

浙江美大 (002677.SZ) 受益渗透率提升，集成灶龙头业绩增长空间广阔

2021 年 01 月 14 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

吕明（分析师）

孟昕（联系人）

lvming@kysec.cn

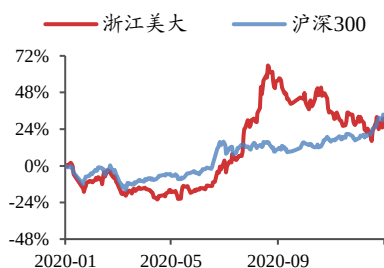
mengxin@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790120040004

日期	2021/1/13
当前股价(元)	16.74
一年最高最低(元)	22.00/9.92
总市值(亿元)	108.15
流通市值(亿元)	46.78
总股本(亿股)	6.46
流通股本(亿股)	2.79
近 3 个月换手率(%)	139.47

股价走势图



数据来源：贝格数据

● 国内集成灶行业龙头企业之一，首次覆盖给予“买入”评级

浙江美大是国内集成灶行业的龙头公司之一。我们认为，集成灶作为新兴厨电受益于渗透率的提升有望继续快速增长，公司作为集成灶行业龙头有望继续受益市场规模的扩大。另外，公司在保持原有品牌、渠道、产品等优势的基础上，继续扩品类、拓渠道和推广天牛子品牌，未来有望实现进一步的业绩增长。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 5.21/6.72/8.30 亿元，对应 EPS 为 0.81/1.04/1.29 元，当前股价对应 PE 为 20.8/16.1/13.0 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 品牌具备先发优势，技术领先产品力优秀，经销渠道实力较强

公司在品牌、产品、渠道和研发生产方面具备明显优势。（1）品牌：从价格看，美大定位高端，集成灶均价在万元左右；从营销看，2016-2019 年公司营销投入增长迅速，销售费用率由 8.33% 提至 15.94%。另外，美大是较早推出集成灶的品牌之一，具备先发优势。（2）产品：公司第三代模块化集成灶产品性能改善显著，技术先进产品力较强。（3）渠道：线下方面，以经销模式为主网络布局广且密，同时加快 KA、工程等渠道建设。线上方面，已开设天猫、京东、苏宁易购等官方旗舰店，2020 年开始授权线下经销商开设线上专卖店。（4）研发与生产：集成灶技术领先，110 项目继续扩大产能，彰显了公司对销售增长的信心。

● 渠道升级加快，产品布局多元化，双品牌战略启动

公司从拓渠道、扩品类、双品牌三个维度拉动业绩增长。（1）拓渠道：公司起步于浙江海宁，以三四线为主要阵地，一二线仍显空白。2019 年始，公司积极推动渠道升级，在一二线加快拓店，提高渗透率。同时在电商渠道发力，通过直播带货拉动销量增长。（2）扩品类：公司在原有集成灶基础上继续丰富品类，陆续推出净水器、集成水槽、电蒸箱、电烤箱和洗碗机等新品；跨界进军橱柜市场，全面覆盖厨房生活场景。（3）双品牌：2020 年，公司推出天牛子品牌，填补中低端市场空白；产品涵盖集成灶、集成水槽、洗碗机、热水器、橱柜等七大品类。

● 风险提示：房地产市场波动风险、原材料价格波动风险、市场竞争加剧风险。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,401	1,684	1,905	2,454	3,016
YOY(%)	36.5	20.2	13.1	28.8	22.9
归母净利润(百万元)	378	460	521	672	830
YOY(%)	23.7	21.8	13.2	29.1	23.5
毛利率(%)	51.5	53.5	53.5	53.9	54.4
净利率(%)	26.9	27.3	27.3	27.4	27.5
ROE(%)	27.7	30.3	30.8	32.4	31.8
EPS(摊薄/元)	0.58	0.71	0.81	1.04	1.29
P/E(倍)	28.6	23.5	20.8	16.1	13.0
P/B(倍)	7.9	7.1	6.4	5.2	4.1

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 浙江美大：专注集成灶领域的厨电龙头	4
1.1、 发展历程：专注集成灶研发，实现多品类、双品牌战略布局	4
1.2、 财务分析：营收利润增速略放缓，利润率维持高位盈利能力优秀	5
1.3、 股权结构稳定，管理层和核心员工激励措施完善	7
2、 行业：集成灶行业快速成长，发展空间广阔	8
2.1、 行业规模：集成灶行业快速增长，传统烟灶行业表现疲软	8
2.2、 行业空间：渗透率和大众认知度较低，未来有较大发展空间	9
2.3、 竞争格局：线下集中度相对较高，美大居于集成灶行业龙头地位	10
2.4、 行业技术：集成灶核心优势解决传统烟灶厨房痛点	11
3、 公司看点：拓渠道、扩品类，并启动双品牌战略	12
3.1、 竞争优势：品牌先发，技术领先产品力优秀，经销渠道实力较强	12
3.1.1、 品牌：定位高端且具备先发优势，致力于打造国家品牌	12
3.1.2、 产品：集成灶产品迭代改善性能，公司具备先发优势	14
3.1.3、 渠道：以经销渠道为主，积极拓展 KA、工程及电商渠道	15
3.1.4、 研发与生产：技术领先，110 项目继续扩大产能	17
3.2、 未来增量：渠道升级加快，产品布局多元化，双品牌战略启动	19
3.2.1、 渠道：覆盖一二线渠道空白，发力电商渠道增长	19
3.2.2、 产品：丰富产品品类，进军橱柜市场	20
3.2.3、 品牌：双品牌战略启动，“天牛”填补中低端市场空白	21
4、 盈利预测与投资建议	22
4.1、 关键假设	22
4.2、 盈利预测与估值	22
5、 风险提示	23
附：财务预测摘要	24

图表目录

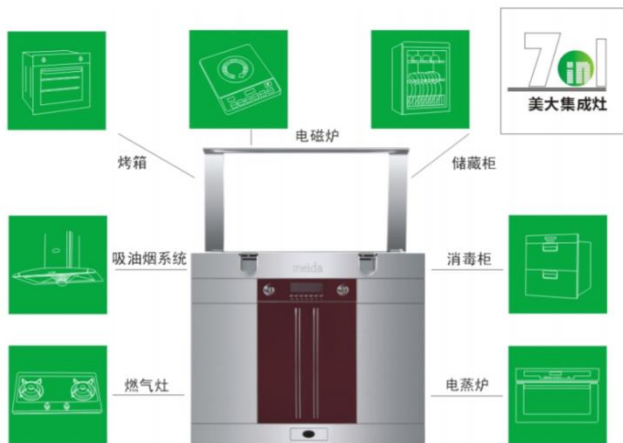
图 1： 美大集成灶将多种功能集成于一体	4
图 2： 美大 X10-ZK 蒸烤一体集成灶	4
图 3： 专注集成灶核心业务，并逐步布局多品类、双品牌业务	5
图 4： 2012-2019 年，公司营收整体保持较快增长，2018 年后增速有所放缓	5
图 5： 2012-2019 年，公司归母净利润整体保持较快增长，2018 年后增速有所放缓	5
图 6： 2012-2019 年集成灶在收入贡献中占主导，橱柜及其他业务占比持续提升	6
图 7： 对比同行业可比公司，浙江美大整体毛利率维持高位，表现优秀	6
图 8： 公司整体毛利率较高主因高占比、高毛利率的集成灶业务的拉动	6
图 9： 公司销售费用率在同行业中处于低位	7
图 10： 对比同行业可比公司，浙江美大的净利率较高，盈利能力较强	7
图 11： 公司股权结构较为稳定，实际控制人为夏志生、夏鼎和夏兰	8
图 12： 集成灶市场迅速增长，年销量突破 200 万台	9
图 13： 传统烟灶趋于疲软，集成灶保持较高增速	9
图 14： 集成灶的渗透率较低，未来有较大提升空间	9
图 15： 消费者对集成灶的认知较晚，搜索指数于 2015 年前后显著提升	10

图 16:	2020 年 1-8 月, 线下集成灶 CR3 为 49.7%	10
图 17:	2020 年 1-8 月, 线上集成灶 CR3 为 31.10%	10
图 18:	模块集成化设计充分节省灶具上方空间	11
图 19:	美大品牌集成灶线下均价较高	12
图 20:	美大品牌集成灶线上均价较高	12
图 21:	2016-2019 年, 浙江美大销售费用增长较快	13
图 22:	2016-2019 年, 浙江美大销售费用率提升较快	13
图 23:	“美大集成灶”冠名列车, 扩大品牌影响力	13
图 24:	美大集成灶号高铁线路覆盖范围较广	13
图 25:	美大品牌在集成灶细分市场中认知度较高	14
图 26:	公司集成灶产品迭代, 由深井式、侧吸式改进为侧吸模块化集成灶	15
图 27:	2018 年, 公司经销渠道收入占比高	15
图 28:	2019 年公司经销商、终端网点数量均为行业领先	15
图 29:	2019 年, 浙江美大经销商、经销门店平均销售额均较高	16
图 30:	美大集成灶进驻红星美凯龙家电卖场	16
图 31:	公司在生产、销售各环节进行严格质控	18
图 32:	公司官媒发起“厨房由我, 就是贪新”、“圣诞不剩饭”活动, 加强线上互动	19
图 33:	2020 年美大集成灶线上销量增速超行业平均	20
图 34:	公司总部直播狂欢节, 线上推广健康厨房理念	20
图 35:	公司打造多元化产品矩阵, SKU 丰富	20
图 36:	2014-2019 年, 美大橱柜销售收入增速较快	21
图 37:	美大鼎厨橱柜, 全面覆盖厨房生活场景	21
图 38:	集成灶行业的中低端市场相对空白	22
图 39:	公司打造定位中低端市场的“天牛”品牌	22
表 1:	上市后于 2016 年 10 月实行第一次股权激励计划	8
表 2:	未来集成灶规模有望持续快速增长, 预计 2022 年渗透率水平将达到 20%	9
表 3:	集成灶在吸油烟、节省空间、降噪等方面较传统油烟机具有更多优势	12
表 4:	美大品牌较早进入集成灶市场, 具有先发优势	14
表 5:	2012 年, 美大集成灶技术指标已远超行业规范要求	18
表 6:	可比厨电公司估值情况	23

1、浙江美大：专注集成灶领域的厨电龙头

公司专注于集成灶领域，是国内集成灶行业的开创者和领军者。公司于 2001 年成立，2012 年在深交所上市。（1）**主营业务方面**：打造健康整体智能厨房，以集成灶为核心，加速橱柜、净水器、集成水槽、电蒸箱、电烤箱和洗碗机等新型厨电产品的研发，扩大产品矩阵，丰富产品 SKU。（2）**品牌方面**：实施美大和天牛双品牌战略，第一品牌美大倡导“绿色环保的厨房生活”理念，第二品牌天牛定位中低端，覆盖不同消费者市场，延伸品牌层次。（3）**渠道方面**：公司覆盖官方网上商城、电商、经销商、KA、工程等渠道，形成线上与线下相结合的多元化销售渠道。

图1：美大集成灶将多种功能集成于一体



资料来源：公司招股说明书

图2：美大 X10-ZK 蒸烤一体集成灶



资料来源：美大天猫官方旗舰店

1.1、发展历程：专注集成灶研发，实现多品类、双品牌战略布局

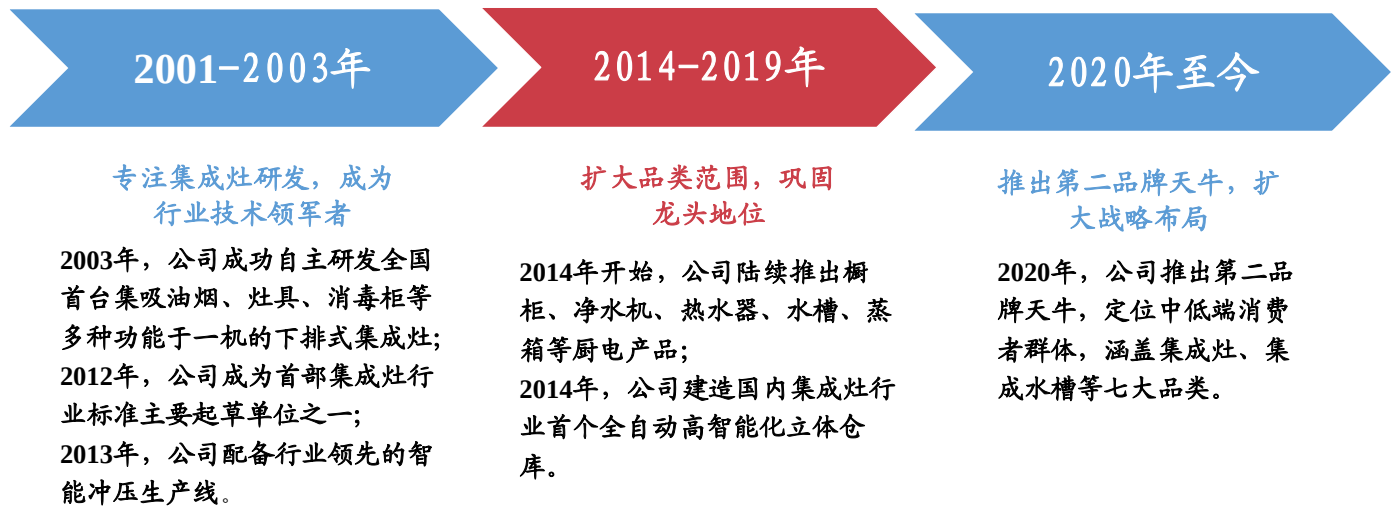
根据公司产品、技术的不断发展和完善，我们将其发展历程划分为三个阶段：

（1）**2001-2013 年，专注集成灶研发，成为行业技术领军者。**2003 年，公司成功自主研发首台集吸油烟机、灶具、消毒柜等多种功能于一机的下排式集成灶，开启国内集成灶市场的序幕。2012 年，住房和城乡建设部批准发布我国集成灶产品的首部行业标准《集成灶》，公司为主要起草单位之一。2013 年，公司配备行业领先的智能冲压生产线，实现冲压生产线的全自动化。

（2）**2014-2019 年，扩大品类范围，巩固龙头地位。**2014 年开始，公司在保持集成灶产品核心地位的同时，陆续推出橱柜、净水机、热水器、水槽、蒸箱等厨电产品，实现产品品类多样化。2014 年，公司还建造了国内集成灶行业首个全自动智能化立体仓库，实现产品全自动化作业和监控管理。

（3）**2020 年至今，推出第二品牌天牛，扩大战略布局。**2020 年，公司推出第二品牌天牛，定位于中低端消费群体，产品线涵盖集成灶、集成水槽、洗碗机、热水器、净水机、嵌入式电器、橱柜等七大品类。相比于美大，天牛产品均价有所降低，公司产品价格带拓宽以覆盖更多消费需求。

图3：专注集成灶核心业务，并逐步布局多品类、双品牌业务

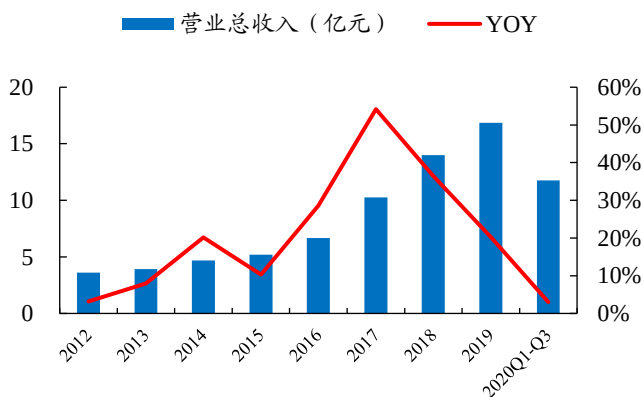


资料来源：公司官网、开源证券研究所

1.2、财务分析：营收利润增速略放缓，利润率维持高位盈利能力优秀

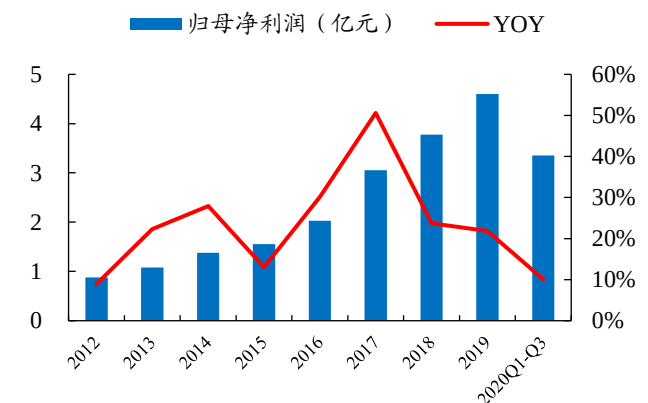
营收利润整体保持较快增长，自2018年起增速略放缓。2012~2019年，公司总营收由3.62亿元提升至16.84亿元，CAGR为25%；同期归母净利润由0.88亿元提升至4.60亿元，CAGR为27%，整体与营收保持一致较快增长。2018-2019年，公司营收增速分别为36.49%、20.24%，归母净利润增速分别为23.70%、21.85%，对比2017年二者50%+的增速有所放缓。2020Q1-Q3，公司实现营收11.77亿元(+3.02%)，归母净利润3.35亿元(+10.10%)，疫情影响下利润表现较好，主要受益于原材料价格下降红利以及销售费用的减少。

图4：2012-2019年，公司营收整体保持较快增长，2018年后增速有所放缓



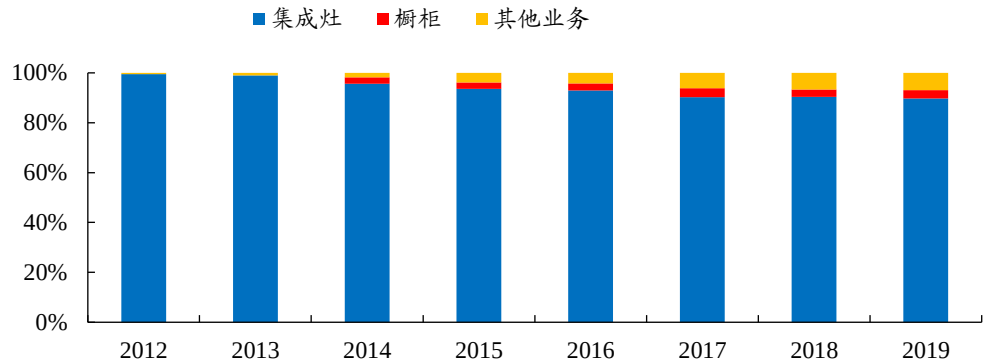
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2012-2019年，公司归母净利润整体保持较快增长，2018年后增速有所放缓



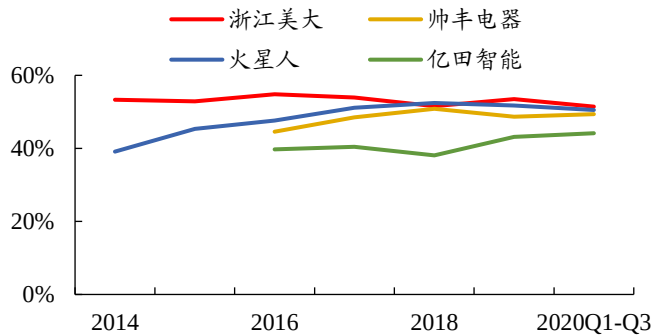
数据来源：Wind、开源证券研究所

分业务看，集成灶业务在收入贡献中占据主导，橱柜业务近年来增长较快。2012-2019年，公司集成灶业务收入占比虽呈下降趋势但始终稳超89%，在收入贡献中占据主导地位。2014年公司推出橱柜产品，至2019年橱柜营收CAGR为36.44%，高于同期总营收CAGR 29.11%，呈现较快增长。

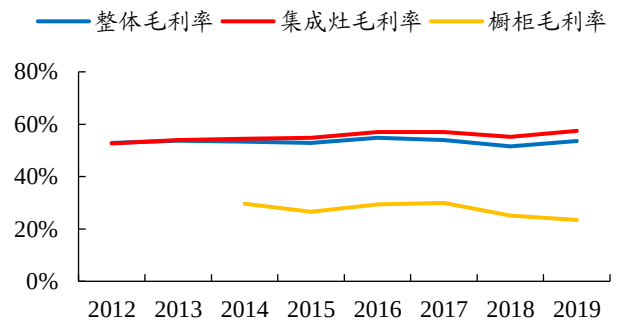
图6：2012-2019 年集成灶在收入贡献中占主导，橱柜及其他业务占比持续提升


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司整体毛利率较高，主因高占比、高毛利率的集成灶业务的拉动。2012-2019年，公司整体毛利率始终维持在 50%以上，其中高占比的集成灶业务毛利率较高，对整体毛利率有起到拉动作用。另外，对比同行业公司火星人、帅丰电器、亿田智能等，公司毛利率处于高位，表现优秀。

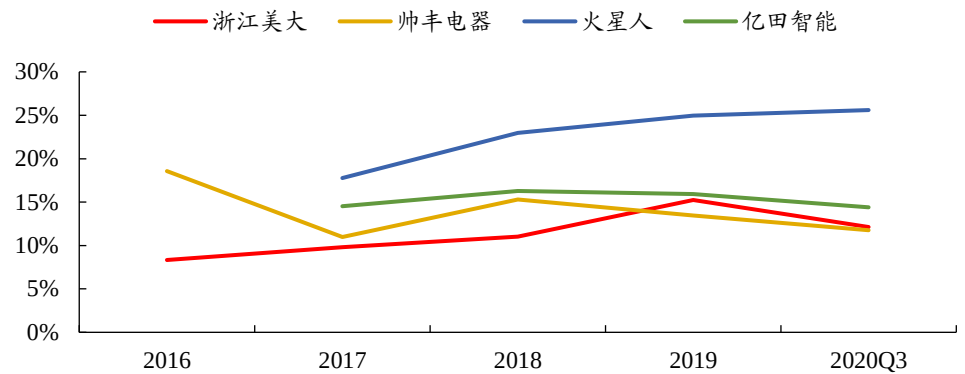
图7：对比同行业可比公司，浙江美大整体毛利率维持高位，表现优秀


数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：公司整体毛利率较高主因高占比、高毛利率的集成灶业务的拉动


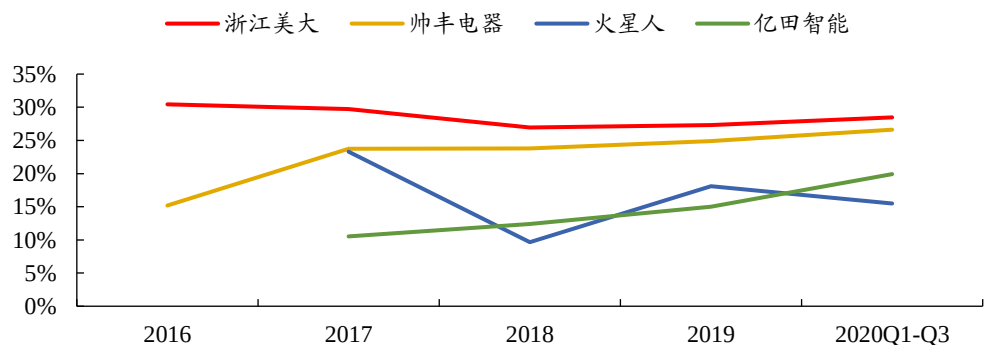
数据来源：Wind、开源证券研究所

公司销售费用率在同行业中处于低位。2017-2019 年，公司平均销售费用率为 12.03%，低于同期同行业公司火星人、帅丰电器、亿田智能的平均销售费用率（分别为 21.91%、13.25%、15.58%）。2020Q1-Q3，公司销售费用率为 12.1%，同比下降 1.9pct，主因公司加大新媒体营销投入带来效率提升，同时电商业务交由第三方运营减少了销售费用支出。

图9：公司销售费用率在同行业中处于低位


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司净利率较高，盈利能力较强。2016-2019 年公司净利率保持稳定，始终维持在 26% 以上，高于同期可比公司火星人、帅丰电器、亿田智能的净利率；由于公司毛利率较高且费用率较低，利润率空间较大，体现了公司较强的盈利能力。2020Q1-Q3，公司净利率为 28.49%，略有下调主要系疫情的冲击。

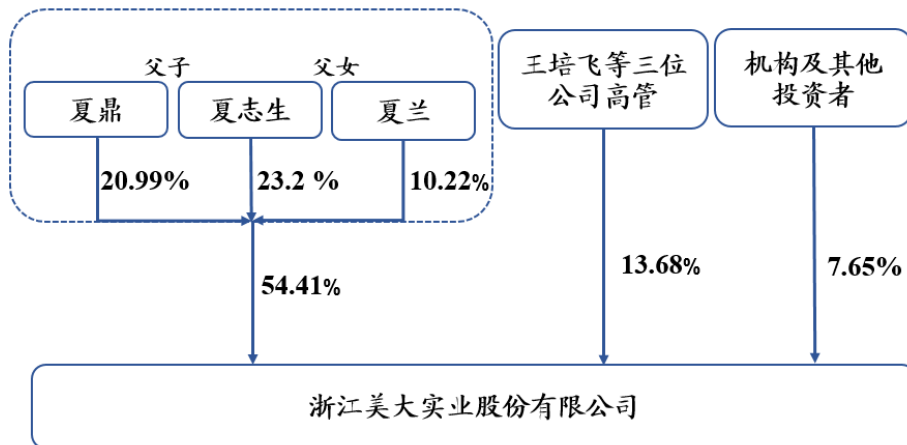
图10：对比同行业可比公司，浙江美大的净利率较高，盈利能力较强


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、股权结构稳定，管理层和核心员工激励措施完善

公司股权结构较为稳定，是典型的家族企业，实际控制人为夏志生、夏鼎和夏兰，三人为父子、父女关系。截至 2020Q3，夏志生、夏鼎和夏兰三人各直接持有公司 23.20%、20.99%、10.22% 的股份。2017 年 7 月，公司第三届董事长夏志生辞任，夏兰于 2020 年 1 月起担任公司第四届董事长。

图11: 公司股权结构较为稳定, 实际控制人为夏志生、夏鼎和夏兰



资料来源: Wind、开源证券研究所 (数据为 2020Q3 最新披露)

公司采取股权激励措施, 调动核心人员积极性。公司在 2016 年进行限制性股权激励计划, 授予 154 名关键管理人员、核心业务 (技术) 人员合计 605.32 万股限制性股票, 充分调动高管、技术人员的积极性, 激发经营活力。

表1: 上市后于 2016 年 10 月实行第一次股权激励计划

年份	激励措施	激励对象	激励方案	条件
2016	限制性股权授予	154 名关键管理人员、核心业务 (技术) 人员	授予价为 6.02 元/股, 在未来三年内分两次解锁, 解锁比例分别为 50%、50%。	以 2013-2015 年度的年平均营业收入及年平均净利润为基础, 2016 年、2017 年营业收入及净利润增长率均不低于 40%。

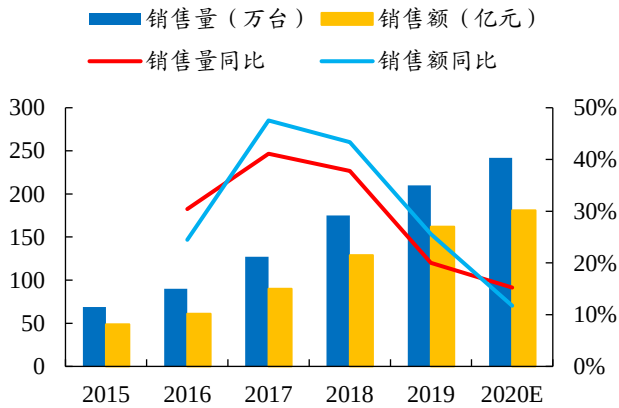
资料来源: 公司公告、开源证券研究所

2、行业: 集成灶行业快速成长, 发展空间广阔

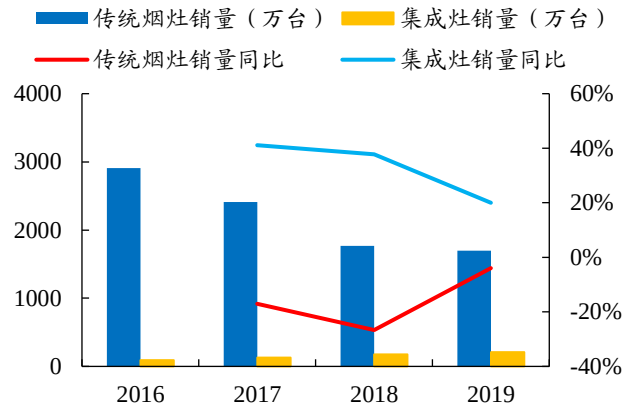
2.1、行业规模: 集成灶行业快速增长, 传统烟灶行业表现疲软

集成灶行业快速增长, 年销量突破 200 万台。从 2003 年诞生第一台集成灶起, 集成灶行业不断扩大, 销售量从 2015 年的 69 万台上升至 2019 年的 210 万台, CAGR 为 32.08%, 销售额从 2015 年的 49 亿元上升至 2019 年的 162 亿元, CAGR 为 34.84%, 相较于其他家电品类处于高位运行阶段。根据中怡康时代数据, 预计 2020 年集成灶销量、销额将分别达到 242 万台、181 亿元, 继续保持 10%以上的增长。

相比传统烟灶行业趋于疲软, 集成灶行业保持较高增速。传统烟灶行业销量从 2016 年的 2910 万台降至 2019 年的 1699 万台, 销量下滑, CAGR 为 -16.42%。而作为烟灶行业的新兴产物, 集成灶行业则保持着较高的增速, CAGR 为 32.64%, 集成灶市场的渗透率也由 3%逐步提升至 11%。

图12: 集成灶市场迅速增长, 年销量突破 200 万台


数据来源: 中怡康、开源证券研究所

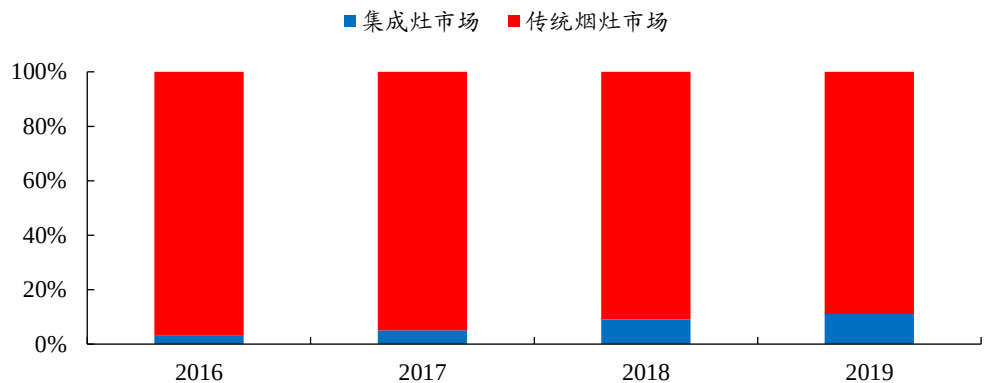
图13: 传统烟灶趋于疲软, 集成灶保持较高增速


数据来源: 中怡康、开源证券研究所

2.2、行业空间: 渗透率和大众认知度较低, 未来有较大发展空间

集成灶为烟灶新兴品类, 渗透率有较大提升空间。从市场渗透率看, 集成灶产品在烟灶市场的渗透率处于较低水平, 2019 年渗透率仅为 11%, 尚处于导入期到成长期的阶段, 未来有较大的提升空间。

集成灶行业未来市场规模或将持续快速增长。结合油烟机城镇与乡村保有量相较于冰洗行业仍较低的情况, 基于推动油烟机市场规模提升、消费者教育与集成灶技术优势加速集成灶渗透率提升的假设, 预计 2020-2022 年集成灶行业市场规模将持续快速增长, 并于近三年实现超过 300 万台的销量水平。

图14: 集成灶的渗透率较低, 未来有较大提升空间


数据来源: 中怡康、开源证券研究所

表2: 未来集成灶规模有望持续快速增长, 预计 2022 年渗透率水平将达到 20%

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
油烟整体销售量 (万台)	1794	1746	1799	1814	1856
集成灶渗透率	9%	11%	14%	17%	20%
集成灶销售量 (万台)	169	201	243	303	364
集成灶 YoY	33%	19%	21%	25%	20%

数据来源: 奥维云网、开源证券研究所

消费者对集成灶的认知较晚，家居 MCN 将加速集成灶行业的消费者教育，提升关注认可度。作为烟灶行业新兴品类，集成灶被消费者认知较晚，根据百度指数，集成灶的搜索度于 2015 年前后显著提升，较晚被大众关注接受使集成灶尚处于市场发展的前期；随着抖音、快手等短视频内容平台的崛起，以及家居类 MCN 的兴起，集成灶得以借助直播等传播方式，更高频快速地触达更多用户，向其展示集成灶的功能优势，推动消费者教育和集成灶产品的推广普及。

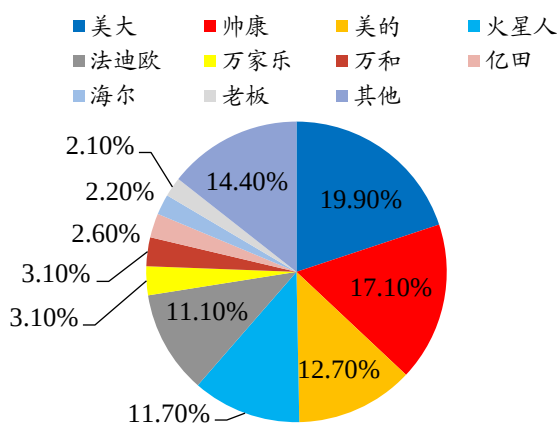
图15：消费者对集成灶的认知较晚，搜索指数于 2015 年前后显著提升



2.3、竞争格局：线下集中度相对较高，美大居于集成灶行业龙头地位

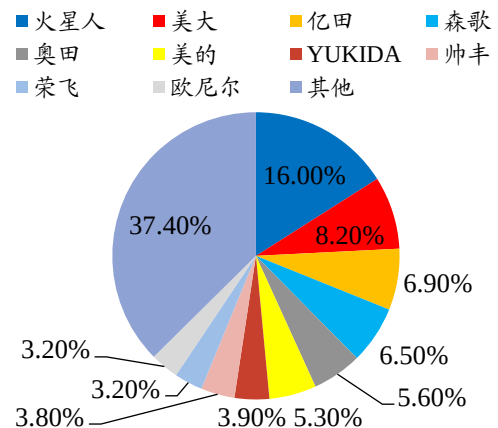
美大作为集成灶的常青树品牌在市场中表现亮眼，居于龙头地位。2020 年 1-8 月，线下集成灶市场较为集中，CR3（美大、帅康、美的）占据了接近一半的市场份额，其中美大占据 19.90% 的份额，居市场第一；线上集成灶市场 CR3（火星人、美大、亿田）为 31.10%，其中，美大占据 8.20% 的市场份额排名第二。美大传统线下渠道优势明显，线下龙头地位较为稳固，且品牌认知度较高，在线下具有较大优势；相对而言，线上集成灶市场则较为分散，集中度有待进一步提升。

图16：2020 年 1-8 月，线下集成灶 CR3 为 49.7%



数据来源：2020 年厨卫会议白皮书、开源证券研究所

图17：2020 年 1-8 月，线上集成灶 CR3 为 31.10%



数据来源：2020 年厨卫会议白皮书、开源证券研究所

2.4、行业技术：集成灶核心优势解决传统烟灶厨房痛点

同传统烟灶相比，集成灶具备解决多个用户痛点的核心优势：

（1）**模块集成化设计充分节省灶具上方空间，适合向一二线城市推广。**相较于体积庞大的传统烟灶，集成灶的模块化设计将吸油烟机和燃气灶等集成，易满足对于一二线城市高房价下小户型用户对于节省空间的需求。

图18：模块集成化设计充分节省灶具上方空间



资料来源：现代家电网

（2）**具备高效的油烟吸净率，侧吸和短距有效阻止油烟扩散。**集成灶采用侧吸方式，同时大大缩短吸烟口至烟源的距离，有效阻止油烟的扩散，使油烟不过脸，满足用户对人体健康和皮肤保护的需求；同时集成灶对常态气味降低度、瞬时气味降低度以及油烟分离度下限分别为 99.75%、66.21%、95.61%，显著高于传统烟灶，吸除效率更高。

（3）**易于清洁。**相较于传统烟灶，集成灶位置低，方便清洁；同时其快速吸附油烟，使厨房更清爽，橱柜和墙面不沾油污，且各部分拆卸简单，易于日常清洁维护。

（4）**从结构上规避噪声，产品使用体验更好。**集成灶采用下排风设计，电机位于灶台侧下部，远离位于人体头部附近的噪声源，从结构上规避噪声，集成灶行业噪声平均水平为 69.48dB，低于传统烟灶。

表3: 集成灶在吸油烟、节省空间、降噪等方面较传统油烟机具有更多优势

	传统顶吸式油烟机	传统侧吸式油烟机	集成灶
吸油烟率	吸油烟机常态气味降低度应高于 90% 瞬时气味降低度应高于 50%		吸油烟机常态气味降低度应高于 99.75% 瞬时气味降低度应高于 66.21%
油脂分离度	油脂分离度应高于 50%		油烟分离度应高于 95.61%
吸油效果	油烟易向四周扩散, 吸油烟率相对较低, 油烟不分离, 长时间使用会出现滴油现象	采用油烟分离板, 不会滴油; 吸烟口离烟源比较近, 抽油烟效果好于顶吸式逊于集成灶	较大缩短吸烟口到烟源距离, 抽油烟效果较好
空间	体积较为庞大, 占用加大空间; 安装在灶具正上方, 容易碰头	安装在侧面, 占用较大墙面空间	将吸油烟机与燃气灶集成, 节省上方空间
清洁维护	位置高, 清洁难度较大; 需经常清洁, 否则易滴油	位置低, 方便清洁; 但离烹饪区域近, 风口表面易附着油污及食物碎末, 需经常清理油烟面板	位置低, 方便清洁; 快速吸附油烟, 使厨房清爽, 橱柜和墙面不沾油污, 且产品采用模块化设计, 各部分拆卸简单, 易于日常清洁维护
降噪	上限值为 73dB 吸油烟机一般安装于头顶位置, 处于人体听觉器官附近, 噪声较大	行业平均水平为 69.48dB 采用下排风设计, 电机位于灶台侧下部, 避免了位于人体头部附近的噪声源, 从结构上规避噪声	

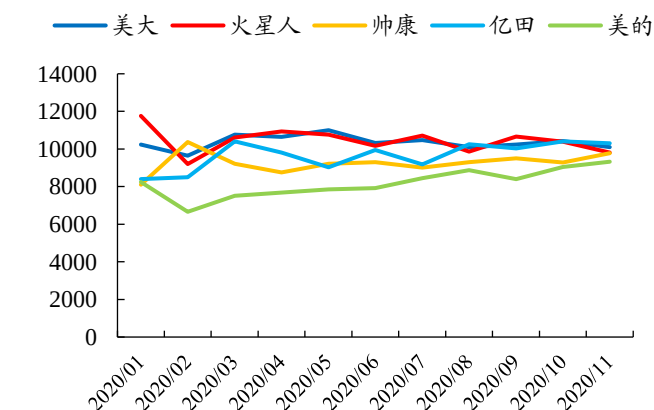
资料来源: 帅丰电器招股说明书、公司公告、开源证券研究所

3、公司看点: 拓渠道、扩品类, 并启动双品牌战略

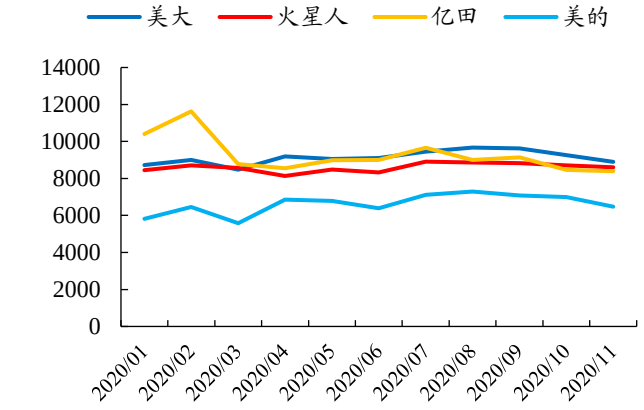
3.1、竞争优势: 品牌先发, 技术领先产品力优秀, 经销渠道实力较强

3.1.1、品牌: 定位高端且具备先发优势, 致力于打造国家品牌

从价格来看, 美大品牌定位高端, 集成灶均价水平较高。根据奥维云网数据, 2020 年 1 月-11 月, 美大集成灶的线下和线上均价较同行业品牌火星人、帅康、亿田、美的等均处于较高水平, 可见美大品牌主打高端市场。

图19: 美大品牌集成灶线下均价较高


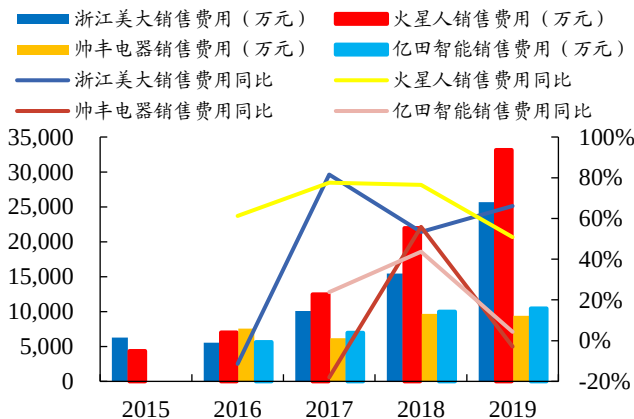
数据来源: 奥维云网、开源证券研究所

图20: 美大品牌集成灶线上均价较高


数据来源: 奥维云网、开源证券研究所

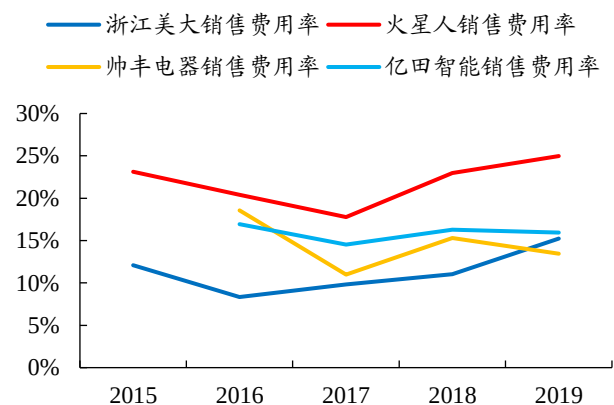
从营销来看，公司着力打造国家品牌，近年销售费用支出有所增加。相较同行业其他龙头公司，2016-2019 年，浙江美大对营销的资金投入增长较迅速，销售费用由 0.55 亿元增至 2.57 亿元，销售费用率由 8.33% 显著提升至 15.94%。公司大力推进品牌宣传工作，在传统媒体、户外媒体和新媒体等多渠道进行广告投放。2017 年，“美大集成灶”签约全国 20 多条高铁线路冠名权，至 2020 年已有 50 多组美大号冠名高铁列车，全面发力品牌营销，借助国家平台提高品牌知名度，打造国家品牌。

图21：2016-2019 年，浙江美大销售费用增长较快



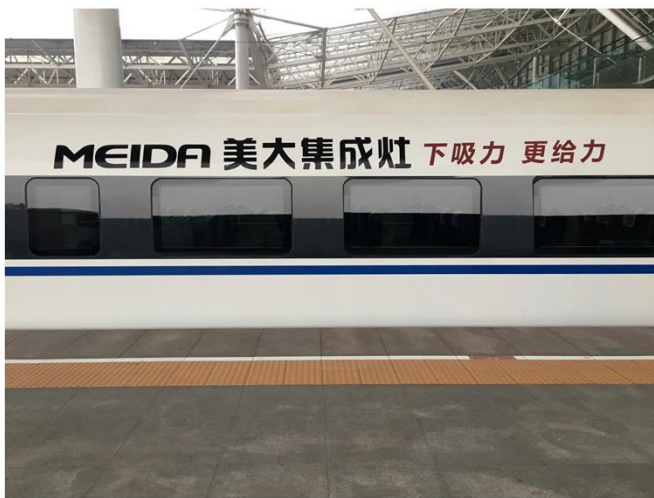
数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：2016-2019 年，浙江美大销售费用率提升较快



数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：“美大集成灶”冠名列车，扩大品牌影响力



资料来源：公司官网

图24：美大集成灶号高铁线路覆盖范围较广



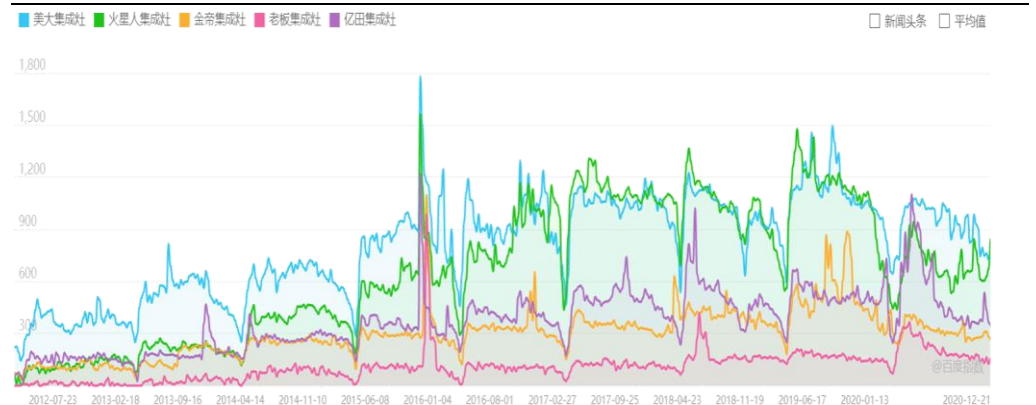
资料来源：公司官网

美大品牌在集成灶市场中具有先发优势，认知度相对较高。美大在 2003 年首次将集成灶产品推入市场，是较早推出集成灶产品的品牌之一，具备较强的先发优势。根据百度搜索指数，2011-2020 年美大集成灶的百度搜索量基本保持行业较高水平。“美大”品牌在集成灶行业形成了良好的口碑，在消费人群中拥有较高认可度。

表4: 美大品牌较早进入集成灶市场, 具有先发优势

集成灶品牌	产品进入市场年份
美大	2003 年
亿田	2003 年
帅丰	2008 年
火星人	2011 年

资料来源: 各公司招股说明书、开源证券研究所

图25: 美大品牌在集成灶细分市场中认知度较高


资料来源: 百度指数

3.1.2、产品: 集成灶产品迭代改善性能, 公司具备先发优势

公司集成灶产品迭代改善性能, 公司先发优势。2003 年, 公司自行研发出第一台深井下排式集成灶, 开启国内集成灶品类的新兴市场。公司专注产品研发, 不断推陈出新。美大集成灶的产品发展主要分为三代:

(1) **第一代是深井式集成灶:** 锅架里凹, 油烟在锅的边沿被吸入, 通过近距离的吸附达到抽走油烟的效果, 但是清洗困难, 无法有效分离油烟, 热效率低, 易积油, 锅使用类型受限, 无法高温杀毒, 易产生有毒废气。

(2) **第二代是侧吸式集成灶:** 采用侧吸的方式, 侧面的油烟净化器将经过的油烟吸入并完成油烟分离。第二代集成灶解决了第一代集成灶的安全与节能问题, 将污染源与外界环境进行双方隔离, 安装时与橱柜融为一体, 空间利用率高。

(3) **第三代是侧吸模块化集成灶:** 对烟机、灶具、消毒柜进行独立式设计, 并巧妙集成, 进一步提高厨房空间利用度, 解决了第一代、第二代产品存在的安全、节能、安装、售后、清洗、维护等难题。在此基础上部分集成灶产品推出烤箱款、蒸箱款, 通过有效集成在有限空间内使功能更加多元。

图26: 公司集成灶产品迭代, 由深井式、侧吸式改进为侧吸模块化集成灶



第一代深井式集成灶



第二代侧吸式集成灶



第三代侧吸模块化集成灶

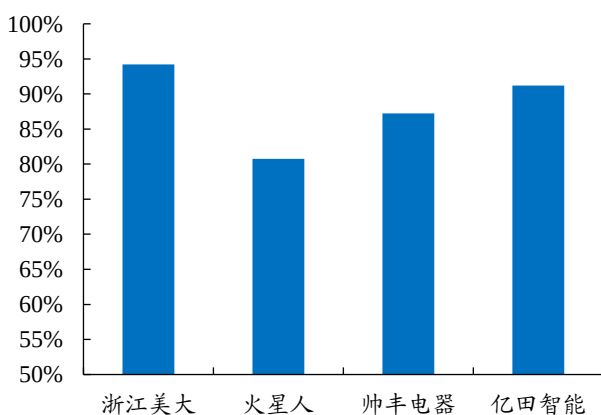
资料来源: 公司官网

3.1.3、渠道: 以经销渠道为主, 积极拓展 KA、工程及电商渠道

公司渠道结构多元, 以经销渠道为主, 积极拓展 KA、工程、电商渠道。浙江美大销售以线下渠道为主, 线上渠道为辅。线下方面, 以传统的经销模式为主, 经销网络布局广且密, 同时加快对 KA、工程等渠道的开发和建设。线上方面, 电商渠道布局较全面, 已在天猫、京东、苏宁易购等大型电商平台开设官方旗舰店, 并授权线下经销商开设线上专卖店。

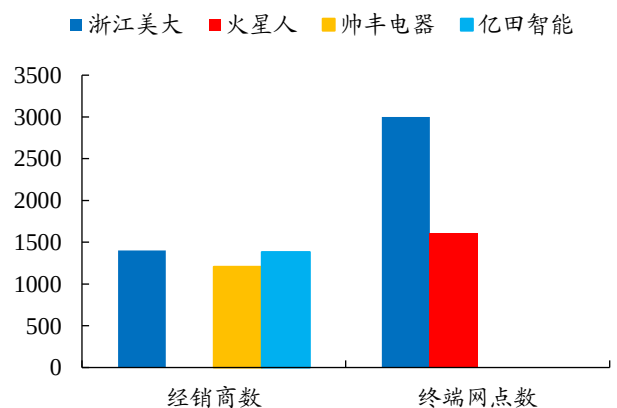
公司销售渠道以传统经销渠道为主, 经销网络布局较广。2018 年, 浙江美大经销渠道收入占总营业收入的 94.19%, 高于同行业其他主要公司。公司建立了覆盖全国范围的营销网络和服务, 截至 2019 年末拥有 1400 多家一级经销商和 3000 个营销终端, 数量均领先于同行业其他公司。

图27: 2018 年, 公司经销渠道收入占比高



数据来源: 浙江美大年报、各公司招股说明书、开源证券研究所

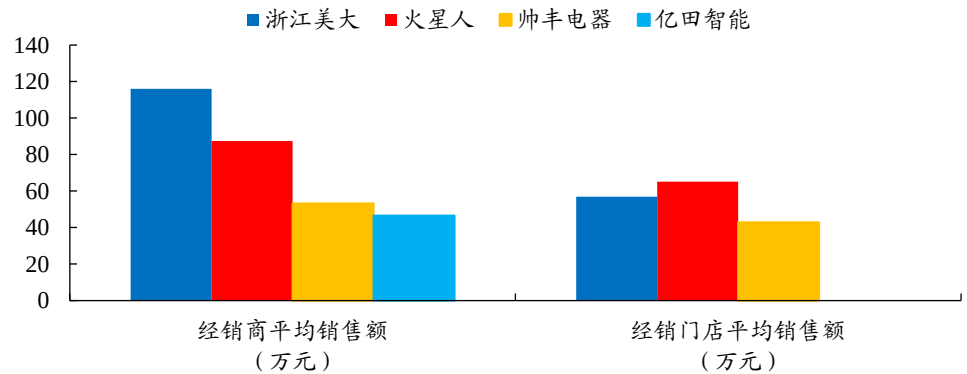
图28: 2019 年公司经销商、终端网点数量均为行业领先



数据来源: 浙江美大年报、各公司招股说明书、开源证券研究所

扁平化经销体系易于管控，经销商营销实力较强。按县级、地市级、省会城市分类一级经销商，建立扁平化的经销商体系，没有省级或市级代理商，实现对经销渠道的直接管控。与同行业其他公司相比，浙江美大的经销商营销实力较强。2019 年，浙江美大经销商平均销售额为 115.99 万元，明显领先于可比公司。2019 年，浙江美大经销门店平均销售额为 56.94 万元，略低于火星人经销门店平均销售额 65.24 万元，主要系浙江美大近年新增经销门店数量较多，新店销额尚有较大增长空间。

图29：2019 年，浙江美大经销商、经销门店平均销售额均较高



数据来源：火星人招股说明书、开源证券研究所

大力建设 KA 渠道，KA 进驻率有效提升。公司加速进驻 KA，向一、二线城市线下市场发力，通过线下体验提高消费者对集成灶产品的认知度。公司与红星美凯龙、居然之家、苏宁等均已达成战略合作协议，2017-2019 年美大在红星美凯龙和居然之家的进驻率从 40%提升至 60%，在苏宁、国美的店铺数量也逐步提升。

图30：美大集成灶进驻红星美凯龙家电卖场



资料来源：美大集成灶专卖店网站

积极开拓工程渠道。公司与多家知名地产商、建材商建立了良好的合作关系，2019 年签署了 10 多个精装工程合同，并已分期开始进行生产和安装。针对工程渠道的市场特征和消费需求，公司还开发了专供工程渠道的系列新产品，利于精准切中 B 端客户痛点，优先占领集成灶工程渠道市场。

积极发展电商渠道。公司在天猫、京东、苏宁易购等大型电商平台均已开设官方旗舰店。2020 年，公司积极应对疫情，对线下经销商开放网络经销权限，允许线下经销商开设线上专卖店铺，以提升美大品牌的线上曝光度和市场份额。

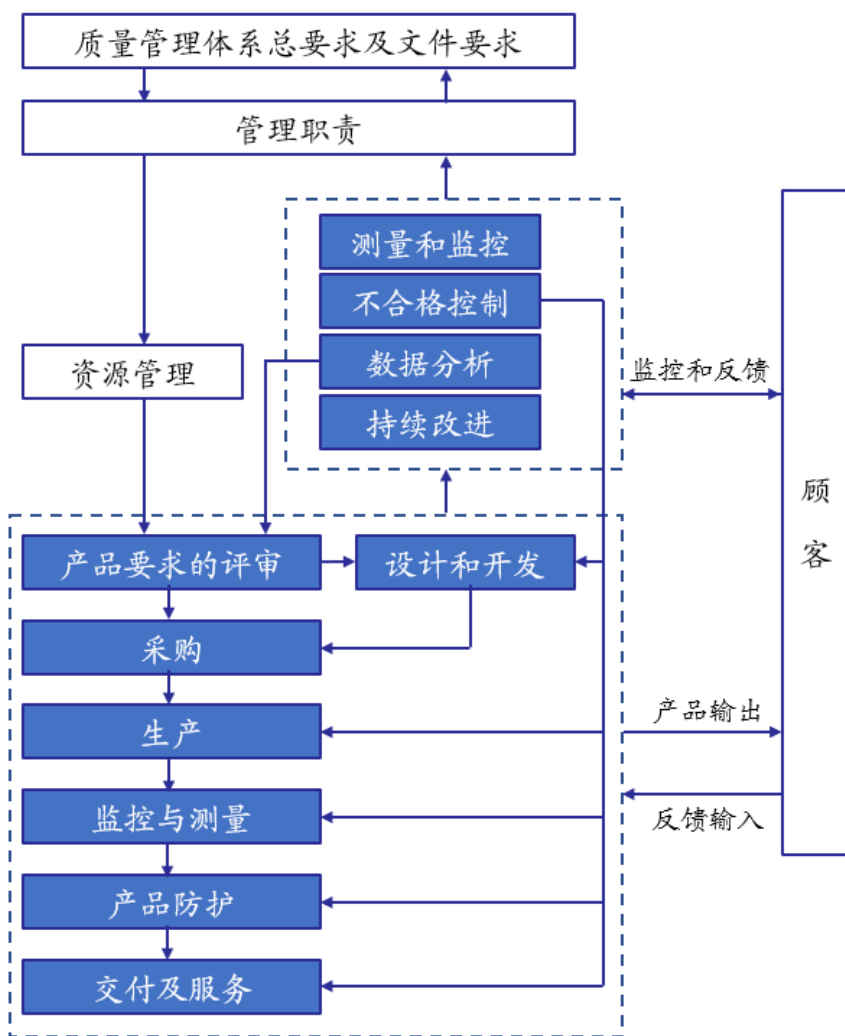
3.1.4、研发与生产：技术领先，110 项目继续扩大产能

公司拥有多项专利与行业前瞻性技术。公司掌握集成灶行业核心科技，拥有 100 多项专利知识产权，其中国家发明专利 20 项，国际 PTC 专利 9 项。产品喜临门、飞弧、飞虹均获中国家电行业的“奥斯卡”艾普兰奖。公司掌握有流体包络面式粉烟尘屏蔽分离排出技术、流体零压区偏置粉烟尘屏蔽分离排出技术、歧路重力头油烟分离装置、深井侧吸强排式技术和防火墙技术等，有较强的技术优势。

公司具备规模化、智能化生产优势，110 项目建成有望继续扩大产能。浙江美大目前拥有 3 个生产基地，配备电脑配气装置、气密仪、燃气检测仪等国内一流的厨房电器检测设备和仪器，装备水平领先于同行业其他公司，具有较高的规模化和智能化程度，有效地降低了生产成本，提高了生产效率。公司目前产能大约为 55 万台，近期完成新增 110 万台集成灶及高端厨房电器产品项目的基本建设，一期项目已进入试生产阶段，项目全部建成并达产后有望进一步释放产能。公司在现有产能水平下继续投产，彰显了公司对未来业绩增长的信心。

作为集成灶行业标准制定者，具备产品质量管理优势。浙江美大是《住宅厨房、卫生间排气道》行业标准、《家用燃气灶具能效限定值及能效等级》国家标准、《集成灶》行业标准主要起草单位，也是《住宅整体厨房》标准化示范基地。公司建立了质量环境管理体系（QEMS），在产品开发、物资采购、生产、销售和售后服务等环节中均进行严格的质量管控。早在 2012 年，美大集成灶技术指标就已远超行业规范要求，产品质量及性能有较为可靠的保证。

图31: 公司在生产、销售各环节进行严格质控



资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

表5: 2012 年，美大集成灶技术指标已远超行业规范要求

性能指标	规范要求	美大集成灶技术指标
气味降低度	≥ 90%	≥ 96.8% (最大风量时达到 99.6%)
空气性能	风量 ≥ 10m³/min	风量 ≥ 12.5m³/min
	风压 ≥ 100Pa	风压 ≥ 297.3Pa
	全压效率 ≥ 15%	全压效率 ≥ 20.2%
噪声	< 72dB (A)	< 56.5dB (A)
热效率	≥ 50% (嵌入式)	> 53%

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

3.2、未来增量：渠道升级加快，产品布局多元化，双品牌战略启动

3.2.1、渠道：覆盖一二线城市空白，发力电商渠道增长

渠道升级，重点覆盖一二线城市销售网点。公司起步于浙江海宁，以三四线县级市场为主要销售市场，一二线城市渠道目前仍有较大空白。从2019年开始，公司积极推动渠道升级，扩大一、二线城市网点覆盖范围，进一步拓展经销网络。

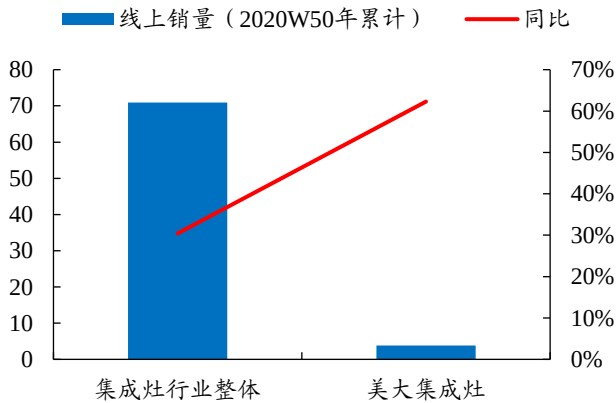
电商渠道发力，直播带货拉动销量增长。2020年公司授权线下经销商开设线上专卖店，并加大对新媒体渠道微博、抖音、快手等的投入，通过直播带货提高消费者认知度，增加线上销量。根据奥维云网数据，截至2020W50，美的集成灶线上销量年累计达3.83万台，同比增长62.29%，较行业整体线上销量增速超出31.87pct，电商渠道建设效果较为亮眼。总体来看，美的集成灶线上销量市占率仅为5.40%，仍有较大提升空间。

图32：公司官媒发起“厨房由我，就是贪新”、“圣诞不剩饭”活动，加强线上互动



资料来源：公司官方微博、公司官方抖音

图33: 2020 年美大集成灶线上销量增速超行业平均



数据来源: 奥维云网、开源证券研究所

图34: 公司总部直播狂欢节, 线上推广健康厨房理念



资料来源: 中华集成灶网

3.2.2、产品: 丰富产品品类, 进军橱柜市场

公司积极拓展品类, 打造多元化产品矩阵。在主要产品集成灶之外, 公司布局多品类厨电, 推出多款净水器、热水器、集成水槽、蒸烤箱等产品, 使品牌 SKU 更为丰富, 降低产品结构单一的风险。

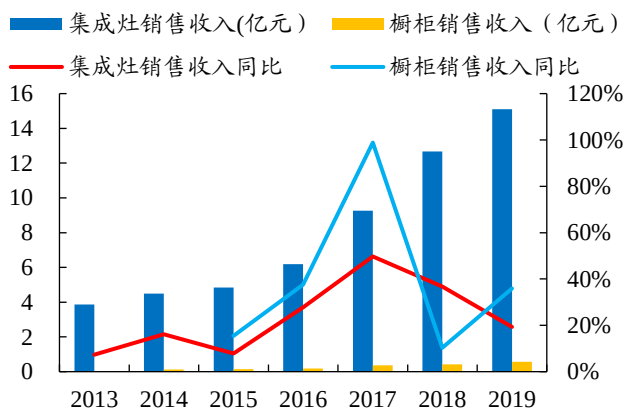
图35: 公司打造多元化产品矩阵, SKU 丰富

集成灶	净水器	热水器	水槽	蒸烤箱
 A8标准款	 MDRO-BG/R3250A	 M70	 水槽洗碗机	 智能蒸箱 MDDZ-35E
 A7标准款	 MDRO-BG/R4850A	 M60	 水槽洗碗机 MDSX-2S2	 智能烤箱 MDDK-60
 A6标准款	 MDRO-BG/R6350A	 M50	 MJS-901S	 电蒸箱 MDDZ-35A

资料来源: 公司官网、开源证券研究所 (注: 仅展示部分代表性产品)

进军橱柜市场, 全面覆盖厨房生活场景。2014 年, 美大以旗下高端橱柜品牌鼎厨进入橱柜行业, 与美大集成灶、美大净水器、美大集成水槽、美大嵌入式电器结合, 全面打造健康整体厨房。2014-2019 年, 橱柜销售收入由 1185.44 万元增至 5604.18 万元, CAGR 为 36.44%。橱柜收入在总营收中所占比重虽仍较小, 2019 年占比约 3.33%, 但近年增速较集成灶品类收入增速更高。随着美大品牌整体厨房一站式购物环境的进一步打造, 橱柜业务有望保持高增长, 盈利能力仍有较大提升空间。

图36: 2014-2019年, 美大橱柜销售收入增速较快



数据来源: Wind、开源证券研究所

图37: 美大鼎厨橱柜, 全面覆盖厨房生活场景



资料来源: 公司官网

关于厨电企业进军橱柜市场的可行性, 我们认为有以下原因:

(1) **家用电器的技术门槛高于橱柜。**与家电行业相比, 橱柜行业的技术门槛相对较低, 且与家电企业所掌握的技术相关度较高。以厨电为主要产品的公司在技术上向下兼容, 拓展橱柜品类有较强合理性。

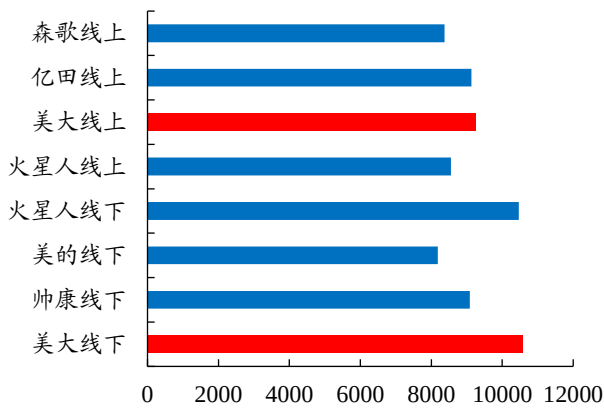
(2) **方便消费者实现一站式购物。**从厨电到橱柜全面覆盖厨房生活场景, 便于顾客挑选下单与产品安装, 厨电品类与橱柜品类的销售能够产生协同效应, 有利于带动公司业绩整体拉升。

3.2.3、品牌: 双品牌战略启动, “天牛” 填补中低端市场空白

集成灶行业的中低端市场较为空白。根据奥维云网数据, 集成灶线上、线下的主要品牌均价较大部分处于 8000 元以上, 美大和火星品牌品牌的线下均价超过万元, 目前市场内的品牌定位相对高端, 覆盖中低端市场的知名品牌较少; 同时, 对公司而言, 美大的高端单品牌使公司难以覆盖到中低端消费群体, 而主要在同多个品牌抢占高端市场的存量空间, 在市场份额的继续提升和发展空间上受到一定的限制。

公司开启双品牌战略, 天牛品牌填补公司中低端市场的空白。2020 年 5 月 25 日, 公司召开天牛品牌新品发布会, 开启公司双品牌战略之路, 天牛品牌定位“时尚厨电创领者”, 并拥有“乐享新厨房”的品牌主张。品牌覆盖产品涵盖集成灶、集成水槽、洗碗机、热水器、净水器、嵌入式电器、橱柜等七大品类, 预计将于 2021 年正常销售; 同时将品牌的目标客户定位于中低端消费群体, 得以弥补美大品牌定位较高端、市场覆盖不足的缺陷。天牛品牌的打造有利于赢得更多的市场份额, 提升销售总量, 与美大品牌齐头并进, 巩固公司在集成灶行业的领军地位。

图38: 集成灶行业的中低端市场相对空白



数据来源: 奥维云网、开源证券研究所 (图为截至 2020W50 年累计均价)

图39: 公司打造定位中低端市场的“天牛”品牌



资料来源: 厨电行业资讯

4、盈利预测与投资建议

4.1、关键假设

(1) 集成灶行业作为新兴的厨电行业,其渗透率水平处于较低位置,未来有较大提升空间。随着行业的不断成长,渗透率逐步提升,集成灶行业整体市场规模有望继续扩大,龙头公司市占率较为稳定,地位较稳固。

(2) 公司具备较强的核心竞争力: 专注集成灶领域,进入集成灶行业较早,品牌具备先发优势,且定位高端致力于打造国家品牌;以经销渠道为主并积极拓展 KA、工程、电商等渠道;重视研发技术领先,产品不断迭代产品力优秀。此外,公司在 2020 年推出天牛品牌,覆盖中低端市场并继续拓渠道扩品类,业绩有望进一步提升。预计 2020-2022 年毛利率分别为 53.5%、53.9%、54.4%,销售、管理、研发等费用率保持稳定。

4.2、盈利预测与估值

浙江美大是国内集成灶行业的龙头公司之一。我们认为,集成灶作为新兴厨电受益于渗透率的提升有望继续快速增长,公司作为集成灶行业龙头有望继续受益市场规模的扩大。另外,公司在保持原有品牌、渠道、产品等优势的基础上,继续扩品类、拓渠道和推广天牛子品牌,未来有望实现进一步的业绩增长。

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 5.21/6.72/8.30 亿元,对应 EPS 为 0.81/1.04/1.29 元,当前股价对应 PE 为 20.8/16.1/13.0 倍。相对于可比厨电公司帅丰电器、亿田智能、老板电器,浙江美大估值基本符合行业平均水平区间。

首次覆盖,给予“买入”评级。

表6: 可比厨电公司估值情况

证券代码	证券简称	收盘价	归母净利润增速 (%)				PE (倍)			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
605336.SH	帅丰电器	24.86	15.84	16.37	15.13	9.60	15.07	17.26	14.98	13.73
300911.SZ	亿田智能	41.22	29.01	48.29	28.70	20.96	33.51	30.09	23.42	19.35
002508.SZ	老板电器	45.82	7.9	8.5	13.6	12.1	27.36	25.25	22.20	19.84
A 股平均							25.31	24.20	20.20	17.64
002677.SZ	浙江美大	16.74	21.8	13.2	29.1	23.5	23.6	20.8	16.1	13.0

数据来源: Wind、开源证券研究所 (收盘价日期为 2021/01/13, 除浙江美大、老板电器外, 其他公司均使用 Wind 一致预期预测数据。)

5、风险提示

(1) 房地产市场波动的风险

集成灶属于地产后周期行业, 产品当前的主要需求来自新房需求, 公司业绩提升受房地产市场波动影响较大。

(2) 主要原材料价格波动的风险

公司产品主要原材料为不锈钢板、冷轧板等, 且原材料成本占公司主营业务成本比例较高, 其价格波动将会影响公司产品成本, 从而影响公司盈利能力。

(3) 产品市场竞争加剧的风险

集成灶行业保持高速增长态势, 知名白电企业、传统厨电企业陆续加入, 集成灶市场竞争加剧将对公司经营业绩产生一定影响。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	956	916	1093	1406	1831
现金	839	799	941	1217	1606
应收票据及应收账款	17	18	22	29	34
其他应收款	4	0	5	2	6
预付账款	31	14	36	28	51
存货	64	80	83	125	128
其他流动资产	0	6	6	6	6
非流动资产	825	1070	1145	1353	1548
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	324	729	796	973	1130
无形资产	175	174	190	211	235
其他非流动资产	327	167	159	169	183
资产总计	1781	1987	2239	2759	3379
流动负债	412	440	521	657	737
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	161	240	214	366	339
其他流动负债	251	199	307	291	398
非流动负债	4	28	28	28	28
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	4	28	28	28	28
负债合计	416	468	549	685	764
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	646	646	646	646	646
资本公积	105	105	105	105	105
留存收益	656	815	877	974	1120
归属母公司股东权益	1365	1519	1690	2075	2614
负债和股东权益	1781	1987	2239	2759	3379

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	442	543	609	826	948
净利润	378	460	521	672	830
折旧摊销	36	37	55	67	83
财务费用	-4	-13	2	3	2
投资损失	-11	-4	-16	-16	-11
营运资金变动	28	53	46	98	45
其他经营现金流	15	9	0	0	0
投资活动现金流	-171	-274	-114	-259	-266
资本支出	292	280	75	207	195
长期投资	113	0	0	0	0
其他投资现金流	233	6	-39	-51	-71
筹资活动现金流	-299	-304	-352	-291	-293
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	-0	0	0	0	0
资本公积增加	8	0	0	0	0
其他筹资现金流	-307	-304	-352	-291	-293
现金净增加额	-29	-34	142	276	389

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1401	1684	1905	2454	3016
营业成本	679	783	886	1131	1375
营业税金及附加	15	12	21	25	30
营业费用	154	257	276	358	443
管理费用	81	66	72	96	121
研发费用	41	51	57	74	90
财务费用	-4	-13	2	3	2
资产减值损失	1	0	0	0	0
其他收益	1	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	11	4	16	16	11
资产处置收益	-0	0	0	0	0
营业利润	446	535	606	782	965
营业外收入	0	0	1	0	0
营业外支出	2	1	2	1	1
利润总额	444	534	605	781	964
所得税	67	74	84	109	134
净利润	378	460	521	672	830
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	378	460	521	672	830
EBITDA	455	548	634	816	1005
EPS(元)	0.58	0.71	0.81	1.04	1.29

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	36.5	20.2	13.1	28.8	22.9
营业利润(%)	24.1	20.0	13.4	28.9	23.5
归属于母公司净利润(%)	23.7	21.8	13.2	29.1	23.5
获利能力					
毛利率(%)	51.5	53.5	53.5	53.9	54.4
净利率(%)	26.9	27.3	27.3	27.4	27.5
ROE(%)	27.7	30.3	30.8	32.4	31.8
ROIC(%)	26.0	28.4	29.0	30.7	30.0
偿债能力					
资产负债率(%)	23.3	23.5	24.5	24.8	22.6
净负债比率(%)	-61.2	-50.8	-54.1	-57.3	-60.4
流动比率	2.3	2.1	2.1	2.1	2.5
速动比率	2.1	1.9	1.9	1.9	2.2
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.9	0.9	1.0	1.0
应收账款周转率	106.0	95.7	95.7	95.7	95.7
应付账款周转率	4.9	3.9	3.9	3.9	3.9
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.58	0.71	0.81	1.04	1.29
每股经营现金流(最新摊薄)	0.68	0.84	0.94	1.28	1.47
每股净资产(最新摊薄)	2.11	2.35	2.62	3.21	4.05
估值比率					
P/E	28.6	23.5	20.8	16.1	13.0
P/B	7.9	7.1	6.4	5.2	4.1
EV/EBITDA	21.9	18.3	15.6	11.8	9.2

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%～+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn