

中信证券研究部



纪敏
首席家电分析师
S1010520030002



汪浩
家电分析师
S1010518080005



吴汉翔
家电分析师
S1010518080005

核心观点

集成灶排烟性能优势突出，未来渗透率提升确定性高，行业空间广阔。第一/第二梯队价格定位均高于行业平均，对品牌投入高于对份额的追求，预计未来价格竞争烈度可控。公司作为行业龙头，在成本控制、运营效率以及渠道能力均领先同行，有望通过线下门店拓展以及线上化充分享受行业红利。若考虑充沛现金流特征以及高额分红率，预计公司未来三年（2023年）估值可达200亿以上，首次覆盖给予“买入”评级。

集成灶高端龙头，经营稳健现金充沛。公司为集成灶行业的首创者与引领者，率先推出第一代集成灶产品-深井环吸集成灶，并持续在销量与定位上引领行业，2019年主营业务超过90%来自集成灶产品，销量份额位居市场第一（16%）。公司在产业链中地位较高，以销定产以及先款后货的经销模式，公司现金收付上优势明显。过去3年公司经营性现金流/净利润比值持续大于100%，无长期负债，自我造血能力极强。仅上市时点（2012年）融资4.8亿，至今现金分红累计高达14.7亿。

行业空间广阔，新进入者众多。过去9年集成灶行业销售额从18亿扩至162亿，CAGR达28%。产品迭代改善（解决安全、维修难等问题），排烟性能优势凸显，因而不论地产景气高低，产品渗透率逐年提升（2019年至11%），长期看预计行业渗透率可达30%以上。行业格局一超多强，但集中度较低（CR3=33%），低门槛高成长特征吸引新厂商入局，预计集中度短期难以明显提升。价格方面，不同于白电市场，集成灶企业对规模诉求不强，强装修+关乎火电安全的产品特征决定企业对品牌形象和服务能力的打造更为关注。第一/第二梯队品牌的价格定位均显著高于行业水平，做强中高端市场是企业共识，价格竞争烈度相对较低。

公司精深细作效率领先，渠道拓展成长可期。尽管集成灶产品同质化较为严重，但不同企业运营效率差异明显。公司在成本管控、周转效率以及渠道能力均处在行业领先水平。对比拟上市的3家集成灶企业（火星人、帅丰、亿田），公司产品终端均价最高，但生产成本最低，厂商毛利率最高，且存货周转仅为16天，快于竞争对手（34~41天）。公司价值链最长，更高的终端售价为经销商提供了更大的盈利空间，门店数量持续增加（且对比传统烟灶龙头门店仍有翻倍潜力）；伴随线下网点建设完善，公司开始发力线上渠道，未来电商收入占比有望提升至30%以上（2019年仅占6%），成长空间广阔。

风险因素：精装房比例快速提升，导致集成灶品类普及难度加大；厨电龙头入局，大幅加剧行业竞争；原材料价格快速上行。

投资建议：预计公司2020-2022年EPS 0.79/1.04/1.29元，展望未来3年（到2023年），我们预计公司营收实现翻倍式增长，2023年净利润规模在10亿元左右。中性情况下（假设PE-2023=20X），预计公司2023年年中市值约200亿，若考虑公司现金流充沛，过去几年分红率持续超过75%，预计其2023年年中合理市值约为218亿。考虑未来高成长，给予2020年30倍PE，对应目标价为23.7元。首次覆盖给予“买入”评级。

浙江美大	002677
评级	买入（首次）
当前价	17.90元
目标价	23.70元
总股本	646百万股
流通股本	279百万股
52周最高/最低价	17.9/10.16元
近1月绝对涨幅	2.52%
近6月绝对涨幅	-3.56%
近12月绝对涨幅	-11.01%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,401	1,684	1,911	2,467	3,053
营业收入增长率	36.5%	20.2%	13.4%	29.1%	23.7%
净利润(百万元)	378	460	510	673	833
净利润增长率	23.7%	21.8%	10.8%	31.9%	23.8%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.59	0.71	0.79	1.04	1.29
毛利率%	51.5%	53.5%	52.6%	53.8%	54.1%
净资产收益率 ROE%	27.7%	30.3%	30.4%	34.3%	36.5%
每股净资产(元)	2.11	2.35	2.60	3.04	3.54
PE	30	25	23	17	14
PB	8	8	7	6	5

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为2020年8月24日收盘价

目录

集成灶高端龙头，经营稳健现金充沛	1
深耕集成灶行业，高端龙头地位	1
财务表现亮眼，持续高比例分红	3
空间广阔，竞争加剧	4
空间：产品优势显著，渗透率有望至 30%以上	4
格局：技术门槛低，新进入者众	10
趋势：产品普及阶段，渠道拓展是关键	12
精深细作效率领先，渠道拓展成长可期	15
成本：规模领先，精耕细作	15
周转：稳健运营，高速周转	17
渠道：单店盈利，持续复制	19
风险因素	21
投资建议	21

插图目录

图 1：浙江美大公司大事记	1
图 2：公司 2019 年度营收结构拆分	1
图 3：集成灶产品示意图	1
图 4：公司 2011 年至今营收规模及增速	2
图 5：公司 2011 年至今利润规模及增速	2
图 6：商品房销售面积增速与公司收入增速对比	2
图 7：公司股权结构概览	3
图 8：公司融资及分红情况一览	4
图 9：集成灶销量规模及同比增速	4
图 10：集成灶行业发展历程	5
图 11：集成灶在排烟设备（烟机+集成灶）行业的销量渗透率（单位：万台）	5
图 12：集成灶安装示意图	7
图 13：传统烟灶安装示意图	7
图 14：集成灶风道设计	8
图 15：大众认为的集成灶优点	8
图 16：线下集成灶与传统烟灶价格对比（元/台）	8
图 17：线上集成灶不同配套价格差异（元/台）	8
图 18：线上集成灶不同配套销量占比	9
图 19：线上集成灶不同价格占比	9
图 20：2012/2020H1 近吸式占传统烟机比例情况	9
图 21：不同年龄段群体对厨房的偏好	9
图 22：2015-2019 年集成灶参与品牌数统计（线上+线下）（单位：个）	10
图 23：2011-2019 年集成灶品牌销量份额变化情况	10
图 24：集成灶已进入品牌情况概览	11
图 25：线上集成灶销售额份额分布	12
图 26：线上集成灶品牌销售均价对比（元/台）	12
图 27：集成灶厂商分布区域	13
图 28：集成灶企业销售分布及未来重点发力区域分布	14
图 29：厨电品类渠道通路变迁情况	14
图 30：各公司集成灶产品原材料结构对比	15
图 31：重点企业出货均价对比（单位：元）	16
图 32：重点企业单台生产成本对比（单位：元）	16
图 33：重点企业集成灶收入规模对比（单位：亿元）	16
图 34：重点企业销售量规模对比（单位：万台）	16
图 35：重点企业集成灶单台成本拆分（绝对值，单位：元）	17
图 36：重点企业集成灶单台成本拆分（成本比重，单位：%）	17
图 37：重点企业毛利率对比	17
图 38：重点企业销售费用率对比	17
图 39：重点企业管理费用率对比	18
图 40：重点企业财务费用率对比	18
图 41：重点企业营业利润率对比	18
图 42：重点企业杜邦分析法拆解对比	18
图 43：重点企业总周转天数对比	19

图 44：公司渠道结构情况.....	19
图 45：重点企业经销商数量对比.....	20
图 46：重点企业网点数量对比.....	20
图 47：重点企业全价值链分布对比（单位：元）.....	20
图 48：公司与烟灶企业（老板电器、华帝股份）门店数量对比.....	21
图 49：美大、火星人、老板电器、华帝股份线上收入占比情况.....	21

表格目录

表 1：公司营运指标一览.....	3
表 2：集成灶产品发展	6
表 3：集成灶与传统分体式吸油烟机及燃气灶对比	7
表 4：2020E-2024E 集成灶行业渗透率及销量规模预测	10
表 5：各品牌进入集成灶行业时间表.....	11
表 6：集成灶销售额梯队划分.....	13
表 7：2018-2020E 集成灶各渠道占比	14
表 8：公司经营关键假设表	21
表 9：公司盈利预测表	22

集成灶高端龙头，经营稳健现金充沛

深耕集成灶行业，高端龙头地位

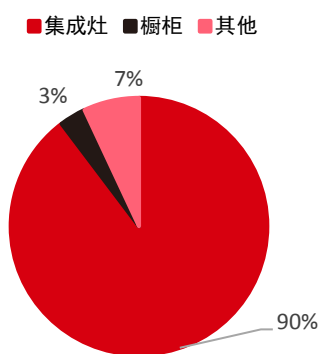
集成灶行业引领者，塑造高端龙头地位。公司主要业务包括集成灶与橱柜，收入占比分别为 90% 和 3%，集成灶业务为公司核心业务。集成灶通过将原有吸油烟机、燃气灶以及消毒柜（或蒸箱、烤箱）等不同功能的厨电产品集成一体，实现空间上的集约化以及排烟效果的进一步提升，成为传统烟灶某种程度上的替代品类。公司作为集成灶行业的首创者与引领者，在 2003 年率先推出第一代集成灶产品-深井环吸集成灶，并持续在销量上与定位上引领行业，截止 2019 年，美大集成灶销量份额保持市场第一。

图 1：浙江美大公司大事记



资料来源：公司官网，中信证券研究部

图 2：公司 2019 年度营收结构拆分



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 3：集成灶产品示意图

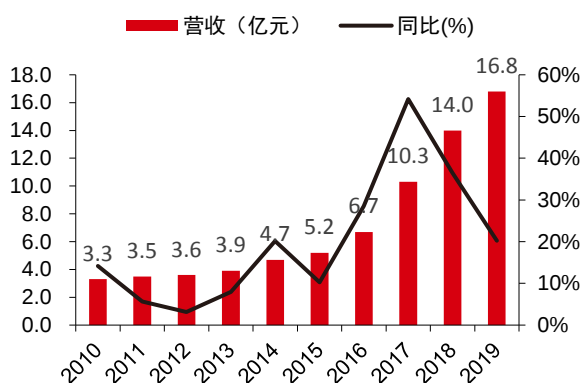


资料来源：火星人招股书，中信证券研究部

产品逐步普及，营收利润均保持中高增长。公司于 2012 年 5 月上市，截止 2019 年底，公司营收规模从 3.6 亿成长至 16.8 亿，CAGR 为 25%，利润规模从 0.9 亿增长至 4.6 亿，CAGR 为 26%，利润与收入增长基本同步。根据增速的不同，可以将公司过去 8 年划分为 3 个阶段：

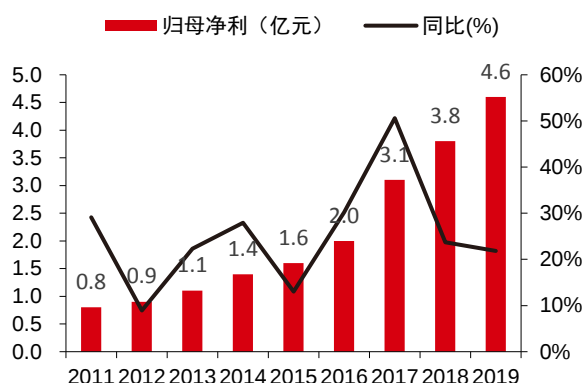
- 1) **上市之初-2015 年。**集成灶行业仍属于发展初期，受众小，第一代深井式存在的安全隐患影响后续新一代产品的推广，公司规模较小且缺乏全国大规模营销的能力，因而普及过程缓慢，行业增速不高。
- 2) **2016 年-2018 年。**行业进入加速渗透的高速成长期，一方面，产品经过 3 代变迁已在安全性上得到大幅改善，口碑向正向积累；另一方面，三四线地产景气度高，大量毛坯新房带来新房装修需求，为新品类的普及带来了空间。
- 3) **2018 年至今。**受地产景气度下行，尤其是竣工交付端数据大幅回落，导致厨电市场承压，公司同样受到影响，增速回落。但尽管如此，公司绝对增速并不低（仍保持在 20% 的增速水平，高于行业发展初期的表现），且集成灶行业增速整体保持高于传统烟灶市场的表现，渗透率的提升过程持续。

图 4：公司 2011 年至今营收规模及增速



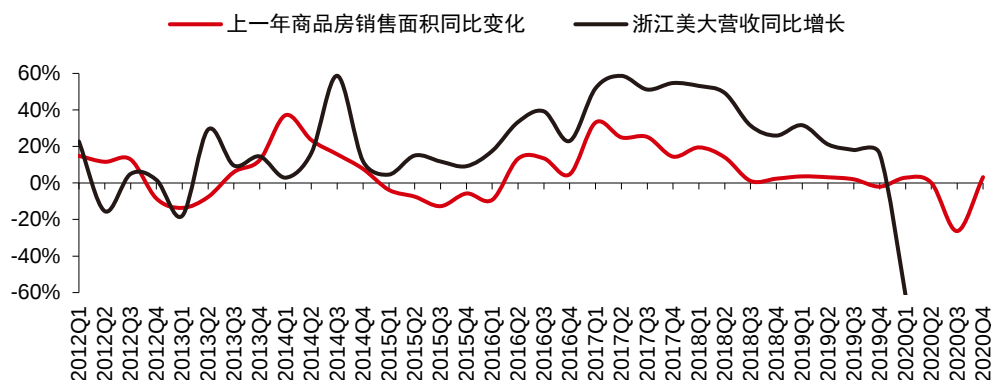
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 5：公司 2011 年至今利润规模及增速



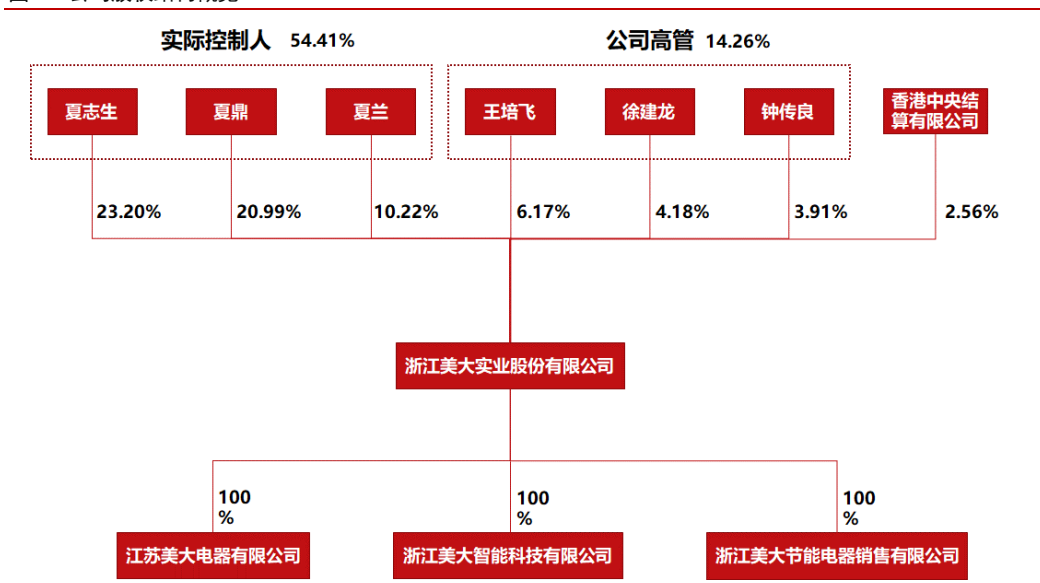
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 6：商品房销售面积增速与公司收入增速对比



资料来源：Wind，中信证券研究部

从股权结构看，为家族控股企业，持股比例高。截止 2020 年一季报，公司创始人夏志生及其子夏鼎、其女夏兰为公司实际控制人，家族成员为一致行动人，合计持股 54.41%，三位公司高管合计持股 14.26%。公司股权相对集中，控股权稳定。

图 7：公司股权结构概览


资料来源：公司公告，中信证券研究部 注：截至 2020 年一季报

财务表现亮眼，持续高比例分红

高毛利、高净利、高回报，公司财务指标亮眼。过去 9 年，公司毛利率维持在 50%以上，伴随收入规模的增长，管理费用率稳步下行，逐步释放利润，营业利润率 30%左右，归母净利率超过 25%。在低权益乘数的情况（1.3 倍），总资产周转率提升是 ROE 从 2012 年上市融资时的 15%提升至 2019 年 32%的主要原因。总资产周转率提升的核心原因在于募集资金转换为产能（固定资产），推动收入规模快速提升。

表 1：公司营运指标一览

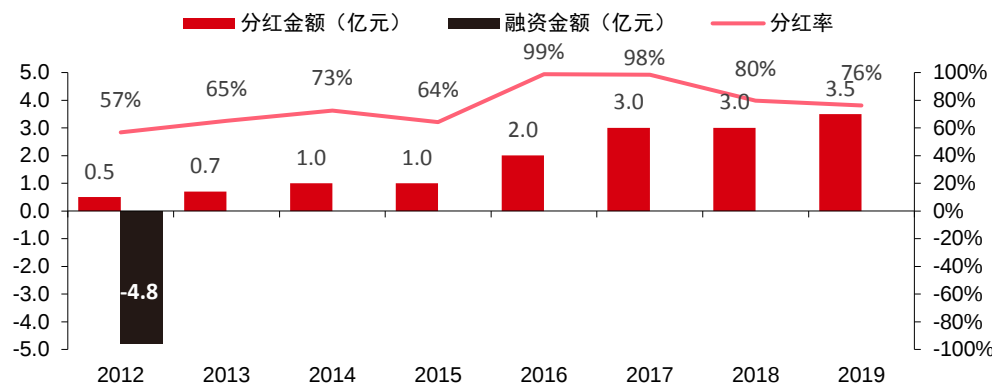
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
经营指标	毛利率	53%	53%	54%	53%	55%	54%	52%	54%
	销售费用率	14%	13%	13%	13%	12%	8%	10%	15%
	管理费用率	14%	14%	16%	15%	12%	12%	11%	7%
	财务费用率	0%	-2%	-1%	0%	0%	0%	0%	-1%
	三费合计	28%	26%	27%	27%	24%	20%	21%	21%
	营业利润率	24%	26%	31%	32%	33%	36%	35%	32%
盈利拆解	归母净利率	23%	24%	28%	29%	30%	30%	30%	27%
	总周转率	0.8	0.5	0.4	0.4	0.4	0.5	0.7	0.9
	权益乘数	1.5	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.3
	ROE	27%	15%	12%	14%	15%	18%	25%	28%
	ROIC	27%	14%	12%	14%	15%	18%	25%	28%
现金流量	应收账款及票据	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
	净营运资本	-1.0	-1.0	4.2	2.3	2.6	3.7	-2.7	-3.0
	经营性现金流/净利润	98%	123%	119%	94%	100%	132%	147%	117%

资料来源：Wind，中信证券研究部

现金流充裕，持续高比例分红。公司上游主要为原材料企业，下游主要为对接经销商及消费者，业务下游主要为 TO C 模式，公司在产业链中地位较高，生产和经销上采取以

销定产和先款后货的模式，现金收付上具有一定优势。过去 3 年，公司净营运资本均为负值，经营性现金流/净利润比值大于 100%，现金流充沛，无任何长期负债。虽然公司仍处在行业高速发展阶段，近两年也存在扩产等资本投入需求，但自身造血能力足够覆盖新建产能所带来的资本支出。截止目前，仅上市时融资 4.8 亿，而累计现金分红已达 14.7 亿。

图 8：公司融资及分红情况一览



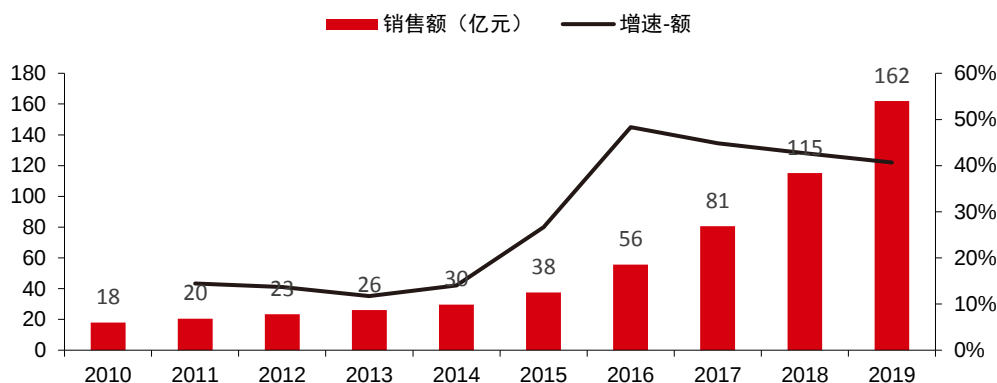
资料来源：公司公告，中信证券研究部

■ 空间广阔，竞争加剧

空间：产品优势显著，渗透率有望至 30%以上

行业规模迅速扩张，9 年 9 倍，CAGR 达 28%。根据欧睿数据，在过去 9 年中，中国集成灶销售额从 18 亿扩大至 162 亿，均价整体相对平稳，对应销量从 26 万台扩大至 200 万台以上。尤其是 2015 年之后，行业增长过程进一步加速。

图 9：集成灶销量规模及同比增速



资料来源：Euromonitor，中信证券研究部

图 10：集成灶行业发展历程

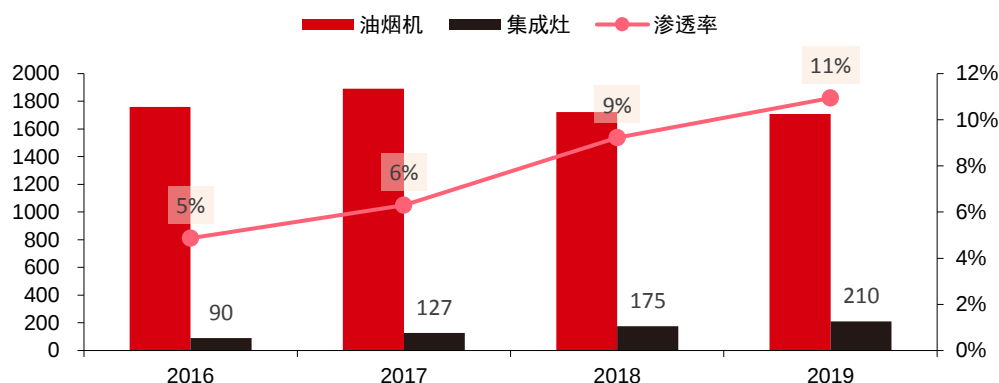


资料来源：浙江美大/火星人/帅丰电器/亿田股份公司招股说明书，各公司公告，中信证券研究部

集成灶行业是带有周期属性的成长行业。行业发展历程主要受两方面影响，中长期看产品力带来的渗透率提升，短期则关注地产周期波动影响。

1) 产品力推动渗透率提升。烟灶产品核心痛点在于排烟性能，集成灶相较于传统烟机，在性能上具有消费者可识别的显著提升，产品力优势是驱动行业渗透率提升的关键。过去几年，尽管排烟设备行业（传统烟机+集成灶）增速受地产影响波动较大，但集成灶品类渗透率却在稳步提升。

图 11：集成灶在排烟设备（烟机+集成灶）行业的销量渗透率（单位：万台）



资料来源：中怡康，中信证券研究部

纵向对比：复盘集成灶行业发展历史，产品经过多次迭代进化，第三代产品成熟度较高，解决安全问题、改善拆装维修难的问题，产品认可度提升促进行业加速普及。集成灶产品自身的优化和更新迭代也是集成灶行业爆发的重要原因，从深井环吸式、侧吸下排式、侧吸模块化到最新的分体侧吸式集成灶，集成灶品牌商通过不断完善产品以满足消费者需求，在集成灶核心优势的基础上，改进不足、深化优势进而形成新的核心竞争力。

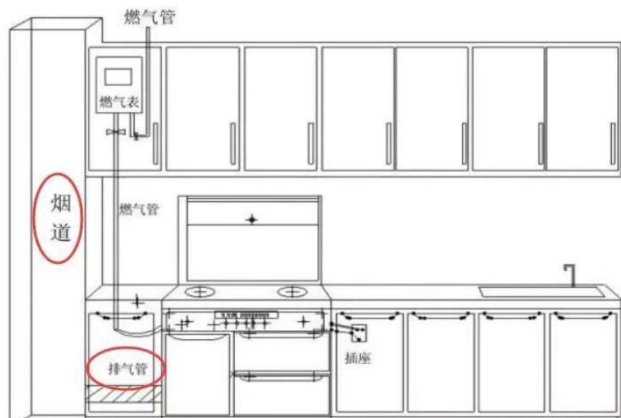
表 2：集成灶产品发展

产品式样	第一代 深井式集成灶	第二代 侧吸下排式集成灶	第三代 侧吸模块化集成灶	第四代 侧吸分体式集成灶
示意图				
推出时间	2003 年	2008 年	2011 年	2016 年
地位	第一代集成灶产品	是目前市场上中端主力军	行业“新生代”产品	小众新品
优点	1、近距离吸附，油烟吸净率高； 2、锅架凹陷，无翻锅隐患	1、降低灶体内部积油的可能，起到油烟分离和吸净油烟的效果； 2、有效降低了热效率的损失	1、超高吸烟率，厨房无油烟； 2、集成式灶具，节省空间； 3、自带蒸烤箱； 4、外端高端、美观时尚； 5、多媒体、免清洗、联网、语音操控、触摸屏操作	1、节省橱柜空间，安装方便； 2、去除消毒柜，配合整体橱柜设计，更加美观； 3、相比传统集成灶，价格便宜
不足	1、吸风口离炉灶过近，导致火焰易被吸入，存在安全隐患； 2、下凹内壁清洗困难，易积油； 3、锅具使用类型受限； 4、下凹部分空气不足，易造成燃烧不充分、熄火或者回火，存在较大安全隐患； 5、带走大量热能，浪费能源，热效率低； 6、维修工序复杂，耗时长	1、需经常清洗； 2、噪音较大； 3、非模块化，维修过程中更换部件难度大； 4、吸烟孔过多紊乱油烟的吸排路径，存在安全隐患	1、需经常清洗； 2、与整体橱柜不协调，样式单一	相对传统集成灶，较为小众

资料来源：中华集成灶网，公司招股说明书，中信证券研究部

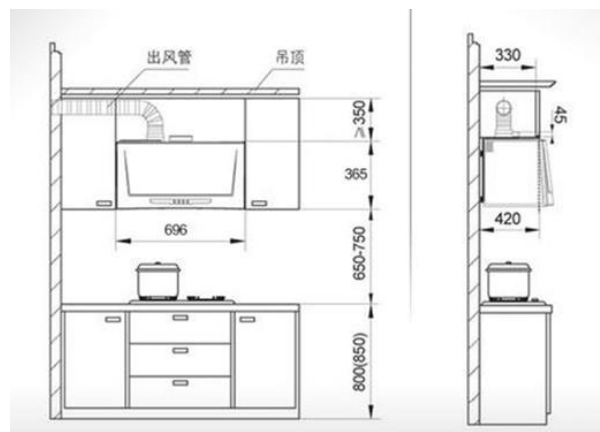
横向对比：排烟效果为消费者核心痛点，集成灶产品存在天然优势。相较于传统烟灶，集成灶由于排烟通路不同，在产品安装上更为困难，尤其是已经安装过传统烟灶的存量房屋；此外，集成灶的设计替代一部分下橱柜空间，导致上游流量入口之一的橱柜企业缺乏推广该品类的动力，也在某种程度上制约了产品普及速度。但我们认为，相较于这些不足，集成灶突出的高效排烟效果优势突出，而这恰恰才是消费者考虑排烟设备时最重要的特征，在核心痛点上的优势足以弥补产品在安装、推广上的困难。更为主要的是，安装、推广上的困难，是随着集成灶行业规模的增加而逐步消失的，集成灶的普及过程是具有反身性，行业规模越大，预计扩张速度越快。

图 12：集成灶安装示意图



资料来源：中华橱柜网

图 13：传统烟灶安装示意图



资料来源：中华橱柜网

表 3：集成灶与传统分体式吸油烟机及燃气灶对比

	集成灶	传统分体式吸油烟机及燃气灶
吸烟效率	吸烟腔距离灶具约 20-30 厘米，更贴近油烟产生源头，油烟在室内流通距离相对较短，在油烟大范围扩散前吸除油烟，吸油烟效果相对较好	吸烟腔距离灶具约 65-75 厘米，离油烟产生源头较远，油烟在室内流通距离相对较长，容易扩散，存在油烟逃逸、倒灌的问题，吸油烟率相对较低
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，既保证集成灶产品内腔清洁，也能减少大气油污排放	吸风口与油烟源头距离较远，油滴被吸入时已雾化为小液滴，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
空间结构	将吸油烟机、燃气灶/电磁炉、消毒柜/电烤箱/电烤箱等功能融为一体，结构紧凑、美观，较好的节省厨房空间，一定程度上增加了厨房空间利用率	传统吸油烟机与燃气灶为独立产品，对厨房空间的要求较大。传统吸油烟机多为上挂式，占用较大立体空间，相对降低了厨房的空间利用率
降噪	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	一般安装于头顶位置，处于人体听觉器官附近，噪声较大
外观	具有独特的组合式、模块化设计，充分利用空间实现各功能效率最大化，造型相对美观	分割了橱柜设计，占据了灶具上方大量空间，影响了厨房整体美观
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	安装位置较高，超出了日常清洁的距离范围，清洁维护工作难度较高

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

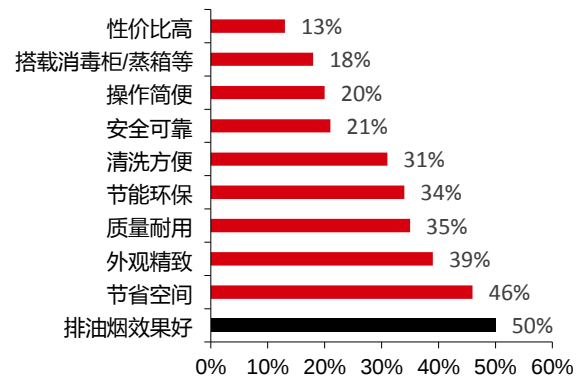
为什么说吸力性能是排烟设备的核心卖点？复盘老板电器品牌塑造过程，我们会发现大吸力定位是最关键的要素。在同质化较为严重的传统烟灶市场中，一方面，老板电器力求在吸力性能上限研发上取得突破；另一方面，也是效果更为显著的，通过减少低吸力产品和加强营销快速在消费者心智中取得良好印象，锚定“大吸力”标签。在传统烟机的设计模式下，技术变革较慢（电机大吸力意味着更大的噪音，降噪是技术难点），新进入品牌在大吸力上锚定难度显著加大。当前时点看，尽管烟灶排烟效果较过去已有显著提升，但结合中怡康调研，大吸力仍然为消费者主要关注点，排烟效果是消费者最关注的集成灶优点。

图 14：集成灶风道设计



资料来源：中关村在线

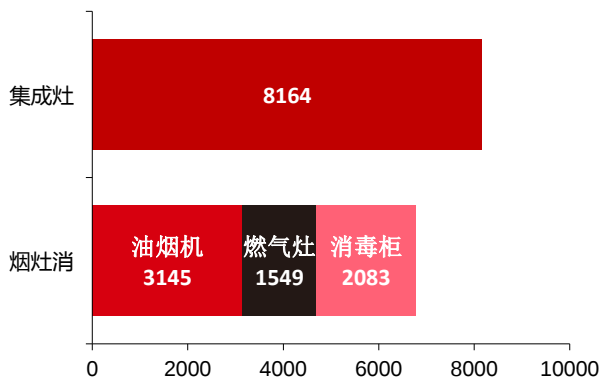
图 15：大众认为的集成灶优点



资料来源：中怡康调研，中信证券研究部

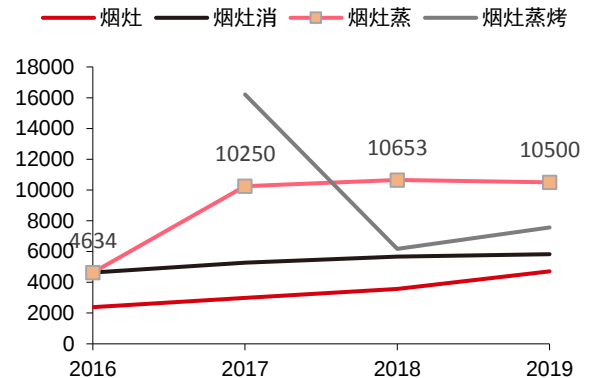
从价格角度看，集成灶均价高于烟灶消三件套。集成灶发迹于人均收入更低的三四线城市，但均价却显著高于烟灶产品，主要考虑 3 方面因素：1）产品力较强，尤其对于开放式厨房，集成灶几乎是唯一的解决方案；2）集成灶可节约一米左右橱柜成本，购买集成灶并不需要消费者提高厨房装修预算；3）蒸箱和消毒柜市场价格差异，烟灶蒸产品比例提升助力均价提升。根据中怡康线下数据，2019 年 1-8 月线下集成灶均价 8164 元，同期烟灶消产品合计价格为 6777 元，蒸箱款集成灶的出现是集成灶均价领先的原因之一。从中怡康线上数据观察，蒸箱款集成灶均价接近 10000 元，远高于其他配套组合。

图 16：线下集成灶与传统烟灶消价格对比（元/台）



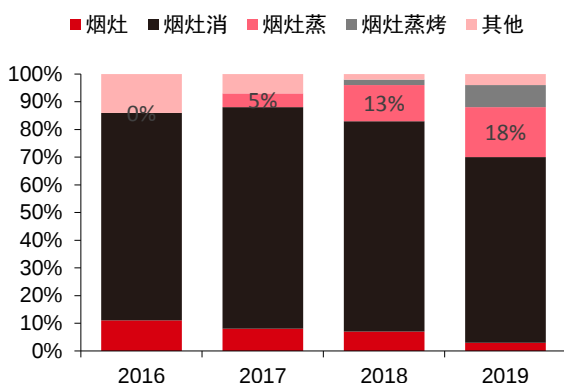
资料来源：中怡康，中信证券研究部

图 17：线上集成灶不同配套价格差异（元/台）



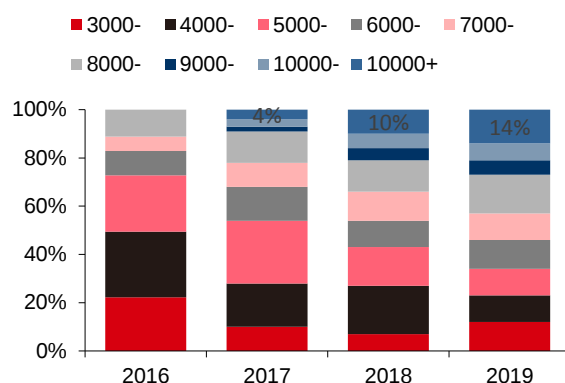
资料来源：中怡康，中信证券研究部

图 18：线上集成灶不同配套销量占比



资料来源：中怡康，中信证券研究部

图 19：线上集成灶不同价格占比



资料来源：中怡康，中信证券研究部

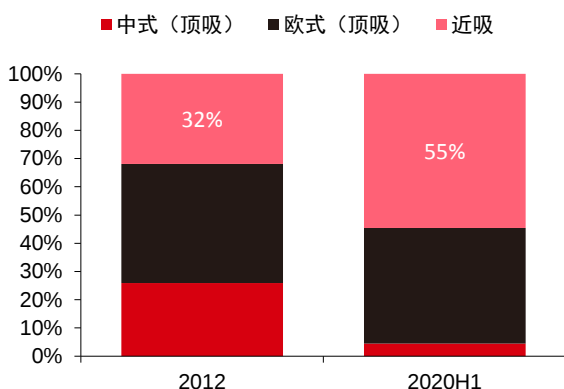
2）地产景气周期影响集成灶扩张速度。在中长期渗透率提升的趋势下，作为大厨电产品的集成灶，中短期增速波动不可避免受地产周期影响，尤其受新房交付规模影响。2017-2019 年为地产下行周期，厨电板块不可避免承压。展望未来 2 年，伴随竣工交付改善，我们预计厨电行业需求将逐步筑底向上，对于行业增长有着正向的推动作用。

总结来说，受益于产品排烟效果优势，我们判断集成灶部分替代烟机的趋势仍将延续，若参考如下条件：

1）吸力效果更佳的侧吸油烟机部分替代顶吸油烟机，目前已形成顶吸：侧吸销量各占 50%的格局，未来顶吸、侧吸、集成灶有望三分天下；

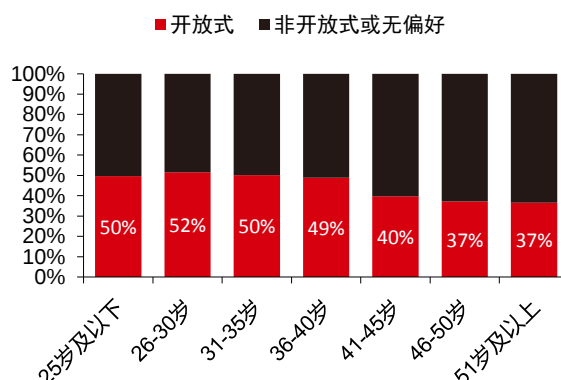
2）根据贝壳找房《2020 新居住消费洞察报告》数据，接近 50%的消费者更加偏爱开放式的厨房，排烟性能更佳的集成灶在开放式厨房优势更为突出，近乎是目前开放式厨房防止油烟沉积的唯一可行方案。

图 20：2012/2020H1 近吸式占传统烟机比例情况



资料来源：中怡康，中信证券研究部

图 21：不同年龄段群体对厨房的偏好



资料来源：贝壳研究，中信证券研究部

我们判断集成灶渗透率可达到 30%以上；尤其是叠加地产竣工交付改善周期，行业销量规模有望在未来 3-4 年内实现翻倍，对应年复合增速在 20%~30%，预计稳态销量空间为 2019 年销量规模的 3 倍。

表 4：2020E-2024E 集成灶行业渗透率及销量规模预测

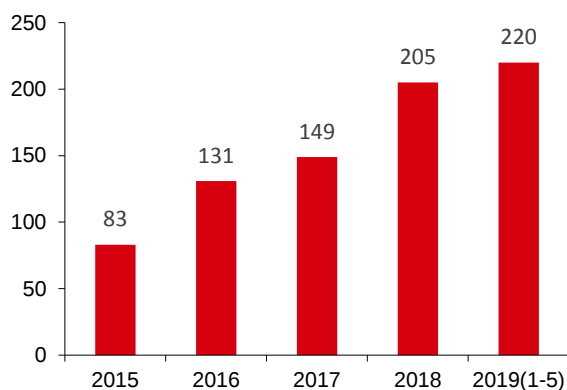
	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	稳态
排烟设备 (万台)	1849	2018	1898	1919	1768	2081	2201	2330	2422	2630
yoy		9%	-6%	1%	-8%	18%	6%	6%	4%	
油烟机 (万台)	1759	1891	1723	1709	1538	1769	1805	1841	1841	1841
yoy		8%	-9%	-1%	-10%	15%	2%	2%	0%	
集成灶 (万台)	90	127	175	210	230	312	396	489	581	789
yoy		41%	38%	20%	9%	36%	27%	24%	19%	
渗透率 (%)	5%	6%	9%	11%	13%	15%	18%	21%	24%	30%

资料来源：中怡康，中信证券研究部预测

格局：技术门槛低，新进入者众

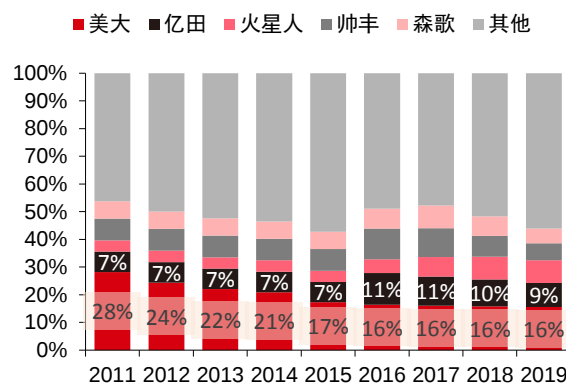
一超多强，份额集中度较为分散。从格局上看，美大为行业龙头，占据约 16%的销量份额（欧睿数据），火星人、亿田、帅丰等品牌为第二梯队，份额在 5%~9%之间，显著落后于龙头美大；从份额集中度看，2019 年集成灶 CR3 份额约 33%，相较于白电行业（70% 以上），行业集中度较为分散，且从过去 9 看，份额集中的趋势并不明显。

图 22：2015-2019 年集成灶参与品牌数统计（线上+线下）（单位：个）



资料来源：中怡康，中信证券研究部

图 23：2011-2019 年集成灶品牌销量份额变化情况



资料来源：Euromonitor，中信证券研究部

新进入者众多，行业竞争日趋激烈。厨电产品普遍技术门槛不高，集成灶是近年来少有的具备高速增长趋势的行业，且盈利能力较强。高成长高回报的特征持续吸引新的厂商入局。根据中怡康数据，从 2015 年到 2019 年，集成灶市场品牌数量由 83 家提升至 220 家左右，新进入者众多，目前形成专业品牌、综合性品牌以及互联网品牌三大类品牌商。尤其是 2017-2018 年，各大厨电、综合家电龙头纷纷布局集成灶。

在行业普及阶段，具备全国性多维度渠道铺设能力的企业凤毛麟角，品牌影响力也更有限，强者恒强的趋势尚未显现。集成灶产品具有强安装属性，对于线下服务能力有一定要求，目前不同企业在不同的渠道或者区域服务能力差异明显，具备全国性推广能力的品牌较少，更容易形成相对独立的优势市场，形成较为分散的市场格局。龙头美大强于线下，第二名火星人则积极拥抱线上，目前线上份额达 26%，优势明显，但线下网点布局相对落后，该品牌在整体市场（线上+线下）中的份额为 9%，远低于其线上表现。

图 24：集成灶已进入品牌情况概览

专业品牌		综合性品牌		互联网品牌

资料来源：中怡康，中信证券研究部

表 5：各品牌进入集成灶行业时间表

品牌类别	品牌	进入时间
专业集成灶品牌	美大	2003 年
	奥田	2003 年
	帅丰	2005 年
	森歌	2006 年
	亿田	2007 年
	火星人	2010 年
专业厨电品牌	帅康	2018 年
	老板（旗下金帝）	2018 年
	华帝	2018 年
	万和	2020 年
综合家电品牌	海尔	2016 年
	美的	2017 年
	长虹	2016 年
	TCL	2017 年
	志高	2017 年
	康佳	2017 年
	奥克斯	2018 年

资料来源：公司招股说明书，各公司官网，各公司公告，中信证券研究部

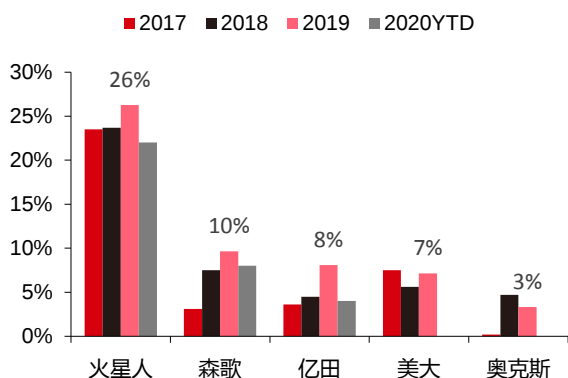
从价格体系看，第一/第二梯队品牌普遍价格定位较高，做强中高端市场是企业共识。根据中怡康数据，美大/火星人/亿田/森歌等品牌线上均价为 8800~9500 元阶段，远高于行

业均价（6866 元），不同于传统白电市场，厨电企业对于规模的诉求普遍不强，对于品牌力以及价格定位的打造更为关注。

从供给角度看：1）产品成本主要由基础原材料构成（80%以上），大规模生产对于制造成本的摊销并不能带来总生产成本的显著下降；2）上游原材料主要为冷轧板等产品，随行就市的采购模式也意味着大规模采购并不能带来显著的议价空间；3）强安装属性意味着规模扩大需要配套线下服务体系，而网点扩张和服务体系的搭建是需要相对较长时间的，降价促销扩张速度受到线下网点服务半径约束；从需求角度看，安装复杂，更换不便的印象使得消费者愿意为品牌和服务溢价。

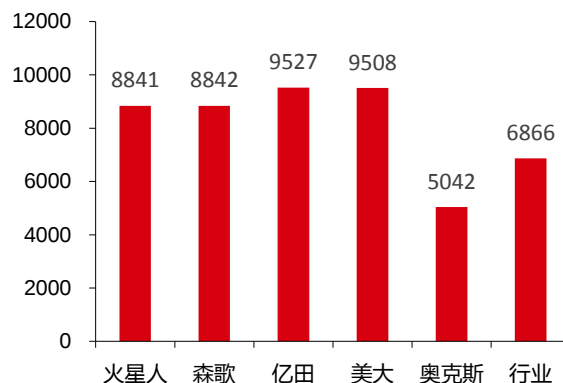
在增量市场阶段，预计竞争强度不会快速加剧，做大蛋糕更为重要。伴随渗透率的提升，集成灶仍处在增量市场阶段，预计 2025 年后才可能进入存量竞争阶段。当前阶段，消费者尚未完全认知到该产品的优势，新进入者的参与加速产品普及和认可的速度，行业需求快速扩容下，业内竞争强度预计不会快速加剧。从价格角度看，在可预计的未来，价格战的可能性相对较小，单一配套品类均价或出现小幅下行趋势；但考虑到烟灶蒸产品比例提升对于行业均价的正向贡献，我们预计行业均价维持平稳水平。

图 25：线上集成灶销售份额分布



资料来源：中怡康，中信证券研究部

图 26：线上集成灶品牌销售均价对比（元/台）



资料来源：中怡康，中信证券研究部

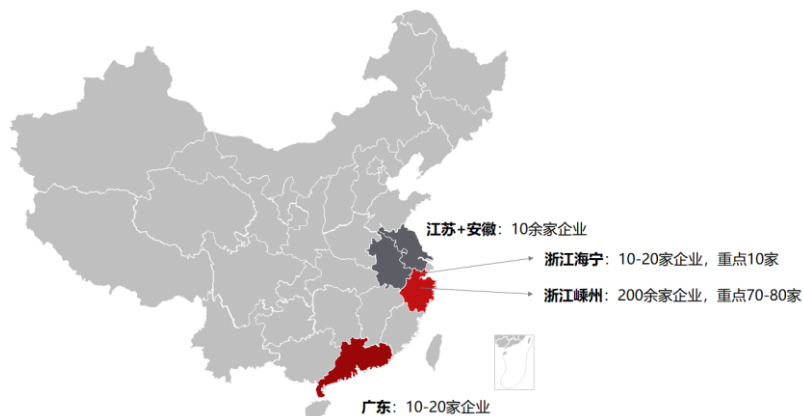
趋势：产品普及阶段，渠道拓展是关键

从当前时点看，集成灶企业不论从销量规模、渠道建设以及品牌认知上，均与传统烟灶龙头企业有着较明显的差距，未来行业龙头的资源仍将主要投入在产品宣传、渠道建设和品牌塑造上。对比三个要素上，当前渠道的增量作用是最明显的，对产品的推广和品牌的塑造上均有推动作用，是企业未来胜败的关键：

一方面，集成灶作为强安装属性的产品，亟需线下网络支撑。集成灶安装成本高达上千元，与其他家电产品（包括传统烟灶）有着明显差异，产品销售和客户维护离不开强大的线下网络系统支持。而当前具备完整线下营销网点的企业并不多，线下网络尽快搭建完成是企业提升销售半径和保障服务质量的基础。

具体来看，目前厂商主要集中在长三角与珠三角。浙江嵊州被誉为“中国厨具之都”，有中国最大集成灶产品研发制造基地，浙江海宁是美大和火星人在地，目前我国集成灶企业主要分布在浙江和广东等地，部分地区已形成一定的规模集聚效应。

图 27：集成灶厂商分布区域



资料来源：中怡康，中信证券研究部

表 6：集成灶销售额梯队划分

梯队	品牌	所在地
第一梯队	美大	浙江海宁
	火星	浙江海宁
第二梯队	帅丰	浙江嵊州
	亿田	浙江嵊州
	森歌	浙江嵊州
	金帝	浙江嵊州
	奥田	浙江嵊州
第三/第四梯队	板川	浙江嵊州
	美多	浙江嵊州
	蓝炬星	浙江嵊州
	奥克斯	广东佛山
	TCL	广东中山

资料来源：中怡康，中信证券研究部

从销售区域上看，销售主要集中在两湖、川渝和浙江等地。未来厂商布局有望向华中、华南和华北拓展。从层级结构看，当前销售集中在三四线消费市场，未来有望向一二线渗透，实现农村包围城市。在三四线向高线城市渗透时，除专卖店体系外，若能进入 KA 渠道将大幅提升消费者认知程度。线下专卖店体系固然成本更低，但与之对应的是客流量低，缺乏 KA 品牌背书，目前绝大部分集成灶企业尚未进入苏宁、国美等 KA 门店，品牌知名度较低。一二线客流主要集中在 KA 渠道，高流量特征不仅可提升营业收入，更重要的是对于消费者有较强的宣传效果，提升品牌及产品认可度。

图 28：集成灶企业销售分布及未来重点发力区域分布

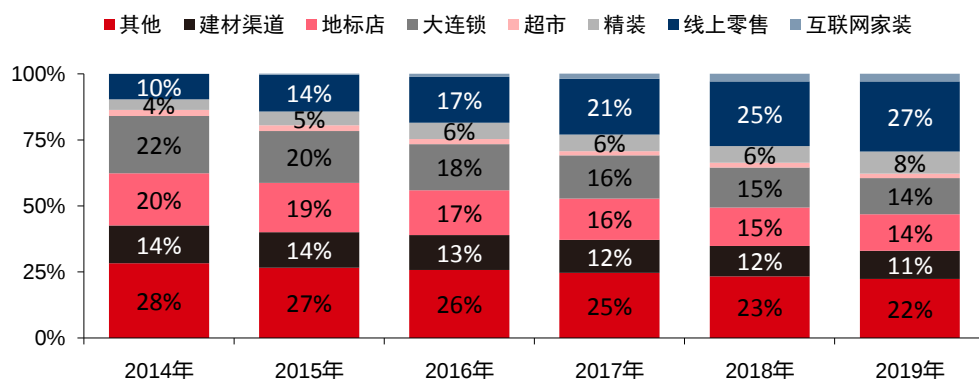


资料来源：中怡康

另一方面，消费者线上购买趋势明显，线上渠道价值不可忽视。在信息高度发达的今天，消费者购买习惯逐步向线上转移，尤其是疫情冲击过后，线上化趋势更为明显。在线下服务有所保障的情况下，线上渠道拓展是提升品牌认知度和营收规模的重要手段。

相较于整体厨电品类，集成灶线上占比仍有提升空间。2019 年，厨电整体渠道中电商占比 26.6%、而集成灶线上占比仅 20.2%。从发展路径看，厨电产品均发迹于大连锁（KA）和专卖店体系（建材及街边店），三四线起家的品牌更倾向于从专卖店开始发展，一二线城市起家的品牌则更多从 KA 门店开始发展（如老板电器），在线下网点搭建完成的情况下，再进一步向线上市场发展。集成灶行业行业发展脉络预计将与厨电过往路径接近：专卖店（三四线）->KA 门店（一二线）->线上->工程精装。

图 29：厨电品类渠道通路变迁情况



资料来源：奥维云网，中信证券研究部

表 7：2018-2020E 集成灶各渠道占比

渠道类型		2018	2019	2020E
C 端	线上			
	平台电商	13.10%	14.30%	16.50%
	专业电商	3.30%	4.10%	5.40%
	社交电商	0.40%	1.80%	2.60%
	合计	16.80%	20.20%	24.50%
线下	KA 卖场	7.40%	8.10%	9.20%
	TOP/地标	0.70%	0.60%	0.30%
	区域连锁	4.10%	3.70%	2.80%

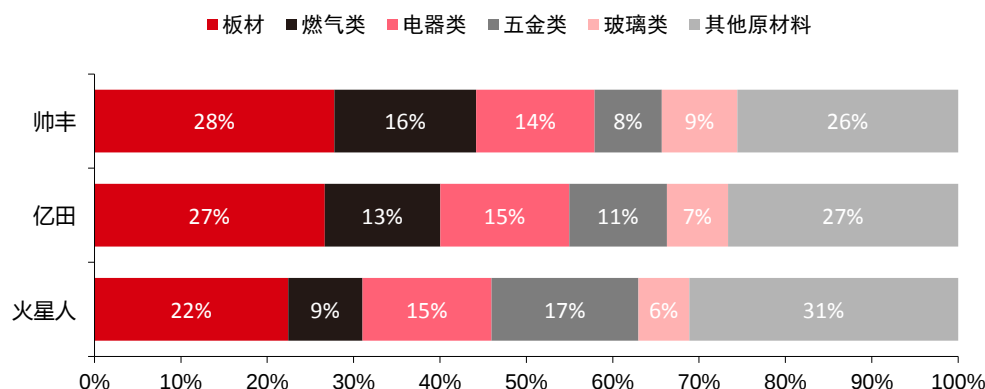
渠道类型		2018	2019	2020E
	专卖店/经销店	35.80%	31.70%	29.40%
	建材家居	34.90%	35.20%	33.20%
	合计	82.90%	79.30%	74.90%
	合计	99.70%	99.50%	99.40%
B 端	精装工程	0.30%	0.50%	0.60%

资料来源：奥维云网，中信证券研究部

■ 精深细作效率领先，渠道拓展成长可期

相似的产品和模式，不同的运营和盈利能力。在不考虑外观的前提下，集成灶终端产品在性能上并无显著差异，产品同质化情况较为严重，拆分第一/第二梯队原材料可以看到用料上也非常相似。从商业模式看，由于产品涉及安全考量、且具备强装修属性，决定了消费者更愿意为品牌提供溢价，高毛利率模式存在可能。企业采用高毛利率、高营销费用率、高渠道服务质量（意味着渠道毛利率也高于其他行业）的商业模式，该模式往往比低毛利率低费用率的模式更容易创造利润。从实际结果看，已上市或拟上市的 4 家集成灶企业中（美大、火星人、亿田、帅丰），其商业模式没有实质性差异，均体现出高毛利率高费用率的特征。

图 30：各公司集成灶产品原材料结构对比



资料来源：各公司招股书，中信证券研究部 注 1：帅丰采用 2018 年数据，火星人、亿田为 2019 年数据；注 2：2018 年开始，火星人改为直接采购经过表面处理后的五金类组件，故板材加工费占比下降，五金类原材料的占比较高

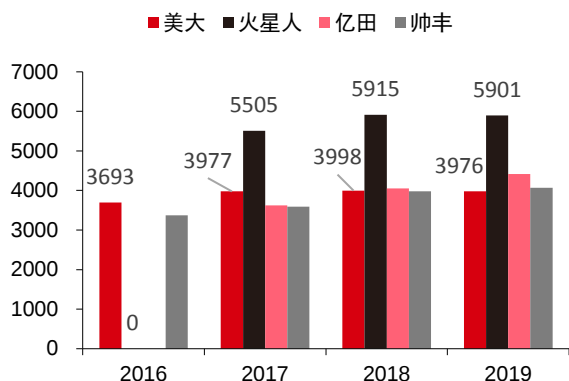
尽管集成灶产品同质化较为严重，但不同企业运营效率差异明显。浙江美大在运营效率优势明显的，具体可以从成本优势、周转效率和渠道能力三个维度对比：

成本：规模领先，精耕细作

美大集成灶终端售价最高，但单台生产成本最低。根据中怡康统计，美大/火星人/亿田/帅丰集成灶线上零售价格分别为 9753/8622/8751/7942 元，美大终端价格最高。但从报表端对比，美大在保证同行业最高厂商毛利率的情况下，单台出货价格仅在 4000 元左右，略低于亿田、帅丰，远低于火星人。核心在于公司对于生产成本的管控：2019 年，

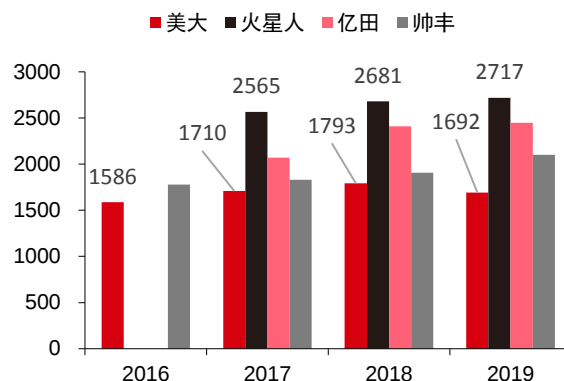
美大/火星/亿田/帅丰单台生产成本分别为 1692 元/2717 元/2449 元/2102 元，美大生产成本仅为同行的七到八成。

图 31：重点企业出货均价对比（单位：元）



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：美大 2018/2019 年数据为估算值，帅丰 2019 年数据基于 2019H1 数据估算

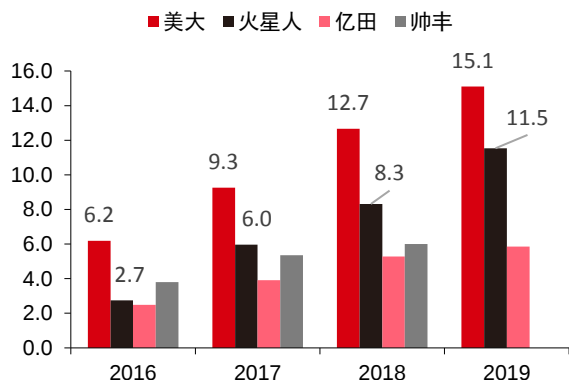
图 32：重点企业单台生产成本对比（单位：元）



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：美大 2018/2019 年数据为估算值，帅丰 2019 年数据基于 2019H1 数据估算

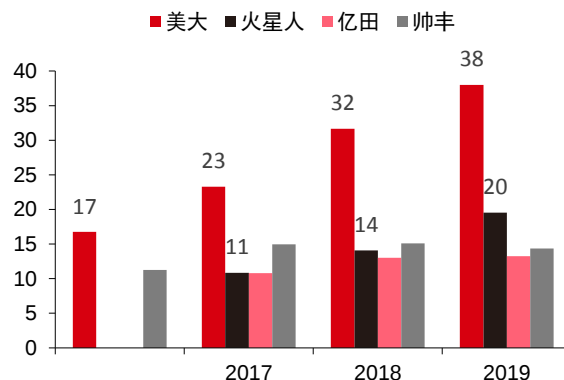
成本优势来自于规模效应与精深细作。2019 年美大集成灶产品收入 15.1 亿，同期火星、亿田、帅丰收入在 6~11 亿之间；从出货量规模看，美大优势更为明显，估算美大 2019 年集成灶销量在 38 万台，同期第二名的火星仅为 20 万台。更大的生产规模带来制造费用的缩减（美大制造费用成本占比为 4%，火星人为 10%），自动化生产线的引入进一步压缩人工成本比重；但与此同时，我们通过拆解不同企业的原材料单台使用成本可以清晰看到，美大在单台原材料的使用效率上依旧领先于竞争对手，这部分则更多是企业精益生产的体现。

图 33：重点企业集成灶收入规模对比（单位：亿元）



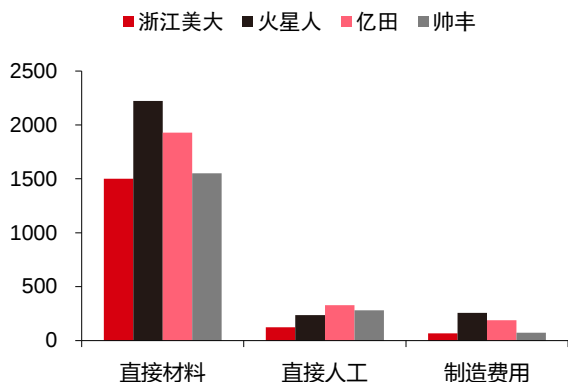
资料来源：Wind，中信证券研究部 注：帅丰 2019 年数据为估算值（2019H1 销售量的 2 倍）

图 34：重点企业销售量规模对比（单位：万台）



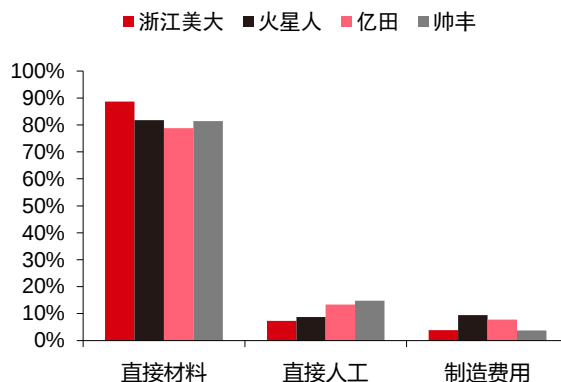
资料来源：各公司公告，招股说明书，中信证券研究部 注：美大 2018/2019 年数据为估算值（基于出厂价平稳假设计算），帅丰 2019 年数据基于 2019H1 数据估算

图 35：重点企业集成灶单台成本拆分（绝对值，单位：元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 36：重点企业集成灶单台成本拆分（成本比重，单位：%）

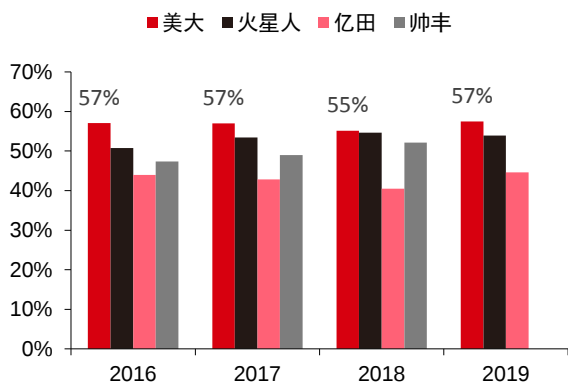


资料来源：Wind，中信证券研究部

周转：稳健运营，高速周转

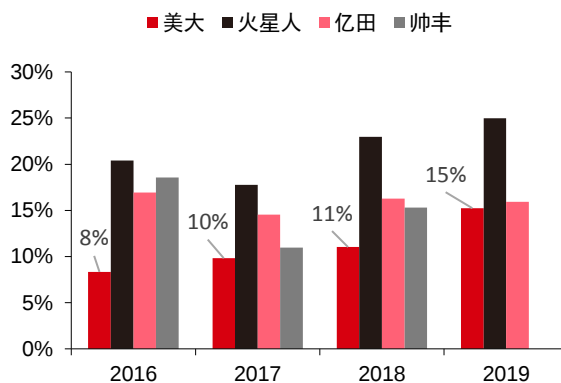
公司管理层经营风格较为稳健，一方面对下游采用现金流极好的先款后货模式，另一方面在企业费用的使用上较为平稳节制。公司拥有业内最高的毛利率水平（57%），但销售费用率经过数年提升后，也仅仅接近行业平均水平（15%），管理费用在剔除 2016 年股权激励的成本影响后，费用率与行业相同（7%）。2019 年公司账面现金多达 8 亿，占公司总资产的 40%，现金存量是销售收入规模的 47%。

图 37：重点企业毛利率对比



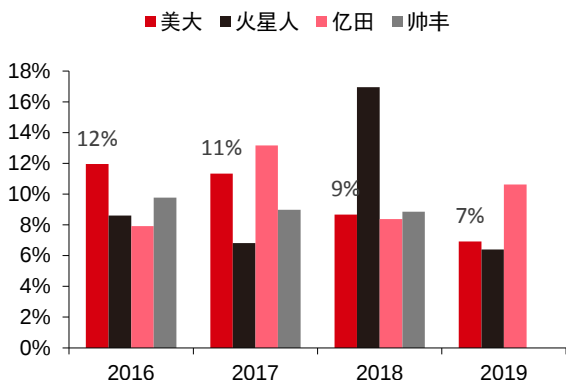
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 38：重点企业销售费用率对比



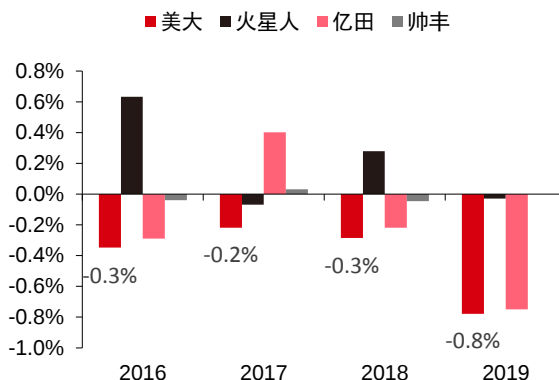
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 39：重点企业管理费用率对比



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：火星人 2018 年管理费用率较高主要由于一次性股份支付导致，剔除该影响后（9.8%）管理费用率与 2017 年接近（7.1%）；美大管理费用率此前较高主要由于存在股权激励

图 40：重点企业财务费用率对比



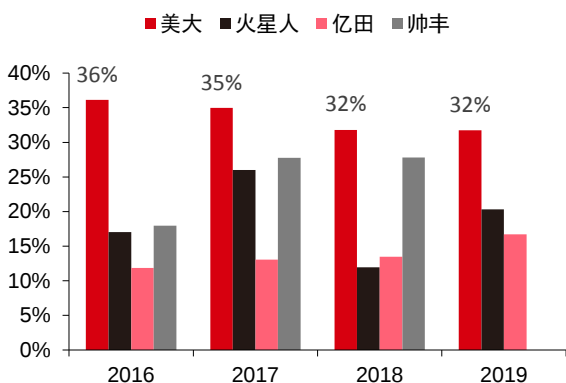
资料来源：Wind，中信证券研究部

公司总周转率略低于同行，主要存在两方面原因：

1) 公司存在大规模的现金资产。现金周转天数占总周转天数的接近一半，若剔除现金资产，周转率差异在 10% 以内，若具体在存货周转天数，公司销量更高。上市至今，存货周转天数从 28 天压缩至 16 天，经营效率持续提升，远高于同行水平（28~41 天）。

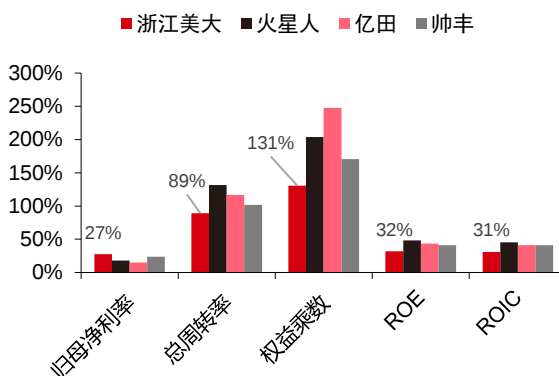
2) 公司产能扩大，固定资产+在建工程的周转天数略高于同行。2018 年开始，公司报表端开始体现 110 万台新建产能的影响（记入在建工程），截止 2019Q4，110 万在建工程全部转固，这对于近两年公司的总周转存在一定影响。新产能下公司可满足销量翻倍的需求（110 万台产能中含有 80 万台集成灶产能以及 30 万台其他厨电产品），伴随未来销量提升，预计公司资产周转速度将进一步提高。

图 41：重点企业营业利润率对比



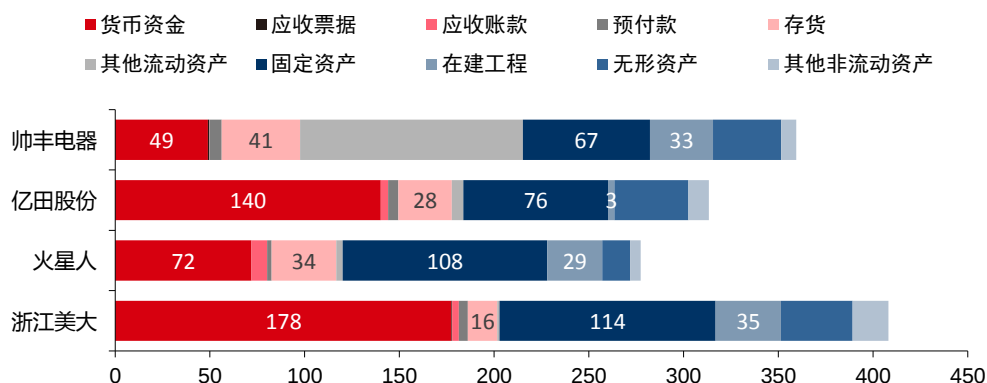
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 42：重点企业杜邦分析法拆解对比



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：帅丰采用 2018 年数据，美大/星人/亿田为 2019 年数据

图 43：重点企业总周转天数对比

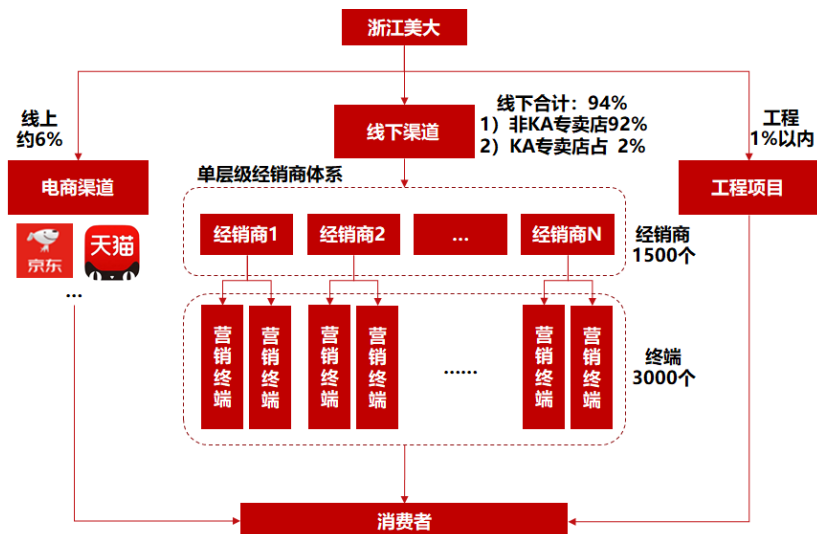


资料来源：各公司公告，中信证券研究部

渠道：单店盈利，持续复制

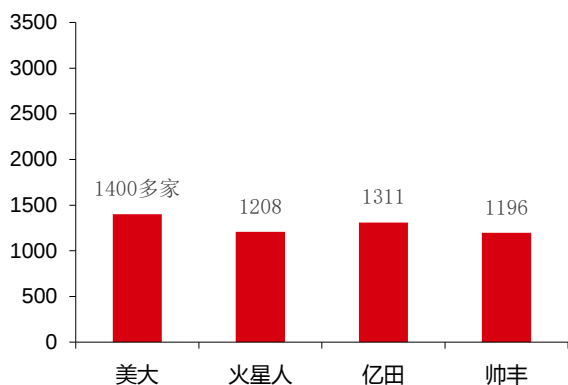
公司线下渠道规模业内领先。截止 2019 年，公司拥有 1400 多个经销商，3000 多家终端网点，网点规模为行业第二的 2 倍。且单个经销商管理网点超过 2 个，经销商能力优于竞争对手（1 个经销商管理约 1 个网点）。线下渠道是公司的核心渠道，占收入规模的 94%（其中约 2%来自 KA 门店，其余来自建材店及街边店等），线上收入占比约 6%。

图 44：公司渠道结构情况



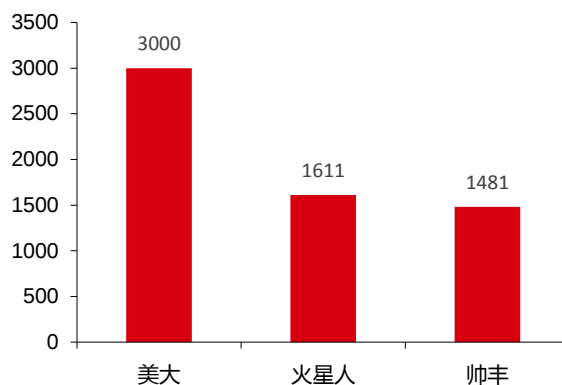
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 45：重点企业经销商数量对比



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

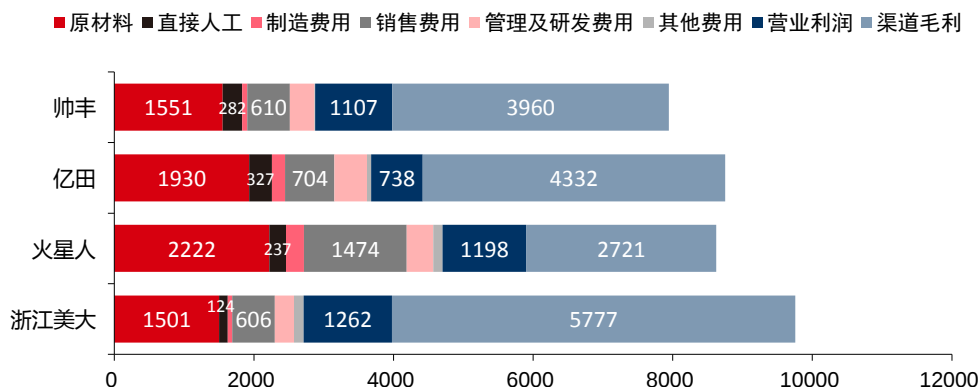
图 46：重点企业网点数量对比



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

渠道盈利空间最强，门店扩张持续。参考中怡康线上数据作为公司终端价格，我们拆解 4 家集成灶企业的价值量分布情况。美大终端价格最高的情况下，经销商拿货价低于其他品牌，渠道盈利空间最强。良好的渠道盈利能力是公司线下渠道扩张的保证，也是公司线下服务能力持续改善的关键。此外，一二线地区主要流量来自 KA 门店，KA 门店渗透率的提升一方面有助于公司提升一二线高消费地区收入规模，另一方面也有助于进一步提升品牌形象，达到广告营销效果。但此前由于 KA 门店费用率更高，集成灶品牌入驻率普遍较低，更高的渠道盈利能力也是企业“农村包围城市”的保证。

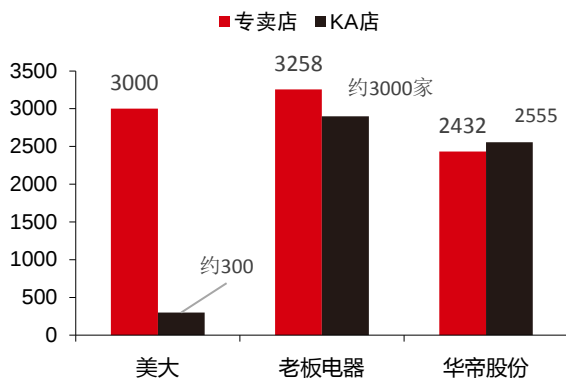
图 47：重点企业全价值链分布对比（单位：元）



资料来源：中怡康，公司招股说明书，中信证券研究部估算

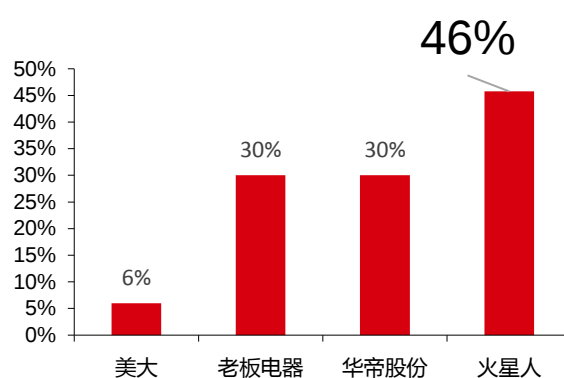
对比传统烟灶企业，公司门店扩张空间巨大。老板、方太线下门店在 7000-8000 家，美大约 3000 家，门店数量差距是收入差距的重要成因。从门店结构上看，美大主要集中在建材店、街边店，在 KA 门店、电商渠道、工程渠道差距较为明显。未来开店除了进一步拓展红星和居然等建材店以外，KA 进店计划预计将持续推进，2020 年预计将新增 500 个专卖店和 200 个 KA 门店。伴随线下网点建设完善，公司开始发力线上渠道，对比竞争对手以及传统烟灶，电商渗透率 30% 以上可期（公司 2019 年实际线上占比仅为 6%），提升空间广阔，2020 年线上增速有望达到 100%。

图 48：公司与烟灶企业（老板电器、华帝股份）门店数量对比



资料来源：各公司年报，中信证券研究部估算

图 49：美大、火星、老板电器、华帝股份线上收入占比情况



资料来源：公司招股说明书，各公司公告，中信证券研究部

风险因素

- 1) 精装房比例快速提升，导致集成灶品类普及难度加大；
- 2) 厨电龙头入局，大幅加剧行业竞争；
- 3) 原材料价格快速上行。

投资建议

展望未来 3 年（到 2023 年），基于行业未来渗透率提升假设，公司有望通过门店开拓实现收入利润持续增长，3 年实现翻倍式增长，2023 年净利润规模达到 10 亿元左右。中性情况下（假设 PE-2023=20X），预计公司 2023 年年中市值约 200 亿，若考虑公司现金流充沛，过去几年分红率持续超过 75%，3 年累计分红现金达 18 亿，预计其 2023 年年中合理市值约为 218 亿。我们预测公司 2020-2022 年 EPS 0.79/1.04/1.29 元，考虑未来高成长，给予 2020 年 30 倍 PE，对应目标价为 23.7 元。首次覆盖给予“买入”评级。

表 8：公司经营关键假设表

		2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
销售额	集成灶	28%	50%	37%	19%	15%	30%	25%	20%
	-量	29%	39%	35%	20%	15%	30%	25%	20%
	-价	-1%	8%	1%	-1%	0%	0%	0%	0%
	橱柜	37%	99%	10%	36%	0%	20%	10%	10%
	其他主营业务	49%	115%	54%	26%	0%	20%	10%	10%
毛利率	集成灶	57%	57%	55%	57%	56%	57%	57%	57%
	橱柜	29%	30%	25%	23%	23%	23%	23%	23%
	其他主营业务	23%	22%	14%	17%	17%	17%	17%	17%
	其他业务	57%	57%	55%	57%	56%	57%	57%	57%
收入占比	集成灶	93%	90%	90%	90%	91%	92%	92%	93%
	橱柜	3%	4%	3%	3%	3%	3%	2%	2%

其他主营业务	4%	6%	7%	7%	6%	6%	5%	5%
其他业务	28%	50%	37%	19%	15%	30%	25%	20%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

表 9：公司盈利预测表

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,401	1,684	1,911	2,467	3,053
营业收入增长率	36.5%	20.2%	13.4%	29.1%	23.7%
净利润(百万元)	378	460	510	673	833
净利润增长率	23.7%	21.8%	10.8%	31.9%	23.8%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.59	0.71	0.79	1.04	1.29
毛利率%	51.5%	53.5%	52.6%	53.8%	54.1%
净资产收益率 ROE%	27.7%	30.3%	30.4%	34.3%	36.5%
每股净资产（元）	2.11	2.35	2.60	3.04	3.54
PE	30	25	23	17	14
PB	8	8	7	6	5

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

利润表 (百万元)					
指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,401	1,684	1,911	2,467	3,053
营业成本	679	783	905	1,140	1,400
毛利率	51.54%	53.53%	52.64%	53.79%	54.14%
营业税金及附加	15	12	14	18	22
销售费用	154	257	287	382	488
营业费用率	11.03%	15.24%	15.00%	15.50%	16.00%
管理费用	81	66	76	99	122
管理费用率	5.76%	3.91%	4.00%	4.00%	4.00%
财务费用	(4)	(13)	(18)	(24)	(36)
财务费用率	-0.28%	-0.78%	-0.92%	-0.99%	-1.17%
投资收益	11	4	4	4	4
营业利润	446	535	593	782	967
营业利润率	31.81%	31.75%	31.01%	31.68%	31.69%
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	2	1	1	1	1
利润总额	444	534	592	781	967
所得税	67	74	82	109	134
所得税率	14.99%	13.90%	13.90%	13.90%	13.90%
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司股东的净利润	378	460	510	673	833
净利率	26.95%	27.31%	26.68%	27.26%	27.27%

现金流量表 (百万元)					
指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	444	534	592	781	967
所得税支出	-67	-74	-82	-109	-134
折旧和摊销	36	37	71	73	75
营运资金的变化	28	53	37	82	90
其他经营现金流	0	-7	-21	-28	-39
经营现金流合计	442	543	596	800	959
资本支出	-292	-280	-20	-20	-20
投资收益	11	4	4	4	4
其他投资现金流	110	2	-24	-32	-43
投资现金流合计	-171	-274	-41	-49	-59
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	0	0	198	-198	0
股息支出	-300	-300	-350	-388	-512
其他融资现金流	1	-3	18	24	36
融资现金流合计	-299	-304	-134	-562	-476
现金及现金等价物净增加额	-29	-34	422	189	423

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

资产负债表 (百万元)					
指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	839	799	1,221	1,410	1,833
存货	64	80	92	116	142
应收账款	15	18	20	26	32
其他流动资产	37	20	22	26	31
流动资产	956	916	1,355	1,578	2,039
固定资产	324	729	678	625	570
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	175	174	174	174	174
其他长期资产	327	167	191	224	266
非流动资产	825	1,070	1,043	1,022	1,010
资产总计	1,781	1,987	2,398	2,601	3,049
短期借款	0	0	198	0	0
应付账款	111	213	246	310	380
其他流动负债	301	227	248	300	357
流动负债	412	440	692	609	737
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	4	28	28	28	28
非流动性负债	4	28	28	28	28
负债合计	416	468	720	637	765
股本	646	646	646	646	646
资本公积	105	105	105	105	105
归属于母公司所有者权益合计	1,365	1,519	1,679	1,963	2,284
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	1,365	1,519	1,679	1,963	2,284
负债股东权益总计	1,781	1,987	2,398	2,601	3,049

主要财务指标					
指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	36.49%	20.24%	13.45%	29.09%	23.73%
营业利润增长率	24.12%	20.01%	10.81%	31.90%	23.77%
净利润增长率	23.70%	21.85%	10.82%	31.93%	23.79%
毛利率	51.54%	53.53%	52.64%	53.79%	54.14%
EBITDA Margin	33.96%	33.14%	33.78%	33.64%	32.96%
净利率	26.95%	27.31%	26.68%	27.26%	27.27%
净资产收益率	27.66%	30.28%	30.36%	34.25%	36.45%
总资产收益率	21.20%	23.15%	21.26%	25.86%	27.31%
资产负债率	23.34%	23.53%	30.00%	24.50%	25.08%
所得税率	14.99%	13.90%	13.90%	13.90%	13.90%
股利支付率	79.57%	76.12%	76.12%	76.12%	76.12%

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告有任何疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，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中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。