

乘行业之风，公司业绩快速增长

——浙江美大（002677）深度报告

分析师： 尤越

SAC NO: S1150520080001

2021年06月24日

证券分析师

尤越

022-23839033

youyue@bhzq.com

评级：

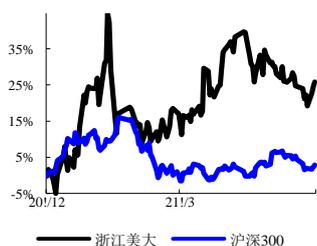
增持

上次评级：

目标价格：

最新收盘价： 19.41

最近半年股价相对走势



相关研究报告

投资要点：

● 集成灶行业领军企业

国内集成灶行业的首创者和领军企业。浙江美大实业有限公司创建于 2001 年，并于 2012 年 5 月 25 日在深交所上市。公司专注于以集成灶产品为主的现代新型厨房电器的研发、设计、生产和销售，致力于打造健康整体智能厨房，围绕集成灶主业，相继开发了橱柜、净水器、集成水槽、电蒸箱、电烤箱、洗碗机等新型厨电产品，实现了厨房领域的多元化发展。

● 集成灶行业渗透率有较大提升空间

根据中怡康测算数据显示，2016 年至 2019 年我国集成灶销量在烟灶产品总销量的占比分别为 3%、5%、9%和 11%，渗透率虽然逐年不断提升，但仍处于较低水平。从场景容量来看，根据奥维云网统计数据，2020 年我国厨房场景容量达到 2907 亿，已超过客厅场景容量，成为中国家庭中场景容量最大、场景认知最强的区域空间。而在设计和居住习惯上，我国厨房普遍都偏小，但相比之下，厨房内的电器却最为密集的。根据奥维云网统计数据，我国目前家庭厨房面积 6 平方米以下的占 20.1%，6（不含）-8 平方米的占 48.4%，远小于欧美国家。所以，在有限的空间内，电器集成化则成为未来发展的趋势。

● 布局多元化营销渠道，加速推进双品牌战略

进一步完善多元化营销渠道建设。前期受疫情影响以及直播带货的兴起，让公司更加注重多元化营销渠道的建设，积极布局拓展线上、经销商、KA、工程渠道以及社区渠道等，完善线上线下业务布局，有效推荐线上线下的融合发展。

加大品牌宣传，加速推进双品牌建设。2020 年公司开启双品牌发展战略，投资成立浙江美大智能科技有限公司，并推出第二品牌——天牛品牌，构建双品牌运作体系。天牛品牌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。天牛品牌产品线涵盖集成灶、集成水槽、洗碗机、热水器、净饮水机、嵌入式电器、橱柜等七大品类。公司将通过实施双品牌战略，覆盖更多消费群体，提升销售收入和市场份额。

注重技术创新，扩产项目稳步推进。公司注重技术研发创新，以打造高端领先的整体健康智能化厨房为目标，积极探索、研究开发厨房智能化、物联网等前瞻性技术。2020 年，公司继续加大研发力度的投入，研发费用达 5427.59 万元，较去年同期提升 6.58%；研发费用占营业收入的 3.07%，较去年提升 0.05%，占期末净资产的 3.19%。

● 投资建议与盈利预测

集成灶行业景气度持续提升，市场规模不断扩大，且渗透率仍有较大提升空间。公司作为国内集成灶行业的首创者和领军企业，在积极布局多元化营销渠道建设的同时，开启双品牌发展战略，构建双品牌运营模式。未来有望乘行业之风，业绩得到进一步的提升。我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.99、1.20 和 1.45 元，对应 PE 分别为 19.5、16.0 和 13.3 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

● 风险提示

宏观经济波动的风险；终端需求严重下滑的风险；扩产项目进度不及预期的风险；双品牌战略不及预期的风险等。

财务摘要 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	1,684	1,771	2,279	2,790	3,316
(+/-)%	20.2%	5.1%	28.7%	22.4%	18.9%
息税前利润 (EBIT)	516	602	725	883	1,062
(+/-)%	19.8%	16.7%	20.5%	21.8%	20.3%
归母净利润	460	544	638	777	936
(+/-)%	21.8%	18.2%	17.5%	21.7%	20.5%
每股收益 (元)	0.71	0.84	0.99	1.20	1.45

表：三张表及主要财务指标

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	799	510	1,051	1,787	2,695	营业收入	1,684	1,771	2,279	2,790	3,316
应收票据及应收账款	18	29	30	38	47	营业成本	783	836	1,087	1,340	1,587
预付账款	14	15	19	24	28	营业税金及附加	12	18	21	26	31
其他应收款	0	0	3	1	2	销售费用	257	199	285	350	408
存货	80	78	105	130	152	管理费用	66	62	91	107	127
其他流动资产	0	0	0	0	0	研发费用	51	54	69	85	101
流动资产合计	916	1,137	1,711	2,485	3,429	财务费用	-13	-22	-3	-5	-8
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0	0
固定资产合计	729	675	849	991	1,114	信用减值损失	0	-1	0	0	0
无形资产	174	169	193	204	217	其他收益	2	12	9	13	16
商誉	0	0	0	0	0	投资收益	4	0	7	5	6
长期待摊费用	1	1	1	1	1	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他非流动资产	0	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0	0
资产总计	1,987	2,179	2,959	3,876	4,959	营业利润	535	635	745	906	1,092
短期借款	0	0	0	0	0	营业外收支	0	-1	0	0	0
应付票据及应付账款	240	164	251	321	357	利润总额	534	634	745	906	1,092
预收账款	81	0	55	33	60	所得税费用	74	90	106	129	155
应付职工薪酬	27	35	45	55	66	净利润	460	544	638	777	936
应交税费	61	65	83	102	121	归属于母公司所有者的净利润	460	544	638	777	936
其他流动负债	0	14	14	14	14	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	14	14	14	14	基本每股收益	0.71	0.84	0.99	1.20	1.45
预计负债	0	0	0	0	0						
负债合计	468	475	604	732	867	财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
股东权益	1,519	1,704	2,355	3,144	4,092	营收增长率	20.2%	5.1%	28.7%	22.4%	18.9%
						EBIT 增长率	19.8%	16.7%	20.5%	21.8%	20.3%
						净利润增长率	21.8%	18.2%	17.5%	21.7%	20.5%
						销售毛利率	53.5%	52.8%	52.3%	52.0%	52.1%
						销售净利率	27.3%	30.7%	28.0%	27.9%	28.2%
						ROE	30.3%	31.9%	27.1%	24.7%	22.9%
						ROIC	29.2%	30.3%	26.4%	24.1%	22.3%
						资产负债率	23.5%	21.8%	20.4%	18.9%	17.5%
						PE	18.76	18.93	19.46	15.98	13.27
						PB	5.68	6.04	5.28	3.95	3.04
						EV/EBITDA	14.16	14.73	14.18	11.27	8.63
现金流量表 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E						
净利润	460	544	638	777	936						
折旧与摊销	37	62	77	60	65						
经营活动现金流净额	543	634	803	923	1,094						
投资活动现金流净额	-274	-570	-262	-187	-186						
筹资活动现金流净额	-304	-350	0	0	0						
现金净变动	-34	-286	541	736	908						
期初现金余额	828	794	510	1,051	1,787						
期末现金余额	794	507	1,051	1,787	2,695						

目 录

1、集成灶行业领军企业	6
1.1 国内集成灶行业首创者	6
1.2 典型的家族式企业	6
1.3 乘行业之风，公司业绩快速增长	7
2、厨房电器集成化趋势	8
2.1 厨房电器行业发展历程	8
2.2 集成灶逐步被市场认识并认可	9
2.3 集成灶市场规模	12
3、布局多元化营销渠道，加速推进双品牌战略	13
3.1 进一步完善多元化营销渠道建设	13
3.2 加大品牌宣传，加速推进双品牌建设	16
3.3 注重技术创新，扩产项目稳步推进	18
4、投资建议与盈利预测	18
5、风险提示	19

图 目 录

图 1: 公司发展历程	6
图 2: 集成灶的功能集成示意图	6
图 3: 集成灶可选功能模块图	6
图 4: 公司股权结构稳定	7
图 5: 公司营业收入及同比增速 (亿元)	8
图 6: 公司归母净利润及同比增速 (亿元)	8
图 7: 公司毛利率与净利润 (%)	8
图 8: 公司销售费用率、管理费用率与财务费用率 (%)	8
图 9: 我国厨房电器行业的发展历程	9
图 10: 2003 年至今集成灶共经历三代变革	10
图 11: 集成灶与传统烟灶具产品对比	11
图 12: 厨房电器制造行业的两大产业集群	12
图 13: 2015-2020 年我国集成灶零售量统计 (万台)	13
图 14: 2015-2019 我国集成灶零售额规模 (亿元)	13
图 15: 2020 年中国家电市场各场景容量 (亿元)	13
图 16: 中国家庭厨房面积普遍偏小	13
图 17: 浙江美大各渠道营收占比情况	14
图 18: 浙江美大官方商城	14
图 19: 浙江美大线上第三方平台旗舰店	15
图 20: 浙江美大高端精装工程遍布全国	16
图 21: 天牛品牌产品	17
图 22: 浙江美大高铁及高铁站投放广告情况	18

表 目 录

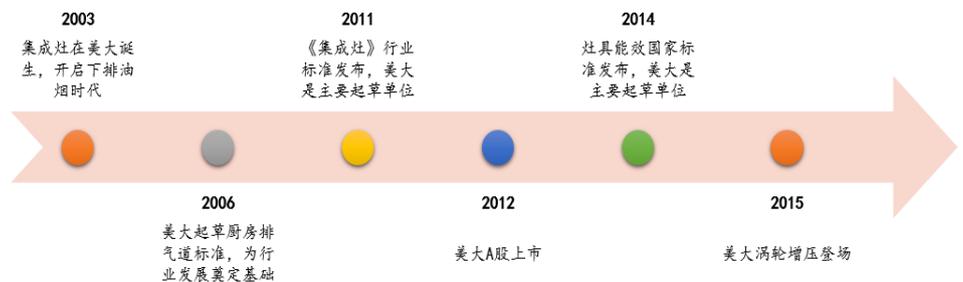
表 1: 中国集成灶发展轨迹	10
表 2: 可比公司主要销售模式及客户结构对比	16

1、集成灶行业领军企业

1.1 国内集成灶行业首创者

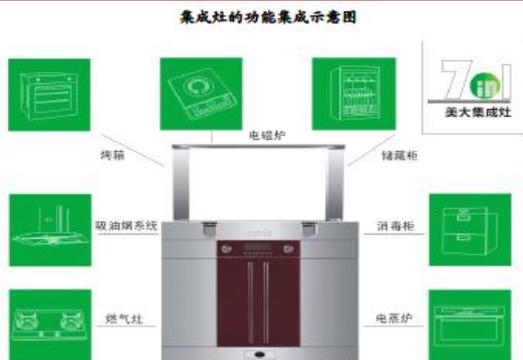
国内集成灶行业的首创者和领军企业。浙江美大实业有限公司创建于 2001 年，并于 2012 年 5 月 25 日在深交所上市。公司专注于以集成灶产品为主的现代新型厨房电器的研发、设计、生产和销售，致力于打造健康整体智能厨房，围绕集成灶主业，相继开发了橱柜、净水器、集成水槽、电蒸箱、电烤箱、洗碗机等新型厨电产品，实现了厨房领域的多元化发展。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，渤海证券

图 2：集成灶的功能集成示意图



资料来源：浙江美大招股说明书，渤海证券

图 3：集成灶可选功能模块图

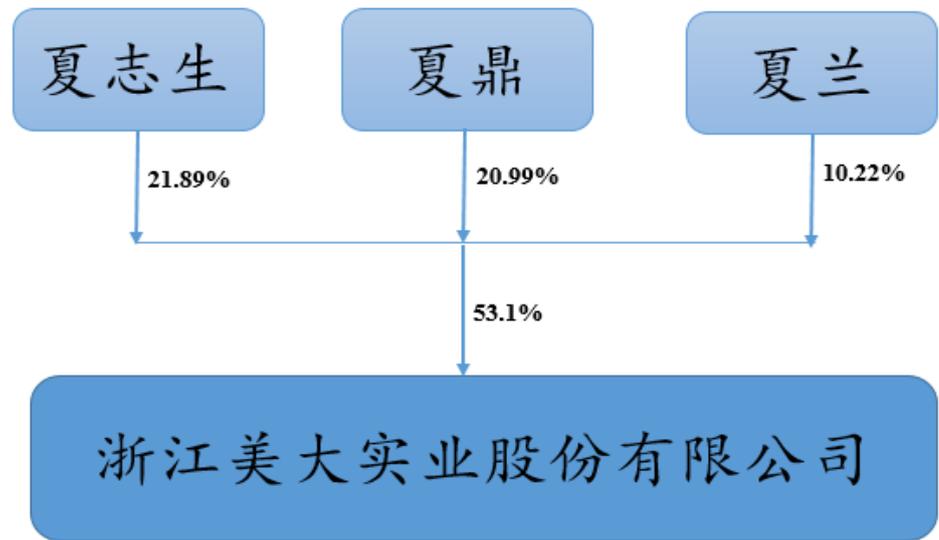


资料来源：火星人招股说明书，渤海证券

1.2 典型的家族式企业

公司股权结构清晰，是典型的家族企业。公司创始人夏志生及其核心家族成员为一致行动人，包括夏志生、夏志生之妻鲍逸鸿、夏志生之子夏鼎、夏志生之女夏兰。根据公司最新公告显示，夏志生、夏鼎和夏兰为公司实际控制人，合计持股比例达 53.1%，股权较为集中。

图 4: 公司股权结构稳定



资料来源: 公司公告, 渤海证券

1.3 乘行业之风, 公司业绩快速增长

借助集成灶行业的高成长红利, 浙江美大自 2012 年上市以来业绩实现了高速增长。2012 年至 2020 年, 公司营业收入从 3.62 亿元, 增长至 17.71 亿元, 复合增长率达 21.95%; 归母净利润从 0.88 亿元, 增长 5.44 亿元, 复合增长率达 25.57%。

公司盈利能力较强。毛利率方面, 公司一直维持在较高水平。自 2012 年以来, 公司毛利率一直保持在 50% 以上, 2020 年公司实现整体毛利率为 52.76%, 厨电板块平均毛利率为 42.31%, 公司远高于所属行业平均水平。2012-2020 年, 公司净利率一直保持在 24%-30% 之间, 2020 年, 公司净利率为 30.7%, 同比提升 3.39 个百分点。

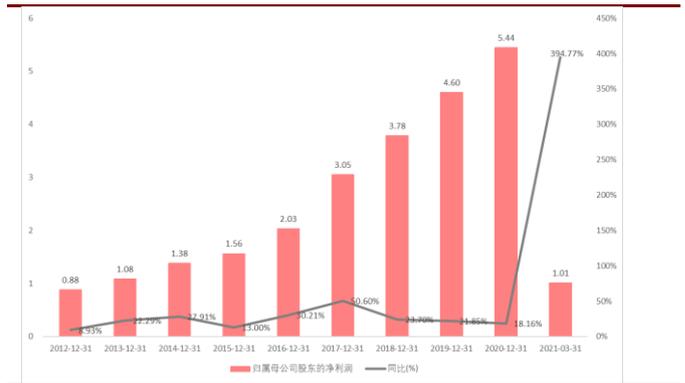
期间费用率方面, 维持在行业内较低水平。2012-2020 年, 公司的销售费用率在 8%-13% 之间, 2020 年由于公司广告宣传促销投放策略有所改变, 公司当期销售费用率为 11.22%, 较 2019 年下滑 4.02%。其他可比公司火星人、亿田智能和帅丰电器, 2020 年销售费用率分别为 24.97%、16.53% 和 12.81%。

图 5: 公司营业收入及同比增速 (亿元)



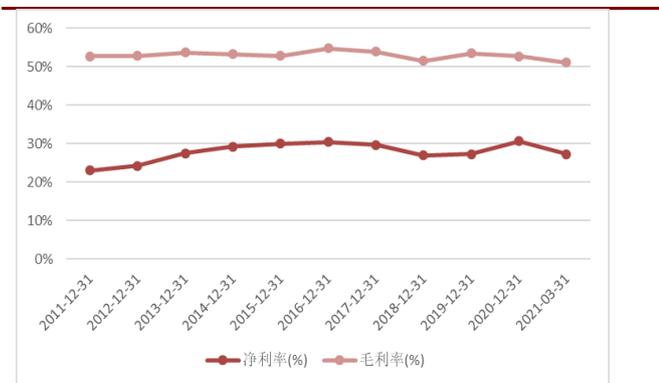
资料来源: wind, 渤海证券

图 6: 公司归母净利润及同比增速 (亿元)



资料来源: wind, 渤海证券

图 7: 公司毛利率与净利润 (%)



资料来源: wind, 渤海证券

图 8: 公司销售费用率、管理费用率与财务费用率 (%)



资料来源: wind, 渤海证券

2、厨房电器集成化成趋势

2.1 厨房电器行业发展历程

厨房传统电器市场复苏缓慢。厨房电器行业属于房地产后周期板块，其景气度一定程度上受房地产行业的影响。据中怡康推总数据显示 2010 年国内厨电市场规模达 1061 亿元，2016 年达 2068 亿元，市场规模实现了翻倍发展。2010 年-2018 年，这九年的时间是中国厨电市场高速增长的黄金时期。由于受房地产调控等因素的影响，2018 年厨电行业结束了近十年的持续高增长态势，当年厨电市场实现销售额 765 亿元，同比下滑 7.27%。回溯我国厨房电器行业的发展历程，大致可以分为三个阶段，每个阶段火爆流行的厨电产品也呈现出不同的特点。

第一阶段是 1979 年至 1997 年，这是厨电快速更迭的时期，在这个阶段，燃气灶

逐渐取代了煤火灶炉等老式的灶台，直吸式吸油烟机也逐步取代了老式样风扇等。

第二阶段是 1998 年至 2008 年，这个时期是住房商品化逐渐推进的阶段，此时新兴厨电开始崭露头角，厨房概念开始普及并流行，消毒柜、电磁炉、烤箱等厨电产品也开始出现。

第三阶段是 2008 年以来，此阶段是厨电行业发展的另一个新征程，此阶段产品新形态开始出现，厨电产品集成化的概念收到追捧，集成灶、集成水槽、水槽洗碗机、蒸烤一体机等成为厨电行业发展新趋势。

图 9：我国厨房电器行业的发展历程



资料来源：公开资料，渤海证券

2.2 集成灶逐步被市场认识并认可

集成灶是指将传统燃气灶和传统吸油烟机进行集成结合，同时整合搭配消毒柜、烤箱、整箱等不同功能产品的新型厨房电器。集成灶通过模块化的产品设计和低空下排的吸油烟方式实现更加高效的油烟净化能力和更低的噪音。

自 2003 年第一代集成灶在美的诞生起，集成灶的性能和优点逐步被市场所了解并接受，发展至现在共历经了三代的变革。

第一代集成灶——深井下排式集成灶（2003 年）。深井式集成灶的锅架是下凹进去的，锅放在下凹处烹饪，并沿一圈是吸烟口，贴附式吸烟，并预留有单柄锅柄的放置空间，以便于单柄锅的放入。由于是下凹式，因此在使用时对锅的口径及操作方式有一定的限制，且存在一定的安全隐患。深井式集成灶作为第一代集成灶的初创产品，虽然油烟吸净率达到了 95% 以上，但由于灶面采用了下凹式设计，结构封闭，空气补充不足，导致燃气无法快速散去。且由于是贴附式吸烟，很容易将燃气与烹饪过程中产生的火苗以及食用油一起卷入油烟机内，从而导致集成灶爆炸。第一代集成灶由于技术不成熟给人造成了“会爆炸”和“不安全”

的印象，因此并没有大范围的被市场和消费者所接受。

第二代集成灶——侧吸下排式集成灶(2005年)。经过集成灶所有企业不断努力，在第一代的基础上进行升级改造，历经五年研发出了侧吸式集成灶。侧吸式集成灶是采用侧面吸烟的方式，从而达到了油烟分离的效果，完美解决了第一代的安全隐患，且吸烟率仍可以高达98%以上。第二代集成灶在技术上已经相对较为成熟，但仍有因吸烟孔过多，造成烟油洗排路径紊乱的问题。

第三代集成灶——侧吸式模块化集成灶(2011年)。第三代集成灶的诞生预示着，中国集成灶进入了3.0时代，在将吸油烟机、灶具、消毒柜等进行了独立式设计的基础上，又彻底解决了第一和第二代产品存在的安全、维修、清洗等一系列难题。从外观设计上看，第三代集成灶空间规划设计

图 10: 2003 年至今集成灶共经历三代变革



资料来源: 中华集成灶网, 渤海证券

表 1: 中国集成灶发展轨迹

时间	事件
2001	集成灶概念提出
2003	浙江美大研发和制造的中国第一台“深井下排式”集成灶诞生
2005	浙江帅丰电器有限公司研发和制造的中国第一台“倒吸下排式”集成灶诞生
2006	建设部发布中华人民共和国建筑工业行业标准《住宅厨房、卫生间排气道》(TG/T2006)。集成灶所使用的厨房“下部进风口”有规可循。
2008	厨电行业发展的另一个新征程，集成灶行业真正兴起
2009	整箱式集成灶、烤箱式集成灶产品在美大研发成功，大大丰富了集成灶的产品阵容
2011	中国第三代集成灶侧吸式模块化集成灶诞生
2012	住房和城乡建设部批准发布集成灶行业标准 CJ/T386-2012 并实施；浙江美大正式上市
2013	国家标准化管理委员会批准 GB16410-2007《家用燃气灶具》国家标准第 1 号修改单实施；该修改单将集

	集成灶纳入家用燃气灶具产品分类
2015	集成灶浙江制造标准 ZZB 032-2015 发布并实施
2016	集成灶行业产量超过 70 万套；市场销售规模达到 60 亿元
2018	集成灶市场销售规模突破 100 亿，成为厨电行业又一个销售规模超过百亿的细分行业
2019	2019 年上半年集成灶零售额为 130 亿，同比增长 52.4%
2020	在厨卫整体市场受到疫情影响下滑的时候，集成灶保持正增长

资料来源：前瞻产业研究院整理，渤海证券

与传统的吸油烟机和燃气灶相比，集成灶存在以下几点优势：

吸油烟率较好。传统的吸油烟机由于设计构造，使油烟在市内流通距离相对较长，容易扩散，吸油烟率相对较低。而集成灶则缩短了油烟在室内流通的距离，在油烟大范围扩散前吸除，从而提升了吸油烟率。

增加了空间利用率。集成灶将吸油烟机、燃气灶和消毒柜等功能融为一体，相较于传统的吸油烟机，一定程度上节省了厨房空间，增加了厨房空间利用率。

清洁维护较为容易。由于传统的吸油烟机安装位置较高，清洁维护工作难度相对较高。而集成灶采用了模块化设计，各部分拆卸简单，更易于日常清洁维护。

图 11: 集成灶与传统烟灶具产品对比

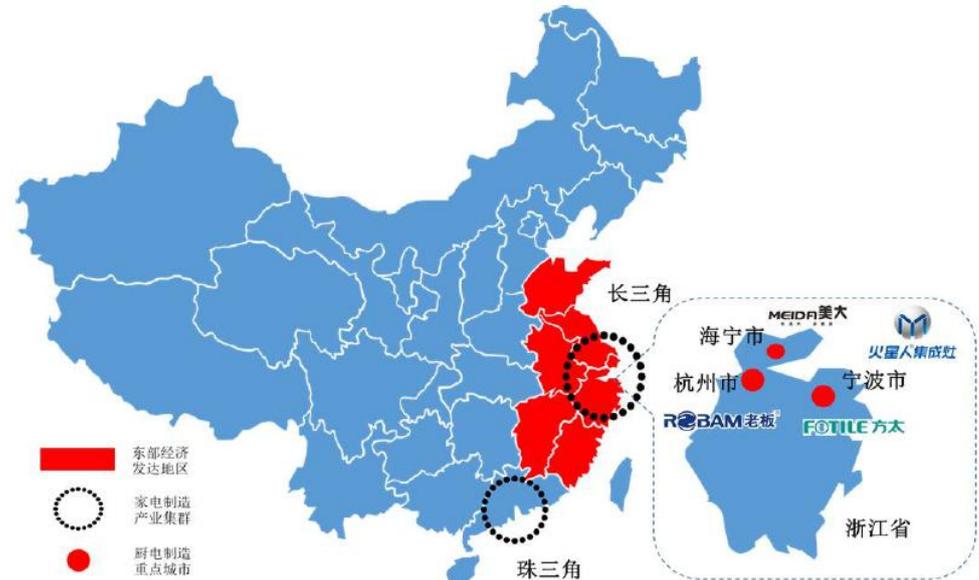
传统燃气灶
<ul style="list-style-type: none"> • 结构：从设计、运行、控制来看，油烟机和燃气灶都是独立的，虽然两者配套使用，但他们本身是两个完全独立的产品。 • 性能：油烟在空间的流通距离较长，扩散严重，在上升过程中很大部分扩散到室内，导致厨房墙壁和物品上充满了污垢。 • 健康：油烟机工作位置处于人体听觉器官附近，噪音大，长期在厨房作业容易造成心烦、头晕、耳鸣目眩。油烟扩散严重，四处升腾，烟熏火燎，污染室内空气，经常接触会导致面部皮肤发油，毛孔粗大，甚至诱发疾病。 • 美观：传统上挂式油烟机设计，占用了厨房上部空间，为了保护室内环境，厨房必须隔离，空间利用率小，安装受到极大限制。
集成灶
<ul style="list-style-type: none"> • 结构：将吸油烟机、燃气灶、消毒柜、电磁炉、电烤箱、储物柜等功能融为一体，不仅结构紧凑、美观，而且实现各功能之间优化组合，全自动智能化控制。 • 性能：气味降低度在95%以上，把污染物和外环境进行双向隔离，使油烟和蒸汽在未扩散前得到有效排除，真正做到健康环保，拥有整洁干净的厨房环境。 • 健康：下排风设计取消了置于人体头部的噪声源，应用了低噪声技术和静音风道设计技术，噪音大大降低。下吸式集成灶下吸下排，产生负压区，让油烟向下游排走，不经过人的脸部，从而杜绝了影响健康的因素。 • 美观：集成灶采用下排式设计，省去上方传统壁挂式吸油烟机的空间，烟灶融于一体，安装自由度高，为中岛式，开放式的现代厨房提供更多空间。

资料来源：浙江美大招股说明书，渤海证券

具有一定区域性，产业集群效应明显。我国厨房电器制造行业形成了长江三角洲与珠江三角洲两大产业集群，而集成灶这个细分行业也已经初步形成了浙江海宁市、浙江嵊州市、广东地区三大产业集群地区。其中，浙江海宁市是我国集成灶产业化程度最高的地区之一，在生产配套、销售等方面具有区域优势。在生产配套方面，长江三角洲集中了方太厨具、老板电器、浙江美大、火星人等规模较大

的厨电企业，并带动了上游原材料行业的快速发展，原材料供给充足，物流发达，规模优势显著。

图 12: 厨房电器制造行业的两大产业集群



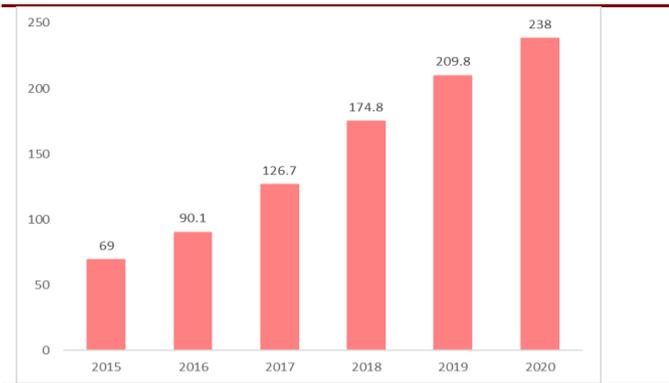
资料来源：火星人招股说明书，渤海证券

2.3 集成灶市场规模

厨房电器行业属于房地产后周期板块，其景气度一定程度上受房地产行业的影响。由于受房地产调控等因素的影响，2018 年厨电行业结束了近十年的持续高增长态势，当年厨电市场实现销售额 765 亿元，同比下滑 7.27%。然而，近几年我国集成灶行业无论从供给还是需求都呈现快速增长的态势。

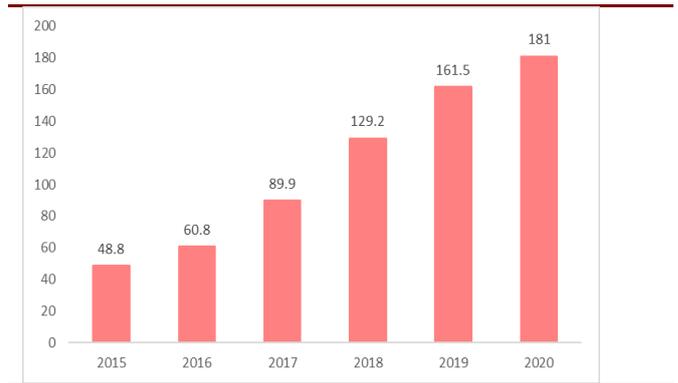
据中怡康测算数据显示，2015-2020 年，我国集成灶市场零售额规模从 48.8 亿元增加至 181 亿元，年复合增速为 29.97%；集成灶零售量从 69 万台增加至 238 万台，年复合增速为 28.10%。2020 年我国集成灶市场整体零售额为 182.2 亿元，同比上涨 13.9%；零售量为 238 万台，同比上涨 12%。由于 2020 年一季度受疫情的影响，市场基本处于停摆的状态，剔除一季度疫情影响因素的话，2020 年 Q2-Q4，集成灶行业零售额实际同比增加 19.4%，零售量增速同比增加 23.5%，即使在去年受疫情的影响下，仍能实现量价齐升，可见终端需求的强劲态势。

图 13: 2015-2020 年我国集成灶零售量统计 (万台)



资料来源: 中怡康, 渤海证券

图 14: 2015-2019 我国集成灶零售额规模 (亿元)



资料来源: 中怡康, 渤海证券

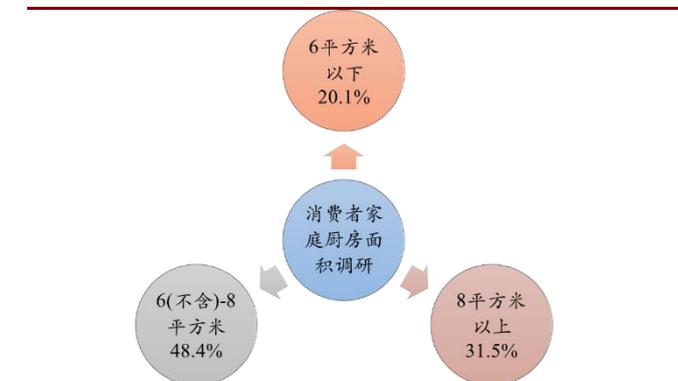
渗透率有较大提升空间。根据中怡康测算数据显示, 2016 年至 2019 年我国集成灶销量在烟灶产品总销量的占比分别为 3%、5%、9%和 11%, 渗透率虽然逐年不断提升, 但仍处于较低水平。从场景容量来看, 根据奥维云网统计数据显示, 2020 年我国厨房场景容量达到 2907 亿, 已超过客厅场景容量, 成为中国家庭中场景容量最大、场景认知最强的区域空间。而在设计和居住习惯上, 我国厨房普遍都偏小, 但相比之下, 厨房内的电器却最为密集的。根据奥维云网统计数据显示, 我国目前家庭厨房面积 6 平米以下的占 20.1%, 6(不含)-8 平方米的占 48.4%, 远小于欧美国家。所以, 在有限的空间内, 电器集成化则成为未来发展的趋势。

图 15: 2020 年中国家电市场各场景容量 (亿元)



资料来源: 奥维云网, 渤海证券

图 16: 中国家庭厨房面积普遍偏小



资料来源: 奥维云网, 渤海证券

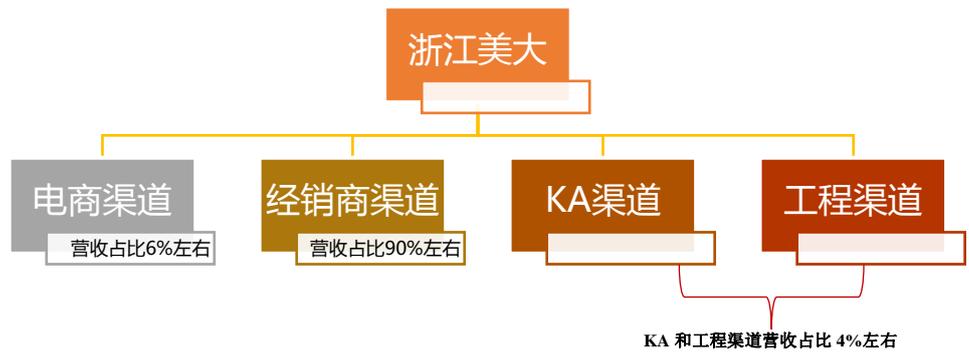
3、布局多元化营销渠道, 加速推进双品牌战略

3.1 进一步完善多元化营销渠道建设

近几年, 随着渠道下沉、新型电商的兴起等来自渠道方面产业格局变化, 家电行业正在进行新一轮的渠道变革。渠道方面, 总体来说分为线上和线下渠道, 其中线下渠道包括 KA 卖场、专卖店和经销商等, 线上渠道主要包括自建网上商城平

台和入驻第三方平台。前期受疫情影响以及直播带货的兴起，让公司更加注重多元化营销渠道的建设，积极布局拓展线上、经销商、KA、工程渠道以及社区渠道等，完善线上线下业务布局，有效推荐线上线下的融合发展。

图 17: 浙江美大各渠道营收占比情况



资料来源：公司公告，渤海证券

线上渠道发展效果显著。公司把网络销售市场作为第二销售战场，并运用网络销售理念和模式对线上渠道做了多项战略布局和有力措施。公司自建并开设了官方商城，并对线上产品实行差异化；在第三方平台运营管理上，委托专业的第三方电商代运营机构对京东、苏宁和天猫平台的官方旗舰店进行运营。

图 18: 浙江美大官方商城



资料来源：公司官网，渤海证券

图 19: 浙江美大线上第三方平台旗舰店



资料来源: 苏宁易购、天猫、京东官网商城, 渤海证券

公司进一步拓展经销商网络版图。公司积极开发一、二线城市经销商渠道, 加大对空白地区的招商工作, 同时鼓励经销商增开门店, 促进渠道下沉和终端网络的拓展。2020 年, 公司共新增一级经销商 113 家, 新增终端门店 285 个, 截止 2020 年底, 公司共拥有一级经销商 1600 多家, 营销终端累计 3300 多个。同时, 公司开始实施双品牌运作, 2020 年天牛品牌已签约 349 家经销商, 已开设门店 50 家。

多管齐下, 加快 KA 渠道的拓展力度。公司加快拓展苏宁、国美等家电 KA 主流卖场渠道的进驻, 积极开发苏宁、京东、天猫线下下沉渠道网点, 同时扩大在红星美凯龙和居然之家等连锁建材卖场渠道的进驻布点。截止 2020 年底, 公司在国美、苏宁、红星美凯龙、居然之家等 KA 家电和建材卖场的门店已多达 800 多家。

除线上与经销商渠道外, 公司还大力发展工程渠道并探索社区渠道的建设。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。同时, 公司提出了社区店的计划, 对成熟和人口密集的社区和小区, 进驻专卖社区店, 使产品跟消费者, 更接近, 从而引发销售。

图 20: 浙江美大高端精装工程遍布全国



资料来源: 天猫官方旗舰店, 渤海证券

表 2: 可比公司主要销售模式及客户结构对比

公司简称	核心产品	主要销售模式	客户结构
老板电器	燃气灶、吸油烟机	代理+工程+经济+电商+电视购物等	经销商为主, 终端消费者、工程公司为辅
华帝股份	吸油烟机、灶具、热水器等	经销+工程+KA 卖场+电商等	经销商为主, 终端消费者、电商平台、工程公司为辅
帅丰电器	集成灶	经销+线上直营+线下直营	经销商为主, 终端消费者为辅
亿田智能	集成灶	经销+直销+出口	经销商为主, 电商平台和终端消费者为辅
火星人	集成灶	经销+电商直营+线下直营+其他 (KA 卖场、工程等)	经销商为主, 电商平台和终端消费者为辅
浙江美大	集成灶	经销+KA 渠道+线上+工程	经销商为主, 终端消费者、工程公司为辅

资料来源: 火星人招股说明书, 渤海证券

3.2 加大品牌宣传, 加速推进双品牌建设

2020 年公司开启双品牌发展战略，投资成立浙江美大智能科技有限公司，并推出第二品牌——天牛品牌，构建双品牌运作体系。天牛品牌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。天牛品牌产品线涵盖集成灶、集成水槽、洗碗机、热水器、净水机、嵌入式电器、厨柜等七大品类。公司将通过实施双品牌战略，覆盖更多消费群体，提升销售收入和市场份额。

图 21: 天牛品牌产品



资料来源: 天牛官网, 渤海证券

公司加大品牌宣传力度，持续在 CCTV-4《海峡两岸》、《中国新闻》，CCTV-13《共同关注》等央视权威高端媒体、重点城市地方电视媒体和户外高炮等媒体投放全年性广告；持续冠名全国高铁专列线路 20 多条，并在上海、江苏、安徽、广东、吉林、黑龙江、辽宁、广西等地 160 多个高铁站投放大型 LED 广告。同时，公司加大在网络媒体和新媒体平台的推广，如抖音、快手、小红书、头条等新媒体平台的广告投放，开展直播带货创新营销活动。

图 22: 浙江美大高铁及高铁站投放广告情况



资料来源: 公司官网, 渤海证券

3.3 注重技术创新，扩产项目稳步推进

公司注重技术研发创新，以打造高端领先的整体健康智能化厨房为目标，积极探索、研究开发厨房智能化、物联网等前瞻性技术。2020 年，公司继续加大研发力度的投入，研发费用达 5427.59 万元，较去年同期提升 6.58%；研发费用占营业收入的 3.07%，较去年提升 0.05%，占期末净资产的 3.19%。

2020 年公司共申请专利 30 项，专利授权 4 项；累计获得专利授权 154 项，其中发明专利 32 项。在推动技术创新上也取得了喜人成绩，公司全年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。

公司持续推进“新增 110 万台集成灶及高端厨房电器产品”一期项目的生产试运行和投产工作。该 110 万台套智能制造新基地响应“中国制造 2025”倡导，落实工业 4.0 和智慧工厂，应用了行业乃至世界领先的智能化装备，ABB 激光焊接机器人、智能冲压生产线以及全自动智能化立体仓库等智能化装备，实现了全流程的智能化、自动化和可视化。项目全部投产后将为公司未来发展储备充足的产能和销量的快速提升及品质的跃升提供强有力的保障，为公司未来的大发展、大飞跃奠定扎实的基础。

4、投资建议与盈利预测

集成灶行业景气度持续提升，市场规模不断扩大，且渗透率仍有较大提升空间。公司作为国内集成灶行业的首创者和领军企业，在积极布局多元化营销渠道建设的同时，开启双品牌发展战略，构建双品牌运营模式。未来有望乘行业之风，业绩得到进一步的提升。我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.99、1.20 和 1.45 元，对应 PE 分别为 19.5、16.0 和 13.3 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

5、风险提示

宏观经济波动的风险；终端需求严重下滑的风险；扩产项目进度不及预期的风险；双品牌战略不及预期的风险等。

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，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书面或口头承诺均为无效。我公司及其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。我公司

得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券股份有限公司研究所

副所长&产品研发部经理

崔健
+86 22 2845 1618

汽车行业研究小组

郑连声
+86 22 2845 1904
陈兰芳
+86 22 2383 9069

机械行业研究

郑连声
+86 22 2845 1904
宁前羽
+86 22 2383 9174

银行业研究

王磊
+86 22 2845 1802
吴晓楠
+86 22 2383 9071

非银金融行业研究

王磊
+86 22 2845 1802

医药行业研究

陈晨
+86 22 2383 9062

计算机行业研究

徐中华
+86 10 6810 4898

家电行业研究

尤越
+86 22 2383 9033

传媒行业研究

姚磊
+86 22 2383 9065

食品饮料行业研究

刘瑀
+86 22 2386 1670

宏观、战略研究&部门经理

周喜
+86 22 2845 1972

固定收益研究

马丽娜
+86 22 2386 9129
张婧怡
+86 22 2383 9130
李济安
+86 22 2383 9175

金融工程研究

宋旻
+86 22 2845 1131
陈菊
+86 22 2383 9135
韩乾
+86 22 2383 9192
杨毅飞
+86 22 2383 9154

金融工程研究

祝涛
+86 22 2845 1653
郝惊
+86 22 2386 1600

策略研究

宋亦威
+86 22 2386 1608
严佩佩
+86 22 2383 9070

博士后工作站

张佳佳 资产配置
+86 22 2383 9072
张一帆 公用事业、信用评级
+86 22 2383 9073

博士后工作站

苏菲 绿色债券
+86 22 2383 9026
刘精山 货币政策与债券市场
+86 22 2386 1439

综合管理

齐艳莉 (部门经理)
+86 22 2845 1625
李思琦
+86 22 2383 9132

机构销售•投资顾问

朱艳君
+86 22 2845 1995
王文君
+86 10 6810 4637

合规管理&部门经理

任宪功
+86 10 6810 4615

风控专员

张敬华
+86 10 6810 4651

渤海证券研究所

天津

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: (010) 68104192

传真: (010) 68104192

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn