

梅开二度 工程端领衔下龙头再出发

——老板电器 (002508.SZ)

家用电器/白色家电

申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要:

老板自 1979 年起于微末至今 40 年, 历经十倍市值猛进后, 遇地产周期回调近两年。厨电新格局下龙头何以定位? 我们由产品、品牌、渠道三度探讨。

烟灶的上限在哪里? 在新品引流边际减弱的新阶段, 自上而下判断龙头上限。

- ◆ **总量空间:** 以发达城乡保有量 92.9/75.5 为上限得余量为 **1.38-1.65 亿台**。
- ◆ **销量上限:** 参考台湾/日本烟机规律, 其稳态更新比为 40 台/千户, 推得中国稳态更新 1800 万套, 当前内销 2000 万台, **推算峰值将达 4000 万台**。
- ◆ **龙头份额上限:** 横向对比日韩港台大厨电及内销冰洗空龙头, 纵向看公司以 CAGR17.9% 成长性居厨电之首, **保守判断公司份额空间至少 10pct**。

烟灶之后, 厨电多元化大潮正当时。 大厨电市场未来五年 CAGR 预计 11%, 对比发达国家户均购买量我国具超 50%+ 增量空间, 正为新兴厨电蓝海。

- ◆ **蒸烤箱+洗碗机领衔。** 烤箱未来五年 CAGR 预期 17.3%, 蒸箱本土化潜在需求庞大; 洗碗机拐点已过, 预期 CAGR24.3% 有望成 500 亿潜力市场。
- ◆ **公司多元化正奇结合。** 伴随研发力度加强公司专利 17 年起爆发, 多元化专利布局占比过半。多产品市占前三优势下, 重心中式蒸箱, 成长可期。

高端品牌的建立与博弈。 老板以 28.2% 份额、4417 元高价领衔厨电龙头。

- ◆ **品牌建立:** 10-13 年品牌快速升级, 凭“大吸力”定义引导高端形象, 高费用推广竖立品牌影响力, 最终渠道加价率自行抬升兑现高端定位。
- ◆ **高端拓展:** 多品牌战略定位细分市场, 名气下沉资源储备雄厚, 金帝集成厨房蓄势待发; 同时逆周期盈利提升, 守均价维护品牌实现良性竞争。

渠道变革下工程截流与下沉增量成为公司核心扩张契机。

- ◆ **在强大工程端份额基础上加速成长。** 精装修推进下, 老板占比已达 40%, 实际净利率 16.4% 下盈利规模持续增厚。地产厨电强强联合加速集中, 并佐以中央吸油烟机为工程利器, 深化项目垄断, 加速扩张精装市场份额。
- ◆ **下沉渠道:** 低线增速高于 T1 市场 10-23pct, 公司由代理商、城市公司、终端店三层布局, 辅以名气积累雄厚县镇乡级资源, 确保长线增长潜力。

投资策略: 伴随随后行业回稳, 市场整体良性盈利环境以及公司份额优化的确定性, 公司有望迎来业绩及估值双增实现戴维斯双击。预计公司 19-21 年 EPS 为 1.7/2.1/2.4 元, PE 为 18.6/15.4/13.4, 结合绝对估值和相对估值给予 6 个月目标价 36.9-37.4 元/股, 维持“买入”评级。

风险提示: 地产回暖、多元化推广、工程推进、下沉需求释放等不及预期。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7,017.40	7,424.89	7,960.34	8,918.60	9,885.60
增长率(%)	21.10%	5.81%	7.21%	12.04%	10.84%
归母净利润(百万)	1,461.21	1,473.58	1,615.82	1,943.93	2,243.82
增长率(%)	21.08%	0.85%	9.65%	20.31%	15.43%
净资产收益率(%)	27.78%	24.38%	23.57%	24.84%	25.09%
每股收益(元)	1.54	1.55	1.70	2.05	2.36
PE	20.53	20.40	18.57	15.44	13.37
PB	5.70	4.96	4.38	3.84	3.36

资料来源: 公司财报、申港证券研究所

评级

买入(维持)

2019 年 11 月 11 日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号: S1660519040001

秦一超

研究助理

qinyichao@shgsec.com

021-20639326

交易数据

时间 2019.11.08

总市值/流通市值(亿元)	300.08/295.62
总股本(万股)	94,902.41
资产负债率(%)	35.72
每股净资产(元)	6.72
收盘价(元)	31.62
一年内最低价/最高价(元)	19.38/35.0

公司股价表现走势图



资料来源: 申港证券研究所

相关报告

1、《老板电器季报点评: 营收盈利边际双突破 组合战略深耕护城河》2019-10-29

2、《老板电器半年报点评: 主营承压多元化建功 厚积以待需求回暖》2019-08-27

内容目录

1. 产业新阶段下 看烟机市场与龙头份额的上限	8
1.1 由烟机发展历程看市场阶段	8
1.2 烟机市场的上限在哪里?	12
1.2.1 烟机总量空间有多大?	12
1.2.2 烟机销量空间有多大?	14
1.3 烟灶龙头的上限在哪里?	17
2. 不止于烟灶 厨电多元化大潮正当时	19
2.1 厨电多元化兴起 蒸烤箱洗碗机高增	19
2.1.1 烹饪多元化的觉醒	19
2.1.2 洗碗机迎高增契机	22
2.2 公司多元化战略蓬勃发展	25
3. 高端品牌的建立之路与良性博弈	29
3.1 当前厨电品牌分布格局	29
3.2 “老板”高端品牌是如何建成的	31
3.2.1 “大吸力”定位引导高端产品形象	33
3.2.2 高费用投入打造品牌影响力	35
3.2.3 渠道加价兑现品牌高端属性	37
3.3 新高端定位下的品牌博弈	39
3.3.1 多品牌战略覆盖细分市场	39
3.3.2 高端品牌博弈 守住厨电良性竞争格局	41
4. 渠道改革中的核心扩张契机	44
4.1 渠道结构调整 工程截流与下沉增量为核心驱动力	44
4.2 公司工程布局: 比你强大的还比你更快	47
4.2.1 精装修市场蓬勃发展 厨电产品跟随提升	47
4.2.2 老板在精装修竞争格局中一骑绝尘	50
4.2.3 房企与厨电龙头强强联手下的加速集中	52
4.2.4 中央吸油烟机: 被严重低估的工程端利器	55
4.3 下沉渠道的变革与机遇	58
4.3.1 厨电下沉市场需求逐步提速	58
4.3.2 公司在下沉渠道的多层改革	61
4.4 公司产业链营运能力持续增强	63
5. 盈利预测与投资建议	65

图表目录

图 1: 老板电器大事记	6
图 2: 十年间公司营收变化情况 (亿元)	7
图 3: 公司主营业务结构变化拆分 (内 15 中 17 外 19H1)	7
图 4: 公司十年间盈利能力保持强劲	7
图 5: 各类型吸油烟机一览	9
图 6: 以老板电器为例梳理油烟机发展史	10
图 7: 传统顶吸式存在油烟逃逸问题	10
图 8: 油烟机产品已逐步覆盖了各风口距离的灶上空间	11

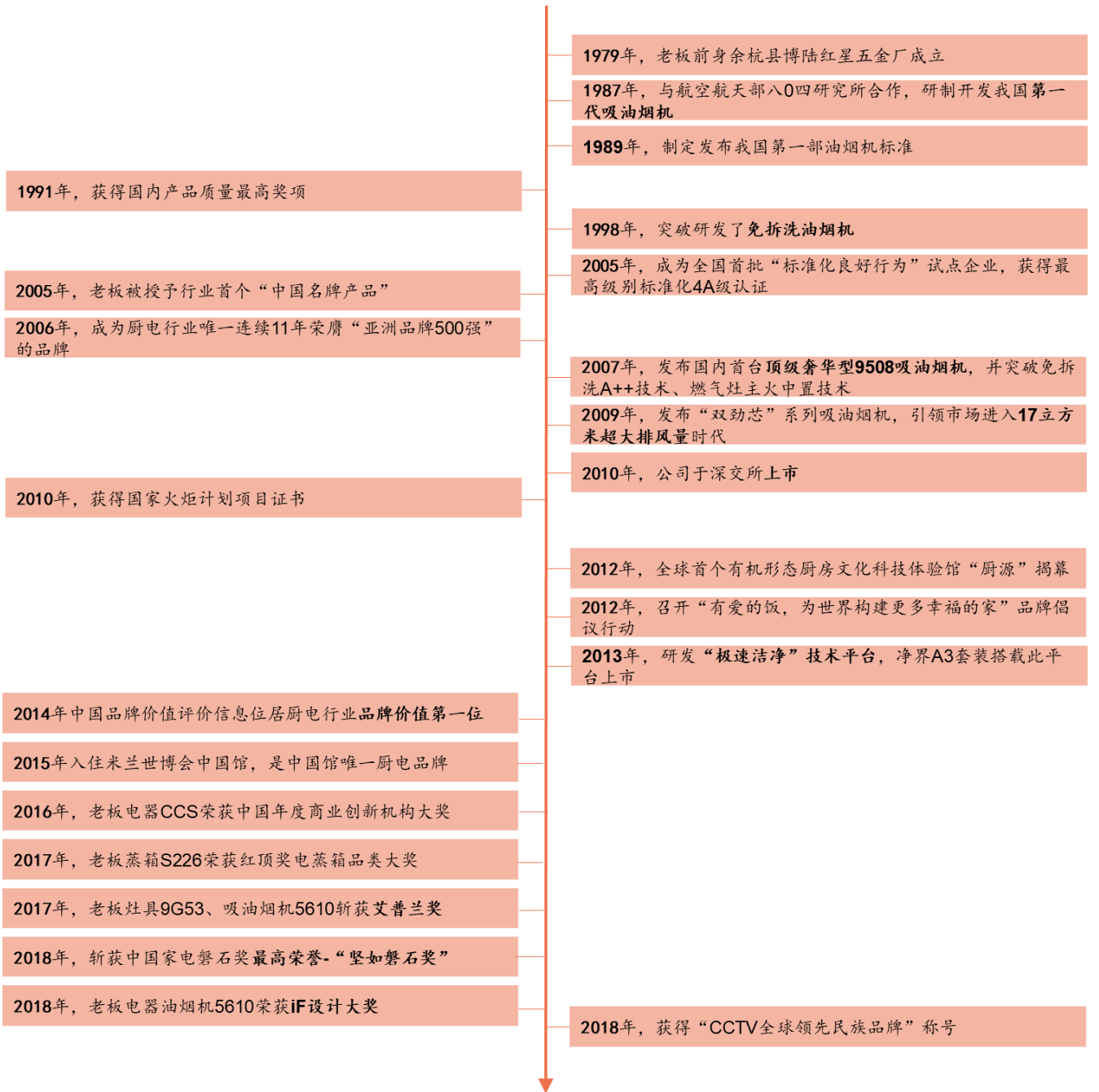
图 9: 龙头品牌主流机型外观具备较高相似度	11
图 10: 城乡各类家电百户保有量变化	12
图 11: 日本系统厨房普及度及保有量变化	13
图 12: 各省市城镇油烟机百户保有量 (2018)	13
图 13: 各省市农村油烟机百户保有量 (2017)	14
图 14: 油烟机市场销量变化 (万台)	15
图 15: 中国台湾油烟机内销量变化情况 (万台)	16
图 16: 中国、日本、中国台湾油烟机户均销量对比 (台/千户)	16
图 17: 各国大型烹饪电器市场第一龙头销量市占率变化	17
图 18: 各国大型烹饪电器市场 CR3 销量市占率	17
图 19: 大型烹饪电器各企业销量规模及增速	18
图 20: 大型烹饪电器市场整体及老板电器销量增速对比	18
图 21: 油烟机市场各品牌销量占比	18
图 22: 燃气灶市场各品牌销量占比	18
图 23: 内销各大家电市场 Top1 品牌市占率	19
图 24: 各国大型烹饪电器市场规模 (百万美元)	20
图 25: 2018 年各国户均购买大型烹饪电器数量 (台/千户)	20
图 26: 中国家庭常用烹饪方式调查	21
图 27: 历年烤箱市场规模及增速	21
图 28: 嵌入式微蒸烤销售额变化	22
图 29: 中国洗碗机市场规模变化情况 (百万美元)	23
图 30: 洗碗机市场零售额高速发展	24
图 31: 中国洗碗机市场复合增长率引领全球	24
图 32: 2018 年全球洗碗机市场销售额占比	25
图 33: 2018 年各国家庭对洗碗机的购买量 (台/千户)	25
图 34: 中国洗碗机各品牌销量份额 (%，内 2013 外 2018)	25
图 35: 公司技术人员数量及占比	26
图 36: 公司历年投入研发费用及占比	26
图 37: 杭州老板电器股份有限公司申请专利数及专利结构	26
图 38: 2018 年老板电器公开发明专利中所涉产品的结构	27
图 39: 2019 年至今老板电器公开发明专利中所涉产品的结构	27
图 40: 19 年 1-9 月各产品零售额占比及排名	27
图 41: 中国市场蒸具推广历程	28
图 42: 公司洗碗机线上线下零售量占比	29
图 43: 2019 年 1-9 月线下油烟机市场品牌分布	30
图 44: 2019 年 1-9 月线上油烟机市场品牌分布	30
图 45: 老板油烟机零售额市占率在 2010-2013 年间快速提升	31
图 46: 老板燃气灶零售额市占率在 2010-2013 年间快速提升	32
图 47: 洗衣机 CR2 家电下乡集中度下降	32
图 48: 空调 CR2 家电下乡期集中度停滞	32
图 49: 老板电器“大吸力”产品布局推进历程	33
图 50: 消费者购买油烟机所关注的因素	34
图 51: 大吸力油烟机零售量占比持续增长	34
图 52: 老板油烟机占据大吸力市场主体 (2019.1-9)	35
图 53: 老板前期保持较高销售费用率	35
图 54: 公司销售费用明细拆分	36

图 55: 公司广告宣传费用及占比 (万元)	36
图 56: 老板电器广告宣传语整理	36
图 57: 老板抽油烟机百度搜索指数持续领衔提升	37
图 58: 老板油烟机价格在市场均价基础上溢价增厚	38
图 59: 公司烟灶消渠道加价率测算	38
图 60: 名气品牌大事记	40
图 61: 名气子公司营收变化	40
图 62: 名气子公司净利润变化	40
图 63: 油烟机零售量变化	41
图 64: 地产后周期下公司毛利率持续改善	41
图 65: 地产后周期下公司净利率持续改善	41
图 66: 各类型家电受消费及地产驱动因素影响示意图	42
图 67: 黑电企业电视业务毛利率变化	43
图 68: 黑电企业净利率变化	43
图 69: 全国城镇化率持续提升且发达地区快速领跑	45
图 70: 油烟机各部分需求成分配置占比	45
图 71: 城市商品房配置需求带动的油烟机销量变化	46
图 72: 农村普及及需求带动的油烟机销量变化	46
图 73: 老板电器销售渠道及逻辑梳理 (2018)	46
图 74: 公司工程端收入测算	47
图 75: 各级精装修政策近年持续加强	48
图 76: 精装修开盘量变化情况	49
图 77: 精装修渗透率逐年提升	49
图 78: 19H1 精装修住宅中各家电器的配置率	49
图 79: 老板营收中工程端比重远高于厨电市场整体水平	50
图 80: 2018 年厨电线下市场与精装修市场的市占率对比	50
图 81: 精装修中厨电份额持续向头部集中	50
图 82: 不同楼盘售价段下老板份额均保持前列	51
图 83: 扣减部分销售费用后工程渠道实际净利率并没有显著低于平均	52
图 84: 公司在战略合作客户中的格局一览	52
图 85: 主流房企销售、拿地、融资集中度持续提升	53
图 86: 2011-2019H1 房企龙头销售面积及销售金额集中度	53
图 87: 2018 年主要房企全装修比例	54
图 88: 2018 年全装修市场 Top 20 房企市场份额超 50%	54
图 89: 老板电器中央油烟机发展大事记	55
图 90: 中央吸油烟机产品图	56
图 91: 中央吸油烟机原理图	56
图 92: 中央吸油烟机改造后实现各楼层风量整体均衡提升 (m ³ /h)	57
图 93: 中央吸油烟机通过满足各方诉求实现公司竞争格局优化	58
图 94: 厨电线下零售量逐步向下沉市场倾斜	59
图 95: 各级市场零售额增速变化情况	59
图 96: 各级市场均价变化	60
图 97: 城市用气人口规模及结构变化	60
图 98: 燃气普及率变化 (%)	60
图 99: 中长期天然气主干管网规划图 (规划期 2016-2025)	61
图 100: 公司线下渠道网络建设情况	62

图 101: 名气线下网点不断深入下沉市场.....	62
图 102: 2019 年 1-9 月各级油烟机市场老板及 CR4 零售额占比 (%)	63
图 103: 老板电器各营运相关周期对比	64
图 104: 老板电器营业周期及净营业周期.....	64
图 105: 老板电器经营现金流净额变化 (万元)	64
图 106: 地产三部曲各指数对家电营收的增速指引.....	65
图 107: 主流房企 10 月销售额及销售面积增速边际突破	65
图 108: 老板电器与家电指数估值对比 (PE-TTM)	67
表 1: 以成熟省市油烟机市场为参考推算市场空间	14
表 2: 洗碗机早期导入困局与后续发展改善	22
表 3: 油烟机内销量各需求配置拆分	44
表 4: 近年精装修相关中央重要政策一览	48
表 5: 中央油烟机系统的主要组分及其优势	56
表 6: 中央油烟机的技术壁垒.....	57
表 7: 可比公司估值.....	66
表 8: 公司盈利预测表.....	68

老板电器自 1979 年起于微末的五金厂，历经国内油烟机产品初代引入生产、标准制定、改革创新的完整成长历程。2010 年上市后进一步领衔厨电市场龙头集中，股市长虹至 2018 年初一度达到 10 倍于发行价的峰值，随后在“房住不炒”的强力地产政策抑制下所在厨电全行业大幅回调，几经起落至今市场估值难定。在这一背景下我们撰写本篇报告，希冀通过对厨电产业的追溯和预期、对品牌定位的价值锚定、对渠道竞争的推演，为市场进一步清晰地了解老板电器这一优秀企业做出贡献。

图1：老板电器大事记



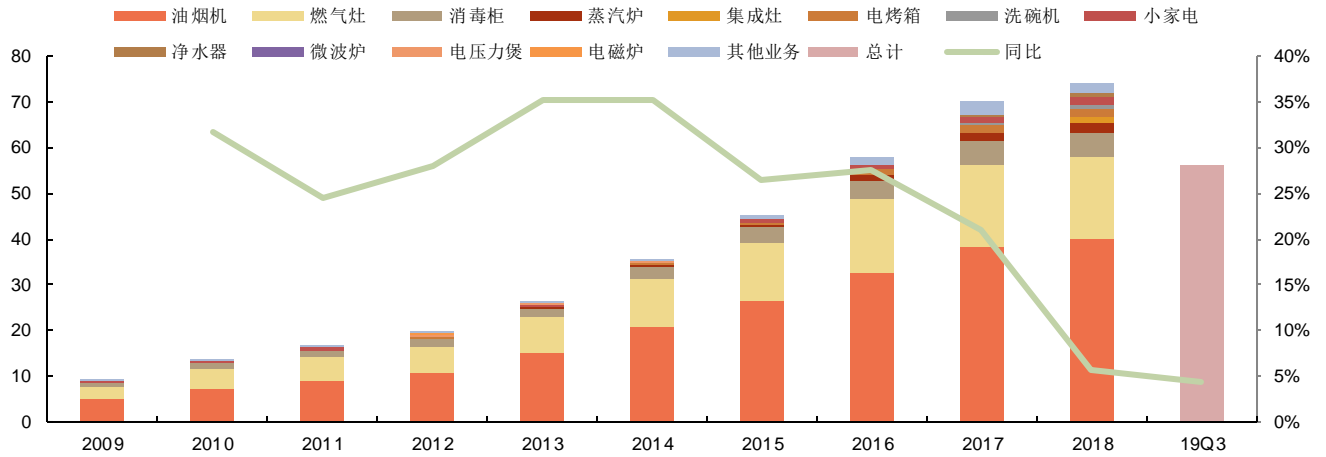
资料来源：公司官网，申港证券研究所

公司营收增速经波动筑底回调，盈利能力保持强韧。

◆ 营收增速正处筑底期。公司自 2010 年上市后以油烟机为核心产品，至 2017 年

营收增速保持在 20% 以上的高位，但自 2017 年起各地房产政策陆续出台抑制，至 2018 年处于后周期的厨电产业负面影响彻底爆发。2018 年公司营收 74.2 亿元，增速首次落至 5.8%，迎来其至暗底部，19 年公司前三季度营收为 56.3 亿元，增速 4.3%，业绩仍处筑底阶段。

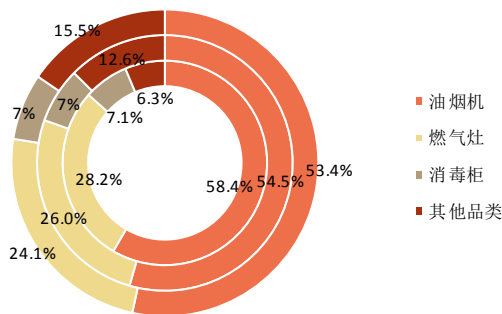
图2：十年间公司营收变化情况（亿元）



资料来源：wind，申港证券研究所

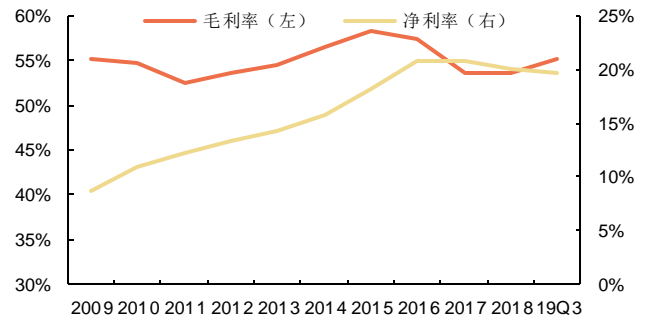
- ◆ **营收结构持续改善，多元化战略进行时。**在烟灶市场受抑制期间，公司主营结构持续优化，2015 年烟灶消三大业务占比分为 58.4%/28.2%/7.1%，其他多元化品类占比仅 6.3%，而历经四年持续多元化投入，至 2019 年中多元化品类占比已达 15.5%。
- ◆ **盈利能力保持强劲，成为公司后续弹性的强力保障。**公司上市以来毛利率基本保持在 53% 以上高位，净利率则经历前期持续改进上涨后一度增至 20.8%，随后基本维持在 20% 左右。盈利能力在行业下行周期中仍保持了稳健高位，为后续产业机遇保存了核心竞争力。

图3：公司主营业务结构变化拆分（内 15 中 17 外 19H1）



资料来源：wind，申港证券研究所

图4：公司十年间盈利能力保持强劲



资料来源：wind，申港证券研究所

由此在当下节点，无论厨电行业抑或龙头的老板电器，均处于发展方向待明确、投资逻辑再建的阶段，对公司所在行业及其竞争格局的深入探讨具有极高边际价值。我们由此主要探究产品、品牌、渠道为主要的以下几点：

- ◆ **自上而下，明确烟灶市场规模上限及公司份额上限。**在烟灶市场进入对功能设计

敏感度下降的新阶段，分别由市场空间、销量上限、龙头份额自上而下的三个维度确定上限以确定公司烟灶主营的增长空间。以发达省市保有量为标准估算烟机普及空间为 1.38-1.65 亿台，以确定稳态更新需求为基础得到烟机内销峰值可突破 4000 万台，以各国家龙头份额、内销其他品类龙头份额、纵向公司集中趋势三方面确定公司集中度至少存在 10pct 空间。

- ◆ **厨电产品多元化为大势所趋，由公司近年布局看成长性。**我国大厨电市场仍在相对初级阶段，以各国规律看基础需求的烟灶市场稳定后享受型产品需求上升。我国烹饪文化基础下蒸烤箱及洗碗机已过拐点进入高速上升期。探究公司两年内共 194 个已公开专利确定后续技术方向，其创新的中式蒸箱战略契合本土潜在需求，配合洗碗机等其他多品类布局，高成长空间值得高度期待。
- ◆ **“老板”作为第一梯队高端品牌的建立之路及良性博弈。**“老板”作为份额第一、高端定位的厨电品牌，2010-2013 年间实现快速升级，除了期间行业低速因因素利好龙头外，公司以“大吸力”定义并引导高端产品形象，以高配的费用率迅速提升品牌影响力，最终由渠道加价率抬升实现消费者心理的高端化定位。并于建立之后坚持品牌价值，维持厨电市场良性盈利竞争，通过品牌多元化占据细分市场。
- ◆ **渠道护城河拓宽为公司带来持续集中化的核心驱动力。**当前厨电渠道两大契机为工程截流与下沉增量。在精装修规模持续扩张趋势下，公司前瞻布局使其精装市场集中度持续提升，至 2018 年达 40%，我们探究认为扣减费用后工程渠道实际净利率并没有显著拖累公司整体，盈利规模持续增厚。同时公司与头部房企高集中度强强联手，形成在精装市场叠加式份额提升。中央吸油烟机作为被严重低估的竞争利器，在满足居民、房企、政府及公司自身诉求下或将存在改变工程配置规则的可能，份额进一步提升确定性极强。此外在公司及名气在下沉市场的布局储备也有望为其带来中长期持续潜力空间。伴随公司对上下游话语权的持续优化，其进一步扩张格局具备良好基础。

1. 产业新阶段下 看烟机市场与龙头份额的上限

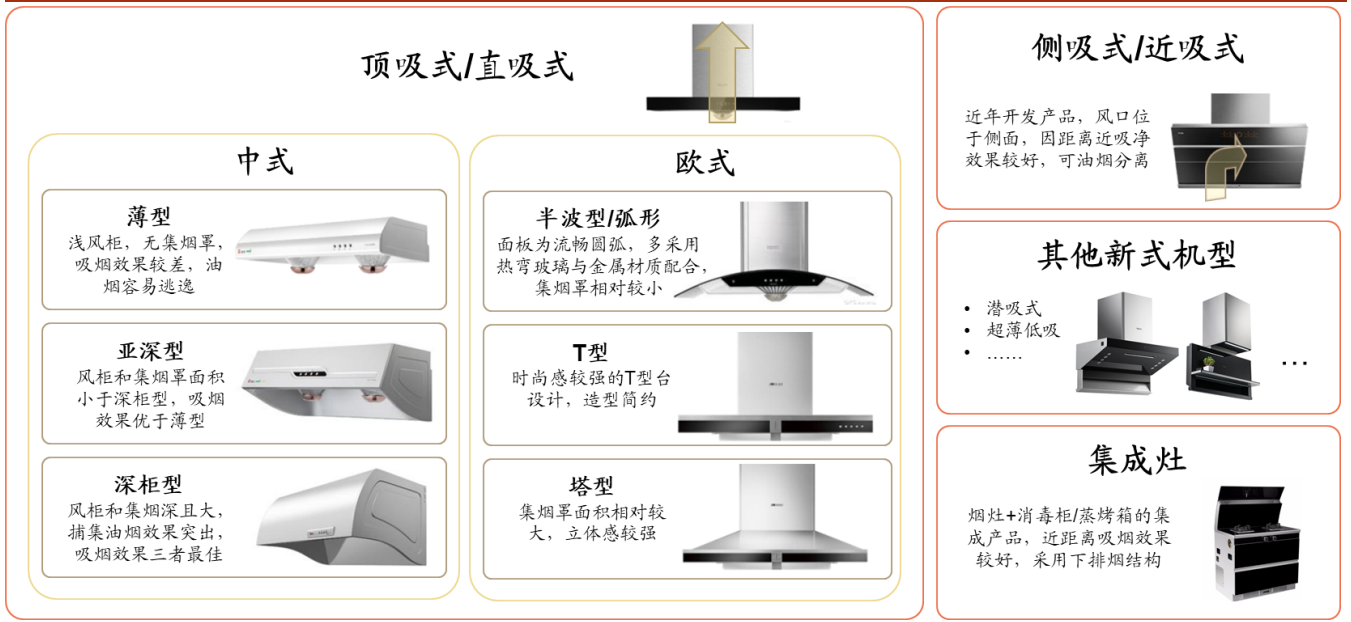
1.1 由烟机发展历程看市场阶段

吸油烟机作为厨电市场目前最核心的品类，已具备广泛地认知度。而自 1980s 后期国内品牌生产以来，产品结构历多次升级创新至今已成多品类蓬勃发展局面。由吸净结构可大致划分为顶吸式、侧吸式、其他新式和烟灶柜体结合的集成灶品类。

- ◆ **顶吸式**又称直吸式，为最初发明设计并持续至今的主流机型，特点为机体、风口安装于炉灶正上方。由罩体外观可具体分为中式和欧式两类，其中中式根据风柜深度、集烟罩大小可分为薄型（平顶式）、亚深型、深柜型（深罩式）等。欧式则由集烟罩设计分为弧形（半波型）、T 型、塔型等产品。
- ◆ **侧吸式**又称近吸式，即安装于灶台靠墙侧由侧面进风并油烟分离，在这一功能结构基础上各公司各有设计创新，以突出科技感、轻奢属性。后续在侧吸逻辑基础上开发的风口侧位下探为主的潜吸式、下探风口并压薄集烟罩的超薄低吸式以及可切换风口位置的可伸缩式等其他新式机型，严格而言均为在侧吸范畴内的再设计。
- ◆ **集成灶**是将烟机、燃气灶、消毒柜或蒸烤箱功能集成一体的新型烟灶产品，以更近的侧面风口距离保证吸烟效果，并采用下排烟风道结构。从功能性上覆盖吸收

油烟，因此统归为一类。

图5：各类型吸油烟机一览



资料来源：公开资料，申港证券研究所

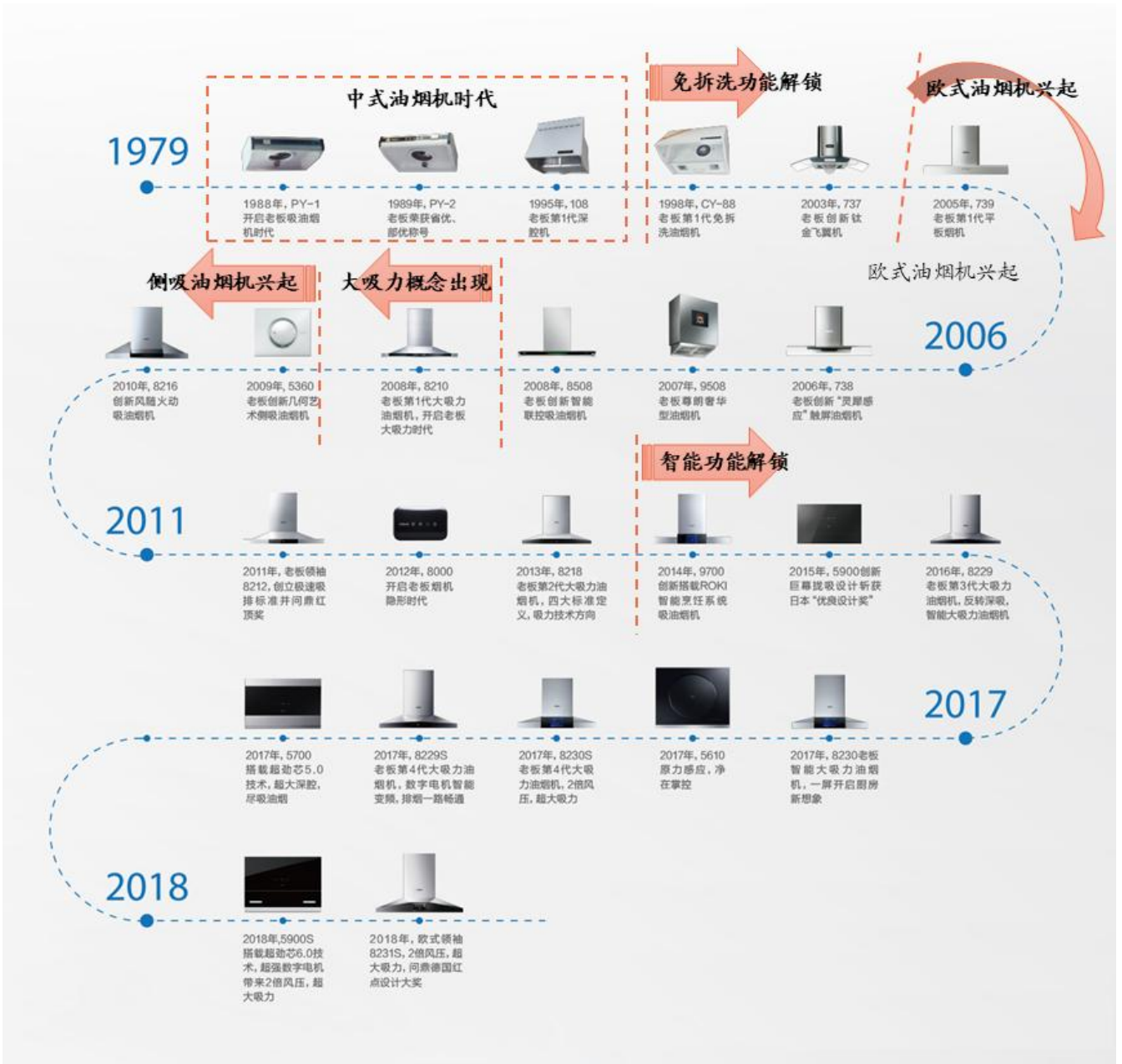
烟机发展历程由功能属性和设计属性双轮驱动。以老板油烟机的发 展为例，

- ◆ **功能驱动维度**：早期中式油烟机集烟罩深化的创新即在瞬时风力有限情况为强化拢烟效果而优化。随后免拆洗功能由清洁便捷的维度提升体验。08 年开启持续至今的大吸力概念则以电机优化为主提升吸烟能力。09 年的侧吸式机型诞生，本质也是以降低风口距离来强化吸烟效果。14 年后的智能化功能，则赋予厨电联动、远程控制、多组合识别的科技便捷体验。
- ◆ **设计驱动维度**：由早期罩体采用钛金飞翼机，到欧式结构引进中国市场，T 型机、塔型机、弧形机分占市场，再到侧吸式的黑洞造型、双侧聚风、巨幕造型、超薄壁挂等新式设计，其更多由科技设计感、美学角度对消费者选购造成影响，这在目前仍以女性使用者为主的消费市场，颜值同样具有明显引流意义。

而在当下时长新阶段，烟机性能及设计创新覆盖逐步饱和，新品效果边际减弱。

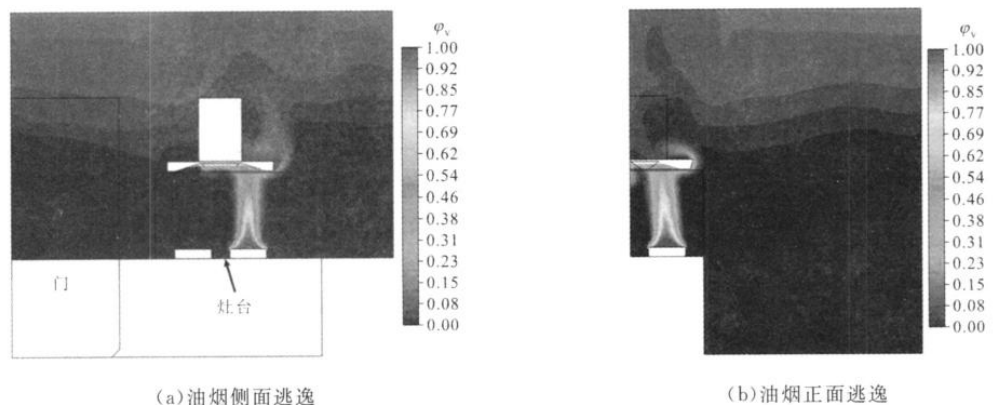
- ◆ **早期提升油烟吸净率（气味降低度）为核心需求**。早期顶吸式油烟机因排风量有限、风口距离较高，难以与中式重油重烟的烹饪习惯很好契合，往往造成油烟逃逸，由此带来的吸烟能力提升成为产品性能的主要考量。其根本上由对内风机性能提升和对外风腔风口设计优化为主，前者带来“大吸力”时代，后者则带来风口距离下沉的多机型创新。

图6: 以老板电器为例梳理油烟机发展史



资料来源: 老板电器官网, 申港证券研究所

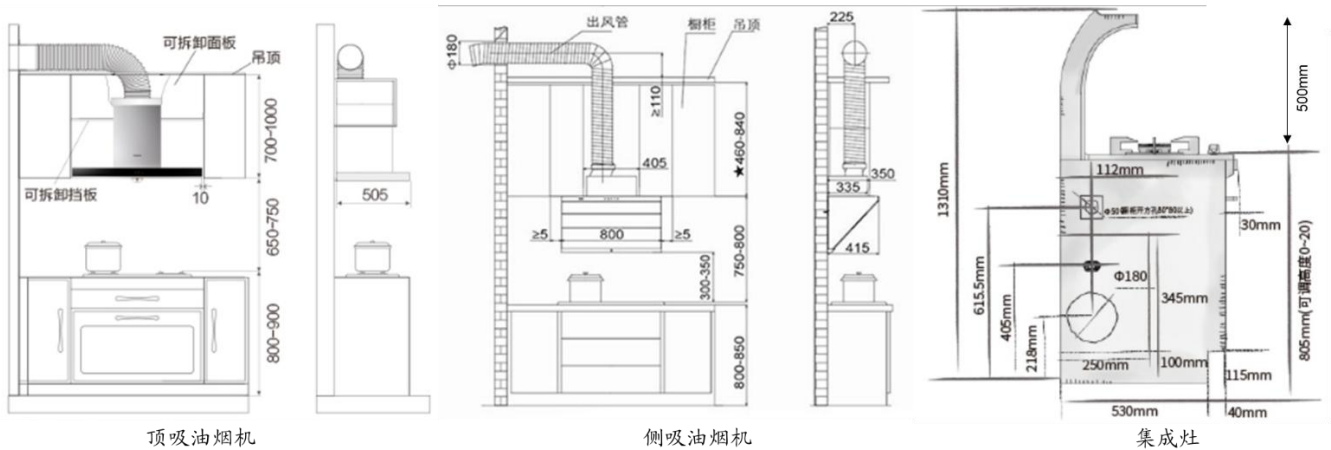
图7: 传统顶吸式存在油烟逃逸问题



资料来源:《厨房内吸油烟机射流气幕的参数化研究》, 申港证券研究所

- ◆ 风口距离已逐步覆盖完全, 风口结构覆盖渐趋充分。伴随侧吸式、其他新式、集成灶等产品市场逐步成熟, 各品类有效风口距离段覆盖依次为: 顶吸式 (650-750mm)、侧吸式 (400-600mm)、其他新式 (350-550mm)、集成灶 (300-400mm)。鉴于锅灶本身存在一定高度, 并考虑不同炊具多样性, 进一步缩小风口距离整体吸净体验反而减弱, 因此当下各品类已基本实现了距离段的全覆盖, 而各厨电龙头企业目前已基本通过收购、自研、技术储备上实现不同风口距离产品的技术配置。烟机由功能属性刺激需求的方式已边际下降。

图8: 油烟机产品已逐步覆盖了各风口距离的灶上空间



资料来源: 公开资料, 申港证券研究所

- ◆ 设计多样化带来审美细分, 众多设计新品差异下的引流效果逐步减弱。伴随油烟机产品设计趋向简约、轻奢、科技感, 龙头品牌各主流机型外观结构大致相似, 以不同细分元素创造差异化, 以充分适应不同审美风格的消费者。在这一多样市场下新品设计上的差异化所带来的引流效果已边际减弱。

图9: 龙头品牌主流机型外观具备较高相似度



资料来源: 公司官网, 申港证券研究所 注:

伴随烟机品类的充分创新，我们判断产品在功能属性及设计属性的差异竞争已不再为当前竞争格局的敏感指标。当然这并非指产品技术研发失去意义，如后续 5G 通信技术将由产业外带来产业整体的智能化升级，同样将对厨电产业带来需求刺激。但相较而言，厨电格局竞争，已步入趋向于品牌定位和渠道布局竞争的新阶段。

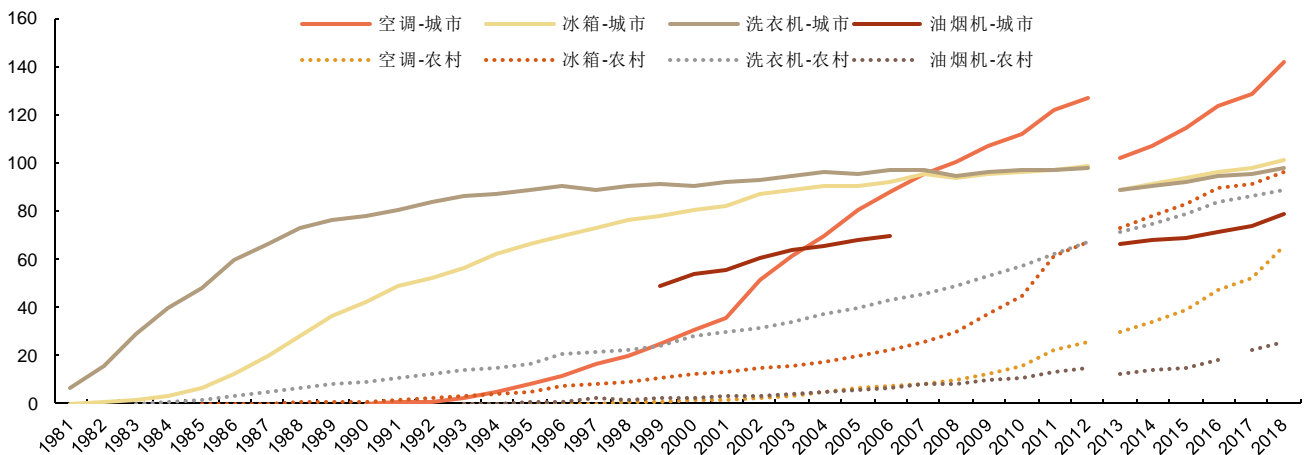
1.2 烟机市场的上限在哪里？

在家电产业发展过程中，产品（技术）、品牌、渠道三者均为竞争的核心因素，往往产品技术在早期导入期和成长前期处于核心驱动项，之后伴随消费倾向趋同和技术成熟，产品要素的影响相对减弱，成熟的家电市场进入以品牌定位和渠道资源为主要竞争要素的阶段。当前烟灶市场已逐步迈向新阶段，那么对于市场面临的一个直接问题是，烟灶市场的上限在哪里？我们自上而下，由总量、销量再到企业份额等三个维度进行尝试探究。

1.2.1 烟机总量空间有多大？

油烟机城乡保有量目前仍在快速增长。存量市场对比，中国 2018 年最新城镇及农村油烟机百户保有量分别为 79.1 台和 26 台，较 2013 年（户数统计口径更改后）的城镇、农村保有量分别提升了 13 台和 13.6 台。

图 10：城乡各类家电百户保有量变化

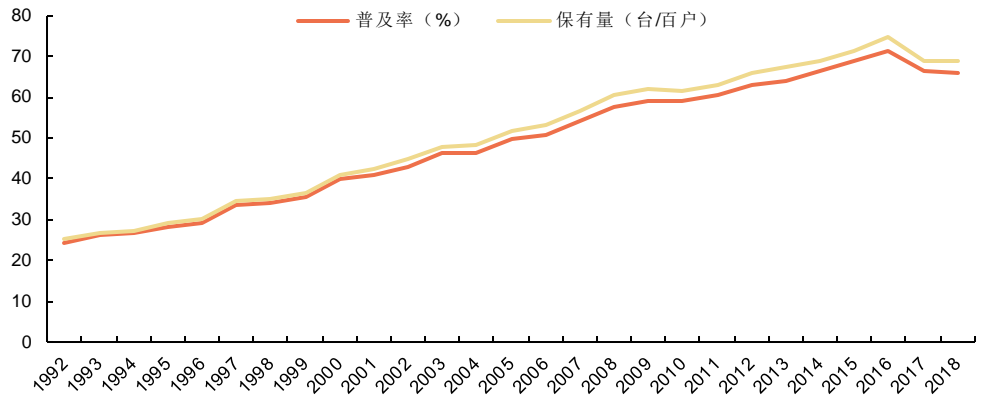


资料来源：国家统计局，申港证券研究所

油烟机城乡保有量上限的界定：以内生发达地区作为合理上限参考市场。

- ◆ 发达国家数据对比并不适用于中国油烟机市场。我们初期试图采用他国峰值保有量以计算中国油烟机空间，但存在两大问题：
 - ◆ a) 统计端口数据可靠性存疑。此前市场普遍采用的“日本烟机保有量 92 台，韩国烟机保有量 112 台”的数据真实性存疑，根据我们不完全韩国城市采样，韩国普通家庭烟机配置率远无法达到一户一机水平，高保有量数据是因韩国住宅内烤肉店（即非正式餐厅，而将公寓改造为小型烤肉店）单户配置多机位而拉高数据。而日本统计局官方统计“系统厨房”项为包含油烟机、橱柜、水槽等在内的整体概念，数据量级偏差较大，趋势上可做指引，但与国内油烟机比较仍有较大问题。

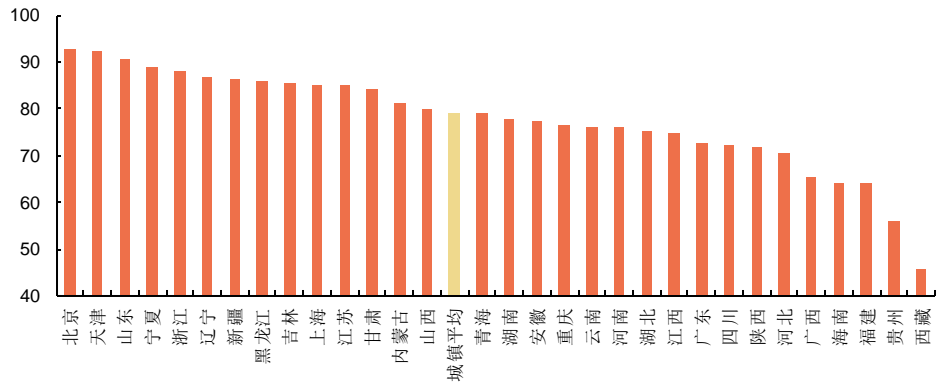
图11: 日本系统厨房普及度及保有量变化



资料来源: 日本统计局, 申港证券研究所

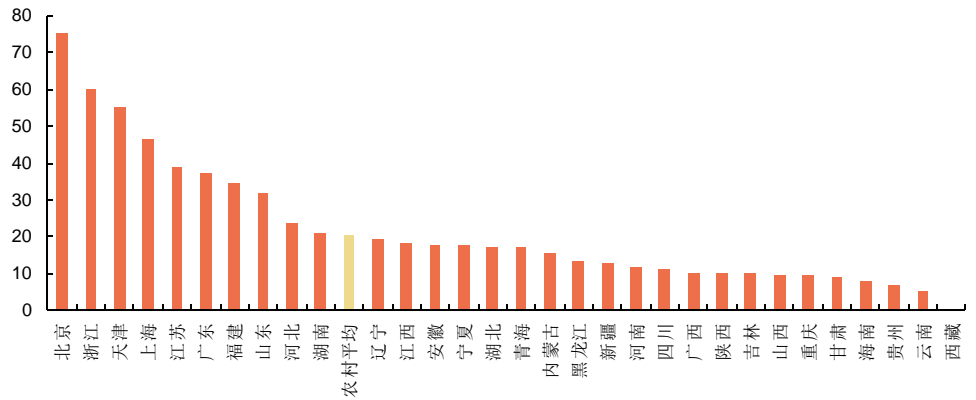
- ◆ **b) 中式烹饪的特殊性。**事实上中餐是全球独一无二的重油重盐多辛辣的烹饪方式, 显著区别于西餐, 即使餐饮文化相近的日韩料理也区别较大, 导致中式烹饪对油烟机的需求刚性极高。由此出发, 远期看中国对油烟机的配置率稳定值或为各国最高, 采用其他国家的烟机存量值做对照反而造成较大误差。而同为中式烹饪的中国台湾、中国香港等地区官方统计中缺乏油烟机存量数据。
- ◆ **以中国油烟机相对成熟省市的城市、农村市场作为上限参考。**我们认为以发达国家/地区进行上限对照的研究逻辑, 本质上即寻求相似市场轨迹的发达地区作参考, 这一逻辑同样可采用内生的发展成熟的市场, 作为短期可实现的上限替代。

图12: 各省市城镇油烟机百户保有量 (2018)



资料来源: 申港证券研究所注: 2018年全国城镇油烟机保有量已披露, 但大多省市

图 13: 各省市农村油烟机百户保有量 (2017)



资料来源: 申港证券研究所 注: 2018 年部分省市农村数据不全, 且年度间调整较大, 因此以相对齐全的 2017 年数据为参考

中国内销油烟机市场存在 1.38-1.65 亿台的普及空间。如以烟机市场较成熟的省市作为整体城镇、农村保有量的上限, 则我国合计尚存新增普及空间 1.38 亿台, 其中城镇 0.33 亿台, 农村 1.05 亿台; 而如考虑成熟省市仍具有保有量进一步提升的空间, 以城市保有量进一步提升 5%, 农村提升 10% 为假设, 则我国合计新增普及空间为 1.65 亿台, 其中城镇 0.44 亿台, 农村 1.21 亿台。

表 1: 以成熟省市油烟机市场为参考推算市场空间

	2018 年整体保有量 (台/百户)	成熟省市保有量 (台/百户)	家庭户数 (万户, 2017)	以成熟省市为上限的普及空间 (万台)	乐观估计市场保有量上限 (台/百户)	以乐观上限估计普及空间 (万台)
城镇	79.1	92.9	23927.8	3299.6	97.5	4410.9
农村	26.0	75.5	21242.8	10515.2	83.1	12119.0
总计			45170.7	13814.9		16529.9

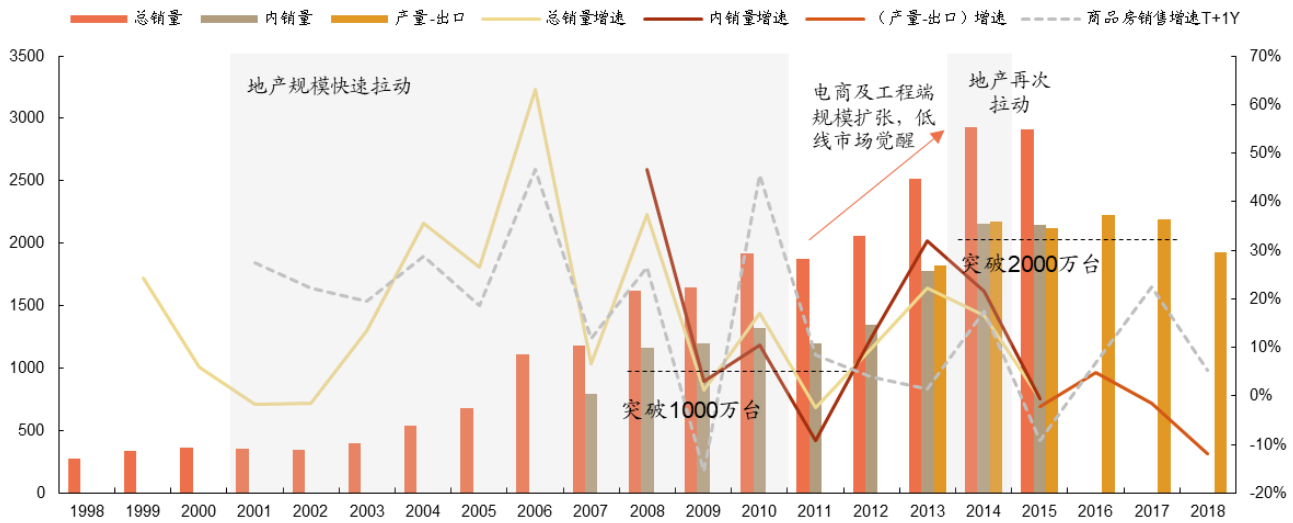
资料来源: 国家统计局, 申港证券研究所 注: 乐观估计为保有量上限在成熟省市基础上将城镇进一步提升 5%, 农村提升 10%。

1.2.2 烟机销量空间有多大?

内销规模早期跟随地产阶段式增长, 已至 2000 万台体量。相较于总量空间的估算, 年度销量空间的上限对投资市场和企业更具现实意义。由于早期烟机市场并不成熟, 缺乏完整的统计口径进行长周期计算。我们采用尽量统一的国家统计局口径: 在 1998-2015 年间存在烟机总销量数据, 扣减 2007 年起统计的出口量得到内销量数据, 在总销量停止统计后采用“产量-出口量”做近似内销量的替代, 因行业库存量通常低位且变化不大, 因此也具备趋势性指引。

- ◆ 早期烟机市场变化紧密跟随地产变化, 地产拉动下迅速突破 1000 万台。油烟机最早是由一二线渠道推广普及, 因涉及管路、柜体安装控件, 具备极强的装修关联, 因此与当时同样以一二线为主场的商品房市场高度相关, 尤其 2011 年之前商品房销售增速延期一年的波动与油烟机增速完美契合。而 2000-2009 年是中国地产规模快速上升的阶段 (除 2008 年金融危机带来短期下滑), 这也促成后周期的烟机内销在 2008 年突破 1000 万台。

图 14: 油烟机市场销量变化 (万台)



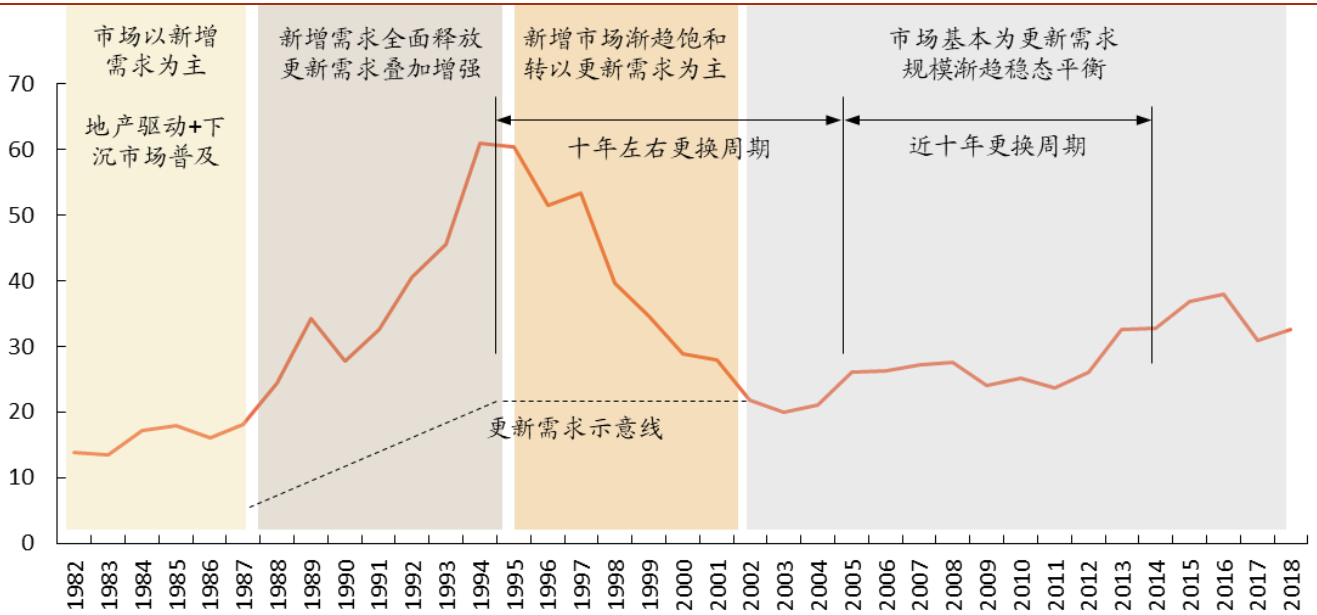
资料来源: 国家统计局, 申港证券研究所 注: 总销量为国家统计局数据, 至 2015 年停止; 内销量为统计局口径下“总销量-出口量”; (产量-出口) 数据是国家统计局的总销量统计停止后的“内销量”替代选择, 因产业库存量相对较小, 同样具有趋势性。

- ◆ 中后期下沉市场觉醒结合地产再度拉动, 促使烟机上 2000 万台大关。随后虽然地产规模增速放缓, 彼时厨电借新兴电商渠道及工程渠道红利扩张, 同时烟机低线市场需求觉醒, 带来 2012-2014 年烟机规模迅速扩张, 伴随 2013 年地产再度回弹, 2014 年烟机规模成功上 2000 万台大关。

为了解答油烟机销量的上限问题, 我们需由需求端进行分拆。我们判断的基础逻辑为: 对于成熟稳定的家电市场, 更新需求占绝对主导地位, 且可拆解为与人口关联的固定范围内的比例值。我们以烹饪习惯最为一致的中国台湾地区作参考:

- ◆ 台湾地区在 1980s 中前期烟机市场基本以新增普及需求为主, 销量在 20 万台一下。随后行业进入高速发展期, 地产驱动、下沉市场普及、更新需求叠加下规模快速膨胀, 至 1994 年销量峰值达 60.9 万台, 随后新增市场需求渐趋饱和, 更新需求占比逐步增大。至 2002 年后, 烟机市场已基本为更新需求, 规模渐趋稳态, 规模稳定在 25-35 万台。
- ◆ 由台湾烟机发展规律可知, a) 市场销量峰值为新增需求与更新需求的最优叠加, 并远高于后续稳态的更新需求量; b) 台湾地区中后期的销量波动一定程度上印证了中式烹饪下油烟机更换周期为十年左右; c) 市场成熟后销量波动除更新潮周期外基本平稳。

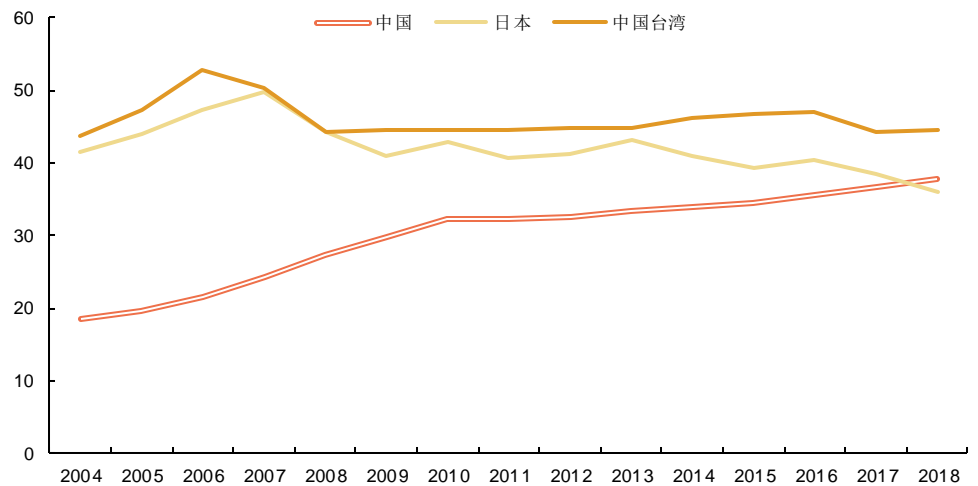
图15: 中国台湾油烟机内销量变化情况 (万台)



资料来源: CEIC, 申港证券研究所

- ◆ 以台湾、日本为代表，稳态更新需求比例约为 40 台/千户。与中式烹饪最为相近的中国台湾、日本等地均早已进入烟机成熟期，而我们根据 Euromonitor 数据进一步测算发现，两地家庭每年购买油烟机 (Cooker hoods) 的量均在每千户 40 台左右，即更新需求为 0.04 台/户，且长期保持相对稳定。这其中日本市场成熟更早，其户均量在 0.04 台基础上略有下滑。

图16: 中国、日本、中国台湾油烟机户均销量对比 (台/千户)



资料来源: Euromonitor, 申港证券研究所

- ◆ 而相对应的中国市场每千户家庭油烟机销量处于持续上升期，由 2004 年 18.6 台/千户已快速提升至 2018 年达 37.9 台/千户，仍处于销量峰值左侧的快速成长期。以公安部统计中国 2017 年最新户籍人口为 4.52 亿户，按成熟中式烹饪地域的更新需求比例 0.04 台/户，远期中国烟机市场成熟后的稳态更新需求约为 1800 万台。
- ◆ 当前中国油烟机市场，其内销量初步达到 2000 万台，仅初步超过稳态更新需求

量, 大量总量市场空间的新增需求尚未释放。而更新需求包含二手房更新、废旧换新、主动产品升级等需求源。经拆分可测算更新需求量约在 500 万台左右 (参见下文 4.1), 远未达到饱和, 距离市场销量峰值仍极为遥远。

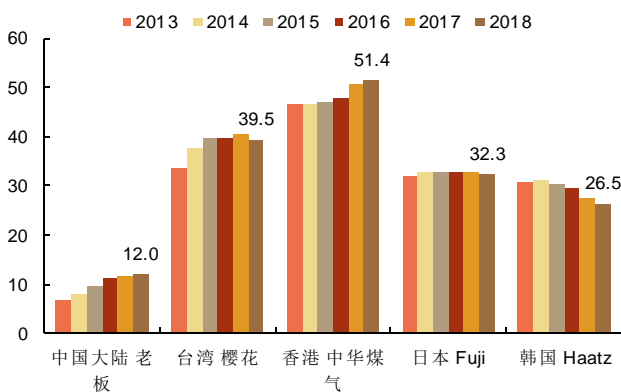
油烟机内销市场峰值有望突破 4000 万台。锚定稳态更新需求后, 目前仍处上升的新增需求在地产周期和下沉市场释放中仍有较高潜力, 以前测算为标准则新增需求可达 1500 万台, 即使以谨慎的需求增速 3% 预测, 这一组分十年内峰值达到 2000 万台也不难实现, 事实上 07-16 年 10 年间烟机 CAGR 高达 12.2%。根据台湾油烟机销量峰值规律、烟机内销市场总量空间、国内先行的大家电品类内销规模, 我们由稳态更新需求 1800 万台出发, 初步判断油烟机内销量峰值有望突破 4000 万台。

1.3 烟灶龙头的上限在哪里?

在烟灶整体市场规模扩张的同时, 龙头在竞争优势下的集中度提升是企业营收规模提升的另一大驱动力。我们首先横向对比内销头部企业与国际厨电龙头份额的距离:

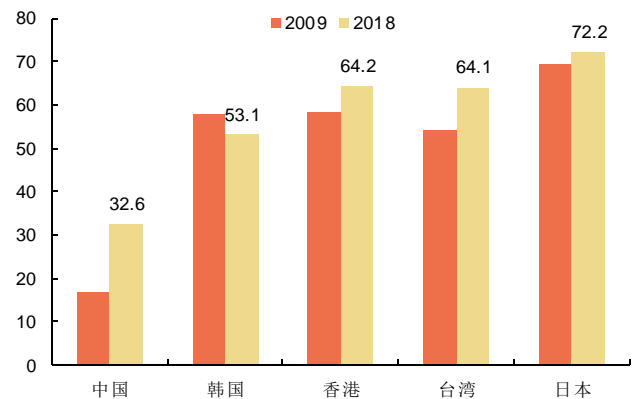
- ◆ **由第一梯队玩家看,** 根据 Euromonitor 统计各国大型烹饪电器市场 (包含烟机灶具、烤箱及中国的集成灶等主体品类) 的企业数据, 中式烹饪关联较高的台湾、香港、日本、韩国等成熟厨电市场龙头集中度均已居高位, 2018 年 CR3 分别达到 64.1%/64.2%/72.2%/53.1%, 且除韩国外, 其他市场龙头份额近 9 年来仍保持集中趋势。而 2018 年中国 CR3 的销量份额仅为 32.6%, 较 2009 年快速提升 15.8pct, 尚远未达到成熟竞争格局。
- ◆ **由第一大龙头看,** 台湾樱花、香港中华煤气、日本 Fuji、韩国 Haatz 等大型烹饪电器市场 Top1 龙头 2018 年销量份额分别达到 39.5%/51.4%/32.3%/26.5%。而同口径下老板电器虽为稳定的中国市场 Top1 龙头, 但市占率仅为 12%, 近五年份额提升达 5.2pct, 竞争格局持续优化下老板电器的成长空间广阔。

图 17: 各国大型烹饪电器市场第一龙头销量市占率变化



资料来源: Euromonitor, 申港证券研究所注: 大型烹饪电器包含: 烟机、灶具、烤箱、集成灶等

图 18: 各国大型烹饪电器市场 CR3 销量市占率

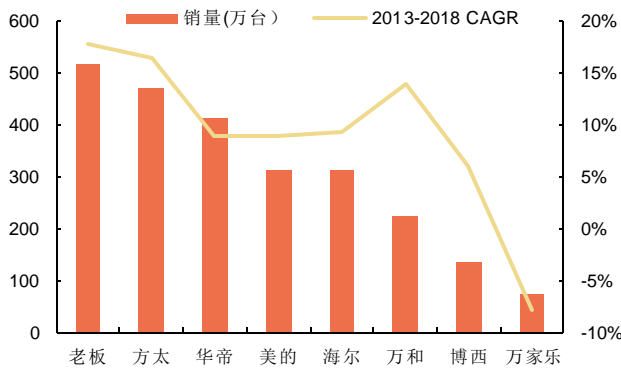


资料来源: 申港证券研究所注: 大型烹饪电器包含: 烟机、灶具、烤箱、集成灶等

- ◆ **具体看国内市场, 老板电器近年增速领衔全行业。**以 Euromonitor 大型烹饪电器口径, 2018 年老板电器销量达 518.3 万台, 2013-2018 年 CAGR 居众多主流品牌第一位, 高达 17.9%。而近十年看大型烹饪电器市场, 老板历年销量增速持续领衔整体市场, 2016 年之前较市场增速高出 16-30pct, 即使近两年烟灶品类下

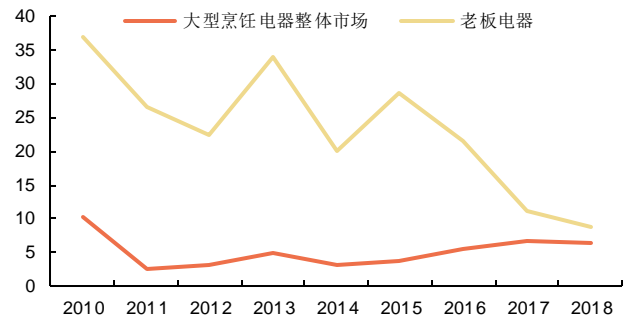
行, 也仍保持高于平均的增长。

图19: 大型烹饪电器各企业销量规模及增速



资料来源: Euromonitor, 中港证券研究所

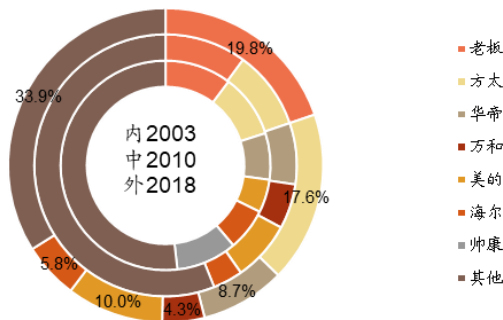
图20: 大型烹饪电器市场整体及老板电器销量增速对比



资料来源: Euromonitor, 中港证券研究所

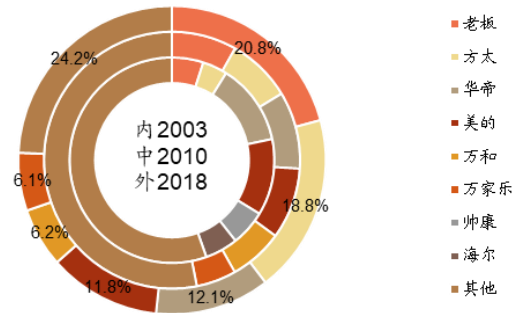
纵向看, 公司在烟机灶具市场多年优势积累, 份额集中趋势确定性强。根据中怡康数据, 公司油烟机市场销量份额由 2003 年的 10.2%, 已快速增长至 2018 年的 19.8%, 保持自身龙头优势竞争地位; 公司燃气灶份额则由 2003 年的 5% 迅速增至 2018 年的 20.8%。伴随油烟机产品逐步成为厨电套餐购买的决定项, 公司凭借油烟机市场强大优势成功联动灶具份额, 实现竞争地位的超越。烟灶产业龙头明显集中下, 公司份额提升确定性较强。

图21: 油烟机市场各品牌销量占比



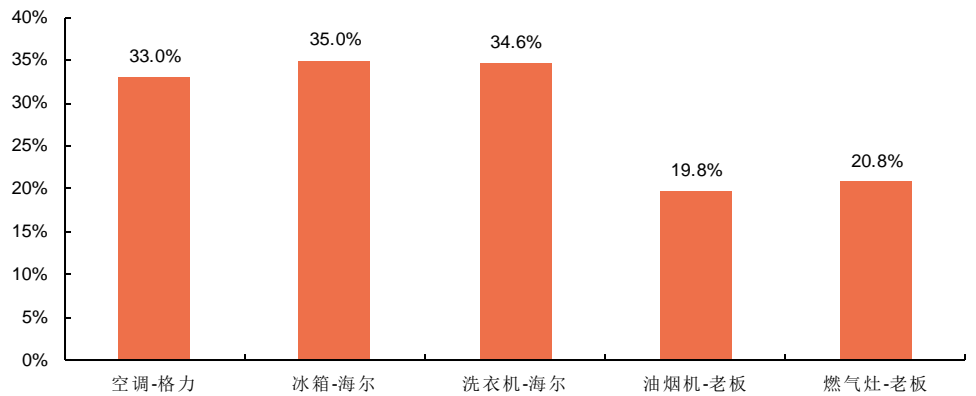
资料来源: 中怡康, 中港证券研究所

图22: 燃气灶市场各品牌销量占比



资料来源: 中怡康, 中港证券研究所

再次横向对比国内大家电市场格局, 老板份额上升空间充足。相较国内先行发展的白电格局, 后置发力的厨电市场仍处于相对成长期, 而其中第一龙头空调中格力、冰箱中海尔、洗衣机中海尔 2018 年销量份额分别已达 33%/35%/34.6%, 且份额持续马太效应累积增长。相对应烟灶市场的老板份额仅 19.8% 和 20.8%。由此纵横多项对比后, 我们判断老板作为 Top1 龙头至少存在 10pct 的烟灶份额提升空间。

图23：内销各大家电市场 Top1 品牌市占率


资料来源：中怡康，申港证券研究所

总结而言，厨电烟灶市场经历早期产品技术驱动的初期高速成长期后，已逐步进入品牌、渠道竞争为核心的新阶段。而根据对台湾、日本等地发展及销量测算，我们锚定了中国油烟机市场远期稳态更新需求为 1800 万台左右，反推内销量峰值有望突破 4000 万台，市场整体规模仍具广阔空间。同时，作为烟灶第一龙头的老板电器，多年增速始终提领全产业，对比其他发达国家地区厨电龙头份额及内销成熟白电市场龙头份额，我们预判老板在烟灶市场仍具超 10pct 份额增长空间。在整体市场规模及龙头份额空间的双重宽安全垫下，公司仍具备中长期稳健增长确定性。

2. 不止于烟灶 厨电多元化大潮正当时

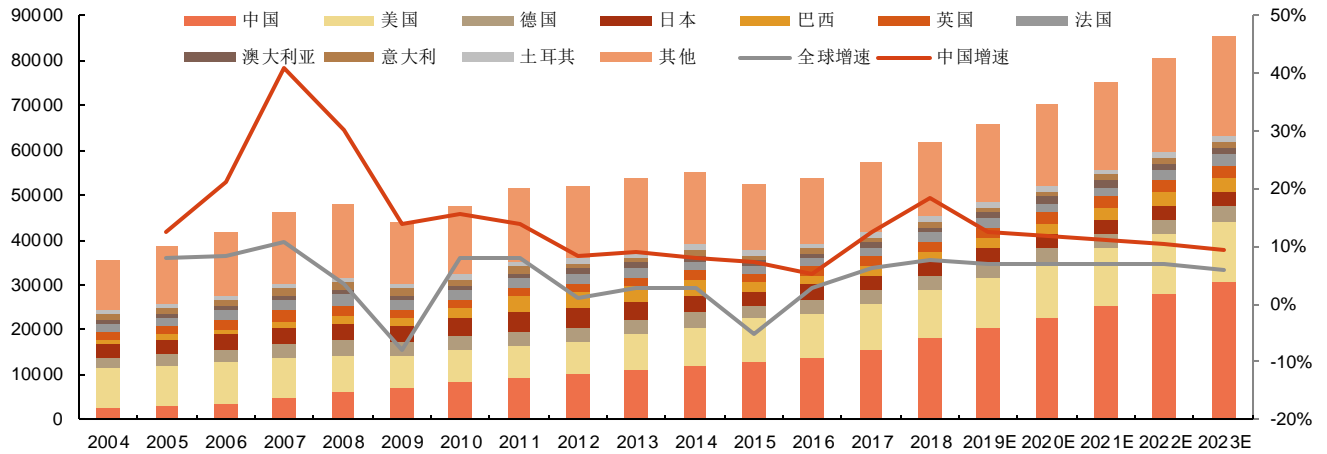
2.1 厨电多元化兴起 蒸烤箱洗碗机高增

2.1.1 烹饪多元化的觉醒

大型烹饪电器市场中，烟灶为基础核心产品，而多元化产品需求正逐步觉醒。厨电市场目前已形成油烟机为核心消费产品、其他套餐组合搭配的联动模式，其中烟灶为基础标配，蒸烤箱、消毒柜、洗碗机等新兴产品辅助，并在持续地市场教育过程中，由基础的两件套向多件套方向进展。对于厨电产业，除了锚定油烟机主体市场的稳健增速外，具备高成长空间的多元化新品已成为企业新的高增长业务。

我国大型烹饪电器市场规模维持高增长趋势。根据 Euromonitor 统计，我国整体大型烹饪电器市场 2018 年规模达 204.4 亿美元，此前 15 年间中国市场增速持续领衔全球，而伴随着烟灶市场由高增速归于稳健，后续持续增长预期则由新兴烹饪电器带动，Euromonitor 预测未来五年中国大型烹饪电器 CAGR 为 11%，较全球平均 CAGR 高 4.9pct，即主要归因于新兴烹饪电器的规模成长。

图24: 各国大型烹饪电器市场规模 (百万美元)

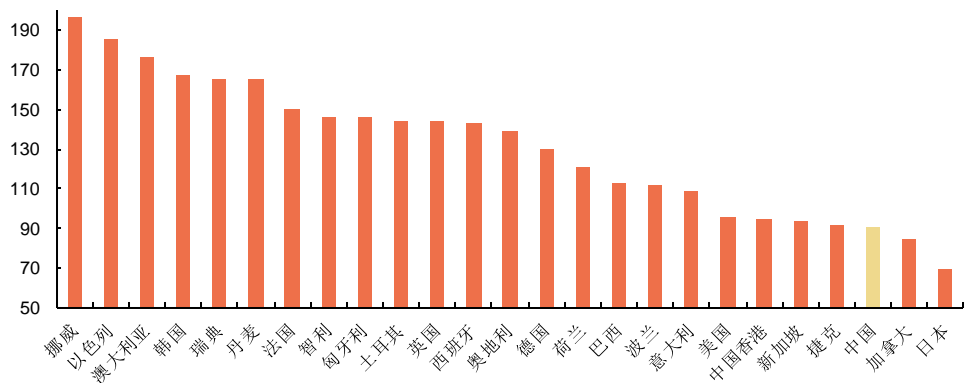


资料来源: Euromonitor, 申港证券研究所 注: 大型烹饪电器主要包含烟机、灶具、集成灶、烤箱等, 该口径下不包含洗碗机。

我国烹饪电器市场仍处功能性购买阶段, 市场空间庞大有待发掘教育。

- ◆ 2018年我国大型烹饪电器千户购买量为91.2台, 其中烟灶购买量达84.2台, 由此可推算大约每买6套烟灶组合, 才会配置1台其他烹饪电器。新兴厨电尚未在消费群体中形成使用习惯, 市场仍处于以烟灶为主的功能性购买阶段。
- ◆ 对比其他各国对大型烹饪电器的购买量, 大多数发达国家千户购买量远超100台, 最高的挪威户均购买量是中国的2.2倍, 多数国家购买量也较中国有超50%增幅。各发达国家的烹饪电器市场已进入享受型多元化购买阶段。以各发达国家市场为参考, 我国大型烹饪电器市场空间仍很广阔, 尚待需求挖掘、市场教育。

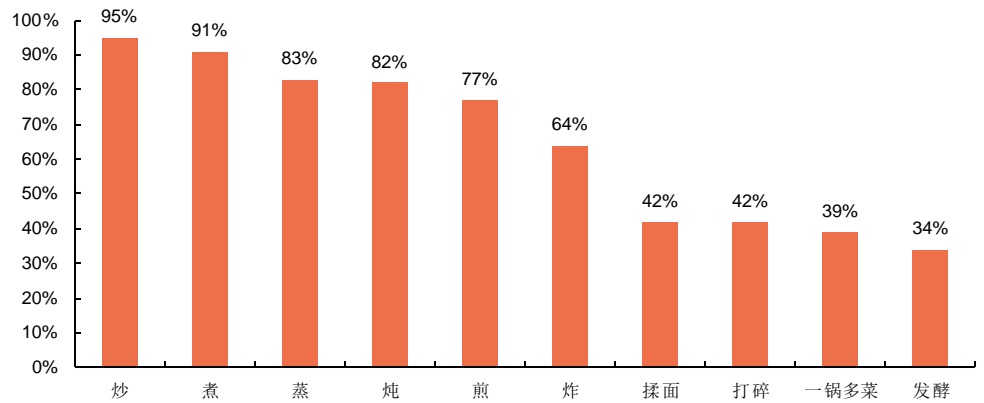
图25: 2018年各国户均购买大型烹饪电器数量 (台/千户)



资料来源: Euromonitor, 申港证券研究所 注: 大型烹饪电器主要包含烟机、灶具、集成灶、烤箱等。

中国发达的饮食文化支撑烹饪多元化创新。我国装修时常有“金厨银卫”的说法, 即装修投入里应在厨房投入资金最多, 这与我国历史悠久的餐饮文化密切相关。据艾瑞咨询数据, 中式烹饪中炒、煮、蒸、炖、煎、炸等方式均为使用比例超60%的主流方式, 但与电器结合的市场开发并不完全。尤其以传统餐饮的蒸为主的蒸箱、蒸汽炉等产品尚未形成本土化市场教育。同时西式烹饪常用的烤箱伴随年轻群体饮食多样化偏好也正待市场发力。

图26: 中国家庭常用烹饪方式调查

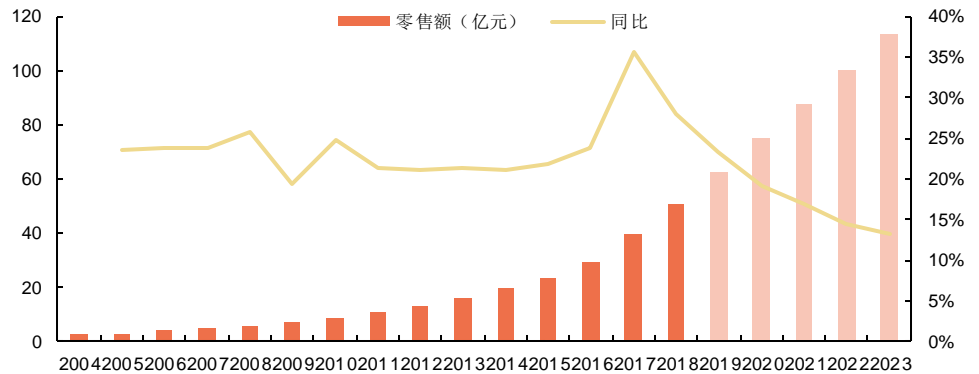


资料来源: 艾瑞咨询, 申港证券研究所

国内蒸烤箱市场规模正迅速崛起。

- 据 Euromonitor 统计, 2018 年国内烤箱品类规模已达 50.9 亿元, 且保持 28.1% 的高增速, 烤箱市场过去五年 CAGR 维持在 25.9% 的高位; Euromonitor 预测未来五年 CAGR 为 17.3% 持续推进, 并在 2022 年后突破百亿规模。

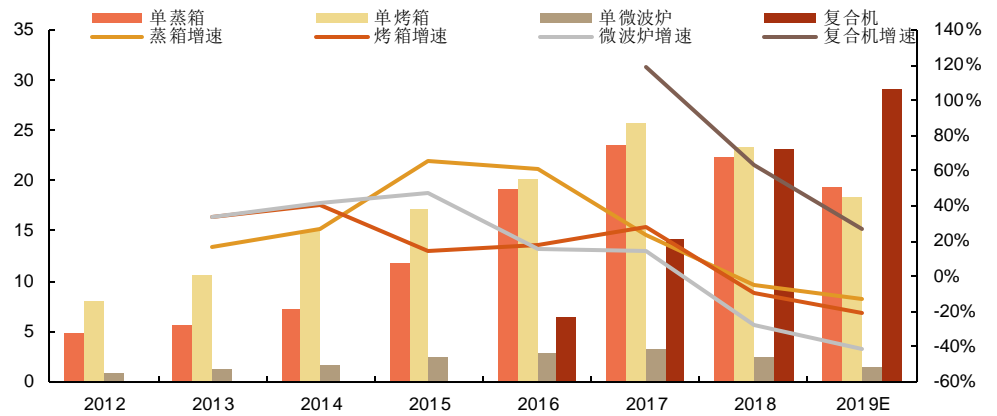
图27: 历年烤箱市场规模及增速



资料来源: Euromonitor, 申港证券研究所

- 据奥维云网数据, 截至 2018 年嵌入式微蒸烤市场整体零售额达 71.2 亿元, 较 2012 年六年 CAGR 高达 31.5%, 此间复合型 (蒸烤一体机等) 在近年增长迅速, 预期 2019 年成为嵌入式核心品类, 相应单蒸烤微机型需求转移, 其中蒸箱整体增速略高于烤箱及微波炉。在整体需求稳健下, 嵌入式机型后续具备长效发展空间。

图28: 嵌入式微蒸烤销售额变化



资料来源: 奥维云网, 申港证券研究所 注: 2016年后复合机被单独拆分出来, 此前仅嵌入式微蒸烤三类统计项

2.1.2 洗碗机迎高增契机

洗碗机历经早期导入困难与创新突破, 成功本土化后迎爆发期。在我的早期报告中曾详细阐述洗碗机在 2015 年前后分岭式的困境与机遇。事实上洗碗机在 1988 年就已进入中国市场, 但至 2010 年前始终处于磨合尝试阶段, 直至 2011-2015 年间开始广泛地创新突破, 并于 2015 年后真正爆发。

早期洗碗机导入困境主要来自于:

- ◆ **高价产品与早期中国家庭消费能力不匹配。**2006 年我国城镇家庭年人均可支配收入仅 11759 元, 同时期中怡康统计洗碗机线下均价 3077 元, 购买洗碗机需支出人均可支配收入的 26.2%, 这一享受型产品难以对接当时家庭需求。
- ◆ **嵌入式柜机占用空间, 对当时小厨房模式压力过重。**2000 年前后中国城市人均住宅建筑面积仅 20.3 平方米, 厨房空间较小, 而早期洗碗机以嵌入式柜机为主, 大型柜机占地约 0.4 平米, 但侧面开门需预留约 0.5 平米空间, 合计 1 平米占地对彼时多数厨房而言过于奢侈。
- ◆ **同时, 嵌入式柜机需调整橱柜结构, 水电管路等, 与装修环节相关度高, 而 2000 年前后中国商品房市场尚未充分兴起, 大多数家庭不具备合适的安装时机。**
- ◆ **洗涤效果不佳。**早期西门子式洗碗机是适用于欧美市场的产品, 难以充分清洗中国多样化的餐具炊具。
- ◆ **市场教育未展开。**居民早期对新兴产品认知度较低, 潜在需求未挖掘, 消费观念保守, 并存有洗碗机费水费电等偏见。

表2: 洗碗机早期导入困局与后续发展改善

早期问题	2015-至今改善
消费能力制约	居民经济收入增长, 2017 年城镇人均可支配收入 36396 元, 且产品高中低端多样化适应不同人群
价格偏高	高中低端产品多样化, 2017 年线上价格段占比最高为 2000-2999 元, 高达 37.7%
占用厨房空间大	居民人均住房面积改善, 2016 年城镇实现人均 36.6 平方米。
安装受限	安装方式多样化, 水槽式、台式洗碗机兴起
洗涤效果不佳	应用旋转喷淋臂, 高温煮洗、杀菌、自动烘干功能的技术创新

早期问题

主观费水费电偏见

2015-至今改善

实测对比论证省水省电, 持续对市场教育

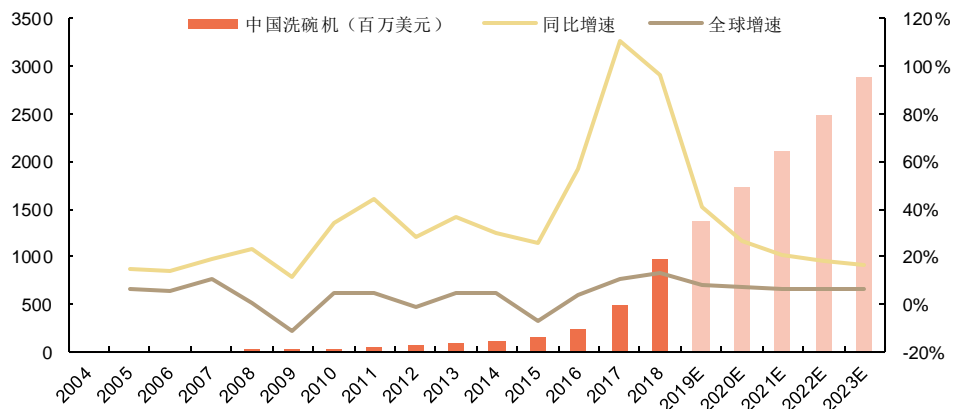
资料来源: 申港证券研究所

这一问题伴随中国经济快速发展以及洗碗机企业对产品技术的创新改革, 在 2015 年前后得以大幅改善:

- ◆ **经济发展下居民收入大幅提升, 洗碗机走入寻常百姓家。**至 2015 年城镇居民人均可支配收入已达 31195 元, 2018 年收入更是高达 39251 元, 分别为 2006 年的 2.65 倍和 3.34 倍, 而以奥维 15 年/18 年洗碗机均价 4880.3 元/4707.2 元计, 15 年和 18 年购置成本仅占人均收入的 15.6%和 12%, 完全在可承受范围内, 且产品高中低端品类增加, 可适应不同消费人群。
- ◆ **人均住宅面积大增。**2016 年城镇人均住宅面积已达 36.6 平方米, 事实上近七年新竣工住宅平均面积已达 103.9 平方米, 厨房空间相应扩大, 为安装洗碗机预留充分空间。
- ◆ **洗碗机结构、技术的改革创新。**一方面突破性地开发出水槽式洗碗机, 简化安装程序, 并占用更小空间, 可规避大型洗碗机需装修节点安装的难题; 另一方面功能技术创新, 充分适应中式餐具炊具, 如旋转喷淋臂、高温煮洗、自动烘干等功能的引入, 为产品带来实质清洗效果上的提升。
- ◆ **多年持续的市场教育成功调动新生代潜在需求。**洗碗机企业通过持续地广告宣传、线下展示, 以及多渠道测试, 排除消费误区, 成功调动了 80 后、90 后劳动替代的潜在需求。

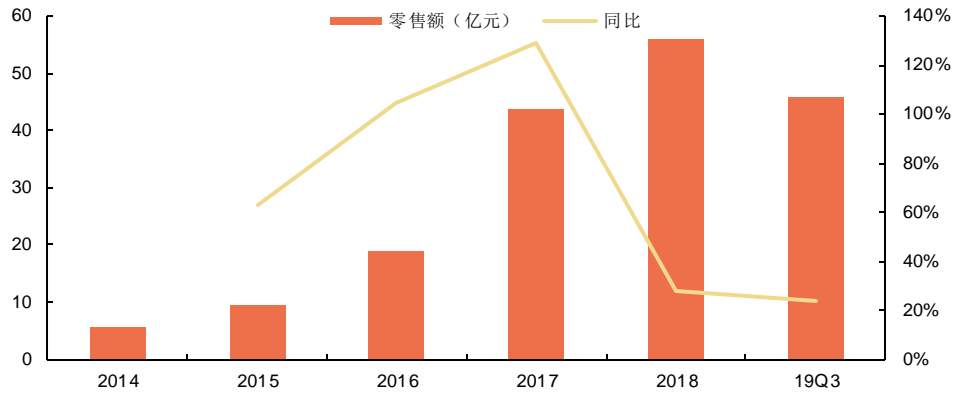
2015 年后中国洗碗机市场迎来爆发式增长, 远期规模预期远超百亿。据 Euromonitor 数据, 2015 年后洗碗机规模持续爆发, 16-18 年增速分别打到 56.7%/111%/96.5%, 至 2018 年规模已达 9.7 亿美元; 奥维数据同样印证 15-17 年洗碗机零售额增速达 63.1%/104.3%/129.2%, 至 18 年地产下行增速才出现放缓, 但仍保持 28.1%的稳健增速, 当年零售额为 56 亿元。随后 Euromonitor 预测未来五年 CAGR 为 24.3%, 伴随洗碗机市场在成长期快速扩张, 我们判断这将是一个远超百亿, 远端有望突破 500 亿的巨大潜力市场。

图 29: 中国洗碗机市场规模变化情况 (百万美元)



资料来源: Euromonitor, 申港证券研究所

图30: 洗碗机市场零售额高速发展

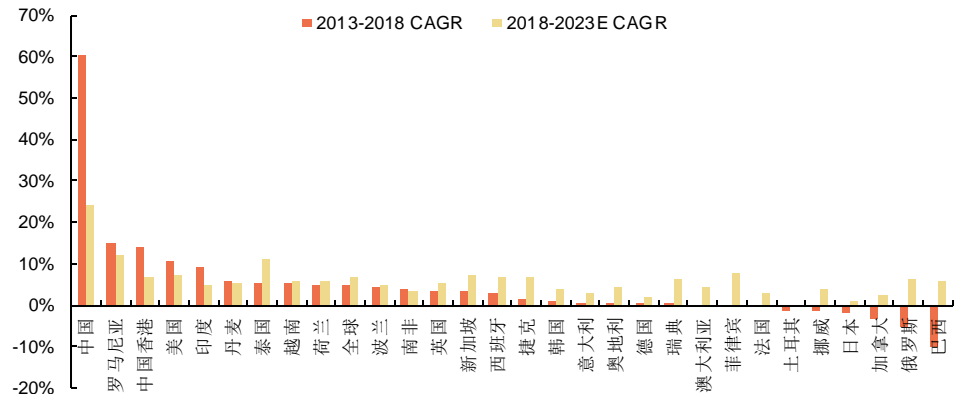


资料来源: 奥维云网, 申港证券研究所

我国市场正处全球洗碗机产业中最高成长阶段。

- ◆ **规模增速居全球首位。**对比全球各国洗碗机规模复合增长率,我国过去五年及未来五年预期 CAGR 分别高达 60.4%/24.3%,为全球各国市场增长之最,正是企业快速投入布局,抢占增量市场的时机。

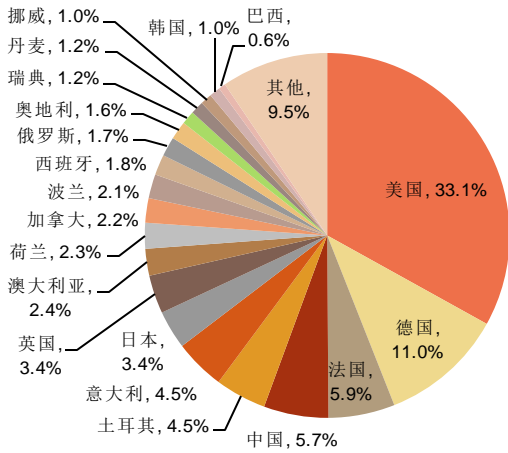
图31: 中国洗碗机市场复合增长率引领全球



资料来源: Euromonitor, 申港证券研究所

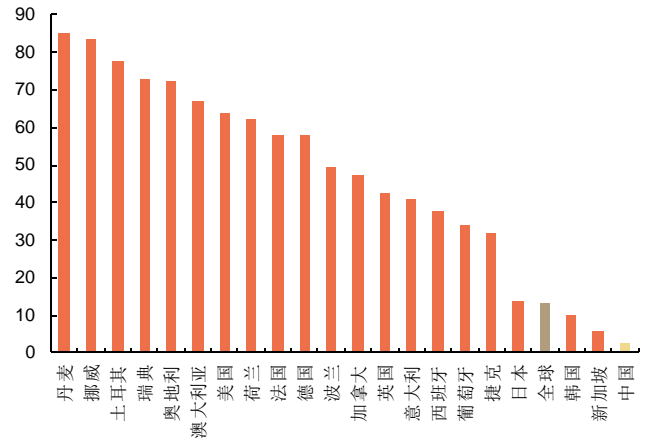
- ◆ 另一方面,中国洗碗机市场现状仍处极初级阶段。2018年中国洗碗机销售额仅占全球份额的5.7%,以中国的人口规模而论市场远未开发成熟,家庭平均购买量仅2.7台/千户,尚处极为初级阶段,甚至远低于全球平均的13.3台/千户,更不必说洗碗机产业较发达的各发达国家。

图32: 2018 年全球洗碗机市场销售额占比



资料来源: Euromonitor, 申港证券研究所

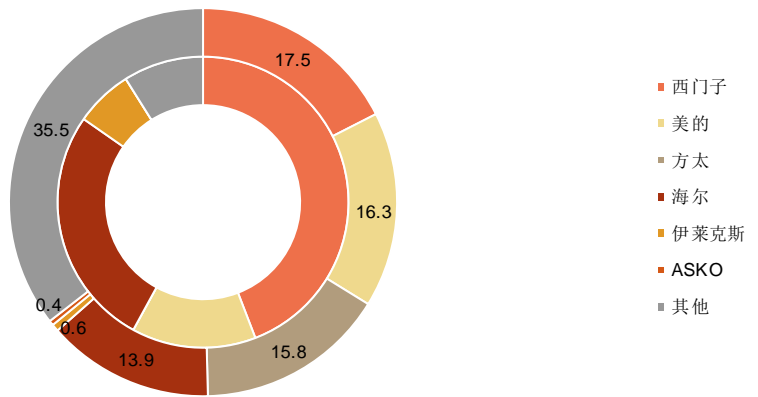
图33: 2018 年各国家庭对洗碗机的购买量 (台/千户)



资料来源: Euromonitor, 申港证券研究所

◆ **竞争格局未固化, 新进入者具市场机遇契机。**在目前内销快速增长过程中竞争格局快速变化, 一方面外资品牌份额正处快速退坡阶段, 西门子与伊莱克斯分别由 2013 年份额的 44.1% 和 6.4%, 快速下滑至 2018 年的 17.5% 和 0.4%, 份额释放显著; 另一方面, 市场机遇下新进入者大幅增加, 使市场尾部份额由 2013 年仅 8.9%, 快速增至 2018 年的 35.5%, 其中成功者如方太凭借创新型水槽式洗碗机四年内成功抢占 15.8% 的份额。

图34: 中国洗碗机各品牌销量份额 (%) (内 2013 外 2018)



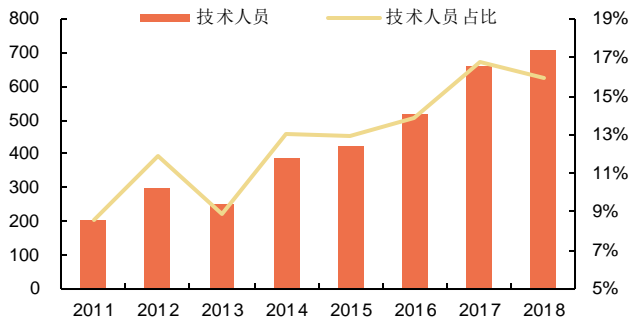
资料来源: Euromonitor, 申港证券研究所

2.2 公司多元化战略蓬勃发展

公司近年加大研发人员及费用投入, 展开多元产品技术创新。伴随烟灶市场进入地产后周期影响, 公司加速推进产品多元化战略。

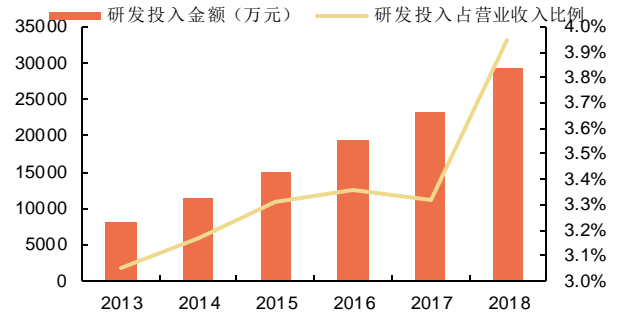
- ◆ **技术人才引进加强。**公司技术人员占比逐年提升, 尤其在 2017 年技术人员占比突破至 16.8%, 随后 2018 年技术人员占比也保持在 15.9% 的高位。
- ◆ **研发费用投入占比加大。**公司 2018 年研发费用达到 2.9 亿元, 研发占比突破突破至 3.95%, 在烟灶景气下行期加速推进产品技术创新。

图35: 公司技术人员数量及占比



资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

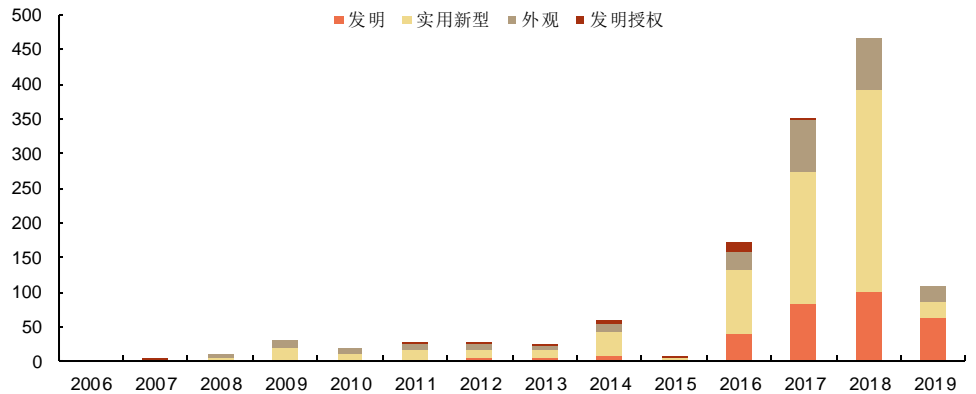
图36: 公司历年投入研发费用及占比



资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

- ◆ **公司专利数 2017 年起提升至新台阶。**正是由于公司在地产政策先行信号的初期及时调整战略, 大力推进技术创新, 为其带来了 2017 年以来专利数的井喷式产出, 成为其技术革新、产品多元化的坚实基础。

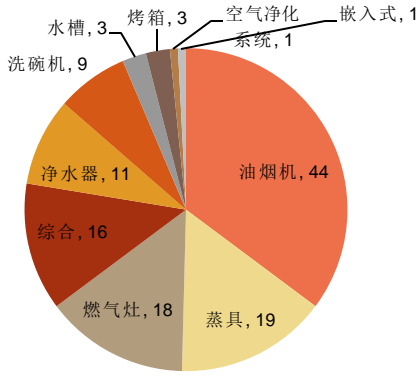
图37: 杭州老板电器股份有限公司申请专利数及专利结构



资料来源: Sootpat, 申港证券研究所 注: 部分其他申请人的专利未能统计到, 与公司公告数据或存微小差异

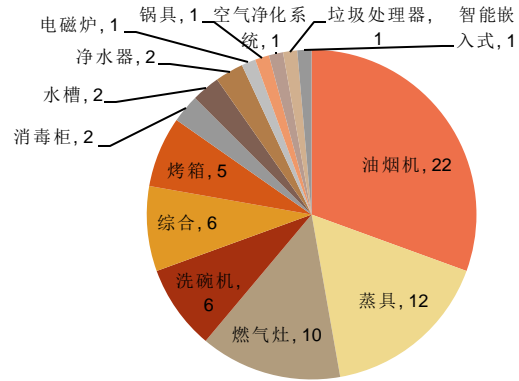
- ◆ **近年公开专利占比中多元化产品比重显著增加, 公司产品多元化的技术布局已初步成型。**因各专利中发明专利与创新性新品研发、技术革新关联度最高, 我们统计了 2018 年及 2019 年已公开发明专利信息, 在 2018 年可查阅的 125 个发明专利中, 主业的烟灶相关专利占比仅 50.4%, 大量专利布局于蒸具 (蒸汽炉、蒸箱、蒸锅等)、净水器、洗碗机等, 各自占比分别达到 15.2%、8.8%和 7.2%。随后 2019 年已公开的 69 个发明专利中, 烟机灶具占比为 49.3%, 超过一半的专利布局于多元化产品中, 蒸具、洗碗机、烤箱均在前列。

图38: 2018年老板电器公开发明专利中所涉产品的结构



资料来源: 万方数据, 申港证券研究所

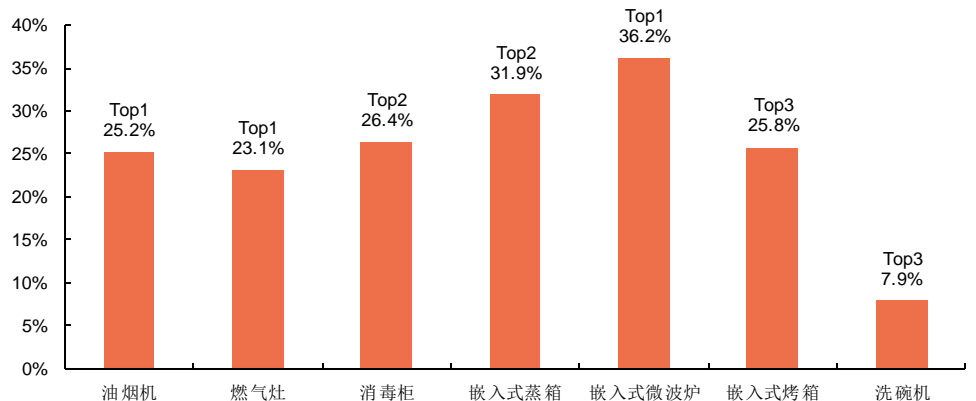
图39: 2019年至今老板电器公开发明专利中所涉产品的结构



资料来源: 万方数据, 申港证券研究所注: 蒸具与烤箱有两个专利共用

公司多类产品已占据市场龙头地位。伴随公司产品多元化战略的发力, 目前公司除了传统烟机灶具稳居市场第一位外, 嵌入式微波炉、嵌入式蒸箱、消毒柜、嵌入式烤箱及洗碗机各以零售额市占率 36.2%、31.9%、26.4%、25.8%、7.9%位列细分市场的 Top1-3 位, 初步占据新兴市场的优势地位。同时集成灶、净水器、一体机等产品类均已完成了产业布局, 为后续多元化进一步发力做好充分准备。

图40: 19年1-9月各产品零售额占比及排名



资料来源: 中怡康, 申港证券研究所

此外值得重点强调的是, 公司目前的产品差异化布局正是以蒸箱为重心的战略。

- ◆ 2018年公司宣布将中式蒸箱确立为具战略意义的第二品类, 并成立蒸箱事业部, 创办中国蒸文化研究员, 推动蒸箱品类快速发展。
- ◆ 在前文公开专利占比中, 蒸具发明专利分别占据了2018和2019年已公开发明专利的15.2%和17.4%, 为公司除烟灶外最主要的布局品类, 证明公司对此坚定的研发投入和逐步丰满的技术储备。
- ◆ 2019年AWE中公司正式发布新品下嵌式蒸箱ZQB135-SZ01, 开创性地重新定义了中式蒸箱。发售之后的几个月间单品市占率处于1.5%-2.5%之间, 位列奥维云网蒸箱Top50月度排行榜的10-15位之间, 以全新产品推广初期而论, 效果优异。

图41：中国市场蒸具推广历程



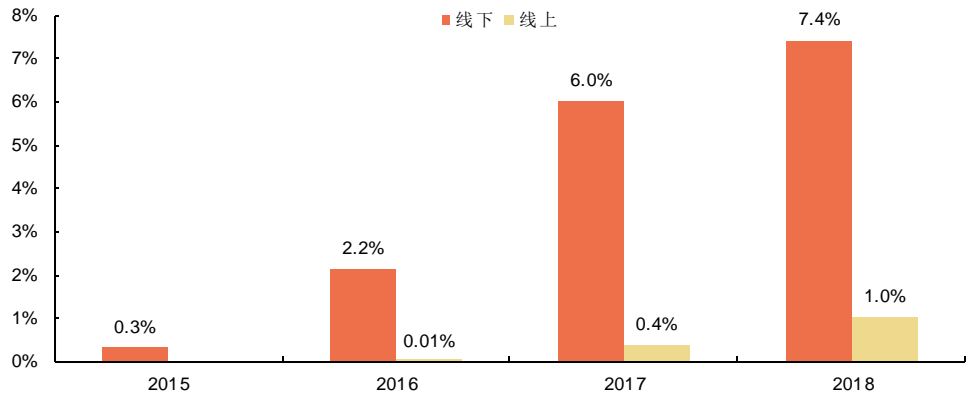
资料来源：公开资料，申港证券研究所

中式蒸箱是一次厨电本土化的重要创新，定位契合中国居民潜在需求，经市场教育规模成长值得期待。

- ◆ 前文提及，中式烹饪方式中蒸文化为核心烹饪方式之一，是传统的、经历史印证的中餐制作模式，在中国各地具有庞大的需求基础，家庭常用“蒸”模式占比达83%。
- ◆ 通常意义的嵌入式蒸箱实质上是在西式嵌入式烤箱基础上的技术创新，其推广以来填补了国内中高端厨电市场的蒸模式空白，在嵌入式蒸烤产品零售额增速对比中，相较于成熟的烤箱产品，蒸箱后来居上 2014-2018 年间零售额 CAGR 高达 32.8%，比同期烤箱 CAGR 高 21.2pct，其中固然有蒸箱基数的因素，但本质是中式厨房中对“蒸”的需求远高于对“烤”的需求。
- ◆ 中式蒸箱的本土化创新进一步契合中国传统“蒸”模式习惯，其相较传统蒸箱的进步意义在于：1) 不必弯腰侧开侧取，最直接的便捷式体验；2) 台下、蒸笼两用，即可适用少量菜品，也可实现传统蒸具特有的自行叠加、大量蒸制；3) 空间利用更充分，下嵌式仅占橱柜上半区部分空间（高度 220mm），但蒸笼模式可容纳最大体积远高于传统蒸箱，且腔内、笼内空间利用更合理；4) 水箱外置，解决了传统嵌入式蒸箱因储水不足或水位测量故障而需频繁开门的问题。同时其兼具了传统蒸箱的隐蔽空间、消费升级概念、智能化等优点，以及其他人性化细节。
- ◆ 由此我们判断，中式蒸箱的创新性设计极大契合了中式厨房的“蒸”制需求，具备极强的本土化优势，伴随着全新产品的市场教育和消费者认同度提升，作为产品发明者与主导者，我们对公司这一业务的远期规模抱有极高期待。

公司洗碗机产品市场份额已栖身领先梯队。据奥维云网数据，2015-2018 年间公司线下零售量由微末的 0.3% 迅速提升至 7.4%。而据中怡康口径 19 年 1-9 月公司洗碗机零售额占比已达 7.9%，成为市场前三的领先品牌。伴随着公司洗碗机产线的正式投产，其产品技术与生产经验持续积累，后续产能释放下在洗碗机行业红利中有望率先获益。

图42: 公司洗碗机线上线下零售量占比



资料来源: 奥维云网, 申港证券研究所

整体而言,我国大厨电市场的产品多元化已成大势所趋,新兴品类背后的庞大潜在市场空间正是新阶段厨电企业竞争的关键点之一。而老板电器近年加速产品多元化的技术储备和品类推广,为在各新兴品类市场打造优势基础,且其开创性定位的第二品类中式蒸箱具极高发掘需求潜力,辅以洗碗机、集成灶等优势上升品类,其新业务高增长空间值得期待。

但客观而言,对于各新兴厨电的一片蓝海,创新突破与混战竞争是成长型市场的主旋律,必然带来不确定性的增加。而在这一挑战下,龙头在烟灶发展中前期积累的品牌与渠道的护城河,就将成为其成长确定性的保障。

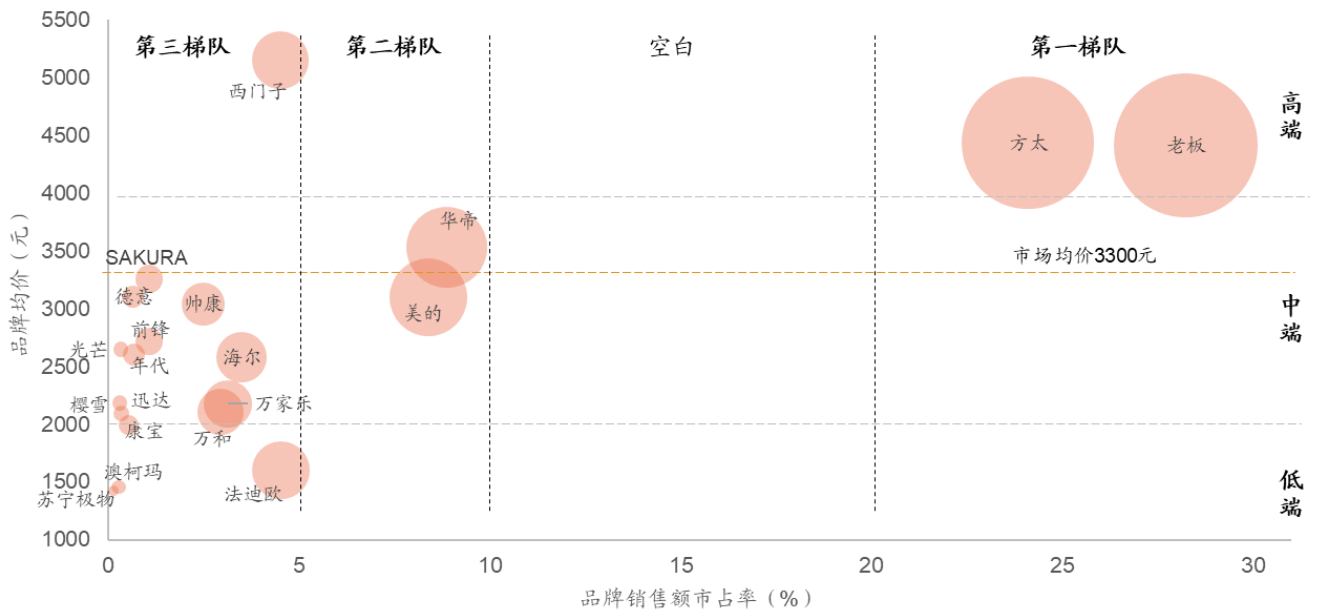
3. 高端品牌的建立之路与良性博弈

3.1 当前厨电品牌分布格局

目前,油烟机品牌梯队分布已成,公司作为高端品牌领衔第一梯队。我们采用2019年1-9月奥维云网数据对当前油烟机市场线上线下品牌格局进行梳理。

- ◆ **线下为主体市场,线上成长较快。**据奥维推总数据,1-9月整体市场零售额为255.2亿元,其中线下188.8亿元,线上66.3亿元,分别占比74%和26%,而在地产负面影响下,线下增速-11.3%,线上仍保持正向1.6%增速,且近年线上占比持续增长。
- ◆ **线下市场高端品牌老板、方太第一梯队稳固。**老板以28.2%份额领衔全市场,老板、方太均价相近,分为4417元和4438元,占据4000元以上的高端市场主体地位。线下份额10-20%的区间为空白,华帝与美的份额分别为8.9%和8.4%成为第二梯队,中间份额区间的缺失为第一梯队龙头构筑较宽的规模优势安全垫。此外第三梯队中西门子作为外资高端品牌近年呈下滑趋势,新兴的法迪欧以低端战略迅速抢占市场,并有向二梯队晋级的可能性。

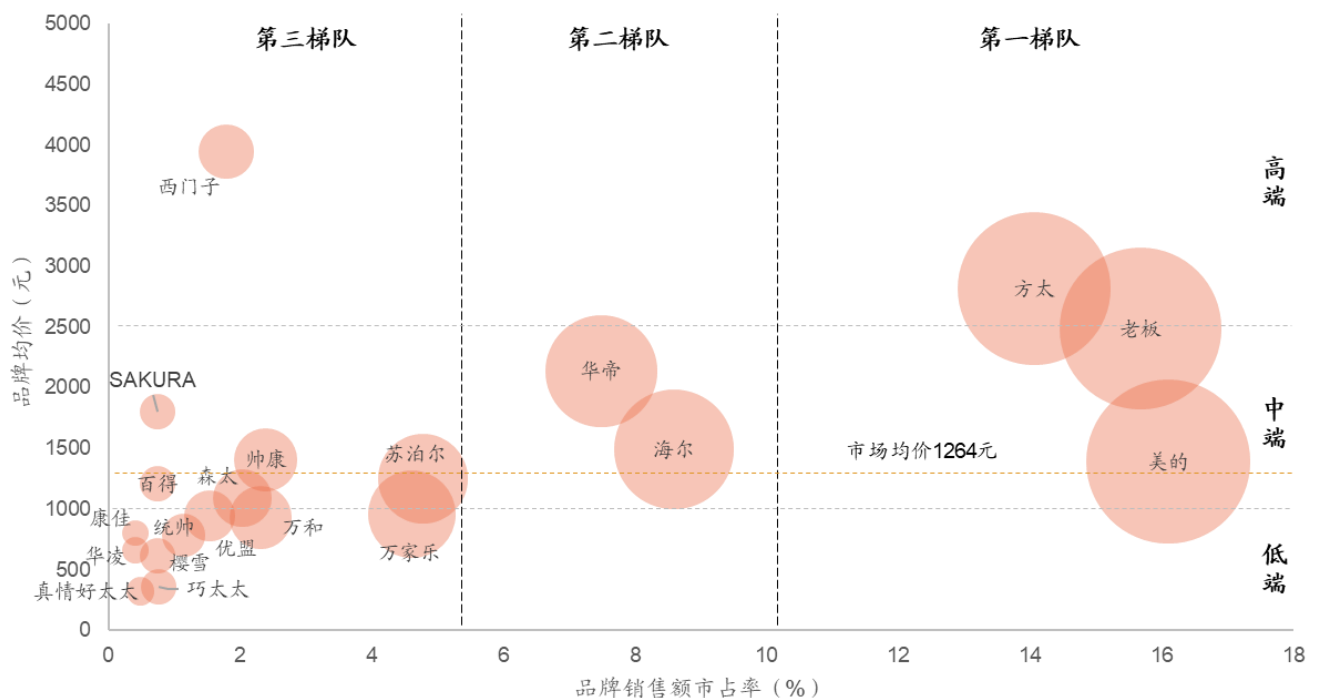
图43: 2019年1-9月线下油烟机市场品牌分布



资料来源：奥维云网，申港证券研究所 注：气泡面积为品牌销售额市占率大小（与品牌销售额的面积相对比例一致）

- ◆ 线上集中度相对较低，龙头老板方太美的共享，中小品牌区分度低。线上市场尚未成长出份额超20%的寡头品牌，美的、老板、方太分别以16.1%、15.7%和14.1%位列第一梯队，其中价位段依次为方太、老板、美的，均价2814元、2488元、1391元。因线上消费属性，性价比导向下整体价位下移，线下整体均价仅为线上的38.3%，因此高端区间并不明显，以2500元计仅西门子方太两家，老板处于中高端临界位置。同时二梯队海尔、三梯队苏泊尔近三年均有上升之势。
- ◆ 综合来看，老板目前整体高端品牌属性较为确立，并稳居第一梯队主导地位。

图44: 2019年1-9月线上油烟机市场品牌分布



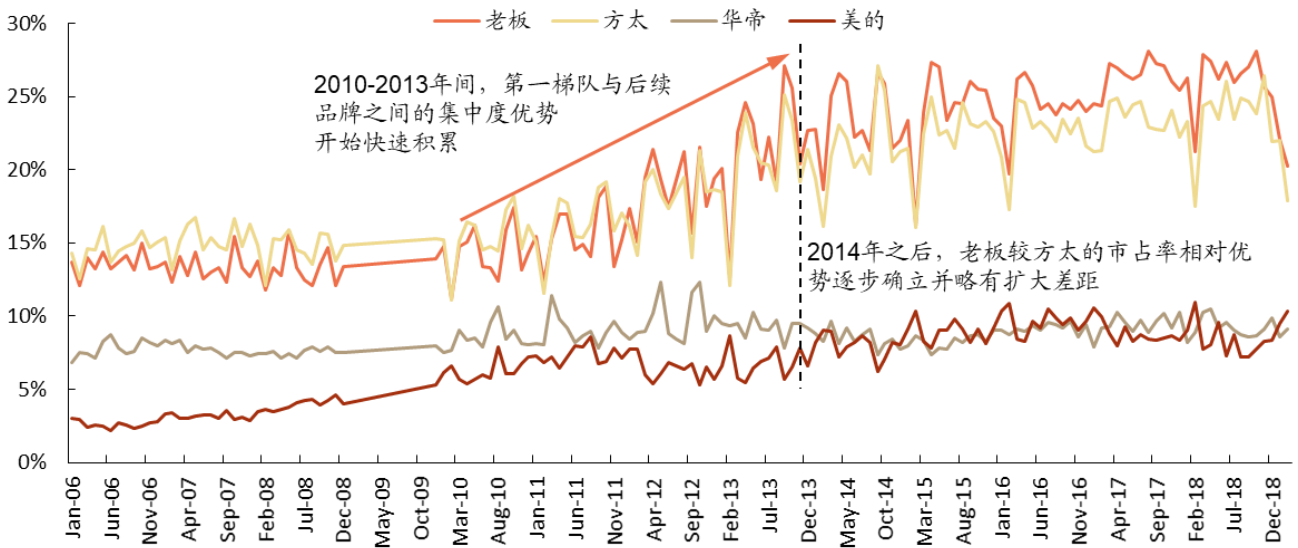
资料来源：奥维云网，申港证券研究所 注：气泡面积为品牌销售额市占率大小（与品牌销售额的面积相对比例一致）

3.2 “老板” 高端品牌是如何建成的

老板厨电市占率在 2010-2013 年间实现快速提升。当我们拉长研究周期，由 2006-2018 年 13 年间厨电头部企业的市占率变化可发现，老板如今龙头地位确立的时间应追溯至 2010-2013 年间的份额快速提涨。

- ◆ 油烟机市场看，2010 年之前老板份额基本稳定在 13%-15% 之间，领衔第二梯队约 5-7pct。其领先地位来自主要先行布局和行业领袖。老板作为 1987 年研发第一代吸油烟机的企业，属于烟机市场最早期的引领者，参与制定并发布了我国第一部油烟机标准，并突破性创新了免拆洗功能，早期技术积累和先行布局为其带来核心优势。
- ◆ 2010-2013 年间老板份额得到长足提升，由 10 年初期的 14% 上下增长至 13 年末的 24% 左右，与二梯队的差距迅速拉大，至 13 年底已平均领先超 15pct。由此老板的第一梯队龙头护城河大幅稳固。
- ◆ 在 2014 年后第一梯队市占率在相对稳定中缓慢提升，期间老板比方太的份额优势逐步加强，在 2013 年底期老板与方太份额差距微小，老板仅高出约 1-2pct，而至 17、18 年优势一度扩大至 5pct，并可稳定在 3-5pct 之间。

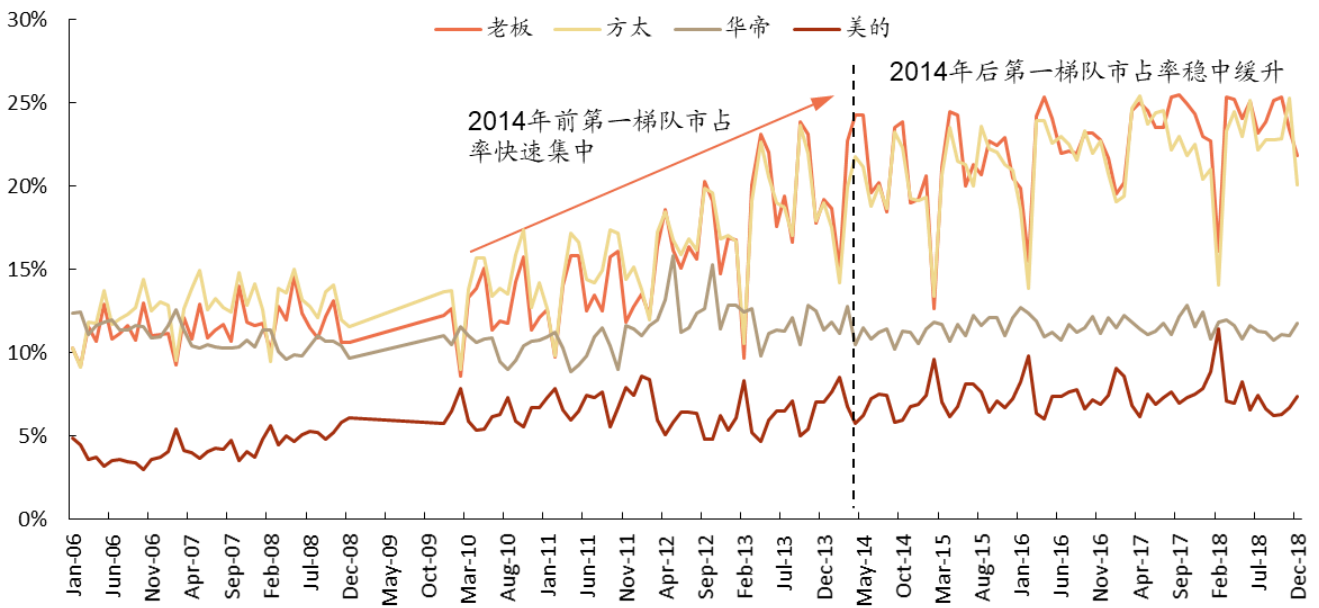
图 45：老板油烟机零售额市占率在 2010-2013 年间快速提升



资料来源：中怡康，申港证券研究所 注：2009 年中期数据缺失

- ◆ 燃气灶市场趋势与油烟机高度同步，同样在 2010-2013 年间第一梯队领先优势得以确立。这主要是由于燃气灶产品技术差异化不及油烟机，而烟机单价高、产品品牌定位差异大，成为选购的核心考量项，随后按照烟机灶具套餐的模式直接打包购买。

图46: 老板燃气灶零售额市占率在 2010-2013 年间快速提升

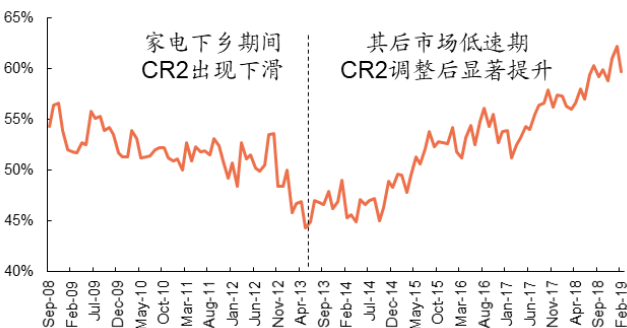


资料来源: 申港证券研究所 注: 2009 年中期数据缺失

追溯其原因之一，行业低速阶段是龙头抢占份额的温床。

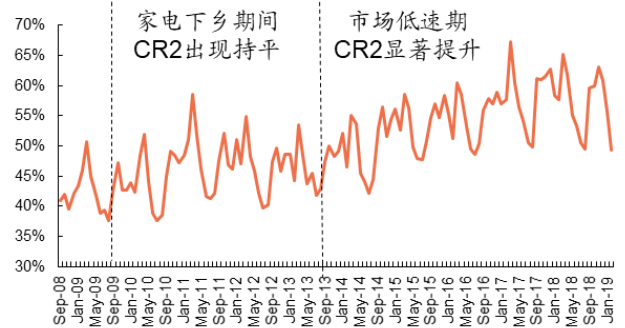
- ◆ 我们注意到 2010-2013 年的龙头上升期中，老板与方太是接近同步提升的，这证明其必然有行业整体因素的影响。
- ◆ 期间厨电行业受地产影响而增速放缓。2010-2013 年的厨电正处于先行的地产行业 (T+1Y) 下行波动影响的抑制周期 (参见前图 14 油烟机市场销量变化)，导致 2010-2012 年间烟机内销量 CAGR 仅 1%，相比 2003-2010 年间烟机销量 (前期内销数据缺失，采用总销量计算) CAGR 高达 25% 的高速增长，行业压力极大。2013 年凭电商及工程渠道红利，烟机内销量增速回暖至 32%。但考虑到工程红利与零售监测竞争格局关联较低且前期电商统计口径不完备，综合可认为 2010-2013 年间行业零售端增速放缓。

图47: 洗衣机 CR2 家电下乡集中度下降



资料来源: 中怡康, 申港证券研究所

图48: 空调 CR2 家电下乡集中度停滞



资料来源: 中怡康, 申港证券研究所

- ◆ 行业压力下增量空间减小，龙头优势凸显下抢占份额。事实上家电历史均印证了行业下行/平稳期才是龙头抢占份额的蜜月期。2009-2012 年间因家电下乡推动的冰洗空黑电的增量大幅增加，但期间各龙头 CR2 集中度出现停滞甚至下降，其主要原因是大幅的增量空间为中小品牌发展创造空间；而在政策结束后行业进入

低速期，龙头则凭借规模、资金、品牌、渠道等各方优势抢占中小品牌份额，实现马太效应集中。

而在企业层面上，老板得以在 2010-2013 年期间脱颖而出主要来自于其自身的三个因素：1) 大吸力定位锚定消费者对高端品牌的期待；2) 费用端大幅投入打造市场影响力；3) 终端价位逐级升高夯实高端地位。

3.2.1 “大吸力”定位引导高端产品形象

公司以“大吸力”定义高端油烟机产品。早在 2008 年起公司推出了第一代大吸力油烟机，将排风量上推至 17m³/min，从而开启了老板品牌延续至今的“大吸力”时代。随后 2013、2016、2019 年先后推出了第二代、三代、四代大吸力机型，再度将风量上推至 19m³/min，20m³/min 乃至 22m³/min。目前为止，消费者心理上已将“大吸力”与老板品牌进行了强关联。

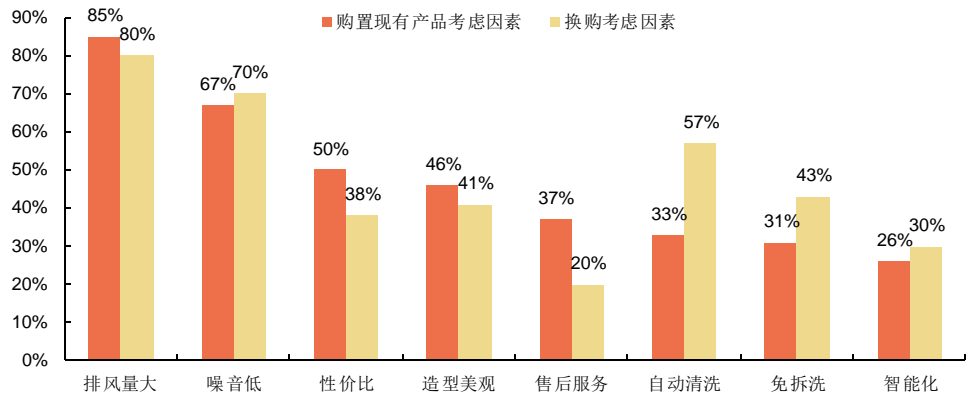
图 49: 老板电器“大吸力”产品布局推进历程



资料来源：公司官网，申港证券研究所

“大吸力”逐步成为消费者购置油烟机的首要考虑问题。在 2014 年的消费者调查中显示，不论新购者还是换购者，在选择油烟机时关注的首要因素都是排风量，关注度分别达 85%和 80%，这即是老板品牌做市场教育的成功结果，反过来说，也是老板“大吸力”契合了消费者对高端油烟机的认知，老板成功抓住了消费者吸净效果诉求与技术指标上的联动关系。“老板油烟机-大吸力-吸净效果好-产品技术好/高端产品-值得买/高溢价”这一逻辑线已由老板的推行与宣传得以连贯。

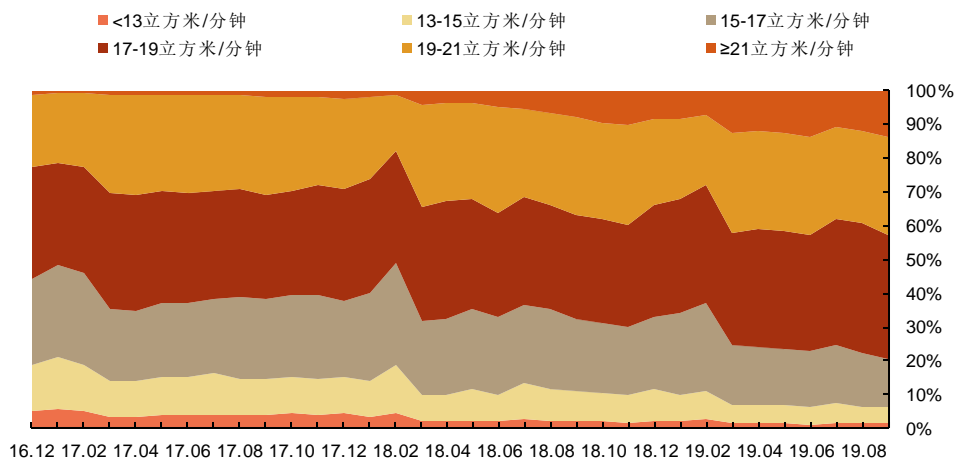
图50: 消费者购买油烟机所关注的因素



资料来源: 中怡康, 申港证券研究所

进一步的,“大吸力”在公司推动下已成为行业级趋势。在老板的市场教育下,消费市场逐步清晰化了高端产品形象,并形成行业走势。据奥维云网数据,2016年12月油烟机排风量中 17m³/min+、19 m³/min+和 21 m³/min+的占比分别为 60.8%、20.2%和 3.2%,至最新的2019年9月数据,三个维度的占比已分别高达 88.2%、57.4%和 21.9%,更大吸力的机型在技术升级、消费升级推动下持续抢占市场。

图51: 大吸力油烟机零售量占比持续增长



资料来源: 奥维云网, 申港证券研究所

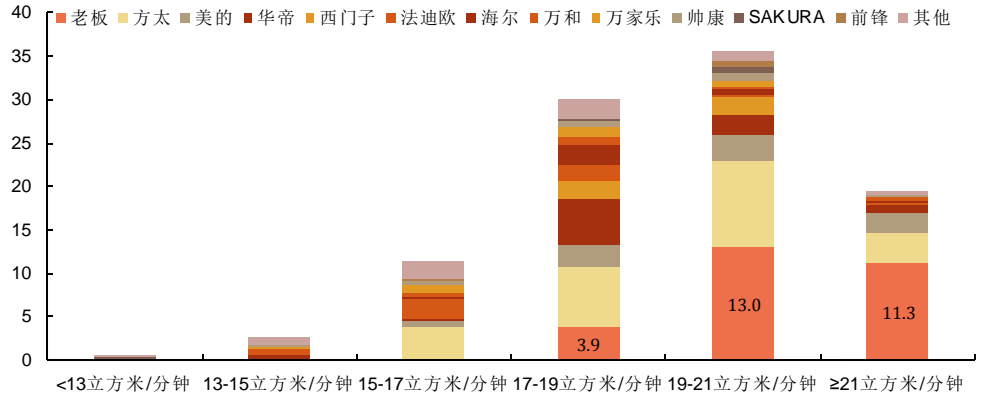
老板作为“大吸力”领袖制霸高排风量市场,持续兑现其高端定位。作为概念领袖,公司市场份额的重心即在高排风量市场。

- 据奥维云网数据,2019年以来公司产品仅分布在排风量在 17 m³/min 以上的高端市场。1-9月行业整体 17-19、19-21、21+ m³/min 的产品份额为 30.2%、35.7%和 19.4%,而老板产品份额划分至这三级排风量分别为 3.9%、13%、11.3%,即越大排风量的市场,老板占比越高,在 21+ m³/min 细分市场中老板占比达 58.2%。
- 边际上单 9 月数据,21+ m³/min 产品占市场比例已达 21.9%,老板 21+m³/min

产品份额达 13.2%，细分市场比例达 60.3%。老板高端比例边际持续走强，从而意味着更高的溢价空间与更难以跨越的产品力护城河。

- ◆ 从某种程度说，老板正是通过制定并成功引导行业高端产品的应有形象，并通过自身强大的相关产品技术能力，在早期的 2010-2013 年间确立了自身高端定位，并持续夯实高端品牌护城河。

图 52：老板油烟机占据大吸力市场主体 (2019.1-9)



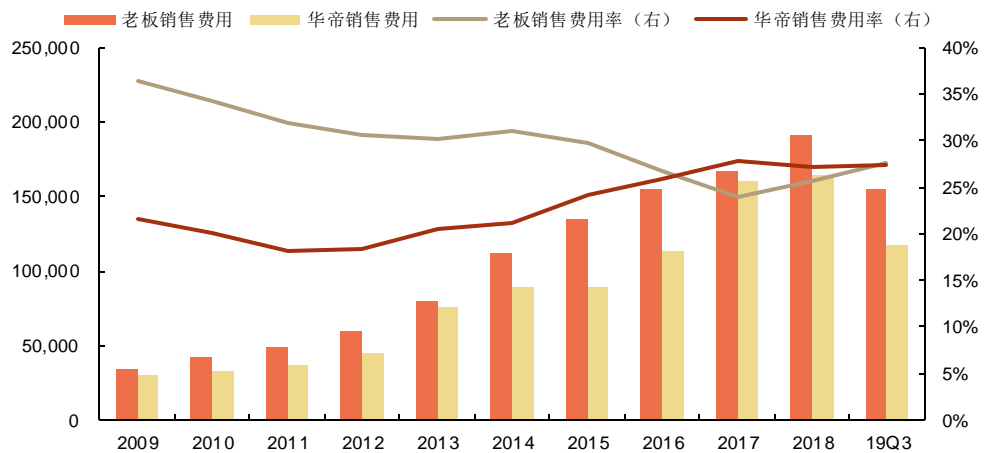
资料来源：奥维云网，申港证券研究所

3.2.2 高费用投入打造品牌影响力

公司上升期间销售费用率保持高位。

- ◆ 在公司品牌快速升级阶段，公司销售费用率持续高于 30%，且其销售费用规模显著高于当时营收更大的华帝股份，并成功于 2015 年实现营收的逆转。

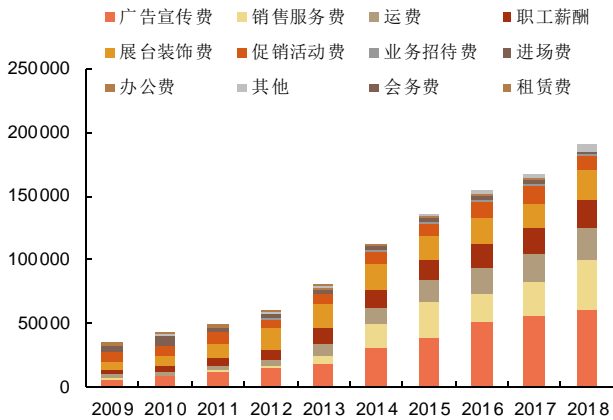
图 53：老板前期保持较高销售费用率



资料来源：wind，申港证券研究所

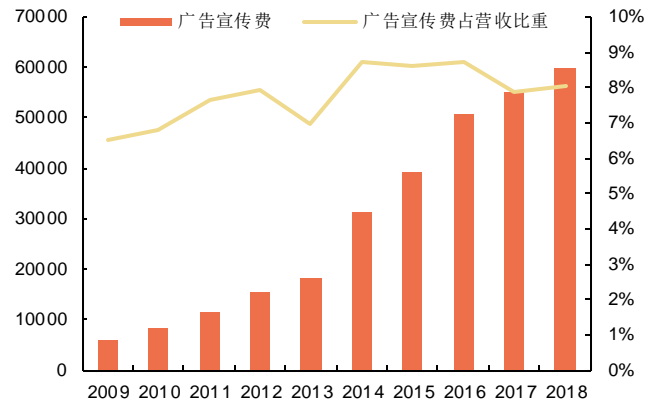
- ◆ 销售费用中，2014 年之前广告宣传费、站台装饰费、促销活动费等对外宣传推广的主要项占比持续维持在 55%-65% 之间的高位，保证了其早期市场知名度提升、渠道推广的力度。后续伴随企业营收规模的进一步扩大，公司销售费用进一步倾向广告宣传费用。

图 54: 公司销售费用明细拆分



资料来源: wind, 申港证券研究所

图 55: 公司广告宣传费用及占比 (万元)



资料来源: wind, 申港证券研究所

- ◆ 公司广告宣传费用方面的投入比重长期维持在高位。可观测的 09-14 年间广告宣传占营收比例由 6.5% 提升至 8.7%，此后均维持在 7.9%-8.7% 之间的高位。内容方面持续抓取消费者关注点，如“大吸力”、行业龙头地位等，持续提升品牌力。尤其从 2011 年起公司投放大额资金竞标央视黄金招标资源，并于 2014 年以 2.3 亿元获得厨电标王之位，实现市场知名度、品牌影响力的快速提升。

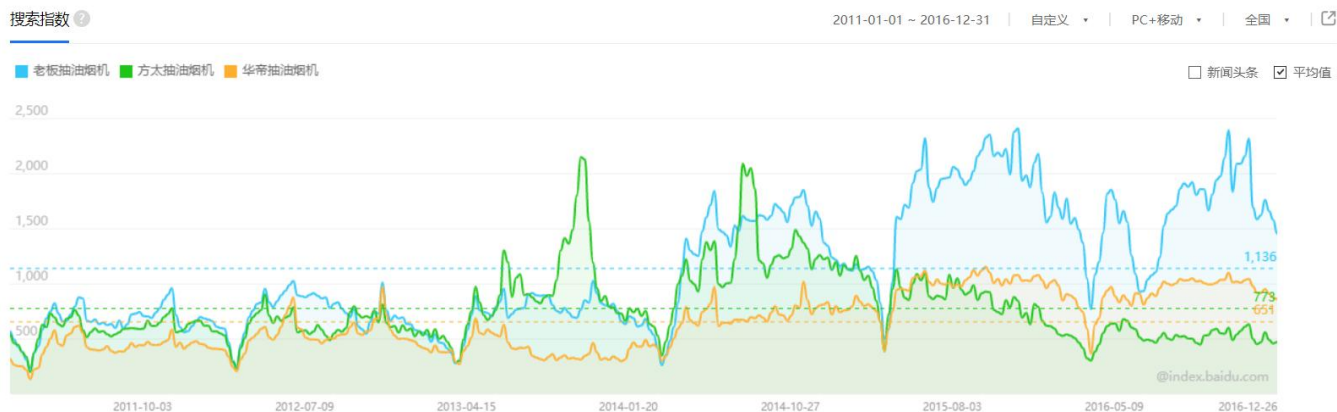
图 56: 老板电器广告宣传语整理



资料来源：公开资料，申港证券研究所

品牌打造及广告宣传成功使老板抽油烟机关注度持续提升。在品牌上升期间其品牌影响力持续兑现，根据百度搜索指数，在 2011 年时“老板抽油烟机”搜索指数已高于方太和华帝，平均分别为 651、585 和 419 点，随后“老板抽油烟机”指数稳步提升，至 2015 年指数已高达 1780，实现四年 CAGR 达 28.6%，侧面印证老板品牌力的成功强化。

图 57：老板抽油烟机百度搜索指数持续领衔提升



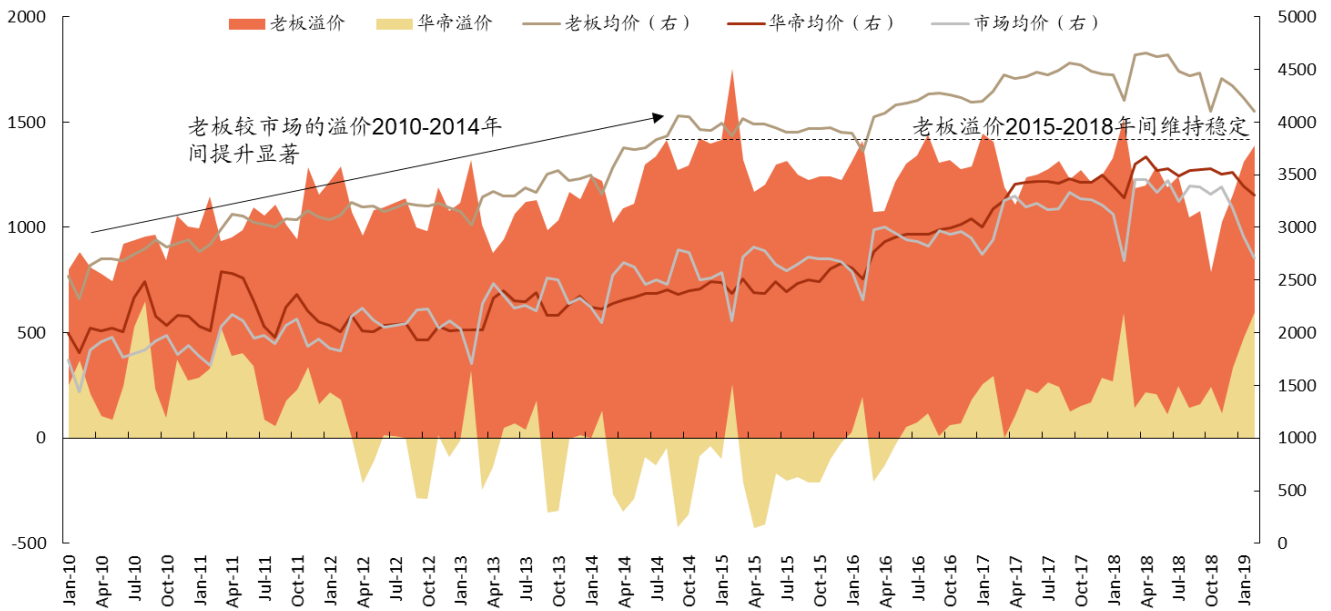
资料来源：百度搜索指数，申港证券研究所 注：2016 年中后期开始“抽油烟机”关键词逐步被“油烟机”引流，搜索指数出现失真，因此时间截至 2016 年底

3.2.3 渠道加价兑现品牌高端属性

经高端形象打造和高费用宣传提升影响力，公司终端价格持续提升，2010-2014 年间溢价逐步拉高。

- ◆ **油烟机市场均价稳步提升。**在我们可监测的 2010-2018 年间，油烟机市场终端零售价格由 2010 年平均的 1852 元，逐级增至 2018 年的 3390 元，8 年间 CAGR 为 7.8%，侧面也印证了厨电市场的繁荣。
- ◆ 在此期间，老板 2010-2014 年间较市场溢价持续提升，价格壁垒在此确立。在市场均价稳步提升的同时，老板在 2010s 前半段以溢价加速提升的状态拔高了自身的终端价格，其由 2010 年均价的 2735 元，加速增长至 2014 年的 3808 元，四年间 CAGR 高达 8.6%，高于同期市场整体均价 CAGR 的 8.3%，但考虑到老板 2010 年均价已是市场均价的 1.48 倍，在高基数下仍然保持 CAGR 优势，可见这一期间公司均价的快速提涨情况。最终老板溢价由 2010 年 883 元，增至 2014 年的 1254 元，而同期第二梯队华帝基本保持了跟随市场均价变化的趋势，一二梯队之间的价格壁垒由此拉开。
- ◆ 随后 2015-2017 年间，老板较市场溢价基本保持在了与 2014 年的同步水平，稳定高于市场均价 1250-1280 元，直至 2018 年受地产环境影响而导致销售结构改变，市场均价及溢价才出现下滑。

图 58: 老板油烟机价格在市场均价基础上溢价增厚

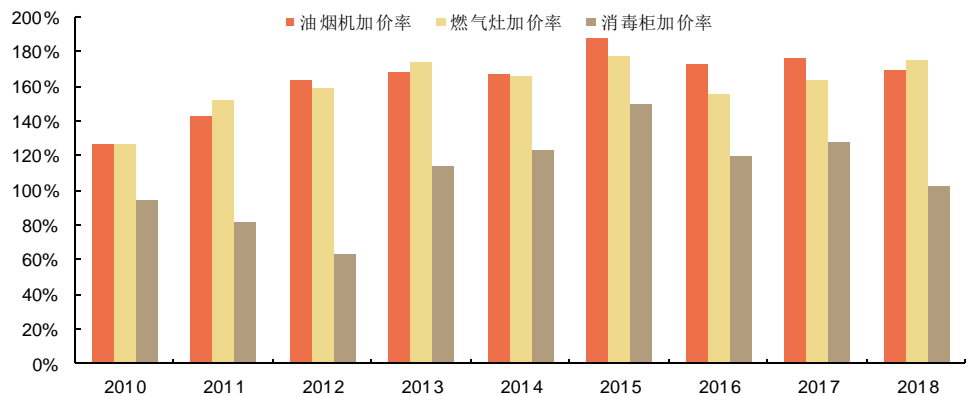


资料来源: 中怡康, 申港证券研究所

2010-2014 年间公司渠道加价率迅速提升, 渠道市场有效化调整锚定高端定位。

- ◆ 我们进一步测算了历年出厂价格, 并以“零售价/出厂价-1”作为渠道加价率以测算渠道端利润率。有趣的是, 烟灶出厂价格在 2010-2014 年间价格变动很小, 油烟机出厂价 4 年 CAGR 仅 3.3%, 燃气灶、消毒柜价格 CAGR 更是仅 0.6% 和 1.1% 基本保持不变。
- ◆ 渠道加价率在品牌升级期间快速提升。渠道加价率由 2010 年烟灶消的 126%、127%、95%, 分别提升至 2014 年的 167%、166%、124%, 以四年间渠道获得利润计算, 烟灶消渠道利润 4 年 CAGR 分别达 9.3%、6.1%、6.5%, 远超同期出厂价格增速。

图 59: 公司烟灶消渠道加价率测算



资料来源: 公司公告, 中怡康, 申港证券研究所 注: 渠道加价率=零售价/出厂价-1

- ◆ 由此发现有趣的现象: 公司 2010-2014 年品牌升级期间的价格提升, 核心原因并非来自于公司抬高出厂价格, 更多是在产品高端化形象和品牌影响力增强过程中, 渠道端受益于品牌供需关系的转变而自行调整提升了终端价格, 市场有效化最终

实现公司品牌的高端定位。也正是这段期间，成就了公司成本到终端之间的宽盈利安全垫。

综上所述，老板 2010-2014 年品牌升级的最终实现，得益于其通过“大吸力”产品定义并引导市场对高端厨电产品的认知，通过强大产品技术优势确立护城河；并在此期间加大对外品牌建设，提升市场影响力；两者成功提升市场对公司产品的心理价位，在供需关系转化后，渠道端在市场有效化规律下提升加价率，最终实现了终端价格的高端化定位。彼时成功经验，正同样一步步应用于当下以中式蒸箱为首的新兴厨电推广，其后续发酵值得期待。

3.3 新高端定位下的品牌博弈

3.3.1 多品牌战略覆盖细分市场

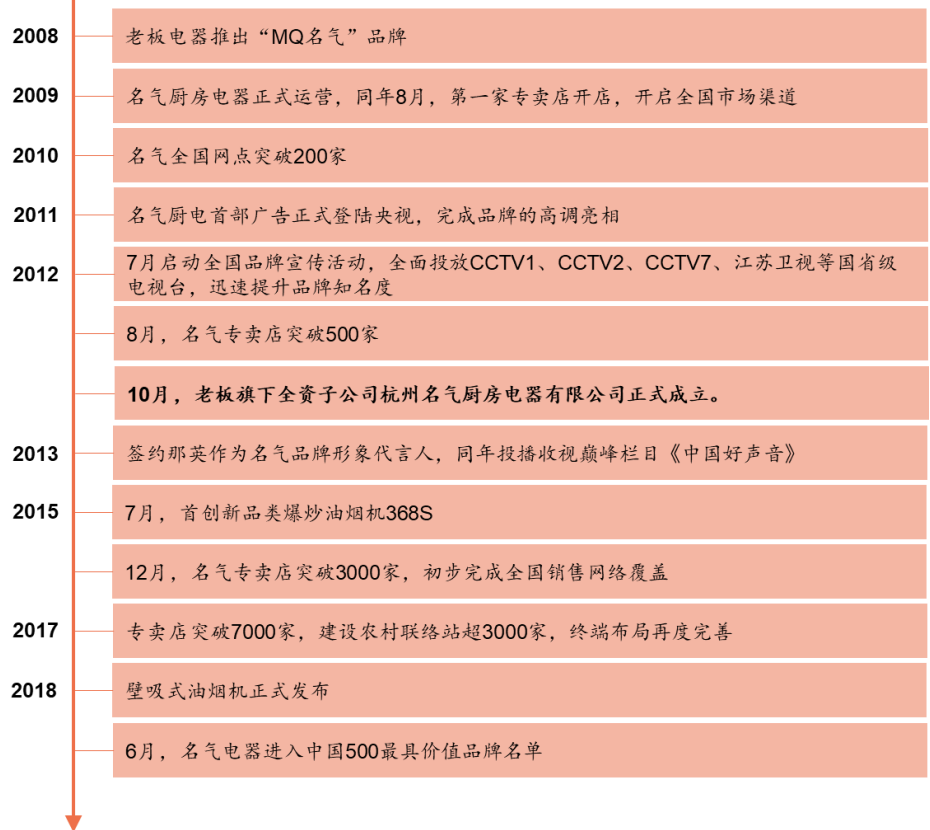
公司多品牌战略部署：高端自有，低端储备。老板品牌在强化自身第一梯队的护城河的同时，公司为进一步完善对不同细分市场的覆盖，于 2012 年正式开启了多品牌战略：

- ◆ 彼时公司高端方向与 FAGORGROUP 合资成立帝泽家用电器贸易有限公司，定位顶端产品专攻地产精装市场；
- ◆ 低端方向成立了全资子公司杭州名气有限公司以扩大低线市场的厨电市场。
- ◆ 随后 2018 年通过控股金帝智能厨电实现对集成灶产品的前期布局。
- ◆ 而伴随老板自身高端品牌形象的进一步强大，以及自身在精装修市场的突飞猛进，原高端布局的合资帝泽品牌意义已相对减弱，而另两道保险，名气与金帝仍作为辅助储备成为公司后备力量。

名气品牌宣传成效已初成，核心渠道资源布局下沉市场。名气最早可追溯至 2000 年老板推出名气系列油烟机，后经多年发酵品牌、渠道初步形成，于 2012 年正式成立老板旗下全资子公司，进而开启快速市场布局、品牌升级的道路。期间通过签约那英为代言人，投播《中国好声音》投放央视、高铁广告等多种宣传手段提升品牌价值，并于 2018 年入选中国 500 最具价值品牌，品牌形象以初步确立。同时名气持续深耕低线市场，积累了雄厚的低线渠道资源，我们将在后文渠道章节中详细展开。

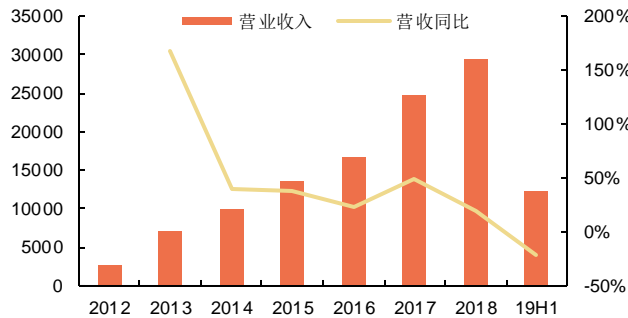
名气子公司 2018 年前规模持续增长，目前资源储备意义远高于创收创利。名气正式设立后规模稳健提升，至 2018 年营收实现 2.9 亿元，6 年 CAGR 达 49.2%。2014 年后实现扭亏为盈，2018 年净利润为 1224 万元，保持高速增长。至 19H1 受市场环境影 响营收盈利分别出现同比-21.3%和-50.8%的回调。客观而言，名气目前在老板总营收中占比不足 4%，净利润占比不足 1%，其波动对老板电器影响极小，但其多年在下沉市场积累的渠道网络，或将成为老板电器后续渠道战略的重要储备。

图60: 名气品牌大事记



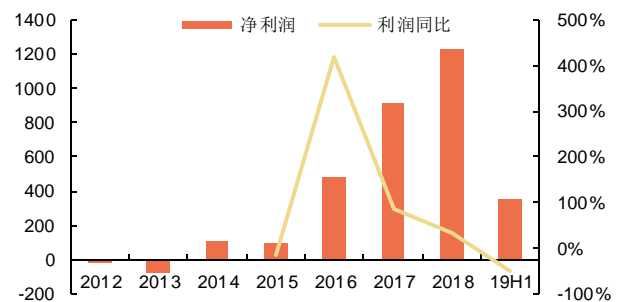
资料来源: 公司官网, 申港证券研究所

图61: 名气子公司营收变化



资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

图62: 名气子公司净利润变化



资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

金帝智能成为老板电器战略布局集成厨房的重要助力。伴随集成灶市场的持续增长, 老板电器作为烟灶龙头通过战略控股金帝实现对集成灶的产品技术布局。根据艾肯家电、官方报价推算, 17年金帝营收规模预计约为2亿元, 是集成灶龙头浙江美大的20%左右, 其销量约为4-5万套, 具有相当生产规模。其作为集成灶第三梯队中的前列玩家, 据集成灶行业发展趋势白皮书, 金帝品牌认知度为4.4%, 已处于集成灶行业前十, 并有多项红星奖及IF奖产品, 成为老板电器布局集成厨房契机。

集成厨房项目扩张已蓄势待发, 后续市场空间值得期待。公司19年6月22日公告称, 拟投资5.9亿元用于金帝智能建设智能厨房生态产业化项目, 项目总建筑面积16.77万平方米, 其中智能工厂总建筑面积12.4万平方米, 预计于2020年开

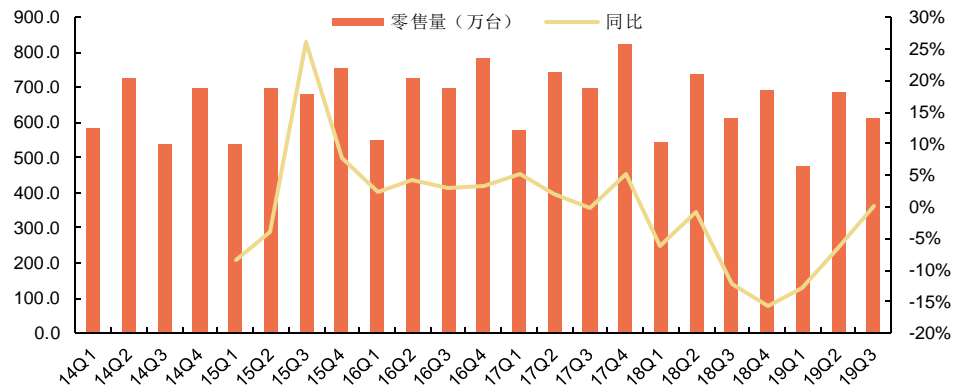
工, 建设周期为 24 个月。我们判断这是老板控股金帝后的正式产能扩张部署, 将结合老板原有智能、自动化技术, 结合金帝在集成灶领域的生产经验及技术储备, 大幅提升公司集成产品的生产能力和产品形象, 加速进军集成厨房领域, 后续结合老板积累的品牌优势及渠道优势, 新入市场空间可期。

3.3.2 高端品牌博弈 守住厨电良性竞争格局

地产周期以来厨电行业承压, 龙头高端品牌顶住压力保证良性竞争格局。

- ◆ **地产下行厨电压力大增。**伴随近年“房住不炒”的地产下行影响油烟机厨电市场增速普遍下滑, 尤其自 18Q3 后周期带动油烟机零售量增速持续下探, 18Q3-19Q1 增速探底持续在-12%以下, 至 18Q4 触底低至-15.5%, 直至 19Q3 销量增速达到 0.2%才实现归正, 这一下行调整过程中厨电各企业压力陡增。

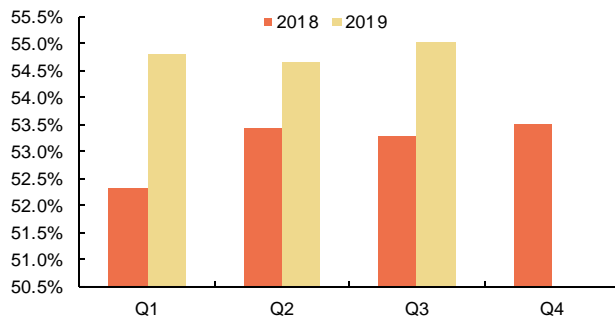
图 63: 油烟机零售量变化



资料来源: 奥维云网, 申港证券研究所

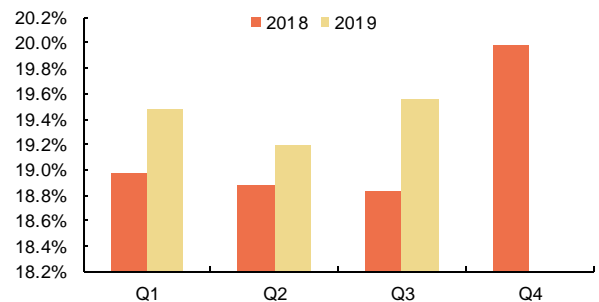
- ◆ **公司逆行业压力实现盈利提升。**在全行业压力下公司反而逆市持续改进盈利能力, 19 年三季度以来毛利率保持在 55%左右, 分别较 18Q1-Q3 提升了 2.5pct、1.2pct、1.7pct, 同时 19 年前三季度披露净利率分为 19.5%、19.2%、19.6%, 同比提升 0.5pct、0.3pct、0.7pct。其中原材料成本下降对盈利改善带来较大助力, 同时公司坚持的稳固高端品牌定位、维持价位稳定, 起到了至关重要作用。

图 64: 地产后周期下公司毛利率持续改善



资料来源: wind, 申港证券研究所

图 65: 地产后周期下公司净利率持续改善



资料来源: wind, 申港证券研究所

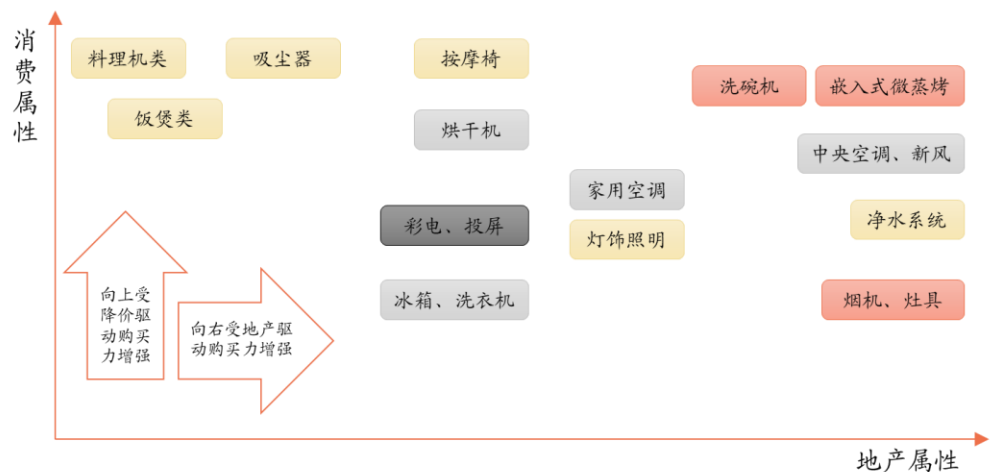
- ◆ **公司终端价格基本维持,**事实上公司各机型出厂价几乎没有改变, 其价格落差部分主要来自渠道加价率的自行调整, 以及终端产品销售结构的调整。盈利能

力进一步提升是其出厂价稳定的最好证明。

价格战本就不是厨电龙头穿越周期良药。

- ◆ 家电作为以户数为单位购买的耐用型消费品，其天然具备消费、地产两大属性，产品的市场总量既会受价格波动影响，也会受地产装修波动而影响。
- ◆ 而作为烟机灶具，其地产属性极强，与其他必须在硬装阶段购买安装的电器并列为地产强相关产品。但其作为厨房基础的标配电器，行业均价是否会下降，并不能大幅影响产品市场的总量，尤其在当下更新需求（准确的说是排除二手房配置之后的更新需求）尚弱的阶段。因此烟机的消费属性在家电中属于较低层次，需求弹性较弱。
- ◆ 烟灶市场内的单企业降价，在其他企业价格不变的假设下，降价企业短期实质是抢占同价格级对手（因为价格低）和向下一价格级对手（因为相对定位高）的份额，价格分级参见图 43、44。但即使在这一假设下，非产业链联动的主动降价仍会损害其品牌价值，降价时期拉涨将促使消费者将品牌的心理预期降级。品牌升降，其上如登，其下如崩，即是此理。
- ◆ 而现实市场中，并不存在“其他企业价格不变”的假设，在单企业降价并造成影响后，大概率会造成同价格级和下一价格级的企业跟随降价，即价格战。而厨电因具有“难以通过降价来提高当期市场总量”的属性，降价竞争的博弈结果就是营收改变有限但盈利能力均下降，即在价格战基础上的恶性竞争。
- ◆ 即使进一步推演，龙头凭资金优势挤出中小型企业，因没有增加总量，由行业损失带来的利润折损也将大于企业短期获利。并且若到了降价挤出中小玩家的情况，对目前高毛利率的厨电行业的盈利能力势必将造成长期折损。

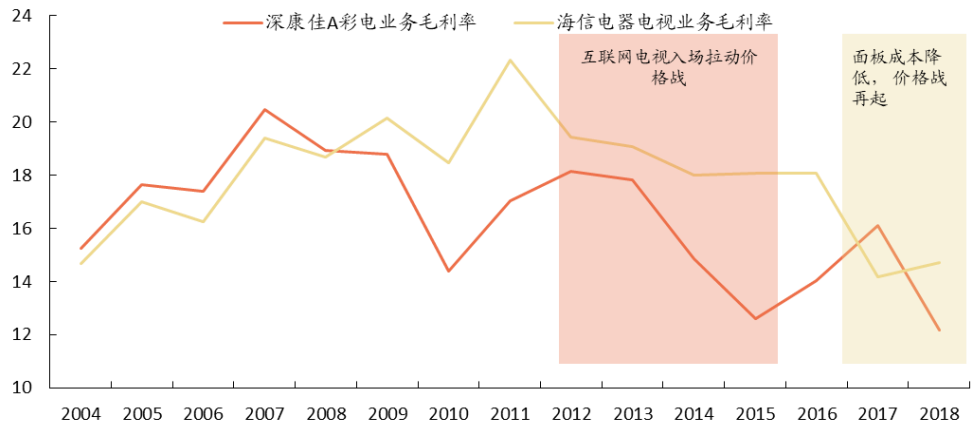
图 66：各类型家电受消费及地产驱动因素影响示意图



资料来源：申港证券研究所

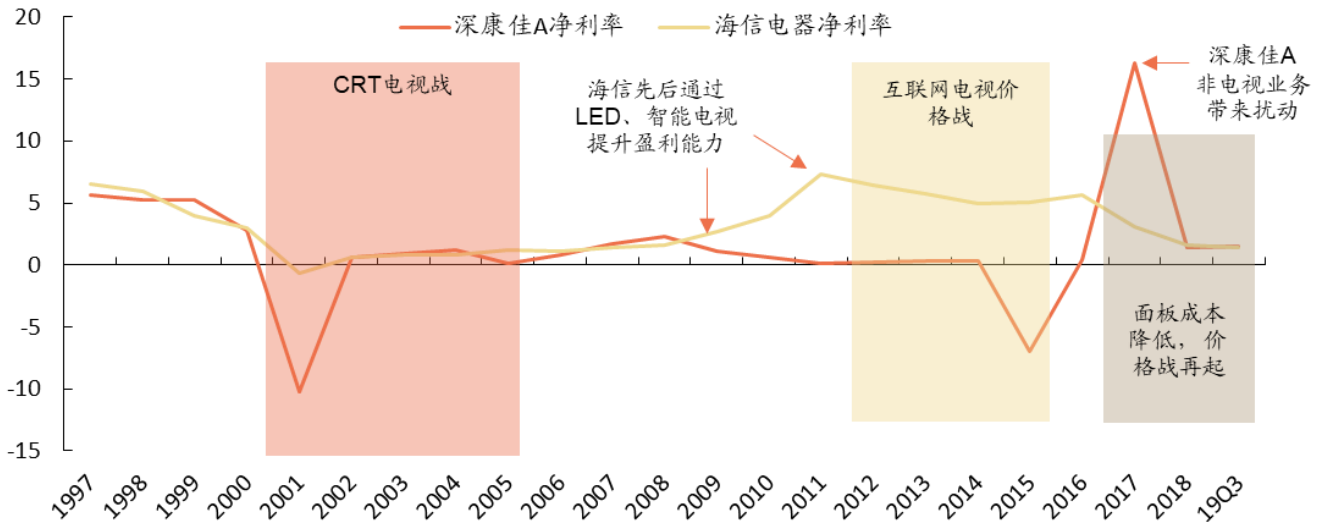
参考黑电，其价格战恶性竞争对行业负面影响持续至今。纵观近 20 年间黑电企业盈利能力，2000-2005 年的 CRT 电视战、2012-2016 年的互联网品牌抢占以及 2017-2018 年因面板降价再度终端价格战，先后三次均对各企业盈利能力，尤其净利率造成极大冲击，直至目前主流黑电企业净利率仅为 1.5% 左右。究其原因：

图67: 黑电企业电视业务毛利率变化



资料来源: wind, 申港证券研究所

图68: 黑电企业净利率变化



资料来源: wind, 申港证券研究所

- ◆ **市场总量处于下滑状态。**因近年电脑、手机、平板乃至微投等设备兴起及成为主流, 电视的刚需属性持续下滑, 城镇百户保有量由 07 年峰值的 137.4 台已降至 121.3 台, 价格下压伴随产品市场规模下滑, 对公司盈利能力影响严重。
- ◆ **玩家众多, 挤出困难。**一方面互联网企业新入局, 甚至不以硬件盈利为导向, 而以内容端广告投放为赢利点, 竞争力强大; 另一方面原有黑电企业里国企占比较多, 尾部挤出难度极大。导致目前 78 个品牌 (2018 年数据) 难以形成寡头垄断, 就难以进行规模提价的收获操作。
- ◆ **技术方向迭代迅速, 难以形成核心技术优势, 龙头难筑护城河。**
- ◆ **上下游话语权远高于品牌商, 盈利环境恶劣。**黑电行业上游受制于生产成本占比 60-70% 的液晶面板行业, 下游则需依赖大型 KA 渠道, 黑电价格谈判及账期压力均较大。
- ◆ **最终导致黑电行业历次市场出现降价导火索时, 黑电企业受市场既成的价格模式, 只能受迫降价, 最终形成囚徒困境。**

而厨电行业,尤其是厨电第一梯队的老板、方太,在厨电市场需求下滑面临高压下,顶住压力甚至实现盈利优化,从而保证了厨电竞争始终处于良性环境,保证了品牌价值的保持了高盈利能力的优质资产。因此在后续厨电需求回稳后,将具备优秀的盈利弹性空间。

4. 渠道改革中的核心扩张契机

4.1 渠道结构调整 工程截流与下沉增量为核心驱动力

公司先后通过产品技术升级提升,以及强化高端品牌价值,大幅巩固了第一梯队高端龙头的安全垫。而在这一过程中,渠道优势也在龙头成型的过程中不断打磨与优化。行至当下厨电行业的新阶段,渠道力已成为公司制胜的又一大护城河,同时厨电渠道变革成为公司当前进一步优化竞争格局的核心因素,其中工程端截流与下沉市场增量正是当下两大契机。

地产拉动及下沉觉醒是目前烟机市场需求的两大主要组分。由前文油烟机发展我们可以判定地产拉动和下沉觉醒在油烟机销量突破历程中的核心作用,由这一逻辑我们拆分出烟机内销量中与地产强相关的新房配置需求、二手房配置需求,以及下沉市场觉醒所带来的农村普及需求。

- ◆ 新房配置需求和二手房配置需求的计算逻辑,参考我们前期深度报告《理论-实战-远期,地产家电模型三部曲》的简化指标。因近年销售到交房周期拉长,我们在新房配置上采用新房市场交房面积,即“竣工面积-待售面积增量”延期7个月,除以近七年平均住宅面积 103.9m²得到套数,按一户一机配置率得到当期新房配置需求。
- ◆ 二手房以当期新房销售量乘以我们此前推算的二手房倍数 24.9%,烟机翻新率按 0.6 计算得到二手房配置需求。严格来说,虽然新房与二手房均为地产驱动下的需求,但前者为新增需求,后者应归为更新需求。

表3: 油烟机内销量各需求配置拆分

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
内销量 (万台)	1777.0	2158.5	2146.7	2223.4	2191.6	1929.0
新房交房面积 (万平方米)	70923.9	72871.3	69337.1	76272.8	85872.5	77140.8
新房配置油烟机销量 (万台)	682.6	701.4	667.3	734.1	826.5	742.5
住宅销售量(万套)	1104.6	1010.4	1057.9	1282.3	1336.1	1329.8
二手房销售数估算 (万套)	275.1	251.6	263.4	319.3	332.7	331.1
二手房配置油烟机销量 (万台)	165.0	151.0	158.0	191.6	199.6	198.7
农村户数 (万户)	22145.8	22273.1	21919.2	21280.8	21242.8	21024.8
农村油烟机保有量	12.4	13.9	15.3	18.4	22.0	26.0
农村普及油烟机销量 (万台)		349.9	257.7	562.0	757.8	793.5
低线普及与商品房重合部分		0%	0%	20%	40%	40%
扣减后农村普及烟机销量 (万台)		349.9	257.7	449.6	454.7	476.1
其他需求销量 (万台)		956.3	1063.6	848.1	710.8	511.8

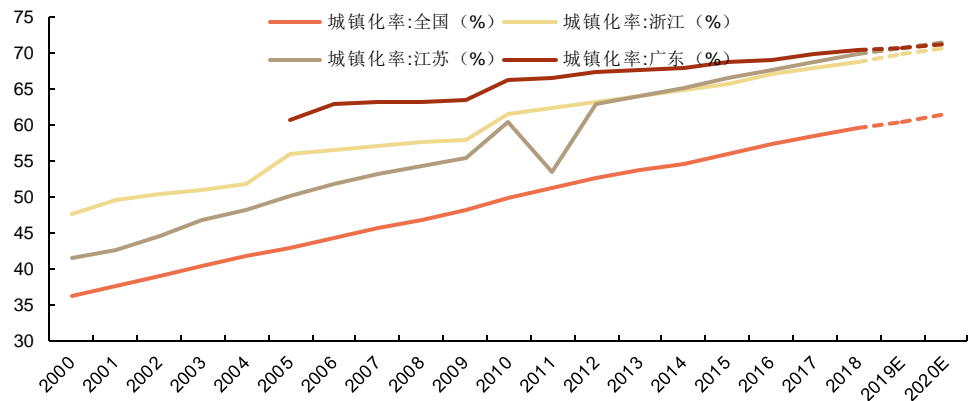
资料来源:国家统计局,申港证券研究所 注:1) 新房与二手房计算方式采用前期地产三部曲深度报告的算法,新房交房为“竣工面积-待售面积增量”延期7个月后的年度加和数据;2) 新房平均面积以近七年平均 103.9m²/套为准,油烟机配置以新房每户1台为准估算;3) 二手房交房面积按住宅销量*0.249 计算,二手房配置油烟机按每户配置率 0.6 估算;4) 农村非商品房市场原始数据按(农村油烟机拥有量*农村户数)的年度变化得到每年增量,重合占比为估算假设值。6)

2017 年农村保有量及 2018 年农村户数暂无数据,表中为估算值。

敬请参阅最后一页免责声明

- ◆ 下沉渠道带动的农村普及需求，按年度之间（农村烟机拥有量*农村户数）的增量作为需求量。但需强调的是，伴随着商品房模式在低线城市的项目快速扩张，传统的农村统计口径正在消退。2018年全国城镇化率已增至59.6%，其中较发达的广东、江苏、浙江城镇化率已高达70%。早年众多低线的非城市户口地区也正迅速进入商品房覆盖范围。由此低线普及需求与商品房驱动需求实际出现重合。因此我们在农村普及销量基础上扣减了一定重合部分，以保证需求总量合理。

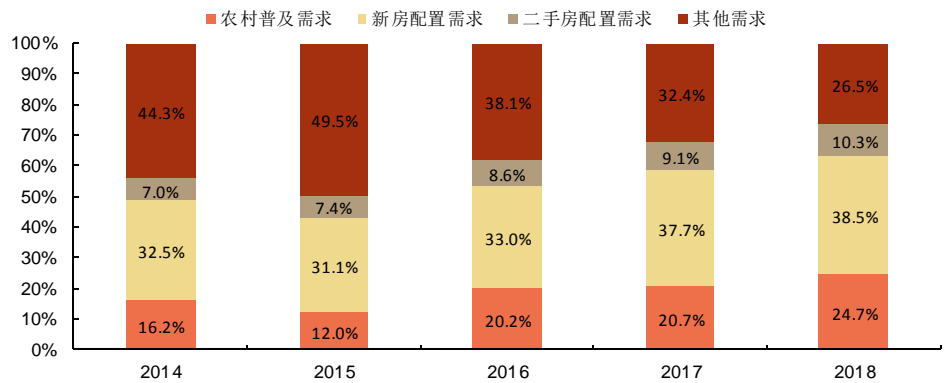
图69：全国城镇化率持续提升且发达地区快速领跑



资料来源：国家统计局，前瞻数据库，申港证券研究所

- ◆ 除地产与下沉市场两大需求外，其他需求包含但不限于城市市场非迁居型的空白普及需求（属新增需求）、非家用需求（属新增需求）、废旧换新式更新（属更新需求）等需求。其中城市空白普及需求，伴随城镇保有量趋于高位，其需求逐年大幅压缩。

图70：油烟机各部分需求成分配置占比



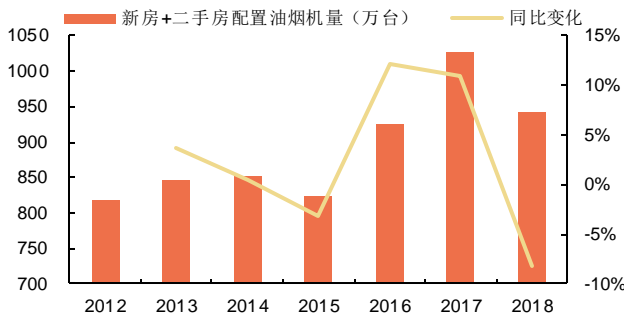
资料来源：国家统计局，申港证券研究所 注：1) 其他需求中包含城市市场非迁居式普及，非家用需求，以旧换新式更新需求等。2) 图中农村普及需求占比，是实际农村普及需求量和扣减过“与商品房需求重合的组分”后的调整值。

厨电企业渠道结构改革的核心即地产驱动和下沉市场新增驱动。不论KA、专卖店、电商、工程渠道如何演变，内销根本需求可拆分为地产驱动需求（具体细分新房与二手房配置两部分）、下沉市场新增需求及其他需求（城市家庭产品空白的普及、废旧换新及其他非家用需求等）：

- ◆ 其中地产新房带动及二手房配置相关的地产驱动为市场核心需求。至2018年驱动销量测算为941万台，内销占比48.8%，虽经地产周期影响短期需求量略有下滑，但伴随城镇化进程，地产驱动组分将持续并加强其对市场销量的影响，地产

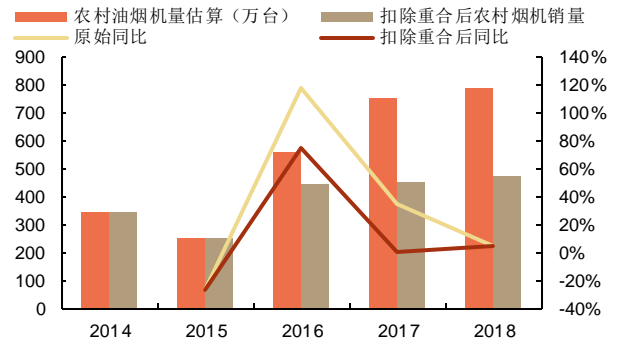
需求端的厨电布局正逐步向上游截流，其格局优劣一定程度上将决定后续竞争格局走向。

图71: 城市商品房配置需求带动的油烟机销量变化



资料来源: 国家统计局, 申港证券研究所

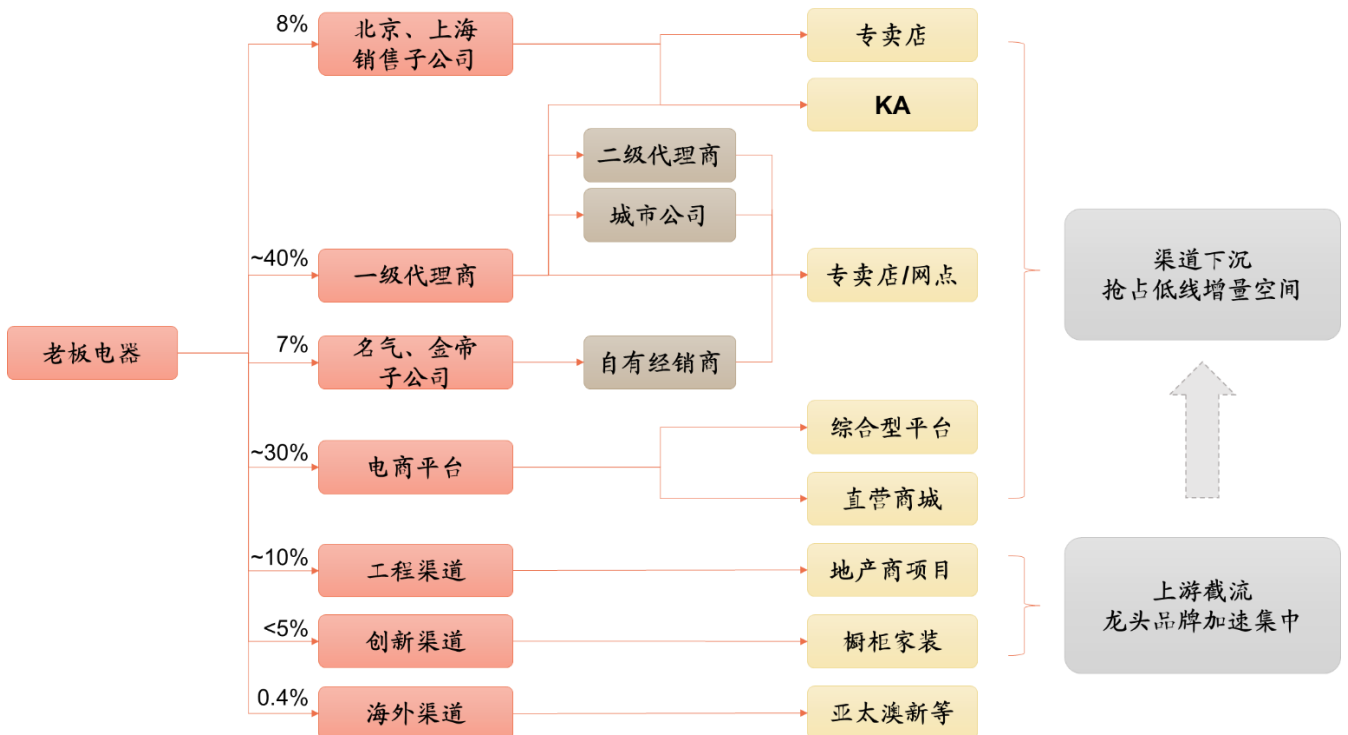
图72: 农村普及需求带动的油烟机销量变化



资料来源: 国家统计局, 申港证券研究所

- ◆ 下沉市场的增量需求同样成为近年市场销量的驱动重心。伴随城镇化和小镇青年的可支配收入快速提升，厨电的下沉市场需求正在觉醒，尤其 16、17 年乘地产项目下移出现快速增长。至 2018 年，农村口径带来的烟机销量已达 793.5 万台，占比 41.1%，较 2015 年 3 年间复合增速高达 45.5%。值得一提的是，下沉市场需求与地产驱动需求存在一定程度上的重合，即在县镇构建的商品房项目，且伴随城镇化推进这一重合度逐步增大，如扣除重合部分我们估算纯低线空白家家普及需求约 476.1 万台，占比 24.7%。

图73: 老板电器销售渠道及逻辑梳理 (2018)



资料来源: 公司公告, 申港证券研究所 注: 图中占比以 2018 年年报为准, 至 19Q3 工程端快速提升已出现明显结构性调整

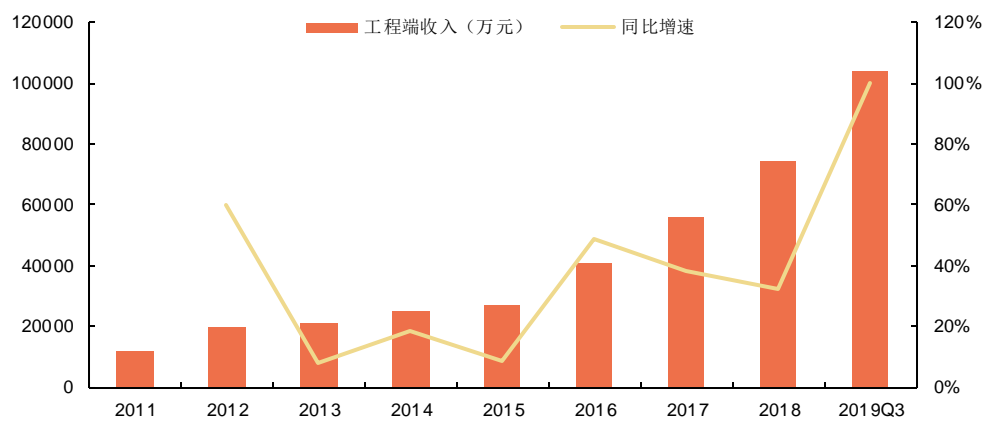
老板电器渠道结构: 线上线下零售市场为主体, 工程端快速增长。

- ◆ 以 2018 年数据计算, 公司线上线下全零售渠道(含子公司)营收占比约为 90%, 其中线下零售整体约为 55%, 线上电商平台则为 30%左右。伴随电商红利的逐

步释放完毕，线上占比渐趋稳定。

- ◆ 进一步拆分线下渠道，北京上海两地采用公司自营的销售子公司模式，占比 8%；其他地区采用一级代理模式，既包含一级代理直营 KA 与专卖店，也包含管理二级代理商、城市公司等间接铺设专卖店、网点，总占比约 40%；此外名气、金帝子公司目前均采用自有经销渠道，2018 年营收占比 7%（金帝因 18 年 6 月 30 日收购，并表为下半年数据）。
- ◆ 另一方面，工程端业务正处快速上升阶段。2018 年与房企合作的精装修工程渠道占比约为 10%，而伴随着精装修的布局进入收获期，这一渠道至 19Q3 营收同比增速已超过 100%，以 19 年前三季度营收计其工程端占比已高达 18%。销售结构变革下，工程渠道正在成为公司核心增长的上升渠道。

图74：公司工程端收入测算



资料来源：公司公告，申港证券研究所

公司作为厨电产业龙头，其在工程渠道精装修市场的竞争优势以及下沉市场的长期布局，为其在厨电新阶段再度强化护城河、加速集中度提升带来了确定保障。

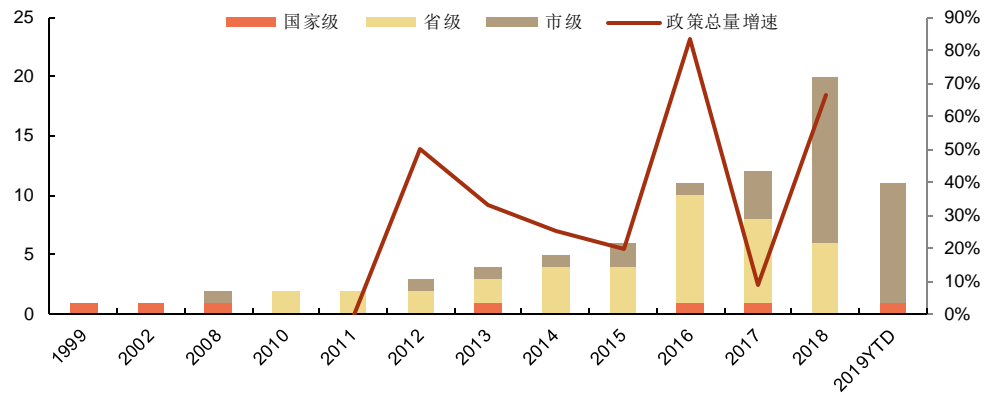
4.2 公司工程布局：比你强大的还比你更快

4.2.1 精装修市场蓬勃发展 厨电产品跟随提升

政策落地推动全/精装修自 2016 年后快速增长。全装修概念正式提出于 2002 年的《商品住宅装修一次到位实施细则》，即装修一次到位，至交房前所有功能空间铺装粉刷完成，厨卫基本设施安装完成。精装房概念主要是地产商基于房屋销售提出的市场营销概念，指装修档次规格，往往与毛坯房、简装房相对应。精装修概念通常包含全装修，全装修则指符合国家特定要求的一类精装修。

- ◆ 精装修最早出现在上世纪 90 年代末，因毛坯装修弊端众多，开发商开始在一线城市推行精装成品住房，但因缺乏产业上层设计，也缺乏政策支持，至 2013 年前整体发展缓慢，市场仍以毛坯房为主导。

图75: 各级精装修政策近年持续加强



资料来源: 奥维云网, 申港证券研究所

- ◆ 2013年国务院发布《关于转发发展改革委、住房城乡建设部绿色建筑行动方案的通知》，精装全装市场开始逐步政策落地，走向标准化、专业化。
- ◆ 2016年政策集中推行，精装市场迎加速契机。2016年住建部发布《住宅室内装饰装修工程质量验收规范》，建立了工程质量的国家行业标准，同年住建厅印发了《关于推进住宅全装修工作的意见》，在加强全装修项目管理、住宅产业化基地建设、相关政策等方面提出具体要求。至2017年住建部在《建筑业发展十三五规划》中明确提出了2020年新开工全装修成品住宅面积达30%的战略目标。在此期间各省市全装修相关政策纷纷落地，至今发布全/精装修政策的省市已超20个。

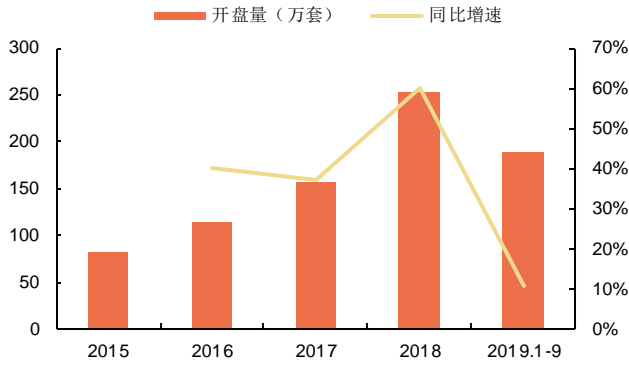
表4: 近年精装修相关中央重要政策一览

政策	时间	发布部门	政策主旨
《关于转发发展改革委、住房城乡建设部绿色建筑行动方案的通知》	2013	国务院	从国务院角度明确了推行全装修的战略指引
《住宅室内装饰装修工程质量验收规范》	2016	住房城乡建设部	完善工程质量验收标准，提供技术规则和保障
《关于推进住宅全装修工作的意见》	2016	住建厅	明确全装修的范围、工作目标、工作内容
《建筑业发展十三五规划》	2017	住房城乡建设部	提出2020年新开工全装修成品住宅面积达30%

资料来源: 政府官网, 申港证券研究所

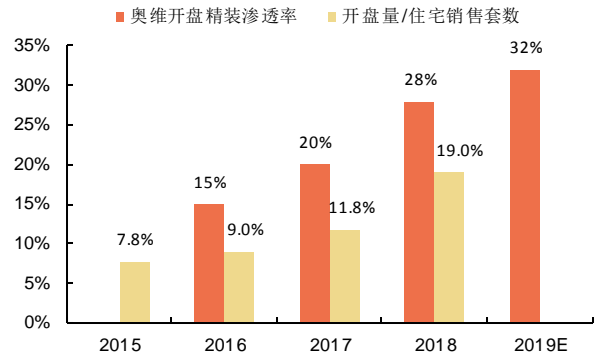
2016年起精装房市场规模快速提升。在政策支持下，2016-2018年精装房开盘量增速分别达40.3%、37.1%和59.9%，2018年精装房开盘高达253万套。至19年9月，累计新开盘精装项目达2092个，开盘量190.1万套，同比增速分别为14.9%和10.7%。在当下地产景气下行周期中，精装市场维持相对稳健的高增长趋势。

图76: 精装修开盘量变化情况



资料来源: 奥维云网, 申港证券研究所

图77: 精装修渗透率逐年提升



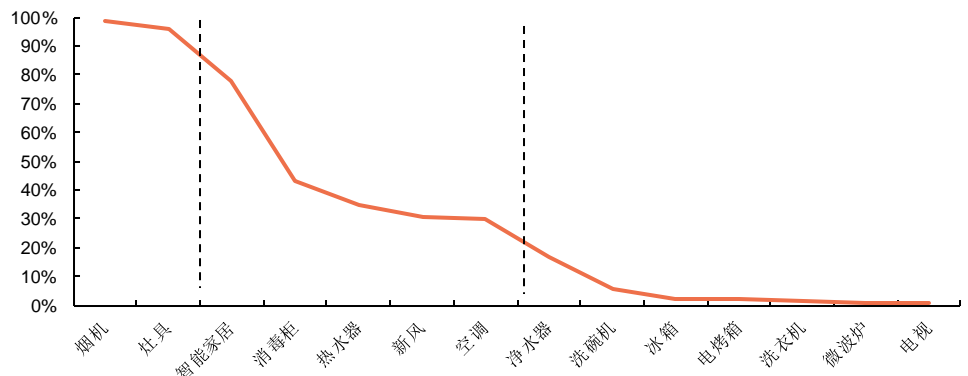
资料来源: 奥维云网, 国家统计局, 申港证券研究所 注: 奥维开盘精装渗透率为第三方直接披露, 样本为奥维地产当年覆盖城市。开盘量/住宅销售套数为自测渗透率, 以奥维地产监测开盘套数除以当年国家统计局披露住宅销售套数。

精装修渗透率逐年增高, 至2018年达19%-28%之间。

- ◆ 据奥维地产披露, 16-18年间新开盘精装修渗透率持续提升, 至18年已达28%, 并预测18年有望实现32%。
- ◆ 但考虑奥维监测为300+主要城市, 其精装项目覆盖率远高于未在监测范围内的低线城市。据房天下口径2018年一二三线精装渗透率分别为57%、31%、25%, 呈显著低线城市渗透率降低的趋势。因此我们判断奥维精装渗透率偏高。
- ◆ 我们自测奥维监测300+城市精装开盘量与全国住宅销售套数作对比, 2018年精装渗透率为19%, 该数值因未计入奥维未监测城市的开盘量, 因此较实际偏低, 最终得到精装渗透率合理区间, 至2018年渗透率已达19%-28%。

精装修模式下烟灶已近标配, 厨电工程端规模跟随精装市场增长。至19H1, 烟灶产品已成一级配套, 精装住宅配置率分别高达98.7%、95.7%, 属于稳定的标配产品。一方面来自于烟灶市场发展成熟, 各家庭均会选购, 另一方面则是烟灶安装与橱柜、水电燃管路铺设等硬装环节密切相关, 在精装模式下消费者自行选购安装难度较大。由此厨电市场成功分享地产精装修红利, 工程端规模随精装增速跟涨。

图78: 19H1 精装修住宅中各家电的配置率



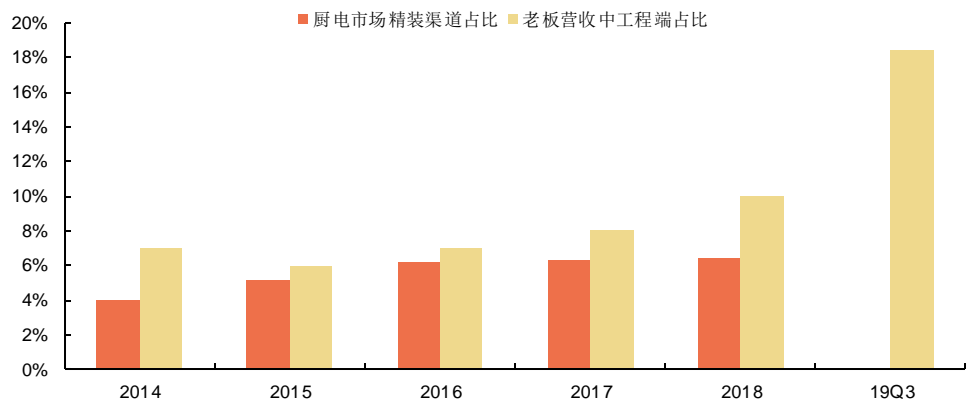
资料来源: 奥维云网, 申港证券研究所

4.2.2 老板在精装修竞争格局中一骑绝尘

公司前瞻性重视工程端布局，公司工程占比显著高于整体厨电市场。

- ◆ 伴随精装房在地产中占比持续扩大，厨电市场中精装渠道占比随之增长，据奥维云网数据，至 2018 年精装占比已达 6.4%，较 2014 年提升 2.4pct。
- ◆ 而老板电器自 2009 年开始布局工程端市场，其前瞻性战略及日渐强大的品牌力为其带来竞争优势，2014-2018 年间我们测算的公司工程端占比持续高于厨电整体市场中工程端占比，领先约 1-4pct 之间，至 19Q3 公司工程端爆发，工程比例突破至 18%，远远领先行业平均水平。其渠道结构率先向上渗透，实现对厨电整体需求的强力截流。

图 79：老板营收中工程端比重远高于厨电市场整体水平

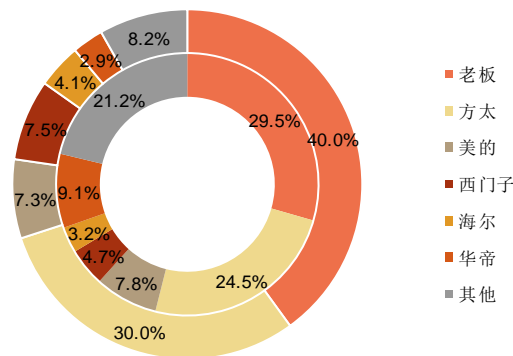


资料来源：奥维云网，公司公告，申港证券研究所

公司在精装修市场的份额远高于其线下份额，加速龙头集中度提升。

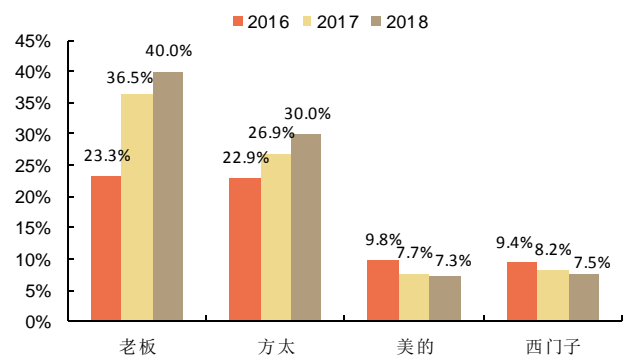
- ◆ 横向对比，公司在精装修市场份额已大幅领跑。据奥维云网数据，2018 年线下市场厨电 CR6 零售额占比 78.8%，对应精装修市场 CR6 占比则高达 91.8%；其中老板电器线下份额为 29.5%，精装修占比则高达 40%。主要因为精装修经房企合作而实现进一步筛选龙头品牌，从而加速了厨电的头部集中，而老板电器强大的品牌力在此再度发挥核心优势作用。

图 80：2018 年厨电线下市场与精装修市场的市占率对比



资料来源：奥维云网，申港证券研究所注：线下份额采用奥维含套餐单品的烟

图 81：精装修中厨电份额持续向头部集中

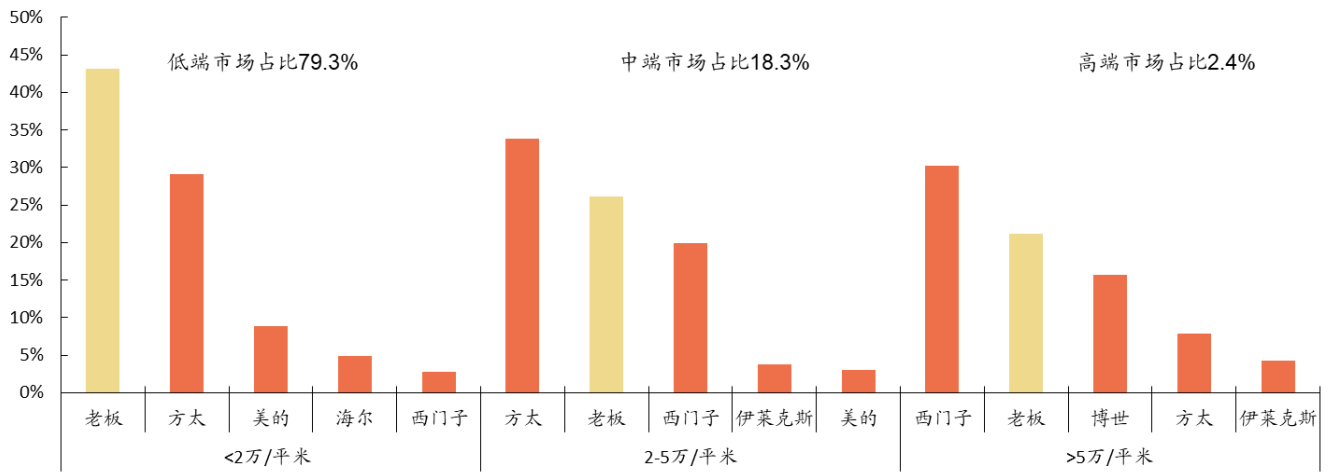


资料来源：奥维云网，申港证券研究所

机占比数据

- ◆ 纵向对比，厨电各品类在精装修的份额持续呈现叠加的马太效应。2016-2018 年间，精装修中头部的四大品牌老板、方太、美的、西门子的市场份额变化分别为 +16.7pct、+7.1pct、-2.5pct、-2.1pct。头部梯队中的集中效应仍在进一步加速进行，老板电器的精装修护城河持续加固。
- ◆ 同时，老板电器各楼盘售价段占比均保持前列，各级品牌力均获市场认可。2018 年，各销售均价在 2 万/m² 以下、2-5 万/m²、5 万/m² 以上的楼盘份额分别为 79.3%、18.3% 和 2.4%，基本对应低线至高线市场，而老板产品在各级的份额分为 43.1%、26.1% 和 21.2%，均保持 Top2 水平，品牌力在各级均获认可，且在主体的低线市场的市占率较第二名高出 14pct。公司在精装市场销售结构良好，多层发力下竞争力极强。

图 82：不同楼盘售价段下老板份额均保持前列

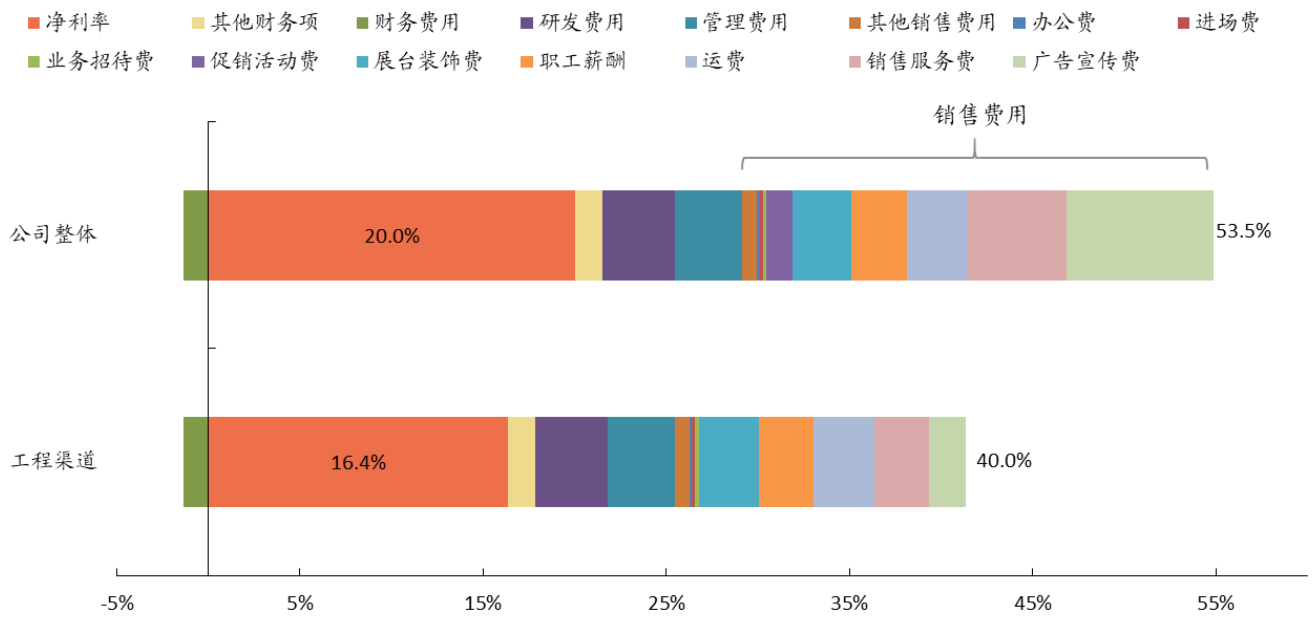


资料来源：奥维云网，申港证券研究所

工程渠道扣减部分销售费用后盈利能力并不劣势。考虑到工程渠道对公司长期盈利的影响，我们尝试对工程渠道进行了摊销扣减。

- ◆ 工程渠道因话语权受制于头部房企，出厂价格被普遍压低，毛利率显著低于零售渠道，2018 年约为 40% 左右。如按照直接费用摊销后净利率约为 10%。
- ◆ 但考虑工程渠道为 toB 产业，对广告宣传需求远低于传统零售端，传统渠道的安装费用、返点费也可减免，同时并不需要促销活动费等诸项营销费用，因此其销售费用端可相应减免部分款项。
- ◆ 调整后工程渠道净利率可达 16.4%，并没有过多拉低公司平均 20% 的净利率。同时如考虑部分房企的应收补偿，其工程端实际净利率或更高。
- ◆ 但不得不说，从账期拉长的角度确实会对公司现金流造成一定影响，需待后续公司竞争格局进一步优化，增强对地产的话语权以期改善。

图83: 扣减部分销售费用后工程渠道实际净利率并没有显著低于平均

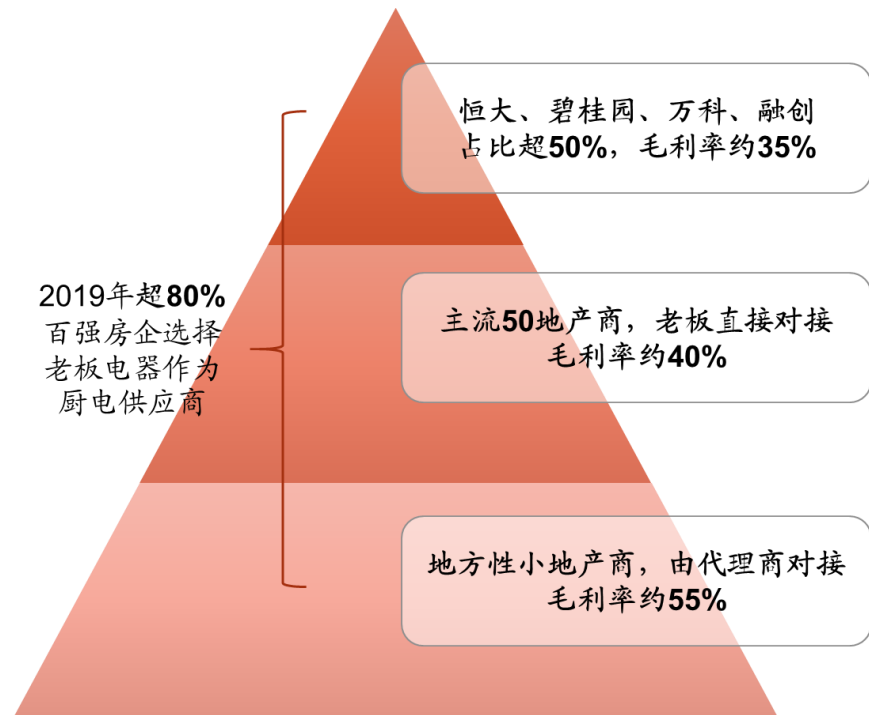


资料来源: 申港证券研究所 注: 各财务比例以2018年年报为准

4.2.3 房企与厨电龙头强强联手下的加速集中

公司以头部房企为主金字塔式扩张覆盖, 强强联合深度合作。在公司推进工程项目过程中, 公司重点覆盖头部战略合作客户, 地产龙头与厨电龙头强强合作效果明显。

图84: 公司在战略合作客户中的格局一览



资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

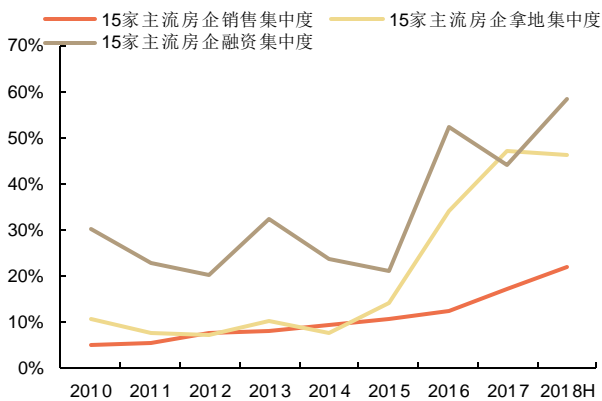
- ◆ 2018 年仅对恒大一家的营收占比已达 2.11%, 即占整个工程渠道的近 20%, 头部房企恒大、碧桂园、万科、融创四客户占工程端营收超 50%, 毛利率约为 35%。

- ◆ 对于主流的前 50 地产商项目，均由总部直接对接，这一梯队毛利率约 40%。
- ◆ 而对地方性小地产商，公司更多交由代理商对接，并设定代理商的任务指标以保证项目驱动力，这一梯队项目毛利率反而较高，可达 55%左右。
- ◆ 至 19Q3，公司已与超过 80%的百强房企达成合作，成为项目厨电供应商，在与龙头房企集中深化合作的同时，实现了广泛的主流房企覆盖，从而保障自身在房企资源上的稳固优势。

头部房企自身地产集中度持续增强，在地产市场龙头规模日趋扩大。

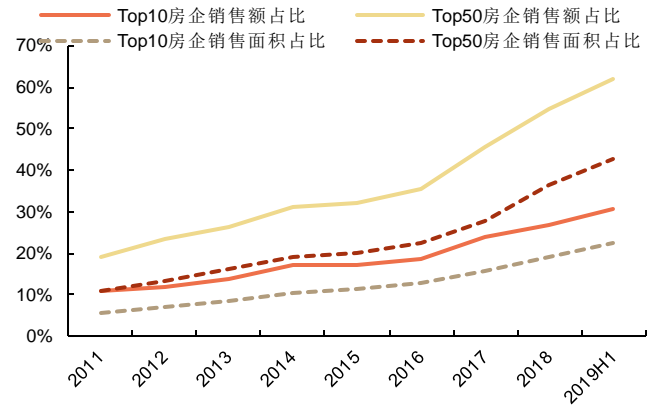
- ◆ 以 15 家主流房企为样本，2010-2018H1 之间，主流房企在地产产业链上的先后的融资、拿地、销售集中度持续提升，分别由 2010 年集中度的 30.2%、10.7% 和 5.2%，持续集中至 18H1 的 58.2%、46.3%和 21.8%。
- ◆ 而据 CRIC 数据，至 19H1 前 50 房企的销售面积及销售金额分别达到 42.7% 和 61.9%，较 2011 年分别提升达 32.1pct 和 43.1pct；其中仅前 10 大房企的销售面积及销售金额占比即已达到 22.6%和 30.5%，分别较 2011 年提升达 16.9pct 和 19.8pct，头部房企覆盖范围持续扩张。

图 85：主流房企销售、拿地、融资集中度持续提升



资料来源：Wind，申港证券研究所 注：1) 15 家主流房企包括：恒大地产、万科、碧桂园、融创中国、保利地产、中海地产、龙湖地产、华润置地、金地集团、绿城中国、招商蛇口、新城控股、世茂房地产、富力地产、远洋地产；2) 拿地集中度包含招拍挂拿地和并购拿地。

图 86：2011-2019H1 房企龙头销售面积及销售金额集中度

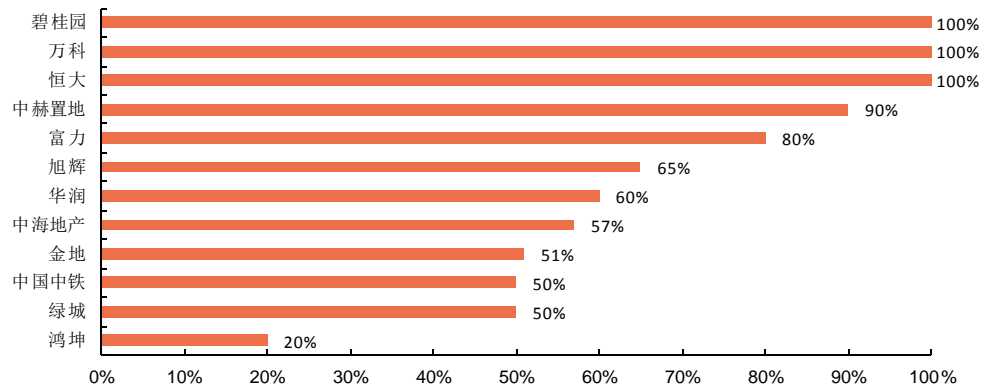


资料来源：CRIC，申港证券研究所

头部房企的全/精装修规模庞大，高全装修比例下份额叠加式扩大。

- ◆ 头部房企对全装修模式的推进远比中小型房企更具前瞻性，目前顶级房企碧桂园、万科、恒大等全装修比例已达 100%，其他大型房企全装修比例也在 50%以上。全装修模式具备自上而下普及扩张的趋势。

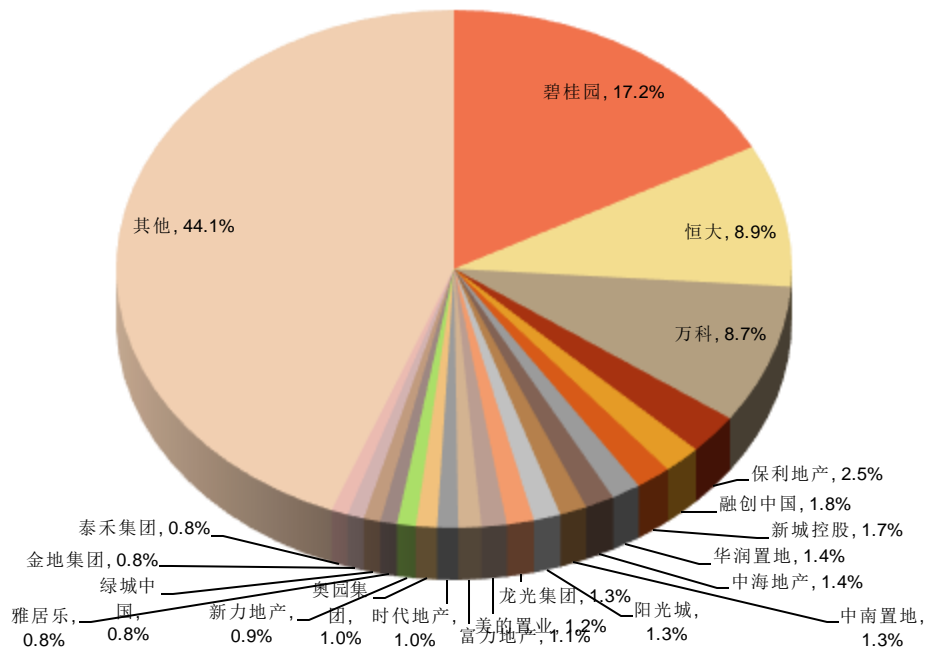
图87: 2018年主要房企全装修比例



资料来源: 中国产业信息网, 申港证券研究所

- ◆ 头部房企在整个地产行业集中度提升, 同时头部全装修比例也更高于中小型地产商, 其结果就是头部房企在全装修市场份额叠加式集中。据全装联数据, 2018年全装修市场中 Top20 房企份额已高达 55.9%, 其中仅碧桂园、恒大、万科三家龙头份额就高达 34.8%, 且呈现逐年扩大的趋势。

图88: 2018年全装修市场 Top20 房企市场份额超 50%



资料来源: 全装联大数据中心, 申港证券研究所

因此, 老板电器在厨电工程渠道发展初期即开始优势布局, 与房企龙头深度合作, 其叠加累积为“头部房企融资/拿地/销售集中度提升×头部房企精装修比例领先”, 使公司覆盖的战略合作客户的全装修规模加倍扩张, 保证了公司工程端持续扩张的确定性, 同时公司凭借厨电龙头的品牌力向下广泛覆盖其他中小型, 并以远高于其他厨电的项目经验优势、规模成本优势, 从而进一步增加了其工程端业务的张力。

4.2.4 中央吸油烟机：被严重低估的工程端利器

中央吸油烟机是公司技术积累下的创新性产品。公司早在 2015 年开始申报实施“首都蓝天培育课题研究”，最终于 2017 年研发成功了颠覆性产品“中央吸油烟机”，并被评价为“绿色建筑节能推荐产品”，随后于 2018 年正式召开发布会，并以此先后与恒大、融创、绿城、万科等龙头企业展开战略合作。我们认为，这一专供 toB 端市场突破使用的创新产品，拥有着被市场大幅低估的抢占工程端份额的核心优势。

图 89：老板电器中央油烟机发展大事记



资料来源：公开资料，申港证券研究所

中央吸油烟机系统的结构组分与功能：

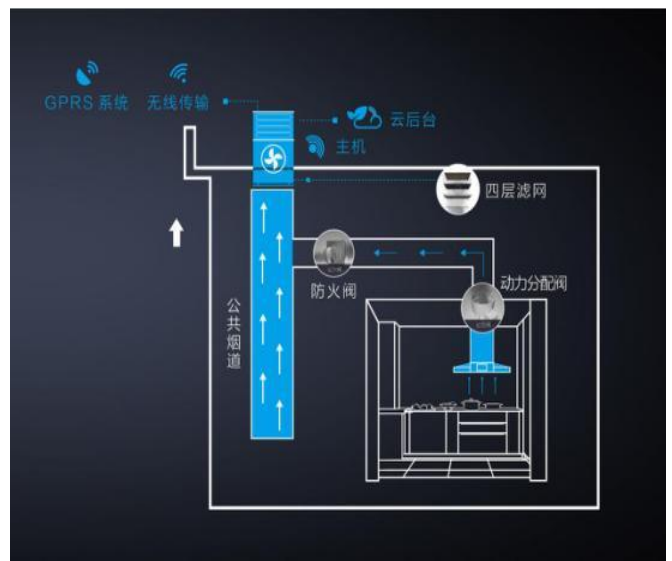
- ◆ 不同于传统单户使用的油烟机单品，中央吸油烟机系统是为整个住宅楼统一设计的产品，其按组分划分为主机、终端机（含动力分配阀）、防火阀、云平台。
- ◆ 其基本工作原理为：1) 在室内厨房里的终端机打开后，通过 LORA 无线自动连接至住宅楼顶的主机；2) 主机在接收到信号后风机会根据整栋楼终端机开启数量及楼层位置，以变频方式对公共烟道的油烟进行强力抽吸；3) 同时终端机上的动力分配阀阀片打开，在楼顶主机强抽过程中，使排气道内形成负压，油烟被吸入排气道；4) 再经楼顶主机四层滤网净化，最终可无害排放到大气中。

图 90: 中央吸油烟机产品图



资料来源: 公司官网, 申港证券研究所

图 91: 中央吸油烟机原理图



资料来源: 公开资料, 申港证券研究所

中央吸油烟机系统具有多方面性能提升。

- ◆ **主机方面**, 具备四层滤网多重净化, 油烟复合净化率可达 99.5%, VOCs 净化效果 75.8%, 其改善效果不仅针对室内油烟吸净, 更开创性地对排入大气的油烟进行净化, 大幅降低住宅油烟对大气 PM2.5 的贡献值, 也因此被环保行业、地方政府高度肯定。
- ◆ **终端机型方面**, 由于室内的无电机设计, 一方面厨房可降噪高达 10 分贝, 另一方面可降低 28% 的烟道面积, 烟机装饰管面积可缩小 1/3, 平均每层节约空间约为 0.067 平方米, 为厨房增加一定储物空间。

表 5: 中央油烟机系统的主要组分及其优势

主要组成部分	功能
主机	四层滤网, 强力电机, 制造负压吸力
动力分配阀	靠电驱动, 其打开角度的控制精度可以达到 $\pm 1^\circ$, 可控制吸力。
防火阀	烟气温度达到 280℃时, 阀门自动关闭, 防止火灾火势蔓延
终端机	无需电机, 可噪音降低 10 分贝
云平台	用户数据整合, 终端机监测, 可提前做好保养与维护工作, 避免机器运行故障

资料来源: 申港证券研究所

- ◆ **动力分配阀上**, 电力驱动下控制精度可达 $\pm 1^\circ$, 实现连贯调控, 并通过核心算法保证每层终端机有效风量恒控在 500m³/h 的吸风量, 均衡分配各楼层风量。同时这一设计也保证了烟道始终处于负压, 100%杜绝了回烟窜味的问题。
- ◆ **防火阀方面**, 可在烟气温度达到 280℃时阀门自动关闭, 有效防止火势蔓延。
- ◆ **云平台端**, 实现用户数据整合, 实时监测终端机状态, 并可提前做好保养与维护工作, 避免机器运行故障。
- ◆ **而实现这些性能提升的技术支撑**, 即智能动力分配技术、LoRa 智能变频物联技术、多重符合油烟吸净技术和智能云平台技术等, 从而为公司产品构筑技术壁垒。

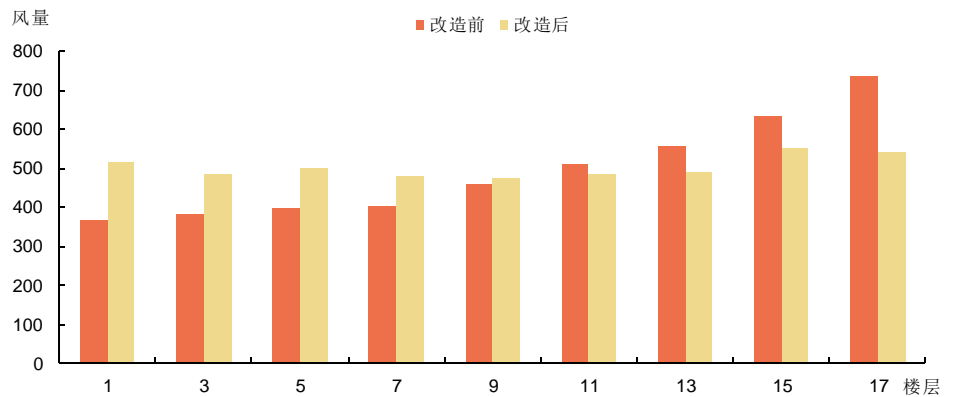
表6: 中央油烟机的技术壁垒

技术优势/壁垒	详细信息
智能动力分配技术	以智能算法均衡分配各层风量, 电动控制动力分配阀
LoRa 智能变频物联技术	可远距离通讯 (1-20Km), 低功耗, 易于建设, 低成本 (电池寿命 3-10 年)
多重复合油烟净化技术	餐饮油烟在北京市大气 PM2.5 中的比例约为 13%, 多重净化可有效降低大气中 PM2.5 的值。(中科院大气物理研究所)
智能云平台技术	可以实时监控掌握产品的运行状态以便进行更好的服务管理, 能及时提供保养和维护。

资料来源: 中港证券研究所

实际改造案例成功证明其吸烟效果强大优化能力。中央吸油烟机产品推出后在推广初期为多小区进行烟道改造, 成功证明其强大吸净能力。实际项目数据显示, 安装中央吸油烟机后首都爱这城、万科金色悦城、滨江“武林壹号”小区等住宅排烟效果分别提升 43%、57% 和 45% 以上, 且均未出现回烟、串味现象。值得一提的是, 以上效果尚仅限老小区改造, 并未涉及公共烟道的土建结构匹配化, 对于新建匹配的小区其吸净效果有望进一步提升。

图92: 中央吸油烟机改造后实现各楼层风量整体均衡提升 (m³/h)



资料来源: 经济日报, 中港证券研究所

事实上, 中央吸油烟机产品实际意义远不至于使用效果, 其实质通过满足各方诉求改变了烟机竞争规则, 最终实现由上游截流带来烟机份额的进一步提升。

- ◆ **居民方面**, 即通过结构技术突破实现此前提及吸净效果、降噪、室内空间节约、完全防倒灌等多重优势, 且兼具轻奢属性提高产品的高端化定位。
- ◆ **地产商方面**, 最核心一点, 由于全楼只使用楼顶的大动力风机, 实质在各楼层室内机中均至少省下一部风机, 从而大幅降低了地产商的集采成本, 而同时中央吸油烟机产品效果、创新属性又将住宅项目、配置部品推向高端化, 从而大大增厚了地产商的中间利润, 这成为地产商诉求的核心驱动力。同时厨电配置模式上的统一化也一定程度上简化的安装流程。
- ◆ **政府方面**, 中央吸油烟机项目设立之初即为解决“首都蓝天培育”的课题, 通过开创性的多重滤网对住宅油烟进行净化, 大幅降低了住户对大气 PM2.5 的投放量, 与近年中央及地方政府高度重视的环保诉求高度契合, 从而得到多方助力。
- ◆ **最后, 老板电器自身方面**, 通过改革 to B 端烟机安置规则, 深化项目内烟机壁

断，从而加速提升精装修份额。此前精装修模式中，部分地产商会选定数款不同合作厨电供应商的产品后由房主自行决定精装套餐价位，存在选择不确定性。对于主力品牌，在一定程度上是分摊的品牌份额，降低了龙头集中度。中央油烟机推进下的地产项目，则近乎完全排除了其他品牌分润份额的可能性。事实上，也在一定程度上垄断了小区内后续机型的更新需求。从而实现了更上游需求截流，最终提升自身市占率的目的。此外，中央油烟机系统具备一定项目建设参与者属性，垄断性加强，而不再仅为此前的厨电供应商之一的角色定位，预期远端对公司的话语权提升有一定助力。

图93：中央吸油烟机通过满足各方诉求实现公司竞争格局优化



资料来源：申港证券研究所

中央吸油烟机推行之初已与多家龙头房企展开合作，远期成长空间庞大。截至2018年6月底，公司中央吸油烟机已入驻20多个城市，与万科、中海、招商、碧桂园、融创、绿城、朗诗、滨江等多家主流房企达成战略合作，实现了40多个住宅项目落地。伴随这一模式的市场教育和成功案例增厚，其发展开拓之势已初成型，后续在工程端的强大成长性值得我们高度期待。

由此可见，老板电器自身先手布局及品牌优势下在高速成长的精装修抢占了龙头领先优势，这一集中度同期仍处于进一步集中状态。同时公司与头部房企深度强强合作，实现细分市场下马太效应的叠加扩张。不止于此，公司在众多厨电企业仍在角力与地产商的项目竞争时，开创性地推行中央吸油烟机这一目前尚被严重低估的竞争利器，通过改变工程端烟机集采规则实现自身优势扩张（与“大吸力”概念定义引导高端属性，实现品牌提升有异曲同工之妙）。对于厨电竞争者们而言，如果说有什么比更强大的对手更可怕，那就是更强大的对手的成长速度还要比自身更快。我们对老板电器在工程端的进一步实现份额扩张具有极高期待。

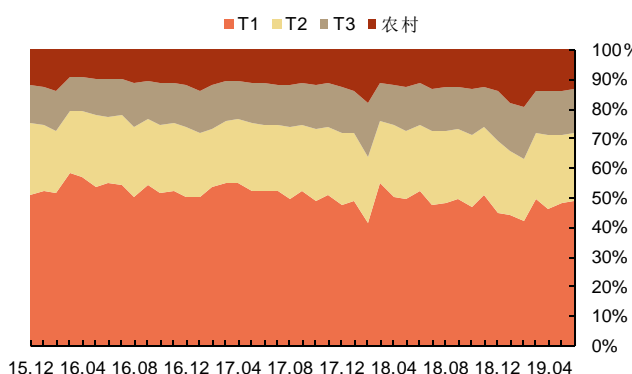
4.3 下沉渠道的变革与机遇

4.3.1 厨电下沉市场需求逐步提速

下沉市场存量空间庞大，需求释放稳健推进。

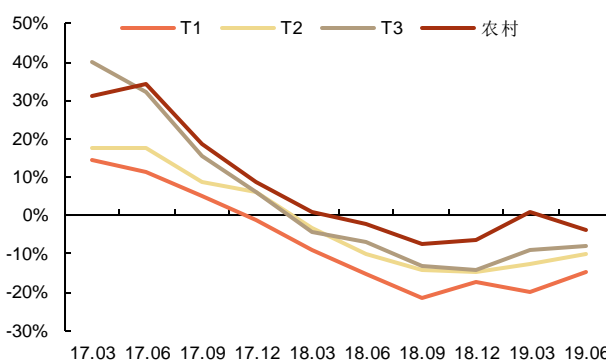
- ◆ 前文 4.1 中我们已测算了农村油烟机的市场空间约在 1.05-1.21 亿台的高位，具备长期局的重要意义。伴随近年低线市场需求的觉醒，后续增量下将逐步成为厨电竞争重点战场。
- ◆ 零售市场逐步向下沉渠道倾斜。据奥维数据，2016 年全年 T1/T2/T3/农村的零售量占比分别为 53.7%/22.7%/13%/10.6%，至 19H1 各线零售量占比分别为 47.5%/22.7%/15.2%/14.6%，低线需求觉醒趋势较为明显。
- ◆ 低线市场增速保持相对优势。17-19H1 以来各季度同比增速看，农村市场增速保持相对高位，增速较同期 T1 市场持续高 10-23pct 之间，新增需求保证了其规模增速相对稳健。

图 94：厨电线下零售量逐步向下沉市场倾斜



资料来源：奥维云网，申港证券研究所

图 95：各级市场零售额增速变化情况

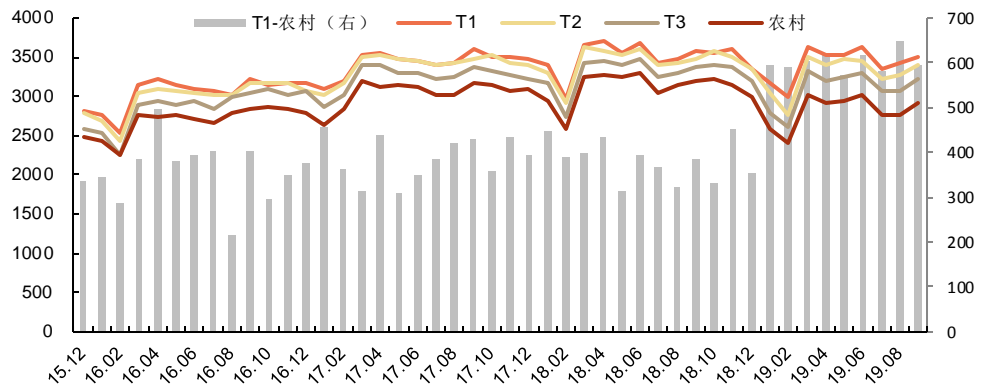


资料来源：奥维云网，申港证券研究所

2019 年后低线市场价差扩大，法迪欧鲶鱼效应加剧竞争。

- ◆ 在 16-18 年间农村与 T1 市场烟机均价差异并不显著，伴随 3 年间均价波动中稳步提升，T1-农村的价差稳定在 300-450 元之间，但自 19 年开始价差出现显著扩大，前三季度 T1-农村价差保持在 600 元左右。
- ◆ 这主要因为新兴品牌法迪欧在低线市场的鲶鱼效应。法迪欧依托苏宁云的新零售下沉模式，19 年前三季度在农村市场份额迅速扩张，至九月底累计零售额份额已达 10.2%，较去年同期的 5% 出现显著增长。而如以零售量计算，19 年 1-9 月法迪欧农村市场份额高达 17.3%，成为农村销量第一品类。
- ◆ 法迪欧采用超低价格竞争战略，其 19 年至今均价为 1601 元，仅为线下市场均价的 48.5%，其在低线市场的快速抢占份额，拉开了各级市场的价差，同时也进一步加剧了各厨电企业在低线市场的竞争，各大品牌在农村均价较去年降价已达 200 元，远高于城市市场波动，也在一定程度上刺激了农村市场需求。
- ◆ 此外值得一提的是，因奥维云网线下监测方式中计入包含苏宁在内的各 KA 店、专卖店数据，进而以监测数据推算全市场情况，而法迪欧实质仅在苏宁渠道销售，以此监测比例推算全市场份额，就导致法迪欧份额出现虚高成份。其真实下沉渠道占有率应较统计数据稍低。

图96: 各级市场均价变化

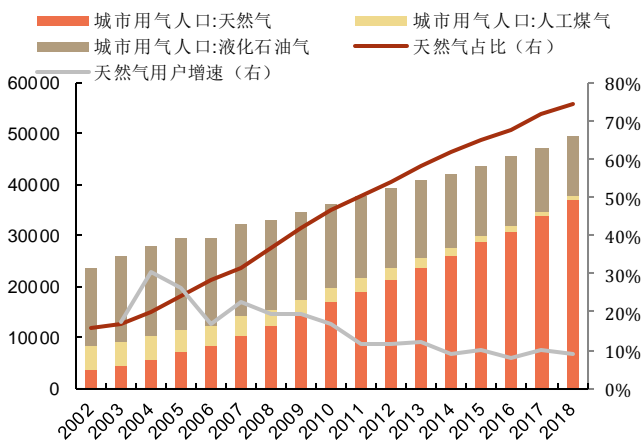


资料来源: 奥维云网, 申港证券研究所

此外值得一提的是, 判断农村目前厨电普及增速时需考虑燃气铺设进度对市场规模上限的影响。

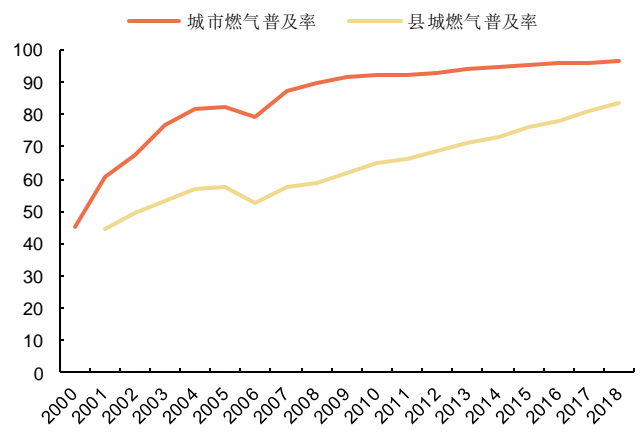
- ◆ **城市用气人口规模持续扩张。**至2018年城市总用气人口已达4.95亿人, 以各类燃气总人数计16年内CAGR为4.7%, 其中使用更便利、管道直铺入户的天然气占比逐步增加, 至2018年达到74.6%, 而其他地区家庭仍需依赖石油气和人造煤气, 更换相对困难, 且安全性偏低。
- ◆ **燃气普及率仍有一定提升空间。**至2018年城市燃气普及率达96.7%, 基本实现全面普及, 而县城燃气普及率目前为83.9%, 仍存在相当的普及上升空间, 对于尚无统计核算的更低端农村市场其燃气普及率显然将更低。
- ◆ **燃气普及情况作为厨电需求的基建条件直接影响上限。**燃气管网普及与否, 直接影响厨电中灶具和燃气热水器的普及。同时油烟机与灶具的强相关联动销售属性, 使其需求强度也受影响。因此在暂无法推行燃气的地域, 整体厨电市场需求被大幅抑制, 燃气普及情况作为基建条件影响着厨电下沉市场的需求上限。

图97: 城市用气人口规模及结构变化



资料来源: 国家统计局, 申港证券研究所

图98: 燃气普及率变化 (%)

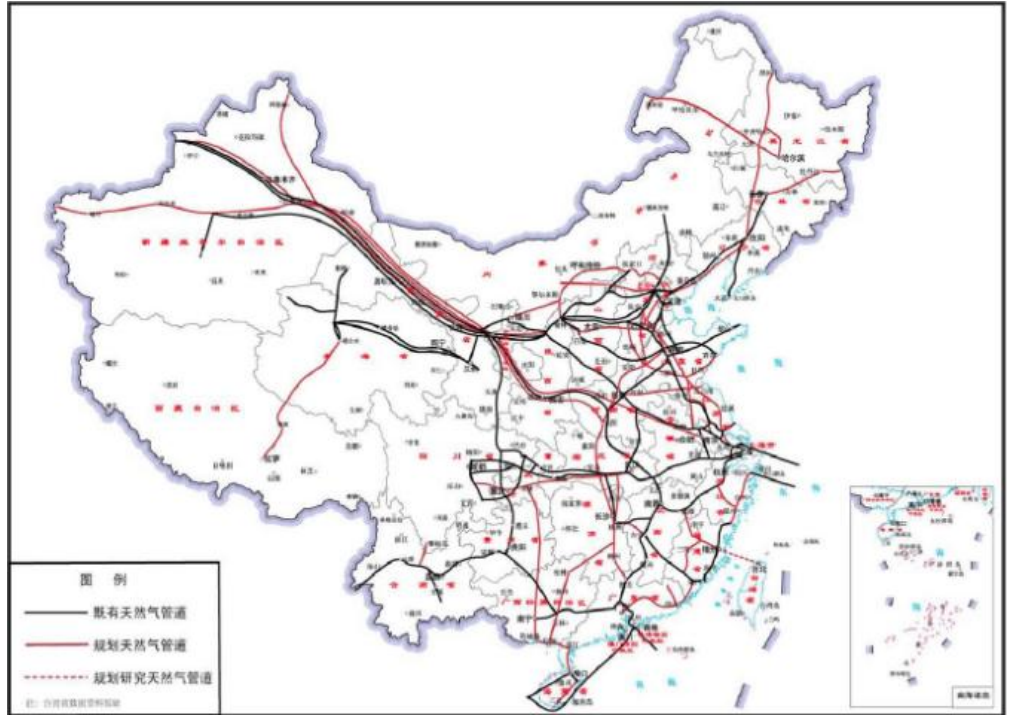


资料来源: 国家统计局, 住房和城乡建设部, 申港证券研究所

- ◆ **伴随燃气管路铺设逐步完备, 厨电下沉市场需求随之加速释放。**据《天然气发展“十三五”规划》及《中长期油气管网规划》文件, 我国天然气管道里程由2015

年的 6.4 万公里，至 2020 年目标达到 10.4 万公里，2025 年进一步实现 16.3 万公里，以实现城镇用天然气人口 5.5 亿的规模。伴随气源向华北、华东、华中、西南、东北等地主干管路铺设逐步完备，厨电下沉渠道将呈现加速普及趋势。

图 99：中长期天然气主干管网规划图（规划期 2016-2025）



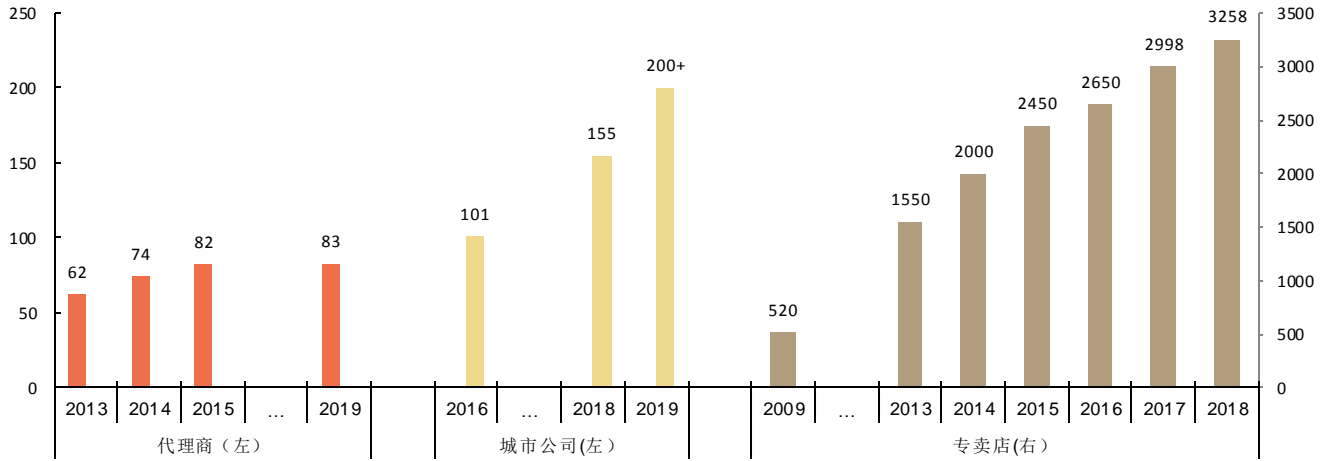
资料来源：国家发展改革委国家能源局，申港证券研究所

4.3.2 公司在下沉渠道的多层改革

公司早在 2014 年起开始对下沉渠道进行深化布局。

- ◆ **上层：代理商覆盖细化拆分及利益绑定。**14、15 年公司分别将代理商覆盖范围进行了拆分，当年增加 12 家及 8 家一级代理商，至今一级代理商稳定在 83 家，较 2013 年增加 33.9%，以更高密度和更大投入在区域内展开业务。同时通过推行“事业合伙人”对渠道核心高管展开股权激励，以有效刺激渠道活力。
- ◆ **中层：推行城市公司模式缩短分销层级。**城市公司模式是由一级代理商与核心骨干在非核心经销区域共同持有城市公司股权，通常城市公司以平价从一级代理商处拿货，近似相当于从总部拿货，从而缩短分销层级，提升终端经销商的利润率，以提升对非核心区域的铺设力度，驱动终端店提升销售量。公司 2016 年开始加速城市公司模式，至 2016 年底达到 101 家，2018 年再度实现 155 家，至今已布局超 200 家城市公司强化下沉覆盖。
- ◆ **下层：终端专卖店持续快速铺设。**2013 年至今公司专卖店以年均 300 多家新增店的增速快速铺设渠道，至 2018 年已开专卖店达 3258 家，且绝大多数新增门店集中于三四线等低线城市。伴随下沉市场的不断觉醒及竞争加剧，我们预计后续下沉门店密度将进一步增大。

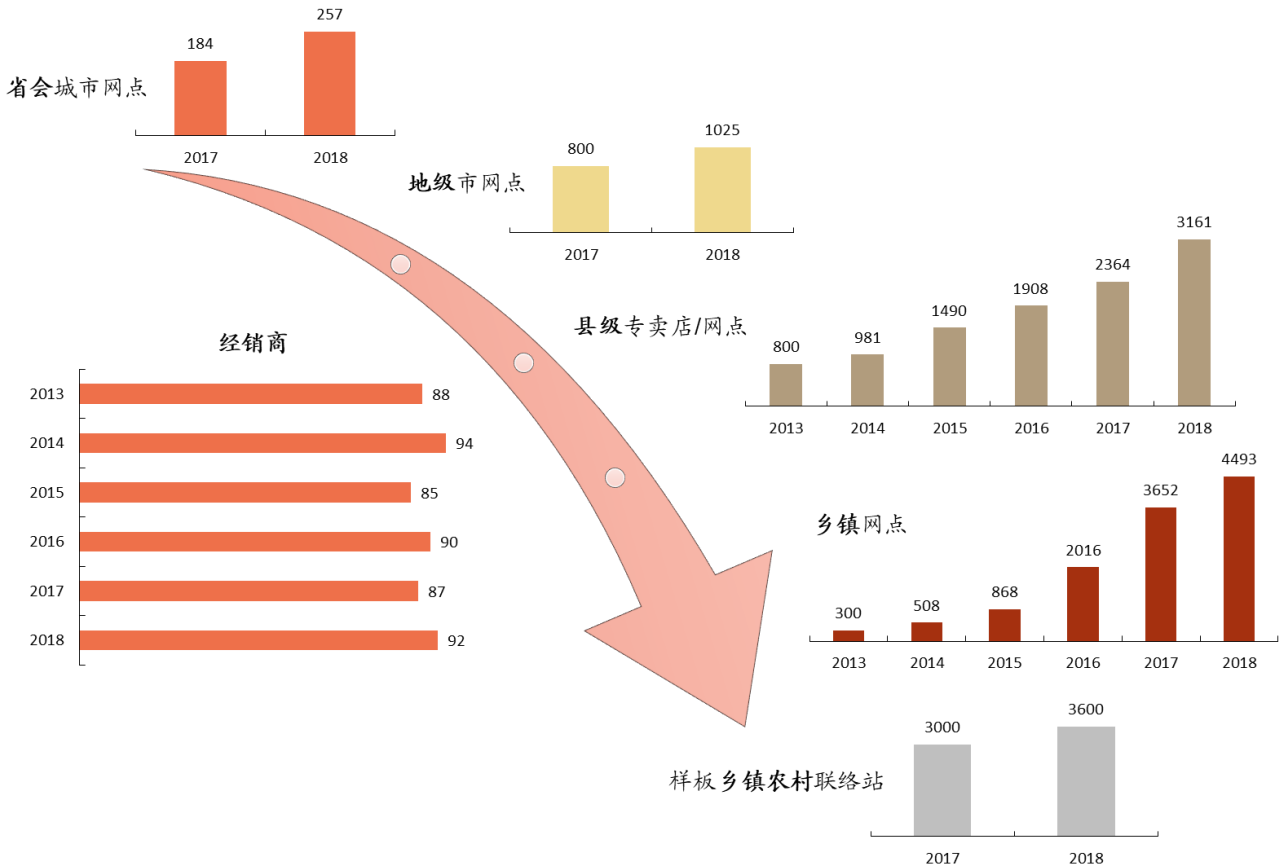
图 100: 公司线下渠道网络建设情况



资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

除了公司主品牌, 名气子公司多年持续下探市场层级, 已积累广泛低线渠道资源。在 3.3.1 中我们提到, 名气子公司自正式成立以来便深化布局下沉市场, 近年县镇乡级专卖店/网点以井喷式速度快速覆盖。截至 2018 年, 名气销售网络结构为: 92 家经销商, 257 家省会级网点, 1025 家地级市网点, 3161 家县级专卖店/网点, 4493 个乡镇网点, 以及超过 3600 家的样板乡镇农村联络站。低线市场资源具备雄厚积累, 我们认为名气作为老板电器的全资子公司, 其渠道资源将为后续下沉市场的激烈竞争提供有效助力。

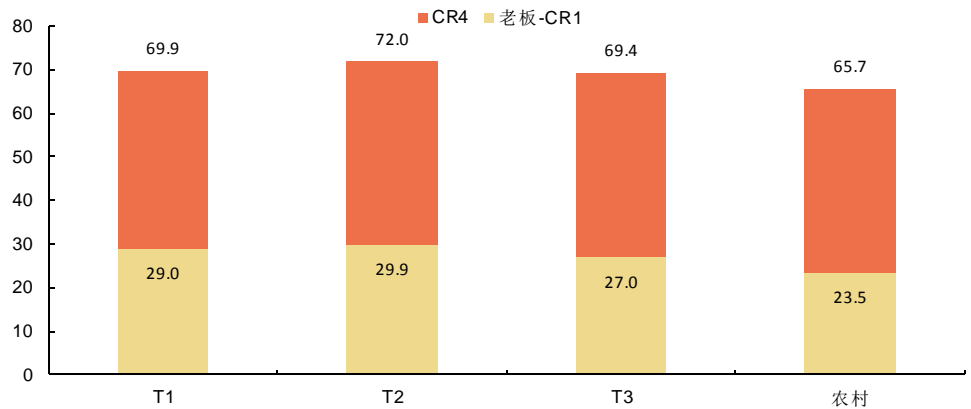
图 101: 名气线下网点不断深入下沉市场



资料来源：公司公告，申港证券研究所

公司在各级市场具显著优势，低线空间释放下竞争加大。据奥维数据，19年1-9月间公司在T1/T2/T3/农村零售额占比分别为29%、29.9%、27%和23.5%，据占据第一的位置。相对而言农村龙头集中度偏低，CR4为65.7%，较各级城市市场有4pct以上差距，这一集中度差距近几年间持续存在，而伴随法迪欧鲑鱼效应，农村市场竞争压力增大下需求扩张机遇与新入者挑战并存。公司作为第一梯队高端龙头，在渠道积累的基础上，有望率先获得下沉市场红利。

图102：2019年1-9月各级油烟机市场老板及CR4零售额占比(%)



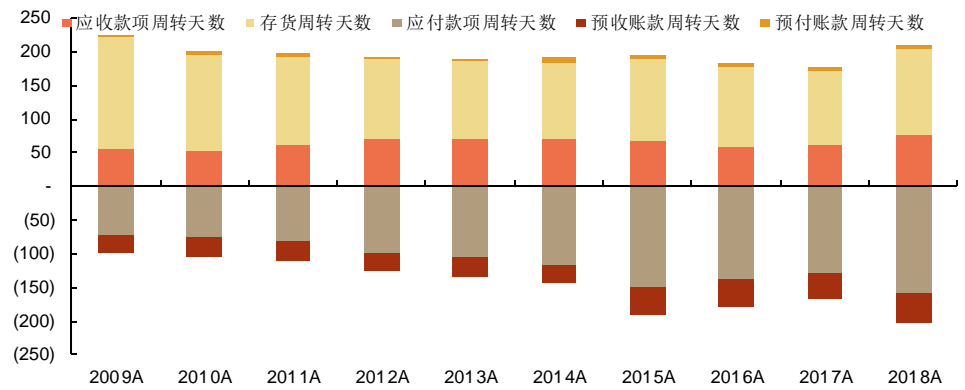
资料来源：奥维云网，申港证券研究所

4.4 公司产业链营运能力持续增强

公司近年产业链话语权持续增强，营运能力持续改善下现金流持续改善。

- ◆ 研究方法上，我们选择使用了用于判断产业链账款抵消能力的“净现金周期”这一概念。公式为“(应收款项周转天数+存货周转天数+预付款项周转天数)-(应付款项周转天数+预收款项周转天数)”。即将应收款、存货、预付款等流动资产项归为一组，即公司资金被占用的组分；而将应付款、预收款等流动负债项归为一组，即公司占用其他环节(上下游)资金的组分。两者对比可得到来自上下游账款的抵消的情况，进而指引公司现金运作能力，即对上下游的话语权强度。即净现金周期越小，公司现金运作能力越强，对上下游话语权越强。

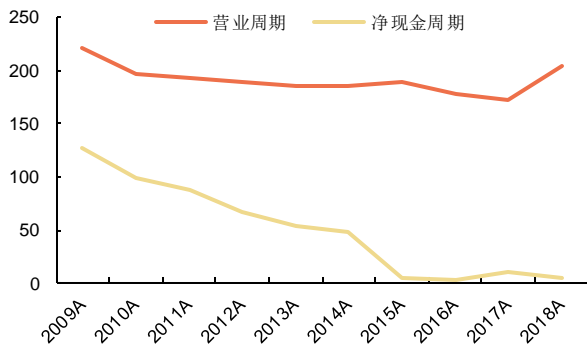
图 103: 老板电器各营运相关周期对比



资料来源: wind, 申港证券研究所

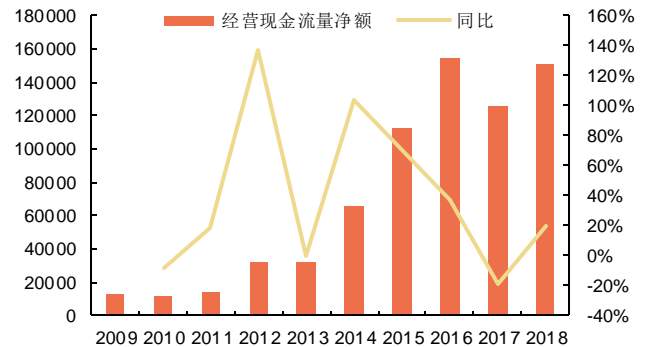
- ◆ **公司近年话语权持续加大，营运能力增强。**对比 2009 年至 2018 年各营运相关周期，流动负债（占用他款）周期整体呈拉长趋势，相应流动资产（被占款）各项有所改善，以此得到的净现金周期持续下滑，证明公司更多的通过外部他款周期抵扣自身现金占用周期，资金运作能力增强。至 2015 年后净现金周期稳定在小于 6 天的高效周期，除了 17 年地产影响下净现金周期上升至 11.3 天，同期经营现金流净额也出现了相应下挫，这也再次证明了“净现金周期”的可参考性。2018 年，公司净现金周期为 5.9 天，为其良好的现金流提供充分保障。
- ◆ **公司高端品牌定位强化与龙头集中度优势，成为其话语权增厚的强大支撑。**可以看到，公司净现金周期的改善正是在品牌集中度大幅提升的 2015 年之前，公司逐步强大的品牌影响力和规模优势，成为其对上下游话语权增厚的先决条件，也因此成就了公司对各渠道、上游供应商的强大把控制力，保证了其资金良性循环。

图 104: 老板电器营业周期及净营业周期



资料来源: wind, 申港证券研究所

图 105: 老板电器经营现金流净额变化 (万元)



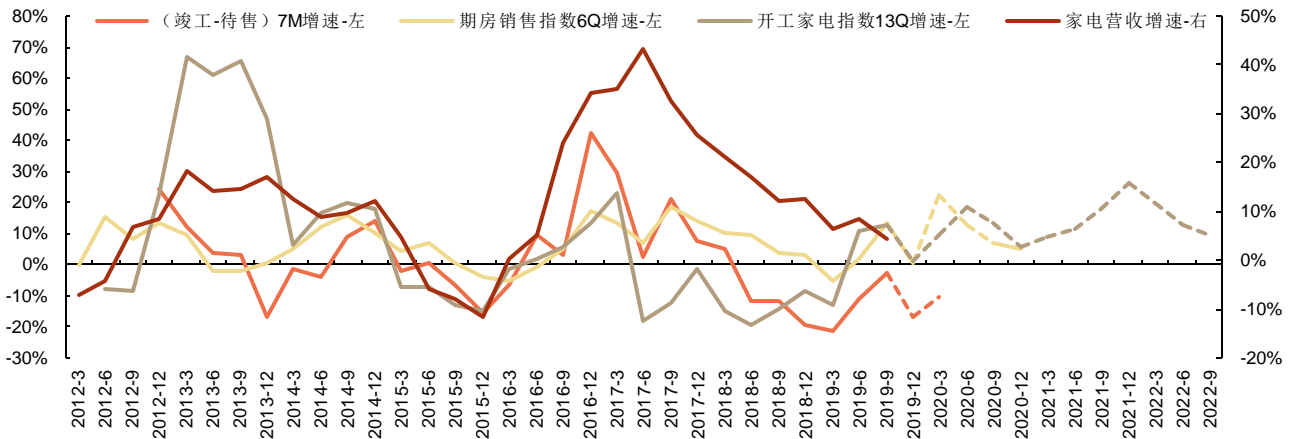
资料来源: wind, 申港证券研究所

总结来说，公司目前具备强大的渠道优势，其中工程端优势已形成绝对优势，且在强强联手以及中央吸油烟机的叠加式集中下，其竞争优势将进一步扩大，成为公司边际上快速增长、提高集中度的核心驱动；另一方面下沉市场需求开始稳健释放，公司在自身多年渠道布局及名气子公司渠道积累下，有望在激烈竞争中分享主要的市场红利。而伴随着公司对上下游的话语权增强、资金运作保持良性循环，为其后续的进一步扩张提供坚实基础。

5. 盈利预测与投资建议

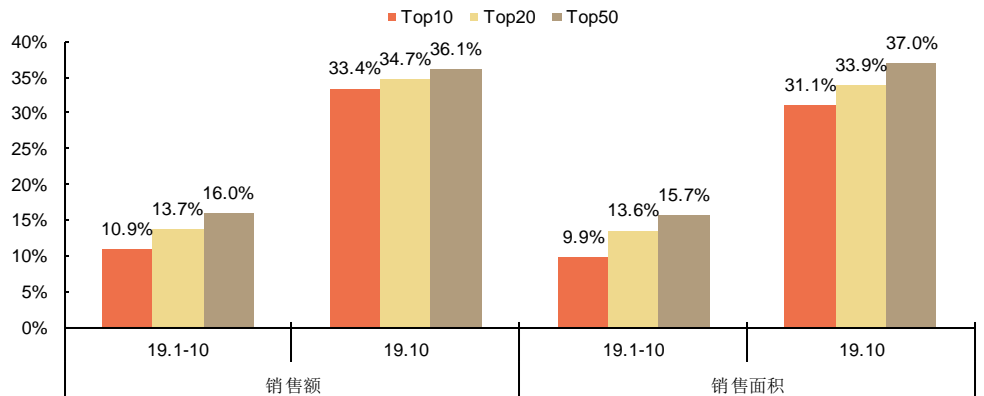
厨电行业有望获得地产端上行预期。公司在经历 18Q3 至今由地产影响的至暗时刻后，营收、盈利及估值均回调至低位。而地产行业经历低基数波动后，不论我们自身拟合的地产预测模型、抑或主流房企边际销售增速，均给予了正向指引，此前我们已经反复论述多次，就不在此赘述，具体地产逻辑请参见我们此前报告《理论-实战-远期，地产家电模型三部曲》和《三季报总结：地产边际指引复苏 供给后续产能释放》。

图 106：地产三部曲各指数对家电营收的增速指引



资料来源：国家统计局，wind，申港证券研究所

图 107：主流房企 10 月销售额及销售面积增速边际突破



资料来源：克而瑞，申港证券研究所

而在行业基础上，我们总结本报告的研究判断：

- ◆ 当前市场规模距离我国厨电上限的增长空间庞大。我国稳态更新需求可达 1800 万台，结合新增需求判断，内销上限有望突破 4000 万台，计入均价提升，市场规模增长空间超过 100%。
- ◆ 烟灶龙头集中度成长空间广阔。横向分别对比各国龙头、我国其他家电龙头，纵

- 向比较公司集中度趋势，作为第一梯队高端产品其份额空间至少在 10pct 以上。
- ◆ 多元化新兴厨电产品将为公司盈利带来高弹性。以嵌入式微蒸烤和洗碗机等为代表的大型新兴厨电市场高增逻辑明确，公司差异化深度开拓蒸箱产品，兼顾洗碗机推广，增速确定性强，为公司近年产品业务带来高弹性。
 - ◆ **品牌高端化持续增厚，稳健战略下行业及公司均保持盈利的整体良性竞争。**公司多年产品、营销、渠道共同发力成就厨电高端品牌，在当前行业下行状态下公司仍保持盈利稳定规避低收益的价格战，为后续行业性回暖做好充分准备。
 - ◆ **工程端渠道规模及市占率有望叠加式增长。**基于后续地产回暖预期，叠加公司在精装修市场竞争格局持续改善（强强联合+中央吸油烟机），公司在当下工程端绝对龙头基础上份额有望突破 50%，工程营收将成中短期公司增速的核心驱动力。
 - ◆ **下沉市场布局长周期释放潜力空间。**公司多年对下沉渠道改革优化，辅以名气子公司渠道储备，在低线市场厨电需求逐步觉醒趋势下持续发掘中长期增速潜力。

由此我们对公司业务进行盈利预测：

- ◆ 主营烟机、灶具、消毒柜具有高关联度的波动变化，预计明年地产回稳周期下业务普遍回暖，其中高端属性的烟机产品弹性较烟灶略高，而消毒柜受益于工程端套餐覆盖具备相对高增速。给予 19-21 年烟机营收增速为 6%、11%、10%；灶具增速 4%、10%、10%；消毒柜增速 11%、13%、12%。
- ◆ 以蒸汽炉、烤箱、洗碗机为代表的其他厨电，种类较多，且目前占比较低，单独分拆的难度较大而意义有限，基于嵌入式及洗碗机的行业增速基础，及公司在多元化品类的深耕布局，综合给予 19-21 年业绩增速 15%、18%、15%。
- ◆ 盈利能力考虑高端产品结构增厚、新兴高盈利厨电占比增加，结合 2016 年前较当下毛利超出 3.5pct 高位，以及工程端占比扩大后小幅拖累毛利的扣减，综合判断公司毛利率在 18 年 53.52%基础上 19-21 年分别有 0.79pct、0.64pct、0.81pct 的小幅提升预期。

绝对估值：考虑厨电市场空间、新兴厨电成长性及烟灶下沉市场中长期释放，给予公司第二阶段 2024-2031 年增速 5.5%，长期增长率 3%，无风险利率为 2.8%，必要回报率去 11.55%，Beta 为 1.11，WACC 计算为 12.48%，得到公司 DCF 估值为 36.91 元/股。

表7：可比公司估值

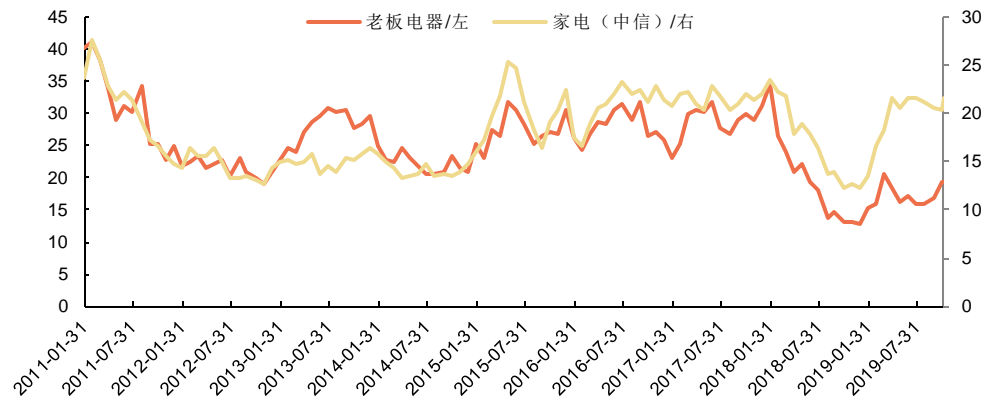
代码	证券简称	最新收盘价 (原始币种)	市净率 PB(MRQ)	市盈率 PE			每股收益		
				TTM	19E	20E	18A	19E	20E
002677.SZ	浙江美大	14.25	6.8	21.18	19.73	16.38	0.59	0.72	0.87
002035.SZ	华帝股份	12.14	3.82	14.1	13.57	11.74	0.77	0.89	1.03
002543.SZ	万和电气	9.49	2.03	12.47	12.26	10.82	0.85	0.77	0.88
	均值		4.2	15.9	15.2	13.0	0.7	0.8	0.9
002508.SZ	老板电器	31.62	4.71	19.39	18.7	16.82	1.55	1.69	1.88

资料来源：wind，申港证券研究所

相对估值方面，公司当前估值远低于此前估值中枢。2018 年之前公司估值区间大致在 20-35 倍 PE 的范畴，2013-2017 年平均市盈率 27 倍，随后估值持续远低于

此前中枢，2018 年至今平均市盈率仅 18.4 倍，并与家电板块整体估值的相对走势差距持续拉大。诚然地产波动及后续增速放缓下对厨电行业估值有下调影响，但我们判断公司竞争格局尤其工程端的持续优化及新兴高盈利厨电品类的扩张仍可支撑公司的高增预期，当前估值下仍存在负面市场情绪的影响。因此以 2016 年至今的平均市盈率 23.5 倍为标准适当下调，给予 2019 年 22 倍 PE，相对估值为 37.4 元/股。

图 108: 老板电器与家电指数估值对比 (PE-TTM)



资料来源: wind, 申港证券研究所

综上所述，伴随随后行业回稳，市场整体良性盈利环境以及公司份额优化的确定性，公司有望迎来业绩及估值双增实现戴维斯双击。我们预测公司 2019-2021 年营业收入为 79.6/89.2/98.9 亿元，增速 7.2%/12%/10.8%，上调归母净利润分别为 16.2/19.4/22.4 亿元，增速 9.7%/20.3%/15.4%，EPS 为 1.7/2.1/2.4 元，对应 PE 为 18.6/15.4/13.4，结合绝对估值和相对估值给予 6 个月目标价 36.9-37.4 元/股，维持“买入”评级。

表8: 公司盈利预测表

利润表		单位:百万元					资产负债表		单位:百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		
营业收入	7017	7425	7960	8919	9886	流动资产合计	6695	7980	9351	11028	12853		
营业成本	3251	3451	3637	4018	4373	货币资金	2582	2197	3536	4793	6183		
营业税金及附加	67	71	76	85	94	应收账款	371	447	446	463	500		
营业费用	1678	1910	1968	2142	2325	其他应收款	51	70	75	84	93		
管理费用	481	272	292	327	363	预付款项	58	59	55	57	62		
研发费用	0	293	290	271	301	存货	1113	1347	1245	1342	1425		
财务费用	-92	-101	-9	-4	1	其他流动资产	1512	2592	2743	2985	3199		
资产减值损失	5	15	10	13	11	非流动资产合计	1231	1475	1349	1258	1164		
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	长期股权投资	4	3	2	3	2		
投资净收益	1	88	88	88	88	固定资产	828	843	788	727	662		
营业利润	1690	1702	1865	2244	2591	无形资产	168	194	182	171	161		
营业外收入	4	2	3	3	3	商誉	0	81	81	81	81		
营业外支出	1	2	2	2	2	其他非流动资产	26	6	18	21	23		
利润总额	1693	1702	1867	2246	2592	资产总计	7927	9455	10700	12286	14018		
所得税	231	218	240	288	333	流动负债合计	2597	3232	3488	3917	4334		
净利润	1461	1484	1627	1957	2259	短期借款	0	0	0	0	0		
少数股东损益	0	10	11	14	16	应付账款	1045	1196	1273	1439	1602		
归属母公司净利润	1461	1474	1616	1944	2244	预收款项	735	1170	1270	1441	1617		
EBITDA	1845	1878	1949	2335	2687	一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0		
EPS (元)	1.54	1.55	1.70	2.05	2.36	非流动负债合计	72	92	261	435	615		
主要财务比率						长期借款	0	0	160	325	495		
						应付债券	0	0	0	0	0		
成长能力						负债合计	2669	3325	3749	4351	4948		
营业收入增长	21.10%	5.81%	7.21%	12.04%	10.84%	少数股东权益	-3	85	97	110	126		
营业利润增长	26.69%	0.68%	9.60%	20.35%	15.43%	实收资本(或股本)	949	949	949	949	949		
归属于母公司净利润增长	21.08%	0.85%	9.65%	20.31%	15.43%	资本公积	400	402	402	402	402		
获利能力						未分配利润	3462	4224	4969	5866	6901		
毛利率(%)	53.68%	53.52%	54.32%	54.95%	55.77%	归属母公司股东权益合计	5261	6045	6855	7825	8944		
净利率(%)	20.82%	19.98%	20.44%	21.95%	22.86%	负债和所有者权益	7927	9455	10700	12286	14018		
总资产净利润(%)	18.43%	15.58%	15.10%	15.82%	16.01%	现金流量表							
ROE(%)	27.78%	24.38%	23.57%	24.84%	25.09%	单位:百万元							
偿债能力						经营活动现金流	1256	1509	1879	1991	2270		
资产负债率(%)	34%	35%	35%	35%	35%	净利润	1461	1484	1627	1957	2259		
流动比率	2.58	2.47	2.68	2.82	2.97	折旧摊销	87	95	93	94	95		
速动比率	2.15	2.05	2.32	2.47	2.64	财务费用	-92	-101	-9	-4	1		
营运能力						应付帐款减少	-40	-76	0	-17	-37		
总资产周转率	0.98	0.85	0.79	0.78	0.75	预收帐款增加	-105	435	100	171	176		
应收账款周转率	20	18	18	20	21	投资活动现金流	-1782	-1184	98	72	75		
应付账款周转率	7.17	6.63	6.45	6.58	6.50	公允价值变动收益	0	0	0	0	0		
每股指标(元)						长期股权投资减少	-3	1	0	-1	1		
每股收益(最新摊薄)	1.54	1.55	1.70	2.05	2.36	投资收益	1	88	88	88	88		
每股净现金流(最新摊薄)	-0.92	-0.41	1.41	1.32	1.46	筹资活动现金流	-349	-712	-638	-805	-956		
每股净资产(最新摊薄)	5.54	6.37	7.22	8.24	9.42	应付债券增加	0	0	0	0	0		
估值比率						长期借款增加	0	0	160	165	170		
P/E	20.53	20.40	18.57	15.44	13.37	普通股增加	219	0	0	0	0		
P/B	5.70	4.96	4.38	3.84	3.36	资本公积增加	-211	2	0	0	0		
EV/EBITDA	14.87	14.81	13.66	10.94	9.05	现金净增加额	-875	-386	1339	1257	1390		

资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

研究助理简介

秦一超，家电及轻工首席研究员，2018年wind平台影响力家电行业第三名。浙江大学学士及硕士学位，曾就职于德州仪器任职东亚区域国际家电企业客户经理，具备家电行业产业链深入实业经验及理解研究。2018年初于东兴证券负责家电行业研究。2019年3月加入申港证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和贵任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上