

浙江美大 (002677.SZ)

集成灶龙头成长正当时

集成灶行业领跑者，盈利能力强。公司总营收从2012年的3.6亿元上升至2019年的16.84亿元，CAGR为24.64%。2012-2019年净利润由0.88亿元上升至4.6亿元，CAGR达26.64%。盈利能力方面，公司2019年净利率相比2018年提升了近4个百分点至33.05%。ROE由2014年的14.44%上升至2019年的31.9%。

集成灶行业渗透率低，且集中度有提升空间。集成灶行业的发展较晚，但其发展速度较快，高于传统烟灶增速：2015-2019年，集成灶销售额由48.8亿元上升至162亿元，CAGR达38.3%，高于传统烟灶行业增速。主要系1)集成灶产品本身油烟吸净率高，2)产品迭代改善安全性，3)产品的丰富度提升同时带动了集成灶量和价的上升，4)新房装修中的中小户型新装是集成灶规模提升的主要驱动力。从渗透率看，截至2018年渗透率仅为9%，具有发展空间；渠道方面，KA渠道和线上渠道均有待打开。从行业格局看，品牌众多，格局相对分散集中度CR4仅25%。近年来龙头公司均有不同幅度的产能扩张计划，预计未来行业渗透率将进一步提升，且市占率向龙头集中，但行业价格竞争可能加剧。

美大在产品端和渠道端竞争优势显著。产品端，浙江美大销售规模远高于其与竞争对手，给公司带来了明显的规模效应，成本控制能力更强。公司的高端定位和优质的产品质量给了公司较高的品牌溢价，其盈利能力高于其余竞争对手；渠道端，美大网点密集，公司有2500个左右网点，数量远超同行业其他公司（其余在1000-1500个之间），且经销商实力和运营能力强于竞争对手。

渠道多元化，拓宽产品链。在新一轮的发力中，美大持续拓宽开启多元化销售渠道，在KA渠道、线上渠道和工程渠道上发力，并逐步拓展一、二线城市渠道；在产品方面，公司不断升级产品并布局全新领域产品，集成水槽、蒸箱、烤箱、洗碗机、橱柜等系列厨电新产品持续推出。

盈利预测与投资建议。我们预计2020-2022年公司营业收入分别为18.20/20.85/23.72亿元，同增8%/14.6%/13.7%，归母净利润分别为5.01/5.77/6.5亿元，对应PE分别为14.1/12.2/10.9倍，公司享受集成灶行业发展红利，且产品和渠道优势显著，未来龙头公司集中度有望进一步提升，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：渠道推进不及预期；新品拓展不及预期；价格战导致盈利受损。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,401	1,684	1,820	2,085	2,372
增长率 yoy (%)	36.5	20.2	8.0	14.6	13.7
归母净利润(百万元)	378	460	501	577	650
增长率 yoy (%)	23.7	21.8	9.0	15.1	12.7
EPS最新摊薄(元/股)	0.58	0.71	0.78	0.89	1.01
净资产收益率(%)	27.7	30.3	30.0	29.5	28.3
P/E(倍)	18.7	15.4	14.1	12.2	10.9
P/B(倍)	5.2	4.7	4.2	3.6	3.1

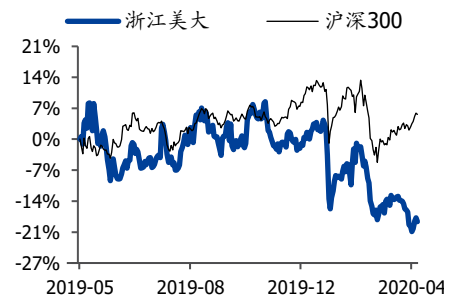
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入 (首次)

股票信息

行业	白色家电
最新收盘价	10.91
总市值(百万元)	7,048.42
总股本(百万股)	646.05
其中自由流通股(%)	48.50
30日日均成交量(百万股)	2.11

股价走势



作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

分析师 马王杰

执业证书编号：S0680519080003

邮箱：mawangjie@gszq.com



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	956	916	1090	1351	1672
现金	839	799	948	1197	1489
应收票据及应收账款	17	18	20	23	26
其他应收款	4	0	4	1	5
预付账款	31	14	34	21	42
存货	64	80	78	103	104
其他流动资产	0	6	6	6	6
非流动资产	825	1070	1105	1190	1278
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	324	729	758	826	887
无形资产	175	174	190	211	235
其他非流动资产	327	167	156	154	155
资产总计	1781	1987	2195	2541	2949
流动负债	412	440	497	554	621
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	161	240	200	306	272
其他流动负债	251	199	297	247	349
非流动负债	4	28	28	28	28
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	4	28	28	28	28
负债合计	416	468	525	582	649
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	646	646	646	646	646
资本公积	105	105	105	105	105
留存收益	656	815	815	815	815
归属母公司股东权益	1365	1519	1670	1960	2301
负债和股东权益	1781	1987	2195	2541	2949

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	442	543	569	662	730
净利润	378	460	501	577	650
折旧摊销	36	37	54	61	70
财务费用	-4	-13	-14	-19	-25
投资损失	-11	-4	-4	-4	-4
营运资金变动	28	53	31	46	39
其他经营现金流	15	9	0	0	0
投资活动现金流	-171	-274	-85	-143	-154
资本支出	292	280	34	86	88
长期投资	113	0	0	0	0
其他投资现金流	233	6	-50	-58	-66
筹资活动现金流	-299	-304	-336	-269	-285
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	-0	0	0	0	0
资本公积增加	8	0	0	0	0
其他筹资现金流	-307	-304	-336	-269	-285
现金净增加额	-29	-34	148	249	292

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1401	1684	1820	2085	2372
营业成本	679	783	859	988	1128
营业税金及附加	15	12	9	10	12
营业费用	154	257	273	317	365
管理费用	81	66	58	63	71
研发费用	41	51	56	63	71
财务费用	-4	-13	-14	-19	-25
资产减值损失	1	0	0	0	0
其他收益	1	2	0	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	11	4	4	4	4
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	446	535	582	670	755
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	2	1	0	0	0
利润总额	444	534	582	670	755
所得税	67	74	81	93	105
净利润	378	460	501	577	650
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	378	460	501	577	650
EBITDA	455	548	610	699	785
EPS (元/股)	0.58	0.71	0.78	0.89	1.01

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入 (%)	36.5	20.2	8.0	14.6	13.7
营业利润 (%)	24.1	20.0	8.9	15.1	12.7
归属母公司净利润 (%)	23.7	21.8	9.0	15.1	12.7
获利能力					
毛利率 (%)	51.5	53.5	52.8	52.6	52.4
净利率 (%)	26.9	27.3	27.6	27.7	27.4
ROE (%)	27.7	30.3	30.0	29.5	28.3
ROIC (%)	26.0	28.4	28.2	27.6	26.4
偿债能力					
资产负债率 (%)	23.3	23.5	23.9	22.9	22.0
净负债比率 (%)	-61.2	-50.8	-55.1	-59.7	-63.5
流动比率	2.3	2.1	2.2	2.4	2.7
速动比率	2.1	1.9	2.0	2.2	2.4
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	106.0	95.7	95.7	95.7	95.7
应付账款周转率	4.9	3.9	3.9	3.9	3.9
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.58	0.71	0.78	0.89	1.01
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.68	0.84	0.88	1.02	1.13
每股净资产 (最新摊薄)	2.11	2.35	2.59	3.03	3.56
估值比率					
P/E	18.7	15.4	14.1	12.2	10.9
P/B	5.2	4.6	4.2	3.6	3.1
EV/EBITDA	13.7	11.5	10.1	8.4	7.1

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

1. 浙江美大：集成灶领跑者	5
1.1 开启国内集成灶序幕	5
1.2 营收高增长，盈利能力强	5
2. 行业发展提速，未来发展空间广阔	7
2.1 行业渗透率快速提升，远未到天花板	7
2.2 行业集中度较低，中小参与者众多	10
2.3 龙头产能扩张下，行业集中度或迎来进一步提升	12
3. 横向对比，看浙江美大竞争优势	13
3.1 产品端：质量有保障，成本更有竞争力	13
3.2 渠道端：经销商布局优势显著	15
4. 开启新一轮发展	17
4.1 持续拓宽线上线下多元化销售渠道	17
4.2 重视研发，扩大产品布局	19
4.3 营销结构调整，加速推进品牌建设	20
5. 盈利预测与估值讨论	20
5.1 盈利预测	21
5.2 估值讨论	22
风险提示	23

图表目录

图表 1: 浙江美大的发展历程	5
图表 2: 2019H1 股权情况	5
图表 3: 2012-2019 年公司营收情况 (百万元)	6
图表 4: 2012-2019 年业务拆分	6
图表 5: 2016-2019H1 年净利率比较	6
图表 6: 公司 ROE 及拆分	6
图表 7: 费率及净利率情况	7
图表 8: 集成灶行业销售变化情况	7
图表 9: 集成灶行业与传统烟灶行业对比	7
图表 10: 线上及线下销量情况 (万台)	8
图表 11: 线上及线下销售额情况 (亿元)	8
图表 12: 集成灶与传统吸油烟机对比	8
图表 13: 三代集成灶对比	9
图表 14: 2016 年起的集成灶线上种类占比	9
图表 15: 各品类产品线上均价 (元/件)	9
图表 16: 中小户型住宅销售占比	10
图表 17: 集成灶渗透率情况	10
图表 18: 渠道分布对比	10
图表 19: 集成灶品牌	11
图表 20: 集成灶企业分布图	11
图表 21: 各品牌集成灶行业市占率情况	11
图表 22: 美的、海尔集成灶产品	12

图表 23: 各品牌年产新增计划 (万台)	12
图表 24: 油烟机内销量情况 (万台)	12
图表 25: 各价格段集成灶产品占比	13
图表 26: 各品牌集成灶销售额(亿元).....	13
图表 27: 各品牌集成灶销量(台).....	13
图表 28: 2012 年时浙江美大的主要技术指标	14
图表 29: 各品牌集成灶产品单价 (元/台)	14
图表 30: 各品牌集成灶产品单个成本 (元/台)	14
图表 31: 2018 年各品牌单价成本拆分情况 (元/件)	15
图表 32: 分品牌毛利率 (%)	15
图表 33: 各品牌销售模式和客户结构对比	16
图表 34: 2018 年品牌的各渠道占比.....	16
图表 35: 浙江美大经销商门店 (个)	16
图表 36: 2019H1 各品牌经销商数量及网点数量对比 (个)	16
图表 37: 2019 年各公司销售人员情况 (人)	17
图表 38: 各公司经销商平均销售规模 (万元)	17
图表 39: 2017-2018 年集成灶品牌线上销售额占比.....	18
图表 40: 2017-2018 年集成灶品牌线上销量占比	18
图表 41: 美大在工程渠道上的目标和内容	18
图表 42: 2019 年营收区域结构情况.....	19
图表 43: 2019 年美大新品.....	19
图表 44: 橱柜业务收入 (百万元)	20
图表 45: 销售费用情况 (百万元)	20
图表 46: 集成灶量价预测	21
图表 47: 公司营收拆分 (百万元)	21
图表 48: 毛利率预测.....	22
图表 49: 浙江美大、华帝股份和老板电器估值对比.....	22

1. 浙江美大：集成灶领跑者

1.1 开启国内集成灶序幕

中国集成灶行业的领跑者。浙江美大成立于 2001 年，以打造整体健康智能化厨房为目标，2003 年推出集成灶产品，开启下排烟时代，2012 年于深交所上市，销量在行业中第一名。

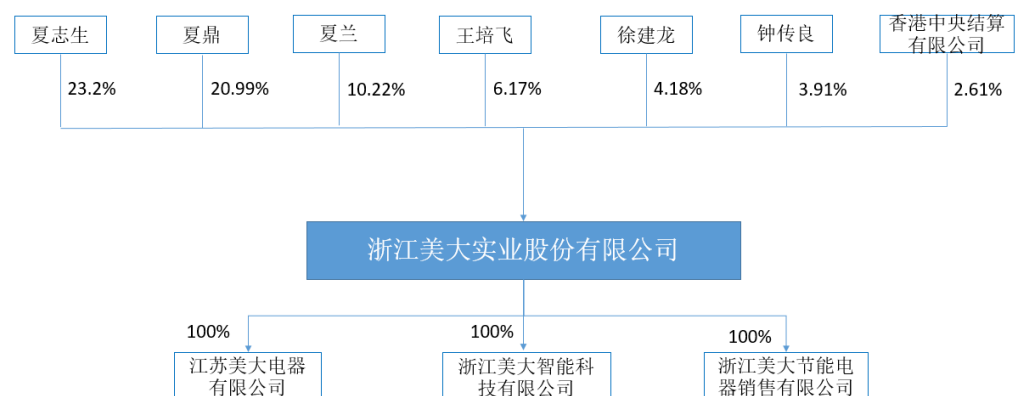
图表 1: 浙江美大的发展历程



资料来源：浙江美大官网，国盛证券研究所

家族式控股，结构稳定。截至 2019 年年中，公司副董事夏志生持股 23.2%；其子夏鼎为公司法定代表人，持股 20.99%；其女夏兰担任公司总经理及董事长，持股 10.22%，三人累积持股 54.41%，为公司核心控股人。

图表 2: 2019H1 股权情况

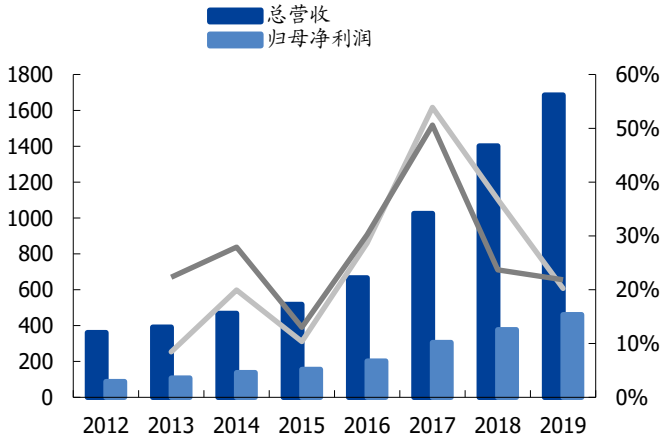


资料来源：浙江美大半年报，国盛证券研究所

1.2 营收高增长，盈利能力强

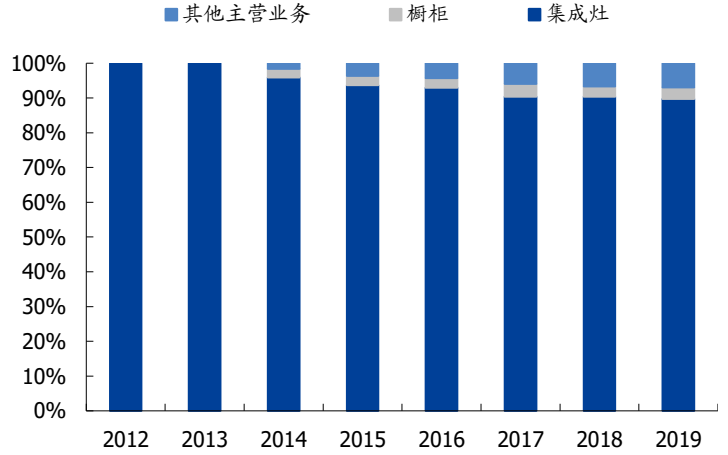
受益行业渗透率提升，公司营收和净利润高增长。自上市以来，公司总营收从 2012 年的 3.6 亿元上升至 2019 年的 16.84 亿元，CAGR 为 24.64%。2012-2019 年净利润由 0.88 亿元上升至 4.6 亿元，CAGR 达 26.64%。

图表3: 2012-2019年公司营收情况(百万元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

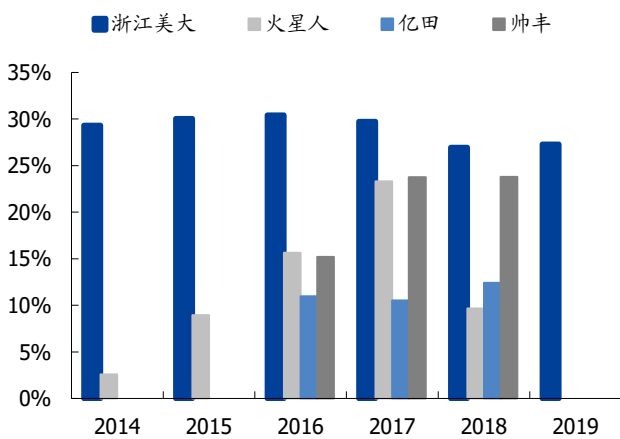
图表4: 2012-2019年业务拆分



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

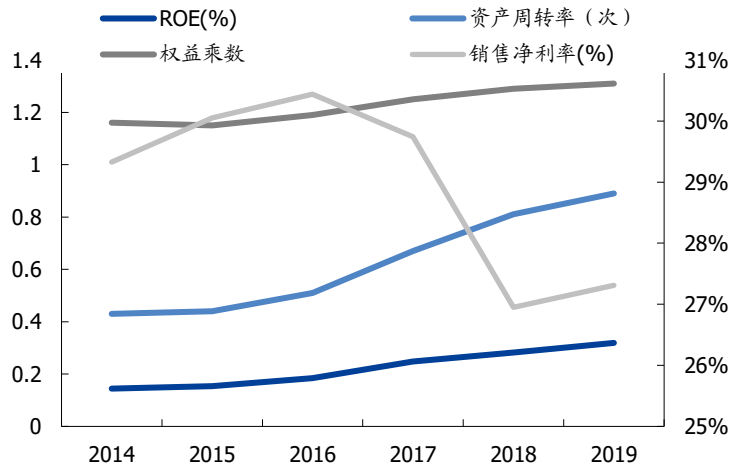
公司整体盈利能力领先于同行公司。从净利率看,美大的净利率一直保持在30%左右,远高于同行业其他公司。从ROE看,一直处于上升状态,由2014年的14.44%上升至2019年的31.9%。通过杜邦拆分我们发现,资产周转率不断提升是ROE不断增长的主要原因,主要系公司较强的经销商管控能力有效地提高了存货周转率和应收账款周转率。

图表5: 2016-2019H1年净利率比较



资料来源: 帅丰招股书, 国盛证券研究所

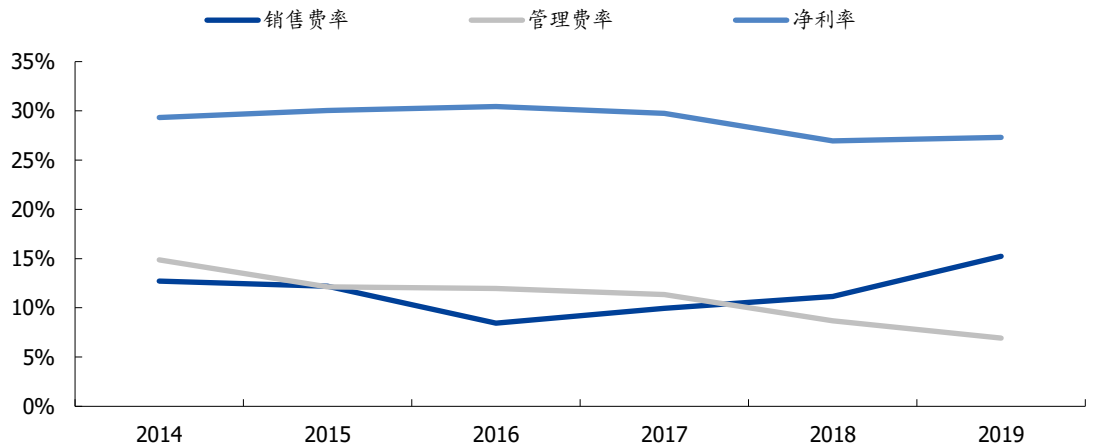
图表6: 公司ROE及拆分



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

公司费用投入与管控并行,净利率略有回升。一方面,公司加大对广告等营销活动的销售费用投入以提高公司的品牌影响力,2014-2019年,销售费率由12.7%上升至15.24%;另一方面,公司加强管理费用管控,管理费率(包含研发费用口径)从由2014年的12.14%下降至2019年的6.93%。在销售费用和管理费用的双向推动下,公司的净利率略有上升,2019年净利率相比2018年提升了近4个百分点。

图表7: 费率及净利率情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

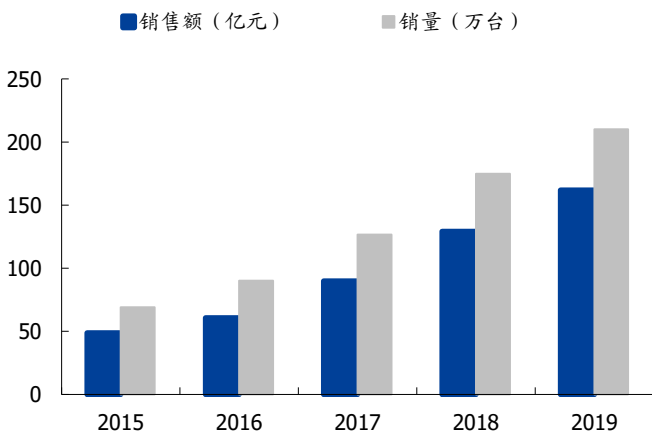
注: 管理费率计算包含了管理费率与研发费率

2. 行业发展提速, 未来发展空间广阔

2.1 行业渗透率快速提升, 远未到天花板

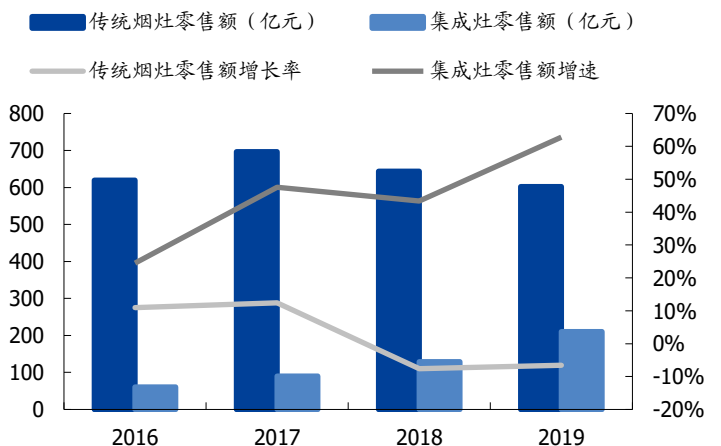
集成灶行业发展速度远高于传统烟灶行业。集成灶行业的发展较晚, 但其发展速度较高, 2015-2018年, 集成灶的销量从69万台上升值174.8万台, 销售额从48.8亿元上升至129.2亿元, CAGR达36.3%。相比于传统烟灶行业, 2016-2018年其销售额由620亿元上升至644亿元, CAGR为19.2%, 低于集成灶行业增速。2019年整体厨电行业销售额降为602亿元, 同比增长-7%, 而集成灶当年效量为210万台, 销售额为162亿元, 销售额同比增长62.8%。

图表8: 集成灶行业销售变化情况



资料来源: 中怡康, 国盛证券研究所

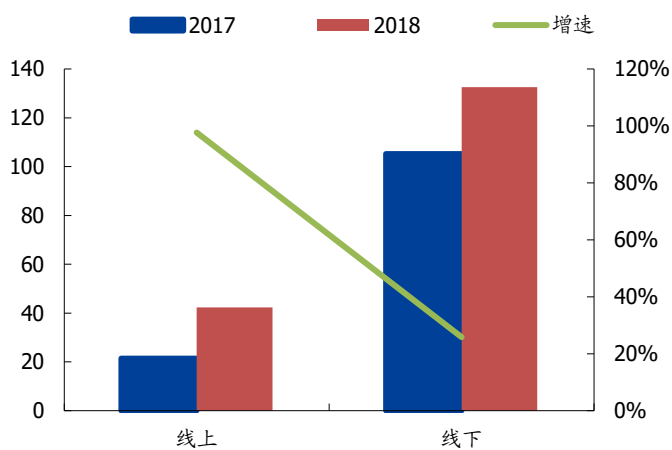
图表9: 集成灶行业与传统烟灶行业对比



资料来源: 亿田招股书, 国盛证券研究所

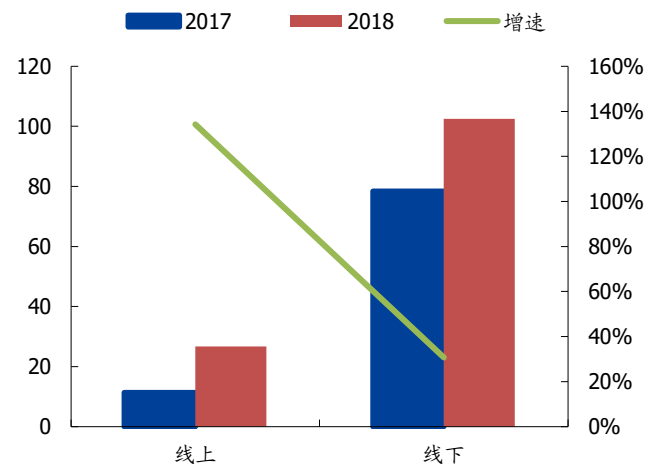
据中怡康数据显示, 2018年我国集成灶线上销量达到42.3万台, 同比增长97.7%, 销售额为26.7亿元, 同比增长134.2%; 线下销量达到132.5万台, 同比增长25.8%, 销售额为102.5亿元, 同比增长30.7%, 线上销售方式明显拉动了集成灶的发展。

图表 10: 线上及线下销量情况 (万台)



资料来源: 中怡康, 国盛证券研究所

图表 11: 线上及线下销售额情况 (亿元)



资料来源: 中怡康, 国盛证券研究所

集成灶的高速增长原因:

产品本身优点显著

相比于传统油烟机、燃气灶, 集成灶在吸油烟率、油脂分离度、降噪、空间、外观和清洁维护上优势显著。在油烟吸净率上, 集成灶行业标准是常态气味降低度应高于 99.75%、瞬时气味降低度应高于 66.21%, 相比传统烟灶的标准为吸油烟机常态气味降低度应高于 90%, 瞬时气味降低度应高于 50%; 油脂分离度上, 按国家标准外排式油烟机的油脂分离度应不低于 80%, 而 2017 年集成灶行业油脂分离度平均水平约为 95.61%; 在降噪水平上, 吸油烟机的国家标准是上限值为 73dB, 而集成灶的行业平均水平是 69.48dB; 空间上, 由于集成灶集合吸油烟机、燃气灶、消毒柜等功能, 能够较好的节省厨房空间, 增加了厨房的空间利用率; 外观上, 模块化设计, 造型更美观; 清洁维护方面, 集成的各个部分拆卸相对容易, 也有助于日常的清洁维护。

图表 12: 集成灶与传统吸油烟机对比

	集成灶	传统吸油烟机
吸油烟率	常态气味降低度应高于 99.75%; 瞬时气味降低度应高于 66.21%	吸油烟机常态气味降低度应高于 90%; 瞬时气味降低度应高于 50%
油脂分离度	油脂分离度平均水平约为 95.61%	油脂分离度应不低于 80%
降噪	行业平均水平是 69.48dB	上限值为 73dB

资料来源: 帅丰招股书, 国盛证券研究所

产品迭代改善安全性。深井下排式集成灶作为第一代产品存在一定安全隐患, 灶面采用下凹式设计, 结构封闭, 空气补充不足, 燃烧不充分, 并且燃气无法快速散去, 很容易被卷入油烟机内部; 2005 年, 推出第二代集成灶, 为侧吸式, 解决了第一代产品的安全问题; 2011 年推出第三代集成灶, 为侧吸模块化集成灶, 将烟机、灶、消毒柜完全进行独立式设计, 但又集成在一起。

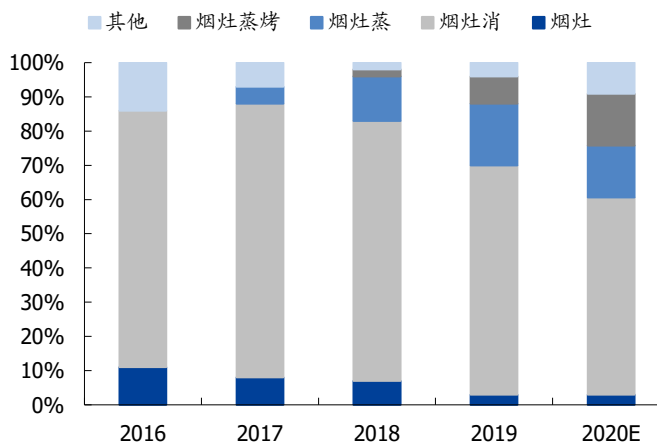
图表 13: 三代集成灶对比



资料来源: 百度图片, 国盛证券研究所

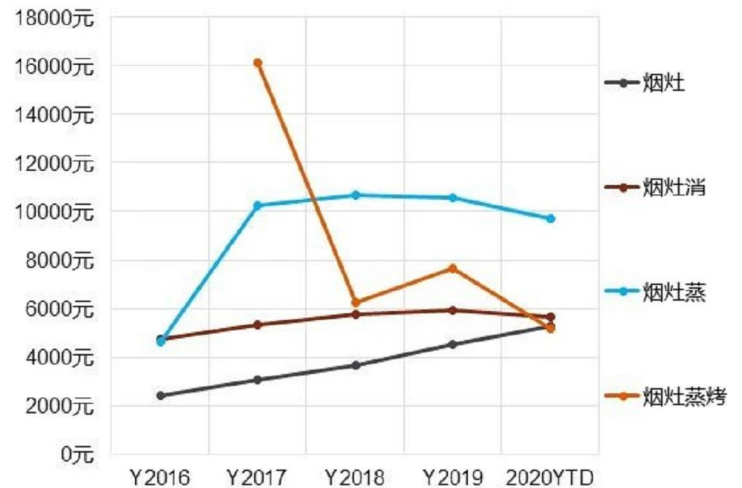
产品的丰富度提升同时带动了集成灶量和价的上升。随着集成灶的发展, 技术不断完善, 产品种类不断拓宽, 从中怡康数据看, 2016年前行业的主要产品是烟灶消占比高达75%, 近年来逐渐增加了烟灶蒸、烟灶蒸烤等产品, 消费者可选产品种类增多。从价格上看, 种类的拓展拉高了产品的平均价格, 在当前的所有品类中, 烟灶消始终保持在均价6000元以下, 相比之下, 烟灶蒸产品多为万元以上, 其他品类的产品均价也高于烟灶消, 拉动了全行业的价格上升。

图表 14: 2016年起的集成灶线上种类占比



资料来源: 中怡康, 国盛证券研究所

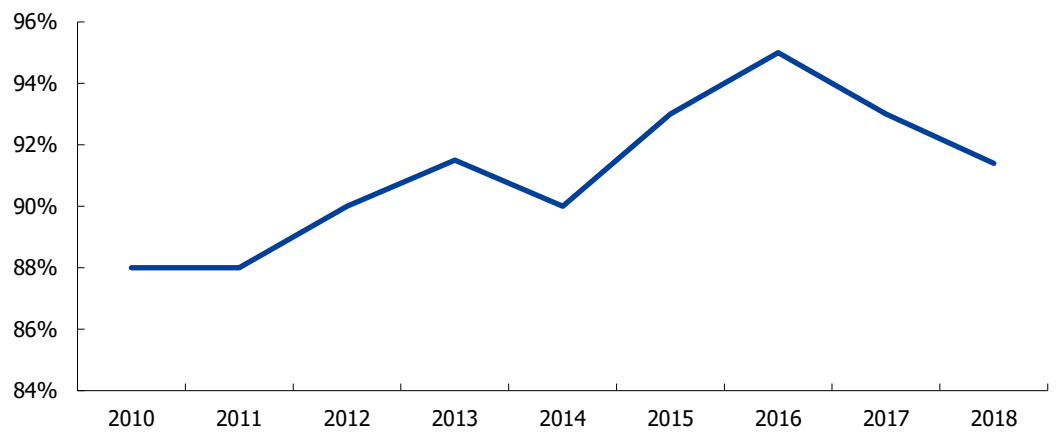
图表 15: 各品类产品线上均价 (元/件)



资料来源: 中怡康, 国盛证券研究所

新房装修中的中小户型新装是集成灶规模提升的主要驱动力。据2018年的中怡康数据, 我国集成灶市场零售量的90%来自于新增需求, 10%为替换需求。由于集成灶的集成化设计优点, 节省了厨房的空间, 在新增需求中中户型住宅(90-144平方米)为主要购买力, 从万科的销售数据看, 2010-2018年, 中户型住宅销售占总房屋销售比重由88%上升至91%, 2016年一度达到95%, 拉动了集成灶规模的上升。

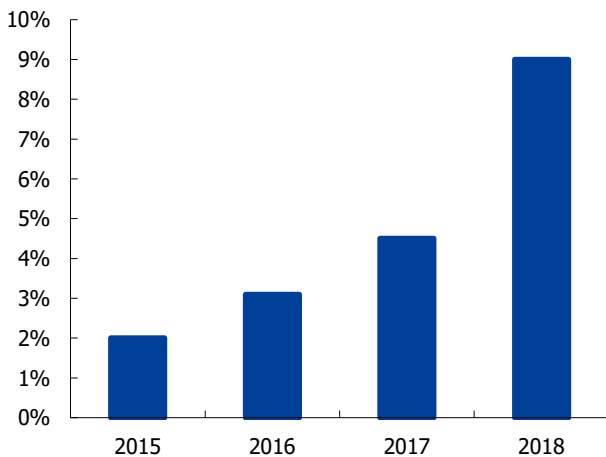
图表 16: 中小户型住宅销售占比



资料来源: 万科年报, 国盛证券研究所

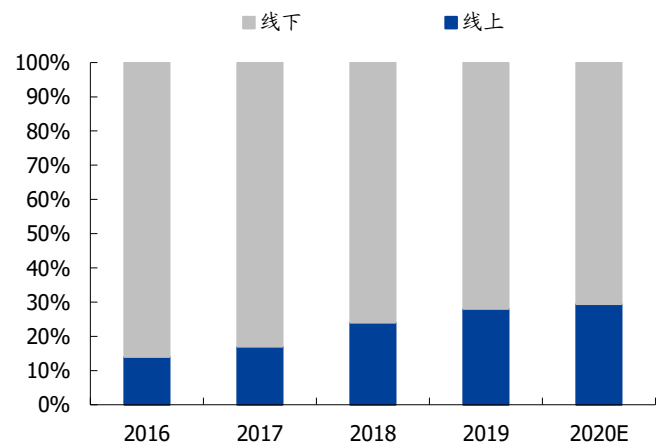
集成灶行业仍具有广阔的扩展空间。从集成灶和油烟机的占比来看,集成灶的份额依旧较小,截至2018年渗透率仅为9%。随着消费者对行业认知的不断深化,集成灶企业在KA、电商渠道不断拓展:2018年美大大力开拓KA市场,与苏宁易购、红星美凯龙和居然之家签署协议,随后其他集成灶企业,包括火星人、帅丰等纷纷开启KA渠道的合作;在线上渠道方面,2016年线上渠道占比仅14%,2019年线上渠道占比达到了28%,可见集成灶企业们开始发力线上。无论是从渗透率还是渠道方面看,未来整体市场都存在较大的发展空间。

图表 17: 集成灶渗透率情况



资料来源: 中怡康, 国盛证券研究所

图表 18: 渠道分布对比



资料来源: 中怡康, 国盛证券研究所

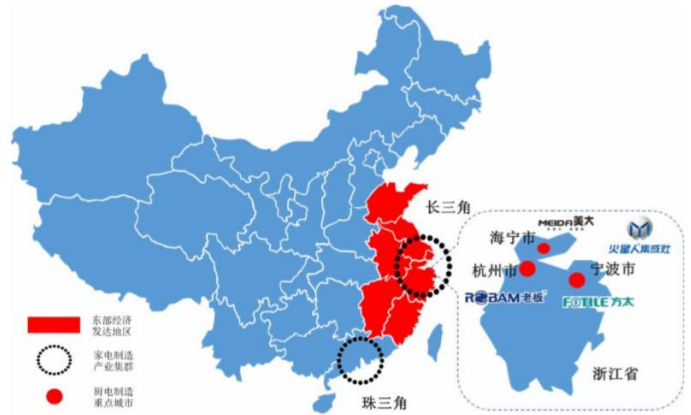
2.2 行业集中度较低, 中小参与者众多

行业品牌众多, 但区域分布集中。目前集成灶企业有近400家,浙江地区占据六成以上,广东地区占两成,形成浙江海宁市、浙江嵊州市、广东地区三大产业集群地区,其中美大、火星人处于浙江海宁产业集群,帅丰、亿田处于浙江嵊州产业集群,金利、风田处于广东中山顺德产业集群。

图表 19: 集成灶品牌

专业品牌	综合性品牌	互联网品牌
AOTIN奥田	AUX 奥克斯	OUNIER
蓝炬星	CHANGHONG 长虹	rongfei荣飞
MEIDA美大	DESE 德盛	Haier
MEDAL 美多	Midea	SAKURA 樱花
KINDE 金帝	SAACON 帅康	SUPOR 苏泊尔
SANFER 帅丰	Vanward 万和	YUKIDA
SAKACO 板川	万家乐	
SENG 森盛	TCL	
entive 亿田		

图表 20: 集成灶企业分布图

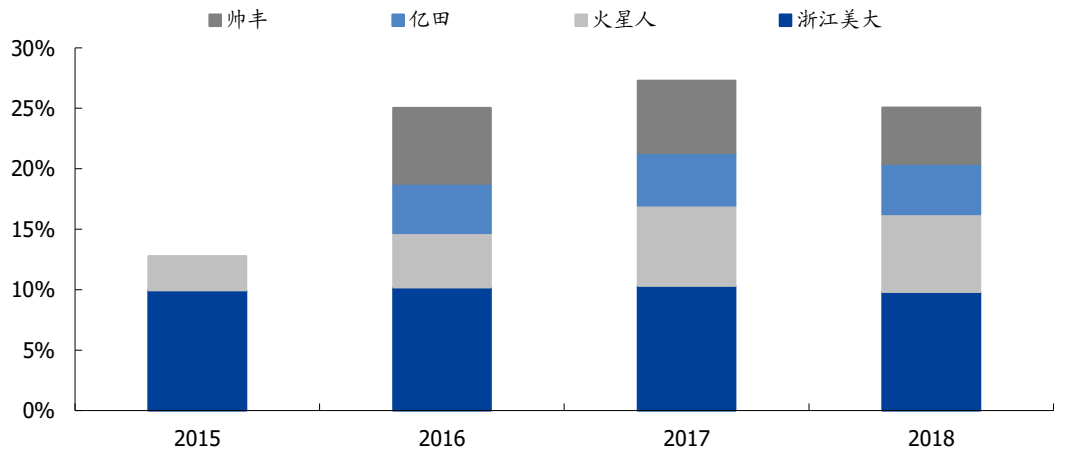


资料来源: 中怡康, 国盛证券研究所

资料来源: 火星人招股书, 国盛证券研究所

行业格局相对分散, 可大致分为三个梯队。从集成灶的销售规模看, 2018 年浙江美大的集成灶销售额达 12.66 亿元 (2019 年 16.84 亿), 火星人集成灶销售额为 8.32 亿元, 处于第一梯队; 帅丰销售额为 6.64 亿元, 亿田为 5.28 亿元, 处在第二梯队的 5-8 亿元中; 美多、金帝、板川、奥田等销售额在 1-5 亿元, 处在第三梯队。从品牌知名度上看, 浙江美大为 78.67%, 位居首位, 随后是火星人 75.33%, 亿田 53.58% 和帅丰 42.16%。从行业集中度看, 整体格局处于相对分散的情况, 截至 2018 年末, 集成灶销售额排名前四的企业分别为浙江美大、火星人、亿田和帅丰, 四者的市场份额仅 25% 左右。

图表 21: 各品牌集成灶行业市占率情况



资料来源: Wind, 中怡康, 国盛证券研究所测算

家电龙头及传统烟灶企业进入集成灶行业将在拉动行业发展的同时带来了竞争。随着消费者对集成灶的接受度逐渐攀升, 未来不排除更多企业进入集成灶行业的可能, 一旦全面进入, 在一方面可以驱动集成灶认知度的快速提高, 另一方面, 家电龙头企业美的、海尔等已经逐步进入集成灶行业, 也将构成集成灶企业的竞争。

图表 22: 美的、海尔集成灶产品

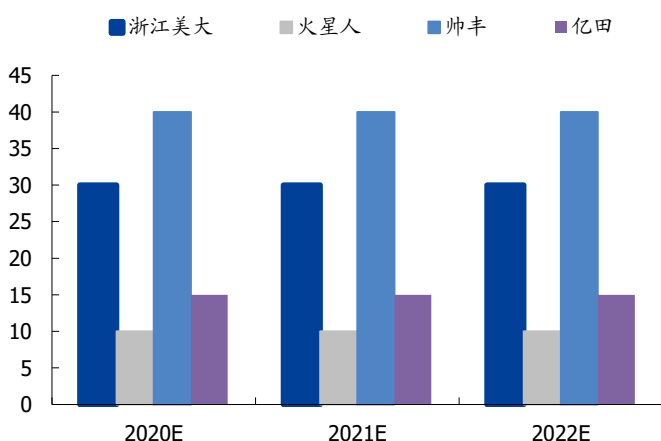


资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

2.3 龙头产能扩张下, 行业集中度或迎来进一步提升

未来各竞争者扩大产能不断推出新品, 行业渗透率会是什么样的情况? 从各公司招股书已披露的数据可知, 目前各品牌的产能利用率已经达到了90%以上的高水平, 制约了公司的成长, 因此需要扩产满足公司发展和消费者需求。我们根据目前行业里销量排名靠前的4家集成灶企业, 即浙江美大、火星人、帅丰和亿田给出的计划年均产能进行测算(其中美大按照其19年年报110万产能计划, 我们估测2020-2022年的年均产能扩张为30万台, 但美大的产能还包含了集成灶之外的产品), 保守估计至2022年市场产能将达到近500万台, 据中国产业信息网对油烟机内销量的预测, 预计至2022年将达到2231.42万台, 对应2022年集成灶渗透率将达到22.41%。

图表 23: 各品牌年产能新增计划(万台)



资料来源: 招股书, 国盛证券研究所测算

图表 24: 油烟机内销量情况(万台)

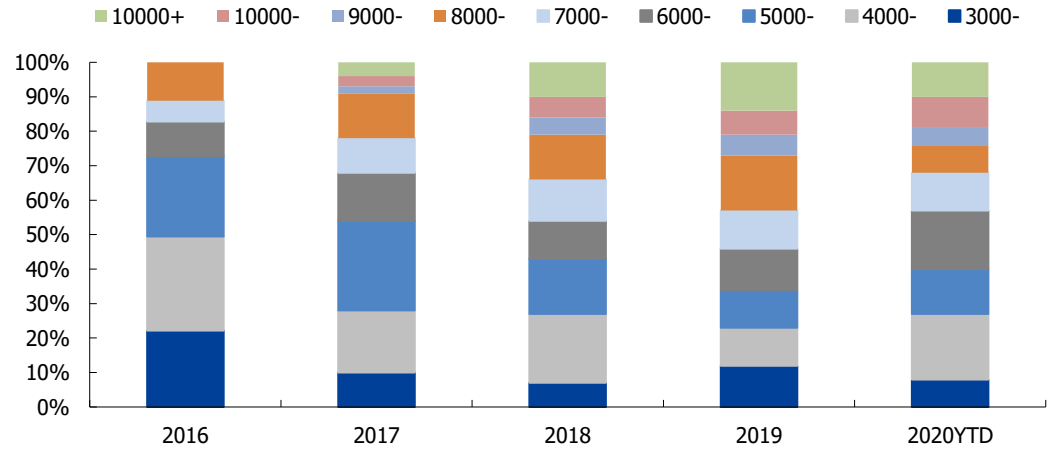


资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

产能急速扩张下, 预计头部企业集中度大幅提升。龙头企业产能扩张, 将带来规模优势, 并且渠道和品牌均相比中小品牌更有优势, 预计公司市占率将进一步向龙头企业集中。但是, 也可以预计的是, 随着龙头公司产能扩张, 行业竞争将更加激烈。据中怡康数据显示, 2019年集成灶3000-4999元线上占整体零售量的34%。2020年Q1这部分产品的比重达到了40%左右; 而10000元以上的高端产品方面占比下滑了4%, 呈现高端

产品减少，低价产品上升的局面。此外，各品牌的跨界加入包括美的、海尔等，均通过更低的价格以拓展市场份额，其中云米集成灶价格低至 4800 元，美的旗下的华凌也仅有 4000 元左右。

图表 25: 各价格段集成灶产品占比

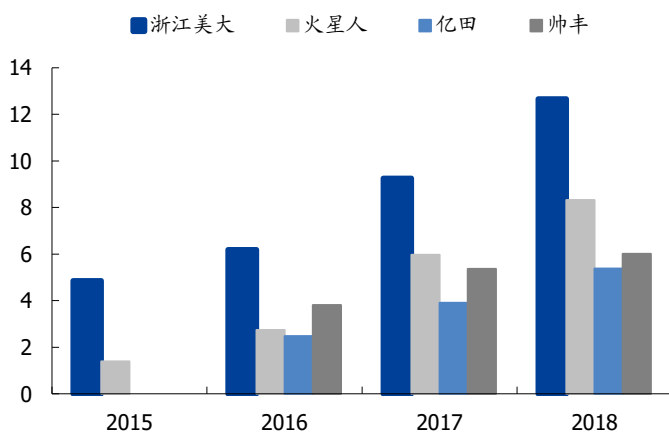


资料来源: 中怡康, 国盛证券研究所

3. 横向对比, 看浙江美大竞争优势

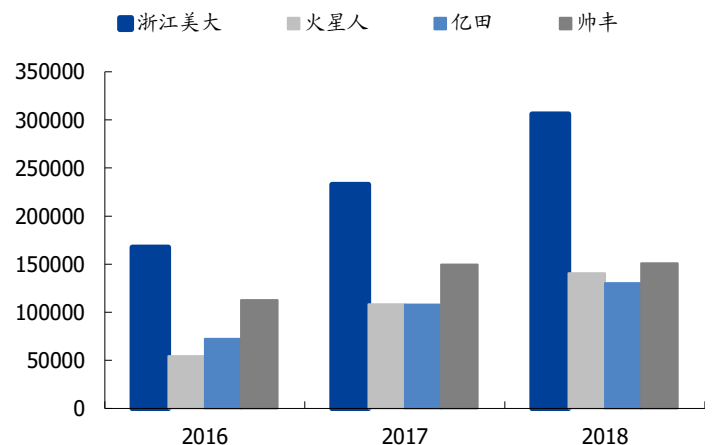
通过对比行业排名前四的集成灶品牌, 发现浙江美大在总销售额和整体销量上具有绝对优势, 截至 2018 年底, 浙江美大的集成灶销售额为 12.66 亿元, 销量达 30.6 万台。接下来我们将从产品端和渠道端进行其优势分析。

图表 26: 各品牌集成灶销售额(亿元)



资料来源: 各公司招股书, 浙江美大年报, 国盛证券研究所

图表 27: 各品牌集成灶销量(台)



资料来源: 各公司招股书, 浙江美大年报, 国盛证券研究所

3.1 产品端: 质量有保障, 成本更有竞争力

作为集成灶行业标准的制定者，美大的产品质量是非常有保障的。作为领军企业，公司牵头起草修订了《住宅厨房、卫生排气道》，开创了下进风口排风道的先河；作为主要起草人起草制订了《集成灶》、《家用灶具能效限定值及能效等级》、《浙江制造》等多项国家、行业和团体标准，引领集成灶行业技术的快速提升和发展。早在2012年，美大集成灶技术指标就远超行业标准要求，例如公司集成灶产品在气味降低度上超过96.8%，而当时的行业标准为超过90%，截至目前，油烟吸除率更是超过99.6%。

图表 28: 2012 年时浙江美大的主要技术指标

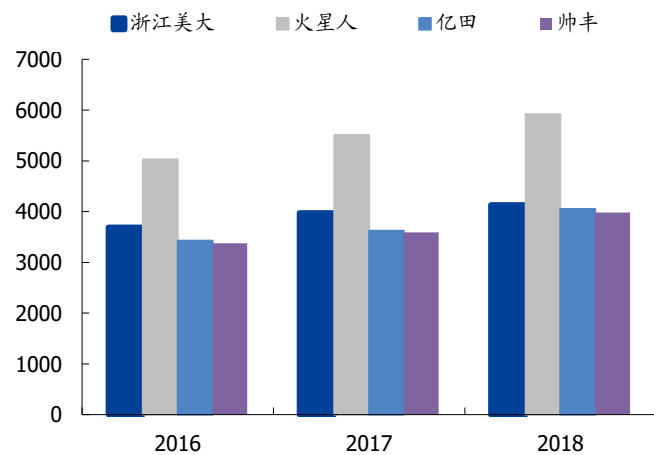
性能指标	规范要求	美大集成灶技术指标
气味降低度	≥90%	≥96.8% (最大风量时达到 99.6%)
空气性能	风量 ≥10m ³ /min	风量 ≥12.5m ³ /min
	风压 ≥100Pa	风压 ≥297.3Pa
	全压效率 ≥15%	全压效率 ≥20.2%
噪声	<72dB (A)	<56.5dB (A)
热效率	≥50% (嵌入式)	>53%

资料来源: 浙江美大招股书, 国盛证券研究所

高端定位和优秀的成本控制能力保障公司盈利能力。

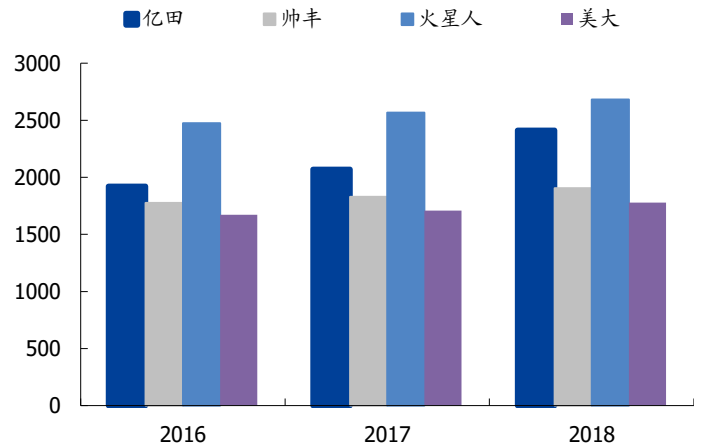
从出厂价格看，美大的集成灶产品平均出厂价格在 4000 元左右，定价略高于亿田和帅丰（火星人由于生产成本显著较高，导致其出厂均价较高）。单个生产成本上，美大的成本低于亿田、帅丰和火星人等竞争对手，价格的背后是公司较强的供应商管控能力和规模效应支撑了其相对较低的产品成本，均价在 1700 左右；相比之下，火星人的供应商管控能力稍弱，成本中的材料费用相比更高，导致其整体成本和售价都偏高。

图表 29: 各品牌集成灶产品单价 (元/台)



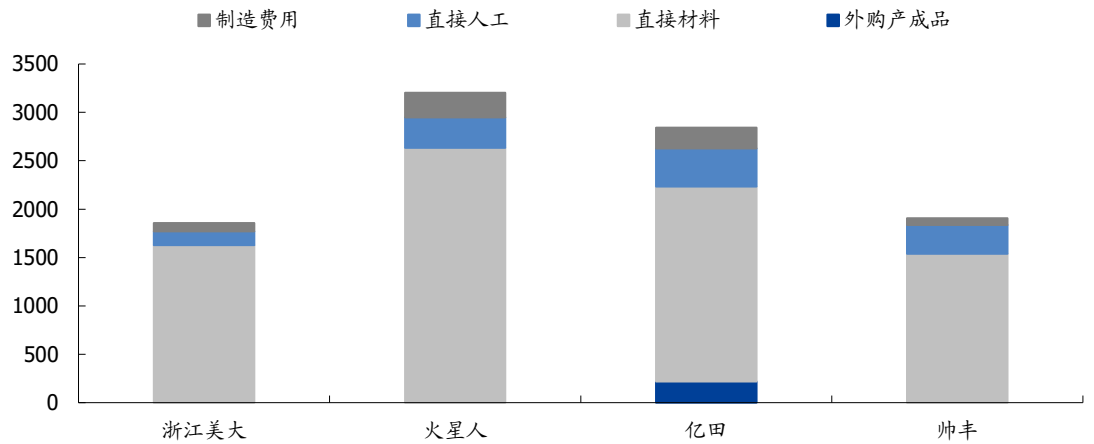
资料来源: 招股书, 浙江美大年报, 国盛证券研究所

图表 30: 各品牌集成灶产品单个成本 (元/台)



资料来源: 招股书, 浙江美大年报, 国盛证券研究所

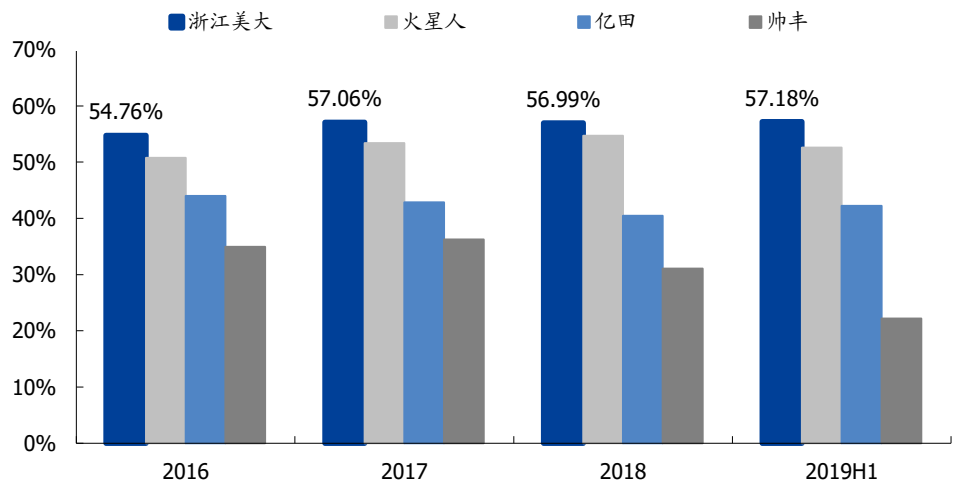
图表 31: 2018 年各品牌单价成本拆分情况 (元/件)



资料来源: 招股书, 国盛证券研究所

综上, 浙江美大的毛利率高于行业主要竞争对手, 保持在 50% 以上, 截至 2019H1 公司的毛利率为 53.47%, 超出毛利率第二的火星人 5 个百分点。

图表 32: 分品牌毛利率 (%)



资料来源: 招股书, 浙江美大年报, 国盛证券研究所

3.2 渠道端: 经销商布局优势显著

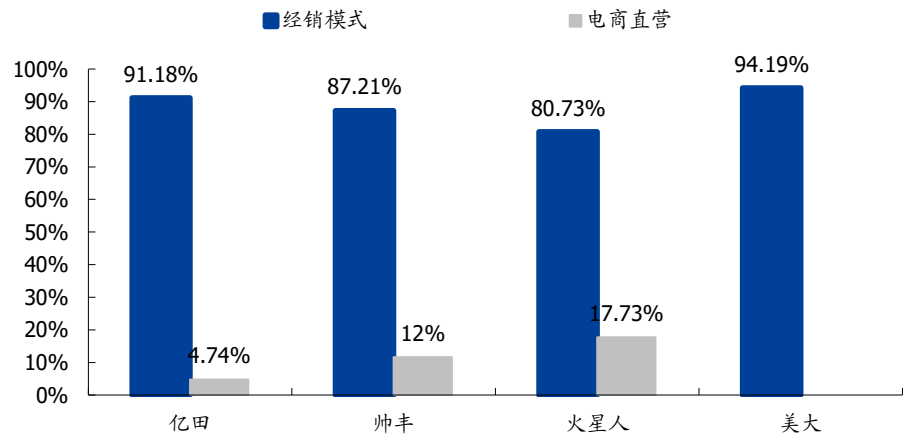
对比各集成灶公司, 经销商均为其主要渠道, 但也存在一定差异, 其中火星人线上优势显著而美大主力线下。从各品牌的营收按渠道拆分看, 经销商渠道均为其重点, 其中美大是主力线下经销商占比高达 94.19%, 而火星人经销商渠道占比四者中最低, 更侧重电商渠道, 占比有 17.73%。截至 2019 年, 线上火星人销售额占比达 26%, 与 top2 相比高了将近 16%; 线下美大销售额占比高达 28%, 近几年一直保持在 20% 以上的高份额, 位居同行业第一。

图表 33: 各品牌销售模式和客户结构对比

公司简称	销售模式	客户结构
浙江美大	经销为主，工程、电器渠道为辅	经销商为主，终端消费者、工程公司为辅
火星人	经销和电商为主，线下直营为辅	经销商和终端消费者
帅丰电器	经销+线上直营+线下直营	经销商和终端消费者
亿田股份	经销+直销+出口	经销商为主，终端消费者为辅

资料来源：火星人招股书，国盛证券研究所

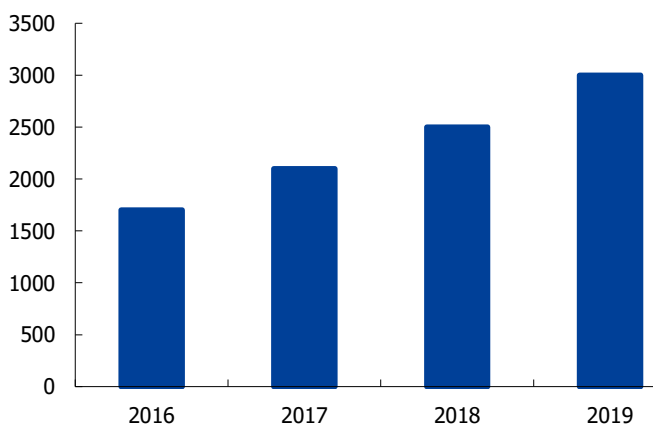
图表 34: 2018 年品牌的各渠道占比



资料来源：各公司招股书，浙江美大年报，国盛证券研究所 注：其中亿田的电商直营指直销模式

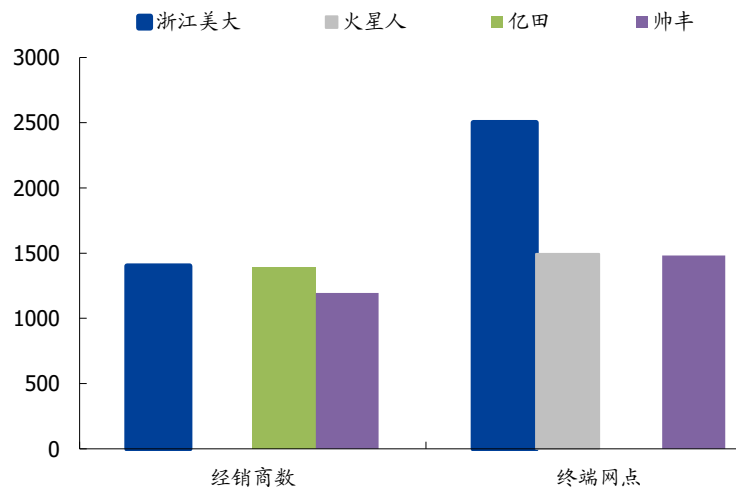
美大经销商网点密集，更具优势。对于集成灶相对偏前装重服务的行业，网点的密集性在一定程度上决定了服务的优势。浙江美大以经销为主，大力支持扩展经销商数额和网点数量，2019年，浙江美大新增一级经销商150家，终端门店400个，截至12月底，公司已有1400个一级经销商和3000家终端门店，超过同行业其他公司的经销商数量及网点。

图表 35: 浙江美大经销商门店 (个)



资料来源：浙江美大年报，国盛证券研究所

图表 36: 2019H1 各品牌经销商数量及网点数量对比 (个)

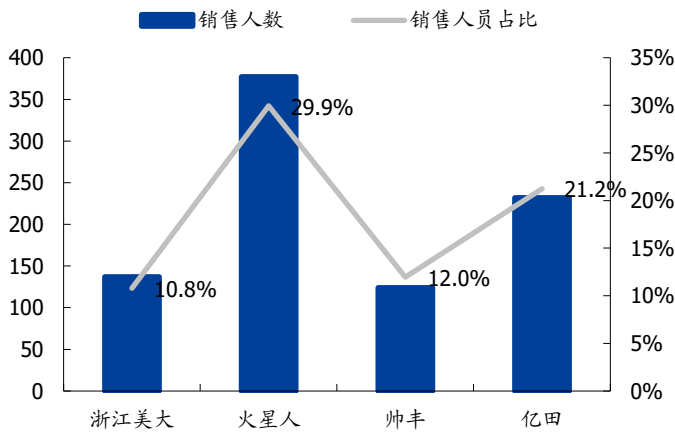


资料来源：各公司招股书，浙江美大年报，国盛证券研究所

美大经销商实力与管控能力都较强。从各公司的销售人员来看，浙江美大的销售人员数

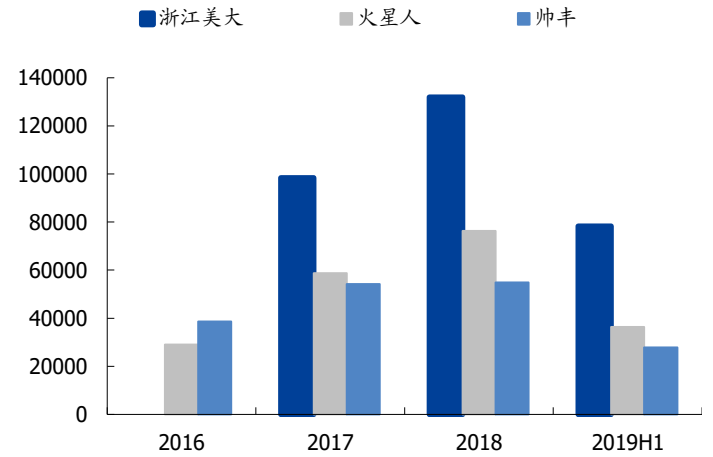
量为 137 人，人员占比仅为 10.8%，其他公司的销售人员占比为美大的近两倍，其中火星占比最高，为 29.9%。得益于美大的经销商政策，即：1) 通过业绩考核，对经销商采取淘汰制，2) 对经销商进行及时的培训，使得公司在销售人员占比最少的情况下，其经销商网点和经销商数却是最高，同时其经销商收入也一直都是同行业中最高，截至 2019 年达到 15.66 亿元，可见美大对于经销商的管控及经销商的实力都是最强的。

图表 37: 2019 年各公司销售人员情况 (人)



资料来源: 各公司招股书, 浙江美大年报, 国盛证券研究所

图表 38: 各公司经销商平均销售规模 (万元)



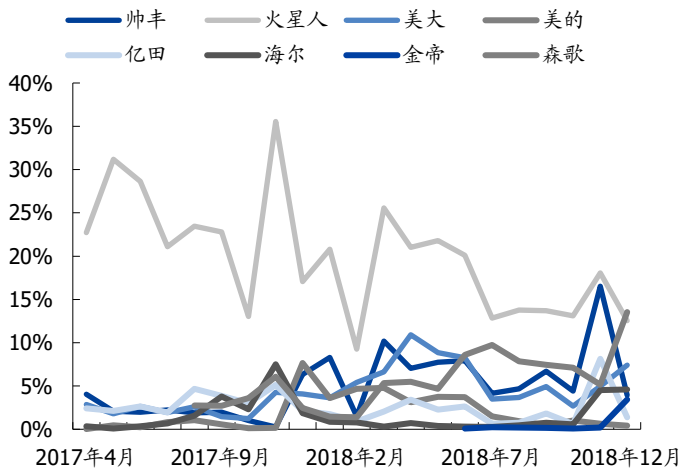
资料来源: 各公司招股书, 浙江美大年报, 国盛证券研究所 (其中浙江美大 2019H1 收入为根据 2019 年年报估算)

4. 开启新一轮发展

4.1 持续拓宽线上线下多元化销售渠道

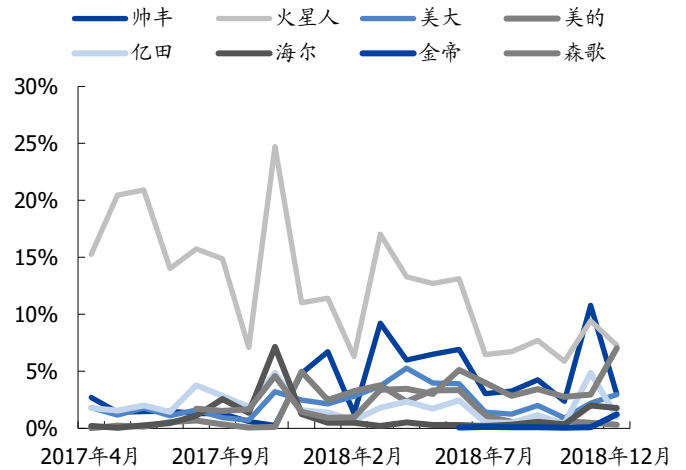
建立全新线上销售模式，提高美大品牌曝光率和知名度。2017 年美大真正发力线上销售渠道，但 2019 年以前线上模式仅限于电商自营，线上一直处于公司的一大短板，截至 2019 年电商占比仅在 5% 左右，从线上销售额看，火星占比高达 20% 以上，而美大的线上占比一直低于 10%；从销量看，美大份额也远低于火星，差距最大时相差 15 个百分点。2020 年开始，公司大力线上，在电商自营的基础上，鼓励线下经销商做线上店铺，达成线上线下共赢发展，以提高美大在线上的品牌知名度，提升公司在线上的份额占比。

图表 39: 2017-2018 年集成灶品牌线上销售额占比



资料来源: 淘数据, 国盛证券研究所

图表 40: 2017-2018 年集成灶品牌线上销量占比



资料来源: 淘数据, 国盛证券研究所

线下渠道方面, 公司大力发展 KA 与工程渠道。1) KA 渠道: 2019 年公司积极推进 KA 渠道布局, 已进入了国美、苏宁、五星、红星美凯龙等知名家居连锁卖场和家电商场, 并与红星美凯龙、居然之家签订大盘合作协议, 两年内的进店率从原来的 40%提升到 60%, 2019 年 KA 卖场新增 200 多家, 由于新增多在下半年, 所以 KA 渠道对总营收的贡献目前不高, 在 2%左右, 增量将在未来体现, 此外也讲持续建设与拓展 KA 渠道, 计划 2020 年新增门店目标不低于 200 家。2) 工程渠道: 公司积极开拓工程渠道, 2019 年签署了 10 多个精装工程合同, 分布在河北邯郸、海南白沙县、江西、山东、浙江、江苏、安徽等地, 并已开始分期进行实施和安装, 未来公司将继续加强与房地产商合作。

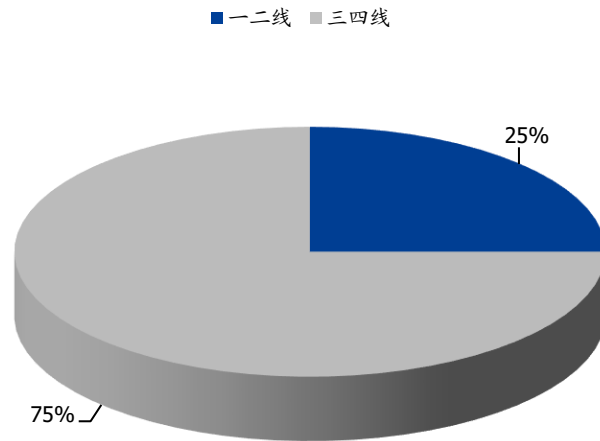
图表 41: 美大在工程渠道上的目标和内容

年份	具体内容
2016	完成希望集团海南白沙木棉湖等 15 个精装楼盘工程
2017	与多家大型建材商进行了交流并达成了合作意向
2018	完成住宅精装工程 10 多个
2019	签署了 10 多个精装工程合同

资料来源: 浙江美大年报, 国盛证券研究所

公司发力一二线城市线下门店。由于一二线城市消费者对厨电品牌认知要求较高, 一直以来由老板电器、华帝等占比厨电主要市场, 对于集成灶而言, 三四线城市为其发展主力。从美大的营收结构看, 三四线城市的营收占比 70%左右, 一二线仅在 20%-30%水平。2019 年上半年公司积极扩充一、二线城市布局, 进一步扩大经销网络, 同时大力发展一二线 KA 门店。

图表 42: 2019 年营收区域结构情况



资料来源: 浙江美大年报, 国盛证券研究所

4.2 重视研发, 扩大产品布局

公司不断推进技术研发, 对原有产品进行改进与升级。2019 年公司大力研发厨房智能化产品, 全年共申请专利 9 项, 专利授权 6 项, 在 2019 年推出新品 A 系列, 其中运用了全新模具、全新工艺、全新结构、全新技术, 拥有高效燃烧技术 (1 级能效)、大风量技术、大火力技术、创新蝶翼烟道技术和智能操控技术等前沿科技, 具备全新外形、全新性能和功能, 获得了 2019 年度行业发明奖、2019 年度行业优秀原创技术成果。公司还针对电商渠道和工程渠道的市场特征和消费需求, 开发了专供电商渠道和工程渠道的系列新产品。

图表 43: 2019 年美大新品

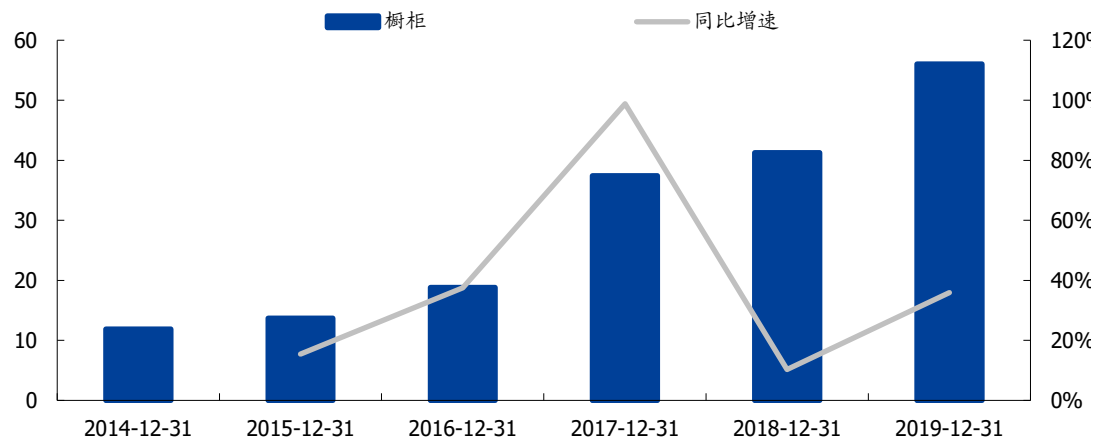


资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

产品链拓宽, 布局全新领域产品。公司以“提供健康智能整体厨房解决方案”为目标, 进一步拓宽产品品类, 继续开发了集成水槽、蒸箱、烤箱、洗碗机、橱柜等系列厨电新产品。其中橱柜主要通过美大旗下的高端橱柜品牌——鼎厨进行业务开展, 依据消费者的喜欢和房屋尺寸等进行定制, 与其他类美大产品形成完美匹配, 截至 2019 年, 橱柜

收入达 0.56 亿元，同比增速达 35.85%，当前占比仅为 3%，未来也将会大力发展此领域；同时公司的战略部署中，计划推出价位段低于美大的子品牌产品，以达到各价位包围市场，提升份额的效果。

图表 44: 橱柜业务收入 (百万元)

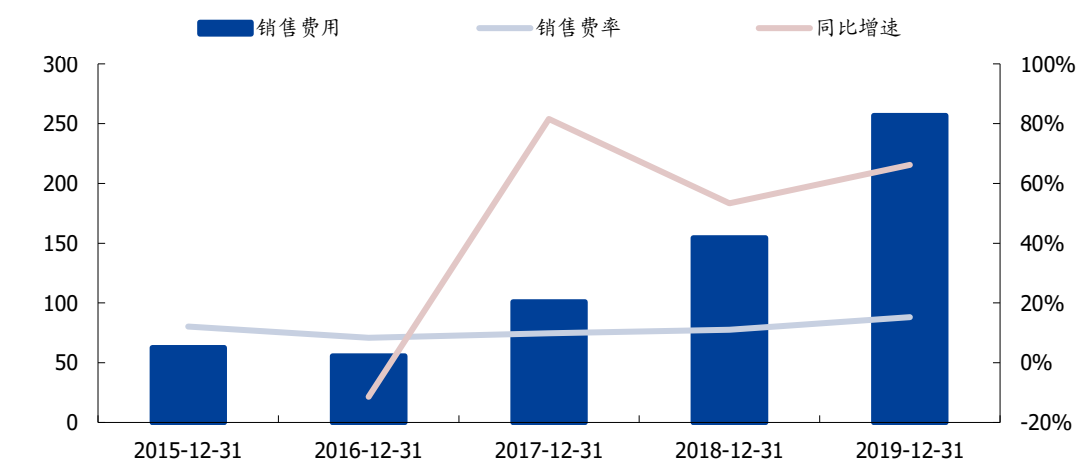


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

4.3 营销结构调整，加速推进品牌建设

公司跟进时代，调整营销投入，加快品牌知名度提升步伐。2019 年，公司加大广告宣传投放力度，在央视媒体—《东方时空》、《新闻 1+1》以及重点城市地方电视媒体全年性投放广告，在上海、江苏、安徽、广东等地高铁站投放 LED 广告，同时公司也大力拓展新媒体平台推广，如百度、门户网站、视频网站、行业网站等新媒体平台的广告投放，以提升美大知名度，从销售费率来看，更是稳步提升，2019 年销售费用达到 2.57 亿元，同比增速为 66.17%。根据公司计划，未来将侧重在线上营销和新媒体营销上，顺应时代发展，增强公司品牌知名度。

图表 45: 销售费用情况 (百万元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

5 盈利预测与估值讨论

5.1 盈利预测

➤ 收入端：按品类拆分

集成灶：1) 均价上，集成灶行业还处于扩张状态，且存在价格竞争的可能，我们预计2020-2022年公司平均出厂单价不变。2) 销量上，考虑到行业的扩展与增速，而公司又是行业龙头，享有一定行业增速，预计2020-2022年同比增速为8%/14%/13%。对应2020-2022年，集成灶业务的营收增速为8%/14%/13%，营收为16.32/18.60/21.02亿元。

图表 46: 集成灶量价预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
单价(元/台)	4135.99	4156.67	4156.67	4156.67	4156.67
YOY	4.00%	0.50%	0.00%	0.00%	0.00%
销量	306134	363493.93	392573.44	447533.72	505713.11
YOY	31.46%	18.74%	8.00%	14.00%	13.00%
营收 (百万元)	1266.17	1510.92	1631.80	1860.25	2102.08
YOY	36.72%	19.33%	8.00%	14.00%	13.00%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

橱柜：公司旗下的鼎厨品牌大力发展橱柜业务，拉动公司营收，预计2020-2022年橱柜业务营收增速为5%/20%/20%，对应营收为0.59/0.71/0.85亿元。

其他主营业务：近两年，公司开始拓展品类，厨房类其他家电，包括蒸箱等品类，我们预计2020-2022年该部分业务增速为10%/20%/20%，对应营收为1.21/1.45/1.74亿元。

综上，2020-2022年公司总营收预计为18.11/20.76/23.61亿元，同比增速为8.03%/14.59%/13.73%。

图表 47: 公司营收拆分(百万元)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总营收	1400.90	1676.70	1811.35	2075.71	2360.64
YOY	36.49%	19.69%	8.03%	14.59%	13.73%
集成灶	1266.17	1510.92	1631.80	1860.25	2102.08
YOY	36.72%	19.33%	8.00%	14.00%	13.00%
橱柜	41.25	56.04	58.84	70.61	84.73
YOY	10.30%	35.86%	5.00%	20.00%	20.00%
其他主营	93.48	109.73	120.71	144.85	173.82
YOY	48.75%	17.38%	10.00%	20.00%	20.00%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

➤ 利润端：

毛利率：1) 集成灶：预计公司2020-2022年毛利率56.5%，保持平稳。2) 橱柜：预计2020-2022年毛利率为24%。3) 其他主营业务：预计2020-2022年毛利率为17%。

对应 2020-2022 年综合毛利率为 52.81%/52.64%/52.42%。

图表 48: 毛利率预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
集成灶	55.15%	57.45%	56.50%	56.50%	56.50%
橱柜	25.05%	23.44%	24.00%	24.00%	24.00%
其他业务	14.31%	17.40%	17.00%	17.00%	17.00%
综合毛利率	51.54%	53.69%	52.81%	52.64%	52.42%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

费率方面: **1) 销售费率:** 基于公司营销策略, 预计未来加大广告及网上营销等费用支出, 未来将略有提升, 预计 2020-2022 年为 15%/15.2%/15.4%。**2) 管理费用:** 公司当前在管理费率方面有所收紧, 未来会有一定延续, 预计 2020-2022 年分别为 3.2%/3%/3%。**3) 研发费率:** 公司在研发层面不断投入, 以发力新品开拓和巩固龙头地位, 预计 2020-2022 年为 3.1%/3%/3%。

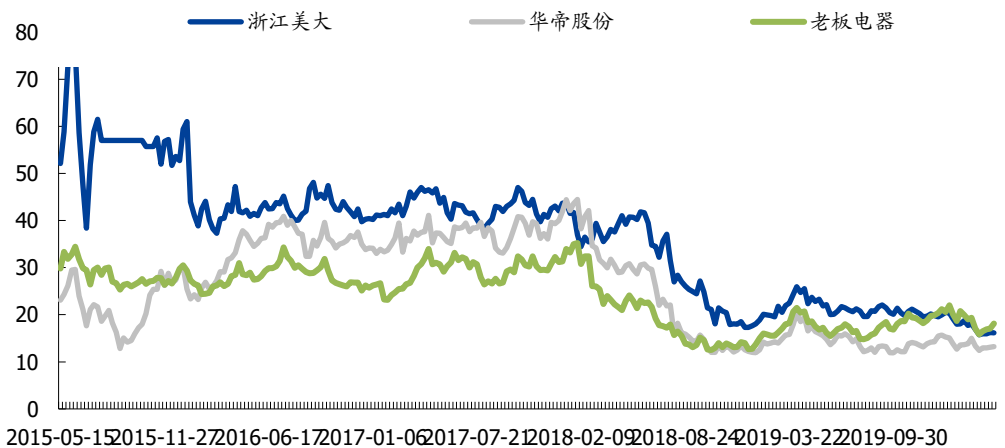
综上, 公司 2020-2022 年归母净利润分别为 **5.01/5.77/6.5** 亿元, 同比增速为 **9%/15.1%/12.7%**。

5.2 估值讨论

纵向比较: 浙江美大作为厨电细分种类受地产周期影响, 2015 年底至 2018 年年初, 三四线城市的地产周期向上, 叠加集成灶的快速发展, 其估值一直在 40 倍上下波动。此后地产周期下行, 导致公司估值一度下降至 17 倍的水平。

横向比较: 我们选取厨电龙头企业华帝股份和老板电器作为对标公司, 同样由于其受地产影响严重, 两公司的估值变动趋势一致, 但得益于集成灶的高速发展以及地产竣工中三四线城市占比更大, 集成灶企业的受益更明显, 因此浙江美大的估值一直高于华帝股份。

图表 49: 浙江美大、华帝股份和老板电器估值对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

考虑公司的新一轮管理政策, 即渠道全方面发力和营销结构的改变, 以及地产竣工结构以三四线为主, 且公司的成长性高于分体式厨电公司, 预计 2020 年公司的合理估值在

20倍水平，首次覆盖予以“买入”评级。

风险提示

渠道推进不及预期：新一轮战略中，公司多方位推进渠道拓展，若渠道拓展不及预期，则影响公司的业务区域扩展，影响公司整体业绩。

新品拓展不及预期：公司大力开展新品，若新品研发方面存在问题，影响新品的推动，则进一步影响公司业绩。

价格战导致盈利受损：行业头部企业都存在产能扩张计划，行业可能存在价格战导致盈利能力受损。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38934111
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com