



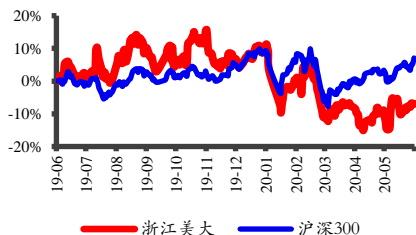
## 家居 MCN 打开集成灶通往消费者的大门，内容平台有望助力弯道加速

### 投资评级：买入（首次）

报告日期：2020-06-21

收盘价（元）	11.08
近 12 个月最高/最低（元）	9.92/14.60
总股本（亿股）	6.46
流通股本（亿股）	3.13
流通股比例（%）	48.5%
总市值（亿元）	71.58
流通市值（亿元）	34.72

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：虞晓文

执业证书号：S0010520050002

电话：18505739789

邮箱：yuxw@hazq.com

联系人：谢丽媛

执业证书号：S0010120050004

电话：15802117956

邮箱：xiely@hazq.com

### 相关报告

《供应链管理能力，新消费时代“唯快不破”的重要内功——以小家电行业为例》

《九阳股份深度：领航新消费的小家电龙头》

《晨光文具首次覆盖：稳健成长的必选消费龙头》

《新宝股份首次覆盖：对标 Zara，分析新宝的爆款模式可持续性》

《尚品宅配首次覆盖：自我变革，持续创新的定制家居弄潮儿》

### 主要观点：

抖音快手等内容平台、家居类 MCN 的崛起，有望助力集成灶以低营销成本弯道加速。虽然集成灶作为耐用消费品，不会是抖音用户冲动购物的对象，但短视频、直播这类内容传播方式，高度适合集成灶的功能优势的展示与传播，同时又具备低成本的特性，有望助力集成灶品类弯道加速。

集成灶行业销量规模在未来三年有望维持 30% 以上的增速。主要因素：

(1) 地产竣工面积回暖，带来整体厨电需求的改善；(2) 油烟机保有量提升，尤其是农村地区；(3) 集成灶渗透率提升（已考虑精装房分流影响）。

浙江美大作为集成灶的发明者，常年稳居龙头地位。从 2016-2019 年数据来看，浙江美大维持 20% 左右的销量份额，远超第二梯队企业。居于第二梯队的是火星人、亿田股份、帅丰股份，也纷纷于近两年递交上市申请，体现集成灶行业的蓬勃发展。

投资建议：浙江美大作为集成灶的发明者，长期维持龙头地位，无论是收入规模、盈利能力还是营运能力，都长期保持出色表现。在集成灶行业高速发展的预期下，我们预计公司在维持龙头地位的同时，份额有望进一步提升。我们预计，公司 2020-2022 年的收入增速分别为 15.9%、32.0%、31.9%，归母净利润增速分别为 12.8%、28.7%、33.6%，每股 EPS 分别为 0.80、1.03、1.38 元/股，当前股价对应 2020-2022 年分别 13.8x、10.7x、8.0xPE，给予买入评级。

风险提示：集成灶渗透率提升不达预期风险。

### 重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1684.48	1952.30	2577.07	3398.54
收入同比(%)	20.24%	15.90%	32.00%	31.88%
归属母公司净利润	460.01	519.01	667.88	892.37
净利润同比(%)	21.85%	12.82%	28.68%	33.61%
毛利率(%)	53.53%	52.15%	52.41%	52.48%
ROE(%)	30.28%	30.22%	34.21%	39.39%
每股收益(元)	0.71	0.80	1.03	1.38
P/E	18.76	13.79	10.72	8.02
P/B	5.68	4.17	3.67	3.16
EV/EBITDA	14.16	9.56	7.42	5.27

资料来源：wind，华安证券研究所

## 正文目录

1. 抖音快手内容平台+家居 MCN 崛起，助力集成灶消费者教育 .....	4
1.1 内容平台样本分析：集成灶已大力进军抖音、快手 .....	4
1.2 广告投入：通过新宝小熊，看集成灶弯道加速的机会 .....	11
2. 集成灶行业市场规模测算 .....	13
2.1 地产竣工面积回暖 .....	14
2.2 厨电保有量提升，尤其农村 .....	16
2.3 剔除精装房考虑集成灶渗透率提升 .....	16
2.4 产能持续提升 .....	17
3. 集成灶竞争格局：美大龙头地位稳定 .....	18
4. 投资建议 .....	22
风险提示： .....	22

## 图表目录

图表 1 集成灶渗透率仅 10%.....	4
图表 2 集成灶相关短视频发布用户信息梳理（按粉丝量排序）-整体（粉丝数量超过 10 万的用户） .....	7
图表 3 集成灶相关短视频发布用户信息梳理（按粉丝量排序）-美大经销商类.....	9
图表 4 集成灶相关短视频发布用户信息梳理（按粉丝量排序）-火星人经销商类 .....	10
图表 5 集成灶相关短视频发布用户信息梳理（按粉丝量排序）-其他集成灶经销商类 .....	11
图表 6 集成灶龙头公司的销售费用率.....	12
图表 7 集成灶龙头公司的销售费用规模.....	12
图表 8 厨电龙头公司的销售费用率.....	12
图表 9 厨电龙头公司的销售费用规模.....	12
图表 10 新兴厨房小家电公司的销售费用率 .....	13
图表 11 新兴厨房小家电公司的销售费用规模 .....	13
图表 12 龙头厨房小家电公司的销售费用率.....	13
图表 13 龙头厨房小家电公司的销售费用规模 .....	13
图表 14 集成灶行业市场规模测算 .....	14
图表 15 根据新开工面积增速情况，竣工面积增速有望显著改善 .....	15
图表 16 厨电销量测算预测 .....	15
图表 17 油烟机保有量仍有较大提升空间 .....	16
图表 18 集成灶在灶具的渗透率有望在 2023 年提升至 25%.....	17
图表 19 精装房竣工套数与占比 .....	17
图表 20 集成灶行业龙头均有产能扩张计划 .....	18
图表 21 浙江美大销量份额维持稳定龙头地位 .....	18
图表 22 集成灶行业均价差异较大 .....	19
图表 23 集成灶龙头企业营业收入.....	19
图表 24 集成灶龙头企业毛利率 .....	20
图表 25 集成灶龙头企业净利率 .....	20
图表 26 集成灶龙头企业 ROE.....	21
图表 27 集成灶龙头企业应收账款周转率 .....	21
图表 28 集成灶龙头企业存货周转率 .....	22

## 1. 抖音快手内容平台+家居 MCN 崛起，助力集成灶消费者教育

浙江美大 2003 年发明了第一台集成灶。集成灶作为新兴品类，问世十余年开始进入爆发期，于 2016 年左右开始快速增长，但渗透率提升速度依然较为缓慢，综合根据中怡康推总数据和产业在线数据计算，2019 年集成灶销量 210 万台，占集成灶+传统油烟机总销量仅 10.7%。

集成灶渗透率提升较慢的一个重要原因在于：消费者教育困难。

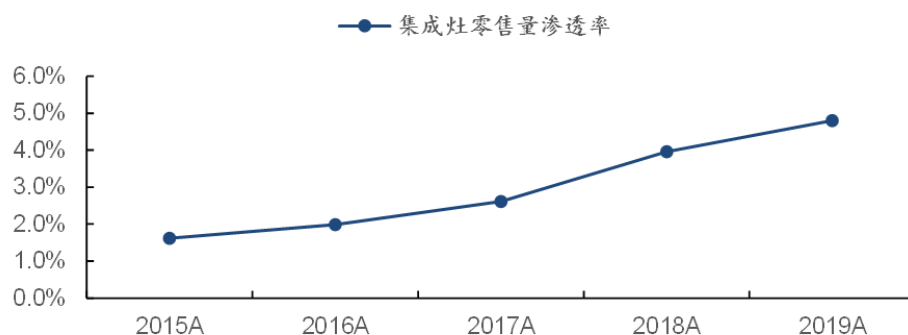
(1) 集成灶最大的优点之一在于吸油烟效果出众，但**需要体验**才能有所感受，另一大优点——集成省空间——也需要仔细看过产品才能有所体会，**这两大优点都很难通过机场高铁、央视这一类品牌广告进行传播推广。**

(2) 集成灶作为**耐用消费品**，更换困难，烟灶又是与安全、健康密切相关的品类，**多数消费者尝鲜意愿较低**，即使有意愿，大多数也需要等到下一次装修或者油烟机更换的时候才会考虑。

(3) 油烟机作为城镇居民保有量约 80 台/百户的**相对成熟品类**，老板、方太、华帝等品牌**龙头地位稳固**，品牌、渠道等方面具有显著优势，难以撼动，并且传统龙头体量巨大，集成灶品牌的**营销投入规模难以与之抗衡。**

但是抖音、快手等内容平台的崛起，加之家居类 MCN 的兴起，让我们看到了集成灶**拐点的机会**。虽然集成灶作为耐用消费品，不会是抖音用户冲动购物的对象，但**短视频、直播这类内容传播方式，高度适合集成灶的功能优势的展示与传播，同时又具备低成本的特性，有望助力集成灶品类弯道加速。**

图表 1 集成灶渗透率仅 10%



资料来源：中怡康推总数据，产业在线，华安证券研究所

### 1.1 内容平台样本分析：集成灶已大力进军抖音、快手

根据我们 2020 年 6 月的观察，集成灶品类已大力进军抖音、快手等短视频内容平台，主要表现形式一方面是通过家居 MCN 和其他（比如美食）类网红进行集成灶的科普

宣传, 另一方面是各品牌的经销商和品牌号自行宣传推广。

根据分析我们认为, **家居类 MCN** 处于家居产业链流量入口, 短视频内容推广更加直观、具备一定体验性, 其兴起有望对于集成灶产品的推广和消费者教育起到较大作用。同时, **各品牌经销商** 纷纷自行在抖音、快手等平台进行推广, 一方面加速消费者教育, 另一方面也有助于消费者在看到集成灶相关热门短视频后, **直接搜索找到当地集成灶经销商, 进行进一步了解以及电话联系购买**。但是, 集成灶作为地产相关的耐用品, 从消费者教育到购买转化需要经历比其他品类更长的时间, 且购买途径依然以线下为主, 因此, 在抖音快手等内容平台近两年崛起、家居类 MCN 近半年崛起后, 我们认为对集成灶的利好有望在半年至一年后有所体现。

消费者购买产品的过程通常如下:

①决定购买某个品类的产品→②深入了解, 选择该品类中品牌力、产品力最强且适合自己的品牌→③寻找购买渠道

- 浙江美大面临的问题则在于, 虽然通过多年高铁机场、电视广告等投放, 已在集成灶领域形成较强品牌力, 并且让很多消费者知道了集成灶这一品类, 但是多数消费者并不知道集成灶的优点, 该品类并未对其形成很强的吸引力, 同时仍然有很多消费者从未听说过集成灶, 即上述过程的第①步无法打开通路。而家居类 MCN 则可以凭借其特有优势解决该问题, 打开集成灶通往消费者的大门。
- 在第②步, 浙江美大通过多年积淀形成的品牌力, 以及常年维持集成灶领域市占率第一的地位, 则可以更好的发挥作用。
- 在第③步, 线上渠道已成为不可或缺的重要渠道, 但线上也并非只有电商一种方式, 经销商的抖音/快手号同样为消费者从线上触达商家的路径。尤其是对于大多数消费者, 集成灶依然为新兴品类, 并且是耐用品, 购买前在线下门店体验实物依然为重要环节。因此, 消费者在抖音/快手平台通过家居类 MCN 了解集成灶后, 可直接搜索到当地集成灶经销商, 并建立联系, 完成渠道通路。

注——样本选取说明:

- 抖音、快手都不支持“按点赞量”排序, 因此我们选取搜索页面点赞量较高的内容进行分析, 分析结果仅代表样本范围内的情况, 不代表平台整体最高值。
- 一阶段筛选(热门集成灶内容): 搜索“集成灶”关键词下的热门视频, 并提取点赞量、评论量、发布者昵称和粉丝数量等信息。由于短视频搜索页面中, 抖音主要显示点赞量高的内容, 而快手显示内容随机, 从快手较难提取点赞量高的内容。因此, 本阶段选取 50 条抖音内容和 20 条快手内容作为样本, 最终按发布者粉丝数量排序, 并展示粉丝数量 10 万以上的用户情况。
- 二阶段筛选(集成灶经销商/品牌发布者): 该阶段分别搜索选取美大(抖音 30 个+快手 30 个)、火星人(抖音 30 个+快手 30 个)、帅丰(抖音 10 个+快手 10 个)、亿田(抖音 10 个+快手 10 个)、其他集成灶品牌(来自一阶段热门内容, 抖音 14 个+快手 8 个)相关的发布者用户, 最终按发布者粉丝数量排序, 并展示(美大和火星人: 粉丝数量 1000 以上, 其他热门经销商: 粉丝数量 3000 以上)用户情况。
- 我们根据发布者用户的昵称、简介信息等判断, 将其分为: 家居 MCN、其他、美大经销商、火星人经销商/官方号、帅丰集成灶、亿田集成灶、其他集成灶(后三

者未逐一判断是经销商/官方号)。

- 信息获取时间：2020 年 6 月 5 日。

### 样本分析

#### (1) 热门集成灶内容的发布者——家居 MCN 是主力，影响力显著

从用户情况来看，集成灶相关的内容中，家居 MCN 和其他（比如美食）类网红粉丝数量最多（高达 100-2000 万），部分集成灶的经销商也可跻身前列，粉丝达到 10-50 万。

从成效来看，集成灶相关内容的点赞量和评论量基本与发布者的粉丝数量正相关。家居 MCN 和其他（比如美食）类网红粉丝数量众多（高达 100-2000 万），影响力最大，其发布的集成灶相关内容最高点赞量多在 5000 以上，最高超过 150 万（通常来看，抖音短视频点赞量超过 1 万即为热门内容），最高评论量也大多在 100 以上，最高超过 1 万。

家居类 MCN 具备如下特性：

- 处于家居产业链最前端入口，对于消费者装修设计整体规划有较强导向性
- 大多数通过传达中立客观的态度、获取消费者较高的信任度
- 目标用户精准定位，粉丝基本均为有实际装修需求、并且在装修设计中有较强话语权的用户
- 短视频形式为用户带来较强体验感、更加直观

我们认为，家居类 MCN 是非常适于集成灶品类推广的渠道和营销模式，其崛起对于集成灶品类的发展将起到较大作用。



图表 2 集成灶相关短视频发布用户信息梳理（按粉丝量排序）-整体（粉丝数量超过 10 万的用户）

性质	所在平台	昵称	粉丝数量 (万)	集成灶内容	
				最高点赞量 (万)	最高评论量
家居MCN	抖音	设计师阿爽	2012	2.9	1112
其他	抖音	拾荒开饭	1301	166.9	13000
其他	抖音	老饭骨	778	6.3	2133
家居MCN	抖音	设计好房子	641	1.8	382
家居MCN	抖音	穿拖鞋的猫爷	417	3.8	1854
家居MCN	抖音	来阁设计	390	0.3	140
家居MCN	抖音	装修不求人	360	16.1	2584
家居MCN	抖音	家居严选师	334	0.3	273
其他	抖音	达达测评	298	1.8	144
其他	抖音	什么值得买	286	0.6	270
家居MCN	抖音	住小帮APP	270	0.3	210
家居MCN	抖音	设计鸭	266	0.6	113
其他	抖音	枯燥房东壹哥	256	1.8	1677
家居MCN	快手	法宇说装修 装饰设计师家	227	1.4	1202
家居MCN	快手	老袁严选-蚂蚁窝装饰家居	200	0.3	488
家居MCN	抖音	家装买手007	170	8.5	650
家居MCN	快手	室内设计—阿帅	135	0.2	356
家居MCN	抖音	家居设计精选	132	4.2	172
家居MCN	抖音	设计师小妞	131	0.2	285
家居MCN	抖音	设计好家	129	1.7	1462
其他	抖音	钱公子	111	0.7	114
家居MCN	抖音	装修侠老白	109	0.5	138
家居MCN	抖音	灵魂设计师-杨	95	0.1	51
家居MCN	抖音	恭喜说装修	89	0.1	116
家居MCN	抖音	至简设计小北	89	0.3	170
家居MCN	抖音	小多装修帮	87	0.2	239
家居MCN	抖音	哲北大叔	74	0.1	24
其他经销商	快手	欧川集成灶工厂-梵雨	61	5.6	1451
其他经销商	快手	万立油烟机燃气灶集成灶	47	0.3	281
家居MCN	抖音	生活家陈守二	42	0.2	459
家居MCN	快手	京城装修设计 王亚昭	32	0.1	254
家居MCN	抖音	亮哥侃装修	23	0.3	409
帅丰经销商	抖音	帅丰集成灶	23	0.5	158
家居MCN	快手	衡水市永盛装修设计王小勇	23	0.0	23
家居MCN	抖音	懂装修的俊哥	19	0.4	518
其他经销商	快手	欧川集成灶厂-俪姐	18	0.0	62
火星人官方	抖音	火星人集成灶	12	1.2	212
其他经销商	抖音	奥田集成灶	12	0.8	131
美大经销商	快手	美大集成灶朱总 (青海)	11	0.0	31
家居MCN	抖音	老韩 (装修) VVVVIP	10	0.1	357
其他经销商	快手	集成灶产品经理【石头哥】	10	0.0	3

资料来源：抖音 APP，快手 APP，华安证券研究所

## (2) 集成灶经销商/品牌号发布者——快速触达消费者

随着内容平台的兴起,越来越多集成灶经销商在品牌总部的号召下建立自己的抖音/快手账号,用于品牌、产品、店铺的宣传推广,他们通常以**品牌名+集成灶+所在地**作为自己的昵称,便于用户搜索,并在简介中标明自己的联系方式。

分品牌看,在我们的各 60 个样本中,美大与火星人粉丝量超过 1000 的经销商用户(图中所示用户)数量接近,均为约 30 个,图中所示用户粉丝量均值也接近,均为约 7000 个。推广效果方面,美大的图中所示用户集成灶内容的最高点赞量合计约 7.5 万个,最高评论量合计约 2800 条,火星人的图中所示用户集成灶内容的最高点赞量合计约 3 万个,最高评论量合计约 1600 条。**美大与火星人**两大龙头旗鼓相当,美大略胜一筹。而**其他品牌集成灶**的经销商情况来看,他们似乎比美大和火星人更加积极,图中所示的 25 个用户中,前五个的粉丝数量均超过 10 万,这 25 个用户发布的集成灶内容的最高点赞量合计约 16.2 万,最高评论量合计约 4900 个。我们认为,体量较小、份额相对较低的品牌,有更强的动力更早、更大力度尝试新的渠道营销模式,他们的发力也将更进一步推动集成灶品类的消费者教育。

分平台看,抖音用户比快手用户更容易被集成灶相关内容吸引,从而成为粉丝。抖音用户所在城市线级略高于快手,这将有利于集成灶品类“农村包围城市”战略的推进,增加集成灶在城市用户的渗透率。



图表 3 集成灶相关短视频发布用户信息梳理（按粉丝量排序）-美大经销商类

性质	所在平台	粉丝数量	集成灶内容	
			最高点赞量	最高评论量
美大经销商	快手	105000	73	31
美大经销商	抖音	22000	436	77
美大经销商	抖音	11000	1554	117
美大经销商	抖音	11000	14	3
美大经销商	抖音	9815	59	0
美大经销商	抖音	8801	59000	1092
美大经销商	抖音	6015	196	5
美大经销商	快手	5882	63	42
美大经销商	抖音	5268	3370	297
美大经销商	抖音	3336	176	19
美大经销商	抖音	3234	39	1
美大经销商	抖音	3101	72	2
美大经销商	快手	2950	212	64
美大经销商	抖音	2478	92	21
美大经销商	抖音	2387	122	34
美大经销商	抖音	2112	50	2
美大经销商	快手	2095	33	11
美大经销商	抖音	1996	7414	686
美大经销商	抖音	1867	258	21
美大经销商	抖音	1790	33	2
美大经销商	抖音	1661	30	0
美大经销商	快手	1587	30	17
美大经销商	快手	1535	31	12
美大经销商	抖音	1467	72	3
美大经销商	快手	1388	53	55
美大经销商	快手	1281	32	6
美大经销商	抖音	1162	102	15
美大经销商	快手	1112	8	2
美大经销商	抖音	1076	33	3
美大经销商	抖音	1055	23	3
美大经销商	抖音	1003	1084	162

资料来源：抖音 APP，快手 APP，华安证券研究所

图表 4 集成灶相关短视频发布用户信息梳理（按粉丝量排序）-火星人经销商类

性质	所在平台	粉丝数量	集成灶内容	
			最高点赞量	最高评论量
火星人官方	抖音	124000	12000	212
火星人经销商	抖音	11000	552	105
火星人经销商	抖音	8325	12000	837
火星人经销商	抖音	4799	303	88
火星人经销商	快手	4787	82	57
火星人经销商	抖音	3466	110	23
火星人经销商	抖音	3290	288	23
火星人经销商	抖音	3104	88	0
火星人经销商	抖音	3007	174	12
火星人经销商	抖音	2848	84	6
火星人经销商	抖音	2844	189	16
火星人经销商	抖音	2766	68	12
火星人经销商	抖音	2753	66	8
火星人经销商	抖音	2730	173	9
火星人经销商	抖音	2538	21	2
火星人经销商	抖音	2430	79	3
火星人经销商	抖音	2329	30	1
火星人经销商	抖音	2246	45	6
火星人经销商	快手	2182	10	2
火星人经销商	抖音	2143	1033	16
火星人经销商	抖音	1961	321	67
火星人经销商	抖音	1946	71	0
火星人经销商	抖音	1927	1013	2
火星人经销商	抖音	1907	318	40
火星人经销商	快手	1855	7	1
火星人经销商	抖音	1705	20	1
火星人经销商	抖音	1703	370	48
火星人经销商	抖音	1559	9	0
火星人经销商	抖音	1505	46	1
火星人经销商	快手	1433	6	1
火星人经销商	抖音	1432	146	13
火星人经销商	抖音	1210	7	1
火星人经销商	快手	1015	21	4

资料来源：抖音 APP，快手 APP，华安证券研究所

图表 5 集成灶相关短视频发布用户信息梳理（按粉丝量排序）-其他集成灶经销商类

性质	所在平台	粉丝数量 (万)	集成灶内容	
			最高点赞量	最高评论量
欧川集成灶	快手	61.1	56000	1451
万立集成灶	快手	47.1	3000	281
帅丰集成灶	抖音	22.5	4886	158
欧川集成灶	快手	17.5	237	62
奥田集成灶	抖音	11.7	7939	131
欧川集成灶	快手	9.8	33	3
欧川集成灶	快手	7.0	14	1
森歌集成灶	抖音	5.0	513	72
科普集成灶	快手	4.5	186	29
火星一号集成灶	抖音	3.2	215	31
欧川集成灶	快手	3.1	50	19
焱林柴火集成灶	抖音	3.0	29000	1215
亿田集成灶	快手	3.0	6	0
欧川集成灶	抖音	2.7	16000	426
美多集成灶	抖音	2.2	1868	88
培恩集成灶	抖音	2.1	107	31
雅士林集成灶	抖音	1.5	4765	120
上派集成灶	抖音	1.5	129	21
优格集成灶	抖音	1.1	108	18
亿田集成灶	抖音	0.8	320	103
帅丰集成灶	快手	0.7	5	0
板川集成灶	抖音	0.6	36000	636
帅康集成灶	抖音	0.5	100	7
帅丰集成灶	抖音	0.4	93	4
亿田集成灶	抖音	0.3	74	5

资料来源：抖音 APP，快手 APP，华安证券研究所

## 1.2 广告投入：通过新宝小熊，看集成灶弯道加速的机会

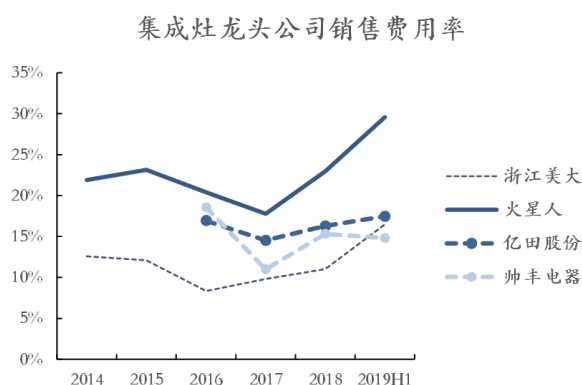
虽然厨电作为耐用消费品难以与小家电对标，但是抖音快手等内容平台流量红利为新兴小家电企业带来的低营销成本竞争优势，可作为简单参考。抖音快手等内容平台、家居类 MCN 的崛起，有望助力集成灶以低营销成本弯道加速。

### (1) 集成灶公司 vs 老板方太华帝们

由于体量较小，集成灶龙头公司的销售费用远低于传统厨电龙头企业，这是集成灶品类多年来难以被消费者看到、认知的一个重要原因，2018 年浙江美大、火星人、亿田股份、帅丰电器的销售费用合计仅约 6 亿元，而同年老板电器和华帝股份合计约 36 亿元，还不包括未上市的方太。

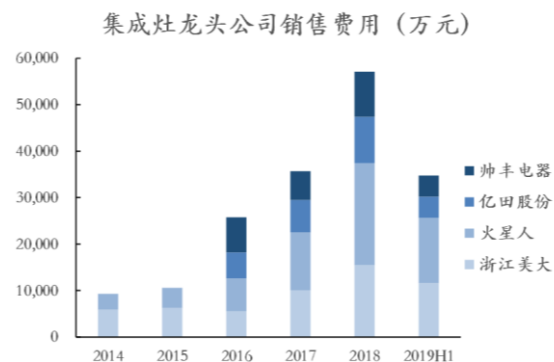
随着集成灶品类从 2016 年开始进入快速发展期，各龙头品牌也逐步加大销售费用投入，浙江美大和火星人的销售费用率显著提升。营销投入的成效显现需要一定反应时间，尤其是对应厨电这类耐用品。因此我们预计，集成灶的营销投入成效有望在近两年开始逐步显现。

图表 6 集成灶龙头公司的销售费用率



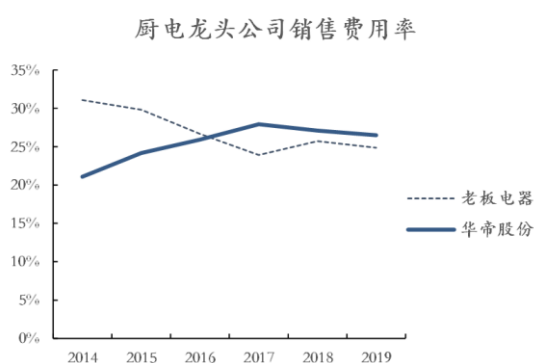
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 7 集成灶龙头公司的销售费用规模



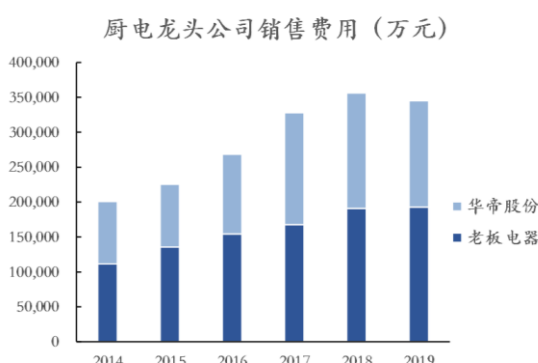
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 8 厨电龙头公司的销售费用率



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 9 厨电龙头公司的销售费用规模



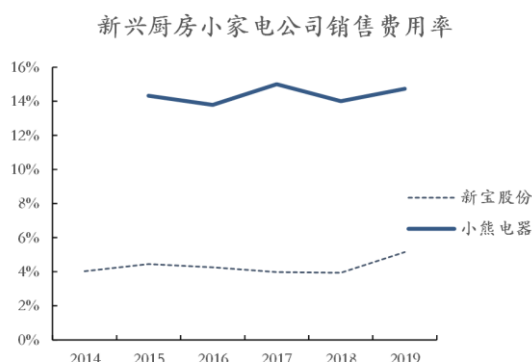
资料来源：公司公告，华安证券研究所

更重要的变化在于，如前文所述，抖音快手等内容平台、家居类 MCN 的崛起，有望助力集成灶以低营销成本弯道加速。

## (2) 新宝小熊 vs 龙头厨房小家电公司

虽然厨电作为耐用消费品难以与小家电对标，但是抖音快手等内容平台流量红利为新兴小家电企业带来的低营销成本竞争优势，可作为简单参考。小熊与新宝 2019 年销售费用合计仅约 9 亿元，小家电龙头苏泊尔和九阳合计约 47 亿元，新型营销模式与流量红利助力其以较低营销成本快速增长。

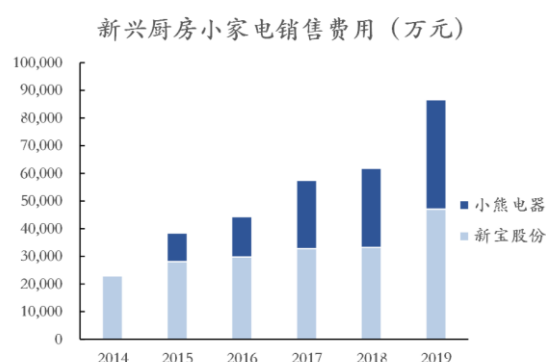
图表 10 新兴厨房小家电公司的销售费用率



资料来源：公司公告，华安证券研究所

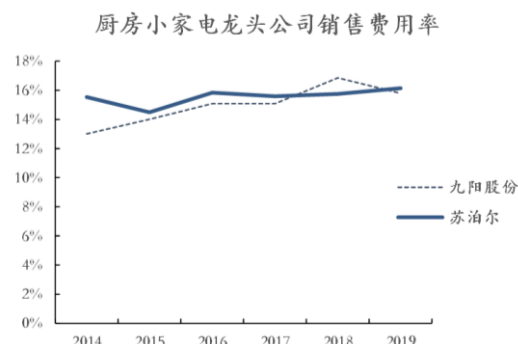
注：新宝股份有一定比例 ODM 业务，导致销售费用率较低。

图表 11 新兴厨房小家电公司的销售费用规模



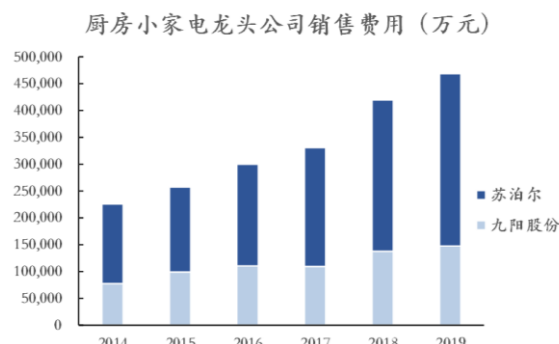
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 12 龙头厨房小家电公司的销售费用率



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 13 龙头厨房小家电公司的销售费用规模



资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 2. 集成灶行业市场规模测算

先看结论：

我们认为，集成灶行业销量规模在未来三年有望维持 30% 以上的增速，主要来自以下三方面因素：(1) 地产竣工面积回暖，带来整体厨电需求的改善；(2) 油烟机保有量提升，尤其是农村地区；(3) 集成灶渗透率提升（已考虑精装房分流影响）。接下来将

从这三个方面分别分析。

图表 14 集成灶行业市场规模测算

	2015	2019	2023E	CAGR (15-19)	CAGR (19-23E)
地产后周期需求量 (万套)	1,651	1,953	2,608	4.3%	7.5%
新增需求 (按当年房屋竣工套数)	705	637	854	-2.5%	7.6%
其中: 精装房		158	410		26.9%
更新需求 (按保有量/20年)	946	1,316	1,754	8.6%	7.4%
油烟机保有量 (台/百户)					
城镇	69	82	91		
农村	15	29	43		
油烟机+集成灶年销量 (万台)	1,651	1,953	2,608	4.3%	7.5%
集成灶	69	210	663	32.1%	33.4%
集成灶渗透率	4%	11%	25%		
集成灶渗透率 (剔除精装房需求)		12%	30%		

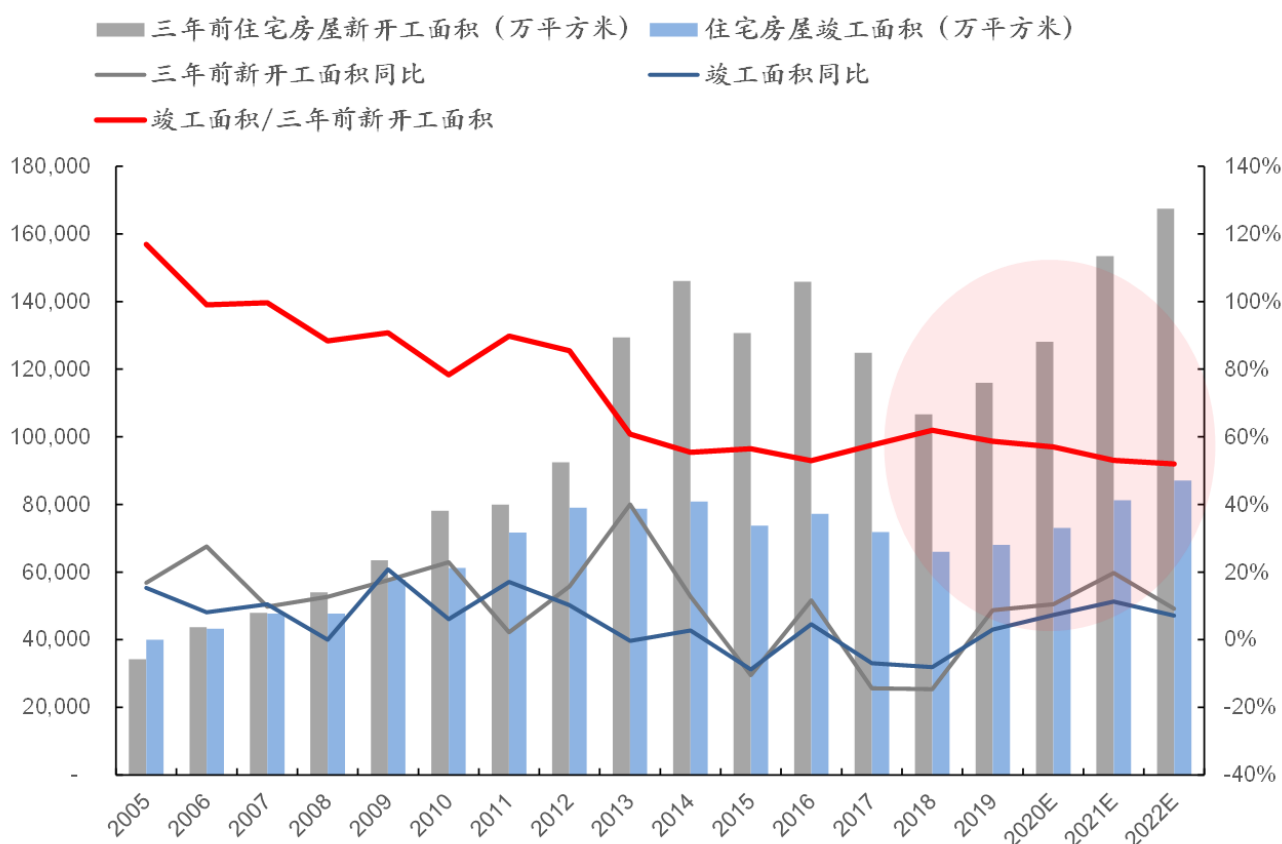
资料来源: 华安证券研究所测算

## 2.1 地产竣工面积回暖

我们根据住宅房屋新开工面积对竣工面积增速进行了预测。**绝对值方面**，虽然受到资金承压等影响，竣工面积长期低于新开工面积，但从2014年以来的数据来看，**竣工面积/三年前新开工面积基本维持在57%**，因此我们以三年前新开工面积的约57%（保守估计，2020-2022分别按57%、53%、52%预测）预测未来三年的竣工面积。**增速方面**，房屋竣工面积增速滞后于房屋新开工面积约三年，**从历史数据来看基本吻合**，预计未来三年将维持这一趋势。因此我们预计，**2020-2022年的住宅房屋竣工面积同比增速分别为7.4%、11.3%、7.1%**，持续向好，同时，2019年增速为3.0%，较2017、2018年的负增长已有显著改善，厨电销售滞后房屋竣工约半年，我们认为，地产改善将在接下来2-3年拉动厨电销量增长。



图表 15 根据新开工面积增速情况，竣工面积增速有望显著改善



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

我们根据住宅竣工面积和往年油烟机+集成灶销量数据，对未来销量进行的预测。(1) 我们假设每年厨电（油烟机+集成灶）销量新增需求等于当年竣工住宅套数；(2) 我们将二手房一同按照更新需求考虑，假设更新周期 20 年，按更新需求=厨电销量-新增需求，计算历史更新需求数据，与保有量/20 年基本相符，因此我们按照保有量/20 年预测未来的更新需求。

综上，我们预计 2020-2023 年的厨电（油烟机+集成灶）销量增速分别为 11.8%、7.4%、5.9%、4.9%，2023 年将达到约 2600 万台。

图表 16 厨电销量测算预测

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
油烟机+集成灶销量（万台）	1651	1883	2014	1968	1953	2184	2346	2485	2608
yoy	0.0%	14.0%	7.0%	-2.3%	-0.7%	11.8%	7.4%	5.9%	4.9%
新增需求（=住宅竣工套数）	705	746	677	618	637	684	761	816	854
更新需求（=总销量-新增需求）	946	1137	1337	1349	1316	1500	1585	1670	1754
对照：保有量/20年	1048	1127	1194	1333	1414	1500	1585	1670	1754

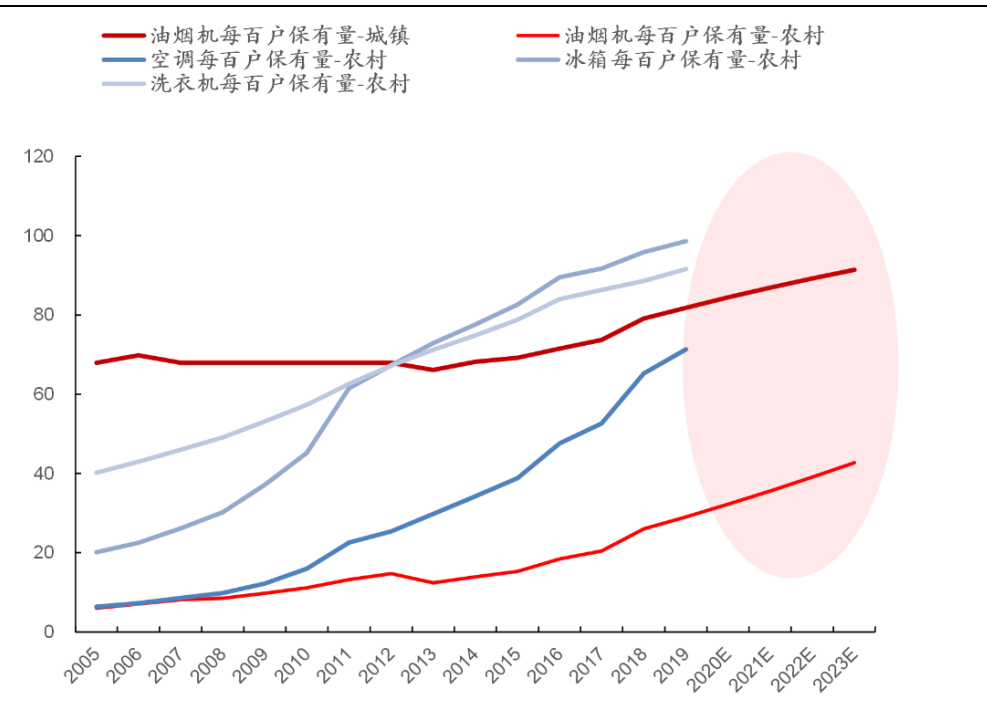
资料来源：产业在线，中怡康，华安证券研究所

## 2.2 厨电保有量提升，尤其农村

作为耐用消费品之一，不同于空冰洗，油烟机等厨具保有量依然较低，2019 年中国城镇和农村油烟机每百户保有量分别仅 82 台和 29 台每百户，而同期的空调、冰箱、洗衣机在农村的每百户保有量分别为 71、99、92 台每百户。参考空冰洗的保有量提升路径，我们认为，油烟机的保有量已进入快速提升的阶段，尤其是农村地区。

而在农村地区，集成灶最初起步于农村地区，其吸油烟能力强、集成化省空间、便于清洁等特性，在农村地区有较强优势，并且农村地区房屋无需担心烟道的问题。因此我们认为，农村地区油烟机保有量提升的预期，将有利于集成灶行业发展。

图表 17 油烟机保有量仍有较大提升空间



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

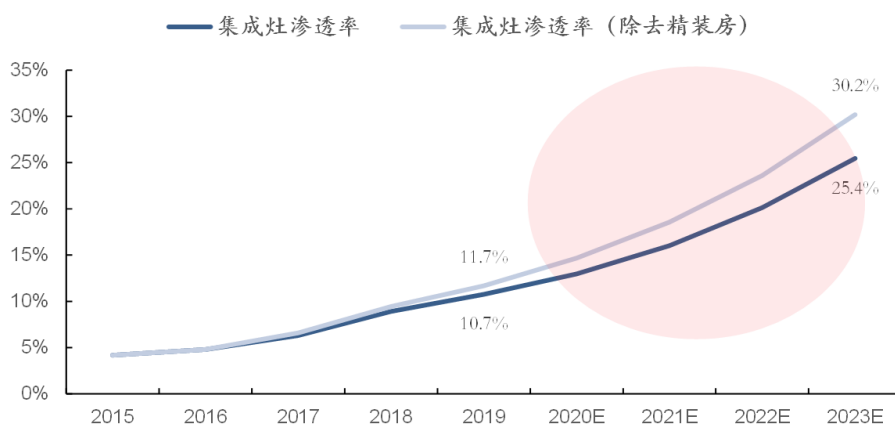
## 2.3 剔除精装房考虑集成灶渗透率提升

集成灶在灶具中的销量渗透率从 2015 年的 4% 逐步提升至 2019 年的 11%。根据众多新品类在发展初期渗透率的斜率逐步提升的路径，我们预计集成灶的渗透率在 2020-2023 年提升的速度有望增加。但同时，考虑到精装房占比逐步提升，厨电作为露标产品，开发商对于厨电的知名度要求较高，而集成灶作为仍处于渗透率提升阶段的新品类，在工程渠道处于相对弱势地位。因此保守起见，我们在测算渗透率提升的过程中，暂时考虑剔除精装房渠道。

我们预计剔除精装房后，集成灶在灶具的渗透率有望在 2023 年达到 30%，则对应未剔除精装房的渗透率为 25%。

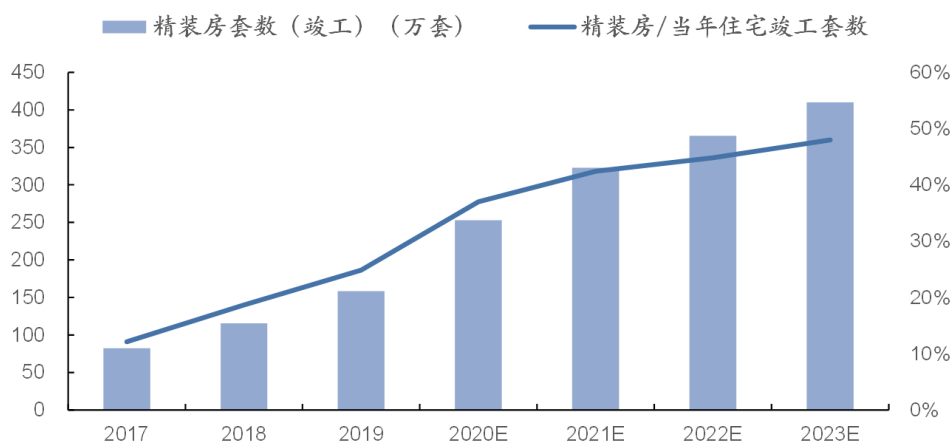
综上，我们预计，集成灶行业销量规模在未来三年有望维持 30% 以上的增速，到 2023 年达到约 660 万台的年销量。

图表 18 集成灶在灶具的渗透率有望在 2023 年提升至 25%



资料来源：中怡康，奥维云网，华安证券研究所测算

图表 19 精装房竣工套数与占比



资料来源：奥维云网，国家统计局，华安证券研究所（注：竣工套数假设为两年前新开工套数）

## 2.4 产能持续提升

面对快速增长的需求，集成灶行业各龙头公司均有产能扩张计划，浙江美大 110 万台产能的扩张计划已于 2020 年初建成投产。整体来看，四大龙头企业有望在 2023 年达到约 380 万台的合计年产能，较 2019 年的年复合增速约 39%，基本与我们预计的销量增速相匹配，合计占 2023 年预计销量的约 57%，对应 2019 年的 48% 有所提升。我们

认为，随着龙头企业的扩张以及规模效应，集中度有望持续提升。

图表 20 集成灶行业龙头均有产能扩张计划

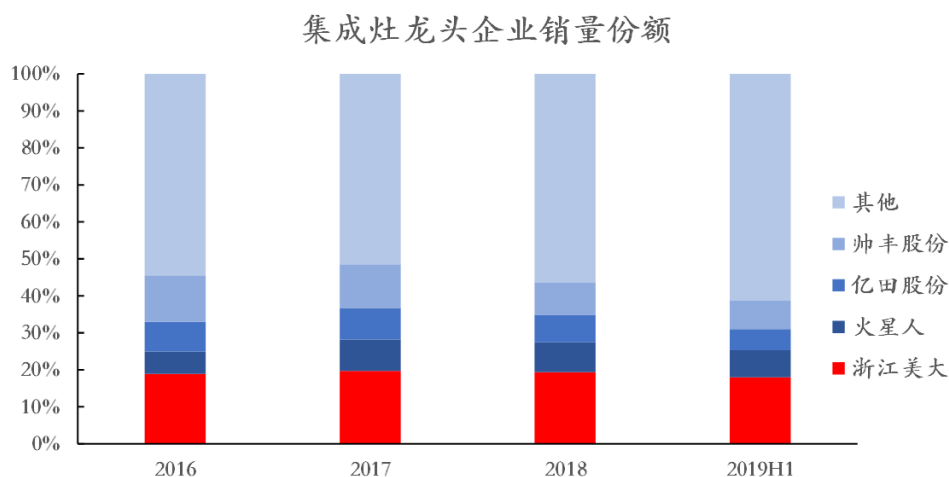
	2019	2020	2021	2022	2023
浙江美大	55	165	165	165	165
火星人	13	13	48	48	48
亿田股份	18	18	18	33	33
帅丰电器	16	16	16	16	136
合计	102	212	247	262	382

资料来源：公司公告，招股说明书

### 3. 集成灶竞争格局：美大龙头地位稳定

集成灶行业早期参与者众多，大多为长三角、珠三角地区的中小企业，经过多年角逐，竞争格局已逐步稳定。浙江美大作为集成灶的发明者，常年稳居龙头地位，从 2016-2019 年数据来看，维持 20% 左右的销量份额，远超第二梯队企业。居于第二梯队的是火星人、亿田股份、帅丰股份，也纷纷于近两年递交上市申请，体现集成灶行业的蓬勃发展。

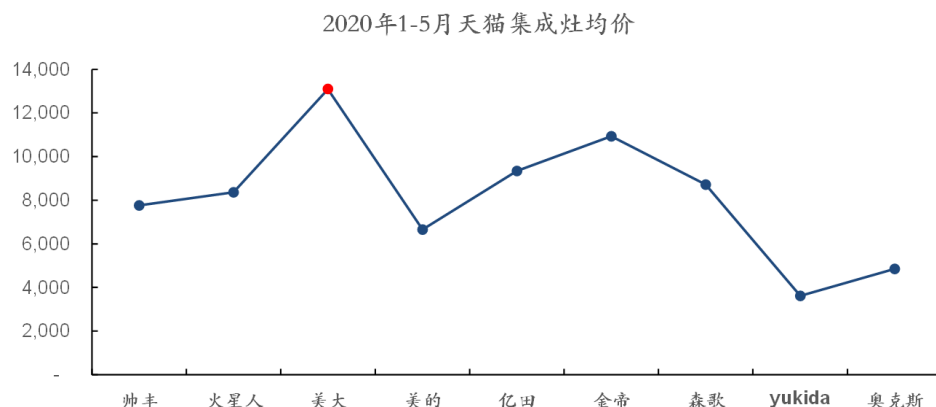
图表 21 浙江美大销量份额维持稳定龙头地位



资料来源：中怡康推总，公司公告，华安证券研究所

从均价来看，集成灶行业各品牌定位差别较大。浙江美大坚持高端定位，均价维持在 1 万元以上，以较高品质赢得了消费者的口碑，也是其多年维持龙头地位的重要原因之一。其他品牌则均价多在 2000-8000 元左右。

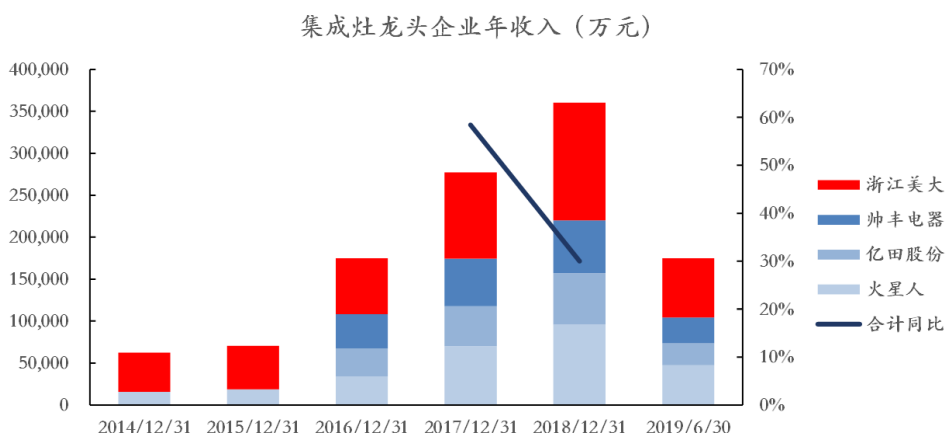
图表 22 集成灶行业均价差异较大



资料来源：淘数据，华安证券研究所

从营业收入来看，公司收入从 2014 年的 4.7 亿元增长至 2019 年的 16.8 亿元，持续领先于全行业。公司持续发挥行业领军优势，加快产品研发，加大多元化销售渠道扩张。集成灶四大龙头企业合计收入持续增长，哪怕在地产下滑、厨电整体情况较弱的情况下，2017、2018 年合计收入增速也均在 30% 以上。

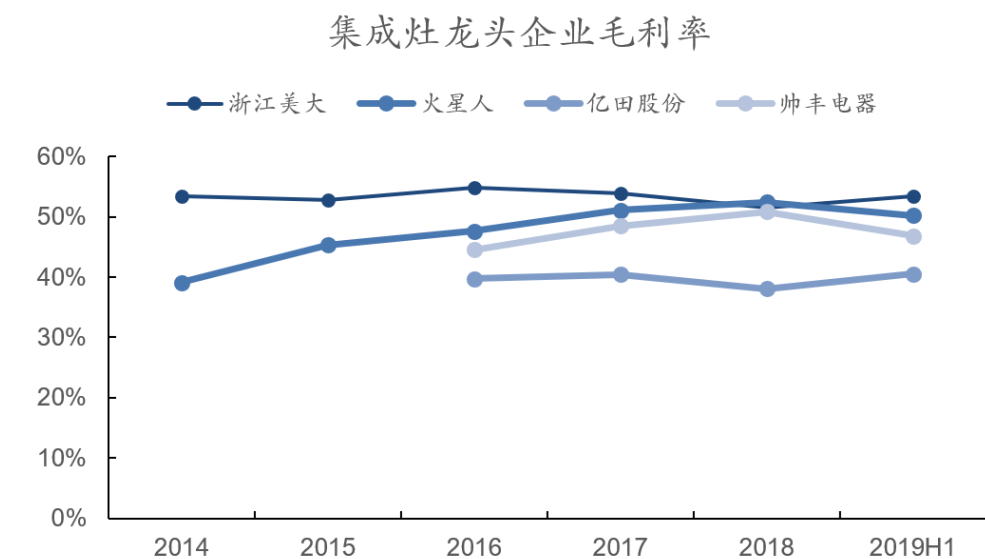
图表 23 集成灶龙头企业营业收入



资料来源：公司公告，华安证券研究所

盈利能力方面，公司毛利率领先于全行业。公司的毛利率一直保持在 51% 以上，高于同行业其他公司水平。且得益于公司的高端化战略以及原材料价格下降，自 2018 年以来，在行业竞争愈加激烈的背景下，公司的毛利率逆势增长。

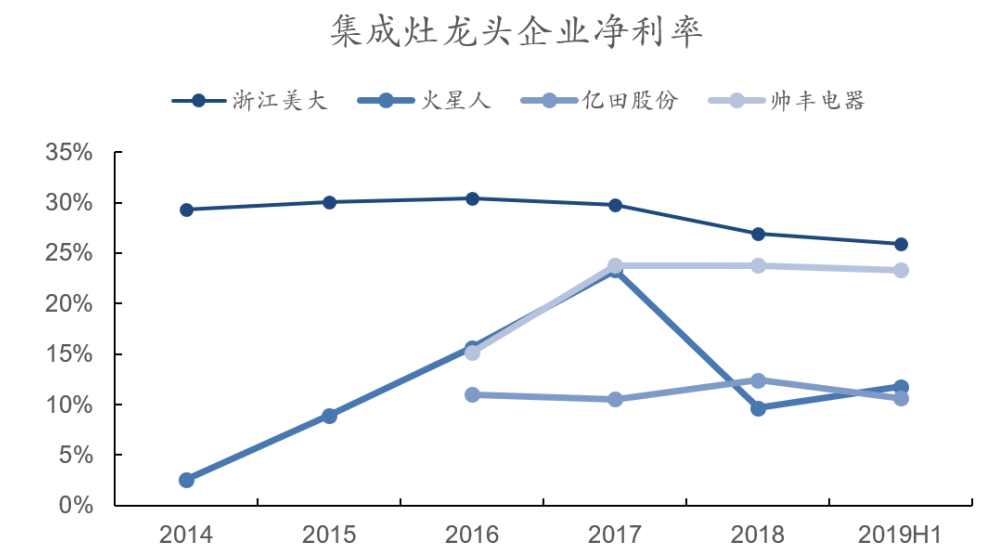
图表 24 集成灶龙头企业毛利率



资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司净利率水平一直维持在 27% 左右，显著高于行业其他龙头企业。高利润率为公司预留较大空间进行渠道营销拓展。2018 年左右开始，公司加大营销投入，并积极进行渠道拓展，销售费用率由 2018 年之前 10% 左右的水平上升至 2019 年的 15%。

图表 25 集成灶龙头企业净利率

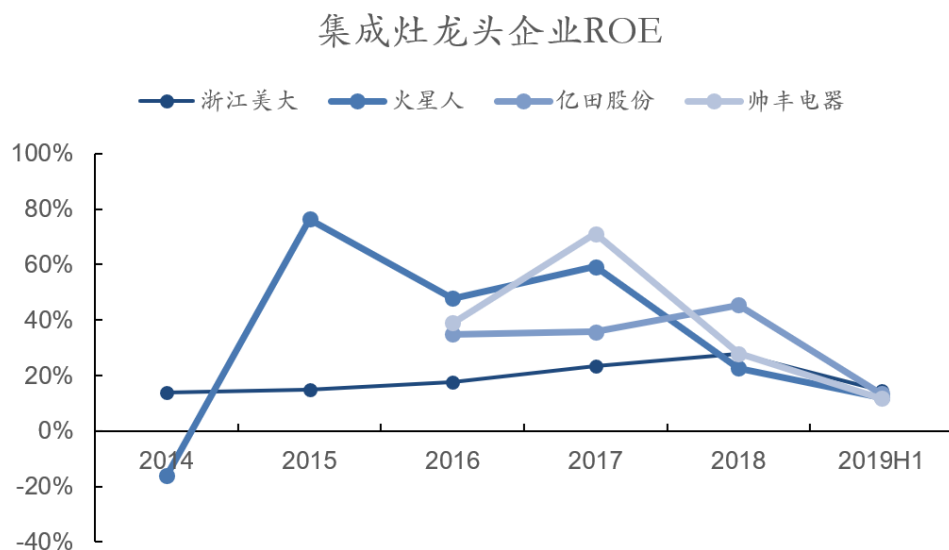


资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司的净资产收益率保持较高水平并持续稳定提升，至 2019 年已超过 30%，其提升主要来自于销售净利率与资产周转率不断上升。公司经营能力、存货管理能力的不断改善带来资产周转率的持续提升。



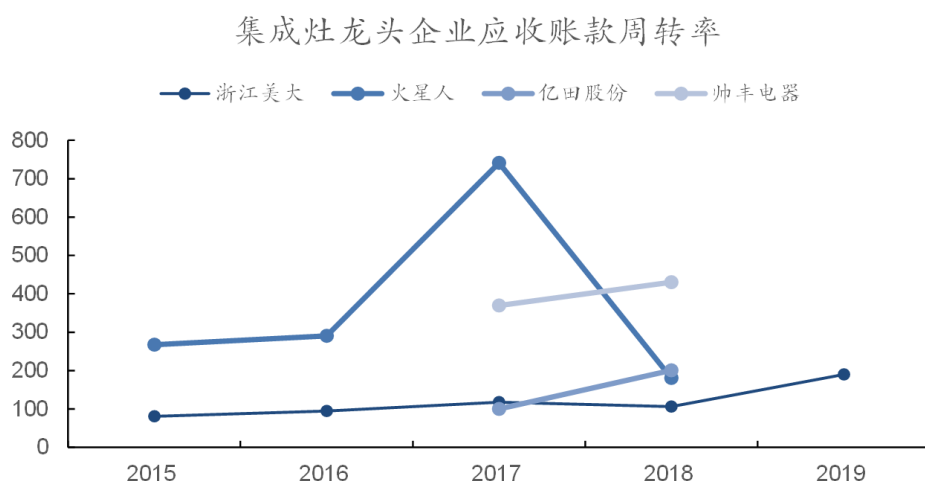
图表 26 集成灶龙头企业 ROE



资料来源：公司公告，华安证券研究所

具体来看，应收账款周转方面，公司规模显著高于同行业其他企业，应收账款周转率较低，但是长期来看持续提升。此外，集成灶行业采用的是先款后货的销售模式，因此年末的应收账款余额会处于较低的水平，相比传统厨电企业华帝股份、老板电器个位数的应收账款周转率，集成灶龙头企业的应收账款周转率较高。

图表 27 集成灶龙头企业应收账款周转率

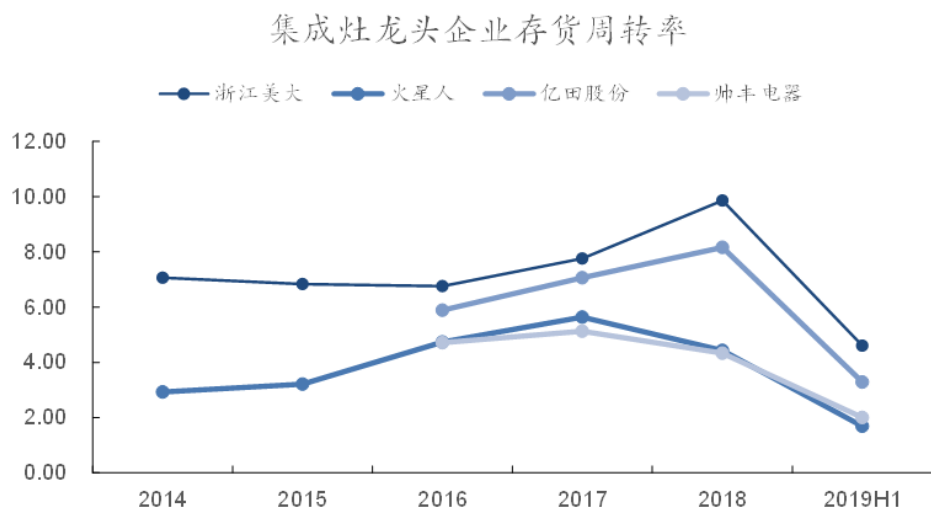


资料来源：公司公告，华安证券研究所

存货周转率方面，公司明显高于行业平均水平。公司自成立以来一直重视经销商网络的建设和完善，通过保持渠道的扁平化、提升渠道效率，使得公司的存货管理能力处

于行业领先地位。

图表 28 集成灶龙头企业存货周转率



资料来源：公司公告，华安证券研究所

综上，我们认为，公司在集成灶领域龙头地位稳定，无论是收入规模、盈利能力还是营运能力，都长期保持出色表现。在集成灶行业高速发展的预期下，我们预计公司在维持龙头地位的同时，份额有望进一步提升。

## 4. 投资建议

我们认为，厨电品类的消费者教育困难在过去几年制约了集成灶品类的快速发展。随着抖音快手等内容平台崛起，低成本大流量的家居 MCN 纷纷助力消费者教育，集成灶品类有望实现弯道加速。具体来看，在地产竣工增长、农村厨电保有量提升、集成灶渗透率提升的因素下，集成灶行业销量在未来三年有望维持 30% 以上的增速。而浙江美大作为集成灶的发明者，长期维持龙头地位，无论是收入规模、盈利能力还是营运能力，都长期保持出色表现。在集成灶行业高速发展的预期下，我们预计公司在维持龙头地位的同时，份额有望进一步提升。我们预计，公司 2020-2022 年的收入增速分别为 15.9%、32.0%、31.9%，归母净利润增速分别为 12.8%、28.7%、33.6%，每股 EPS 分别为 0.80、1.03、1.38 元/股，当前股价对应 2020-2022 年分别 13.8x、10.7x、8.0xPE，给予买入评级。

## 风险提示：

集成灶渗透率提升不达预期风险。

财务报表与盈利预测

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	916	1166	1455	1880
现金	799	1009	1257	1622
应收账款	18	20	27	35
其他应收款	0	2	3	3
预付账款	81	150	181	234
存货	80	101	127	170
其他流动资产	6	8	9	9
<b>非流动资产</b>	1070	1148	1254	1374
长期投资	0	0	0	0
固定资产	729	778	849	928
无形资产	174	196	211	228
其他非流动资产	154	160	181	205
<b>资产总计</b>	1987	2314	2709	3254
<b>流动负债</b>	440	567	726	956
短期借款	0	0	0	0
应付账款	213	201	277	371
其他流动负债	30	57	67	87
<b>非流动负债</b>	28	29	31	32
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负	28	29	31	32
<b>负债合计</b>	468	596	757	988
少数股东权益	0	0	0	0
股本	646	646	646	646
资本公积	105	105	105	105
留存收益	815	1013	1248	1562
归属母公司股东	1519	1717	1952	2266
<b>负债和股东权</b>	1987	2314	2709	3254

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金</b>	543	664	824	1102
净利润	460	519	668	892
折旧摊销	37	56	42	44
财务费用	(13)	(12)	(15)	(19)
投资损失	4	3	5	7
营运资金变动	54	88	117	170
其他经营现金	1	0	0	0
<b>投资活动现金</b>	(274)	(55)	(58)	(62)
资本支出	(278)	(47)	(51)	(55)
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金	4	2	5	7
<b>筹资活动现金</b>	(304)	(399)	(519)	(674)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金	0	1	1	2
<b>现金净增加额</b>	(34)	210	248	365

资料来源:公司公告,华安证券研究所

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	1684	1952	2577	3399
营业成本	783	934	1226	1615
营业税金及附加	12	15	19	25
销售费用	257	296	399	520
管理费用	66	66	101	129
财务费用	(13)	(12)	(15)	(19)
资产减值损失	0	(3)	(3)	(3)
公允价值变动收	0	0	0	0
投资净收益	4	3	5	7
<b>营业利润</b>	535	602	775	1035
营业外收入	0.12	0.16	0.16	0.16
营业外支出	0.58	0.84	0.84	0.84
<b>利润总额</b>	534	601	774	1034
所得税	74	82	106	142
<b>净利润</b>	460	519	668	892
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	460	519	668	892
EBITDA	553	643	796	1051
EPS (元)	0.71	0.80	1.03	1.38

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>				
营业收入	20.24%	15.90%	32.00%	31.88%
营业利润	20.01%	12.59%	28.65%	33.58%
归属于母公司净利	21.85%	12.82%	28.68%	33.61%
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	53.53%	52.15%	52.41%	52.48%
净利率(%)	27.31%	26.58%	25.92%	26.26%
ROE(%)	30.28%	30.22%	34.21%	39.39%
ROIC(%)	29.23%	29.51%	33.31%	38.36%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	23.5%	25.8%	27.9%	30.4%
净负债比率(%)	30.8%	34.7%	38.8%	43.6%
流动比率	2.08	2.05	2.00	1.97
速动比率	1.87	1.83	1.78	1.74
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.8	0.8	1.0	1.0
应收账款周转率	3.7	4.6	4.4	4.4
存货周转率	9.8	9.2	9.6	9.5
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊	0.7	0.8	1.0	1.4
每股经营现金流	0.8	1.0	1.3	1.7
每股净资产(最新	2.4	2.7	3.0	3.5
<b>估值比率</b>				
P/E	18.76	13.79	10.72	8.02
P/B	5.68	4.17	3.67	3.16
EV/EBITDA	14.16	9.56	7.42	5.27

## 分析师与研究助理简介

### 重要声明

#### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

#### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

#### 行业评级体系

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

#### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。