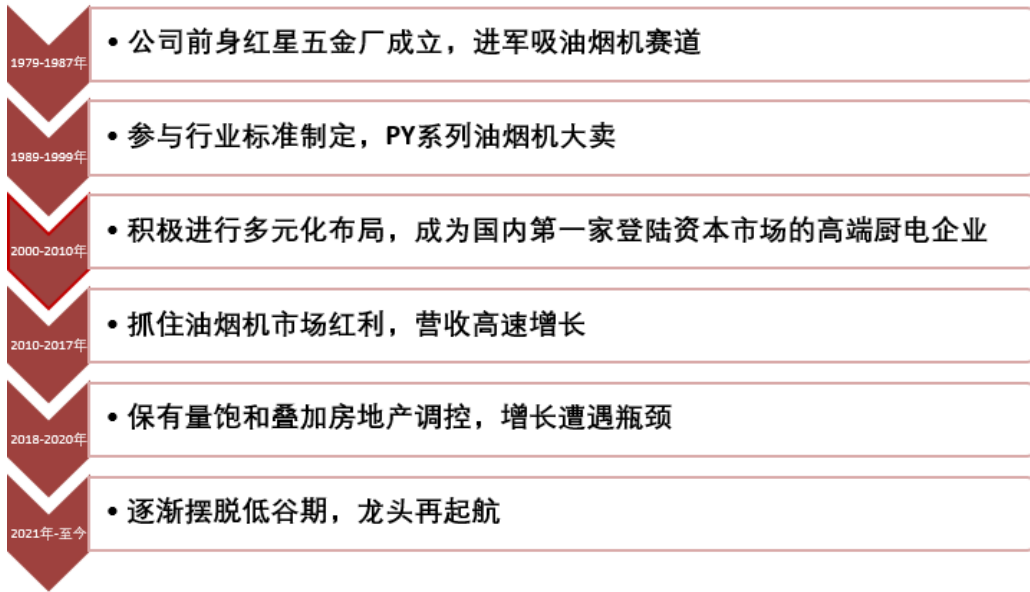
**图 3：商品房销售面积及增速**


数据来源: 国家统计局, 西南证券整理

**图 4：老板电器营收、利润及增速**


数据来源: Choice, 西南证券整理

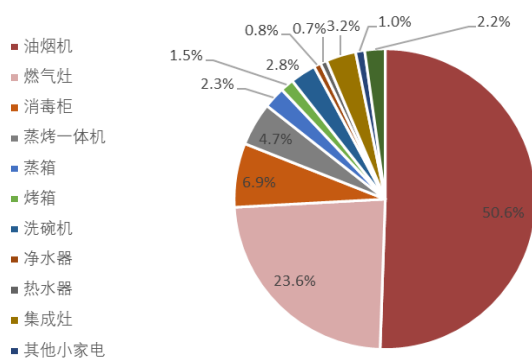
**第六阶段 (2021 年-至今)：逐渐摆脱低谷期，龙头再起航。**公司多元化的渠道以及多品类的布局迎来丰收。2021 年 H1 公司实现营收 43.3 亿元，同比增长 34.7%；实现归母净利润 7.9 亿元，同比增长 29.1%。相较 2019 年 H1，公司营收增长 22.6%，归母净利润增长 17.9%。其中，公司二三品类群实现高速增长，营收占比持续提升，第二成长曲线确定；参与工程渠道，调动经销渠道积极性，优化产品结构，保持盈利能力稳定。我们认为公司已经逐渐摆脱了低谷期，第二增长曲线开始发力，助力公司再起航。

**图 5：老板电器发展历程**


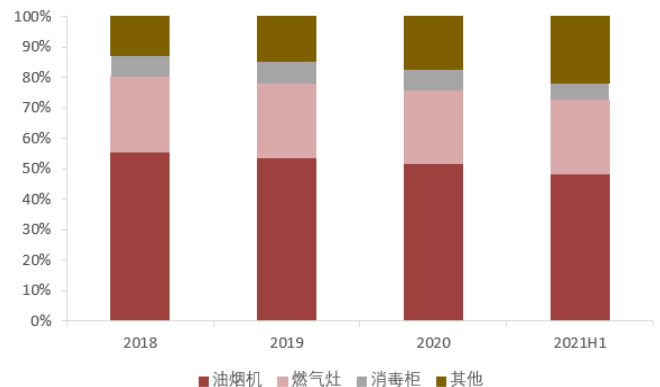
数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

## 2 积极进行品类扩张，拓展第二成长曲线

公司自设立以来，不断在厨电领域内深耕，前期聚焦于烟灶品类，在烟灶行业红利快速释放以及多元化渠道发展的带动下，公司油烟机、燃气灶零售规模、市占率不断提高；截止2020年，公司已取得吸油烟机23年国内销量第一、连续6年全球销量第一的佳绩。随着烟灶保有量趋于饱和，为寻求持续增长，公司积极拓展第二品类群（蒸烤一体机、蒸箱、烤箱）和第三品类群（洗碗机、净水器、热水器）；形成以第一品类群（油烟机、燃气灶、消毒柜）为主，大力发展第二、三品类群的发展策略，积极扩展第二增长曲线。2021 H1 公司第二、三品类群营收占比达到 15.1%，同比提升 3.4pp；其中，蒸烤一体机实现营收 2.6 亿元，同比增长 96.4%，洗碗机实现营收 1.7 亿元，同比增长 148.3%，品类扩张成效显著，带动公司寻找新的增长点。

**图 6：2020 年公司分产品收入结构**


数据来源：公司年报，西南证券整理

**图 7：公司分产品收入结构变化情况**


数据来源：公司年报，西南证券整理

## 2.1 紧抓消费升级趋势，布局蒸烤一体机

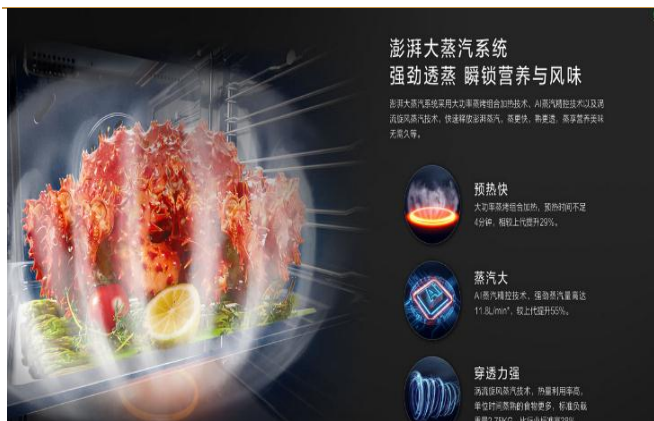
顺应变革趋势，结合中式需求，老板蒸烤一体机高效集成蒸烤功能。随着人均可支配收入的提高以及消费升级趋势的来临，消费者对生活质量的要求提高，在此背景下，能提高生活品质的蒸烤一体机逐渐进入大众视野。老板电器紧抓蒸烤一体机市场机遇，推出了自己的蒸烤一体机产品。在产品功能方面，首先，从烤功能来看，公司部分机型使用不锈钢作为内胆材质，通过直喷式蒸汽，以及上下加热管的方式，使蒸烤的温域普遍达到约 30-230℃之间，满足了大多数消费者烤的需求；其次，从蒸功能来看，公司以其特有的澎湃大蒸汽系统，在确保充足蒸汽的同时，还具有“0”残留水的特点；不仅符合中式烹饪中蒸的概念，还让烤的功能充分发挥，真正达到蒸烤一体。公司在蒸烤一体机产品上持续加大研发，推动产品迭代，于 2021 年上半年公司进一步推出老板蒸烤炸一体机 CQ926，实现三功能合一，可满足消费者一站式需求。

图 8：公司部分蒸烤一体机机型情况

品牌		老板				
型号	24-CT73A	C973A	CQ972A	CQ975	CQ979	
类型	蒸烤一体机	蒸烤一体机	蒸烤一体机	蒸烤一体机	蒸烤一体机	
价格(元)	2119	5199	5499	5599	6599	
安装方式	台式	嵌入式	嵌入式	嵌入式	嵌入式	
操控方式	触控式	触控式	触控式	触控式	触控式	
<b>内胆材质</b>	<b>不锈钢</b>	<b>不锈钢</b>	<b>不锈钢</b>	<b>不锈钢</b>	<b>不锈钢</b>	
发热管材质	不锈钢	不锈钢	不锈钢	不锈钢	不锈钢	
产品容积(L)	24	48	45	48	36	
额定功率	2050	2800	2800	2800	2650	
烤功能	加热管位置	后部	顶部+底部+背部	顶部	顶部+底部	顶部
	热风循环	√	√	√	√	√
蒸功能	喷气方式	直喷式单蒸	直喷式双蒸	底部蒸发盘外置蒸汽	直喷式双蒸	右侧蒸汽发生器
	水箱位置	内置	外部	外部	外部	外部
其他烹饪功能	解冻、发酵	解冻、发酵、保温	解冻、发酵、保温	解冻、发酵、保温	解冻、发酵、保温、微波	
智能菜单	30道	50道	32道	50道	40道	
智能辅助功能	蒸汽清洁功能	√	√	√	√	×
	内置照明灯	√	√	√	√	√
蒸烤温域	40℃-230℃	35℃-230℃	30℃-230℃	35℃-230℃	30℃-230℃	

数据来源：京东淘宝网，西南证券整理

图 9：公司澎湃大蒸汽系统宣传海报



数据来源：公司官网，西南证券整理

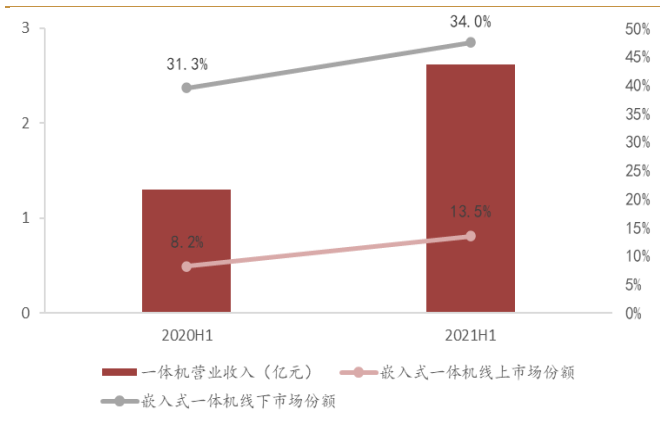
图 10：公司蒸烤炸一体机宣传海报



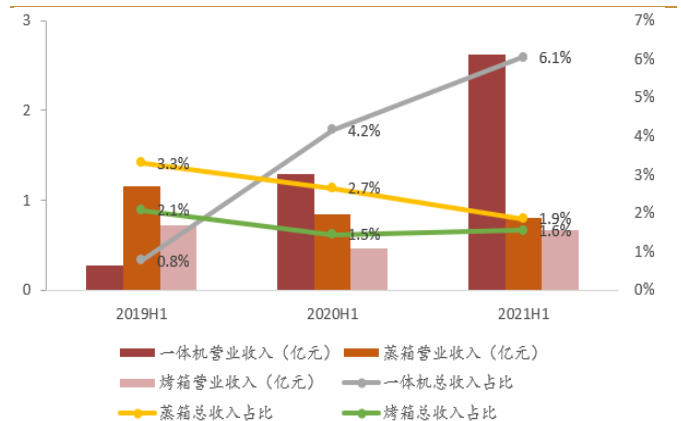
数据来源：公司官网，西南证券整理

公司蒸烤一体机收入规模不断扩大，市场份额稳步提升。公司凭借对中式烹饪需求痛点的深入洞察，通过澎湃大蒸汽系统等先进技术赋能蒸烤一体机，满足消费者的一站式需求，推动公司一体机业务得到快速发展。2021年上半年公司一体机营收2.6亿元，同比增长96%。相比于西门子对蒸烤一体机以烤为主要功能，蒸为辅助功能的定位，公司强调中式饮食文化的“蒸”功能，更符合中式概念。公司嵌入式一体机线上、线下占比显著提升，其中线下嵌入式一体机市占率达到34%，市占率排名达到第一。预计未来，随着公司产品不断推陈出新，优化产品结构，公司一体机业务将保持行业领先地位。

产品结构优化，蒸烤一体机占比提升。随着公司蒸烤一体机产品功能的逐步完善，功能单一的蒸箱逐渐被取代，产品附加值更高的蒸烤一体机营收占比提升，公司产品结构进一步优化。2021H1公司蒸烤一体机实现营收2.6亿元，同比增长96.4%，占营收比重为6.1%，同比提升1.9pp。

**图 11：公司一体机营收及市场份额变化情况**


数据来源：公司半年报，西南证券整理

**图 12：公司产品结构变化、分产品营收情况**


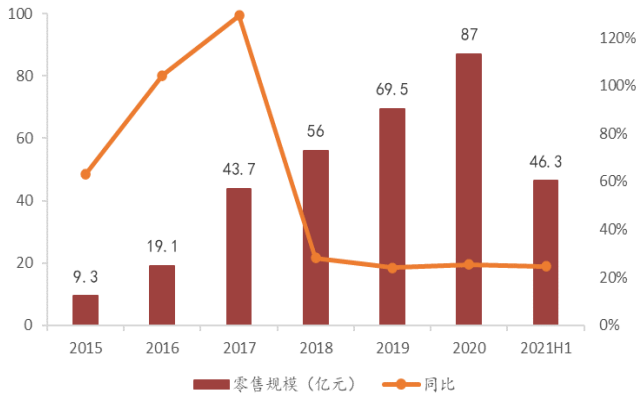
数据来源：公司半年报，西南证券整理

## 2.2 洗碗机市场方兴未艾，老板持续发力抢占份额

把握消费者需求痛点，洗碗机规模快速扩大。洗碗机有效触达消费者洗碗痛点，整个市场迎来了快速增长阶段。2020年洗碗机市场规模达到87亿元，2015-2020年洗碗机市场规模CAGR达到56%。根据奥维云网预测，2021年全渠道有望突破百亿的零售规模。随着消费升级和城市化的进程，未来洗碗机渗透率或将逐步提升。截止2020年，相比西方国家40%-80%的渗透率，中国洗碗机渗透率仅有1%，即使与饮食文化相近的日本30%左右渗透率相比，仍远远落后。但是从未来发展的角看，更加符合中式家庭洗碗机产品力的不断提升，叠加消费升级的大环境以及快速的城市化进程，中国洗碗机市场增长潜力巨大。

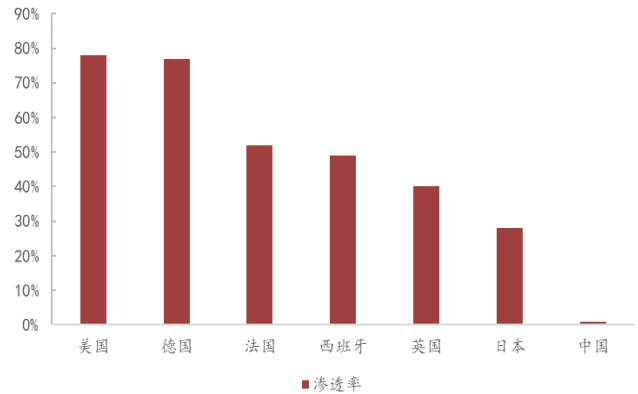


图 13: 洗碗机市场零售规模情况



数据来源: 奥维云网, 西南证券整理

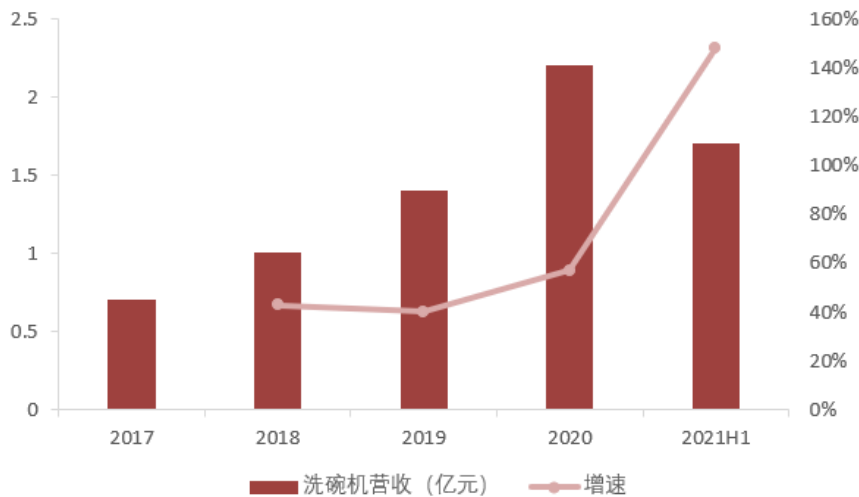
图 14: 2020 年各国洗碗机渗透率



数据来源: 中国产业信息网, 西南证券整理

围绕中国饮食习惯, 推动产品持续迭代。随着洗碗机市场红利的逐步释放, 老板电器也在 2017 年进入了洗碗机市场。进入市场后, 公司持续加大对洗碗机的研发, 针对中国家庭多以深浅不一的碗、碟、锅等为主, 且饮食习惯较为油腻, 用餐过后餐盘较难清洗等特点, 将作为舶来品的洗碗机, 改良成更契合中国饮食习惯的产品, 推动了公司洗碗机业务的高增长。例如, 老板推出老板强力洗洗碗机 WB755, 采用四层三叉喷淋科技, 克服重油重污洗净难题, 洗消烘干多环节一步到位, 更贴合中国橱柜高度, 适合中式餐具摆放。公司年报显示, 2017-2020 年公司洗碗机业务三年 CAGR 达到 48.8%, 2021H1 公司洗碗机实现营收 1.7 亿元, 同比增长 148.3%。目前, 公司洗碗机产品也逐渐进入工程渠道, 2022 年在手订单达十万台。

图 15: 公司洗碗机营收及增速

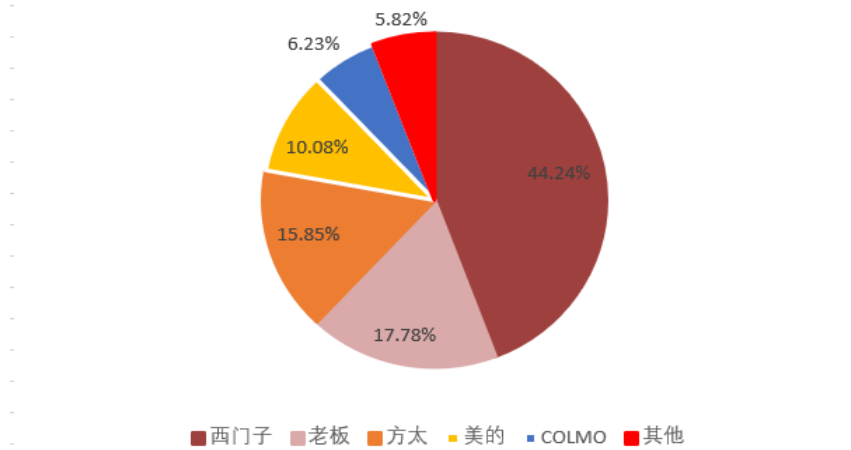


数据来源: 奥维云网, 西南证券整理

洗碗机市场窗口期, 老板迎来发展机遇。洗碗机市场头部玩家主要以西门子、老板、方太和美的为主。受到缺芯以及研发周期较长的影响, 西门子出现供给短缺, 且产品迭代速度较慢, 导致市占率有所下降; 坚守于水槽洗碗机的方太未能赶上嵌入式洗碗机的红利, 方太的嵌入式洗碗机产能仍然未能释放; 而美的则主要聚焦于国外市场。综合来看, 部分头部玩家的短暂缺席, 使洗碗机市场进入窗口期, 老板洗碗机业务迎来最好的发展时机。根据奥维

云网数据显示，2021年1-8月，老板电器洗碗机线下市占率达到17.78%（同比+8.19pp），跃居行业第二。

图 16：2021 年 1-8 月洗碗机线下市场份额情况

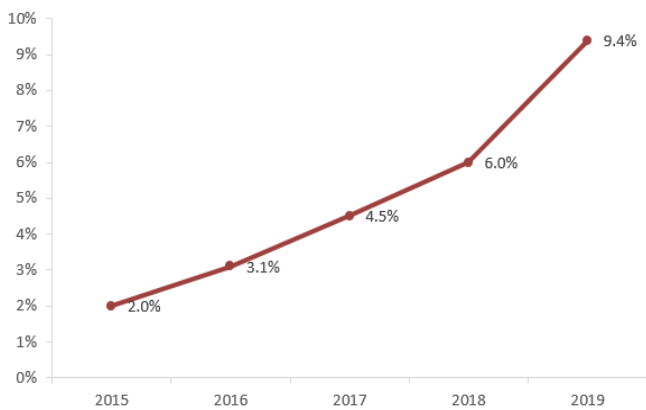


数据来源：奥维云网，西南证券整理

## 2.3 进军集成产品，布局非嵌入式大厨品牌

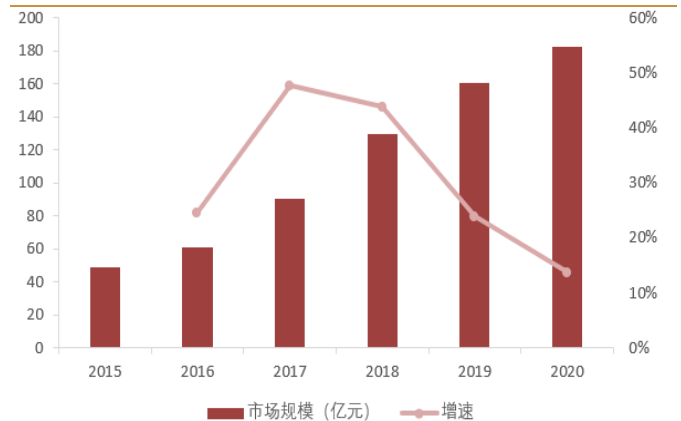
近年来，集成灶行业迎来高速发展。集成灶市场规模从 2015 年 48.8 亿元上升到 2020 年的 182 亿元，CAGR 达到 30.1%；渗透率从 2015 年的 2% 上升至 2019 年的 9.4%，提升了 7.4pp。集成灶行业快速发展的背景下，公司通过旗下品牌“名气”，“金帝”积极布局集成灶产品。公司控股子公司金帝成立于 2018 年，主要从事集成灶产品的生产和销售，防御性布局集成灶品类。金帝公司加快创新步伐，2021 年上半年推出双腔集成灶系列产品，满足更多烹饪需求；同时公司旗下子公司名气，围绕集成品类与集成厨房，积极推进新零售模式，力争实现线上、线下双向赋能，打造新零售运营阵地。据公司半年报披露，集成灶营收自 2018 年 1 亿元增长至 2020 年的 2.6 亿元，复合增长率达到 61.2%。未来随着集成灶渗透率进一步提升，公司将通过老板主品牌推出集成灶产品，加大研发和渠道建设力度，更全面享受集成产品市场红利。

图 17：集成灶渗透率



数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

图 18：集成灶市场规模及增速



数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

**设立大厨品牌，布局非嵌入式产品。**受高房价影响，中国家庭厨房空间小，而嵌入式厨电价格高，改造要求高、安装成本高。基于此，公司设立大厨品牌布局非嵌入式产品。产品定位白领阶层，将嵌入式厨电技术应用台式厨电，开创全功能蒸烤炸一体机。凭借产品和品牌全方位的创新突破，大厨蒸烤炸一体机在 2021 年天猫 618 年中大促中成为获电烤箱类高端 NO.1。大厨正在成为更多年轻用户的厨房宠儿，也为高端非嵌入式厨电打开了全新的市场想象空间。

图 19：老板台式蒸烤炸一体机



数据来源：老板电器官网，西南证券整理

图 20：大厨天猫 618 销量情况

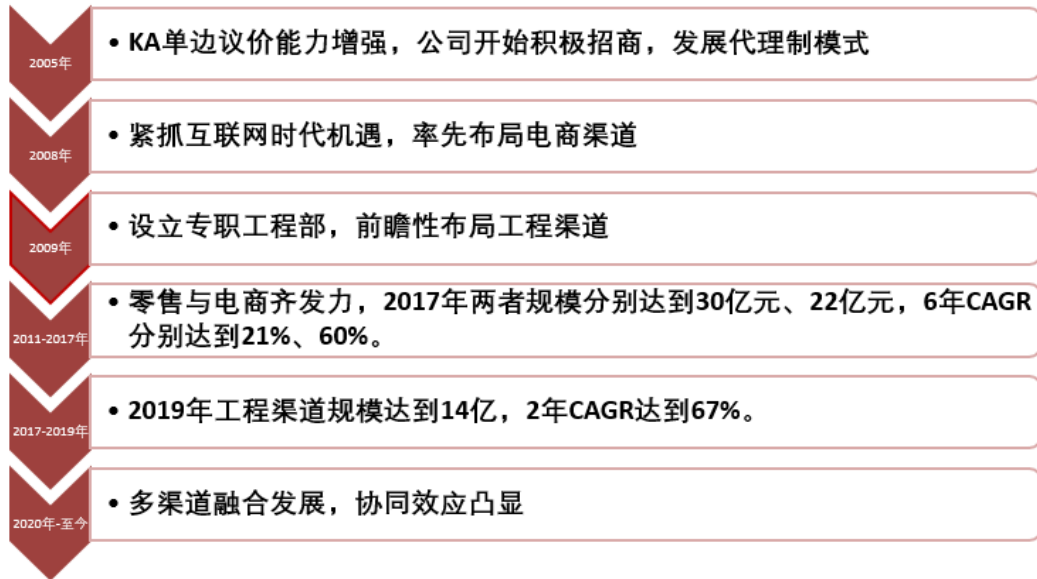


数据来源：天猫，西南证券整理

### 3 多元化渠道布局，持续注入新活力

**多元化渠道布局，逐步形成多渠道融合发展的销售模式。**2005 年之前，公司销售渠道较单一，绝大部分产品依靠 KA 销售。随着 KA 的单边议价能力逐渐加强，公司开始拓展新渠道，积极进行招商，建立公司独有的代理制模式，为零售渠道的增长打开了新空间，零售渠道在 2011-2017 年间 CAGR 达到 21%。随后，在互联网时代来临时，公司看到了线上销售的机遇，在业内其他公司对电商抱有怀疑态度时，老板于 2008 年积极布局电商渠道，充分享受电商红利，公司电商渠道在 2011-2017 年间实现 60% 复合增长，推动公司营收在 2013-2015 年的地产下行周期依然实现 31% 的复合增长。布局电商渠道后，老板并没有因此而止步，而是基于前瞻性的判断，于 2009 年设立专职工程部，正式发展工程渠道。随后工程渠道稳步推进，在 2017-2019 年公司整体增速下滑的背景下工程渠道取得了亮眼的成绩，截止 2020 年，公司在精装修市场份额达到 36.3%，稳居行业第一。

图 21：公司渠道发展过程



数据来源：公司年报，西南证券整理

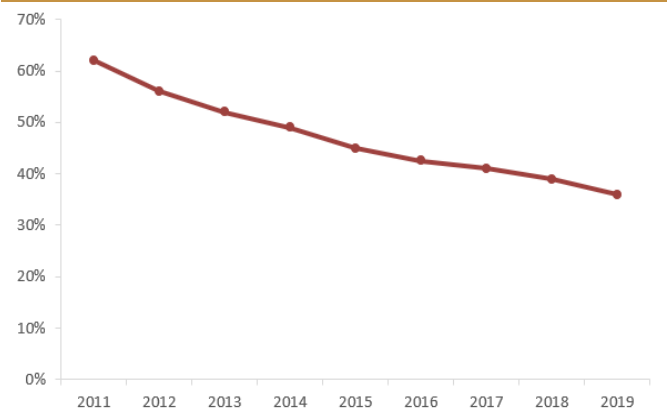
### 3.1 线下零售渠道：在不断变革中成长

2005年之前公司绝大部分产品依靠KA渠道进行销售，KA的快速发展使公司的销售规模大幅增加。但随着KA的逐步发展，KA的单边议价能力逐渐增强，公司渠道费用也随之增加，对公司的盈利能力造成了极大的影响。同时，KA主要集中在一二线城市的特点导致公司产品在三四线城市推广受到限制。

面对渠道上的困境，公司在保持KA渠道稳定的前提下，开始积极开发新的渠道。2005年后，公司开始积极进行招商，大力发展代理制模式。公司在全国划定销售区域，除北京、上海作为公司的战略销售区域设立销售子公司进行直接销售外，其他区域均设立区域总代理，区域总代理负责完成在该区域的产品销售、专卖店开设、渠道维护和市场拓展等工作，逐渐形成了公司独有的代理制营销模式。对比行业内最常见的先款后货的经销商模式，公司采用的代理制在收到代理商代销清单后再确认收入，能够分担代理商的风险，保证代理商的稳定性。截止2010年，公司共有2家销售子公司和50家区域总代理，销售子公司和区域总代理已覆盖中国大陆全部省级行政区。公司大力拓展线下新渠道持续推动公司业绩增长，2021年上半年公司线下零售渠道(KA+专卖店)实现营收17.3亿元，占营收比重为40%。

**图 22：公司线下零售渠道（专卖店+KA）营收及增速**


数据来源：公司公告，西南证券整理

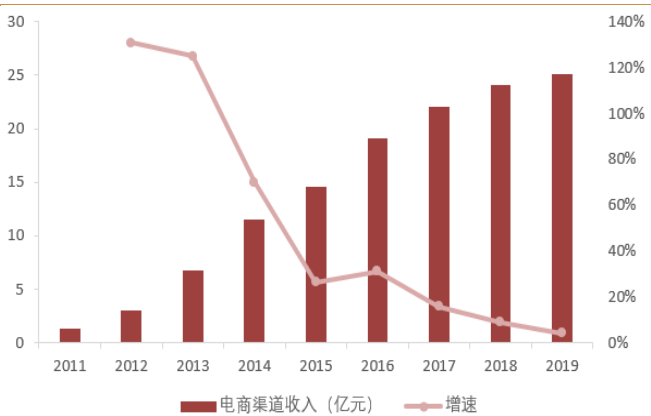
**图 23：公司线下零售渠道（专卖店+KA）营收占比**


数据来源：公司公告，西南证券整理

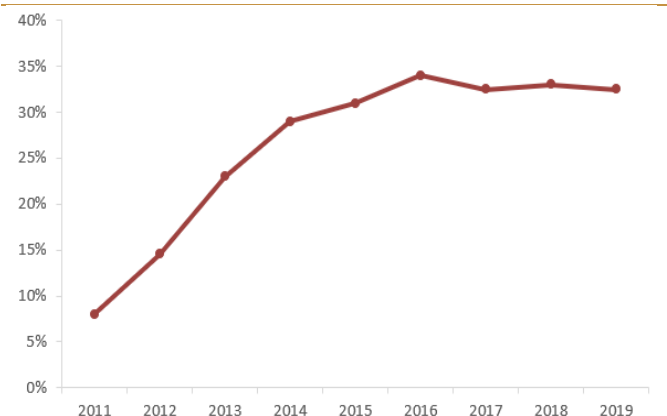
随着公司的发展，代理制也开始逐渐展现出不足之处。代理商大多只重视已有市场而不会主动争取潜在市场，且代理商只覆盖了一二线城市，缺乏渠道下沉的动力，截止 2010 年，公司一二线城市营收贡献率达到 65%，渠道覆盖率达到 80%；其次，层层渠道的加价率过高导致终端产品售价过高，不利于公司产品在三四线城市推广。面对这一困境，公司在 2013 年实施渠道改革。首先是通过不断切割代理商所管辖的市场，缩小单个代理商的管辖范围，将渠道扁平化，在推动管理效率大幅提高的同时助力渠道下沉，使公司产品在三四线城市得到推广；其次，公司以银创投资为载体，使代理商间接持有公司股份，在有效降低“委托—代理”成本的同时激励代理商积极挖掘潜在市场，促进公司业绩持续增长。

### 3.2 电商渠道：顺应大势而蓬勃发展

在电商渠道的扩展上，公司是业内第一批布局电商的企业。早在 2008 年，在业内其他企业对电商保持怀疑态度的情况下，公司积极布局电商，充分享受电商红利。在 2013 和 2014 年，我国电子商务交易额同比分别增长 58%/41%的情况下，公司电商销售收入也出现爆发式增长，电商销售收入分别同比增长 125%/70%，占营收比重为 23.3%/29.9%，同比提升 9.3pp/6pp。

**图 24：公司电商渠道营收及增速**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 25：公司电商渠道营收占比**


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司的电商销售模式主要分为直营和买断的模式。直营模式主要以天猫为代表，天猫旗舰店售出产品后由公司安排统一配送；买断式电商以京东为代表，产品由京东物流配送。从电商渠道的管理上看，2014年之前电商业务由公司总部直接负责，代理商暂不参与，在2014年后，公司电商业务逐步对代理商放开，进一步拓宽电商渠道收入来源，拉动代理商的积极性。

电商渠道的率先布局给公司带来了诸多优势。首先，电商渠道铺设成本较低，租金和人力成本较低，且电商渠道毛利率较高，普遍能维持70%左右，有助于公司整体毛利率的提升。其次，借助电商渠道的流量进行推广，有利于公司进行品牌宣传。最后，电商渠道能够覆盖线下代理布局较少的三四线城市，助力公司渠道下沉。

### 3.3 工程渠道：前瞻性布局享受渠道红利

深耕工程渠道，助力渠道多元化。工程渠道是近年来高速发展的渠道，近年来精装修房开盘套数从2015年的82万套上升至2019年的324万套，CAGR达到41%。老板在工程渠道布局较早，公司于2009年设立专职工程部，正式进入工程渠道，充分享受工程渠道红利。随后公司工程渠道稳步推进，陆续与头部房企开展合作，到2016年公司重点客户均成功续约，全年实现了60%以上的快速增长。

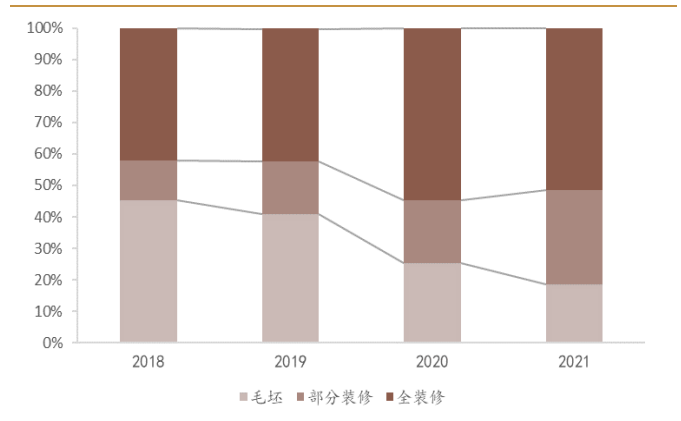
2017年住建部发布《建筑业发展“十三五”规划》，要求新开工全装修成品住宅面积达到30%。随后，全国各地积极响应，推出地方性政策。上海、江苏、长沙等多地在住建部要求的基础上，纷纷提出更高的精装修占比要求，全面推动我国商品房精装修市场的发展，工程渠道迎来了高速增长期。在此背景下，老板通过不断拓展碧桂园、万科等优质客户，提供差异化服务推动工程渠道高速增长。公司工程渠道营收在2019年实现90%增长，工程渠道营收占比从2011年8%提升至2020年的23%，2020年老板在精装修渠道市场份额达到36.3%，稳居行业第一。

图 26：精装修房开盘套数及同比增速



数据来源：奥维云网，西南证券整理

图 27：住宅地产完工面积装修结构



数据来源：奥维云网，西南证券整理

**图 28：公司工程渠道发展过程**


数据来源：公司年报，西南证券整理

随着工程渠道的高速发展期结束发展，工程渠道的问题开始展现。首先随着政府对房地产管控的政策不断推出，商品房销售大幅下滑，下游资金周转遭遇困难，对老板的工程渠道进展造成了影响；其次，相对电商和经销渠道来说，工程渠道中下游议价能力较强，产品毛利率较低。针对这些问题，公司一方面积极推广精装修住宅厨电产品套系化解决方案提高产品附加值；另一方面改善客户结构，积极与中小地产商合作，推动毛利率提升。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。截止 2021 年上半年，恒大、碧桂园和万科占工程销售 30%左右，加上 TOP50 房企总占比在 50-60%，结构调整比较优良，助力公司工程渠道良性发展。

### 3.4 多渠道融合发展，协同效应凸显

公司善于抓住每一轮渠道变革红利，不断丰富渠道结构，从上市前的单一 KA 渠道扩展到目前包括线下渠道、线上渠道和工程渠道在内的多元化渠道结构体系。当前老板电器线下渠道仍为主要销售渠道，零售渠道占比 40%，包含 KA、商超、专卖店等，还包括经销商渠道和创新渠道。

基于经销渠道撬动电商、工程渠道发展，成为公司多渠道融合发展的关键一环。公司除了第一品类群（油烟机、燃气灶、消毒柜）外还有包括嵌入式一体机、嵌入式洗碗机等在内的第二、三品类群。这些产品具有较强的安装属性，因此安装和售后服务成为产品流通的关键一环。经销渠道的存在可以很好的赋能其他渠道包括线上渠道、工程渠道以及创新渠道等。为此公司对经销商的管理由原来传统经销商变成了以客户为基础的运营商。这种转变对于电商渠道来说，以线下服务考核为基础，支付经销商安装服务费用可以更好的解决产品安装等问题；对于工程渠道来说，工程渠道的合作更为复杂，流程较长，其中经销商提供的安装和售后服务成为不可或缺的一环。总体来看，工程渠道和电商渠道的快速发展离不开原有的经销商基础，因此未来强化经销商考核机制、激励机制和内部管理机制将为多渠道融合发展提供良好的运行基础。

## 4 盈利预测与估值

预计 2021-2023 年 EPS 分别为 2.10 元、2.50 元、2.87 元，未来三年归母净利润将保持 18% 的复合增长率。目前公司 2021-2023 年对应估值分别为 16/13/12 倍，处于较低位置，维持“买入”评级。

## 5 风险提示

原材料价格或大幅波动、品类扩张不及预期风险。



**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	8128.62	10005.38	12052.22	13899.97	净利润	1687.36	2026.51	2407.87	2768.62
营业成本	3563.21	4548.03	5502.10	6369.23	折旧与摊销	109.42	178.36	202.59	220.88
营业税金及附加	61.96	82.61	97.62	112.21	财务费用	-150.15	-120.03	-146.44	-198.32
销售费用	2146.97	2601.40	3109.47	3572.29	资产减值损失	-21.98	0.00	0.00	0.00
管理费用	296.99	650.35	807.50	945.20	经营营运资本变动	-194.48	-1392.87	-285.78	-266.63
财务费用	-150.15	-120.03	-146.44	-198.32	其他	107.13	-112.54	-97.39	-99.21
资产减值损失	-21.98	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1537.30</b>	<b>579.43</b>	<b>2080.84</b>	<b>2425.34</b>
投资收益	39.49	100.00	100.00	100.00	资本支出	-228.68	-146.00	-145.00	-145.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-988.99	100.00	100.00	100.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-1217.67</b>	<b>-46.00</b>	<b>-45.00</b>	<b>-45.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>1951.47</b>	<b>2343.02</b>	<b>2781.98</b>	<b>3199.36</b>	短期借款	6.08	-6.08	0.00	0.00
其他非经营损益	-2.87	0.31	1.12	1.17	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>1948.61</b>	<b>2343.33</b>	<b>2783.10</b>	<b>3200.53</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	261.25	316.83	375.23	431.92	支付股利	-474.51	-495.68	-595.31	-707.34
净利润	1687.36	2026.51	2407.87	2768.62	其他	6.65	135.19	146.44	198.32
少数股东损益	26.61	31.96	37.97	43.66	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-461.79</b>	<b>-366.57</b>	<b>-448.87</b>	<b>-509.03</b>
归属母公司股东净利润	1660.75	1994.55	2369.90	2724.96	<b>现金流量净额</b>	<b>-143.20</b>	<b>166.85</b>	<b>1586.97</b>	<b>1871.31</b>
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	3921.05	4087.91	5674.88	7546.19	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	2967.42	3461.52	4235.07	4890.99	销售收入增长率	4.74%	23.09%	20.46%	15.33%
存货	1386.09	1790.38	2167.28	2511.43	营业利润增长率	4.26%	20.06%	18.73%	15.00%
其他流动资产	2352.67	2352.82	2352.99	2353.14	净利润增长率	4.53%	20.10%	18.82%	14.98%
长期股权投资	3.45	3.45	3.45	3.45	EBITDA 增长率	0.67%	25.68%	18.19%	13.52%
投资性房地产	2.59	2.59	2.59	2.59	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1288.40	1269.66	1226.69	1165.43	毛利率	56.16%	54.54%	54.35%	54.18%
无形资产和开发支出	315.81	302.36	287.92	273.48	三费率	28.22%	31.30%	31.28%	31.07%
其他非流动资产	220.09	219.91	219.73	219.55	净利率	20.76%	20.25%	19.98%	19.92%
<b>资产总计</b>	<b>12457.57</b>	<b>13490.60</b>	<b>16170.61</b>	<b>18966.25</b>	ROE	20.59%	20.81%	20.84%	20.34%
短期借款	6.08	0.00	0.00	0.00	ROA	13.54%	15.02%	14.89%	14.60%
应付和预收款项	2783.65	3124.36	3892.99	4537.54	ROIC	67.08%	58.33%	53.13%	55.30%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	23.51%	24.00%	23.55%	23.18%
其他负债	1474.06	626.48	725.31	815.13	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>4263.79</b>	<b>3750.84</b>	<b>4618.30</b>	<b>5352.67</b>	总资产周转率	0.70	0.77	0.81	0.79
股本	949.02	949.02	949.02	949.02	固定资产周转率	9.85	11.13	12.14	13.85
资本公积	401.80	401.80	401.80	401.80	应收账款周转率	9.38	9.80	10.30	9.83
留存收益	6714.96	8213.83	9988.41	12006.03	存货周转率	2.58	2.82	2.75	2.70
归属母公司股东权益	8050.63	9564.65	11339.23	13356.85	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	99.65%	—	—	—
少数股东权益	143.15	175.11	213.08	256.74	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>8193.78</b>	<b>9739.76</b>	<b>11552.31</b>	<b>13613.58</b>	资产负债率	34.23%	27.80%	28.56%	28.22%
负债和股东权益合计	12457.57	13490.60	16170.61	18966.25	带息债务/总负债	0.14%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.59	3.25	3.23	3.33
					速动比率	2.25	2.75	2.75	2.85
					股利支付率	28.57%	24.85%	25.12%	25.96%
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	1910.74	2401.36	2838.13	3221.93	每股收益	1.75	2.10	2.50	2.87
PE	18.94	15.77	13.27	11.55	每股净资产	8.63	10.26	12.17	14.34
PB	3.84	3.23	2.72	2.31	每股经营现金	1.62	0.61	2.19	2.56
PS	3.87	3.14	2.61	2.26	每股股利	0.50	0.52	0.63	0.75
EV/EBITDA	13.07	10.33	8.18	6.62					
股息率	1.51%	1.58%	1.89%	2.25%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	朱晓玲	高级销售经理	18516182077	18516182077	zxl@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn