



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

集成灶景气正当时，美大未来更美更大

—— 浙江美大（002677.SZ）深度报告

2020年08月30日

罗岸阳 家电行业分析师

集成灶景气正当时，美大未来更美更大？

2020 年 08 月 30 日

本期内容提要：

- ◆ **集成灶景气正当时，渗透率有望持续提升。**集成灶作为油烟机的新产品形态，未来渗透率存在广阔上升空间。集成灶相较于传统油烟机有两大天然优势：1) 油烟吸除率更高，满足未来家庭烹饪对健康的更高要求；2) 模块化、集成化设计，显著节约厨房空间。美大为国内第一家推出集成灶的企业，也是厨电行业中第一家主营集成灶的上市企业，公司在产品创新、品牌建设以及营销宣传上，长期引领集成灶行业发展。随着集成灶行业迈入稳定成长期，公司有望享受行业高景气增长红利。行业分析要点。
 - ◆ **产品、渠道、品牌三管齐下，巩固公司经营护城河。**1) 产品力，公司作为行业领军者，拥有多项行业标准制定权；公司集成灶产品 SKU 数量达 50 种，涵盖蒸箱款、蒸笼款、蒸烤一体等，稳居行业第一。2) 品牌力，公司持续营销端投入保证品牌认知度领先。3) 渠道力，进一步完善多渠道布局，积极向线上以及一二线城市进军。
 - ◆ **机遇和挑战并存，美大的未来会如何？**1) 增长的销售费用有助于提高公司知名度，加快集成灶渗透率提升，加大渠道投入扩张帮助公司快速抢占市场。2) 一二线城市消费者对于集成灶的认知度和认可度正在快速提升。3) 若美的、海尔等家电巨头进入，将大幅加快集成灶渗透率提升。另一方面，加剧市场竞争的同时未必会对渠道布局完善、拥有较高品牌知名度的集成灶龙头企业产生颠覆性影响。4) 未来新增长点：向厨房整体智能化解决方案的方向进行品类延伸。
 - ◆ **投资建议：集成灶产品渗透率面临长期提升空间，且产品认知度和接受度不断提升。**公司为集成灶领域龙头企业，在品牌、渠道以及研发制造上具备显著的竞争优势。随着公司向一二线城市以及电商渠道积极拓展，以及集成水槽、橱柜等新兴业务快速增长，公司经营将步入稳健向上轨道。我们预计公司 20-22 年收入为 18.5、21.4、24.2 亿元，同比增长 10.1%、15.6%、12.9%；归母净利润为 5.2、6.1、7.1 亿元，同比增长 12.5%、18.2%、16.8%。当前股价对应 20-22 年 PE 为 25.2x、21.4x、18.3x，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险因素：**一二线城市开拓不力、市场扩张不及预期、行业变革及技术进步迭代。

证券研究报告

公司研究——深度研究

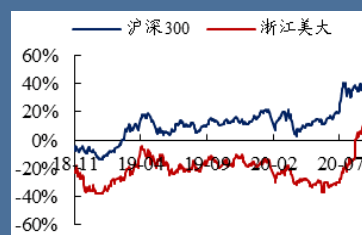
浙江美大 (002677.SZ)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

首次评级

姓 名 罗岸阳, 家电行业分析师
执业编号: S1500520070002
联系电话: +86 13656717902
邮 箱: luanyang@cindasc.com

浙江美大相对沪深 300 表现



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

公司主要数据 (2020.08.30)

收盘价 (元)	20.23
52 周内股价波动区间 (元)	9.33-20.23
最近一月涨跌幅 (%)	0.07
总股本 (亿股)	6.46
流通 A 股比例 (%)	43.25
总市值 (亿元)	130.70

资料来源: 信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
邮编: 100031

重要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	1684.5	1854.6	2143.0	2419.9
增长率 YoY %	20.2%	10.1%	15.6%	12.9%
归属母公司净利润(百万元)	460.0	517.7	611.9	714.9
增长率 YoY%	21.8%	12.5%	18.2%	16.8%
毛利率%	53.5%	53.0%	53.2%	53.5%
净资产收益率 ROE%	30.3%	25.5%	23.6%	22.1%
EPS(摊薄)(元)	0.71	0.80	0.95	1.11
市盈率 P/E(倍)	28.4	25.2	21.4	18.3
市净率 P/B(倍)	8.60	6.43	5.04	4.05

资料来源：万得，信达证券研发中心预测 注：股价为 2020 年 08 月 28 日收盘价

投资聚焦

一、投资逻辑

浙江美大作为国内集成灶行业的第一梯队龙头企业，我们认为：1、集成灶产品认知度快速提升，行业渗透率有望持续上升；2、公司产品技术领先，研发能力强，SKU居市场前列，具备更新迭代应对技术变革的优势；3、公司深耕三四线城市，品牌与线下渠道优势下易于公司向一二线城市进军。

二、有别于市场的认识

1、目前海尔、美的等企业纷纷加入集成灶竞争行列，为集成灶行业背书的同时，加剧市场竞争格局。我们认为浙江美大具备产品、品牌及渠道优势，持续引领中国集成灶行业。

2、浙江美大作为国内集成灶行业的第一龙头梯队，具备自主研发及规模生产集成灶的能力。2019年公司投入研发经费0.51亿元，研发费用率达3.02%。高研发经费投入下，产品更新迭代速度优于同类企业。产品技术领先下参与制定行业标准，SKU明显高于同业可比公司。目前公司拥有154项专利，其中9项国际专利，31项发明专利，68项实用新型专利。

3、年轻管理层积极进行营销投入，提高产品知名度：2019年公司整体销售费用率达15.24%，较2018年+4.21pct；其中公司广宣费投入达2.07亿元，占销售费用的80.91%，公司广宣费用于央视、高铁专线和新型媒体的广告投放，以全方位、多元化打造推广阵地。

4、扁平化经销商扩容，专卖店门店优势下向一二线城市进军。16-19年间公司新增630家经销商，截止20H1公司一级经销商数量约1500家，数量远高于老板电器和华帝股份。从门店分布情况看，浙江美大在一线城市专卖店数量及单店访问数远高于其他竞争对手品牌。公司在积极进驻苏宁、红星美凯龙、居然之家等大型卖场同时，优化经销商布局，向一二线城市稳固进发。

5、公司积极扩展与集成灶主业相关的协同业务，向橱柜及厨房整体智能化方案供应商升级，未来工程渠道或将扩容。

目 录

1. 行业：渗透率有望持续提高，集成灶景气正当时	1
1.1 集成灶为厨电新兴势力，多次迭代升级后产品形态成熟	1
1.2 全装修化家电新趋势与重装修的更新迭代需求，推动烟机灶具销售	2
1.3 集成灶解决厨房痛点，行业步入稳健增长期	3
2. 美大先发优势明显，收入业绩稳健增长	9
2.1 美大具备显著先发优势，高毛利产品业绩表现优异	9
3. 产品力+渠道力+品牌力三管齐下，形成公司护城河	11
3.1 具备产品优势的行业领军者，市场份额不断提升	11
3.2 打造全方位、多元化推广阵地，提升品牌知名度，稳固行业领军地位	13
3.3 渠道布局完善，扁平化经销渠道易于管理	14
4. 面对机遇和挑战，美大的未来会如何？	16
4.1 美的、海尔等家电巨头进入对现有行业格局冲击和演变会如何？	16
4.2 区域突破：美大往一二线进军会成功吗？	19
4.4 除了集成灶，美大的未来还会有什么？	22
5. 盈利预测及投资建议	24
5.1 盈利预测	24
5.2 可比估值分析	25
6. 风险因素	25

图 目 录

图 1：第一代深井下排式集成灶	1
图 2：深井式排烟口设计存在安全隐患	1
图 3：第二代侧吸下排式集成灶	2
图 4：第三代侧吸下排模块式集成灶	2
图 5：冰箱、洗衣机、油烟机城市家庭保有量（单位：台）	3
图 6：冰箱、洗衣机、油烟机农村保有量（单位：台）	3
图 9：侧吸式集成灶抽油烟效果更好	4
图 10：不同房型房地产开发投资额（单位：亿元）	4
图 11：集成灶一机多用	5
图 12：集成灶节省厨房空间，增加厨房收纳面积	5
图 13：集成灶品牌畅销机型均价情况	5
图 14：传统厨电产品平均价格情况	6
图 15：消费者对于集成灶关注度升高	6
图 16：集成灶零售量高增	7
图 17：集成灶相对于油烟机在出货端的渗透率	7
图 18：集成灶未来市场规模测算	8
图 19：集成灶未来市场规模敏感性分析	8
图 20：公司营收及增速	9
图 21：公司净利及增速	9
图 22：公司毛利率位于家电行业前列（2019）	10
图 23：公司整体及细分毛利率	10
图 24：公司 2020Q1 股权结构	10
图 25：美大生产基地	11
图 26：美大机械化生产	11
图 27：公司研发费用保持稳步增长态势	12
图 28：美大集成灶 SKU 数量高于同行业可比公司，产品种类丰富	12
图 29：美大集成灶产品不断升级换代	12
图 30：最新的 A8 系列产品	12
图 31：公司销售费用在 2016 年后快速增长	13
图 32：美大集成灶百度搜索指数遥遥领先	13
图 33：美大集成灶高铁投放路线	14
图 34：美大集成灶高铁广告投放效果	14
图 35：老板电器和华帝股份渠道结构较复杂	15
图 36：浙江美大渠道结构偏扁平化	15
图 37：浙江美大的一级经销商数量远高于老板电器和华帝股份	15
图 38：公司一级经销商与销售人员规模匹配扩充	15
图 39：美的集成灶	16
图 40：海尔集成灶	16
图 41：综合性家电厂商和细分龙头比较	17
图 42：杭州集成灶专卖店主要分布于装修建材市场	18
图 43：上海集成灶专卖店主要分布于装修建材市场	18

图 44: 线上集成灶参与情况	18
图 45: 浙江美大渠道结构偏扁平化	18
图 46: 美大线下专卖店较多	18
图 47: 区位优势明显	19
图 48: 苏宁易购与浙江美大展开战略合作启动会	20
图 49: 美大集成灶强势入驻苏宁广场	20
图 50: 一二线城市人均住宅面积显著更低	21
图 51: 公司具有较强的现金资产规模	21
图 52: 知名集成灶品牌一线城市分布情况	22
图 53: 浙江美大在北京专卖店分布	22
图 54: 美大各销售渠道	23
图 55: 美大欧式橱柜	23
图 56: 美大牵手齐家网	23
图 57: 浙江美大主营业务收入拆分	24
图 58: 浙江美大主营业务毛利率拆分	24
图 59: 浙江美大及可比上市公司估值 (2020.08.27)	25

1. 行业：渗透率有望持续提高，集成灶景气正当时

1.1 集成灶为厨电新兴势力，多次迭代升级后产品形态成熟

集成灶也被称为集成环保灶，是一种满足中式烹饪需求的新兴厨房电器，可以集合吸油烟机、灶具、消毒柜或蒸箱、烤箱等于一体。集成灶从提出至今，已有三代产品，从最初的第一代深井下排式，到2005年的侧吸下排式集成灶，再到现在主流的第三代模块化侧吸集成灶，技术不断升级，产品形态已经逐步稳定和成熟。

1.1.1 第三代集成灶模块化设计，安全保障为先同时充分利用模块空间

第一代深井下排式，创新性使用下排油烟，油烟吸除率高，但安全隐患短板明显。2003年浙江美大推出了我国第一台深井下排式集成灶。灶面呈井式下凹形状，下凹灶面周围安装吸烟腔，可近距离吸收油烟，油烟吸净率高。但因下凹式结构较为封闭，燃气易燃烧不充分；且吸烟腔离燃烧口太近，燃气无法快速散去，易导致安全隐患。此外，可匹配下凹深井式设计的灶具较少，限制较多，不易推广使用。深井下排式集成灶还存在不易拆卸、油烟难清洗等问题，所以第一代产品未得到大范围推广。

图 1：第一代深井下排式集成灶



资料来源：中华集成灶网，信达证券研发中心

图 2：深井式排烟口设计存在安全隐患



资料来源：第一集成灶网，信达证券研发中心

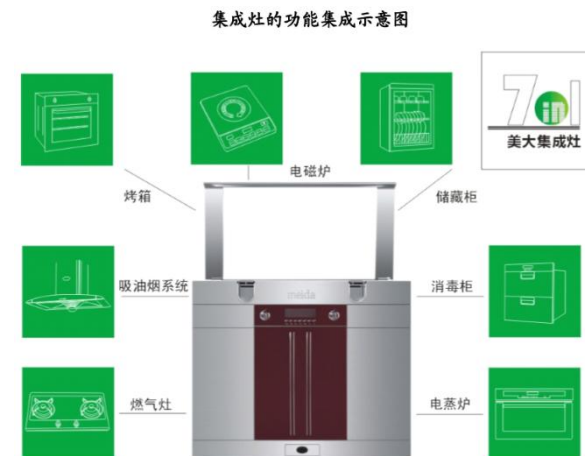
第二代侧吸下排式集成灶，基于第一代，改动油烟净化器位置。第二代侧吸下排集成灶针对第一代产品的短板进行改进，采用侧吸方式，侧面的油烟净化器可分离油烟，达到清洁效果。侧吸下排式解决了第一代产品出现的安全隐患及燃气燃烧不充分问题。

图 3：第二代侧吸下排式集成灶



资料来源：中华集成灶网，信达证券研发中心

图 4：第三代侧吸下排模块式集成灶



资料来源：第一集成灶网，信达证券研发中心

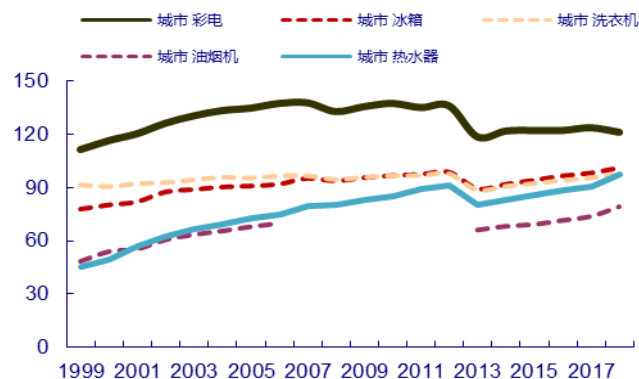
第三代侧吸下排模块式集成灶，模块化设计给予消费者自由选择空间。第三代模块式集成灶保留燃气灶和吸油烟机组件，消费者可自由选择搭配储藏柜、消毒柜、烤箱、洗碗机等。模块式集成灶保留了高油烟洗净率，整合更多厨电功能，提高烹饪效率。此外，第三代集成灶升级其安全性能防护，增添新的智能防护选项，如熄火、漏电自动切断电源，添加了安全防火墙等措施。

1.2 油烟机行业长期仍存在广阔空间

城市、农村油烟机保有量仍较低，发展滞后于冰洗行业约 10 年时间。作为像冰箱、洗衣机的刚需家电产品，油烟机也具备普通家庭必备一台的属性。但因为我国厨电起步较晚，相对于白电、彩电，厨电仍处于普及阶段。根据国家统计局数据，我国 2018 年城市油烟机保有量为每百户不到 79 台，还略低于 2000 年城市冰箱保有量水平，滞后冰箱、洗衣机保有量水平超 15

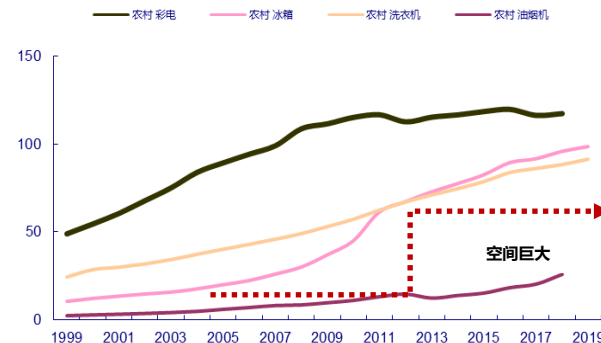
年时间；2018 年农村油烟机保有量为每百户 26 台，仅与 2007 年农村冰箱保有量水平相当，仍存在巨大上升空间。基于此，我们推断冰洗行业发展超前于厨电行业约 10 年，参考过去 10 年冰洗行业发展路径，并考虑城镇化政策的持续推进，事实上长期看厨电行业依然存在有较大发展空间，油烟机保有量及市场规模可提升幅度大。

图 5：冰箱、洗衣机、油烟机城市家庭保有量（单位：台）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 6：冰箱、洗衣机、油烟机农村保有量（单位：台）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

1.3 集成灶解决厨房痛点，行业步入稳健增长期

1.3.1 集成灶相对于传统灶台+油烟机组解决厨房两大痛点，且价格更为亲民

集成灶作为新兴品类，两大独特优势解决人们需求痛点：一是侧吸缩短抽烟距离，提升油烟吸除率；二是模块化设计多角度节省厨房空间，满足房价高企下小户型人们对空间的需求。

1) 侧吸缩短抽油烟机距离，天然具备更加高效的吸除效率

①集成灶开创了下排油烟代替上排油烟的先河，采用侧吸方式，使吸烟口近距离靠近燃气灶，极大地缩短抽烟距离，使得油烟吸除率高达 99.6%，优于传统吸油烟机 40%-60% 的抽油烟率。

②根据油烟扩散原理，油烟主要从下往上逐步扩散升腾，当油烟距离灶具高于 25cm 时，油烟进入收缩升腾区；当油烟距离灶具高于 40cm，油烟进入混合扩散升腾区。这意味着油烟在距离灶具 20-30cm 之间，更容易被吸干净，随着油烟距离灶具越来越远，油烟扩散越多，油烟越难除净。

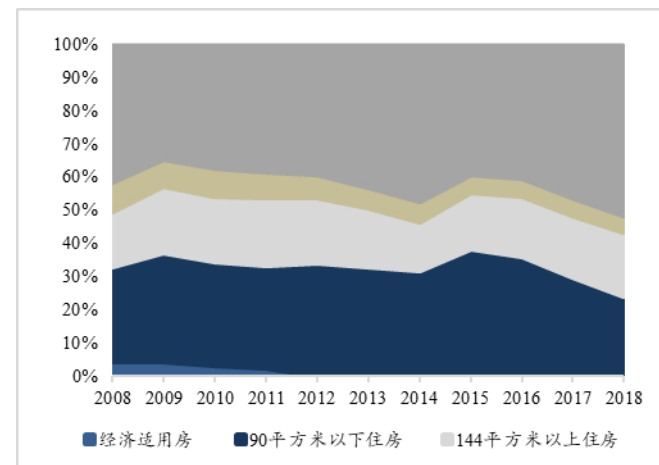
③侧吸集成灶在 26cm 的黄金吸烟区吸走油烟，可有效阻止油烟扩散，做到油烟不过脸，可有效保护人体健康和皮肤；传统吸油烟机安装在灶具上方，因为空间距离原因，距离灶具较远，吸除油烟效果减半，且油烟长期四处扩散易导致厨具上出现油渍，污染厨房，不易清洗。

图 9：侧吸式集成灶抽油烟效果更好



资料来源：第一集成灶网，信达证券研发中心

图 10：不同房型房地产开发投资额（单位：亿元）



资料来源：wind，信达证券研发中心

2) 模块化设计节省较多厨房空间，更容易满足房价高企下小户型人群对空间节约的需求。根据国家统计局数据，我国 90 平方米以下住房的房地产开发投资额占比保持在 30%左右，占比远高于 144 平方米以上住房及别墅、高档公寓，而小户型住宅用户对节省空间的需求更高。

①**集成化的结构设计：**集成灶采用组件模块集成模式，集燃气灶、消毒柜或蒸箱、储藏柜等厨具为一体，集成于灶具下方的消毒柜或蒸箱不额外占据厨房空间。

②**不占据灶具上方空间：**灶具上方可用于打造置物柜和吊柜，增加厨房收纳面积。

图 11: 集成灶一体机多用



资料来源: 第一集成灶网, 信达证券研发中心

图 12: 集成灶节省厨房空间, 增加厨房收纳面积



资料来源: 第一集成灶网, 信达证券研发中心

集成灶产品价格较传统厨电主流机型具备一定优势。从价格上来看, 集成灶产品仍然较传统厨电主流机型的油烟机+燃气灶+消毒柜/蒸箱的价格存在一定优势。具有置物台设计的集成灶可节省一米台面空间, 相应节省橱柜、台面采购价格和装修费用。

图 13: 集成灶品牌畅销机型均价情况

集成灶	品牌	一体式烟灶消	价格	一体式烟灶蒸	价格
	浙江美大	时尚之星1209E	7299	G6Z 5586Z 飞腾蒸箱款	11880
	火星人	ESBH	6649	E6B/Z	11860
	亿田	D6G	8280	J03Z	10960
	帅丰	N2-3B	5249	V7-9B	9630
	森歌	M1B	6380	M3HZ	9999
	平均价格		6771	平均价格	10866

资料来源: 京东, 中怡康, 信达证券研发中心

图 14: 传统厨电产品平均价格情况

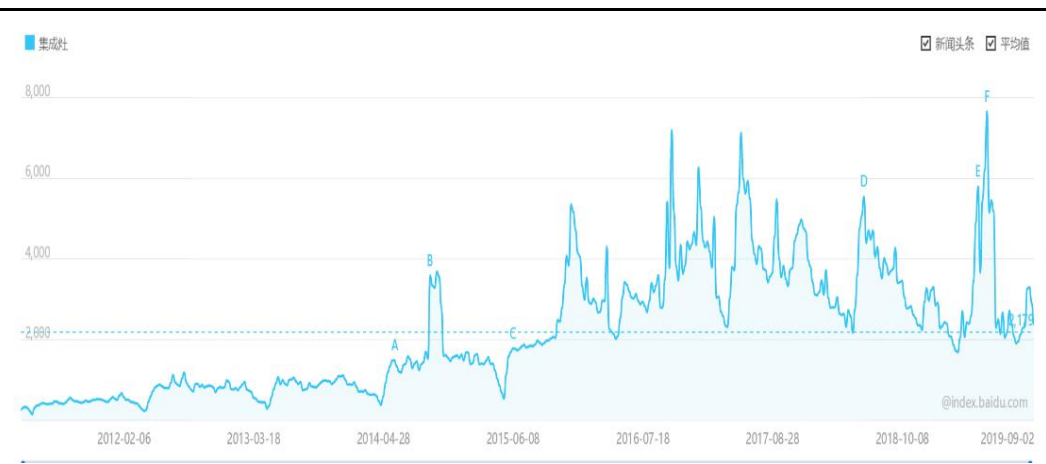
传统厨电	品牌	油烟机+燃气灶+消毒柜	油烟机+燃气灶+蒸箱
	老板	10142	12800
	方太	10221	12882
	华帝	7944	11492
	美的	5895	10373
	海尔	6053	10441
	平均价格	8051	11598

资料来源: 京东, 中怡康, 信达证券研发中心

1.3.2 长期消费者培育下, 集成灶市场将快速扩容

集成灶企业加大对消费者教育力度, 行业不断扩容。2014 年起, 伴随集成灶产品的不断升级及集成灶企业对消费者的教育, 消费者对集成灶产品的关注度和认可度不断提高。

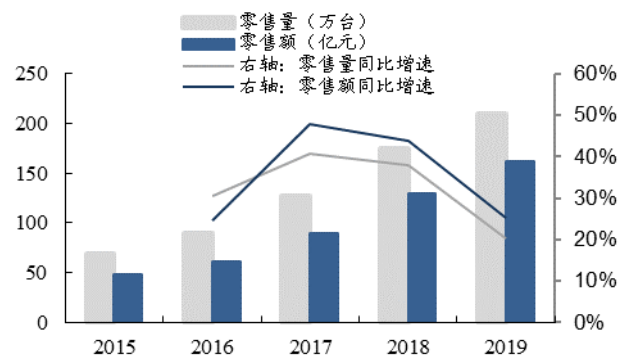
图 15: 消费者对于集成灶关注度升高



资料来源: 百度指数, 信达证券研发中心

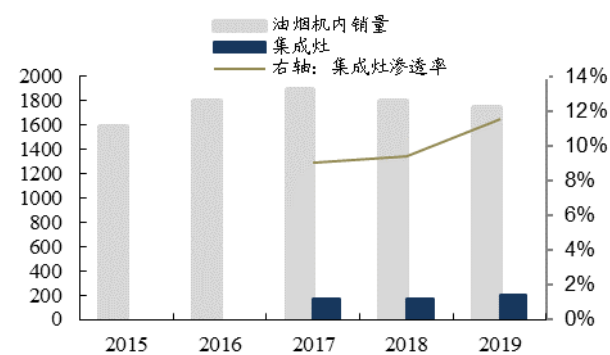
集成灶渗透率不断上升，我们预计 20-22 年 CAGR 将超过 20%。2020 年厨电零售及出货量均受公共卫生事件及其后续带来的影响而有所下滑，但前期消费抑制下，后续将有所回补。从零售端看，中怡康数据显示，2016-2019 年集成灶零售量达 90/127/175/210 万台，4 年 CAGR 达 32%。从出货量看，2019 年集成灶出货量达 201 万台，相对于油烟机内销量（集成灶多为内销，因而油烟机内销量更具有可比性）1746.2 万台而言，渗透率大约在 9.4%。考虑到上文所述的集成灶在厨电中的独特优势，我们认为集成灶渗透率仍有较大提升空间。

图 16: 集成灶零售量高增



资料来源：中怡康，信达证券研发中心

图 17: 集成灶相对于油烟机在出货端的渗透率



资料来源：产业在线，信达证券研发中心
此处集成灶渗透率为集成灶销量/油烟机内销量

我们对集成灶市场规模进行敏感性测算：

假设 1: 根据 2012-2019 年油烟机内销市场城镇与乡村保有量上升速度判断新增需求。

假设 2: 根据 2012-2019 年油烟机内销量与新增需求量的差额求得平均替换需求与平均渠道库存。

假设 3: 从 2015-2019 年历史数据看，随着集成灶认知度以及市场接受度上升，未来集成灶内销渗透率将呈现加速上升趋势。

图 28: 集成灶未来市场规模测算

时间	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
油烟机行业预测规模(万台)	1794	1746	1750	1763	1833
集成灶渗透率假设	9.4%	11.5%	13.5%	16.5%	19.0%
集成灶市场规模(万台)	169	201	236	291	348
集成灶市场增速	33.4%	18.9%	17.6%	23.1%	19.7%

资料来源: 信达证券研发中心测算
渗透率为集成灶销量/油烟机内销量估算

基于前述假设, 我们预计 2020-2022 年集成灶年均复合增长率 CAGR 为 21%, 行业未来将步入稳健成长期。同时, 基于地产以及经济周期等因素对油烟机整体行业增长带来的不确定性, 我们对于集成灶行业规模进行敏感性分析, 分析显示, 若行业不出现重大变革, 集成灶市场仍能保持两位数的高速增长。

图 39: 集成灶未来市场规模敏感性分析

敏感性分析	2020-2022 年 CAGR 增速						
油烟机行业增速假设	-5.0%	-3.0%	-1.0%	0.0%	1.0%	3.0%	5.0%
集成灶行业增速分析结果	12.3%	14.7%	17.0%	18.2%	19.4%	21.7%	24.1%

资料来源: 信达证券研发中心测算

2. 美大先发优势明显，收入业绩稳健增长

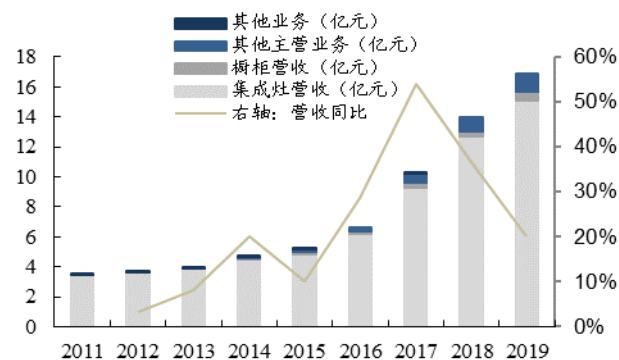
2.1 美大具备显著先发优势，高毛利产品业绩表现优异

2.1.1 国内首家集成灶企业，先发优势明显

受益于行业高景气增长，公司业绩稳固提升。美大成立于 2001 年，2003 年即推出第一款使用下排油烟方式的集成灶，并于 2006 年参与起草厨房排烟排气标准，从而拉开国内集成灶市场的序幕。2012 年公司在深交所上市，成为厨电行业中第一家主营集成灶的上市企业。

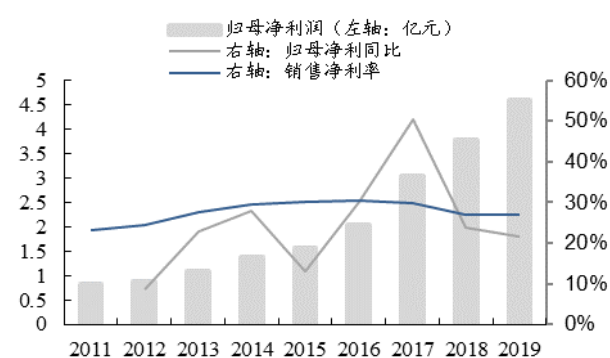
伴随消费者对于集成灶认知的加深，2016 年起集成灶行业迎来扩容阶段，公司作为龙头企业，享受行业加速发展下的红利。2016-2019 年营收 GAGR 达 34%。2019 年公司营收达 16.84 亿元，同比+20.2%；其中集成灶营收占比达 89.70%，橱柜占比达 3.33%。2019 年，公司整体毛利率达 53.50%，其中集成灶毛利率超 57%，高于其他厨电企业，从而带动公司净利水平提升。2019 年公司实现净利 4.60 亿元，同比+21.7%。

图 20：公司营收及增速

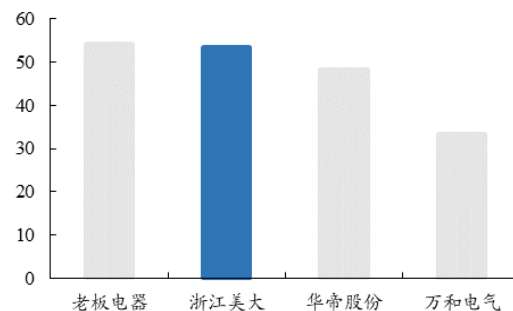


资料来源：Wind，信达证券研发中心

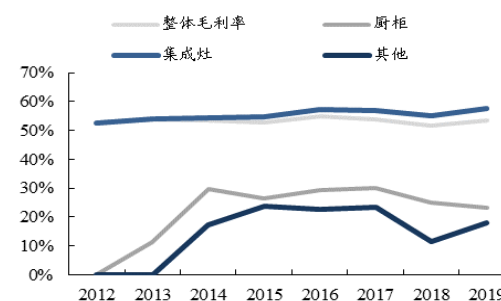
图 21：公司净利及增速



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 22: 公司毛利率位于家电行业前列 (2019)


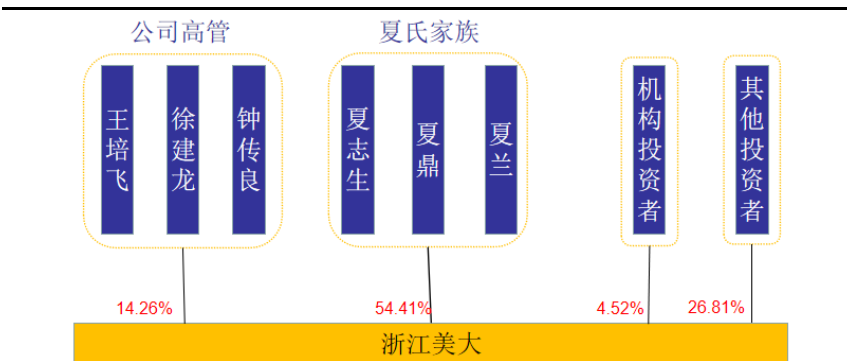
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 23: 公司整体及细分毛利率


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2.1.2 股权激励核心管理层, 家族式管理模式有利于前期快速壮大

股权激励锁定关键管理人员和技术人员。2016 年, 公司控股股东美大集团转让其所持有的美大股本给夏氏家族及公司核心高管。此外, 2016 年 9 月公司设立股权激励, 授予公司核心管理人员、关键业务人员等 605.32 万股限制性股票。股权激励绑定关键人员与公司利益, 有助于提高公司经营效率, 保持经营稳定性。**家族式管理模式**下, 有利于公司在行业爆发期内集中优势资源快速发展壮大。截止 2020Q1, 夏志生家族合计持有公司股份 54.41%, 掌握核心控制权。其中, 夏志生持股 23.20%, 夏鼎持股 20.99%, 夏兰持股 10.22%。

图 24: 公司 2020Q1 股权结构


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

3. 产品力+渠道力+品牌力三管齐下，形成公司护城河

3.1 具备产品优势的行业领军者，市场份额不断提升

优秀企业占比偏少，产品力优势下美大份额持续领先

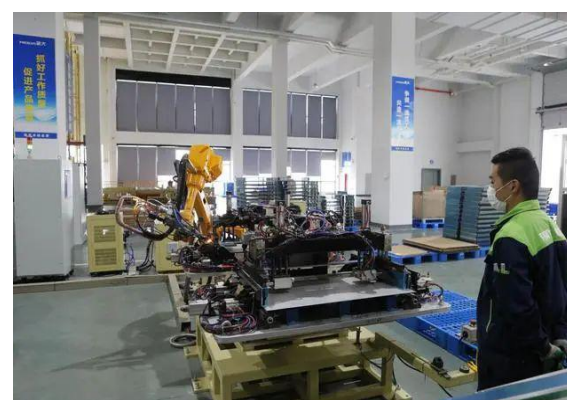
行业内可自主研发及批量生产优秀企业较少，美大具备专业研发及生产能力。我国目前有 300 多家集成灶企业，但行业内具有自主研发、批量生产的企业不足 30 家，占比小于 10%；其余 90%为贴牌企业，规模较小或没有自主研发生产能力。美大是目前唯一一家集成灶行业的上市公司，拥有强有力的生产装备后盾和自动化仓储系统，目前拥有 2 个生产基地，配备了行业内第一条冲压机械手自动线、智能连续模生产流水线、智能部装流水线和智能总装流水线，实现机器与人无缝切换连接，大部分实现自动化生产；在仓储方面，引进了台湾先进的智能自动化物流管理系统，打造了 2 个高端的智能化全自动仓库，生产模式融合了互联网和工业化，实现智能、智慧生产，年产水平超过 55 万台。

图 25：美大生产基地



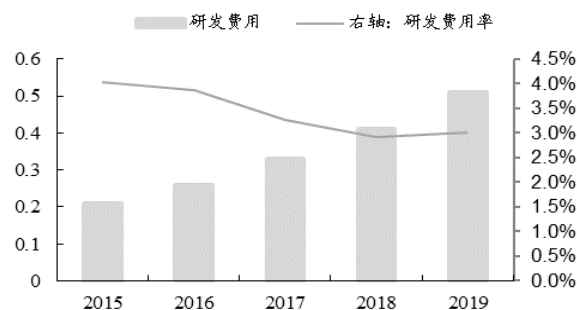
资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 26：美大机械化生产

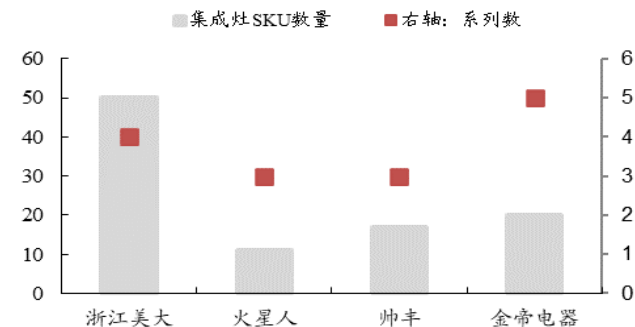


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

研发投入下，产品不断更迭升级，拥有多项行业标准制定权。作为创始者，美大拥有强大自主研发实力，拥有 154 项专利，其中 9 项国际专利，31 项发明专利，68 项实用新型专利。2019 年公司投入研发经费 0.51 亿元，研发费用率达 3.02%。

图 27：公司研发费用保持稳步增长态势


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 28：美大集成灶 SKU 数量高于同行业可比公司，产品种类丰富


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

常年的费用投放叠加高端制造生产装备，推动产品快速更新迭代，SKU 高于同业可比公司。目前公司有 50 种集成灶 SKU，涵盖蒸箱款、烤箱款、蒸烤一体款、标准款及专供电商款等。从 K 系列到飞系列再到如今的 A 系列，美大产品愈加智能及美观，功能也愈加完善。目前最新的 A8 系列蒸箱款产品亮点颇多：1）内置大容量蒸箱，多层蒸盘，节省烹饪时间；2）外置加水专利技术，免开门加水，防止烫伤；3）配备热风循环系统，防止食物串味；4）改废汽前排系统为后排系统，防止橱柜潮湿发霉。

图 29：美大集成灶产品不断升级换代


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 30：最新的 A8 系列产品


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

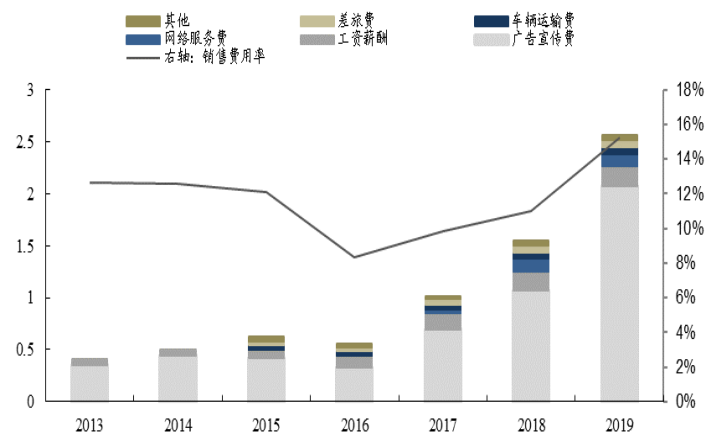
作为行业开创者和领军者，公司拥有多项行业标准制定权，参与起草《住宅厨房、卫生排气道行业标准》、中国首部《集成灶行业标准》、《家用灶具能效限定值及能效等级》等，推动集成灶行业整体技术发展。随着公司在集成灶行业一步步耕耘成长，公司销量不断提高，市场占有率达到 20% 左右。

3.2 打造全方位、多元化推广阵地，提升品牌知名度，稳固行业领军地位

年轻管理层积极进行营销投入，提高产品知名度。

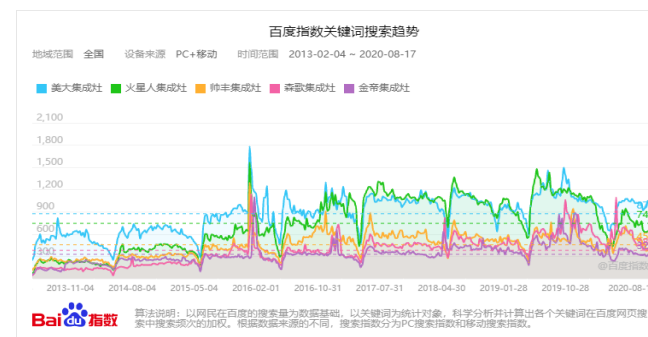
广宣投入推高销售费用率，品牌知名度迅速提高。2017 年 7 月夏鼎接棒管理层，成为新董事长兼任总经理。年轻管理层对公司采取更为积极的政策，加大营销和销售投入，以提高品牌知名度。2019 年公司广宣费投入达 2.07 亿元，占销售费用的 80.91%。2019 年公司整体销售费用率达 15.24%，较 2018 年+4.21pct。目前公司广宣费多用于央视《东方时空》、《新闻 1+1》等节目、高铁专线和新型媒体的广告投放，以全方位、多元化打造推广阵地。公司在京哈、京广、京沪等 20 多条高铁专线线路均投放广告，覆盖北上广等 20 多个省市，400 多个城市，迅速打开品牌知名度。百度搜索指数显示，美大集成灶搜索率一直位于行业前列，日均搜索值高于火星人，且远高于帅丰、森歌、金帝等，体现公司作为集成灶行业领军者的良好口碑与知名度。

图 31：公司销售费用在 2016 年后快速增长



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 32：美大集成灶百度搜索指数遥遥领先



资料来源：百度搜索，信达证券研发中心

图 33: 美大集成灶高铁投放路线



资料来源: 浙江美大官网, 信达证券研发中心

图 34: 美大集成灶高铁广告投放效果



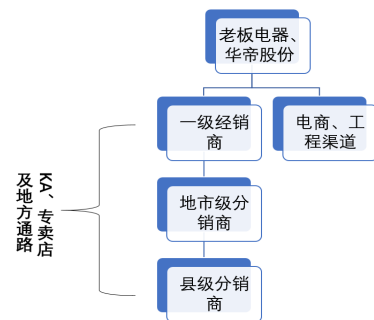
资料来源: 浙江美大官网, 信达证券研发中心

3.3 渠道布局完善，扁平化经销渠道易于管理

扁平化经销渠道为主，多种渠道并存，打造全方位营销模式

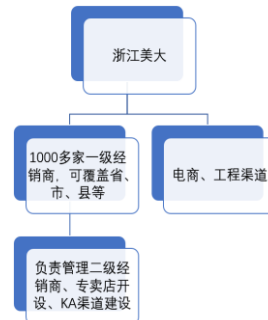
扁平化经销商渠道占比约 90%，销售人员与经销商数量匹配扩充。相较于其他厨电企业，公司的渠道结构偏扁平化，具体体现在一级经销商数量较多。自 2016 年起，公司经销商数量大幅提升，16-19 年间新增 630 家经销商，截止 2020 年 6 月公司一级经销商数量约 1500 家，较 2019 年增加 53 家，数量远高于老板电器和华帝股份。为匹配经销商梯队的建设，公司同样也在扩充销售人员规模，从历年数据看，1 个销售人员可服务 10 个经销商。公司销售人员数量的扩充背后实际体现了公司在渠道建设上的快速扩张。

图 35: 老板电器和华帝股份渠道结构较复杂



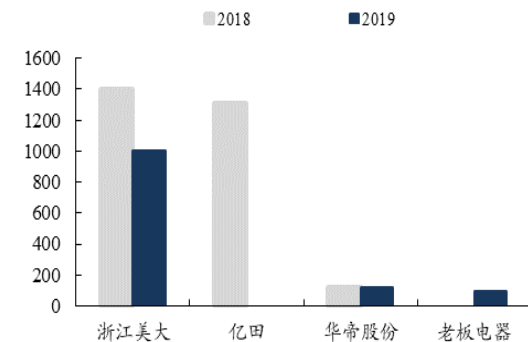
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 36: 浙江美大渠道结构偏扁平化



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 37: 浙江美大的一级经销商数量远高于老板电器和华帝股份



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 38: 公司一级经销商与销售人员规模匹配扩充

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020H1
经销商 (家)	800+	1000	1000	~1000	1100+	1300+	1400+	1500
经销商增加数				~130	200+	~200	150+	53
销售人员 (个)	78	82	70	74	104	136	137	
销售人员增加数				4	30	32	1	
单个销售人员覆盖经销商	10	12	14	14	11	10	10	

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

4. 面对机遇和挑战，美大的未来会如何？

4.1 美的、海尔等家电巨头进入对现有行业格局冲击和演变会如何？

家电巨头进军集成灶，信用背书提升行业知名度同时，加剧竞争格局。近几年，传统家电厂商美的、海尔、奥克斯等都纷纷涉足集成灶领域，扩大集成灶市场规模。一方面，家电巨头的进军有望为集成灶产品背书，提升行业知名度；另一方面，美的、海尔等传统家电厂商跨界进入也毫无疑问在一定程度上加剧市场竞争，带来行业洗牌。

图 39：美的集成灶



资料来源：苏宁易购，信达证券研发中心

图 40：海尔集成灶



资料来源：苏宁易购，信达证券研发中心

但我们认为，美大天然的区位优势、完善的渠道布局、强产品力，较高的品牌知名度及集成灶行业存在的渠道壁垒，能帮助企业杀出重围。大而全的企业去对比小而精的企业，虽然大企业在品牌、渠道和制造都占有优势，但未必可以在每一个细分领域比小而精的企业做的更好。基于专业性品牌、渠道和产品差异化优势，细分领域的龙头在油烟机市场品牌影响力深远、厨电渠道布局完善。美的、海尔这类拥有大品牌、大营销的企业更注重规模化，做大市场蛋糕，淘汰掉低效率品牌，其规模驱动布局较难满足不同消费者在细分领域的差异化需求。且相对于竞争对手，浙江美大的优势在于具有在集成灶细分市场中更强的品牌影响力、完善的建材专卖店渠道布局及丰富的产品 SKU。

图 41：综合性家电厂商和细分龙头比较

特点	综合性家电厂商	厨电厂商细分龙头	小家电细分龙头	集成灶细分龙头
	美的、海尔	老板电器、方太	九阳、苏泊尔	浙江美大
品牌	品牌优势较强	细分品牌优势	品牌影响力较强	细分行业龙头
渠道	大渠道	厨电渠道较广	小家电渠道全面	建材、专卖店渠道较强
制造	大制造	研发实力较强	研发实力较强	研发能力较强
定位	大而全，生产多品类	定位高端市场和客户， 厨电产品的高端化、品质化	小家电	集成灶
优势	品类全面，规模化， 容易在家电品类间切换	品牌和场景体验：方太的厨电生活馆和老板的厨源体验馆打破传统家电的推销模式，变成场景体验模式	共同优势：创新能力强， 产品不断升级换代，不断推出小家电新品 不同优势：九阳以豆浆文化推广产品 苏泊尔有核心技术优势和效率高的灵动渠道	集成灶产品SKU数量更多， 可满足不同消费者需求； 三四线渠道经销商优质 建材专卖店渠道布局全面

资料来源：家电圈，信达证券研发中心分析整理

4.1.1 集成灶渠道与传统家电存在差异，美大具备线下及区位优势

集成灶与家装同步进行，渠道与传统家电存在差异。集成灶有很强的建材家居属性及定制属性，人们对集成灶的购买时间点一般在装修前或者与装修同步进行，其购买主要发生在建材市场或专卖店市场。以杭州市为例，根据大众点评及高德地图搜索结果显示，美大集成灶专卖店主要分布于建材、家居及五金市场，其周围也主要是厨具、厨电等家居、五金店等，与传统家电行业渠道存在差异。

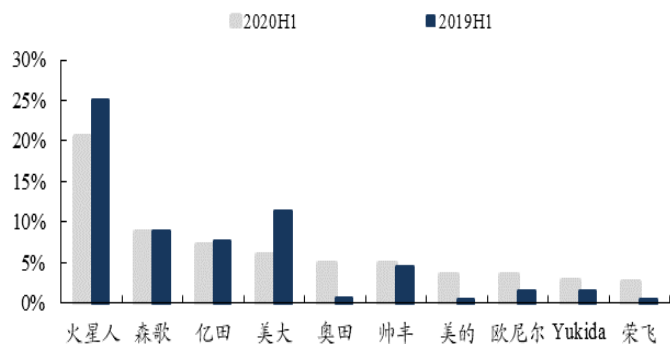
图 42: 杭州集成灶专卖店主要分布于装修建材市场


资料来源: 高德地图, 信达证券研发中心

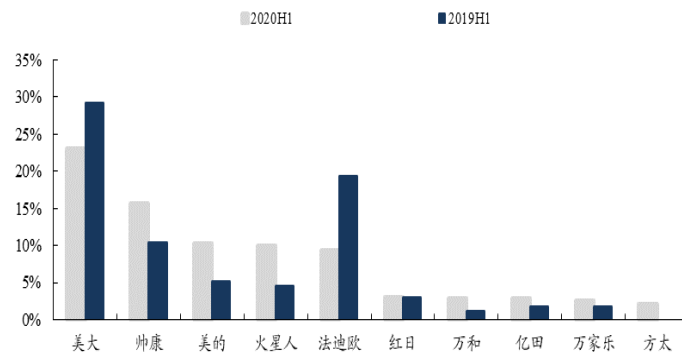
图 43: 上海集成灶专卖店主要分布于装修建材市场


资料来源: 信达证券研发中心

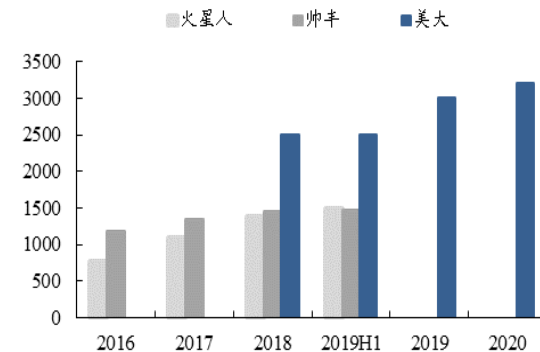
传统家电巨头集成灶线下市场渗透依然缓慢, 美大具备线下优势。根据 2019H1 及 2020H1 数据可见, 传统家电企业例如美的虽然可在线上分一杯羹外, 其在集成灶领域的线下份额并不显著。然而, 集成灶品类因涉及众多功能, 一般以线下购买为主。2020H1 美大拥有终端门店 3200 个, 高于其他集成灶专卖企业, 截止 2020H1 美大拥有终端门店 3200 个, 加之进驻的 KA 渠道, 优势明显, 而传统家电巨头集成灶线下市场渗透依然缓慢。

图 44: 线上集成灶参与情况


资料来源: 中怡康, 信达证券研发中心

图 45: 浙江美大渠道结构偏扁平化


资料来源: 中怡康, 信达证券研发中心

图 46: 美大线下专卖店较多


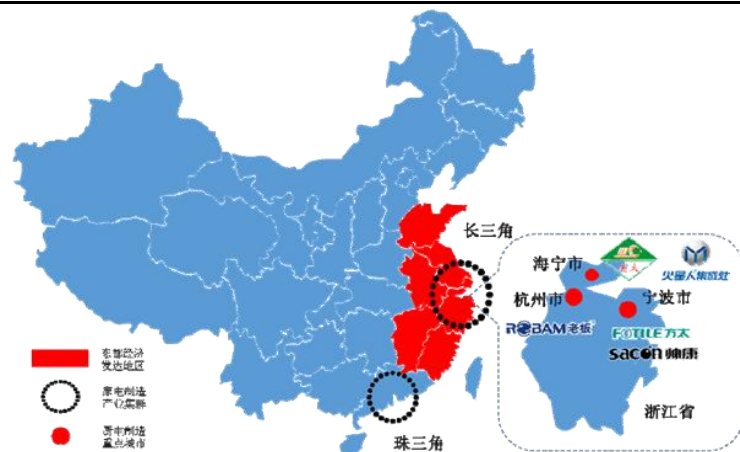
资料来源: 公司公告, 中国产业信息网, 信达证券研发中心

4.2 区域突破：美大往一二线进军会成功吗？

4.2.1 渠道：农村包围城市战略，公司具备区位优势

公司具备极强区位优势，易获得必要资源。地区分布上，集成灶企业集中分布于长三角及珠三角地区，公司和火星人位于海宁，其他比较出名的品牌如帅丰、亿田、森歌等集中分布于嵊州，风田、金利等在广东分散。因为浙江和广东天然的地理优势和经商文化，其汇聚知名的厨电企业，如老板电器、方太厨具等，当地上游原材料随着中游厨电企业的发展而快速发展，浙江美大在原材料采购方面具有区位优势。此外，广东、浙江等长三角地区具有丰富经验的工人，及家电企业带来的技术外溢和扩散效应，使得广东和浙江等地形成集成灶产业地方化，公司可较容易获得高技术的人力资源。

图 47：区位优势明显



资料来源：火星人招股说明书申报稿，信达证券研发中心

4.2.2 美大向一二线城市进军有何胜算？

公司深耕三四线城市，向一二线城市开拓。扁平化的经销商渠道，加之经销商自身雄厚的经济实力使公司在三四线城市站稳脚跟。根据 2018 年 7 月调研，公司在三四线城市营收占比达 70%-80%，一二线城市营收占比达 20%-30%。现公司积极推进 KA 渠道布局，进入苏宁、国美和居然之家、红星美凯龙等知名家电建材大卖场，从而推进 1-2 线城市渠道建设。2018 年上半年，美大分别进驻苏宁线上线下渠道，并打造了 8 款专供产品用于 KA 渠道，线下进驻苏宁约 80 家门店；2018 年下半年，公司与苏宁签订大盘协议，更加全面展开合作。2019 年上半年，苏宁成立了集成灶品类提升项目组，苏宁门店进驻量也提高到 100 多家。

图 48: 苏宁易购与浙江美大展开战略合作启动会



资料来源: 厨房参考, 信达证券研发中心

图 49: 美大集成灶强势入驻苏宁广场



资料来源: 厨房参考, 信达证券研发中心

但公司进军一二线城市会成功吗? 我们试图从以下两个方面来回答:

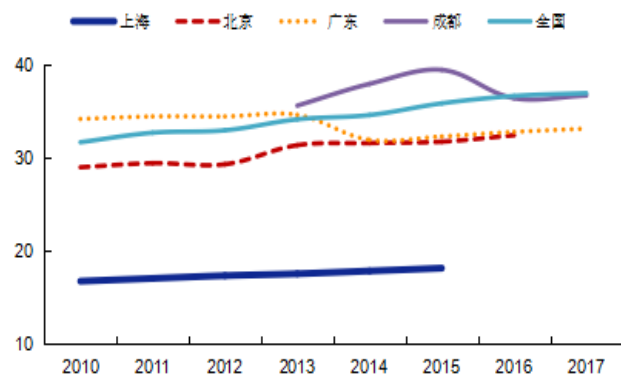
1) 一二线城市存在对集成灶需求吗?

根据前文的分析, 基于集成灶油烟吸除率更高以及更加节省空间, 我们认为, 集成灶的产品形态更加适合对于厨房空间要求相对更加严格的一二线城市。

但为什么集成灶长期以来并未在一二线城市畅销呢?

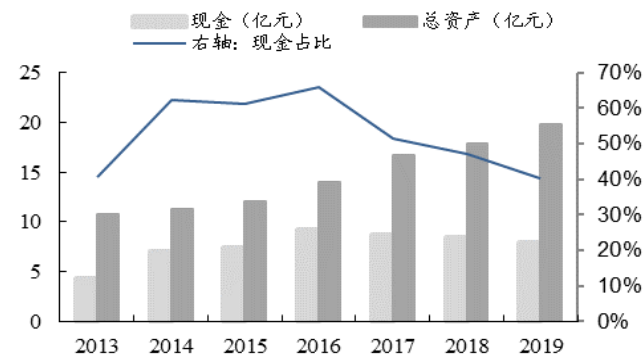
我们认为: ①现有的多数集成灶厂商相对于传统主流烟机厂商来说, 资金实力和规模效应不强, 故长期以来一直盘踞在主流品牌不易覆盖的空白区域即三四线城市和农村地区。浙江美大作为行业龙头以及上市企业, 经过多年积累和发展, 目前以及具备相当的资金规模和实力, 产业形态也已经逐渐成熟, 未来完全具有进驻一二线城市的能力。

图 50：一二线城市人均住宅面积显著更低



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 51：公司具有较强的现金资产规模



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

②基于产品形态成熟时间较晚，一二线城市对集成灶的认知度不高。过往所发生的集成灶爆炸事件，暴露了过去的集成灶产品形态不成熟，存在安全隐患问题。但随着集成灶技术和产品的升级，安全问题已经完全解决。另一方面，集成灶企业在广告营销上投入较少，而传统的烟机厂商出于产品形态竞争的考虑，长期以来并未推出集成灶产品。

我们认为，随着集成灶认知度和接受度在一二线城市有望日益提高，将形成正向反馈循环。公司也在加大广告宣传投入，采取与苏宁电器等进行合作的方式提高集成灶产品触达消费者的能力；另一方面，未来越来越多的等传统龙头的进入也在为集成灶产品背书，提高集成灶产品的渗透率。

2) 公司在二线城市的竞争力几何？

我们从一线城市专卖店数量、访问总人数及单店访问人数来进行对比研究。从门店分布情况看，浙江美大在一线城市专卖店数量及单店访问数远高于其他竞争对手品牌。

图 52：知名集成灶品牌一线城市分布情况

地点	品牌	专卖店数量	访问总人数	单店访问人数
上海	浙江美大	14	460	33
	火星人	11	557	51
	帅丰	7	65	9
	亿田	6	644	107
北京	浙江美大	11	4699	427
	火星人	9	210	23
	帅丰	12	159	13
	亿田	9	347	39
深圳	浙江美大	14	330	24
	火星人	5	297	59
	帅丰	1	50	50
	亿田	8	293	37
广州	浙江美大	8	639	80
	火星人	9	485	54
	帅丰	4	427	107
	亿田	5	61	12
合计	浙江美大	38	6095	160
	火星人	30	1302	43
	帅丰	31	944	30
	亿田	28	1691	60

资料来源：高德地图，信达证券研发中心

图 53：浙江美大在北京专卖店分布



资料来源：高德地图，信达证券研发中心

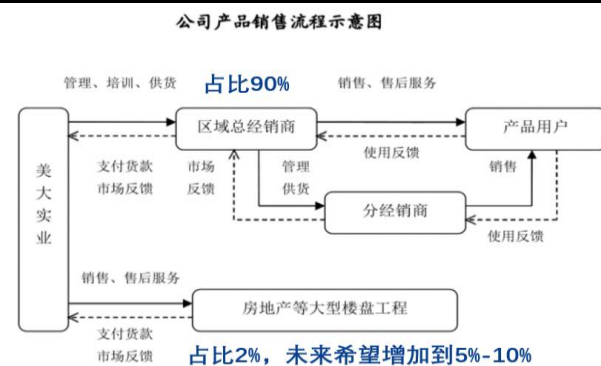
事实上，公司进驻一二线城市已经取得一定成效，其在一二线城市领跑第一梯队，且远超前于同行业竞争对手。但同时，与二三线城市布局相比，美大在上海、深圳等核心一线城市的宣传推广以及门店数量依然较小，公司在积极进驻苏宁、红星美凯龙、居然之家等大型卖场的同时，也更需培养长期优质的经销商。

4.3 向厨房整体智能化方案供应商升级，工程渠道存在广阔提升空间

公司积极扩展主业相关协同业务，致力于向厨房整体智能化方案供应商升级，未来工程渠道或将扩容。公司从 2013 年起研发橱柜、集成水槽、净水器等相关厨电产品，致力于打造智能化整体厨房解决方案。2003 年起，橱柜和其他配套厨电产品营收占比不断提升，现已占比 10% 左右，未来有望成为美大一大支撑业务。且美大所提出的以烟灶为核心的厨房智能解决方案（鼎橱），在切入定制家居制造市场有一定优势。目前公司 90% 以上收入经由经销商对外销售，工程渠道占比仅约 2%，未来存在

广阔提升空间。从业务协同性的角度看，从集成灶向更多厨房电器品类，再向橱柜、厨房家居等领域拓展是业务的自然延伸。随着智能化、套系化趋势越来越明显，未来集成灶主打产品以及集成水槽、橱柜等新业务之间互相引流，通过产品套系的形式提升消费者体验以及提升客单价将是大势所趋。

图 54: 美大各销售渠道



资料来源：浙江美大招股说明书，信达证券研发中心

图 55: 美大欧式橱柜



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

牵手齐家网，发展厨房智能解决方案。2018 年，美大与颇有声望的互联网家装平台齐家网签订了战略合作协议。公司与后者在渠道、品牌等多方面展开合作。借助齐家网在家装市场的优势，公司发展厨房整体解决方案，推广橱柜项目等。

图 56: 美大牵手齐家网



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

5.盈利预测及投资建议

5.1 盈利预测

我们认为，集成灶产品渗透率面临长期提升空间，且产品认知度和接受度不断提升。公司为集成灶领域龙头企业，在品牌、渠道以及研发制造上具备显著的竞争优势。随着公司向一二线城市以及电商渠道积极拓展，以及集成水槽、橱柜等新兴业务快速增长，公司经营将步入稳健向上轨道。

我们预计公司 20-22 年收入为 18.5、21.4、24.2 亿元，同比增长 10.1%、15.6%、12.9%；归母净利润为 5.2、6.1、7.1 亿元，同比增长 12.5%、18.2%、16.8%。当前股价对应 20-22 年 PE 为 25.2x、21.4x、18.3x，首次覆盖给予“买入”评级。

图 57：浙江美大主营业务收入拆分

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1401	1684	1855	2143	2420
yoy	36%	20%	10%	16%	13%
集成灶	1,266	1,511	1,649	1,896	2,124
yoy	37%	19%	9%	15%	12%
橱柜	41	56	64	77	93
yoy	10%	36%	15%	20%	20%
其他主营业务	93	118	141	169	203
yoy	54%	26%	20%	20%	20%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 58：浙江美大主营业务毛利率拆分

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利	722	902	983	1,141	1,295
毛利率	51.5%	53.5%	53.0%	53.2%	53.5%
集成灶毛利	698	868	940	1087	1223
毛利率	55.2%	57.5%	57.0%	57.3%	57.6%
橱柜毛利	41	56	64	77	93
毛利率	25.1%	23.4%	25.0%	26.0%	27.0%
其他主营业务	93	118	141	169	203

毛利率	25.1%	23.4%	25.0%	26.0%	27.0%
-----	-------	-------	-------	-------	-------

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

5.2 可比估值分析

我们选取国内具有厨电业务的主要相关上市公司老板电器、华帝股份、万和电气、苏泊尔，作为可比公司进行估值分析。公司所在集成灶板块处在高景气度，横向比较其他厨电及小家电企业，公司估值偏低，具备提升空间。

图 59：浙江美大及可比上市公司估值（2020.08.28）

股票名称	市值 (亿元)	股价 (元)	PE			BPS (元/股)			营业总收入 (亿元)			归属母公司股东净利润 (亿元)		
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
浙江美大	131	20	28	25	21	0.71	0.80	0.95	17	19	21	5	5	6
华帝股份	96	11	13	13	11	0.76	0.86	0.99	58	57	64	7	7	9
万和电气	67	9	11	11	10	0.74	0.81	0.91	56	53	62	6	6	7
苏泊尔	681	83	35	34	30	2.13	2.41	2.79	182	202	230	17	20	23
老板电器	372	39	23	22	19	1.61	1.80	2.03	74	20	22	15	17	19

资料来源：Wind，信达证券研发中心

注：华帝股份、万和电气、苏泊尔、老板电器为万得一致预期

6. 风险因素

- 一、一二线城市开拓不力：公司目前主要深耕三四线城市，并往一二线城市开拓。但因一二线城市油烟机、灶台、电磁炉等保有量已经较高，如若重装修与新房装修量不及预期，则公司也会相应难以开展业务。
- 二、市场扩张不及预期：集成灶的消费者教育尚未成熟，消费者接受程度仍待提高。不排除因为市场培育不完全，市场扩张不及预期。
- 三、行业变革及技术进步迭代：集成灶的创造一定程度上将取代原本的油烟设备，未来不排除新技术的出现取代现有集成灶市场。

利润表 (百万元)
资产负债表 (百万元)

	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,684	1,855	2,143	2,420	货币资金	799	1,233	1,763	2,248
%同比增速	20.24%	10.10%	15.55%	12.92%	交易性金融资产	-	-	-	-
营业成本	783	871	1,002	1,125	应收账款及应收票据	18	13	23	19
毛利	902	983	1,141	1,295	存货	80	66	117	71
%营业收入	53.52%	53.01%	53.23%	53.52%	预付账款	14	30	33	31
税金及附加	12	13	15	17	其他流动资产	0	0	0	0
%营业收入	0.73%	0.70%	0.72%	0.71%	流动资产合计	916	1,344	1,937	2,371
销售费用	257	276	303	325	可供出售金融资产	-	-	-	-
%营业收入	15.24%	14.90%	14.12%	13.44%	持有至到期投资	-	-	-	-
管理费用	66	78	98	110	长期股权投资	72	30	40	50
%营业收入	3.91%	4.20%	4.57%	4.54%	投资性房地产	-	1,139	1,210	1,411
研发费用	51	53	55	56	固定资产合计	729	829	979	1,129
%营业收入	3.02%	2.84%	2.55%	2.33%	无形资产	174	174	174	174
财务费用	-13	-17	-20	-25	商誉	-	-	-	-
%营业收入	-0.78%	-0.92%	-0.95%	-1.01%	递延所得税资产	14	5	6	7
资产减值损失	0	0	0	0	其他非流动资产	-	-	-	-
信用减值损失	-0.17	0.00	0.00	0.00	资产总计	1,987	2,482	3,146	3,782
其他收益	2	3	2	2	短期借款	-	-	-	-
投资收益	4	20	20	19	应付票据及应付账款	240	147	299	201
净敞口套期收益	-	-	-	-	预收账款	81	196	142	228
公允价值变动收益	0	0	0	0	应付职工薪酬	27	29	30	32
资产处置收益	0.30	0.05	0.02	0.12	应交税费	61	35	37	38
营业利润	535	604	713	832	其他流动负债	-	-	-	-
%营业收入	31.75%	32.56%	33.29%	34.40%	流动负债合计	440	439	541	534
营业外收支	0	-2	-2	-1	长期借款	-	-	-	-
利润总额	534	602	712	831	应付债券	-	-	-	-

% 营业收入	31.72%	32.46%	33.20%	34.35%	递延所得税负债	-	-	-	-
所得税费用	74	84	100	116	其他非流动负债	-	-	-	-
净利润	460	518	612	715	负债合计	440	439	541	534
% 营业收入	27.31%	27.92%	28.56%	29.54%	归属于母公司的所有者权益	1,519	2,032	2,592	3,230
归属于母公司的净利润	460	518	612	715	少数股东权益	-	-	-	-
%同比增速	21.85%	12.55%	18.20%	16.82%	股东权益	1,519	2,032	2,592	3,230
少数股东损益	0	0	0	0	负债及股东权益	1,987	2,482	3,146	3,782
EPS（元/股）	0.71	0.80	0.95	1.11					

现金流量表（百万元）

					2019A	2020E	2021E	2022E	
					经营活动现金流净额	543	531	650	762
					投资支出	450	-208	-143	-31
基本指标					资本性支出	280	29	150	190
	2019A	2020E	2021E	2022E	其他投资性支出	-456	-59	-300	-380
EPS	0.71	0.80	0.95	1.11	投资活动现金流净额	-274	237	293	221
BVPS	2.35	3.15	4.01	5.00	债权融资	-	-	-	-
PE	28.41	25.24	21.36	18.28	股权融资	-	-	-	-
PEG	1.30	2.01	1.17	1.09	银行贷款增加（减少）	0	0	0	0
PB	8.60	6.43	5.04	4.05	筹资成本	-9	-4	-3	-4
EV/EBITDA	24.12	21.89	18.67	16.02	其他	-295	-347	-411	-494
ROE	30.28%	25.48%	23.61%	22.14%	筹资活动现金流净额	-304	-351	-414	-498
ROIC	32.82%	26.61%	24.56%	22.90%	现金净流量	-34	417	529	485

研究团队简介

罗岸阳，家电行业首席分析师。浙江大学电子信息工程学士，法国北方高等商学院金融学&管理学双学位硕士。曾任职于 TP-LINK 硬件研发部门从事商用通信设备开发设计。曾先后任职天风证券家电行业研究员、国金证券家电行业负责人，所在团队 2015、2017 年新财富入围。2020 年 7 月加盟信达证券研究开发中心，从事家电行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁 泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐 蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	魏 冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴 国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyupei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com
华南	陈 晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。