



集成灶浪潮来袭，龙头加速布局

投资要点

- **投资逻辑：**受地产周期影响，2017年后传统厨电品类增速放缓。在疫情冲击下，油烟机零售量明显下滑。根据奥维云网数据显示，2020年油烟机零售量为2283万台，同比下降7.6%。集成灶作为厨电新品，产品竞争力较强，疫后集成灶零售量率先恢复增长。2020年集成灶零售量为238万台，同比上涨12%。目前，集成灶渗透率已经进入了快速提升阶段。行业快速发展培育了多家头部企业。本文从集成灶行业竞争格局、产品以及渠道建设等方面，讨论集成灶未来的发展趋势以及不同企业的竞争优势。
- **寡头格局初现端倪，龙头将进一步享受行业增长红利。**行业高速发展孕育了几家龙头企业，浙江美大、火星人、帅丰和亿田营收规模近两年实现两位数以上的增长。根据奥维云网数据显示，2021年1-4月线上集成灶市场CR5为46.7%，同比提升1.9pp；线下集成灶市场CR5为71.4%，同比提升0.5PP。竞争加剧将加速淘汰中小企业，资源进一步向头部企业集中，龙头将充分分享行业红利。
- **产品集成化、高端化趋势不减，头部企业产能稳步扩充。**从产品型号来看，一体机成为最受欢迎的产品。根据奥维云网数据显示，传统烟灶消仍然占据市场的半壁江山，但是份额逐步下滑。2021年1-5月，烟灶消线上销售占比减少13.1pp，线下销售占比减少11.9%。烟灶蒸烤一体机集合了蒸烤功能，节省了厨房空间，还附带了加湿烤功能，成为集成灶市场的爆款。2021年1-5月，烟灶蒸烤一体机线上销售占比提升20.6pp，线下销售占比提升13.3%。从销售均价来看，集成灶高端趋势不减。2020年线下价格升级明显，5000-8999元价格段销售额占比均同比下滑，11000-19999元价格段销售额占比均有提振。在行业快速扩张的背景下，为了率先抢占市场，头部企业均强化产能建设。2020年，火星人、亿田智能、帅丰电器均上市募资扩张产能。其中，火星人、帅丰以及亿田分别募资8.7亿元、7.9亿元和7.8亿元资金，主要用于产能建设。
- **高投入抢占市场份额，强化多元渠道布局。**集成灶兼具建材与家电属性，渠道布局上呈现多元化的趋势。截至2020年，美大、火星人、帅丰、亿田除了与传统经销商建立合作外，也同时深入拓展工程、家装以及KA渠道，并不断推进渠道下沉。未来集成灶头部企业都将加快渠道拓展，进一步完善经销网络建设。2021年美大将基于“美大”、“天牛”双品牌运作新增经销商和门店，帅丰也将快速提升公司销售网点总规模。火星人、亿田将推进线上线下渠道融合，通过线上渠道持续提升品牌影响力，从而带动线下渠道销售提升。
- **投资建议：**整体来看，我们认为集成灶产品力突出，由于吸烟率高、节约空间等优势，在厨电行业中的渗透率将进一步提升。通过对比分析行业内各公司的情况，我们认为在行业规模快速扩张的背景下，加快渠道布局以及品牌宣传的企业有望充分受益于行业红利。我们长期看好集成灶行业发展，目前推荐关注集成灶企业浙江美大(002677)、火星人(300894)、亿田智能(300911)和帅丰电器(605336)。
- **风险提示：**疫情反复影响客流风险，原材料价格波动风险。

重点关注公司

代码	名称	当前价格	EPS (元)			PE		
			2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
002677	浙江美大	19.23	0.84	1.00	1.17	22.89	19.23	16.44
300894	火星人	63.04	0.76	1.00	1.31	82.95	63.04	48.12
300911	亿田智能	67.32	1.75	1.78	2.20	38.47	37.82	30.60
605336	帅丰电器	28.12	1.70	1.55	1.94	16.54	18.14	14.49

数据来源：聚源数据，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：龚梦泓

执业证号：S1250518090001

电话：023-63786049

邮箱：gmh@swsc.com.cn

联系人：夏勤

电话：023-63786049

邮箱：xiaqin@swsc.com.cn

行业相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

股票家数	70
行业总市值(亿元)	16,897.43
流通市值(亿元)	14,345.59
行业市盈率TTM	18.81
沪深300市盈率TTM	14.5

相关研究

1. 清洁电器专题报告一：扫地机行业-创新拉动需求，市场持续扩容 (2021-05-20)
2. 家电行业2020年年报及2021年一季报总结：花期芬芳，静待硕果 (2021-05-07)
3. 家电行业2020年数据点评：春暖花开，轻装上阵迎接行业新起点 (2021-02-02)
4. 家电行业2020年三季报总结：花期如约至，芬芳扑面来 (2020-11-04)
5. 家电行业2021年投资策略：拐点来临，轻装上阵 (2020-11-02)
6. 家电行业专题报告：全民养生，按摩家电市场广阔 (2020-10-18)

目录

1 起于微末，集成灶的破局之路	1
2 行业格局：多品牌抢占市场，龙头集中度增加	4
2.1 品牌集中度线上、线下均提升	4
2.2 多品牌抢占市场，火星人销额市占第一	4
3 产品：集成化、高端化趋势不减，头部企业持续扩产能	5
3.1 烟灶蒸烤一体受欢迎，产品集成更多可能	5
3.2 产品结构升级，发力中高端.....	6
3.3 头部企业集体扩张产能，美大生产效率高	7
4 渠道与营销：高投入抢占市场份额，强化多元化布局	8
4.1 整体经销为主，渠道布局多元化	8
4.2 行业营销多元化，高营销投入+返利激励带来竞争优势.....	10
5 集成灶百花争艳，头部企业各有所长	13
5.1 火星人：产品设计优秀，线下+线上双轮驱动	13
5.2 亿田智能：研发投入领跑，线上布局表现亮眼	14
5.3 美大：集成灶资深引领者，经销、品牌、技术占优.....	16
5.4 帅丰：产能扩张营销加码，产品持续推新	17
6 投资建议	18
7 风险提示	18

图 目 录

图 1: 集成灶发展历史	1
图 2: 2011-2020 油烟机、集成灶百度搜索指数	2
图 3: 2016-2020 年集成灶销售规模	3
图 4: 2016-2020 年集成灶渗透率	3
图 5: 2016-2020 年油烟机销售量	3
图 6: 2021 年 1-4 月份线上 TOP 品牌集中度 (零售额)	4
图 7: 2021 年 1-4 月份线下 TOP 品牌集中度 (零售额)	4
图 8: 2021 年 1-5 月份 TOP10 品牌线下零售额占比	4
图 9: 2021 年 1-5 月份 TOP10 品牌线上零售额占比	4
图 10: 2021 年 1-5 月集成灶线下产品结构变化	5
图 11: 2021 年 1-5 月集成灶线上产品结构变化	5
图 12: 集成灶产品一览	6
图 13: 2020 年线上各价格段变化	6
图 14: 2020 年线下各价格段变化	6
图 15: 2020.01-2021.04 集成灶线上、线下均价	7
图 16: 2020 线上烟灶蒸烤一体机分价格段占比变化	7
图 17: 2020 线下烟灶蒸烤一体机分价格段占比变化	7
图 18: 2019 年各公司经销与直营营收占比	8
图 19: 2019 年各公司线上线下渠道营收占比	10
图 20: 2019 年火星人与亿田线上渠道细分营收占比	10
图 21: 2020-2021Q1 各公司线上市占率 (按销售额)	11
图 22: 2020-2021Q1 各公司线下市占率 (按销售额)	11
图 23: 2017-2021Q1 各公司销售费用率	12
图 24: 2020 年各公司销售费用重点明细	12
图 25: 2020 年各公司销售人员占比	12
图 26: 2021 年 1-4 月份线下各价格段零售额占比	14
图 27: 2021 年 1-4 月份线上各价格段零售额占比	14
图 28: 2017-2021.Q1 研发费用率	14
图 29: 下置风机 VS 后置风机示意图	14
图 30: 2021 年 4 月份线上主流品类各公司销售额占比	15
图 31: 美大第二品牌——天牛	16
图 32: 帅丰蒸烤一体旗舰款	17

表 目 录

表 1: 集成灶产品分类及特点	2
表 2: 2021 年 1-5 月份各品牌集成灶主流品类覆盖情况	5
表 3: 现阶段产能情况	8
表 4: 2019 年各公司生产效率	8
表 5: 2020 年各公司经销布局现状	9
表 6: 各公司未来经销经营计划	10
表 7: 2020 年各公司返利政策	11
表 8: 2020 年各公司营销布局现状	12
表 9: 各公司未来营销建设	13
表 10: 2021 年 4 月份品牌线上最畅销机型对比	15
表 11: 帅丰营销网络建设项目投资明细	17
表 12: 重点关注公司	18

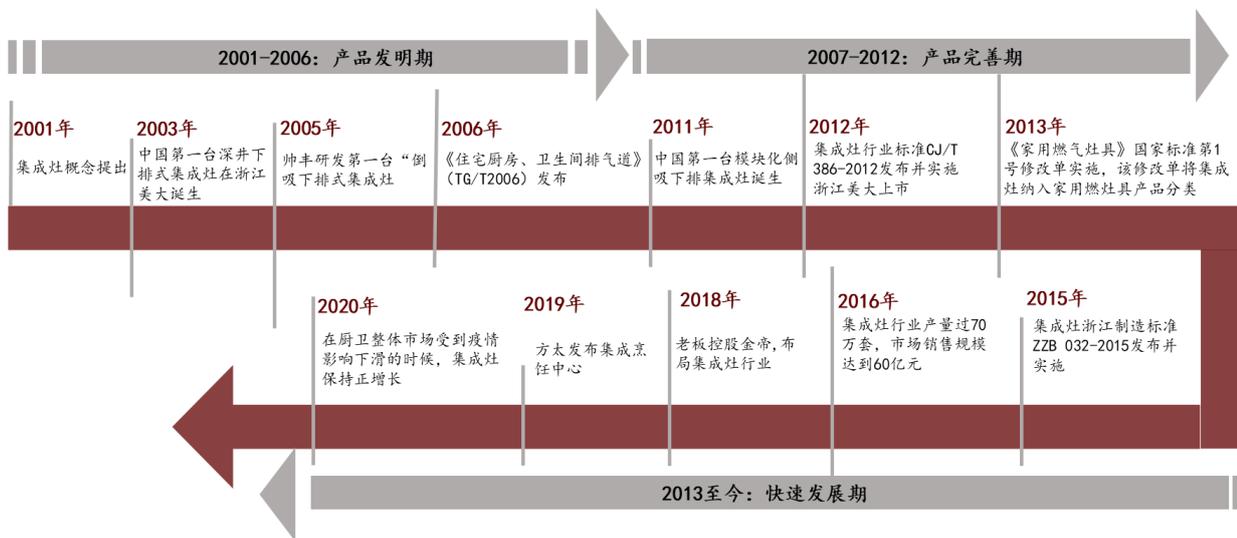
1 起于微末，集成灶的破局之路

集成灶发展历史可划分为四个阶段。第一阶段为2001年至2006年(产品发明期):2001年浙江美大首次提出集成灶概念，2003年中国第一台深井下排式集成灶在浙江美大诞生，2005年帅丰研制出第一台“倒吸下排式集成灶”。但集成灶油烟下排的特性使其烟道壁下方打孔不符合规定，直到2006年出台相关规定，才使集成灶“下部进风口”合规。在此阶段，由于与传统烟机外观与技术差异较大，市场教育不充分，行业参与者较少等原因，集成灶渗透率较低，处于缓慢发展阶段。

第二阶段为2007年至2012年(产品完善期):随着产品的不断改进，产品整体性能有明显的提升，口碑效应逐步形成。此阶段，中国第一台模块化侧吸下排集成灶于2011年诞生。2012年国家住房与城乡建设部制定了集成灶强制性标准，集成灶行业开始逐步进入规范化、标准化发展阶段。2012年浙江美大上市。但传统厨电产品的普及也导致消费者对分离式吸油烟机和燃气灶的结构设计存在先入为主的固定印象和消费习惯，一定程度上制约了集成灶的大规模普及。

集成灶作为一款差异化产品，优缺点都很明显。集成灶超高的吸油烟率是推动其市场发展的关键动力，其次集成化设计提高空间利用率，符合厨电集中化的趋势；其一体化设计融入智能联动，使烹饪更为简单。但集成灶普及仍受到一些阻碍。集成灶下排风设计需要改造烟道，不符合众多已建楼房的烟道布局，下排风可能产生的油烟倒灌、下方烟道对地柜空间的占用也成为了消费者购买集成灶时的顾虑。

图 1：集成灶发展历史



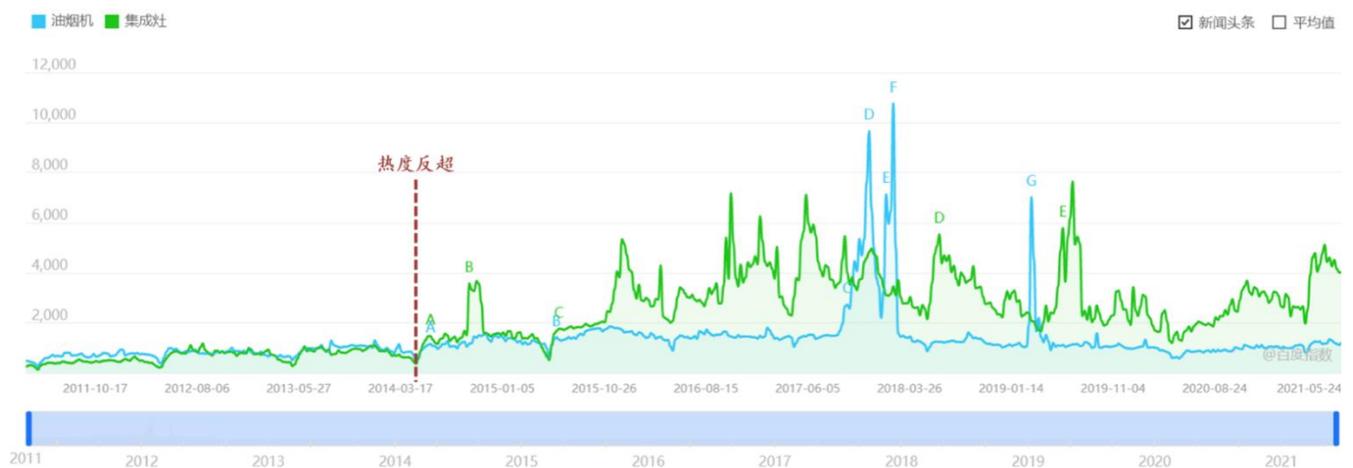
数据来源：，西南证券整理

表 1：集成灶产品分类及特点

	第一代产品 深井式集成灶	第二代产品 侧吸式集成灶	第三代产品 侧吸模块化集成灶
推出时间	2003 年	2005 年	2011 年
产品特点	灶面采用下凹设计，吸风口在灶具四周。	通过侧面的吸烟腔，解决第一代集成灶产品所存在的技术性、安全线、结构性缺陷，灶具无限制	模块式结构，将吸油烟机、燃气灶、消毒柜/蒸箱/烤箱进行独立式设计，功能丰富，空间巧妙集成。
产品优势	极近的距离吸走油烟，具有较好的吸油烟效果。	油烟分离、有效降低了热效率的损失、吸烟腔清洁更方便。	大幅提高厨房空间利用率，解决集成灶清洗、维护等难题，功能多样。
产品发展	存在着一定安全隐患，清洗困难，热效率低，灶具限制等，限制了产品的市场推广和普及。	是目前市场上的“主力军”，随新产品推出，多家企业进入集成灶领域，市场参与者不断增加。	是行业“新生代”产品，随产品技术革新，消费者认知度和接受度大幅提升，市场规模不断扩大。
示意图			

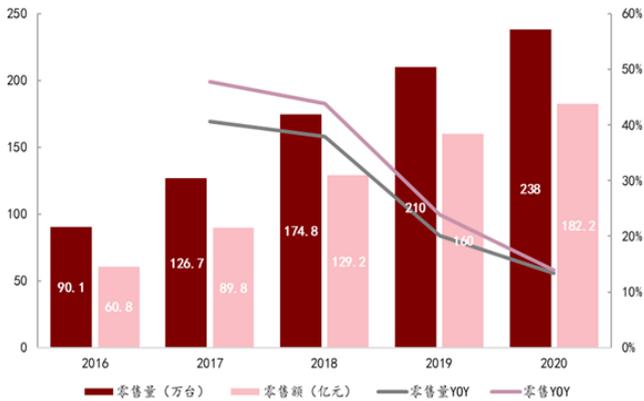
数据来源：集成灶企业招股说明书，西南证券整理

第三阶段为 2013 年至今（快速发展期）：2014 年起，集成灶百度搜索指数开始超过油烟机热度。2016 年集成灶行业产量超过 70 万套，市场销售规模达到 60 亿元。2017 年开始，美的、帅康、名气、万和等品牌都先后进入集成灶市场，对整个集成灶的销量扩充起到推波助澜的作用。由于集成灶整体的价格相对较高，主流厨电品牌进入之后，有的主攻低端市场，有的则做高端市场，使整体价格受众面拉宽，覆盖至更多的用户群体，对整个行业的发展起到积极作用。

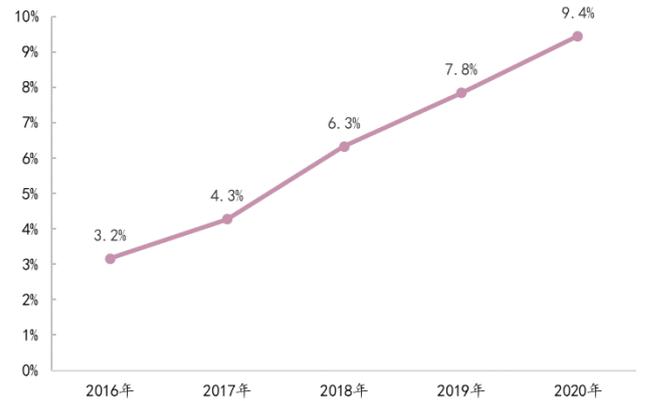
图 2：2011-2020 油烟机、集成灶百度搜索指数


数据来源：百度图片、淘宝店铺，西南证券整理

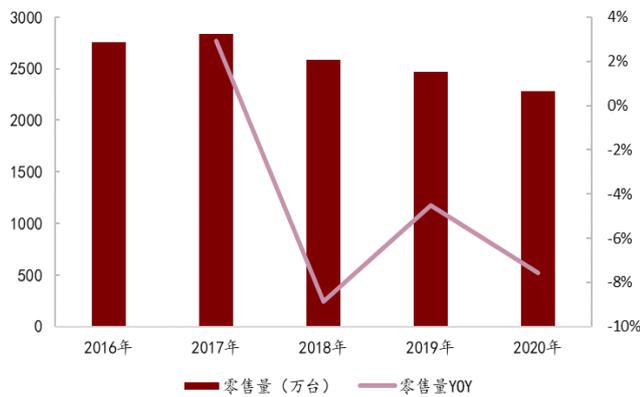
传统厨电品类增速放缓，集成灶持续高速增长。集成灶作为一款集烟、灶、蒸、烤、消等多功能于一身的产品，契合了产品功能集约的消费风潮。2016年-2020年，集成灶渗透率从3.2%提升至9.4%。（注：集成灶渗透率=集成灶销量/（集成灶销量+油烟机销量））而传统油烟机增速逐步放缓，疫情影响下，油烟机销量明显下滑。根据奥维云网数据显示，2020年油烟机零售量为2283万台，同比下降7.6%。随着集成灶渗透率加速提升，疫后集成灶零售量率先恢复增长。2020年集成灶零售量为238万台，同比上涨12%。

图 3：2016-2020 年集成灶销售规模


数据来源：中怡康，西南证券整理

图 4：2016-2020 年集成灶渗透率


数据来源：奥维云网，西南证券整理

图 5：2016-2020 年油烟机销售量


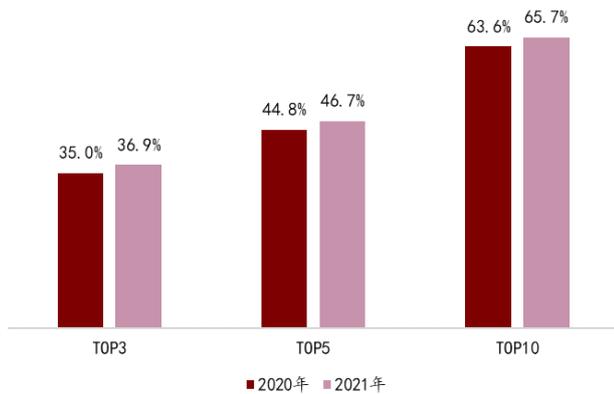
数据来源：奥维云网，西南证券整理

2 行业格局：多品牌抢占市场，龙头集中度增加

2.1 品牌集中度线上、线下均提升

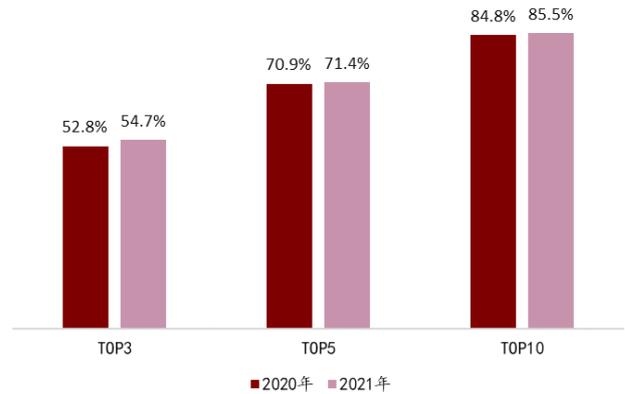
品牌集中度进一步提升。在行业发展初期，集成灶品牌不断增多，随着行业发展，龙头公司逐渐脱颖而出。奥维云网最新数据显示，2021年1-4月线上集成灶市场TOP3/TOP5/TOP10零售额市场份额为36.7%/46.7%/65.7%，同比上涨1.9pp/1.9pp/2.1pp，线上集中度小幅提升；线下集成灶市场TOP3/TOP5/TOP10零售额市场份额为54.7%/71.4%/85.5%，同比提升1.9pp/0.5pp/0.7pp，线下集中度略有上升。

图6：2021年1-4月份线上TOP品牌集中度（零售额）



数据来源：奥维云网，西南证券整理

图7：2021年1-4月份线下TOP品牌集中度（零售额）



数据来源：奥维云网，西南证券整理

2.2 多品牌抢占市场，火星人销额市占第一

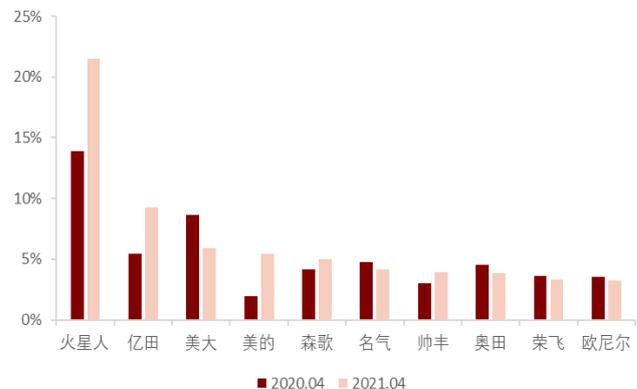
线下TOP10品牌中，美的、火星人零售额占比提升显著，美的线下零售额市占16.7%，同比增加4.4pp；火星人线下零售额市占20%，同比提升8.7pp，超过去年同时期第一名浙江美大。线上TOP10品牌中，亿田、火星人零售额占比提升，火星人线上零售额市占21.5%，同比增加7.7pp；亿田线上零售额市占9.3%，同比提升3.8pp。

图8：2021年1-5月份TOP10品牌线下零售额占比



数据来源：奥维云网，西南证券整理

图9：2021年1-5月份TOP10品牌线上零售额占比



数据来源：奥维云网，西南证券整理

3 产品：集成化、高端化趋势不减，头部企业持续扩产能

3.1 烟灶蒸烤一体受欢迎，产品集成更多可能

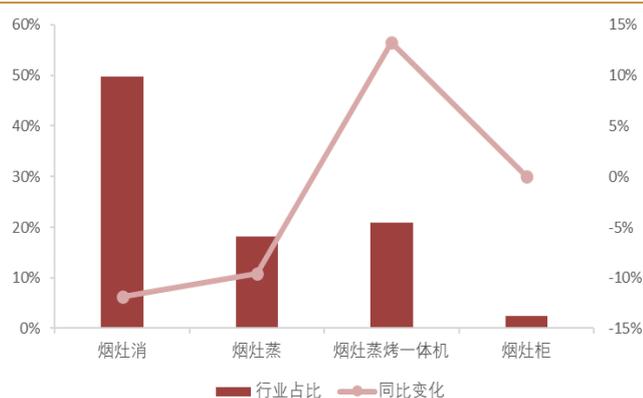
烟灶蒸烤一体是目前最受欢迎的品类，头部品牌均有布局。烟灶蒸烤一体机集合了蒸烤功能，节省了厨房空间，还附带了加湿烤功能，成为集成灶市场的爆款。根据奥维云网数据显示，线上市场中烟灶蒸烤一体销售额市占最高为 33.02%，线下市场中传统的烟灶消占据半壁江山，销售额市占达 49.73%。从份额变化来看，传统烟灶消销售额占比逐步下滑，而烟灶蒸烤一体机占比稳步提升。2021 年 1-5 月，烟灶蒸烤一体机线上销售额占比提升 20.6pp，线下销售额占比提升 13.3pp。虽然传统烟灶消目前销售占比高，但是逐步呈现下降趋势。2021 年 1-5 月，烟灶消线上销售占比减少 13.1pp，线下销售额占比减少 11.9pp。

表 2：2021 年 1-5 月份各品牌集成灶主流品类覆盖情况

品牌	烟灶柜	烟灶消	烟灶蒸	烟灶蒸烤	烟灶蒸烤一体
火星人	√	√	√	√	√
浙江美大	√	√	√		√
亿田股份	√	√	√	√	√
帅丰电器	√	√	√		√
线上均价	4926 元	4684 元	8965 元	7140 元	9494 元
线上零售额行业占比	4.22%	36.69%	19.07%	1.75%	33.02%
线下均价	6025 元	7755 元	11535 元	15365 元	12418 元
线下零售额行业占比	2.54%	49.73%	18.2%	7.35%	20.82%

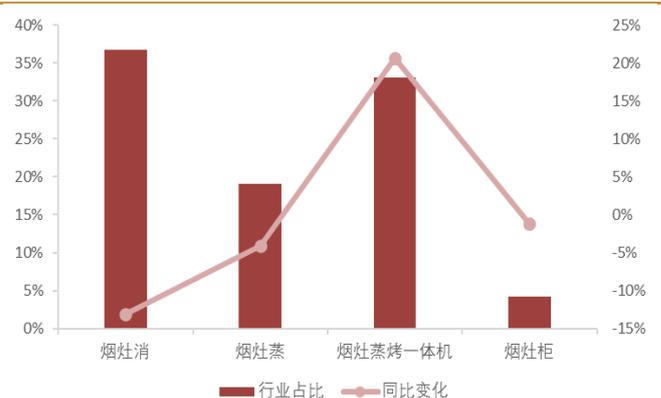
数据来源：奥维云网，西南证券整理

图 10：2021 年 1-5 月集成灶线下产品结构变化



数据来源：奥维云网，西南证券整理

图 11：2021 年 1-5 月集成灶线上产品结构变化



数据来源：奥维云网，西南证券整理

图 12: 集成灶产品一览

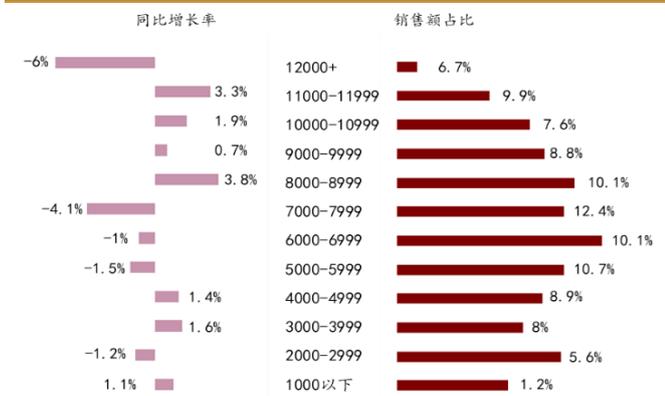


数据来源: 百度图片、淘宝店铺, 西南证券整理

3.2 产品结构升级, 发力中高端

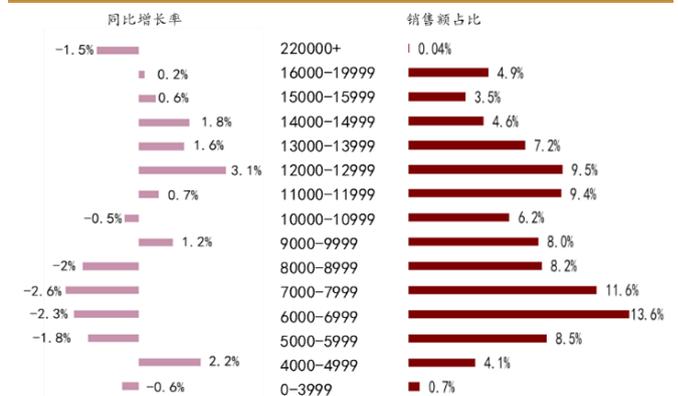
高端化趋势不减。奥维云网数据显示, 无论是线上线下, 万元以上价位销售额占比增长幅度最大。2021 年 1 月至今, 线上、线下均价总体呈爬升态势, 线下均价显著高于线上。2021 年 2 月, 线下均价突破 9000 元, 高价持续至 4 月份。2020 年线下价格升级明显, 5000-8999 元价格段销额占比均同比下滑, 11000-19999 元价格段销额占比均有提振。

图 13: 2020 年线上各价格段变化



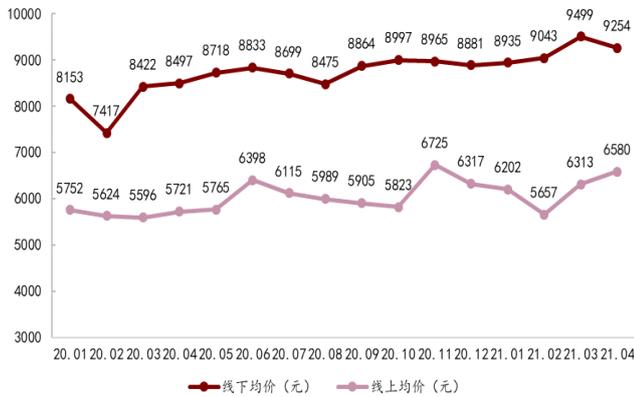
数据来源: 奥维云网, 西南证券整理

图 14: 2020 年线下各价格段变化

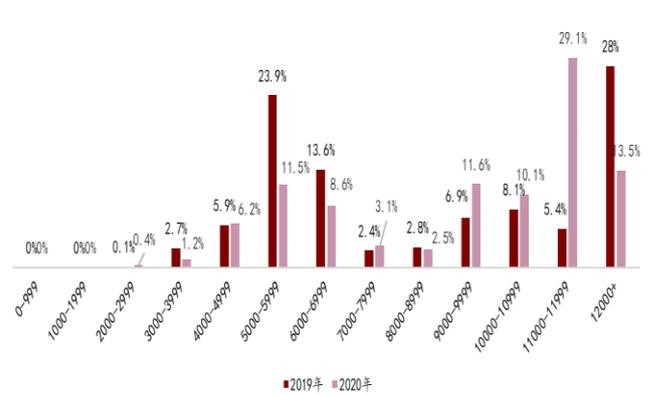


数据来源: 奥维云网, 西南证券整理

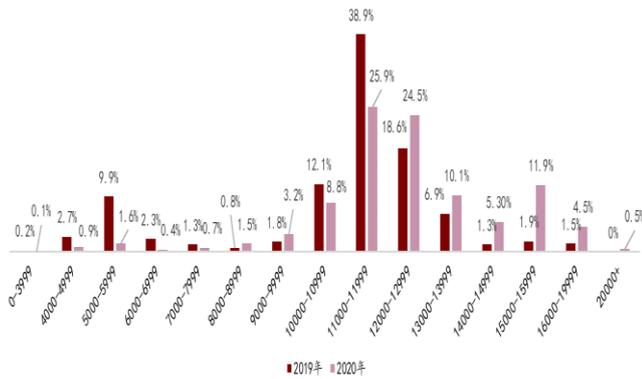
烟灶蒸价格下降, 烟灶蒸烤一体机高端化明显。奥维云网数据显示, 2020 年烟灶蒸线上/线下均价分别减少 1305/649 元。烟灶蒸烤一体机融合了蒸箱和烤箱, 让集成灶的内部空间得到极大优化, 对传统烟灶消品类形成冲击, 更好的溢价能力使得众多品牌布局烟灶蒸烤一体机。奥维云网数据显示, 2020 年烟灶蒸烤一体机线上、线下高端价位占比明显增长, 产品升级效果显著。

图 15：2020.01-2021.04 集成灶线上、线下均价


数据来源：奥维云网，西南证券整理

图 16：2020 线上烟灶蒸烤一体机分价格段占比变化


数据来源：奥维云网，西南证券整理

图 17：2020 线下烟灶蒸烤一体机分价格段占比变化


数据来源：奥维云网，西南证券整理

3.3 头部企业集体扩张产能，美大生产效率高

头部企业均在扩张产能。火星人、亿田智能、帅丰电器 2020 年上市募资扩张产能，缓解产能紧张情况。火星人募集资金 8.7 亿元，拟主要用于集成灶产业园建设、集成灶生产线升级以及研发中心信息化建设；帅丰电器募集资金 7.9 亿元，拟投资于生产项目和营销网络，募集资金投资项目建成投产后，将形成每年新增 40 万台集成灶、3 万台洗碗机及 2.5 万套橱柜的生产能力；亿田智能拟募资 7.8 亿元用于建设环保集成灶产业园以及信息化建设等，预计新增集成灶产能 15 万套/年。

浙江美大产能领先，生产效率高。浙江美大上市时间长，长期处于业内领先地位，产销量高，规模效应强，现阶段产能 55 万台/年，远超其他三家，仍在建设的集成灶及高端厨房电器产品项目，后续完成后产能还可以继续扩张。2019 年浙江美大生产人员人均产量 452.6 万台，是第二名火星人的约 1.5 倍，说明公司管理效率、生产效率在业内优势显著。

表 3：现阶段产能情况

品牌	现阶段产能（万台）	未来新增产能项目	未来可新增产能（万台）
火星人	16.5	智能集成灶产业园项目	15
		集成灶生产线升级扩产项目	10
浙江美大	55	年新增 110 万台集成灶及高端厨房电器产品项目	一期项目已投产，产能完全释放后将新增年产能 30 万台，后续项目完成可再增 50 万台
亿田智能	17.5	环保集成灶产业园项目	15
帅丰电器	16	高效节能集成灶产业化示范项目	40

数据来源：招股说明书、年度报告，西南证券整理

表 4：2019 年各公司生产效率

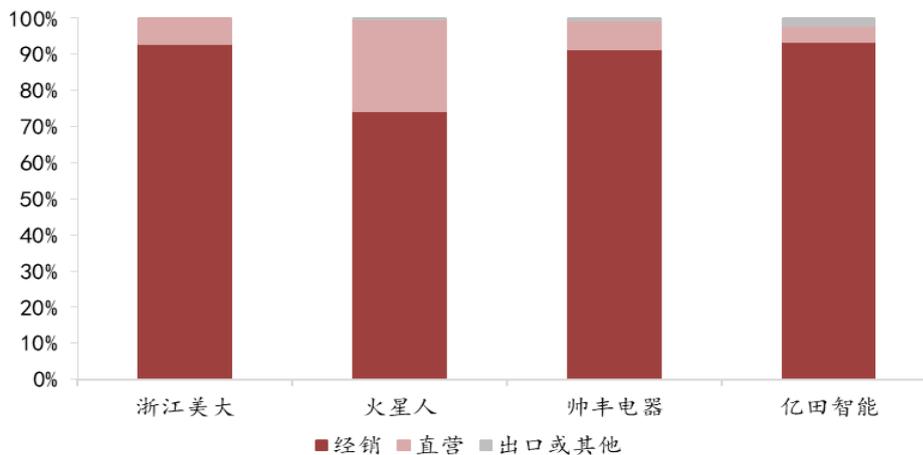
品牌	产量（万台）	生产人员平均数量（人）	人均产量（台）
火星人	19.37	649	298.52
浙江美大	37.84	836	452.62
亿田股份	13.65	738	185.1
帅丰电器	15.67	636	246.52

数据来源：火星人招股说明书，西南证券整理

4 渠道与营销：高投入抢占市场份额，强化多元化布局

4.1 整体经销为主，渠道布局多元化

集成灶行业公司以经销为主，直营为辅。从板块内四家上市公司来看，2019 年美大、火星人、帅丰、亿田的经销营收占比分别为 93%/74.4%/91.51%/93.62%，经销为主要销售模式。其中，火星人直营比例相对较高，达 25.4%，主要是线上直营比重较大所致。

图 18：2019 年各公司经销与直营营收占比


数据来源：公司年报、招股说明书，西南证券整理

集成灶行业公司经销渠道布局整体呈现多元化特征。从四家公司来看，截至 2020 年，美大、火星人、帅丰、亿田均积极推动经销渠道多元化，除了与传统经销商建立合作外，也同时深入拓展工程、家装以及 KA 渠道，并不断推进渠道下沉。我们认为，集成灶兼具建材与电器属性，故渠道也不断向多元化发展。建材属性下集成灶与住宅销售挂钩，故行业内公司积极深耕工程、家装渠道；电器属性下集成灶具有电器商品特征，故行业内公司依赖于传统经销商、KA 渠道以及下沉渠道以拓宽销售网络。

行业内龙头企业均具有较完善的经销网络。截至 2020 年，美大在全国已有超过 1600 家一级区域经销商，终端数量超过 3300 家，居于行业之最。火星人、帅丰、亿田的经销商数量也均在 1200 家以上，销售终端均遍布全国大多数区域。我们认为，集成灶属于单位价值较高的厨电产品，线下实体店带给消费者的直观体验较为重要，故行业内公司需通过大量经销商在全国建立覆盖广泛的实体网络。

此外，行业内公司注重工程、家装、KA 以及下沉渠道的全面发展。工程、家装渠道方面，四家公司积极与工程项目、地产商、家装企业等建立合作。KA 渠道方面，截至 2020 年，美大、火星人进驻的苏宁、国美、红星美凯龙、居然之家等主流 KA 门店分别达 800 多家、280 家，取得领先优势。下沉渠道方面，2020 年火星人渠道下沉进展显著，该年火星人新增京东小店、天猫优品网点 1700 多家，苏宁零售云网点开发 900 多家。

表 5：2020 年各公司经销布局现状

公司	经销商数量	销售终端数量	工程、家装渠道	KA 渠道	下沉渠道
浙江美大	1600+一级区域经销商； “天牛”新品牌签约经销商 349 家，开设门店 50 家	3300+	1.2020 年实施了 10+个精装工程项目 2.已开始与头部地产商洽谈合作	2020 年国美、苏宁、红星美凯龙、居然之家等 KA 门店超 800 家	-
火星人	1293	1790	1.2020 年成立工程销售部，签约多家战略客户 2.入驻第三方 B2B 建材采购交易平台“采筑” 3.已与国内主流装修公司、家居定制公司、燃气公司等建立合作	2020 年苏宁、国美、地方性 KA 门店达 280 家	2020 年新增京东小店、天猫优品网点 1700+，苏宁零售云网点开发 900+
帅丰电器	1200+一级区域经销商	1500+	1.2018 年推出工程系列产品，2019 年渠道款产品营收占比达 22% 2.2020 年成立家装部，协助近百家经销商与家装公司合作	-	-
亿田智能	1383	遍布全国绝大多数区域	1.2020 年挺进 500 强地产首选供应商，入选百强地产采购目录 2.与全国 300 多家装企业签约	2018 年居然之家、红星美凯龙成为公司新股东	-

数据来源：公司年报、招股说明书，西南证券整理

从四家公司未来经销计划来看，渠道多元化仍是行业未来方向。2021 年美大将基于“美大”、“天牛”双品牌运作新增经销商和门店，帅丰也将快速提升公司销售网点总规模，都采取线下快速扩张路线。火星人、亿田将推进线上线下渠道融合，通过线上渠道持续提升品牌影响力，从而带动线下渠道销售提升。另外，四家公司都将加强工程、家装、KA 等多元化渠道的布局 and 开发，并坚持实施渠道下沉策略。

表 6：各公司未来经销经营计划

公司	线下经销	工程、家装渠道	KA 渠道	下沉渠道
浙江美大	1.双品牌运作，2021 年将新增千家经销商和千家终端门店 2.提高单店产出，培养大商 3.推进渠道下沉和扁平化	加快推进	加快推进	积极开发苏宁、京东、天猫下沉渠道网点
火星人	线上线下渠道相结合	做大做强工程渠道	持续优化	全面发展下沉渠道
帅丰电器	1.快速提升公司销售网点总规模 2.一城多形态终端	工程积极布局，家装快速拓展	快速拓展，提升 KA 进驻率	快速拓展下沉渠道
亿田智能	线上线下全渠道融合	加大开发力度	积极布局发展	正在采取渠道下沉管理策略

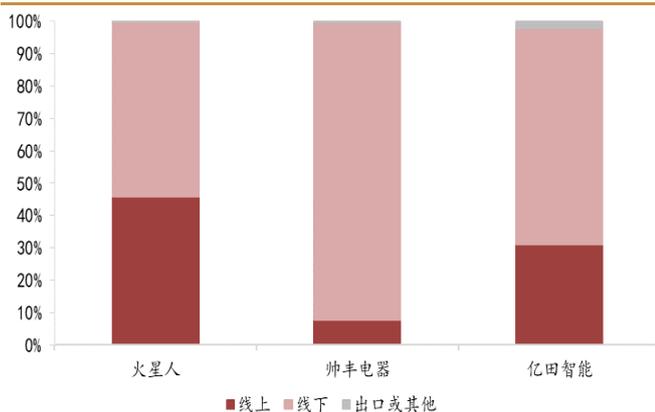
数据来源：公司年报、招股说明书，西南证券整理

4.2 行业营销多元化，高营销投入+返利激励带来竞争优势

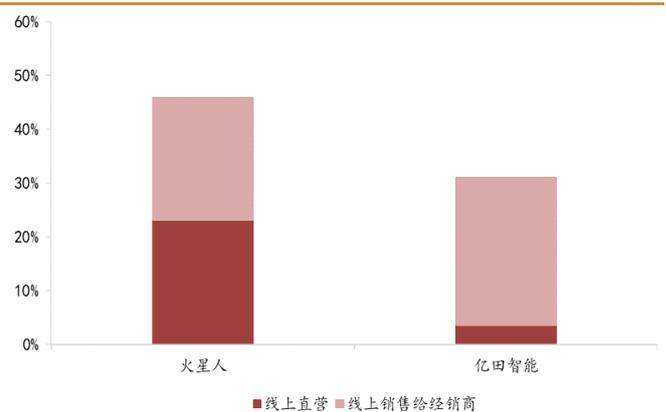
线下销售为主，逐渐重视线上渠道。从四家公司来看，2019 年，火星人、帅丰、亿田线下营收占比分别为 54%、91.8%、67%。其中火星人线上营收占比最高，但线下销售比例仍过半。我们认为，行业内公司自成立起长期深耕线下渠道，线上渠道发展起步较晚，虽然公司已普遍开始重视线上渠道，但目前仍以线下为主。

火星人线上业务领先于行业。火星人、亿田在四家公司中线上销售比例较高，拆分来看，亿田的线上业务主要是线上销售给经销商，营收占比为 27.3%，线上直营营收占比仅为 3.7%。火星人线上直营、线上销售给经销商的营收占比分别为 23.1%/22.6%，其线上直营比例远超同行。

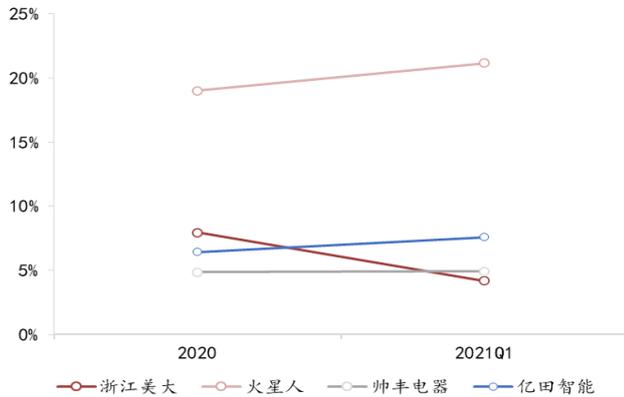
2021Q1，火星人线上、线下市占率分别为 21.2%/20.4%，线上业务维持了一直以来的优势，线下业务则首次超过美大成为行业第一。我们认为，火星人抓住电商发展风口，完善线上布局，累积到一定体量后也有效反补线下，实现了线上线下的协同。

图 19：2019 年各公司线上线下渠道营收占比


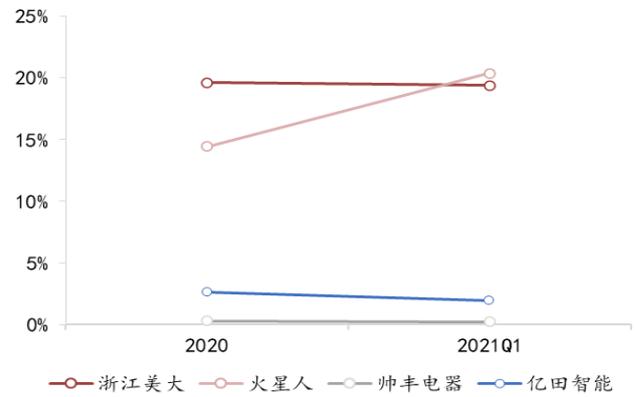
数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 20：2019 年火星人与亿田线上渠道细分营收占比


数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 21：2020-2021Q1 各公司线上市占率（按销售额）


数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 22：2020-2021Q1 各公司线下市占率（按销售额）


数据来源：奥维云网，西南证券整理

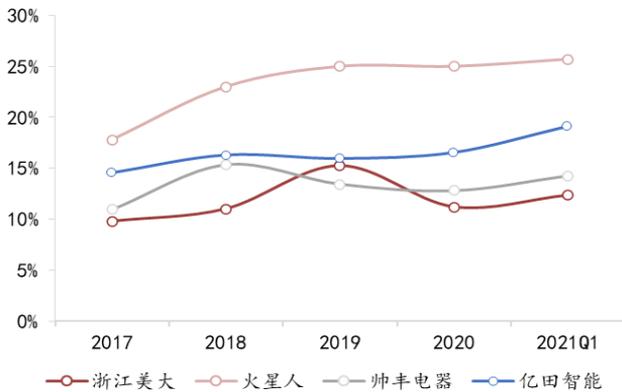
返利政策激励方面，2020 年，以火星人为代表的返利政策包括任务型返利、线上销售返利、促销及其它返利三大类型，帅丰、亿田目前也与其类似。其中，任务型返利、促销及其它返利主要是激励经销商完成销售目标或进行形象升级、门店扩展、促销推广等其他活动。线上销售返利则平衡了线上渠道与经销商之间的利益，这种模式下，线上销售后由经销商提供安装、售后等服务，经销商从中获取返利。我们认为，通过合理的返利政策机制，火星人成为了线上线下的协同发展的代表，即经销商基于返利会推动线上业绩增长，线上业绩增长带来品牌影响力和口碑提升后，也会推动线下门店的销售提升和进一步发展。

表 7：2020 年各公司返利政策

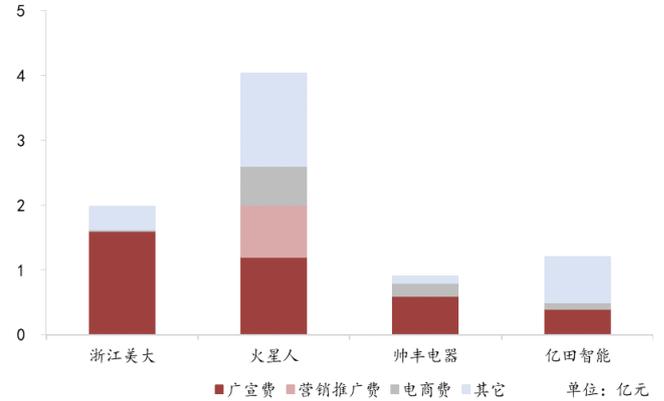
公司	是否有返利政策	任务型返利	线上销售返利	促销及其它返利
浙江美大	√	具体返利类型未披露		
火星人	√	年度销售返利	线上销量专项返利	日常返利
帅丰电器	√	年度返利	市场推广返利	广告返利、装修返利、活动返利、信息维护返利
亿田智能	√	年度返利、季度返利	线上服务返利	新店返利、订货返利、入驻卖场返利、日常促销返利

数据来源：公司年报、招股说明书，西南证券整理

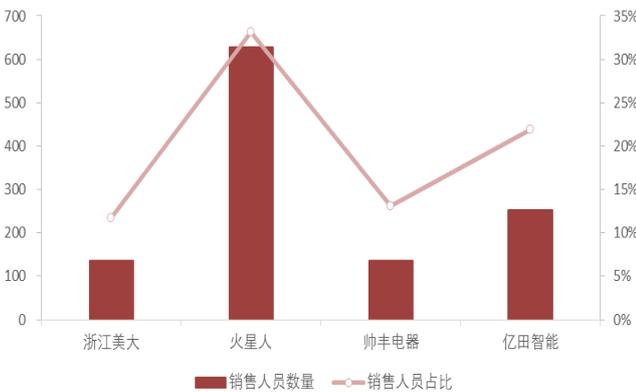
营销投入方面，火星人营销投入持续加码，显著高于行业内其他公司。2017-2021Q1，火星人销售费用率持续领先于同行，且总体呈上升趋势。拆分来看，火星人重视营销推广和电商发展。2020 年销售费用重点构成明细中，火星人的广宣费和营销推广费之和显著高于同行，且电商投入也明显高于帅丰。销售人员方面，火星人员工中销售人员数量和占比远高于同行。2020 年，火星人销售人员数量达 628 人，员工占比为 33.1%。

图 23：2017-2021Q1 各公司销售费用率


数据来源：Choice 数据库，西南证券整理

图 24：2020 年各公司销售费用重点明细


数据来源：公司年报，西南证券整理

图 25：2020 年各公司销售人员占比


数据来源：公司年报，西南证券整理

行业内龙头公司均实行模式相似的多元化营销。2020 年，四家公司在传统媒体、交通枢纽、户外广告、新媒体均进行营销投入。此外，近年来火星人、帅丰、亿田还邀请明星进行代言。

表 8：2020 年各公司营销布局现状

公司	传统媒体	交通枢纽	户外广告	新媒体	明星代言
浙江美大	央视、重点城市地方电视媒体	冠名全国高铁专列线路 20+，全国各地 160+ 高铁站大型 LED 广告	户外高炮	头条、抖音、小红书、快手；直播	-
火星人	央视	铁路局列车电视广告，38 个高铁站、机场广告	城市地标广告	头条、抖音、小红书、好好住、微博、公众号、贴吧；直播；KOL 带货	黄磊等知名艺人
帅丰电器	央视、重点城市地方电视媒体、电台	2020 年新增 20 组高铁列车冠名，多个高铁站、机场广告	户外高炮	头条、抖音、小红书、西瓜视频；直播	海清等知名艺人
亿田智能	央视、地方卫视；行业杂志	高铁站、机场	户外媒体	互联网媒体	林志颖等知名艺人

数据来源：公司年报、招股说明书，西南证券整理

行业内龙头公司未来仍将持续加强营销建设。美大、火星人将同时加强深化线上线下布局，帅丰、亿田将进行营销支持建设。其中，帅丰未来3年拟将2亿募集资金用于营销网络建设项目，包括体验店、路演车、营销信息系统、市场推广费等。亿田打造“阿米巴”营销系统，并将以业务小单元进行营销运作。

表 9：各公司未来营销建设

公司	营销建设
浙江美大	线上壮大官方商城、抖音直卖店；线下优化双品牌经销网络
火星人	拓展门店，推进渠道多元化
帅丰电器	未来3年拟将2亿募集资金用于营销网络建设项目。 1.重点城市新建24家体验店，投放200辆路演车 2.进行营销信息系统建设，加强经销商管理 3.未来3年拟投入5600万市场推广费
亿田智能	打造“阿米巴”营销系统，将营销系统划分为销售省区、工程、家装、电商、招商等多个业务小单元

数据来源：公司年报、招股说明书，西南证券整理

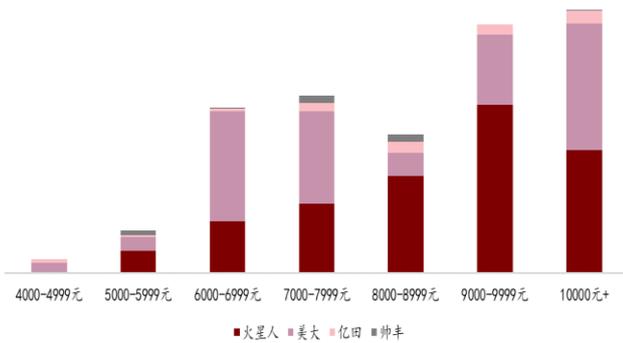
5 集成灶百花争艳，头部企业各有所长

5.1 火星人：产品设计优秀，线下+线上双轮驱动

火星人注重产品设计，关注年轻消费者对产品的体验感。其中公司设计推出的“X7”集成灶产品荣获了“IF设计金奖”、“红点设计奖”、“中国设计红星奖”以及“AWE2020艾普兰奖优秀产品奖”等国内外知名奖项。2020年，公司获得由法国INNODESIGNPRIZE国际创新设计大奖组委会主办的“第七届法国INNODESIGNPRIZE国际创新设计大赛奖”，获得由德国红点奖机构主办的“当代好设计金奖U6”、“当代好设计奖Q3”等荣誉。公司产品凭借优良的产品质量和精致的外观设计，在消费者群体中形成了良好的口碑。

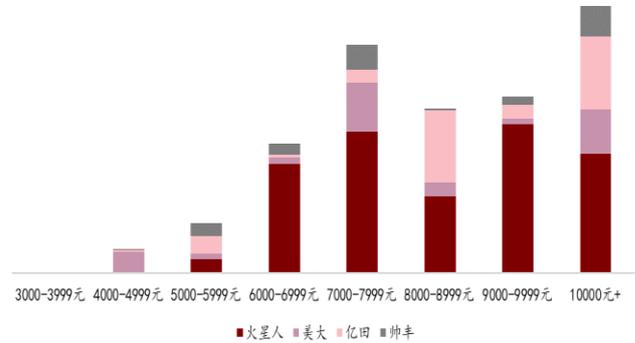
公司现已构建起经销、直营及电商相结合，线上与线下渠道相结合的立体营销体系，持续保持电商平台优势，推进渠道下沉，积极布局程渠道、整装渠道，积累规模优势，2021年以来火星人线上、线下销售额市占均位列第一。火星人定位中高端，在线下中高端价位保持优势地位，在多价格段表现均远超亿田和帅丰。线下市场中，火星人和浙江美大为第一梯队，4000元以上所有价格段市占最高的均为火星人或者浙江美大。火星人在线上市场多价位表现拉开美大。火星人在线上仍走中高端路线，5000元以下价位没有产品布局，6000元以上各价位段均在4家公司中独占鳌头。

图 26：2021 年 1-4 月份线下各价格段零售额占比



数据来源：奥维云网，西南证券整理

图 27：2021 年 1-4 月份线上各价格段零售额占比



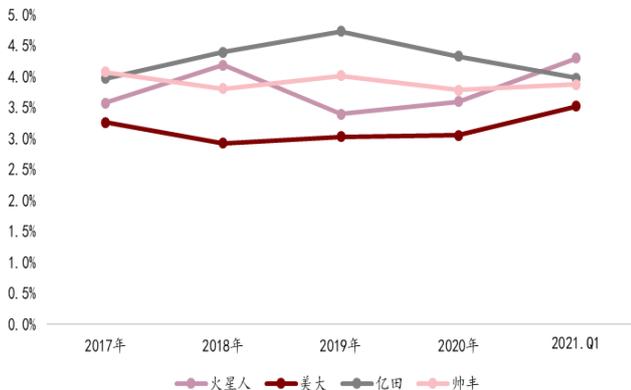
数据来源：奥维云网，西南证券整理

5.2 亿田智能：研发投入领跑，线上布局表现亮眼

亿田重视技术研发，独创下置风机技术。2018-2020 年，亿田智能研发费用率都在 4% 以上，为 4 家最高。亿田独创电机下置专利，这个专利使得亿田的产品能在同尺寸的大小产品上加大容量，亿田将该专利运用于独立蒸烤集成灶 S 系列，相较于其他后置风机的集成灶产品，使得机身的前后纵向空间得到释放，从而进一步降低了噪音，也提升了内部空间利用率。目前下置风机的集成灶产品仅公司拥有，在众多集成灶产品中形成差异化竞争。

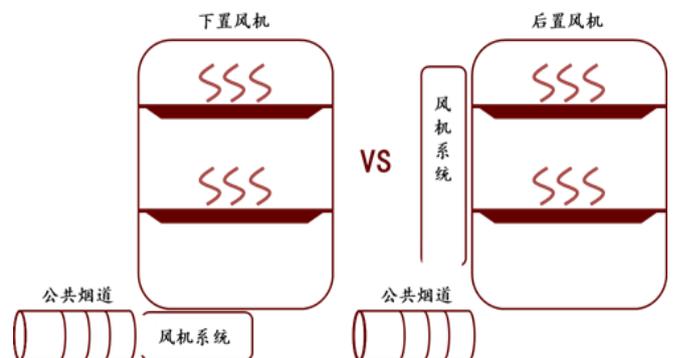
亿田是产品驱动型公司，做到发布一台、储备一台、研发一台，实现产品领先。对比四家头部企业 4 月份线上最畅销机型，亿田多方面表现优异，性价比高。烟机性能上：从数据来看，风量最高的为亿田；灶机性能上：火力最大的为亿田，满足爆炒要求。蒸烤功能上：蒸烤箱容积最大的为亿田和帅丰；总的来看，亿田的各项性能指标都比较优秀，还附带了保温置物台功能，均价 10818 元，为 4 款价格最低，性价比不错，在线上市场销量第一（AVC 数据监测）。

图 28：2017-2021.Q1 研发费用率



数据来源：choice，西南证券整理

图 29：下置风机 VS 后置风机示意图



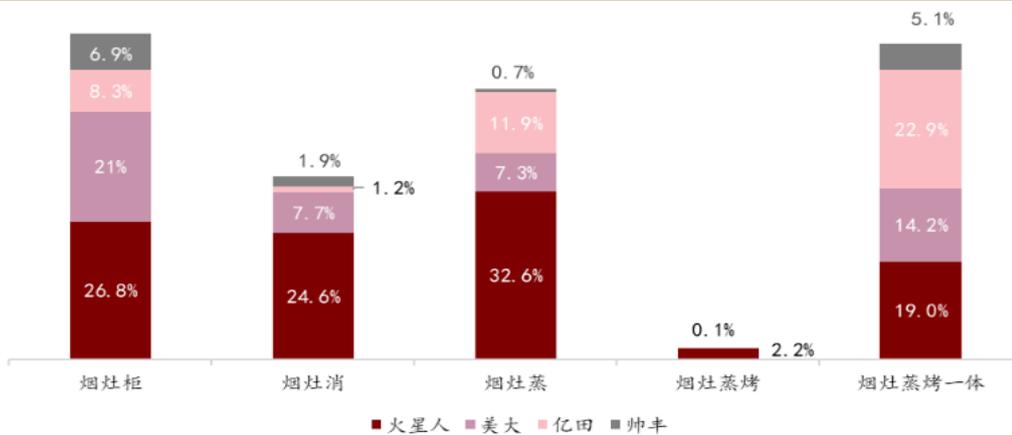
数据来源：公开资料整理，西南证券整理

表 10：2021 年 4 月份品牌线上最畅销机型对比

		火星人	美大	亿田	帅丰
型号		E5BC01	Z20-ZK	D2ZK	U1M-7B
2021 年 4 月份线上均价		12017 元	11170 元	10818 元	12180 元
2021 年 4 月份线上销售量市占		2.87%	1.31%	4.29%	0.65%
吸烟	风压	370Pa	400pa	400pa	450pa
	吸烟风量	17m³/min	16m³/min	18m³/min	16m³/min
	入口油网	特氟龙油网	无油网	无油网	无油网
灶机	热效率	一级	一级	一级	一级
	火力大小	4.2kw	4.2kw	5kw	4.5kw
	台面	钢化玻璃	钢化玻璃	钢化玻璃	钢化玻璃
蒸烤	蒸箱容积	60L	62L	66L	70L
	内胆	瓷膜涂层不锈钢	不锈钢	不锈钢	搪瓷
	温度控制	一度温度精控	一度温度精控	一度温度精控	一度温度精控
	蒸烤门体	钢化玻璃/三重隔热	钢化玻璃/三重隔热	钢化玻璃/三重隔热	钢化玻璃/三重隔热
	水箱	内置	外置/蒸汽后排	外置/蒸汽后排	外置/蒸汽后排
有无保置物台		无	无	有	无

数据来源：京东、淘宝、奥维云网，西南证券整理

重视线上渠道建设，线上表现优异。为了顺应电子商务的快速发展，公司积极加强了电商渠道建设，电商渠道方面突破瓶颈，实现线上线下融合。以前由经销商承担价格波动和费用风险，现在将产品分为线上款和线下款，由企业承担费用风险，线上抢占排名，形成线上线下合力。奥维云网数据显示，2021 年 1 月-5 月，亿田线上零售额市占 9.3%，同比增加 3.8%，位列第二；亿田智能在烟灶蒸烤一体品类的的线上市占份额达 22.9%，超过火星人份额 19%，整体拉高了亿田智能在线上高价位段的表现。

图 30：2021 年 4 月份线上主流品类各公司销售额占比


数据来源：奥维云网，西南证券整理

5.3 美大：集成灶资深引领者，经销、品牌、技术占优

渠道方面，截至 2020 年，美大的经销商数量、销售终端数量、进驻 KA 门店数量分别超过 1600、3300、800 家，位居行业之最，且布局数量显著高于火星人、帅丰、亿田等其他龙头企业。目前集成灶行业仍以经销与线下销售为主，我们认为美大的经销优势具有护城河壁垒作用，为其进一步抢占赛道提供了深厚基础。

品牌方面，2020 年美大开启双品牌运作战略，推出第二品牌天牛。天牛品牌产品由美大资深研发团队设计打造，定位时尚年轻的大众消费群体，并提出“乐享新厨房”的品牌主张。2020 年“天牛”新品牌签约经销商 349 家，开设门店 50 家。公司通过实施双品牌战略，有利于覆盖更多消费群体，提升销售收入和市场份额，巩固公司在厨电行业的领头品牌地位。

图 31：美大第二品牌——天牛



数据来源：天牛微信公众号，西南证券整理

此外，2020 年美大持续推进技术升级，发展动力十足。技术方面，公司全年申请专利 30 项，专利授权 4 项；并研发了直流变频无刷电机技术、低阻静吸排烟系统技术、智能自动启闭阻逆风门技术、智能手势感应技术等多项行业领先技术，体现了集成灶行业现阶段的最高水平。

5.4 帅丰：产能扩张营销加码，产品持续推新

根据公司招股说明书，帅丰拟分别将 9.7 亿元、2 亿元募集资金用于年新增 40 万台智能化高效节能集成灶产业化示范项目和营销网络建设项目，以进行产能扩张和营销建设。产能扩张项目从 2017 年起历时 3 年，项目建成后可形成年产 40 万台智能化高效节能集成灶的生产能力。营销建设项目约从 2018 年起历时 3 年，将重点进行城市体验店建设、路演车投放、营销信息系统完善以及营销费用投放。我们认为，帅丰作为集成灶行业内优质企业，随着产能逐步释放、营销力度不断加强，其销售与市场份额有望稳步提升。

表 11：帅丰营销网络建设项目投资明细

项目	投资金额（万元）	比例
体验店	8841.7	43.9%
路演车	3200.0	15.9%
营销信息系统	2500.0	12.4%
营销费用	5600.0	27.8%

数据来源：招股说明书，西南证券整理

此外，帅丰坚持产品差异化战略，将继续强化蒸烤一体产品领先优势。2020 年公司推出与阿里合作战略新品 U1M-7B 集成灶，填补了天猫旗舰店高端产品蒸烤一体的市场需求；也推出了重磅战略新品 X1-7B 集成灶，实现蒸烤一体机功能升级。2021 年，公司将根据市场情况及研发进度适时推出新产品。我们认为，蒸烤一体机为市面畅销产品，公司在此基础上持续研发推新，有利于销售和市场份额提升。

图 32：帅丰蒸烤一体旗舰款



数据来源：帅丰淘宝旗舰店，西南证券整理

6 投资建议

整体来看，集成灶产品力突出，由于吸烟率高、节约空间等优势，在厨电行业中的渗透率将进一步提升。通过对比分析行业内各公司的情况，我们认为在行业规模快速扩张的背景下，加快渠道布局以及品牌宣传的企业有望充分受益于行业红利。我们长期看好集成灶行业发展，目前推荐关注集成灶企业浙江美大(002677)、火星人(300894)、亿田智能(300911)和帅丰电器(605336)。

表 12：重点关注公司

股票代码	股票名称	当前价格 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
002677	浙江美大	19.23	0.84	1.00	1.17	22.89	19.23	16.44
300894	火星人	63.04	0.76	1.00	1.31	82.95	63.04	48.12
300911	亿田智能	67.32	1.75	1.78	2.20	38.47	37.82	30.60
605336	帅丰电器	28.12	1.70	1.55	1.94	16.54	18.14	14.49

数据来源：聚源数据，西南证券

7 风险提示

疫情反复影响客流风险，原材料价格波动风险，房地产销售波动风险。

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn