

踏平坎坷见通途

——集成灶行业深度报告

2018年09月11日

看好/维持

家电

深度报告

投资摘要:

集成灶肇路蓝缕发展至今，**第三代模块化产品终踏平坎坷，已形成超越传统烟灶的强大产品力**。以距离缩短的结构改变建立起核心控烟优势，带动产品健康性、降噪、油烟分离等多种性能提升，而功能模块化使其满足多元消费需求。

市场由浅入深三级需求，为集成灶的成长构筑康庄大道。

- ◆ **基础:** 烟灶整体市场正处普及扩张期，保有量有近 20 万台潜力空间，厨电整体规模扩大拉动增速，而因市场竞争激烈，为集成灶抢占份额创造契机。
- ◆ **刚需:** 作为城市主体的中小户型，其小厨房场景存在空间痛点，集成灶空间节约意义重大；此外开放式厨房风格盛行，其对控烟需求的成倍放大，使集成灶具有更强刚需性。独有的刚需性形成对集成灶的高依赖市场。
- ◆ **拓展:** 功能模块化为厨电功能集成带来契机，集成灶对蒸烤箱、洗碗机等具有单向替代潜力。现阶段嵌入式蒸烤箱的市场推广联动集成灶产品覆盖。

集成灶市场携创新之势，得见通途。市场销量增速两年内均超 50%，并预测未来三年复合增长率预计近 60%。在渗透率不足 5%的现状下，判断最保守的渗透率平衡值将超过 30%，市场空间庞大。随着上游市场好转，渠道网络的推广和完善，和产品导入的深化后，集成灶将正式达到核心家电的市场规模。

竞争格局：一超多强众环伺格局。行业前五企业规模效应积累，品牌力形成，产业梯队分化初显。

- ◆ **一超:** 即浙江美大，作为整个行业的开创者与领袖，标准的制定者，手握生产规模、技术积累及渠道先手等优势，在行业顶层制霸市场。
- ◆ **多强:** 火星人、帅丰、亿田、森歌四小强各显其能。其中火星人、帅丰、亿田均有上市计划。火星人以蒸箱型集成灶做差异化突破，并大力布局线上，实现业绩翻倍与美大争锋。亿田以高研发投入厚积薄发，独有洗碗机型集成灶有望成下一增速点。帅丰以消费需求出发，深化改进安全性及清洗便捷性，与家装平台合作抢占竞争优势。森歌稳健，渐据梯队末位。
- ◆ **众环伺:** 众家电龙头入场集成灶。着重关注老板控股金帝后的集成灶布局，其厨电龙头渠道压制优势或将对集成灶市场带来强大冲击。

投资策略: 看好具产品力优势和高需求的集成灶行业，看好集成灶开创者及领袖，推荐**浙江美大**，并持续关注新入集成灶市场的厨电龙头**老板电器**。

风险提示: 地产行业复苏不及预期，市场导入推广进度不及预期。

行业重点公司盈利预测与评级

单击此处输入文字。

简称	EPS(元)			PE			PB	评级
	17A	18E	19E	17A	18E	19E		
浙江美大	0.48	0.73	1.06	25.36	17.44	13.43	8.02	推荐

郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号:

S1480510120012

细分行业	评级	动态
白电板块	看好	维持
黑电板块	中性	维持
厨电板块	看好	维持
小电板块	看好	维持

行业基本资料	占比%
股票家数	72 2.04%
重点公司家数	- -
行业市值	10581.29 亿元 2.04%
流通市值	9015.02 亿元 2.43%
行业平均市盈率	12.09 /
市场平均市盈率	14.26 /

行业指数走势图



资料来源: 东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《家电 2018 年中报点评: 白电表现稳健, 新品类小家电进入快速成长期》2018-09-03
- 2、《家电行业事件点评: “6.18”+ 贸易战推动家电板块升温》2018-06-12
- 3、《家电行业 2017 年报及 2018 年一季报点评: 行业分化明显, 龙头业绩确定性突出》2018-05-04
- 4、《家电行业事件点评: “智慧生活, 全球平台”, 观家电博览会有感》2018-03-13

目 录

1. 集成灶核心产品力铸就替代性优势	6
1.1 集成灶坎坷创新终至破晓	6
1.2 集成灶 VS 传统烟灶：核心优势占据稳固市场	9
1.2.1 距离，才是控烟能力的核心因素	9
1.2.2 多种产品性能随结构改变而大幅提升	10
1.2.3 集成模块化满足全新厨电功能需求	12
2. 三级需求推动集成灶市场规模释放	13
2.1 基础：烟灶整体市场扩张助力集成灶高速发展	13
2.2 刚需：场景痛点为集成灶带来差异化优势	16
2.2.1 中小户型的空间痛点提升集成灶刚需性	16
2.2.2 开放式厨房兴起 与集成灶成最佳搭档	19
2.3 拓展：模块化突破带来的集成之路	21
2.3.1 集成灶的多功能模块能否实现对其他厨电产品的替代？	21
2.3.2 嵌入式蒸烤箱市场发展联动集成灶推广	23
3. 成长期产业特质 各角度蓬勃发展	24
3.1 营收端：成长期拐点迎来爆发式增速	24
3.2 成本端：上游市场趋势有望推动产品盈利改善	26
3.3 渠道端：多元网络架构随市场成长而全面扩张	28
3.4 营销端：直接体验+关注度积累 促进产品加速导入	31
3.5 价格端：低端先行 中高端市场成长性强	32
4. 格局初成：一超多强众环伺	34
4.1 产业格局初成 梯队分化加速	34
4.2 一超：浙江美大（002677）行业领袖制霸市场	37
4.3 多强：各显其能的狂奔四小强	39
4.3.1 火星人：黑马狂奔 比肩美大谋求超越	39
4.3.2 亿田：高研发投入下的快速扩张	40
4.3.3 帅丰：需求深思考下的性能升级	41
4.3.4 森歌：新销售模式下谋求突破	42
4.4 众环伺：尚未见规模的潜力机会	42
4.4.1 老板+金帝：厨电系企业场内肉搏终将上演	43
4.4.2 其他三四梯队：同质化现象严重 独特定位方可突围	44
5. 投资策略	44

表格目录

表 1: 厨房油烟主要污染成分及特点	11
表 2: 集成灶相较传统烟灶的优势一览	12
表 3: 多样功能模块的集成灶及相应产品型号	12
表 4: 集成灶各渠道对比	30
表 5: 各大品牌均有明星代言	32
表 6: 浙江美大不同类型及产品型号一览	38
表 7: 火星人不同类型及产品型号一览	39
表 8: 亿田不同类型及产品型号一览	40
表 9: 帅丰不同类型及产品型号一览	42

插图目录

图 1: 集成灶功能集成示意图	6
图 2: 集成灶各组分实物图	6
图 3: 集成灶行业发展大事件一览	7
图 4: 深井下排式集成灶实例	8
图 5: 侧吸下排式集成灶实例	8
图 6: 翻盖式集成灶实例	8
图 7: 模块化侧吸下排集成灶示意图	8
图 8: 集成灶与侧吸油烟机、顶吸油烟机的风口与灶台距离对比	9
图 9: 电机流量、扬程、功率与电机转速的幂次关系	10
图 10: 烟机控烟三类风道模型	10
图 11: 城镇冰洗厨电百户保有量 (台)	14
图 12: 农村冰洗厨电百户保有量 (台)	14
图 13: 2017 年耐用消费家电百户保有量 (台)	14
图 14: 烟灶消市场历年销售规模及同比增速	15
图 15: 线下烟灶消各市场历年增速	15
图 16: 2017 年耐用消费家电 CR3 情况	15
图 17: 集成灶销售额占比逐步扩大 (内-外: 2015-2017)	15
图 18: 2016 年上海不同面积住宅成交套数占比	16
图 19: 2016 年深圳不同面积住宅成交套数占比	16
图 20: 2010-2017 万科销售住宅 144 平米以下住宅占比 (%)	17
图 21: 2016 年部分城市 90 平米以下住宅销量占比的同比增减情况	17
图 22: 2016 年部分城市 144-200 平米住宅销量占比的同比增减情况	18
图 23: 2016 消费者对厨房性能要求调查情况	18
图 24: 中小户型住宅设计图案例	19

图 25: 传统烟机安装占用面积.....	19
图 26: 传统烟机案例 CXW-200-8230S.....	19
图 27: 开放式厨房实例.....	20
图 28: 中国家庭现代厨房生活倾向调查 (2014 年)	20
图 29: 2016 年使用厨房偏好占比调查情况.....	20
图 30: 集成灶替代关系示意图.....	21
图 31: 破壁机替代关系示意图.....	21
图 32: 2017 年破壁机及相关产品的同比增速.....	22
图 33: 部分行业集成产品案例.....	23
图 34: 嵌入式厨电市场规模及同比增速.....	23
图 35: 2017 年嵌入式微蒸烤销量及同比增速.....	24
图 36: 2017 年嵌入式微蒸烤销售额及同比增速.....	24
图 37: 集成灶销售量变化与增长率.....	25
图 38: 集成灶销售额变化与增长率.....	25
图 39: 集成灶渗透率变化情况.....	25
图 40: 集成灶销量规模预测.....	26
图 41: 集成灶销售额规模预测.....	26
图 42: 集成灶在大型厨电市场占比增长迅速 (亿元)	26
图 43: 浙江美大与三大白电龙头成本端对比.....	27
图 44: 集成灶直接材料品种占比.....	27
图 45: 集成灶主要原材料占成本比例 (内-外, 2009-2011)	27
图 46: 304/2B 冷轧经销价 (元/吨)	28
图 47: DC01 冷轧经销价 (元/吨)	28
图 48: 中国铜每日平均价 (元/吨)	28
图 49: 中国玻璃日均价格指数.....	28
图 50: 集成灶销量线上线下占比 (内 2016 外 2017)	29
图 51: 不同渠道线上线下销量占比 (内三四线 外一二线)	29
图 52: 集成灶线上线下市场零售额同比增幅.....	29
图 53: 2018 年整体厨电渠道结构预测.....	29
图 54: 浙江美大渠道布局.....	31
图 55: 美的集成灶体验馆.....	31
图 56: 浙江美大健康厨房体验馆.....	31
图 57: 美大集成灶号高铁线路.....	32
图 58: 高铁内集成灶广告.....	32
图 59: 主要集成灶品牌各产品型号线上官方价格 (元)	33
图 60: 厨电烟灶消及同类集成灶价格对比.....	33
图 61: 厨电烟灶蒸箱及同类集成灶价格对比.....	33
图 62: 2017 消费者对集成灶产品的价格接受度.....	34
图 63: 集成灶两省三地产业集群.....	35
图 64: 2017 年集成灶销量格局.....	35

图 65: 2017 年集成灶销售额格局.....	35
图 66: 集成灶主要龙头近年发布的产能扩张计划.....	36
图 67: 2017 年集成灶市场主要品牌认知度.....	37
图 68: 浙江美大营销网络已基本覆盖全国.....	38
图 69: 火星人营收及增速.....	39
图 70: 各集成灶天猫旗舰店不同价位总销量对比（台）.....	40
图 71: 亿田 S7 洗碗机型集成灶.....	41

1. 集成灶核心产品力铸就替代性优势

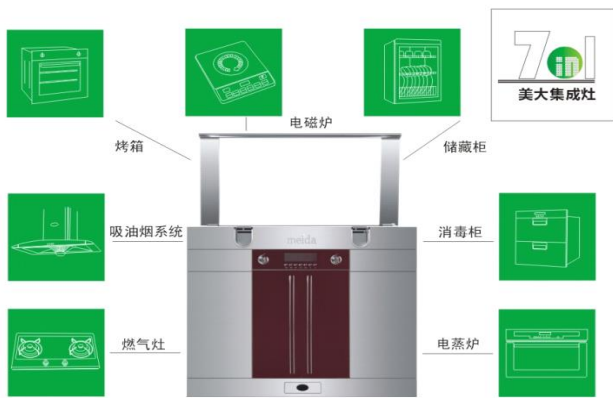
集成灶由概念提出后发展至今已历时 17 年，是依据中式厨房切实需求而诞生和迭代演变的独特新厨电。期间集成灶起伏更新已历三代，由多处疏漏被质疑为昙花一现的产品，逐步演变为具有独特差异化优势的高增速厨电产品，至此导入期已向成长期过渡。随市场格局的开拓及进入高速成长，集成灶市场逐步迎来多方博力的竞争格局：缔造者占先手优势，后起之秀奋起直追，外部龙头入场布局，各中小企亦适逢其会。集成灶市场正迎来其蓬勃发展的春天，更有作为未来中国厨电核心产品的强大潜力，特撰此文以梳理集成灶行业此后投资机会。

1.1 集成灶坎坷创新终至破晓

集成灶也被称为环保灶，其核心特点是将吸油烟机、燃气灶、消毒柜或是储藏柜、蒸烤箱等功能组件集于一体，是集聚中国产业智慧创造的独适用于中式烹饪的新型烟灶产品。集成灶核心优势源于两点：

- ◆ **近距离控油技术带来的高吸油烟率，是其相较传统烟灶的核心优势。**运用微空气动力学原理，采用近距离的油烟下排技术，油烟吸净率突破至 95%及以上。其中吸油烟率达到 99.9%以上的集成灶也被称为“无烟灶”。
- ◆ **高集成效应带来的空间利用率和功能模块化。**多种厨电模块有效组合，提高对厨房空间的利用率，并满足家庭对不同厨电的需求，提高产品的整体使用率。

图 1：集成灶功能集成示意图



资料来源：美大招股说明书，东兴证券研究所

图 2：集成灶各组分实物图



资料来源：公开网络资料，东兴证券研究所

集成灶历经三代产品集群，目前第三代产品已成市场主流。从 2001 年集成灶概念首创、2003 年第一台深井式集成灶诞生至今，集成灶产品不断推陈出新，已度过了第一代深井下排式、第二代侧吸下排式和第三代模块化侧吸下排式等三代技术升级。目前主流生产企业中，已普遍推广模块化侧吸下排式集成灶为业务主体。

图 3：集成灶行业发展大事件一览

2001	集成灶概念提出。
2003	美大首创深井环吸式集成灶，中国第一台集成灶诞生。由于灶面采用下凹设计，结构封闭，导致燃烧不充分，且燃气易被卷入内部造成安全隐患。
2004	集成灶行业单一品牌兴起。
2005	中国第一台侧吸下排集成灶诞生，解决了第一代集成灶的安全问题，也有效降低了热效率损失。
2008	中国第一台翻盖式侧吸集成灶诞生，吸烟腔可0-90度任意角度翻转，大大提高了吸油烟率。
2011	中国集成环保灶品牌已经突破500家。 中国第一台模块化侧吸下排集成灶诞生，烟灶具和消毒柜独立设计又互相组合，提高了空间利用率，并使安装、维修、清洁更便捷。
2012	住房和城乡建设部批准发布行业标准CJ/T 386-2012《集成灶》并实施。 浙江美大实业股份有限公司A股上市，成为集成灶行业唯一一家上市公司。
2013	火星人的X7集成灶获得了德国IF设计金奖。 中国第一台带蒸汽清洗的集成灶宣告问世。
2015	《集成灶》浙江制造标准ZZB 032-2015发布并实施。 美大独创涡轮增压燃烧技术，热效率比普通燃气灶提高30%左右。
2016	海尔厨电正式推出行唯一具备防干烧技术的安全集成灶，海尔高调宣布进入集成灶领域。 天猫宣布重点孵化集成灶新品类后，线上年增速高达100%以上，多个品牌迎来爆发式增长。 行业产量超过70万套，销售规模在30亿元左右。
2017	火星人新一代产品Q5集成灶再次获得德国IF大奖。 天猫电器联合美的以及集成灶行业的四大佼佼者发布《天猫集成灶行业品质标准白皮书》，美的进军集成灶行业。
2018	威凯认证检测有限公司、浙江方圆检测集团股份有限公司联合天猫、阿里平台治理部，在浙江省质监局以及集成灶行业核心品牌的共同见证下，发布《集成灶、集成灶灶产品技术规范》，《规范》将作为天猫集成灶行业的入驻门槛。 7月18日，老板控股金帝电器，正式布局集成灶市场 7月23日，浙江美大发布2018年半年报。报告期内，公司实现营业总收入56239.61万元，较上年同期增长50.79%。

资料来源：美大招股说明书，浙江省质量技术监督局，中华集成灶网，火星人官网，中国厨房设备网，东兴证券研究所

- ◆ **第一代深井下排式，虽是里程碑式技术创新，但隐患、限制及缺陷也同样严重。**2003年浙江美大开创性地研发生产了第一台深井下排式集成灶。灶面采用下凹设计，灶具需放入凹陷处，宛如“井”状故得名。吸烟腔环绕“井口”周边以在油烟升腾前零距离吸收，从而极大提高油烟吸净率。但问题同样显著：1) 因结构封闭空气难以及时补充，导致燃气燃烧不充分，产生一氧化碳。而吸烟腔与火焰过近，一氧化碳易入烟机内部，造成较大安全隐患；2) 深井式对炊具型号、样式限制较多，使用不便；3) 吸烟腔积累的油污难以拆除清洗；4) 吸烟腔距火焰过近影响热效率。事实上，**第一代集成灶虽然创新性极强，但缺陷仍限制其大幅市场普及。**

图 4：深井下排式集成灶实例



资料来源：公开网络资源，东兴证券研究所

图 5：侧吸下排式集成灶实例



资料来源：公开网络资源，东兴证券研究所

- ◆ **第二代侧吸下排式集成灶**，侧吸技术着力解决第一代的诸多问题。2005 年第二代集成灶诞生。产品将油烟净化器置于侧面，远离火焰，从而避免了第一代中的安全隐患。同时提高了热效率，符合国家标准。通过油烟下排减少了灶体内部油污积累，吸烟腔清理更方便，而炊具也不再存在使用限制。随后诞生的三面吸烟式和翻盖式集成灶同样采用侧吸下排技术，属于第二代的分支产品，创新的实际提升有限。

图 6：翻盖式集成灶实例



资料来源：公开网络资料，东兴证券研究所

图 7：模块化侧吸下排集成灶示意图



资料来源：中华集成灶网，东兴证券研究所

- ◆ **第三代模块化侧吸下排集成灶**，解放各模块功能限制，推动行业蓬勃多元化发展。2011 年起第三代集成灶进入市场，其创新性在于将油烟机、灶具、消毒柜等进行独立设计，再组合拼装。其意义在于 1) 更好节约产品空间的同时，极大简化了设计与生产的复杂度，提高了产业效率。2) 实现独立拆卸，大幅简化了安装、清洗、维修等流程。3) 模块化推动了功能性多元化，如替代消毒柜的蒸箱、烤箱甚至洗碗机等模块相继诞生，自动清洁功能引入，智能模块应用等等。可以说第三代技术的推广赋予了集成灶多元的创新空间，使集成灶真正成为厨电市场中的强力竞争者。

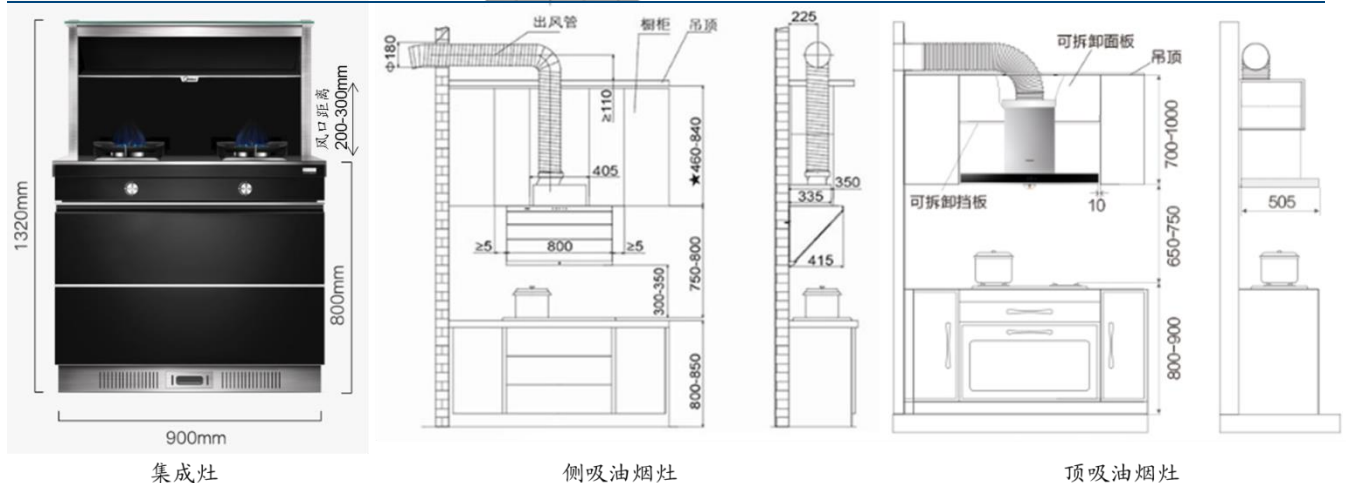
1.2 集成灶 VS 传统烟灶：核心优势占据稳固市场

集成灶核心产品优势强大，具有长期市场需求。对比侧吸式集成灶（第二代及第三代均属侧吸范畴）与传统烟机灶具组合，集成灶在核心控烟能力上占据绝对优势，同时环保健康性、噪音、空间利用率、操作便捷度上均具有显著替代性，而功能模块化则赋予了产品强大潜力。其显著优势促使其在烟灶领域占据长期稳固地位，并随着市场进一步打开其市场规模迅速扩大。我们在本节试图从产品的技术层进行剖析。

1.2.1 距离，才是控烟能力的核心因素

油烟距离减半是集成灶结构上的绝对优势，也是烟机各性能提升的最根本因素。侧吸式集成灶风口距离灶台水平面约 20-30cm；而传统烟机为避免碰头，侧吸机下沿距离约 30-50cm，上沿距离约 70-110cm，顶吸机的距离则大致在 60-80cm 之间。综合来看，集成灶抽风口与灶台距离较传统烟机至少缩短一半。实际上因为炊具会占用一定高度，因此实际油烟距离上集成灶有更大优势。油烟距离的减半，带动了核心的控烟能力，及降噪能力、健康指数、油烟分离等一系列烟机性能的提升。

图 8：集成灶与侧吸油烟机、顶吸油烟机的风口与灶台距离对比



资料来源：公开网络资料，东兴证券研究所

控烟能力是烟机的根本性功能，由缩短距离带来的性能提升远大于电机功率升级。控烟能力，通常用油烟吸净率/气味降低度来衡量，是烟机最核心、最根本的功能。通过推导我们证明，集成灶所采用的缩短距离的方式是提升控烟能力最有力、性价比最高的方式。

- ◆ 传统烟机用加强电机功率来提升吸油烟能力，效率较低。吸油烟能力涉及复杂的空气动力学理论，简化公式可发现，电机额定流量、扬程、功率等参数，分别与电机转速呈一次方、二次方及三次方关系。即要使流量（与控烟能力直接关联）增加一倍，电机转速需增加一倍，而电机功率需增加三倍。

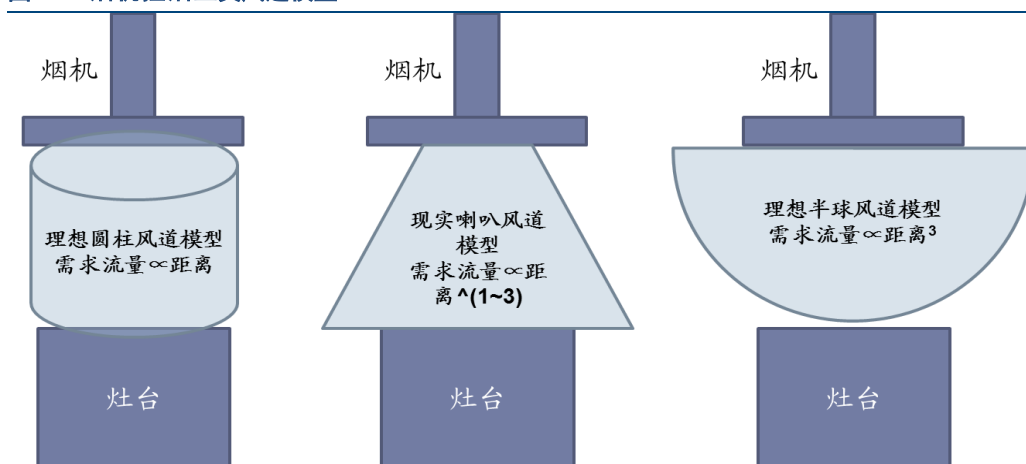
图 9：电机流量、扬程、功率与电机转速的幂次关系

$$\begin{aligned} \text{流量} \quad \frac{Q_2}{Q_1} &= \frac{n_2}{n_1} & n \text{ 为电机转速} \\ \text{扬程} \quad \frac{H_2}{H_1} &= \left(\frac{n_2}{n_1}\right)^2 & (\approx \text{压差}) \\ \text{功率} \quad \frac{P_2}{P_1} &= \frac{Q_2}{Q_1} * \frac{H_2}{H_1} = \left(\frac{n_2}{n_1}\right)^3 \end{aligned}$$

资料来源：东兴证券研究所

- ◆ 距离缩短可大幅降低流量需求，实现高控烟力。烟机的吸油烟模式，可假设为最高效的圆柱风道、偏现实的喇叭风道和最低效的半球风道三类模型，对应流量与距离的幂次关系介于一次方到三次方之间。即是说，当距离缩短一半时，吸烟所需流量成指数（大于一次方小于三次方）下降。
- ◆ 也就是说，距离缩短一半带来的控烟能力提升，要明显好于电机功率扩大三倍的提升效果。由此集成灶可用普通电机，达到比传统烟机高功率电机更好的控烟效果。

图 10：烟机控烟三类风道模型



资料来源：东兴证券研究所

- ◆ 总结说，集成灶控烟性能远远高于传统烟机，且集成灶电机开发空间仍很广阔。对于传统烟灶而言，即使风量高达 18-20m³/min 的大功率电机，其吸净率（近似为瞬时气味降低度）也仅在 70%-80% 之间；集成灶产品配置的电机通常仅在 14-16m³/min 风量之间，而吸油烟率均可达 95% 以上，其中部分品牌产品吸油烟率更是号称达到 99.96% 的极限。在控烟能力上集成灶完胜传统烟机。

1.2.2 多种产品性能随结构改变而大幅提升

距离缩短及风口位置的变化，推动集成灶环境健康、降噪、油烟分离等功能的提升。

- ◆ **降低对油烟对人体健康的损害。**厨房油烟中含有多种毒性物质，长期作业会伤害皮肤和头发，并可能增加肥胖、心脏病、糖尿病、肺癌的风险。下排技术直接效果是油烟不过脸，极大降低油烟对健康伤害。

表 1：厨房油烟主要污染成分及特点

污染物形态	来源	主要成分	特点
气态	食物和食品中物质的物质氧化裂解等作用	醛类，酮类，烷烃类，炔类等有机气体	危害人体健康主要因素
	颜料燃料	二氧化硫，二氧化氮等	
液态	食油加热	微小油滴	具有很强的粘附性，引起排烟口周围卫生环境恶化
	食品所含水分	水雾	
固态	燃料燃烧	炭黑	与液态污染物碰撞，凝聚，较易于含尘汽液分离
	炉灶周围空气	TSP 等	
	其他	食品微小残渣等	

资料来源：公开网络资料，东兴证券研究所

- ◆ **声源位置改变直观降噪。**传统烟机工作位置处于人体听觉器官附近，噪音更易影响操作者，而集成灶下排设计取消了人体头部附近噪声源。同时因集成灶用相对低功率电机就可实现高控烟，电机实际产生噪音也随之减少。
- ◆ **距离缩短促使大颗粒油烟分离。**传统烟机因吸烟腔距离炊具较远，油滴被吸入时油滴已雾化为小液滴，导致油与烟分离难度增大。集成灶在短距离下，使油污在较大液滴时就被吸入风口，油与烟重量差较大，通过凝结、离心、阻挡等方式可高效进行油烟分离。进而减少机器内部油污附着，延长风机与整机寿命，保证效率。

除了因缩短距离带来的性能提升，集成灶的集成化结构设计也带来了操作的差异化优势。

- ◆ **厨电产品集成化显著提高了空间利用率。**下排式设计使风轮置于灶面下方，节省了传统上挂式油烟机所占用的吊柜面积，其对中小户型家庭意义更为重大，我们在随后第二章中进行了详细拆分。
- ◆ **操作便利，用户体验提升。**集成灶产品多有烟灶联动功能，即开火同时吸油烟机自动开启，熄火后延迟一定时间自动关闭，智能化提高用户体验。另一方面取消了油烟机，避免头部意外碰撞的风险，同时下排式使费油流向底部集油盒，避免了传统的滴油、漏油情况。

表 2: 集成灶相较传统烟灶的优势一览

性能	传统烟灶	集成灶
控烟能力	中式、顶吸式油烟机为避免碰头，安装位置较高；侧吸式有效吸烟区域集中在机器上端。吸烟腔均距灶具较远，油烟流通距离长，上升段大部分扩散，控烟能力差。	吸烟腔更贴近油烟产生源头，油烟在扩散前就被及时吸走。一般集成灶油烟吸净率达到 95% 以上，部分品牌集成灶油烟吸净率达到了 99.96% 的极限指标。
健康	长期在油烟中作业，伤害皮肤和头发，其中包含的多种有毒物质还会损伤呼吸系统，可能增加患肥胖、心脏病、糖尿病、肺癌的风险	避免油烟弥漫，下排技术使油烟不过脸，极大降低了油烟对人体健康的损害，减少异味，营造出清爽不油腻的厨房作业环境
降噪	油烟机工作位置处于人体听觉器官附近，噪音大，长期在厨房作业容易造成耳鸣、头晕、心情烦躁。	同等吸油烟效果情况下，集成灶风机所需功率远小于传统油烟机，因此声音更小；下排风设计取消了位于人体头部附近的噪声源，从结构上规避噪音。
油烟分离	受到高度的限制，油烟进入吸口时油滴已雾化变得更小，油与烟的重量差异大幅缩小，油烟的分离难度提高。	油污还处于较大颗粒的时候就被吸入风口。通过凝结、离心、阻挡等一系列方式，可以非常高效的将油烟分离。减少了机器内部的油污附着，延长风机及整机寿命，保证了抽油烟效率。
空间利用率	吸油烟机、燃气灶、消毒柜、烤箱/蒸箱等独立放置所占空间较大。传统中式和顶吸式油烟机占用了厨房上部空间。	将多种厨电产品集为一体，提高空间利用率。下排式设计使风轮置于灶面下方，节省了传统上挂式油烟机所占的上方空间。厨房更加宽敞。
操作便利	油烟机、燃气灶虽是配合使用，但仍是分开操作、独立控制，操作步骤较多。	许多产品有烟灶联动功能，与燃气灶联动开关，操作简便。应用智能化模式，升级用户体验。

资料来源：公开网络资料，东兴证券研究所

1.2.3 集成模块化满足全新厨电功能需求

模块化产品开发升级，集成灶功能趋向多样化、智能化。除了烟灶具的基本功能集成外，集成灶一大独特优势在于其功能多样化。对比第二代集成灶单一叠加消毒柜功能，自模块化集成灶兴起以来，产品逐步开发了蒸箱、烤箱乃至洗碗机等新功能模块。同时这些模块根据实际需求出现不同交叉组合。而随着系统的复杂化，产品的智能程度也随之提升，细分高端产品开始出现。

多样化功能提高产品使用率，提高消费者对性价比的预期。伴随着市场上各类新型家电的普及推广，家庭中厨电数量显著提升，但受限于烹饪总频次，单一品类使用率反而随之下降。集成灶通过功能组合提升了整机使用率，进一步使消费者心理预期的性价比得到提升。

表 3: 多样功能模块的集成灶及相应产品型号

功能	产品型号
油烟机+燃气灶+消毒柜	美大：飞歌-基本款，飞燕-基本款，飞弧-基本款，喜临门-基本款，豪华之星，世纪经典，博爱经典，时尚米兰-基本款，时尚米兰-升级款，时尚先锋，时尚之星，美大 750，贵族型
	亿田：F6X，S1，S3D
	火星人：X5，Q5

	帅丰：F16-3B, S-3b 90, T9-3b 90, S7-3b 90, UX8-3b 90 f35, V5-3 70 bs, V6-3b 90, V7-3b 90, V9-3b 90
油烟机+燃气灶+电蒸箱	美大：飞天-蒸箱款，飞燕-蒸箱款，时尚米兰-蒸箱款 亿田：S6, S3 火星人：Q5Z, X7Z, X2Z, X3Z 帅丰：V9-9b 90, V9-9b 80, F16-9B, GTS-9b 90, S7-9b 90 V7-9b 80
油烟机+电磁灶+消毒柜	美大：飞翔-基本款，飞天-基本款 火星人：X2, E3
油烟机+燃气灶+消毒柜+电蒸箱/电烤箱	美大：飞歌-蒸箱款，喜临门-蒸箱款，飞龙-蒸箱款，飞翔-蒸箱款，飞龙-基本款，喜临门
智能款	美大：时尚米兰-智能款，飞天-智能款，飞燕-智能款
油烟机+燃气灶+消毒柜+洗碗机	亿田：S7
油烟机+电磁灶+消毒柜+自清洗	火星人：X7

资料来源：美大官网，火星人官网，亿田官网，天猫旗舰店，帅丰官网，帅丰线下实体店，东兴证券研究所

综合来看，集成灶对比传统烟灶，因其结构改进产生了独特而重大的核心控烟技术优势，联动了多种产品性能的提升，并集成多样化功能模块，形成其独有的产品力。目前集成灶在烟灶市场已展现出其稳固的产品地位，并必将随着市场教育深化及产品升级带来市场规模的显著提升。

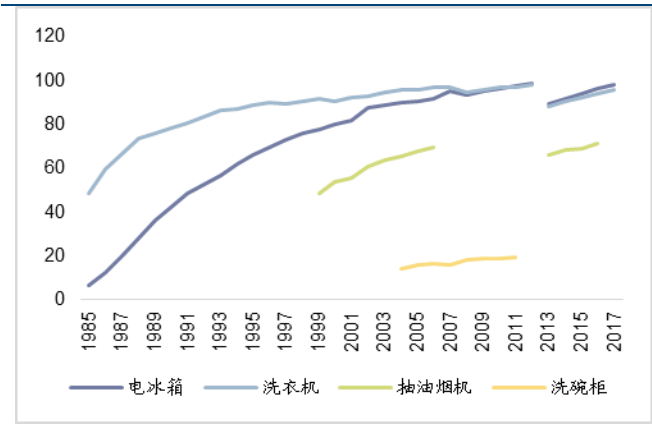
2. 三级需求推动集成灶市场规模释放

当下集成灶行业已初步完成其产品专业化，开始加速在厨电市场拓展普及和替换传统烟灶。因其独有的技术性能优势，我们断定其市场上升步伐势不可挡，并必将在烟灶整体市场组成中占据重要的地位。其市场高速扩张的推动力由浅入深，分别来自于烟灶整体市场的上升红利，集成灶自身差异化优势带来的场景刚需，以及集成效应带来的长期替代潜力。

2.1 基础：烟灶整体市场扩张助力集成灶高速发展

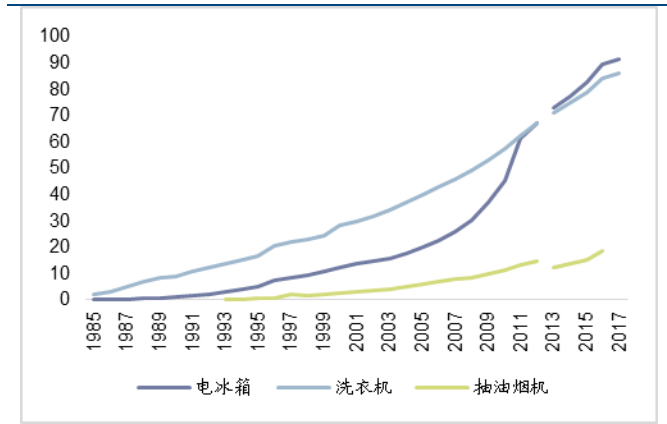
厨电保有量远低于其他大家电，仍处于增速普及中期阶段。同为耐用消费品家电，冰箱与洗衣机已在城镇市场进入成熟阶段，农村保有量也趋向高位，而厨电产品相对滞后超 15 年。受限于国内居民消费水平，我国耐用家电周期中厨电次序排在黑电、白电之后，厨电保有量甚至不足冰洗 20 年前的渗透水平，仍处于加速普及阶段。

图 11: 城镇冰洗厨电百户保有量 (台)



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

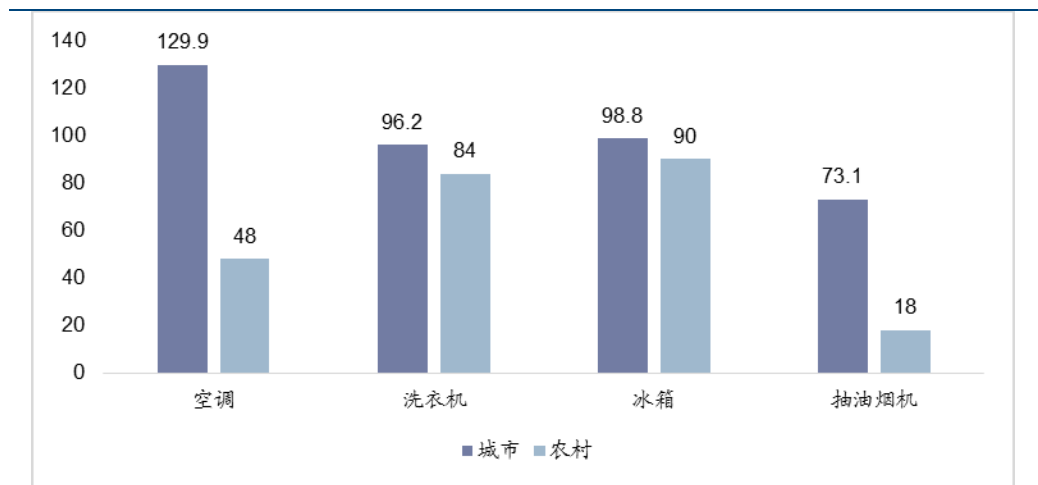
图 12: 农村冰洗厨电百户保有量 (台)



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

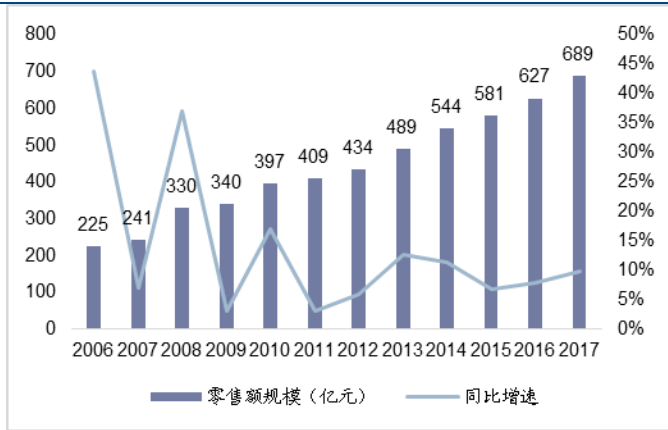
烟灶产品具有必需品属性，渗透潜力巨大。烟灶与冰洗等均具有“一户一机”的必需品特性，为消费升级中居民置家的刚性需求。据中国产业信息网数据，2017 年烟机在城镇市场百户有 20 台以上渗透空间，农村渗透潜力则更巨大。市场需求推动烟灶渗透率的提高，进而带动产业销量增速。

图 13: 2017 年耐用消费家电百户保有量 (台)

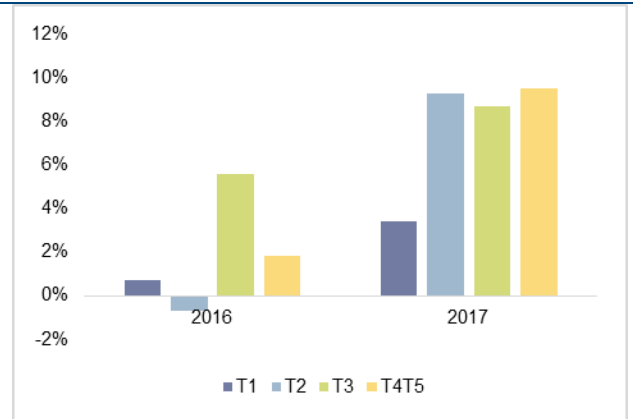


资料来源：中国产业信息网，东兴证券研究所

烟灶消市场规模稳健扩大，下沉市场普及带动整体增速。近十余年间厨电整体市场扩张确定性极强，据奥维云网数据，至 2017 年烟灶消市场规模达到 689 亿元，近五年复合增长率维持 9.7% 的稳健发展，整体市场红利强劲。其主要由经济实力提升、商品房推广、三四线消费升级及棚户改造等因素驱动。对比近两年各级市场增速，可确定三四线城市为厨电增速的主要区域，下沉渠道普及仍为市场扩张的主要推动力。

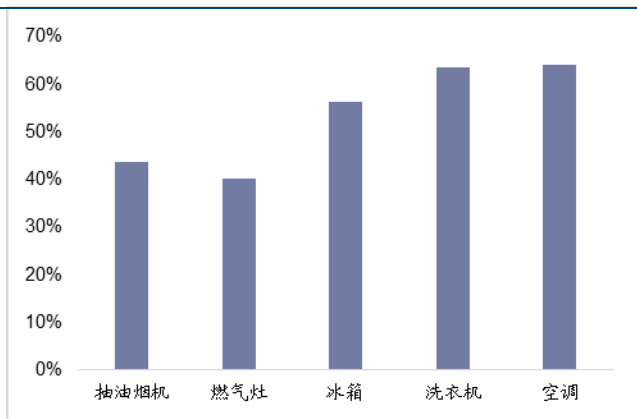
图 14: 烟灶消市场历年销售规模及同比增速


资料来源：奥维云网，东兴证券研究所

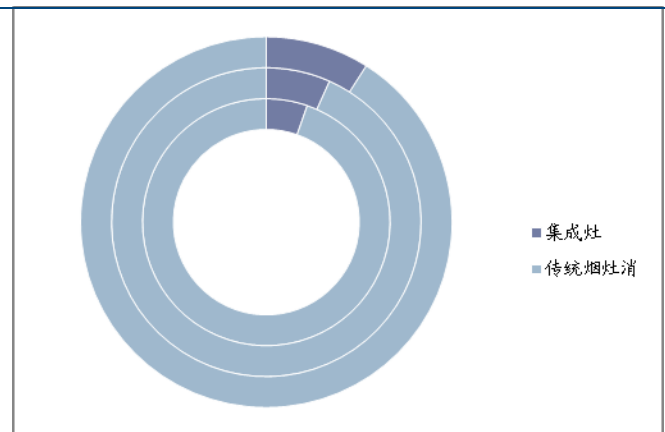
图 15: 线下烟灶消各级市场历年增速


资料来源：奥维云网，东兴证券研究所

厨电市场竞争仍较激烈，为集成灶新晋竞争者创造契机。不同于成熟期的冰洗空市场，厨电市场规模的高速扩张导致其市场竞争仍较激烈，2017年抽油烟机和燃气灶的CR3分别为43.7%和40.2%。相对低集中度的市场格局为集成灶等功能替代品带来机会。

图 16: 2017年耐用消费家电 CR3 情况


资料来源：中国统计数据局，东兴证券研究所

图 17: 集成灶销售额占比逐步扩大（内-外：2015-2017）


资料来源：奥维云网，东兴证券研究所

集成灶抢占传统烟灶消份额，在厨电增速基础上成长性叠加。集成灶在烟灶市场中的替代优势已逐年凸显，据奥维云网数据，集成灶2017年销售额达68亿元，占整体烟灶市场比例已达9%。对比2015年市占率仅为5.4%，集成灶销售额近倍增长，证明其强大的产品优势。集成灶在烟灶整体市场增速稳健的基础上，内部占比持续提升，促成其子市场的加速扩张。

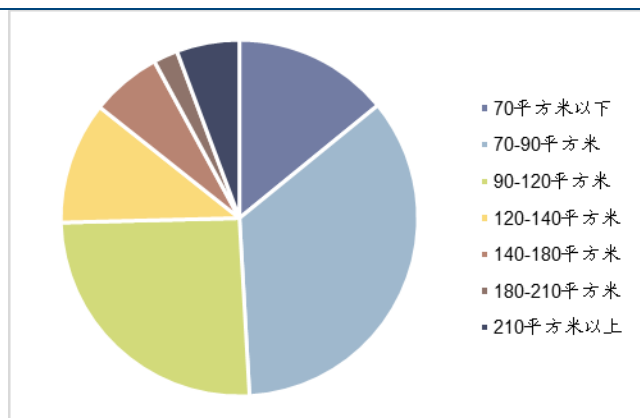
2.2 刚需：场景痛点为集成灶带来差异化优势

集成灶产品力除了为市场带来通常意义上的性能提升外，也在特定场景下创造了更优选项，从而发掘消费痛点，强化出了传统烟灶无法满足的刚性需求。随着住房更换、消费升级和市场教育的深入，其刚需特性将加速释放转化为市场规模。目前集成灶刚需性主要体现在解决中小户型小厨房空间痛点，与开放式厨房高控烟需求两方面。

2.2.1 中小户型的空间痛点提升集成灶刚需性

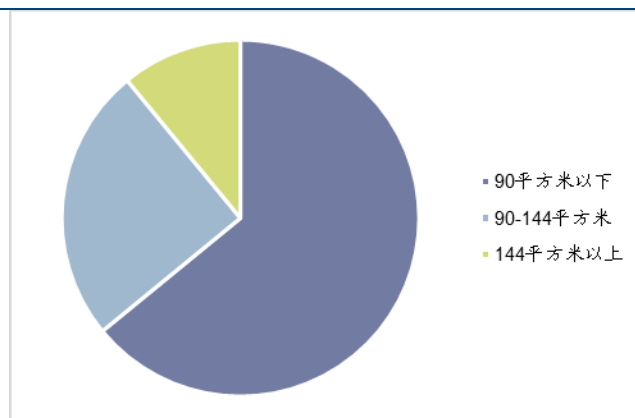
中小户型住宅在一二线城市为绝对主体。业内通常称建筑面积在 90m² 以下住宅为小户型，90-144m² 为中户型，高于 144m² 属于大户型。对比 2016 年上海、深圳两大一线城市成交住宅套数占比，中小户型整体占比分别为 85.7%（按 140m² 以下计）和 89%，而小户型占比分别达 49% 和 64%。

图 18: 2016 年上海不同面积住宅成交套数占比



资料来源：中国产业信息网，东兴证券研究所

图 19: 2016 年深圳不同面积住宅成交套数占比

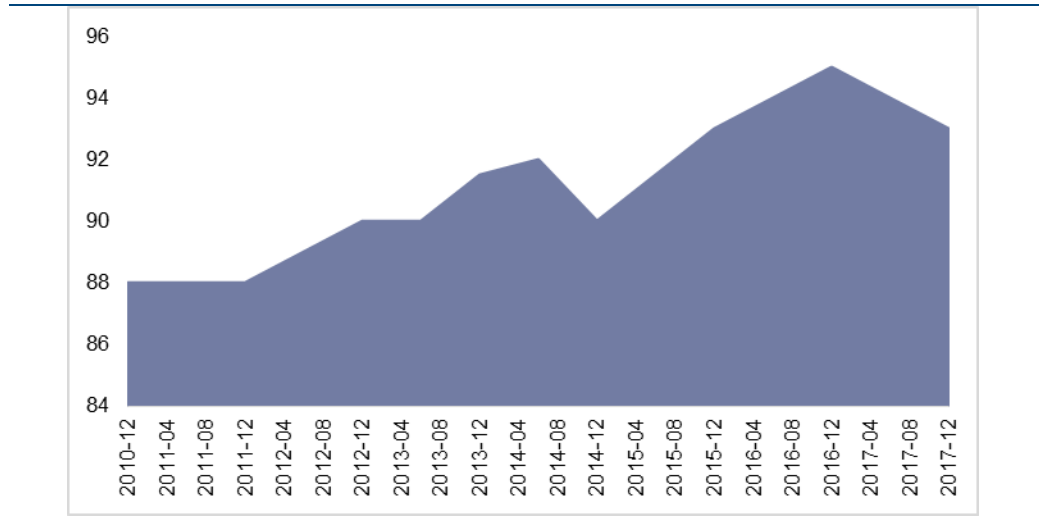


资料来源：中国产业信息网，东兴证券研究所

大户型住宅购买倾向并不如普遍预期的明显，中小户型竞争力强劲。通常市场判断随着经济增长、生活改善，新增房产会普遍会由中小户型向大户型转移。但经过我们的研究，发现这一趋势并未如预期的强劲，中小户型竞争力仍显著。

◆ 部分数据看，中小户型销量占比整体呈增长趋势。万科销售数据显示，2010-2017 年间中小户型住宅占销售比例自 88% 升至 93%，2016 年底时甚至一度升至 95%。

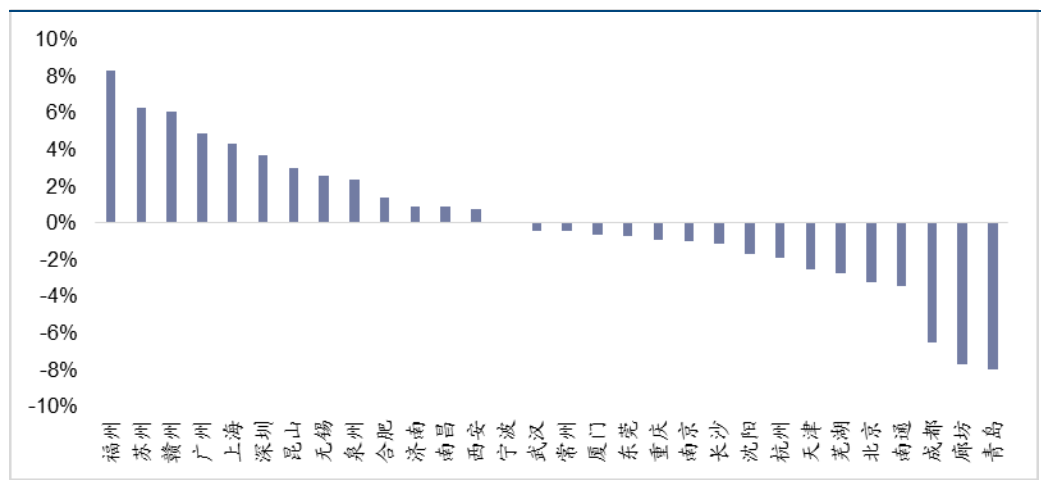
图 20: 2010-2017 万科销售住宅 144 平米以下住宅占比 (%)



资料来源: wind, 东兴证券研究所

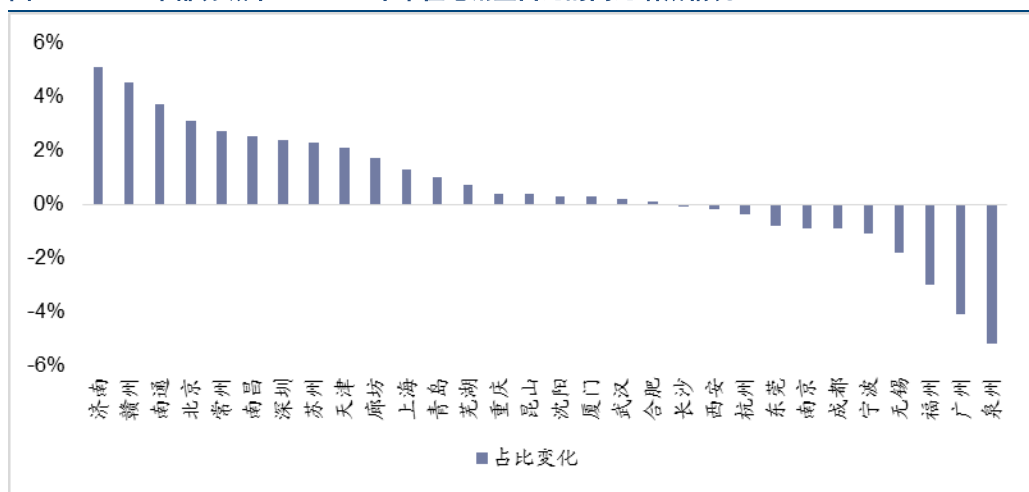
- ◆ **小户型倾向的城市仍占近半比重。**据中文互联网数据资讯中心统计的 30 座城市中，2016 年小户型同比增加的城市有 14 座，多集中于我国东南地带。此外 144-200 平米住宅占比增长的城市为 19 座，相对趋势较明显。因此我们判断，虽然中国城市有一定大户型住宅倾向，但小户型因房价、阶段需求等因素仍占据重要地位。

图 21: 2016 年部分城市 90 平米以下住宅销量占比的同比增减情况



资料来源: 中文互联网数据资讯中心, 东兴证券研究所

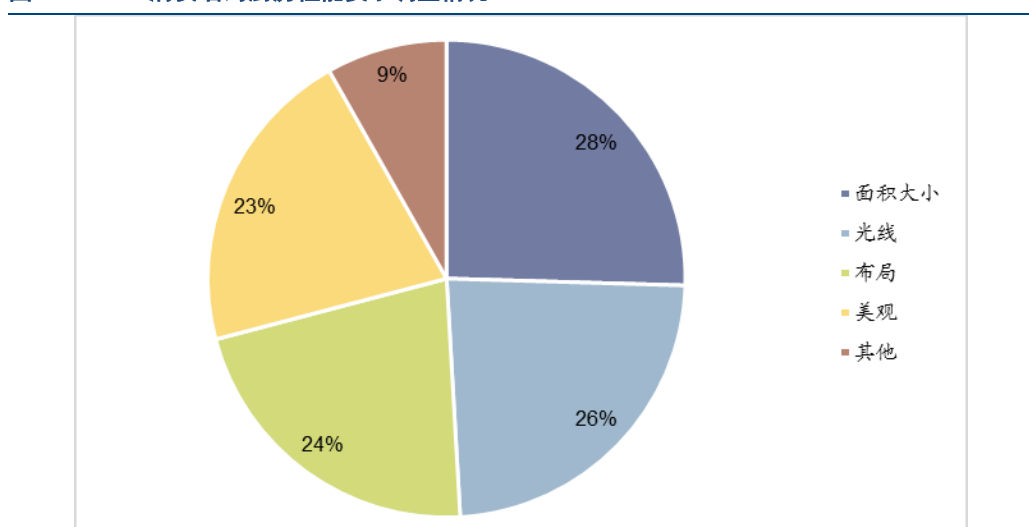
图 22: 2016 年部分城市 144-200 平米住宅销量占比的同比增减情况



资料来源：中文互联网数据资讯中心，东兴证券研究所

足够的厨房空间是消费者对厨房的首要需求。根据 51 调查网数据，消费者考虑厨房性能时首要考虑因素为厨房面积大小，优选该选项占调查的 28%。可见居民对扩大厨房可用空间的强烈需求。

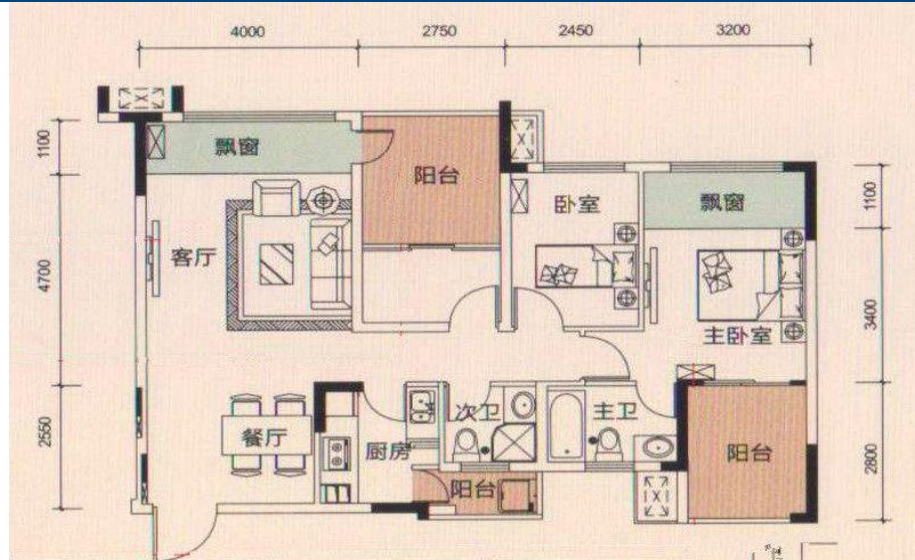
图 23: 2016 消费者对厨房性能要求调查情况



资料来源：51 调查网，东兴证券研究所

中小户型住宅厨房可用空间普遍偏小，缺乏收纳空间。通常认为中国中小户型住宅的厨房在 5-8 平米之间。为量化需要，我们选用下图的中小户型做案例进行测算，该户型套内建筑面积为 97 平米，按得房率 90%算其销售面积约 108 平米，为标准的中小户型住宅，且是典型的小厨房构造。其厨房面积测算仅为 5 平米，若采用传统烟灶，去除水槽空间、烟机、管路等影响，其可用橱柜收纳空间（含吊柜）仅约 1.5 立方米。

图 24: 中小户型住宅设计图案例



资料来源：网络公开数据，东兴证券研究所

集成灶释放空间可能近 1/3，对中小户型收纳需求极有意义。集成灶（叠加消毒柜类）主要节省传统油烟机的空间，我们选用老板电器爆款的 CXW200-8239S 为参考，集成灶实际节约出上柜空间近 0.5 立方米，占原有厨房收纳空间近 1/3。可见虽然表面仅节省单个吊柜，但对小厨房而言仍有明显提升。

图 25: 传统烟机安装占用面积



资料来源：东兴证券研究所

图 26: 传统烟机案例 CXW-200-8230S



资料来源：东兴证券研究所

另一种组合，若不采用组合消毒柜的集成灶，换用搭配蒸箱/烤箱/洗碗机类的集成灶，则是在收纳空间上移的同时增加了嵌入式厨电，同样实现变相节约空间的目的。

2.2.2 开放式厨房兴起 与集成灶成最佳搭档

开放式厨房正在成为提升生活品质的新型装修格局。不同于传统厨房，开放式厨房即是将餐区与厨房区功能合一，免除墙面限制，弱化厨房、餐桌与客厅间的功能分界。

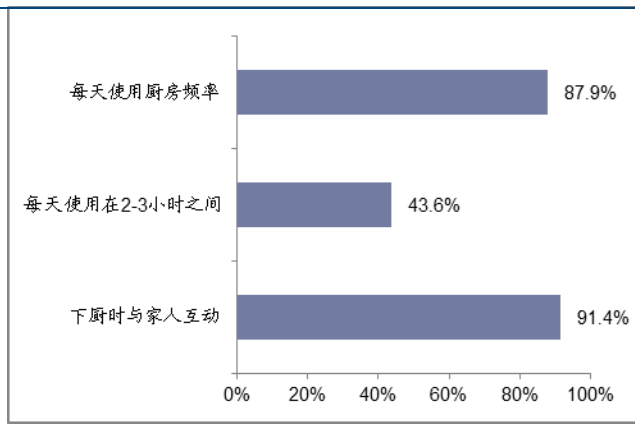
- ◆ 视觉上扩大了区域的空间效果；体验上实现烹饪同时与家人的便捷互动，提升家居生活舒适度；功能上将厨房由基本烹饪向多功能、娱乐性转变。随着住房改善进行，在中大户型中开放式厨房模式逐渐普及。
- ◆ 据中国厨房收纳趋势报告调查，居民每天使用厨房占比仍高涨，约为 87.9%，其中每天用 2-3 小时约 43.6%。而其中下厨时只专心做菜的占比仅 8.6%，高达 91.4% 的人会在下厨同时有其他活动，如与家人朋友聊天，陪孩子玩耍、听音乐等，这一现象正体现了潜在对开放式厨房的需求。

图 27: 开放式厨房实例



资料来源：公开网络资料，东兴证券研究所

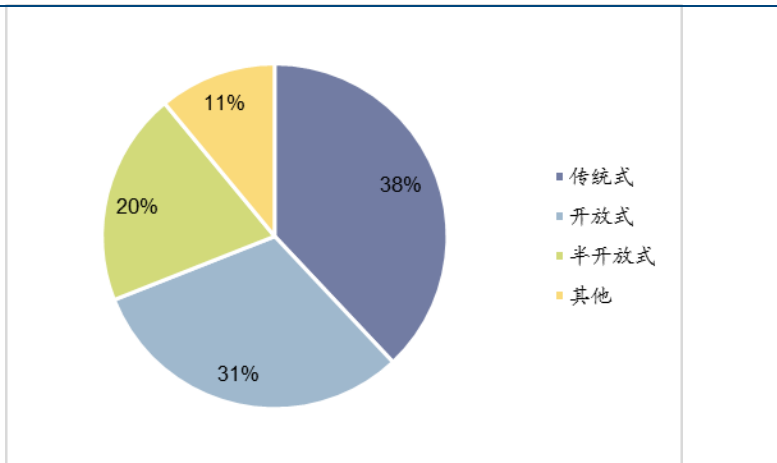
图 28: 中国家庭现代厨房生活倾向调查（2014 年）



资料来源：《2014 中国厨房收纳趋势报告》，东兴证券研究所

- ◆ 在 2016 年家庭厨房使用情况调查报告中，统计实际偏向应用传统式厨房比例为 38%，而考虑选用开放式厨房与半开放式厨房的各占比 31%与 20%。开放式厨房在中国从零开始，至今已逐步成为新风潮。

图 29: 2016 年使用厨房偏好占比调查情况



资料来源：2016 家庭厨房使用情况调查报告，东兴证券研究所

油烟扩散在开放式厨房中被放大，杜绝厨房油烟是需解决的根本问题。如前文 1.2.2 中提及，厨房油烟中含有如醛、酮、二氧化硫等多种有害成分。对长期烹调的操作者

的皮肤、呼吸道造成严重影响，并加重肺癌发病率。这一危害在开放式厨房下被加倍放大，油烟由于没有墙面隔断，将弥漫更广区域甚至全屋。若无法处理好油烟问题，易使全屋弥漫油烟气温，感官体验极差，并极易使较敏感的儿童的呼吸系统受损。

唯有高控烟能力集成灶可完美平衡中式烹饪与开放式厨房的问题，构筑高依赖性市场。在开放式厨房背景下，烟机的吸油烟能力被成倍关注，传统烟灶仅 80%的油烟吸净率难以满足高标准需求，集成灶高达 95%以上的吸净率因此成为开放式厨房背景下的最优选项，从而构筑自身刚需属性，形成高依赖性市场。

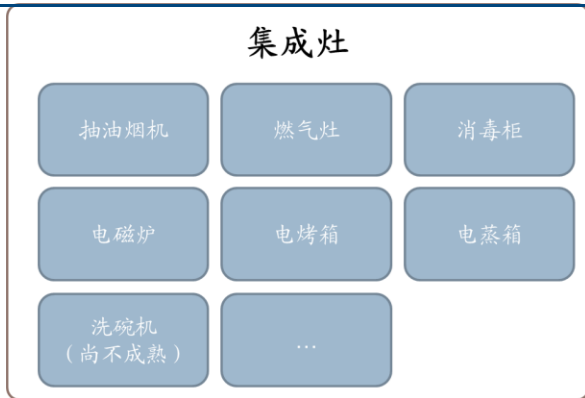
2.3 拓展：模块化突破带来的集成之路

2.3.1 集成灶的多功能模块能否实现对其他厨电产品的替代？

模块化集成灶实质以烟机灶具为基础需求，可选功能模块组合提升覆盖率及竞争力。集成灶以高控烟能力保证了其难以被取代的刚需地位，而多元的可选功能模块则加速市场对厨电多元需求的释放。实际上集成灶已存在对相关厨电的高维覆盖，这一覆盖因控烟刚需而具备较高单向技术壁垒。

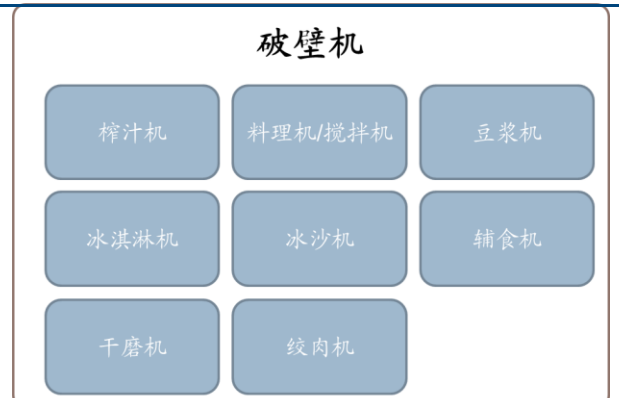
集成蒸烤箱功能，对嵌入式蒸烤箱已形成潜在的单向替代。随着火星人、美大、帅丰等品牌先后推出叠加蒸烤箱功能的产品，集成灶对同样新兴的嵌入式厨电产品已形成了单向替代的逻辑。随着各模块的技术升级，长期看集成灶具有客观的替代潜力。

图 30：集成灶替代关系示意图



资料来源：东兴证券研究所

图 31：破壁机替代关系示意图

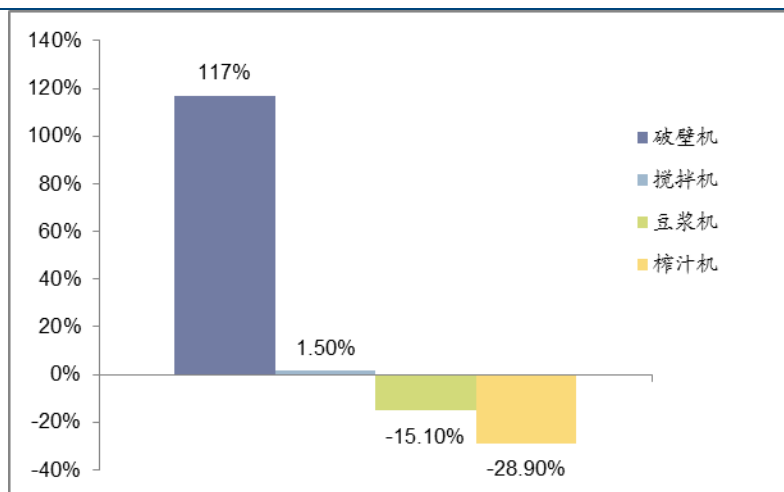


资料来源：东兴证券研究所

集成灶市场与破壁机市场对比，家电的功能集成是否意味着需求集成？为论证集成灶的集成替代潜力，我们尝试以家电中的破壁机发展做参考。

- ◆ 作为同样具有集成效应的破壁机，是以倍增的搅拌转速升级为基础保证，单向替代早期市场的榨汁机、豆浆机、搅拌机等产品，整合各细分市场。
- ◆ 破壁机在功能替代的同时已实现需求替代，根据奥维云网数据，2017 年破壁机市场增速达 117%的同时，所覆盖的搅拌机、豆浆机、榨汁机等均出现停滞或下滑，可谓一将功成万骨枯。

图 32: 2017 年破壁机及相关产品的同比增速



资料来源：奥维云网，东兴证券研究所

- ◆ 集成灶与破壁机相似处在于，同样是核心技术为保证，覆盖其他相关产品。在功能可替代前提下，集成化产品具有显著空间优势、操作优势、高使用率优势。
- ◆ 不同之处在于，集成灶及覆盖产品为大型厨电，1) 产品更换周期远长于小家电，市场趋势形成相对漫长；2) 集成灶安装时点限制极大，基本与地产、装修联动，可选时期缩短带来更多选择上的随机性；3) 覆盖产品技术壁垒更高，如蒸烤箱、洗碗机等组件对水电热的专业技术要求较高；4) 涉及大功率加热、电机功能，安全风险上升，市场保守趋势较大。
- ◆ 由此认为，破壁机的案例可以作为集成灶替代潜力的佐证，但仍需克服替代模块的技术壁垒和市场质疑。

集成化 VS 专业化的是各产业长期研究内容，其关键在于**集成模块的技术突破**。各行业集成案例众多，如元器件领域的集成电路，消费电子中的智能手机，更不用说互联网软件端的功能组合。集成案例得以推行的根本原因，在于集成产品技术突破，可在实际功能层部分或完全替代相关覆盖产品。

图 33: 部分行业集成产品案例



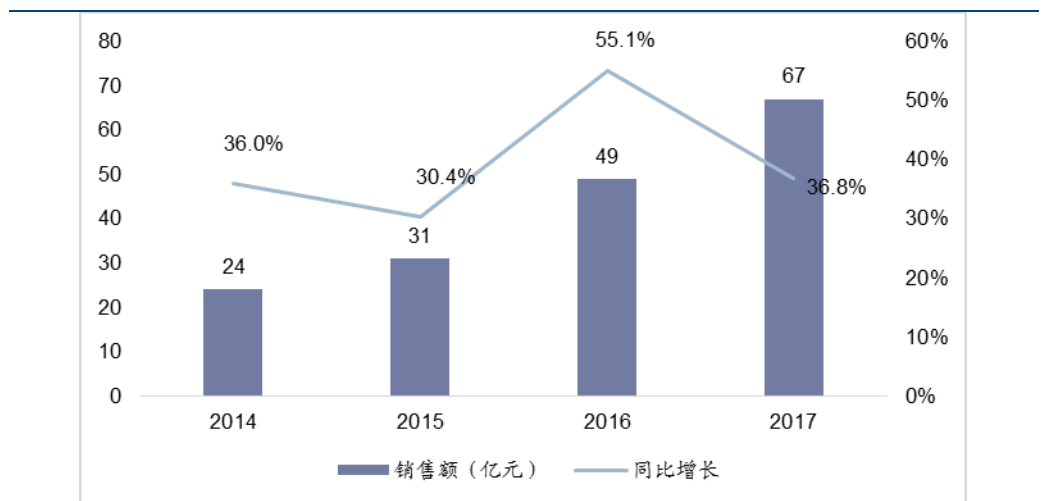
资料来源：东兴证券研究所

因此，集成灶能否实现多品类替代在当下时点言之尚早，目前仅停留在尝试阶段，其中关键在于各功能性模块能否实现技术的跟进、整合乃至超越。但不可否认的是，集成灶已具备厨电市场集成化的替代潜力，其长期发展值得高度关注。

2.3.2 嵌入式蒸烤箱市场发展联动集成灶推广

市场导入期，嵌入式蒸烤箱与集成灶产品协同关系大于竞争冲突。目前嵌入式蒸烤箱与集成灶均处于市场导入期/成长初期阶段，产业发展关键为产品概念的推广普及。在低渗透率前提下，两者尚未形成实质性竞争摩擦，相反由于可实现相同功能，两类产品实现市场普及教育的联合覆盖，有利于打破传统消费观念。

图 34: 嵌入式厨电市场规模及同比增速

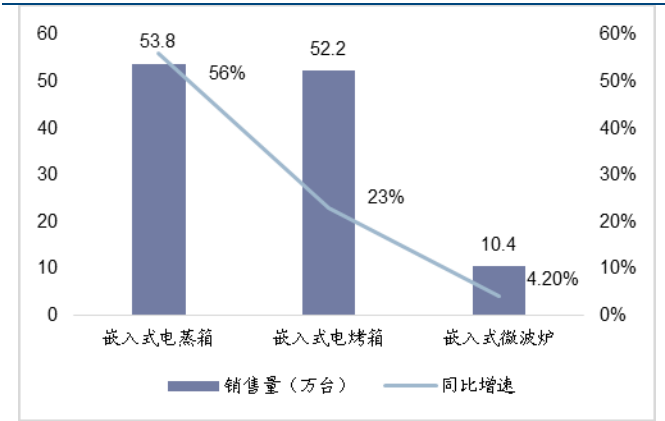


资料来源：奥维云网，东兴证券研究所

嵌入式厨电市场涨势迅猛，其中尤以蒸箱、烤箱增长为主。据奥维云网数据，

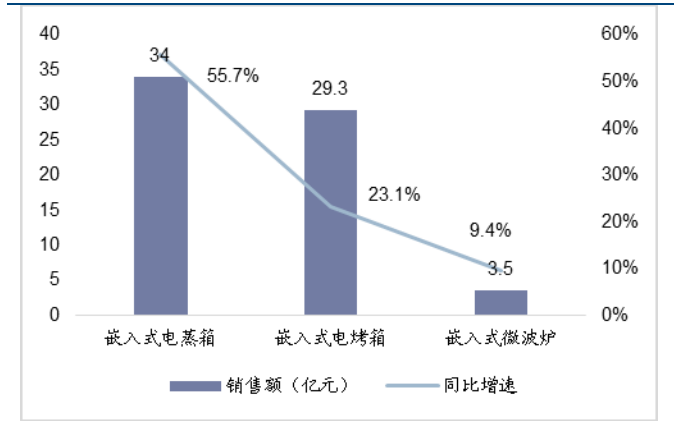
2014-2017 年嵌入式厨电复合增长率为 40.8%，2017 年实现 67 亿元的市场规模。其中蒸箱与烤箱为主要增速点，嵌入式蒸箱 2017 年销量实现 53.8 万台，销售额 34 亿元，同比增速均超过 50%；嵌入式烤箱销量 52.2 万台，实现销售额 29.3 亿元，增速在 23% 左右。蒸烤箱也正是模块化集成灶首先覆盖、技术相对成熟的产品组分，将随嵌入式厨电市场推广发挥联动增长。

图 35: 2017 年嵌入式微蒸烤销量及同比增速



资料来源：东兴证券研究所

图 36: 2017 年嵌入式微蒸烤销售额及同比增速



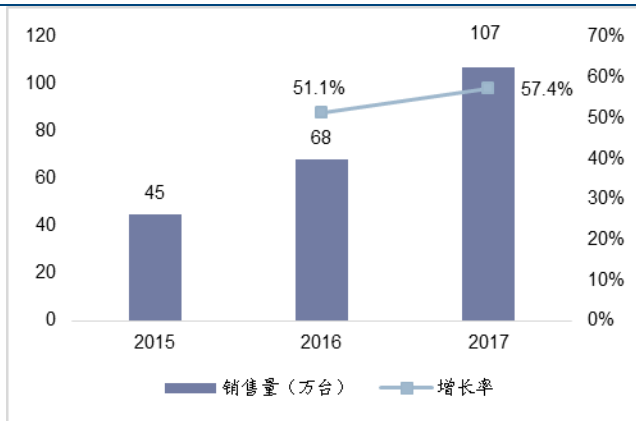
资料来源：东兴证券研究所

总结来说，集成灶市场在烟灶市场基本面稳健增长的红利下，凭借独特产品优势形成对具体场景的刚需性，实现市场规模的确定性高速增长。同时长期看集成灶具有功能集成覆盖其他厨电品类的逻辑，其长期发展潜力值得高度期待。

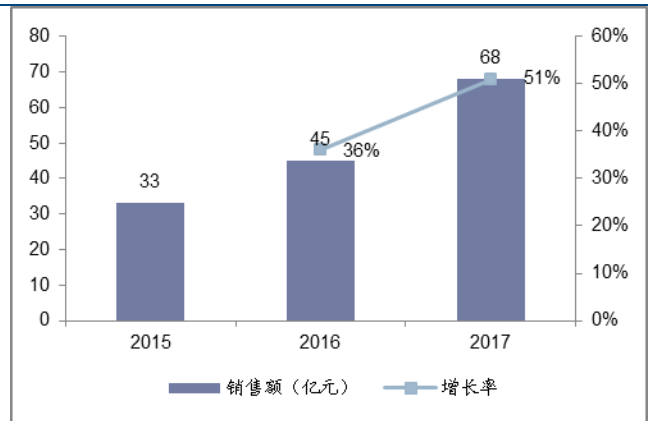
3. 成长期产业特质 各角度蓬勃发展

3.1 营收端：成长期拐点迎来爆发式增速

集成灶市场规模爆发式，成长期特性凸显。据奥维云网数据，2017 年集成灶销量为 107 万台，两年内销量增速均高于 50%，销售额达到 68 亿元，同样在 2017 年增长率突破 50%。随着市场跨过导入期拐点，产品模式逐步获得市场认可，集成灶产业已迎来其扩张的黄金时期。

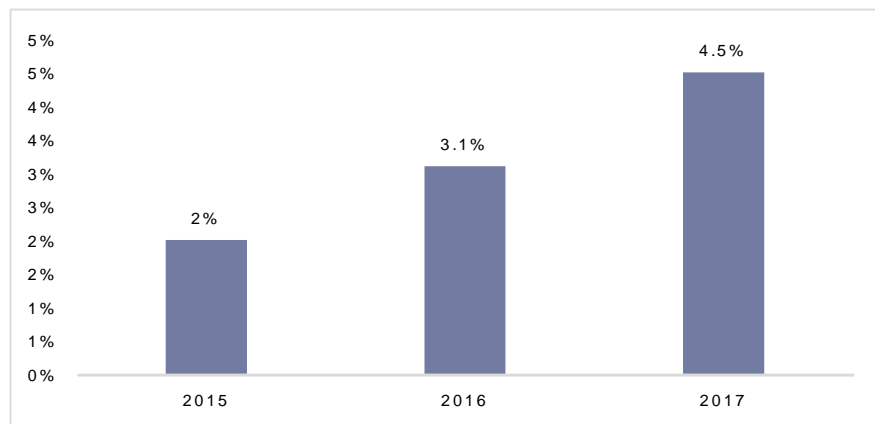
图 37: 集成灶销售量变化与增长率


资料来源：奥维云网，东兴证券研究所

图 38: 集成灶销售额变化与增长率


资料来源：奥维云网，东兴证券研究所

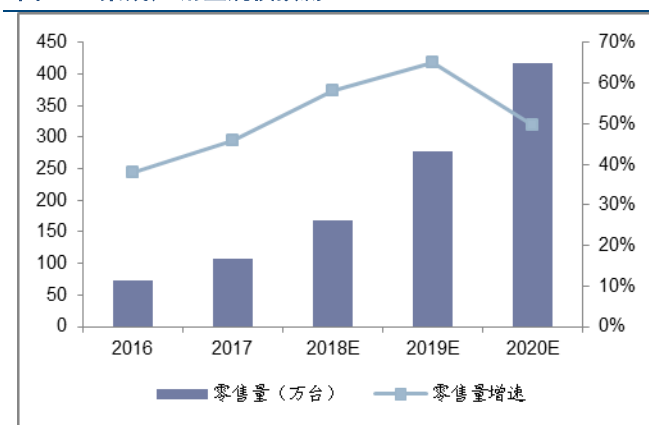
产品渗透率仍处低位，成长空间庞大。当前行业渗透率口径不同，大致认同当前集成灶渗透率不足5%。在当下产品低渗透率下，具有极高的覆盖能力和替代性，成长空间确定性强。根据集成灶核心产品力和目前刚需程度，我们预测集成灶渗透率保守的稳定值不会低于30%，乐观情况则有望实现烟灶市场的全面覆盖。

图 39: 集成灶渗透率变化情况


资料来源：中国产业信息网，东兴证券研究所

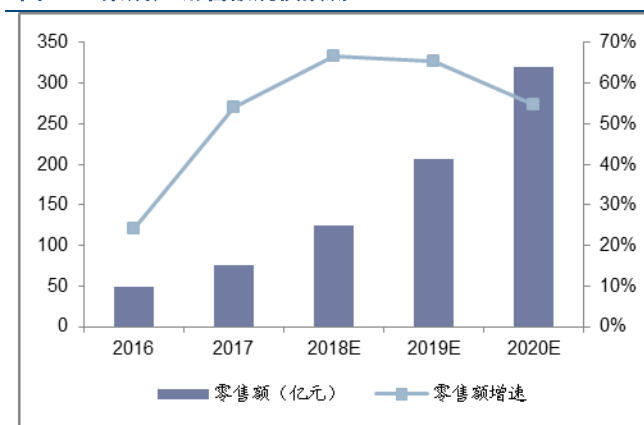
未来高增速确定性强，市场普遍对集成灶产品信心强劲。据中怡康数据口径，预测2018年集成灶销量可达168.8万台，增速高达67%，零售额预期124.8亿元，增速为58.2%。同时对未来三年销量及销额的增速均在60%左右，至2020年预计可达近320亿元。在进入高速成长期后，市场对集成灶发展潜力信心强劲。

图 40: 集成灶销量规模预测



资料来源：中怡康，东兴证券研究所

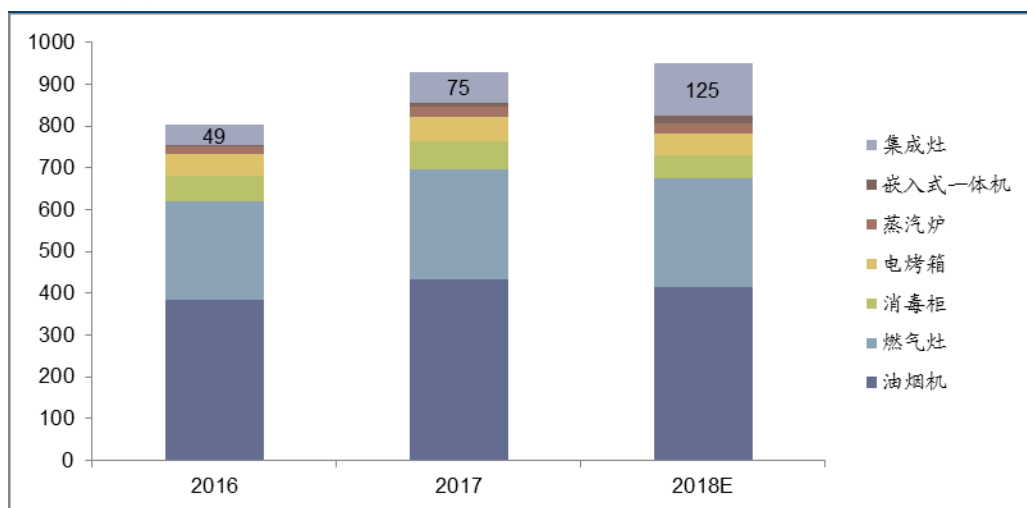
图 41: 集成灶销售额规模预测



资料来源：中怡康，东兴证券研究所

集成灶在大型厨电市场占有率持续扩大，产品竞争力强大。对比与集成灶有强替代关系的油烟机、燃气灶、消毒柜，及相关产品烤箱、蒸炉、嵌入一体机等，集成灶销售额规模占比持续扩张。按中怡康口径，2018年集成灶在大型厨电市场销售额占有率可达13.1%，逐步成长为可与烟灶具分庭抗力的主要厨电产品，且竞争优势显著。

图 42: 集成灶在大型厨电市场占比增长迅速（亿元）

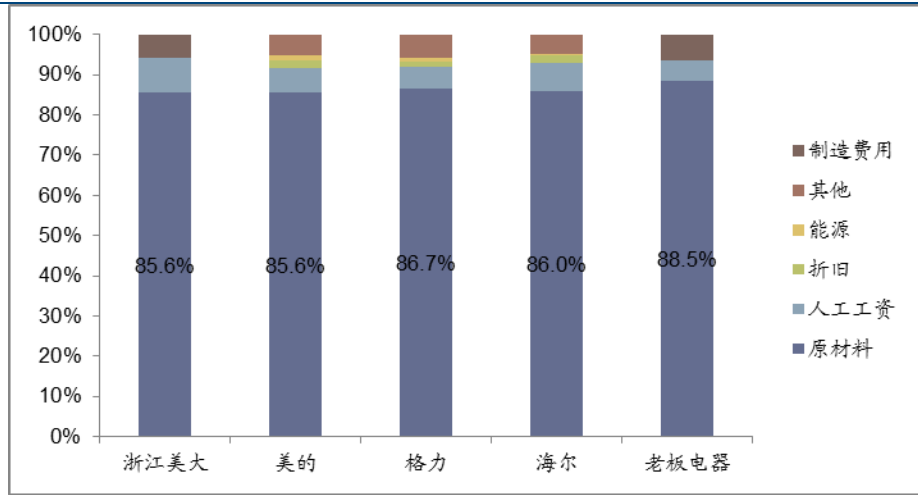


资料来源：中怡康，东兴证券研究所

3.2 成本端：上游市场趋势有望推动产品盈利改善

集成灶具有大型家电特性，主要成本项原材料占比稳定。集成灶体积及材料均属大型家电，对比集成灶上市公司浙江美大与三大白电龙头、厨电龙头，可确定集成灶成本端比例与大家电相同，原材料占比在85%以上。

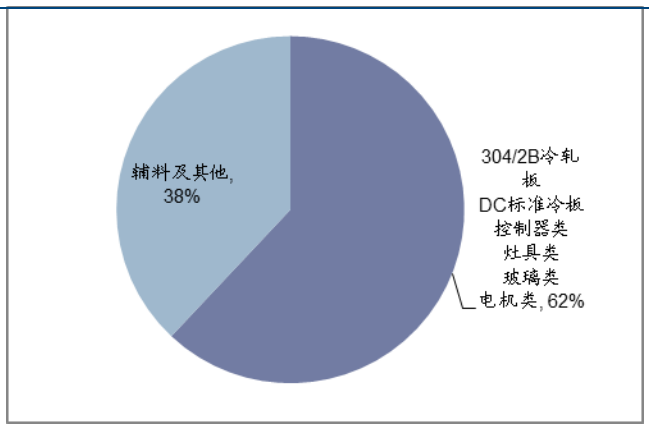
图 43: 浙江美大与三大白电龙头成本端对比



资料来源：东兴证券研究所

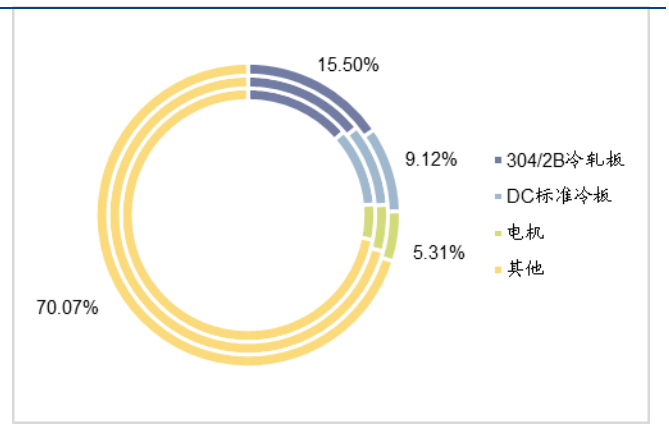
原材料中钢板、控制器、炊具、玻璃、电机等为主要独立项。根据浙江美大披露，原材料中 304/2B 冷轧板、DC 标准冷板为主要支撑件，按 2011 年数据算分别占比 15.5% 和 9.12%，电机类占 5.3%，另外控制器、灶具、玻璃等整体占比约 32%。另有辅料及其他成本占 38%。

图 44: 集成灶直接材料品种占比



资料来源：浙江美大招股说明书，东兴证券研究所

图 45: 集成灶主要原材料占成本比例（内-外，2009-2011）



资料来源：浙江美大招股说明书，东兴证券研究所

主要材料已上行至高点，长期趋势有望回落，行业盈利能力可获进一步提高。

- 原材料中冷轧钢主要用于制造集成灶外壳，在原材料中占比最大。其中 304/2B 冷轧板为以镍为主的不锈钢材料已于 2017 年升至高位价格，目前国内已产能上行，而更上游镍原料仍较强势，综合供需关系 304/2B 价格趋于稳定，随供需改善价格有望合理化。。
- DC01 标准冷轧目前也处于价格高位，而当前国内钢板产能已出现过剩现象，中期价格稳定，长期有回落趋势。

图 46: 304/2B 冷轧经销价 (元/吨)



资料来源: wind, 东兴证券研究所

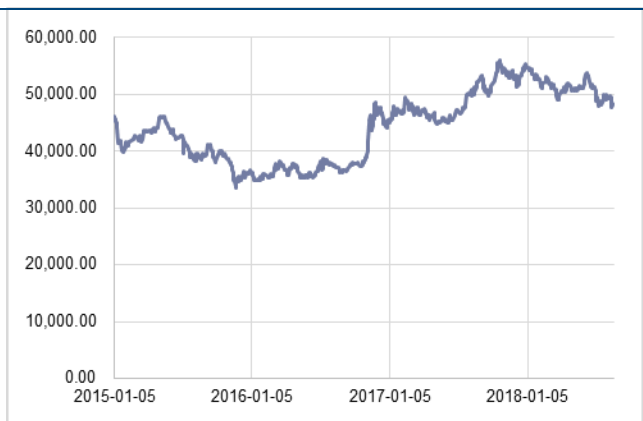
图 47: DC01 冷轧经销价 (元/吨)



资料来源: wind, 东兴证券研究所

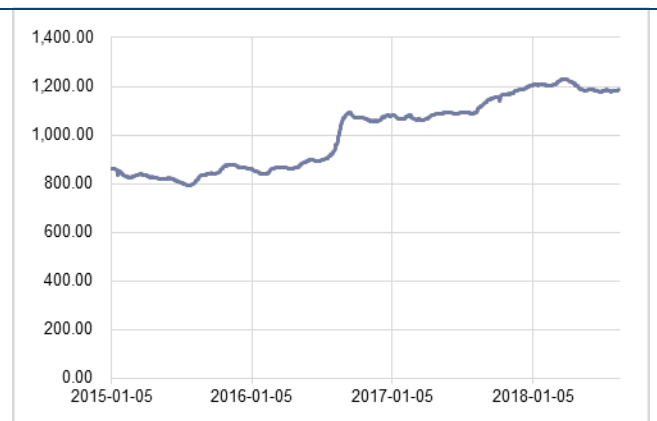
- ◆ 铜原料主要用于电机生产。我国铜资源储量少但需求量大, 价格紧随国际铜价走势, 自 2017 年初起铜价位居高位, 随着全球最大的铜矿智利 Escondida 铜矿与矿工工会达成一致, 铜价目前稳定。
- ◆ 玻璃主要用于控制面板。通常玻璃现货价格波动若雨其他建材。受上游纯碱、硅砂等原材料价格上涨影响, 以及部分生产企业环保限产等因素, 近两年玻璃价格维持高位, 而下半年为传统需求旺季, 可能会有进一步上涨风险。

图 48: 中国铜每日平均价 (元/吨)



资料来源: 东兴证券研究所

图 49: 中国玻璃日均价格指数



资料来源: 东兴证券研究所

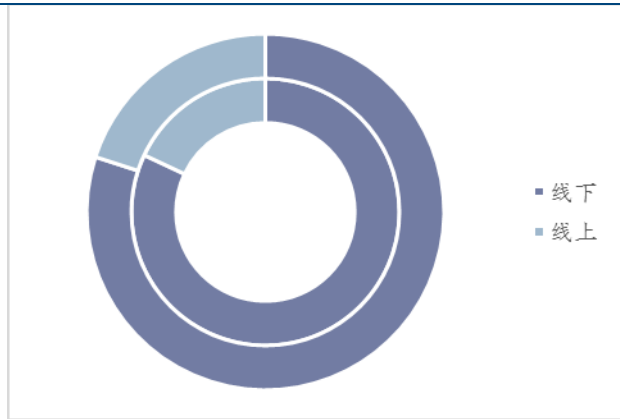
- ◆ 综合看四类主要原材料, 除玻璃下半年可能有上涨风险外, 其余三项相对稳定, 长线可能出现下行。根据各主材占比, 我们判断集成灶上游材料价格相对稳定, 并有望使集成灶行业盈利能力得到进一步提高。

3.3 渠道端：多元网络架构随市场成长而全面扩张

线下销售为目前主体渠道, 尤以三四线城市线下销售占比为主。目前集成灶仍以线下实体销售为绝对主体渠道, 虽然年度间线上占比持续上涨, 但至 2017 年线下销量占

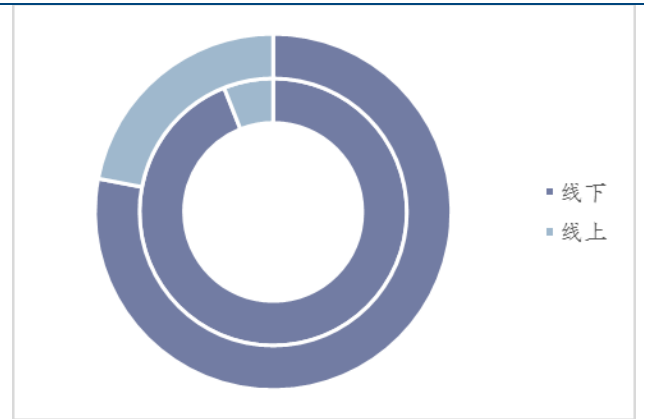
比仍高达 80%，线下销额则高达 83%。其中三四线城市尤其倾向于线下实体渠道，销量占比高达 94%。

图 50: 集成灶销量线上线下占比 (内 2016 外 2017)



资料来源：奥维云网，东兴证券研究所

图 51: 不同渠道线上线下销量占比 (内三四线 外一二线)

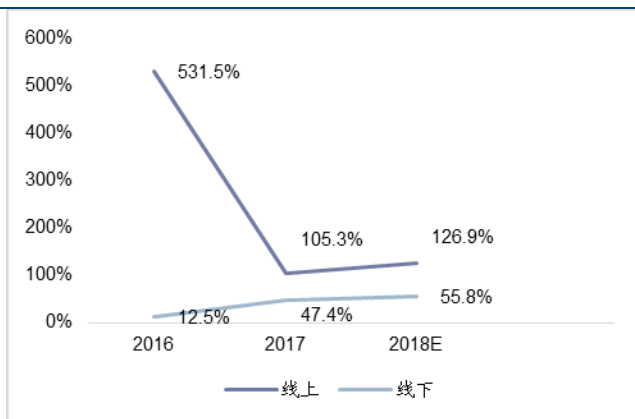


资料来源：中国产业信息网，东兴证券研究所

当前线下为主体主要受产业整体发展阶段及消费习惯影响。线下为主并非集成灶独有现象，据奥维云网数据，2017 年整体厨电市场各渠道中线上销额占比也仅为 21.1%，略高于集成灶中线上销额 17% 的占比。

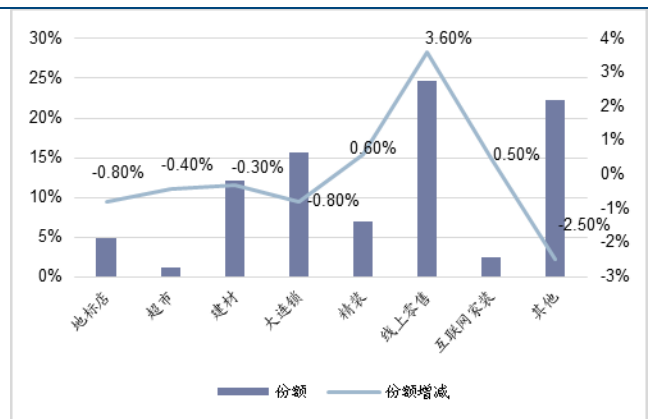
- ◆ 这一方面受厨电企业布局线上商城的力度有限影响，目前仅火星人线上平台布局较成功，线上占比达 24%，其他品牌渠道仍倾向于线下扩张。
- ◆ 另一方面也是由于烟灶产品均价较高、安装复杂，消费者更倾向于实地考察。同时对于万元左右的高消费支出，消费者更倾向线下体验以降低试错风险。
- ◆ 随着线上布局的深入及线上规模的加速扩张，厨电整体及集成灶的线上占比会有确定性增长。

图 52: 集成灶线上线下市场零售额同比增幅



资料来源：中怡康，东兴证券研究所

图 53: 2018 年整体厨电渠道结构预测



资料来源：奥维云网，东兴证券研究所

集成灶渠道多元化，各品牌加速全市场布局。早期集成灶渠道以经销商、自营专卖店、加盟店为主，通过展销、团购、家博会等方式营销。近两年渠道逐步多元化，除了连锁建材卖场的主要渠道外，在国美、苏宁等家电 KA 卖场迅速拓展，并大力布局线上商城，加速渠道洗牌。

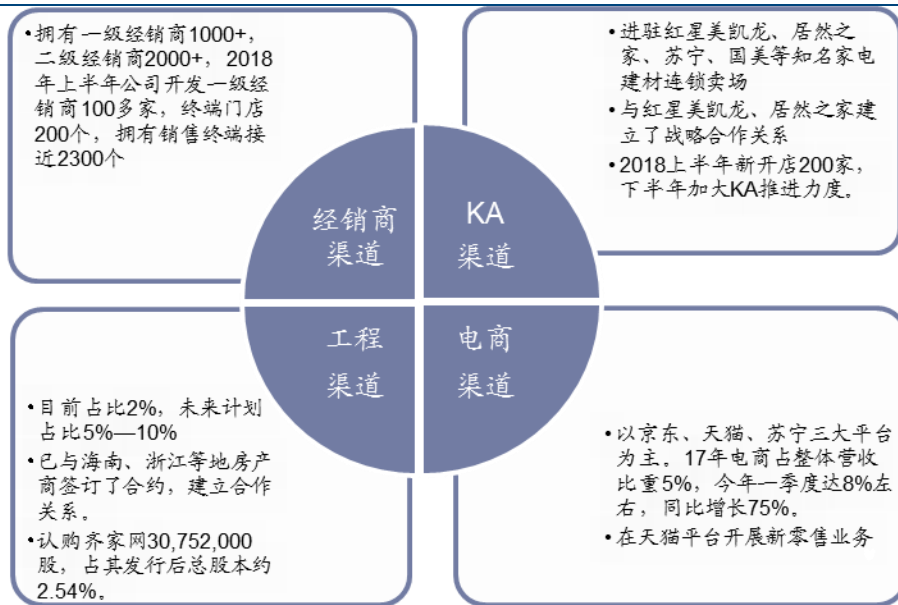
表 4：集成灶各渠道对比

	优势	局限性
经销商	集成灶渠道结构高度扁平化，规避多级分销，渠道利润由企业和经销商共享	
建材家居市场（KA）	必要性：集成灶替代一段橱柜，因此集成灶家装顺序需优于橱柜，橱柜必须与集成灶相配套。 优势：建材市场产品种类齐全，为置办新家必去之地，客流量大。	
全国性家电连锁(KA)	客流量大，能够快速提升品牌知名度	进场费及扣点费用率较高，增加了销售费用
工程	全国多个省市已制定不同时间节点的全装修政策，后续更多省市逐步进入。全装修市场将会成长为厨电未来重要渠道市场，家装先手优势对厨电意义重大。	目前房地产企业在公共烟道、厨房户型结构的规划上并未考虑集成灶产品，部分厨房并不适合安装集成灶。影响了集成灶随后几年内在工程市场的发展
电商	选购时间更自由；开店、宣传、销售成本较低，经常有促销优惠活动，已成目前流行的购物方式	集成灶属于新型厨电，消费者对其性能认知不足，线上无法得到直观使用体验；售后服务不到位。

资料来源：东兴证券研究所

以浙江美大为例，集成灶全市场渠道拓展如火如荼。作为集成灶龙头，浙江美大 2018 年上半年新开发经销商 100 多家，入驻 KA 卖场新开店 200 家，并签订海南、浙江等房地产工程合约，认购齐家网股份，同时在天猫平台开展新零售业务。可以说在经销商、KA、工程、电商等各方向大跨步前进。这也印证了集成灶市场蓬勃发展的状态。

图 54: 浙江美大渠道布局



资料来源：wind，中证网，中怡康，东兴证券研究所

3.4 营销端：直接体验+关注度积累 促进产品加速导入

集成灶仍处发展初期，直接体验与间接关注度是当下市场教育的必由之路。当下集成灶的概念仍远未达到市场普及，众多地区对集成灶缺乏认知，因此对于全行业而言如何持续的市场推广、产品教育是现阶段的核心问题。我组在前期小家电深度报告中重点提及了导入期、成长初期产业的有效拓展方式，即直接体验和间接提高关注度。

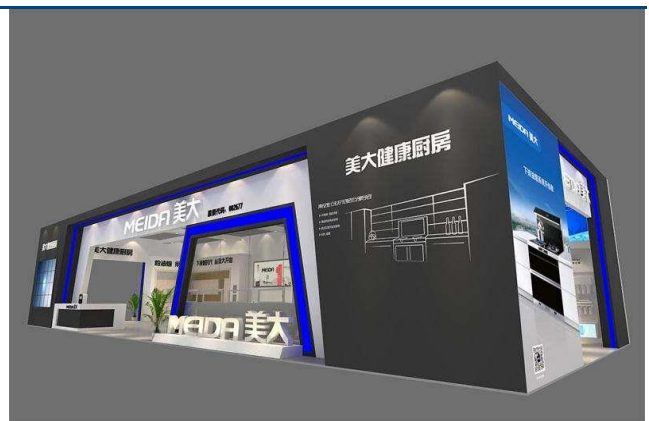
线下体验店推行直接体验模式，降低产品试错风险。集成灶具有技术含量高、价格昂贵的特点，市场通常对该类产品持保守态度，消费者试错风险较高。因此如浙江美大、火星人、美的等等先后推广体验馆，分多区域展现产品使用体验，切实展示集成灶的超强吸油烟能力、自清洁功能。如集成灶门店标配的炒辣椒展示，让人迅速认知判断。

图 55:美的集成灶体验馆



资料来源：公开网络资料，东兴证券研究所

图 56: 浙江美大健康厨房体验馆



资料来源：公开网络资料，东兴证券研究所

大量广告投放提升间接关注度，明星代言与交通广告成集成灶企业特色。在集成灶低渗透率的格局下，足够的有效关注度就意味着大基数下的销售转化，随即可实现初期规模的快速增长。而提升全国范围内关注度的最简洁方式就是投放广告。

- ◆ 明星代言成众多集成灶品牌标配。上至集成灶龙头美大，下至三四梯队如科大、蓝炬星等中小企业，均寻求了自身明星代言人以拓展自身关注度。关注流量即业绩，正是成长期行业及新晋竞争者的写照。

表 5: 各大品牌均有明星代言

品牌	奥田	美多	金帝	帅丰	美大	亿田	森歌	风田	蓝炬星	潮邦	普森	科大
代言人	蒋雯丽	刘涛	黄晓明	海清	张嘉译	林志颖	邓超	邓伦	周迅	唐嫣	杜淳	马伊琍

资料来源：公开资料，东兴证券研究所

图 57: 美大集成灶号高铁线路



资料来源：公开网络资料，东兴证券研究所

图 58: 高铁内集成灶广告



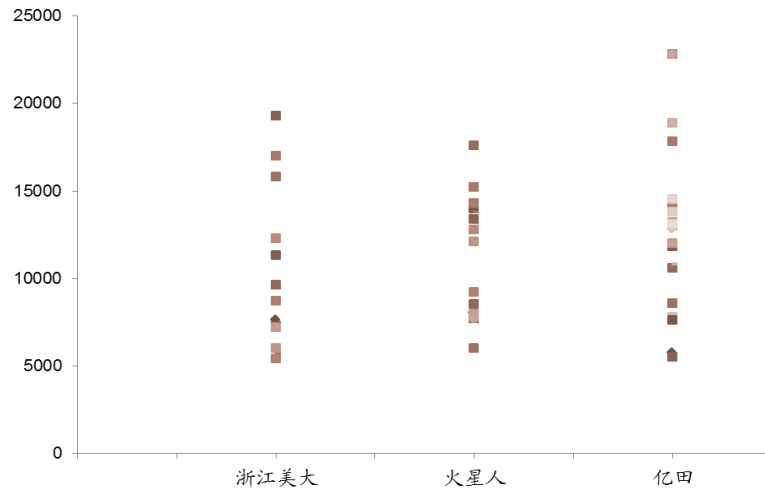
资料来源：公开网络资料，东兴证券研究所

- ◆ 交通枢纽的大屏广告、交通工具冠名则更被出行人群所熟知。如浙江美大、帅丰、亿田等纷纷冠名高铁线，其中仅美大就覆盖京沪、精光、沪昆等 20 多条线路，贯穿中国南北，覆盖 20 余各省市，400 多城市，可谓集成灶市场推广的先锋主力。

3.5 价格端：低端先行 中高端市场成长性强

主要集成灶品牌均价在一万元左右，价位覆盖范围广。由于缺乏第三方对集成灶均价的统计数据，我们以各主要品牌产品线上官方价格为参考。美大集成灶价位覆盖 5000-20000 元，均价 10384 元，火星人集中在 5999-18000 元，均价为 11209 元，而亿田覆盖 5700-23000 元，均价在 10366 元。从产品型号来看，美大与亿田型号价位多集中在一万元价位，而火星人中高端产品占比偏多，均价得到拉升。

图 59: 主要集成灶品牌各产品型号线上官方价格（元）

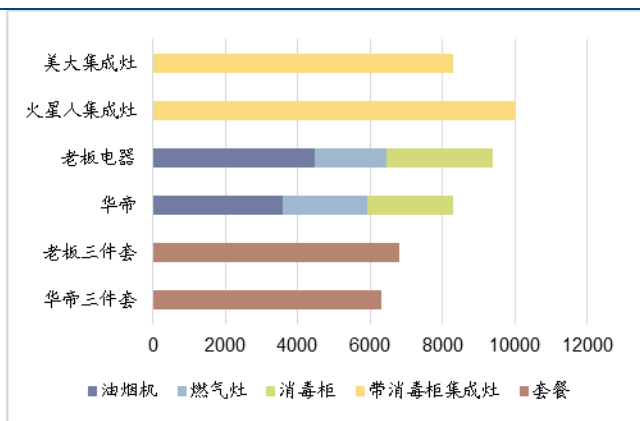


资料来源：浙江美大官方旗舰店，火星人官方旗舰店，亿田官方旗舰店，东兴证券研究所

对比传统烟灶，集成灶均价偏高，定位偏中高端市场。对比传统厨电龙头及集成灶品牌旗舰店各型号均价，集成灶因功能性集成占据中高端地位，带来综合高盈利能力。

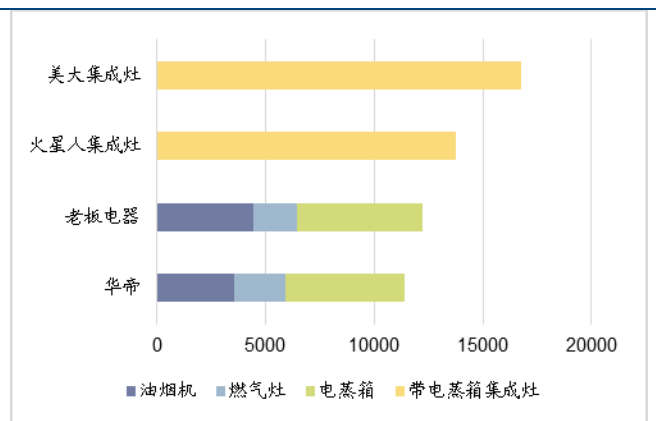
- ◆ 对比烟灶消模式，美大集成灶均价 8276 元，与华帝单品厨电加和价格持平，比老板加和价低 1123 元。而定位在集成灶高端品牌的火星人均价 10015 元，显著高于厨电单品加和价。若对比老板、华帝以性价比著称的中低端烟灶消三件套套餐，集成灶市场则处于相对高位。
- ◆ 对比烟灶+蒸箱模式，美大、火星人的产品均价皆显著高于相应老板、华帝单品加和，蒸箱为代表的多功能集成灶定位为烟灶市场中的高端产品。
- ◆ 考虑到当前集成灶价位不低于传统厨电龙头的前提下，集成灶产品仍在迅速抢占传统烟灶市场，证明了集成灶产品的稳固地位。同时高价位为集成灶带来较高盈利空间，促进进一步扩张和产品升级，形成良性循环，且高价格浮动空间宽阔。

图 60: 厨电烟灶消及同类集成灶价格对比



资料来源：老板电器、华帝、浙江美大、火星人官方旗舰店，东兴证券研究所

图 61: 厨电烟灶蒸箱及同类集成灶价格对比

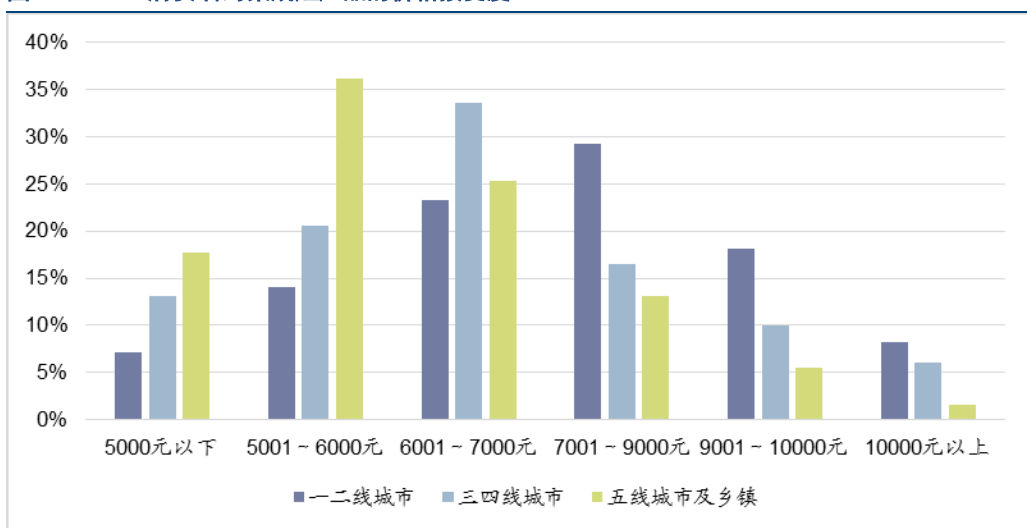


资料来源：老板电器、华帝、浙江美大、火星人官方旗舰店，东兴证券研究所

集成灶目前消费主流仍处低端产品，高端产品随市场普及深入成长性强。

- ◆ 据《集成灶行业白皮书》调查统计，目前我国一二线、三四线及五线以下城镇消费者对集成灶的预期价位分别集中在 7000-9000 元、6000-7000 元和 5000-6000 元。
- ◆ 目前中低端集成灶产品仍为市场成长初期的主要产品。这一方面受市场保守惯性需深入推广影响，另一方面由各级市场居民消费水平决定。
- ◆ 随着集成灶产品更广泛地进行市场教育，差异化优势逐步深入人心，以及消费升级的深化，集成灶市场进一步向中高端产品转移的确定性较强。

图 62: 2017 消费者对集成灶产品的价格接受度



资料来源：《集成灶行业白皮书》，东兴证券研究所

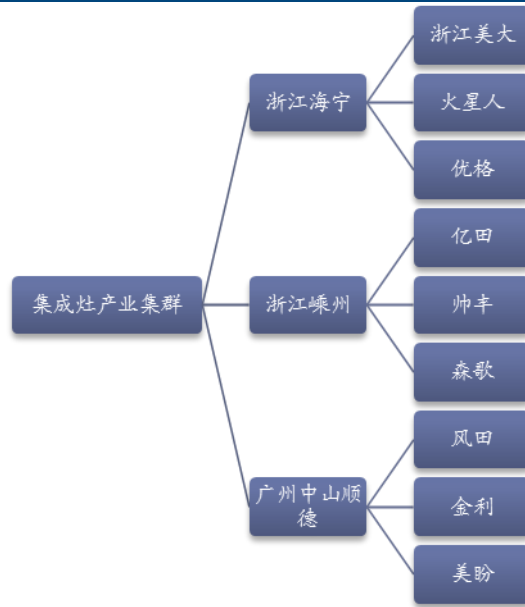
4. 格局初成：一超多强众环伺

4.1 产业格局初成 梯队分化加速

集成灶企业蓬勃兴起，目前核心产业主要在中国两省三地产业集群。

- ◆ 在集成灶市场高速上升周期下，全国集成灶相关企业数量已超过 300 家。但多数企业规模尚小或仅为贴牌企业。
- ◆ 真正具有集成灶专业化和规模化自主生产力的不超过 30 家企业，技术及生产能力壁垒使龙头企业占据行业大部分市场份额。
- ◆ 核心企业形成两省三地的三大产业集群，即浙江海宁、浙江嵊州和广州中山顺德三块版图。
- ◆ 其中浙江海宁以龙头浙江美大、火星人领衔，并有优格、厨壹堂等竞争型企业；浙江嵊州板块的企业最为集中，代表企业有亿田、帅丰、森歌、奥田等多家仅此于美大规模的强力竞争者，老板所收购的金帝也正在此列；广东中山企业相对分散，代表有风田、金利等。

图 63: 集成灶两省三地产业集群

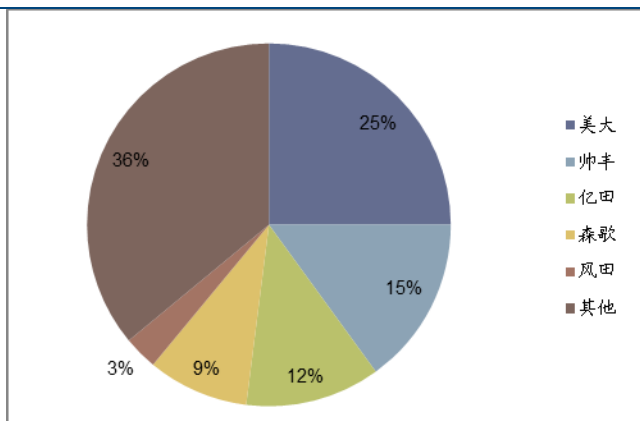


资料来源：东兴证券研究所

一超多强竞争格局稳中有变，行业梯队初成。由于集成灶整体市场较混乱，市场层统计数据差异较大，多方对比后此处以奥维云网数据为准，该数据采自主要供应商，因此中小企业数据尚不完全，仅以行业格局分析为主。

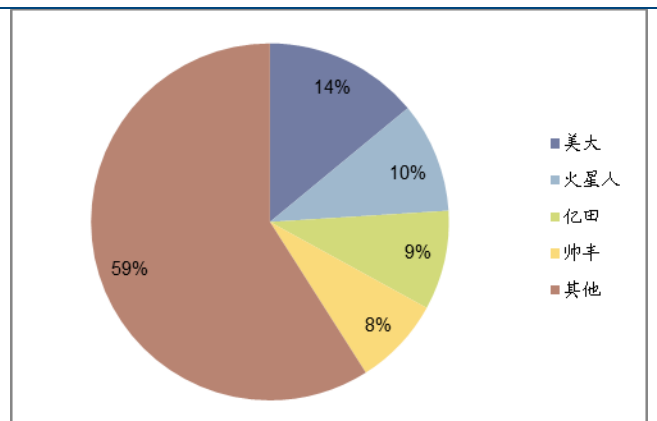
- ◆ **一超**：浙江美大作为集成灶行业开创者，也是目前唯一上市公司，在技术储备与产品积累均占据行业顶级地位。2017 年美大销量超 30 万台，占比高达 25%，集成灶营业收入为 9.26 亿元，占行业销售额 14%。

图 64: 2017 年集成灶销量格局



资料来源：奥维云网，东兴证券研究所

图 65: 2017 年集成灶销售额格局



资料来源：奥维云网，东兴证券研究所

- ◆ **多强**：火星人、亿田、帅丰、森歌等紧随其后。其中火星人 2017 年尝试 IPO，后

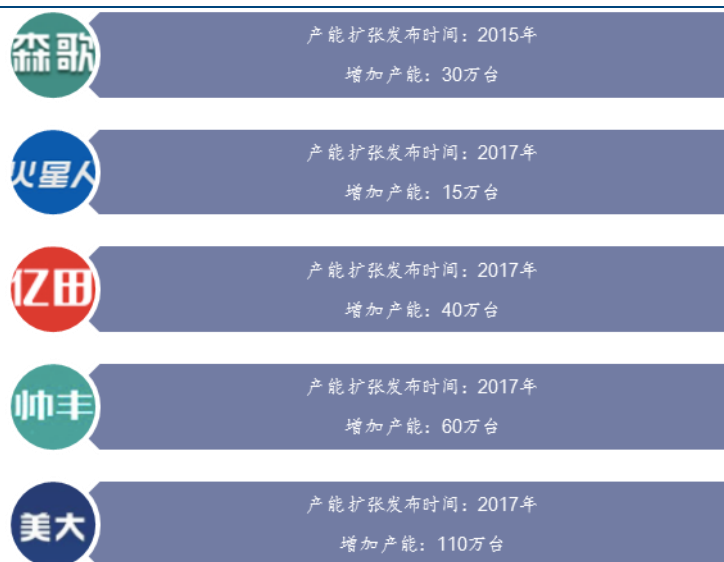
因市场环境、内部问题等因素暂时终止，帅丰也正积极股改以谋求上市。火星人、亿田、帅丰销售额占比分为 10%、9%和 8%，。而销量看，帅丰、亿田、森歌分别销售 18 万台、14 万台和 11 万台，占比 15%、12%和 9%。可见**第二梯队蓄势强劲，借行业扩大契机正在迅速扩大自身份额，缩短与美大的差距。**

- ◆ **三四梯队：**第三梯队如金帝、奥田、坂川、美多、风田等，销量在 3 万套以上，而如潮帮、优格、科大、科太郎、蓝炬星等尚在第四梯队扩张。
- ◆ **众环伺：**除了以集成灶产品发家的企业，随着集成灶市场发展，众多龙头企业已进入或计划进入集成灶市场。如海尔、美的、容声、志高等已布局集成灶产品，老板 2018 年 7 月宣布收购金帝后预计将快速进入主要梯队。同时万家乐、百得、迅达、前锋等品牌也明确表示将进入集成灶市场。**相对于集成灶自有厂商，家电龙头在厨电渠道、资金运作、生产规模上具有差异化优势，随着市场进一步发展可能对原有格局造成冲击。**

行业前排企业产能扩张，品牌力增强，市场分化初现。早期技术积累的前排企业已初步形成优势壁垒，依次为美大、火星人、亿田、帅丰、森歌，并随着生产与市场的快速布局市场分化将逐步扩大。

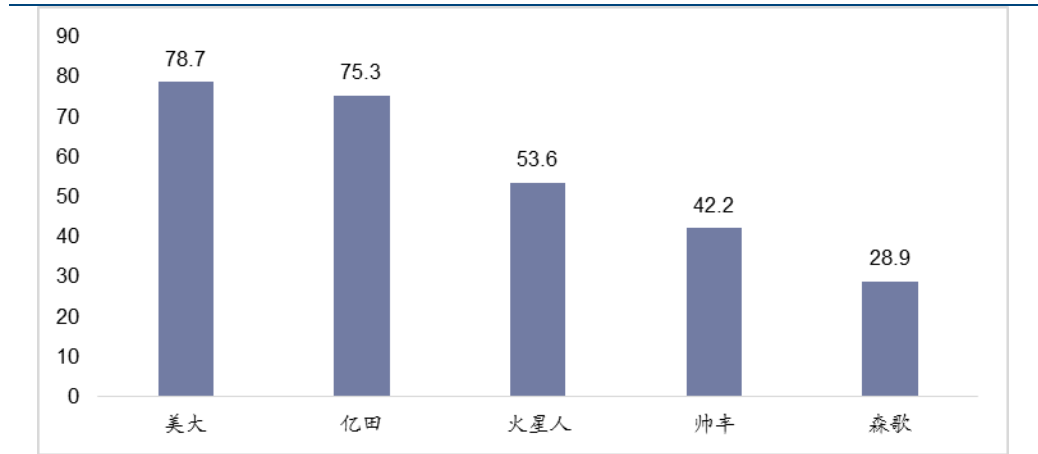
- ◆ **前五大企业近年均布局产能扩张计划，以美大计划增产 110 万台为首，各龙头增强规模效益，拉升市场覆盖能力。随着产能扩张的落实，生产爆发力强化，梯队间差距将进一步拉大。**

图 66：集成灶主要龙头近年发布的产能扩张计划



资料来源：艾肯家电网，东兴证券研究所

- ◆ **前五集团随着产品普及的深入，品牌效应随产品迭代而生成。如美大、亿田等公司已形成自身的品牌认知度。随着其先入优势和产品积累，前列团队所形成的品牌力将对后续新入竞争者造成市场优势。**

图 67: 2017 年集成灶市场主要品牌认知度


资料来源：智研咨询，东兴证券研究所

综合来看，集成灶市场所处的高速成长期，带来了场内品牌企业的狂欢，同时也造成实力洗牌的竞争格局。伴随着产业内梯队差距的拉大，实力的调整反超以及其他重量级龙头的入场布局，市场的投资机遇正在其中。

4.2 一超：浙江美大（002677）行业领袖制霸市场

浙江美大是集成灶行业的开创者和龙头，唯一上市公司。公司创立于 2001 年，可以说公司早期发展史就代表着集成灶整个行业的发展史，其为真正意义上的集成灶发明者，并以此产品发明带出一个产业。在成功实现产品升级后，公司成功于 2012 年 5 月 25 日在深交所 A 股上市。

生产规模及新增产能计划覆盖全市场，规模效应强大。美大目前拥有两个生产基地，生产装备在集成灶行业内属于顶尖水平，并实现了机器换人和自动化生产。目前年产能达 55 万台，相当于 2017 年整个市场销量的一半。2017 年 12 月公司启动新增 110 万产品线的建设，将在三年内建设高端自动化产线 12 条。彰显公司对市场的强大信心的同时，其生产体量将进一步巩固其龙头地位。

技术优势厚积薄发，技术层处于高维领导地位。公司是研发并掌握集成灶核心技术的开拓者，拥有专利 151 项，其中国际 PCT 专利 9 项，发明专利 26 项，实用新型专利 70 项。近年特别是其涡轮增压高效燃烧器技术推动行业向新高度进行。于此同时美大建立了 20 多个专业实验室，并建立完备质量管理机构和管理控制体系，是集成灶行业内检测项目最多的国家级权威检测机构，从产品质量上保障其品牌力。事实上，**美大也正是灶具能效国家标准、集成灶行业标准的主要起草单位，从业内维度上领先其他竞争者。**

市场认可度与覆盖度同步提高，产品积累雄厚。美大品牌拥有市场最多款型的集成灶产品，市场覆盖各场景需求。目前美大共 30 款产品，覆盖消毒柜型、消毒柜+电烤箱型、消毒柜+电蒸箱型、电蒸箱型和智能款等，以及专为小户型设计的单排集成灶。

类型与型号均为市场第一。其全面覆盖各规格产品，形成最具实力的产品格局。

表 6: 浙江美大不同类型及产品型号一览

类型	产品型号
油烟机, 燃气灶, 消毒柜	美大飞歌-基本款, 美大飞燕-基本款, 美大飞弧-基本款, 美大喜临门-基本款, 美大豪华之星, 世纪经典, 博爱经典, 时尚米兰-基本款, 时尚米兰-升级款, 时尚先锋, 时尚之星, 美大 750, 贵族型
油烟机, 电磁灶, 消毒柜	美大飞翔-基本款, 美大飞天-基本款
油烟机, 燃气灶, 消毒柜, 电烤箱	美大飞龙-基本款, 美大喜临门
油烟机, 燃气灶, 消毒柜, 电蒸箱	美大飞歌-蒸箱款, 美大喜临门-蒸箱款, 美大飞龙-蒸箱款, 美大飞翔-蒸箱款
油烟机, 燃气灶, 电蒸箱	美大飞天-蒸箱款, 美大飞燕-蒸箱款, 时尚米兰-蒸箱款
智能款	时尚米兰-智能款, 美大飞天-智能款, 美大飞燕-智能款
单排	美大智尊 1, 美大智尊 3, 美大智尊 5

资料来源：浙江美大官网，东兴证券研究所

多元营销网络完备，渠道先手优势显著。美大具有进入市场的先手优势，多年来持续扩张市场渠道覆盖，至 2018 年 6 月底以拥有 1000 多家一级经销商，并具有销售终端近 2300 个，覆盖。同时建材 KA、电器 KA 线深化战略合作，实现高端渠道覆盖。率先在海南、浙江与房地产商合作，从工程端先手垄断。也在线上电商平台实现专业化运营，线上线下结合的多元化营销。

图 68: 浙江美大营销网络已基本覆盖全国

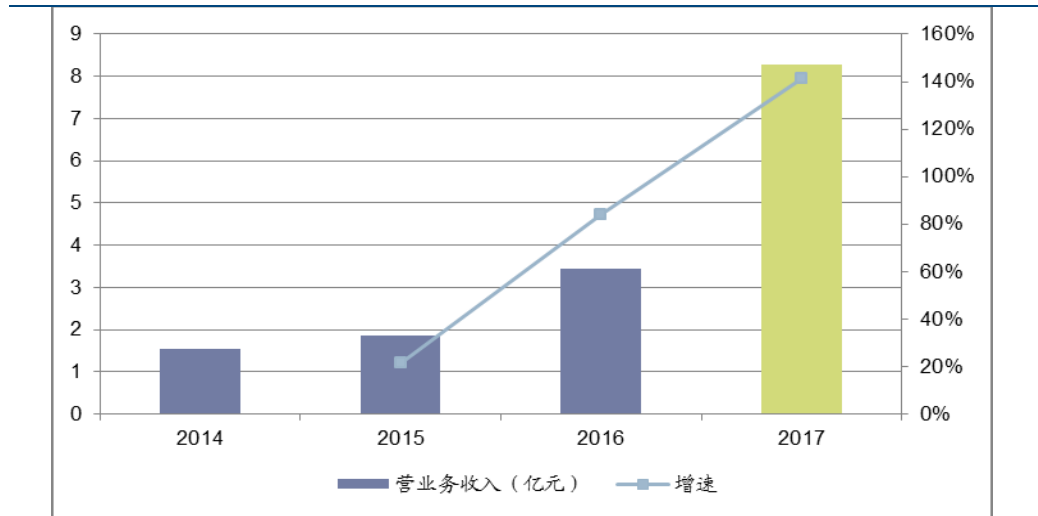


资料来源：公开网络资料，东兴证券研究所

4.3 多强：各显其能的狂奔四小强

4.3.1 火星人：黑马狂奔 比肩美大谋求超越

图 69: 火星人营收及增速



资料来源：火星人招股说明书，艾肯家电网，东兴证券研究所

营收异军突起，翻倍式增速成行业黑马。火星人近两年增速高歌猛进，至2016年招股说明书中数据显示营收为3.43亿元，增速84%，随后据艾肯家电网报道，2017年火星人销售收入猛增至8.28亿元，增速高达141%。该数据若落实则火星人将具有集成灶行业保二争一的地位，成为美大的最有力竞争者。

蒸箱型集成灶带动节奏，差异化竞争建功。火星人高速增长与其创新蒸箱新品密切相关，2015年推出业内首款蒸箱型集成灶X2Z，从而开启模块化集成灶的新分支，并迅速得到市场认可。目前火星人蒸箱型集成灶市场成为其主打，这主要是迎合了市场对集成化功能的需求。

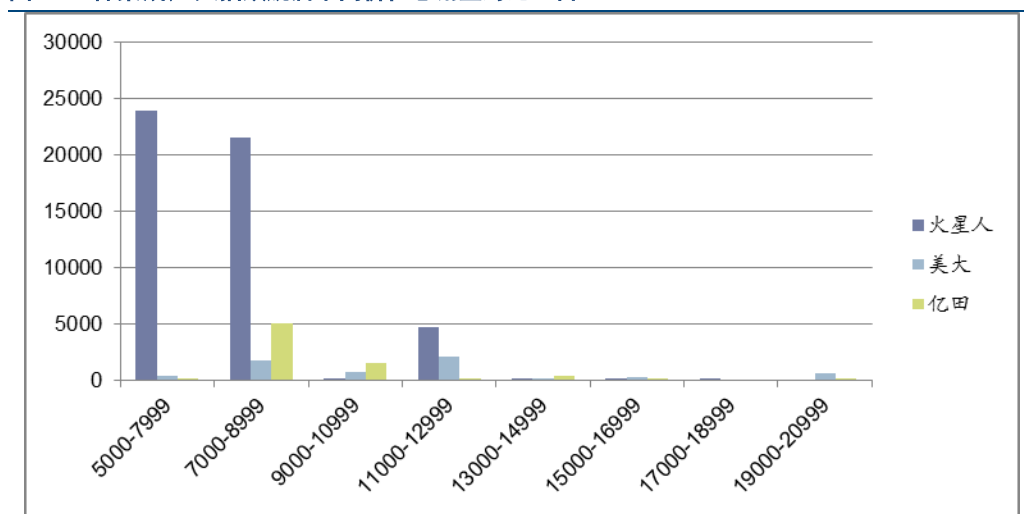
表 7: 火星人不同类型及产品型号一览

类型	产品型号
油烟机，燃气灶，电蒸箱	Q5Z, X7Z, X2Z, X3Z
油烟机，燃气灶，消毒柜	X5, Q5
油烟机，电磁灶，消毒柜	X2, E3
油烟机，电磁灶，消毒柜，自清洗	X7

资料来源：火星人官网，东兴证券研究所

线上渠道抢先布局，营销执行力度强劲。据艾肯家电报道，2017年火星人两大电商平台销售额突破两亿元，线上销额占全渠道的24%以上，线上销量规模远超业内其他竞争者。在集成灶行业整体线上销额占比仅17%的环境下，其抢先布局受益匪浅。同时线下加速跑马圈地，招商会、专卖店迅速增加，全国型(12场)、区域性(2275场)促销活动同样数字斐然。一展后起之秀的爆发力。

图 70: 各集成灶天猫旗舰店不同价位总销量对比 (台)



资料来源：浙江美大天猫旗舰店，火星天猫旗舰店，亿田天猫旗舰店，东兴证券研究所

另外值得一提的是，火星于 2017 年 6 月 8 日申报 A 股 IPO，并于 6 月 30 日提交招股说明书材料，但由于市场环境严谨化及可能的关联交易问题，目前终止了 IPO 进程。对其后续上市安排我们保持高度关注。

4.3.2 亿田：高研发投入下的快速扩张

老牌集成灶企业，参与早期技术创新，积累雄厚。浙江亿田智能厨电股份有限公司创立于 2003 年，并在 2007 年率先应用第二代的侧吸下排集成灶技术，推动集成灶产业发展。随后 2014 年联合中国科学院过程工程研究所成立“亿田厨电节能环保技术研发中心”，深入研究油烟净化技术，形成长期积累。

研发投入庞大，厚积薄发之路长远。据公司官网称，亿田每年将营收 6% 左右金额用做研发费用，按照奥维云网数据，2017 年亿田营收约 6.1 亿元，则其研发费用接近 3700 万元，这一投入量甚至超过龙头美大的 3343.78 万元，充分体现亿田长期技术积累的战略。近年的双重杀菌、顶级防火、智能溢油报警、自动巡航增压、双清洗等技术更新，也正是高研发战略下的丰硕成果。值得一提的是，**亿田 S7 是目前集成灶市场唯一一款洗碗机型集成灶**，新型分支产品所带动的市场需求，有望在市场导入后为亿田带来超预期销量增速。

表 8: 亿田不同类型及产品型号一览

功能	型号
油烟机，燃气灶，消毒柜	F6X, S1, S3D
油烟机，燃气灶，消毒柜，洗碗机	S7
油烟机，燃气灶，电蒸箱	S6, S3

资料来源：亿田官方旗舰店，东兴证券研究所

图 71: 亿田 S7 洗碗机型集成灶



资料来源：东兴证券研究所

重资扩产能，打造智能化生产基地。2018年6月底，亿田耗资21.8亿元打造智能环保集成灶建设项目，其总规划660亩工程，项目全部建成后将实现120万套智能环保集成灶的生产能力。其中包含智能集成厨房、互联网+智能厨房电控等等先进制造技术和装备，自动化程度应用程度高，规模预计达市场需求。

亿田同样有上市规划，按2018年初管理层规划，预计2018年实现保底销额10亿元，并于2019年年底敲钟上市，登陆主板。其后续上市信息值得期待。

4.3.3 帅丰：需求深思考下的性能升级

销量覆盖领先，产能扩张促加速。据奥维云网称，帅丰2017年销量达18万台，仅次于浙江美大的30万台销量，在市场覆盖上领先其他竞争者。同时帅丰进行新厂区规划建设，建成后将具备120万套的年生产能力，成为行业圈地的领先者。

厨电需求深思考，技术迭代规避同质化。

- ◆ **控烟技术更进一步。**在烟机基础的控烟能力上，帅丰号称达到油烟吸净率99.96%的极限水平，同时油脂分离率达98.91%，该指标可称为行业顶级水平。
- ◆ **焱动力燃烧器提升灶具安全性。**通过新型燃烧器技术，帅丰产品大幅降低台面温度，对比普通台面在工作半小时温度可达100度以上，帅丰焱动力产品台面控制在65度左右，大幅提高灶台安全性，并充分克服燃气泄漏风险。
- ◆ **针对清洗困难开发的可拆洗翻盖集成灶。**考虑早期市场对集成灶清洗困难问题的反馈，帅丰开发了可拆洗翻盖集成灶专利。

- ◆ 对大中小户型全覆盖，针对不同厨房户型、功能要求，定制不同产品类型，以实现精准需求覆盖。

表 9: 帅丰不同类型及产品型号一览

类型	产品型号
油烟机，燃气灶，消毒柜	F16-3B, S-3b 90, T9-3b 90, S7-3b 90, UX8-3b 90 f35, V5-3 70 bs, V6-3b 90, V7-3b 90, V9-3b 90
油烟机，燃气灶，电蒸箱	V9-9b 90, V9-9b 80, F16-9B, GTS-9b 90, S7-9b 90, V7-9b 80

资料来源：帅丰官方旗舰店，线下门店，东兴证券研究所

- ◆ 细节上，帅丰采用特殊边沿设计，可以省去粘胶完美贴合橱柜。另外每个产品有唯一产品编码，以供追溯生产和验证真伪。

与酷家乐家居设计平台合作，产品搭配在家装期抢占竞争优势。帅丰通过上游家装端战略布局，对装修阶段消费者进行市场教育，和多元化选择，通过 VR 模拟推广产品消费体验，抢占自身差异化渠道优势。

此外，2016 年底，帅丰已正式启动上市计划，其后续招股信息和上市进程值得我们持续关注。

4.3.4 森歌：新销售模式下谋求突破

销量稳健，第二梯队地位稳定。据奥维云网数据，森歌 2017 年销量约 11 万台。在新增森歌 4.0 智能厨电产业园后，实现年产 25 万台智能型集成灶产品的生产国模。相对后续梯队，其前序梯队地位稳定。

“新零售+无界零售”模式下谋求渠道突破。森歌依托近年大数据、人工智能等先进技术升级商品生产、流通与销售，并在无界零售的区域内“人流、物流、资金流、信息流”四要素流通下，实现 2018 年线上 618 活动期间单品 T1Z 的销量冠军，单品月销量大 2600 余台。

第二梯队中渐居后位，品牌差异化定位是突破关键。相对数年前四大企业稳居集成灶第二梯队，随着近年各企业的高速发展，火星人、帅丰、亿田等增速规模更具优势，森歌渐居梯队后排。在智研咨询的品牌认知度调查中，森歌以 28.9 居于前五品牌的末位。其中关键突破点是在高速成长的市场阶段下寻求品牌的差异化地位，在局部市场率先立足并突破。

4.4 众环伺：尚未见规模的潜力机会

除去集成灶市场前两梯队的优势积累企业，三四梯队中也不乏潜在亮点公司。而随着前两梯队市场份额的侵占，为巩固自身发展，三四梯队也谋求自身的发展之道。同时，前期场外龙头也因集成灶市场的高速增长，将入场发展、市场开拓纳入近期计划。如

早期已入场的海尔、美的、容声、志高等传统家电龙头，其中着重需关注传统厨电竞争龙头如老板的进驻战略。

4.4.1 老板+金帝：厨电系企业场内肉搏终将上演

由质疑到主动布局，集成灶产品刚需经受住考验。集成灶发明伊始，就受到传统烟灶市场的多方面质疑，其中指出的诸多技术问题也正是近年集成灶企业改进升级的源泉。时至今日，随着2018年7月18日老板电器宣布以51%的比例控股集成灶产业的金帝电器，正式宣布厨电龙头进驻集成灶市场，也意味着集成灶产业之争进入新的阶段。

厨电龙头与集成灶企业带来产品技术差异化提升。诚然老板没有深入的集成灶产品技术，但自身烟机灶具的技术积累和金帝的生产设计案例，将快速拉动老板的集成灶产业迅速步入正轨并推陈出新。其结合优势技术带来的产品革新可能是原本的集成灶市场所难以实现的。

金帝电器具有完备集成灶生产设计经验，产品技术基础完备。金帝自身稳居集成灶第三梯队，根据艾肯家电、官方报价推算，2017年收入规模近2亿元，销量约4-5万套，具有相当的市场规模。同时其研发、品牌认知度上已具有一定优势，其中他塔尔加A900更荣获德国工业设计IF设计奖、中国设计红星奖。

老板+金帝组合核心优势在于厨电龙头渠道层的压制性优势。

- ◆ 零售端截至2018年6月底，老板已有一二线厨源店103家，三四线专卖店3253家，无论梯度或覆盖密度，均明显高于集成灶龙头。
- ◆ 工程端，按照奥维房地产精装修数据，老板吸油烟机市场份额高达39.8%，位居行业第一。同时与绿城、万科、碧桂园、滨江、首创等地产空头的合作仍在不断巩固，提升工程渠道溢价能力。
- ◆ 电商端，据奥维线上数据，老板厨电套餐线上占有率达28.4%，稳居行业第一。
- ◆ 以上数据尚未算入老板旗下大众品牌“名气”的渠道建设，至2018年6月底，名气有一级经销商94家，省会网点223家，地级市网点933家，县级市网点2574家，乡镇网点4225家，其中专卖店就达到2735家。
- ◆ 综合老板、名气的渠道布局，已形成对集成灶企业的全方位压制式优势。

不同于其他龙头，厨电系龙头可快速将集成灶产品力转化成实际业绩。虽然早期海尔、美的等均宣布有自身集成灶产品，但厨电系龙头老板的加入对集成灶市场的冲击将远超其他家电企业。这正是因为集成灶与传统烟灶本就是同赛道竞争关系，老板原有渠道可无缝对接继承。正如2015年厨电龙头方太开发水槽式洗碗机后，经渠道推广实现倍数增长，在短短两年内线下洗碗机占比高达38.5%（中怡康数据），与老牌洗碗机霸主西门子分庭抗礼。

正因此，我们判断老板入驻集成灶产业后的市场格局将受到冲击，其具体发展，需根

据老板对自身传统烟灶与集成灶的定位和战略来判断。但无论对老板、金帝，或集成灶市场，该并购均是优秀的上升契机。

4.4.2 其他三四梯队：同质化现象严重 独特定位方可突围

对于其他三四梯队企业如美多、板川、奥田、风田、科大、潮帮、蓝炬星等，在集成灶发展早期成功看到契机并得以入场，但目前发展已开始受制。现阶段得益于整体市场的快速增长，如能确定自身独特品牌定位，将仍有望乘风上升。

美多变频系列集成灶，差异化需求潜力待市场反馈。美多核心产品为变频系列集成灶，通过降低优化效率、降动态降低功率来节约资源，号称可由 275W 的普通集成灶功率降至 148W，以此节约家庭电费开支。同时产品具有较强降噪性能，因此有望获得差异化消费需求。

整体三四梯队产品同质化严重，在无市场爆发点情况下恶性循环。众多中小集成灶厂商产品和技术没有过多差异化亮点，更多靠市场基本面提升而得到小规模营收业绩。随着长期集成灶市场基本面增速放缓，这其中大多数企业将随着一二梯队的市占侵占而退出市场。

5. 投资策略

我们认为集成灶市场历经三代产品技术迭代，目前已完成产品力积累进入高速成长期。对比传统烟灶，集成灶产品具有的压倒性核心控烟优势，并因结构调整在人体健康、降噪、油烟分离等方面有长足优势，其第三代模块化技术更是实现多种厨电功能叠加替换，成为传统烟灶的强有力新晋竞争者，其抢占烟灶市场趋势已成定局。

对集成灶市场，中国市场具有独特的三级需求推动其持续高速发展。

- ◆ 首先承接烟灶市场整体的普及红利，当下中国市场厨电仍处于普及发展阶段，整体市场潜在空间为集成灶发展提供增速；
- ◆ 其次自身空间压缩和高控烟力，发掘了中小户型小厨房痛点的刚需性，及开放式厨房风潮下高控烟标准的刚需，促使形成对集成灶的高依赖市场；
- ◆ 最后但同样重要的是，功能模块化赋予了集成灶对厨电需求替代的潜力，如对嵌入式蒸烤箱甚至洗碗机，均形成单向替代逻辑，长期市场发展极具期待。

在集成灶市场成长期增速拐点已现的当下，未来数年内市场预期极高，且对集成灶存量空间的预判较高，在目前低渗透率情况下集成灶市场发展空间庞大。随着上游市场持续转好，多元渠道网络的推广及完善，以及产品认知的深入，集成灶市场终将成长为核心家电品类的市场规模，增长确定性极强，对集成灶市场给予“看好”评级

目前集成灶行业呈现“一超多强众环伺”的格局，作为集成灶产品的开创者和行业领袖，

浙江美大齐聚生产规模、技术积累、渠道先手等优势，位于市场顶层占据领导优势。此外“多强”中的火星人、亿田、帅丰三家各有亮点和差异化优势，并均有上市计划或进程，持续关注对后续机会意义重大。最后“众环伺”中有如海尔、美的、容声等多家龙头在场内布局，尤其关注厨电龙头老板电器收购金帝后在集成灶市场的布局，其具有厨电渠道的压制性优势，在产品力突破后可能快速进入主要梯队。对集成灶产品龙头浙江美大维持“推荐”评级。同时持续重点关注厨电龙头**老板电器**。

风险提示：地产行业复苏不及预期，市场导入推广进度不及预期。

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续2012年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续2012年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

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

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴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法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。