

渗透率快速提升，集成灶布局正当时

——集成灶行业深度报告之一

中性|维持

报告要点:

● 价量齐升集成灶行业迎高速增长

近两年集成灶行业增速一直维持在10%以上。2020年初受疫情扰动，行业持续三个月20%以上的下滑，随后增速迅速反弹至20%以上。2021Q1因低基数影响，行业增速同比提升至50%以上。由于地产影响、渠道变化以及产品进化路径的相似性，我们认为，如果集成灶行业渠道拓展顺利，行业有望复制近吸式在2010年至2013年渗透率由10%提升至30%的提升路径。根据中性测算，随着产品进一步升级，行业出货规模有望达到360亿元，按照20%利润率、25x的估值计算，行业市值空间将达到1800亿元。

● 以古为鉴：高端化下渠道快速铺设

复盘老板电器的高速扩张期，我们发现**高端化、快速抓住渠道红利、高管结构稳定以及产能超前布局**是老板电器高速发展的重要因素。高端化使得老板电器毛利率从2007年47.2%增长至2010年55.1%。同时高端化带来的高毛利率也支撑了公司在广告、进场费等方面的高营销费用投入，促进公司渠道力、品牌力快速发展。

● 未来竞争的核心因素：渠道、产品、组织架构

此次厨电行业变革跟上一轮类似但不同，相较于2009年，零售渠道通路更加完善，行业格局也更加集中。但此轮企业高速发展的核心还是在于：

1.渠道竞争在于一二线。厨电行业销售主要以一二线城市为主，2019年H1一二线市场销售占比超80%，而集成灶企业目前仍以三四线为主要销售区域。**如何快速进行一二线主要销售渠道覆盖，将成为未来两三年企业竞争的核心；**

2.产品坚持高端化。在目前阶段产品高端化在于如何通过推新卖贵来获得公司产品均价的提升。同时，通过自动化生产使得产品质量提升也会使得公司口碑加速积累。

3.组织结构稳定。从老板电器发展历史来看，稳定的组织结构有利于公司战略顺利推进。在渗透率快速提升的2-3年时间可以更好地抓住行业红利期，快速发展。

投资建议

对比上轮厨电替代周期，我们认为行业在2-3年将保持40%以上的高速增长，集成灶公司均将受益于行业的高速发展而快速成长。而一二线渠道更快铺设、产品更快推新卖贵、产能更超前布局的企业将在此轮获得更大成长。我们建议积极关注**渠道快速铺设、产品快速迭代的火星人(300894.SZ)**；**产品力具有独特优势，渠道变革的亿田智能(300911.SZ)**；**行业内最成熟的浙江美大(002677.SZ)**以及**组织架构更新、产能扩张的帅丰电器(605336.SH)**。

风险提示

一二线渠道拓展不及预期导致行业增速不及预期的风险；产品更新未跟上行业扩张的风险；原材料价格大幅波动的风险。

过去一年市场行情



资料来源: Wind

相关研究报告

《国元证券行业研究-2021年家用电器策略报告:强者恒强延续,个股分化之始》2020.12.16

《国元证券行业研究-2021年家用电器策略报告:强者恒强延续,个股分化之始》2020.12.02

报告作者

分析师 邢瀚文
执业证书编号 S0020520010001
电话 021-51097188-1833
邮箱 xinghanwen@gyzq.com.cn

附表：重点公司盈利预测

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS			PE		
					2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
300894	火星人	买入	68.76	27847.80	0.68	1.05	1.38	101.19	65.78	49.69
300911	亿田智能	买入	70.32	7500.80	1.35	2.09	3.07	52.17	33.61	22.93
605336	帅丰电器	增持	27.12	3851.72	1.38	1.87	2.41	19.66	14.50	11.24
002677	浙江美大	增持	18.88	12197.46	0.84	0.99	1.21	22.44	18.99	15.62

资料来源：Wind，国元证券研究所

目 录

1. 厨电行业总体稳定	5
1.1 产量：内销保持平稳，外销拉动增长	5
1.2 产品：向美观、无味不断进化	6
2. 渠道、品类再次变革，价量齐升集成灶行业迎高速增长	9
2.1 相似的地产及行业形势	10
2.2 产品定型，品类替代即将展开	11
2.3 消费习惯改变，渠道再次变革	15
3. 以古为鉴：高端化下渠道快速铺设	18
4. 未来竞争的核心因素：渠道、产品、组织架构	21
5. 投资建议	22
6. 风险提升	22

图表目录

图 1：三十年从无到有，目前烟机每年产量 3700 万台	5
图 2：近十年内销保持稳定，CAGR 为 0.8%	5
图 3：近十年出口持续增长，CAGR 为 6.5%	5
图 4：烟机增速与地产销售增速高度相关	6
图 5：地产销售见顶后烟机内销量逐渐走平	6
图 6：从排风扇到集成灶，油烟机向着美观、吸油烟效率不断更新	6
图 7：40cm 油烟捕获更快且效率更高	7
图 8：40cm 吸油烟效果优于 50cm	7
图 9：40cm 油烟分布更密集	7
图 10：50cm 油烟分布较为分散	7
图 11：上排式吸油烟机在吸力和距离上不断改善	8
图 12：2020 年集成灶销量达到 218.7 万台 CAGR59.9%	9
图 13：渗透率由 2016 年 4.8% 提升至 2020 年 12.9%	9
图 14：疫情扰动后集成灶销售增速同比 2019 年加速	9
图 15：对比近吸式在不到三年时间渗透率提升 20pct	10
图 16：与 2009-2012 年类似，2016-2019 年房地产销售增速同比平缓增长 ..	11
图 17：油烟机在近 10 年中保持 1600 万台波动	11
图 18：油烟机经历第二波产品形态变化	12
图 19：集成灶经历三次产品定型	12
图 20：集成灶产品较之前侧吸式更近且价格段打开	13
图 21：产品升级路径明确	13
图 22：烟灶消仍为主要品类，蒸烤份额快速提升	14
图 23：传统两件套向新两件套拓展也将打开行业空间	14
图 24：全屋装修习惯改变使得厨电入场时间前置	15
图 25：厨电渠道出现线上化、精装化趋势	15

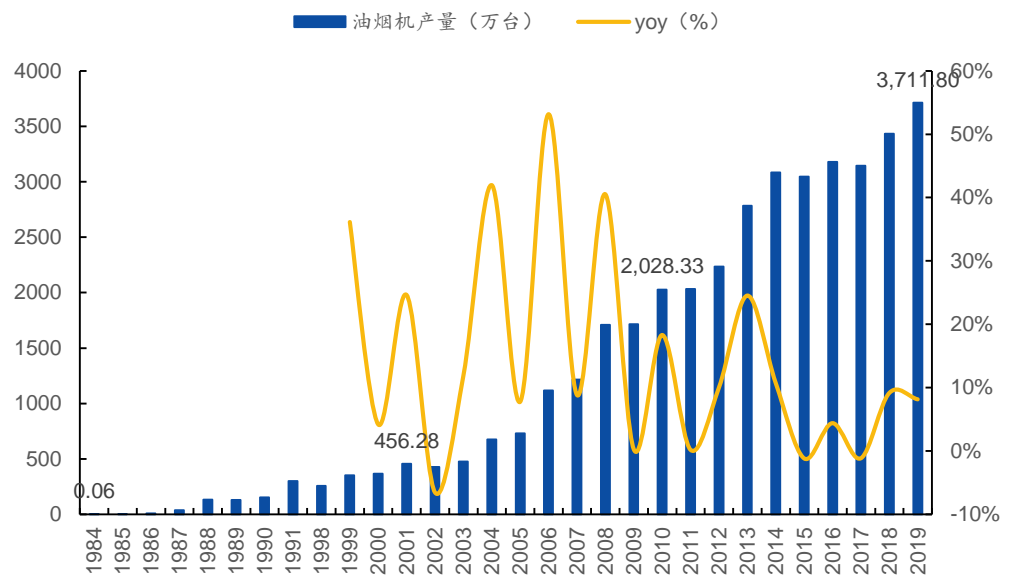
图 26: 线下渠道整体萎缩的前提下, 线下建材渠道占比提升	16
图 27: 集成灶目前建材渠道占比达到 33%以上	16
图 28: 老板方太的扩张伴随着苏宁国美的迅速拓店	17
图 29: 集成灶企业或将随着居然美凯龙拓店高速增长	17
图 30: 07-09 年间老板电器毛利率大幅提升	18
图 31: 07-09 年老板电器销售费用率大幅提升	18
图 32: 不同类型产品零售额占比与零售量占比差额	18
图 33: 2008 至 2012 年老板电器油烟机单价由 1610 元提升至 2109	19
图 34: 老板电器渠道投入远超友商	19
图 35: 老板电器收入增速高于友商	19
图 36: 新工厂投产后老板电器产能由 40 万台跃升至 105 万台	20
图 37: 2019 年 H1 厨电一二线市场占比超 80%	21
图 38: 2019 年美大一二线占比 20%~30%	21
表 1: 国家标准已从要求排风到吸油转变	7
表 2: 我们预测若按照中性预测行业拥有 1800 亿市值空间	17
表 3: 老板电器高管团队人员稳定	20

1. 厨电行业总体稳定

1.1 产量：内销保持平稳，外销拉动增长

我国油烟机行业起步于1984年，通过对海外产品的技术攻关实现了国产零的突破，当年产量达到629台。经历了三十多年的发展，我国油烟机从国内普及到出口海外，2019年产量达到3711.8万台。

图 1：三十年从无到有，目前烟机每年产量 3700 万台

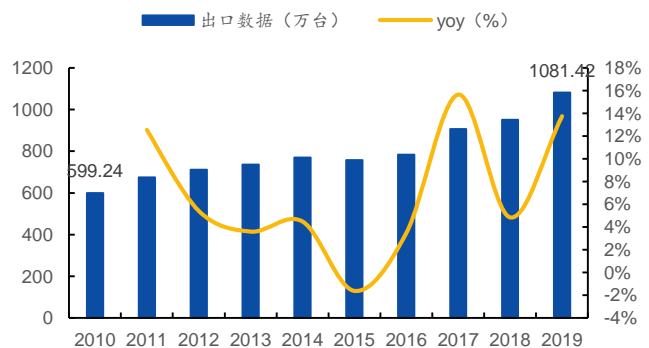
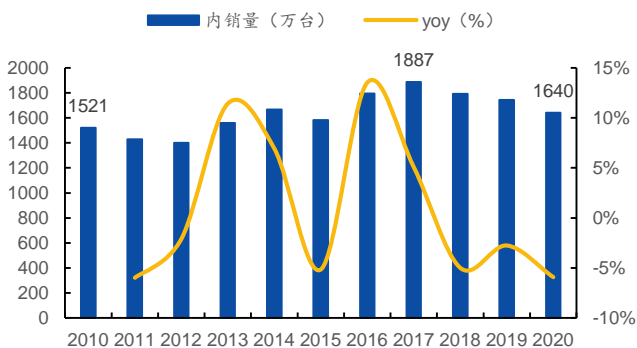


资料来源：Wind，国家统计局，国元证券研究所

回溯历史，行业产量受外销拉动，出口量由2010年599.2万台增加至2020年1081.4万台，CAGR为6.5%。内销量则保持稳定，由2010年1521万台增加至2020年1640万台，CAGR为0.8%。

图 2：近十年内销保持稳定，CAGR 为 0.8%

图 3：近十年出口持续增长，CAGR 为 6.5%



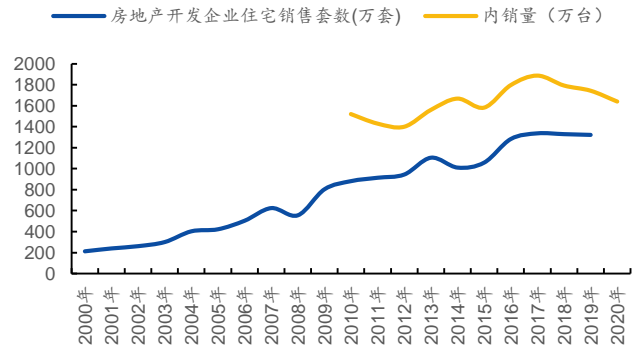
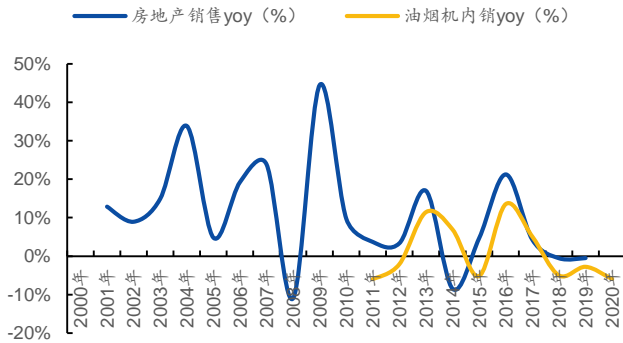
资料来源：Wind，产业在线，国元证券研究所

资料来源：Wind，产业在线，国元证券研究所

油烟机销量与地产销售有强相关性，从增速来看油烟机内销增速滞后地产销售增速近一年时间。从量上来看，我国地产销售量从 2016 年开始逐渐稳定在 1300 万套/年，油烟机销量也从 2016 年达到顶峰 1796 万套后，在 1500-1800 万套间波动。

图 4：烟机增速与地产销售增速高度相关

图 5：地产销售见顶后烟机内销量逐渐走平



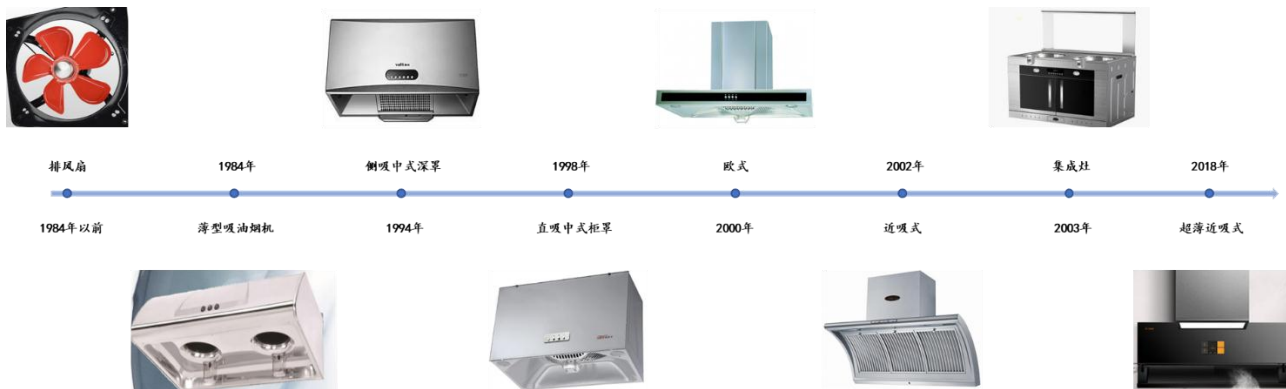
资料来源：Wind，国元证券研究所

资料来源：Wind，国元证券研究所

1.2 产品：向美观、无味不断进化

厨房排烟产品始终围绕着美观以及高效吸油烟不断进化。从排风扇开始，排油烟产品经历了深罩式、欧式、侧吸式以及集成灶的形态变化，产品外形逐渐美观。同时，吸油烟效果也随着烟机性能提升以及距离的不断拉近持续提升。

图 6：从排风扇到集成灶，油烟机向着美观、吸油烟效率不断更新



资料来源：《现代家电》，国元证券研究所

从国家标准来看，吸油烟产品已从考核排风向关注吸油转变。1999 年国家标准更关注于吸油烟机的排风效果，规定吸油烟机风量大于 7 m³/min、风压大于 80Pa、全压效率大于 11%。而 2011 年国家标准在排风指标全面升级的同时，更加关注油脂分离度以及气味降低度。

表 1：国家标准已从要求排风到吸油转变

	1999 年国标	2011 年国标
风量 (m ³ /min)	7	10
风压 (Pa)	80	100
全压效率 (%)	11	15
最大噪音 (dB)	74	风量 ≥12 73 风量 <12 72
油脂分离度	-	≥80%
气味降低度	-	≥90%
瞬时气味降低度	-	≥50%

资料来源：吸油烟机国家标准，国元证券研究所

吸油烟机效果与油烟机和烟点距离有直接关系，距离越近，吸油烟效果越好。根据《关于吸油烟机安装高度对油烟机排烟效果的分析》的研究表明，距离烟点 40cm 的油烟捕获率及效率要明显优于 50cm 的油烟机。同时，距离烟点越近，油烟分布越密集，更不容易逸散。

图 7：40cm 油烟捕获更快且效率更高

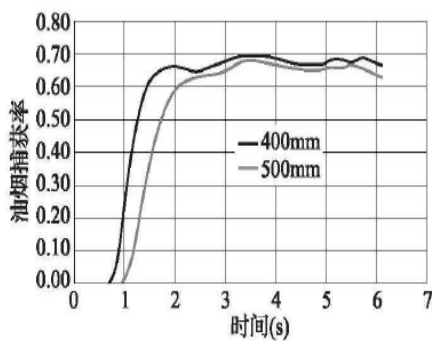
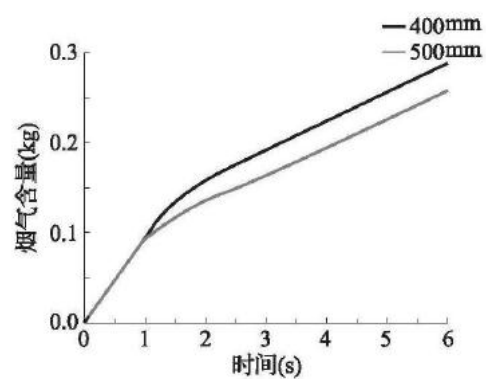


图 8：40cm 吸油烟效果优于 50cm



资料来源：《关于吸油烟机安装高度对油烟机排烟效果的分析》，国元证券研究所

资料来源：《关于吸油烟机安装高度对油烟机排烟效果的分析》，国元证券研究所

图 9：40cm 油烟分布更密集

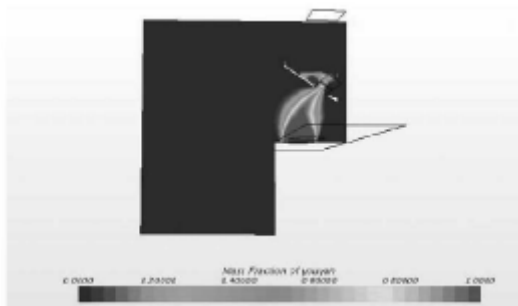
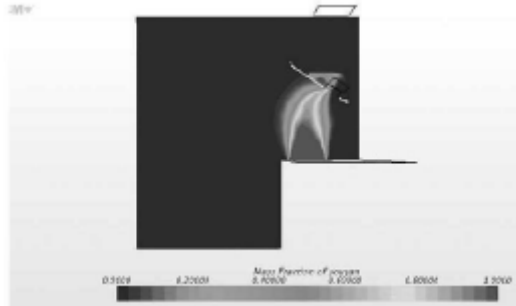


图 10：50cm 油烟分布较为分散



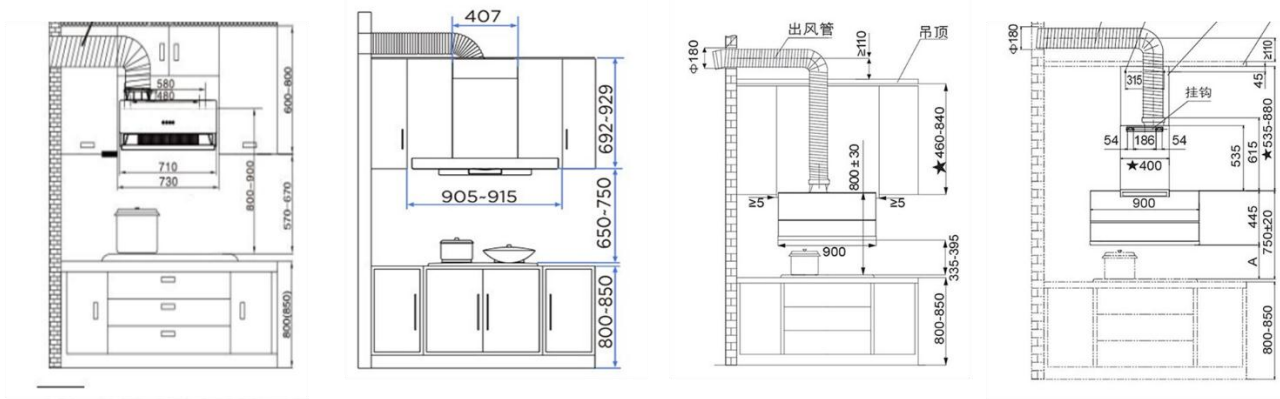
资料来源：《关于吸油烟机安装高度对油烟机排烟效果的分析》，国元证券研究所

资料来源：《关于吸油烟机安装高度对油烟机排烟效果的分析》，国元证券研究所

上排式吸油烟机在风力和距离上不断做出改善。距离烟点距离已从中式、欧式吸油

烟机的 60cm 左右降低至 30cm 左右;吸力从中式吸油烟机的 16m³ 提升至主流的 21m³。方太最新的超薄低吸油烟机已达到 23m³，风压更是从中式油烟机的 280Pa 提升至当前的 900Pa。同时，产品噪音也逐渐从中式吸油烟机 70dB 降低至超薄低吸油烟机的 48dB。

图 11：上排式吸油烟机在吸力和距离上不断改善



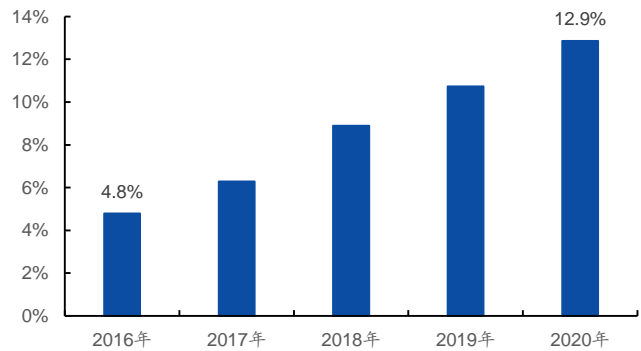
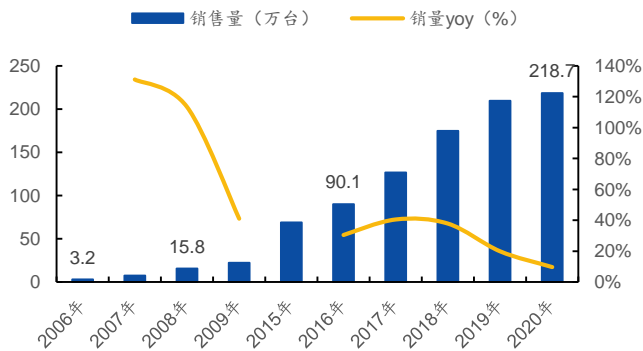
	中式油烟机	欧式油烟机	侧吸式油烟机	超薄低吸油烟机
距离 (cm)	57-67	65-75	33.5-39.5	28.5-32.5
吸力 (m ³)	16	21	21	23
风压 (Pa)	280	420	460	900
噪音 (dB)	70	53	66	48

资料来源：京东，国元证券研究所

2. 渠道、品类再次变革，价量齐升集成灶行业迎高速增长

集成灶产品诞生于 2003 年，由于离油烟更近，吸油烟效果更好，集成灶自出现以来高速发展。销量由 2006 年 3.2 万台，增长至 2020 年 218.7 万台，CAGR 为 59.9%。在 2016 年后，随着集成灶产品定型、消费者口碑效应积累，行业渗透率由 2016 年的 4.8% 提升至 2020 年 12.9%。

图 12：2020 年集成灶销量达到 218.7 万台 CAGR59.9% 图 13：渗透率由 2016 年 4.8% 提升至 2020 年 12.9%

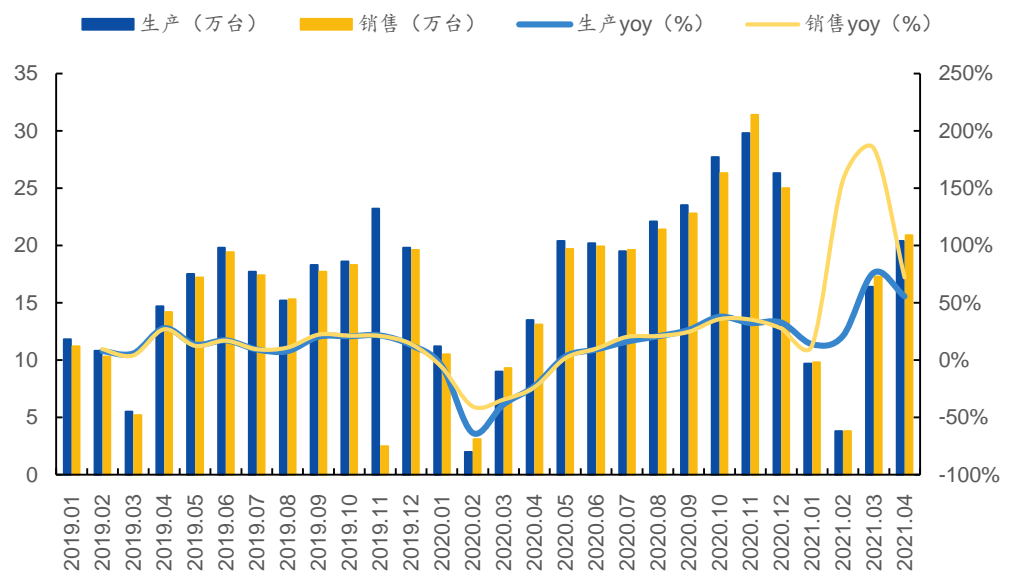


资料来源：产业在线，国家电网，国元证券研究所

资料来源：中怡康，国元证券研究所

近两年集成灶行业增速一直维持在 10% 以上。2020 年初受疫情扰动，行业持续三个月 20% 以上的下滑，随后增速迅速反弹至 20% 以上。2021Q1 因低基数影响，行业增速同比提升至 50% 以上。

图 14：疫情扰动后集成灶销售增速同比 2019 年加速

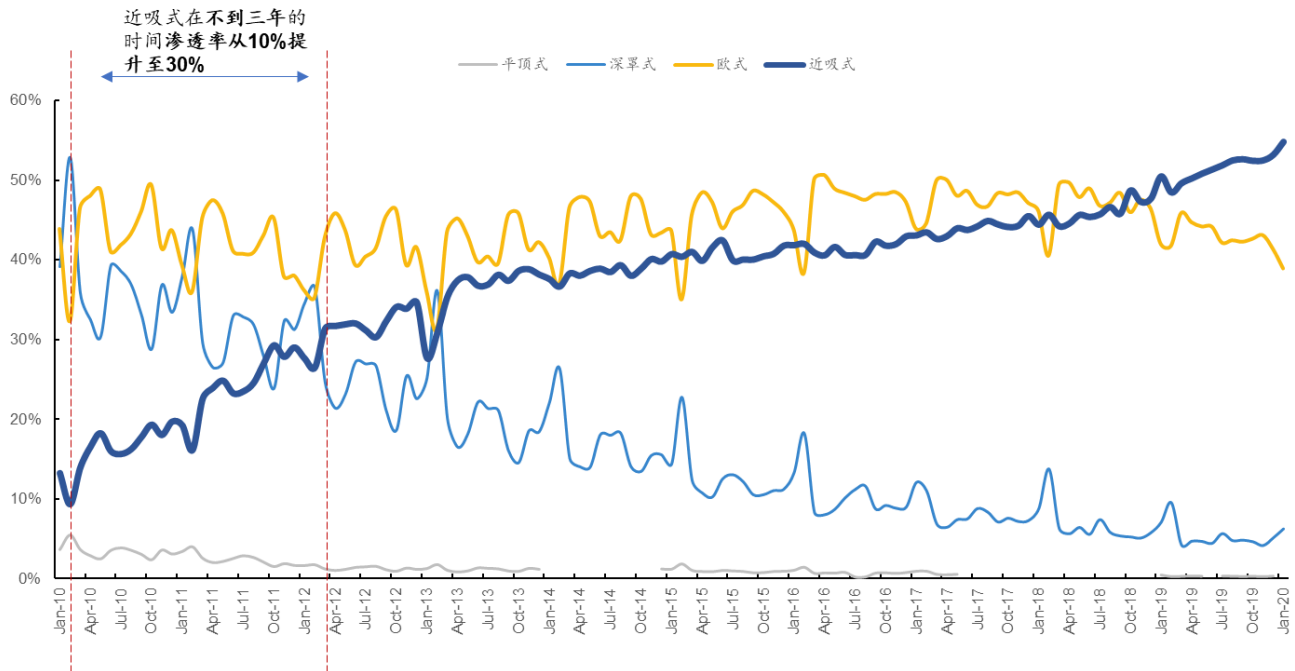


资料来源：产业在线，国元证券研究所

由于地产影响、渠道变化以及产品进化路径的相似性，我们认为集成灶行业有望复

制近吸式在 2010 年至 2013 年渗透率由 10%提升至 30%的提升路径。

图 15：对比近吸式在不到三年时间渗透率提升 20pct



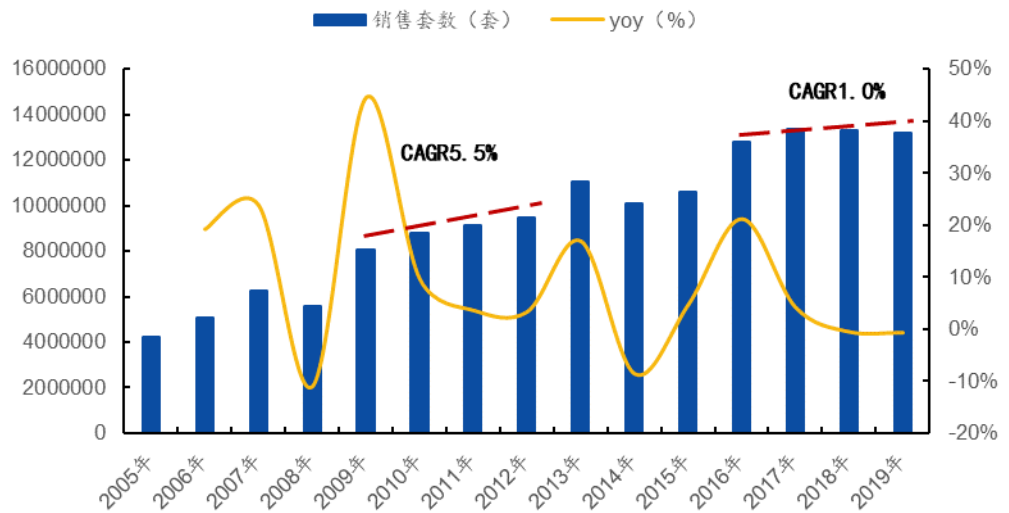
资料来源：中怡康，国元证券研究所

2.1 相似的地产及行业形势

近吸式与集成灶的产品替代过程并没有受地产及行业的较大扰动。2009-2012 年与 2018 年至今，两段时间地产和厨电行业情况类似，地产销售温和上涨、行业出货略有萎缩。

首先，这两段时间地产销售量均保持温和增长。2009 到 2012 年间，地产销售套数由 804 万套增加至 945 万套，CAGR 为 5.5%。而从 2016 年到 2019 年，地产销量由 1282 万套增加至 1322 万套，CAGR 为 1.0%。

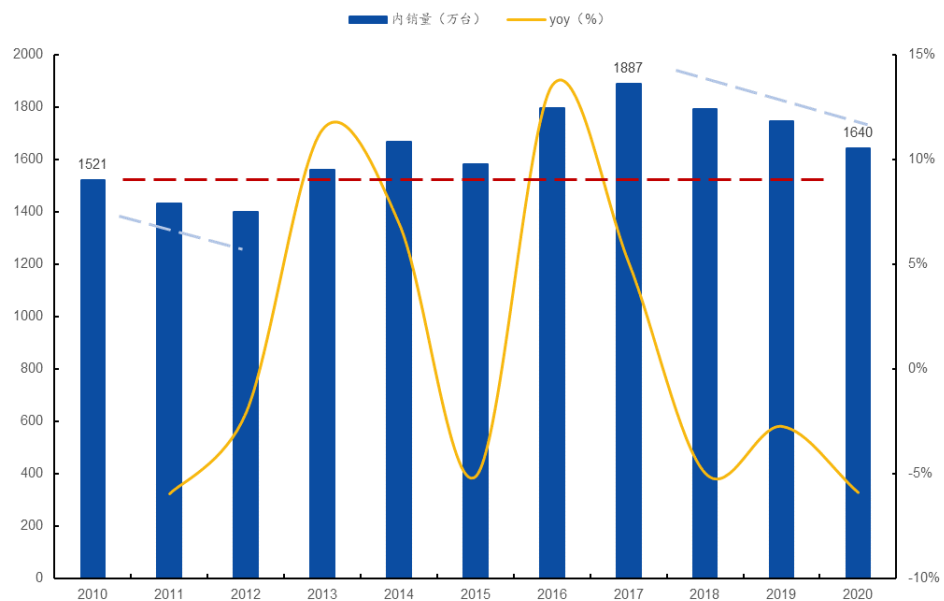
图 16：与 2009-2012 年类似，2016-2019 年房地产销售增速同比平缓增长



资料来源：Wind，国家统计局，国元证券研究所

其次，油烟机行业在近十年围绕 1600 万台波动，且这两段时间均出于行业销量下行周期。近十年来，油烟机内销量由 2010 年 1521 万台，增加至 2020 年 1640 万台，CAGR 为 0.8%。在这两段产品更替周期中，行业均出现下滑，2010-2012 年，行业 CAGR 为-4.1%，2017-2020 年行业 CAGR 为-4.6%。

图 17：油烟机在近 10 年中保持 1600 万台波动



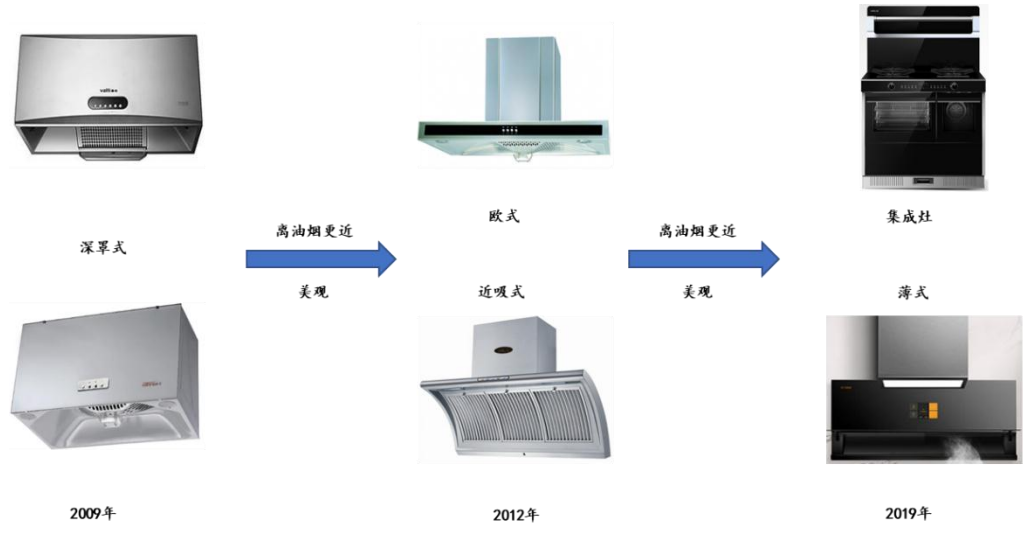
资料来源：产业在线，国元证券研究所

2.2 产品定型，品类替代即将展开

与上轮替代周期类似，本轮产品也向着离油烟更近、更美观进行迭代。与欧式和近

吸式对比,集成灶和方太集成烹饪中心将离油烟距离从40-50cm 缩近至28-32cm,吸油烟效率大幅提升。

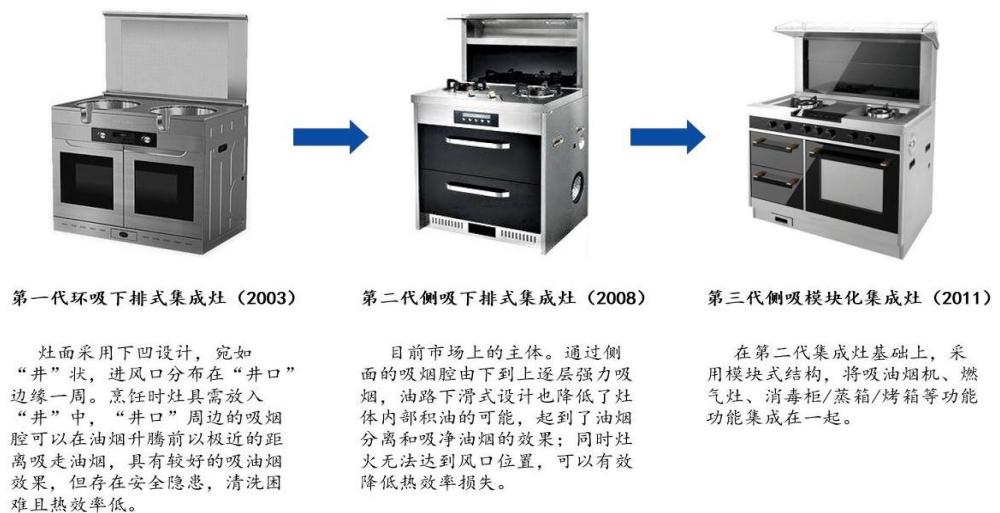
图 18: 油烟机经历第二波产品形态变化



资料来源: 淘宝, 国元证券研究所整理

集成灶产品在 2017 年开始逐步定型, 由环吸式统一到侧吸下排以及下方集成多功能的产品形态, 逐步解决环吸式面临的安全隐患。

图 19: 集成灶经历三次产品定型



资料来源: 帅丰电器招股说明书, 国元证券研究所

此次产品替代将进一步打开厨电品类价格上行空间。集成灶将传统厨房两件套油烟机、燃气灶集成为一个单品, 将单买油烟机和燃气灶的需求转变为一个品类, 同时价格相较于传统两件套大幅提升。

图 20：集成灶产品较之前侧吸式更近且价格段打开

			
油烟距离	28cm	28-32cm	40-50cm
价格	6K-13K	7K-9K	3K-9K

资料来源：天猫，国元证券研究所

同时，集成灶内在集成品类升级亦将进一步提升产品单价。目前市场主流产品价格段来看，消毒柜款价格段在 7000 左右，而且蒸箱款则可以达到 11000 元，蒸烤一体更是将价格段提升至 12000 元左右。

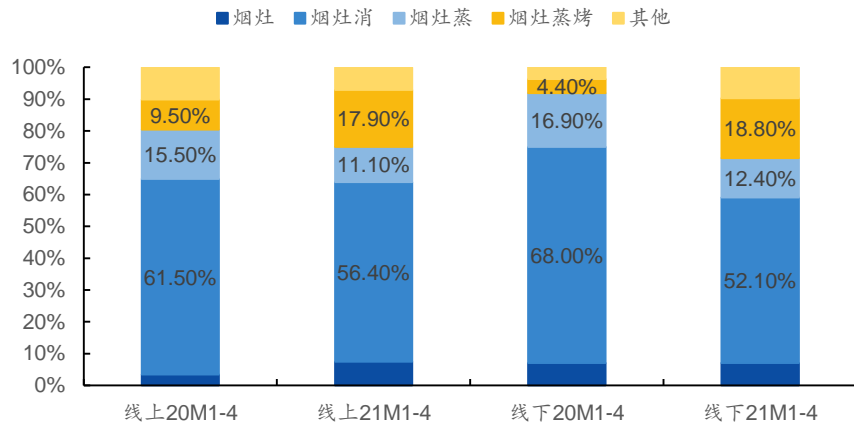
图 21：产品升级路径明确

			
价格	6999	10999	11999
集成产品	消毒柜	电蒸箱	蒸烤一体
时间	2015年	2017年	2020年

资料来源：天猫，国元证券研究所

目前业内主流产品仍以消毒柜款为主，未来替代空间广阔。从 2021 年 1-4 月数据来看，烟灶消仍为主力产品，占比在 50%以上，其中线上占比 56.4%，线下占比 52.1%。但蒸箱及蒸烤一体机品类比例迅速提升。线上蒸箱&蒸烤一体占比较去年提升 4.0pct，线下占比提升 9.9pct。

图 22：烟灶消仍为主要品类，蒸烤份额快速提升



资料来源：中怡康，国元证券研究所

集成灶+集成水槽的新两件套对烟灶旧两件套的替代也会使得行业空间继续拓展。集成灶在替代传统两件套在烹饪上功能的同时，也通过集成灶+集成水槽的新两件套宣传，进入“洗”的市场。这使得两件套价格段位从5000元提升至25000元。

图 23：传统两件套向新两件套拓展也将打开行业空间

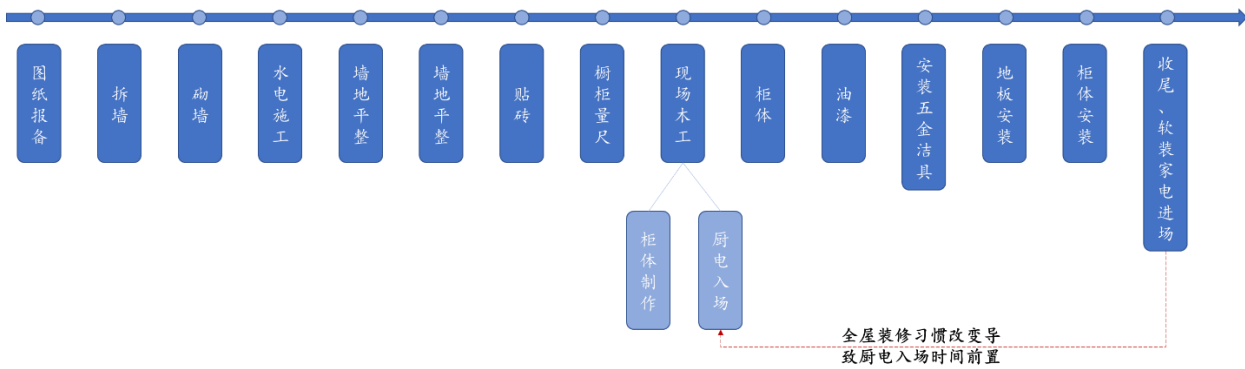


资料来源：天猫，国元证券研究所

2.3 消费习惯改变，渠道再次变革

随着消费者装修习惯由单体购买转变为整体装修，厨电进场时间也从装修收尾阶段提前至厨房装修阶段。而在线上化的趋势下，厨电渠道向线上以及精装建材渠道转移。

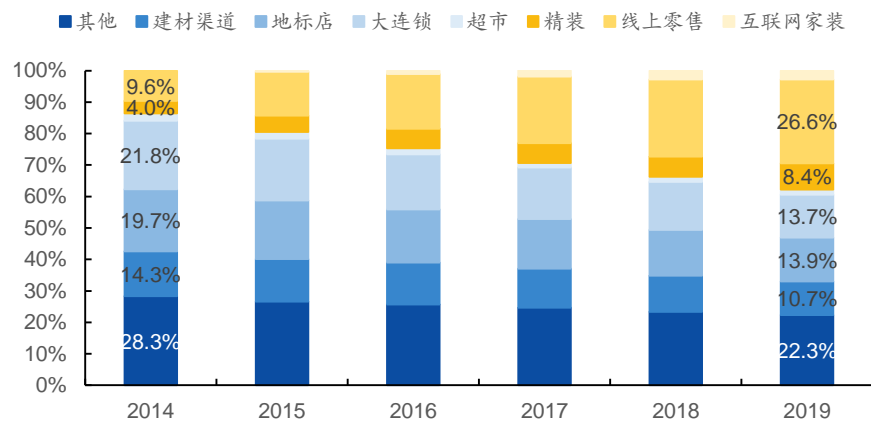
图 24：全屋装修习惯改变使得厨电入场时间前置



资料来源：小红书，国元证券研究所整理

消费者流量的变化使得厨电渠道发生巨大变化，线上占比从 2014 年 9.6% 提升到 2019 年 26.6%，地标店、大连锁等传统主力渠道占比则分别从 2014 年 21.8%、19.7% 降低至 2019 年 13.7%、13.9%。

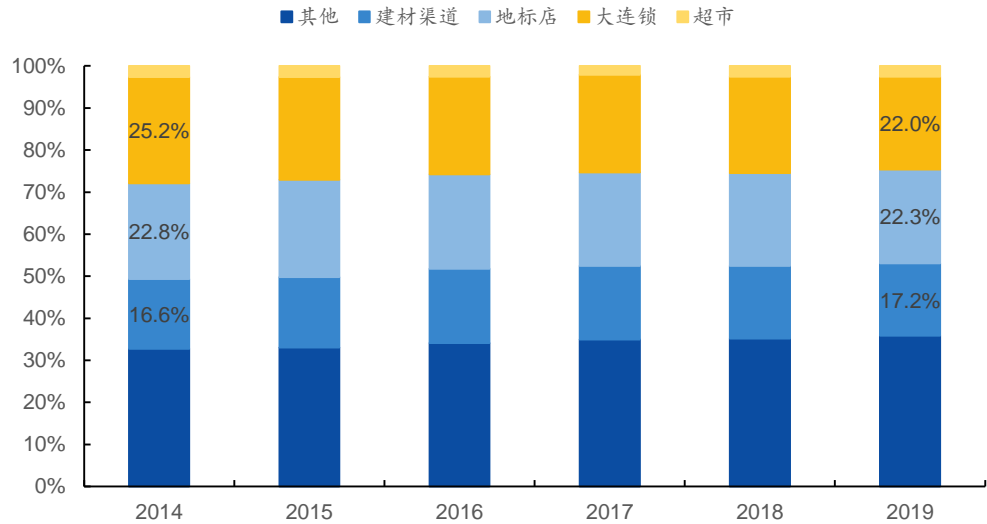
图 25：厨电渠道出现线上化、精装化趋势



资料来源：奥维云网，国元证券研究所

受益于流量迁移，建材渠道在线下的占比提升。建材渠道占线下比例由 2014 年 16.6% 提升至 2019 年 17.2%。

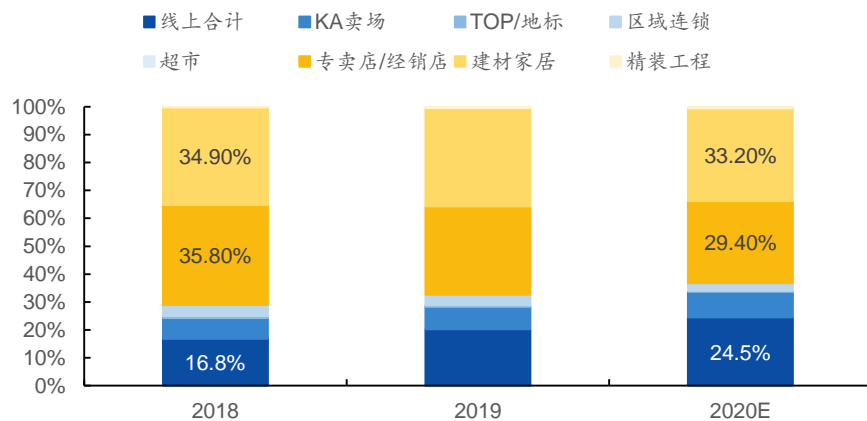
图 26：线下渠道整体萎缩的前提下，线下建材渠道占比提升



资料来源：奥维云网，国元证券研究所

线上化及精装化趋势下，集成灶行业或将享受渠道流量变迁的红利。首先，集成灶行业以专卖店、建材家居渠道为主，奥维云网预测 2020 年渠道占比分别为 33.2% 以及 29.4%。线下渠道流量向建材渠道迁移，使得在此渠道布局较为完善的集成灶行业先人一步。其次，集成灶行业通过线上线下融合的方式，线上占比快速提升。根据奥维云网测算，线上渠道由 2018 年 16.8% 提升 7.7pct 至 2020 年 24.5%。

图 27：集成灶目前建材渠道占比达到 33% 以上



资料来源：奥维云网，国元证券研究所

与 2008-2013 年 KA 渠道扩张相对比，集成灶行业或将伴随着居然之家美凯龙的快速拓店而加速发展。上一轮 KA 扩张中，老板电器受益于 KA 门店的快速发展，门店数量由 2007 年 2043 家迅速提升至 2009 年 2835 家。此次受益于流量向家居卖场迁移，居然之家美凯龙门店稳定扩张，集成灶行业有望复制前一轮厨电行业门店

拓张历史。

图 28：老板方太的扩张伴随着苏宁国美的迅速拓店

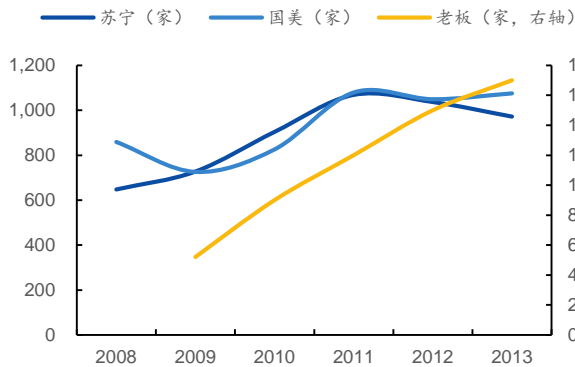
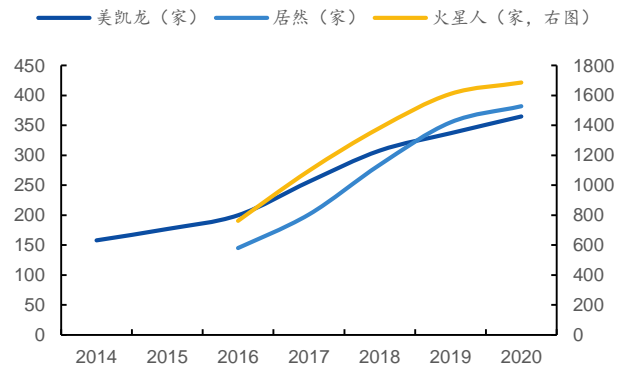


图 29：集成灶企业或将随着居然美凯龙拓店高速增长



资料来源：公司公告，国元证券研究所

资料来源：公司公告，国元证券研究所

我们认为，如果集成灶行业渠道拓展顺利，行业渗透率或将在 2-3 年内从 10% 提升至 30%。根据中性测算，随着产品进一步升级，行业出货规模有望达到 360 亿元，按照 20% 利润率、25x 的估值计算，行业市值空间将达到 1800 亿元。

表 2：我们预测若按照中性预测行业拥有 1800 亿市值空间

	保守	中性	乐观
行业销量 (万台)	2000	2000	2000
渗透率 (%)	20%	30%	40%
集成灶数量 (万台)	400	600	800
单价 (元/台)	5500	6000	6500
行业出货规模 (亿元)	220	360	520
行业利润率 (%)	17%	20%	23%
估值中枢	20	25	30
行业市值空间 (亿元)	748	1800	3588

资料来源：国元证券研究所

3. 以古为鉴：高端化下渠道快速铺设

复盘老板电器的高速扩张期，我们发现坚持高端化、坚持快速抓住渠道红利以及高管结构稳定是老板电器高速发展的重要因素。高端化使得老板电器毛利率从 2007 年 47.2% 增长至 2010 年 55.1%。同时高端化带来的高毛利率也支撑了公司在广告、进场费等方面的高营销费用投入，促进公司渠道力、品牌力快速发展。

图 30：07-09 年间老板电器毛利率大幅提升

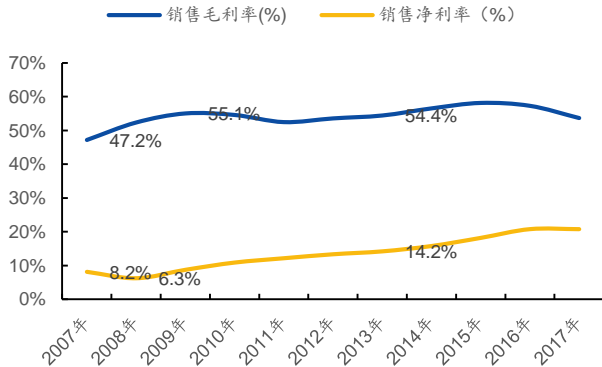
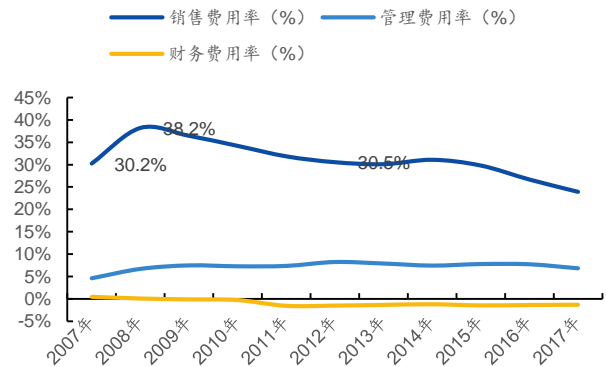


图 31：07-09 年老板电器销售费用率大幅提升



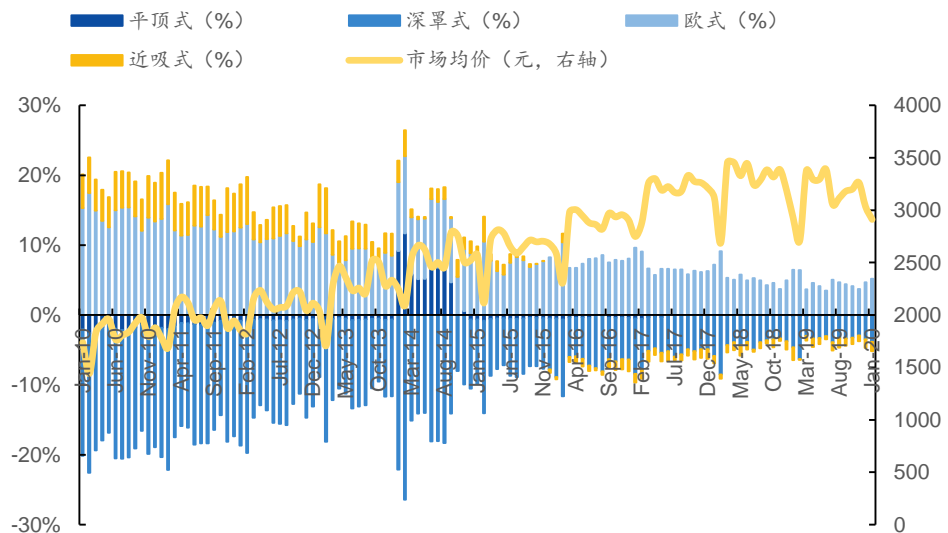
资料来源：公司公告，国元证券研究所

资料来源：公司公告，国元证券研究所

1. 高端化，均价以及毛利率提升

2009-2012 年，替代平顶及深罩式的欧式、近吸式产品拥有较高产品溢价。从中怡康数据来看，欧式产品 2010 年零售额占比较零售量占比多 14% 以上，近吸式产品 2010 年零售额占比较零售量占比多 5% 以上。

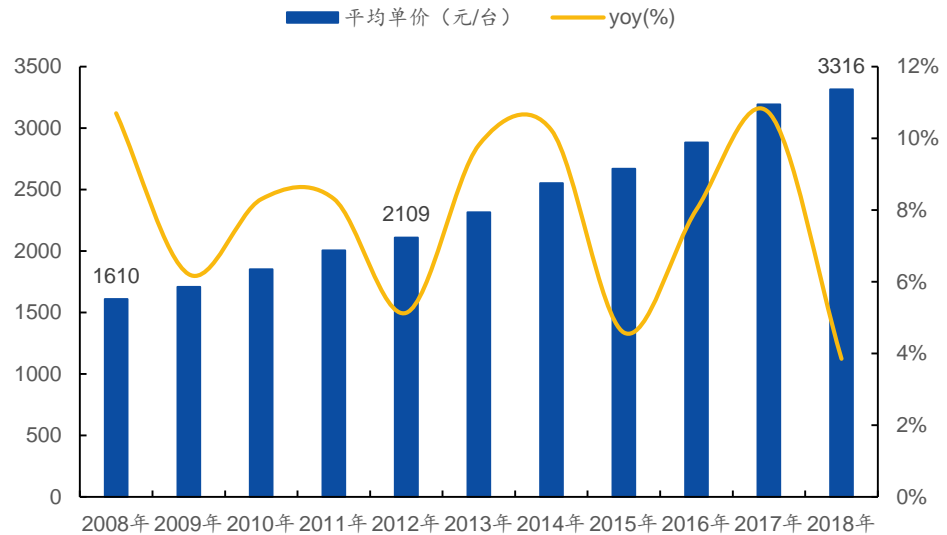
图 32：不同类型产品零售额占比与零售量占比差额



资料来源：中怡康，国元证券研究所

老板电器抓住了近吸式快速发展的红利期，以及欧式油烟机美观的特性。以大吸力为主打产品特点，单价持续稳定提升。由2008年1610元提升至2012年2109元，CAGR达到6.9%。

图 33：2008 至 2012 年老板电器油烟机单价由 1610 元提升至 2109

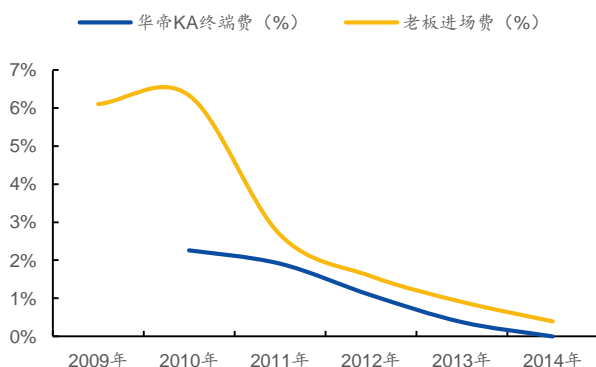


资料来源：公司公告，国元证券研究所

2. 抓住战略机遇期快速拓店

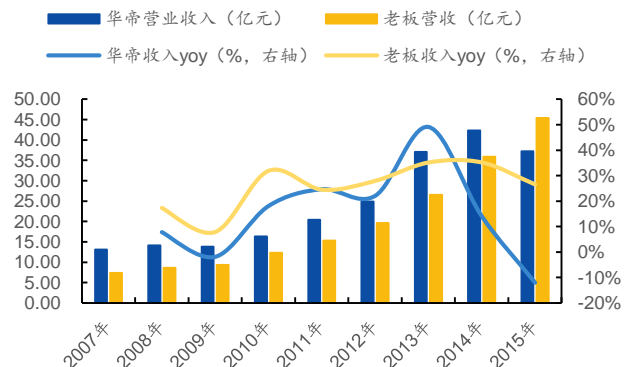
与此同时，老板电器抓住苏宁国美快速拓店的渠道红利，加大进场费投入，获得高速增长。2010年老板电器进场费占比达到6.3%，较行业高4.1pct。渠道建设费用虽然短期耗资高，但长期回报巨大。老板电器在2007-2010年进行了四年的高速投入，经常活动费用率占比在10%以上，而增速在此期间则高于行业近10pct。老板电器在完成快速布店后，进场费用大幅减少，净利率自2009年后持续维持高速增长。

图 34：老板电器渠道投入远超友商



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 35：老板电器收入增速高于友商



资料来源：公司公告，国元证券研究所

3. 稳定的管理层

内部团队稳定也会助力公司更好地享受高速发展的红利期。从老板电器高管团队配置来看，在行业高速发展期，其主要高管人员均未出现大幅调整。仅上市后独立董事出现变化。

表 3：老板电器高管团队人员稳定

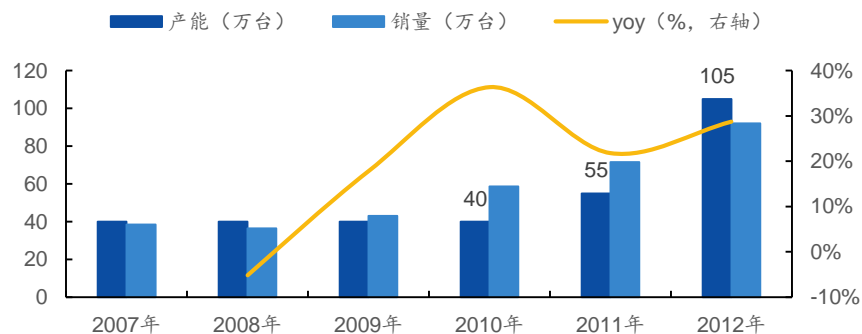
2010 年	高管名称	职务	2014 年报	高管名称	职务
	任建华	董事长, 总经理		任建华	董事长
	任富佳	副董事长, 副总经理		任富佳	副董事长, 总经理
	赵继宏	董事, 副总经理		赵继宏	董事
	任罗忠	董事, 副总经理		任罗忠	董事
	唐根泉	职工监事, 核心技术人员		沈国良	董事
	沈国良	监事会主席		唐根泉	职工监事
	张林永	监事		张松年	监事
	张松年	监事		张林永	监事会主席
	王刚	董事会秘书, 投资总监		王刚	董事会秘书, 副总经理
	何亚东	总经理助理		张国富	财务总监
	张国富	财务总监		何亚东	原董事, 副总经理
	张惠芬	职工监事		夏志明	副总经理
	马国鑫	独立董事		陈伟	监事
	孙笑侠	独立董事		张惠芬	职工监事
	汪祥耀	独立董事		董静	独立董事
	仇建平	董事		姜凤	独立董事
	沈月华	董事		张光杰	独立董事

资料来源：Wind，公司公告，国元证券研究所

4. 产能超前配置

老板电器上市时面临产能不足的问题，但通过募资建造新的工厂，使得产能超期配置。老板电器 2010 年上市募资 9.6 亿元，其中 5.2 亿元用于新增 15 万产能技改以及 100 万厨电工厂建设等项目。公司产能由 2010 年 40 万台提升至 2012 年 105 万台。

图 36：新工厂投产后老板电器产能由 40 万台跃升至 105 万台



资料来源：Wind，公司公告，国元证券研究所

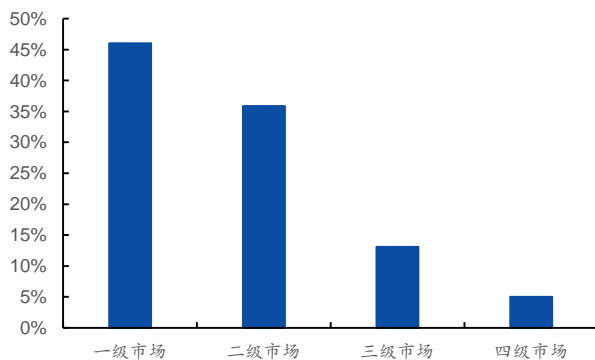
4. 未来竞争的核心因素：渠道、产品、组织架构

此次厨电行业变革跟上一轮类似但不同，相较于 2009 年，零售渠道通路更加完善，行业格局也更加集中。但此轮企业高速发展的核心还是在于渠道、产品（产能）以及组织架构：

1. 渠道竞争在于一二线

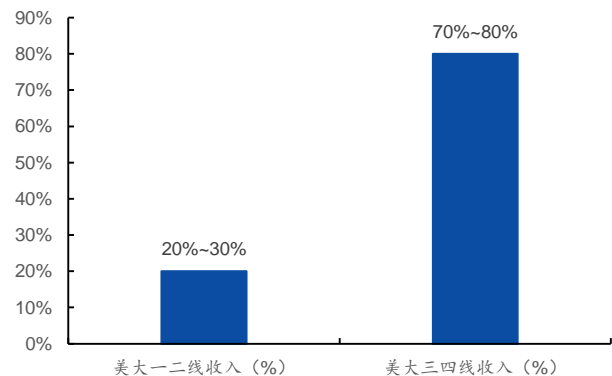
厨电行业销售主要以一二线城市为主，2019 年 H1 一二线市场销售占比超 80%，而集成灶企业目前仍以三四线为主要销售区域。美大 2019 年一二线占比仅 20%至 30%。随着消费者认知度提升，集成灶行业未来主战场将向一二线移动。如何快速进行一二线主要销售渠道覆盖，将成为未来两三年企业竞争的核心。

图 37：2019 年 H1 厨电一二线市场占比超 80%



资料来源：中怡康，国元证券研究所

图 38：2019 年美大一二线占比 20%~30%



资料来源：公司公告，国元证券研究所

2. 产品坚持高端化

我们认为，在目前阶段产品高端化在于如何通过推新卖贵来获得公司产品均价的提升。同时，通过自动化生产使得产品质量提升也会使得公司口碑加速积累。

3. 组织结构稳定

从老板电器发展历史来看，稳定的组织结构有利于公司战略顺利推进。在渗透率快速提升的 2-3 年时间可以更好地抓住行业红利期，快速发展。

5. 投资建议

对比上轮厨电替代周期，我们认为行业在 2-3 年将保持 40%以上的高速增长，集成灶公司均将受益于行业的高速发展而保持高增速。而一二线渠道更快铺设、产品更快推新卖贵、产能更超前布局的企业将在此轮获得更大成长。我们建议积极关注渠道快速铺设、产品快速迭代的火星人（300894.SZ）；产品力具有独特优势，渠道变革的亿田智能（300911.SZ）；行业内最成熟的浙江美大（002677.SZ）以及组织架构更新、产能扩张的帅丰电器（605336.SH）。

6. 风险提示

1. 一二线渠道拓展不及预期导致行业增速不及预期的风险；
2. 产品更新未跟上行业扩张的风险；
3. 原材料价格大幅波动的风险。

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限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、预测或建议, 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。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国境内(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下, 本公司及其所属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投资银行业务服务或其他服务。

免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188