

集成灶高景气延续，产品、渠道、营销共同驱动行业渗透率持续上行



东方证券
ORIENT SECURITIES

核心观点

- 集成灶行业发展二十余载，市场规模稳步增长，市场竞争逐渐加剧。集成灶产品形态已历经多次迭代，目前市场中主流的“侧吸模块化”集成灶较以往产品在安全性、实用性与功能多样性上有显著提升。近年来集成灶行业在厨电规模下行的背景下仍维持较高的景气度，2020年中国集成灶行业零售量达238万台，零售额达181亿元，同比分别增长13%、12%。高增长红利吸引了大批入局者，当前行业竞争格局尚未定型，CR5在40%-50%区间内波动，集中度未来仍有较大提升空间；但分化趋势已逐步显现，综合性家电品牌入局加速中低端市场出清，集成灶老牌专业品牌则凭借自身产品力、品牌力，占据较为稳固的高端市场领先优势。
- 集成灶性能优势明显，产品、渠道、营销共同助力行业渗透率加速上行，中性情形下测算未来十年行业销量CAGR可达12%以上。集成灶经过多次的技术迭代，目前基础功能已较为成熟，在吸收油烟、空间利用率与日常清洁维护等方面较传统油烟机、燃气灶有较大优势，有效解决小面积、开放式厨房的痛点。为把握行业高增长红利，集成灶企业开始在产品、渠道与营销侧共同发力：**产品端**，聚焦于创造产品的边际差异，推出契合消费者需求的集成搭配方案，带动行业短期内快速扩张；**渠道端**，以线下渠道为本，大力发展线上渠道，拓宽获客途径，同时在三、四线市场站稳脚跟后，集中精力开拓一、二线市场，助力行业中长期实现量、价齐升；**营销端**，在维持传统营销媒介高投入的同时，借助新兴互联网平台，开展新的营销模式，加强品牌传播力度，加深用户对品牌的认知。受益于此，集成灶销量在烟灶总销量中的占比逐年提升，2020年已达13%；伴随未来渗透率持续上行，我们测算中性情形下，未来十年集成灶总销量年均复合增速可达12%以上。
- 高净利、高周转支撑集成灶行业维持高ROE水平。横向对比集成灶上市企业与厨电综合性龙头老板电器，集成灶上市企业平均ROE水平相对较高，主要得益于集成灶行业较高的净利率与存货周转速度。四家集成灶上市公司毛利率水平较老板电器存在一定差距，由于销售费用率同样低于老板电器，因而净利率平均水平略高于老板电器。此外集成灶上市公司存货周转率普遍较高，运营效率整体高于厨电综合性龙头。

投资建议与投资标的

- 渗透率加速上行有望推动集成灶行业高增长红利释放，龙头企业依托于出色的产品设计、研发能力，线上+线下双轮驱动、一二线市场加速扩张的渠道格局以及出众的营销效率，有望获取更高的市场份额，建议关注集成灶专业品牌火星人(300894, 增持)、浙江美大(002677, 未评级)、亿田智能(300911, 未评级)、帅丰电器(605336, 未评级)，以及中高端厨电龙头老板电器(002508, 未评级)。

风险提示

- 新房销售或集成灶渗透率提速不及预期的风险；行业竞争加剧的风险

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国

行业

造纸轻工行业

报告发布日期

2021年06月30日

行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

李雪君

021-63325888*6069

lixuejun@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860517020001

证券分析师

吴瑾

021-63325888*6088

wujin@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860520080001

目录

1 集成灶行业发展二十余载，市场规模稳步增长，集中度仍存较大提升空间 ..	5
1.1 集成灶行业发展二十余载，产品形态多次迭代，实用性显著提升	5
1.2 集成灶行业高景气延续，集中度仍存较大提升空间	6
集成灶行业规模近五年 CAGR 达 30%，2021 年至今高景气延续	6
集成灶专业品牌高端市场优势稳固，未来行业集中度仍有较大提升空间	7
2 集成灶性能优势明显，产品、渠道、营销共同发力助力行业渗透率上行	12
2.1 集成灶性能优势明显，更适用于紧凑型、开放式厨房	12
2.2 产品创新、渠道拓展与营销转型成为行业发展核心驱动力	14
产品端：基础功能成熟度高，多元化集成方案不断涌现，短期内助力行业增长	14
渠道端：品牌积极开拓线上渠道，发力于一、二线市场，提升中长期发展可持续性	17
营销端：维持传统营销媒介高投入，开拓移动互联网营销新模式	20
2.3 增长逻辑清晰，集成灶行业增长红利逐步释放	22
3 财务对比：高净利、高周转支撑集成灶行业高 ROE 水平	23
投资建议	27
风险提示	27

图表目录

图 1: 集成灶行业发展二十余载, 产品形态多次迭代, 专业品牌与综合性品牌竞相投入行业竞争	5
图 2: 2020 年中国厨卫电器市场零售额为 2134 亿元, 同比下滑 9%	7
图 3: 2020 年中国集成灶行业零售额达 181 亿元, 同比增长 12%, 近 5 年年均复合增速达 30%	7
图 4: 2020 年中国集成灶行业零售量达 238 万台, 同比增长 13%, 近 5 年年均复合增速达 28%	7
图 5: 2021 年集成灶行业仍维持高景气度, 1-5 月全渠道零售额同比增速达 89%	7
图 6: 行业格局未定, 集中度仍存在提升空间, 前五大品牌内部出现结构性调整	8
图 7: 线下 KA 渠道方面, 浙江美大领先优势逐步缩小, 火星人、美的集团市占率提升较快	8
图 8: 线上渠道方面, 火星人领先优势稳固, 知名品牌市占率均有所提升	9
图 9: 近年来集成灶行业品牌数量快速增长	10
图 10: 美的+华凌快速占领低端集成灶线上市场份额	10
图 11: 美的+华凌在集成灶线上中端市场份额提升明显	10
图 12: 集成灶专业品牌在线上高端市场的领先优势稳固	10
图 13: 集成灶线下 KA 渠道出现进一步价格分化	11
图 14: 集成灶线上渠道价格中枢整体上行	11
图 15: 集成灶专业品牌的线下 KA 产品均价位于行业前列	11
图 16: 集成灶专业品牌的线上产品均价位于行业前列	11
图 17: 油烟在离开台面 35-40 厘米后会开始扩散升腾	13
图 18: 集成灶在吸收油烟、油烟分离方面技术已较为成熟	13
图 19: 中国家庭厨房面积普遍较小	13
图 20: 中国居民住宅以中小户型住宅为主	13
图 21: 带自清洗功能的集成灶销售规模与均价稳步提升	15
图 22: 帅康集成灶目前在自清洗集成灶领域份额最高	15
图 23: 2015、2016 年集成灶行业规模增速达 29%、47%, 显著高于 2010-2014 年间的增速	16
图 24: 烟灶蒸烤一体式集成灶在线上渠道占比快速提升	16
图 25: 烟灶蒸烤一体式集成灶在线下渠道占比快速提升	16
图 26: 烟灶蒸烤一体式集成灶线上均价显著高于烟灶消	17
图 27: 烟灶蒸烤一体式集成灶线下均价显著高于烟灶消	17
图 28: 各大家专业品牌线下经销商数量逐年增加	18
图 29: 各大家专业品牌线下经销终端数量逐年增加	18
图 30: 2020 年集成灶线上市场高速发展	19
图 31: 集成灶上市企业线上收入占比整体呈上升趋势	19
图 32: T1-T3 级城市集成灶销售规模增速较快	20
图 33: T1-T3 级城市集成灶销售均价较高	20

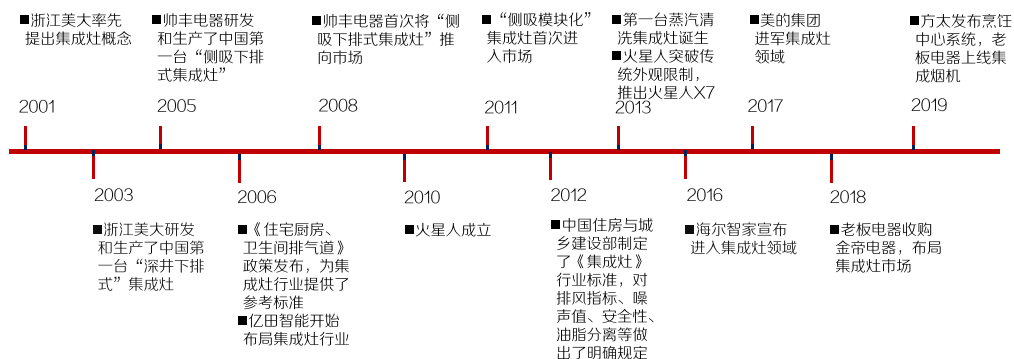
图 34: 火星人 2020 年网络广告费占广告宣传费的比重大幅提高.....	22
图 35: 2020 年中国集成灶在烟灶中的占比已达 13%.....	23
图 36: 中性情形下, 预计 2030 年中国集成灶销量可达 775.5 万台, 未来十年年均复合增速有望达 12%以上.....	23
图 37: 集成灶行业 ROE 平均水平较厨电综合性龙头更高.....	24
图 38: 集成灶上市公司毛利率逐渐趋同.....	25
图 39: 集成灶上市公司净利率水平略高于老板电器.....	25
图 40: 集成灶上市公司期间费用率差异较大, 平均水平显著低于老板电器.....	25
图 41: 集成灶上市公司销售费用率差异较大, 平均水平显著低于老板电器.....	25
图 42: 集成灶上市公司管理费用率与老板电器较为接近.....	26
图 43: 集成灶上市公司财务费用率略高于老板电器.....	26
图 44: 集成灶上市公司总资产周转率水平较为接近.....	26
图 45: 集成灶上市公司存货周转率之间存在较大差异, 均高于老板电器.....	26
表 1: 集成灶产品形态历经多次迭代, 产品实用性、安全性显著提升.....	6
表 2: 集成灶较传统油烟机、燃气灶在多个方面具备明显优势.....	12
表 3: 目前集成灶行业基础功能的平均水平已经较高, 各品牌产品的核心功能差异不大.....	14
表 4: 集成灶各大专业品牌渠道布局有所差异, 渠道拓展也各有侧重.....	18
表 5: 帅丰电器的经销商以三、四线城市经销商为主.....	20
表 6: 集成灶上市公司在传统营销媒介方面主要采用明星代言、央视以及高铁广告投放的形式.....	21
表 7: 集成灶企业开始采用新兴移动互联网推广模式.....	22
表 8: 经测算, 乐观情形下, 集成灶行业未来 10 年年均复合增速最高可达 17%.....	23

1 集成灶行业发展二十余载，市场规模稳步增长，集中度仍存较大提升空间

1.1 集成灶行业发展二十余载，产品形态多次迭代，实用性显著提升

集成灶行业发展二十余载，产品形态多次迭代，专业品牌与综合性品牌先后参与行业竞争。自浙江美大于2001年提出集成灶概念以来，行业已有二十余年的发展历史，产品形态从最初的“深井下排式”过渡到“侧吸下排式”再成长为目前市场主流的“侧吸模块化”。在浙江美大之后，帅丰电器、火星人等集成灶专业品牌分别于2005年、2010年进入集成灶行业，近年来家电、厨电领域的综合性龙头也开始涉足集成灶行业，海尔智家、美的集团、老板电器等公司分别于2016、2017、2018年布局集成灶行业。随着产品实用性、安全性的提升，更多专业、综合性品牌参与市场竞争，集成灶行业进入稳步增长的高景气时期。



图 1：集成灶行业发展二十余载，产品形态多次迭代，专业品牌与综合性品牌竞相投入行业竞争



资料来源：奥维云网，东方证券研究所

集成灶产品形态历经多次迭代，产品安全性、实用性与功能多样性显著提升。自2003年浙江美大研发出首台集成灶以来，集成灶已历经了三代产品形态迭代，由最初的“深井下排式”改进为“侧吸下排式”，最终形成目前市场主流的“侧吸模块化”，产品迭代过程中安全性、实用性与功能多样性显著提升。作为最初代的产品，虽然深井下排式集成灶油烟吸净率较普通油烟机较高，但由于吸烟腔离火焰过近，存在较大的安全隐患，同时吸烟腔积累的油污难以拆除清洗，因而产品实用性与安全性不高。帅丰电器于2008年推出的侧吸下排式集成灶创新性地通过侧吸、下排技术，实现了油烟分离、吸净油烟；此外由于灶火无法达到风口位置，产品安全性显著提升，同时有效降低了热效率的损失。第三代产品侧吸模块化集成灶将油烟机、灶具、消毒柜等模块进行独立设计，再组合拼装，在提高厨房空间利用率的同时提升了提升清洁、维护的便利性，此外模块化的设计使得集成灶能够涵盖更多类型的厨房电器，提升单品类功能多样性。

表 1：集成灶产品形态历经多次迭代，产品实用性、安全性显著提升

			
产品形态	深井下排式	侧吸下排式	侧吸模块化
上市时间	2003年	2008年	2011年
产品特点	灶面采用下凹设计，吸烟口环绕在灶具四周	采用侧吸下排技术，解决了安全隐患，灶具也不存在规格限制	将油烟机、灶具、消毒柜等完全进行独立设计，再组合拼装
产品优点	油烟吸净率提升	油烟分离、吸净油烟；灶火无法达到风口位置，有效降低了热效率的损失	大幅提高厨房空间利用率，同时解决了清洗、维护的难题；推动了集成灶功能多样化
产品缺陷	①吸烟腔离火焰过近，存在隐患 ②灶具需放入凹陷出，规格受限 ③吸烟腔积累油污难以拆除清洗	易造成烟雾向下排到楼下住户家里	容易造成烟雾向下排到楼下住户家里

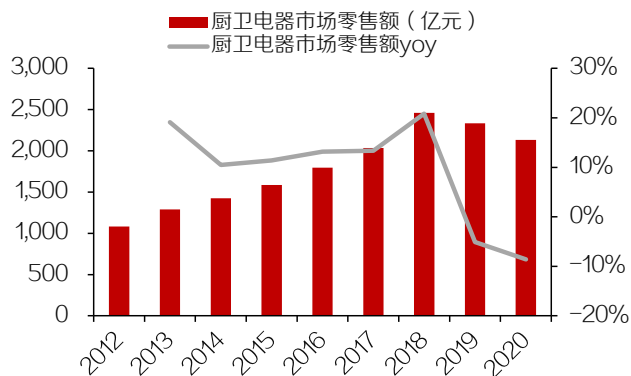
资料来源：头豹研究院，东方证券研究所

1.2 集成灶行业高景气延续，集中度仍存较大提升空间

集成灶行业规模近五年 CAGR 达 30%，2021 年高景气延续

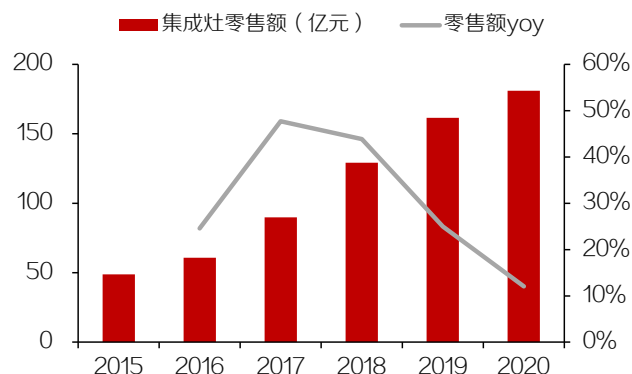
集成灶行业规模逆市稳步增长，2021 年市场维持高景气度。受地产竣工与疫情影响，中国厨卫电器市场已经历连续两年的下滑，2019 年、2020 年同比分别下滑 5%、9%。在所属大类整体表现不佳的背景下，集成灶行业依托于品类认知度的提升、中小户型和开放式厨房占比提高而逆市稳步增长。根据中怡康的统计数据，2020 年中国集成灶行业零售量达 238 万台，零售额达 181 亿元，同比分别增长 13%、12%，近 5 年（2015-2020 年）年均复合增速分别达 28%、30%。2021 年集成灶行业继续维持着高景气度，根据奥维云网统计的数据，2021 年 1-5 月集成灶行业全渠道销售额合计同比增长 89%，相比 2019 年同期增长 46%（CAGR 约 21%）。

图 2：2020 年中国厨卫电器市场零售额为 2134 亿元，同比下滑 9%



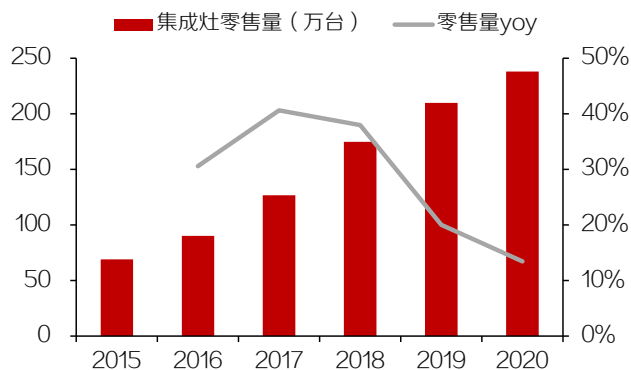
资料来源：中怡康，东方证券研究所

图 3：2020 年中国集成灶行业零售额达 181 亿元，同比增长 12%，近 5 年年均复合增速达 30%



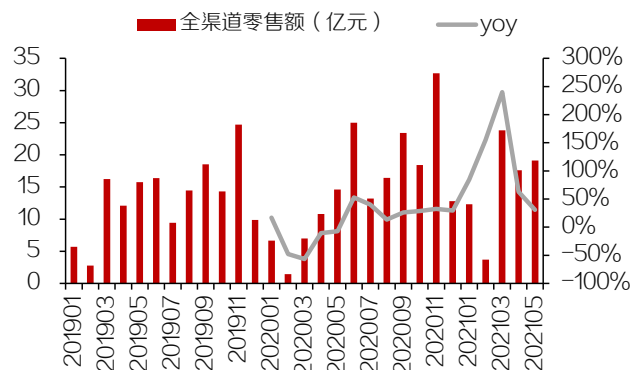
资料来源：中怡康，东方证券研究所

图 4：2020 年中国集成灶行业零售量达 238 万台，同比增长 13%，近 5 年年均复合增速达 28%



资料来源：中怡康，东方证券研究所

图 5：2021 年集成灶行业仍维持高景气度，1-5 月全渠道零售额同比增速达 89%



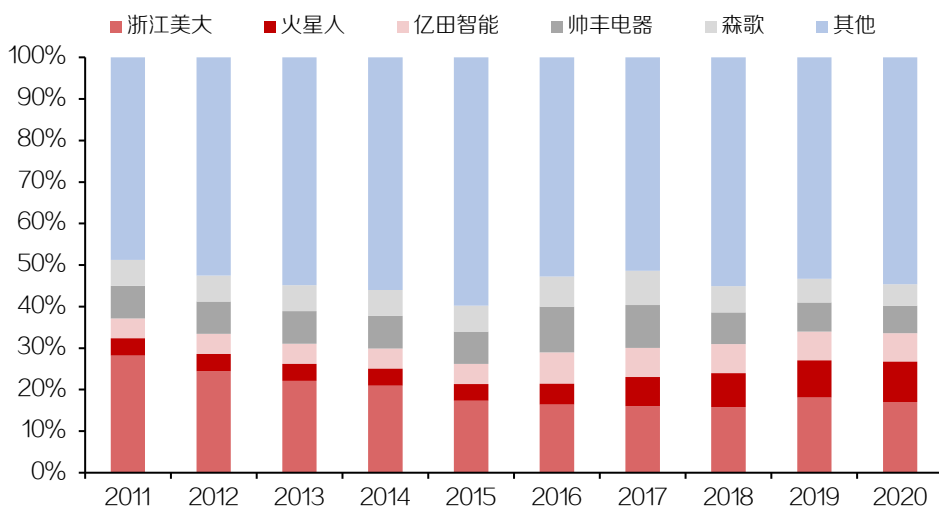
资料来源：奥维云网，东方证券研究所

集成灶专业品牌高端市场优势稳固，未来行业集中度仍有较大提升空间

集成灶行业格局尚未定型，品牌竞争加剧，集中度仍存较大提升空间。集成灶行业规模快速扩张，新品牌不断涌入，根据奥维云网统计，2020 年集成灶线上新进入 57 个品牌、退出 41 个品牌，线下新进入 21 个品牌、退出 10 个品牌，截至 2020 年年底线上、线下品牌数量分别达 193、73 个。此背景下，当前行业格局尚未定型。根据 Euromonitor 统计的数据，中国集成灶行业 CR5 一直在 40%-50% 的区间内波动，集中度仍然存在较大的提升空间。与此同时，前五大品牌内部也开始出现结构性变化，浙江美大的领先优势逐步缩小，火星入市场份额快速提升，2020 年浙江美大市占率为 17%，较 2011 年下降 11pct，同期火星入市占率提升 6pct 至 10%，已位居行业第二。分渠

道来看，中国集成灶市场目前仍以线下销售渠道为主，据中怡康的统计数据，2020年中国集成灶线下、线上零售量分别为162万台、76万台。以线下KA渠道为例，浙江美大目前仍然处于领先地位，但领先优势逐步缩小，2020年浙江美大线下KA市场占有率为20%，同比下滑6pct；火星人、美的集团等竞争者市场份额快速提升，2020年火星人、美的集团在集成灶线下KA市场中的占有率达14%、13%，同比分别提升8pct、6pct，线下市场竞争加剧。线上渠道方面，火星人的领先优势稳固，2020年火星人线上市场占有率达19%，领先第二位森歌11pct，伴随市场整体呈现线上化的趋势，各大知名品牌均开始重视线上渠道建设，美的集团、浙江美大、奥田电器等品牌线上市场份额均有所提升。

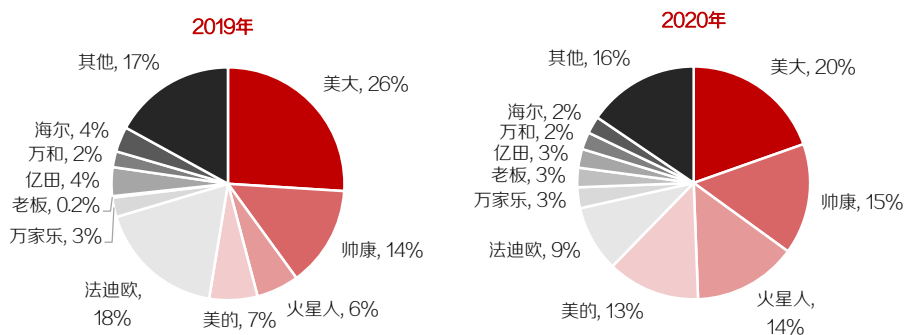
图 6：行业格局未定，集中度仍存在提升空间，前五大品牌内部出现结构性调整



注：此处市占率为零售量口径

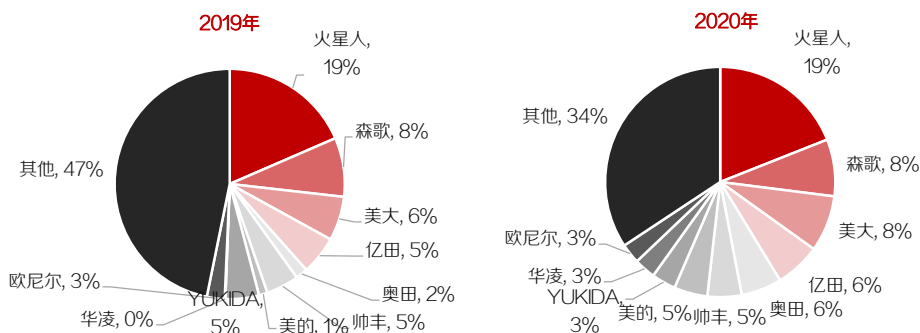
资料来源：Euromonitor，东方证券研究所

图 7：线下 KA 渠道方面，浙江美大领先优势逐步缩小，火星人、美的集团市占率提升较快



注：市占率采用销售额口径

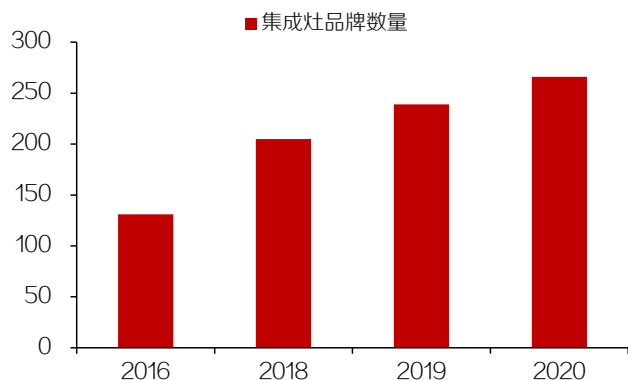
资料来源：奥维云网，东方证券研究所

图 8：线上渠道方面，火星人领先优势稳固，知名品牌市占率均有所提升


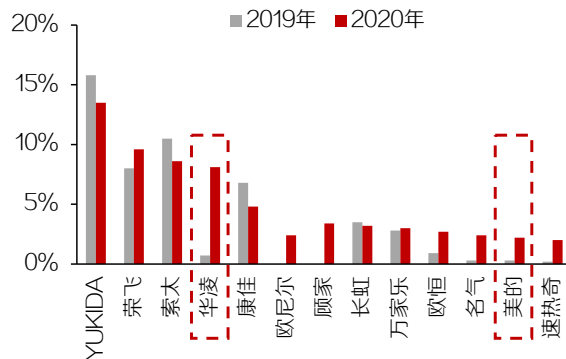
注：市占率采用销售额口径

资料来源：奥维云网，东方证券研究所

细分市场来看，综合性家电品牌入局加速中低端市场出清，高端市场竞争格局则较为稳定。新进入集成灶行业的综合性家电品牌凭借自身强大的渠道力，行业影响力迅速提升，以美的及其子品牌华凌为例，2020年华凌、美的集成灶在线上低端市场的市占率分别为8.1%、2.2%，同比分别提升7.4pct、1.9pct，在线上中端市场的占有率分别为1.9%、6.8%，同比分别提升1.9pct、4.9pct。我们认为以美的集团为代表的综合性家电龙头入局加速了中低端集成灶市场的出清，在美的、华凌中端市场份额快速提升的同时，火星人、亿田智能、浙江美大在中端市场的份额也有所提高，而如蓝炬星、欧尼尔等中小品牌的份额快速下滑。高端市场方面，以火星人、浙江美大为代表的集成灶专业品牌凭借多年的技术、品牌沉淀，始终保持着高端市场的领先地位，2020年火星人、浙江美大在线上高端市场的占有率达26%、18%，较2019年提升1pct、5pct；而新进入厂商的产品力与品牌力难以支持其为产品定高价，因而短期内难以撼动专业品牌在高端领域的优势。

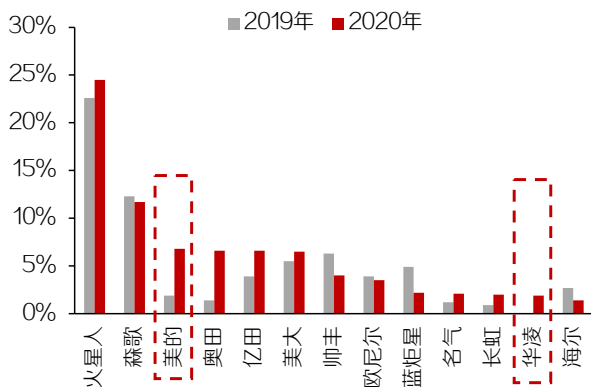
图 9：近年来集成灶行业品牌数量快速增长


资料来源：中怡康、奥维云网，东方证券研究所

图 10：美的+华凌快速占领低端集成灶线上市场份额


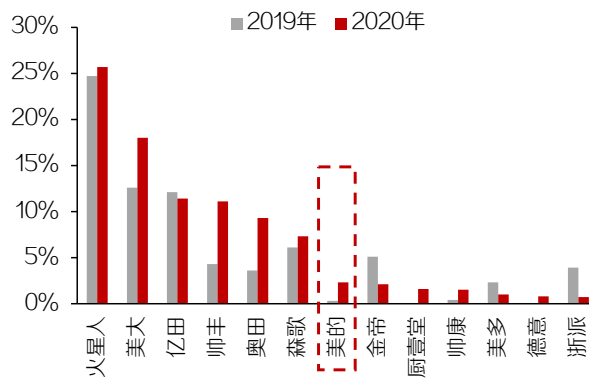
注：低端集成灶包括售价低于 5000 元的产品

资料来源：奥维云网，东方证券研究所

图 11：美的+华凌在集成灶线上中端市场份额提升明显


注：中端集成灶包括售价高于 5000 元、低于 10000 元的产品

资料来源：奥维云网，东方证券研究所

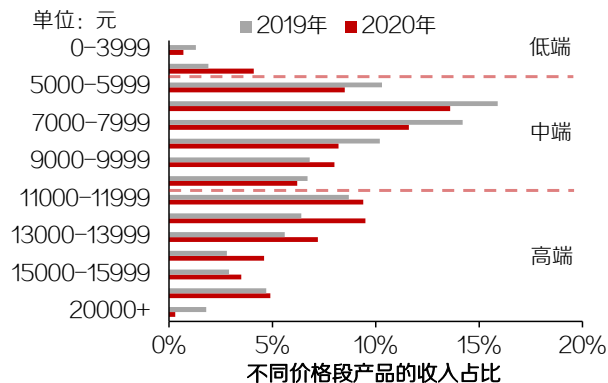
图 12：集成灶专业品牌在线上高端市场的领先优势稳固


注：高端集成灶包括售价高于 10000 元产品

资料来源：奥维云网，东方证券研究所

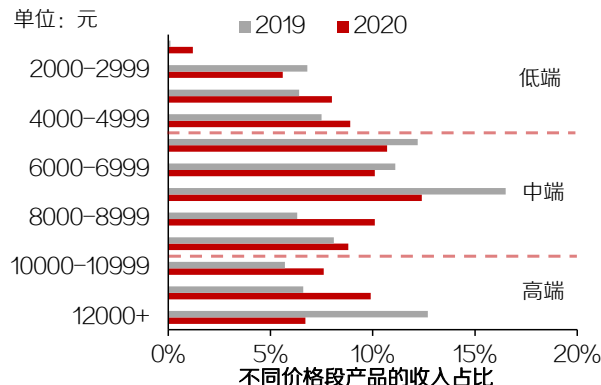
从价格维度看，线下渠道市场出现价格分化，线上渠道价格中枢整体上行。线下市场产品近年来出现价格分化，低端市场由于准入门槛较低，新进入品牌较多，综合性品牌（如美的华凌）首先布局低端产品（5000 元以下），使得线下低端产品在市场中的占比有所提升，2020 年售价低于 5000 元的集成灶销售额占比达 5%，同比提升 2pct；线下高端市场则基本由四大专业品牌所占据，其凭借自身品牌力与领先于行业的设计、功能创新，产品具备溢价空间，使得均价逐步上移，2020 年线下市场高于 10000 元的集成灶销售额占比达 46%，同比提升 6pct。线上渠道价格中枢整体上行，2020 年售价为 8000-12000 元产品的销售额占比达 36%，同比提升 10pct。

图 13：集成灶线下 KA 渠道出现进一步价格分化



资料来源：奥维云网，东方证券研究所

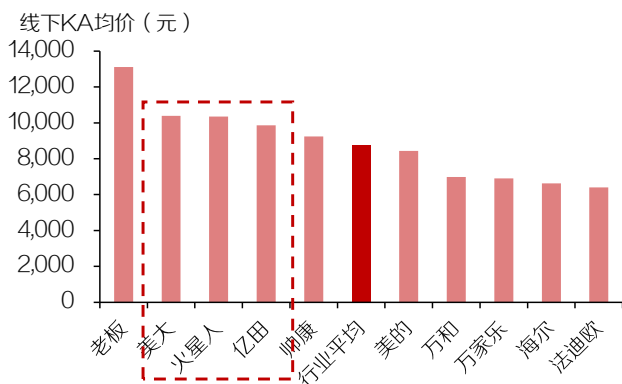
图 14：集成灶线上渠道价格中枢整体上行



资料来源：奥维云网，东方证券研究所

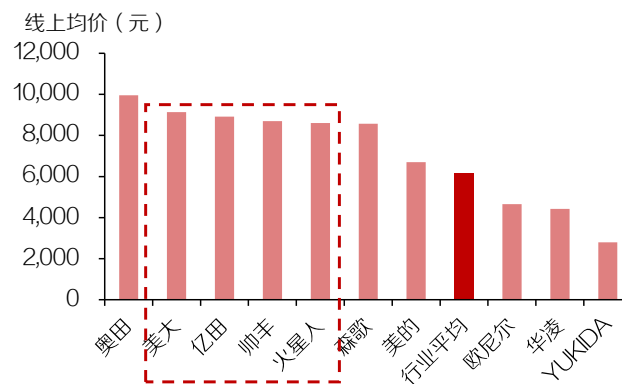
集成灶专业品牌线上、线下产品均价处于行业前列。集成灶行业四家上市公司浙江美大、帅丰电器、亿田智能、火星人分别于 2003 年、2005 年、2006 年、2010 年进入集成灶行业，相较于其他集成灶品牌，四大专业品牌的技术储备更为丰富、产品矩阵更加完备、品牌影响力更强，因而一直占据着行业的中高端市场，线上、线下产品均价均位于行业前列，以线上市场为例，2020 年浙江美大、亿田智能、帅丰电器与火星人线上市场产品平均售价分别为 9142 元、8920 元、8701 元、8603 元，较行业线上平均售价（6148 元）享有 2000-3000 元的溢价空间。

图 15：集成灶专业品牌的线下 KA 产品均价位于行业前列



资料来源：奥维云网，东方证券研究所

图 16：集成灶专业品牌的线上产品均价位于行业前列



资料来源：奥维云网，东方证券研究所

2 集成灶性能优势明显，产品、渠道、营销共同发力助力行业渗透率上行

2.1 集成灶性能优势明显，更适用于紧凑型、开放式厨房

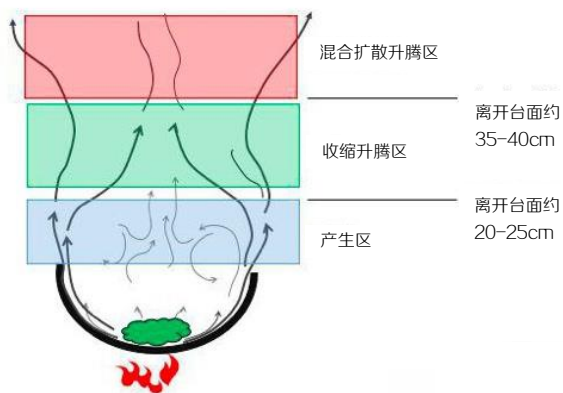
集成灶较传统油烟机、燃气灶在吸收油烟、空间利用率等方面优势明显。在经过多次形态迭代后，目前市场上的集成灶产品在控烟能力、油烟分离、空间利用率、噪音控制以及日常清洁维护方面较传统油烟机、燃气灶等品类有一定的优势：（1）**在油烟吸收、控制方面**，由于集成灶的吸烟腔距离灶具仅 20-30 厘米，因而可以在油烟处于收缩升腾区时便将其吸入，吸油烟率一般高于 95%，而传统油烟机由于离灶具 65-75 厘米，油烟已进入混合扩散升腾区，存在油烟逃逸的问题，吸油烟率较低。同时较早的吸入油烟即意味着油污颗粒仍然较大，易于分离，避免出现风机油污附着的问题。（2）**在空间利用方面**，侧吸模块化集成灶将多种厨电集成为一体，空间利用率高，而且不需要占用厨房上部空间，避免了位于人体头部附近的噪声源，更好地实现噪音控制。（3）**在日常维护方面**，目前主流集成灶采用模块化的设计，各部分拆卸简单，易于日常清洁维护；若某一集成灶模块出现损坏，只需更换受损模块，而不再需要更换整个集成灶。

表 2：集成灶较传统油烟机、燃气灶在多个方面具备明显优势

	集成灶	传统油烟机、燃气灶
控烟能力	吸烟腔距离灶具约 20-30cm，在油烟扩散前就及时吸走油烟，避免油烟弥漫，吸油烟率一般高于 95%。	安装在灶具上方，吸烟腔距离灶具约 65-75cm，油烟流通距离较长，存在油烟逃逸、倒灌的问题，吸油烟率较低。
油烟分离	油污还处于较大颗粒的时候就被吸入风口，通过凝结、离心、阻挡等一系列方式，可高效地将油烟分离。	受高度影响，油烟进入吸口时油滴已雾化变得很小，油与烟的重量差异大幅缩小，油烟的分离难度提高，导致吸油烟机尤其是风机油污附着严重，烟气中的油污直接排放到大气。
空间利用率	将多种厨电产品集为一体，提高空间利用率。下排式设计使风轮置于灶面下方，节省上方空间。	吸油烟机、燃气灶、消毒柜/烤箱/蒸箱等独立放置所占空间较大，传统中式和顶吸式吸油烟机占用了厨房上部空间。
噪音控制	集成灶采用下排风设计，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。	吸油烟机处于头顶位置，处于人体听觉器官附近，噪声较大。
清洁维护	采用模块化设计，各部分拆卸简单，易于日常清洁维护。	烟机不易拆卸，需单独报修、单独更换，导致清洗维护困难。

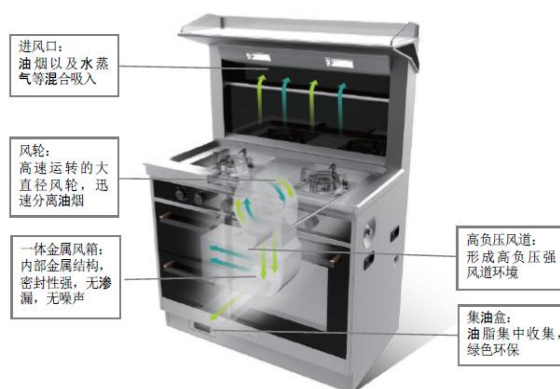
资料来源：帅丰电器招股说明书，东方证券研究所

图 17：油烟在离开台面 35-40 厘米后会开始扩散升腾



资料来源：腾讯新闻，东方证券研究所

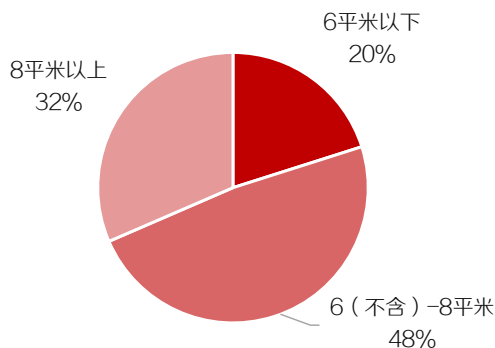
图 18：集成灶在吸收油烟、油烟分离方面技术已较为成熟



资料来源：帅丰电器招股说明书，东方证券研究所

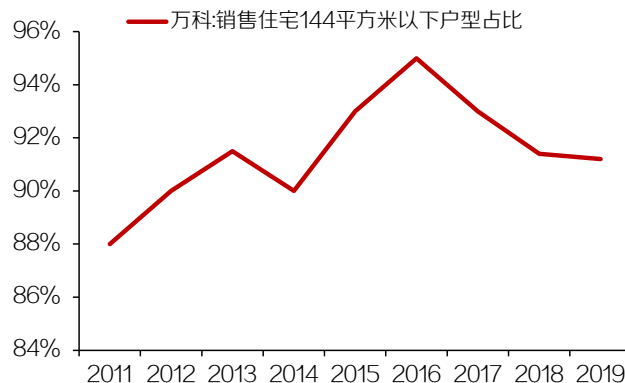
集成灶有效解决紧凑型、开放式厨房痛点，受益于应用场景的普遍性，行业渗透率有望快速提升。集成灶的几大优势决定了其相较于传统油烟机、燃气灶更适用于安装在紧凑型、开放式的厨房中。集成灶产品的模块化设计，大大节省了厨房空间，根据奥维云网的调查数据，中国家庭厨房面积普遍较小，8 平米以下的厨房占比达 68%，集成灶的集成属性有效解决厨房空间不足的痛点。相对较小的厨房面积也带动了开放式厨房的流行，头豹研究院的报告显示 2019 年中国开放式厨房在厨房装修中的占比已达 30%，且呈现逐年上升的趋势。开放式厨房由于缺少墙体阻隔，油烟易扩散，而集成灶凭借出众的控烟能力可有效解决这一问题，成为开放式厨房的刚需。

图 19：中国家庭厨房面积普遍较小



资料来源：奥维云网，东方证券研究所

图 20：中国居民住宅以中小户型住宅为主



资料来源：万科公告，东方证券研究所

2.2 产品创新、渠道拓展与营销转型成为行业发展核心驱动力

产品维度来看，集成灶相较于传统烟机、燃气灶有一定性能优势，但目前行业仍然存在消费者品类认知度较低，销售渠道网络不够完备等问题。近年来，集成灶龙头企业试图从产品、渠道与营销三大方面，通过产品设计创新、销售渠道拓展与营销策略转型等方式，增强产品实用性，提升品类认知度，拓宽获客途径，最终驱动行业规模上行。

产品端：基础功能成熟度高，多元化集成方案不断涌现，短期内助力行业增长

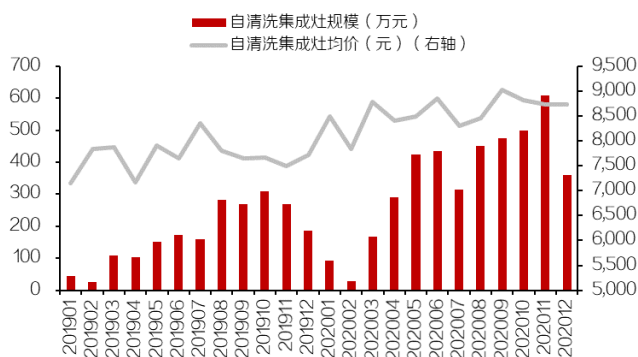
集成灶产品基础功能成熟度较高，各大品牌产品的核心功能差异不大。从产品维度看，集成灶产品在经过多次迭代后，油烟吸收、油脂分离以及安全保障等各大基础功能已较为成熟，根据国家日用金属制品质量监督检验中心（沈阳）的检测结果，2017年中国集成灶行业常态气味降低度和瞬时气味降低度分别为99.75%、66.21%，远高于国家标准的90%、50%。此外，按国家标准，外排式油烟机的油脂分离度应不低于80%，2017年集成灶行业油脂分离度平均水平约为95.61%。在行业基础功能平均水平较高的背景下，行业内各大品牌产品的核心功能差异并不大，根据天津市消费者协会的测算数据，火星人与美的两款价格相近的产品在热效率、风量、风压等指标上的差异极小且均远高于国家标准。

表 3：目前集成灶行业基础功能的平均水平已经较高，各品牌产品的核心功能差异不大

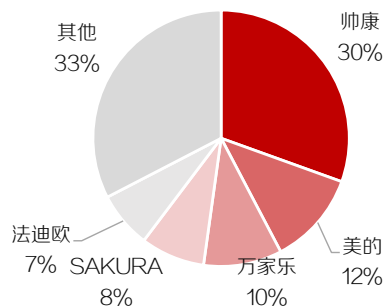
品牌	型号规格	价格（元）	热效率	最小火热负荷比 kW	热负荷准确度	风量 m ³ /min	风压 pa	全压效率
美大	JJZT-1509	11,300	62.8%	0.61	1.8%	12.8	258.5	20.2%
海尔	JJZT-J9E3B (12T)	10,999	61.4%	0.65	0.9%	16.1	344.8	18.7%
森歌	JJZT-A5-III	9,980	64.7%	0.36	1.4%	14.9	316.6	25.7%
亿田	JJZT-D8G	9,480	62.6%	0.62	5.0%	13.5	335.1	24.3%
海信	JJZT-WD501	7,999	63.8%	1.17	2.7%	17.5	322.6	21.4%
火星人	JJZT-E6B/X	7,980	62.8%	0.66	0.7%	16.0	367.8	21.6%
美的	JJZT-92Q5G	7,949	62.3%	0.69	0.7%	15.8	342.2	22.0%
千禧厨宝	JJZT-A	7,199	62.4%	0.54	9.1%	14.0	218.7	15.1%
帅康	JJZT-GB209E	6,999	60.9%	0.43	2.4%	16.9	351.3	23.7%
TCL	JJZT-JC11A	5,599	63.0%	0.74	2.7%	15.6	239.6	16.5%
YUKIDA	JCZ-(Y.T.R)C-S	5,480	55.9%	0.65	3.9%	15.5	226.1	15.0%
奥克斯	JJZT-X561B	5,399	62.8%	0.82	2.1%	15.1	320.9	25.5%
奥田	JJZT-X2-E05	5,199	58.3%	0.69	6.0%	16.5	333.2	22.9%
美菱	JJZT-ML-1008B	4,899	62.3%	0.66	2.8%	15.8	291.8	23.0%
万家乐	JJZT-LA3.2C	4,399	61.3%	0.46	4.8%	13.4	305.2	24.6%
	平均值	7,391	61.8%	0.65	3.1%	15.3	305.0	21.3%
	国家标准		53%	-	<10%	>10	>100	>15%

资料来源：天津市消费者协会，东方证券研究所

产品端的竞争逐步聚焦至创造产品的边际差异。在行业基础功能较为成熟，未来产品形态升级方向不明确的背景下，行业产品端的竞争逐步聚焦到产品外观设计、智能化以及创新型功能的开发等方面，试图通过边际上的提升来实现产品的差异化，取得消费者青睐。以自清洗功能为例，集成灶的日常清洗维护一直是消费者的一大痛点，带有自清洗功能的集成灶能在烹饪完成后自动进行灶体内部清洁，在减少油污污染的同时降低了消费者的日常维护成本。根据奥维云网的统计数据，2019年来自清洗集成灶行业规模、均价稳步提升，2020年带有自清洗的集成灶销售规模达4152万元，同比提升99%，带高温蒸汽洗功能的美的JJZT/Y-90X16集成灶自2020年3月上市以来，占据集成灶线下市场份额7.3%，年累计均价达15196元。边际上的功能创新同样能够提升产品实用性与便捷度，实现产品差异化，最终取得市场垂青。

图 21：带自清洗功能的集成灶销售规模与均价稳步提升


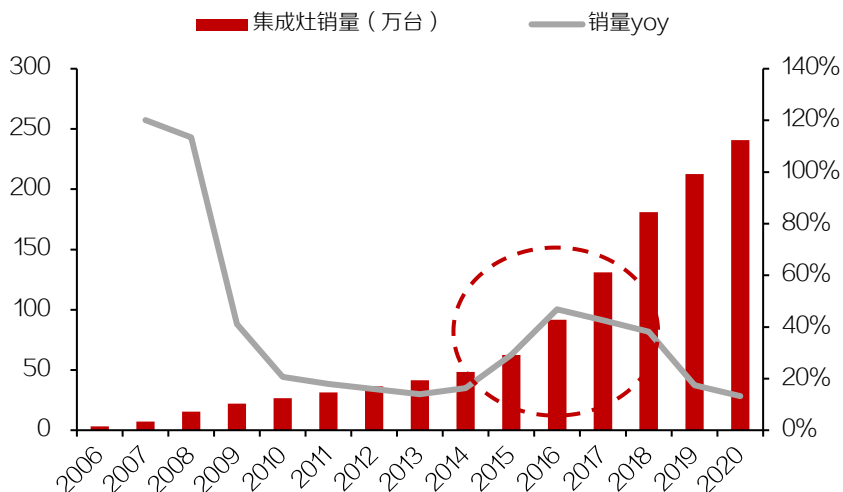
资料来源：奥维云网，东方证券研究所

图 22：帅康集成灶目前在自清洗集成灶领域份额最高


资料来源：奥维云网，东方证券研究所

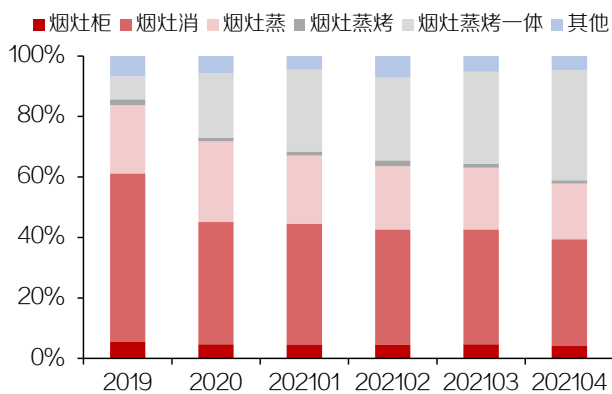
以烟灶消为起点，行业集成搭配方案逐步多元化，短期内带动行业规模快速扩张。侧吸模块化集成灶能够将多种厨房电器集成为一体，目前市场主流的集成灶大多为烟灶消（即包含油烟机、燃气灶、消毒柜），2020年烟灶消产品在线上、线下渠道的销售占比分别为40%、58%。回顾行业发展史，2015年之前集成灶市场不温不火，2015年带蒸箱的集成灶上市为市场注入新活力，短期内带动行业加速成长，根据Euromonitor的统计数据，2015、2016年集成灶行业规模增速达29%、47%，显著高于2010-2014年间的同比增速。2020年以来，各大品牌陆续推出烟灶蒸烤一体集成灶，受益于家庭料理、烘焙需求的增长，其市场份额快速提升，2020年烟灶蒸烤一体产品在线上、线下的销售占比分别为22%、12%，同比分别提升14pct、6pct。烟灶蒸烤一体产品的增长势头进入2021年后仍在持续，2021年1-4月烟灶蒸烤一体产品线上、线下的销售占比分别超过30%、20%。更加契合消费者需求的集成搭配方案在市场中不断涌现，有望为行业发展带来新动力，在短期内带动行业规模加速扩张。同时全新的集成化搭配方案由于搭配了蒸烤一体箱等厨房电器，给予了产品更高的溢价空间，根据奥维云网的统计数据，2020年烟灶蒸烤一体集成灶线上、线下均价分别较烟灶消高出3483元、5196元，该类产品的市场份额提升有助于增厚行业整体盈利空间。

图 23：2015、2016 年集成灶行业规模增速达 29%、47%，显著高于 2010-2014 年间的增速



资料来源：Euromonitor，东方证券研究所

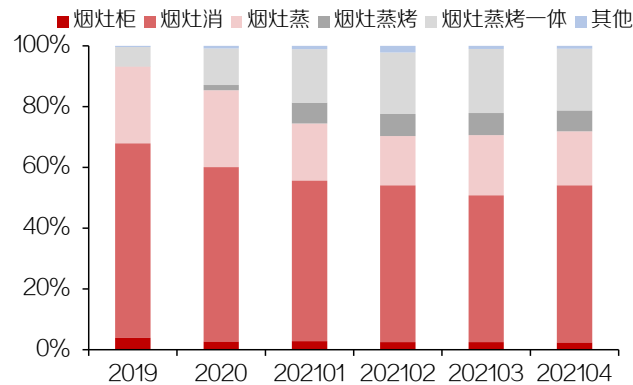
图 24：烟灶蒸烤一体式集成灶在线上渠道占比快速提升



注：市占率以销售额口径计算

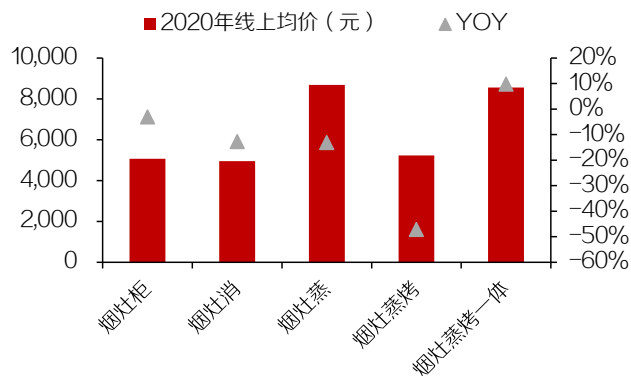
资料来源：奥维云网，东方证券研究所

图 25：烟灶蒸烤一体式集成灶在线下渠道占比快速提升

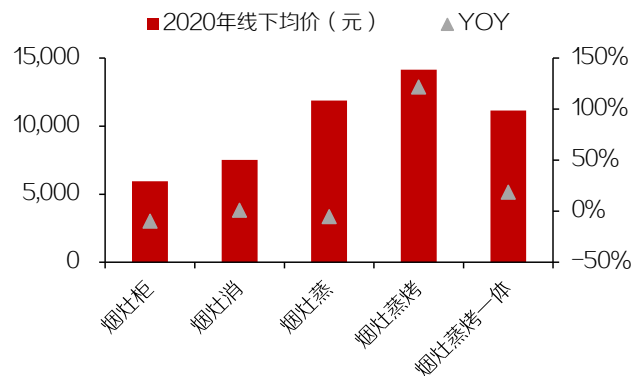


注：市占率以销售额口径计算

资料来源：奥维云网，东方证券研究所

图 26：烟灶蒸烤一体式集成灶线上均价显著高于烟灶消


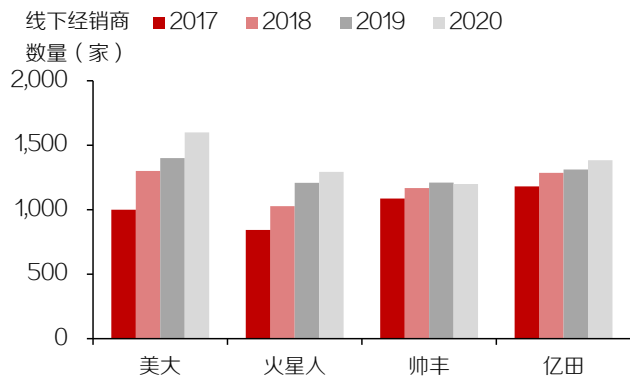
资料来源：奥维云网，东方证券研究所

图 27：烟灶蒸烤一体式集成灶线下均价显著高于烟灶消


资料来源：奥维云网，东方证券研究所

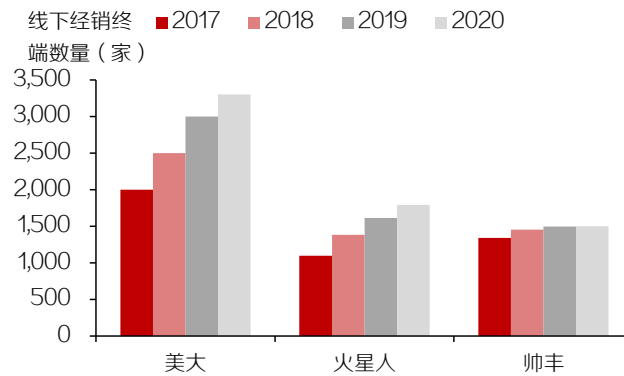
渠道端：品牌积极开拓线上渠道，发力于一、二线市场，提升中长期发展可持续性

集成灶各大专业品牌渠道布局略有不同，总体以线下经销为主。线下经销是集成灶行业最主要的销售渠道，根据各家上市公司最新的公告数据，火星人、浙江美大、帅丰电器、亿田智能的线下经销占比分别为 54%、90%、79%、64%。目前四家上市公司均有超过 1000 家的线下经销商，且均呈现逐年增加的态势。细分来看，四家公司之间的渠道布局仍略有不同，火星人与亿田智能以线上销售、线下经销双轮驱动，线上收入占比更高，2020H1 火星人与亿田智能线上收入占比分别为 43%、34%，远高于浙江美大、帅丰电器的 6%、20%。在现有渠道布局的基础上，四家公司也在积极寻求渠道的拓展，但侧重点有所不同：火星人与电商平台合作，积极开拓下沉渠道，同时试图打通 KA 与工程渠道；浙江美大 2020 年开始于线上渠道发力，通过一系列完备的线上销售组合打法来开拓线上市场，此外浙江美大在 KA 与工程渠道进展颇丰，2020 年 KA 和工程渠道收入占公司总收入的比重合计已达 4%；帅丰电器与亿田智能另辟蹊径，发力于家装渠道，试图打通差异化的销售渠道。

图 28：各大专业品牌线下经销商数量逐年增加


注：亿田智能 2020 年经销商数量实为 2020H1 数量

资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所

图 29：各大专业品牌线下经销终端数量逐年增加


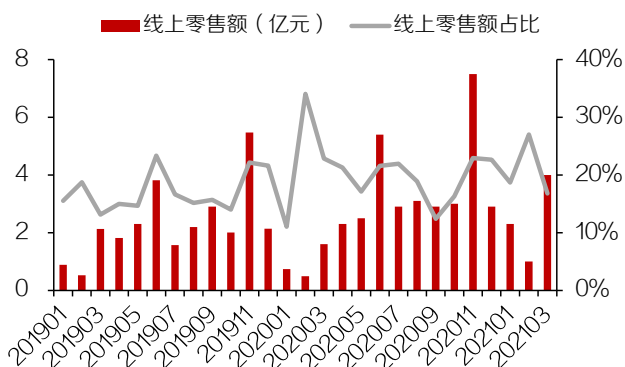
资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所

表 4：集成灶各大专业品牌渠道布局有所差异，渠道拓展也各有侧重

公司	渠道主要特点	渠道拓展情况
火星人	线上销售与线下经销双轮驱动，2020H1 线下经销占公司总收入分别为 53.98%；同期线上经销、直销收入占总收入比重分别为 18.13%、24.80%，线上收入占比高于同业可比公司	下沉渠道：2020 年公司新增京东小店、天猫优品网点 1700 多个，苏宁零售云网点开发 900 多个； KA 渠道：公司还与苏宁、国美等 KA 卖场达成合作，鼓励、支持经销商进入当地优质的苏宁、国美卖场或强势的地方性 KA 家电卖场，截至 2020 年末，已超过 280 多家； 工程渠道：2020 年公司成立工程销售部，成功签约多家战略客户，并成功入驻第三方 B2B 建材采购交易平台“采筑”。
浙江美大	以线下经销渠道为主，2020 年线下收入占公司总收入的 94.83%；2020 年经销、电商、KA 和工程渠道收入占公司收入的比重分别约为 90%、6%、4%。	线上销售：（1）把京东、苏宁、天猫平台的官方旗舰店委托专业第三方电商代运营机构进行运营；（2）对线下经销商开放网络经销权限；（3）开设公司官方商城；（4）开展厂家直播带货创新营销活动；（5）对线上产品实行差异化。 KA 渠道：截至 2020 年底，公司在国美、苏宁、红星美凯龙、居然之家等 KA 家电、建材卖场的门店已达到 800 多家 工程渠道：2020 年公司成功签署并实施安装了 10 多个精装工程项目，工程渠道销售快速增长
帅丰电器	以线下经销渠道为主，2019 年线下经销收入占总收入的比重为 78.99%；同期线上经销、直销收入占总收入比重分别为 12.52%、7.71%。	KA 渠道：深化与红星美凯龙、居然之家的战略合作，截至 2020 年底，公司在居然之家和红星美凯龙拥有近 200 家门店； 家装渠道：成立家装部，协助经销商开展与家装公司的沟通、洽谈及业务合作，截至 2020 年 12 月底，已成功协助近百家经销商开展了与家装公司的业务合作
亿田智能	以线下经销渠道为主，2020H1 线下经销收入占总收入的比重为 63.58%；同期线上经销、直销收入占总收入的比重分别为 31.31%、2.99%。	工程渠道：公司成为 500 强地产首选供应商，入选百强地产采购目录； 家装渠道：截至 2020 年底，公司与全国 300 多家装企签约

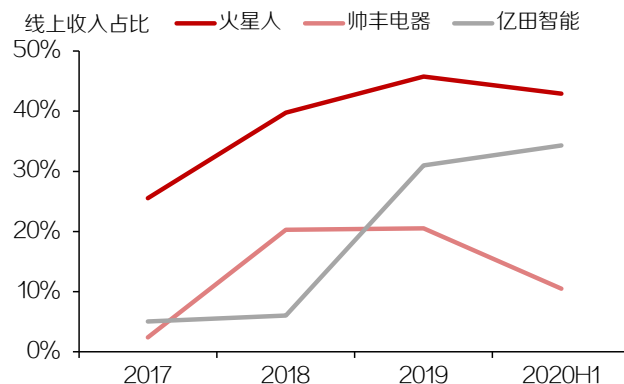
资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所

受疫情、直播双重因素催化，集成灶销售渠道逐渐向线上转移。近年来集成灶行业传统的坐店等客模式很难再获取新的客流，电商平台作为流量的一大入口，成为了集成灶公司拓展获客渠道的主要方向。行业内如火星人等的公司提前着手线上布局，错开线上、线下销售产品的型号与价格，积极寻求新客流。2020年受疫情催化，线下门店部分刚需转移到线上，叠加直播带货的红利释放，双重因素催化下，2020年集成灶线上市场高速发展，线上零售额占比较2020年有所提升，基本稳定在20%以上。具体到公司层面，火星人、帅丰电器、亿田智能线上销售收入（包含线上直销与经销商线上采购）占总收入的比重也整体呈现提升趋势，2019年火星人、帅丰电器、亿田智能线上收入占比分别为46%、21%、31%，较2017年提高了20pct、18pct、26pct，集成灶行业销售渠道逐步向线上转移。

图 30：2020 年集成灶线上市场高速发展


注：线上零售额占比指线上零售额在全渠道零售额中的占比

资料来源：奥维云网，东方证券研究所

图 31：集成灶上市企业线上收入占比整体呈上升趋势


注：线上收入包括经销商线上采购收入与线上直营收入

资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所

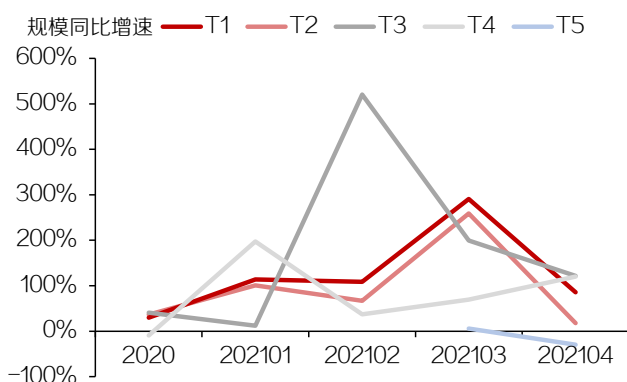
线下方面，以三、四线城市为根基，集成灶品牌逐步发力于一、二线城市，中长期内有望助力行业量价齐升。由于各大集成灶专业品牌在创立初期资金实力与品牌力均弱于综合性厨电品牌，经销商难以在一、二线城市立足，因而企业大多选择在营销效果更好，投入产出比更高的三、四线城市率先发力，如浙江美大公告2020年公司来源于三、四线城市的收入占比达75%，帅丰电器经销商也以三、四线城市经销商为主。近年来行业整体呈现出“农村包围城市”的趋势，即以三、四线城市为根基，逐步发力于一、二线城市。根据奥维云网的统计数据，进入2021年后，T1-T3级城市（即欠发达地级市及以上的城市）集成灶的销售规模增速高于T4、T5级城市（即一般县级市与县及以下的城市）。一、二线城市需求大多来自于二手房的旧厨房改造，厨房面积相对较小，更加适合使用集成灶，此外一、二线城市集成灶的销售均价一直稳定高于三、四线城市。行业龙头在三、四线城市站稳脚跟后，已具备一定的资金实力与品牌影响力，开始集中精力开拓一、二线城市，通过开设直营门店等形式进入一、二线城市，有望助力行业中长期内实现量、价齐升。

表 5：帅丰电器的经销商以三、四线城市经销商为主

单位：家	2017	2018	2019	2020H1
1家门店	666	787	949	956
2家门店	142	188	192	213
3家以上门店（含）	36	53	67	73

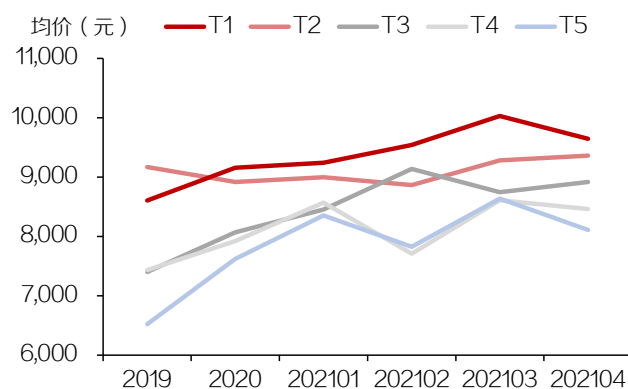
注：帅丰电器的经销商中，只有部分地级市以上的经销商才会开设 2 家及以上门店

资料来源：帅丰电器招股说明书，东方证券研究所

图 32：T1-T3 级城市集成灶销售规模增速较快


注：T1：直辖市、发达省会城市与地级市；T2：欠发达省会城市、一般地级市、发达县级市；T3：欠发达地级市；T4：一般县级市与县；T5：欠发达县级市与县

资料来源：奥维云网，东方证券研究所

图 33：T1-T3 级城市集成灶销售均价较高


注：T1：直辖市、发达省会城市与地级市；T2：欠发达省会城市、一般地级市、发达县级市；T3：欠发达地级市；T4：一般县级市与县；T5：欠发达县级市与县

资料来源：奥维云网，东方证券研究所

营销端：维持传统营销媒介高投入，开拓移动互联网营销新模式

各大集成灶品牌在传统营销媒介持续进行高投入，维持品牌知名度。在集成灶行业基础性能成熟度高，各家公司产品核心功能差异不大的背景下，营销投入在构建品牌力、提升产品知名度等方面就显得颇为重要。行业内四家上市公司一直保持着传统营销媒介领域的高投入，其大多选择高国民度的明星作为品牌代言人，并在央视黄金时段的栏目上进行持续性的广告投放；此外各家企业还会采取冠名高铁列车、在人流密集的高铁站大规模投放广告等方式来增强消费者对品牌的认知度，构建自身“软实力”竞争壁垒。

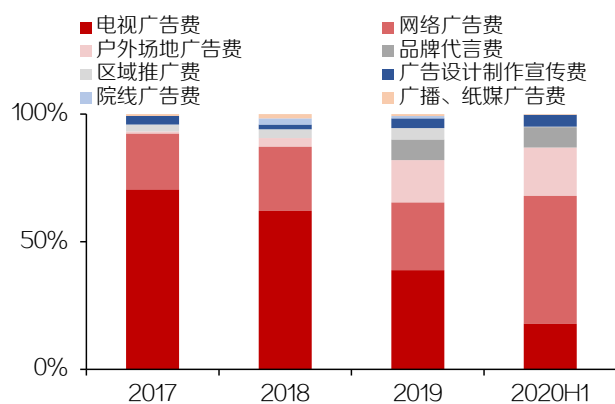
表 6：集成灶上市公司在传统营销媒介方面主要采用明星代言、央视以及高铁广告投放的形式

企业名称	明星代言与广告投放情况
火星人	2014 年，火星人在央视投放广告：“集成灶，就是火星人” 2014 年，火星人厨具在《东方时空》，《共同关注》，《中国新闻》进行广告投放 2015 年，火星人广告登陆北京卫视黄金时段，在《全是你的》项目中惊艳亮相 2019 年，火星人在全国 30 个省、263 个高铁站、636 块 LED 大屏投放广告 2019 年，火星人签约黄磊作为品牌代言人，并登上《向往的生活》；持续在 CCTV4《中国新闻》《新闻联播》等保持广告投放
浙江美大	2012 年，签约张嘉译为品牌代言人，在央视推广 2015 年，美大集成灶加盟央视《回家吃饭》节目 2017 年，美大成功签约全国 20 多条高铁线路冠名权，涵盖 20 多个省区、400 多个城市 2020 年，持续在央视《海峡两岸》、《中国新闻》、《共同关注》栏目投放全年性广告；持续冠名 20 多条高铁专列线路，并在 160 多个高铁站投放大型 LED 广告
帅丰电器	2010 年，签约海清为品牌代言人，在央视进行广告投放 2015 年，帅丰冠名 CCTV2《消费主张》特别节目《消费测试体验报告》 2017 年，帅丰投放《深夜食堂》爱奇艺、腾讯双平台网络广告 2018 年，帅丰冠名高铁—帅丰号专列 G1347，涵盖中国最繁忙的京沪线、京沪杭线、沪昆线等多条线路 2020 年，新增 20 组和谐号高铁列车冠名，线路覆盖全国。
亿田智能	2014 年，签约林志颖代言，并在央视投放广告 2014 年，亿田集成灶广告开始在北京、广州、深圳三大高铁站铺开 2016 年，广告覆盖主要城市的八条动脉高铁线，52 班次列车 2017 年，品牌广告登录央视《今日亚洲》、《中国新闻》、《回家吃饭》、《共同关注》等栏目

资料来源：公司招股说明书，头豹研究院，东方证券研究所

借助新兴互联网平台，开展创新营销活动，进一步提升品牌力。在维持传统营销媒介的高投入外，集成灶龙头企业积极采用新的营销模式，2020 年以来，龙头企业大多借助抖音、快手、小红书、今日头条等新兴移动互联网平台，采用直播带货、小红书种草以及与短视频达人合作等营销方式，加强品牌传播力度，拓宽用户途径，潜移默化地加深用户对品牌的认知，进一步提升品牌力。根据抖音、小红书的统计数据，截至 2021 年 5 月底，集成灶相关话题的视频已在抖音平台上播放超过 3.6 亿次，小红书平台上也有超过 2 万篇集成灶种草笔记，新兴平台逐步成为集成灶企业的重要获客渠道。

图 34：火星人 2020 年网络广告费占广告宣传费的比重大幅提高



资料来源：火星人公司公告，东方证券研究所

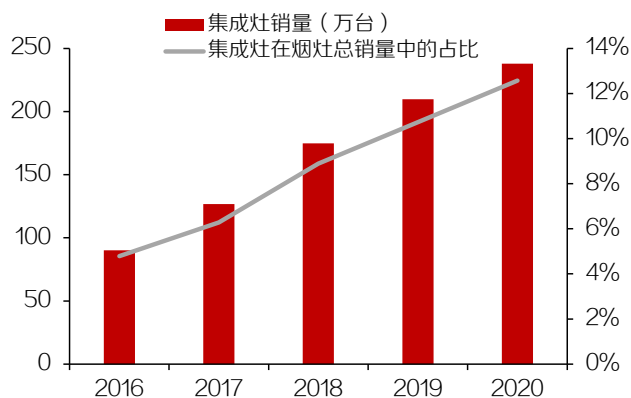
表 7：集成灶企业开始采用新兴移动互联网推广模式

话题	抖音播放次数	小红书笔记数量
#集成灶	3.6 亿	2 万+篇
#火星人集成灶	2.1 亿	5200+篇
#美大集成灶	1.2 亿	2800+篇
#帅丰集成灶	1353.7 万	1300+篇
#亿田集成灶	1203.1 万	1500+篇

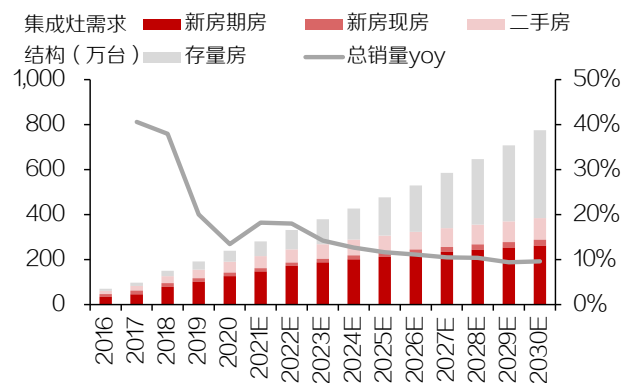
资料来源：抖音，小红书，东方证券研究所

2.3 增长逻辑清晰，集成灶行业增长红利逐步释放

集成灶行业增长红利逐步释放，中性情形下未来十年集成灶总销量年均复合增速有望达 12%以上。随着行业内有实力的竞争者逐年增加，产品不断推陈出新、销售渠道逐步拓宽、营销策略开始转型，行业短、中长期的增长逻辑清晰，渗透率开始步入上升通道。根据中怡康以及产业在线的统计数据，中国集成灶销量在烟灶总销量中的占比逐年提升，2020 年已达 13%，同比提升 2pct。我们预计行业渗透率在未来有望延续上行趋势，维持较快的放量态势。我们以 2021 年开始每年集成灶在烟灶内部的渗透率提升速度、2021 年开始新房销售面积复合增速两个指标为变量，对集成灶行业未来增速做了弹性预测。在中性情形下，我们假定 2030 年集成灶在烟灶内部的渗透率达到 27.6%（平均每年提升 1.5pct）、2021 年起新房销售面积复合增速为-2%，则未来十年集成灶总销量年均复合增速可达 12%；若未来几年行业渗透率加速上行（平均每年提升 2.5pct），房地产销售情况有所改观（假设未来销售面积复合增速为 0%），则未来十年集成灶行业销量有望实现近 17%的年均复合增速。

图 35：2020 年中国集成灶在烟灶中的占比已达 13%


资料来源：中怡康，产业在线，东方证券研究所

图 36：中性情形下，预计 2030 年中国集成灶销量可达 775.5 万台，未来十年年均复合增速有望达 12% 以上


资料来源：Wind，东方证券研究所测算

表 8：经测算，乐观情形下，集成灶行业未来 10 年年均复合增速最高可达 17%

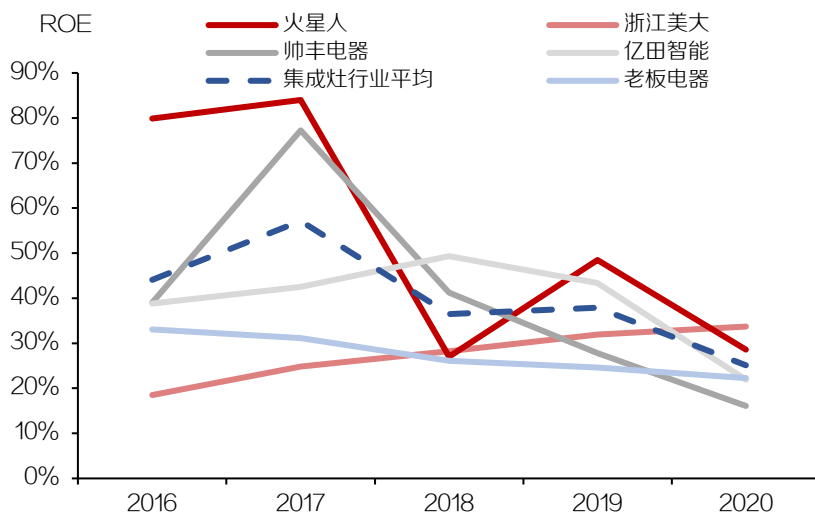
2020-2030 年集成灶销量 年均复合增速		新房住宅销售面积年均增速				
		-4%	-3%	-2%	-1%	0%
2030 年集 成灶渗透率*	17.6%	6.7%	7.1%	7.6%	8.1%	8.5%
	22.6%	9.4%	9.8%	10.3%	10.8%	11.3%
	27.6%	11.6%	12.1%	12.5%	13.0%	13.5%
	32.6%	13.5%	13.9%	14.4%	14.9%	15.5%
	37.6%	15.1%	15.6%	16.1%	16.6%	17.1%

*注：集成灶渗透率指的是集成灶销量在烟灶总销量中的占比

资料来源：Wind，东方证券研究所测算

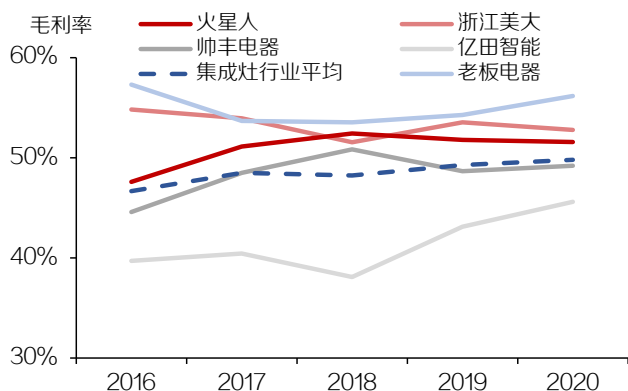
3 财务对比：高净利、高周转支撑集成灶行业高 ROE 水平

集成灶专业品牌间 ROE 水平差距逐步缩小，平均水平高于厨电综合性龙头。纵向来看，新上市的三家集成灶专业品牌火星人、帅丰电器、亿田智能由于募集资金带来权益乘数下降，导致 ROE、ROA 水平较往年有所下滑；上市多年的浙江美大，随着营收规模的扩大以及资产周转效率的提升，盈利水平提升驱动 ROE 逐年稳健上行。横向对比来看，集成灶行业整体 ROE 水平高于厨电综合性龙头老板电器，2020 年浙江美大、火星人、亿田智能、帅丰电器 ROE 分别为 33.73%、28.56%、21.92%、16.11%，平均值为 25.08%，较老板电器高 2.81pct，主要系集成灶专业品牌净利率相对更高。

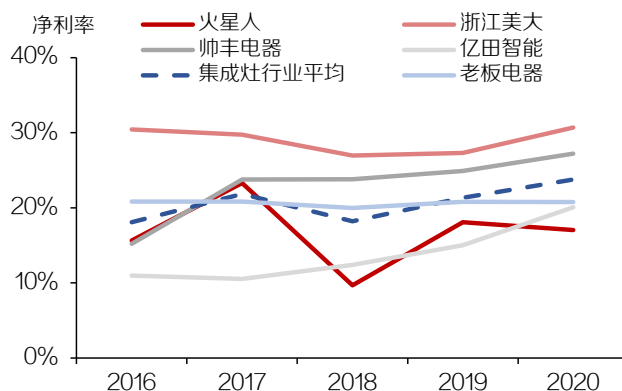
图 37：集成灶行业 ROE 平均水平较厨电综合性龙头更高


资料来源：公司公告，东方证券研究所

对比盈利能力，集成灶专业品牌毛利率逐渐趋同，净利率平均水平略高于老板电器。毛利率方面，2016 年浙江美大产品毛利率显著高于火星人、帅丰电器、亿田智能，2018 年以来四大品牌毛利率逐渐趋同，亿田智能由于自身仍有部分低毛利率的传统油烟机、燃气灶业务，整体毛利率较低。2020 年浙江美大、火星人、帅丰电器、亿田智能毛利率分别为 52.76%、51.58%、49.20%、45.59%，与厨电龙头老板电器（56.16%）仍存在一定差距。净利率方面，整体来看，集成灶行业净利率平均水平略高于老板电器，主要系集成灶行业平均费用率相对较低。具体到集成灶行业内部来看，火星人净利率显著低于浙江美大、帅丰电器，2020 年浙江美大、帅丰电器、亿田智能、火星人净利率分别为 30.70%、27.21%、20.07%、17.05%，主要系火星人加大营销投入力度，通过高费用策略换取规模的高速扩张。

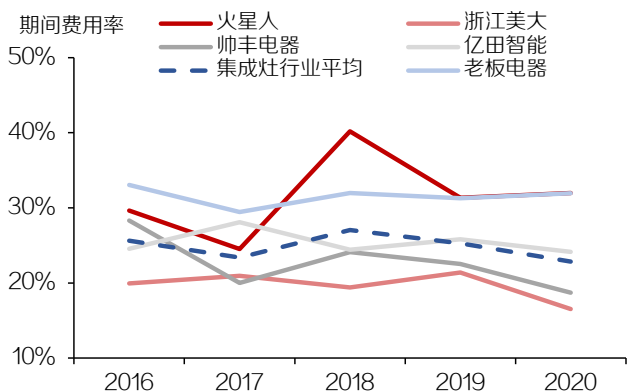
图 38：集成灶上市公司毛利率逐渐趋同


资料来源：公司公告，东方证券研究所

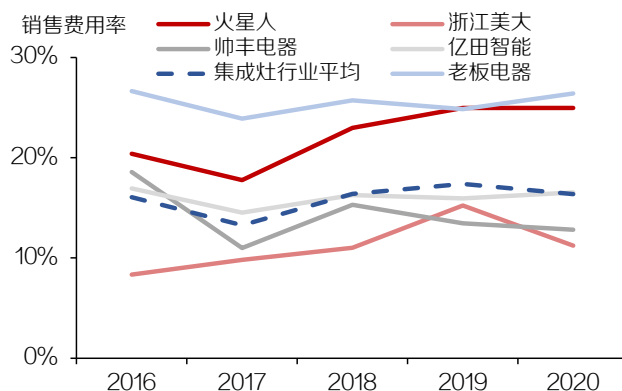
图 39：集成灶上市公司净利率水平略高于老板电器


资料来源：公司公告，东方证券研究所

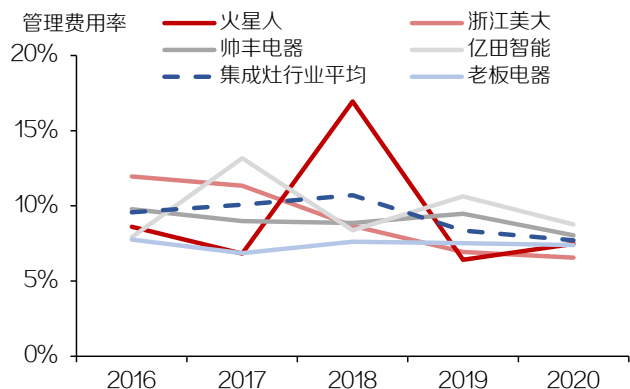
费用端，集成灶行业上市公司期间费用率差异较大，主要系营销投入力度不同所致。横向对比各家公司的期间费用率，火星人、老板电器的期间费用率远远高于亿田智能、帅丰电器、浙江美大，2020 年火星人、老板电器、亿田智能、帅丰电器、浙江美大期间费用率分别为 31.99%、31.95%、24.14%、18.72%、16.54%。公司费用率的差异主要源于销售费用率，2020 年老板电器、火星人、亿田智能、帅丰电器、浙江美大销售费用率分别为 26.41%、24.97%、16.53%、12.81%、11.22%。老板电器渠道更多布局在一、二线城市、营销投入大，同时销售费用中包含较高的促销费与销售服务费，因而销售费用率普遍高于集成灶专业品牌；火星人自 2018 年起持续加大市场营销投入，加强销售队伍建设，相关的广告宣传费、职工薪酬等费用大幅提高，导致销售费用率一直远高于其他可比公司；帅丰电器于 2019 年开始调整广告投放策略，削减了央视类媒体广告的投入，增加了新媒体、高铁高速公路等广告的投放，因而销售费用率相对较低。

图 40：集成灶上市公司期间费用率差异较大，平均水平显著低于老板电器


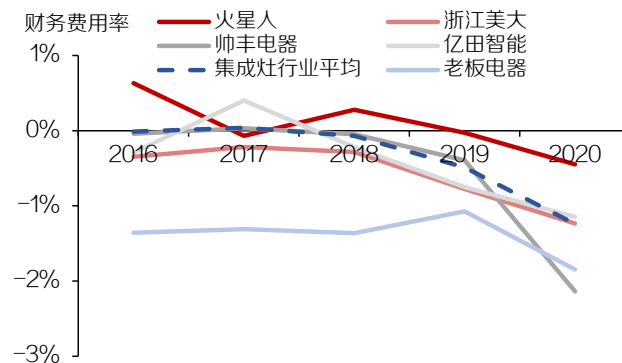
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 41：集成灶上市公司销售费用率差异较大，平均水平显著低于老板电器


资料来源：公司公告，东方证券研究所

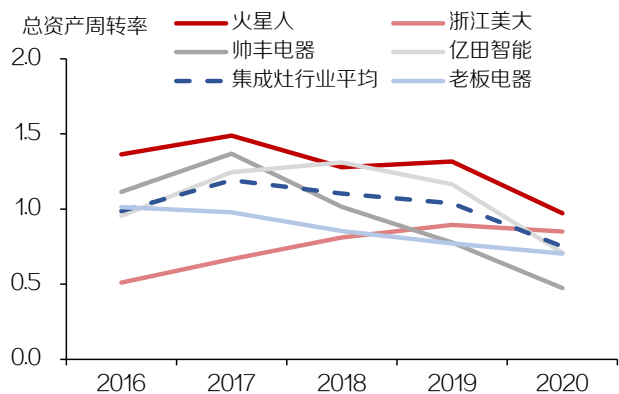
图 42：集成灶上市公司管理费用率与老板电器较为接近


资料来源：公司公告，东方证券研究所

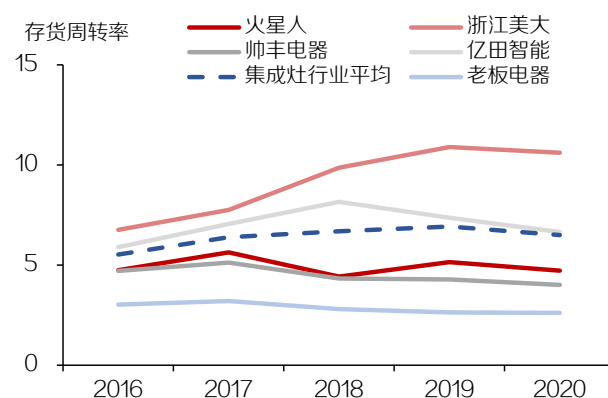
图 43：集成灶上市公司财务费用率略高于老板电器


资料来源：公司公告，东方证券研究所

运营效率方面，行业内公司总资产周转率水平较为接近，浙江美大存货周转率处于行业领先地位。纵向来看，新上市的三家集成灶上市企业总资产周转率逐年下降，主要系上市导致资产规模扩张速度较快，浙江美大凭借丰富的运营经验，不断改善运营效率，总资产周转率逐年上升；横向对比来看，四家集成灶上市公司总资产周转率逐渐趋同，并与老板电器较为接近。存货周转率方面，各家公司差异较大，浙江美大专注于集成灶行业多年，在生产成本控制、存货管理方面经验丰富，因而存货周转速度居于行业领先地位。火星人由于产品备货量、安全库存水平较高，同时线上销售模式的收入确认周期更长，因而存货周转率偏低。

图 44：集成灶上市公司总资产周转率水平较为接近


资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 45：集成灶上市公司存货周转率之间存在较大差异，均高于老板电器


资料来源：公司公告，东方证券研究所

投资建议

渗透率加速上行有望推动集成灶行业高增长红利释放，龙头企业依托于出色的产品设计、研发能力，线上+线下双轮驱动、一二线城市加速扩张的渠道格局以及出众的营销效率，有望获取更高的市场份额，建议关注集成灶专业品牌火星人(300894，增持)、浙江美大(002677，未评级)、亿田智能(300911，未评级)、帅丰电器(605336，未评级)，以及中高端厨电龙头老板电器(002508，未评级)。

风险提示

- **新房销售或集成灶渗透率提速不及预期的风险：**作为影响未来集成灶行业收入增速的重要变量，若未来新房销售面积增长不达预期，或集成灶新品开发不及预期、一二线城市渠道拓展受阻等原因使得集成灶在烟灶内部的渗透率提速受限，集成灶行业规模增速或存不达预期的风险。
- **行业竞争加剧的风险：**若未来集成灶行业竞争加剧，龙头企业为抢占份额导致行业价格战出现，企业盈利或将面临大幅波动的风险。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级——由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级——根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn