

投资评级：优于大市

证券分析师

**罗文琪**

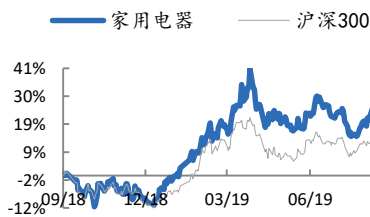
资格编号：S0120518060002

电话：021-68761616-6312

邮箱：luowq@tebon.com.cn

联系人

市场表现



资料来源：德邦证券研究所

相关研究

## 格局两极分化，龙头高端溢价

### 厨电行业系列报告之一

**投资要点：**

- 市场对于厨电龙头的高毛利高净利能否持续存在担忧。**厨电上市公司平均毛利率是 50%，净利率是 16%，高于家电平均 37% 的毛利率和 11% 的净利率。高毛利高净利率是体现对上下游议价能力强，本质上是产业链上下游话语权的较量、是行业内的玩家竞争力较量的结果。本文聚焦于从行业格局的角度去分析厨电高于家电平均净利率水平的原因。我们认为厨电龙头的高毛利高净利是产生于厨电独特的行业属性和行业格局，是行业内的企业竞争力较量的结果。
- 厨电行业呈现行业集中度较低，价格分层明显的格局，且高端与低端市场的集中度不断提升。**(1) 行业集中度较低：厨电出货量前三分别为老板、方太和美的，市场份额分别为 15%/13%/11%，龙头优势较不明显；而在白电行业中，龙头的份额遥遥领先于其他企业，空调前三份额 38%/22%/10%，冰箱 32%/13%/12，洗衣机 35%/31%/5%；(2) 价格分层明显：厨电行业呈比较明显的高端、中端以及大众定位价格带，价格梯队分布呈现“两端高-中间低”，中高端品牌和低端定价品牌的份额较高，中间价格带的品牌份额较低；而白电行业呈现“两边低-中间高”的格局，中间定价品牌份额较高，高端与低端品牌的份额较低。**我们认为厨电行业的“价格分层明显、集中度低”的格局是行业竞争的结果。厨电龙头由于规模效应不足，通过打造品牌力优势以及中高端定位获得产品溢价，而传统家电龙头通过规模优势和渠道优势，定位中低端价格带，占据没有强势品牌的三四线市场。**
- 厨电龙头老板、方太通过先发优势、精准的品牌定位以及持续营销打造品牌力优势，获得产品溢价力。**1) 由于厨电行业规模不如白电，厨电厂商在规模优势与渠道优势上也无法比拟，选择高端化定位是厨电龙头的战略选择；2) 老板方太通过营销打造中高端定位的品牌力，精准定位以及先发优势占领消费者心智，并通过多年的品牌营销在消费者心智中占据有利位置，2010 年到 2018 年，根据中怡康，老板零售量份额从 9.7% 提升至 19.4%，方太从 9.4% 提升至 17.0%；零售额口径看，老板从 14.3% 提升至 26.4%，方太从 15.3% 提升至 23.6%。3) 厨电的装修属性、使用周期长，安装和更新成本较高的属性也决定了消费者价格敏感度较低、品牌溢价较强。
- 传统家电厂商与零售巨头通过规模优势、渠道优势与厨电龙头进行差异化。**1) 传统白电厂商美的海尔，小家电龙头苏泊尔加入厨电市场的优势，是品牌知名度的延伸，在品牌混杂的中低端市场进行整合，以及规模优势下通过与原有产品的协同获得低成本，以性价比获得市场份额。2) 法迪欧借助苏宁渠道，快速下沉到县乡一级市场，抢占杂牌的份额，加速低端市场的整合。
- 在差异化竞争的格局下，高端与低端定价品牌的两极分化趋势将持续。**厨电龙头在长时间的品牌打造中完成消费者心智占领，在品牌力优势下能够保持行业的竞争优势，同时随着厨电渗透率，厨电龙头的规模效应将逐步显现，竞争力不断增强，且公司主动选择中高端战略定位，厨电龙头有望保持高毛利高净利；另外，传统家电龙头与零售巨头凭借规模优势和渠道优势对中低端市场加速整合。
- 风险提示：**行业竞争加剧、原材料价格波动、开发商议价能力强

## 目 录

1. 厨电行业的核心问题 .....	5
2. 厨电行业集中度低，分层竞争明显.....	5
2.1 厨电行业集中度较低 .....	5
2.2 三四线市场格局更为分散 .....	6
2.3 价格带的分层明显 .....	10
2.4 行业集中度不断提升，且两极化趋势明显.....	12
3. 高端市场：品牌力 .....	14
3.1 厨电龙头定位中高端：规模效应不足.....	14
3.1.1 厨电市场规模没有白电大 .....	14
3.1.2 厨电龙头的规模效应比不上白电的，厂商自愿选择中高端的定位.....	16
3.2 品牌力打造：占领消费者心智 .....	17
3.2.1 消费升级趋势不变，均价不断提升 .....	17
3.2.2 本土高端品牌市场份额提升 .....	18
3.2.3 打造高端厨电品牌.....	19
3.2.4 工程渠道助推集中度提升 .....	21
4. 中低端市场：规模优势.....	23
4.1 美的苏泊尔：传统家电品牌的规模优势和品牌优势 .....	23
4.2 法迪欧：借助苏宁渠道下沉县乡市场 .....	25
5. 总结.....	27
6. 风险提示 .....	27

## 图表目录

图 1 市场份额（内销量口径） .....	5
图 2 厨电的行业集中度较低，内销量口径 CR2 份额（2018 年） .....	6
图 3 厨电的销量梯队不明显（内销量口径，2018 年） .....	6
图 4 厨电行业销量份额估算 .....	8
图 5 空调份额重估 .....	8
图 6 冰箱份额重估 .....	9
图 7 洗衣机份额重估 .....	9
图 8 一二线市场行业份额估算 .....	9
图 9 三四线市场份额估算 .....	9
图 10 油烟机龙头品牌均价远高于行业平均 .....	10
图 11 油烟机价格梯队与市场份额 .....	10
图 12 空调价格梯队与市场份额 .....	11
图 13 冰箱价格梯队与市场份额 .....	11
图 14 洗衣机价格梯队与市场份额 .....	12
图 15 高端及低端市场份额提升，集中度提升（零售量口径） .....	13
图 16 厨电规模效应不足（万台） .....	14
图 17 油烟机保有率较低（台/百户） .....	14
图 18 城镇保有率 .....	15
图 19 农村保有率 .....	15
图 20 油烟机内销量 .....	15
图 21 厨电销售费用投入规模不及白电 .....	17
图 22 油烟机内销体量远低于白电（万台） .....	17
图 23 网点估算（个） .....	17
图 24 零售均价 .....	18
图 25 零售均价提升幅度 .....	18
图 26 各类产品零售均价占城镇人均可支配收入比重 .....	18
图 27 零售额份额 .....	18
图 28 零售量份额 .....	18
图 29 油烟机：2010-18 年均价提升幅度（元）与销量份额提升幅度（pct） .....	19
图 30 燃气灶：2010-18 年均价提升幅度（元）与销量份额提升幅度（pct） .....	19
图 31 老板电器主打“大吸力”精准定位 .....	20

图 32 方太“因爱伟大”定位温馨家庭.....	20
图 33 厨房大家电的渗透率.....	20
图 34 2019 年 1-7 月 厨电配套率及增速.....	22
图 35 精/全装开盘量快速增长.....	22
图 36 2018 年精装修楼盘品牌结构.....	22
图 37 销售面积集中度不断向龙头集中.....	23
图 38 2014-2018 年厨电市场渠道结构变化.....	23
图 39 线上中低端品牌多（线上均价/线下均价）.....	24
图 40 线上市场均价较低.....	24
图 41 油烟机线上市场集中度快速提升.....	24
图 42 油烟机：线上市场，老板超越美的成为第一.....	24
图 43 油烟机：线上各品牌价格差缩小（元）.....	24
图 44 油烟机市场份额（销售额口径）.....	24
图 45 燃气灶：线上各品牌价格差缩小（元）.....	25
图 46 燃气灶：苏泊尔线上份额大幅提升（销售额口径）.....	25
图 47 2019 年法迪欧份额快速提升（油烟机）.....	25
图 48 法迪欧对中高端品牌的影响较小（量）.....	26
图 49 家电市场的渠道结构.....	26
图 50 苏宁加速渠道下沉.....	26
表 1 厨电行业有毛利率、高销售费用率和高净利率.....	5
表 2 一二线和三四线油烟机销量测算.....	7
表 3 油烟机市场份额估算.....	8
表 4 油烟机各品牌的均价及市场份额.....	13
表 5 饱和状态下需求测算.....	16
表 6 厨电行业主要品牌.....	21

## 1. 厨电行业高毛利高净利

**市场对厨电高毛利高净利能否持续的担忧。**相比家电行业平均 37%左右的毛利率和 11%左右的净利率，市场担心厨电行业近 50%的高毛利和 16%的高净利能否持续。一观点认为，厨电行业未经历过价格战，行业竞争不够充分。我们认为厨电龙头好于家电行业平均的毛利率与净利率是由于行业竞争的结果，产生于厨电行业独特的行业属性和行业格局。

表 1 厨电行业具有高毛利率、高销售费用率和高净利率特征

	毛利率	净利率	销售费用率	杠杆率	总资产周转率	ROE
格力电器	30.23	13.31	9.45	2.97	0.86	33.40
美的集团	27.54	8.34	11.87	3.26	1.02	25.80
青岛海尔	29.00	5.33	15.63	4.44	1.15	20.78
<b>白电平均</b>	<b>28.92</b>	<b>8.99</b>	<b>12.32</b>	<b>3.56</b>	<b>1.01</b>	<b>26.66</b>
老板电器	53.52	19.98	25.72	1.54	0.85	26.07
华帝股份	47.34	11.38	27.09	1.99	1.28	28.34
<b>厨电平均</b>	<b>50.43</b>	<b>15.68</b>	<b>26.40</b>	<b>1.76</b>	<b>1.07</b>	<b>27.20</b>
苏泊尔	30.86	9.35	15.76	1.78	1.80	30.07
九阳股份	32.13	9.08	16.85	1.63	1.36	20.43
<b>小家电平均</b>	<b>31.50</b>	<b>9.21</b>	<b>16.31</b>	<b>1.70</b>	<b>1.58</b>	<b>25.25</b>
<b>家电行业平均</b>	<b>36.95</b>	<b>11.29</b>	<b>18.34</b>	<b>2.34</b>	<b>1.22</b>	<b>26.37</b>

资料来源：wind，德邦证券研究所

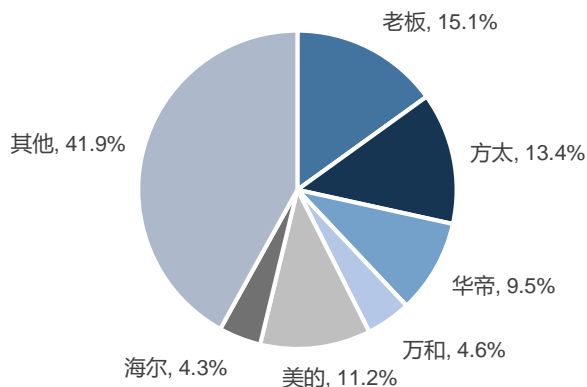
高毛利高净利率是对上下游议价能力的体现，是龙头企业在行业中核心竞争力的体现，因此对高毛利高净利的讨论本质上是对企业竞争力的分析。行业格局是行业内的企业竞争力较量的结果和体现。当前在行业增速下降，传统白电龙头美的海尔、小家电龙头苏泊尔、以及零售巨头苏宁以自主品牌法迪欧纷纷加入厨电行业之时，行业竞争加剧，对原有龙头的冲击影响几何？因此，在分析厨电龙头能否维持高毛利高净利之前，我们先对厨电行业的属性以及行业格局进行分析，进而分析厨电行业中各个企业的竞争力较量。

## 2. 厨电行业集中度低，分层竞争明显

### 2.1 厨电行业集中度较低

2018 年，油烟机内销量 1793 万台，其中老板电器销售占比 15.1% (270 万台)，方太占比 13.4% (240 万台)，美的占比 11.2% (占比 201 万台)，华帝占比 9.5% (171 万台)，万和占比 4.6% (82 万台)。

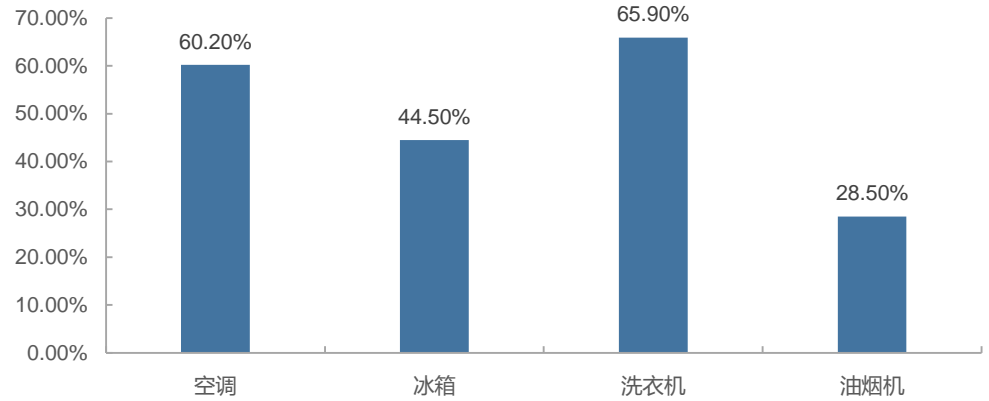
图 1 市场份额（内销量口径）



资料来源：产业在线，德邦证券研究所

厨电行业集中度低于白电，CR2 占比不足 30%（老板 15%+方太 13%），而白电 CR2 均超过 40%，其中空调 CR2 为 60.2%（格力 40%+美的 20%），洗衣机 CR2 达到 66%（海尔 35%+美的 31%），冰箱 CR3 位 45%（海尔 31%+美的 13%）。

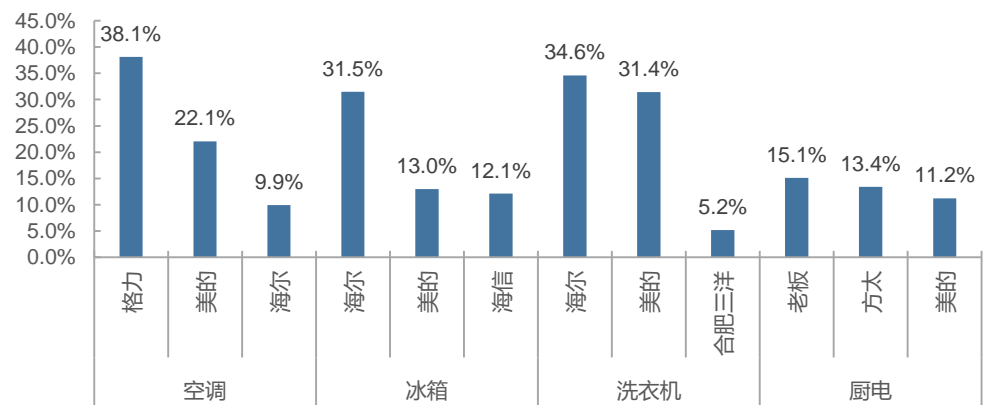
图 2 厨电的行业集中度较低，内销量口径 CR2 份额（2018 年）



资料来源：产业在线，德邦证券研究所

厨电的销量梯队不明显，内销量前三的老板/方太/美的内销量份额分别为 15%/13%/12%。白电行业中，第一第二品牌与排名第三的品牌份额差距较大，空调行业最为明显，格力/美的/海尔的内销量份额分别为 38%/22%/10%，拉开将近 10pct 的差距；冰箱行业中，海尔以 32% 的份额与第二的美的系拉开将近 20pct 的差距；而洗衣机行业中，海尔与美的的系份额相近，与第三的合肥三洋拉开 25pct-30pct 的差距。

图 3 厨电的销量梯队不明显（内销量口径，2018 年）



资料来源：产业在线，德邦证券研究所

## 2.2 三四线市场格局更为分散

根据产业在线数据，老板电器出货量口径的市场份额为 15%，而根据中怡康口径，零售量的份额为 19%，两个口径的数据差距较大。我们认为由于中怡康偏 KA 口径，在口径上偏向于一二线市场的行业格局，而产业在线是全年出货量口径，体现在全国的市场份额，通过估算，我们有两个发现：1) 厨电龙头在一二线的份额高于其在三四线的份额，而白电龙头在三四线市场的份额与其在一二线的份额相近，或甚至高于一二线，体

现渠道下沉较为充分；2) 在三四线城市，厨电龙头优势不再，老板方太的销量份额低于美的，与华帝相近，而白电龙头在一二线城市与三四线市场的份额都遥遥领先于其他品牌。

### 一二线与三四线市场的行业格局估算：

#### (1) 住宅交易驱动的需求

**新房交付驱动的需求测算：**假设：以 40 大中城市销售数据作为一二线城市销售数据；期房销售到交付大约两年时间，因此 2016 年销售的期房到 2018 年进行交付。因此一二线和三四线的一手房交付量分别为 5.8 亿平方米和 7.1 亿平方米，比例约为 4:6。

**二手房交付驱动的需求测算：**根据国家统计局与各地方统计局数据估算，全国二手房交易量约占一二线合计的 20%，而一二线城市二手房占比约 30%，测算得出二手房成交量中，一二线和三四线约为 2.14 和 1.56 亿平方米，比值约为 6:4。

一手房和二手房交付合计为 **7.94** 和 **8.66** 亿平方米，比值约为 **5:5**，合计 **16.6** 亿平方米。假设新交付的住宅中都安装油烟机，因此产生 **1660** 万台的需求

#### (2) 自然需求测算

2018 年油烟机内销量为 1793 万台，而根据我们的测算，住宅驱动的需求为 1660 万台，因此旧房更换或新安装的油烟机则为 133 万台，占总销量的 7.4%。一二线城市由于油烟机渗透率较高，存量更新需求或高于三四线，因此假设一二线城市自然需求占比约 10%，测算出三四线自然需求占比约为 5%。

#### (3) 一二线和三四线油烟机需求

油烟机需求量是住宅成交驱动的需求+自然更新需求的合计，根据以上测算，一二线和三四线需求约为 883 万台和 910 万台，比值约为 5:5。

表 2 一二线和三四线油烟机销量测算

	一二线	三四线	全国
<b>住宅交易驱动的需求：</b>			
期房销售（2016 年数据）	4.80	5.80	10.60
现房销售（2018 年数据）	1.00	1.30	2.30
<b>一手房交付量测算（亿平方米）：</b>	<b>5.80</b>	<b>7.10</b>	<b>12.90</b>
新房销售面积（包括期房和现房） （2018 年数据）	5.00	9.80	14.80
二手房成交量占一二手总成交比例	30%	14%	20%
<b>二手房交付量测算（亿平方米）：</b>	<b>2.14</b>	<b>1.56</b>	<b>3.70</b>
<b>当年交付总面积（亿平方米）</b>	<b>7.94</b>	<b>8.66</b>	<b>16.60</b>
当年交付总套数（万套）	794.29	865.71	1,660.00
每户保有率	1.00	1.00	1.00
<b>住宅成交驱动的需求（万台）</b>	<b>794.29</b>	<b>865.71</b>	<b>1,660.00</b>
<b>自然需求：</b>			
自然更新需求（万台）	88.25	44.75	133.00
自然更新比例	10.0%	4.9%	7.4%
<b>内销量（万台）</b>	<b>882.54</b>	<b>910.46</b>	<b>1,793.00</b>

资料来源：德邦证券研究所

#### (4) 市场份额重估

我们把产业在线出货量数据作为各品牌的全国需求量，而中怡康数据作为一二线需求量，对各品牌在一二线和三四线的份额进行重估。

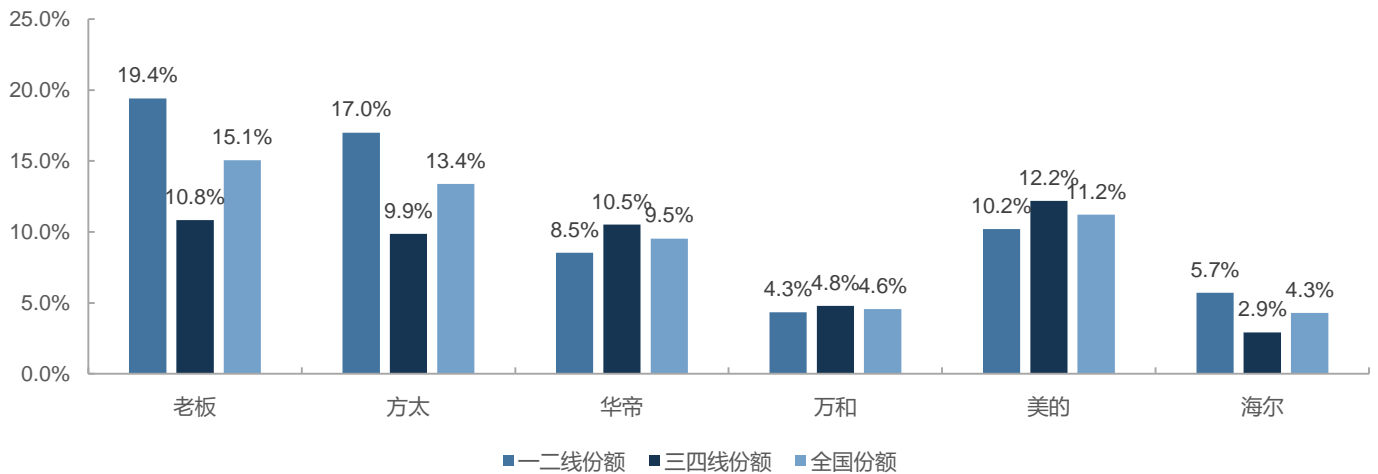
表 3 油烟机市场份额估算

	老板	方太	华帝	万和	美的	海尔
一二线销量 (万台)	171.28	150.07	75.30	38.35	90.01	50.42
一二线份额 (%)	19.4%	17.0%	8.5%	4.3%	10.2%	5.7%
三四线销量 (万台)	98.72	89.93	95.70	43.65	110.99	26.58
三四线份额 (%)	10.8%	9.9%	10.5%	4.8%	12.2%	2.9%
销售总数 (万台)	270.00	240.00	171.00	82.00	201.00	77.00
全国份额 (%)	15.1%	13.4%	9.5%	4.6%	11.2%	4.3%

资料来源：德邦证券研究所

根据我们的估算，2018 年老板电器全国销量份额 15.1%，其中一二线份额 19.4%，三四线份额 10.8%；方太全国销量份额 13.4%，一二线份额 17.0%，三四线份额 9.9%；美的全国份额 11.2%，一二线份额 10.2%，三四线份额 12.2%。由于以上测算包含较多假设，份额重估不一定精确，但可以看出，老板与方太在一二线市占率远高于三四线，而美的和华帝在三四线份额略高于一二线，与公司情况较为相符。

图 4 厨电行业销量份额估算



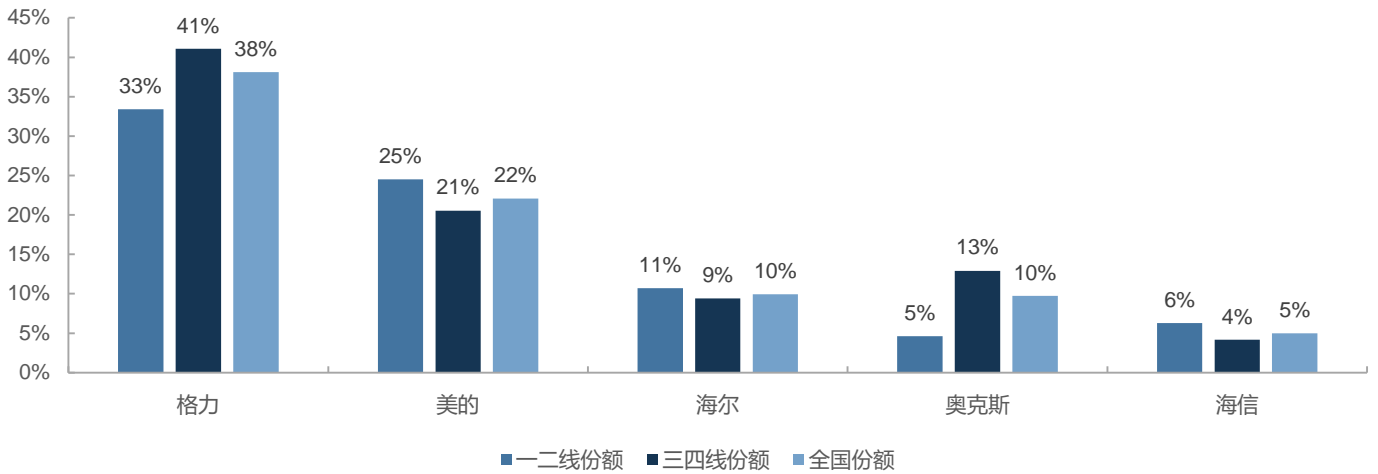
资料来源：中怡康，产业在线，德邦证券研究所

我们把空调、冰箱和洗衣机主要厂商的份额进行重估，与厨电行业不同的是，白电行业中同一品牌在一二线与三四线的市场占有率较为相近，或三四线占有率高于一二线。

根据我们的测算，空调行业中，格力在三四线渠道份额高于一二线 8pct，洗衣机行业中，海尔与美的在三四线的占有率比一二线高 6-7pct，这一方面体现了白电龙头更渠道布局更广，三四线下沉较为充分，另一方面，在一二线市场有更多外资高端品牌与之竞争。

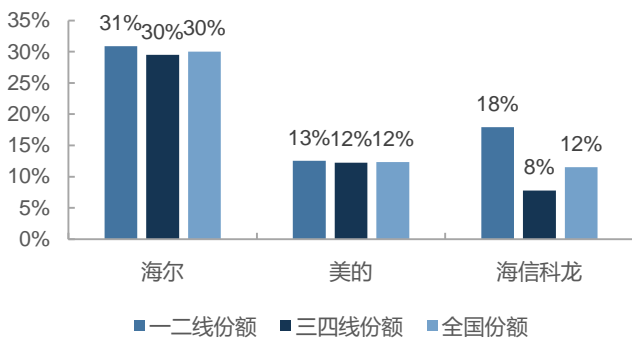
图 5 空调份额重估





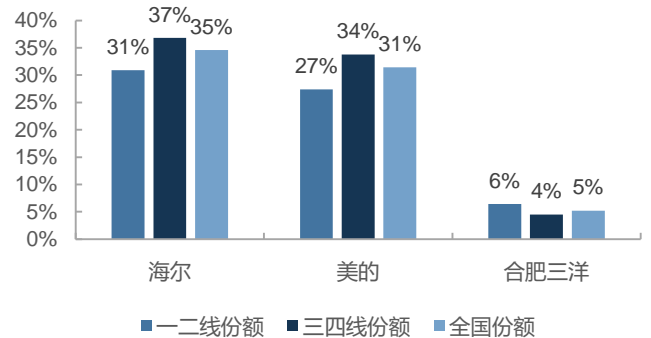
资料来源：德邦证券研究所估算

图6 冰箱份额重估



资料来源：德邦证券研究所估算

图7 洗衣机份额重估



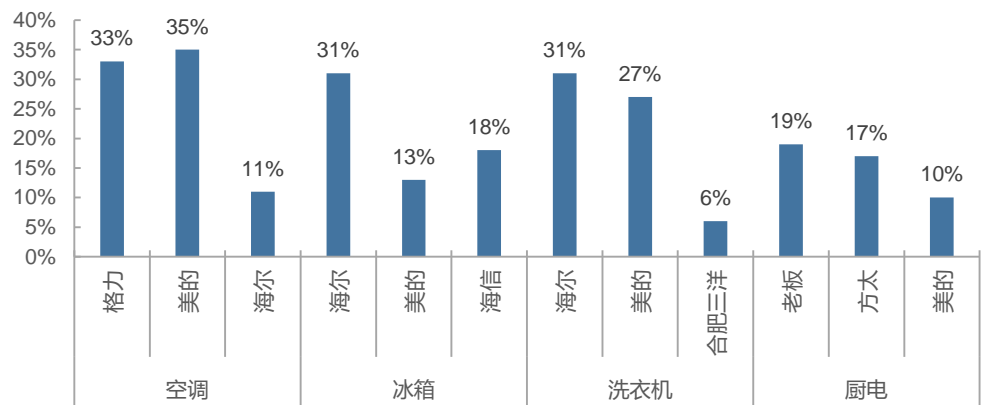
资料来源：德邦证券研究所估算

根据以上估算，我们发现：

1) 厨电龙头在一二线的份额高于其在三四线的份额，而白电龙头在三四线市场的份额与其在一二线的份额相近，或甚至高于一二线，体现渠道下沉较为充分。

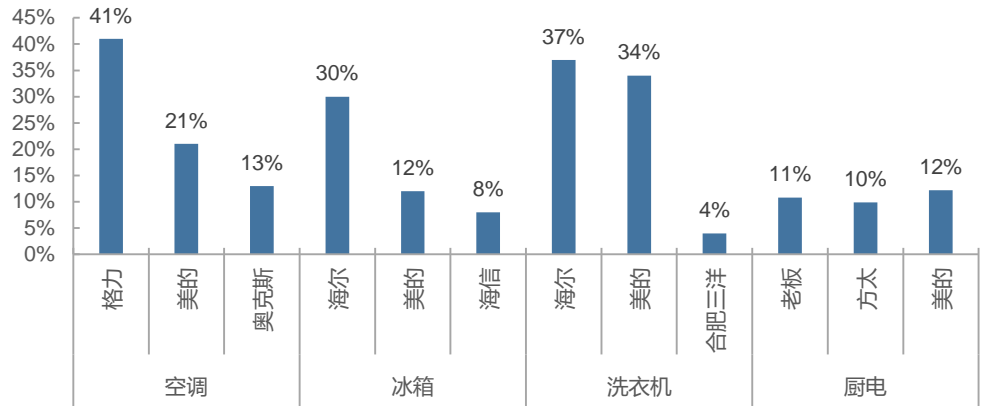
2) 在三四线城市，厨电龙头优势不再，老板方太的销量份额低于美的，与华帝相近，而白电龙头在一二线市场与三四线市场的份额都遥遥领先于其他品牌。

图8 一二线市场行业份额估算



资料来源：德邦证券研究所

图9 三四线市场份额估算

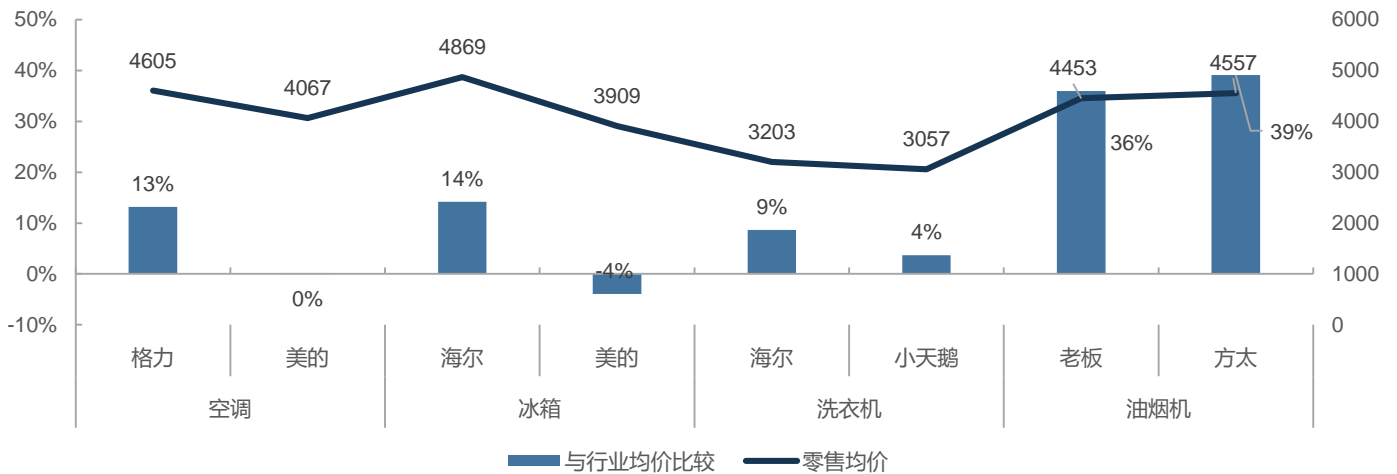


资料来源：德邦证券研究所

### 2.3 价格带的分层明显

油烟机行业有较为明显的价格带分层，体现为龙头的均价远高于行业平均。把主要大家电龙头（市场份额前2的企业）的均价与行业均价作对比，油烟机龙头老板电器与方太的均价分别比行业平均水平高出36%和39%；而空调行业中，格力均价与行业平均高出13%，美的持平；冰箱行业中，海尔均价高出行业14%，美的低4%；洗衣机行业中，海尔和小天鹅分别比行业均价高出9%和4%。

图 10 油烟机龙头品牌均价远高于行业平均

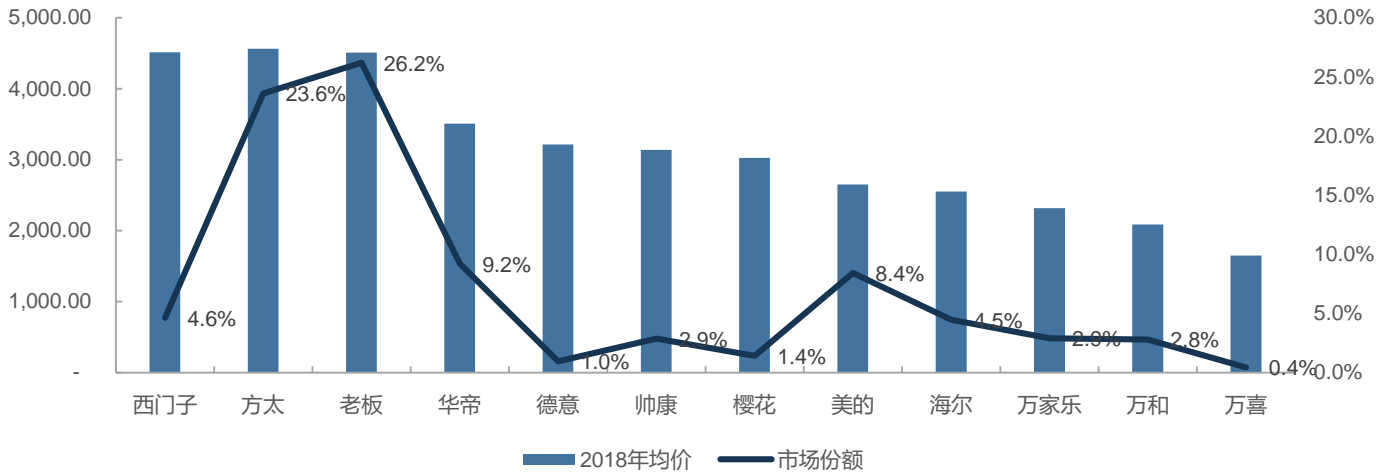


资料来源：中怡康，德邦证券研究所

厨电行业的价格梯队分布呈现“两端高-中间低”，以中高端品牌和低端定价品牌的份额较高，中间价格带的品牌份额较低；而白电行业呈现“两边低-中间高”的格局，中间定价品牌份额较高，高端与低端品牌的份额较低。

选取各个行业的主要品牌（市场份额合计约90%），按照价格进行排序，厨电行业中，方太与老板为份额最高的企业，油烟机均价处于行业之首。处于中间价位的德意、帅康与樱花等品牌各自的市场份额不足3%，而美的与海尔等品牌的价格带处于行业下端，市场份额在3%-8%左右，呈现“两端高-中间低”的格局。

图 11 油烟机价格梯队与市场份额



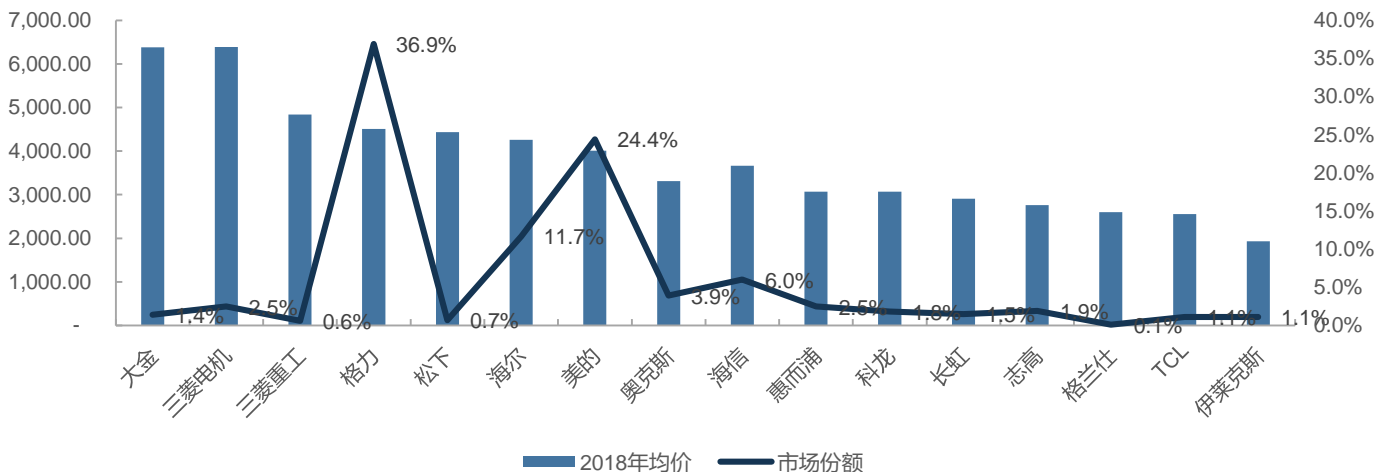
资料来源：中怡康，德邦证券研究所

而空调、冰箱及洗衣机行业中，市场份额和定价大致呈“中间高-两端低”的趋势。龙头品牌定价偏中端，往下的品牌份额越低则定价越低，而龙头之上有几个外资品牌占据少量的市场份额，价格定位高端。

油烟机龙头品牌较显著高于行业平均的定价导致产品针对部分中高收入的消费群体，而白电龙头的定价偏中端，定位针对大众消费群体，因此厨电龙头的市场份额要低于白电龙头。

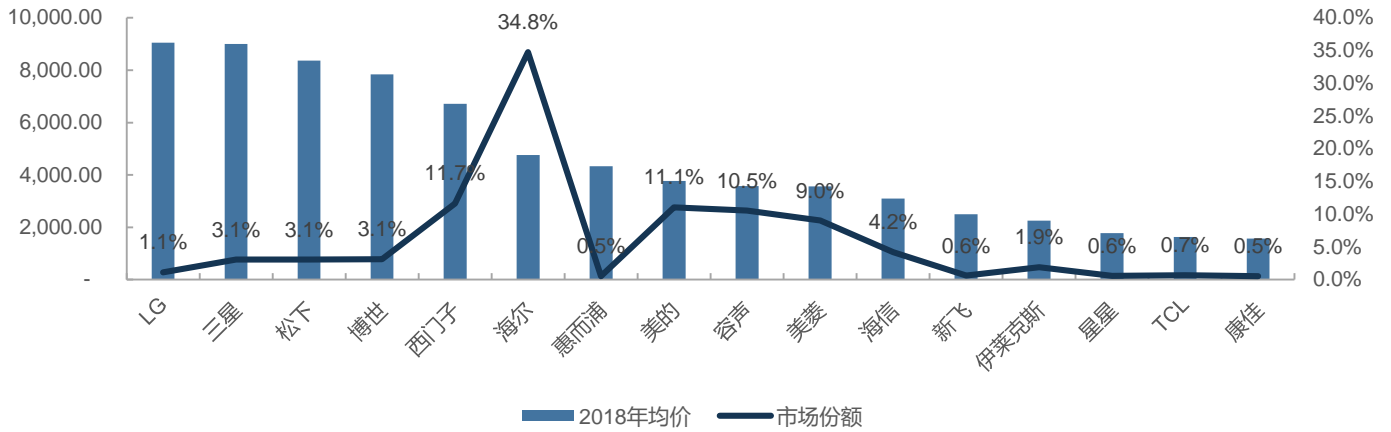
同时，厨电行业中缺乏外资高端品牌，主要由于中西方烹饪习惯的不同，中式烹饪的油烟较大，外资品牌难以适应中国消费者的需求，消费者对于外资品牌在吸油烟的功能上的不信任，因此高端定位的外资品牌难以进入中国市场。缺乏外资高端品牌的竞争，厨电龙头能够有更多的往上的提价空间，有利于其均价往上提。

图 12 空调价格梯队与市场份额



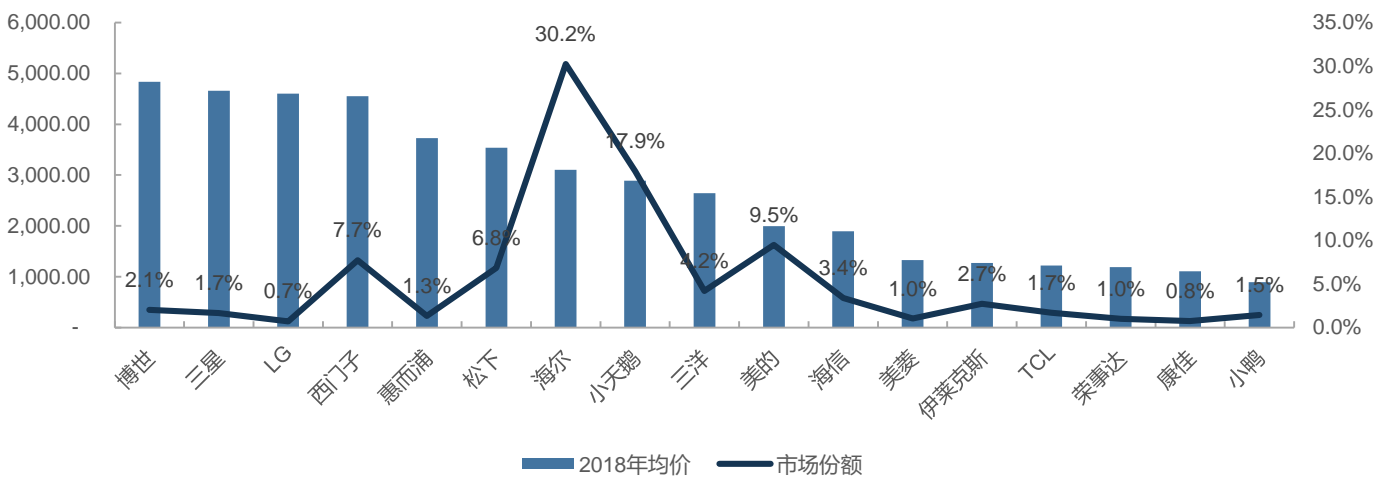
资料来源：中怡康，德邦证券研究所

图 13 冰箱价格梯队与市场份额



资料来源：中怡康，德邦证券研究所

图 14 洗衣机价格梯队与市场份额



资料来源：中怡康，德邦证券研究所

我们认为，市场份额和产品溢价是企业竞争力的体现，在白电行业中尤为明显，除去部分差异化定位的外资品牌，空调龙头格力、冰箱洗衣机龙头海尔，无论是份额还是均价均高于其他品牌，大体呈现份额越高，均价越高的梯队特征；而厨电行业中，这个份额与价格的梯队关系却与白电行业不一致，高端的老板方太，以及低端定价的美的均享有很高的份额，龙头的份额优势不明显。

我们认为厨电行业的“价格分层明显、集中度低”的格局是行业竞争的结果。由于厨电规模效应不足下，厂商选择通过差异化来竞争的结果，表现为老板方太通过品牌营销打造定位中高端定位，获取高毛利率高净利率，而美的则通过自身规模优势占据没有强势品牌的三四线市场。另外，厨电的装修属性、使用周期长，安装和更新成本较高的属性也使得消费者价格敏感度较低、品牌溢价较强，给予了做高端的可能性。

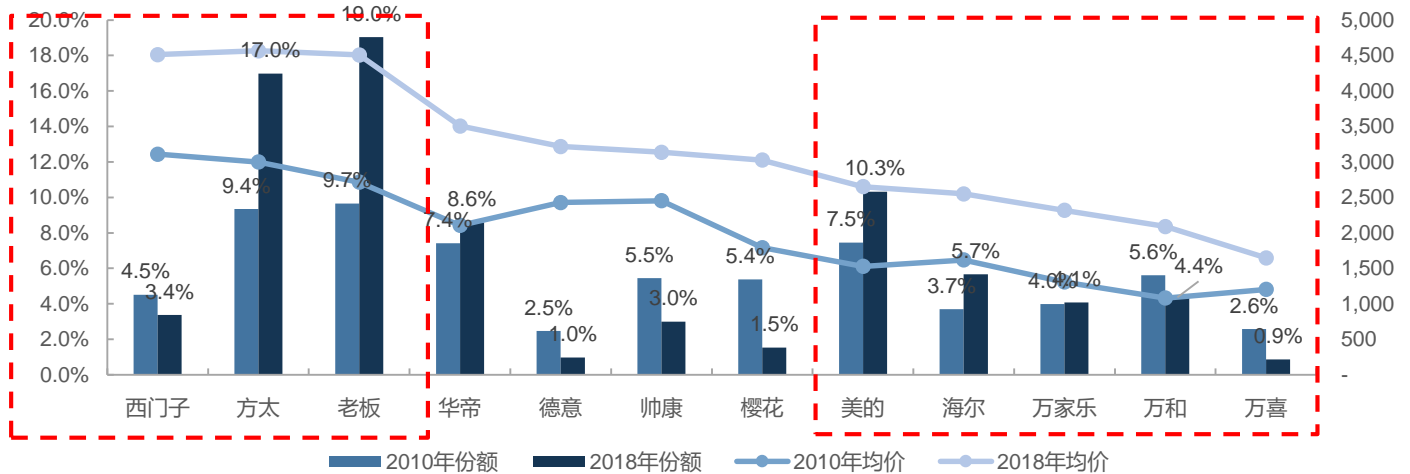
## 2.4 行业集中度不断提升，且两极化趋势明显

厨电行业呈高端品牌与低端品牌份额较高，而中端品牌份额较低的格局；同时，高端定位的品牌以及低端定位品牌的市场份额不断提升，中间层品牌份额涨幅较少或有所下降。

油烟机行业份额在 1% 以上的品牌大约有 12 个，其中，份额提升的品牌有老板、方太、华帝、美的、海尔，老板与方太的份额分别提升 9.4 和 7.6 个百分点，其他品牌份额分别提升 1-3 个百分点；而万和、帅康、樱花、西门子等品牌的份额分别有 1-4 个百分点的下降。

行业集中度不断提升，2010 年到 2018 年，这 12 个品牌合计的零售量份额从 67.6% 提升至 78.8%，杂牌不断被市场出清。

图 15 高端及低端市场份额提升，集中度提升（零售量口径）



资料来源：中怡康，德邦证券研究所

从价格带角度看，厨电行业呈比较明显的高端、中端以及大众定位价格带，根据中怡康，高端市场以西门子、老板和方太为代表，品牌均价在 4500 元左右，近 8 年来，三个品牌的市场份额合计提升 16pct 至 39.4%；中端市场以华帝、德意、帅康和樱花为代表，均价在 3000-3500 元左右，四个品牌的合计市场份额下降 6.6pct 至 14.1%，只有华帝的份额小幅提升 1.2pct；而大众市场品牌以美的、海尔等为代表，品牌均价在 2500 元左右及以下，这个价格区间的品牌中，美的和海尔实现 2.0pct 和 2.9pct 的份额正增长，而其余品牌如万和、万家乐等均有不同程度的市场份额下降。

表 4 油烟机各品牌的均价及市场份额

	2010 年份额 (量)	2018 年份额 (量)	份额变化	2010 年均价	2018 年均价	均价变化
西门子	4.5%	3.4%	-1.1%	3,110	4,513	45.1%
方太	9.4%	17.0%	7.6%	3,000	4,566	52.2%
老板	9.7%	19.0%	9.4%	2,714	4,509	66.1%
<b>高端</b>	<b>23.5%</b>	<b>39.4%</b>	<b>15.9%</b>	<b>2,941</b>	<b>4,529</b>	<b>54.0%</b>
华帝	7.4%	8.6%	1.2%	2,107	3,507	66.5%
德意	2.5%	1.0%	-1.5%	2,427	3,217	32.5%
帅康	5.5%	3.0%	-2.5%	2,452	3,137	27.9%
樱花	5.4%	1.5%	-3.8%	1,791	3,025	68.9%
<b>中端</b>	<b>20.7%</b>	<b>14.1%</b>	<b>-6.6%</b>	<b>2,194</b>	<b>3,222</b>	<b>46.8%</b>
美的	7.5%	10.3%	2.9%	1,527	2,652	73.6%
海尔	3.7%	5.7%	2.0%	1,617	2,550	57.7%
万家乐	4.0%	4.1%	0.1%	1,307	2,318	77.3%
万和	5.6%	4.4%	-1.2%	1,082	2,089	93.0%
万喜	2.6%	0.9%	-1.7%	1,204	1,649	36.9%
<b>大众</b>	<b>23.3%</b>	<b>25.3%</b>	<b>2.0%</b>	<b>1,348</b>	<b>2,251</b>	<b>67.1%</b>
<b>合计</b>	<b>67.6%</b>	<b>78.8%</b>	<b>11.2%</b>			

资料来源：中怡康，德邦证券研究所

### 3. 高端市场：品牌力

#### 3.1 厨电龙头定位中高端：规模效应不足

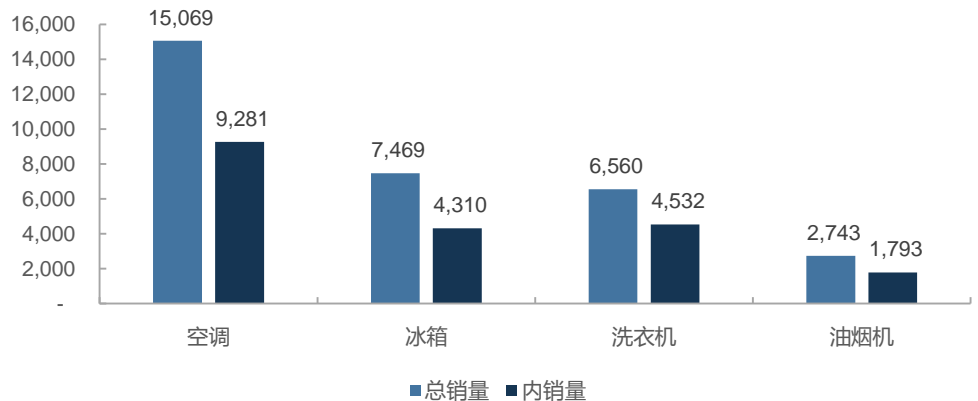
我们认为厨电行业的“价格分层明显、集中度低”的格局是由于厨电规模效应不足下，厂商选择通过差异化来竞争的结果，老板方太通过品牌营销打造定位中高端定位，获取高毛利率高净利率。

##### 3.1.1 厨电市场规模没有白电大

目前油烟机的内销量约 1800 万台，而空调约为 9300 万台，冰箱和洗衣机分别为 4300 万台和 4500 万台，油烟机销量规模小于白电。油烟机渗透率约为 70%，仍有提升空间，但由于油烟机与装修绑定较深，更新麻烦，使用周期较长，我们估算油烟机饱和状态下销量约为 2800 万台，远小于白电的销量规模。

油烟机年销量与白电差距较大。油烟机规模效应相对不足，成本优势相较白电不明显。2018 年，油烟机内销量不足 2000 万台，总销量不足 3000 万台，而空调内销超过达到 9000 万台，总销量超过 1.5 亿台，冰箱和洗衣机内销均超过 4000 万台，总销量超过 6500 万台。油烟机销量与白电相比相对较小，规模效应不足，做高端化产品能够提升企业盈利能力。

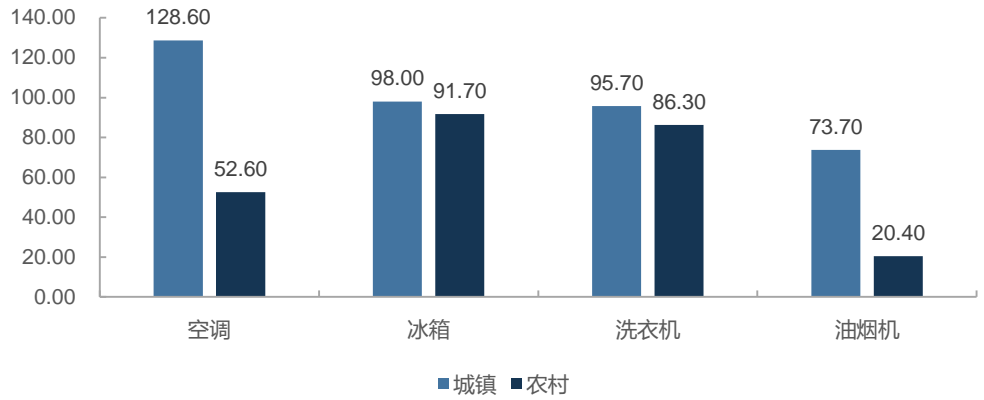
图 16 厨电规模效应不足（万台）



资料来源：产业在线，德邦证券研究所

油烟机保有率低于白电，目前油烟机在城镇的保有率为 73 台/百户，农村为 20 台/百户，而空调、冰箱及洗衣机的城镇保有率分别为 129、98 和 96 台/百户，农村保有率分别为 53、92 和 86 台/百户，均远高于油烟机。

图 17 油烟机保有率较低（台/百户）



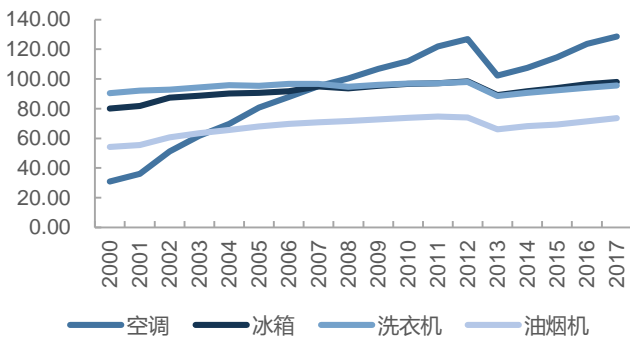
资料来源: wind, 德邦证券研究所

**油烟机的保有量提升速度慢。**油烟机的安装由于具有装修属性，与房屋交易和装修深度绑定，因为渗透率提升速度较慢，促销降价等手段对销量的刺激作用都有限。

白电渗透率提升速度快。2000年，空调的城镇保有率只有30台/百户，2017年已经达到129，农村保有率从2台提升至53台/百户；冰箱与洗衣机普及时间较早，2000年的城镇保有率已经分别达到80和90台/百户，且受制于一户一台的属性，渗透率提升空间不大，而在农村地区，冰箱保有率从2000年的12提升到86台/百户，洗衣机从29提升到86台/百户。

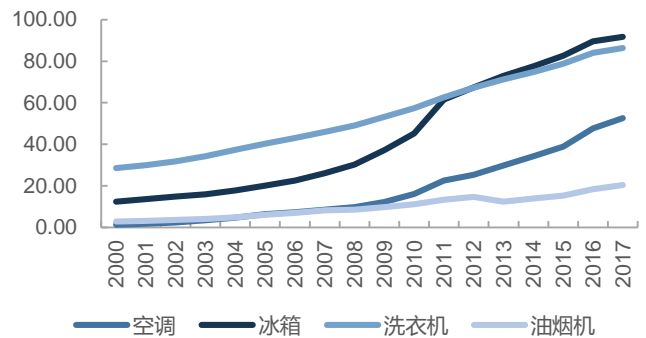
而厨电受制于安装环节具有装修的属性，需求受到换房或装修的限制，渗透率提升较慢。需要先购买烟机与灶具等，再根据烟机的尺寸大小定制橱柜，因此安装与更换相较白电更为复杂，尤其在农村地区，受到房屋结构的影响，烟机需要有烟道排烟的配合，普及程度受到限制。2000到2017年，油烟机的城镇保有率56到74台/百户，农村地区的保有率从3台提升至20台/百户，渗透率提升速度较慢。

图 18 城镇保有率



资料来源: wind, 德邦证券研究所

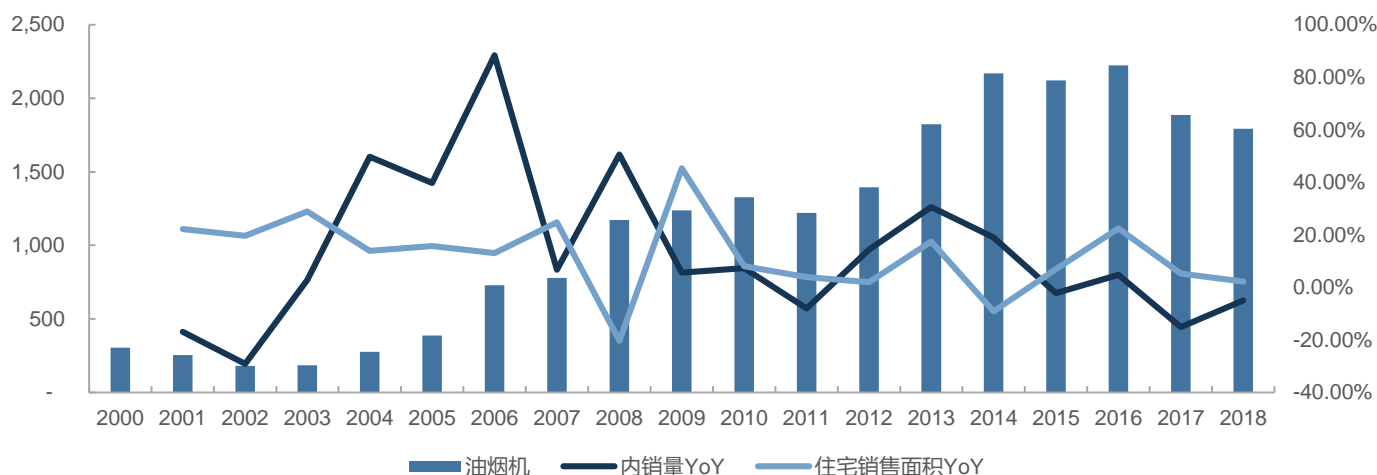
图 19 农村保有率



资料来源: wind, 德邦证券研究所

**2014年后，随着住宅销售面积放缓，油烟机销量增速放缓。**2000年至2018年，油烟机内销量从305万台提升至1793万台，年复合增速为10.3%。其中，2000年到2012年，油烟机销量快速增长，年复合增速达13.5%，主要受益于住宅销售面积的快速提升，从2000年的1.5亿平方米提升至9.8亿平方米，年复合增速达16.9%；2012年至2018年，住宅销售面积从9.8亿平方米增长至14.8亿平方米，年复合增速放缓至7.0%，油烟机内销量增速放缓，年复合增速4.3%。

图 20 油烟机内销量



资料来源: wind, 产业在线, 德邦证券研究所

根据我们的测算,油烟机销量天花板为 2800 万台。目前油烟机需求中,新增需求占比约 80%,更新需求占比约 20%,随着城镇化提升速度放缓,新房销售面积逐步下降,而油烟机存量台数逐步增加,更新需求将逐渐替代新增需求成为油烟机的主导需求。我们预计,未来油烟机的城镇保有率有望提升至 100 台/百户,而农村保有率有望提升至 50 台/百户,油烟机存量 4.2 亿台,保守估计更新周期为 15 年,年销量约为 2808 万台,而 2018 年内销量为 1793 台,增长空间约 60%。

表 5 饱和状态下需求测算

总人口(万人)	140,000.00
城镇化率	70%
城镇人口数量(万人)	98,000.00
城镇家庭每户人口(人/户)	2.70
城镇家庭数量(万户)	36,296
城镇保有率(台/百户)	100.00
城镇油烟机存量(万台)	<b>36,296</b>
农村人口数量(万人)	42,000.00
农村家庭每户人口(人/户)	3.60
农村家庭数量(万户)	11,667
农村保有率(台/百户)	50.00
农村存量(万台)	<b>5,833.33</b>
<b>油烟机总存量(万台)</b>	<b>42,129.63</b>
更新周期(年)	15.00
<b>更新需求(万台)</b>	<b>2,808.64</b>

资料来源: 德邦证券研究所测算

### 3.1.2 厨电龙头的规模效应比不上白电的,厂商自愿选择中高端的定位

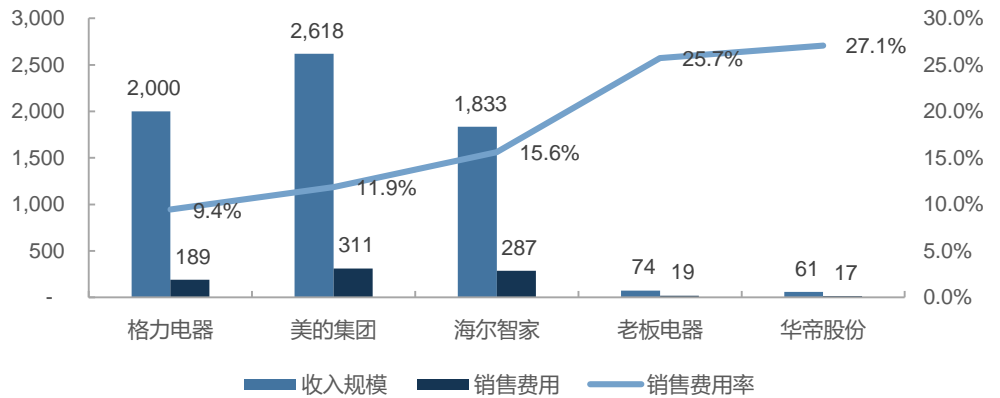
无论在一二线还是在三四线,厨电龙头的市场份额都远低于白电龙头。我们认为,厨电龙头由于规模较小,无论在一二线还是三四线城市,厨电企业的渠道投入与白电有较大差距;尤其在三四线城市下沉不足,导致在三四线的份额与一二线差距较大,拉低了整体的集中度。

白电企业收入规模都在千亿元以上,销售费用(包括广告宣传以及渠道费用、促销等)的投入规模也在百亿元规模,销售费用率仅在 10%-15% 左右,而厨电企业的销售费



用率虽然较高（老板为 26%，华帝为 27%），但由于收入规模不足 100 亿元，销售费用规模不及 20 亿元，对渠道服务、促销、以及广告宣传等投入均不如白电。

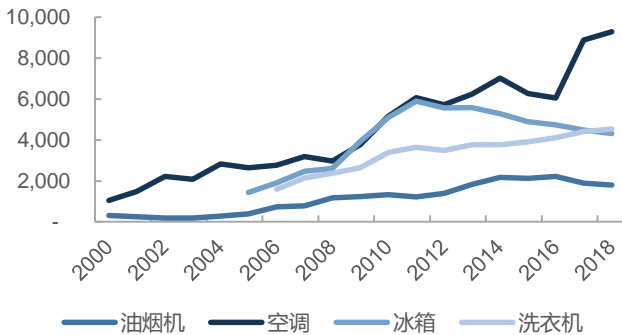
图 21 厨电销售费用投入规模不及白电



资料来源：公司公告，德邦证券研究所

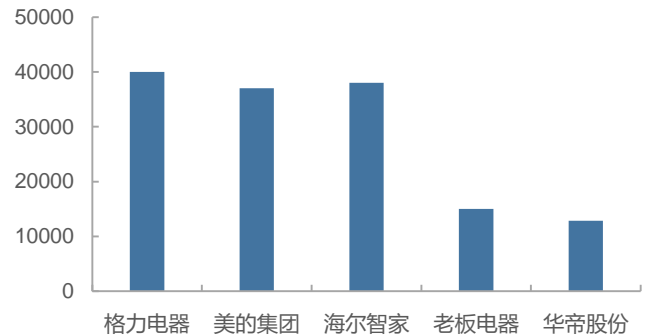
终端网点结构看，以老板和华帝为代表的厨电龙头终端数量远不及白电龙头。厨电与白电的渠道结构均以专卖店为主，占比约为 50%，电商占 10%-30%，KA 与区域连锁等占比 20%左右。家电连锁以及电商的渠道下沉仍处于起步阶段，因此的品牌下沉主要取决于自建渠道（即专卖店）的下沉程度。专卖店的开店需要租金、人员等固定费用的投入，单品牌销售体量的大小决定了专卖店的收入规模能否覆盖成本，在三四线乃至乡镇农村市场，白电的销量与收入规模较大，渗透率远高于厨电，支持了白电企业的渠道下沉较厨电更为充分。随着厨电渗透率的提升，三四线的销量规模提升，能够支持专卖店的收入规模覆盖成本，且随着 KA 与电商下沉加速，三四线的运输体系等基础设施的完善，厨电渠道下沉进一步加深。

图 22 油烟机内销量远低于白电（万台）



资料来源：德邦证券研究所

图 23 网点估算（个）



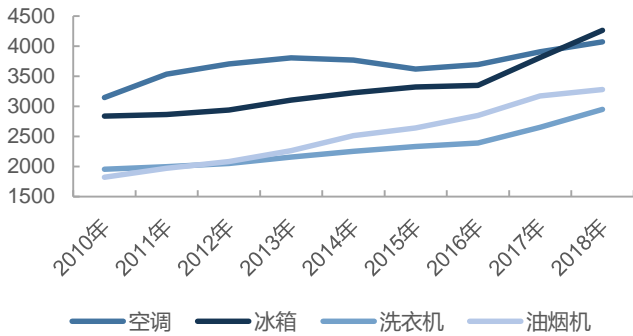
资料来源：德邦证券研究所

## 3.2 品牌力打造：占领消费者心智

### 3.2.1 消费升级趋势不变，均价不断提升

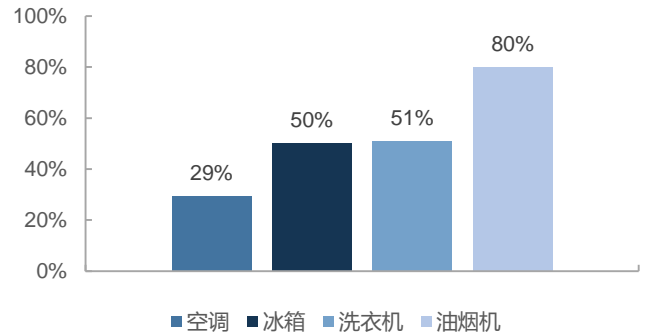
2010 年到 2018 年，油烟机从 1822 元到 3276 元，提升幅度 80%，年均增长率为 7.6%，而空调、冰箱及洗衣机均价提升幅度分别为 29%、50%和 51%。油烟机虽提升幅度较大，但零售均价仍大幅低于空调与冰箱。2010 年油烟机零售均价为空调的 58%，冰箱的 64%，洗衣机的 93%，到 2018 年，油烟机零售均价提升至 3276 元/台，但作为大家电的一种，油烟机均价仍处于合理价位段，目前油烟机均价为空调的 81%，为冰箱的 77%，洗衣机的 111%。

图 24 零售均价



资料来源：中怡康，德邦证券研究所

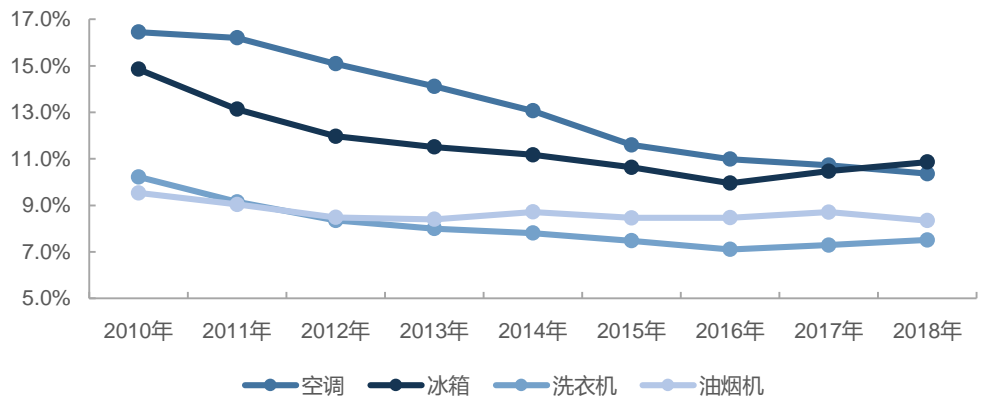
图 25 零售均价提升幅度



资料来源：中怡康，德邦证券研究所

虽然各类大家电价格都有不同程度的提升，但在人均收入中的比重下降幅度都非常明显，2010年到2018年，油烟机在城镇平均可支配收入中的比重从9.5%下降至8.3%，空调从16.5%下降至10.9%，冰箱从14.9%下降至10.9%、洗衣机从10.2%下降至7.5%。大家电价格受制于人均可支配收入，油烟机虽然过去几年均价提升明显，但在可支配收入中的比重逐年下降，且低于空调与冰箱。未来随着人均收入的提升，均价仍有较大提升空间。

图 26 各类产品零售均价占城镇人均可支配收入比重



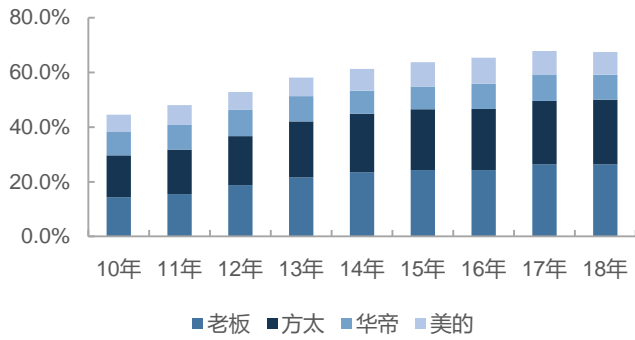
资料来源：中怡康，wind，德邦证券研究所

### 3.2.2 本土高端品牌市场份额提升

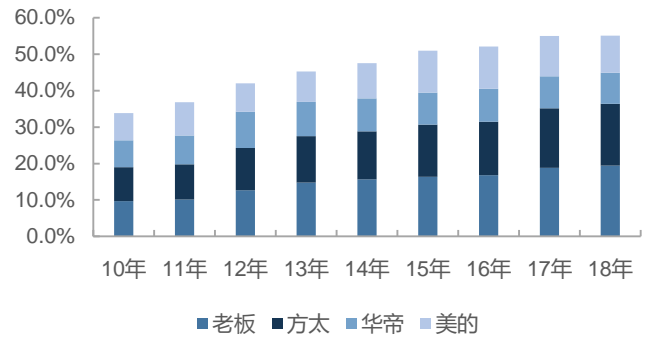
2010年到2018年，行业集中度快速提升，老板方太份额提升迅猛。根据中怡康，老板零售量份额从9.7%提升至19.4%，方太从9.4%提升至17.0%；零售额口径看，老板从14.3%提升至26.4%，方太从15.3%提升至23.6%。而第三第四名的品牌华帝和美的的份额提升幅度较小，2010至2018年，美的零售量从6.3%提升至8.4%，华帝零售量份额从8.6%提升至9.2%。

图 27 零售额份额

图 28 零售量份额



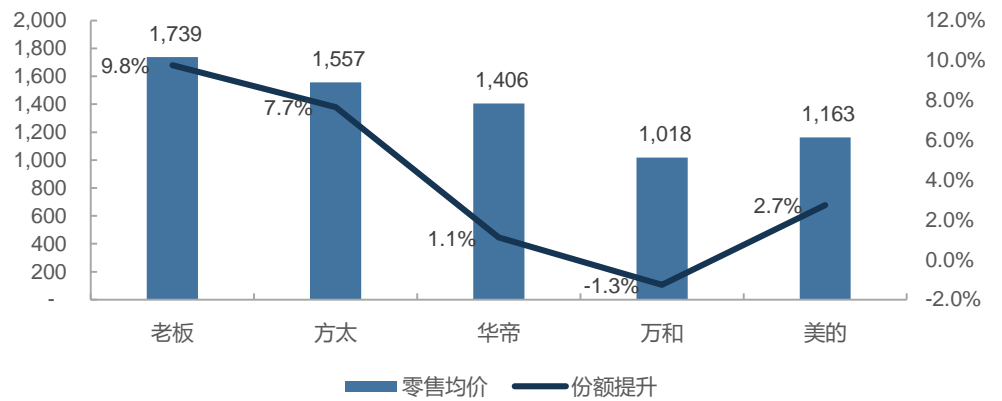
资料来源：中怡康，德邦证券研究所



资料来源：中怡康，德邦证券研究所

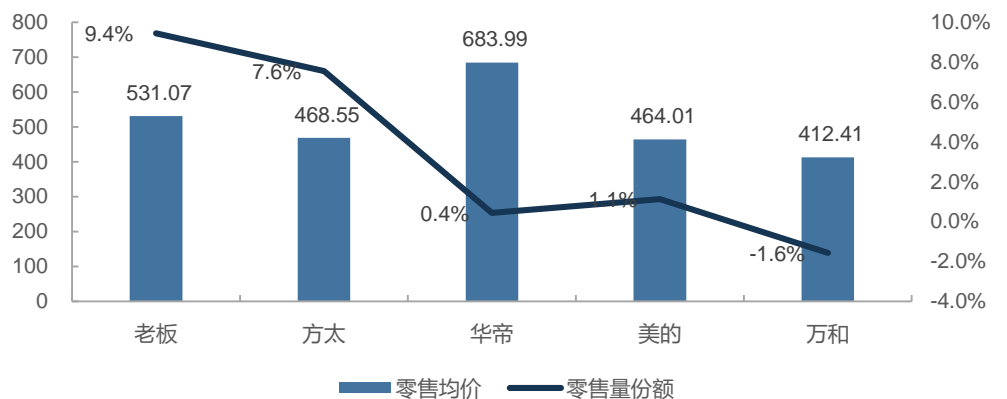
在过去八年内，老板与方太的油烟零售均价分别提升了 1740 元和 1560 元，均价涨幅大于其他品牌，销量份额大幅提升了 9.8pct 和 7.7pct，提升幅度反而远高于其他品牌；而在燃气灶方面，老板方太均价提升幅度仅次于华帝，销量份额的提升幅度达 9.4pct 和 7.6pct，远高于其他品牌。均价提升的同时销量快速增长，体现了高端品牌的强大的议价能力。

图 29 油烟机：2010-18 年均价提升幅度（元）与销量份额提升幅度（pct）



资料来源：中怡康，德邦证券研究所

图 30 燃气灶：2010-18 年均价提升幅度（元）与销量份额提升幅度（pct）



资料来源：中怡康，德邦证券研究所

### 3.2.3 打造高端厨电品牌

老板方太通过营销打造中高端定位的品牌力，精准定位以及先发优势占领消费者心

智。

**品牌精准定位、多年沉淀。**消费者认知需要长时间的建议，也难以短时间打破，老板方太具备先发优势，占据核心品类，并通过多年的品牌营销在消费者心智中占据有利位置。老板电器主打大吸力，老板电器和方太通过广告宣传等方式在消费者中形成强烈的认知和记忆度，老板主打“大吸力”，精准针对消费者痛点，而方太品牌以“因爱伟大”打造温馨厨房的氛围。

图 31 老板电器主打“大吸力”精准定位



资料来源：公司官网，德邦证券研究所

图 32 方太“因爱伟大”定位温馨家庭

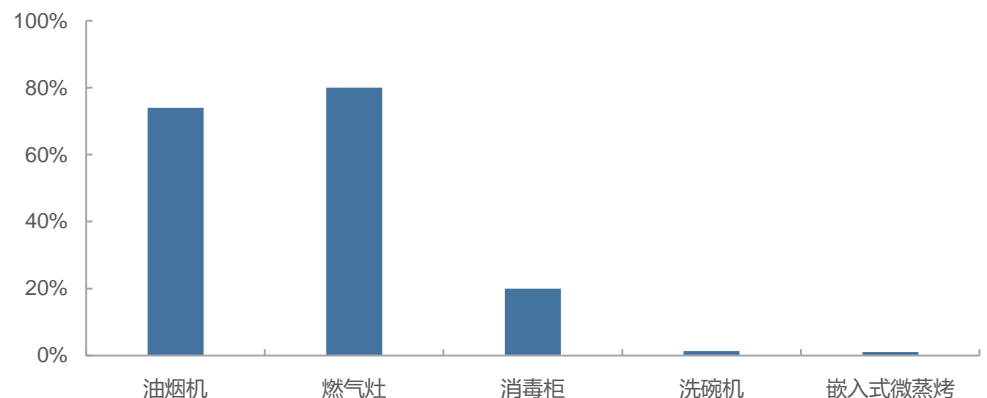


资料来源：公司官网，德邦证券研究所

**老板方太占据厨房消费场景的核心品类。**油烟机是在厨物品类中具有单价高、发展早、必须属性强的特定，是厨房场景最核心的产品，老板电器与方太以油烟机起家，经过二三十年的发展与品牌宣传，在消费者中已经形成了强烈的认识。**油烟机品类中，老板和方太具备先发优势和文化优势**，其他主要竞争对手中，华帝以燃气灶起家，万和以热水器起家，美的在空调等白电品类中更具知名度。外资品牌方面，由于中式烹饪与西式有较大的差异，油烟较大，在消费者认知中，国产品牌厨电更能理解中国消费者的需求。

从核心品类向非核心品类的扩张的发展路径具备优势，消费者通常通过“套餐”的形式去购买厨电产品，包括烟灶两件套、烟灶消三件套等，而选购的时候由于油烟机单价高、在安装时需要量尺寸等，油烟机成为选购厨电产品的核心。老板和方太以油烟机为核心产品向其他厨电品类扩张具备在选购顺序上的优势。

图 33 厨房大家电的渗透率



资料来源：wind，国家电网，德邦证券研究所

在油烟机品类中，老板和方太的竞争对手少。华帝以燃气灶起家，万和以热水器起家，美的在空调等白电品类中更具知名度。外资品牌方面，由于中式烹饪与西式有较大的差异，油烟较大，在消费者认知中，国产油烟机对于中式烹饪的需求更为了解，造成

了外资厨电难以像外资白电那样打开中国市场。

**表 6 厨电行业主要品牌**

品牌	起家品类	进入厨电市场时间	品牌定位
老板	油烟机	1985 年进入油烟机市场 1998 年起发展自主品牌	大吸力
方太	油烟机	1996 年	因爱伟大
华帝	燃气灶	1992 年	幸福生活原来是真
万和	热水器	2003 年	让家更温暖
美的	风扇、空调	2000 年左右	为人类创造美好生活

资料来源：网络资料，德邦证券研究所

老板方太占据厨电的高端定位，品牌背后所代表的产品品质是老板和方太能够提升市场份额、提升均价的原因。品牌定位高端的意义在于，消费者的感知价值更高。感知价值是消费者利益与消费者成本之差，消费者利益不仅包括产品的使用价值，还包括服务的价值、心理价值等，而消费者成本不仅包括购买成本，还包括时间成本、心理成本等等。高端品牌给予消费者更高的心理价值，也就是对产品品质、使用体验、外观设计、产品的专业性、售后等各方面能给予更高的价值感。而厨电由于具备装修属性、更换成本高、使用周期长，因此消费者对于产品的品质更看重，对价格敏感度相对较低。老板和方太能经过多年的积淀已经在消费者认知中形成产品可靠的品牌形象，能够给予消费者更高的感知价值，品牌溢价力强。

在厨电领域，产品技术更迭较慢，经过多年的累积，消费者对于品牌的认知已深深根植。老板方太的高价格在过去的量价齐升不仅是行业高增长的结果，而且也是集中度的提升的结果，代表着品牌价值的不断提升，对消费者的议价能力增强。未来，产品在技术更迭上不会有大的创新，因此也不具备颠覆品牌认知的条件，老板方太在厨电行业的品牌力将继续加深；同时，随着人均可支配收入的提升，消费者对于产品品质的要求将不断提升，从满足功能需求到满足品质的需求，从看中性价比到看中品质与品牌，高端品牌能够给予更高的心理价值，存量市场的竞争中具备优势，市场份额将进一步提升。

### 3.2.4 工程渠道助推集中度提升

政策助推我国进入精装住宅建设爆发期。2013 年后，政策陆续退出鼓励提高精装比例，2017 年在十三五规划中更是提出，到 2020 年，新开工全装修成品住宅面积达到 30%：

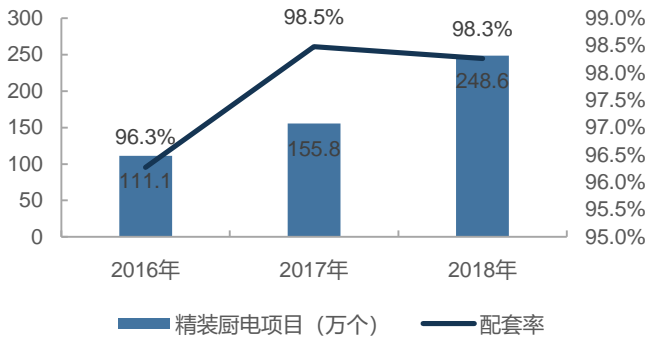
- 1999 年，《关于推进住宅产业现代化提高住宅质量的若干意见》，指出应加强住宅装修管理，推广装修一次到位或菜单式装修模式，避免二次装修造成的破坏结构、浪费和扰民等现象，拉开了我国住宅装修交付的序幕。
- 2002 年，建设部印发《商品住宅装修一次到位实施细则》，指出装修一次到位（简称全装修住宅）是“房屋交钥匙前，所有功能空间的固定面全部铺装或粉刷完成，厨房和卫生间的基本设备全部安装完成”，并规范了装修管理、装修设计、装修实施等细则，使全装修住宅建设更加规范与明晰。
- 2013 年，《关于转发发展改革委住房城乡建设部绿色建筑行动方案的通知》，积极推行住宅全装修，鼓励新建住宅一次装修到位或菜单式装修，促进个性化装修和产业化装修相统一。
- 2016 年，《关于大力发展装配式建筑的指导意见》中，鼓励推进建筑全装修：实行装配式建筑装饰装修与主体结构、机电设备协同施工。
- 2017 年，中国住房和城乡建设部官网发布《建筑业发展“十三五”规划》，制定新建建筑全装修交付的鼓励政策，提高新建住宅全装修成品交付比例，

并提出到2020年，新开工全装修成品住宅面积达到30%。

2016年到2018年，精装住宅分别为115万套、158万套和253万套，分别增长40.3%、37.1%和59.9%。据奥维云网（AVC）监测300+城市显示，2018年精装修市场规模持续增长，全国精装修市场渗透率为23%，其中一线城市精装修比例接近90%，二线城市精装修比例为50%，三四线城市精装修比例较低。在政策鼓励下，精装房套数有望快速增长。

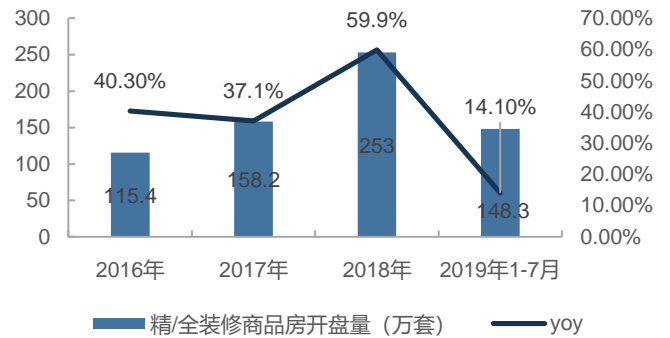
**精装房高增速拉动厨电销量高增长。**烟机和灶具在精装住宅中配套率较高，分别达到99%和95%，精装房的高速增长对烟灶销量拉动较大。2018年和2019年上半年，老板电器工程渠道增速均达到约50%的增速，远高于零售渠道个位数的增长。

图 34 2019 年 1-7 月 厨电配套率及增速



资料来源：奥维云网，德邦证券研究所

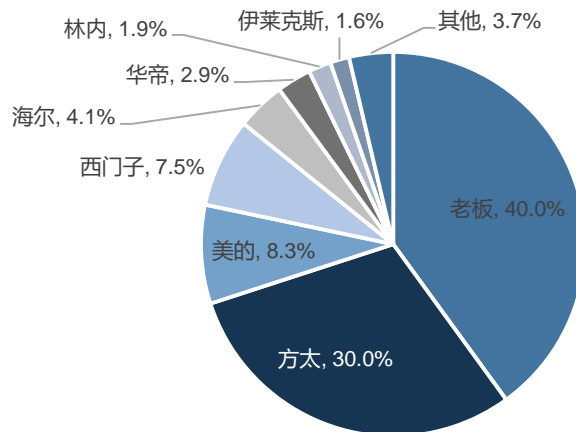
图 35 精/全装修开盘量快速增长



资料来源：奥维云网，德邦证券研究所

**精装渠道要求供应能力强、账期长，厨电龙头有优势。**精装渠道对于厨电供应商的交付能力和服务能力要求较高，且由于账期比较长，一般在6-12个月，一些小品牌产能无法满足庞大的需求，产品质量稳定性较差、资金不够充裕也难以支撑较长的回款周期。因此，现金流充裕、稳健的龙头企业在精装渠道更有优势，相较于零售渠道，精装房渠道的市场集中度更高。同时，开发商选择与之定位相匹配的厨电品牌，中高端品牌具备优势。精装渠道中，老板电器以40%的份额遥遥领先于其他品牌，方太市场份额30%，美的以8.5%排名第三。

图 36 2018 年精装修楼盘品牌结构



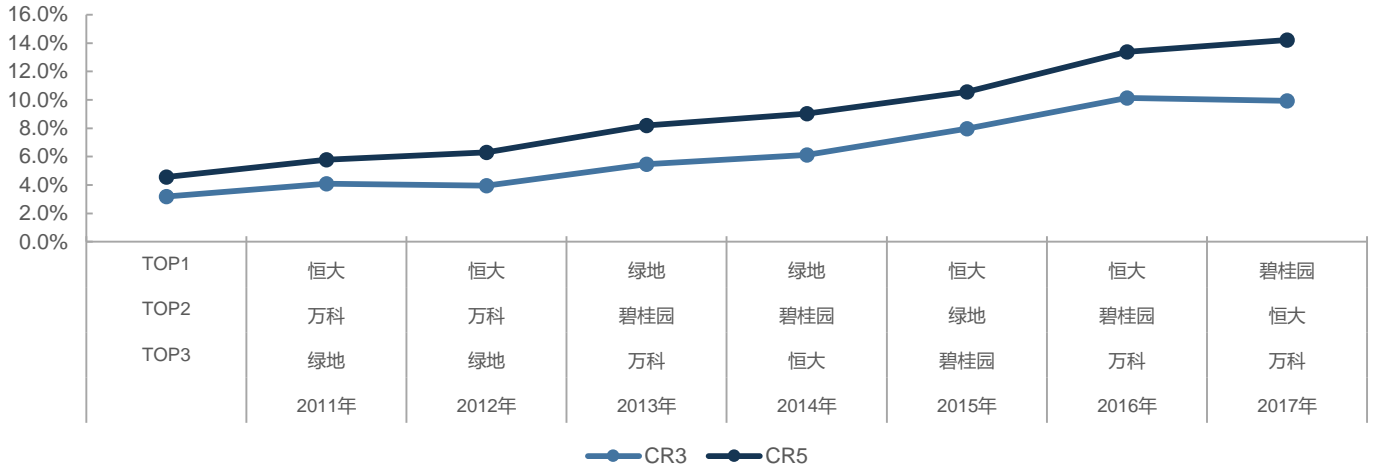
资料来源：奥维云网，德邦证券研究所

地产商集中度提升，且精装比例高，厨电龙头与看地产龙头合作，品牌集中度提升。

龙头房企现金流充裕、土地储备丰富，地产开发行业呈现强者恒强趋势，龙头房企销售面积的市场份额不断提升，头部效应愈加明显。

**精装渠道虽毛利率低，但品牌曝光度增加。**精装渠道使得厨电消费更加前置，消费者对品牌的认知度和信任感会增加品牌粘性，未来看，我国城镇化率接近成熟，新房销量在长期看将呈下降趋势，未来在存量房市场中，消费者在重新装修、更换厨电时，龙头品牌根深蒂固的品牌形象将有利于再次消费，品牌粘性和消费者心智将有利于龙头稳稳占据市场份额。

图 37 销售面积集中度不断向龙头集中



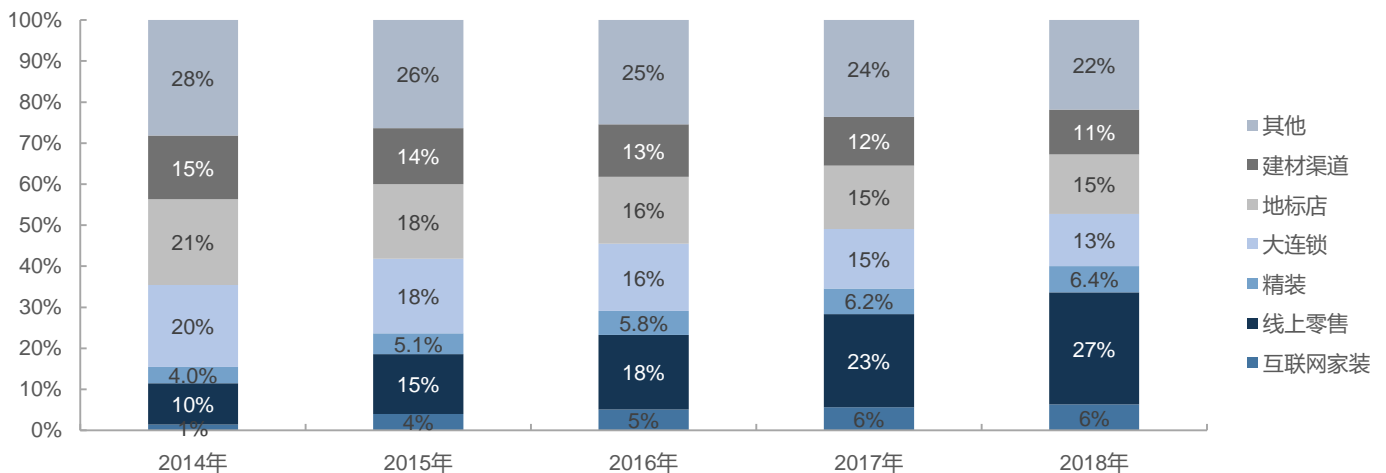
资料来源: wind, 德邦证券研究所

## 4. 中低端市场：规模优势

### 4.1 美的苏泊尔：传统家电品牌的规模优势和品牌优势

渠道结构呈现多元化趋势，电商渠道快速兴起。2014年-2018年，线下渠道占比从85%下降至60%，电商渠道占比从10%提升至27%，精装房和家装等新兴渠道的占比5%提升至12%。

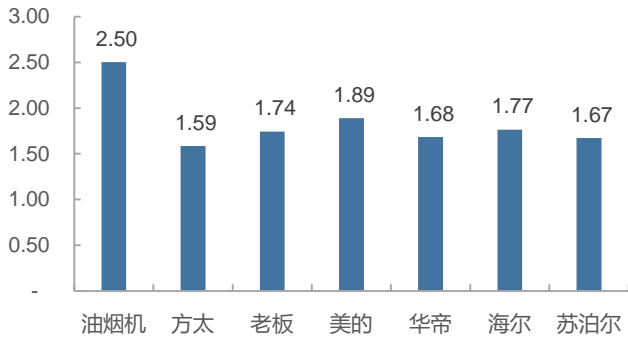
图 38 2014-2018 年厨电市场渠道结构变化



资料来源: 奥维云网, 德邦证券研究所  
其他: 品牌专卖店、专营店、夫妻店等

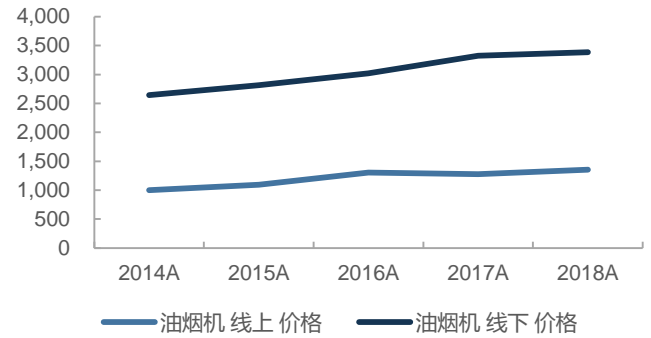
电商渠道的厨电均价较低，有大量中低端品牌，消费者价格敏感度高。2018年，油烟机线上均价1350元，线下3390元，油烟机线下均价是线上的2.5倍，而方太、老板和美的价格差为1.6倍、1.7倍和1.9倍，行业价格差高于主要品牌的价格差，主要是由于线上有大量中低端品牌，拉低线上均价。

图 39 线上中低端品牌多（线上均价/线下均价）



资料来源：奥维云网，德邦证券研究所

图 40 线上市场均价较低

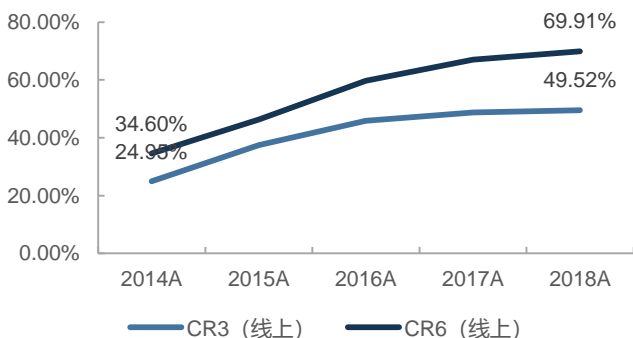


资料来源：奥维云网，德邦证券研究所

伴随着电商的崛起，线上市场集中度快速提升，2014年-2018年，CR3从25.0%提升至49.5%（销售额口径），CR6从34.6%提升至69.9%。2018年，老板以17.8%占据龙头位置，美的以17.1%排名第二，方太以14.7%紧随其后。

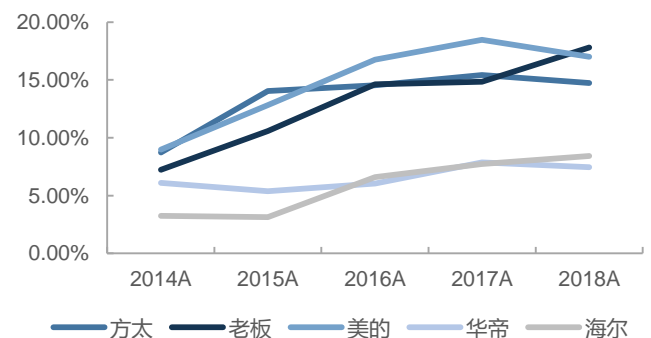
线上市场的集中度提升本质上是中低端群体的消费升级，传统家电品牌具备规模优势，以性价比优势与厨电龙头差异化竞争。1) 中高端品牌通过降价加速份额提升，2014年到2018年，油烟机线上均价从1000元提升35%至1350元，老板和方太均价反而下滑20%左右，与美的和华帝的价差不断缩小。2014年-2018年，老板份额从7.2%提升至17.8%，方太从8.7%提升至14.7%，电商渠道消费群体的价格敏感度较高，老板方太的降价是促使份额提升的一个原因，但它们的均价依旧远高于行业平均，价位带在2500-3000元左右，为行业平均的1.8-2.0倍左右，这也表明消费者对于品牌和品质的追求。2) 中低端品牌集中度提升。美的、苏泊尔和海尔的份额快速提升，美的和海尔价格带在1000-1500元左右，苏泊尔降价20%进入1000-1500元价格带，2014-2018年，美的份额从9.0%提升至17.0%，苏泊尔从0.3%提升至4.5%，海尔从3.2%提升至8.4%。3) 差异化竞争明显，两极化明显。品牌化、差异化是线上市场的特征，华帝价格在2000元左右，属于中端价格带，市场份额提升幅度略小于高端或者中低端定位的品牌。

图 41 油烟机线上市场集中度快速提升



资料来源：奥维云网，德邦证券研究所

图 42 油烟机：线上市场，老板超越美的成为第一

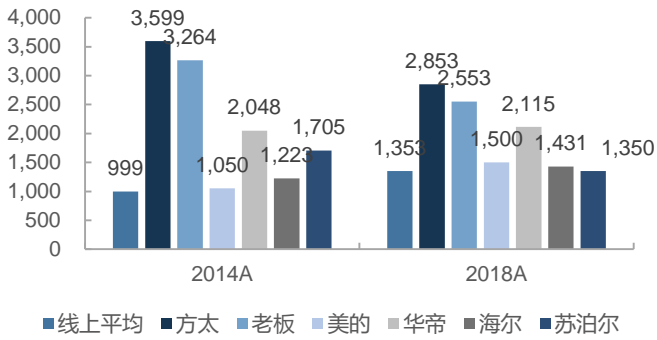


资料来源：奥维云网，德邦证券研究所

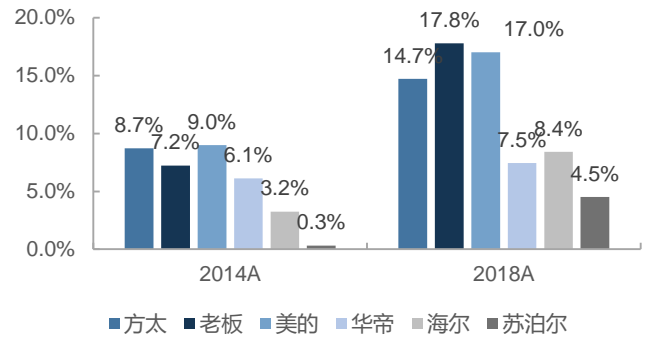
图 43 油烟机：线上各品牌价格差缩小（元）

图 44 油烟机市场份额（销售额口径）





资料来源：奥维云网，德邦证券研究所



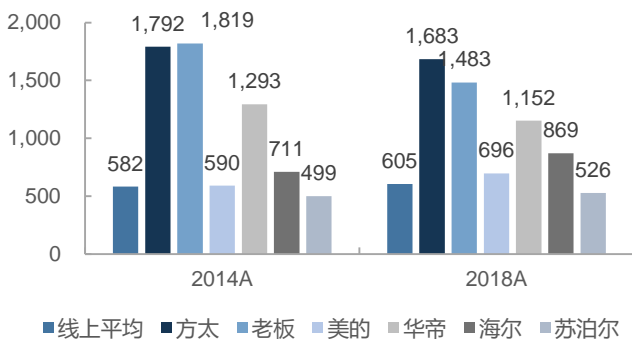
资料来源：奥维云网，德邦证券研究所

消费者对燃气灶敏感度高，苏泊尔凭借低价优势，份额迅速提升。由于燃气灶的更换方便，结构简单等因素，消费者对燃气灶的价格敏感度甚至高于油烟机。过去五年，油烟机在线上的均价提升 35%，而燃气灶仅提升了 4%。方太、老板和华帝在 1000 元以上，过去五年的均价虽然分别下降了 6%、18%和 11%，但与苏泊尔和美的的价格差距仍在 2-3 倍。苏泊尔、美的和海尔均价在 500-1000 元，苏泊尔均价甚至低于行业平均。

苏泊尔以低于行业平均的价格获得市占率快速提升，2014 到 2018 年，苏泊尔市场份额从 2%提升至 16%。老板、方太和华帝市场份额有较大程度的下滑，从方太从 10%下降至 6%，老板从 9%下降至 7%，华帝从 15%下降至 9%，而美的的份额基本稳定维持在 14%。

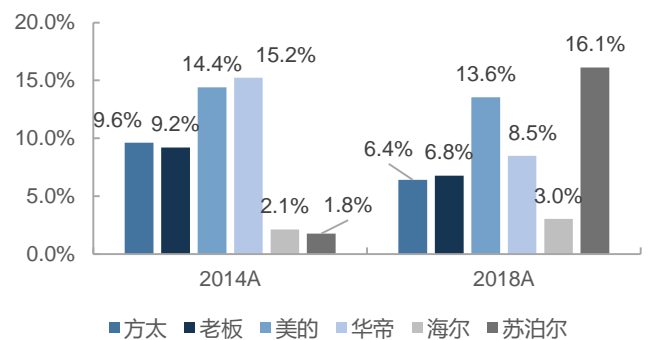
白电龙头美的的海尔，小家电龙头苏泊尔加入厨电市场的优势，品牌知名度的延伸，在品牌混杂的中低端市场进行整合，以及规模优势下通过与原有产品的协同获得低成本，以性价比获得市场份额。

图 45 燃气灶：线上各品牌价格差缩小（元）



资料来源：奥维云网，德邦证券研究所

图 46 燃气灶：苏泊尔线上份额大幅提升（销售额口径）

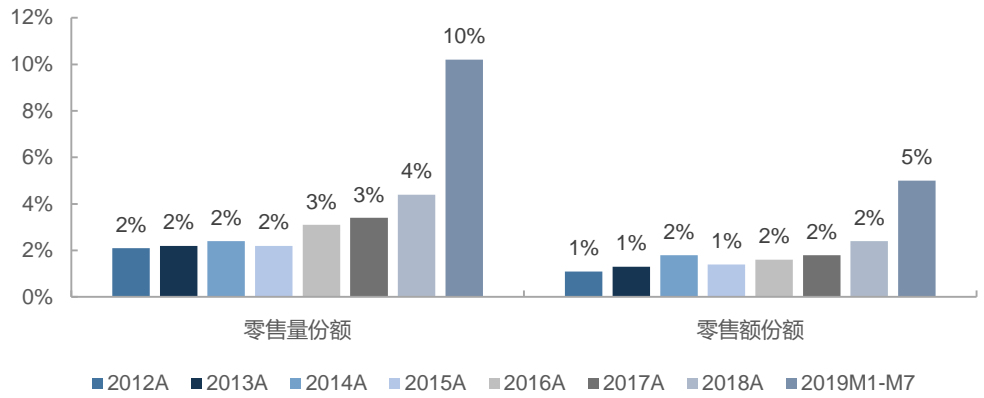


资料来源：奥维云网，德邦证券研究所

## 4.2 法迪欧：借助苏宁渠道下沉县乡市场

2019 年以来，法迪欧份额大幅至 10%左右。法迪欧是苏宁的自主品牌，涵盖品类包括油烟机、燃气灶、消毒柜与热水器等。由于中怡康样本主要覆盖 KA 渠道，估计法迪欧实际市场份额为 3%左右。法迪欧品牌定位中低端，油烟机、燃气灶的零售均价大约在 1610 元、730 元左右，而线下零售均价为 3390 和 1620 元，法迪欧定价仅为市场均价的一半。

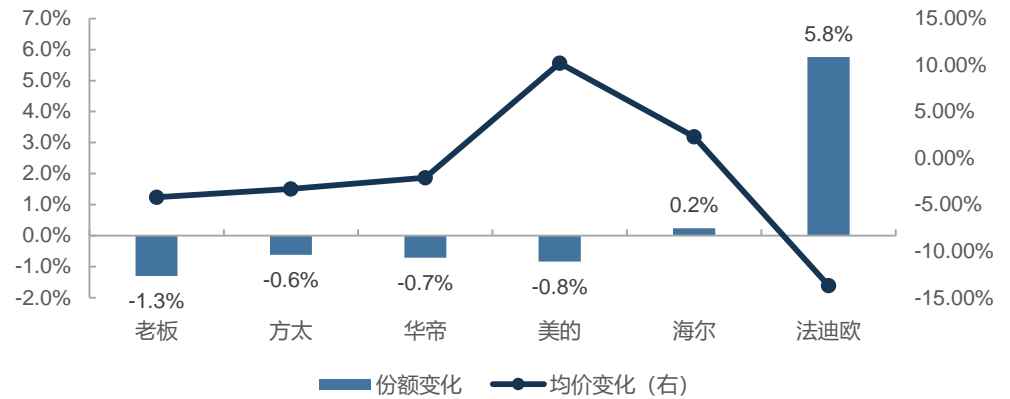
图 47 2019 年法迪欧份额快速提升（油烟机）



资料来源：中怡康，德邦证券研究所

2019年1-7月，法迪欧零售均价大幅下降13%，市场份额（量）大幅增加5.8pct至10.2%，主要是对低端品牌的冲击较大。老板方太美的等品牌价格带与法迪欧不同，影响不大，份额有1pct左右的小幅下滑。

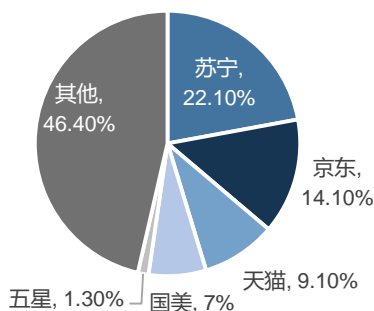
图 48 法迪欧对中高端品牌的影响较小（量）



资料来源：中怡康，德邦证券研究所

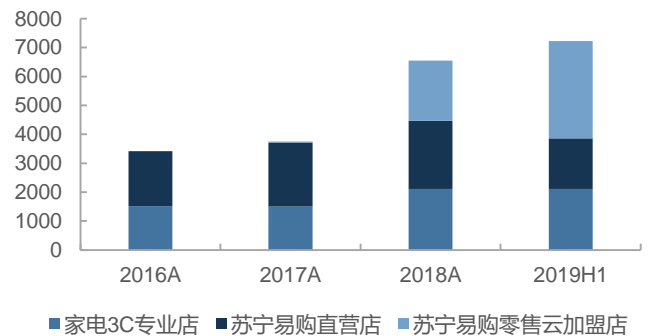
法迪欧借助苏宁的渠道优势在乡镇市场迅速下沉，抢占中低端市场杂牌的市场份额。苏宁家电3C专业店，主要覆盖一二三级市场；苏宁易购直营店，是下沉县城乡镇市场的零售端口，同时打造“零售云”平台，赋能中小零售商，在县城乡镇市场推进苏宁易购零售云加盟店。2018年起加盟店数快速提升，到2019年6月末，苏宁拥有家电3C专业店2110家、苏宁易购直营店1746家、云店3362家，加速下沉乡镇市场。

图 49 家电市场的渠道结构



资料来源：《2018年中国家电行业年度报告》，德邦证券研究所

图 50 苏宁加速渠道下沉



资料来源：公司公告，德邦证券研究所

## 5. 总结

市场对于厨电龙头的高毛利高净利能否持续存在担忧。厨电上市公司平均毛利率是 50%，净利率是 16%，高于家电平均 37% 的毛利率和 11% 的净利率。高毛利高净利率是体现对上下游议价能力强，本质上是产业链上下游话语权的较量、是行业内的玩家竞争力较量的结果。本文聚焦于从行业格局的角度去分析厨电高于家电平均净利率水平的原因。我们认为厨电龙头的高毛利高净利是产生于厨电独特的行业属性和行业格局，是行业内的企业竞争力较量的结果。

**厨电行业呈现行业集中度较低，价格分层明显的格局，且高端与低端市场的集中度不断提升。**（1）行业集中度较低：厨电出货量前三分别为老板、方太和美的，市场份额分别为 15%/13%/11%，龙头优势较不明显；而在白电行业中，龙头的份额遥遥领先于其他企业，空调前三份额 38%/22%/10%，冰箱 32%/13%/12，洗衣机 35%/31%/5%；（2）价格分层明显：厨电行业呈比较明显的高端、中端以及大众定位价格带，价格梯队分布呈现“两端高-中间低”，中高端品牌和低端定价品牌的份额较高，中间价格带的品牌份额较低；而白电行业呈现“两边低-中间高”的格局，中间定价品牌份额较高，高端与低端品牌的份额较低。我们认为厨电行业的“价格分层明显、集中度低”的格局是行业竞争的结果。厨电龙头由于规模效应不足，通过打造品牌力优势获得产品溢价，而传统家电龙头通过规模优势，定位中低端价格带，占据没有强势品牌的三四线市场。

**厨电龙头老板、方太通过先发优势、精准的品牌定位以及持续营销打造品牌力优势，获得产品溢价力。**1) 由于厨电行业规模不如白电，厨电厂商在规模优势与渠道优势上也无法比拟，选择高端化定位是厨电龙头的战略选择；2) 老板方太通过营销打造中高端定位的品牌力，精准定位以及先发优势占领消费者心智，并通过多年的品牌营销在消费者心智中占据有利位置，2010 年到 2018 年，根据中怡康，老板零售量份额从 9.7% 提升至 19.4%，方太从 9.4% 提升至 17.0%；零售额口径看，老板从 14.3% 提升至 26.4%，方太从 15.3% 提升至 23.6%。3) 厨电的装修属性、使用周期长，安装和更新成本较高的属性也决定了消费者价格敏感度较低、品牌溢价较强。

**传统家电厂商与零售巨头通过规模优势、渠道优势与厨电龙头进行差异化。**1) 传统白电厂商美的海尔，小家电龙头苏泊尔加入厨电市场的优势，是品牌知名度的延伸，在品牌混杂的中低端市场进行整合，以及规模优势下通过与原有产品的协同获得低成本，以性价比获得市场份额。2) 法迪欧借助苏宁渠道，快速下沉到县乡一级市场，抢占杂牌的份额，加速低端市场的整合。

**在差异化竞争的格局下，高端与低端定价品牌的两极分化趋势将持续。**厨电龙头在长时间的品牌打造中完成消费者心智占领，在品牌力优势下能够保持行业的竞争优势，同时随着厨电渗透率，厨电龙头的规模效应将逐步显现，竞争力不断增强，且公司主动选择中高端战略定位，**厨电龙头有望保持高毛利高净利**；另外，传统家电龙头与零售巨头凭借规模优势和渠道优势对中低端市场加速整合。

## 6. 风险提示

行业竞争加剧、原材料价格波动、开发商议价能力高于预期

# 信息披露

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	<b>股票投资评级</b>	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A 股市场以德邦综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	<b>行业投资评级</b>	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，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。在法律许可的情况下，德邦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，未经德邦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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。