

# 老板电器 (002508.SZ)

## 远近无忧，长期行业空间与整合红利仍存

### 核心观点：

- **旧红利褪去后，市场对行业长期空间与竞争格局有所担忧。**过去十年公司伴随行业成长与渠道红利实现了持续较快的增长。随着地产放缓，上轮红利进入尾声，低价新进入者导致价格竞争加剧，公司增长受到了短暂影响，市场对厨电行业长期空间与未来的竞争格局开始有所质疑。
- **我们认为行业天花板尚远，新红利有望促格局继续集中。**较低的保有量、持续的城镇化与家庭小规模化都将为厨电行业带来成长空间，新红利下公司仍具备进一步整合市场的能力。(1) **政策推动下精装房渗透率持续提升**，增长确定性较强，公司在工程渠道优势明显，市场份额领先，影响力超过零售渠道，有望进一步完成对行业的整合。(2) **嵌入式新品类增长势头良好**，公司战略重视程度加强，从烟机领头调整为三大品类齐头并进，建立洗碗机、蒸箱事业部，未来有望成为新增长点。
- **中长期看格局恶化与价格战概率偏低，短期景气度有所改善。**(1) 中长期看行业有成长空间；(2) 渠道仍有新红利；(3) 经销商盈利能力强，库存波动小负债与现金成本压力小；(4) 新进入者低价冲击市场，但高端市场护城河深受影响较小；(5) 短期看竣工与领先指标电梯产量已环比改善，五一期间零售数据显示消费行为已有所恢复，价格竞争幅度收窄，龙头市场份额环比提升，同比保持稳定。
- **盈利预测和投资建议。**预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 17.2 / 19.5 / 22.0 亿元，同比增速分别为 8.4% / 12.9% / 13.2%，最新收盘价对应 2020 年 PE 为 16.5x。考虑到公司的龙头地位、在新红利下具备较强的比较优势，参考可比公司平均估值以及公司的业绩增速，给予公司 2020 年 20.0xPE，对应合理价值 36.32 元/股，短期商品房住宅竣工交付有望修复，中长期行业有成长空间，维持“买入”评级。
- **风险提示。**原材料价格上涨；地产竣工复苏不及预期；竞争格局恶化。

### 盈利预测：

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	7,425	7,761	8,402	9,372	10,536
增长率（%）	5.8	4.5	8.3	11.5	12.4
EBITDA（百万元）	1,530	1,743	1,770	1,978	2,239
归母净利润（百万元）	1,474	1,590	1,724	1,946	2,203
增长率（%）	0.8	7.9	8.4	12.9	13.2
EPS（元/股）	1.55	1.68	1.82	2.05	2.32
市盈率（P/E）	13.00	20.18	16.48	14.59	12.89
市净率（P/B）	3.17	4.67	3.30	2.69	2.23
EV/EBITDA	11.09	16.09	13.09	10.99	8.97

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

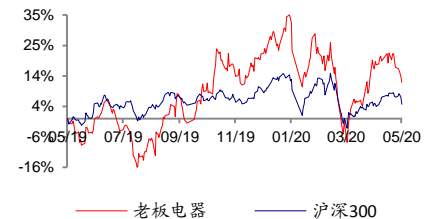
识别风险，发现价值

### 公司评级

买入

当前价格	29.93 元
合理价值	36.32 元
前次评级	买入
报告日期	2020-05-25

### 相对市场表现



### 分析师：

曾婵



SAC 执证号：S0260517050002

SFC CE No. BNV293



0755-82771936



zengchan@gf.com.cn

### 分析师：

袁雨辰



SAC 执证号：S0260517110001

SFC CE No. BNV055



021-60750604



yuanyuchen@gf.com.cn

### 分析师：

王朝宁



SAC 执证号：S0260518100001

021-60750604



wangchaoning@gf.com.cn

请注意，王朝宁并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究：

老板电器 (002508.SZ) : 业绩优于行业，工程渠道贡献大  
2020-04-28

### 联系人：

高润鑫

gaorunxin@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

## 目录索引

一、回顾：公司发展的黄金十年 .....	5
二、担忧：红利褪去后未来的空间与竞争格局 .....	6
（一）成长驱动：稳定向好的宏观大环境推动行业持续向上 .....	6
（二）成长驱动：多项渠道红利助力公司持续整合市场 .....	9
三、展望：行业天花板尚远，格局有望集中 .....	11
（一）成长新红利：精装工程渠道与新品类成新驱动力 .....	12
（二）格局仍稳：高端厨电出现持续的大规模价格战概率偏低 .....	15
（三）短期改善：疫情后竣工复苏有确定性，零售开始有所好转 .....	19
四、投资建议 .....	21
五、风险提示 .....	23

## 图表索引

图 1: 公司产品矩阵 .....	5
图 2: 公司营业收入及同比增速 .....	5
图 3: 公司归母净利润及同比增速 .....	5
图 4: 公司毛利率及毛利率-销售费用率 .....	6
图 5: 公司期间费用率及归母净利率 .....	6
图 6: 全国总人口 (万人, 左轴) 城镇化率 (% , 右轴) .....	7
图 7: 平均家庭规模 (人/户) .....	7
图 8: 商品房住宅销售面积及同比增速 .....	7
图 9: 油烟机城镇及农村居民保有量 (台/百户) .....	7
图 10: 研发投入 (亿元, 左轴) 及占比 (右轴) .....	8
图 11: 营销费用 (亿元, 左轴) 及占比 (右轴) .....	8
图 12: 公司技术资源平台 .....	8
图 13: 公司历史收入增速及驱动因素拆分 .....	9
图 14: KA 连锁数量 (家, 左轴) 及总同比增速 (右轴) .....	9
图 15: 老板电器进场费 (亿元) 及占营收比例 .....	9
图 16: 油烟机 KA 渠道零售量份额 .....	10
图 17: 油烟机均价 (元) 及老板电器溢价率 .....	10
图 18: 老板电器专卖店数量 (家, 左轴) .....	10
图 19: 油烟机推总零售量 (万台, 左轴) 及线上占比 .....	11
图 20: 线上零售量竞争格局 .....	11
图 21: 2019 年精装房按城市分布 .....	13
图 22: 2018 年油烟机精装房渠道品牌份额 .....	13
图 23: 老板电器综合毛利率与净利润率 .....	14
图 24: 老板电器应收账款周转天数 .....	14
图 25: 空调零售均价 (元) 及同比增速 .....	16
图 26: 液晶电视零售均价 (元) .....	16
图 27: 洗衣机零售均价 (元) 及同比增速 .....	16
图 28: 冰箱零售均价 (元) 及同比增速 .....	16
图 29: 家电产品月度零售量季节性对比 .....	17
图 30: 厨电龙头油烟机 KA 渠道零售量市场占有率 .....	18
图 31: 法迪欧油烟机 KA 渠道零售量市场占有率 .....	18
图 32: 电梯月度产量及同比增速 .....	19
图 33: 商品房住宅竣工面积同比增速 .....	19
图 34: 油烟机线下零售额 (亿元) 及同比增速 .....	20
图 35: 油烟机线上零售额 (亿元) 及同比增速 .....	20
图 36: 老板电器线下零售额份额 .....	20
图 37: 老板电器线上零售额份额 .....	20
图 38: 老板电器油烟机线下零售均价 (元) .....	21
图 39: 老板电器油烟机线上零售均价 (元) .....	21

表 1: 精 / 全装修住宅开盘情况.....	12
表 2: 精装修传统厨电配套率 .....	13
表 3: 零售市场嵌入式厨电配套情况 (万台) .....	14
表 4: 精装修嵌入式厨电配套率.....	15
表 5: 新晋品牌大厨电收入规模.....	18
表 6: 收入按产品拆分及预测 (百万元) .....	21
表 7: 收入按渠道拆分及预测 (百万元) .....	22
表 8: 毛利率按产品拆分及预测.....	22
表 9: 老板电器可比公司估值表.....	22

## 一、回顾：公司发展的黄金十年

公司官网显示，老板电器前身余杭县博陆红星五金厂创立于1979年，由油烟机产品发家。1987年公司与航空航天部研发我国第一代吸油烟机，1998年研发出首台免拆洗油烟机，2009年发布“双劲芯”系列产品排风量达到17立方米。

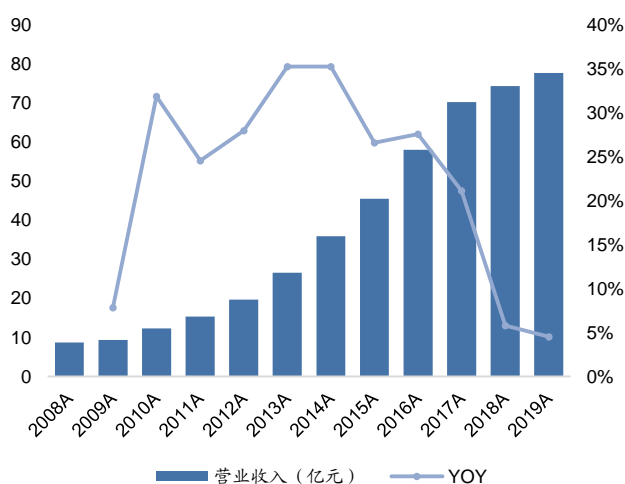
图 1：公司产品矩阵



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

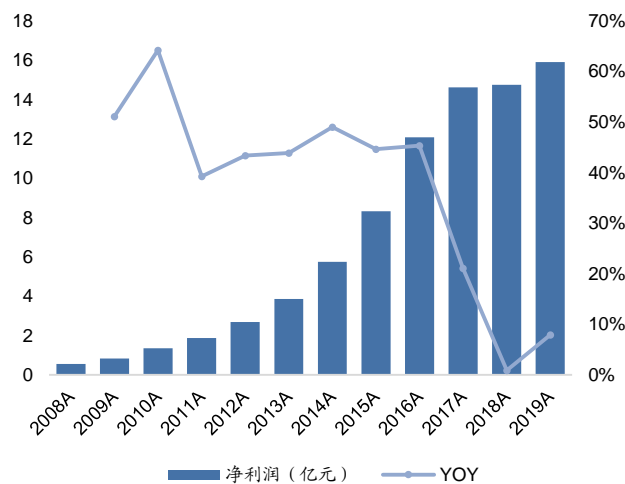
迄今为止公司已成为中国厨房电器的领导品牌，主要产品品类达13种以上，产品矩阵基本覆盖大部分厨房电器产品，连续蝉联全球更畅销油烟机品牌。

图 2：公司营业收入及同比增速



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

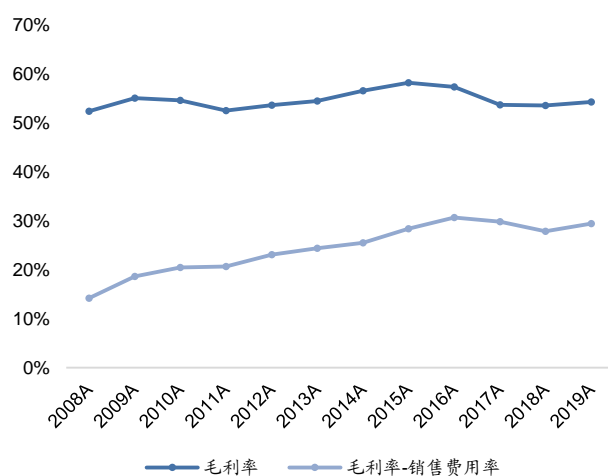
图 3：公司归母净利润及同比增速



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

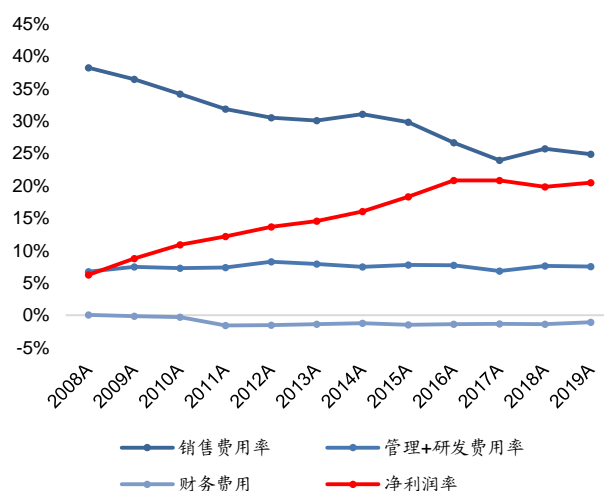
2010年公司于中小板正式挂牌上市，同年收入12.3亿元，归母净利润1.3亿元，2019年实现收入77.6亿元，归母净利润15.9亿元，9年间CAGR分别为23% / 32%。

图 4：公司毛利率及毛利率-销售费用率



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 5：公司期间费用率及归母净利率



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

受益于高端定位、持续提升的品牌力以及高盈利能力渠道占比的提升，公司在收入持续增长的同时体现出明显的规模经济效应，毛利率增长（其中2017年由于费用确认方式调整导致毛利率与销售费用率同步下降），期间费用率下降，同时2010-2015年间大宗原材料价格也呈现出下降的大趋势，共同推动公司盈利能力稳定上升。2019年公司归母净利率20.5%，相比于2010年上升9.6pct，年均增长1.1pct。

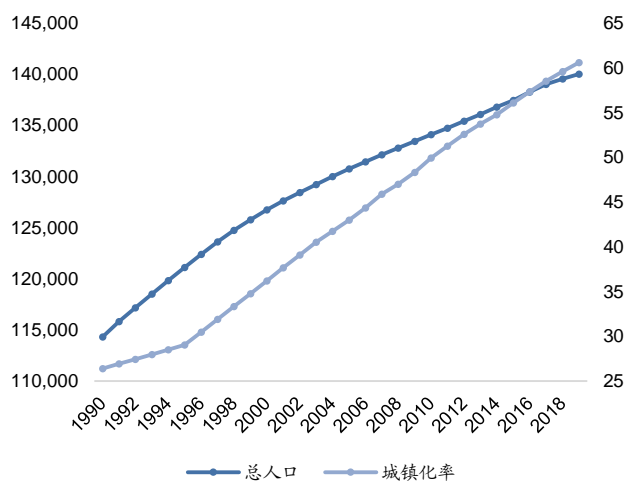
## 二、担忧：红利褪去后未来的空间与竞争格局

### （一）成长驱动：稳定向好的宏观大环境推动行业持续向上

厨电行业与老板电器过去黄金十年的蓬勃发展建立在国内稳定向好的宏观大背景下。人口、人均可支配收入、城镇化率持续提升，平均家庭规模不断下降：

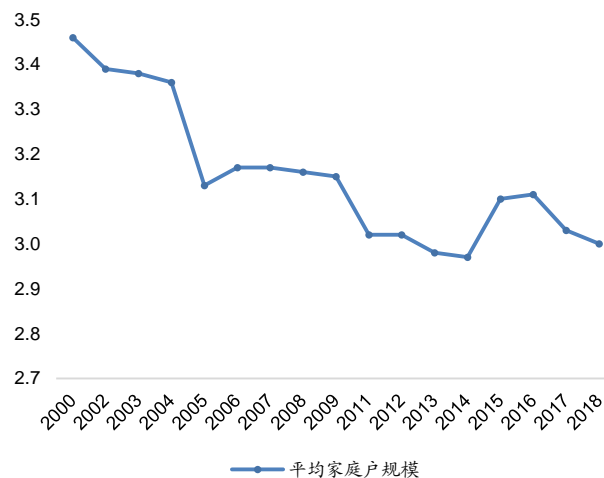
- （1）催生了欣欣向荣的房地产市场：厨房电器具备较强的安装属性，商品房住宅销售面积的持续攀升给厨电提供了优质的生长土壤；

图 6: 全国总人口 (万人, 左轴) 城镇化率 (% , 右轴)



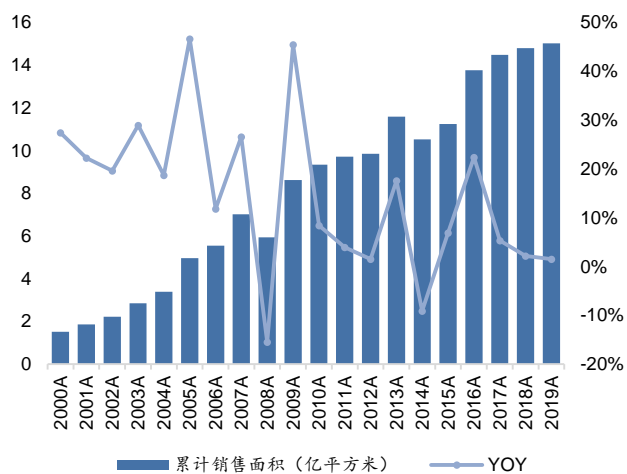
数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

图 7: 平均家庭规模 (人/户)



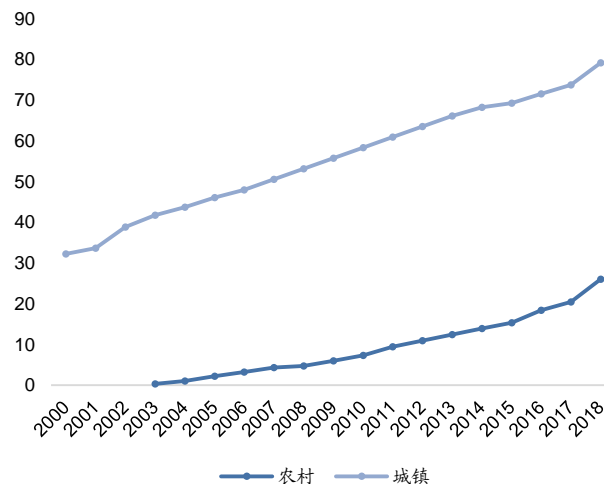
数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

图 8: 商品房住宅销售面积及同比增速



数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

图 9: 油烟机城镇及农村居民保有量 (台/百户)

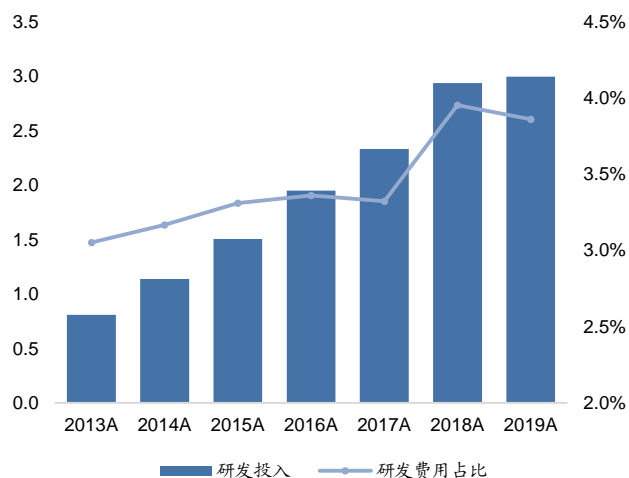


数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

- (2) 家电产品需求刚性逐渐增强: 部分家电产品又生活可选消费逐渐过渡为必选消费。其中以油烟机为例的厨电城镇与农村居民保有量在2018年分别达到79台/百户、26台/百户, 提升幅度明显。



图 10: 研发投入 (亿元, 左轴) 及占比 (右轴)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图 11: 营销费用 (亿元, 左轴) 及占比 (右轴)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

在此基础上, 公司通过持续的研发与营销投入构建起了强有力的产品力与品牌力:

- (1) 产品力: 2019年公司研发费用达到3.0亿元, 占当年营业收入的3.9%, 相比2013年分别提升了2.8x、0.8pct。公司建立了国家级的工业设计中心、企业技术中心、实验室, 参与核心产品有关的安全、性能、节能环保等国家、行业及团体标准的制修订共55项。其中国家标准有21项, 行业标准20项, 团体标准14项, 作为第一起草单位11项目, 引领了行业技术发展方向。

图 12: 公司技术资源平台



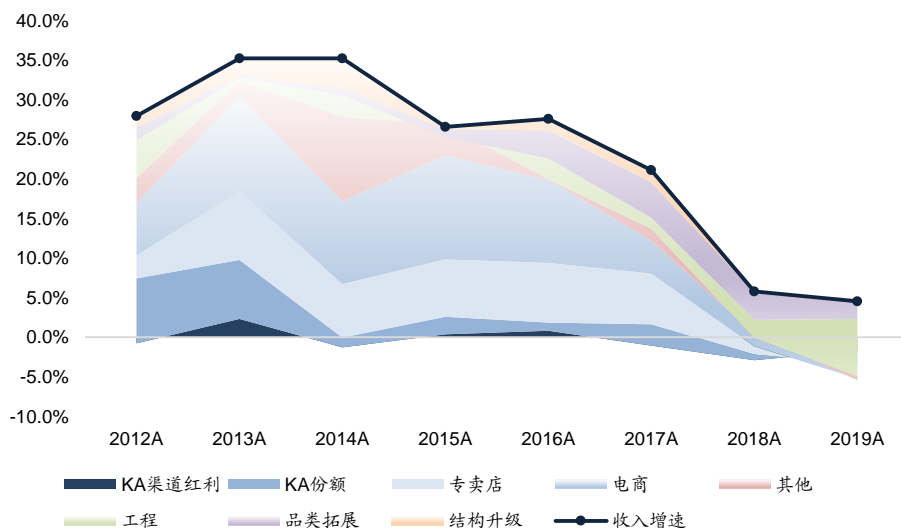
数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

- (2) 品牌力: 2019年公司广告宣传+销售服务费用达到10.1亿元, 占当年营业收入的13%, 相比于2013年分别提升了3.2x、5pct。公司年报显示, “老板”品牌连续6年入围“BrandZ最具价值中国品牌100强”, 连续14年荣膺“亚洲品牌500强”。2019年公司品牌价值达到117.98亿元, 位列厨电行业第一, 轻工板块前十。



## (二) 成长驱动：多项渠道红利助力公司持续整合市场

图 13：公司历史收入增速及驱动因素拆分

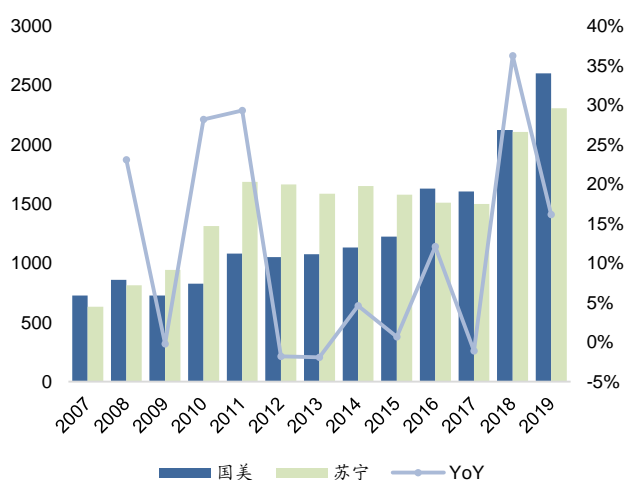


数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

而将老板电器收入的增长拆分后可以发现，公司此前的成长驱动因素在于通过抓住多项渠道红利对产品力与品牌力进行变现：

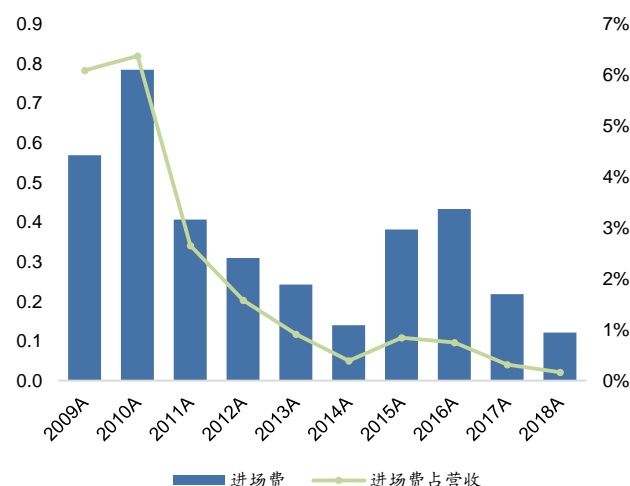
### 1. KA渠道：积极拥抱线下家电KA连锁渠道，份额与均价持续提升

图 14：KA连锁数量（家，左轴）及总同比增速（右轴）



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 15：老板电器进场费（亿元）及占营收比例

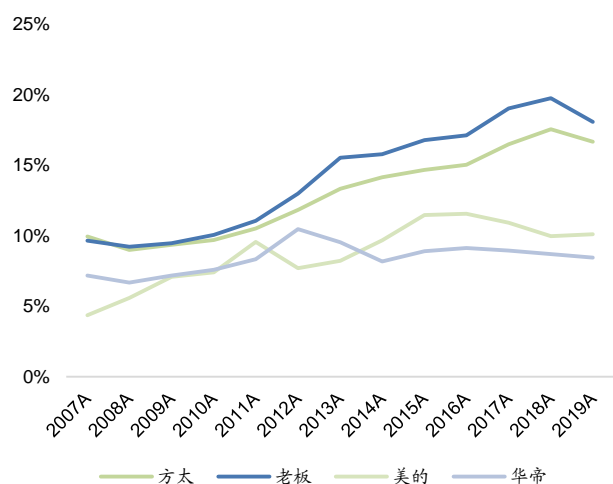


数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

公司早期积极入驻快速发展的家电线下KA连锁渠道，从营销费用中我们可以看出，

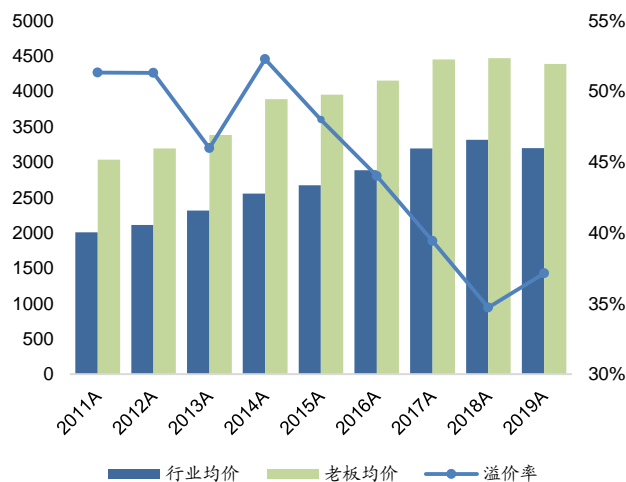
公司的进场费投入较大，同时公司产品较高的定位与盈利空间也符合KA渠道的诉求。随着KA渠道在一二线城市的第一阶段扩展进入尾声，公司凭借长期积累的产品力与品牌力在KA渠道实现了份额与均价持续提升：中怡康数据显示2011年至2019年公司油烟机KA渠道零售量份额从11%提升至18%；零售均价从3036元提升至4387元。

图 16：油烟机KA渠道零售量份额



数据来源：中怡康，广发证券发展研究中心

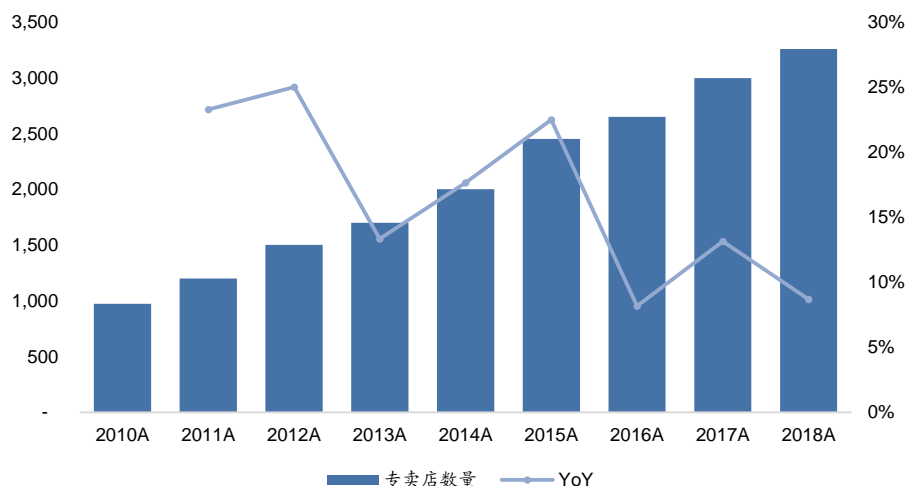
图 17：油烟机均价（元）及老板电器溢价率



数据来源：中怡康，广发证券发展研究中心

## 2. 线下专卖店与电商：布局多元化渠道，拓展红利快速放量

图 18：老板电器专卖店数量（家，左轴）

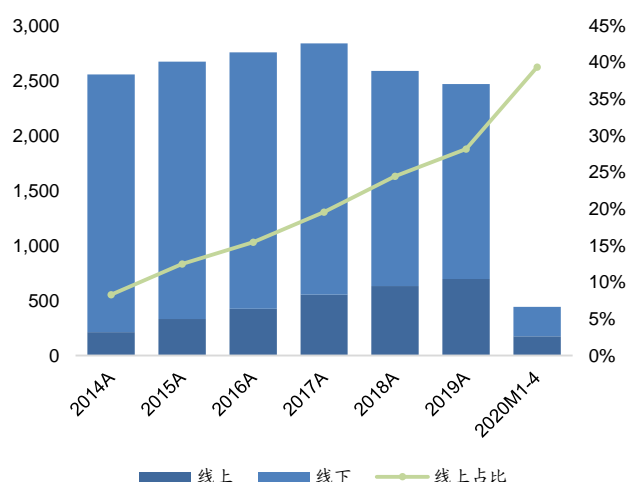


数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

随着大KA在一二线城市扩张的落幕，次级市场的消费水平与习惯不足以支撑传统模

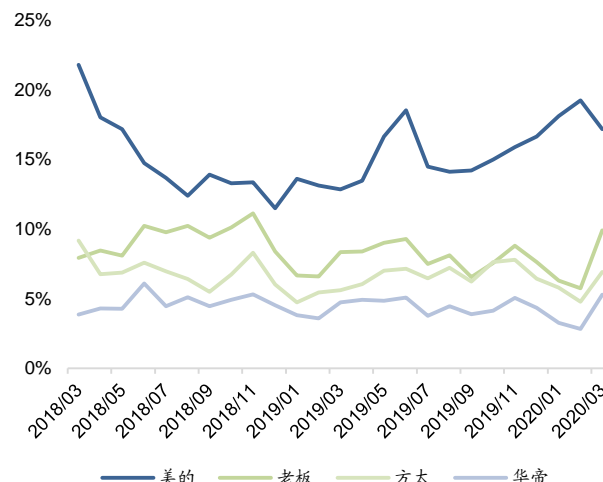
式下大规模陈列、大面积铺设所需的坪效（早年苏宁曾尝试在乡镇市场建设连锁门店，后逐渐转为苏宁小店模式），公司开始逐渐通过经销商自建专卖店的形式进一步渗透空白市场，2018年末公司铺设专卖店数量达3258家，相比于2010年提升2.3x。

图 19：油烟机推总零售量（万台，左轴）及线上占比



数据来源：奥维云网，广发证券发展研究中心

图 20：线上零售量竞争格局



数据来源：奥维云网，广发证券发展研究中心

另一方面物流、信息系统以及公司售后系统的发展和完善给予了大家电消费线上化坚实的基础。奥维云网数据显示2019年油烟机线上零售量占比达到28.2%，相比2014年提升近20pct，2020年1-4月受疫情的影响，累计零售量占比再次上升至39.4%。

期间公司快速布局电商渠道，年报显示2019年公司前5大客户中来自天猫、京东、苏宁的销售额达到20亿元，占当年营收的26.3%。

随着近年国家开始严格把控地产政策，旧红利KA渠道逐渐面临天花板、专卖店铺设速度放缓、电商运营成本也持续提升，厨电行业以及公司的增长受到了短暂的影响，市场开始对厨电行业长期的成长空间与未来的竞争格局有所质疑。

### 三、展望：行业天花板尚远，格局有望集中

从历史的表现来看，宏观经济的发展与产品的属性决定了行业的成长空间，而渠道红利的属性决定了哪些企业将在当下整合市场。我们认为，当下的厨电行业仍处于长期有成长空间的阶段，新红利下龙头仍具备进一步整合市场的能力：

- (1) **空间：**长期视野来看厨电仍有广阔的成长空间，增速放缓主要原因在于当下处于成长驱动力切换的腾挪期。根据我们的测算，油烟机5-10年之间的内销量规模有望达到2209-2899万台，10年后有望达到具备相似属性冰箱、洗衣机超过4000万台的水平。（具体测算过程我们在此中不再赘述，详细内容欢迎参考我们2019年10月19日外发的厨电行业深度报告《复盘厨电黄金十年，展望成长新驱动》）

(2) **竞争格局**: 当下厨电行业增长的新驱动力中,新品类的拓展与工程渠道的布局正契合厨电龙头企业的能力圈,有助于公司整合市场。另外考虑到多方面的竞争因素,我们认为传统品类零售市场出现大幅度的全面价格竞争概率也较低,格局将依然稳定,定价权仍在一线品牌手中。

### (一) 成长新红利: 精装工程渠道与新品类成新驱动力

年报显示2019年老板电器实现收入77.6亿元,同比增长3.4亿元,其中嵌入式新品类合计收入11.1亿元,同比增长1.9亿元,传统品类工程渠道收入14亿元,同比增长6.6亿元,零售渠道出现负贡献。公司收入增长的驱动力已转移至工程渠道与新品类。

#### 1. 政策推动下精装房渗透率持续提升,龙头企业竞争优势明显

2016年前后,全国各地开始陆续出台全装修规定的相关文件,随后住建部在2017年印发的建筑业十三五规划中提出到2020年新开工全装修成品住宅面积占比达到30%,装配式建筑面积达到15%。“毛坯房”或将开始逐步退出历史舞台。

表 1: 精 / 全装修住宅开盘情况

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2022E
全装修开盘量 (万套)	115	158	253	319	365	520
YoY	40%	37%	60%	26%	14%	-
商品房住宅销售 面积 (万平方米)	137,540	144,789	147,929	150,144	150,000	150,000
YoY	22%	5%	2%	2%	0%	0%
商品房住宅销售 套数 (万套)	1,375	1,448	1,479	1,501	1,500	1,500
渗透率	8%	11%	17%	21%	24%	35%
YoY		+3pct	+6pct	+4pct	+3pct	-

数据来源: 奥维云网, 国家统计局, 广发证券发展研究中心

\* 其中商品房住宅销售套数使用商品房住宅销售面积 / 平均每套 100 平米估算, 假设 2020-2022 年商品房销售面积保持不变; 2020 年、2022 年全装修开盘量预测数据来自奥维云网

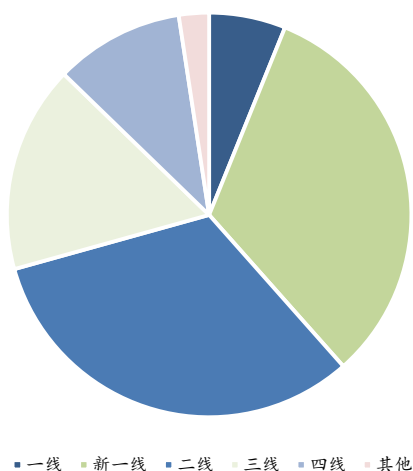
2019年全国全装修开盘套数已达319万套,同比增长26%,相对于当年全国商品房住宅销售近1501万套而言,渗透率已达到21%,同比增长4pct。

表 2: 精装修传统厨电配套率

	2016A	2017A	2018A	2019A
烟机	98%	99%	98%	99%
灶具	94%	95%	95%	95%
消毒柜	64%	61%	45%	42%

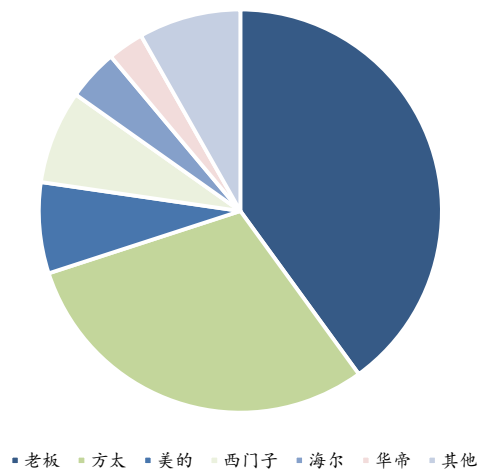
数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

图 21: 2019年精装房按城市分布



数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

图 22: 2018年油烟机精装房渠道品牌份额

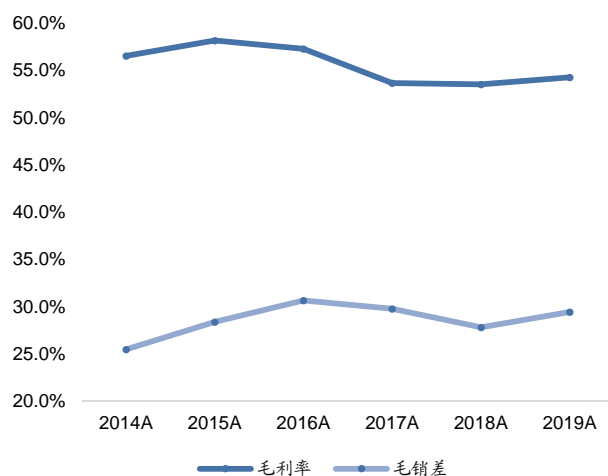


数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

从精装房市场目前的情况来看, 厨电中烟机、灶具两件套基本属于标配, 消毒柜则相对配套率稍低, 其中老板电器油烟机 2018 年市占率高达 40% 占据绝对优势, 远高于其在 KA 渠道 18% 的零售量市占率以及接近 10% 左右的出货量市占率, 我们认为老板电器在工程渠道优势较为明显, 有望借助新渠道红利进一步完成对行业的整合:

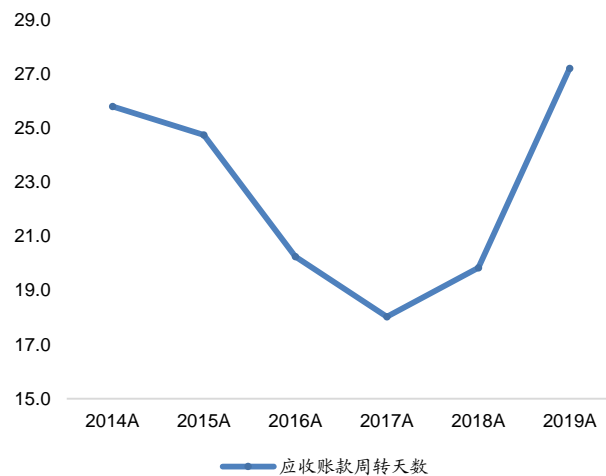
- (1) **品牌优势:** 多年的研发与营销投入建立了基于产品力上的品牌知名度, 契合地产开发商匹配楼盘定位的要求。同时, 精装修市场集中度持续呈现提升趋势, TOP 级房企对楼盘形象要求也持续提升;
- (2) **成本优势:** 尽管目前厨电行业较为分散, 但老板电器仍有着一定的规模优势, 加上较全的 SKU 以及稳定的制造能力, 在保证盈利能力的情况下增强了价格优势;
- (3) **品质优势:** 工程渠道下游客户更加专业, 对产品一致性、售后服务的及时性与质量要求更高。当下精装房项目主要集中在一至三线城市, 占总精装房的 87%, 这部分区域公司布局较为完善, 拥有整套的服务与售后体系。

图 23: 老板电器综合毛利率与净利润率



数据来源：奥维云网，广发证券发展研究中心

图 24: 老板电器应收账款周转天数



数据来源：奥维云网，广发证券发展研究中心

从盈利能力与周转率来看，工程渠道通常毛利率稍低于零售渠道，但由于费用率偏低，实际净利率水平依然尚可，但地产客户付款周期较长，对周转率有一定影响。2019年公司工程渠道收入占比从10%上升至18%提升幅度较大：

- (1) 盈利能力：2019年毛利率在原材料价格稳中下行的背景下达到54.3%（YoY +0.8pct）基本稳定，毛利率 - 销售费用率达到了29.4%（YoY +1.6pct）上升较多；
- (2) 周转率：2019年应收账款周转天数达到27.2天，同比提升7.4天，提升幅度较大。

## 2. 嵌入式新品类增长势头良好，公司战略重视程度加强

相比海外成熟市场而言，我国厨房大件品类相对单一。随着生活水平的提升，消费者对嵌入式产品的需求也逐步增多。近两年嵌入式产品均实现了较快的速度，

表 3: 零售市场嵌入式厨电配套情况（万台）

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020M1-4
嵌入式洗碗机	24.1	55.9	70.5	96.3	22.4
配套率	0.9%	2.0%	2.7%	3.9%	5.0%
嵌入式一体机			39.0	48.1	12.8
配套率			1.5%	1.9%	2.9%
嵌入式微蒸烤（单功能）			84.6	64.3	16.4
配套率			3.3%	2.6%	3.7%

油烟机	2,758.0	2,839.2	2,587.5	2,470.2	444.7
-----	---------	---------	---------	---------	-------

数据来源：奥维云网，广发证券发展研究中心

从零售和精装修渠道看，目前嵌入式产品配套率（以油烟机为锚）均在5%左右的水平，且提升速度较快。

表 4：精装修嵌入式厨电配套率

	2016A	2017A	2018A
洗碗机	2%	3%	10%
微波炉	2%	2%	7%
电烤箱	2%	2%	7%

数据来源：奥维云网，广发证券发展研究中心

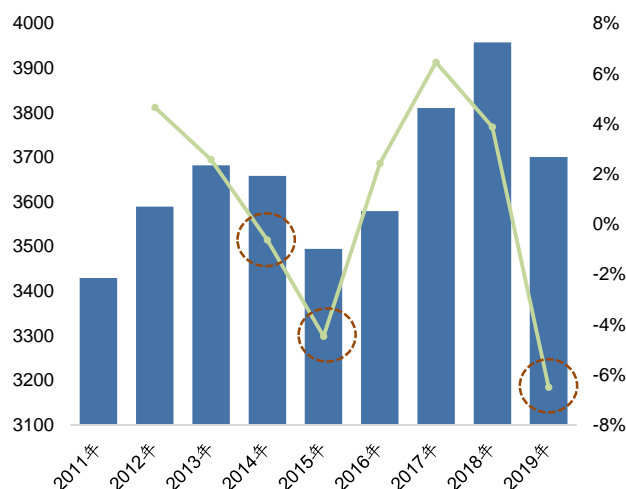
对于公司而言，老板电器也调整了相应策略，从以往通过强势产品油烟机来带动其他产品的销售转为三大品类（传统厨电、嵌入式、净水器与水槽）齐头并进，并成立了洗碗机与蒸箱事业部。预计未来新品将持续公司增长贡献动力。

## （二）格局仍稳：高端厨电出现持续的大规模价格战概率偏低

大部分家电企业作为典型的品牌制造商，拥有较为分散的上游供应商和下游客户，在产业链中具备较强的议价能力。同时，家电产品形态稳定，技术更迭缓慢，替代品威胁小。因此，纵观行业史上竞争格局恶化以及大规模的价格战主要都源自于现有状态下，业内竞争者的诉求（增长、现金、ROE等压力）难以得到满足（通常是某几项同时得不到满足）或出现强有力的新进入者。回溯行业价格竞争可以发现：

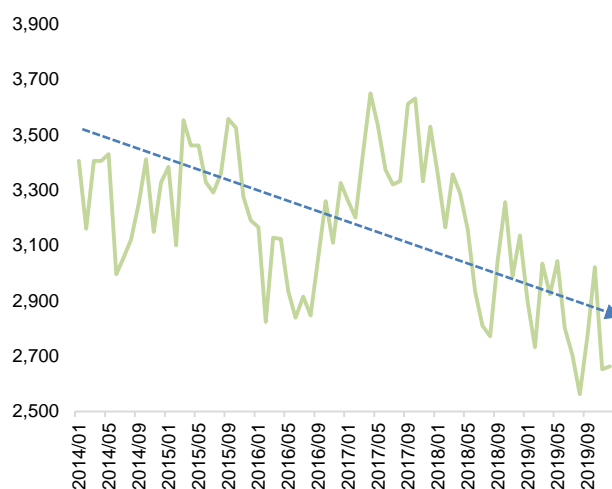


图 25: 空调零售均价 (元) 及同比增速



数据来源: 中怡康, 广发证券发展研究中心

图 26: 液晶电视零售均价 (元)



数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

### (1) 黑电行业:

在产品平均尺寸持续上升的背景下价格仍持续下降。其主要矛盾在于:

电视机较早完成普及, 行业看不到长期增长空间;

电视产品份额分散, 产品较为同质化, 口碑相差无几, 公司难以抢占份额;

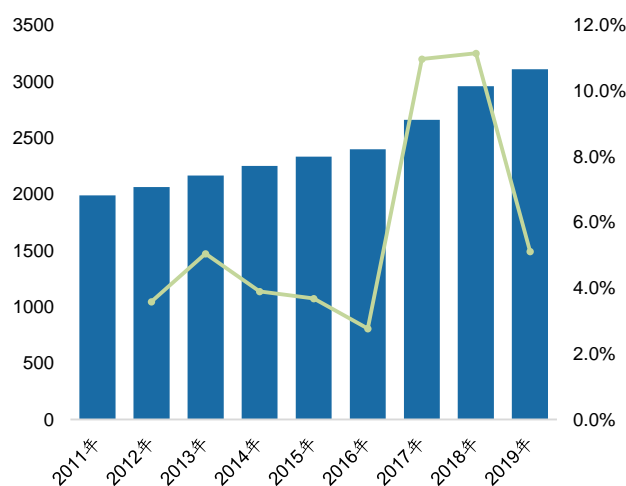
新进入者小米、乐视等通过软件和流量盈利, 硬件盈利能力可压缩的空间更大。

### (2) 空调行业:

2014年 - 2015年价格战: 家电强补贴政策陆续退出, 需求受到透支, 短期增长受限; 同时渠道库存较重, 经销商现金流压力大, 负债经营现金成本偏高;

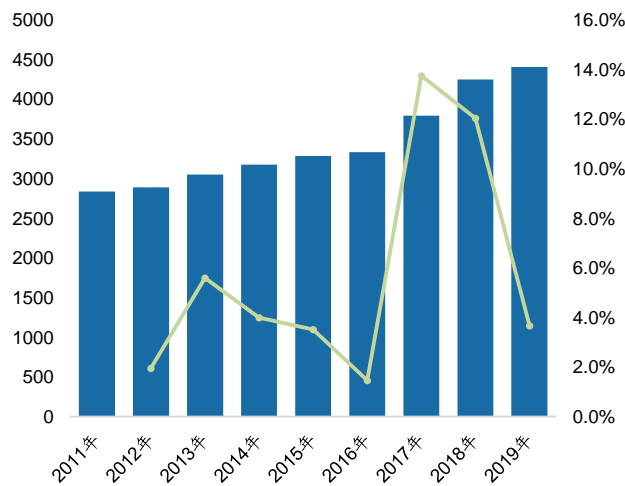
值得注意的是, 同时期的冰洗产品同样受到了政策退出行业增长承压的影响, 但由于冰洗终端需求没有明显的季节性, 厂家通常不会在淡季进行压货, 渠道库存波动性低, 因此价格仅出现了小幅度的增速下行, 未出现价格战。

图 27: 洗衣机零售均价 (元) 及同比增速



数据来源: 中怡康, 广发证券发展研究中心

图 28: 冰箱零售均价 (元) 及同比增速



数据来源: 中怡康, 广发证券发展研究中心

2019年 – 2020年初价格战：行业前两年增速较快，完成增长目标的难度变高；美的对份额诉求提升，但仅依靠品牌力、产品力自然获客速度较慢；美的生产端与渠道端改革初见成效，同时原材料价格处于下行周期，具备价格战的能力。

那么对于当下的厨电行业而言，尽管短期龙头价格有所下行，但我们认为中长期看出现竞争格局恶化、大规模持续的价格战概率偏低：

(1) 中长期看行业成长未受限：

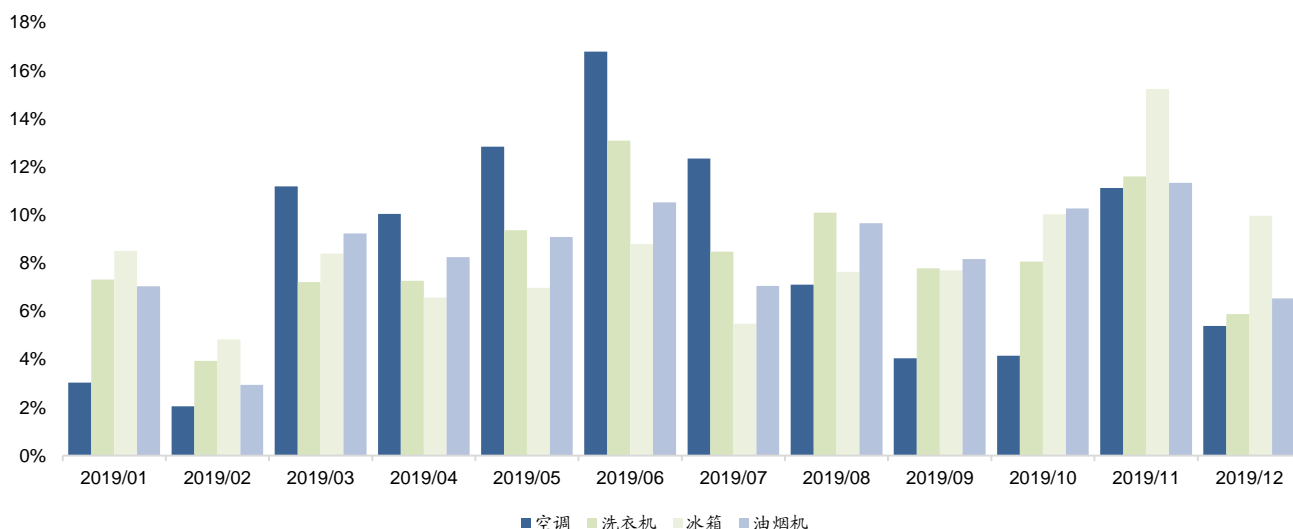
中长期看：传统品类仍未实现完全普及，根据上文中我们的测算仍具备较大的成长空间；新兴品类配套率低，但增长势头较好，主要玩家均为传统厨电龙头企业，未来具备支撑行业进一步增长的能力；

(2) 渠道仍有新红利，龙头企业有望通过新渠道进一步整合市场；

(3) 经销商盈利能力强，库存波动小负债与现金成本压力小：

相比于空调的由于强季节性而产生的淡季压货、囤货，旺季倾销的方式，厨电需求全年看更为平均，经销商库存波动小，从而导致经销商没有短期负债与现金成本压力骤升的风险，通过压价出货来缓解现金流压力的诉求较少。

图 29：家电产品月度零售量季节性对比



数据来源：奥维云网，广发证券发展研究中心

(4) 新进入者冲击市场，但高端市场护城河较深，竞争主要在低端市场：

近年来我们常能看到一些新晋厨电品牌厂商或依赖电商渠道（如小米、云米、苏泊尔等）或依赖原有的线下渠道（法迪欧等），通过低价竞争实现了快速放量。

表 5: 新晋品牌大厨电收入规模

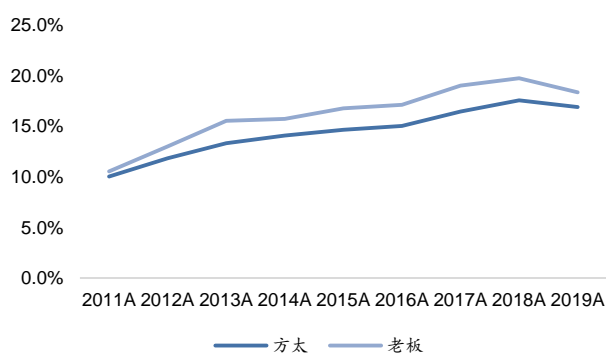
	厨电收入规模	厨电业务	烟灶套餐	烟灶套餐
	2019FY	起步时间	型号	价格 (元)
云米	~13.2 亿元	2016	VC201+VG301	999
九阳	~3.0 亿元	2012	J02+FB01	1499
法迪欧	~1.6 亿元 (零售额)	2012	7103+2B03	699
苏泊尔	~10.0 亿元	2012	DJ1C2+B15	1449
老板	~77.6 亿元	1988	21X3+7B16	3299
华帝	~57.5 亿元	1992	i11030+i10051B	2299
方太	~110 亿元 (含税)	1996	JN02E+FD23BE	3399

数据来源: 公司年报, 公司官网, 天猫商城, 广发证券发展研究中心

\* 烟灶套餐均采用性能参数相近、侧吸油烟机款进行对比。价格均采用 2019 年 10 月天猫到手价。

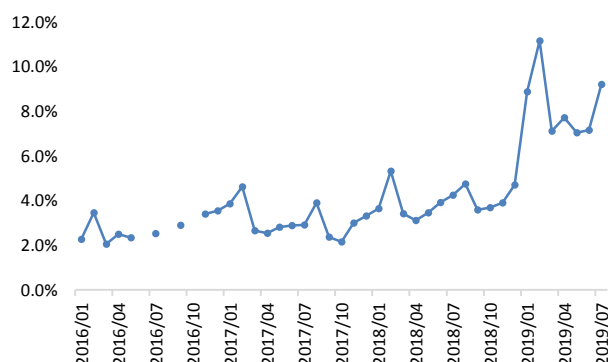
但整体厨电产品装修属性强, 平均使用寿命长, 替换的时间与经济成本偏高, 导致消费者普遍存在规避试错的心态。而我们可以看到这些新进入者大多采用低价竞争的策略, 在厨电行业较为分散, 消费分级普遍存在的情况下, 实际上新进入者对高端品牌产生的影响较小。2019 年法迪欧在 KA 渠道实现放量后, 龙头品牌份额并未受到明显影响。

图 30: 厨电龙头油烟机 KA 渠道零售量市场占有率



数据来源: 中怡康, 广发证券发展研究中心

图 31: 法迪欧油烟机 KA 渠道零售量市场占有率



数据来源: 中怡康, 广发证券发展研究中心

另一方面, 老板、华帝分别旗下名气、百得子品牌正在逐步完善自身品牌矩阵, 布局次级市场, 未来看龙头品牌应对新进入者手段从容。

考虑到这些因素, 我们认为未来厨电市场的竞争格局或会出现以下走势:

- (1) 一二线城市保有量提升空间较小, 未来零售端以更新需求为主, 而通常消费者在对产品进行换代时天然具备消费升级的属性, 龙头仍将**强者恒强**;
- (2) 政策推动下**全装修趋势**确定性明显, 品牌力与服务体系将是地产公司筛选供应

商的重要标准。龙头公司在B端的竞争优势或进一步强化行业地位；

- (3) 次级市场零售端仍以新增需求为主，市场规模与集中度仍存在较大的挖掘空间。随着电商线下门店下沉或将为厨电厂家带来整合次级市场的新机遇。

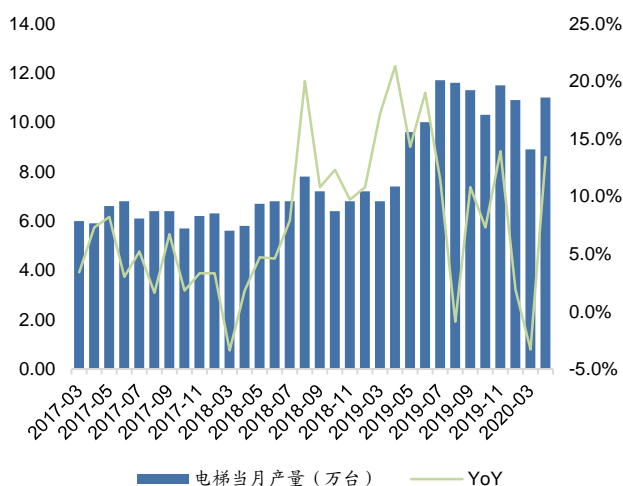
### (三) 短期改善：疫情后竣工复苏有确定性，零售开始有所好转

#### 1. 地产端：

此前融资成本上升，地产商现金流相对紧张，竣工意愿不强，近两年商品房住宅竣工与销售出现明显的错配，同时新冠疫情的影响下竣工周期再度被推迟，。

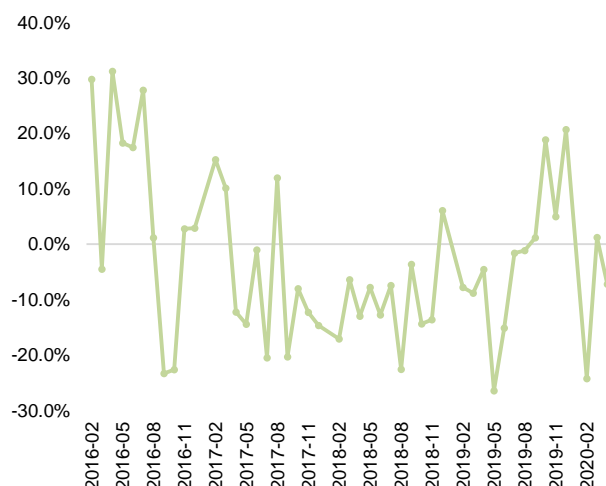
但从近期数据来看，先行指标电梯产量增长恢复明显，2020年4月同比增长13.4%，竣工数据2020年3月转正达到1.2%，4月份小幅下降至-7.2%，预计之后新房交付与终端需求恢复具备确定性；

图 32：电梯月度产量及同比增速



数据来源：奥维云网，广发证券发展研究中心

图 33：商品房住宅竣工面积同比增速

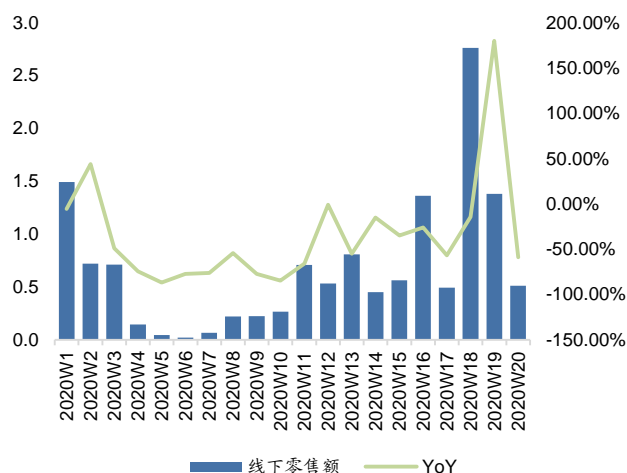


数据来源：奥维云网，广发证券发展研究中心

#### 2. 零售端：

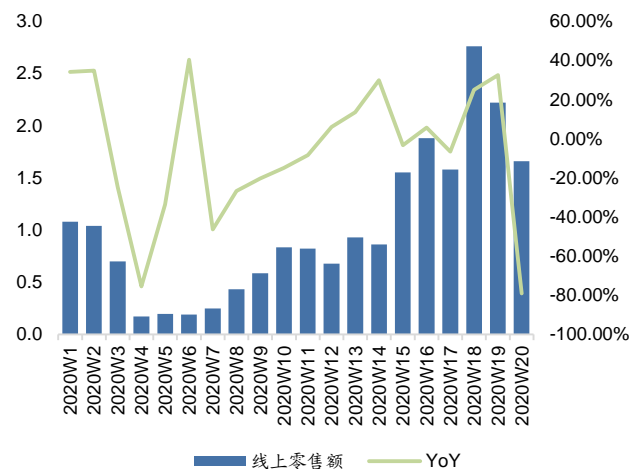
- (1) 零售规模：疫情后线上零售额持续维持了稳健增长，2019W19五一期间叠加促销活动的影响增长尤为明显；各类家电线下五一期间均出现大幅增长，预示着线下消费行为已有明显恢复；
- (2) 竞争格局：公司线上、线下市场份额环比持续提升，同比保持相对稳定；
- (3) 价格：同比看线下价格下行趋势已有所恢复，线上受促销活动影响仍在低位。

图 34: 油烟机线下零售额 (亿元) 及同比增速



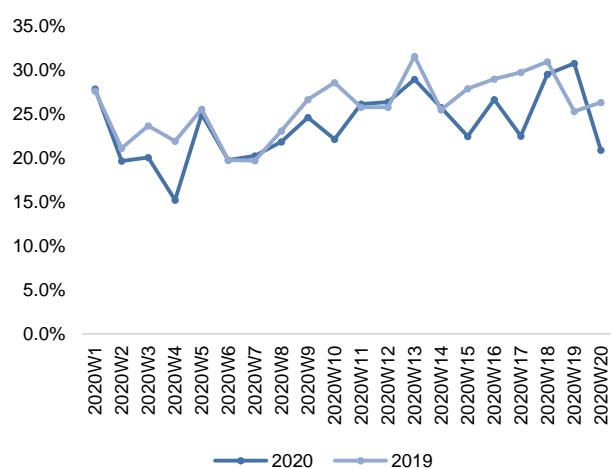
数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

图 35: 油烟机线上零售额 (亿元) 及同比增速



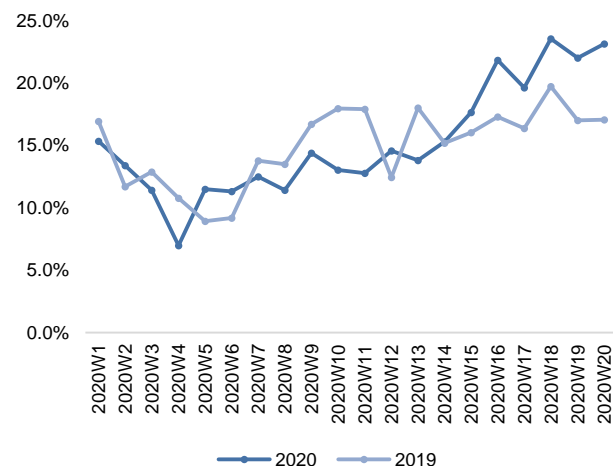
数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

图 36: 老板电器线下零售额份额



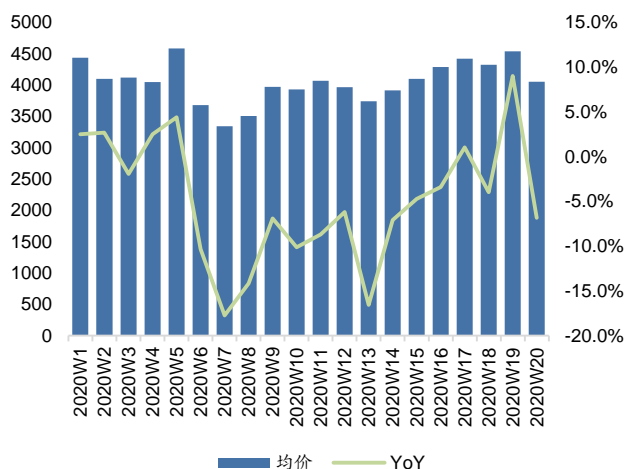
数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

图 37: 老板电器线上零售额份额



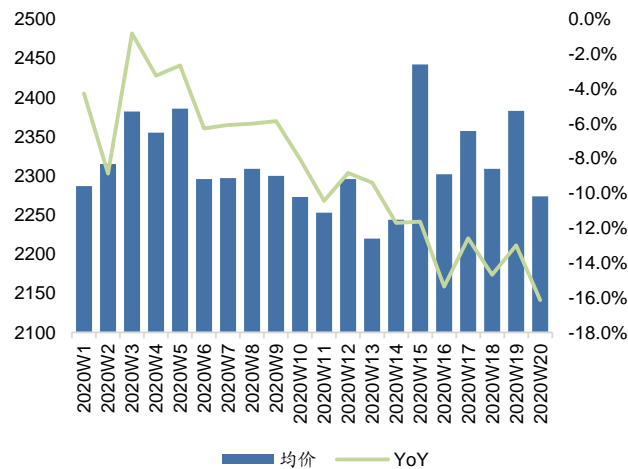
数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

图 38: 老板电器油烟机线下零售均价 (元)



数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

图 39: 老板电器油烟机线上零售均价 (元)



数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

## 四、投资建议

### 核心假设:

1. 传统品类在地产竣工恢复、渗透率具备提升空间的背景下实现稳定增长;
2. 嵌入式新品配套率提升, 整体增速优于传统品类;
3. 工程渠道在精装房渗透率持续提升的背景下实现较快的增长;
4. 线上增速保持相对稳定;
5. 线下受到工程与线上分流的影响略有下降;
6. 传统品类在工程渠道占比提升的情况下毛利率小幅下降, 新品类在规模效应、生产效率提升的影响下毛利率小幅上行, 综合毛利率持平。

预计2020-2022年公司归母净利润分别为17.2 / 19.5 / 22.0亿元, 同比增速分别为8.4% / 12.9% / 13.2%, 最新收盘价对应2020年PE为16.5 x。考虑到公司的龙头地位、在新红利下具备较强的比较优势, 参考可比公司平均估值以及公司的业绩增速, 给予公司2020年20.0xPE, 对应合理价值36.32元/股, 短期商品房住宅竣工交付有望修复, 中长期行业有成长空间, 维持“买入”评级。

表 6: 收入按产品拆分及预测 (百万元)

	2019A	2020E	2021E	2022E
油烟机	4082	4236	4617	5033
YoY		3.8%	9.0%	9.0%
燃气灶	1843	1900	2014	2135
YoY		3.1%	6.0%	6.0%

消毒柜	561	544	533	522
YoY		-3.0%	-2.0%	-2.0%
嵌入式新品	875	1,026	1,286	1,619
YoY		17.2%	25.3%	25.9%
其他	399	696	922	1,226
YoY		74.3%	32.4%	33.0%
总计	7761	8402	9372	10536
YoY		8.3%	11.5%	12.4%

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

表 7：收入按渠道拆分及预测（百万元）

	2019A	2020E	2021E	2022E
工程渠道	1,400	2100	3045	4263
YoY		50%	45%	40%
线上渠道	2,328	2,445	2,567	2,695
YoY		5%	5%	5%
线下及其他渠道	4032	3858	3760	3577
YoY		-4%	-3%	-5%

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

表 8：毛利率按产品拆分及预测

	2019A	2020E	2021E	2022E
油烟机	58%	58%	57%	57%
燃气灶	56%	56%	55%	55%
消毒柜	45%	45%	44%	44%
嵌入式新品	51%	52%	53%	54%
其他	31%	30%	30%	30%
总计	54%	55%	55%	55%

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

表 9：老板电器可比公司估值表

股票代码	公司名称	现价 (元人民币)	每股收益 (元人民币)		市盈率 (X)	
			2019A	2020E	2019A	2020E
002677.SZ	浙江美大	10.16	0.71	0.74	17.87	13.80

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明



002035.SZ	华帝股份	10.33	0.86	0.90	15.60	11.47
	行业平均				16.74	12.64
002508.SZ	老板电器	29.93	1.68	1.82	20.18	16.48

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

注：股价为 2020-5-22 收盘价；所有公司 2019 年 EPS 为年报数据，2020 年预测数据与广发外发报告一致。

## 五、风险提示

原材料价格上涨；地产竣工复苏不及预期；竞争格局恶化。

资产负债表		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
流动资产	7,980	9,052	10,805	13,203	15,939	
货币资金	2,197	4,054	5,246	6,667	8,334	
应收及预付	1,774	1,762	1,909	2,259	2,684	
存货	1,347	1,339	1,284	1,390	1,507	
其他流动资产	2,662	1,896	2,366	2,888	3,415	
非流动资产	1,475	1,600	1,560	1,562	1,560	
长期股权投资	3	4	5	5	6	
固定资产	843	826	844	860	874	
在建工程	184	272	237	202	167	
无形资产	194	220	239	257	274	
其他长期资产	251	278	235	237	239	
资产总计	9,455	10,652	12,365	14,765	17,500	
流动负债	3,232	3,557	3,540	3,974	4,484	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付及预收	2,777	3,091	3,039	3,411	3,847	
其他流动负债	455	466	501	563	636	
非流动负债	92	121	92	92	92	
长期借款	0	0	0	0	0	
应付债券	0	0	0	0	0	
其他非流动负债	92	121	92	92	92	
负债合计	3,325	3,678	3,633	4,066	4,576	
股本	949	949	949	949	949	
资本公积	402	402	402	402	402	
留存收益	4,698	5,529	7,252	9,199	11,402	
归属母公司股东权益	6,045	6,864	8,605	10,552	12,754	
少数股东权益	85	110	127	147	169	
负债和股东权益	9,455	10,652	12,365	14,765	17,500	

利润表	单位：百万元				
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业成本	3,451	3,549	3,750	4,228	4,782
营业税金及附加	71	67	80	89	100
销售费用	1,910	1,928	2,159	2,362	2,613
管理费用	272	284	269	291	316
研发费用	293	299	378	431	495
财务费用	-101	-83	-47	-60	-75
资产减值损失	-15	-9	-23	-8	-9
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	88	127	90	95	100
营业利润	1,702	1,872	2,000	2,258	2,556
营业外收支	1	0	2	2	2
利润总额	1,702	1,872	2,001	2,260	2,558
所得税	218	257	260	294	332
净利润	1,484	1,614	1,741	1,966	2,225
少数股东损益	10	24	17	20	22
归属母公司净利润	1,474	1,590	1,724	1,946	2,203
EBITDA	1,530	1,743	1,770	1,978	2,239
EPS（元）	1.55	1.68	1.82	2.05	2.32

现金流量表	单位：百万元				
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1,509	1,555	1,615	1,836	2,077
净利润	1,484	1,614	1,741	1,966	2,225
折旧摊销	102	110	3	6	9
营运资金变动	12	-18	-96	-47	-64
其它	-89	-151	-32	-88	-93
投资活动现金流	-1,184	1,056	-408	-416	-410
资本支出	-181	-272	-8	-8	-8
投资变动	-1,090	1,205	-3	-3	-3
其他	87	122	-397	-405	-400
筹资活动现金流	-712	-759	-16	0	0
银行借款	0	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-712	-759	-16	0	0
现金净增加额	-386	1,852	1,192	1,421	1,667
期初现金余额	2,563	2,177	4,054	5,246	6,667
期末现金余额	2,177	4,029	5,246	6,667	8,334

### 主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	5.8%	4.5%	8.3%	11.5%	12.4%
营业利润增长	0.7%	10.0%	6.8%	12.9%	13.2%
归母净利润增长	0.8%	7.9%	8.4%	12.9%	13.2%
<b>获利能力</b>					
毛利率	53.5%	54.3%	55.4%	54.9%	54.6%
净利率	20.0%	20.8%	20.7%	21.0%	21.1%
ROIC	32.6%	90.3%	72.3%	64.3%	60.2%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	35.2%	34.5%	29.4%	27.5%	26.1%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.47	2.54	3.05	3.32	3.56
速动比率	2.03	2.15	2.67	2.95	3.20
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.85	0.77	0.73	0.69	0.65
应收账款周转率	4.80	4.53	4.56	4.29	4.06
存货周转率	2.81	2.64	2.92	3.04	3.17
<b>每股指标（元）</b>					
每股收益	1.55	1.68	1.82	2.05	2.32
每股经营现金流	1.59	1.64	1.70	1.94	2.19
每股净资产	6.37	7.23	9.07	11.12	13.44
<b>估值比率</b>					
P/E	13.00	20.18	16.48	14.59	12.89
P/B	3.17	4.67	3.30	2.69	2.23
EV/EBITDA	11.09	16.09	13.09	10.99	8.97

## 广发家电行业研究小组

- 曾 婵：首席分析师，武汉大学经济学硕士，2017 年进入广发证券发展研究中心，2018 年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名，带领团队荣获 2019 年新财富家电行业第三名。
- 袁 雨 辰：资深分析师，上海社科院经济学硕士，2017 年进入广发证券发展研究中心，2018 年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名，2019 年新财富家电行业第三名团队成员。
- 王 朝 宁：资深分析师，乔治华盛顿大学金融学硕士，2018 年进入广发证券发展研究中心，2018 年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名，2019 年新财富家电行业第三名团队成员。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪大道 8 号国金中心一期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。