

集成灶行业Q1爆发开启， 未来将迎来黄金增长阶段

陈伟奇 国信家电首席分析师

执业资格证书编码：

S0980520110004

王兆康 国信家电分析师

执业资格证书编码：

S0980520120004

2021年3月25日

缘起：根据奥维云网数据，2021年1-2月集成灶销售额同比增长**98%**，同比19年增长**88%**。此前我们在《火星人深度报告：高颜值+强激励，进击的火星人》中认为，集成灶行业将保持高速增长，长期空间有望达到**500亿元**。目前来看，集成灶行业自20Q4以来连续两季度渗透率持续加速提高，长期增长逻辑正在兑现，具体来看：

□ 短期：地产销售及竣工快速回暖，后周期集成灶迎来切实增量

2021年1-2月全国住宅销售面积同比增长**108%**，同比19年增长**27%**；竣工同比增长**45.9%**，同比19年增长**10.5%**，高于新开工同比19年增速近**17pct**。短期内，17-19年形成的竣工-开工剪刀差缩小，竣工将保持高增；中期来看，住宅销售火爆拉动开工，利好后期竣工增速。

□ 长期：集成灶渗透率加速提升下行业规模高速增长

集成灶具有较高的替代性价比，渗透率有望突破**30%**，带来超**500亿**的市场规模。目前行业渗透率不足**4%**，在地域覆盖、人群宣传上还存在较大的空白，提升空间广阔。

随着集成灶头部企业的上市，行业在**宣传\消费者教育认知和区域渗透**有望显著加速，进而形成消费趋势，同时二级市场集成灶板块的成型也有助于行业和资金相互助力相辅相成发展

□ 建议关注标的：火星人、帅丰电器、亿田智能、浙江美大

目录

- [**01**] 住宅销售：地产销售高速增长，回款诉求缩小剪刀差
- [**02**] 行业：Q1增速有望翻倍，长期渗透率提高路径正兑现
- [**03**] 公司：行业春风拂面，基本面稳步向好
- [**04**] 总结：集成灶行业长期逻辑正兑现，龙头公司加速成长

01

从火爆的住宅销售说起：

地产销售高速增长，回款诉求缩小剪刀差

短期：三道红线倒逼周转加速，开工与竣工剪刀差有望缩小，带来存量房的释放

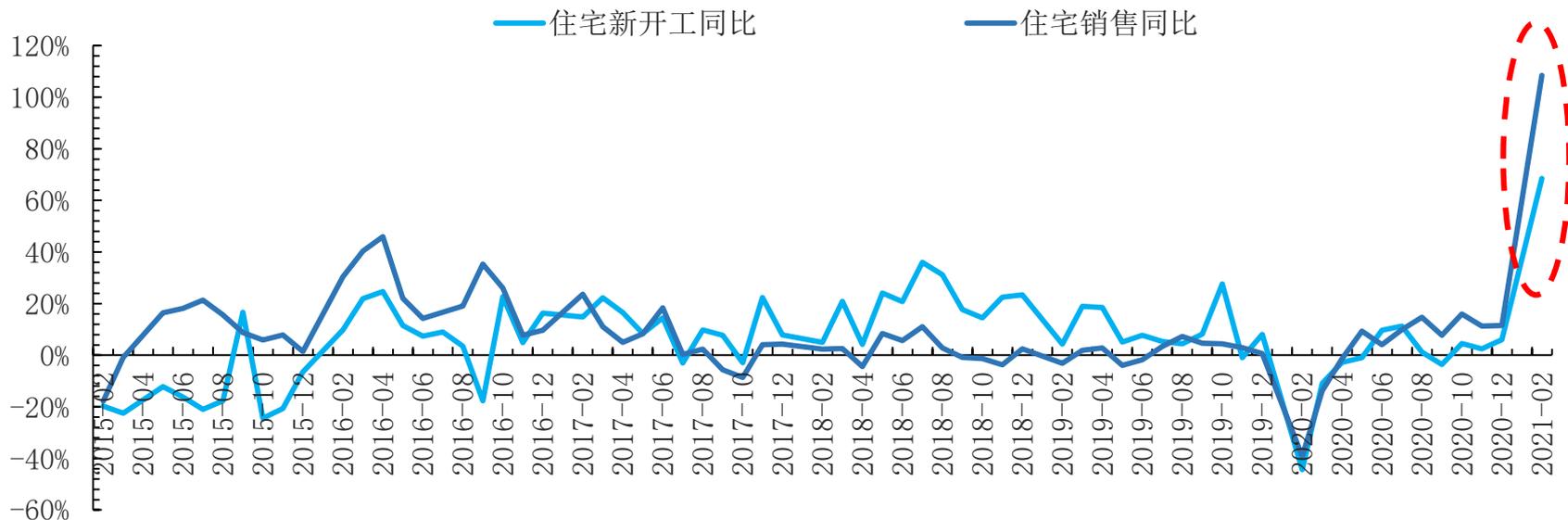
中期：销售拉动开工，开工拉动竣工，竣工1-2年内有望保持高增速

住宅销售翻倍增长，拉动开工竣工高景气



- **销售及开工高增：**2021年1-2月全国住宅销售面积同比增长**108.4%**，同比19年增长**26.7%**，延续2020年5月以来的增长态势。而住宅新开工与销售紧密相关，销售的火爆带动住宅新开工的高速增长，1-2月住宅新开工同比增长**68.5%**，同比19年**下滑6.3%**。
- **销售高景气将会维持，带动竣工2-3年内的高速增长。**在房地产调控政策的持续高压下，叠加融资成本上涨，预计房地产企业将会采取多种措施促进住宅的销售，加速库存出清，从而拉动住宅的新开工增长。而竣工一般滞后开工2-3年，有望带来竣工较长时间内的高景气度。

住宅销售与新开工增速较为同步

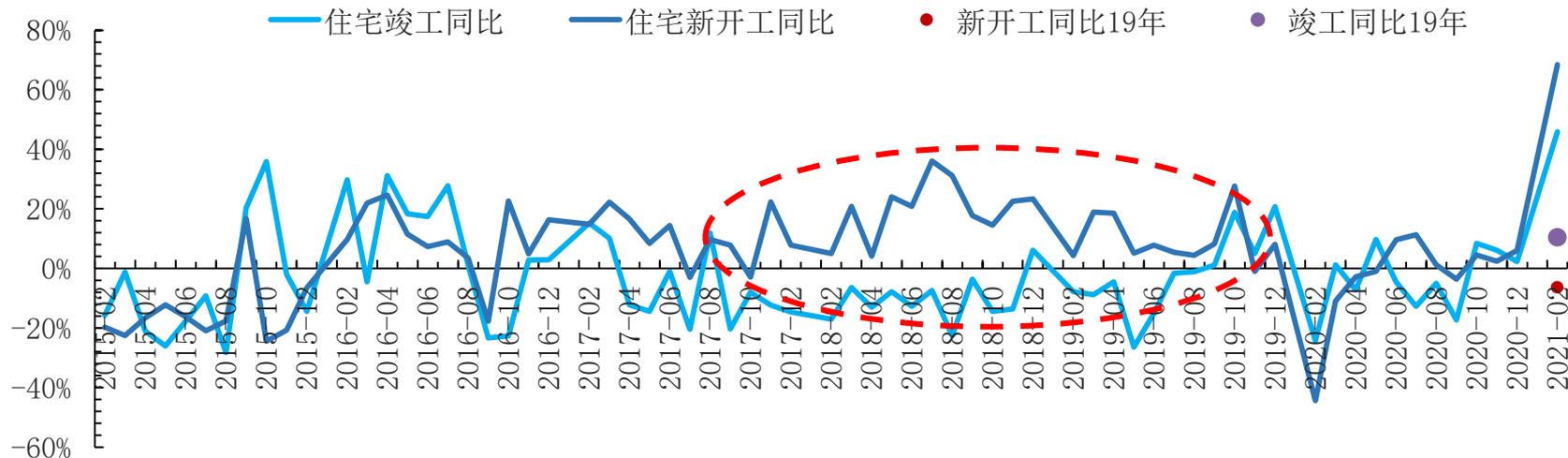


地产调控倒逼高周转，竣工与开工剪刀差有望缩小



- 竣工实现高增，同比19年剪刀差缩小。2021年1-2月住宅竣工同比增长45.9%，同比19年增长10.5%，高于新开工同比19年增速近17pct，排除疫情影响，竣工与开工剪刀差相比19年降低。
- 近期地产调控政策倒逼高周转，释放存量房储水池：2020年以来房地产调控政策不断加码，尤其是“三道红线”（剔除预收款后的资产负债率、净负债率、现金短债比）的推出，倒逼房地产企业实现高周转，降低杠杆率。高周转将缩减竣工与新开工之间的时间差，而2017-2019年我国形成较大的开工与竣工剪刀差（拿地较贵、售价受限），政策高压将带动存量房的集中释放，利好短期竣工增速。

2017-2019年竣工与开工形成剪刀差



02

集成灶行业：

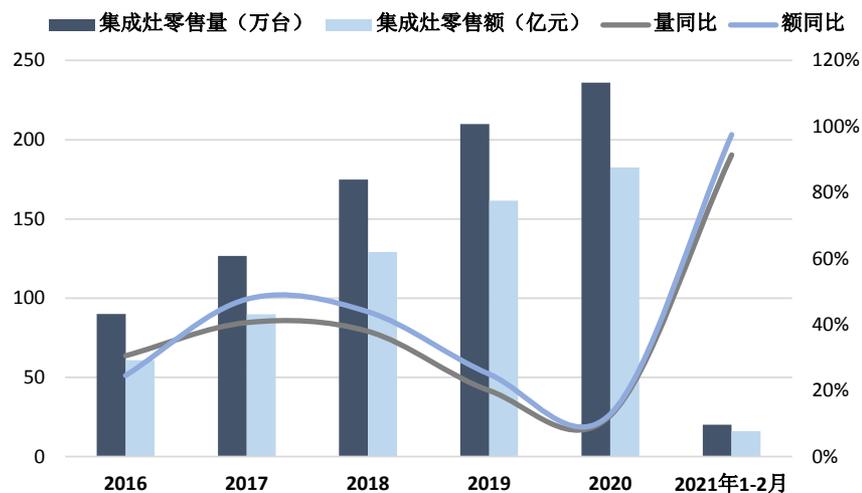
Q1增速有望翻倍，长期渗透率提高路径正兑现

2021年开年集成灶加速渗透

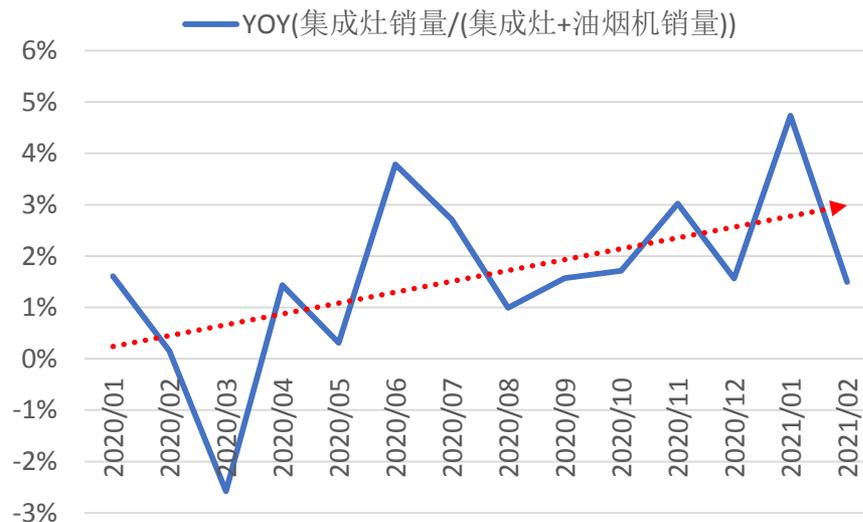


- 量价齐升维持：2021年1-2月集成灶销额同比大增**98%**至**16亿元**，零售量同比**+91%**至**20万台**，终端均价**+3.2%**
- 销售渗透率加速提升：若以集成灶销量占油烟机销量作为渗透率来计算，2021年1-2月集成灶渗透率同比提升约**3.3pct**至**9.4%**

集成灶销量2021年1-2月实现高增



2020年以来集成灶占烟机销量的渗透率加速提升



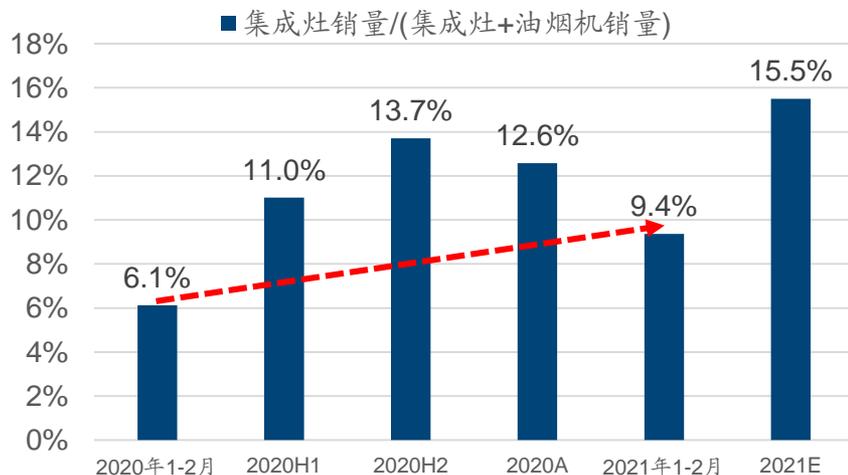
资料来源：奥维云网、国信证券经济研究所整理

资料来源：奥维云网、产业在线、国信证券经济研究所整理

2021年渗透率加速提升，销量有望增长30%+

- **渗透率趋势若维持，则2021年销量增长中枢超35%：**假设2021全年维持2021年1-2月的**3.3pct**的渗透率增幅，则2021年集成灶销量渗透率望达**15.5%**。同时假设2021年油烟机销量回暖至2019年的水平（同比2020年增长6%），则集成灶2021年销售量有望达到**319万台**，同比增长**35%**。
- **谨慎增速24%（渗透率稳步提升）：**假设2021年全年渗透率增幅保持2020年的增幅即**1.8pct**，2021年集成灶销量渗透率为**14.4%**，对应销量**292万台**，同比增长**24%**。
- **乐观增速41%（油烟机进一步回暖）：**假设2021年油烟机销量同比2019年增长**5%**（同比2020年增长11%），集成灶仍维持**15.5%**的渗透率，则对应销量约为**340万台**，同比增长**44%**。

2021年1-2月集成灶渗透率快速提升



资料来源：奥维云网、国信证券经济研究所整理

2021年预计集成灶销售情况

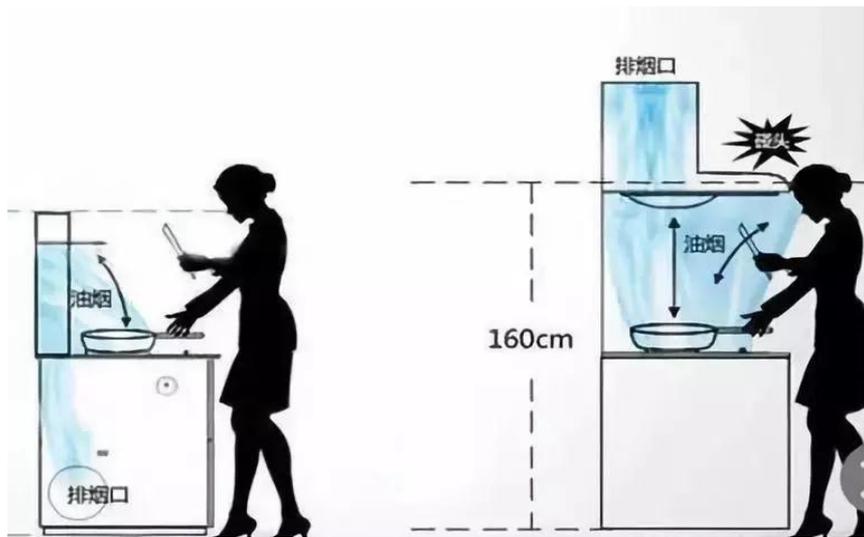
	悲观	中性	乐观
2021年渗透率	14.2%	15.5%	15.5%
油烟机销量（万台）	1736	1736	1817
集成灶销量（万台）	324	319	333
销量YOY	37%	35%	41%
均价提升幅度	0%	2%	3%
单价（元）	7729	7883	7961
销售额（亿元）	226	251	270
销额YOY	24%	38%	45%

资料来源：奥维云网、产业在线、国信证券经济研究所预测

集成灶存量渗透率不足4%，区域渗透仍存巨大空间

- 产品形态受消费者认可：高效吸油烟+低噪音+少气味+省空间防碰头，形态直击消费者烹饪痛点
- 集成灶对油烟机的存量渗透率不足4%。假设以前年度集成灶销售都为新增量，2015-2020年累计销量为908万台，以2019年2.8亿户城镇家庭和油烟机81.65%的保有率计算，集成灶相对油烟机的存量渗透率仅有**3.97%**，即拥有油烟机的城镇家庭中，只有不到**4%**换上了集成灶。
- 区域渗透率仍有较大提升空间。集成灶的区域渗透率与线下门店的密度关联紧密，采用门店/省家庭户数来计算，部分饮食习惯偏辣、油等地区（如四川）的户均门店数量仍有较大的增长空间。

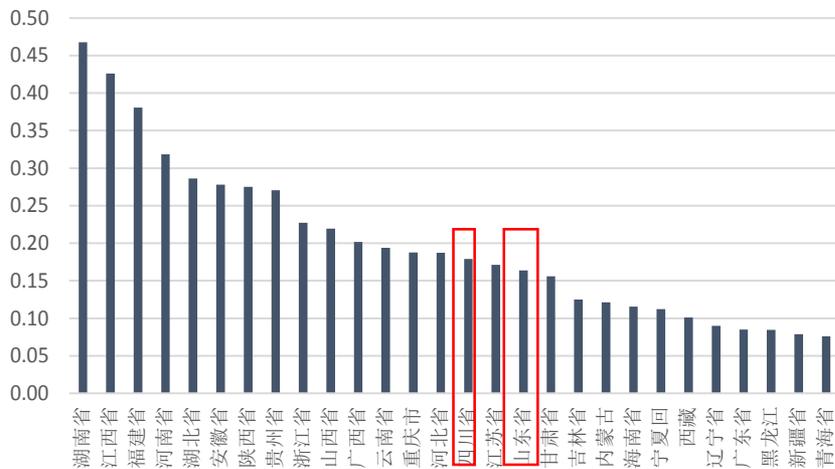
更好吸油烟效果同时，噪音和气味降低提升了体验



资料来源：森田智能公众号、国信证券经济研究所整理

大人口区域渗透率仍有提升空间

户均经销网点覆盖密度（门店数/家庭户数）

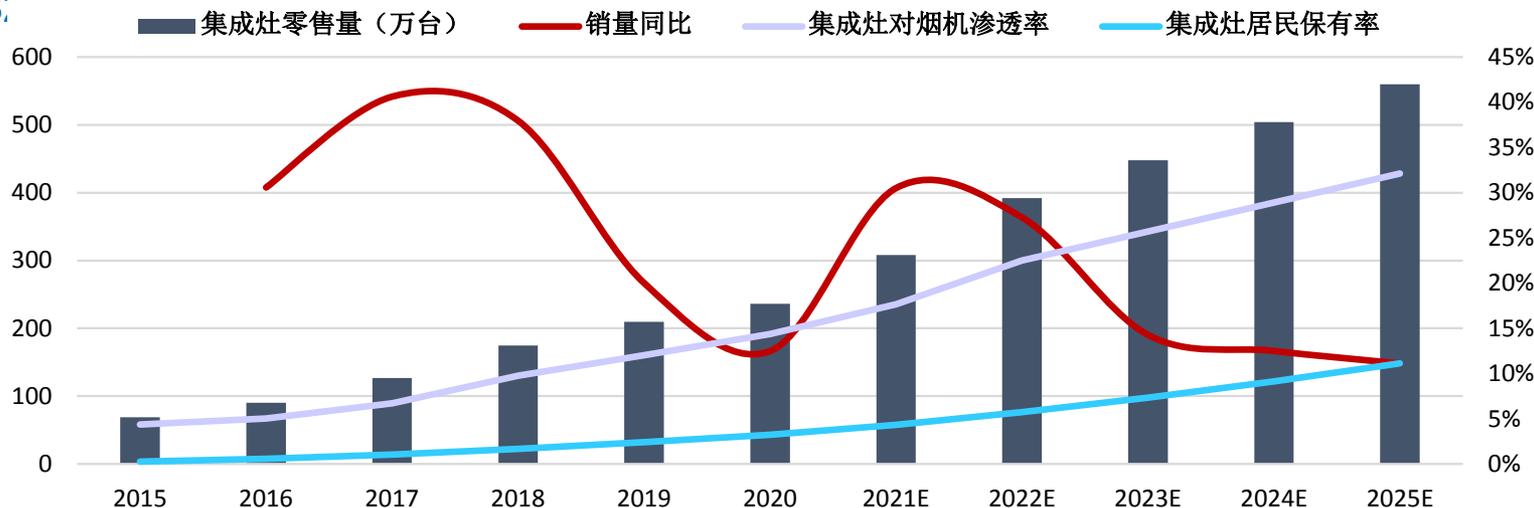


资料来源：各公司官网、国信证券经济研究所整理

远期空间展望：烟机销量渗透率32%，居民保有率11%



- 渗透率提升本质是更多人认可集成灶的性价比并支付溢价，但不等式右边的健康与体验是**单调递增**的
集成灶价格 ≤ 传统烟灶套装价格 + 无烟健康烹饪体验 + 省空间等便利体验
- 未来的销量增长仍有望是**加速**的。过去五年集成灶保有率加速提升，说明头部公司触达到的消费者基数仍在扩张中，在此背景下，只有一二线城市、工程等增量空间基本实现覆盖，行业可能才会进入每年销量稳定的阶段，同时随着渗透率提升，更新需求（即烟灶换集成灶也有望兴起）同样值得期待
- 保有率增速展望：由于是供给创造需求，若头部公司每年约**15%的门店数量增速+行业线上占比提升+非零售渠道扩充**，需求无虞下供给端在疫情恢复后加速扩张，2021-25年销量CAGR约**19%**，对应2025年销售量预计达到**560万台**，对应存量保有率约为**11%**，对烟机销量渗透率约为**32%**





□ 挑战1: 开店数量和质量

对标老板3000+线下专卖店、万余网点的密度，集成灶企业在上市后资金实力提升、经销商规模扩大后仍大有可为。质量方面，头部品牌的高端定位在三四线城市已经落实了从店面-销售-售后的高质量流程，同时也对经销商采取了严格的审核及管理制度，进一步保障扩张效率与质量

□ 挑战2: 线上线下利益均衡

目前主要的集成灶企业都采取了线上购买返点给相应区域内线下门店，并由门店负责上门安装的政策，返点比例在10%-25%之间，对于经销商来说，线下的价差收益和线上的返点收益基本相当，确保了线上发展和线下门店之间的利益均衡，同时也避免了线上线下串货等问题，实现线上线下融合发展。

□ 挑战3: 区域和渠道的渗透方式方法

集成灶销售主要集中在三四线城市，主要缘于集成灶作为一个新品类，考虑到店租及人工成本，在三四线开拓的性价比更高。同时一二线精装修房的比例更高，集成灶在工程、精装渠道方面尚处在起步阶段，头部企业通过工程款式的调整、分区域分梯度切入等方式正逐步进行渗透

同时新渠道的拓展面临的三大障碍**盈利、品牌、资金周转**随着上市公司的体量提升和产品结构的灵活调整都在向好发展

□ 挑战4: 激发更新需求

存量厨电在更新时同样面临性价比的抉择，而集成灶在模块化方向上一方面有望提升性价比，另一方面有望通过集成更多使用场景（如洗碗、煮饭等）而实现潜在替代品技术的扩大

关于估值：增速、空间、中枢和溢价



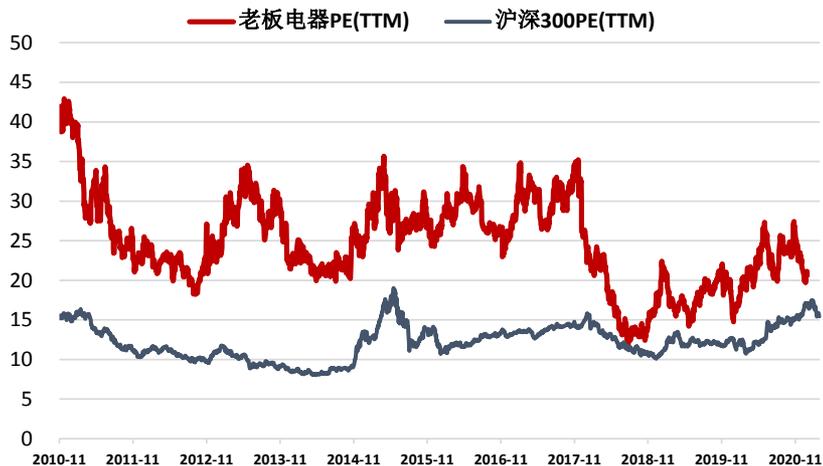
□ 集成灶行业估值思路

- 短期看：2021-2023三年行业**25%**的增长率足以以PEG角度考虑估值
- 长期看：远期400-500亿元的空间参考传统烟灶**25%**的龙头份额则收入/利润体量达**100/20亿**，20倍稳态PE则对应市值**400亿**
- 对标看：老板电器上市后蓬勃发展的2011-17年7年间PE(TTM)溢价明显，中枢约为**28倍**

□ 现阶段的溢价来源

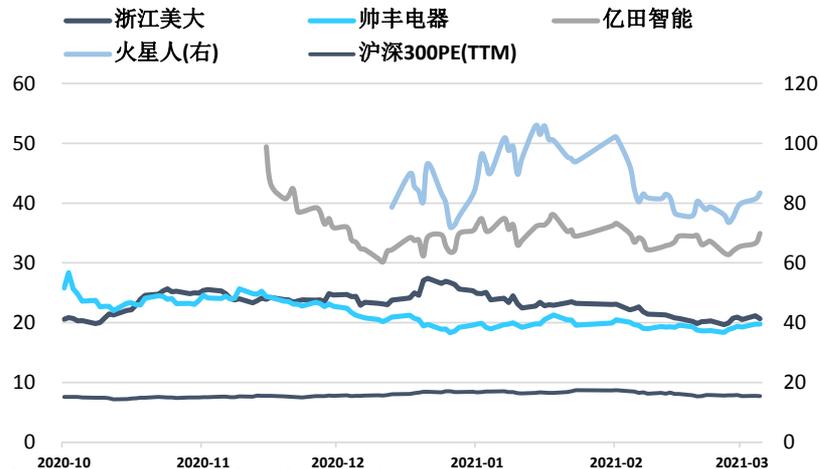
- 现代管理 vs. 家族企业：先发者和后进者都在通过职业经理人化向老板和方太靠拢
- 攫取增量的战略和方式：市占率提升不限于当前市场，区域和渠道的扩充提供了更广阔的空间

老板电器在高速发展时期估值中枢稳定在25-35倍



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

集成灶行业分化，低估值领域低于老板历史中枢



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

03

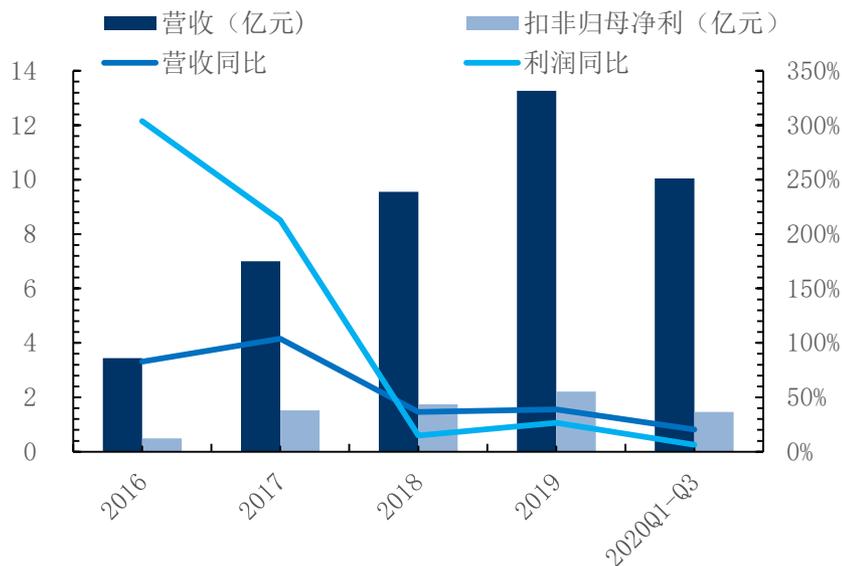
公司扫描：

行业春风拂面，基本面稳步向好

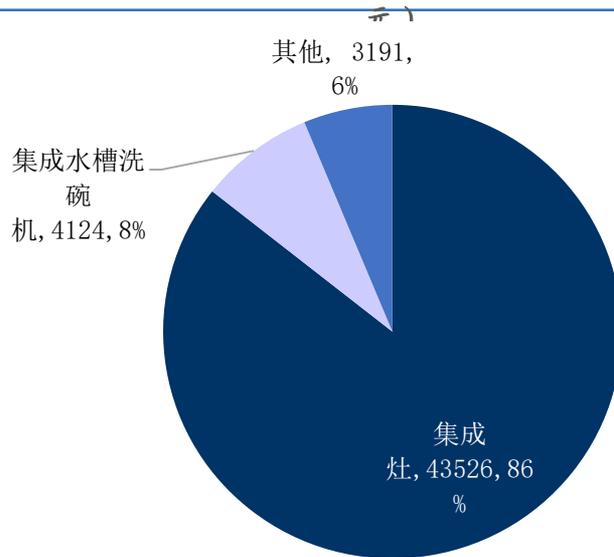
火星人：高举高打，产品高颜值+管理强激励

- 火星人是国内领先的集成灶研发、设计、生产和销售商，2016-2019年收入与扣非利润分别保持**39%**、**65%**的复合高增长，在线上的市场份额保持领先。
- 高端定位下高举高打的积极策略配合高股权激励和资深职业经理人，规模与效率行业领先。公司竞争力主要体现在（1）**公司治理**：大比例股权激励和成熟的职业经理人体系；（2）**产品力**：产品颜值高，领跑行业的研发和自动化生产；（3）**渠道**：近20%的线上市场份额优势明显，投入力度仍不减；（4）**品牌**：中高端定位下大力投入广宣切中行业发展要害。

火星人营收和利润快速增长



火星人收入主要来源于集成灶 (2020H1, 单位: 万)



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

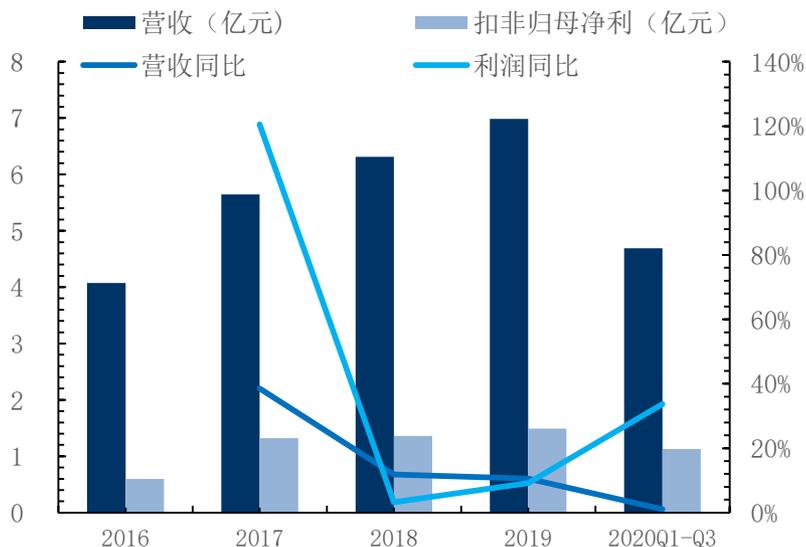
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

帅丰电器：技术积累深厚，强化营销补短板



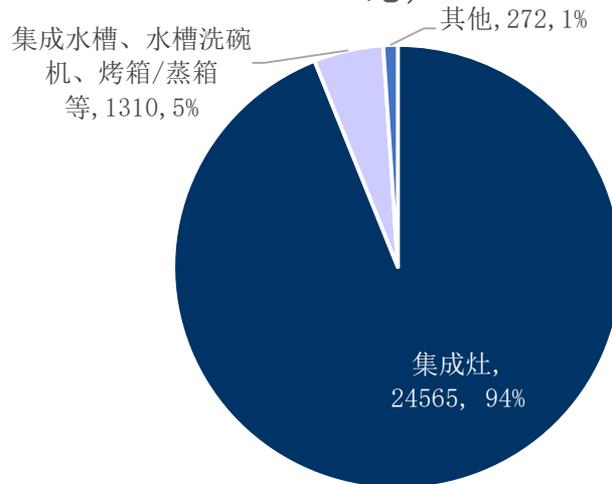
- 帅丰电器在集成灶行业深耕**15**年，技术上积累深厚，线上线下营销覆盖广，渠道建设初具规模。公司在技术上经过多年沉淀具有行业领先优势，自主研发油烟侧吸下排技术、可拆卸导烟板等多项技术，推出许多创新型产品，是新一代侧吸下排集成灶的领先者。
- 近期公司进一步深挖增长潜力，强化营销，补足短板：大力**引入营销和研发人才**，建设职业化的人才队伍；以**数字化推动生产、营销全流程变革**，实现数字化转型；锚定新消费人群，**定位新一线品牌**；优化**经销商**渠道，加快**电商**全网渠道布局，积极布局**B端**业务，扩展全渠道。

帅丰电器营收和利润高速增长



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

帅丰收入主要来源于集成灶（2020H1，单位：万元）

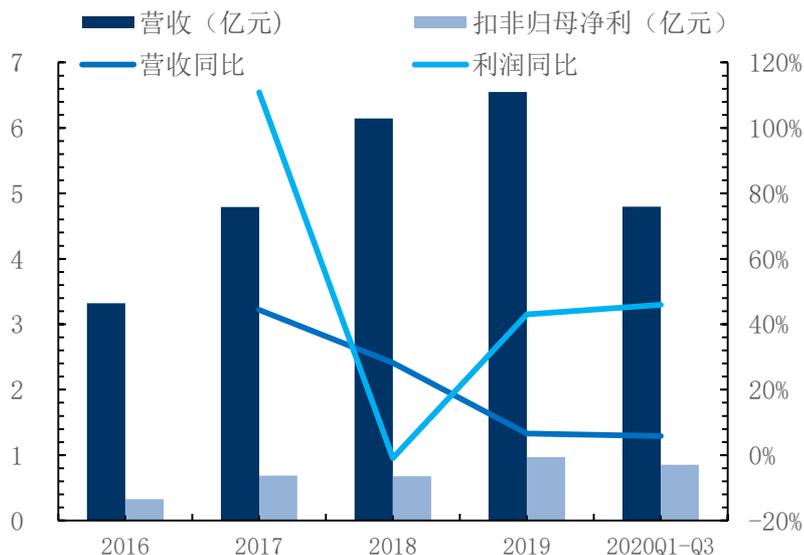


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

亿田智能：五大升级引领，扩大商强渠道

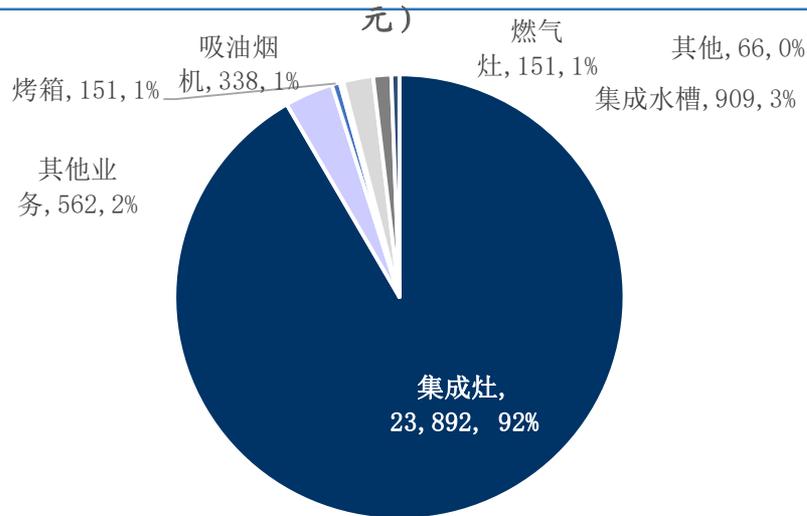
- 亿田成立于2003年，是产品驱动型公司，重视研发投入，集成灶吸力大，品类全，性能好。
- 公司进行五大升级：1) **产品升级**，开发更多功能，做到发布一台、储备一台、研发一台，实现产品领先；2) **品牌升级**，优化广告投放，升级专卖店形象，强化售后体验；3) **渠道升级**，扩展家装、工程、乡镇、KA等渠道，优化经销商，招募大商统筹各区域渠道；4) **人才升级**，大力引进人才，招募老板电器、火星入等渠道及营销人才，强化人才储备；5) **管理升级**，强化业绩考核，推进数字化销售。

亿田智能营收和利润高速增长



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

亿田收入主要来源于集成灶 (2020H1, 单位: 万元)

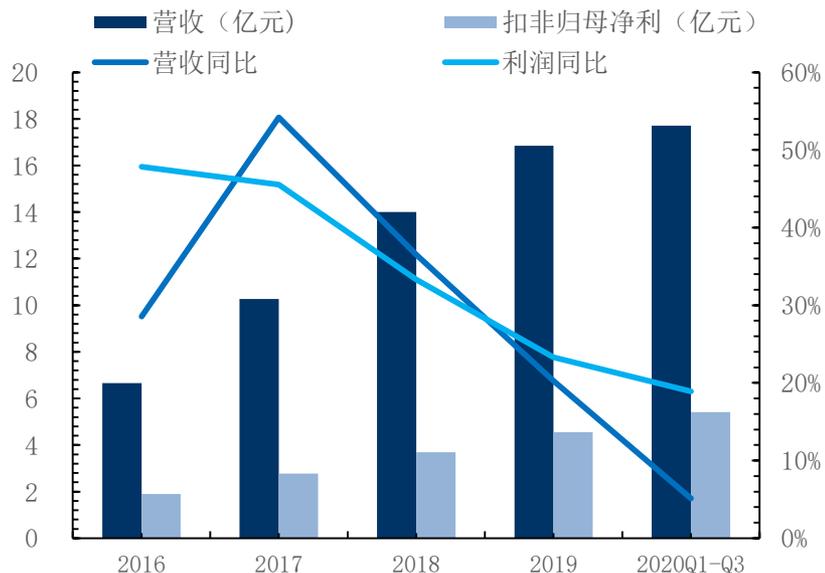


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

浙江美大：老牌龙头，增长稳健

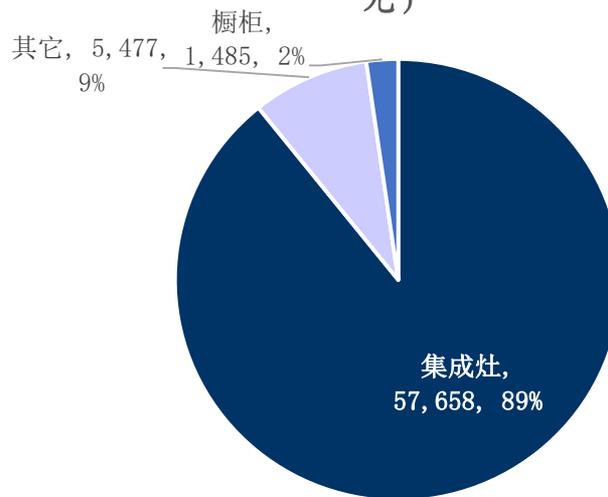
- 浙江美大是集成灶行业领跑者，盈利能力强。2012-2020年公司营收CAGR为22%，利润CAGR为26%，增速高且稳健；2020年公司净利率达到30.7%，此前年度也维持在接近30%，盈利能力强。
- 公司在产品和渠道上积淀深厚，优势显著。产品端，公司销售规模显著，成本控制能力更强；高端定位和多年产品口碑带来较高的品牌溢价，盈利能力领先。渠道端，公司有近3000个营销终端，经销商实力和运营能力较强。

浙江美大营收和利润高速增长



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

美大收入主要来源于集成灶 (2020H1, 单位：万元)

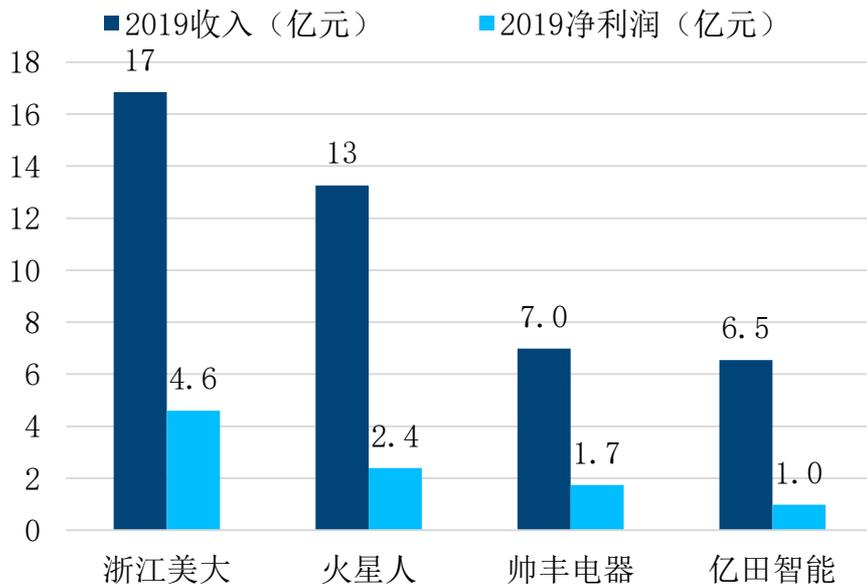


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

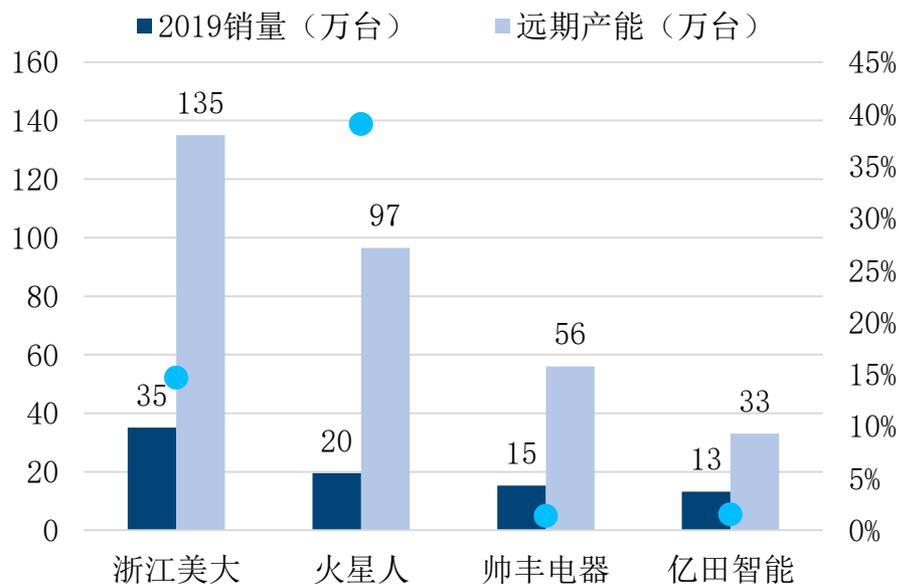
公司对比——财务层面： 美大深耕多年收入利润居首，后进者迅猛追赶

- 浙江美大作为品类的发明者，深耕行业20年，规模仍位列第一
- 后进者迅速追赶，火星人通过强化线上渠道等方式迅速追赶
- 目前各家都尚未到达产能天花板，产能整体不会限制短期发展

美大收入利润居首



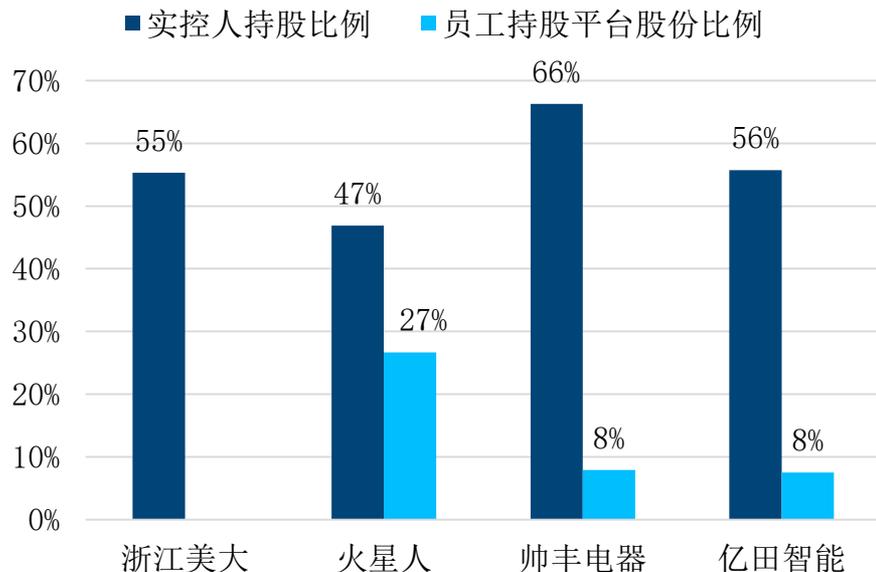
各公司产能尚未达到天花板



公司对比——治理层面： 激励与职业经理人积极推进，为后进者带来活力

- 火星人实控人持股比例最低，在股权激励方面最为激进，员工持股平台**27%**的股份占比行业最高
- 火星人职业经理人制度推行较早。但帅丰、亿田近期积极推进管理层职业经理人化

火星人实控人持股比例较低，但激励力度最大



各公司职业经理人改革积极推进

公司	职业经理人发展情况
火星人	销售（原方太高管）、技术（原方太高管）、人力（原美的高管）、服务（原海尔高管）分管负责人均于早年加入
帅丰电器	2020年底聘请老板电器营销副总经理陈伟作为公司CEO； 2020年6月聘请久盛地板营销总经理赵兴才为销售总经理
亿田智能	2021年3月聘请老板电器全国销售总监作为公司营销副总裁
浙江美大	制度建立较早，副总经理来自电器、材料等领域

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

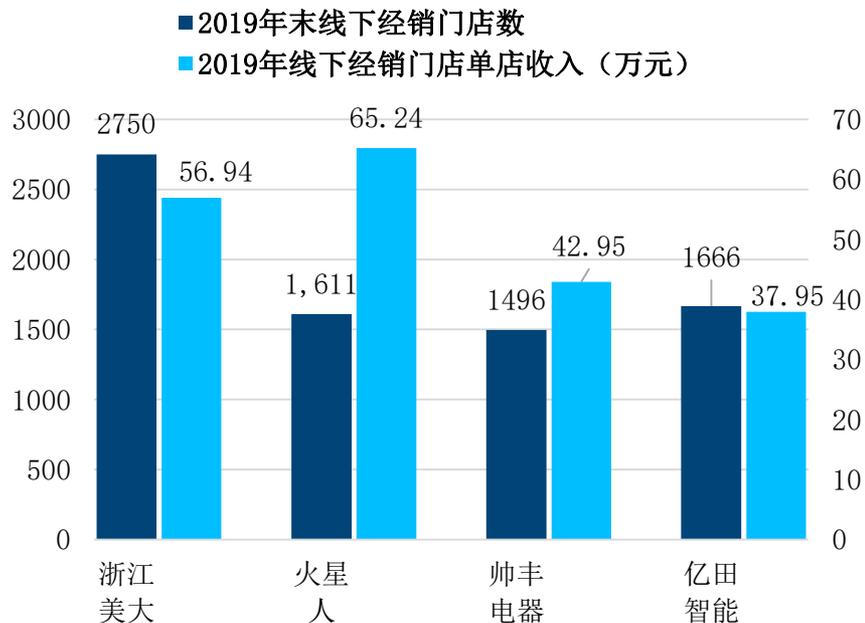
注：帅丰的员工持股股权比例包含2021年3月发布的股权激励拟授予的全部股份

资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

公司对比——渠道： 线下经销为主流，火星人线上异军突起

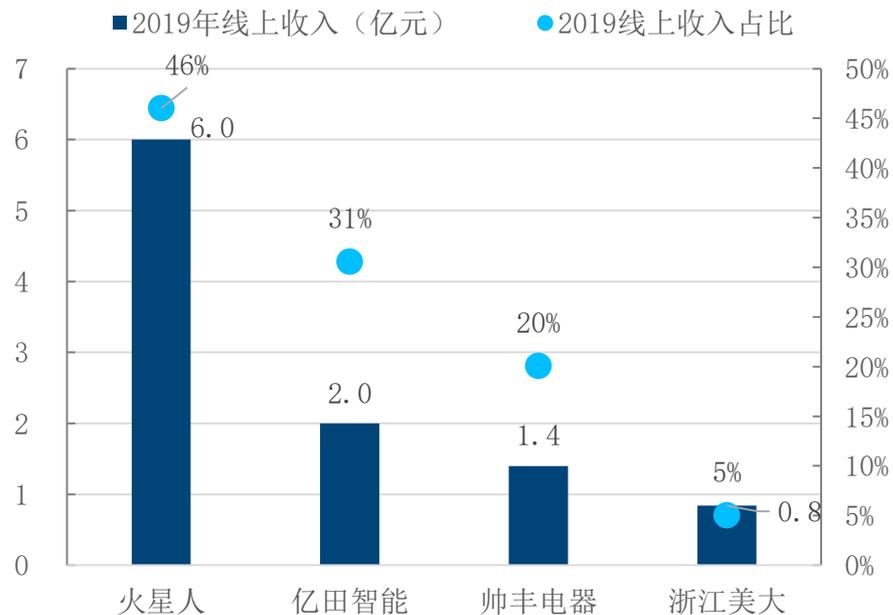
- 线下：2020年集成灶线下销售占比**超80%**，仍是重要战场。美大门店数接近3000，火星人等第二梯队接近2000，但火星人存量店效领先。
- 线上：后进者依托线上追赶。火星人线上渠道收入领先（其2019线上收入中50%为网批、50%线上直营）

美大经销门店数领先，火星人线下经销店效高



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

火星人线上占比近50%行业领先



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

04

总结：

集成灶行业长期逻辑正兑现，龙头公司加速成长

总结：集成灶行业长期逻辑正兑现，龙头公司加速成长



- 集成灶行业Q1整体销售的高景气或预示我们已经迎来行业渗透率加速提高的拐点，同时存量房的释放和开工/竣工数据的高增也为未来3年行业的增长提供有力的支撑。我们认为集成灶行业有望加速走向长期渗透率均衡的稳态（对应500亿+市场规模），基于此，我们推荐集成灶的头部企业：火星人、帅丰电器、亿田智能、浙江美大。

公司	公司代码	投资评级	股价（元）	市值（亿元）	EPS			PE			PB
					2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019
浙江美大	002677.SZ	买入	18.64	120	0.71	0.84	1.02	26.25	22.19	18.27	7.9
火星人	300894.SZ	买入	50.75	206	0.66	0.71	0.92	77.16	71.48	55.16	36.2
亿田智能	300911.SZ	买入	43.19	46	1.23	1.37	1.73	35.14	31.51	25.03	16.9
帅丰电器	605336.SH	买入	26.82	38	1.65	1.44	1.72	16.25	18.63	15.59	5.3

风险提示

- 宏观经济增长不及预期
- 国内需求增长不及预期
- 行业竞争加剧
- 原材料价格大幅波动
- 疫情控制不及预期

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。