

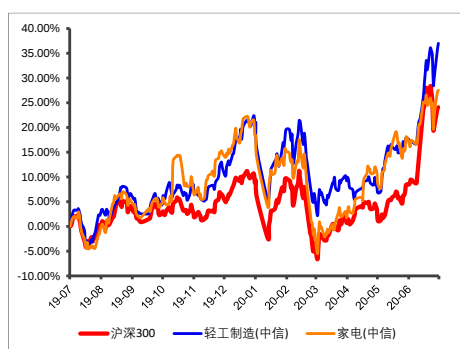


集成灶产品专题：关于同质化、价格战、利润率的分析与思考 ——基于 150 个厨电产品梳理分析

行业评级：增 持

报告日期：2020-07-22

行业指数与沪深 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

1.《华安证券_公司研究_深度报告_浙江美大(002677.SZ):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》2020-06-21

主要观点:

随着集成灶关注度提升,关于集成灶产品性能表现、同质化竞争、未来发展趋势等争议较大。我们特此梳理约 150 个集成灶+传统烟灶产品型号的各项参数,进行对比分析,研究集成灶与传统烟灶性能参数差异、不同品牌不同价位集成灶性能参数差异;并对四大集成灶龙头的销量、平均单台成本(直接材料/直接人工/制造费用)、平均单台出厂价、零售价(线上/线下)进行拆分分析,研究集成灶的规模效应、产品溢价、价格竞争趋势等。

150 个产品参数分析:集成灶与传统烟灶参数相近,龙头品牌更加注重全面发展

整体来看,集成灶与传统烟灶参数表现相近,但由于产品构造差别较大,较难完全从参数判断其性能表现。关于集成灶的各品牌对比,龙头品牌更加注重全面发展,通过更优的工业设计为消费者带来优质用户体验,各参数表现基本没有短板,对技术水平要求较高。而定价较低的其他品牌,则会通过提升某个单项性能参数作为宣传亮点,但在其他方面或有所牺牲。

成本与价格拆解:规模效应显著,产品结构升级助力价格提升

我们对集成灶龙头企业的成本和价格进行了拆分分析,发现各企业的生产工艺流程和原材料差异较小,而规模效应显著,生产规模较大的企业具有明显成本优势。此外,随着产品结构升级,各品牌均价均有提升趋势。

投资建议

我们持续推荐关注受益地产竣工回暖的厨电板块,建议关注厨电龙头、工程渠道龙头老板电器,和受益集成灶渗透率提升的集成灶龙头浙江美大。我们认为,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。浙江美大作为集成灶龙头企业规模优势显著,集成灶品类毛利率高达 57%,高于其他集成灶龙头企业,随着集成灶规模扩张,各集成灶龙头企业成本或有望进一步降低,而产品结构升级也有望带来均价的提升。

风险提示

集成灶渗透率提升不及预期风险;集成灶竞争加剧导致价格战风险。

正文目录

引言	4
1. 150 个产品参数分析：集成灶与传统烟灶参数相近，龙头品牌更加注重全面发展	4
1.1 油烟机：集成灶参数略弱于传统油烟机，优势在于全新的结构	4
1.1.1 风压：各家表现相近	6
1.1.2 排风量：龙头更注重整体体验	6
1.1.3 电机功率：与排风量并非正相关	7
1.1.4 噪音：龙头表现更优	8
1.2 燃气灶：集成灶与传统燃气灶参数表现相近	9
1.2.1 热流量/热负荷：基本均达到“黄金火力”	11
1.2.2 能效：多数达到一级	12
1.2.3 熄火保护装置：仅美大均为离子感应	13
1.2.4 进风方式：各有不同	15
1.3 其他：工艺、材质、服务等同样为产品重要关注点	16
2. 成本与价格拆解：规模效应显著，产品结构升级助力价格提升	16
2.1 成本拆解：规模效应显著	16
2.2 价格分析：产品结构升级带来均价提升	17
3. 投资建议	19
风险提示：	19

图表目录

图表 1 集成灶品牌油烟机相关参数对比.....	5
图表 2 传统厨电品牌品牌油烟机相关参数对比.....	5
图表 3 各品牌风压参数对比.....	6
图表 4 各品牌排风量参数对比.....	7
图表 5 各品牌电机功率参数对比.....	8
图表 6 各品牌噪音参数对比.....	9
图表 7 集成灶品牌燃气灶相关参数对比.....	10
图表 8 燃气灶品牌燃气灶相关参数对比.....	11
图表 9 各品牌额定热流量参数对比.....	12
图表 10 我国热效率标准划分.....	13
图表 11 集成灶品牌能效参数对比.....	13
图表 12 燃气灶熄火保护装置分类.....	14
图表 13 各品牌熄火保护装置参数对比.....	14
图表 14 燃气灶进风方式及其特点.....	15
图表 15 各品牌进风方式参数对比.....	15
图表 16 大厨电生产工艺流程.....	16
图表 17 集成灶龙头企业平均单台成本拆分（仅限集成灶品类）.....	17
图表 18 集成灶行业龙头均有产能扩张计划.....	17
图表 19 集成灶龙头企业平均价格对比.....	18

引言

随着集成灶关注度提升，关于集成灶产品性能表现、同质化竞争、未来发展趋势等争议较大。我们特此梳理约 150 个集成灶+传统烟灶产品型号的各项参数，进行对比分析，研究集成灶与传统烟灶性能参数差异、不同品牌不同价位集成灶性能参数差异；并对四大集成灶龙头的销量、平均单台成本（直接材料/直接人工/制造费用）、平均单台出厂价、零售价（线上/线下）进行拆分分析，研究集成灶的规模效应、产品溢价、价格竞争趋势等。

1. 150 个产品参数分析：集成灶与传统烟灶参数相近，龙头品牌更加注重全面发展

本章通过对比分析发现，油烟机方面，集成灶的参数表现略弱于传统油烟机，但集成灶通过全新、颠覆式的结构达到了同等甚至更优的效果；燃气灶方面，集成灶与传统燃气灶参数表现相近。整体来看，集成灶与传统烟灶参数表现相近，但由于产品构造差别较大，较难完全从参数判断其性能表现。

关于集成灶的各品牌对比，我们研究发现，龙头品牌更加注重全面发展，通过更优的工业设计为消费者带来优质用户体验，各参数表现基本没有短板，对技术水平要求较高。而定价较低的其他品牌，则会通过提升某个单项性能参数作为宣传亮点，但在其他方面或有所牺牲。

样本选取说明：

本章选取约 150 个集成灶+传统烟灶产品型号进行详细分析，主要信息来源为公司官网、招股书、中关村在线、苏宁易购等，并选择各品牌中具备较强代表性的型号进行对比分析并展示。分析存在样本偏差风险。

1.1 油烟机：集成灶参数略弱于传统油烟机，优势在于全新的结构

油烟机的功效主要在于“吸”和“排”，“吸”的能力取决于排风量，“排”的能力在于风压，其他主要参数包括电机功率和噪音。

整体而言，集成灶和传统油烟机的对比来看，传统油烟机的各参数表现略优于集成灶，但集成灶的优势在于用全新、颠覆式的结构达到同样甚至更好的功效，例如通过更靠近灶台的吸风口实现更强的吸油烟能力、通过远离人头部的噪声源实现更优的噪音体验，因此难以通过参数来辨别集成灶和传统油烟机的性能表现。

集成灶中各品牌的参数对比来看，定价更高的龙头企业致力于通过更加合理的工业设计

计等实现全方位的优质用户体验，对研发能力要求更高，而定价较低的其他品牌则将大排风量等参数作为宣传点，牺牲了噪声、电机功率等其他方面的用户体验。

图表 1 集成灶品牌油烟机相关参数对比

集成灶品牌	型号	最大静压 (Pa)	风压 (Pa)	排风量 (m3/min)	电机功率 (W)	噪音 (dB)	价格 (苏宁易购到手价)
美大	JJZT-6689F	450	250	14-15	233	>60	7599
美大	1509ZK/X9ZK	450	250	14-15	235	56-60	11699
美大	5589Z	450	250	14-15	235	56-60	9800
火星人	E52B/X	300		16-17	280	56-60	7880
火星人	JJZT-E52B/Z		300	16-17	280	56-60	11660
帅丰	2019U7-3B	700	450	14-15	160	56-60	6980
帅丰	U1-3B		280	14-15	200	56-60	7199
美的	JJZT-90WD10-G		365	16-17	603	>60	4399
美的	JJZT-90Z12-G	310		16-17	287	>60	11999
美的	JJZT-90D15-G	365		16-17	300	>60	9999
美的	JJZT-90WD23	365		16-17	275	>60	5681
欧诚	L55	400		18及以上	260	>60	4688
欧尼尔	LX6-SZK			18及以上	200	>60	5098
康佳	KD01			14-15	290	56-60	2999
万家乐	KLJ73(B)			16-17	260	>60	3699
好太太	JJZT-H805-12T		450	18及以上	270	>60	5999

资料来源：华安证券研究所整理

图表 2 传统厨电品牌油烟机相关参数对比

油烟机品牌	型号	最大静压 (Pa)	风压 (Pa)	排风量 (m3/min)	电机功率 (W)	噪音 (dB)	价格 (苏宁易购到手价)
老板电器	CXW-200-26A5S	420		19	200	53	3699
老板电器	CXW-200-67X2H	360		20	200	54	3799
老板电器	CXW-260-27A5	420		20	260	52	4299
老板电器	CXW-260-27N1H	440		20	260	52	3899
老板电器	CXW-220-66A1H	420		20	200	54	4599
老板电器	CXW-200-67A1	360		19	200	54	3398
方太	CXW-228-JQD2T	450		20	228		4099
华帝	CXW-200-i11079	330		18	224	56	1799
华帝	CXW-240-i11134	450		21	244	55	3199
华帝	CXW-228-i11089	420		21	228	55	2999
华帝	CXW-238-i11127	370		20	238	55	2699

资料来源：华安证券研究所整理

注：传统厨电价格多为烟灶套装价格，由于比集成灶少一个消毒柜/蒸箱/蒸烤箱，价格较低。

1.1.1 风压：各家表现相近

油烟机的风压是指其排风量达到 $7\text{m}^3/\text{min}$ 时的静压值（物体在静止或匀速移动时所受压强），单位 Pa。静压值越大，油烟机的抗倒风能力越强，即在排烟管当中不容易出现油烟倒窜的情况，向外排烟的效果也就更好。最大静压值决定了油烟机可以连接排烟管的最大长度，如果烟机位置距离排烟管和公共烟道距离较长，或地处楼层较高时，则需要较大的风压，以防止油烟倒灌。目前市场上的油烟机最大静压值多在 300Pa 或以上，较为合适。

从对比数据来看，不同品牌标注最大静压值和风压值的情况不一样，整体来看，基本均在 $350\text{--}450\text{Pa}$ 的水平，美大和帅丰略高于其他集成灶品牌，集成灶品牌和传统厨电品牌差异不大。这表明，在风压这一参数上，各龙头品牌表现相仿，已较为成熟。

图表 3 各品牌风压参数对比

集成灶品牌	美大	美大	美大	火星人	火星人	帅丰	帅丰	美的	美的	美的	美的	欧诚	好太太
型号	JJZT-6689F	1509ZK/X9Z K	5589Z	E52B/X	JJZT-E52B/Z	2019U7-3B	U1-3B	JJZT-90WD10-G	JJZT-90Z12-G	JJZT-90D15-G	JJZT-90WD23	L55	JJZT-H805-12T
最大静压 (Pa)	450	450	450	300		700			310	365	365	400	
风压 (Pa)	250	250	250		300	450	280	365					450
价格 (苏宁易购到手价)	7599	11699	9800	7880	11660	6980	7199	4399	11999	9999	5681	4688	5999

油烟机品牌	老板电器	老板电器	老板电器	老板电器	老板电器	老板电器	方太	华帝	华帝	华帝	华帝
型号	CXW-200-26A5S	CXW-200-67X2H	CXW-260-27A5	CXW-260-27N1H	CXW-220-66A1H	CXW-200-67A1	CXW-228-JQD2T	CXW-200-i11079	CXW-240-i11134	CXW-228-i11089	CXW-238-i11127
最大静压 (Pa)	420	360	420	440	420	360	450	330	450	420	370
价格 (苏宁易购到手价)	3699	3799	4299	3899	4599	3398	4099	1799	3199	2999	2699

资料来源：华安证券研究所整理

注：传统厨电价格多为烟灶套装价格，由于比集成灶少一个消毒柜/蒸箱/蒸烤箱，价格较低。

1.1.2 排风量：龙头更注重整体体验

排风量是指油烟机工作时单位时间内的排风量，单位 m^3/min 。排风量越大，越能快速将厨房内大量的油烟排干净。但是，排风量并非越大越好，排风量过大会带走过多热量，影响燃气灶工作时的正常发热量。目前市场上的排风量主要分为： $<14\text{m}^3/\text{min}$ 、 $14\text{--}15\text{m}^3/\text{min}$ 、 $15\text{--}16\text{m}^3/\text{min}$ 、 $>17\text{m}^3/\text{min}$ 。

排风量的选择与厨房面积、做饭习惯、楼层密切相关。10 平方米以下的开放式厨房或 $3\text{--}9$ 平方米的封闭式厨房，适用 $15\text{m}^3/\text{min}$ 左右排风量的油烟机，10 平方米以上的开放式厨房适用 $>17\text{m}^3/\text{min}$ 排风量的油烟机。做饭频率高、做饭风格重油烟的适用更高排风量的油烟机。楼层高、公共烟道距离长的适用更高排风量的油烟机，以避免油烟倒灌串味。

从对比数据来看，传统品牌的排风量显著高于集成灶。但考虑到油烟快速散发的特性，

吸风口的位置同样重要，集成灶以及侧吸式油烟机的吸烟口本身离灶台很近，可以以更小的排风量实现同等甚至更优的效果。结合厨房面积考虑，也更加符合集成灶的集成化省空间、适用于小面积厨房的特点。

在集成灶的品牌对比中，美的和火星人略高于美大和帅丰，作为对照的低端集成灶品牌排风量参数显著较高。关于集成灶排风量是否越高越好，各家说法不一，例如，美大认为排风量并非越大越好，大风量会造成电功率加大、噪音加大、耗电量加大、电机寿命缩短等问题，因此美大在宣传中表示“经过专业测量器测量、经过严苛的实验数据分析，将机器达到更好的吸烟效果”。而其他品牌则偏好用大风量作为宣传方式之一。

图表 4 各品牌排风量参数对比

集成灶品牌	美大	美大	美大	火星人	火星人	帅丰	帅丰	亿田	亿田	亿田	亿田
型号	JJZT-6689F	1509ZK/X9Z K	5589Z	E52B/X	JJZT-E52B/Z	2019U7-3B	U1-3B	A5CGMH	D8	D2Z	GX91MH
排风量 (m ³ /min)	14-15	14-15	14-15	16-17	16-17	14-15	14-15	14-15	14-15	16-17	14及以下
价格 (苏宁易购购到手价)	7599	11699	9800	7880	11660	6980	7199	5199	7780	9299	9999

集成灶品牌	美的	美的	美的	美的	欧诚	欧尼尔	康佳	万家乐	好太太
型号	JJZT-90WD10-G	JJZT-90Z12-G	JJZT-90D15-G	JJZT-90WD23	L55	LX6-SZK	KD01	KLJ73(B)	JJZT-H805-12T
排风量 (m ³ /min)	16-17	16-17	16-17	16-17	18及以上	18及以上	14-15	16-17	18及以上
价格 (苏宁易购购到手价)	4399	11999	9999	5681	4688	5098	2999	3699	5999

油烟机品牌	老板电器	老板电器	老板电器	老板电器	老板电器	老板电器	方太	华帝	华帝	华帝	华帝
型号	CXW-200-26A5S	CXW-200-67X2H	CXW-260-27A5	CXW-260-27N1H	CXW-220-66A1H	CXW-200-67A1	CXW-228-JQD2T	CXW-200-i11079	CXW-240-i11134	CXW-228-i11089	CXW-238-i11127
排风量 (m ³ /min)	19	20	20	20	20	19	20	18	21	21	20
价格 (苏宁易购购到手价)	3699	3799	4299	3899	4599	3398	4099	1799	3199	2999	2699

资料来源：华安证券研究所整理

注：传统厨电价格多为烟灶套装价格，由于比集成灶少一个消毒柜/蒸箱/蒸烤箱，价格较低。

1.1.3 电机功率：与排风量并非正相关

理论上讲，油烟机吸力的大小主要取决于电机的功率大小，电机功率越大，吸力越大。

从对比数据来看，集成灶的电机功率平均高于传统品牌，其中，华帝略高于以大吸力著称的老板电器，美的和火星人略高于美大和帅丰。电机功率参数与风压和排风量并无明显正相关关系，因此我们认为，电机功率并非决定油烟机功效的唯一决定因素，研发能力较强的企业可实现以更低的电机功率实现更强的吸力。

图表 5 各品牌电机功率参数对比

集成灶品牌	美大	美大	美大	火星人	火星人	帅丰	帅丰	亿田	亿田	亿田	亿田
型号	JJZT-6689F	1509ZK/X9Z K	5589Z	E52B/X	JJZT- E52B/Z	2019U7-3B	U1-3B	A5CGMH	D8	GX91MH	GZ92WH
电机功率 (W)	233	235	235	280	280	160	200	193	250	190	250
价格 (苏宁易购到手价)	7599	11699	9800	7880	11660	6980	7199	5199	7780	9999	12999

集成灶品牌	美的	美的	美的	欧诚	欧尼尔	康佳	万家乐	好太太
型号	JJZT- 90Z12-G	JJZT- 90D15-G	JJZT- 90WD23	L55	LX6-SZK	KD01	KLJ73 (B)	JJZT-H805- 12T
电机功率 (W)	287	300	275	260	200	290	260	270
价格 (苏宁易购到手价)	11999	9999	5681	4688	5098	2999	3699	5999

油烟机品牌	老板电器	老板电器	老板电器	老板电器	老板电器	老板电器	方太	华帝	华帝	华帝
型号	CXW-200- 26A5S	CXW-200- 67X2H	CXW-260- 27A5	CXW-260- 27N1H	CXW-220- 66A1H	CXW-200- 67A1	CXW-228- JQD2T	CXW-200- i11079	CXW-240- i11134	CXW-238- i11127
电机功率 (W)	200	200	260	260	200	200	228	224	244	238
价格 (苏宁易购到手价)	3699	3799	4299	3899	4599	3398	4099	1799	3199	2699

资料来源：华安证券研究所整理

注：传统厨电价格多为烟灶套装价格，由于比集成灶少一个消毒柜/蒸箱/蒸烤箱，价格较低。

1.1.4 噪音：龙头表现更优

噪音指在额定电压和额定频率下，集成灶以最高档转速运转的音量。噪音是衡量集成灶环保性能的一个重要指标，国家规定该指标值不大于 74dB。

从对比数据来看，龙头品牌的噪音表现均远低于国家规定值，表现较好。其中，集成灶的噪音整体略高于传统油烟机。不过，传统油烟机工作处于人耳朵的位置，集成灶下排风的设计取消了置于人体头部的噪声源，从体感上来说，集成灶表现或不输甚至优于传统油烟机。集成灶来看，美大、火星人、帅丰的表现优于美的、亿田及其他品牌，表明龙头品牌更加注重通过降低噪音等改善整体用户体验，而非单纯追逐更高的排风量、风压等参数。

图表 6 各品牌噪音参数对比

集成灶品牌	美大	美大	美大	火星人	火星人	帅丰	帅丰	亿田	亿田	亿田	亿田
型号	JJZT-6689F	1509ZK/X9Z K	5589Z	E52B/X	JJZT- E52B/Z	2019U7-3B	U1-3B	A5CGMH	D8	GX91MH	GZ92WH
噪音 (dB)	>60	56-60	56-60	56-60	56-60	56-60	56-60	>60	>60	56-60	56-60
价格 (苏宁易购到手价)	7599	11699	9800	7880	11660	6980	7199	5199	7780	9999	12999

集成灶品牌	美的	美的	美的	美的	欧诚	欧尼尔	康佳	万家乐	好太太
型号	JJZT- 90WD10-G	JJZT- 90Z12-G	JJZT- 90D15-G	JJZT- 90WD23	L55	LX6-SZK	KD01	KLJ73 (B)	JJZT-H805- 12T
噪音 (dB)	>60	>60	>60	>60	>60	>60	56-60	>60	>60
价格 (苏宁易购到手价)	4399	11999	9999	5681	4688	5098	2999	3699	5999

油烟机品牌	老板电器	老板电器	老板电器	老板电器	老板电器	老板电器	华帝	华帝	华帝
型号	CXW-200- 26A5S	CXW-200- 67X2H	CXW-260- 27A5	CXW-260- 27N1H	CXW-220- 66A1H	CXW-200- 67A1	CXW-200- i11079	CXW-240- i11134	CXW-228- i11089
噪音 (dB)	53	54	52	52	54	54	56	55	55
价格 (苏宁易购到手价)	3699	3799	4299	3899	4599	3398	1799	3199	2999

资料来源：华安证券研究所整理

注：传统厨电价格多为烟灶套装价格，由于比集成灶少一个消毒柜/蒸箱/蒸烤箱，价格较低。

1.2 燃气灶：集成灶与传统燃气灶参数表现相近

燃气灶是集成灶的核心部件，“火力猛”、“安全”、“省燃气”是消费者最关心的三个方面。火力取决于灶具的热流量/热负荷和能效等级，安全性取决于熄火保护装置，省煤气取决于能效等级。而灶具的进风方式又对这三方面都有一定程度的影响。

整体来看，集成灶和传统燃气灶在燃气灶参数方面差异较小。

集成灶中各品牌的参数对比来看，龙头企业各参数整体水平较高，将产品的安全性放在第一位，同时致力于利用自身技术优势、更加合理的工业设计实现用户更加优质的体验，对厂家研发能力和生产能力要求较高。定价较低的其他品牌将大火力等参数作为宣传点，而其他方面或存在一定弱势。

图表 7 集成灶品牌燃气灶相关参数对比

集成灶品牌	型号	额定热流量 (kW)	能效等级 (级)	熄火保护装置	进风方式	价格 (苏宁易购到手价)
美大	JJZT-1209E	4.0	1	离子感应	上进风	6699
美大	JJZT-1301Z	4.0	1	离子感应	上进风	15600
美大	JJZT-1303	4.0	1	离子感应	上进风	7099
美大	JJZT-2201A	4.0	1	热电偶/离子	上进风	5799
美大	JJZT-2204A	4.0	1	离子感应	上进风	5880
美大	JJZT-6689F	4.2	1	离子感应	上进风	7599
美大	JJZT-G3	4.2	1	离子感应	上进风	7099
美大	5589Z	4.2	1	离子感应	上进风	9800
美大	G6Z	4.2	1	离子感应	上进风	10280
火星人	JJZT-E3B/X	4.2	1	热电偶	上下进风	7199
火星人	E2B/H	4.0	2	热电偶	上下进风	6449
火星人	X3G/Z	4.2	1	热电偶	上下进风	9860
火星人	E2G/H	4.0	2	热电偶	上下进风	6149
火星人	JJZT-E52B/Z	4.2	1	热电偶	上下进风	11660
帅丰	U1-3B	4.2	1	热电偶	下进风	7199
帅丰	U2-3B	4.2	1	热电偶	下进风	5199
帅丰	2019U7-3B	4.2	1	热电偶	下进风	6980
帅丰	U7-7B-80T	4.2	1	热电偶	下进风	10380
亿田	F7CGMH	4.2	1	热电偶	上下进风	6799
亿田	A5CGMH	4.2	1	热电偶	上下进风	5199
亿田	D8	5.0	1	热电偶	上下进风	7780
亿田	Z8	5.0	1	热电偶	上下进风	10560
亿田	GZ92WH	5.0	1	热电偶	上进风	12999
美的	JJZT-90WD10-G	4.5	1	热电偶	上下进风	4399
美的	JJZT-90Z12-G	5.0	1	热电偶	上下进风	11999
美的	JJZY-90X16-G	4.5	1	热电偶	上下进风	15999
美的	JJZT-90WD23	4.5	1	热电偶	上下进风	5681
欧诚	L55	5.0	1	热电偶	上下进风	4688
欧尼尔	LX6-SZK	5.0	1	热电偶	侧进风	5098
康佳	KD01	4.5	1	热电偶	上下进风	2999
万家乐	KLJ73 (B)	4.8	1	热电偶	上下进风	3699
好太太	JJZT-H805-12T	5.0	1	热电偶	上下进风	5999

资料来源：华安证券研究所整理

图表 8 燃气灶品牌燃气灶相关参数对比

燃气灶品牌	型号	额定热流量 (kW)	能效等级 (级)	熄火保护装置	进风方式	价格 (苏宁易购到手价)
老板电器	56B0	4.2			上下进风	3699
老板电器	32B0	4.2			上下进风	3599
老板电器	33B7	4.0		支持	上下进风	3198
方太	HT8BE.S	4.5		支持	上下进风	4099
方太	TC21BE	4.1		支持	上下进风	5299
华帝	JZT-i10039B	4.1		支持	上下进风	1799
华帝	JZT-i10052B	4.5		支持	上下进风	3199
华帝	JZT-i10053BF	4.5		支持	上下进风	4199

资料来源：华安证券研究所整理

注：①传统厨电价格多为烟灶套装价格，由于比集成灶少一个消毒柜/蒸箱/蒸烤箱，价格较低。

②图中空白参数为产品宣传页未标出。

1.2.1 热流量/热负荷：基本均达到“黄金火力”

热负荷也称作“热流量”，指灶具在单位时间内所释放的热量，是衡量火力大小的重要参数。目前市场上燃气灶的热流量主要分为：3KW-3.8KW、3.8KW-4.0Kw、4.0Kw 以上。通常，大火力比较适合中国人爆炒烹饪的习惯，选择热流量为 3.8KW-4.0Kw 的较为合适，4.0KW 以上则属于黄金火力。

从对比数据来看，集成灶和传统品牌的额定热流量都在 4.0kW-5.0kW 区间，多数是 4.0kW-4.2kW，都属于“黄金火力”水平，差异较小。可以满足中国人多样化的烹饪需求。

在集成灶的品牌对比中，帅丰和亿田略高于美大和火星人，定价较低的其他品牌热流量参数显著较高。额定热流量并不是越高越好，过高的热流量意味着集成灶使用过程中消耗更多的燃气，带来更高的使用成本。龙头集成灶品牌在燃烧技术上拥有较大优势，致力于通过较低的热负荷满足同样的烹饪需求。根据美大官网，美大在国内首创涡轮增压高效燃烧器技术和涡轮增压高效聚能集成灶具，形成较大行业壁垒，拥有较大竞争优势，其他定价较低的集成灶品牌设定较高的热流量作为宣传亮点，或牺牲其他方面的用户体验。

图表 9 各品牌额定热流量参数对比

集成灶品牌	美大	美大	美大	美大	美大	美大	美大	美大
型号	JJZT-1209E	JJZT-1301Z	JJZT-1303	JJZT-2201A	JJZT-2204A	JJZT-6689F	JJZT-G3	5589Z
额定热流量 (kW)	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.2	4.2	4.2
易购价	6699	15600	7099	5799	5880	7599	7099	9800

集成灶品牌	火星人	火星人	火星人	火星人	火星人	帅丰	帅丰	帅丰
型号	JJZT-E3B/X	E2B/H	X3G/Z	E2G/H	JJZT-E52B/Z	U1-3B	U2-3B	2019U7-3B
额定热流量 (kW)	4.2	4.0	4.2	4.0	4.2	4.2	4.2	4.2
易购价	7199	6449	9860	6149	11660	7199	5199	6980

集成灶品牌	亿田	亿田	亿田	亿田	亿田	美的	美的	美的
型号	F7CGMH	A5CGMH	D8	Z8	GZ92WH	JJZT-90WD10-G	JJZT-90Z12-G	JJZY-90X16-G
额定热流量 (kW)	4.2	4.2	5.0	5.0	5.0	4.5	5.0	4.5
易购价	6799	5199	7780	10560	12999	4399	11999	15999

集成灶品牌	欧诚	欧尼尔	康佳	万家乐	好太太
型号	L55	LX6-SZK	KD01	KLJ73(B)	JJZT-H805-12T
额定热流量 (kW)	5.0	5.0	4.5	4.8	5.0
易购价	4688	5098	2999	3699	5999

燃气灶品牌	老板电器	老板电器	老板电器	方太	方太	华帝	华帝	华帝
型号	56B0	32B0	33B7	HT8BE.S	TC21BE	JZT-i10039B	JZT-i10052B	JZT-i10053BF
额定热流量 (kW)	4.2	4.2	4.0	4.5	4.1	4.1	4.5	4.5
易购价	3699	3599	3198	4099	5299	1799	3199	4199

资料来源：华安证券研究所整理

注：传统厨电价格多为烟灶套装价格，由于比集成灶少一个消毒柜/蒸箱/蒸烤箱，价格较低。

1.2.2 能效：多数达到一级

燃气灶的火力应当综合考虑热流量和热效率，热效率与能效等级密切相关。在拥有足够的热流量的前提下，有合适的空燃配比（即燃气和空气预混做得好），燃烧才会越充分，产生较高的热效率，形成较好的火力。火力好的表现为，火焰为蓝色，无红色或黄色火焰出现，且大火包覆着锅，不向四处乱窜。同时，热效率高的燃气灶废气排放量低，环保性能高，燃烧无异味。空燃配比是燃气灶最难的核心技术之一。例如，根据厨电资讯网，优质的燃气灶参数一般为：热流量在 4.5KW 左右，热效率在 60%，能效等级达到 1 级能效。

《家用燃气灶具能效限定值及能效等级》(GB30720-2014)对各类燃气灶具的热效率都设定了能效限定值，并将家用燃气灶具能效等级分为三级，达到一、二级能效的产品为节能产品，而达不到三级要求的产品不允许出厂。

图表 10 我国热效率标准划分

类型		热效率 η /%		
		1级	2级	3级
大气式灶	台式	66	62	58
	嵌入式	63	59	55
	集成灶	59	56	53
红外线灶	台式	68	64	60
	嵌入式	65	61	57
	集成灶	61	58	55

资料来源：《家用燃气灶具能效限定值及能效等级》，华安证券研究所

整体来看，大部分集成灶产品可达到一级能效标准，少部分属于二级能效。这表明，在能效这一参数上，集成灶各品牌表现相仿，已较为成熟。据美大集成灶官方产品介绍，美大集成灶部分产品热效率能够达到 61%，远高于一级能效标准 59%。

图表 11 集成灶品牌能效参数对比

集成灶品牌	美大	美大	美大	美大	美大	美大	美大	美大	美大
型号	JJZT-1209E	JJZT-1301Z	JJZT-1303	JJZT-2201A	JJZT-2204A	JJZT-6689F	JJZT-G3	5589Z	G6Z
能效等级（级）	1	1	1	1	1	1	1	1	1
易购价	6699	15600	7099	5799	5880	7599	7099	9800	10280

集成灶品牌	火星人	火星人	火星人	火星人	火星人	帅丰	帅丰	帅丰	帅丰
型号	JJZT-E3B/X	E2B/H	X3G/Z	E2G/H	JJZT-E52B/Z	U1-3B	U2-3B	2019U7-3B	U7-7B-80T
能效等级（级）	1	2	1	2	1	1	1	1	1
易购价	7199	6449	9860	6149	11660	7199	5199	6980	10380

集成灶品牌	亿田	亿田	亿田	亿田	亿田	美的	美的	美的	美的
型号	F7CGMH	A5CGMH	D8	Z8	G292WH	JJZT-90WD10-G	JJZT-90Z12-G	JJZY-90X16-G	JJZT-90WD23
能效等级（级）	1	1	1	1	1	1	1	1	1
易购价	6799	5199	7780	10560	12999	4399	11999	15999	5681

集成灶品牌	欧诚	欧尼尔	康佳	万家乐	好太太
型号	L55	LX6-SZK	KD01	KLJ73(B)	JJZT-H805-12T
能效等级（级）	1	1	1	1	1
易购价	4688	5098	2999	3699	5999

资料来源：华安证券研究所整理

注：传统厨电价格多为烟灶套装价格，由于比集成灶少一个消毒柜/蒸箱/蒸烤箱，价格较低。

1.2.3 熄火保护装置：仅美大均为离子感应

燃气灶熄火保护装置的主要作用是，在燃气灶未工作状态下，或燃气在使用过程中中途意外熄火时，关闭燃气通道，以避免燃气泄漏意外事故。根据工作原理，主要包括热敏式、热电偶式、离子感应式三种。其中，热电偶式应用最广泛，发展较为成熟。离子感应式较为先进，主要应用于高端灶具。

图表 12 燃气灶熄火保护装置分类

	热敏式 (又称双金属片式/记忆合金)	热电偶式 (热电偶+电磁阀)	离子感应(焰)式
原理	由特制成形的双金属片开关组成,利用金属片不同受热弯曲特性,来检测炉头火焰的存在,从而达到熄火保护的目的。	利用不同金属在温度的作用下产生的热电势不同,来控制所连接的电磁线圈吸合或断开,从而间接控制气源的通断,最终达到熄火保护的目的。	利用燃气在燃烧时火焰中会带有离子并具有单向导电的特性与电路结合共同完成熄火保护功能。
优点	结构简单、成本低	结构简单、安装方便、成本低	结构简洁、安装方便、灵敏度高、响应速度快、无热惰性、可靠性高、功能多、寿命长及成本低
缺点	安装困难,热惰性大,开阀及闭阀的时间较长,使用寿命短	热惰性大、反应速度慢,使用寿命短,旋塞阀与电磁阀的配合安装精度要求较高	在着火后要消耗电池电量,需要经常更换电池
现状	目前使用已较少	应用最广泛,发展成熟	较先进,在灶具的应用只有三四年的历史,主要为高端的灶具品牌使用

资料来源: 华安证券研究所整理

目前基本所有燃气灶基本都有熄火保护装置,从集成灶品牌来看,仅美大产品均采用离子感应熄火保护装置,其他集成灶品牌多数采用热电偶感应熄火保护装置。离子感应熄火保护装置相对于热电偶熄火保护装置更加敏感,因此安全性更高,同时也对集成灶生产厂家技术水平有更高的要求。

图表 13 各品牌熄火保护装置参数对比

集成灶品牌	美大	美大	美大	美大	美大	美大	美大	美大	美大
型号	JJZT-1209E	JJZT-1301Z	JJZT-1303	JJZT-2201A	JJZT-2204A	JJZT-6689F	JJZT-G3	5589Z	G6Z
熄火装置	离子感应	离子感应	离子感应	热电偶/离子	离子感应	离子感应	离子感应	离子感应	离子感应
易购价	6699	15600	7099	5799	5880	7599	7099	9800	10280

集成灶品牌	火星人	火星人	火星人	火星人	火星人	帅丰	帅丰	帅丰	帅丰
型号	JJZT-E3B/X	E2B/H	X3G/Z	E2G/H	JJZT-E52B/Z	U1-3B	U2-3B	2019U7-3B	U7-7B-80T
熄火装置	热电偶	热电偶	热电偶	热电偶	热电偶	热电偶	热电偶	热电偶	热电偶
易购价	7199	6449	9860	6149	11660	7199	5199	6980	10380

集成灶品牌	亿田	亿田	亿田	亿田	亿田	美的	美的	美的	美的
型号	F7CGMH	A5CGMH	D8	Z8	GZ92WH	JJZT-90WD10-G	JJZT-90Z12-G	JJZY-90X16-G	JJZT-90WD23
熄火装置	热电偶	热电偶	热电偶	热电偶	热电偶	热电偶	热电偶	热电偶	热电偶
易购价	6799	5199	7780	10560	12999	4399	11999	15999	5681

集成灶品牌	欧诚	欧尼尔	康佳	万家乐	好太太
型号	L55	LX6-SZK	KD01	KLJ73(B)	JJZT-H805-12T
熄火装置	热电偶	热电偶	热电偶	热电偶	热电偶
易购价	4688	5098	2999	3699	5999

燃气灶品牌	老板电器	老板电器	老板电器	方太	方太	华帝	华帝	华帝
型号	56B0	32B0	33B7	HT8BE.S	TC21BE	JZT-i10039B	JZT-i10052B	JZT-i10053BF
熄火装置			支持	支持	支持	支持	支持	支持
易购价	3699	3599	3198	4099	5299	1799	3199	4199

资料来源: 华安证券研究所整理

注: ①传统厨电价格多为烟灶套装价格,由于比集成灶少一个消毒柜/蒸箱/蒸烤箱,价格较低。

②传统燃气灶品牌产品宣传页暂未说明具体熄火保护装置方式参数,在此不作具体分析。

1.2.4 进风方式：各有不同

进风方式是指空气进入燃气灶的方式。灶具燃烧需要燃气和空气的合理混合。进风充足则灶头燃烧充分，火力旺盛，进风不足可能会带来氧气不足，一氧化碳超标等隐患。按灶具解决燃烧所需二次空气的方式，分为下进风、上进风、上下进风三种方式。其中，上下进风最优，上进风次之。

图表 14 燃气灶进风方式及其特点

进风方式	下进风	上进风	上下进风
原理	指燃气灶具燃烧时，与燃气预先混合的空气从灶面下方进入。	指利用较高的炉头使空气从炉头处进入。	是一种吸取上、下进风方式的新灶具。燃烧系统是下进风的改造型，内部结构与火盖结构是依照上进风作了一些改进。
优点	火力比较集中，燃烧比较完全，热效率也高，还能单独使用炉头内圈火，应用也十分广泛。	没有回火、氧气不足等隐患。整体可以完全封闭，内部结构简单，调试维修方便，嵌入后不需要在灶台上开进风口。由于炉头较高，还可以降低玻璃面板爆裂率。	在安装时不需要另开进风的柜门，减小了下进风的回火率；在外观上比下进风传统的火盖也有所改善，在结构和外观上变化较大。
缺点	为保证通风，整体无法封闭	热效率较低，不能提供很高的温度。	

资料来源：华安证券研究所整理

整体来看，大多数龙头品牌采用上下进风方式，美大集成灶出于整体设计考虑，采用上进风方式，效果或弱于其他品牌。但从上文热效率参数来看，美大热效率并未受到影响。

图表 15 各品牌进风方式参数对比

集成灶品牌	美大	美大	美大	美大	美大	美大	美大	美大	美大
型号	JJZT-1209E	JJZT-1301Z	JJZT-1303	JJZT-2201A	JJZT-2204A	JJZT-6689F	JJZT-G3	5589Z	G6Z
进风方式	上进风	上进风	上进风	上进风	上进风	上进风	上进风	上进风	上进风
易购价	6699	15600	7099	5799	5880	7599	7099	9800	10280

集成灶品牌	火星人	火星人	火星人	火星人	火星人	帅丰	帅丰	帅丰	帅丰
型号	JJZT-E3B/X	E2B/H	X3G/Z	E2G/H	JJZT-E52B/Z	U1-3B	U2-3B	2019U7-3B	U7-7B-80T
进风方式	上下进风	上下进风	上下进风	上下进风	上下进风	下进风	下进风	下进风	下进风
易购价	7199	6449	9860	6149	11660	7199	5199	6980	10380

集成灶品牌	亿田	亿田	亿田	亿田	亿田	美的	美的	美的	美的
型号	F7CGMH	A5CGMH	D8	Z8	GZ92WH	JJZT-90WD10-G	JJZT-90Z12-G	JJZY-90X16-G	JJZT-90WD23
进风方式	上下进风	上下进风	上下进风	上下进风	上进风	上下进风	上下进风	上下进风	上下进风
易购价	6799	5199	7780	10560	12999	4399	11999	15999	5681

集成灶品牌	欧诚	欧尼尔	康佳	万家乐	好太太
型号	L55	LX6-SZK	KD01	KLJ73(B)	JJZT-H805-12T
进风方式	上下进风	侧进风	上下进风	上下进风	上下进风
易购价	4688	5098	2999	3699	5999

燃气灶品牌	老板电器	老板电器	老板电器	方太	方太	华帝	华帝	华帝
型号	56B0	32B0	33B7	HT8BE.S	TC21BE	JZT-i10039B	JZT-i10052B	JZT-i10053BF
进风方式	上下进风	上下进风	上下进风	上下进风	上下进风	上下进风	上下进风	上下进风
易购价	3699	3599	3198	4099	5299	1799	3199	4199

资料来源：华安证券研究所整理

注：传统厨电价格多为烟灶套装价格，由于比集成灶少一个消毒柜/蒸箱/蒸烤箱，价格较低。

1.3 其他：工艺、材质、服务等同样为产品重要关注点

除了上述具体参数，工艺、材质、服务等同样为厨电产品的重要关注点，但由于研究方法所限，在此无法量化进行分析。我们认为，龙头品牌的优质工艺与质量把控能力、更高成本的选材、深耕渠道布局带来的优质服务能力，是决定其龙头地位的重要优势和壁垒。

和所有的工业产品一样，集成灶的选购也首先需要看整体产品的工业工艺技术，例如面板和外部结构所选的材料，目前多数集成灶的灶面选用钢化玻璃，外部结构仍以不锈钢为主。关于玻璃面板，优质产品会注重在面板下加防爆板的燃气炉具，以防钢化玻璃受热不均导致爆裂。关于不锈钢，选材如采用含镍、钼等微量元素含量较高的优质不锈钢材质，如 304 不锈钢、316 不锈钢等，则意味着更优、更坚实耐用的产品品质。

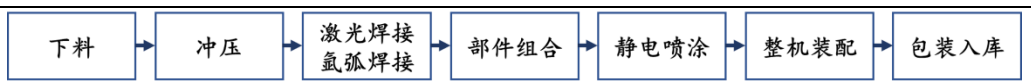
2. 成本与价格拆解：规模效应显著，产品结构升级助力价格提升

我们对集成灶龙头企业的成本和价格进行了拆分分析，发现各企业的生产流程和原材料差异较小，而**规模效应显著**，生产规模较大的企业具有明显成本优势。此外，随着产品结构升级，各品牌均价均有提升趋势。

2.1 成本拆解：规模效应显著

首先从制造端来讲，我们对分析四家集成灶龙头企业和老板电器、华帝股份的生产工艺流程，发现相似度非常高，可概况如下图所示。从主要原材料来看，相似度也非常高，均为板材（不锈钢、冷轧板等）、电器类组件（电源板、控制板等）、燃气类零部件（燃烧器、聚能盘、阀体等）、电机类、玻璃类等等。可以得出的结论是，**厨电产品在生产工艺和原材料方面差异较小**。

图表 16 大厨电生产工艺流程



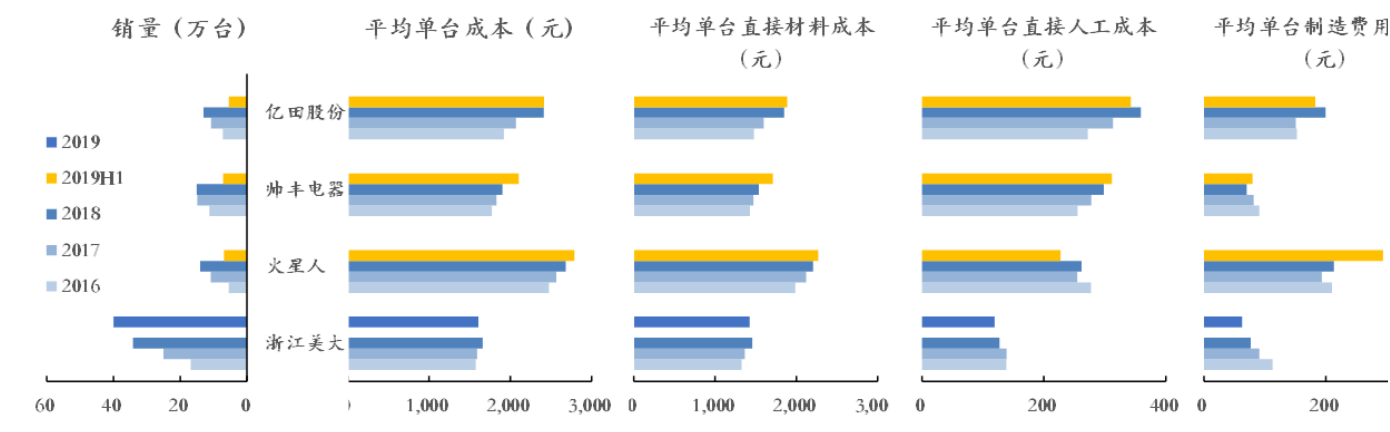
资料来源：浙江美大/火星人/帅丰/亿田/老板电器/华帝招股书，华安证券研究所

从平均单台成本来看，集成灶的规模效应对成本影响十分显著，美大年销量约 40 万台，显著高于其他三家（约 15 万台），从而美大的平均单台成本也显著低于其他三家龙头企业，仅约 1600 元/台，火星、帅丰、亿田的平均单台成本分别约 2700、1900、2400 元/台，从时间序列来看，火星人、亿田、帅丰在产品升级、扩产转固的影响下平

均成本持续上升，美大由于规模优势维持较低水平。

具体拆分来看，规模优势的作用更多体现在直接人工和制造费用成本，美大显著低于其他三家企业。随着自动化水平提升，美大和火星人的平均直接人工成本有所下降。制造费用方面，火星人 2019 年智能产业园完工转固导致制造费用大幅提升，美大于 2019 年底完工的 110 万台新产线转固也将导致 2020 年制造费用提升，但美大成本优势依然非常显著。而直接材料成本则与产品选材、品质相关，虽然批量采购也将获得更强议价能力，但规模效应相对较小。

图表 17 集成灶龙头企业平均单台成本拆分（仅限集成灶品类）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

随着集成灶渗透率提升、销量增加，各龙头企业均有产能扩张计划。我们认为，随着各企业产能扩张，规模效应有望为其带来成本进一步下降。

图表 18 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

2.2 价格分析：产品结构升级带来均价提升

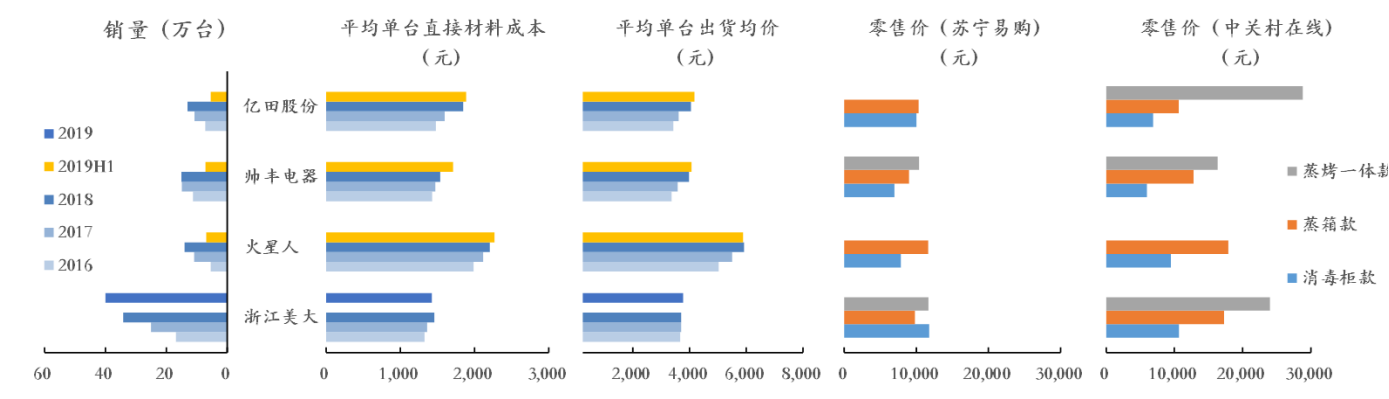
从出货单价来看，四家差异较小，成本不同导致其毛利率有所差异，美大、火星人、帅丰、亿田的集成灶毛利率分别约为 57%、55%、50%、40%。

但不同渠道模式差异会导致出货毛利率差异，因此从终端零售价进一步分析。

以苏宁易购代表线上价格，中关村在线代表线下价格，集成灶的线上占比较低，且多数品牌会有电商专供款，因此我们认为线下情况更具有参考性。从苏宁易购价格来看，四家价格差异很小，火星人和帅丰略低；从中关村在线价格来看，四家价格差异较为明显，消毒柜款和蒸箱款是相对成熟的款式，美大和火星入价格显著高于帅丰和亿田，蒸烤一体款是新品，标价多为建议零售价、参考性有限，但可以看出，亿田有产品结构升级的趋势。可以得出的结论是，美大和火星人的高端定位明显，但随着产品升级，四家龙头价差逐渐缩小，且均持续提价。

我们认为，随着集成灶的消费者认知增强、渗透率提升，产品优质、功能丰富的产品将更加受欢迎，消费者对于大厨电这类耐用消费品的价格敏感度相对较低，而更加看重产品功能和产品品质，或可应对部分由竞争激烈所导致的价格战。

图表 19 集成灶龙头企业平均价格对比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

注：①零售价均选取 2019 年下半年以后上市新品，选择参数性能相仿产品进行对比；②中关村在线多为经销商报价，以原价为主，实际到手价或有一定折扣，例如，美大蒸烤一体款（飞歌和 A6）原价 2.4 万，折后价约为 1.2~1.6 万。

3. 投资建议

通过对产品参数进行分析，我们发现，厨电产品各品牌在重点参数方面已发展较为成熟，参数表现差异较小，龙头品牌的优势在于通过更优的工业设计、产品质量控制为消费者带来全方位的优质体验。通过对成本与价格进行拆解分析，我们发现，厨电各龙头企业的生产工艺相近，而规模效应显著，且产品结构的升级持续为各企业带来提价能力，消费者对于大厨电这类耐用消费品的价格敏感度相对较低，或可应对部分由竞争激烈所导致的可能发生的价格战。

我们持续推荐关注受益地产竣工回暖的厨电板块，推荐关注厨电龙头、工程渠道龙头老板电器，和受益集成灶渗透率提升的集成灶龙头浙江美大。我们认为，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。浙江美大作为集成灶龙头企业规模优势显著，集成灶品类毛利率高达 57%，高于其他集成灶龙头企业，随着集成灶规模扩张，各集成灶龙头企业成本或有望进一步降低，而产品结构升级也有望带来均价的提升。

风险提示：

集成灶渗透率提升不及预期风险；集成灶竞争加剧导致价格战风险

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。