

2020 年 05 月 24 日

老板电器 (002508.SZ)

变局之年，重新审视老板的“善变”

■**敏锐的应变能力是公司核心竞争力**：资本市场认为，公司过往的优秀表现得益于渠道红利，而忽视了其核心竞争力。复盘老板电器，我们发现，其产品更迭、渠道演变等历程，均显示出公司拥有优秀的战略调整能力，在变化的环境中抢占先机。我们认为，当前厨电行业已产生诸多变化，未来发展也存在一定不确定性，老板电器出色的应变力有望助力业绩持续增长。

■**厨电行业迎来变局**：从新品放量、渠道结构调整，到 2020 年的新冠疫情，近几年，厨电行业正快速变化，对企业的经营调整能力带来考验。我们判断，行业未来发展有不确定性，利好适应性强、善于调整策略的公司。

■**工程渠道将拉动老板业绩增长**：通过与海外发达国家或地区比较，我们认为，未来国内厨电工程销量占比有望达到 40% 以上（与韩国、中国台湾相近）。通过测算，我们也发现，工程机在国内厨电出货占比的提升，可更有力地拉动老板电器业绩增长（详见表 10），这主要得益于：1) 工程渠道行业竞争格局优于零售业务，老板电器订单量大。2) 渠道销售费用率偏低，净利率较高（详见表 8、表 9）。而这两点要素，资本市场当前没有给予足够重视，甚至由此派生对老板发展工程渠道的一些误解。

■**老板的渠道布局具有战略前瞻性**：公司从 2005 年之前依赖 KA 销售，到如今成功发展电商（收入占比 32%）、线下专卖店（收入占比不到 20%）、工程渠道（收入占比约 20%），渠道下沉也获得一定成效。我们分析，老板电器能够分享每一次的渠道红利，最主要的原因在于公司拥有较强的前瞻能力，领先同业企业进行提早布局。

■**公司“抗压”力强**：2020Q1，在疫情冲击下，老板电器收入、业绩降幅远小于同业中其他公司；盈利能力上，Q1 公司毛利率同比+1.7pct。我们认为，压力检验竞争力，在行业景气波动期，老板经营或持续好于资本市场预期。

■**投资建议**：作为高端厨电领域的常青树，老板善于响应市场变化，及时调整经营策略。我们认为，这种优秀的应变能力，是公司业绩持续增长的基础。我们预计老板 2020 年~2021 年的 EPS 分别为 1.69/1.94 元，维持买入-A 投资评级，6 个月目标价为 42.25 元，对应 2020 年 25 倍动态市盈率。

■**风险提示**：竞争格局恶化，原材料价格大幅上涨，房地产市场景气下滑

100,000,000	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	74.2	77.6	80.3	91.7	105.1
净利润	14.7	15.9	16.0	18.4	20.9
每股收益(元)	1.55	1.68	1.69	1.94	2.20
每股净资产(元)	6.37	7.23	8.18	9.15	10.25

盈利和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率(倍)	19.3	17.9	17.7	15.4	13.6
市净率(倍)	4.7	4.1	3.7	3.3	2.9
净利率	19.8%	20.5%	19.9%	20.1%	19.9%
净资产收益率	24.4%	23.2%	20.6%	21.2%	21.5%
股息收益率	2.7%	1.7%	2.5%	3.2%	3.7%
ROIC	56.6%	41.0%	55.7%	60.7%	80.9%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司深度分析

证券研究报告

厨电

投资评级 买入-A

维持评级

6 个月目标价：42.25 元

股价 (2020-05-22) 29.93 元

交易数据

总市值(百万元)	28,404.29
流通市值(百万元)	27,981.58
总股本(百万股)	949.02
流通股本(百万股)	934.90
12 个月价格区间	22.33/36.00 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.75	1.58	-17.72
绝对收益	-3.92	-8.13	10.9

张立聪

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517070005
zhanglc@essence.com.cn

李奕臻

分析师

SAC 执业证书编号：S1450520020001
liyz4@essence.com.cn
0755-82825392

相关报告

老板电器：竣工红利或兑现，经营改善可期/张立聪	2020-04-28
老板电器：Q4 整体稳健，工程业务维持高增长/张立聪	2020-02-28
老板电器：受益竣工向好，工程订单大幅增长/张立聪	2019-10-28
老板电器：期待竣工恢复，Q3 经营有望改善/张立聪	2019-08-26
老板电器：Q1 收入改善，关注价格策略/张立聪	2019-04-24

内容目录

1. 投资概要	5
1.1. 核心观点	5
1.2. 有别于市场的观点	5
2. 谋求共赢，终成龙头	6
3. 厨电龙头品牌将迎来发展机遇	8
3.1. 长期看保有量提升，短期享竣工红利	8
3.2. 变化一：参考海外经验，工程占比或将提升至 40%以上	10
3.3. 变化二：新式厨电快速起量	12
3.4. 变化三：中低端品牌放量，但不改竞争格局	13
3.5. 变化四：新冠疫情	14
4. 市场机遇的敏锐捕手	15
4.1. “大吸力”占有大市场	15
4.2. 在“风口”媒体营销	16
4.3. 洞悉消费需求，抢占新品赛道	17
4.4. 锚定高收入人群，一二线门店布局优于同行	19
4.5. 多举措推动渠道下沉，积极变革	20
4.6. 卡位电商与工程渠道，规模领先同行	21
5. 财务分析	26
6. 盈利预测与估值	29
6.1. 盈利预测	29
6.2. 估值	31
7. 投资建议与风险提示	32
8. 附录	32
一二线城市名录	32

图表目录

图 1：2019 年，烟灶消贡献公司 83.6%收入	6
图 2：华东地区贡献公司主要收入	6
图 3：2014~2019 年，公司收入复合增速 16.7%	6
图 4：2014~2019 年，公司业绩复合增速 22.6%	6
图 5：老板电器发展历程图	7
图 6：任建华为老板电器实际控制人	7
图 7：我国油烟机保有量远低于冰箱、洗衣机	8
图 8：烟灶内销量仍有增长空间	8
图 9：与生活习惯相近的日韩相比，中国油烟机渗透率偏低	8
图 10：住宅竣工与烟机内销量增速（3 个月移动平均）	9
图 11：国内 4 种烟机外形图	10
图 12：欧式、近吸式烟机零售量份额较高	10
图 13：近吸式与欧式烟机终端零售价格更高	10
图 14：新开盘项目中，精装修渗透率提升	11
图 15：精装修商品住宅中，大厨电配套率较高	11

图 16: 近年来, 国内厨电行业的工程出货量占比提升.....	11
图 17: 与发达国家或地区比, 国内厨电工程销量占比低.....	11
图 18: 近年来, 美国新建住房占比稍有提升.....	12
图 19: 有别于中国, 美国二手房销量占比较高.....	12
图 20: 2013~2019 年, 国内洗碗机销量复合增速 53.6%.....	13
图 21: 与发达国家相比, 中国洗碗机渗透率偏低.....	13
图 22: 2013~2018 年, 国内烤箱销量复合增速 32.1%.....	13
图 23: 中国烤箱渗透率偏低.....	13
图 24: 4000 元以上烟机市场, 零售量竞争格局稳定.....	13
图 25: 4000 元以上烟机零售量份额逐步提升.....	13
图 26: 烟机行业零售端竞争格局稳定.....	14
图 27: 老板、方太烟机的内销出货量份额领先.....	14
图 28: 相较于传统家电品类, 卫生清洁类厨电 2020Q1 线上销售较好.....	14
图 29: 老板电器的大吸力烟机与方太静音烟机.....	15
图 30: 风量 19m ³ /min 以上的烟机零售量份额第一.....	15
图 31: 公司在大吸力烟机市场中, 零售量份额第一.....	15
图 32: 老板电器加大近吸式烟机的销量占比.....	16
图 33: 老板电器通过多种渠道进行品牌宣传.....	16
图 34: 2018 年, 老板电器邀请美食主播朵一开展直播活动, 对蒸烤箱进行营销.....	17
图 35: 老板电器开拓多款新品.....	17
图 36: 老板电器新式厨电收入占比不断提升.....	18
图 37: 可比厨电公司的洗碗机、蒸烤一体机、电烤箱、净水器、蒸箱、集成灶的收入占比 6.4%.....	18
图 38: 老板电器推出集成油烟机、名气推出集成灶.....	19
图 39: 厨源店增加消费者体验区.....	20
图 40: 一二线城市中, 老板电器单店收入高于同行.....	20
图 41: 公司一级代理商数量为 83 家.....	21
图 42: 老板电器城市公司运营模式.....	21
图 43: 名气均价高于品牌知名度较高的美的、海尔.....	21
图 44: 名气经营处于调整阶段.....	21
图 45: 相较于可比公司, 老板电器线上收入规模大、销售占比高.....	22
图 46: 厨电龙头在精装修市场销售份额领先.....	22
图 47: 近年来, 老板工程业务逐渐放量.....	23
图 48: 工程业务毛利率较低.....	23
图 49: 工程机价格有一定提升空间.....	23
图 50: 老板电器工程业务模式图.....	25
图 51: 老板电器毛利率高于可比公司.....	26
图 52: 公司净利率处于较高水平.....	26
图 53: 公司注重品牌投入, 期间费用率高.....	26
图 54: 因总资产周转率下滑, 老板电器 ROE 下降.....	26
图 55: 老板总资产周转率低于可比公司.....	27
图 56: 受工程与电商影响, 老板应收票据数额较高.....	27
图 57: 近年来, 公司理财产品金额数量较大.....	27
图 58: 老板电器账上货币资金较为充足.....	28
图 59: 2019 年, 公司现金流季度间波动性更明显.....	28

图 60：公司资产负债率较低.....	28
图 61：老板电器流动比率较高，偿债能力强.....	28
表 1：代理商持有老板电器股份.....	7
表 2：长期来看，国内油烟机行业提升空间大.....	9
表 3：老板电器在“风口”媒体进行营销.....	16
表 4：与方太产品相比，老板新品类具有差异化功能.....	18
表 5：老板嵌入式蒸烤箱、嵌入式蒸烤一体机、嵌入式烤箱行业地位领先.....	19
表 6：3 家传统厨电公司在二线城市城市的门店布局情况.....	20
表 7：老板各个厨电品类在精装修开盘项目中份额领先.....	22
表 8：我们测算，2019 年公司工程渠道销售费用率约为 13.9%，低于公司整体水平（24.8%）.....	24
表 9：经测算，2019 年公司工程渠道净利率为 16.4%.....	24
表 10：假设烟机内销量不变，工程渠道占比提升，老板烟机净利润将随之提升.....	25
表 11：在传统厨电企业中，老板电器应收账款周转率处于较高水平.....	27
表 12：收入分类预测表.....	30
表 13：老板电器的工程收入、毛利率对 2020 年业绩增速影响敏感性分析.....	31
表 14：老板电器 FCFE DCF 模型中的关键假设及估值（2020.05.22）.....	31
表 15：老板电器 FCFE 预测（单位：亿元）.....	31
表 16：可比公司估值表.....	32
表 17：40 座一二线城市名称.....	32

1. 投资概要

1.1. 核心观点

长期来看，厨电市场具有较高的成长性，而作为行业龙头企业，老板电器的投资价值也被低估：

- 行业层面，短期而言，2019H2 以来竣工回暖，将拉动 2020 年厨电行业销售（尤其是零售端）。虽然 2020Q1 厨电市场受到疫情影响，但我们判断，国内疫情已得到控制，未来几个季度，行业销售将逐步转好，兑现竣工逻辑。长期来看，国内厨电行业仍有翻倍空间。以烟机为例，与同样“一户一机”的冰箱、洗衣机相比，其内销量、保有量都有较大提升空间。我们测算，在中性情况下，未来国内烟机销量有望超过 3500 万台，较 2019 年内销量增长 104%（详见表 2）。
- 工程渠道拉动公司销售增长。近年来，受益政策推动，精装房项目快速增加，老板电器工程业务放量。2017~2019 年，公司工程收入 CAGR 超过 60%，收入比重已提升至约 20%。有别于零售渠道，对于工程业务，地产商可供选择的品牌数量很少，竞争格局稳定，集中度高。通过过往经营积累，老板电器拥有品牌美誉度、生产规模优势及完善的售后服务，这些能力是地产商选择厨电品牌时最为看重的。需要一提的是，虽然工程业务毛利率低于线下零售，但行业竞争格局较好、费用投入少。我们测算，厨电行业工程渠道占比提升，将更好地拉动公司业绩增长（详见表 10）。
- 长期来看，公司在不确定的环境中，将展现优于同行的成长性。厨电行业正在不断地变化，包括新式厨电放量、工程机占比增加、中低端品牌起量等，面对行业变化，老板电器通过调整策略，均收获不错的经营成果。未来，厨电行业存在不确定性变化，对企业的应变能力带来考验，而公司具备出色的经营调整能力，业绩稳定增长的确定性更高。

1.2. 有别于市场的观点

资本市场对老板电器的应变能力认知不足。多数投资者认为，公司主要依靠渠道红利快速发展，忽视了老板电器自身的经营策略调整。我们认为，从布局专卖店、电商，再到如今的工程渠道，对每一种渠道，老板电器都及早做了布局，并且经营成熟，反映了公司较强的市场适应能力。

一种观点认为，当前行业景气度较低，中低端品牌起量，厨电行业将会爆发价格战，企业盈利能力将会大幅下降。我们认为，当前厨电行业尚不具备爆发价格战的必要因素，原因为：1) 产品上，企业各具卖点。老板烟机主打“大吸力”、方太重推“静音”、华帝定位“智能”等，而从销售情况来看，这些卖点可吸引到不同人群，消费者愿意支付溢价。2) 品牌上，老板、方太成立至今，一直定位高端，大幅降价也会影响品牌形象。另外，方太为非上市公司，财务压力较小，打价格战动力不足。在消费景气波动阶段，老板电器也会进行终端促销，但价格降幅较小，并且渠道也会承担一部分费用，对公司盈利能力影响有限。

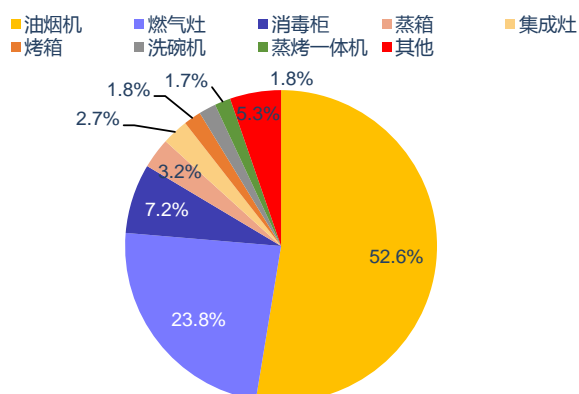
部分投资者认为，老板电器发展工程渠道，利润率低，不看好其中长期前景。我们认为，虽然工程机的售价偏低，但是公司工程业务市占率高、拿单量大，而且该渠道费用率偏低，净利率较高。我们测算当前老板工程渠道的净利率高于线下零售。另外，老板在工程渠道的市占率，明显高于线下零售和电商渠道。综合来看，工程渠道放量可拉动老板业绩增长。

2. 谋求共赢，终成龙头

老板电器是国内领先的厨电企业。公司前身为余杭县博陆红星五金厂，于 1979 年在余杭成立，2010 年在深交所上市。公司主营烟灶等厨电产品。根据公告，老板电器 2019 年实现收入 77.6 亿元，YoY+4.5%；业绩 15.9 亿元，YoY+7.9%。

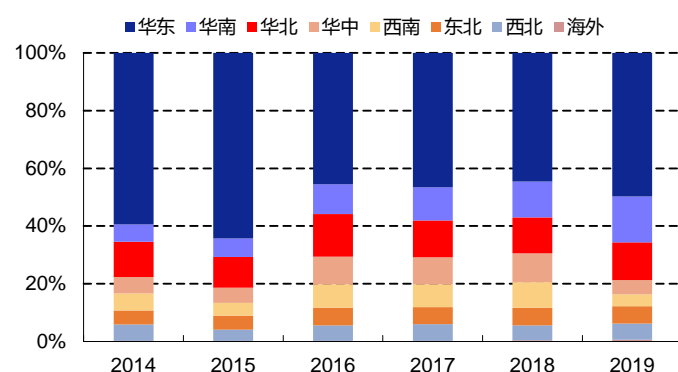
老板电器拥有出色的经营管理能力。过往 10 年，在家电龙头中，公司经营表现优异。我们认为，除了行业发展红利（保有量提升等），更重要的原因，是公司具备较高的市场敏感性，善于根据变化及时调整经营策略，包括行业内最早推出“大吸力”烟机、较早发展电商、坚持渠道下沉等。长期来看，我们判断，这种突出的应变能力，将是公司业绩稳定增长的重要基础。

图 1：2019 年，烟灶消贡献公司 83.6% 收入



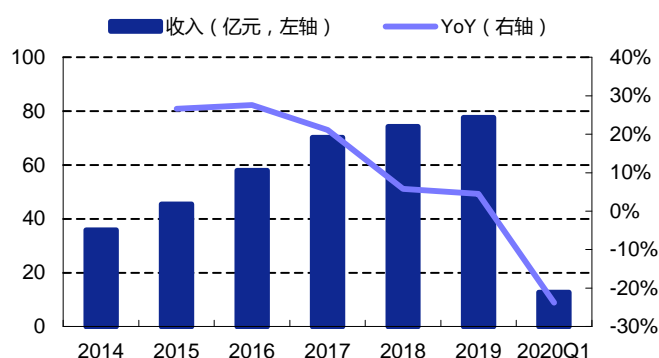
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 2：华东地区贡献公司主要收入



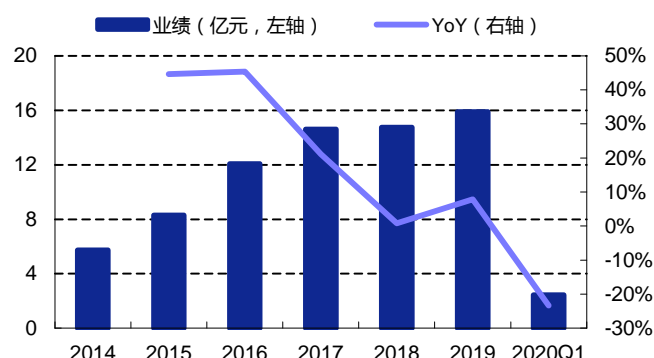
资料来源：公司公告，安信证券研究中心（注：2018 年起，电商不再全部划入华东区销售，而是按照实际安装地划分收入）

图 3：2014~2019 年，公司收入复合增速 16.7%



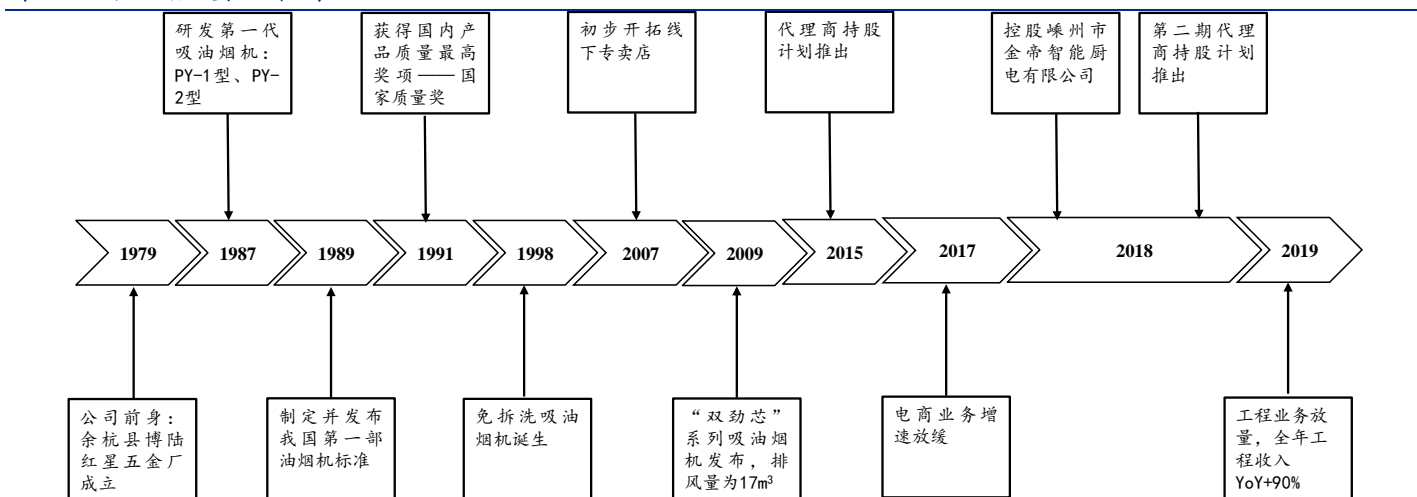
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 4：2014~2019 年，公司业绩复合增速 22.6%



资料来源：Wind，安信证券研究中心

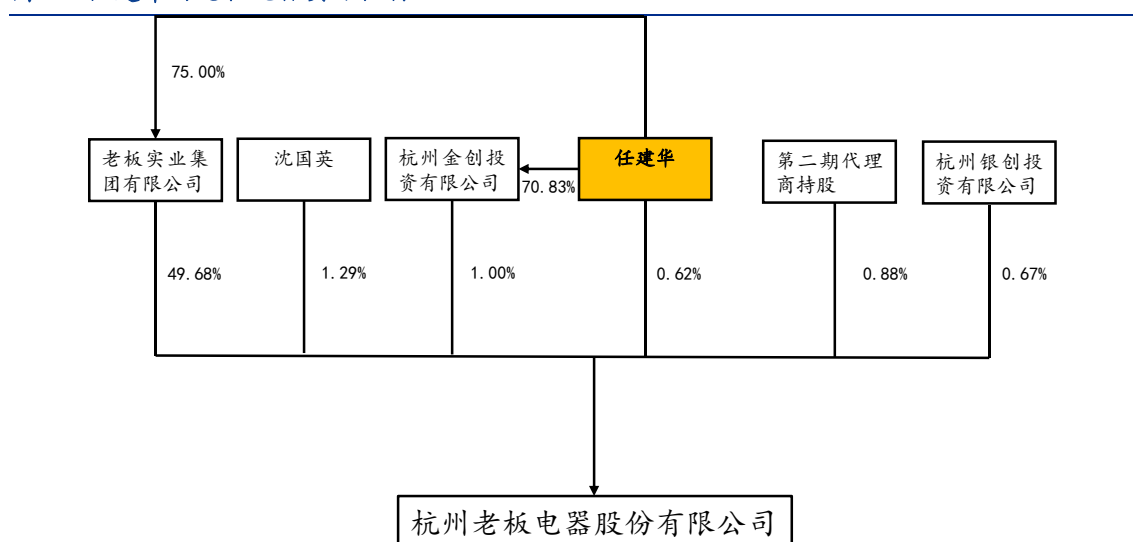
图 5：老板电器发展历程图



资料来源：公司官网，公司公告，安信证券研究中心

任建华为老板电器实际控制人。截至 2020Q1，公司董事长任建华直接持有老板电器总股份 0.62%，并通过其控股的杭州老板实业集团、金创投持有老板电器总股份 49.68%、1.00%。任建华之妻沈国英直接持有老板电器 1.29% 的股份，其子任富佳任公司副董事长、总经理。

图 6：任建华为老板电器实际控制人



资料来源：Wind，安信证券研究中心（截至 2020Q1）

老板电器推行代理商持股，绑定渠道利益。上市之初，代理商就通过银创投资间接参股公司。目前，代理商通过与果实资本合作，实施了第二期持股计划，买入股票数量占当时总股本 0.9%。公司在推行城市合伙人计划等渠道调整措施时，也都注意维护原渠道商利益。我们认为，正因渠道持股、利益分配合理，老板电器在发力电商、工程渠道时，所遇阻力较小。

表 1：代理商持有老板电器股份

	买入金额（亿元）	买入数量占当时总股本比例	买入价（前复权，元/股）	锁定期
上市之前持股	-	2.98%	-	2010-2013
上市后第一期持股计划	3.0	1.50%	20.81	2015.12-2016.12
上市后第二期持股计划	3.3	0.88%	39.81	2018.3-2019.3

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3. 厨电龙头品牌将迎来发展机遇

3.1. 长期看保有量提升，短期享竣工红利

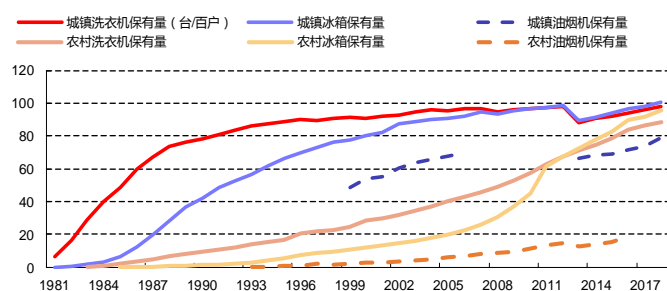
长期来看，我国厨电行业尚有增长空间。以油烟机为例，不论从保有量或内销量来看，与冰箱、洗衣机等大家电相比仍有差距，这主要是因为：1) 国内家电下乡、以旧换新政策，主要针对冰洗、电视等家电，拉升了其保有量；2) 当前，农村一些家庭用排风扇来除油烟。3) 相较于冰洗，烟机换新流程较为复杂，而且产品耐用性高，消费者使用年限较长。但长期看，我们预计国内烟机行业仍有增长空间。我们根据以下假设条件，测算国内油烟机销量空间：1) 参考生活习惯相近的日本、韩国（2011~2019 年，两国油烟机渗透率保持在近 80%），我们假设，未来国内城镇油烟机户均保有量可达到 1.0 台（乐观）/0.8 台（中性）/0.8 台（保守）。

2) 我们假设，未来国内农村的烟机户均保有量为 0.8 台（乐观）/0.8 台（中性）/0.5 台（保守）。

3) 假设油烟机的更新周期为 10 年。

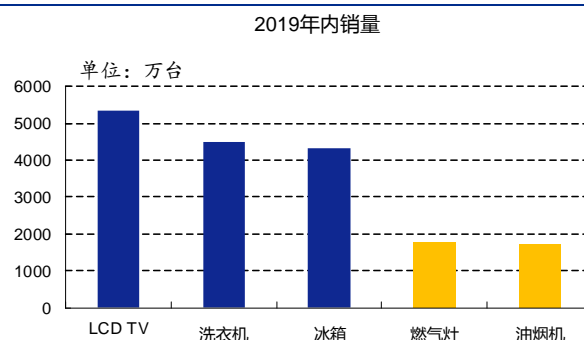
经测算（参见表 2），在中性预测下，未来国内油烟机年销量将达到 3553.6 万台，相较 2019 年高出 104%。

图 7：我国油烟机保有量远低于冰箱、洗衣机



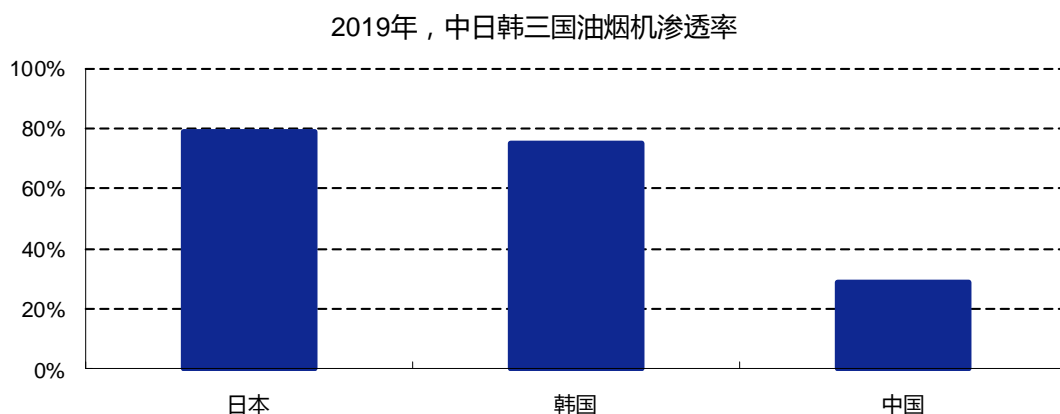
资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

图 8：烟灶内销量仍有增长空间



资料来源：产业在线，安信证券研究中心

图 9：与生活习惯相近的日韩相比，中国油烟机渗透率偏低



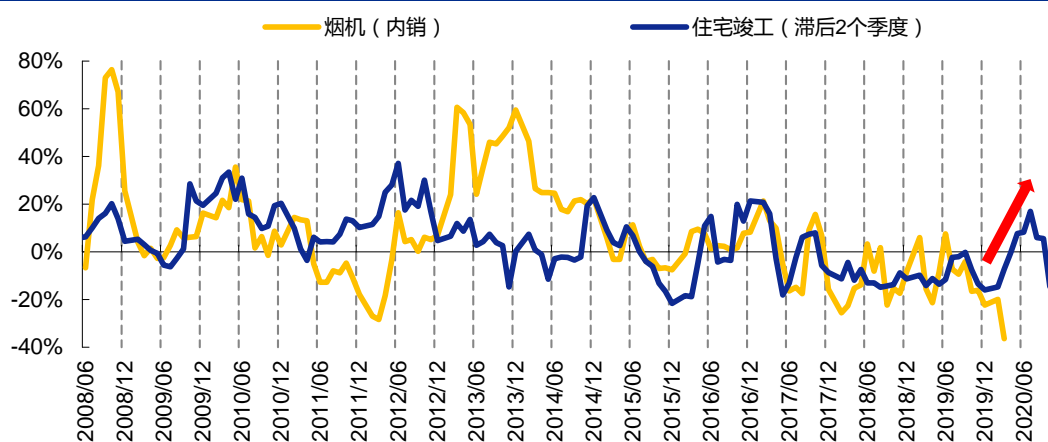
资料来源：Euromonitor，安信证券研究中心

表 2：长期来看，国内油烟机行业提升空间大

情景	城镇目标保有量 (台/户)	农村目标保有量 (台/户)	城镇总户数 (亿户)	农村总户数 (亿户)	更新周期 (年)	年内销量 (万台)	2019 年内销量 (万台)	增长空间
乐观	1.0	0.8	3.0	1.4	10	4153.2	1743.2	138.3%
中性	0.8	0.8	3.0	1.4	10	3553.6	1743.2	103.9%
保守	0.8	0.5	3.0	1.4	10	3120.4	1743.2	79.0%

资料来源：国家统计局，公安部，产业在线，安信证券研究中心测算（注：采用 2019 年城镇与农村总户数计算）

短期来看，地产竣工数据向好，厨电行业弹性大。2019H2 竣工红利初见，从住宅竣工到产生家电需求，时间间隔 2 个季度。2019 年 8 月份以来的地产竣工回暖，除了拉动精装修房的需求，还将拉动 2020H1 厨电的零售端需求。但需要注意的是，2020Q1 厨电行业销售受到疫情影响，我们预期，未来几个季度，行业销售将逐步转好，兑现竣工逻辑。

图 10：住宅竣工与烟机内销量增速（3 个月移动平均）


资料来源：国家统计局，产业在线，安信证券研究中心（注：受疫情影响，2020Q1 烟机内销量明显下滑）

厨电消费升级趋势明显。以烟机为例，随着消费升级，人们更加看重产品的吸烟效果与美观度，购买的烟机形态从早期的平顶式、深罩式，逐步过渡到欧式与近吸式。从产品价格来看，欧式与近吸式烟机定价更高。根据中怡康，截至 2019 年底，欧式、近吸式烟机零售量份额合计为 95%。2011~2019 年，烟机行业均价年均复合增速为 6.0%，厨电产品展现了高端化趋势。

图 11：国内 4 种烟机外形图



深罩式烟机（线下均价1099元）



平顶式烟机（线下均价1238元）



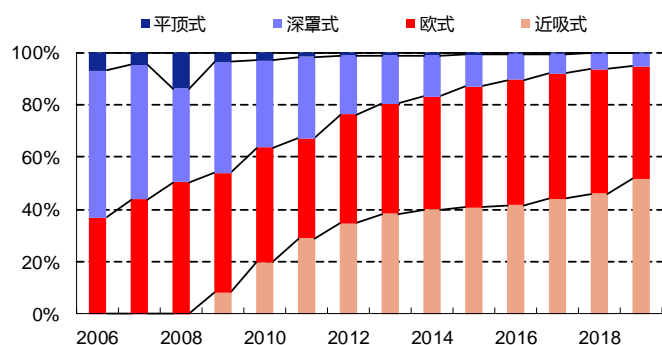
侧吸式烟机（线下均价3132元）



欧式烟机（线下均价3533元）

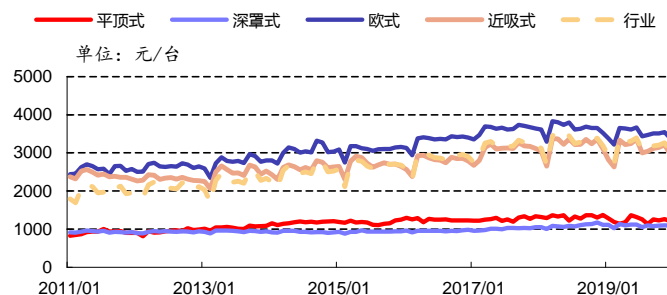
资料来源：奥特龙电器官网，老板电器官网，美的官网，天猫，中怡康，安信证券研究中心（注：选各类烟机 2019 年线下零售均价）

图 12：欧式、近吸式烟机零售量份额较高



资料来源：中怡康，安信证券研究中心

图 13：近吸式与欧式烟机终端零售价格更高

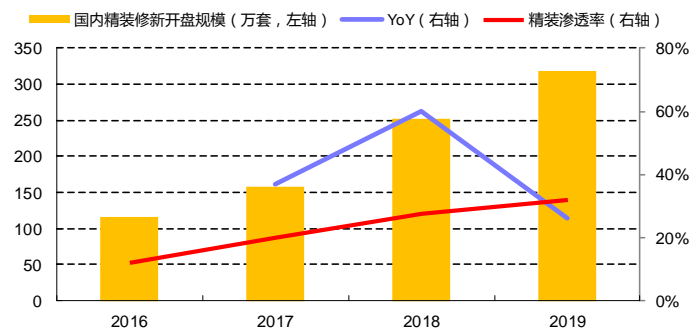


资料来源：中怡康，安信证券研究中心

3.2. 变化一：参考海外经验，工程占比或将提升至 40% 以上

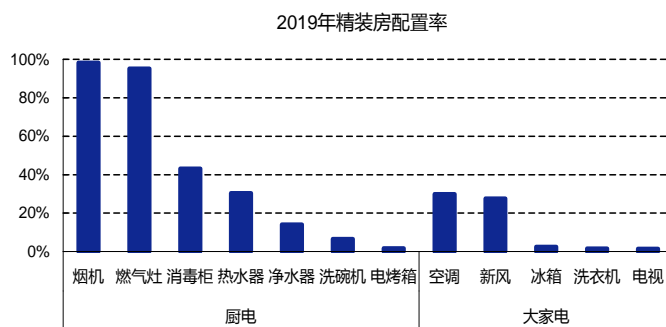
精装修房占比提升，利好厨电工程机销售。近年来，精装房渗透率提升。从家电配置率来看，厨电配置率高于其他大家电，因此精装修的发展对厨电影响更为显著。类比海外经验，我们判断，未来，中国精装修房渗透率有望达到 40% 或更高（参考韩国、中国台湾水平），厨电工程机销售有较大增长空间。

图 14：新开盘项目中，精装修渗透率提升



资料来源：奥维云网，安信证券研究中心

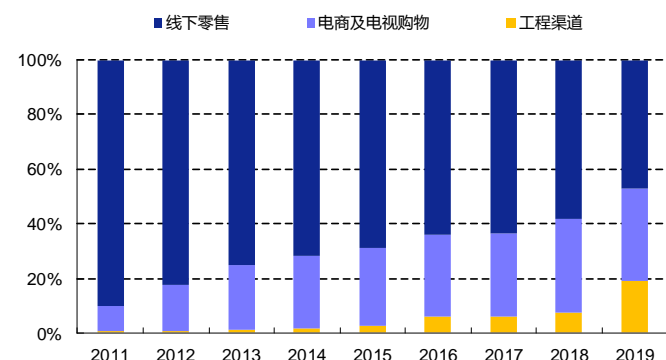
图 15：精装修商品住宅中，大厨电配套率较高



资料来源：奥维云网，安信证券研究中心

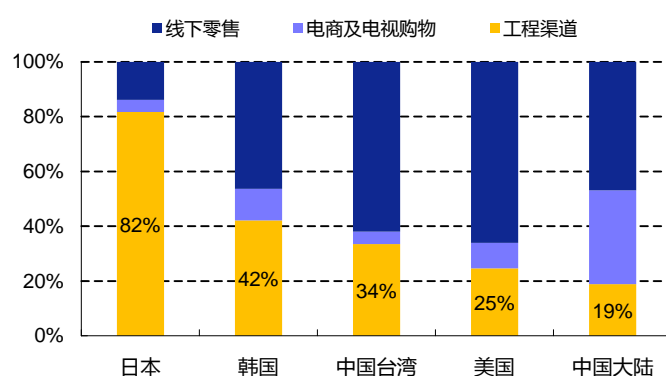
我国可借鉴韩国、中国台湾的厨电精装修发展经验。根据 Euromonitor 数据,2011~2019 年,韩国、中国台湾的厨电工程机销量占比呈上升态势(2019 年,韩国、中国台湾的厨电工程机销量比例分别为 42%/34%)。韩国、中国台湾的居民居住习惯与大陆消费者相似,两地精装修发展水平有借鉴意义。以韩国为例,中韩两国的居住建筑在外形、功能上差异不大,但韩国较早推行住宅装修产业化,对住宅部品施行产业化生产,精装修发展更加成熟。我们认为,国内精装修起步较晚,随着政策推动、产业链逐步完善,国内厨电工程占比或达到 40%+。

图 16：近年来，国内厨电行业的工程出货量占比提升



资料来源：Euromonitor，安信证券研究中心（注：统计各渠道厨电销量占比）

图 17：与发达国家或地区比，国内厨电工程销量占比低

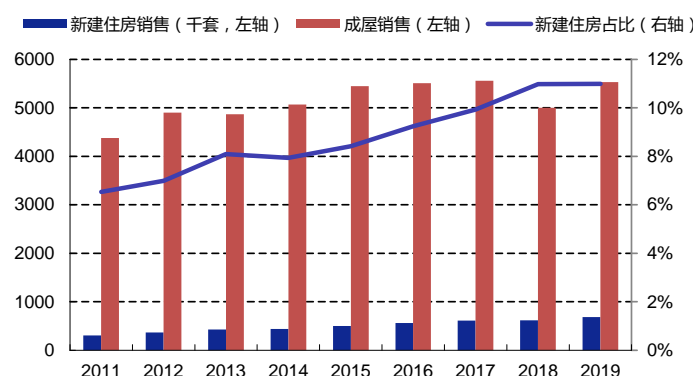


资料来源：Euromonitor，安信证券研究中心（注：统计各国 2019 年厨电各渠道销量占比）

未来，国内厨电行业工程机占比或高于美国。根据 Euromonitor 数据，美国的厨电工程机出货量比重低于日韩、中国台湾，主要的原因有：1）美国二手房交易十分活跃，而消费者购买二手房后，将从零售渠道购买厨电产品。美国拥有活跃的二手房市场，与国家的购房政策、二手房地理位置、税收制度相关¹。近年来，因美国新建住房销售比重提高，其厨电工程机销量占比也有所上升。2）装修风格自由度高。对于独栋或联排住宅，房屋一般只经过墙面粉刷等基本装修，消费者会根据自身需求自行购置家电产品。结合中美房屋交易情况、居民生活习惯来看，我们判断，未来，中国厨电行业的工程业务占比有望超过美国。

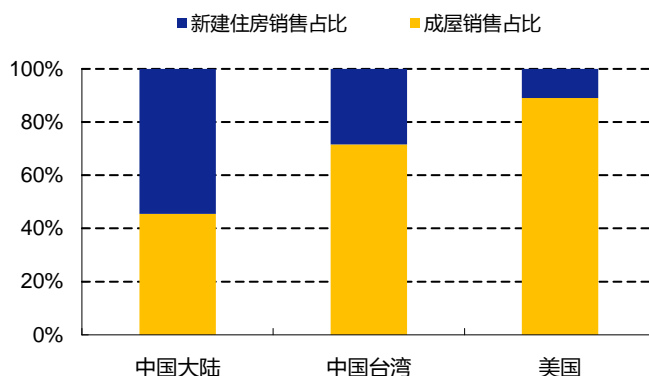
1 参考文献《一线城市二手房市场发展现状及发展趋势研究》、《我国二手房市场可持续发展研究》

图 18：近年来，美国新建住房占比稍有提升



资料来源：美国商务部，全美地产经纪商协会，安信证券研究中心

图 19：有别于中国，美国二手房销量占比较高



资料来源：Wind，安信证券研究中心（注：取 2019 年数据；因数据缺失，根据国内部分城市住宅交易情况来统计中国大陆数据）

日本厨电工程机出货占比，可作为国内参考上限。根据 Euromonitor 数据，2011~2019 年，日本厨电行业中，工程机销量占比一直在 80%+，这与日本较早推行住宅工业化相关。住宅工业化，是指标准化地进行房屋建造及装修，目的是通过产业化方式生产建筑产品，提高建设效率、降低成本。日本提出这一概念，与特殊的历史背景相关：二战后，日本绝大部分房屋被摧毁，住宅需求量大，国家需要快速地解决住房不足问题，而建筑技术人员和熟练工人数量较少。为了使现场施工简化，提高产品质量和效率，日本对住宅实行部品化、批量化生产，推动了厨电行业工程机放量。在此过程中，日本政府推出了多项政策支持住宅工业化。考虑到中日两国发展历史及国情差异，我们认为，日本厨电工程业务比重可作为中国参考上限。

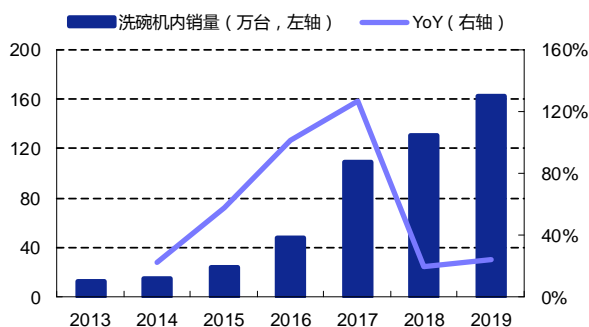
通过海外对比，我们认为，国家政策、居民习惯对精装修发展均有一定影响，而我国有自身的特点，例如新房销售占比偏高、电商发达等，这些有别于美国、日本的国情，将影响中国厨电工程业务的发展水平。

渠道结构变化，对企业经营提出了新的要求。过往来看，厨电企业的收入主要来自线下零售、电商渠道，工程占比很低。但随着工程业务发展，传统零售渠道占比下降，行业内的公司需要做出经营调整。而地厂商在选择供货企业时，更加注重公司品牌、售后服务等能力，可选品牌数量有限。我们认为，在行业渠道结构调整的过程中，定位高端的龙头品牌更加受益。

3.3. 变化二：新式厨电快速起量

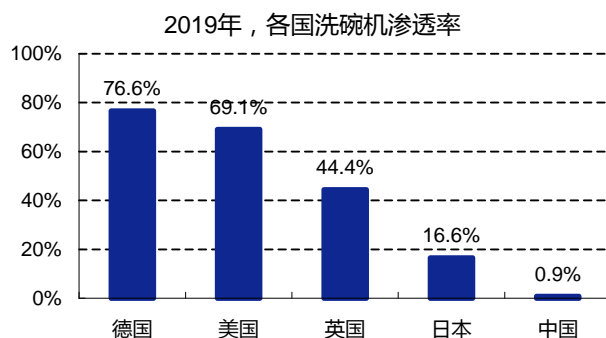
近年来，新式厨电逐步放量。从需求端来说，受益消费升级，消费者开始接受洗碗机、烤箱、蒸箱、集成灶等新式厨电产品，这些新品类在国内开始起量。从供给端来说，新式厨电可以拉动企业收入增长，各个厨电公司有动力营销新品类，进行套系化销售。国内消费者初步接触新式厨电，在选购中，往往更倾向于选择知名品牌产品。

图 20: 2013~2019 年, 国内洗碗机销量复合增速 53.6%



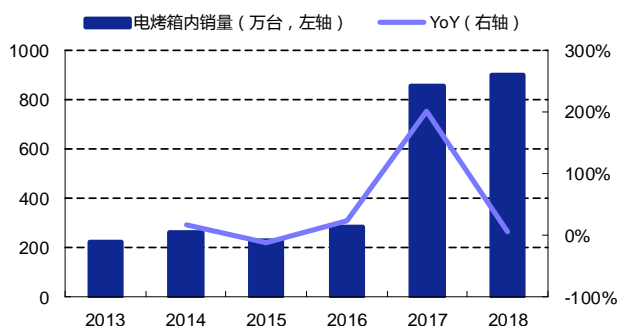
资料来源: 产业在线, 安信证券研究中心

图 21: 与发达国家相比, 中国洗碗机渗透率偏低



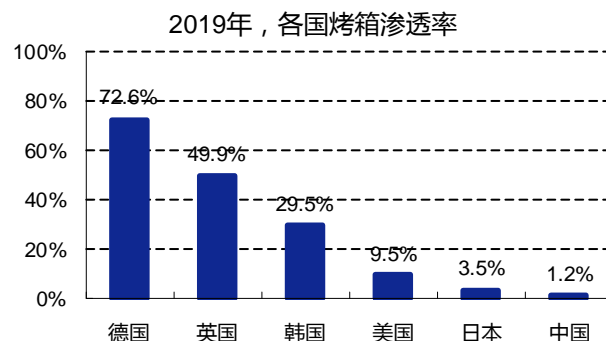
资料来源: 产业在线, 安信证券研究中心

图 22: 2013~2018 年, 国内烤箱销量复合增速 32.1%



资料来源: Euromonitor, 安信证券研究中心

图 23: 中国烤箱渗透率偏低

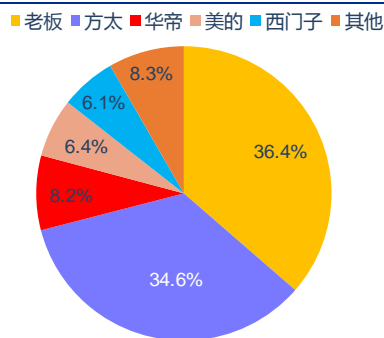


资料来源: Euromonitor, 安信证券研究中心

3.4. 变化三: 中低端品牌放量, 但不改竞争格局

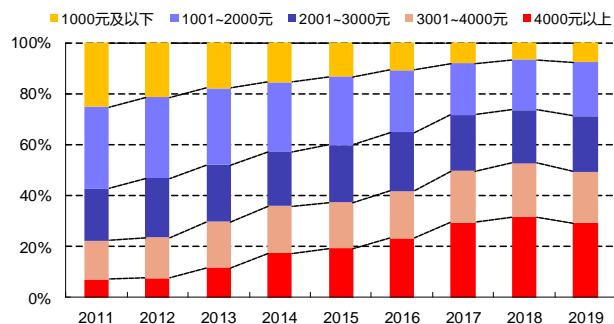
中低端产品销售快速增长, 但竞争格局较为稳定。近年来, 法迪欧、苏泊尔等企业依靠低价、渠道优势, 其厨电业务保持较快增长态势。但整体来说, 中低端品牌放量, 未扰动高端厨电品牌的竞争格局, 龙头地位稳定。长期来看, 我们认为, 厨电行业竞争格局不会被颠覆, 主要因: 1) 从需求端来看, 高端厨电的购买人群价格敏感度低, 中低端品牌分流难度大。2) 从供给端来看, 很多中低端品牌是代工生产, 售后服务、产品质量与龙头企业存在差距。面对中低端品牌放量, 龙头企业也要调整经营策略进行应对, 稳固行业地位, 这对公司的应变能力提出了一定要求。

图 24: 4000 元以上烟机市场, 零售量竞争格局稳定



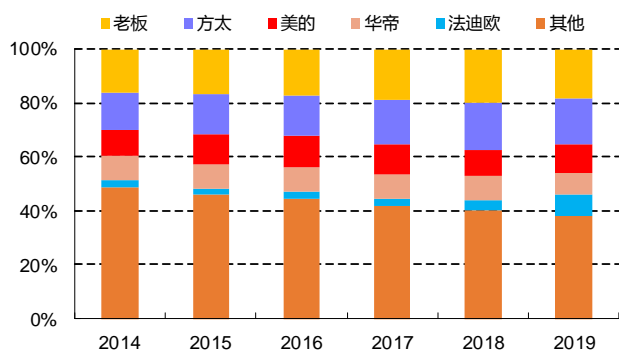
资料来源: 中怡康, 安信证券研究中心 (注: 以上统计 2019 年数据; 2019 年, 烟机行业均价为 3199 元/台)

图 25: 4000 元以上烟机零售量份额逐步提升



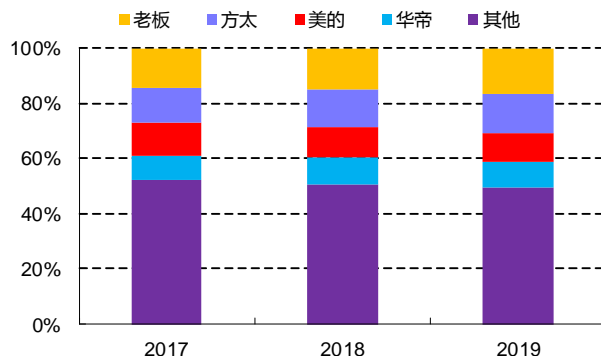
资料来源: 中怡康, 安信证券研究中心 (注: 以上统计各个价格段烟机零售量份额)

图 26：烟机行业零售端竞争格局稳定



资料来源：中怡康，安信证券研究中心（注：统计品牌零售量份额）

图 27：老板、方太烟机的内销出货量份额领先



资料来源：产业在线，安信证券研究中心

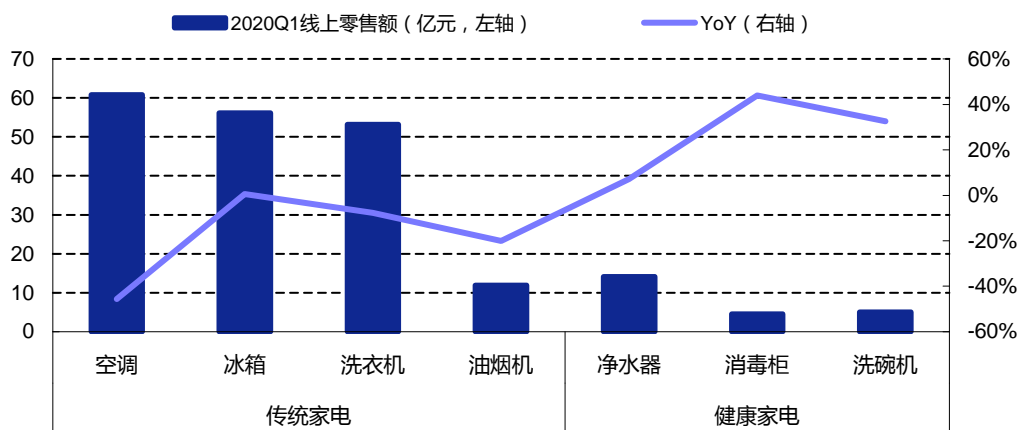
3.5. 变化四：新冠疫情

疫情的爆发，为国内厨电行业带来了新的变化。我们认为，受新冠疫情影响，2020 年，厨电行业将产生以下变化：

- 1) 从渠道上看，线下门店客流量明显下滑，消费者将更倾向于线上购物，有利于电商运营出色的企业。
- 2) 从品类来看，疫情催化了消毒柜、洗碗机等卫生清洁类厨电销售。
- 3) 从竞争格局来看，在疫情影响下，厨电行业中的中小企业生存难度增加，行业集中度有望提升。
- 4) 从产品售价来看，短期而言，消费者对收入预期下调，中低价产品或阶段性放量。但长期来看，随着行业景气回升，高端品牌销量将逐步恢复。

我们认为，整体来看，疫情既对厨电行业增长带来威胁，也为一些企业携来了机遇，对厨电公司在经营上的调整能力带来考验。

图 28：相较于传统家电品类，卫生清洁类厨电 2020Q1 线上销售较好



资料来源：奥维云网，安信证券研究中心

4. 市场机遇的敏锐捕手

4.1. “大吸力”占有大市场

避开同质化，老板电器的烟机技术路线突出“大吸力”。从需求端来看，较大的烟机吸力、更好的静音效果更能打动消费者。从供给端来看，方太已于2010年推出了静音烟机，但彼时，行业中尚未有企业明确推出大吸力烟机。根据公告，2013年，老板电器在行业中，首次提出“大吸力油烟机”概念，推出吸力为 $19\text{m}^3/\text{min}$ 的油烟机，该产品获得设计创新奖。近年来，公司又推出ROKI系列大吸力烟机，区别于方太“静音”系列产品。我们认为，老板电器解决了国内家庭的主要烹饪痛点，消费者认可度高，“大吸力”这一差异化定位，帮助老板品牌实现了市占率领先。

图 29：老板电器的大吸力烟机与方太静音烟机



老板CXW-200-8231S
(风量 $20\text{m}^3/\text{min}$; 噪音67dB)

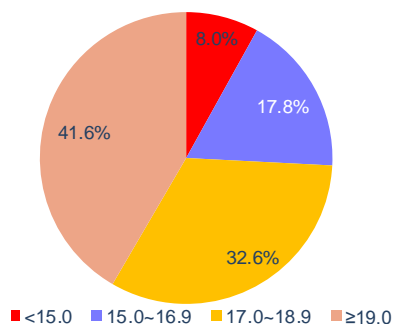


方太CXW-228-JQ01TA
(风量 $15\text{m}^3/\text{min}$; 噪音48dB)

资料来源：公司官网，安信证券研究中心（注：两家公司官网第一主推产品，日期：2020/04/25）

图 30：风量 $19\text{m}^3/\text{min}$ 以上的烟机零售量份额第一

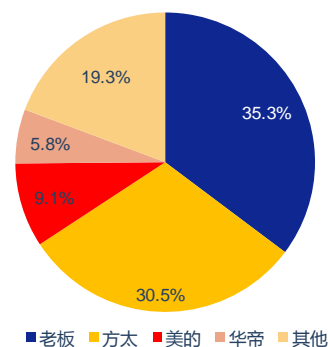
2019年，各个吸力段烟机零售量份额（ m^3/min ）



资料来源：中怡康，安信证券研究中心（注：统计2019年数据）

图 31：公司在大吸力烟机市场中，零售量份额第一

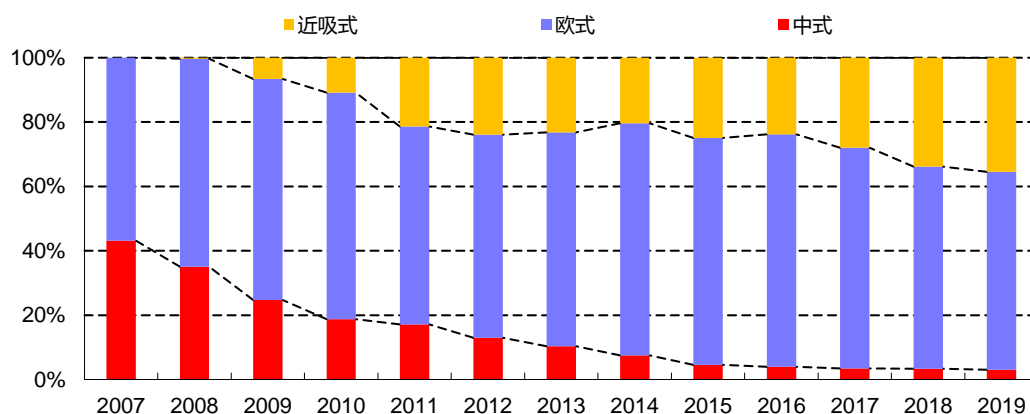
2019年，风量 $\geq 19.0\text{m}^3/\text{min}$ 烟机市场零售量竞争格局



资料来源：中怡康，安信证券研究中心

产品上，老板电器善于把握消费者需求变化。2007年，公司销售的烟机形态分为欧式、中式（包括深罩式、平顶式），无近吸式烟机。此后，老板电器注意到近吸式烟机的市场接受度逐步提升，也推出了相应产品。目前，近吸式已经超越中式，成为第二大品类。

图 32：老板电器加大近吸式烟机的销量占比



资料来源：公司公告，中怡康，安信证券研究中心（注：中式烟机包括平顶式、深罩式）

4.2. 在“风口”媒体营销

公司擅于捕捉“风口”媒体。老板电器与多个热门节目合作、聘请舒淇为代言人，通过一系列营销举措，提升品牌调性，消费者逐步认可公司产品定位。公司的营销策略也会随着市场需求来调整，多在“风口”媒体进行营销。例如，2012~2013 年，公司在央视黄金时段进行宣传；2015~2016 年，老板电器与微信、爱奇艺视频等视频网站合作宣传；2018 年，公司就开始联合明星 KOL 进行营销，推广蒸烤箱。

图 33：老板电器通过多种渠道进行品牌宣传



聘请舒淇为代言人

ROBAM 老板 CCTV 全球领先 民族品牌

在央视进行广告投放



冠名娱乐节目《中餐厅》

资料来源：搜狐，中国网，安信证券研究中心

表 3：老板电器在“风口”媒体进行营销

时间	品牌营销事件
1998 年	建设 CI 形象，启动品牌战略，提出了“努力，让您满意”的企业理念
2003 年	提出品牌年轻化概念，面向年轻人群推广产品
2013 年	在央视及多家卫视黄金时段，进行“大吸力油烟机”宣传
2015 年	与微信、新闻客户端等新媒体合作
2016 年	与爱奇艺、腾讯视频、乐视等视频网站开展合作；与魔兽游戏、奥运开展 IP 合作
2017 年	聘舒淇为体验官
2018 年	联合明星 KOL 进行营销（例如，邀美食主播朵一等参加吃虾（老板蒸烤箱烹制）直播比赛，当天共计 2620 万人次观看）

资料来源：公司公告，搜狐，安信证券研究中心

图 34：2018 年，老板电器邀请美食主播朵一开展直播活动，对蒸烤箱进行营销



资料来源：搜狐

4.3. 洞悉消费需求，抢占新品赛道

新品销售方面，老板电器取得了一定成绩。近年来，公司积极开拓洗碗机、蒸箱、烤箱等新品类。从奥维数据来看，2019 年，公司嵌入式烤箱、嵌入式蒸箱、嵌入式蒸烤一体机的线下零售额份额，均位列行业第二，新品获得了市场认可。与其他同业公司相比，老板电器新品收入占比也更高。虽然公司新品类的毛利率低于烟灶产品，但因其在国内处于导入期，销量增速较快，可有效拉动收入端增长。目前，各类新品已占老板收入比重的 12.1%，高于可比公司。与烟灶消相比，老板电器的新品行业份额仍有提升空间。

图 35：老板电器开拓多款新品



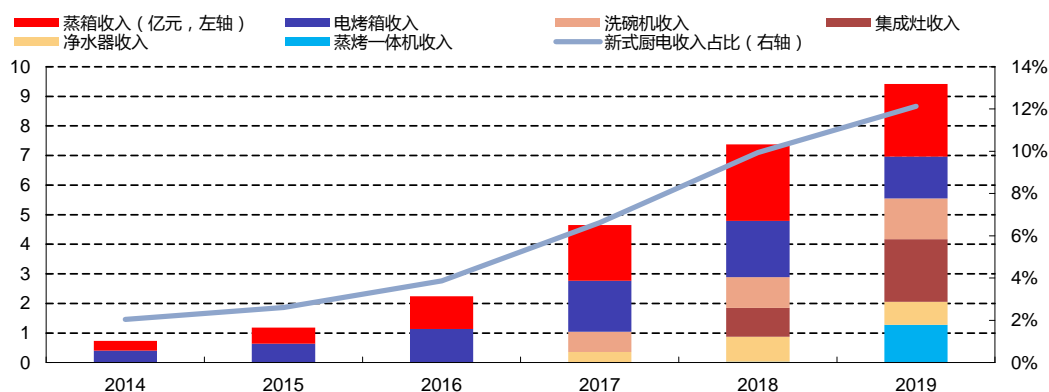
资料来源：公司官网，安信证券研究中心

表 4：与方太产品相比，老板新品类具有差异化功能

品类名称	品牌名称	型号数量	安装特点	容积	其他功能特点
蒸箱	老板	15	台式、嵌入式	最小容积 13.5L、最大 40L	105℃ 过温蒸；多数型号蒸汽续航 120 分钟；含儿童/健身/妈妈菜单
蒸箱	方太	15	嵌入式	容积偏大，最小容积 26L，最大 42L	110℃ 过温蒸；蒸汽续航时间 90 分钟
烤箱	老板	9	嵌入式	分 40L、60L 两类产品	含智能菜单（4~12 道）；具有 360 度旋转烤功能（充分烤）
烤箱	方太	16	嵌入式	选择性较多（共 5 种容积），最小容积 40L，最大 60L	含智能菜单（4~50 道）
洗碗机	老板	14	嵌入式、台嵌两用式	4~14 套	3 个型号 72 度高温洗，11 个型号 70 度高温洗；具有软水清洗系统，防止水垢
洗碗机	方太	20	水槽式	最大可容纳 8 套	70 度高温洗；果蔬清洗/水槽/洗碗机功效三合一；具有海鲜清洗功能

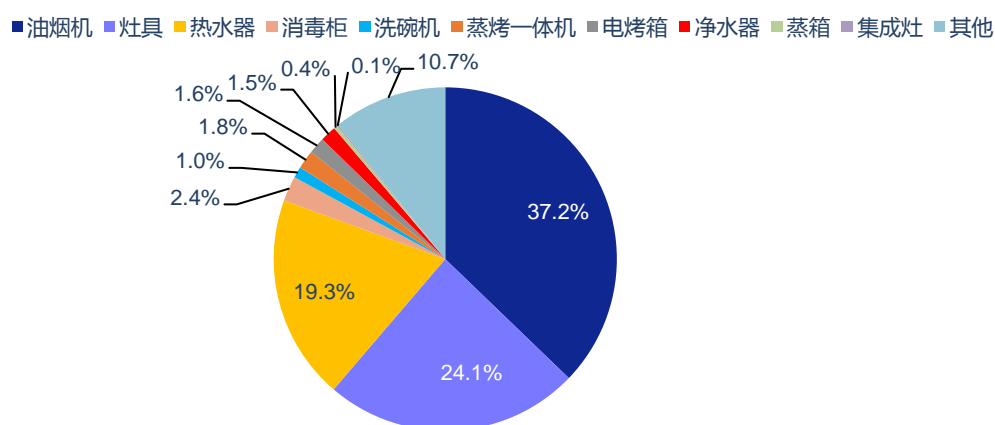
资料来源：公司官网，安信证券研究中心（注：统计时间为 2020 年 4 月 23 日）

图 36：老板电器新式厨电收入占比不断提升



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 37：可比厨电公司的洗碗机、蒸烤一体机、电烤箱、净水器、蒸箱、集成灶的收入占比 6.4%



资料来源：公司调研，安信证券研究中心（注：统计 2019 年经营数据）

表 5：老板嵌入式蒸烤箱、嵌入式蒸烤一体机、嵌入式烤箱行业地位领先

	嵌入式蒸箱	嵌入式蒸烤一体机	嵌入式烤箱	嵌入式洗碗机	集成灶	净水器
线下零售额份额	31.6%	21.6%	25.4%	7.0%	2.8%	<1.4%
行业排名	2	2	2	4	6	>10

资料来源：奥维云网，公司调研，Euromonitor，安信证券研究中心（注：截至 2019 年；以金帝 2019 年收入测算市占率；选用 2020 年 3 月，净水设备线下竞争格局数据）

老板电器也进入了集成灶行业。因集成灶吸烟效果更佳、节省空间，消费者对该产品接受度逐步提升，近年来行业保持快速增长态势。老板电器关注到了这一品类，做了相关布局。2018 年，公司控股金帝；2019 年，公司以“老板”品牌推出了集成油烟机，以“名气”品牌推出了集成灶。这些新产品形态的推出，体现了公司对需求变化的积极响应，长期来看有利于老板的持续发展。

图 38：老板电器推出集成油烟机、名气推出集成灶


老板电器集成油烟机



名气集成灶

资料来源：名气官网、老板电器官网，安信证券研究中心

4.4. 锚定高收入人群，一二线门店布局优于同行

老板电器重视一二线城市渠道布局，门店数量、开店位置好于同行。我们借助地图网络，搜集了 3 家传统厨电企业在全国 40 座一二线城市的门店资料（样本详细信息请见附录）。通过对比，我们看到，老板电器在一二线城市的门店数量多于同行，店铺位置离市中心较近。经测算，老板电器在一二线城市的单店收入也高于同行。另外，公司积极布局旗舰店、厨源店等大型体验店，店铺面积在 100 平方米以上，店中增设烹饪区、体验区，店员通过定期开展烘焙课程等活动，与高端客户保持互动，增加消费者购买率。

表 6：3 家传统厨电公司在一二线城市的门店布局情况

		老板	方太	华帝
一线城市	店数 (家)	153	190	108
	卖场店比例	70%	75%	55%
	距市中心平均距离 (km)	25.1	23.2	25.7
二线城市	店数 (家)	968	891	881
	卖场店比例	56%	59%	39%
	距市中心平均距离 (km)	36.6	36.2	51.0
合计	店数 (家)	1121	1081	989
	卖场店比例	58%	62%	41%
	距市中心平均距离 (km)	35.0	33.9	48.2

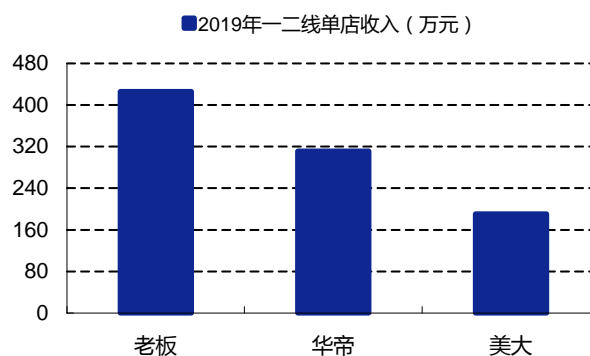
资料来源：高德，百度，安信证券研究中心（注：以上数据于 2020 年 1-2 月搜集）

图 39：厨源店增加消费者体验区



资料来源：腾讯大成网

图 40：一二线城市中，老板电器单店收入高于同行



资料来源：公司公告，公司调研，安信证券研究中心测算

4.5. 多举措推动渠道下沉，积极变革

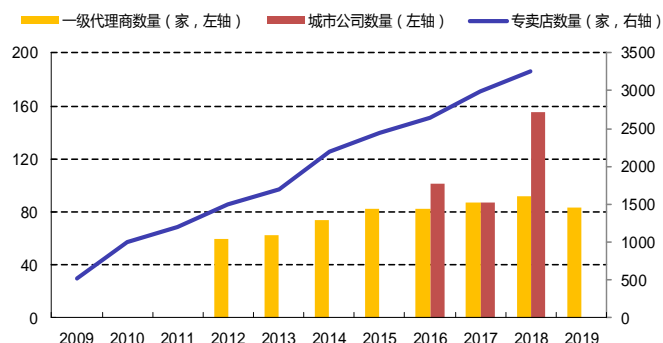
随着三四线市场需求的兴起，老板电器也开始推动渠道下沉。老板的渠道经历了两轮调整。第一轮调整：分拆一级商。从 2014 年起，对于经营情况一般的三四线地区，公司拆分负责的一级代理商，缩小其管辖范围，促使其重视三四线城市销售。被拆分的代理商，可推荐新的代理商。初期，该项措施在一些地区取得了不错的效果（例如南充地区），回款额明显增加。近年来，公司提出了效率更高的渠道下沉方案，放缓了拆分代理商的速度。截至 2019 年，老板电器拥有一级代理商 83 家。

第二轮调整：成立城市公司。2016 年，老板电器提出成立城市公司来推行渠道下沉，其运营模式为：在一级代理商经营较差的区域（例如一些地级市），由代理商成立城市公司，其管理人员由一级代理商派出。在新成立的城市公司中，一级代理商拥有大部分股份，派遣的管理人员也有一定股权作为激励。本质上，城市公司没有脱离原来的代理商体系。城市公司的建立，细分了一级代理商的经营区域，有利于三四线销售。

根据调研，2019 年，三四线城市贡献老板电器约 40%左右的收入，比重较上市之初提升约 5pct，说明公司一系列的调整产生了效果。

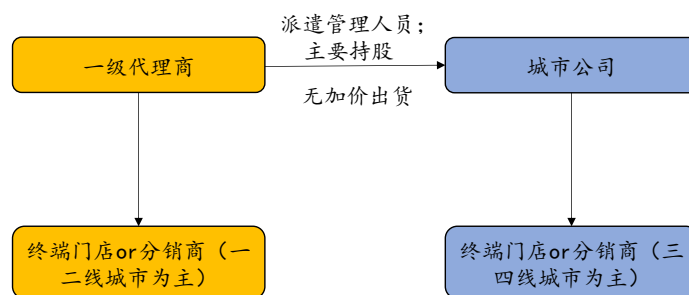
未来，老板的渠道可能还会有新的调整，但是我们认为，公司响应市场变化、新老渠道商共赢的思路，不会变化。

图 41：公司一级代理商数量为 83 家



资料来源：公司公告，公司调研，安信证券研究中心

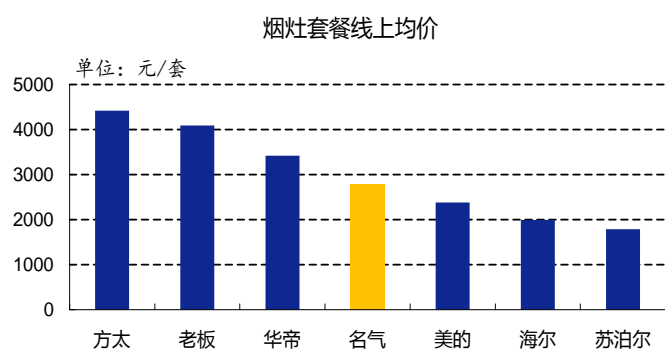
图 42：老板电器城市公司运营模式



资料来源：公司公告，公司调研，安信证券研究中心

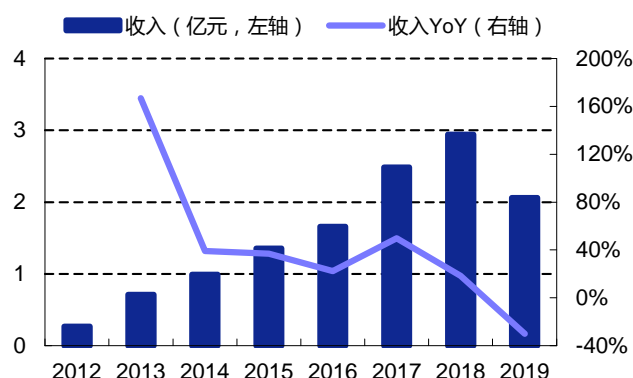
当前，老板旗下名气品牌也在进行改革调整，未来业绩可期。公司在三四线市场，针对性地推出了名气品牌，但因定价偏高、渠道集中线下，2019 年，名气经营情况出现波动。2020 年，公司对其进行调整，实施一系列改善措施：1) 开拓电商渠道。名气品牌与老板品牌的产品，线上售价会保持一定价差。2) 拓展名气产品品类。新品类包括集成灶、热水器、净水器等。3) 名气线下售价偏高，与定位不符，公司将调整其线下价格。我们预期，随着变革措施推行，名气未来经营有望改善。

图 43：名气均价高于品牌知名度较高的美的、海尔



资料来源：奥维云网，安信证券研究中心（注：选取各品牌 2019 年销售数据）

图 44：名气经营处于调整阶段

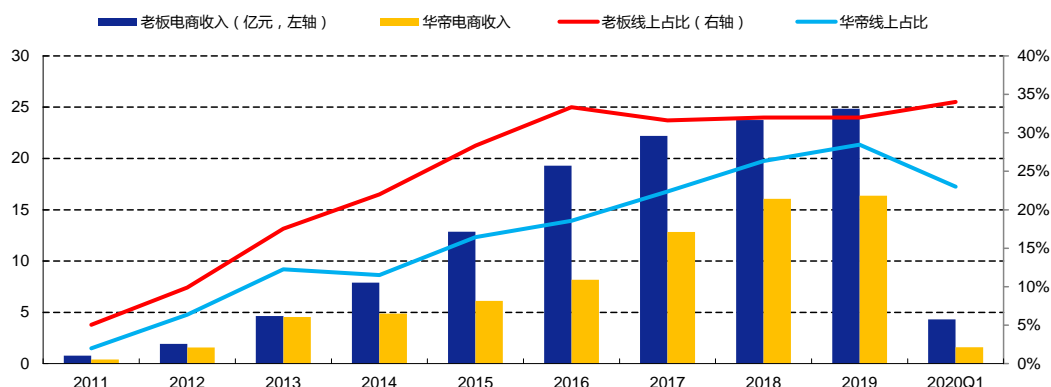


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

4.6. 卡位电商与工程渠道，规模领先同行

在电商红利期，老板电器率先调整渠道布局，成效明显。上市前，公司主要通过 KA 销售产品。随着 KA 的快速发展，其单边议价能力增加，渠道费用明显增长，影响公司盈利能力，而电商利润率高（毛利率约 70%）、当时正处发展红利期，获得了老板的重视。经过调整渠道运营重心，线上销售放量。2013 年，“老板”品牌油烟机、燃气灶在京东、天猫、苏宁易购等平台上销售额份额第一。至 2017 年，电商收入比重上升至 30%左右（2009 年上市前低于 4%），整体业绩实现了持续高增长。2017 年，公司对线上产品提价后，销量明显下滑，反映了电商渠道步入平稳发展期。我们认为，公司在电商取得销售成就，主要因：1) 先发优势，布局时间早于同行。2) 维护代理商利益（渠道持股），公司在发展线上业务时，所遇阻力小。

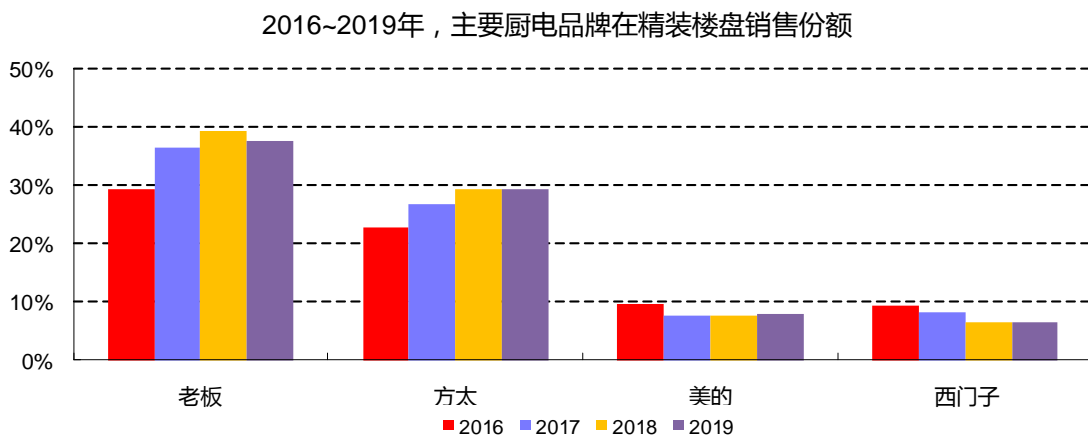
图 45：相较于可比公司，老板电器线上收入规模大、销售占比高



资料来源：公司公告，公司调研，安信证券研究中心

工程渠道放量，龙头品牌占优。因精装房较为环保、节省装修成本，在政策推动下，近年来，国内精装房项目快速增长，厨电工程业务兴起。有别于零售渠道，对于工程业务，地产商更加注重品牌知名度、售后服务、产品设计能力，可选的厨电品牌较少（国内可选品牌主要集中在老板、方太）。老板电器也把握住了工程渠道红利，积极调整经营策略，布局时间较早（推出中央吸油烟机等）。2020 年，对于工程业务，老板电器将重点提升出货单价、产品配套率。长期来看，我们认为，精装修市场的快速发展，最终也会提振行业更新需求，拉动老板零售业务增长。

图 46：厨电龙头在精装修市场销售份额领先



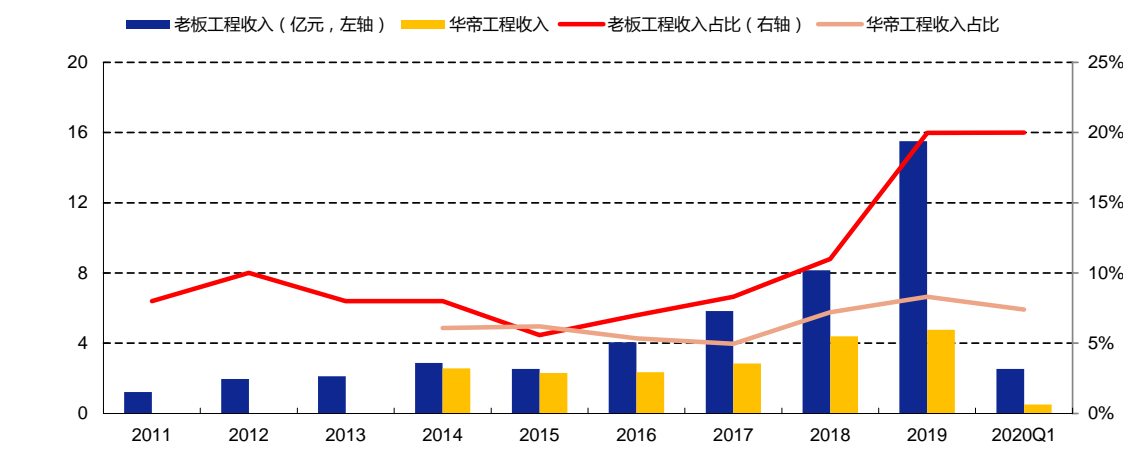
资料来源：奥维云网，安信证券研究中心

表 7：老板各个厨电品类在精装修开盘项目中份额领先

	烟机	灶具	消毒柜	洗碗机	烤箱
市占率（每平米房价 5w+）	19.0%	19.2%	9.8%	4.6%	0.0%
市占率（每平米房价 2~5w）	27.2%	27.2%	21.0%	13.3%	12.6%
市占率（每平米房价 1~2w）	36.8%	36.2%	33.4%	8.2%	25.9%
市占率（每平米房价 <1w）	49.3%	50.2%	49.1%	27.2%	40.9%
市占率（总体）	37.8%	37.7%	34.6%	11.3%	13.7%
总体市占率排名	1	1	1	3	3

资料来源：奥维云网，安信证券研究中心（注：统计 2019 年数据）

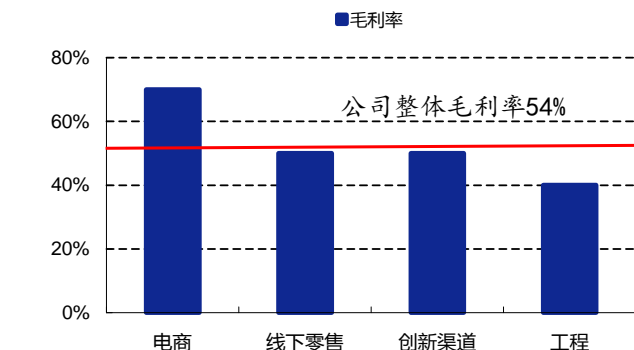
图 47：近年来，老板工程业务逐渐放量



资料来源：公司公告，公司调研，安信证券研究中心

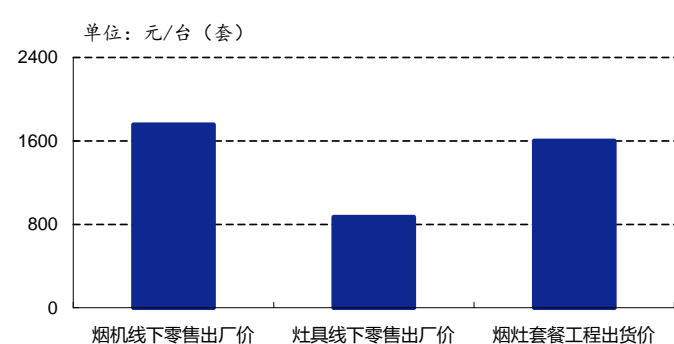
测算工程业务的净利率高于零售。规模较大的地产企业拥有较强议价能力，并且多采购厨电公司的低端机型，影响企业出货毛利率。但工程业务也有自身的优势：1）几无广告营销投入，销售费用率偏低，净利率高。通过表 8 与表 9 测算，2019 年，老板电器工程渠道净利率约为 16%，高于线下零售净利率（参见表 10）。2）增长确定性较高。从奥维数据来看，厨电工程渠道竞争格局稳定，并且集中度高。当前，在政策鼓励下，精装修房规模快速增长，老板电器工程业务确定性更好。

图 48：工程业务毛利率较低



资料来源：公司公告，公司调研，安信证券研究中心（注：选取 2019 年老板电器毛利率为整体毛利率）

图 49：工程机价格有一定提升空间



资料来源：公司调研，中怡康，安信证券研究中心（注：选用 2019 年烟灶零售价计算）

表 8：我们测算，2019 年公司工程渠道销售费用率约为 13.9%，低于公司整体水平（24.8%）

2019 年销售费用科目	金额（亿元）	备注	总收入占比
广告宣传费	4.6	涉及品牌影响力，不会因工程占比增加而减少	5.9%
销售服务费	5.5	工程渠道可节省此费用	7.1%
运费	2.6		3.3%
职工薪酬	2.5		3.2%
展台装饰费	1.6	工程渠道可节省此费用	2.1%
促销活动费	1.0	工程渠道可节省此费用	1.3%
物料消耗	0.7		0.9%
差旅费	0.2		0.2%
租赁费	0.2	工程渠道可节省此费用	0.2%
业务招待费	0.2		0.2%
中介服务费	0.1	工程渠道可节省此费用	0.1%
办公费	0.1		0.1%
其他	0.05		0.1%
与工程相关的销售费用合计	10.8		13.9%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

表 9：经测算，2019 年公司工程渠道净利率为 16.4%

名称	数值	备注
工程渠道毛利率	40.0%	数据来自产业调研
销售费用率	13.9%	参照表 8 计算结果
管理费用率	3.7%	取 2019 年公司管理费用率
研发费用率	3.9%	取 2019 年公司研发费用率
财务费用率	-1.1%	取 2019 年公司财务费用率
所得税占收入比重	3.3%	取 2019 年公司所得税占总收入比重
工程净利率	16.4%	

资料来源：公司公告，产业调研，安信证券研究中心测算

以烟机为例，我们根据以下假设，测算行业工程机销量占比上升后，对老板电器业绩的影响情况：

- 1) 选取 2019 年烟机行业内销量 1743.2 万台计算。
- 2) 分两种情景，测算老板电器烟机净利润：
 假设情景：线下零售、电商、工程渠道销量占比分别为 30%、30%、40%。
 当前情景：根据 Euromonitor 数据，2019 年，国内厨电行业的线下零售、电商、工程销量占比分别为 47%、34%、19%。
- 3) 通过产业调研、三方数据，获取【当前情景】下，老板各个渠道烟机出货量，倒算各个渠道销量市占率。假设两种情景下，各个渠道的烟机销量市占率相同。
- 4) 估算 2019 年老板烟机的线下零售、电商、工程出厂价，对两个情景进行测算。

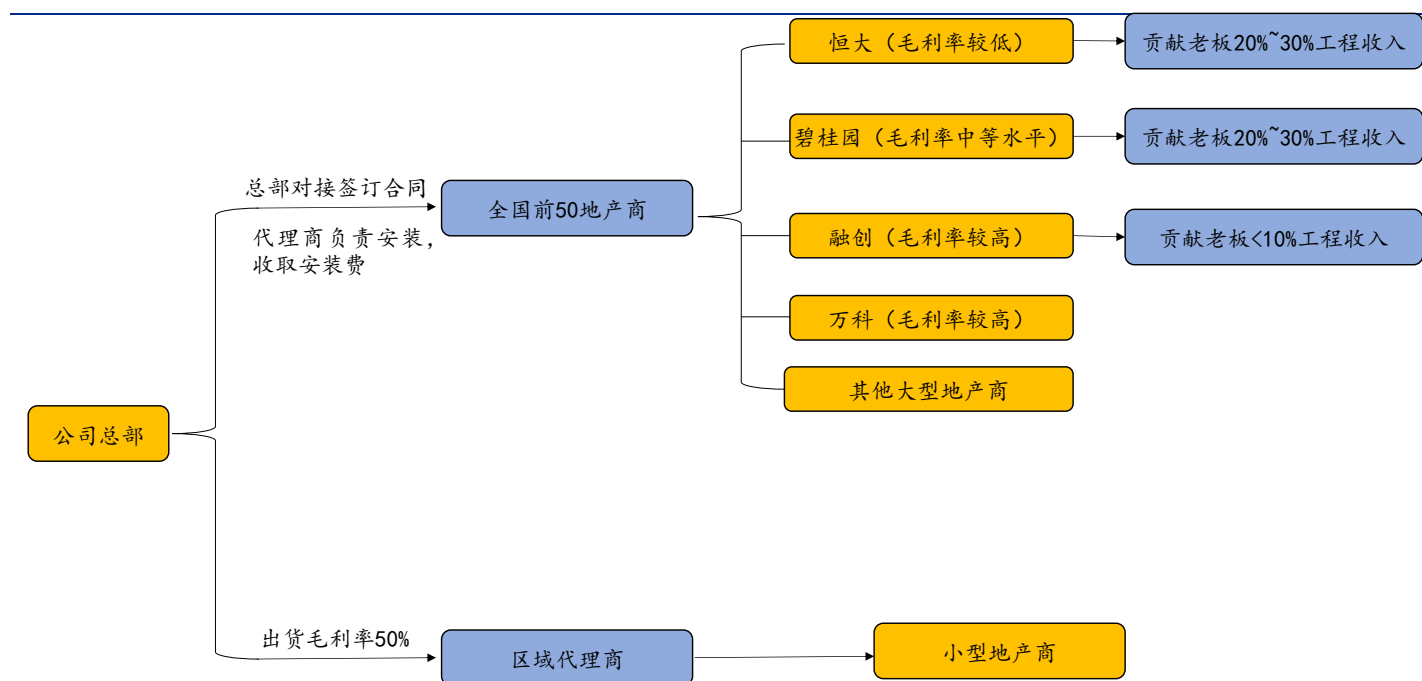
有别于资本市场认知，工程业务放量将拉动老板业绩增长。多数投资者认为，工程机客单价低，伴随其放量，老板电器业绩增速将放缓。但通过表 10 测算，我们可看到，国内厨电工程机出货量占比提升，有利于老板电器的业绩增长。**如果工程机占比提升，老板电器的业绩将有所提升，而不是降低。**我们认为，产生这一结果的主要原因，在于：1) 老板电器工程渠道的市占率更高，拿单量大。2) 工程渠道净利率较高。而这两点，资本市场没有充分认知。需要一提的是，两种情景测算所用到的烟机内销量相同，而随着行业规模增加，工程渠道对业绩拉动作用将更加显著。

表 10：假设烟机内销量不变，工程渠道占比提升，老板烟机净利润将随之提升

	假设情景			当前情景		
	线下	电商	工程	线下	电商	工程
国内烟机市场渠道占比	30%	30%	40%	47%	34%	19%
国内烟机需求量（万台）	523	523	697	818	596	329
老板烟机销量市占率	12%	14%	27%	12%	14%	27%
老板烟机出货量（万台）	62	72	190	96	82	90
出厂价（元/台）	1700	2000	1000	1700	2000	1000
收入（亿元）	10	14	19	16	16	9
净利率	15%	25%	16%	15%	25%	16%
分渠道净利润（亿元）	1.6	3.6	3.1	2.5	4.1	1.5
合计净利润（亿元）	8.3			8.0		

资料来源：Euromonitor，产业在线，奥维云网，中怡康，公司公告，公司调研，安信证券研究中心测算（注：两种情景下，烟机内销量均为 17432 万台）

图 50：老板电器工程业务模式图



资料来源：公司公告，公司调研，安信证券研究中心

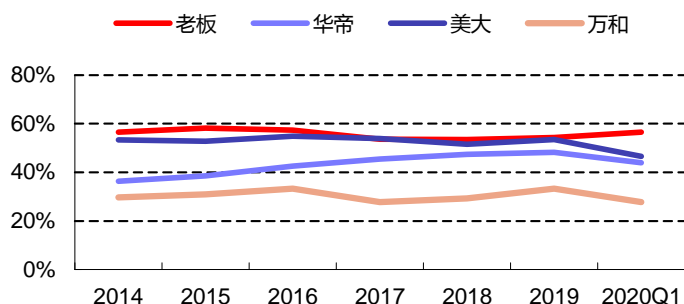
5. 财务分析

我们选取华帝股份、万和电气、浙江美大作为老板电器的可比公司。

与同行业公司相比，老板电器毛利率、净利率均处于较高水平。主要成因为：1) 产品定位高端。2) 较高毛利率的线上收入比重高于同行。2017 年以来，公司毛利率有所下降，这与原材料价格上升、电商提价受阻相关。在疫情冲击下，公司 2020Q1 毛利率同比+1.7pct，说明老板电器拥有较高的运营效率、坚持品牌定位。

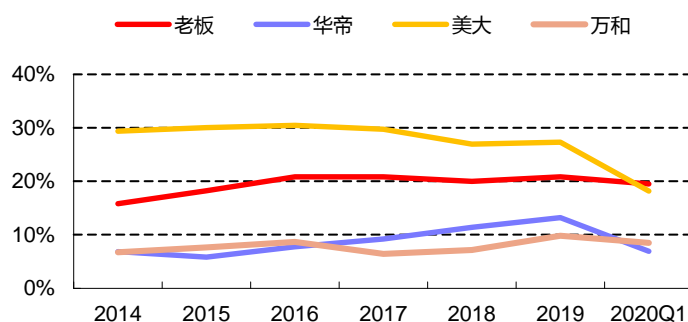
长期来看，我们认为，公司有望保持较好的盈利能力。有三方面原因：1) 产品上，老板电器已与“大吸力”相绑定，既解决消费痛点，又产生差异化，消费者愿支付溢价。2) 渠道上，工程业务盈利能力有望随着客单价增加而提高（洗碗机、蒸烤箱等配套率提升）。通过前文分析，工程渠道的高速发展，可更好地拉动老板电器业绩增长，这主要得益于公司在工程业务的高市占率、低费用率。3) 有别于其他行业，方太、老板等厨电领导品牌倾向于理性竞争，希望通过技术升级、渠道调整、优化售后服务来提升份额，替代简单的价格竞争，而方太作为非上市公司，经营压力也相对较小。回顾过往十年（2010~2019），厨电行业也经历过景气下行阶段、行业参与者数量增加，但老板电器的毛利率依旧保持 50%+，净利率从 11%提升至 20%，展现了公司优秀的经营应变能力，这是老板未来业绩稳定增长的客观基础。短期来看，虽然国内消费景气出现波动，公司产品售价有一定压力，但我们认为，老板电器坚持高端定位，小幅降价促销对盈利能力影响有限。

图 51：老板电器毛利率高于可比公司



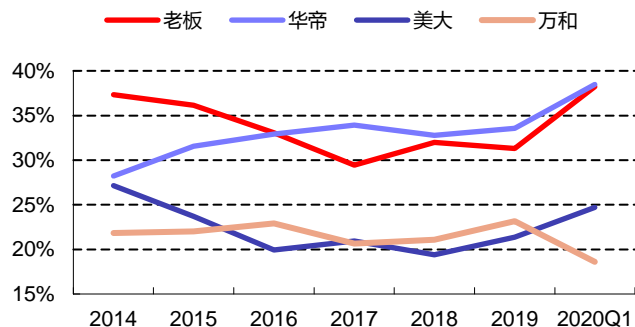
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 52：公司净利率处于较高水平



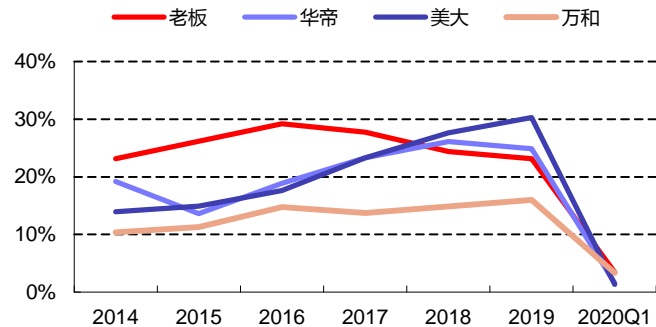
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 53：公司注重品牌投入，期间费用率高



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 54：因总资产周转率下滑，老板电器 ROE 下降



资料来源：Wind，安信证券研究中心

老板电器对下游管控较强，回款周期短。老板电器的应收账款周转率仅次于美大，而高于传统厨卫企业，体现公司对下游代理商较强的管控能力。（美大的应收账款周转率高于老板电器，主要因美大对经销商采取先款后货，收入确认周期短。）

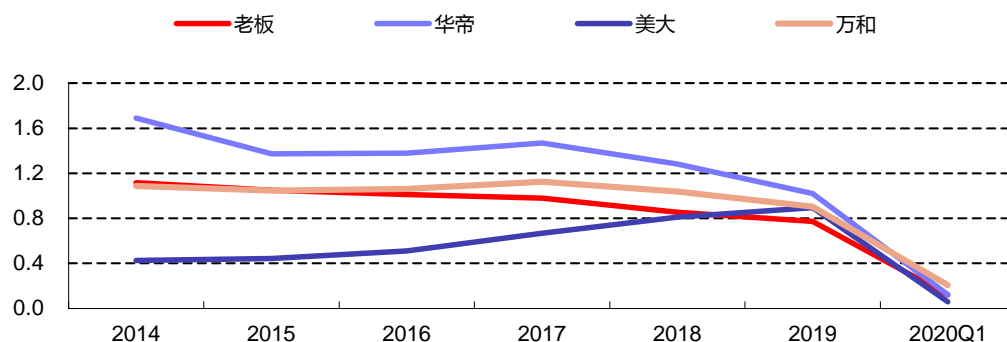
老板电器总资产周转率低于可比公司。近年来，公司总资产周转率下降，主要原因为：1）因地产景气波动、电商渠道进入平稳发展期，公司收入增速减缓。2）因工程业务放量，并且随着电商占比上升，渠道账期影响更加显著，公司应收票据增加。3）公司货币资金充裕、理财产品金额较大，也说明老板电器抵御经营风险的能力较强。

表 11：在传统厨电企业中，老板电器应收账款周转率处于较高水平

公司名称	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020Q1
浙江美大	105.3	93.8	104.5	124.8	120.1	103.5	4.4
老板电器	14.0	14.5	17.8	20.0	18.2	13.2	1.9
华帝股份	18.5	11.2	14.1	17.4	10.6	7.3	0.9
万和电气	10.6	9.3	9.1	10.6	11.3	8.9	2.0

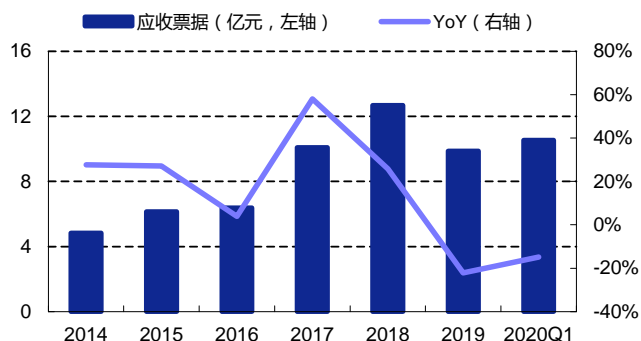
资料来源：Wind，安信证券研究中心测算

图 55：老板总资产周转率低于可比公司



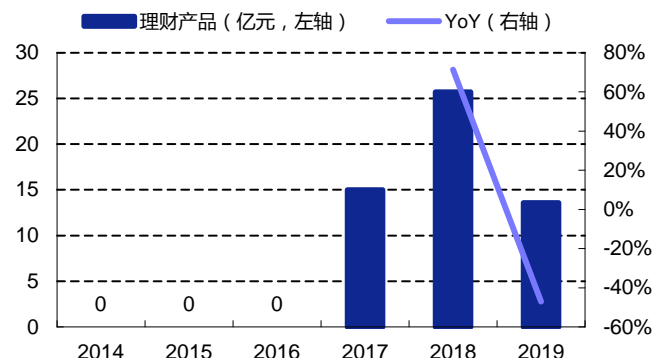
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 56：受工程与电商影响，老板应收票据数额较高



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 57：近年来，公司理财产品金额数量较大

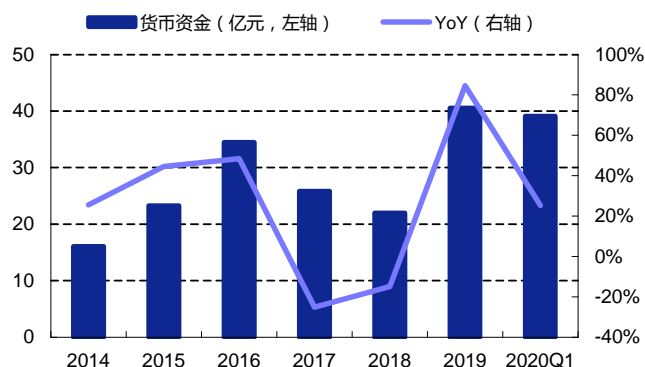


资料来源：Wind，安信证券研究中心

工程业务回款周期长，老板经营性现金流波动性增加（例如 2019Q3~Q4 现金流明显增长）。我们预判，随着工程业务的发展，每年下半年，老板电器的经营性现金流或好于上半年，主要原因为：1）每年下半年为交房旺季。根据产业调研，老板电器每年 Q3~Q4 的工程收入占

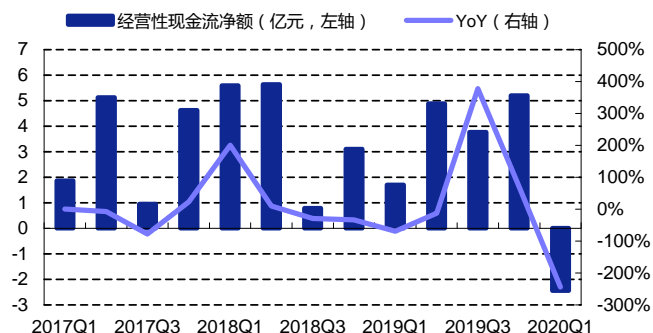
比工程总收入 70%左右。2) 对于主要地产客户, 老板电器从交货开票到收回货款的时间为 1 年。但放眼中长期维度, 我们认为, 公司经营性现金流还是稳定增长的(老板工程回款确定性高, 坏账率低)。另外, 公司账上货币资金充裕, 工程渠道占比提升对公司经营质量影响有限。

图 58: 老板电器账上货币资金较为充足



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

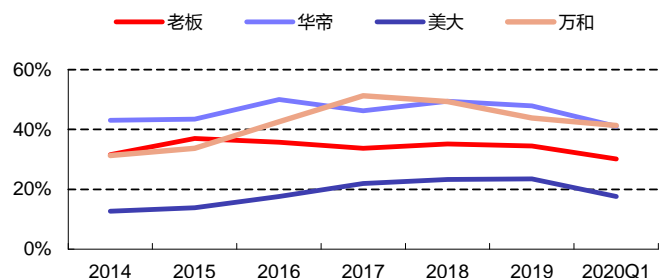
图 59: 2019 年, 公司现金流季度间波动性更明显



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

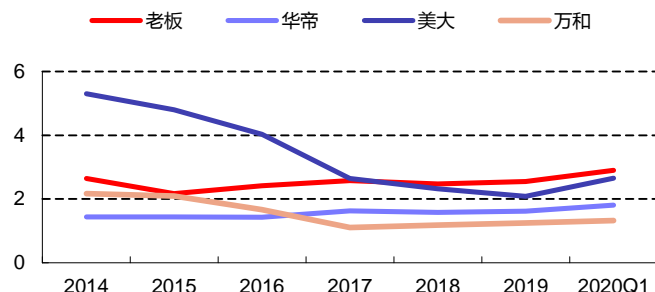
资产负债率较低, 偿债能力强。老板电器的资产负债率处于较低水平, 流动比率高于可比公司, 偿债能力较好。

图 60: 公司资产负债率较低



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 61: 老板电器流动比率较高, 偿债能力强



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

6. 盈利预测与估值

6.1. 盈利预测

主要盈利预测假设：

- 受益竣工回暖，2020 年，老板电器的线下零售业务降幅有所收窄。考虑到在消费景气波动阶段，2020 年，老板电器可能会进行更多的营销活动，零售业务毛利率或小幅下降，其后的年份，随着新品推出，2021~2022 年，线下零售毛利率预计有所回升。
- 老板电器的电商业务进入了平稳发展阶段，该业务毛利率的走势预测，同上文线下零售业务。
- 老板电器工程渠道的收入增长确定性更高。当前，各地政府推出相关政策支持精装修发展，我们预期，2020~2022 年，公司工程业务收入将保持快速增长态势。盈利能力方面，预计工程毛利率将保持稳定。
- 我们预计，随着老板电器对名气品牌进行调整，2020~2022 年，名气的收入增速将会逐步改善。2020 年，受疫情影响，名气毛利率或下降，2021~2022 年，随着新品推出，盈利能力有望恢复。
- 创新渠道为公司的新业务（与家居公司合作销售厨电；老板电器对接大型家居公司，代理商对接小型家居公司），基数较小。
- 我们对公司 2020 年的盈利预测，考虑了新冠疫情带来的不利影响。当前，国内疫情得到控制，企业经营逐步恢复正常。

表 12：收入分类预测表

	2019	2020E	2021E	2022E
线下零售				
烟机				
单价 YoY	-1.7%	-6.0%	3.0%	3.0%
销量 YoY	-25.0%	-18.0%	4.0%	4.0%
收入 YoY	-26.3%	-22.9%	7.1%	7.1%
灶具				
单价 YoY	-0.3%	-5.5%	2.5%	2.0%
销量 YoY	-24.5%	-20.0%	5.0%	5.0%
收入 YoY	-24.7%	-24.4%	7.6%	7.1%
其他				
单价 YoY	10.8%	1.0%	1.0%	1.0%
销量 YoY	20.0%	2.0%	10.0%	10.0%
收入 YoY	33.0%	3.0%	11.1%	11.1%
电商				
烟机				
单价 YoY	-4.1%	-4.0%	2.0%	1.5%
销量 YoY	1.0%	0.5%	2.0%	2.0%
收入 YoY	-3.1%	-3.5%	4.0%	3.5%
灶具				
单价 YoY	-4.1%	-3.5%	1.5%	1.0%
销量 YoY	0.5%	0.0%	1.5%	1.5%
收入 YoY	-3.6%	-3.5%	3.0%	2.5%
其他				
单价 YoY	-3.1%	5.0%	4.0%	4.0%
销量 YoY	20.0%	3.0%	10.0%	10.0%
收入 YoY	16.3%	8.2%	14.4%	14.4%
工程				
烟灶套餐				
单价 YoY	0.0%	-1.0%	-1.0%	-1.0%
销量 YoY	100.0%	45.0%	35.0%	30.0%
收入 YoY	100.0%	43.6%	33.7%	28.7%
其他				
单价 YoY	3.0%	5.0%	5.0%	5.0%
销量 YoY	49.5%	50.0%	25.0%	20.0%
收入 YoY	54.0%	57.5%	31.3%	26.0%
创新				
收入 YoY	56.8%	-15.0%	10.0%	10.0%
毛利率	51.5%	51.2%	52.5%	53.5%
名气				
收入 YoY	-30.0%	-20.0%	10.0%	15.0%
毛利率	31.0%	30.5%	31.0%	32.0%
其他				
收入 YoY	-	-	-	-
毛利率	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
合计				
收入 YoY	4.5%	3.5%	14.2%	14.6%
毛利率	54.3%	52.9%	52.8%	52.5%
业绩 YoY	7.9%	0.7%	15.0%	13.3%

资料来源：Wind，安信证券研究中心测算

工程业务的敏感性测算。根据调研与公告，2019 年，公司工程业务占总收入 20%左右，毛利率 40%。考虑到资本市场对工程业务关注度较高，其收入增速与盈利能力对公司业绩影响将逐步变大，我们对老板电器 2020 年业绩受工程业务的收入和毛利率波动影响作敏感度测算。

表 13：老板电器的工程收入、毛利率对 2020 年业绩增速影响敏感性分析

		工程业务收入同比								
		30%	35%	40%	45%	50%	55%	60%	65%	70%
工程 业务 毛 利 率	35.0%	-6.0%	-5.9%	-5.7%	-5.6%	-5.5%	-5.3%	-5.2%	-5.1%	-4.9%
	36.0%	-4.9%	-4.8%	-4.6%	-4.4%	-4.2%	-4.1%	-3.9%	-3.7%	-3.5%
	37.0%	-3.9%	-3.6%	-3.4%	-3.2%	-3.0%	-2.8%	-2.6%	-2.3%	-2.1%
	38.0%	-2.8%	-2.5%	-2.3%	-2.0%	-1.8%	-1.5%	-1.2%	-1.0%	-0.7%
	39.0%	-1.7%	-1.4%	-1.1%	-0.8%	-0.5%	-0.2%	0.1%	0.4%	0.7%
	40.0%	-0.6%	-0.3%	0.0%	0.4%	0.7%	1.1%	1.4%	1.7%	2.1%
	41.0%	0.4%	0.8%	1.2%	1.6%	2.0%	2.3%	2.7%	3.1%	3.5%
	42.0%	1.5%	1.9%	2.4%	2.8%	3.2%	3.6%	4.1%	4.5%	4.9%
	43.0%	2.6%	3.0%	3.5%	4.0%	4.4%	4.9%	5.4%	5.8%	6.3%
	44.0%	3.7%	4.2%	4.7%	5.2%	5.7%	6.2%	6.7%	7.2%	7.7%
	45.0%	4.7%	5.3%	5.8%	6.4%	6.9%	7.5%	8.0%	8.6%	9.1%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

6.2. 估值

现金流折现估值：我们测算老板电器权益价值为 504.4 亿元，对应每股权益价值 53.15 元。我们的估值，基于老板电器目前的业务边界。未来公司如果拓展其他业务板块，有望产生新的价值贡献。

表 14：老板电器 FCFE DCF 模型中的关键假设及估值（2020.05.22）

估值假设	权益 FCFE 估值	
无风险利率	3.0%	显性预测（亿元） 71.4
风险溢价	5.4%	半显性预测（亿元） 159.9
β系数	110.0%	永续价值（亿元） 273.1
Rm	8.4%	权益价值（亿元） 504.4
Ke	8.9%	总股本（亿股） 9.5
WACC	8.0%	每股权益价值（元） 53.15
永续增长率	2.0%	当前股价（元） 29.93

资料来源：Wind，安信证券研究中心

表 15：老板电器 FCFE 预测（单位：亿元）

	显性预测					半显性预测							终值
	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2031E
FCFE	18.5	19.0	19.9	29.0	31.4	33.8	36.3	38.9	41.5	44.2	46.9	49.7	734.7
贴现	17.5	16.6	16.0	21.3	21.2	20.9	20.7	20.3	19.9	19.5	19.0	18.5	273.1
权益价值													504.4

资料来源：Wind，安信证券研究中心

相对估值：

从 PE 的角度来看，公司 2019 年 PE 为 18 倍，按照当前盈利预测，2020/2021 年 PE 为 18/15 倍。公司在厨电领域有优势，工程业务持续放量，而新品类也处于快速增长期，对收入贡献逐步加大。最重要的，老板电器在经营上，拥有较强的应变能力。考虑到上述潜力，对比可比公司估值，我们给予老板电器 2020 年 25 倍的 PE 估值。

表 16: 可比公司估值表

股票代码	可比公司	市值 (亿元)	净利润增速			EPS (元/股)			PE		
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
002035.SZ	华帝股份	90	10%	5%	13%	0.86	0.91	1.03	16	11	10
002677.SZ	浙江美大	66	22%	8%	18%	0.71	0.77	0.91	19	13	11
002543.SZ	万和电气	59	22%	0.5%	12%	0.80	0.81	0.91	12	10	9
	行业平均								16	11	10

资料来源: Wind, 安信证券研究中心 (市值为 2020 年 5 月 22 日收盘值; 净利润增速、EPS 参考 Wind 一致预期)

7. 投资建议与风险提示

作为高端厨电龙头,老板电器擅于响应市场需求变化,及时调整自身产品、渠道等经营策略。我们认为,这种优秀的应变管理能力,是公司业绩稳定增长的基础。我们预计,老板电器 2020 年~2021 年的 EPS 分别为 1.69/1.94 元,维持买入-A 的投资评级,6 个月目标价为 42.25 元,对应 2020 年 25 倍动态市盈率。

风险提示

1. 行业竞争格局恶化。

我国厨房电器制造行业发展迅速,行业内中小企业数量众多,市场竞争较为激烈,各企业之间的竞争已经从低层次的价格竞争逐渐升级到品牌、渠道、质量、服务、管理等的综合能力竞争。市场竞争的加剧可能导致行业平均利润率的下滑,从而对企业的生产经营带来不利影响。此外,为了维持生存和发展,不排除部分竞争力较弱的企业通过以次充好、甚至冒充名牌产品等恶性竞争手段进行销售,这些不规范行为会使消费者对厨电产品产生疑虑,进而对整个行业和公司的发展产生不利影响。

2. 原材料价格上涨。

厨电产品最为主要的原材料为各种规格的板材(不锈钢板、冷轧板、镀锌板等)、铜,其采购价格与铁矿石等大宗商品的价格波动密切相关。如果原材料价格出现超出预期的波动,将对企业的生产经营产生不利影响。

3. 房地产市场景气下滑。

厨电产品需求产生于房屋购置后的厨房装修环节,具备一定的“装修”与“家具”属性,加上目前大部分需求还是来源于新增而非更新需求,因此其需求受房地产市场波动影响较大。虽然老板电器凭借市场领导地位,具备一定的抗波动能力,但房地产市场的波动,仍将对公司经营业绩产生一定影响。

8. 附录

一二线城市名录

表 17: 40 座一二线城市名称

城市类别	城市名称
一线城市	北京、上海、深圳、广州
二线城市	天津、重庆、石家庄、太原、呼和浩特、沈阳、大连、长春、哈尔滨、南京、杭州、宁波、合肥、福州、厦门、南昌、济南、青岛、郑州、武汉、长沙、南宁、海口、成都、贵阳、昆明、西安、兰州、西宁、银川、乌鲁木齐、无锡、苏州、温州、北海、三亚

资料来源: 中指数据, 安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
100,000,000	2018	2019	2020E	2021E	2022E	100,000,000	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	74.2	77.6	80.3	91.7	105.1	成长性					
减:营业成本	34.5	35.5	37.8	43.2	49.9	营业收入增长率	5.8%	4.5%	3.5%	14.2%	14.6%
营业税费	0.7	0.7	0.6	0.7	0.8	营业利润增长率	0.7%	10.0%	1.0%	15.0%	13.3%
销售费用	19.1	19.3	19.9	22.6	25.8	净利润增长率	0.8%	7.9%	0.7%	15.0%	13.3%
管理费用	2.7	2.8	2.8	3.1	3.5	EBITDA 增长率	-1.8%	17.5%	0.0%	13.8%	12.5%
研发费用	2.9	3.0	2.8	3.1	3.6	EBIT 增长率	-2.4%	17.9%	-0.2%	14.4%	13.0%
财务费用	-1.0	-0.8	-1.3	-1.5	-1.8	NOPLAT 增长率	1.1%	10.6%	-1.6%	14.4%	13.0%
资产减值损失	0.2	-0.1	-	-	-	投资资本增长率	52.7%	-27.5%	4.9%	-15.3%	3.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	16.6%	13.8%	13.2%	12.0%	12.2%
投资和汇兑收益	0.9	1.3	1.4	1.4	1.4						
营业利润	17.0	18.7	18.9	21.7	24.6	利润率					
加:营业外净收支	0.0	-0.0	-	-	-	毛利率	53.5%	54.3%	52.9%	52.8%	52.5%
利润总额	17.0	18.7	18.9	21.7	24.6	营业利润率	22.9%	24.1%	23.5%	23.7%	23.4%
减:所得税	2.2	2.6	2.6	3.0	3.4	净利润率	19.8%	20.5%	19.9%	20.1%	19.9%
净利润	14.7	15.9	16.0	18.4	20.9	EBITDA/营业收入	21.5%	24.2%	23.3%	23.3%	22.8%
						EBIT/营业收入	20.2%	22.8%	22.0%	22.0%	21.7%
资产负债表						运营效率					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E	固定资产周转天数	41	39	36	29	23
货币资金	22.0	40.5	52.2	62.3	72.1	流动营业资本周转天数	99	61	9	6	4
交易性金融资产	-	13.6	13.6	13.6	13.6	流动资产周转天数	356	395	437	442	437
应收帐款	5.2	8.2	5.2	9.6	6.7	应收帐款周转天数	23	31	30	29	28
应收票据	12.7	9.9	13.3	12.6	16.5	存货周转天数	60	62	64	63	63
预付帐款	0.6	0.5	0.8	0.9	1.3	总资产周转天数	421	466	506	498	482
存货	13.5	13.4	15.0	17.2	19.6	投资资本周转天数	151	151	125	104	85
其他流动资产	25.9	4.4	4.4	4.4	4.4						
可供出售金融资产	1.2	-	-	-	-	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	24.4%	23.2%	20.6%	21.2%	21.5%
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROA	15.7%	15.2%	13.6%	13.9%	14.4%
投资性房地产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROIC	56.6%	41.0%	55.7%	60.7%	80.9%
固定资产	8.4	8.3	7.6	7.0	6.3	费用率					
在建工程	1.8	2.7	2.4	2.1	1.8	销售费用率	25.7%	24.8%	24.8%	24.7%	24.6%
无形资产	1.9	2.2	2.1	1.9	1.8	管理费用率	3.7%	3.7%	3.5%	3.4%	3.3%
其他非流动资产	1.3	2.7	2.7	2.7	2.7	研发费用率	4.0%	3.9%	3.5%	3.4%	3.4%
资产总额	94.6	106.5	119.3	134.4	146.9	财务费用率	-1.4%	-1.1%	-1.6%	-1.7%	-1.7%
短期债务	-	-	3.8	-	-	四费/营业收入	32.0%	31.3%	30.2%	29.8%	29.6%
应付帐款	14.3	16.4	16.4	21.0	22.2	偿债能力					
应付票据	4.1	6.0	4.9	7.8	7.1	资产负债率	35.2%	34.5%	33.8%	34.2%	32.5%
其他流动负债	13.9	13.2	14.1	15.9	17.2	负债权益比	54.2%	52.7%	51.2%	52.0%	48.1%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	2.47	2.54	2.67	2.70	2.89
其他非流动负债	0.9	1.2	1.2	1.2	1.2	速动比率	2.05	2.17	2.28	2.31	2.47
负债总额	33.2	36.8	40.4	46.0	47.7	利息保障倍数	-14.8	-21.2	-14.1	-13.0	-12.5
少数股东权益	0.9	1.1	1.3	1.6	1.9	分红指标					
股本	9.5	9.5	9.5	9.5	9.5	DPS(元)	0.80	0.50	0.76	0.97	1.10
留存收益	51.0	59.3	68.1	77.3	87.8	分红比率	51.5%	29.6%	45.0%	50.0%	50.0%
股东权益	61.3	69.7	78.9	88.4	99.2	股息收益率	2.7%	1.7%	2.5%	3.2%	3.7%
现金流量表						业绩和估值指标					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	14.8	16.1	16.0	18.4	20.9	EPS(元)	1.55	1.68	1.69	1.94	2.20
加:折旧和摊销	1.0	1.1	1.1	1.1	1.2	BVPS(元)	6.37	7.23	8.18	9.15	10.25
资产减值准备	0.2	0.1	-	-	-	PE(X)	19.3	17.9	17.7	15.4	13.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.7	4.1	3.7	3.3	2.9
财务费用	-0.0	-0.0	-1.3	-1.5	-1.8	P/FCF	162.0	7.1	15.4	15.0	14.2
投资损失	-0.9	-1.3	-1.4	-1.4	-1.4	P/S	3.8	3.7	3.5	3.1	2.7
少数股东损益	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3	EV/EBITDA	10.6	14.9	12.5	10.4	8.8
营运资金的变动	-10.4	19.7	-2.4	3.2	-2.1	CAGR(%)	8.0%	9.5%	3.6%	8.0%	9.5%
经营活动产生现金流量	15.1	15.6	12.3	20.2	17.1	PEG	2.4	1.9	4.9	1.9	1.4
投资活动产生现金流量	-11.8	10.6	1.4	1.4	1.4	ROIC/WACC	6.4	4.7	6.3	6.9	9.2
融资活动产生现金流量	-7.1	-7.6	-2.0	-11.4	-8.6	REP	0.7	2.2	1.3	1.3	0.9

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

张立聪、李奕臻声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	孙红	上海区域销售副总监	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	王银银	上海区域销售经理	18217126875	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	李倩	北京基金组主管	18500075828	liqian1@essence.com.cn
	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	夏坤	北京基金组销售副总监	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	曹琰	北京基金组销售经理	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	姜东亚	北京区域销售副总监	13911268326	jiangdy@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	刘晓萱	北京区域销售经理	010-83321365	liuxx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
深圳联系人	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	黎欢	深圳基金组销售经理	15820484816	lihuan@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	巢莫雯	深圳基金组销售经理	18682080397	chaomw@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034