

推荐（维持）

新增产能逐渐释放，营收目标逐年加码

风险评级：中风险

帅丰电器（605336）深度报告

2022年3月17日

投资要点：

魏红梅

SAC 执业证书编号：

S0340513040002

电话：0769-22119410

邮箱：whm2@dgzq.com.cn

研究助理：谭欣欣

SAC 执业证书编号：

S0340121030039

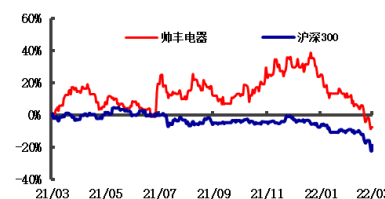
电话：0769-22119410

邮箱：tanxinxin@dgzq.com.cn

主要数据 2022年3月16日

收盘价(元)	23.99
总市值(亿元)	34.14
总股本(亿股)	1.42
流通股本(亿股)	0.45
ROE(TTM)	0.00%
12月最高价(元)	38.48
12月最低价(元)	22.81

股价走势



资料来源：iFind，东莞证券研究所

相关报告

《集成灶行业深度报告：厨电新星，未来可期》

- 近年来集成灶行业规模快速增长，成为厨电行业新星。2021年，集成灶是家电产业增长最好的大家电品类之一。根据奥维云网全渠道推总数据，2016年-2021年，中国集成灶零售量从91万台上升至304万台，年均复合增速为27.28%。奥维云网预测，2023年，中国集成灶零售量将达到411万台，2021-2023年期间CAGR为16.27%。
- 公司股权激励彰显发展信心，解锁条件逐年加码。从考核难度来看，该股权激励计划的考核目标逐年严格，2021/2022/2023年的营业收入同比增速分别要不低于15%/25%/30%。公司设置逐渐趋严的股权激励考核目标，可见公司对未来经营发展的信心强劲。
- 公司高度重视核心技术性能创新，坚持差异化战略。一方面，公司较早研发侧吸下排集成灶，技术水平业内领先；公司发明可拆洗发明专利引领行业成长，实现产品迭代升级。另一方面，公司精准洞悉消费需求，功能和颜值双升级，差异化技术打造爆款。2019-2021年，帅丰蒸烤一体集成灶连续三年全国销量领先。2020年底，公司推出蒸烤一体Pro/蒸烤独立集成灶，引领市场潮流。公司新品储备丰富，未来将以蒸烤独立集成灶和蒸烤一体集成灶在市场共同发力。
- 帅丰电器的40万台集成灶新增产能正在逐步释放，助力公司缩小与一线集成灶企业的产能差距。公司在2017年已投建“新增40万台智能化高效节能集成灶产业化示范项目”，2020年底已基本完成厂房建设，新增集成灶产能已在2021年开始逐步释放。帅丰集成灶产能未来将增加至56万台，是2020年产能的3.5倍。
- 渠道拓宽+效率提升，公司业绩有望更上一层楼。帅丰以稳定的线下经销模式作为营销的坚实基础，线上线下同步协作，全面在整装渠道、KA渠道、工程渠道等进行多元化渠道布局。公司敏捷感知市场变化，储备多个集成灶品类的型号与款式，布局渠道、工程产品，结合渠道及营销端优势，提高经销商的积极性和创收力，未来收入有望实现突破式增长。
- 投资建议：维持对公司的“推荐”评级。预计公司2021年/2022年每股收益分别为1.84元和2.40元，对应估值分别为13倍和10倍。帅丰电器系集成灶领先企业，创新研发能力较强，坚持差异化战略；其新增的40万台集成灶产能正逐步释放，叠加渠道多元化与营销升级，公司未来业绩可期，与公司在股权激励中提出的逐年趋严的考核条件相匹配。
- 风险提示：宏观经济波动风险、市场竞争加剧的风险、房地产市场波动的风险、“精装修”政策对集成灶市场的风险、原材料价格波动风险、产品结构单一风险、产能消化风险等。

目 录

1、集成灶领先企业	4
1.1 公司经营概况	4
1.2 股权结构集中，激励政策彰显发展信心	5
1.3 业绩稳定增长，净利率持续提升	7
2、集成灶在厨电品类中逆势成长	10
2.1 行业规模持续增长	10
2.2 产品持续升级变化	11
3、创新能力较强，产品差异化竞争	13
3.1 创新技术赋能产品制造	13
3.2 坚持差异化战略	15
4、产能扩张+渠道完善+品牌升级	17
4.1 帅丰 40 万台集成灶新增产能逐渐释放	17
4.2 线上渠道跻身 TOP5，线下渠道仍需强化	18
4.3 高举品牌旗帜，营销网络升级	21
5、投资建议	25
6、风险提示	26

插图目录

图 1：帅丰电器发展历程	4
图 2：帅丰电器主要产品	5
图 3：帅丰电器股权结构（截止 2022 年 3 月 16 日）	5
图 4：帅丰电器 2021 股权激励计划考核目标	6
图 5：帅丰电器营业总收入稳健增长	7
图 6：帅丰电器归母净利润持续增长	7
图 7：帅丰电器核心产品为集成灶产品	7
图 8：帅丰电器销售毛利率净利率	8
图 9：帅丰电器期间费用率	8
图 10：同行业公司集成灶产品毛利率	9
图 11：中国集成灶零售量快速提升	10
图 12：中国集成灶零售额快速增长	10
图 13：中国集成灶市场渗透率加速提升	10
图 14：中国集成灶对烟灶产品替代空间大	10
图 15：城镇和农村家庭平均每百户油烟机拥有量	11
图 16：城镇和农村家庭平均每百户洗衣机/电冰箱拥有量	11
图 17：2020-2021 年线上分类型集成灶零售额占比走势	12
图 18：2020-2021 年线下分类型集成灶零售额占比走势	12
图 19：2021M1-2022M1 线上集成灶分款式均价走势（元）	12
图 20：2021M1-2022M1 线下集成灶分款式均价走势（元）	12
图 21：帅丰电器集成灶产品结构示意图	13
图 22：帅丰电器 S65 蒸烤一体集成灶	15
图 23：帅丰电器 X1 双子星蒸烤同步集成灶（蒸烤一体 Pro/独立蒸烤款）	16
图 24：帅丰电器 X1 双子星 Max 蒸烤同步集成灶（2022 年新品）	16
图 25：集成灶重点公司的集成灶产能对比	18

图 26: 2021 年集成灶线上市场格局（按销额）	18
图 27: 2020Q1-2021Q1 建材市场（集成灶）分品牌规模及同比变化情况	19
图 28: 2021 年集成灶线下（KA 卖场）市场格局（按销额）	20
图 29: 集成灶重点公司的经销商数量	20
图 30: 集成灶重点公司的经销商平均销售额（万元）	20
图 31: 集成灶重点公司广告宣传费（万元）	22
图 32: 集成灶重点公司广告宣传费占营收比重	22
图 33: 2021H1 帅丰加大广告宣传力度	22
图 34: 帅丰新媒体广告费快速增长	22
图 35: 公司拟对“营销网络建设项目”内部投资结构进行调整	23
图 36: 四大集成灶上市企业网站搜索指数对比	23

表格目录

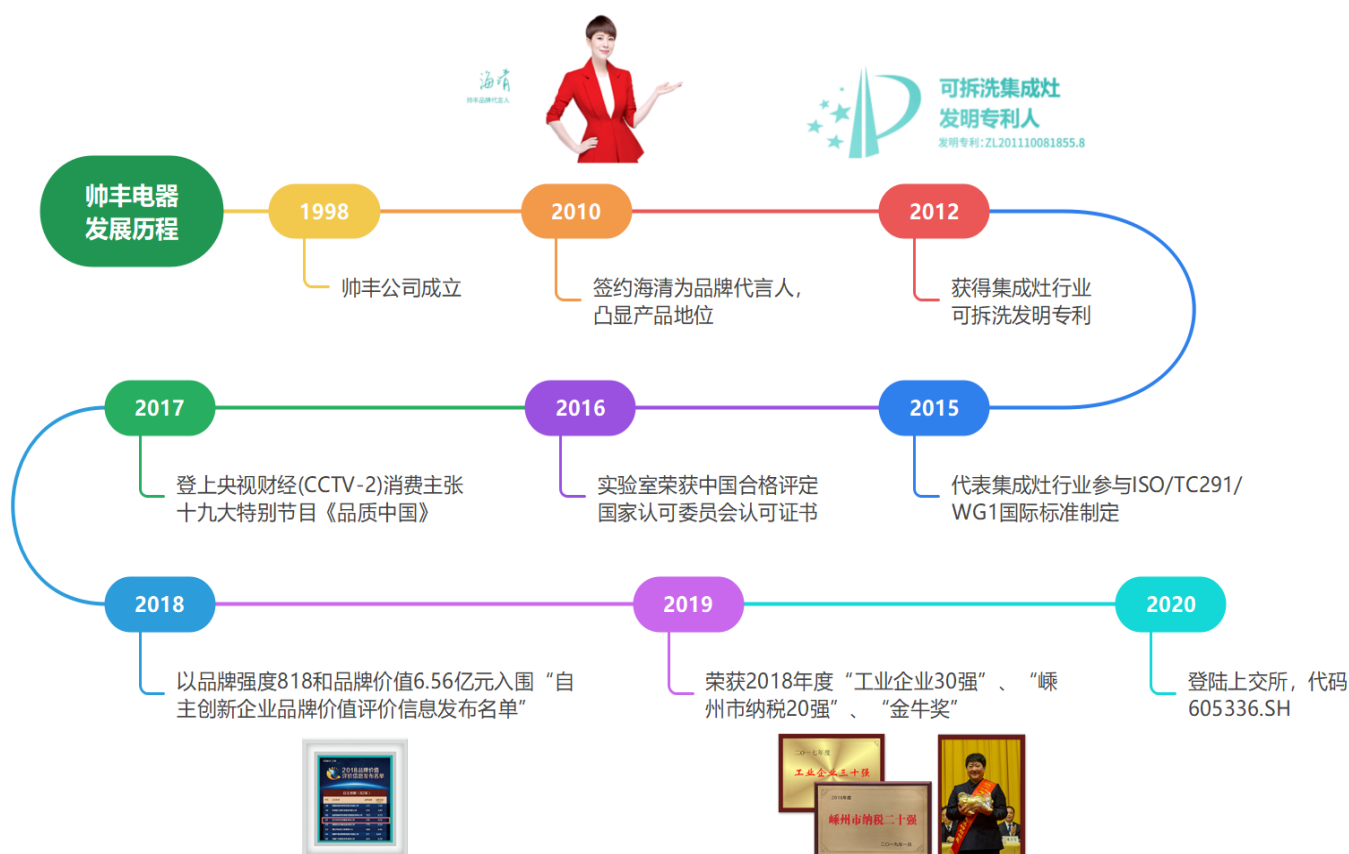
表 1: 帅丰各渠道集成灶产品毛利率	9
表 2: 帅丰电器主要核心技术	14
表 3: 公司盈利预测简表（截至 2022 年 3 月 16 日）	25

1、集成灶领先企业

1.1 公司经营概况

帅丰电器发展 20 余年，是国内集成灶行业的领先企业之一。浙江帅丰电器股份有限公司（简称“帅丰电器”）成立于 1998 年，总部位于浙江省绍兴市嵊州市经济开发区；2020 年成功在主板上市。公司专注于以集成灶为核心的新型智能厨房电器的研发、设计、生产和销售业务，目前拥有 3 个生产基地，建立了智能冲压生产线、智能板材加工线、自动化成品库，通过实施机器换人，实现智能化生产。帅丰业务遍及全国，省会城市覆盖率超 98%，经销商超 1,300 家，专卖店超 1,600 家。

图 1：帅丰电器发展历程



资料来源：公司官网，东莞证券研究所

帅丰电器以集成灶为核心产品，基于“集成”特色不断扩张厨房产品品类。（1）公司核心产品为集成灶，包括以中高端产品为主的至臻系列和至爱系列、以经济适用款为主的至善系列、以及以渠道产品为主的电商系列产品和工程系列产品等。公司始终坚持产品的研发、设计从用户需求出发，多年来将集成灶系列产品从最初的为“彻底解决中国厨房油烟问题”开始，不断升级换代，逐步增加烤箱、蒸箱、蒸烤一体、独立蒸烤、空气烤等功能，将“集成”特色放大，有效解决当下消费人群厨房空间小但功能需求多的痛

点。同时，公司通过技术创新将红外线监测、语音控制等智能化功能融入产品设计，用科技改善厨房难题，为消费者提供安全、健康、智能、美好的下厨体验。（2）公司一直坚持厨电领域横向扩展，不断丰富产品品类。除集成灶外，公司已相继配套水槽、洗碗机、集成水槽、嵌入式厨电、燃气热水器、橱柜等系列产品。同时，公司正在逐步推进整厨、全屋定制，产品矩阵逐渐完善，致力于为消费者提供一站式集成智慧厨房解决方案。

图 2：帅丰电器主要产品

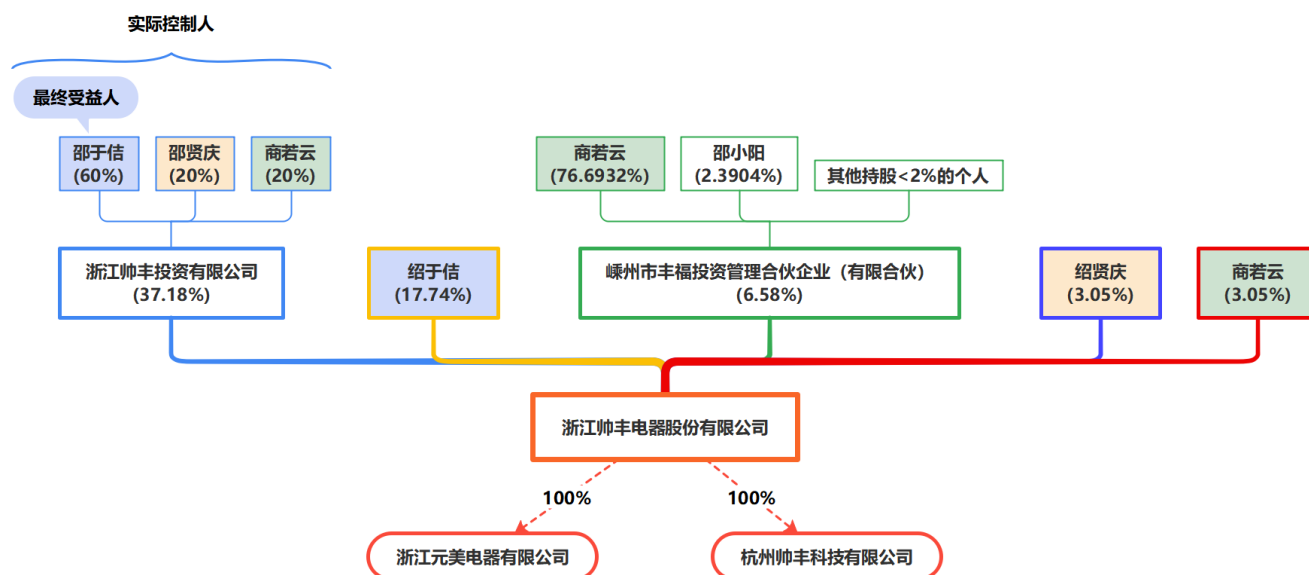


资料来源：公司官网，东莞证券研究所

1.2 股权结构集中，激励政策彰显发展信心

公司股权结构集中，家族企业性质明显。帅丰电器第一大股东为浙江帅丰投资有限公司（简称“帅丰投资”），持有公司 37.18%的股份，其中邵于佶、邵贤庆、商若云分别持有帅丰投资 60%、20%、20%的股份。其次，嵊州市丰福投资管理合伙企业（有限合伙）（简称“丰福投资”）持有公司 6.58%的股份，其中商若云系丰福投资的普通合伙人兼执行事务合伙人，并持有丰福投资 76.6932%的股份。商若云、邵贤庆系夫妻关系，邵于佶为商若云和邵贤庆的女儿，三人为一致行动人；邵于佶、邵贤庆、商若云分别直接持有公司 17.74%、3.05%、3.05%的股份，通过帅丰投资和丰福投资间接持有公司 22.31%、7.44%、12.48%的股份。上述三人合计持有超过 66%的公司股份（直接和间接），为公司实际控制人。

图 3：帅丰电器股权结构（截止 2022 年 3 月 16 日）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

公司股权激励彰显发展信心，解锁条件逐年加码。（1）为了进一步建立、健全公司长效激励机制，吸引和留住优秀人才，充分调动公司及子公司的核心人员的积极性，帅丰电器在 2021 年推出股权激励计划。公司对董事、高级管理人员、核心管理人员、核心技术人员及核心业务人员进行激励，将有效地将股东利益、公司利益和核心团队个人利益结合在一起，共同推动公司的长远发展。（2）从考核难度来看，该股权激励计划的考核目标逐年严格，2021/2022/2023 年的营业收入同比增速分别要不低于 15%/25%/30%。考虑到 2020 年经营受疫情影响，基数较低，2021 年考核目标达成难度相对较低；2022 年低基数效应消失，同时面临国内经济增速或将下行、集成灶行业竞争激烈等不利因素，公司考核目标却比 2021 年更严苛，难度提升。公司设置逐渐趋严的股权激励考核目标，可见公司对未来经营发展的信心强劲。

图 4：帅丰电器 2021 股权激励计划考核目标

解除限售安排	解除限售时间	业绩考核目标
第一个解除限售期	自授予的股票上市之日起满 12 个月后的首个交易日起至授予日起 24 个月内的最后一个交易日止	以 2020 年营业收入为基数，2021 年营业收入增长率不低于 15%
第二个解除限售期	自授予的股票上市之日起满 24 个月后的首个交易日起至授予日起 36 个月内的最后一个交易日止	以 2021 年营业收入为基数，2022 年营业收入增长率不低于 25%
第三个解除限售期	自授予的股票上市之日起满 36 个月后的首个交易日起至授予日起 48 个月内的最后一个交易日止	以 2022 年营业收入为基数，2023 年营业收入增长率不低于 30%

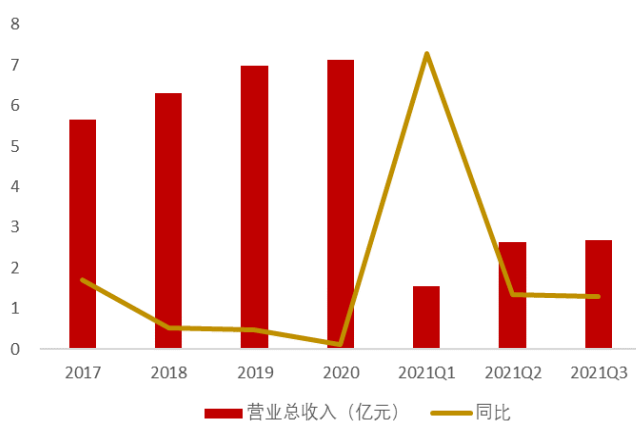
资料来源：公司公告，东莞证券研究所

备注：上述指标均以公司年度审计报告所载公司合并报表数据为准。

1.3 业绩稳定增长，净利率持续提升

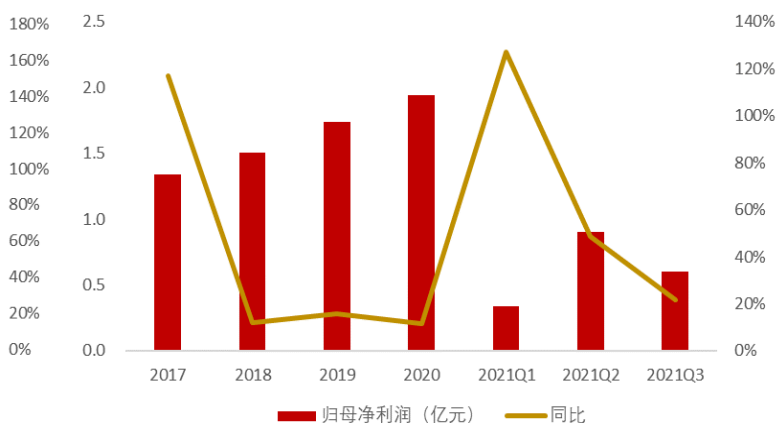
近年，公司营收和利润保持稳健增长。根据 iFind，2017-2020 年，公司营业总收入从 5.65 亿元上升至 7.14 亿元，期间年均复合增速为 8.13%；同期，公司归母净利润从 1.34 亿元增加至 1.94 亿元，期间年均复合增速为 13.12%。2020 年公司营收同比增速下降较多（同比仅+2.26%），归母净利润同比增速亦有所减缓，主要系受疫情等因素影响。但与普遍增长趋缓的传统厨电品类相比，集成灶作为厨电产业当中的新兴品类，在市场逆境中仍维持良好发展的势头；公司作为集成灶领先企业之一，享受市场红利，在 2020 年仍实现逆势增长。2021 年前三季度，公司实现营业总收入 6.87 亿元，同比增长 46.44%，实现归母净利润 1.84 亿元，同比增长 47.42%。2021 年国内疫情影响逐渐消退，上半年海外疫情反复使得外需延续高景气，公司业绩恢复性增长；一季度增速表现尤为亮眼，主要是由 2020 年同期的低基数效应所致。

图 5：帅丰电器营业总收入稳健增长



资料来源：iFind，东莞证券研究所

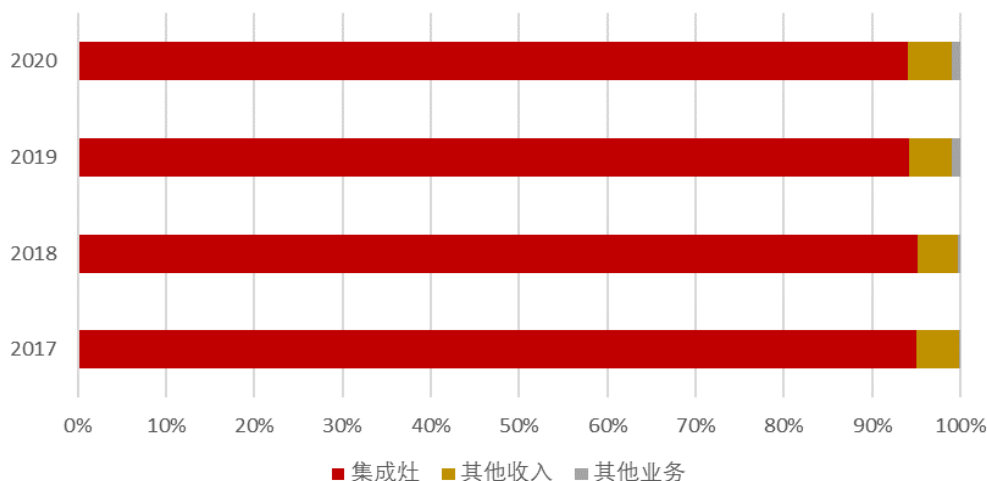
图 6：帅丰电器归母净利润持续增长



资料来源：iFind，东莞证券研究所

集成灶产品是公司收入的主要来源，占营收比重超 94%。公司业务收入包括集成灶收入、其他厨房用品收入（其他收入）、其他业务收入。根据 Wind，2017-2020 年，公司集成灶产品收入分别为 5.36 亿元、6.01 亿元、6.58 亿元、6.72 亿元，对应的营收占比分别为 94.99%、95.15%、94.24%和 94.05%。可见，公司致力于集成灶产品的研发、生产和销售，营收增长主要来自于集成灶产品的收入贡献。公司的集成灶按照产品定位的不同，可以大体分为经济适用款、中高端款和渠道款三大类。其中，经济适用款系公司早期推出的产品，功能较为单一；中高端款产品系公司近年来新推出的产品，配备了蒸箱、蒸烤一体功能，产品定位较高；渠道款产品为公司面向电商、工程渠道的专门产品。而不同定位的集成灶又包含有不同系列的产品，各系列产品可以选配消毒柜/储藏柜、蒸箱、蒸烤功能；但经济适用款和渠道款的不同系列产品以配备消毒柜/储藏柜为主，中高端款的不同系列产品以配备蒸箱、烤箱为主。

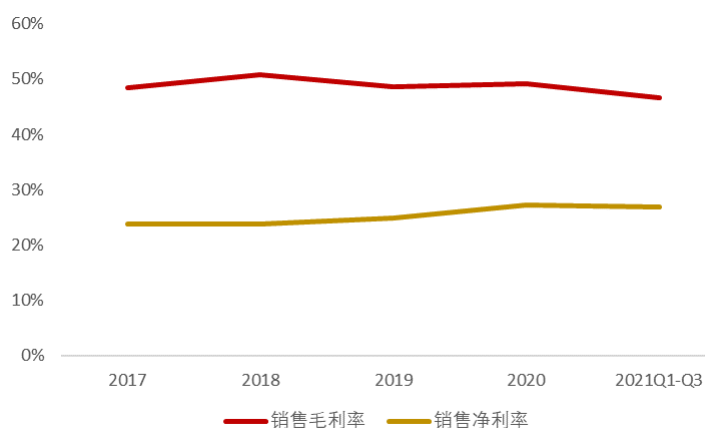
图 7：帅丰电器核心产品为集成灶产品



资料来源：Wind，东莞证券研究所

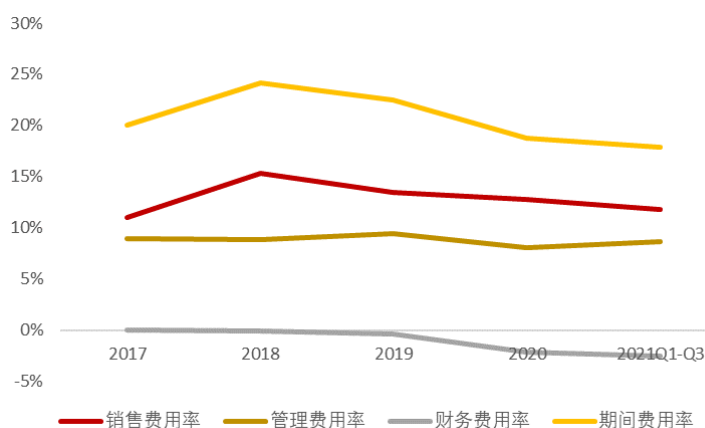
公司毛利率相对稳定，净利率逐步提升。2017-2020 年，公司的销售毛利率在 48%-51% 的区间内波动；2021 年前三季度，由于上游原材料价格大幅走高，公司毛利率下滑至 46.66%。而净利率方面，2017-2020 年，公司的销售净利率从 23.76% 上升至 27.21%，呈爬升趋势，这主要得益于期间费用率的下降。2018 年，公司加大广告宣传费、服务费等销售费用项目的投入，导致期间费用率有所提升；2018 年以后，公司销售费用维持稳定水平下，规模效应逐渐显现，销售费用率持续下行。销售费用率下降，管理费用率相对稳定，财务费用率控制妥当，使得公司的期间费用率在近几年出现大幅改善，净利率持续提升。

图 8：帅丰电器销售毛利率净利率



资料来源：iFind，东莞证券研究所

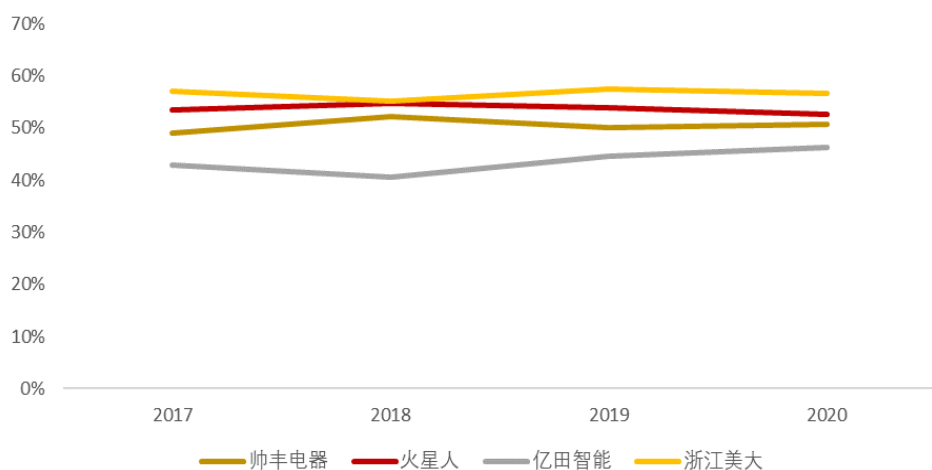
图 9：帅丰电器期间费用率



资料来源：iFind，东莞证券研究所

就集成灶而言，帅丰电器集成灶产品毛利率相对稳定，处于中等水平。2017-2020 年，公司集成灶产品的毛利率围绕在 50% 的水平上下波动，近两年有小幅上升趋势。与集成灶销售规模较大的火星人、亿田智能、浙江美大相比，帅丰电器的集成灶产品毛利率位于中等水平。2020 年，帅丰电器的集成灶毛利率为 50.69%，比浙江美大低 5.83 个百分点，比火星人低 1.97 个百分点，比亿田智能高出 4.40 个百分点。

图 10：同行业公司集成灶产品毛利率



资料来源：Wind，东莞证券研究所

公司通过产品结构优化来提升自身集成灶的产品毛利率。根据帅丰电器招股说明书，2017-2020 年 Q1，公司生产的集成灶产品中，经济适用款的收入占比在逐渐减小，中高端款的收入占比在逐年提升，渠道款的收入占比在 2018 年有较大幅提升，其他款的收入占比较小。2018 年，公司的综合毛利率提升较明显，主要系因为各款集成灶产品毛利率都有所提升，且毛利率较高的渠道款占比大幅提升。2019 年开始，公司各款集成灶产品毛利率都出现不同程度的下滑；但由于毛利率较高的中高端款产品的收入占比在近两年快速提升，使得公司 2020 年集成灶产品的整体毛利率在各款产品毛利率都下降的情况下仍做到同比提升。

表 1：帅丰各渠道集成灶产品毛利率

集成灶产品定位	时间	收入（万元）	占比	毛利率
经济适用款	2020Q1	1662.27	27.87%	50.73%
	2019	25,528.40	35.02%	52.30%
	2018	39,609.64	59.63%	53.09%
	2017	46,476.50	83.15%	49.78%
中高端款	2020Q1	3,317.09	55.61%	51.04%
	2019	27,623.76	37.89%	54.69%
	2018	7,557.22	11.38%	61.28%
	2017	6,230.50	11.15%	59.92%
渠道款	2020Q1	795.88	13.34%	58.98%
	2019	16,059.48	22.03%	59.67%
	2018	15,603.77	23.49%	62.23%
	2017	1,009.94	1.81%	46.38%
其他	2020Q1	189.26	3.17%	58.19%
	2019	3,687.28	5.06%	54.39%
	2018	3,651.77	5.50%	63.15%
	2017	2,177.98	3.90%	54.94%

资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

2、集成灶在厨电品类中逆势成长

2.1 行业规模持续增长

与传统厨电不同，近年来集成灶行业规模快速增长，是厨电行业新星。2020年，在百亿规模的厨电品类中，集成灶是唯一正增长品类，销量和销额都达到两位数的同比增长。2021年，集成灶是家电产业增长最好的大家电品类之一。根据奥维云网全渠道推总数据，2016年-2021年，中国集成灶零售量从91万台上升至304万台，年均复合增速为27.28%；同期，中国集成灶零售额从61亿元增加至256亿元，年均复合增速为33.22%。奥维云网预测，2023年，中国集成灶零售量将达到411万台，2021-2023年期间CAGR为16.27%；中国集成灶零售额将达到361亿元，2021-2023年期间CAGR为18.75%。集成灶行业在厨电众多细分领域中脱颖而出并且快速扩容，主要原因系集成灶行业处于快速发展期，渗透率较低，除新房需求外，对存量传统烟灶产品的替代需求也不可忽视。

图 11：中国集成灶零售量快速提升

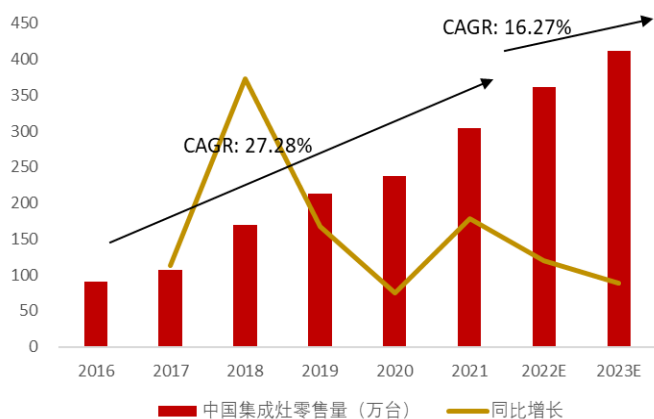
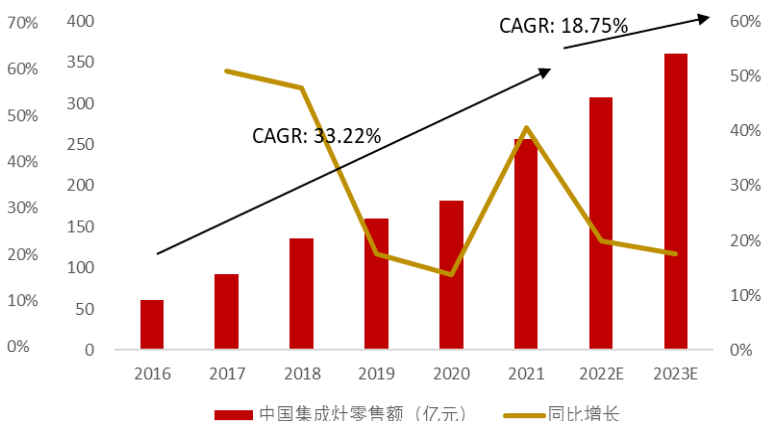


图 12：中国集成灶零售额快速增长



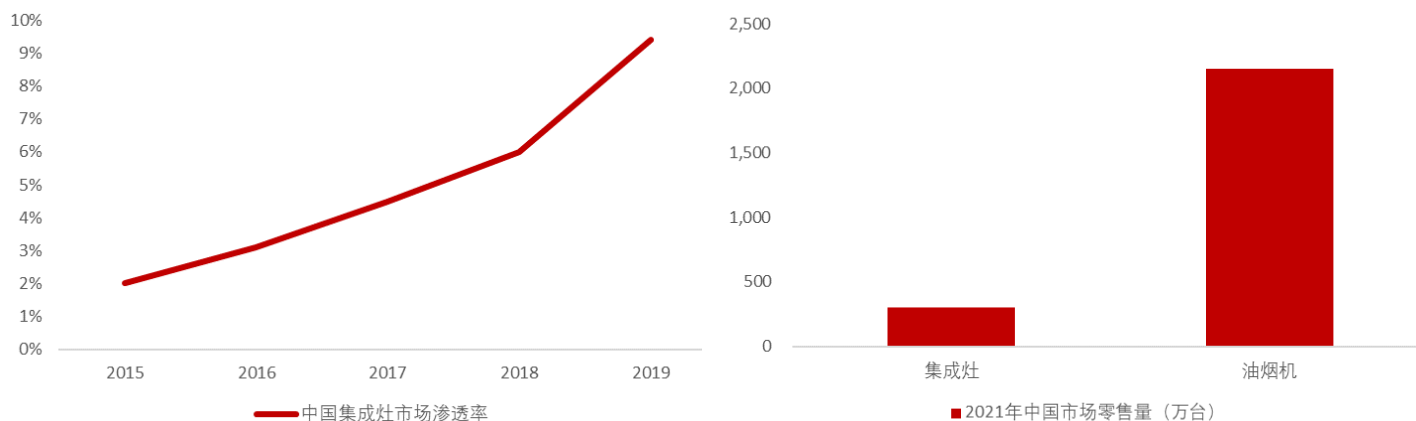
资料来源：奥维云网全渠道推总数据，东莞证券研究所

资料来源：奥维云网全渠道推总数据，东莞证券研究所

中国集成灶市场渗透率较低，对烟灶产品的替代空间大。根据前瞻产业研究院，2015年-2019年，中国集成灶市场渗透率从2.0%上升至9.4%，期间渗透率翻了4倍有余，并且每年渗透率提升速度呈现加速趋势。集成灶产品对传统吸油烟机产品具有直接替代性，且近几年市场规模增速远大于传统吸油烟机行业。根据奥维云网全渠道推总数据，2021年中国集成灶零售量与中国油烟机零售量之比约为1:7，较2020年继续提升。集成灶具有油烟吸净率更高、空间利用率提升等显著优势，未来随着国民收入的提升、国民对厨房环境要求的提高、集成灶市场认可度逐步提升，集成灶对传统吸油烟机的替代速度将会加快，市场空间将更加广阔。根据火星人公司公告，目前集成灶市场渗透率约为12%；根据浙江美大公司公告，集成灶在未来3-5年内渗透率有望达到25%-30%。

图 13：中国集成灶市场渗透率加速提升

图 14：中国集成灶对烟灶产品替代空间大

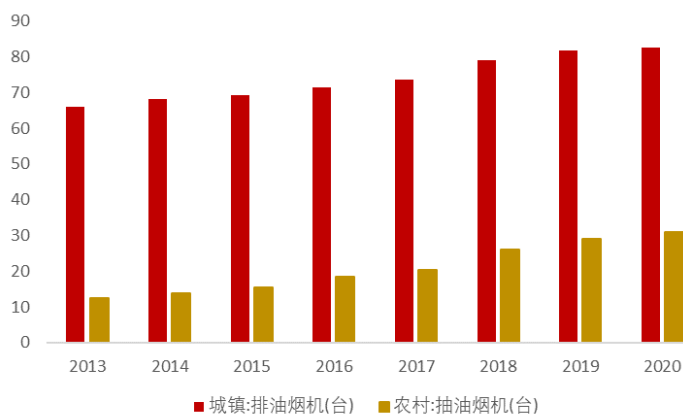


资料来源：前瞻产业研究院，东莞证券研究所

资料来源：奥维云网全渠道推总数据，东莞证券研究所

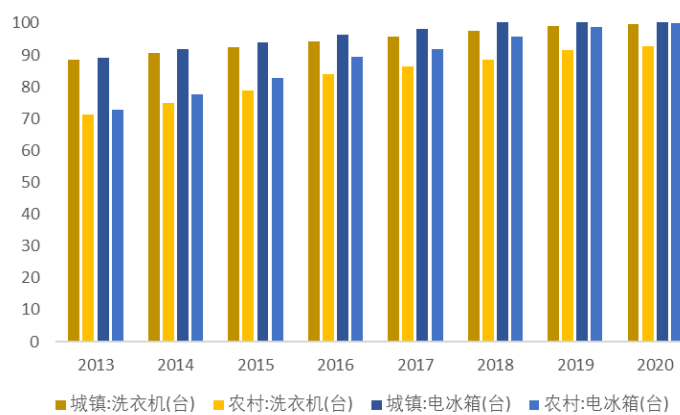
当前我国居民厨电产品保有量相比其他家用电器仍然较低，未达到饱和状态。根据国家统计局，洗衣机市场和电冰箱市场是成熟市场，2020 年两种品类的城镇和农村家庭平均每百户保有量之比都接近 1:1 的水平。相比之下，烟灶市场显然未达到饱和状态。根据国家统计局，2020 年，我国城镇家庭平均每百户排油烟机拥有量为 82.58 台，而农村家庭平均每百户抽油烟机拥有量为 30.89 台，两项指标都呈现逐年增加的趋势，传统油烟机产品仍存在未释放的潜在需求，农村市场的可挖掘需求潜力更大。我国厨电保有量仍有提升空间，集成灶作为传统烟灶替代产品，新增需求和替换需求并存，未来发展潜力可观。

图 15：城镇和农村家庭平均每百户油烟机拥有量



资料来源：国家统计局，东莞证券研究所

图 16：城镇和农村家庭平均每百户洗衣机/电冰箱拥有量



资料来源：国家统计局，东莞证券研究所

2.2 产品持续升级变化

集成灶产品不断结构性升级，套系化趋势不断深化。随着消费升级深化，消费者需求不断变化，传统烟灶套装已经无法满足厨电市场需求。集成厨电在产品结构上不断推陈出新，从烟灶柜、烟灶消，到微蒸烤复合机。集成灶的基础功能有油烟机、燃气灶和消毒柜。在产品结构升级过程中，集成灶中融合的产品种类更多元、更宽泛，如洗碗机、嵌入式烤箱、嵌入式蒸箱等等，使得集成灶功能愈发多样化。早在 2009 年，浙江美大就推出了蒸箱式集成灶和烤箱式集成灶，成为集成灶功能多样化的先锋之一。目前，火星人、森歌、美大等大部分的集成灶企业都研发出了带蒸箱、带消毒柜、带烘干柜等一机多功

能的“套系化”集成灶产品。

蒸烤一体款热度持续，蒸烤独立款稳步增长。目前集成灶产品中，主要销售类型有消毒柜款、蒸箱款、蒸烤一体款、蒸烤独立款等。根据《2020 中国集成灶高端消费趋势白皮书》，2020 年蒸烤一体集成灶为各大品牌的主推产品，在传统集成灶的基础之上，将蒸箱和烤箱与集成灶进行结合的创新产品，主要集成了吸油烟机、燃气灶、蒸箱、烤箱、消毒柜五大功能。根据奥维云网线上线下监测数据，2020Q1-2021Q4，线上市场中，蒸烤一体款零售额占比从 16.8%提升至 53.4%，取代消毒柜款成为集成灶线上市场第一类型组合；线下市场中，蒸烤一体款零售额占比亦呈现上升趋势，从 8.1%增加至 29.6%，仅次于消毒柜款的零售额占比（36.5%）。其次，蒸烤独立款的零售额占比在线上线下均稳步增加，2020Q1-2021Q4，其线上零售额占比从 1.1%增加至 6.1%，线下零售额占比从 0.4%增加至 11.8%，线下占比已超过蒸箱款。

图 17：2020-2021 年线上分类型集成灶零售额占比走势

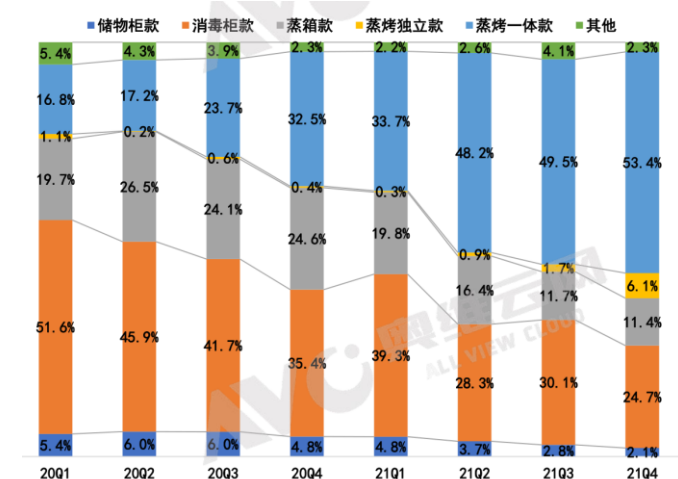
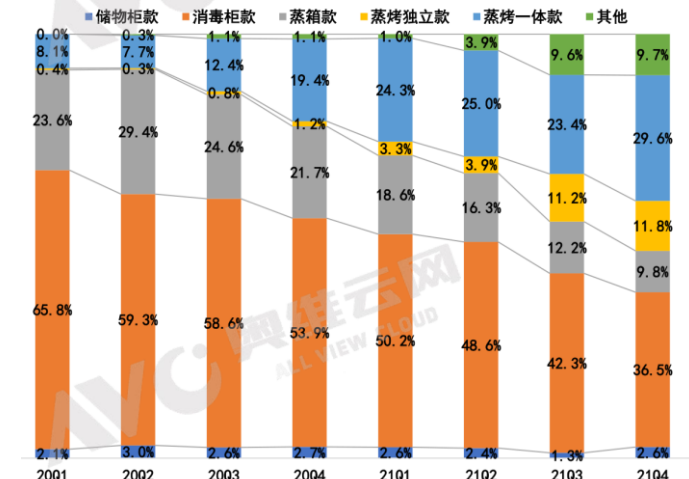


图 18：2020-2021 年线下分类型集成灶零售额占比走势



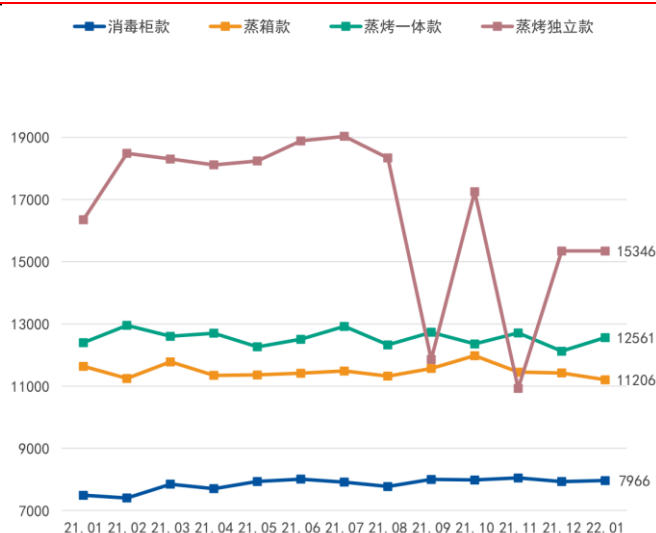
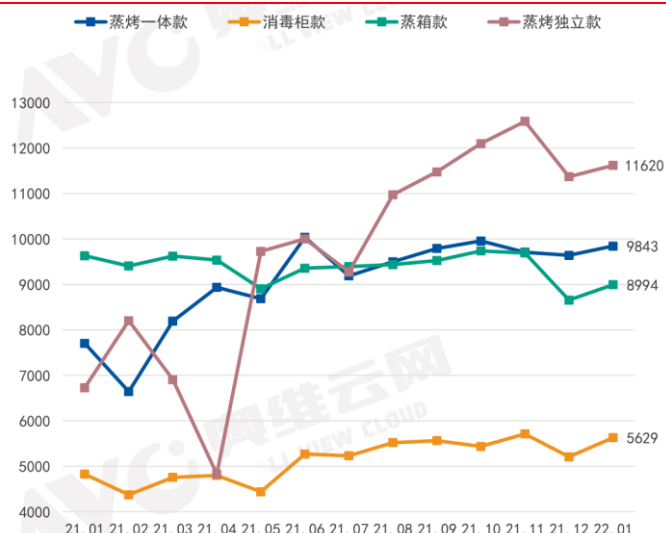
资料来源：奥维云网线上监测数据，东莞证券研究所

资料来源：奥维云网线下监测数据，东莞证券研究所

蒸烤独立款为超高端产品，蒸烤一体款保持高端化趋势。**蒸烤独立款：**2021 年，有多家企业新进布局蒸烤独立款，目前有亿田、帅丰、美大、森歌、美的、美多等品牌已推出蒸烤独立款集成灶。当前蒸烤独立款集成灶的产品数量相对较少，属于超高端产品系列。奥维云网监测数据显示，2022 年 1 月，蒸烤独立款均价远超其他集成灶款式，线上均价为 11,620 元/台，线下均价达到 15,346 元/台。根据奥维云网监测数据，2021 年，蒸烤独立款线上万元以上产品占比高达 89.1%，线上 1.5 万元以上产品占比为 23.7%，线下万元以上产品占比达到 71.3%，线下 1.5 万元以上产品占比高达 66.4%。布局蒸烤独立款，成为集成灶企业的超高端破局点。**蒸烤一体款：**产品线上均价持续提升并超过蒸箱款，2022 年 1 月均价达到 9,843 元/台；线下均价稳定在较高水平（万元以上），2022 年 1 月均价为 12,561 元/台。蒸烤一体款集成灶的高端化趋势不改，根据奥维云网监测数据，2021 年，蒸烤一体款线上万元以上产品占比达到 71.3%，线下万元以上产品占比高达 92.4%。蒸烤一体款集成灶中，新品贡献更为明显，头部品牌的高端封锁能力更强。

图 19：2021M1-2022M1 线上集成灶分款式均价走势（元）

图 20：2021M1-2022M1 线下集成灶分款式均价走势（元）



资料来源：奥维云网线上监测数据，东莞证券研究所

资料来源：奥维云网线下监测数据，东莞证券研究所

备注：奥维云网线下市场数据主要来自 KA 卖场

3、创新能力较强，产品差异化竞争

3.1 创新技术赋能产品制造

公司较早研发侧吸下排集成灶，技术水平业内领先。公司在 2005 年开始研发侧吸下排集成灶技术，并在 2008 年首次将产品推向市场。公司集成灶产品采用侧吸下排技术，从根本上解决了环吸下排式集成灶进风口距离燃烧器过近的安全隐患，极大地提高了热效率，同时进风口、风轮、一体金属风箱、高负压风道与集油盒等构成产品“生态核”体系，形成一个完整的净烟系统。根据 2016 年国家日用金属制品质量监督检验中心出具的《检验报告》，公司集成灶常态气味降低度可达到 99.96%。经过十余年的发展，公司集成灶产品已发展成为品质优良、节能环保、功能丰富的新型厨电产品，具有较高的市场占有率和良好的市场口碑。

图 21：帅丰电器集成灶产品结构示意图



资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

公司可拆洗发明专利引领行业成长。公司以洞察用户需求为核心，坚持产品差异化战略，激发持续创新能力作为产品开发的总思想。2012 年，公司针对传统集成灶固定式集风箱体、导风板等引起的物流配送、安装调试及日常使用保养等困难，独创研发出“集风箱体导柱定位”、“可拆卸导烟板”等技术工艺。公司的可拆洗发明专利从根本上解决了集成灶产品的油烟清洗难题，推动行业发展。目前，可拆洗专利已在公司集成灶产品中全面运用，实现产品迭代升级。

公司高度重视核心技术性能创新。随着不断进行新产品、新技术的研发、革新和规模化生产，公司还掌握了多项集成灶产品核心关键技术。公司自主研发的焱动力燃烧器，热效率可达 66%以上，高于国家标准（按照国家标准三级能效规定，集成灶的一级热效率为 59%）；三重油脂分离技术，油脂分离度可达 98.91%，远高于国家相关标准规定，能够有效减少室内外空气污染（根据国家相关标准规定，集成灶的油脂分离度指标应 $\geq 80\%$ ）；公司独创的斑彩螺高效静音风道系统，实现大吸力的同时保证静音效果。截止 2021 年 6 月末，公司已拥有 229 项专利，其中发明专利 9 项，实用新型专利 104 项，外观专利 116 项。

表 2：帅丰电器主要核心技术

序号	核心技术	具体名称	详情
1	燃烧器技术	焱动力燃烧器	焱动力燃烧器是一款上进风燃烧器，可解决以下问题：①可解决燃烧所需的一次空气供应不足；②可避免燃烧产生的回火影响集成灶安全，如内部高温、明火等；③方便售后维修或气源置换。焱动力燃烧器采用 5 喷嘴结构，将火力均匀分布，有助于燃烧所需空气混合均匀，燃烧充分，提高火焰温度和热效率。
		火焱三燃烧器	火焱三燃烧器是一款完全上进风大气式燃烧器。完全上进风燃烧器，对集成灶的结构而言，设计更合理，使用更安全，维护方便，燃烧充分。火焱三是燃气灶具产品标准允许的设计最大热负荷燃烧器，满足对猛火爆炒、猛火快煮的需求，该燃烧器火力均匀，中心与外圈锅底沸腾同步。该燃烧器不但热负荷大，同时具有高热效率，超过一级能效 59%，设计结构合理，制造工艺简单。
2	高效静音风道技术	斑彩螺风道系统	斑彩螺风道系统是根据阿基米德螺线进行风道绘制，通过风量、出风面积、进风面积和流体运行等综合分析，使风道系统在运行过程中进出平衡、平稳，减少了扰流和不稳定的因素，同时在结构允许的范围内，将风道系统的高压风行程缩短，使整个系统运行效率更高，噪声更低。
3	可拆卸导烟板技术		可拆卸导烟板技术改变了集成灶负压腔体不能开放的观念，将处于灶面上方的排烟腔设计为易拆卸的结构，方便清洁烟腔内部，解决了集成灶烟腔清洁的难题。
4	聚能盘架		聚能盘架是锅架和聚能盘的组合，燃烧产生的热量不易散失，提升热量利用率；同时可将燃烧所需的空气有效隔离。由于热空气膨胀，会影响燃烧所需空气量的供给，聚能盘可确保进入燃烧的空气不被加热，始终保证冷空气从聚能盘底部进入燃烧器进风口，保证燃烧所需空气量。具体特点为：①充分燃烧燃气，降低一氧化碳的排放；②使聚拢燃烧产生的热量不散失，提高热量利用率；③有效保护火焰燃烧状态，在集成灶工作状态下，火苗不受风的影响，燃烧更稳定。

资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

3.2 坚持差异化战略

公司精准洞悉消费需求，功能和颜值双升级，差异化技术打造爆款。随着时代发展和消费升级，颜值为王、使用体验等方面已成为新一代消费群体的关注重点，公司与浙江工业大学联合研究院合作研发，并于 2021 年成立工业设计部，努力提升产品工业设计水平 and 时尚美感。

公司系率先推出蒸烤一体款集成灶的企业之一，产品广受消费者认可。（1）公司的蒸烤一体集成灶，既能蒸又能烤，内胆采用整体拉伸搪瓷工艺，烤温最高可以达到 250℃；蒸温最高可以达到 200℃。以 S65 蒸烤一体集成灶为例：公司与浙工大联合研发的帅丰荣耀 S65 蒸烤一体集成灶荣获中国家电及消费电子博览会“2021 艾普兰奖优秀产品”奖、由中国建筑装饰协会颁发的“红鼎应用 TOP10”。根据欧睿国际权威调研数据显示，帅丰蒸烤一体集成灶 2019-2021 年连续三年全国销量领先；天猫专供 U1M 系列蒸烤一体机也多次摘得双十一、618 单品销冠。（2）S65 搭载 KOMS 智能监控辅助系统，植入最先进的医疗级长距红外测温模块，基于采集数据包，通过人工智能算法，系统精确判断用户当前的烹饪状态，实时监测锅内温度，辅助用户掌握火候，并带有超高温提示、防干烧熄火等功能。“厨房安全辅助、熄屏控制、健康提醒系统及工作方法”已于 2021 年 7 月 13 日取得中国发明专利证书。智能化是产品发展的趋势，公司不断提升产品智能化水平及人机交互的体验，助力公司未来可持续发展。

图 22：帅丰电器 S65 蒸烤一体集成灶



资料来源：公司官网，东莞证券研究所

功能不断升级，蒸烤独立集成灶有望成为接力蒸烤一体集成灶的爆款产品。2020 年底，公司推出的 X1 双子星，凭借“鎏金”的简约风格大受欢迎。在功能设计上，X1 双子星开创行业先河，采取左蒸右烤的独立腔体设计，实现蒸烤同步，烤箱更是创新搭配大容量空气烤锅，一机多用，解决了消费者小厨房大需求的困扰。2021 年上半年，X1 双子星凭借超高颜值、优秀的工业设计、六面空气加压烤的差异化技术，通过抖音传播、小红书达人推广、代言人直播、行业发布会、京东首发等线上线下立体传播，进行引领行业趋势的爆款打造，进一步巩固了帅丰蒸烤一体销量全国领先的地位。此外，公司于 2021 年成功推出保鲜蒸箱功能，攻克了蒸箱高温（120℃）对制冷器件的影响以及制冷效率、保温材料与蒸发器散热问题的核心技术，实现了蒸箱高温与制冷温度之间的转换，再配以智能化远程控制技术，实现自动烹饪。

图 23：帅丰电器 X1 双子星蒸烤同步集成灶（蒸烤一体 Pro/独立蒸烤款）



资料来源：公司官网，东莞证券研究所

未雨绸缪，新品储备为业绩增长发力。2022 年，公司将继续推出多个新品。以公司新品预告的 X1 双子星 Max 蒸烤同步集成灶为例：X1 双子星 Max 蒸烤同步集成灶在保有 XI 系列产品经典设计，沿用以一抵多、蒸烤同步的功能基础上再次升级，①将钛金元素、纳米新科技运用于集成灶内胆中，其内胆硬度达到 9H 级，无惧刮伤，同时钛金元素具有强效斥油性、超强抗腐蚀性，使用更长久，日常清洁也更简便；②采用黑晶无痕面板设计，坚硬材质，更具安全保障，同时利用荷叶自洁抗污属性，降低厨房油污附着性，相比普通玻璃更易清洁、更耐磨，观感更纯净。公司集成灶新品功能更强大、品质更优秀、使用体验感再次升级，有望进一步吸引消费者眼球。

图 24：帅丰电器 X1 双子星 Max 蒸烤同步集成灶（2022 年新品）



资料来源：公司官网，东莞证券研究所

4、产能扩张+渠道完善+品牌升级

4.1 帅丰 40 万台集成灶新增产能逐渐释放

集成灶行业不断扩容，业内企业为满足不断上升的产销量需求，产能扩张势在必行，头部公司和领先企业扩产积极性高。帅丰电器的 40 万台集成灶新增产能正在逐步释放，助力公司缩小与一线集成灶企业的产能差距。

目前国内集成灶重点企业的产能情况：

浙江美大：公司 2019 年的集成灶产能为 55 万台，其在 2017 年投建的“110 万台高端厨电产品智能制造基地”项目的产能正在逐步释放，始终保持集成灶行业规模首位。

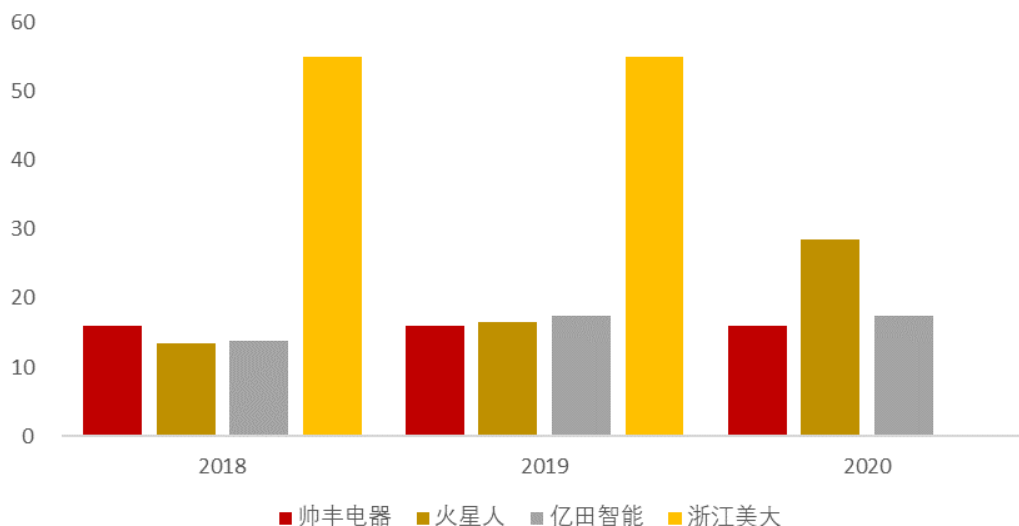
火星人：公司集成灶产能持续增加，2020 年产能达到 28.5 万台。截止 2021 年 9 月末，公司首次公开发行募资投入的“智能集成灶产业园项目”已实施完毕（年产集成灶 15 万台），项目产能利用率已达到 100%；“集成灶生产线升级扩产项目”仍在实施当中；近期，公司拟发行公司可转债用以投建“智能厨电生产基地建设项目”，将形成年新增 12 万台集成灶。就目前在建和计划扩产项目来看，火星人未来集成灶产能将超过 40 万台。

亿田智能：公司 2020 年的集成灶产能约 17.5 万台；其首次公开发行募资投建的“环保集成灶产业园项目”，在达产后将为公司带来年新增 15 万台的集成灶产能，未来公司集成灶总产能将超过 32 万台。

帅丰电器：2018-2020 年，帅丰电器虽然没有新增产能，2020 年集成灶产能保持在 16 万台，在四家公司中排在末尾。但是，公司在 2017 年已投建“新增 40 万台智能化高

效节能集成灶产业化示范项目”，2020 年底已基本完成厂房建设，预计在 2021 年完成总装生产线的建设。2021 年，帅丰新增集成灶产能已开始逐步释放，同时新增部分洗碗机、橱柜产品的生产。仅考虑四家公司当前集成灶产能与正在进行的扩产项目，预计帅丰的集成灶产能将增加至 56 万台，是 2020 年产能的 3.5 倍，有望超过亿田智能和火星人，并缩小与美大之间的差距。

图 25：集成灶重点公司的集成灶产能对比



资料来源：各公司公告，东莞证券研究所

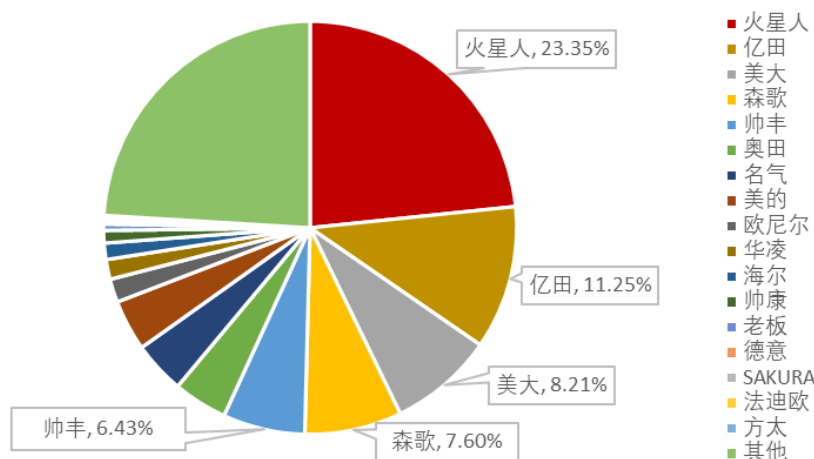
备注：2020 年浙江美大的集成灶产能有所提升，具体数据未公布。

4.2 线上渠道跻身 TOP5，线下渠道仍需强化

目前我国已经形成了三大集成灶产业集群，分别为浙江海宁市、浙江嵊州市、广东地区，相对于浙江海宁与浙江嵊州地区，广东地区集成灶企业较为分散，规模较小，产业集群度较低。浙江海宁地区集成灶代表企业包括浙江美大、火星人等；浙江嵊州地区代表企业有帅丰电器、亿田智能、浙江森歌电器有限公司等。

帅丰集成灶线上零售额排名较前，进入 TOP5。根据奥维云网数据罗盘，2021 年火星人集成灶销额稳居第一，市场份额高达 23.35%，同比提升 4.35 个百分点，表现远超其他品牌。其次是亿田（11.25%）、美大（8.21%）、森歌（7.60%）、帅丰（6.43%）四个品牌进入 2021 线上销售 TOP5。其中，帅丰线上市场份额在 2021 年同比提升 1.63 个百分点，增速优于美大（同比增加 0.31 个百分点），但不及亿田（同比增加 4.85 个百分点）。

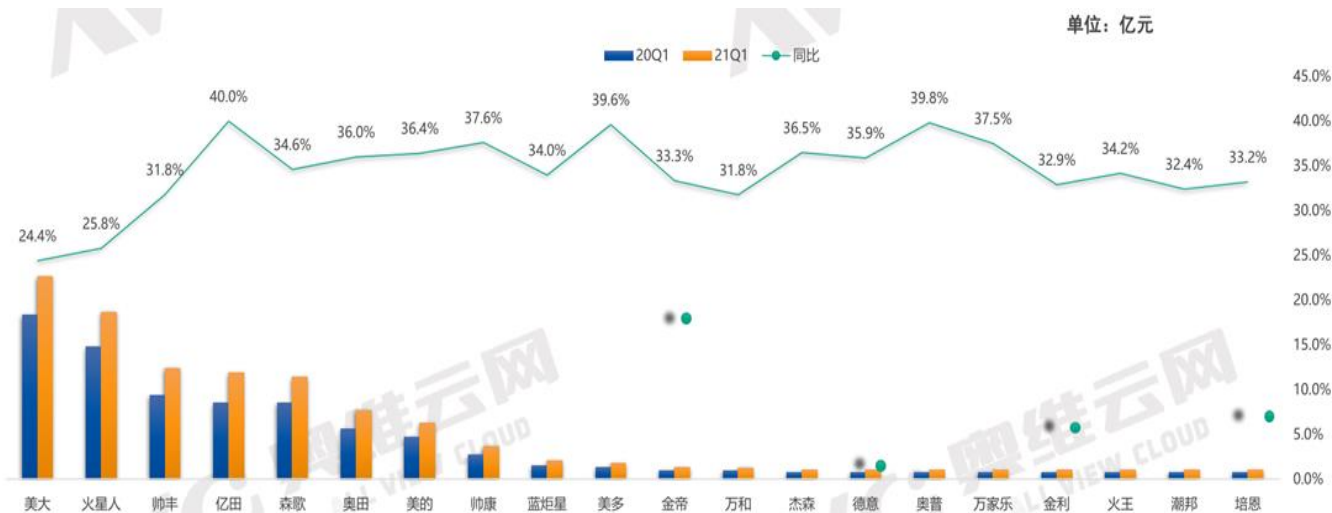
图 26：2021 年集成灶线上市场格局（按销额）



资料来源：奥维云网数据罗盘，东莞证券研究所

帅丰进入集成灶建材渠道 TOP3。根据奥维云网，2021 年 Q1，集成灶建材渠道市场规模前 20 名企业，在规模的绝对数量上均呈现不同程度的同比增长，反映出集成灶整体行业在建材渠道的健康发展。其中，美大作为多年集成灶龙头，凭借先发优势，在建材渠道上保持龙头地位；火星人近年在集成灶行业崛起，规模快速扩张，建材渠道市场份额仅次于美大。同期，帅丰电器在集成灶建材渠道中销售额同比提升 31.8%，保持行业第三的排名。

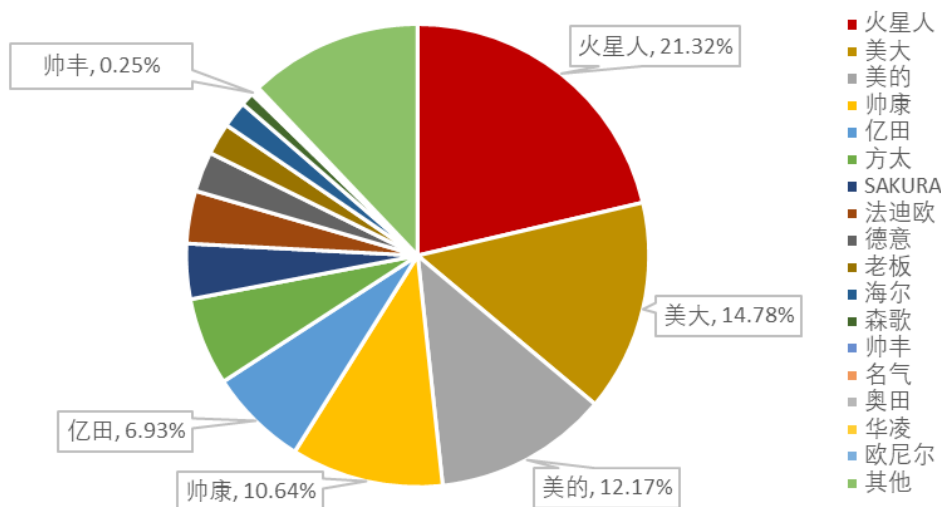
图 27：2020Q1-2021Q1 建材市场（集成灶）分品牌规模及同比变化情况



资料来源：奥维云网（建材渠道调研数据），东莞证券研究所

线下 KA 卖场方面，帅丰市占率偏低，仍需加强线下渠道建设。线下 KA 卖场方面，销额份额排名较高的品牌分别有火星人（21.32%）、美大（14.78%）、美的（12.17%）、帅康（10.64%）、亿田（6.93%），CR5 为 65.84%。帅丰电器在线下 KA 卖场的表现一般，2021 年市场份额仅占 0.25%，未进入 KA 渠道前十，是为公司渠道布局的短板之一。

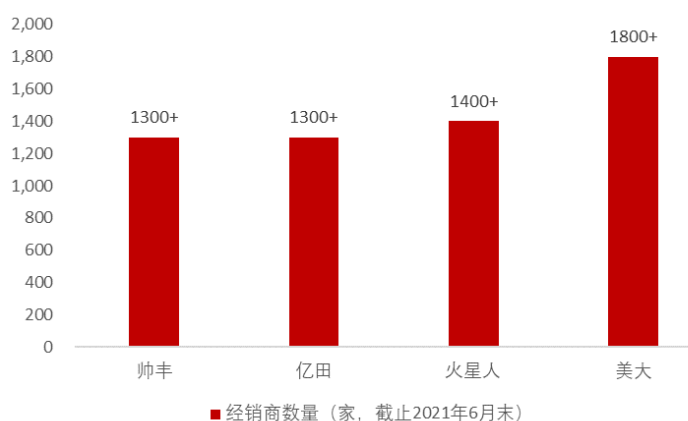
图 28：2021 年集成灶线下（KA 卖场）市场格局（按销额）



资料来源：奥维云网数据罗盘，东莞证券研究所

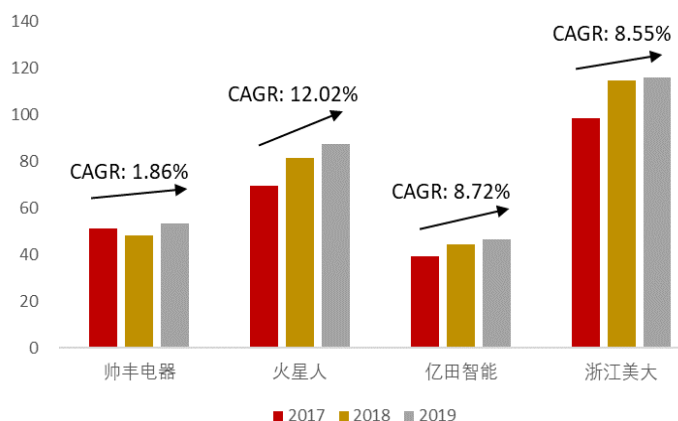
帅丰经销商的经营效率仍有较大提升空间。根据各公司公告，浙江美大的经销商数量优势明显，截止 2021 年 6 月末，其经销商数量超过 1,800 家；其次是火星人，经销商数量超过 1,400 家；而帅丰电器与亿田智能不相上下，经销商数量均为 1,300 多家。但从经营效率来看，帅丰经销商的创收能力较弱。根据火星人招股说明书，2019 年帅丰电器的经销商平均销售额为 53.22 万元，稍高于亿田智能，但不及火星人的三分之二，不及浙江美大的二分之一。从经销商经营效率提升速度来看，帅丰电器仍有较大努力空间。2017-2019 年，帅丰经销商平均年销售额 CAGR 仅 1.86%，远低于其余三家公司。

图 29：集成灶重点公司的经销商数量



资料来源：各公司 2021 半年报，东莞证券研究所

图 30：集成灶重点公司的经销商平均销售额（万元）



资料来源：火星人招股说明书，东莞证券研究所

备注：经销商平均销售额=经销模式收入/年经销商平均家数。

帅丰采用全方位、多层次、多元化销售渠道布局：

(1) 线上渠道

公司重视线上渠道，多平台齐发力。公司为顺应消费习惯往线上迁移的时代变化，先后入驻多个大型电商平台，同步推出线上特供款，使线上线下协同发展。同时，公司通过点淘、京东、抖音、微信等平台长期多内容直播，实现安利种草从而促进销售转化。公司在线上增设京东自营店，参与“星火”计划，构建服务平台等形式，与京东形成了多维度、深层次的合作，天猫平台持续发力。为更好的运营线上渠道，公司成立了杭州电商中心，快速引进人才，提升运营能力，未来将继续加大京东和天猫的运营和投入，积极抢占线上市场的销售份额。

（2）经销渠道

公司加快线下渠道扩张，不断强化经销商团队。2021 年上半年，公司新增以专卖店为主的网点超过 270 个。截止 2021 年 6 月末，公司已拥有 1,600 多个专卖店，线下实体店已经实现全国重点城市全覆盖。公司赋能终端强化运营，针对各级市场推动“标杆俱乐部计划”，树立大商，提升小商，以标杆商带动周边经销商共同发展。截止 2021 年 6 月末，公司已拥有 1,300 多家经销商，并计划未来三年打造省会城市终端零售额达亿级经销商，地级城市达 5,000 万经销商，县级城市达 1,000 万经销商，助推公司快速发展。

公司强化经销商实力，提高渠道效率。①实施扁平高效化管理：以公司营销中心高层为主导，面向全国所有区域召开线上会议，直接对接市场，了解市场问题，并针对问题即时提出有效解决方案。②多元化开展营销活动：组织大型签售活动，高层领导亲临签售会现场，聚集人气、提升签单率。③广泛覆盖销售培训：针对销售一线店长，策划并组织“青丰计划”超级店长创造营，同时组织开展门店、地区、省级、线上等多形式培训，极大增强线下销售信心。

（3）其他渠道

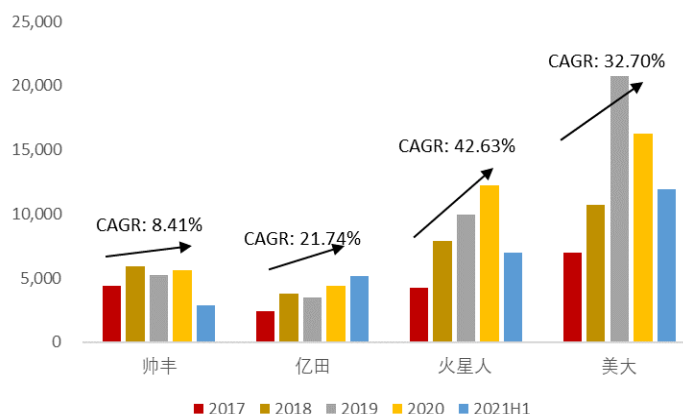
公司组织市场人员一对一帮扶对接 KA 渠道、家装渠道、区域工程渠道。通过公司帮扶，经销商将加快与各渠道签订合作协议，缔结战略合作伙伴关系，深度挖掘市场潜力，实现多渠道快速发展。相较工装和家装渠道，公司更看重家装渠道，公司与红星美凯龙、居然之家达成战略合作协议，同时开放特定款式协助线下经销商与当地家装企业进行合作，并配备渠道专业服务人员，开展营销活动等。

渠道拓宽+效率提升，公司业绩有望更上一层楼。公司以稳定的线下经销模式作为营销的坚实基础，线上线下同步协作，全面在整装渠道、KA 渠道、工程渠道等进行多元化渠道布局。公司敏捷感知市场变化，储备多个集成灶品类的型号与款式，布局渠道、工程产品，结合渠道及营销端的优势，提高经销商的积极性和创收力，未来销售收入有望实现突破式增长。

4.3 高举品牌旗帜，营销网络升级

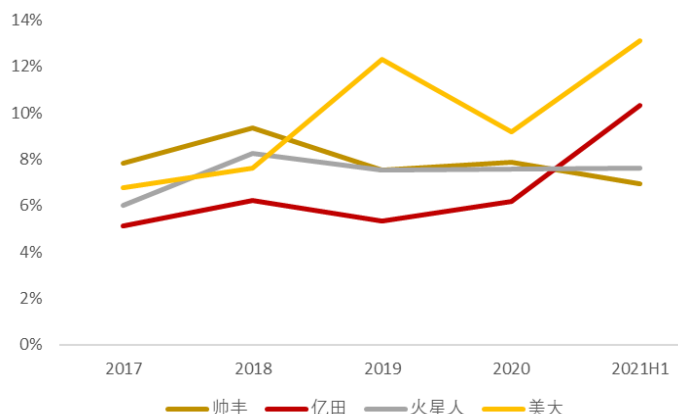
过去几年，帅丰广告费用增长较慢，占营收比重较低。对于集成灶企业而言，广告投入必不可少，帅丰、亿田、火星人、美大四家公司的广告宣传费均是销售费用中第一大项目。从增速来看，2017-2020 年，帅丰的广告宣传费年均复合增速为个位数，远低于其余三家公司。帅丰的广告宣传费在绝对规模和营收占比上的表现都相对较弱，2021 年 H1 在四家公司中排在末位。

图 31：集成灶重点公司广告宣传费（万元）



资料来源：各公司公告，东莞证券研究所

图 32：集成灶重点公司广告宣传费占营收比重



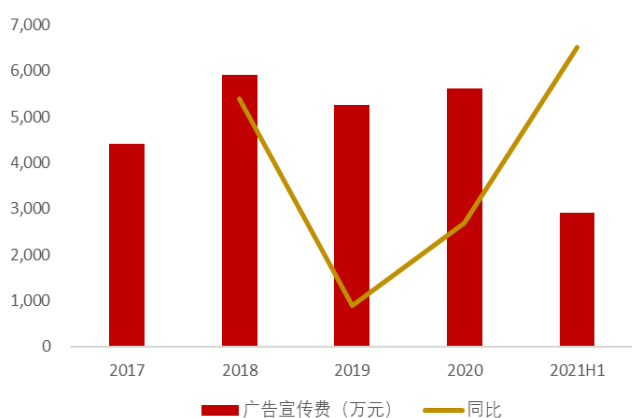
资料来源：各公司公告，东莞证券研究所

集成灶行业中，企业想要突围而出，一方面要靠过硬的产品质量和丰富的产品种类，另一方面要拼营销网络的竞争实力以及品牌的知名度与认可度。未来，公司除了在渠道上进行多元化建设和提效赋能，也要对品牌端建设持续加大投入，持续提高公司综合实力。

（1）加大新媒体宣传力度

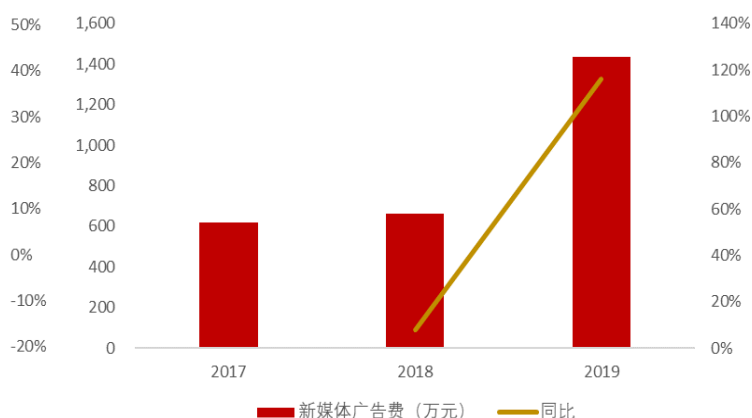
公司新媒体广告费快速增加。2018 年，在维持电视台类广告的高投入之外，公司增加了高铁广告和高速公路广告的投放力度，广告费用同比增长 33.88%。2019 年公司在知名度较高的情况下，削减了在央视类媒体的广告投入，当年广告费用有所下降。但从广告具体投放项目来看，2019 年开始，公司品牌推广从传统的电视媒体向抖音、头条、小红书等新媒体投放渠道转变，新媒体广告费快速增加，2019 年当年新媒体广告费同比增长超过 100%，新媒体广告费占当期广告宣传费的 27.3%。随着新媒体广告投入的增长，公司广告宣传费在近两年重回增长趋势，2021 年上半年广告费用同比增长 45.17%。

图 33：2021H1 帅丰加大广告宣传力度



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

图 34：帅丰新媒体广告费快速增长



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

（2）优化资源配置

为顺应产品市场营销传播方式的变化，进一步优化营销资源配置，公司调整了募投项目中的“营销网络建设项目”的内部投资结构。公司将原有“体验店”调整为“门店建设及升级”项目，将原有“路演车”、“营销信息系统项目”部分金额调整到“营销费用”中。经过调整，“营销网络建设项目”中的营销费用从 5,600 万元提升至 12,613.67 万元，其中线上营销推广费 5,013.67 万元。

图 35：公司拟对“营销网络建设项目”内部投资结构进行调整

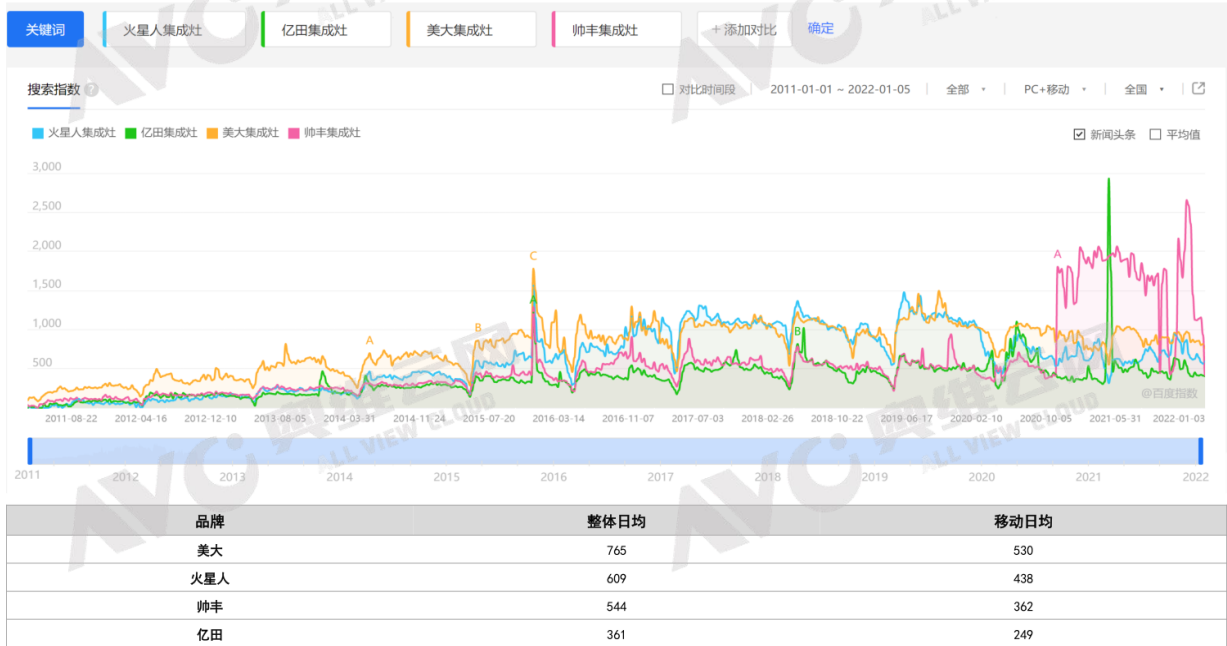
序号	本次调整前项目	原计划投资金额（万元）	序号	本次调整后项目	本次调整后投资金额（万元）
一	体验店	8,841.67	一	门店建设及升级	6,500.00
			1.1	终端专卖店	5,000.00
			1.2	渠道网络店	1,500.00
二	路演车	3,200.00	二	路演车和营销交通设备费	528.00
三	营销信息系统	2,500.00	三	营销信息系统	500.00
四	营销费用	5,600.00	四	营销费用	12,613.67
			4.1	线上营销推广费	5,013.67
			4.2	户外广告费	3,500.00
			4.3	活动推广费	3,500.00
			4.4	展会宣传费	600.00
五	项目总投资	20,141.67	五	项目总投资	20,141.67

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

（3）坚持自主品牌建设

公司坚持自主品牌建设，消费者认可度在近期提升较快。公司始终坚持中高端品牌定位，打造不老厨房的概念，致力于保障健康的烹饪环境。公司坚持自主品牌建设，签约“联合国妇女署亲善大使”海清为形象代言人，广告投放从央视、高铁等传统媒体到抖音、小红书等潮流平台再到电视剧植入、综艺植入等新式媒体方式。根据奥维云网公布的集成灶上市企业网站搜索指数，我们发现，帅丰集成灶搜索指数在近十年稳步提升，且提升速度在近半年加快，消费者产品认知进一步强化。

图 36：四大集成灶上市企业网站搜索指数对比



资料来源：奥维云网，东莞证券研究所

5、投资建议

维持对公司的“推荐”评级。预计公司 2021 年/2022 年每股收益分别为 1.84 元和 2.40 元，对应估值分别为 13 倍和 10 倍。帅丰电器系集成灶行业领先企业，创新研发能力较强，坚持差异化战略，引领市场潮流，以蒸烤一体款和蒸烤独立款为代表的集成灶产品广受消费者欢迎。公司新增的 40 万台集成灶产能正逐步释放，叠加全方位、多层次、多元化的销售渠道布局，配合营销升级增强品牌影响力，公司未来业绩增长可期，与公司在股权激励中提出的逐年趋严的考核条件相匹配。

表 3：公司盈利预测简表（截至 2022 年 3 月 16 日）

科目（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	714	996	1,290	1,662
营业总成本	504	712	914	1,171
营业成本	363	501	645	827
营业税金及附加	8	11	15	19
销售费用	91	129	161	203
管理费用	31	49	61	75
财务费用	-15	-24	-25	-27
研发费用	27	45	58	75
公允价值变动净收益	-0	-0	-0	-0
资产减值损失	-0	-0	-0	-0
营业利润	229	308	400	515
加：营业外收入	0	0	0	0
减：营业外支出	2	1	1	1
利润总额	227	307	399	514
减：所得税	33	44	58	74
净利润	194	263	341	440
减：少数股东损益	0	0	0	0
归母公司所有者的净利润	194	263	341	440
摊薄每股收益(元)	1.37	1.84	2.40	3.09
PE（倍）	18	13	10	8

资料来源：iFind，东莞证券研究所

6、风险提示

（1）宏观经济波动风险

集成灶产品的最终消费者是居民家庭，因此宏观经济的景气程度会在较大程度上影响消费者的购买能力及购买意愿。若中国宏观经济发生波动，经济增长持续放缓或停滞，消费者对厨电产品的消费能力可能出现下滑，从而对集成灶市场需求和公司经营业绩产生不利影响。

（2）市场竞争加剧的风险

近年来，集成灶行业保持快速增长，吸引了众多品牌纷纷布局加入集成灶市场，市场竞争较为激烈。如果行业的利润率水平随着行业竞争的加剧出现下降，或者公司在市场竞争中无法继续保持优势地位，可能会对公司经营业绩产生不利影响。

（3）房地产市场波动的风险

公司主营业务是集成灶等厨房电器的研发、生产和销售，核心产品集成灶的消费市场主要来源于新房装修和更新换代的配置需求，可能会受到房地产调控的周期性影响，从而会对公司经营业绩产生不利影响。

（4）“精装修”政策对集成灶市场的风险

与传统吸油烟机相比，集成灶产品作为新型厨电产品，在品牌知名度方面存在一定劣势，尚未普遍进入精装工程类采购渠道；如果“精装修”政策全面推广，而集成灶产品又长期无法普遍进入精装工程渠道，可能使集成灶未来市场需求受到影响，从而对公司经营业绩产生不利影响。

（5）原材料价格波动的风险

公司最主要的原材料为不同规格的板材（不锈钢板、冷轧板等），其采购价格与铁矿石、煤炭等大宗商品的价格波动密切相关。虽然公司有对主要原材料采取规模化采购以降低原材料价格波动带来的部分风险，但如果未来主要原材料价格出现大幅波动，公司仍将面临主要原材料价格波动对公司经营业绩带来不利影响的风险。

（6）产品结构单一的风险

公司主营业务是集成灶等厨房电器的研发、生产和销售，核心产品为集成灶，存在产品结构单一的风险。如果发行人不能及时推出新产品，或新产品无法获得市场认可，宏观经济的波动和行业的变化可能会对发行人经营业绩造成不利影响。

（7）产能消化风险

公司新增了集成灶产能，对市场营销提出了更高的要求。若公司不能相应有效地拓展产品市场，可能会导致产品积压或者产能过剩的情况，对公司的经营和盈利能力产生不利影响。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、北京证券交易所股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人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、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告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证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn