

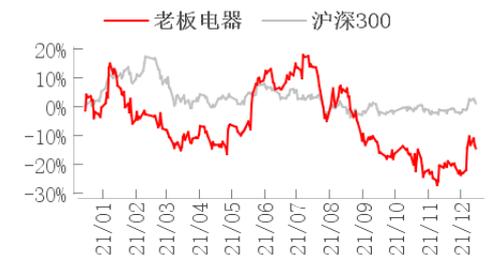
中高端厨电龙头，传统品类优势提升，新兴品类贡献第二增长曲线



投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (首次)

股价(2021年12月15日)	34.61元
目标价格	45.91元
52周最高价/最低价	49.05/28.9元
总股本/流通A股(万股)	94,902/93,490
A股市值(百万元)	32,846
国家/地区	中国
行业	造纸轻工
报告发布日期	2021年12月15日

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-2.17	8.5	-0.86	-14.35
相对表现	0.23	16.26	5.58	-3.72
沪深300	-2.4	-7.76	-6.44	-10.63



资料来源: WIND、东方证券研究所

证券分析师 李雪君
021-63325888*6069
lixuejun@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860517020001

证券分析师 吴瑾
021-63325888*6088
wujin@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860520080001

- **精耕细作四十余载，公司成长为综合性厨电龙头企业。**公司以吸油烟机起步，逐步完善品牌布局，拓展产品矩阵，目前已成长为综合性的厨电龙头企业。2021年以来公司营收增速开始回暖，2021年前三季度实现营业收入、归母净利润70.71亿元，16.61亿元，同比分别增长26%、20%。“烟灶消”仍为公司收入主要来源，2020年“烟灶消”贡献公司收入比重达81%。
- **传统大厨电市场趋于稳定、新兴品类步入高景气时期。**中国大厨电行业开始步入结构性发展阶段，以“烟灶消”为代表的传统品类市场规模趋于稳定，近5年油烟机、燃气灶、消毒柜销量复合增速分别为-3%、-2%、-1%；与此同时，传统厨电行业双足鼎立的格局已基本定型，老板电器、方太集团领先优势稳固。新兴品类方面，嵌入式、洗碗机等品类步入高景气时期，近5年嵌入式、洗碗机销量年均复合增速分别为15%、58%，老板电器以高性价比、本土化产品为切入点入局，有望助力新兴品类渗透率不断提升，据估算，未来十年洗碗机销量CAGR可达18%。
- **产品、渠道、营销齐发力，公司长期可持续发展能力出众。**①**产品端：**公司传统品类中高端定位清晰、市场领先地位稳固；此外公司高性价比新兴品类竞争力迅速提升，有望贡献第二成长曲线。②**渠道端：**公司以扎实的线下零售渠道为根基，逐步完善渠道布局、推进渠道下沉，目前在工程渠道、电商渠道均处于行业领先行列。③**营销端：**公司在终端推行套系化销售策略，着力打造本土化、年轻化的品牌形象，解决中国年轻一代消费者的厨房痛点。

财务预测与投资建议

- 我们预测公司2021-2023年EPS分别为2.03/2.42/2.67元。可比公司2022年调整后平均PE为19倍，考虑到公司作为厨电行业龙头，中高端品牌定位明晰，渠道布局不断完善，依托于出色的品类迭代能力，公司传统品类领先优势有望不断提升、新兴品类有望贡献第二增长曲线，给予公司2022年19倍市盈率估值，对应目标价45.91元，首次给予“买入”评级。

风险提示

- 房地产销售不及预期的风险；原材料价格大幅波动的影响；新品开发不及预期的风险；销售费用率大幅提升的风险

公司主要财务信息					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7,761	8,129	9,774	11,164	12,326
同比增长(%)	4.5%	4.7%	20.2%	14.2%	10.4%
营业利润(百万元)	1,872	1,951	2,266	2,693	2,973
同比增长(%)	10.0%	4.3%	16.1%	18.9%	10.4%
归属母公司净利润(百万元)	1,590	1,661	1,929	2,293	2,531
同比增长(%)	7.9%	4.5%	16.1%	18.9%	10.4%
每股收益(元)	1.68	1.75	2.03	2.42	2.67
毛利率(%)	54.3%	56.2%	56.6%	57.9%	58.1%
净利率(%)	20.5%	20.4%	19.7%	20.5%	20.5%
净资产收益率(%)	24.6%	22.3%	22.0%	22.3%	21.4%
市盈率	20.7	19.8	17.0	14.3	13.0
市净率	4.8	4.1	3.5	3.0	2.6

资料来源: 公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

1 精耕细作四十余载，公司成长为综合性厨电龙头企业	6
1.1 品牌、品类布局不断完善，厨电龙头企业未来可期	6
1.2 出众的盈利能力造就行业领先的 ROE 水平	9
1.3 公司股权结构清晰、稳定，长效性股权激励制度提升公司长期竞争力	12
2 传统大厨电市场规模稳定，新兴品类步入高景气时期	14
2.1 中国大厨电市场步入结构性发展阶段，零售、工程、电商渠道齐头并进	14
2.2 成熟品类市场规模趋于稳定，市场格局逐步定型	16
2.3 新兴品类发展潜力大，市场格局未定，成为行业细分蓝海	21
国产龙头入局，高性价比产品助推中国洗碗机渗透率不断提升	21
受多功能机型拉动，嵌入式短期内有望维持高景气度	24
3 产品、渠道、营销三架马车拉动，公司长期可持续发展力出众	25
3.1 产品端：传统优势品类基本盘稳固，新兴高潜品类成为新的业绩增长点	25
3.2 渠道端：以线下零售为根，逐步形成多元化渠道发展格局	29
历经多次变革，线下零售渠道能力不断增强	29
三重效应共同支撑公司稳居工程渠道领先地位	31
把握电商发展机遇期，积极优化客户结构	32
3.3 营销端：品牌形象逐步向本土化、年轻化转型	33
盈利预测与投资建议	35
盈利预测	35
投资建议	36
风险提示	37

图表目录

图 1: 深耕产品、渠道四十余载, 公司成长为综合性厨电龙头企业	6
图 2: 公司已逐步形成全面覆盖低、中、高端厨电市场的品牌布局	7
图 3: 公司积极拓展产品矩阵, 目前已初步形成三大品类集群	7
图 4: 2021 年前三季度公司营业收入同比增长 25.68%	7
图 5: 2021 年前三季度公司归母净利润同比增长 19.56%	7
图 6: 以烟灶消为代表的第一品类群是公司收入主要来源 (以 2020 年为例)	8
图 7: 传统厨电品类为公司收入主要来源, 新兴品类收入规模快速增长 (以 2020 年为例)	8
图 8: 第二、第三品类群收入占公司总收入的比重稳步提升	8
图 9: 公司 ROE 水平处于行业前列	9
图 10: 公司 ROA 水平处于行业领先地位	9
图 11: 公司毛利率水平始终处于行业领先地位	10
图 12: 公司净利率始终处于行业领先地位, 盈利能力出众	10
图 13: 公司期间费用率处于行业前列	10
图 14: 公司销售费用率处于行业前列	10
图 15: 公司管理费用率处于行业较低分位	11
图 16: 公司财务费用率处于行业较低分位	11
图 17: 公司总资产周转率处于行业较低水平	11
图 18: 公司存货周转率处于行业较低水平	11
图 19: 公司应收账款周转率低于行业平均水平	12
图 20: 公司营业周期高于其他可比公司	12
图 21: 公司股权结构清晰、稳定, 决策能力强 (截至 2021 年 9 月末)	13
图 22: 近三年中国大厨电市场总规模有所萎缩	14
图 23: 线下零售渠道仍是大厨电行业最主要的销售渠道, 工程渠道占比趋于稳定、电商渠道占比快速提升	15
图 24: 2020 年以来精装房市场规模增长放缓, 2021H1 精装房开盘套数同比下降 8%	16
图 25: 烟机、灶具精装房配套率维持高位, 洗碗机精装房配套率稳步上升	16
图 26: 2021 年上半年油烟机零售量同比增长 11%, 较 2019 年同期下降 10%	17
图 27: 2021 年上半年油烟机零售额同比增长 23%, 较 2019 年同期下降 6%	17
图 28: 2021 年上半年燃气灶零售量同比增长 2%, 较 2019 年同期下降 15%	17
图 29: 2021 年上半年燃气灶零售额同比增长 15%, 较 2019 年同期下降 6%	17
图 30: 受线上渠道驱动, 2020 年消毒柜零售量增速由负转正, 同比增长 4%	18
图 31: 2020 年消毒柜零售额同比下滑 3%	18
图 32: 线下渠道来看, 老板电器、方太集团的领先优势稳固 (以 2020 年为例)	18

图 33: 线上渠道来看, 老板电器、方太集团在油烟机、燃气灶市场稳居前二 (以 2020 年为例)	19
图 34: 烟机、灶具精装配套率维持高位, 消毒柜精装配套率趋于稳定	19
图 35: 2021 年上半年烟机精装配套量同比下滑 12%	19
图 36: 2021 年上半年灶具精装配套量同比下滑 10%	20
图 37: 2021 年上半年消毒柜精装配套量同比下滑 7%	20
图 38: 老板电器、方太集团在烟机精装市场的领先优势稳固	20
图 39: 老板电器、方太集团始终处于灶具精装市场的领先地位	21
图 40: 老板电器、方太集团始终处于消毒柜精装市场的领先地位	21
图 41: 中国洗碗机市场规模加速增长, 近 5 年零售量年均复合增长率达 58%	22
图 42: 渠道端, 洗碗机市场以线下零售渠道为主, 线上渠道销量占比逐年稳步提升	22
图 43: 线上渠道看, 西门子处于领先地位, 老板电器市场份额有所提升 (销售额口径)	22
图 44: 线下渠道看, 老板电器后来居上, 市占率快速提升, 西门子领先优势逐步缩小 (销售额口径)	22
图 45: 线上渠道看, 洗碗机价格中枢有所下移	23
图 46: 线下渠道来看, 中端洗碗机市场占比大幅提升	23
图 47: 中国洗碗机渗透率较欧美国家存在较大提升空间	24
图 48: 假设 2030 年洗碗机零售配套率达 20%, 预计洗碗机市场规模未来十年年均复合增长率达 18%	24
图 49: 2021 年上半年嵌入式厨电零售量同比增长 28%, 较 2019 年同期增长 24%	24
图 50: 2021 年上半年嵌入式厨电零售额同比增长 36%, 较 2019 年同期增长 29%	24
图 51: 嵌入式蒸烤一体复合机已成为线上渠道主流品类 (零售额口径)	25
图 52: 线下渠道中, 单功能机型市场份额降低, 蒸烤一体复合机成为市场主流 (零售额口径)	25
图 53: 公司传统品类市场地位稳固, 新兴品类布局有望贡献第二增长曲线	26
图 54: 公司传统、新兴品类线下市场占有率整体有所提升	26
图 55: 公司传统、新兴品类线上市场占有率整体有所提升	26
图 56: 公司油烟机定位中高端市场, 线下平均售价始终远超行业平均水平	27
图 57: 公司围绕“大吸力”定位, 持续打造烟机大单品, 巩固中高端品牌定位	27
图 58: 老板电器逐步加大洗碗机品类营销力度, 于 2021 年初举办中国洗碗机节	29
图 59: 2021 年以来老板电器洗碗机线下占有率加速提升	29
图 60: 代理商模式是公司线下零售渠道的主要载体	30
图 61: 老板电器三四线城市专卖店数量稳步提升	31
图 62: 名气品牌在下沉渠道快速铺开	31
图 63: 公司各大品类均在工程渠道处于行业领先行列	31
图 64: 公司积极优化客户结构, 提升自身议价能力	33
图 65: 公司在零售端主推“老板四件套”, 以烟机、灶具为流量入口赋能新兴品类发展	33

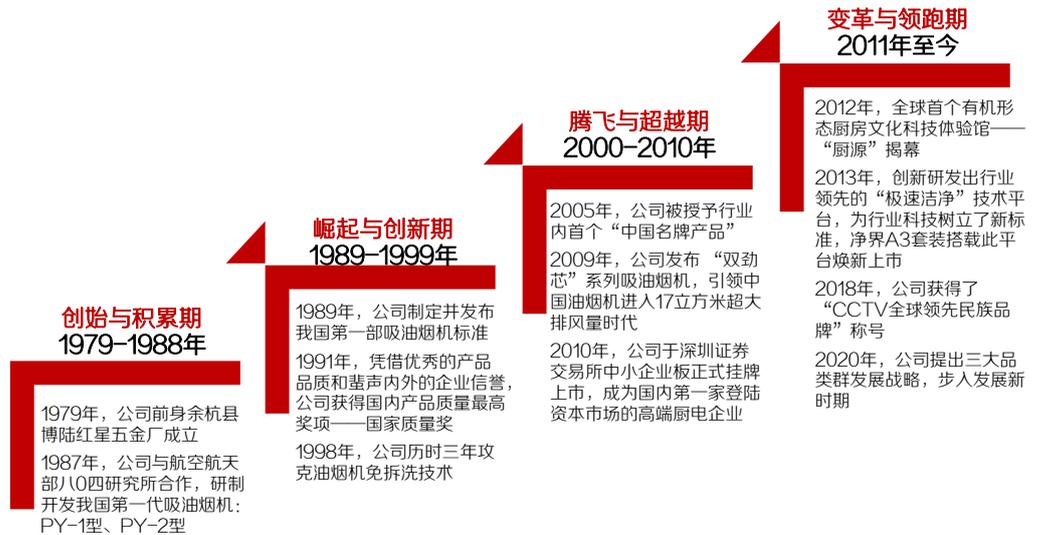
表 1: 公司推行长效性的股权激励制度，助力公司长期可持续发展	13
表 2: 中国大厨电市场步入结构性发展阶段，嵌入式、洗碗机等新兴品类开始崛起	15
表 3: 分品类来看，线上渠道已成为厨电传统、新兴品类的重要销售渠道.....	16
表 4: 与西门子同类产品相比，老板电器洗碗机产品性能出众、性价比高.....	28
表 5: 公司各大品类在线上渠道均有较强的竞争力（以 2021 年上半年为例）	32
表 6: 公司近年来主打“中国新厨房”理念，着力于打造新的品牌差异化	34
表 7: 公司开始品牌年轻化转型，营销主战场逐步转移至新媒体平台.....	34
表 8: 可比公司 2022 年调整后平均市盈率为 19 倍	37

1 精耕细作四十余载，公司成长为综合性厨电龙头企业

1.1 品牌、品类布局不断完善，厨电龙头企业未来可期

深耕产品、渠道四十余载，公司成长为综合性厨电龙头企业。老板电器前身余杭县博陆红星五金厂成立于1979年，随后在1987年与航空航天所合作研制开发出我国第一代吸油烟机，并于1989年制定并发布中国第一部吸油烟机标准。步入二十一世纪，公司以“大吸力”油烟机为核心定位，持续打造大单品，于2009年发布“双劲芯”系列吸油烟机，引领中国油烟机进入17立方米超大排风量时代，进一步巩固吸油烟机龙头地位。2010年，公司于深交所正式挂牌上市。在之后的十年间借力于二级市场融资，公司逐步完善品牌布局、拓展产品矩阵，目前已形成以“老板”主品牌为核心的覆盖低、中、高端厨电市场的品牌布局，同时于2020年提出三大品类群发展战略，扩大第一品类优势、领先第二品类、稳步推进第三品类。

图 1：深耕产品、渠道四十余载，公司成长为综合性厨电龙头企业



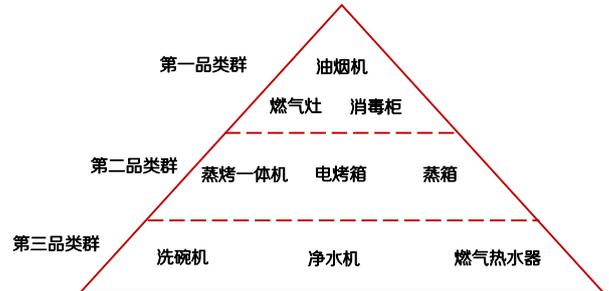
资料来源：公司官网，东方证券研究所

图 2：公司已逐步形成全面覆盖低、中、高端厨电市场的品牌布局



资料来源：公司公告，东方证券研究所

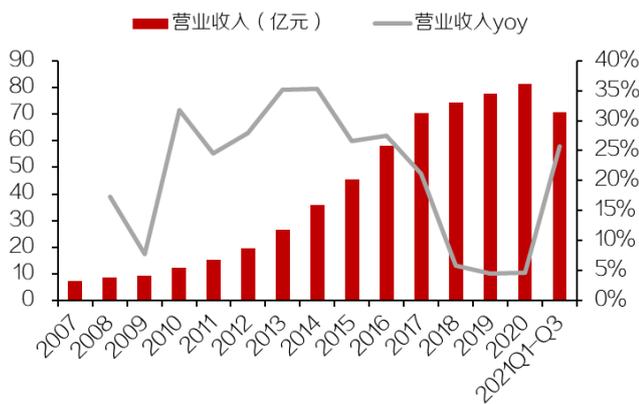
图 3：公司积极拓展产品矩阵，目前已初步形成三大品类集群



资料来源：公司公告，东方证券研究所

三大品类群齐发力，公司营收、净利润增速开始回暖。2011-2017 年公司营收规模快速增长，营收、归母净利润年均复合增速分别达 28.84%、40.87%。2018 年以来公司受上游房地产行业周期影响，收入增速大幅回落，2017-2020 年公司营收、归母净利润年均复合增速仅为 5.02%、4.36%。2021 年以来，公司紧抓行业集中度提升红利，以传统厨电品类为主的第一品类群市场份额稳步提升，以新兴厨电品类为主的第二、三品类群实现快速突破，营收增速开始回暖。2021 年前三季度公司实现营业收入 70.71 亿元，同比增长 25.68%，较 2019 年同期增长 25.70% (CAGR=12.12%)；同期实现归母净利润 13.42 亿元，同比增长 19.56%，较 2019 年同期增长 23.66% (CAGR=11.20%)。

图 4：2021 年前三季度公司营业收入同比增长 25.68%



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 5：2021 年前三季度公司归母净利润同比增长 19.56%

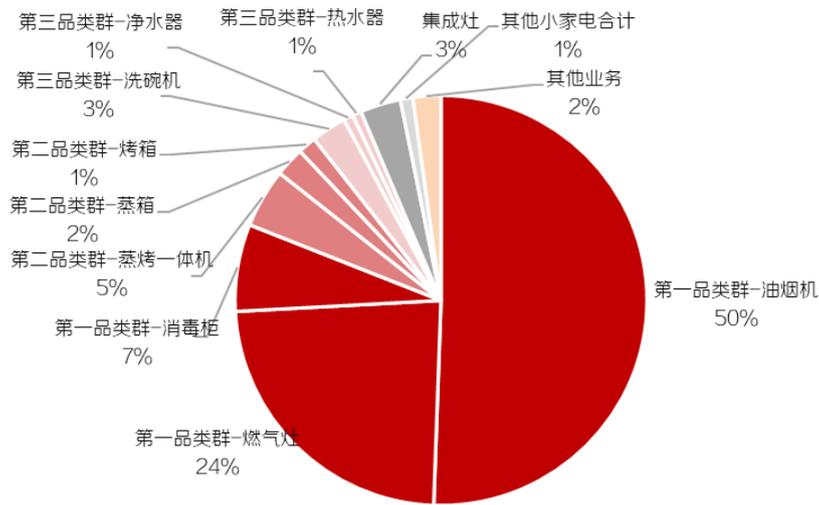


资料来源：公司公告，东方证券研究所

传统厨电品类为公司收入主要来源，新兴品类有望打造公司第二增长曲线。公司以吸油烟机起家，自上市以来一直保持着以吸油烟机、燃气灶、消毒柜（烟灶消）为主导的产品结构。近年来，公司顺应市场需求，积极布局嵌入式蒸烤一体机、洗碗机等新兴品类。随着产品矩阵的不断丰富，公司

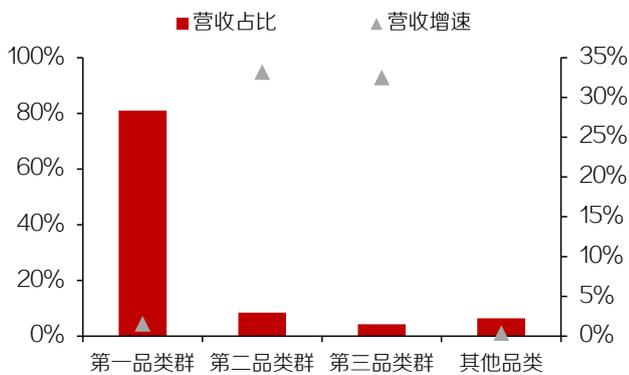
逐步形成三大品类群，其中以烟灶消为主的第一品类群是公司收入的主要来源，2020 年占总收入的比重达 81%；以蒸烤一体机为代表的第二品类群与以洗碗机为代表的第三品类群收入规模迅速扩大，2020 年营收增速分别为 33.2%、32.5%，远高于第一品类群收入增速，在公司产品结构中的重要性也在稳步提升，2020 年第二、第三品类群收入占总收入的比重分别为 8%、4%，较 2016 年分别提升 5pct、4pct。

图 6：以烟灶消为代表的第一品类群是公司收入主要来源（以 2020 年为例）



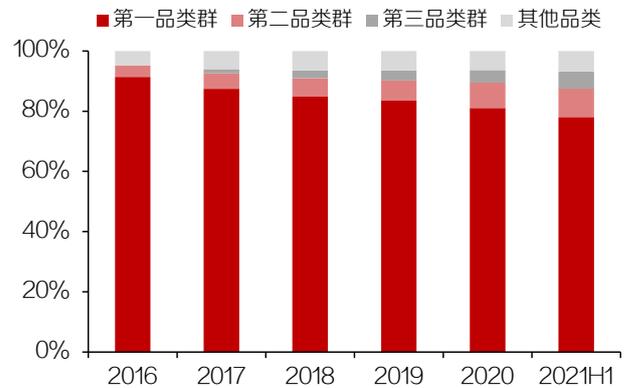
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 7：传统厨电品类为公司收入主要来源，新兴品类收入规模快速增长（以 2020 年为例）



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 8：第二、第三品类群收入占公司总收入的比重稳步提升

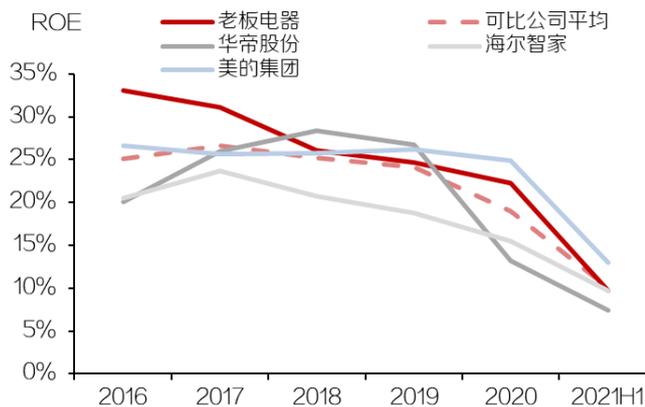


资料来源：公司公告，东方证券研究所

1.2 出众的盈利能力造就行业领先的 ROE 水平

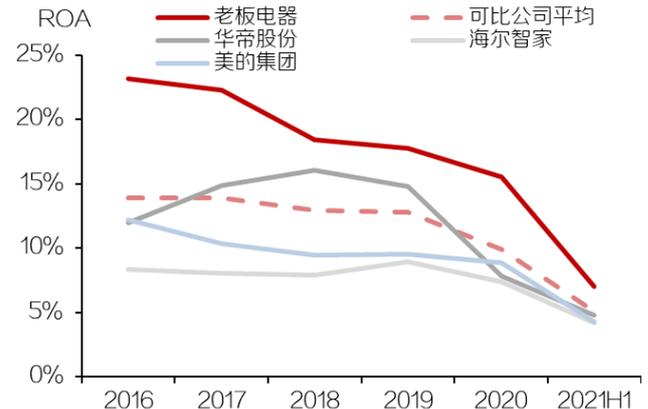
公司 ROE、ROA 水平均处于行业领先行列。横向对比来看，得益于自身出众的盈利能力，公司 ROE、ROA 水平始终处于行业领先行列，2020 年公司 ROE、ROA 分别为 22.27%、15.54%，均高于可比公司平均水平（18.95%、9.90%）。纵向来看，2016 年以来，公司 ROE、ROA 水平呈现出逐年下滑的态势，主要系公司工程渠道业务规模扩张、渠道不断下沉，应收账款周转率与存货周转率有所下滑所致。

图 9：公司 ROE 水平处于行业前列



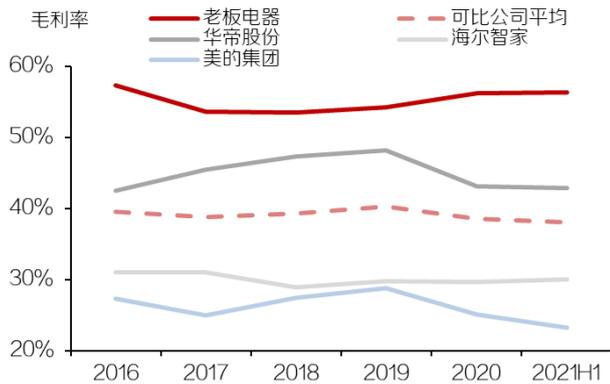
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 10：公司 ROA 水平处于行业领先地位

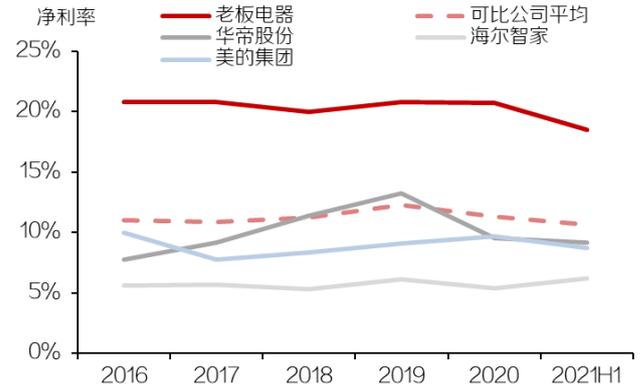


资料来源：公司公告，东方证券研究所

公司盈利能力出众，毛利率、净利率均处于行业领先地位。相较于其他可比公司，老板电器毛利率、净利率水平始终处于行业领先地位，2020 年公司毛利率、净利率分别为 56.16%、20.76%，远高于可比公司平均水平（38.52%、11.34%）。我们认为公司盈利的优势主要源于以下几个方面：① 高端品牌形象深入人心，享受一定品牌溢价，公司是国内最早的吸油烟机生产厂商，产品始终围绕着中高端、“大吸力”等定位，品牌力相对较强，品牌溢价较高。② 一、二级市场渠道渗透率高，公司于一、二线城市起家，产品大多先于一、二线城市推广、而后进行下沉，对应的顾客群体消费能力更强，毛利率相对较高。③ 公司品类迭代速度快、创新能力强，以吸油烟机为例，自 2009 年推出第一款超大吸力油烟机以来，公司在 6 年内实现四次风量升级，通过不断提升吸力巩固高端定位，维持产品高毛利率。

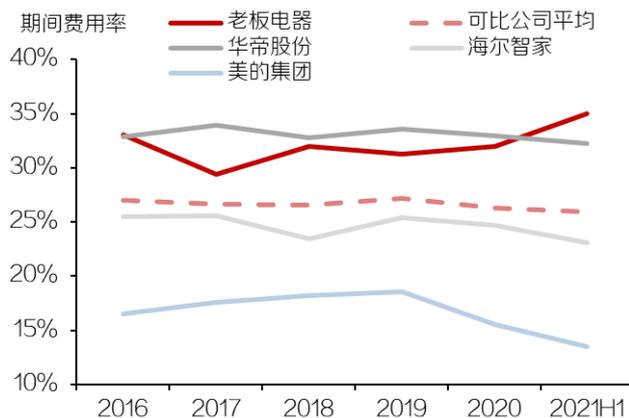
图 11：公司毛利率水平始终处于行业领先地位


资料来源：公司公告，东方证券研究所

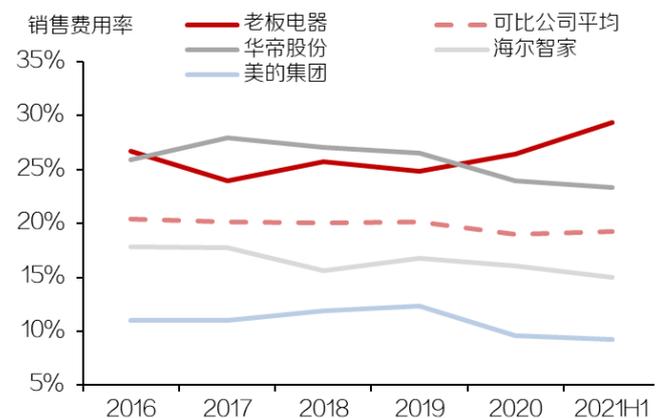
图 12：公司净利率始终处于行业领先地位，盈利能力出众


资料来源：公司公告，东方证券研究所

公司销售费用投放力度高，期间费用率处于行业较高水平。公司期间费用率整体高于可比公司，主要系公司销售费用投放力度高。2016 年至 2020 年间，公司销售费用率始终稳定在 25% 左右，其中广告宣传费占比较高，公司采取“高举高打”的策略不断提升自身品牌力。2019 年以来公司转换费用投放策略，提升广告投放效率、加大渠道建设投入，销售服务费占比有所提升。2021 年上半年公司进一步扩大销售费用投放规模，2021 年上半年销售费用率达 29.37%，同比提升 2pct，针对蒸烤一体机、洗碗机等新兴品类做了相关品牌、促销投入（如举办中国洗碗机节），助力新兴品类快速实现突破。

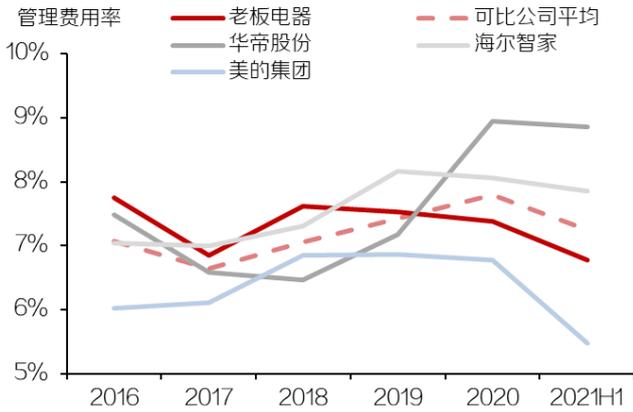
图 13：公司期间费用率处于行业前列


资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 14：公司销售费用率处于行业前列


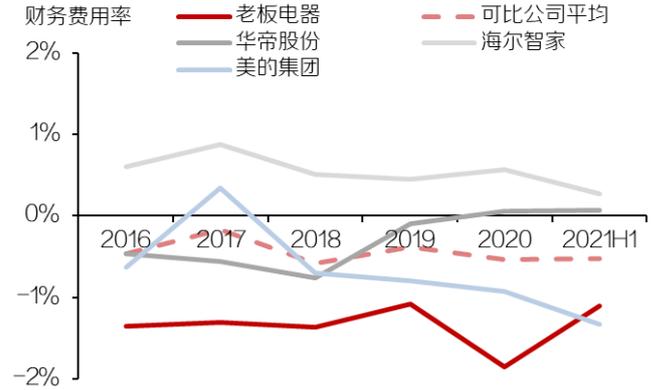
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 15: 公司管理费用率处于行业较低分位



资料来源: 公司公告, 东方证券研究所

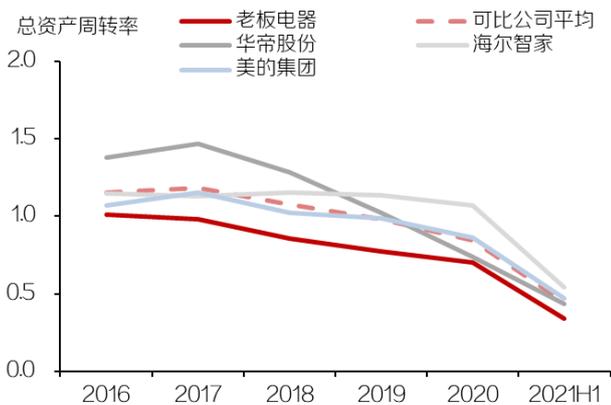
图 16: 公司财务费用率处于行业较低分位



资料来源: 公司公告, 东方证券研究所

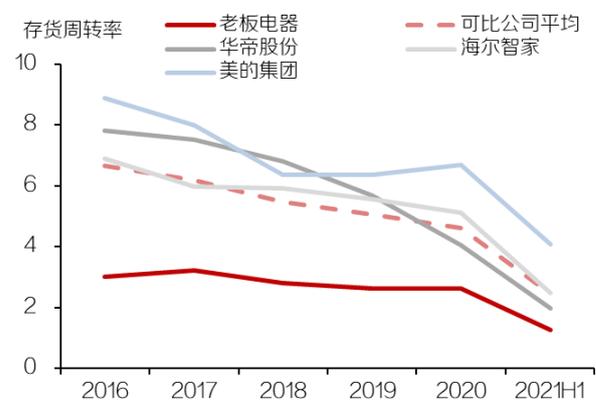
工程渠道、下沉渠道规模扩张, 公司资产周转效率有所下滑。横向对比来看, 公司总资产周转效率处于行业较低分位、营业周期相对较长, 2020 年公司总资产周转率、营业周期分别为 0.34、176 天, 周转效率整体低于可比公司平均水平, 主要系存货、应收账款周转速度相对较慢。公司于 2014 年开始启动渠道下沉工作, 持续拓展三四线城市专卖店, 由于公司收入确认的方式为终端销售确认收入, 因而存货周转率随渠道网络的扩张有所下滑; 此外近年来公司工程渠道业务快速扩张, B 端业务受到上游房企压账的影响, 因此应收账款周转率相对较低且呈现逐年下滑的趋势。

图 17: 公司总资产周转率处于行业较低水平



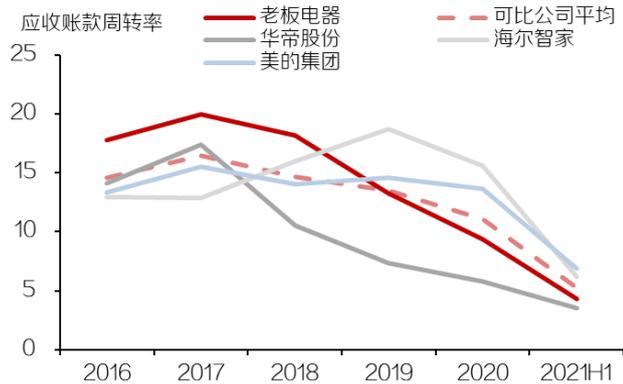
资料来源: 公司公告, 东方证券研究所

图 18: 公司存货周转率处于行业较低水平



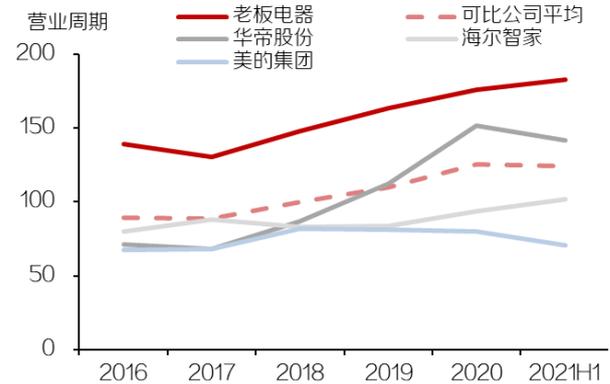
资料来源: 公司公告, 东方证券研究所

图 19：公司应收账款周转率低于行业平均水平



资料来源：公司公告，东方证券研究所

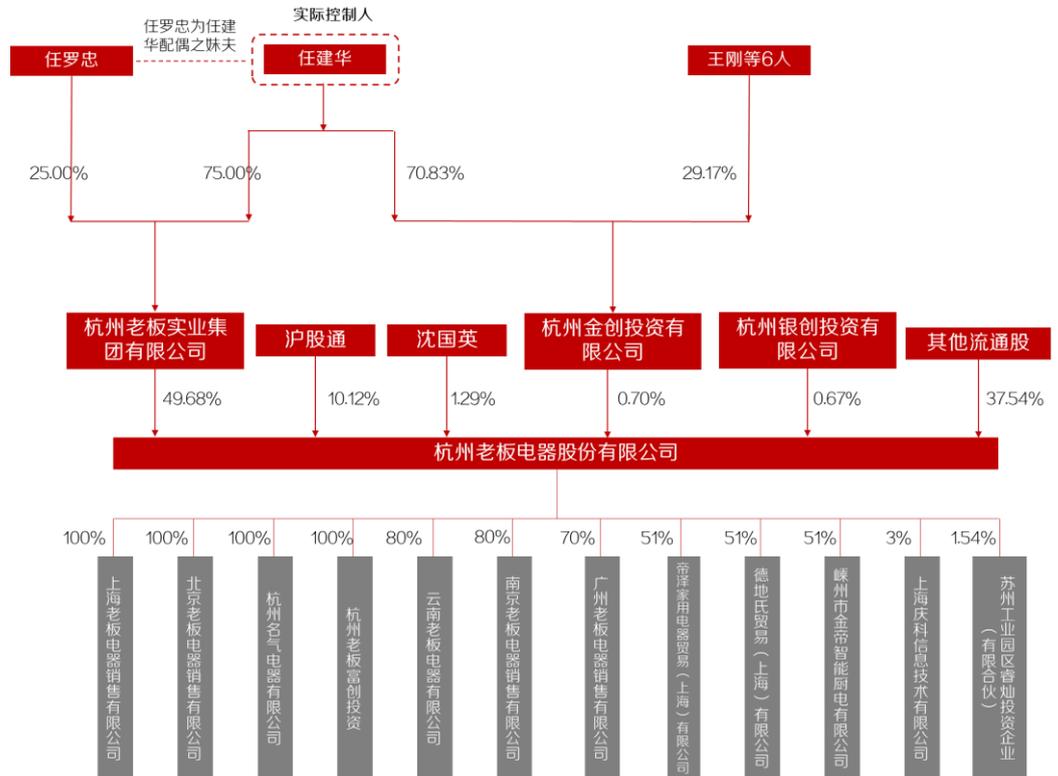
图 20：公司营业周期高于其他可比公司



资料来源：公司公告，东方证券研究所

1.3 公司股权结构清晰、稳定，长效性股权激励制度提升公司长期竞争力

公司股权结构清晰、稳定，决策能力强。截至 2021 年 9 月末，任建华家族直接、间接持有公司 50.38%的股份，其中公司实际控制人任建华通过直接、间接持股的方式合计持有公司 37.76%的股份，任建华配偶之妹夫任罗忠通过杭州老板实业集团有限公司间接持有公司 12.42%的股份。公司作为家族企业，股权结构集中、稳定，决策能力强。

图 21：公司股权结构清晰、稳定，决策能力强（截至 2021 年 9 月末）


资料来源：公司公告，东方证券研究所

公司推行长效性的股权激励制度，助力公司长期可持续发展。自上市以来，公司先后于 2015 年、2016 年、2021 年推出针对中高层管理团队、核心业务（技术人员）的股权激励计划，其中 2021 年股权激励计划业绩考核要求公司未来三年营业收入年均复合增长率均不低于 10%，每年扣非归母净利润均不可低于 2020 年归母扣非净利润。此外，公司还于 2008 年、2015 年、2018 年实施代理商持股计划，将代理商利益与公司发展深度绑定，助力公司长期可持续的发展。

表 1：公司推行长效性的股权激励制度，助力公司长期可持续发展

时间	股票数量（万股）	占当时总股本比例	激励对象
2015 年 1 月	448	1.40%	公司董事、中高层管理人员以及核心业务（技术）人员等共 87 人
2016 年 1 月	645	0.13%	中层管理人员、核心业务（技术）人员等共 29 人
2021 年 5 月	304	0.32%	公司中层管理人员、核心技术（业务）骨干等共 142 人

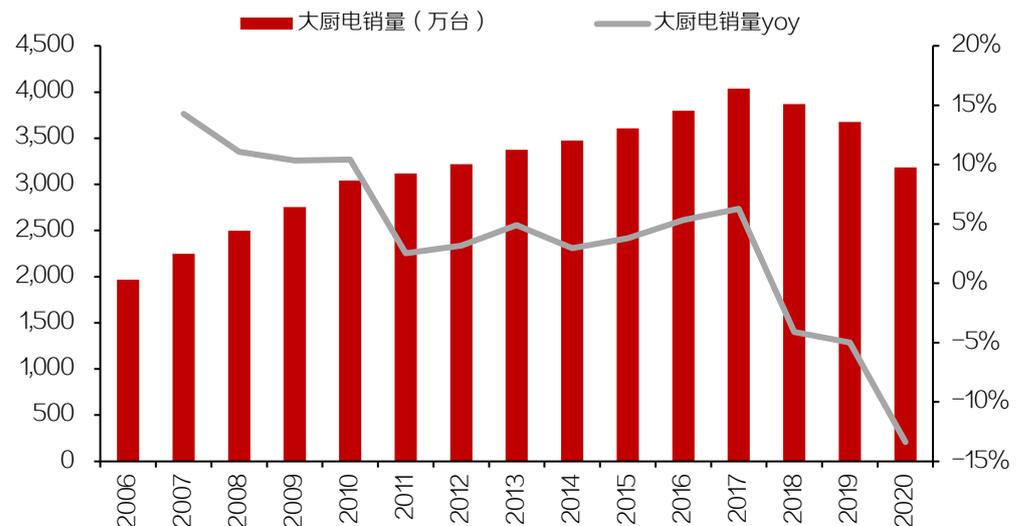
资料来源：公司公告，东方证券研究所

2 传统大厨电市场规模稳定，新兴品类步入高景气时期

2.1 中国大厨电市场步入结构性发展阶段，零售、工程、电商渠道齐头并进

2018年起中国大厨电市场规模转为负增长，行业整体已步入结构性发展阶段。大厨电行业是典型的房地产后周期行业，2011年之前，受益于上游房地产行业的高景气度，行业始终维持着较高的增速，根据 Euromonitor 公布的统计数据，2006年至2010年大厨电销量年均复合增速达12%；2011年至2017年，伴随着新房销售的温和增长，大厨电行业规模稳步扩张，六年间年均复合增长率为4%。2018年以来受上游房地产行业周期影响，大厨电行业增速由正转负，行业规模有所萎缩，叠加2020年以来的疫情冲击影响，近3年（2018年-2020年）年均复合增长率为-6%。在行业整体规模有所萎缩的背景下，行业内开始呈现出结构性发展的特征，以烟灶消为代表的传统厨电品类市场规模有所下滑，而以嵌入式厨电、洗碗机为代表的新兴品类正在快速崛起。近5年，中国油烟机、燃气灶、消毒柜销量年均复合增速分别为-3%、-2%、-1%，同期洗碗机、嵌入式厨电年均复合增速达58%、15%。

图 22：近三年中国大厨电市场总规模有所萎缩



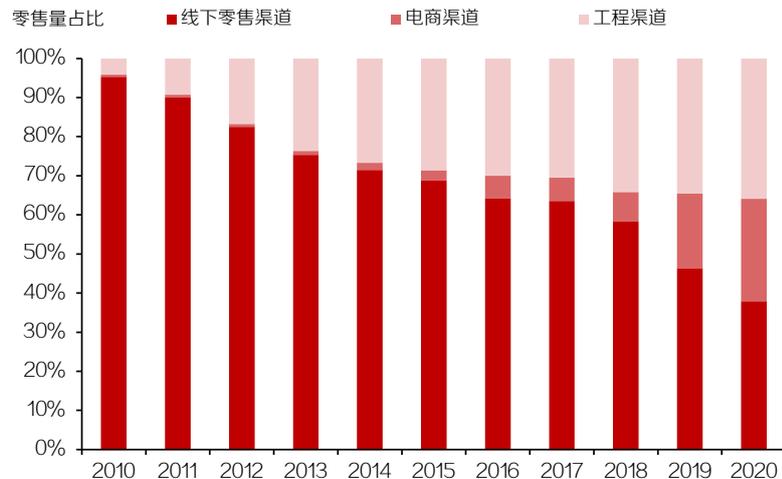
资料来源：Euromonitor，东方证券研究所

表 2：中国大厨电市场步入结构性发展阶段，嵌入式、洗碗机等新兴品类开始崛起

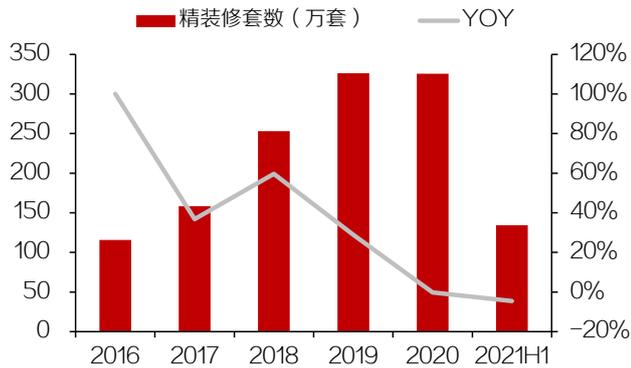
品类	2015年销量 (万台)	2019年销量 (万台)	2020年销量 (万台)	2020年同比增速	2015-2020年年均复合增速
油烟机	2,671	2,470	2,283	-7.57%	-3.09%
燃气灶	3,155	3,050	2,804	-8.07%	-2.33%
消毒柜	585	537	560	4.32%	-0.88%
嵌入式	57	113	116	265%	15.27%
洗碗机	20	162	197	21.96%	58.13%

资料来源：奥维云网，Euromonitor，东方证券研究所

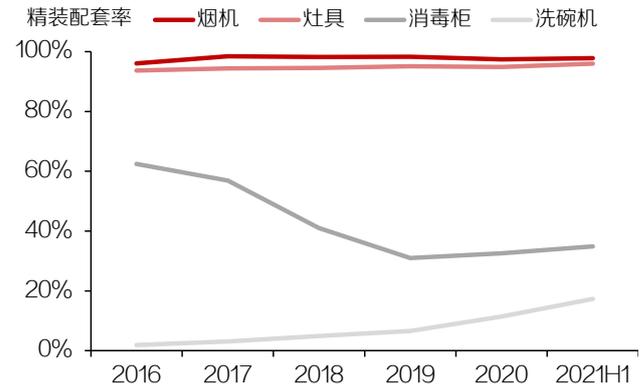
分渠道来看，线下零售仍为大厨电行业的主要销售渠道，电商渠道重要性快速提升。近 10 年来中国大厨电行业在以线下零售渠道为核心的渠道结构基础上，不断拓宽销售渠道，目前已经形成零售渠道为主、工程渠道占比趋稳、电商渠道快速发展的渠道格局。根据 Euromonitor 公布的统计数据，2020 年中国大厨电行业中线下零售渠道、工程渠道与电商渠道零售量占比分别为 38%、36%、26%，同比分别增长-8%、1%、7%。随着精装房渗透率增速放缓，油烟机、燃气灶等品类精装配套率接近 100%，工程渠道在全市场中的占比趋于稳定；此外受益于消费者向线上迁移，众多行业新品牌、新品类以线上渠道为切入点进行布局，电商渠道在大厨电行业中的重要性迅速提升，根据奥维云网的统计数据，2020 年油烟机、燃气灶、嵌入式厨电的线上销量占比已达 40%左右，消毒柜、洗碗机等品类线上销量占比已达 60%。

图 23：线下零售渠道仍是大厨电行业最主要的销售渠道，工程渠道占比趋于稳定、电商渠道占比快速提升


资料来源：Euromonitor，东方证券研究所

图 24：2020 年以来精装房市场规模增长放缓，2021H1 精装房开盘套数同比下降 8%


资料来源：奥维云网，东方证券研究所

图 25：烟机、灶具精装房配套率维持高位，洗碗机精装房配套率稳步上升


资料来源：奥维云网，东方证券研究所

表 3：分品类来看，线上渠道已成为厨电传统、新兴品类的重要销售渠道

品类	2020 年线上销量 (万台)	2020 年线下销量 (万台)	2020 年线上销售额 (亿元)	2020 年线下销售额 (亿元)	2020 年线上 销量占比	2020 年线上 销售额占比
油烟机	873	1,410	107	213	38%	33%
燃气灶	1,144	1,660	71	117	41%	38%
消毒柜	330	230	22	21	59%	50%
嵌入式	52	74	20	52	41%	28%
洗碗机	114	78	40	48	59%	45%

资料来源：奥维云网，东方证券研究所

2.2 成熟品类市场规模趋于稳定，市场格局逐步定型

(1) 零售端：传统大厨电市场规模趋于稳定，市场格局逐步定型。

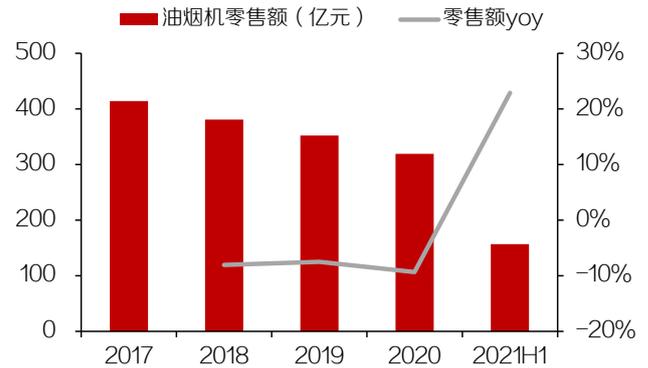
零售渠道来看，烟灶消等传统厨电品类市场规模逐步趋于稳定。近年来，由于上游房地产行业景气度下行，工程渠道持续对零售端造成挤压，叠加集成灶等品类竞争力有所提升，以烟灶消为代表的传统大厨电市场规模呈现出小幅萎缩的状态。其中油烟机、燃气灶零售规模自 2018 年以来逐年下滑，根据奥维云网的统计数据，近 3 年（2017 年-2020 年）油烟机、燃气灶零售额年均复合增速分别为-8%、-4%。受 2020 年上半年低基数影响，2021 年上半年油烟机、燃气灶增速由负转正，零售额分别同比增长 23%、15%，但相较于 2019 年同期仍下降 6%、6%。消毒柜行业受益于低价产品在线上渠道销量大增，2020 年整体零售量增速由负转正，同比增长 4%，同期零售额同比下滑 3%。

图 26：2021 年上半年油烟机零售量同比增长 11%，较 2019 年同期下降 10%



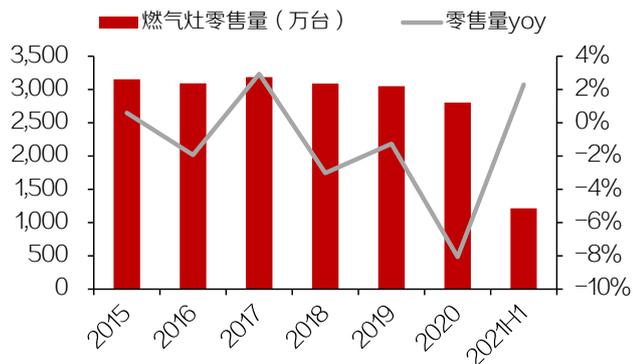
资料来源：奥维云网，东方证券研究所

图 27：2021 年上半年油烟机零售额同比增长 23%，较 2019 年同期下降 6%



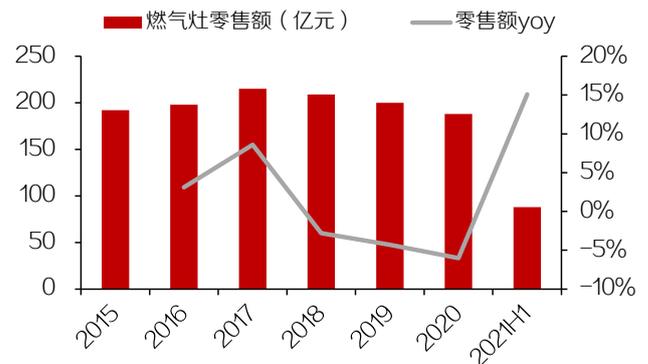
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 28：2021 年上半年燃气灶零售量同比增长 2%，较 2019 年同期下降 15%



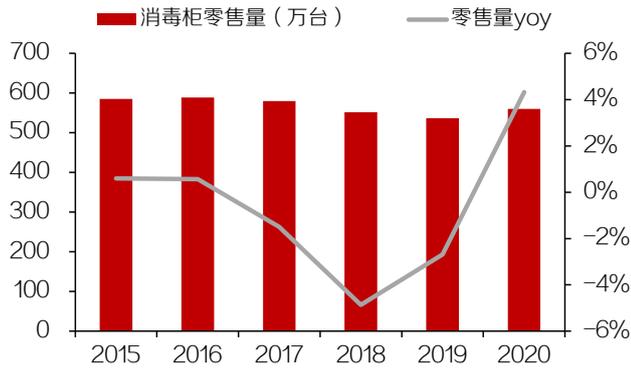
资料来源：奥维云网，东方证券研究所

图 29：2021 年上半年燃气灶零售额同比增长 15%，较 2019 年同期下降 6%



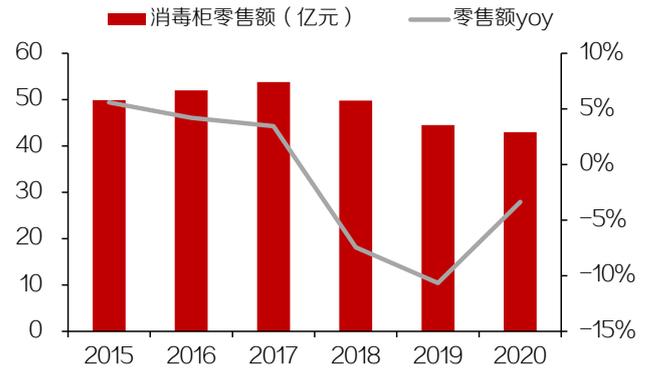
资料来源：奥维云网，东方证券研究所

图 30：受线上渠道驱动，2020 年消毒柜零售量增速由负转正，同比增长 4%



资料来源：奥维云网，东方证券研究所

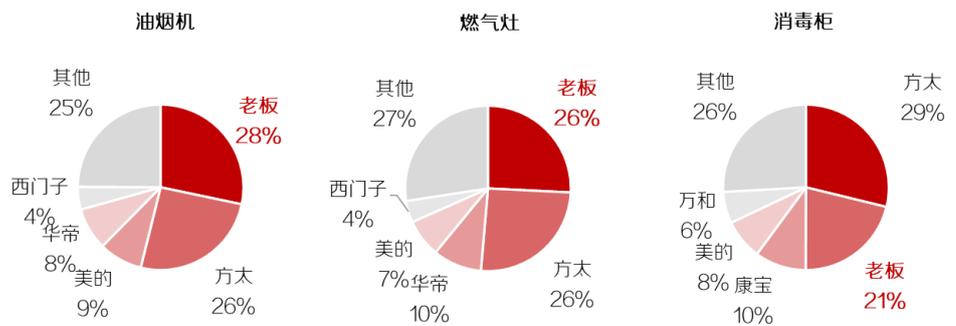
图 31：2020 年消毒柜零售额同比下滑 3%



资料来源：奥维云网，东方证券研究所

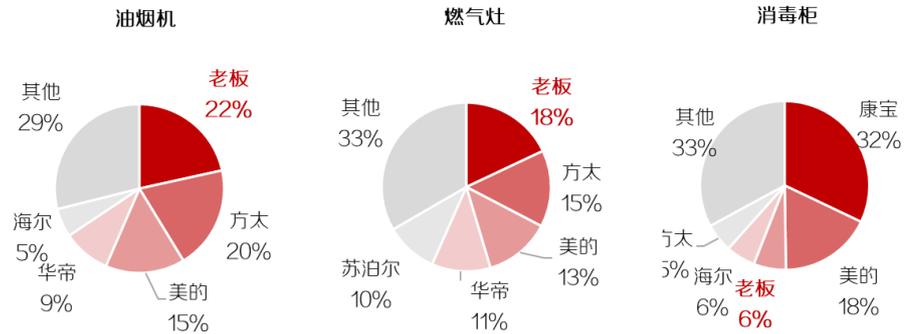
传统大厨电行业呈现双足鼎立的市场格局，老板电器、方太集团领先优势稳固。传统大厨电行业集中度相对较高，老板电器与方太集团的龙头地位稳固，双足鼎立的市场格局已基本成型。分渠道来看，老板电器与方太集团在线下渠道的领先优势明显，在油烟机、燃气灶、消毒柜三大品类中均稳居市场前二，其中老板电器在油烟机、燃气灶、消毒柜市场占比分别达 28%、26%、21%；线上渠道来看，由于线上渠道产品价格带相对偏低，市场竞争更为激烈，老板电器与方太集团在油烟机、燃气灶两大品类上的领先优势弱于线下渠道。

图 32：线下渠道来看，老板电器、方太集团的领先优势稳固（以 2020 年为例）



资料来源：奥维云网，东方证券研究所

图 33：线上渠道来看，老板电器、方太集团在油烟机、燃气灶市场稳居前二（以 2020 年为例）

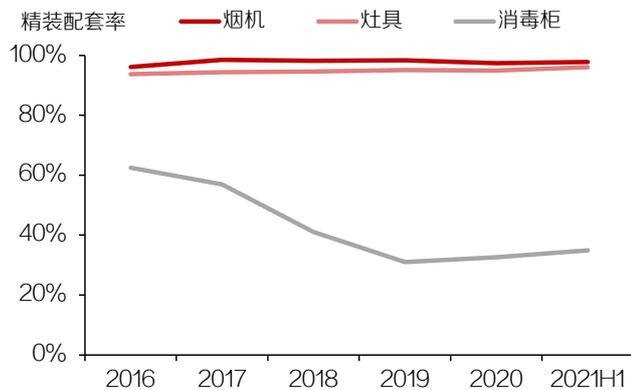


资料来源：奥维云网，东方证券研究所

(2) 工程端：传统大厨电精装配套量增速有所放缓，市场格局已基本确立。

传统大厨电精装配套率趋于稳定，工程渠道增速有所放缓。由于烟机、灶具精装配套率已接近 100%，提升空间有限，消毒柜受其他嵌入式品类挤压，配套率基本稳定在 30%左右，现阶段传统大厨电工程渠道规模基本由房地产景气度与精装渗透率所决定。由于近年来精装渗透速度减缓，大厨电精装配套量增速也有所放缓，2021 年上半年中国油烟机、燃气灶、消毒柜精装配套量分别为 121 万套、119 万套、43 万套，同比分别下滑 12%、10%、7%。

图 34：烟机、灶具精装配套率维持高位，消毒柜精装配套率趋于稳定



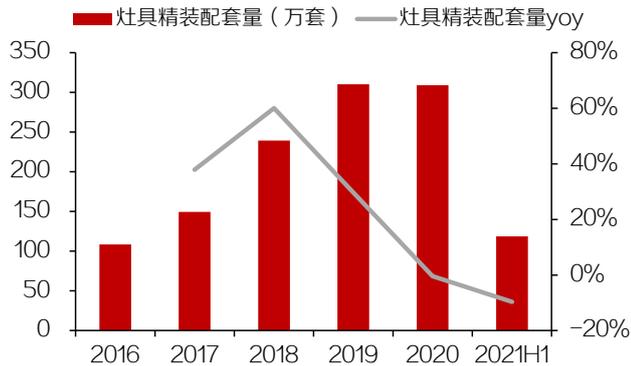
资料来源：奥维云网，东方证券研究所

图 35：2021 年上半年烟机精装配套量同比下滑 12%



资料来源：奥维云网，东方证券研究所

图 36: 2021 年上半年灶具精装配套量同比下滑 10%



资料来源: 奥维云网, 东方证券研究所

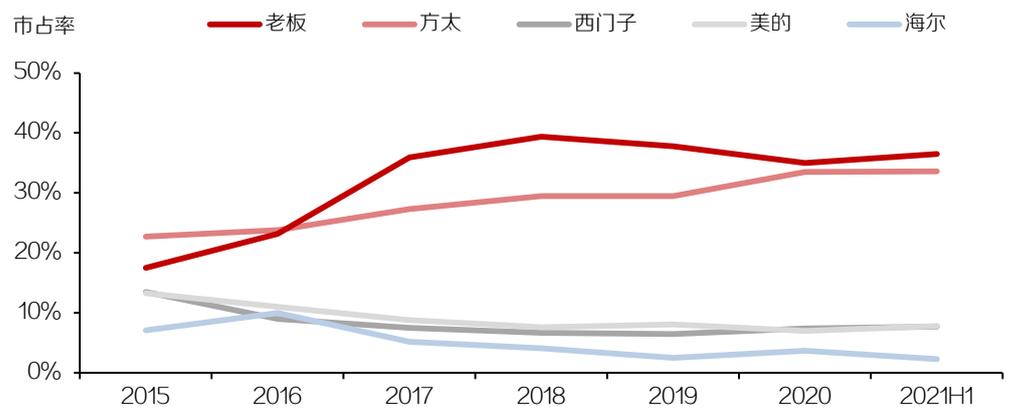
图 37: 2021 年上半年消毒柜精装配套量同比下滑 7%



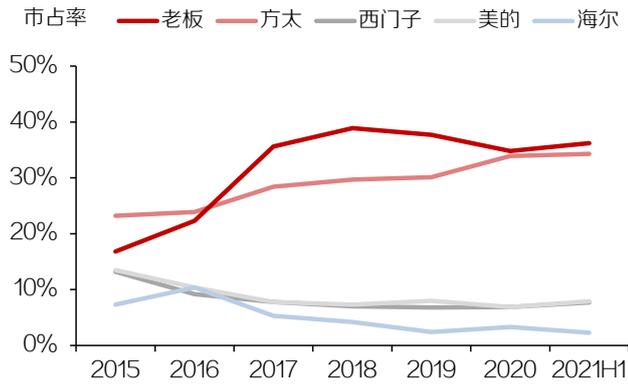
资料来源: 奥维云网, 东方证券研究所

老板电器、方太集团在传统大厨电精装市场处于绝对领先地位。老板电器与方太集团作为零售渠道龙头，依靠自身强大的品牌力、稳定的供货能力以及一定的规模效应，始终处于大厨电工程渠道的领先地位，两极争霸的市场格局已基本确立，其中 2021 年上半年老板电器在油烟机、燃气灶、消毒柜精装市场中的占有率分别为 37%、36%、32%，分别位居市场第一、第一、第二。

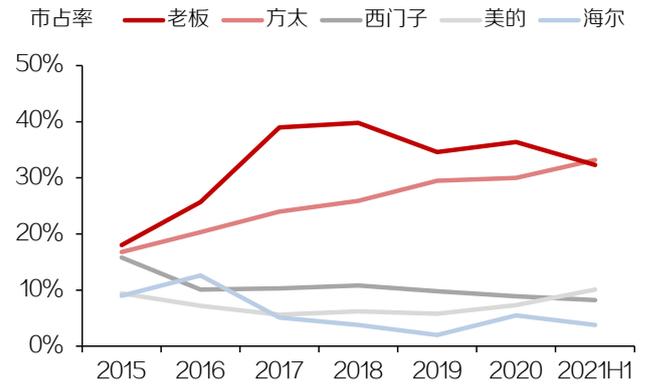
图 38: 老板电器、方太集团在烟机精装市场的领先优势稳固



资料来源: 奥维云网, 东方证券研究所

图 39：老板电器、方太集团始终处于灶具精装市场的领先地位


资料来源：奥维云网，东方证券研究所

图 40：老板电器、方太集团始终处于消毒柜精装市场的领先地位


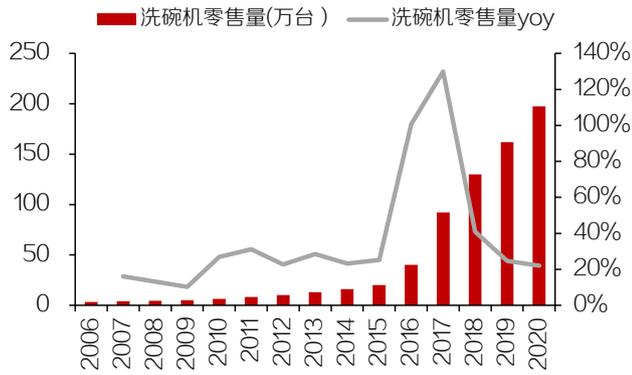
资料来源：奥维云网，东方证券研究所

2.3 新兴品类发展潜力大，市场格局未定，成为行业细分蓝海

国产龙头入局，高性价比产品助推中国洗碗机渗透率不断提升

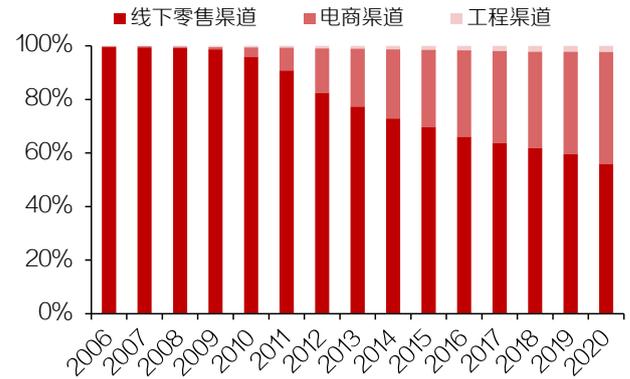
中国洗碗机市场步入快速发展期，“线上+线下”双轮驱动的渠道格局初步形成。洗碗机于 20 世纪末期进入中国，但并未迅速形成一定的市场规模，根据 Euromonitor 的统计数据，在整体规模基数偏低的情况下，2006-2015 年中国洗碗机零售量复合增长率仅为 22%。近年来随着洗碗机产品形态初步确立、“嵌入式”成为主流形态，以老板电器为代表的国产厨电龙头企业参与竞争，推出了更多适配中国厨房场景、解决中国本土消费者痛点的高性价比产品，产品容量更大、清洗效率更高，中国洗碗机市场步入了快速发展的黄金时期，2020 年中国洗碗机零售量已达 197 万台，近 5 年年均复合增长率达 58%。目前洗碗机市场仍然以线下零售渠道为主，2020 年线下零售渠道占比达 56%；此外洗碗机作为新兴品类，是各大品牌线上营销的重点品类，电商渠道占比也逐年提升，2020 年洗碗机电商渠道占比已达 42%，较 2015 年提升 13pct，“线上+线下”双轮驱动的渠道格局已初步形成。

图 41：中国洗碗机市场规模加速增长，近 5 年零售量年均复合增长率达 58%



资料来源：Euromonitor，东方证券研究所

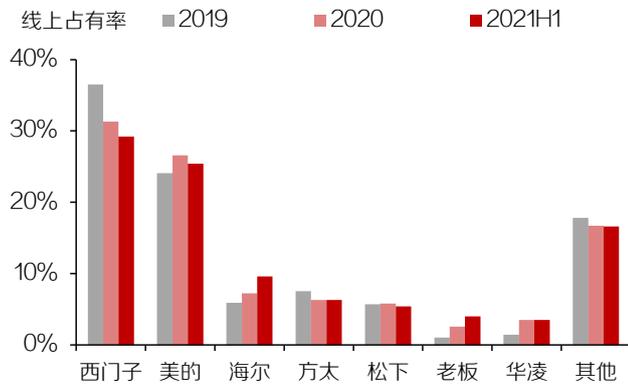
图 42：渠道端，洗碗机市场以线下零售渠道为主，线上渠道销量占比逐年稳步提升



资料来源：Euromonitor，东方证券研究所

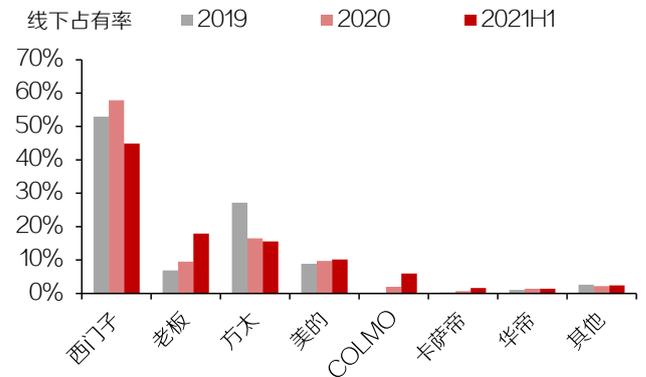
西门子仍处于洗碗机市场领先地位，老板电器后来居上，市占率稳步提升。西门子作为最早将洗碗机带入中国的海外企业之一，凭借先发优势与成熟的产品技术，始终保持着洗碗机市场的领先地位。近年来随着更多的国产龙头企业切入洗碗机领域，不断推出更贴近本土化需求的高性价比产品，西门子领先优势正在逐步缩小，老板电器等国产品牌后来居上，市占率不断提升。根据奥维云网的统计数据，西门子 2021 年上半年线上、线下市占率分别为 29%、45%，较 2020 年全年下滑 2pct、13pct；老板电器 2021 年上半年线下、线下市占率分别为 4%、18%，较 2020 年全年分别提升 2pct、8pct。

图 43：线上渠道看，西门子处于领先地位，老板电器市场份额有所提升（销售额口径）



资料来源：奥维云网，东方证券研究所

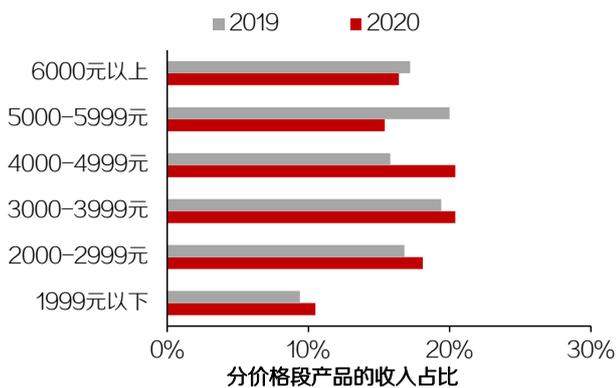
图 44：线下渠道看，老板电器后来居上，市占率快速提升，西门子领先优势逐步缩小（销售额口径）



资料来源：奥维云网，东方证券研究所

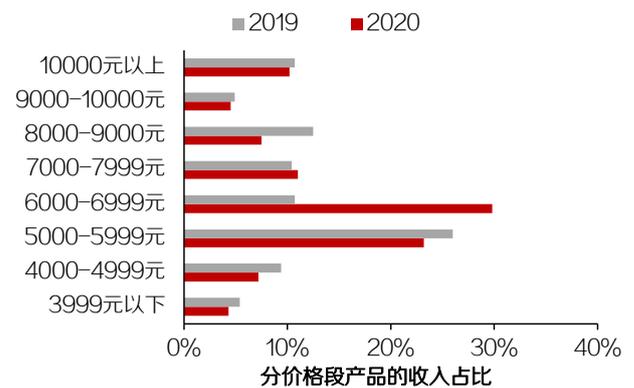
高性价比产品不断面市，洗碗机价格中枢开始下移，中端产品市场占比大幅提升。洗碗机生产难度大、技术要求高，成本也相对较高，头部品牌西门子作为进口厂商享有一定品牌溢价，因而洗碗机单价一直较高。近年来随着洗碗机生产、销售规模扩大，规模效应初现，以老板电器、美的集团为代表的国产头部品牌不断推出高性价比新品，如老板电器在线下渠道主推的WB735、WB751均集中在6000-6999元这一价格带，市场整体价格中枢下移，中端产品占比大幅提升。根据奥维云网的统计数据，2020年洗碗机线下市场中6000-6999元产品的占比达30%，较2019年同比提升19%，同期8000元以上产品占比为22%，同比下滑6%。

图 45：线上渠道看，洗碗机价格中枢有所下移



资料来源：奥维云网，东方证券研究所

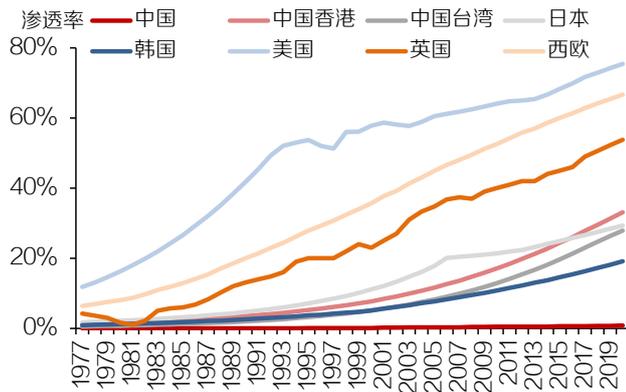
图 46：线下渠道来看，中端洗碗机市场占比大幅提升



资料来源：奥维云网，东方证券研究所

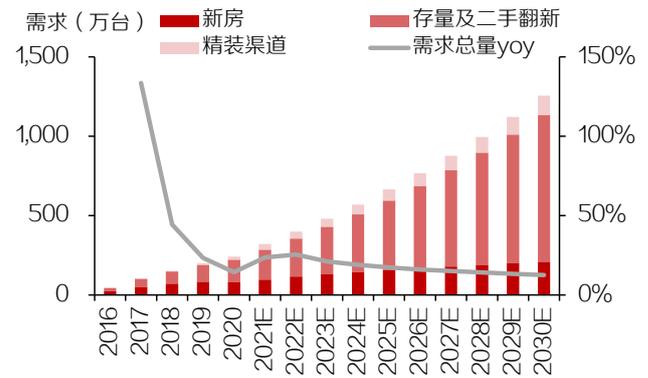
中国洗碗机渗透率提升空间广阔，预计未来十年洗碗机市场规模年均复合增长率可达18%。餐具清洁作为中国厨房中的痛点一直存在，但由于前期洗碗机单价较高，且洗碗机大多为“舶来品”，几乎没有针对性解决中国厨房“锅碗瓢盆”数量较多、种类繁杂的产品，洗碗机在中国的渗透率一直不高，根据Euromonitor的统计数据，2020年中国洗碗机渗透率为0.8%，远低于美国（75%）、西欧（67%）、日本（29%）、韩国（19%）。随着国产品牌不断推出解决中国消费者厨房痛点的高性价比产品，我们预计中国洗碗机渗透率有望在未来十年稳步提升。我们假设到2030年中国洗碗机零售市场配套率可达20%（即五套装修的房子中有一套配有洗碗机），工程端洗碗机配套率达30%（2021年上半年为17%），则2030年中国洗碗机销量达1010万台，未来十年洗碗机市场规模年均复合增速可达18%。

图 47：中国洗碗机渗透率较欧美国家存在较大提升空间



资料来源：Euromonitor，东方证券研究所

图 48：假设 2030 年洗碗机零售配套率达 20%，预计洗碗机市场规模未来十年年均复合增长率达 18%

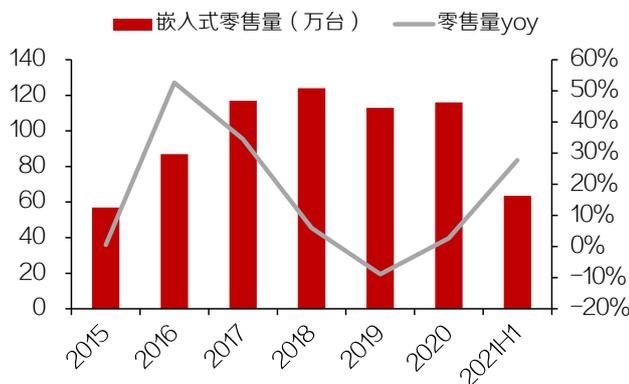


资料来源：国家统计局，东方证券研究所测算

受多功能机型拉动，嵌入式短期内有望维持高景气度

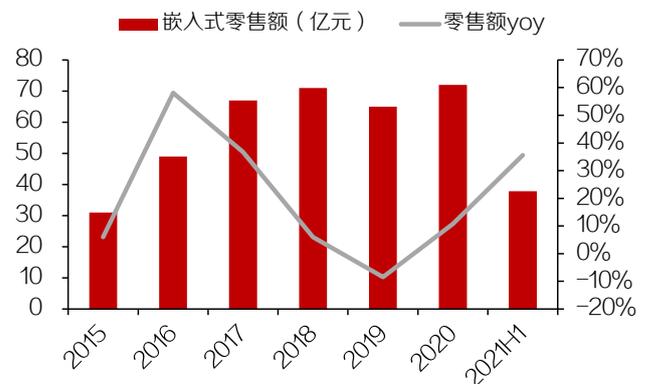
新品拉动下，嵌入式厨电市场开始回暖，短期内有望维持高景气度。嵌入式厨电在 2018 年之前保持良好的增长态势，彼时产品以单烤箱、单蒸箱为主，而后行业受房地产周期影响，规模增速放缓。2020 年以来，以蒸烤一体为主的多功能厨电上市，为嵌入式厨电市场注入新的增长活力，根据奥维云网的统计数据，2021 年上半年中国嵌入式家电零售量、零售额分别同比增长 28%、36%，较 2019 年同期分别增长 24%、29%，行业在短期内有望维持量、价齐升的高景气度。

图 49：2021 年上半年嵌入式厨电零售量同比增长 28%，较 2019 年同期增长 24%



资料来源：奥维云网，东方证券研究所

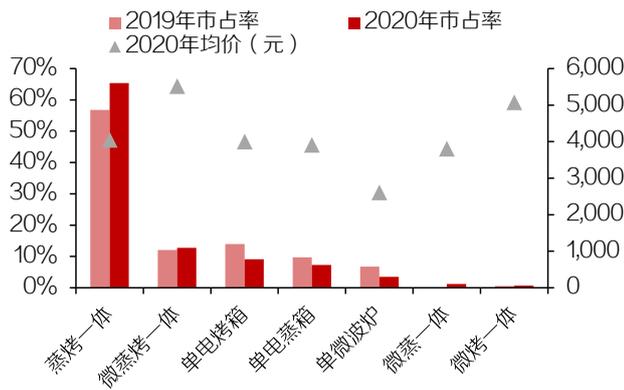
图 50：2021 年上半年嵌入式厨电零售额同比增长 36%，较 2019 年同期增长 29%



资料来源：奥维云网，东方证券研究所

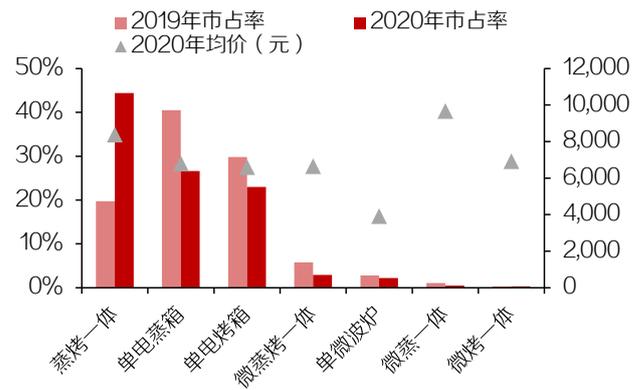
嵌入式厨电逐步由“单功能”向“多功能”转型，蒸烤一体复合机助推行业量、价齐升。以往嵌入式厨电以单烤箱、单蒸箱为主，2020年以来各大厂商开始在线上、线下渠道主推蒸烤一体复合机型，消费者偏好开始由单蒸、单烤转向多功能。以线下渠道为例，2020年线下渠道蒸烤一体占有率达44%，同比提升25pct，以蒸烤一体为代表的多功能机型在短期内推动了嵌入式厨电销量的增长。此外，多功能机型均价更高，根据奥维云网的统计数据，2020年蒸烤一体线下渠道均价为8379元，高于单蒸箱（6808元）、单烤箱（6595元），多功能机型占比的提升有助于拉高嵌入式厨电整体均价，从而推动行业在短期内实现量、价齐升。

图 51：嵌入式蒸烤一体复合机已成为线上渠道主流品类（零售额口径）



资料来源：奥维云网，东方证券研究所

图 52：线下渠道中，单功能机型市场份额降低，蒸烤一体复合机成为市场主流（零售额口径）



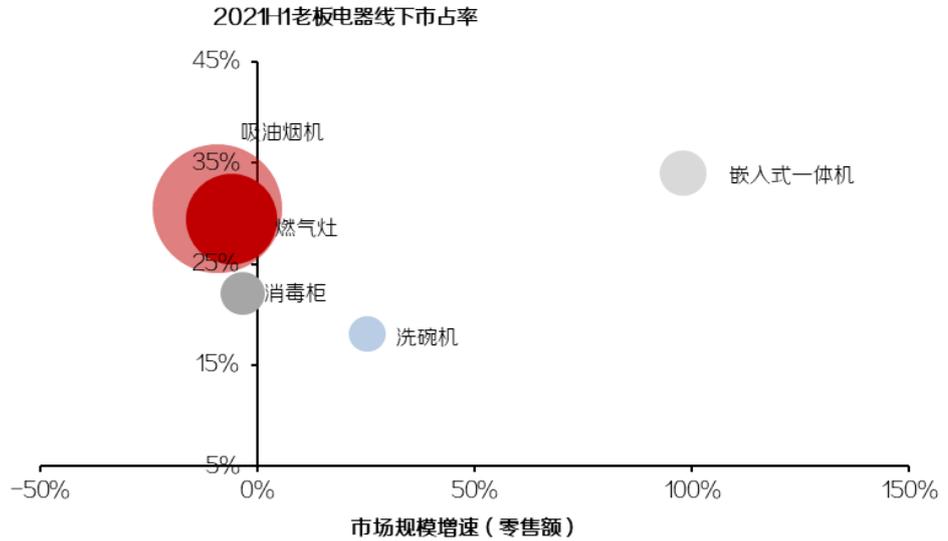
资料来源：奥维云网，东方证券研究所

3 产品、渠道、营销三架马车拉动，公司长期可持续发展力出众

3.1 产品端：传统优势品类基本盘稳固，新兴高潜品类成为新的业绩增长点

公司传统品类市场地位稳固，新兴品类布局有望贡献第二增长曲线。公司产品矩阵丰富，涵盖了以“烟灶消”为代表的传统品类以及以洗碗机、嵌入式一体机为主的新兴品类。在传统品类方面，虽然行业整体规模近几年来出现小幅的萎缩，公司在烟灶消三大品类中的领先优势明显，市场占有率稳中有升。在传统品类基本盘稳固的基础上，公司近年来积极布局新兴品类，在洗碗机、嵌入式一体机等高增速子行业中已有一定的市场影响力，新兴品类有望为公司贡献第二增长曲线。

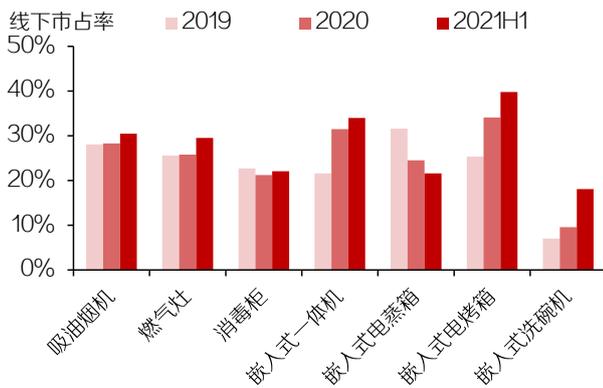
图 53：公司传统品类市场地位稳固，新兴品类布局有望贡献第二增长曲线



注：气泡大小代表公司 2021 年上半年该品类收入规模大小

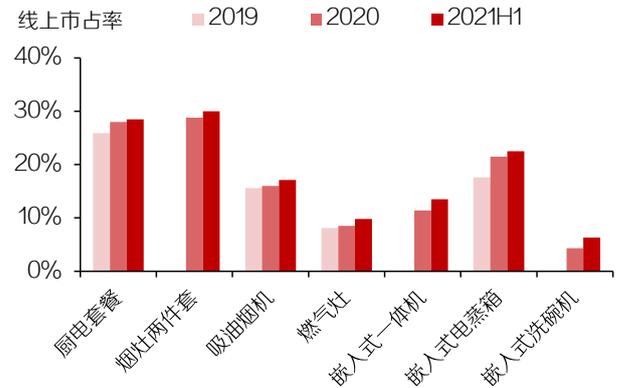
资料来源：公司公告，奥维云网，东方证券研究所

图 54：公司传统、新兴品类线下市场占有率整体有所提升



资料来源：公司公告，东方证券研究所

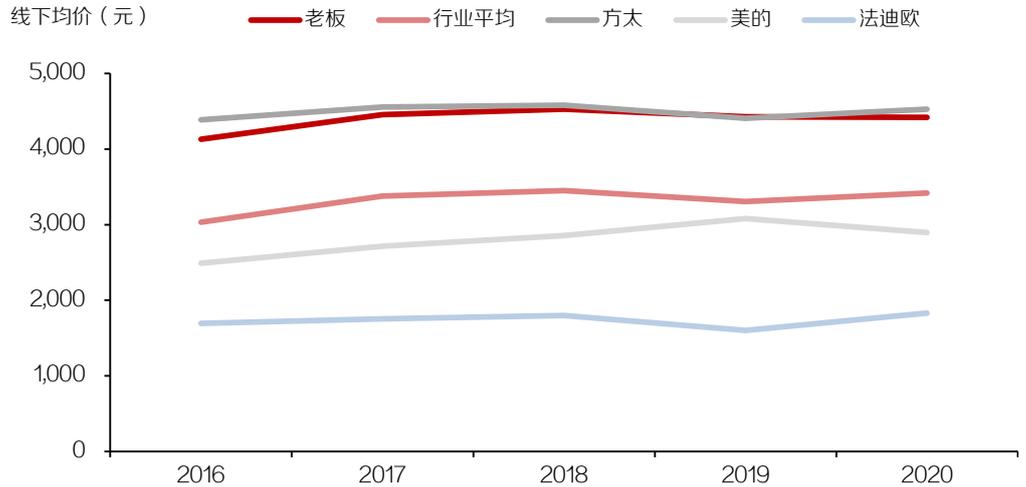
图 55：公司传统、新兴品类线上市场占有率整体有所提升



资料来源：公司公告，东方证券研究所

公司传统品类中高端定位稳固，长期享有一定的品牌溢价。公司作为国内最早的大厨电生产商之一，凭借先发优势与过硬的产品质量，逐步成为国内知名度最高的专业化高端厨电品牌之一，公司已连续 7 年入围“BrandZ 最具价值中国品牌 100 强”，传统品类中高端定位稳固。以油烟机为例，根据奥维云网的统计数据，公司油烟机近 5 年来市场均价基本稳定在 4000 元以上，远高于行业平均水平，长期享受一定的品牌溢价。

图 56：公司油烟机定位中高端市场，线下平均售价始终远超行业平均水平



资料来源：奥维云网，东方证券研究所

公司通过新品迭代不断放大产品差异化特征，巩固中高端品牌定位。中高端品牌定位需要差异化的产品来支撑，以油烟机为例，公司早年在品牌宣传端将风量与吸力相结合，将消费者体验显性化，以“大吸力”抢占消费者心智。公司以“双劲芯”技术为基础，公司持续围绕“大吸力”核心定位打造大单品，2009年推出的8210油烟机是行业中首款风量突破17m³/min的产品，在而后十年公司新品不断突破风量上限，“大吸力”形象深入人心，在油烟机领域的中高端品牌定位也得以巩固。

图 57：公司围绕“大吸力”定位，持续打造烟机大单品，巩固中高端品牌定位



资料来源：公司官网，东方证券研究所

公司洗碗机产品性能出众、性价比高，未来发展潜力大。洗碗机在生产端对技术要求较高，存在一定技术壁垒，西门子凭借先发优势与充足的技术储备，一直处于中国市场领先地位。公司作为本土厨电龙头企业，从中国消费者的痛点出发，依托出众的生产、研发势力，迅速推出性能出众、切实解决中国厨房需求的高性价比产品。我们认为目前在同等价位下，公司洗碗机产品在性能端已略高于西门子的产品：①中国厨房餐具数量多、品类杂，还包括锅、盆等体积较大的品类，因此对于容

量的要求较高，目前老板电器的洗碗机新品大多容量为 13 套左右，同价位西门子产品基本为 12 套；②公司洗碗机产品在水效等级、干燥指数、清洁指数等可量化的性能指标上均优于西门子可比产品；③公司新品大多搭载三叉淋臂，较普通的直臂多一个分支，能够增加清洗次数，提升清洁效能。高性价比的产品也为公司洗碗机品类收入的增长奠定了坚实的基础。

表 4：与西门子同类产品相比，老板电器洗碗机产品性能出众、性价比高

	老板 WB735	西门子 SJ634X00JC
价格	6980 元	7582 元
产品尺寸	598*758*570mm	598*775*550mm
额定容量	13 套	12 套
洗涤程序	6 种洗涤模式+4 种附加功能	4 种洗涤模式+2 种附加功能
最高清洗水温	72℃	72℃
除菌率	>99.99%	>99.99%
淋臂类型	三层三叉淋臂	三层淋臂
烘干方式	热风烘干+自动换气	热交换烘干
干燥指数	1.15	1.08
清洁指数	1.18	1.12
水效等级	1 级	2 级
工作周期用水量	9L	9.8L
工作周期耗电量	0.782kW*h/cycle	0.900kW*h/cycle

资料来源：京东，东方证券研究所

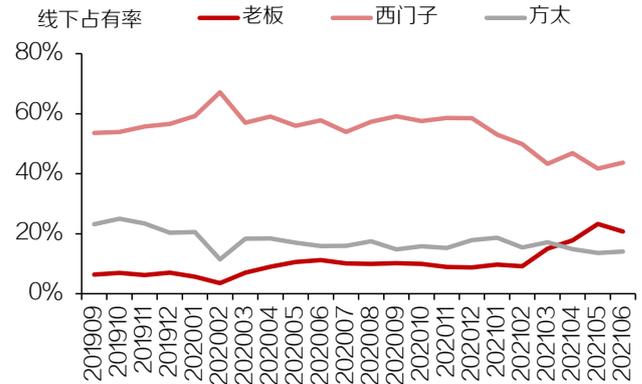
公司开始加大市场教育力度，叠加出众的产品性价比，市场占有率迅速提升。在产品性能、性价比出众的前提下，公司与领先品牌的差距主要在于品牌力方面，即在消费者教育方面存在一些不足。2021 年以来，在逐步完善洗碗机产品系列构建的基础上，公司开始发力于市场教育，于 2021 年 4 月举办“中国洗碗机节”，并在终端搭配促销等活动。随着营销力度的加大，公司洗碗机线下占有率迅速提升，根据奥维云网的统计数据，2021 年 6 月公司洗碗机线下市占率已达 21%，较去年同期提升 9pct。

图 58：老板电器逐步加大洗碗机品类营销力度，于 2021 年初举办中国洗碗机节



资料来源：公司官网，东方证券研究所

图 59：2021 年以来老板电器洗碗机线下占有率加速提升



资料来源：奥维云网，东方证券研究所

3.2 渠道端：以线下零售为根，逐步形成多元化渠道发展格局

以线下零售渠道为根基，公司目前已逐步形成多元化渠道发展格局。厨电品类安装属性较强，线下代理商往往需要承担安装、售后清理等职责。此外公司线下代理商的角色开始由单一分销商逐步转变为独立对接工程渠道部门、成立创新渠道部门、做家装业务的综合型运营商。因此我们认为线下零售渠道网络的广度与深度是决定电商、工程渠道业务规模上限的重要因素。近年来公司以线下零售渠道为根基，积极拓展电商、工程、创新渠道，已逐步形成了多元化的渠道发展格局。

历经多次变革，线下零售渠道能力不断增强

代理商模式加快公司发展速度，巩固一二线城市优势。公司早期依托于 KA 的高速发展而快速扩张，但随着 KA 规模变大、覆盖率提升，品牌议价能力不断削弱，盈利空间受到挤压。面对这一局面，公司于 2005 年起大力推动代理商模式。公司最初采用分公司制度，在每个一、二线城市设立分公司，分公司毛利归属于分公司负责人，公司向分公司免费发货，在终端实现销售后再回收货款。而后分公司逐步转为代理商，这些代理商大多在公司内部经过多年轮转才成为代理商，且通常只独家代理老板电器一个品牌，因而代理商与公司的关系较为密切、体系更加稳固。同时公司以银创投资为载体，使代理商间接持有公司股份，有效降低“委托-代理”成本。依托于独特的代理商渠道模式，公司线下零售渠道快速发展，也在一、二线城市构建了坚实的渠道优势。

图 60：代理商模式是公司线下零售渠道的主要载体



资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所

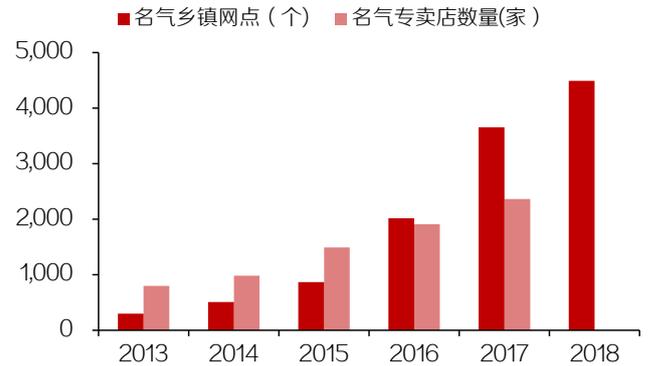
套系化渠道打法推动公司渠道逐步下沉。代理商模式下，大多代理商精力集中于消费能力更强的一、二线城市，缺乏渠道下沉的动力；此外由于下沉渠道存在层层加价的问题，终端价格过高，因而公司在三、四线城市的推广并不顺利。据公司公告披露，2010年在一、二级市场的渠道覆盖率为80%、销售贡献率为65%，而在三、四线城市的渠道覆盖率为55%，销售贡献率为35%。2014年起，公司提出“掘金城镇化，深耕三四级”的口号，将三四级市场的专卖店建设情况纳入代理商的年度考核，并设置奖惩制度。同时公司积极推进城市公司制度，城市公司由二级经销商与代理商共同持股，绑定二者利益，有助于降低终端加价率，解决三四线城市层层加价的问题。此外，公司还于2012年实施子品牌“名气”的独立运营，拓展乡镇市场，进一步深化渠道下沉，截至2018年，名气乡镇网点已达4493个，2013-2018年年均复合增长率达72%。

图 61：老板电器三四线城市专卖店数量稳步提升



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 62：名气品牌在下沉渠道快速铺开

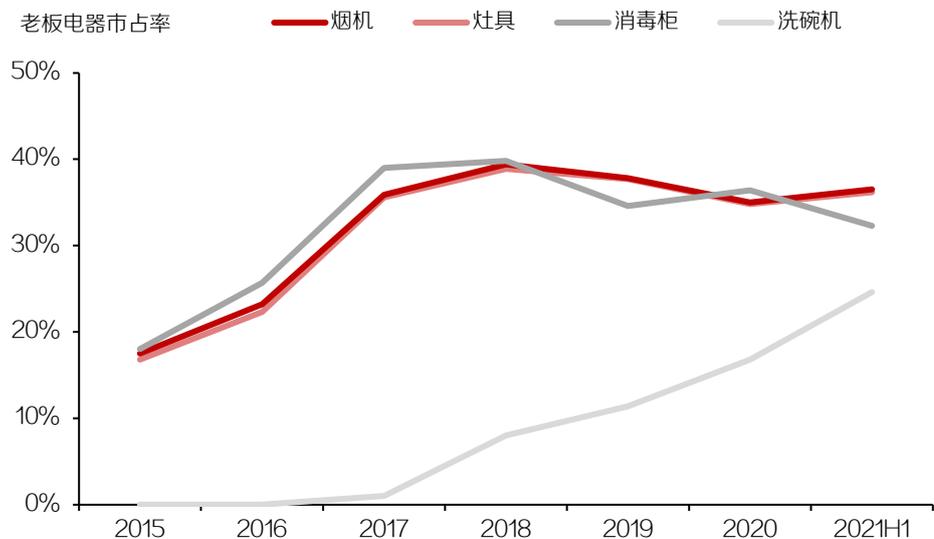


资料来源：公司公告，东方证券研究所

三重效应共同支撑公司稳居工程渠道领先地位

公司各大品类均在工程渠道处于行业领先行列。凭借公司在工程端的前瞻性布局、过硬的产品质量与较强的品牌力，公司在工程渠道的领先优势稳固。分品类来看，根据奥维云网的统计数据，2021年上半年公司在油烟机、燃气灶、消毒柜、洗碗机工程渠道的市占率分别为 37%、36%、32%、25%，分别位居第一、第一、第二、第二。

图 63：公司各大品类均在工程渠道处于行业领先行列



资料来源：奥维云网，东方证券研究所

三重效应支撑公司工程渠道长期维持领先地位。我们认为公司在工程渠道长期保持领先优势的背后主要有三大因素：**①品牌中高端定位明晰，品牌影响力高。**不同于瓷砖、地板等精装配套品，厨电是少数几种直接展示出品牌 LOGO 的品类之一，品牌力在这一品类上对消费者有着更加直接的影响，因而优质地产商更偏向与中高端厨电品牌进行合作。受益于此，老板电器凭借深入人心的中高端厨电品牌形象，在工程渠道的影响力迅速扩大，成为行业龙头。**②布局较早，先人一步抢占优质客户资源。**公司于 2009 年开始承接工程业务，在发展初期积极对接头部优质企业，推动与万科、碧桂园、融创等企业的深度合作，享受一定先发优势。**③持续优化工程客户结构，实现工程渠道的可持续发展。**公司在工程渠道发展初期，积极对接头部企业，迅速扩大业务规模。近年来随着头部企业增速逐步放缓，公司主动优化客户结构，着力于发展中小地产商业务，中小地产商业务毛利率水平更高、回款周期相对较短，公司工程业务开始由“量”向“质”转型，可持续发展能力增强。

把握电商发展机遇期，积极优化客户结构

公司紧抓电商快速发展机遇期，线上渠道竞争力强。公司最早于 2008 年开始布局电商渠道，是行业内最早进行线上销售的企业之一，因而也有效地把握住了电商发展机遇期，在渠道发展初期就奠定了自身的领先优势。根据奥维云网公布的统计数据，2021 年上半年，公司厨电套餐、烟灶两件套、吸油烟机在线上渠道的占有率分别为 29%、30%、17%，均位于行业第一；嵌入式一体机、嵌入式洗碗机等新兴品类也已具备一定的竞争力。

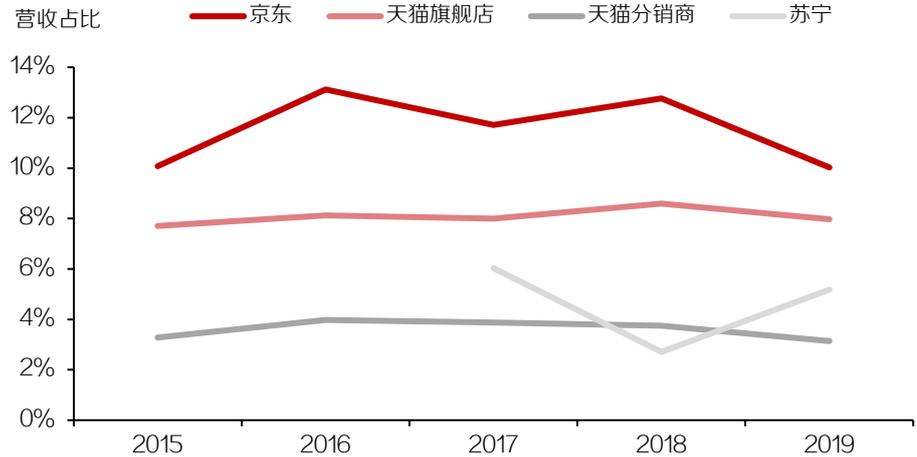
表 5：公司各大品类在线上渠道均有较强的竞争力（以 2021 年上半年为例）

品类	线上零售额占比	市占率排名
厨电套餐	28.5%	第一
烟灶两件套	30.0%	第一
吸油烟机	17.1%	第一
燃气灶	9.8%	第三
嵌入式一体机	13.5%	第三
嵌入式电蒸箱	22.5%	第二
嵌入式洗碗机	6.3%	第五

资料来源：奥维云网，东方证券研究所

公司积极优化客户结构，稳定自身盈利能力。近年来随着电商红利衰退、流量成本费用提升，公司在推进线上渠道规模扩张的同时，积极优化、调整客户结构，避免单一平台销售额过大，提升自身电商业务的议价能力，稳定电商业务的盈利水平。根据公司公告披露数据，公司 2019 年京东平台收入占比为 10%，较 2016 年下降 3pct。

图 64：公司积极优化客户结构，提升自身议价能力



资料来源：公司公告，东方证券研究所

3.3 营销端：品牌形象逐步向本土化、年轻化转型

终端实施套系化销售策略，以传统品类赋能二、三品类集群。公司于 2020 年开始在零售终端主推“老板四件套”，为消费者提供套系化、一站式的厨房解决方案。套系化的销售策略有助于提升客单价，同时充分利用自身在传统品类中的优势，将客流导入洗碗机、蒸烤一体机等品类，提升新兴品类在发展初期的竞争力。

图 65：公司在零售端主推“老板四件套”，以烟机、灶具为流量入口赋能新兴品类发展



资料来源：公司官网，东方证券研究所

公司主打“中国新厨房”理念，突出本土化品牌特征。公司营销能力出众，消费者教育能力强，早年将“大吸力”打造成高端吸油烟机的代名词，成功抢占消费者心智。近年来，随着公司产品矩阵不断得到补充，公司逐步成为综合性的厨电企业，并于 2018 年起提出“创造中国新厨房”的全新品牌理念，在各大品类新品营销中突出中国特色，以本土化特征作为卖点。公司通过这种方式向消费者传递一种信号，即公司从中国厨房的痛点出发来设计、生产产品，打造出新的品牌差异化。

表 6：公司近年来主打“中国新厨房”理念，着力于打造新的品牌差异化

品类	新品宣传标语
油烟机	专为 中式烹饪 难题而来
蒸烤一体机	蒸烤混动， 中国味道 ，果然更好吃； 在中国 ，高端蒸烤一体机，更多人选老板
洗碗机	四层三叉喷淋，多洗四遍，更适合 中国厨房
品牌总体	创造 中国新厨房

资料来源：公司官网，东方证券研究所

公司实施品牌年轻化转型，拥抱新媒体传播新模式。2016 年以前，公司长期在央视黄金时段投放广告，逐步在消费者心中树立起高端厨电品牌的形象。2017 年以来，随着线下平台的崛起，年轻一代消费者成为消费主力，公司也开始推行品牌的年轻化转型，于 2017 年底签约舒淇成为品牌代言人，此后公司积极拥抱新的传播媒介，通过与综艺节目合作，联名明星 KOL，聘请年轻流量明星等手段，更加直接地向年轻一代消费者输出品牌理念，提升营销效率。

表 7：公司开始品牌年轻化转型，营销主战场逐步转移至新媒体平台

年份	品牌年轻化营销策略
	著名演员舒淇成为首席体验官
2017 年	冠名东方卫视《青春旅社》、联合主办 NASA《星球奇境》宇宙特展、独家冠名东方卫视跨年盛典
2018 年	冠名东方卫视跨年晚会，与热门综艺节目《向往的生活》、《中餐厅 2》合作 联合明星 KOL，发起“全民 call out”、“国潮行动”、“全民带饭季”等话题 借助世界杯热门事件，打造“食界杯盛宴”
2019 年	独家冠名央视《中国味道》栏目，并担任《中餐厅 3》美食创造官 成功举办中国洗碗机节并打造构建家宴、向往厨房节、厨房狂欢季、全面烹饪日等主题活动
2020 年	担任《向往的生活 4》和《中餐厅 4》美食创造官 成为 2022 年杭州亚运会官方家用厨电独家供应商
2021 年	聘请许凯、孟美岐担任老板电器新厨房代言人 独家冠名《听说很好吃》、担任《念念桃花源》美食创造官

资料来源：公司公告，东方证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2021-2023 年盈利预测做如下假设：

- 1) 烟灶消是公司最主要的收入来源，通过对于市场规模增长与公司线下零售、电商、工程渠道的市占率进行预测，我们预计 2021-2023 年公司油烟机业务收入同比增速分别为 11.71%、11.09%、6.82%，同期燃气灶业务收入同比增速分别为 33.17%、11.75%、7.66%，消毒柜业务收入同比增速分别为 2.29%、9.55%、8.99%。嵌入式蒸烤一体机与洗碗机是公司目前高速发展的新兴品类，我们预计 2021-2023 年公司洗碗机业务收入同比增速分别为 102.09%、33.04%、24.18%，同期嵌入式蒸烤一体机业务收入同比增速分别为 36.03%、36.62%、29.50%。集成灶，我们假设 2021-2023 年收入增速分别为 18.23%、18.04%、14.21%；其他业务，我们假设 2021-2023 年收入保持 5% 的同比增速。
- 2) 伴随公司产品结构不断优化，大宗渠道客户结构调整，毛利率仍有提升空间，同时考虑到短期内大宗原材料涨价的影响，我们预计 2021-2023 年公司毛利率分别为 56.63%、57.89%、58.08%。
- 3) 由于公司渠道结构目前已较为稳定，我们预计 2021-2023 年公司销售费用率为 26.77%、27.03%、27.21%，管理费用率稳定在 3.67%，研发费用率稳定在 3.78%。
- 4) 假设 2021-2023 年公司所得税率维持 13.41%。

盈利预测核心假设

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
油烟机					
销售收入（百万元）	4,081.5	4,109.7	4,590.9	5,100.1	5,448.1
增长率	1.7%	0.7%	11.7%	11.1%	6.8%
毛利率	58.5%	59.6%	58.7%	60.1%	60.3%
燃气灶					
销售收入（百万元）	1,843.4	1,917.1	2,553.0	2,853.0	3,071.5
增长率	2.9%	4.0%	33.2%	11.8%	7.7%
毛利率	56.0%	59.1%	59.1%	60.4%	60.7%
消毒柜					
销售收入（百万元）	560.8	558.9	571.7	626.4	682.7
增长率	12.2%	-0.3%	2.3%	9.6%	9.0%
毛利率	35.9%	39.1%	41.3%	42.1%	42.4%
洗碗机					
销售收入（百万元）	138.0	223.8	452.2	601.7	747.2
增长率	31.8%	62.1%	102.1%	33.0%	24.2%
毛利率	55.5%	56.2%	54.7%	55.7%	55.9%
蒸烤一体					
销售收入（百万元）	127.7	377.9	514.0	702.2	909.4
增长率		195.8%	36.0%	36.6%	29.5%

毛利率	59.5%	59.5%	58.3%	59.2%	59.2%
蒸箱					
销售收入（百万元）	245.4	188.6	243.5	316.7	390.7
增长率	-5.1%	-23.1%	29.1%	30.1%	23.4%
毛利率	53.4%	53.4%	54.9%	57.6%	57.8%
烤箱					
销售收入（百万元）	140.8	118.2	147.8	188.2	228.9
增长率	-26.0%	-16.1%	25.1%	27.3%	21.6%
毛利率	56.9%	56.9%	56.2%	57.5%	57.8%
集成灶					
销售收入（百万元）	211.9	259.1	306.3	361.5	412.9
增长率	118.0%	22.3%	18.2%	18.0%	14.2%
毛利率	54.0%	52.7%	52.4%	52.6%	52.6%
其他业务					
销售收入（百万元）	410.9	375.3	394.1	413.8	434.5
增长率	-12.5%	-8.6%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	27.6%	29.1%	42.9%	42.9%	42.9%
合计					
销售收入（百万元）	7,760.6	8,128.6	9,773.6	11,163.6	12,325.8
增长率	4.5%	4.7%	20.2%	14.2%	10.4%
综合毛利率	54.3%	56.2%	56.6%	57.9%	58.1%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

投资建议

我们采用相对估值法对公司进行估值。本篇报告分别选取了华帝股份、火星人、浙江美大、亿田智能、帅丰电器等厨房电器企业作为可比公司。我们预测公司 2021-2023 年收入分别为 97.74/111.64/123.26 亿元，同比增速分别达 20.2%/14.2%/10.4%；归母净利润分别为 19.29/22.93/25.31 亿元，同比增速分别达 16.1%/18.9%/10.4%，对应的 EPS 分别为 2.03/2.42/2.67 元。可比公司 2022 年调整后平均 PE 为 19 倍，考虑到公司作为厨电行业龙头，中高端品牌定位明晰，渠道布局不断完善，依托于出色的品类迭代能力，公司传统品类领先优势有望不断提升、新兴品类有望贡献第二增长曲线，给予公司 2022 年 19 倍市盈率估值，对应目标价 45.91 元，首次给予“买入”评级。

表 8：可比公司 2022 年调整后平均市盈率为 19 倍

公司	代码	最新价格(元)	每股收益(元)					市盈率					归母净利润增速	
		2021年12月15日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2022E	2023E
火星人	300894.SZ	49.96	0.66	0.68	1.03	1.38	1.80	75.96	73.52	48.44	36.09	27.81	34.2%	29.7%
浙江美大	002677.SZ	16.01	0.71	0.84	1.04	1.25	1.47	22.49	19.03	15.38	12.85	10.91	19.7%	17.8%
华帝股份	002035.SZ	6.22	0.86	0.86	0.59	0.70	0.80	7.23	7.23	10.54	8.84	7.80	19.3%	13.3%
亿田智能	300911.SZ	80.71	1.23	1.23	1.98	2.59	3.33	65.66	65.66	40.67	31.19	24.23	30.4%	28.7%
帅丰电器	605336.SH	34.30	1.65	1.65	1.85	2.42	3.09	20.82	20.82	18.50	14.14	11.10	30.8%	27.5%
	最大值							75.96	73.52	48.44	36.09	27.81	34.2%	29.7%
	最小值							7.23	7.23	10.54	8.84	7.80	19.3%	13.3%
	平均数							38.43	37.25	26.70	20.62	16.37	26.9%	23.4%
	调整后平均							36.32	35.17	24.85	19.39	15.41	27.0%	24.7%

资料来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

- **房地产销售不及预期的风险：**大厨电需求结构中新房装修与精装工程占比较高，未来若房地产行业景气度不及预期，会对公司厨电销售造成一定影响。
- **原材料价格大幅波动的风险：**原材料成本是公司成本的最主要组成部分，若未来原材料价格大幅波动，会对公司盈利水平造成一定影响。
- **新品开发不及预期的风险：**公司的收入增长依托于不断推出契合消费者需求的产品，洗碗机、蒸烤一体、蒸箱、烤箱、集成灶等为代表的新兴品类构成未来公司收入增长的重要驱动力，我们预测公司新兴品类收入占比将由 2020 年的 14% 提升至 2023 年的 22%；若公司未来新品开发不及预期、新兴品类收入规模扩张受限，会对公司收入增长造成一定影响。
- **销售费用率大幅提升的风险：**公司采取“高举高打”的策略，2020 年销售费用率达 26.41%。整体高于行业平均水平；未来若销售费用投放力度加大、收入增幅不及预期，公司利润或存不达预期的风险。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	4,054	3,921	4,735	5,829	7,295	营业收入	7,761	8,129	9,774	11,164	12,326
应收票据、账款及款项融资	2,121	2,841	3,416	3,902	4,308	营业成本	3,549	3,563	4,239	4,701	5,167
预付账款	50	70	84	96	106	营业税金及附加	67	62	74	85	94
存货	1,339	1,386	1,649	1,829	2,010	营业费用	1,928	2,147	2,617	3,018	3,353
其他	1,487	2,409	2,421	2,430	2,438	管理费用及研发费用	584	600	728	832	918
流动资产合计	9,052	10,627	12,304	14,086	16,157	财务费用	(83)	(150)	(43)	(53)	(65)
长期股权投资	4	3	3	3	3	资产、信用减值损失	58	86	23	19	16
固定资产	826	825	835	1,603	1,517	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	272	463	884	352	452	投资净收益	127	39	39	39	39
无形资产	220	235	252	268	281	其他	86	92	92	92	92
其他	278	303	85	85	83	营业利润	1,872	1,951	2,266	2,693	2,973
非流动资产合计	1,600	1,830	2,059	2,311	2,337	营业外收入	4	1	1	1	1
资产总计	10,652	12,458	14,363	16,397	18,495	营业外支出	4	4	4	4	4
短期借款	0	6	6	6	6	利润总额	1,872	1,949	2,263	2,691	2,970
应付票据及应付账款	1,998	2,476	2,945	3,266	3,590	所得税	257	261	303	361	398
其他	1,559	1,627	1,718	1,902	2,056	净利润	1,614	1,687	1,960	2,330	2,572
流动负债合计	3,557	4,108	4,669	5,174	5,652	少数股东损益	24	27	31	37	41
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1,590	1,661	1,929	2,293	2,531
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.68	1.75	2.03	2.42	2.67
其他	121	155	0	0	0						
非流动负债合计	121	155	0	0	0	主要财务比率					
负债合计	3,678	4,264	4,669	5,174	5,652		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	110	143	174	211	251	成长能力					
实收资本(或股本)	949	949	949	949	949	营业收入	4.5%	4.7%	20.2%	14.2%	10.4%
资本公积	402	402	402	402	402	营业利润	10.0%	4.3%	16.1%	18.9%	10.4%
留存收益	5,529	6,715	8,169	9,661	11,241	归属于母公司净利润	7.9%	4.5%	16.1%	18.9%	10.4%
其他	(15)	(15)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	6,974	8,194	9,694	11,223	12,843	毛利率	54.3%	56.2%	56.6%	57.9%	58.1%
负债和股东权益总计	10,652	12,458	14,363	16,397	18,495	净利率	20.5%	20.4%	19.7%	20.5%	20.5%
						ROE	24.6%	22.3%	22.0%	22.3%	21.4%
						ROIC	23.5%	20.6%	21.5%	21.9%	20.9%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	34.5%	34.2%	32.5%	31.6%	30.6%
净利润	1,614	1,687	1,960	2,330	2,572	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	104	101	77	114	146	流动比率	2.54	2.59	2.64	2.72	2.86
财务费用	(83)	(150)	(43)	(53)	(65)	速动比率	2.17	2.24	2.27	2.36	2.50
投资损失	(127)	(39)	(39)	(39)	(39)	营运能力					
营运资金变动	2,452	(236)	(326)	(201)	(144)	应收账款周转率	12.4	8.8	8.2	8.0	7.9
其它	(2,405)	175	101	19	16	存货周转率	2.6	2.6	2.7	2.6	2.6
经营活动现金流	1,555	1,537	1,730	2,169	2,485	总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
资本支出	(178)	(294)	(524)	(366)	(172)	每股指标(元)					
长期投资	118	(2)	0	0	0	每股收益	1.68	1.75	2.03	2.42	2.67
其他	1,115	(922)	39	39	39	每股经营现金流	1.64	1.62	1.82	2.29	2.62
投资活动现金流	1,056	(1,218)	(485)	(326)	(133)	每股净资产	7.23	8.48	10.03	11.60	13.27
债权融资	0	0	0	0	0	估值比率					
股权融资	4	0	0	0	0	市盈率	20.7	19.8	17.0	14.3	13.0
其他	(763)	(462)	(431)	(748)	(887)	市净率	4.8	4.1	3.5	3.0	2.6
筹资活动现金流	(759)	(462)	(431)	(748)	(887)	EV/EBITDA	14.0	13.9	11.5	9.6	8.7
汇率变动影响	1	(1)	-0	-0	-0	EV/EBIT	14.8	14.7	11.9	10.0	9.1
现金净增加额	1,852	(143)	813	1,095	1,466						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及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，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn