

2020年11月16日

证券研究报告·公司研究报告

帅丰电器（605336）家用电器

持有（首次）

当前价：31.51元

目标价：——元（6个月）



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

集成灶头部企业登陆 A 股，未来发展值得期待

投资要点

- 推荐逻辑：**公司作为集成灶行业的领先企业，历史业绩优良。受益于消费升级以及新的消费偏好，集成灶市场规模连续 3 年维持 20% 以上的增长。在行业高速发展的背景下，公司产品结构持续优化，募资突破产能瓶颈，渠道拓展增强市场竞争力，未来发展值得期待。
- 集成灶行业领先企业。**公司成立于 1998 年，专注于集成灶产品的研发、生产和销售。从营收以及利润结构来看，集成灶产品的占比均在 90% 以上。受益于集成灶行业高速发展以及公司产能的提高，2017-2019 年营收呈现高速发展态势。随着营收规模扩大，单位成本降低叠加产品结构升级，公司业绩增速优于营收增速。2017-2019 年公司归母净利润增速分别为 116.8%/11.9% 和 15.8%。疫情影响下，公司线下渠道受到一定的冲击。2020Q1-Q3 公司实现营收 4.7 亿元，同比增长 1%；实现归母净利润 1.3 亿元，同比增长 15.7%。
- 行业发展进入快车道。**受益于集成灶产品普及度的提升、新的消费偏好变化、中小户型和开放式厨房需求等因素，集成灶需求提升。截至 2019 年，集成灶市场零售量/零售额分别为 209.8 万台/161.5 亿元，同比增长 20%/25%。但集成灶市场渗透率仍远低于传统烟灶，2019 年国内集成灶销量占烟灶产品总销量的比例为 11%，而传统烟灶市场渗透率达 97%。从渗透率来看，集成灶存在一定的提升空间，未来几年行业增长尚未见到天花板，市场扩容值得期待。高速增长的市场规模吸引了大量的企业加入，市场竞争激烈。据奥维云网数据显示，2020 年上半年集成灶线上线下现存品牌分别为 154/57 个，CR4 分别为 39% 和 63.5%，市场格局有待优化。
- 产品结构优化，盈利能力稳中有升。**公司盈利能力稳中有升，净利率水平从 2016 年的 15% 提升至 2020H1 的 29%。我们认为公司盈利能力的稳步提升，一方面得益于营收规模快速扩张，期间费用率显著下降，另一方面得益于公司产品结构优化，毛利率水平有所提升。受益于中高端产品以及多功能产品占比的提高，公司集成灶产品均价提升。2018-2019 年公司集成灶产品均价分别增长 11% 和 8%，助推公司营收同比增长 12% 和 9.5%。
- 募资扩产、渠道拓展，未来发展值得期待。**2017-2019 年公司的产能利用率和产销率均在 90% 以上，位于较高水平，产能瓶颈已经成为制约公司业务进一步发展的关键因素。募集资金投资项目建成投产后，公司将形成每年新增 40 万台集成灶、3 万台洗碗机及 2.5 万套橱柜的生产能力。在集成灶市场规模快速增长的背景下，产能扩大有助于提高公司的市场占有率，进一步加强公司的核心竞争能力。此外，和同行相比，公司的经销商数量以及经销门店数量尚存在一定的拓展空间。公司拟投资 2 亿元进行营销网络渠道建设。渠道的快速拓展叠加生产能力的提升，公司未来发展值得期待。
- 盈利预测与投资建议。**随着集成灶产品普及度提升，集成灶行业将保持高速发展态势。公司积极扩充产能、拓展渠道，未来发展值得期待。我们预期未来三年公司营收复合增长率为 9.2%，归母净利润复合增长率为 16.3%，首次覆盖给予“持有”评级。
- 风险提示：**行业竞争加剧、渠道拓展不及预期、疫情反复影响客流等风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	698.22	753.80	832.60	910.21
增长率	10.59%	7.96%	10.45%	9.32%
归属母公司净利润（百万元）	173.97	211.39	247.52	273.72
增长率	15.84%	21.51%	17.09%	10.58%
每股收益 EPS（元）	1.24	1.50	1.76	1.94
净资产收益率 ROE	24.39%	12.11%	12.69%	12.59%
PE	26	21	18	16
PB	6.22	2.54	2.27	2.04

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：龚梦泓

执业证号：S1250518090001

电话：023-63786049

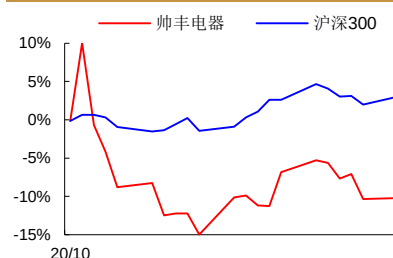
邮箱：gmh@swsc.com.cn

联系人：夏勤

电话：023-63786049

邮箱：xiaqin@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.41
流通 A 股(亿股)	0.35
52 周内股价区间(元)	29.87-38.48
总市值(亿元)	44.37
总资产(亿元)	19.21
每股净资产(元)	11.57

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 专注于集成厨房电器的优质企业	1
1.1 集成灶行业领先企业	1
1.2 股权集中，结构清晰	1
1.3 营收业绩稳健增长	2
2 行业发展进入快车道，竞争格局有待优化	3
2.1 迎合消费新趋势，集成功能有优势	3
2.2 市场规模快速扩张，品牌格局有待优化	4
3 募资扩产突破产能瓶颈，渠道拓展抢占市场份额	6
3.1 产品结构优化，盈利能力稳中有升	6
3.2 经销为主，渠道尚有拓展空间	8
3.3 募资扩产、渠道拓展，未来看点处处开花	10
4 盈利预测与估值	11
4.1 盈利预测	11
4.2 相对估值	12
5 风险提示	12

图 目 录

图 1: 帅丰电器发展历史图	1
图 2: 集成灶是公司主要销售产品	1
图 3: 集成灶是公司主要盈利来源	1
图 4: 帅丰电器发展历史图	2
图 5: 公司营收稳健增长	2
图 6: 公司业绩稳健增长	2
图 7: 近一年 (2019.11-2020.11) 集成灶地域搜索指数	4
图 8: 搜索指数排名与地方财政实力具备较强相关性	4
图 9: 关注集成灶关键词的人群属性	4
图 10: 2016-2019 集成灶销售规模及增速	5
图 11: 2016-2019 年集成灶和传统烟灶产品市场渗透率	5
图 12: 集成灶 TOP 品牌销售额集中度	5
图 13: 集成灶功能集成示意图	6
图 14: 2020 年 1-9 月线上分类型销售额占比变化	6
图 15: 公司毛利位于行业中位水平	6
图 16: 公司盈利能力稳中有升	6
图 17: 高毛利的中高端产品以及渠道款占比提升	7
图 18: 多功能产品销售占比提升	7
图 19: 帅丰期间费用率呈现下降趋势	9
图 20: 公司销售费用率大幅下降	9
图 21: 公司管理费用率略有下降	9

表 目 录

表 1: 集成灶产品的优势	3
表 2: 2020 年上半年集成灶线上线下品牌和机型数量 (个)	5
表 3: 产品均价提升助推公司营收持续增长	7
表 4: 中高端以及渠道端盈利能力更强	8
表 5: 2019 年公司以及可比公司销售费用明细	10
表 6: 中高端以及渠道端盈利能力更强	10
表 7: 中高端以及渠道端盈利能力更强	11
表 8: 分业务收入及毛利率	11
表 9: 可比公司估值	12
附表: 财务预测与估值	13

1 专注于集成厨房电器的优质企业

1.1 集成灶行业领先企业

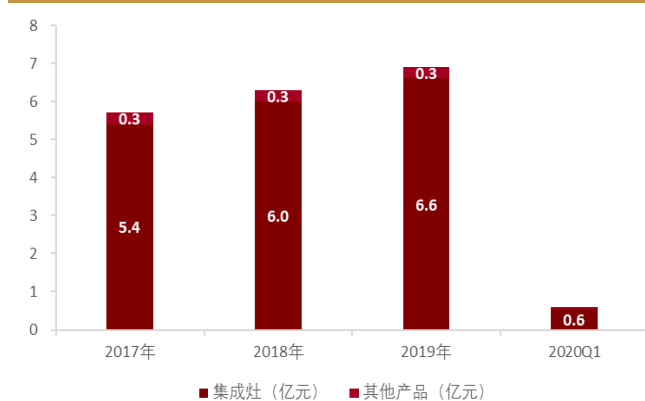
公司成立于 1998 年，主要从事以集成灶为核心的现代新型厨房电器的研发、设计、生产和销售。从营收以及利润结构来看，集成灶产品的占比均在 90% 以上。2020 年 Q1，公司集成灶产品销售收入为 5480.6 万元，占比 93.7%；其他产品（洗碗机、集成水槽等）销售收入为 368.3 万元，占比 6.3%。利润方面，集成灶贡献毛利 2631.9 万元，占比 97.4%；其他产品贡献毛利 69.9 万元，占比 2.6%。

图 1：帅丰电器发展历史图



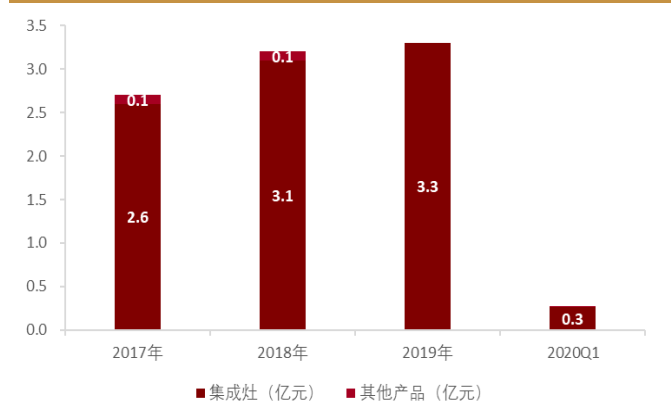
数据来源：招股说明书，公司官网，西南证券整理

图 2：集成灶是公司主要销售产品



数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 3：集成灶是公司主要盈利来源



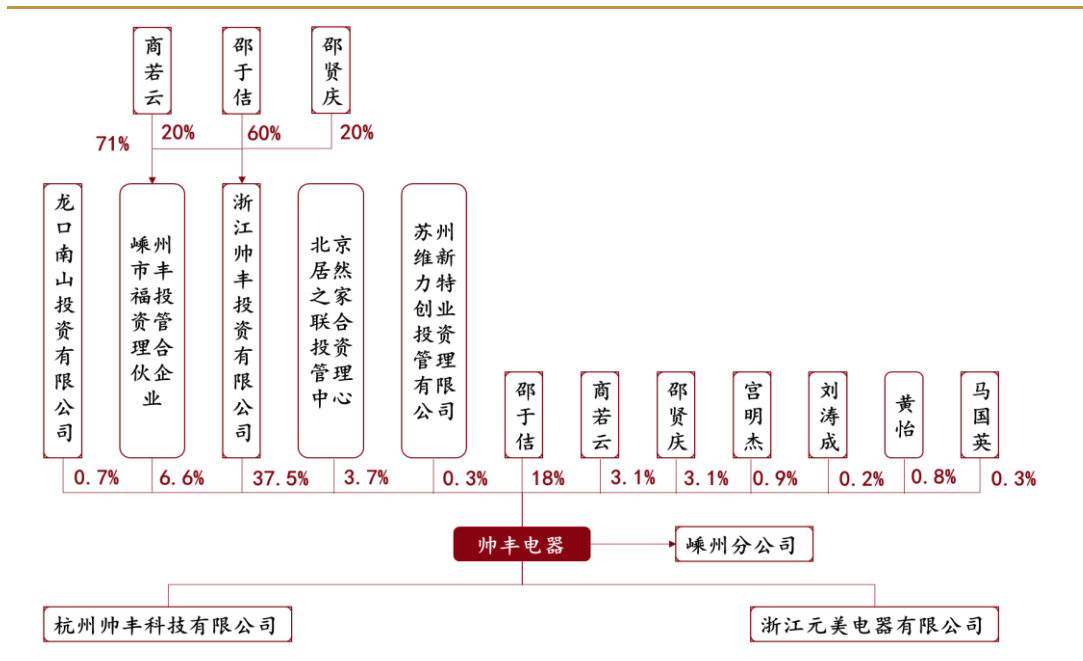
数据来源：招股说明书，西南证券整理

1.2 股权集中，结构清晰

公司实控人商若云、邵贤庆、邵于信通过直接和间接持股方式，合计持有公司 61.6% 的股权。其中商若云与邵贤庆为夫妻关系，邵于信为商若云和邵贤庆的女儿。公司股权结构集中。嵊州市丰福投资管理合伙企业为公司的员工持股平台，2016 年 9 月增资入股。截止 2020 年 10 月，该员工持股平台持有 6.6% 的股权。

截止招股说明书签署日期，公司共有杭州帅丰科技和浙江元美电器两家全资子公司。杭州帅丰科技主要经营“帅丰集成灶”直营店；元美电器主要负责“元美”品牌的运营，主要产品有元美品牌集成灶、集成水槽以及不锈钢柜体；嵊州分公司主要负责油烟机、通风机和换气扇的制造。

图 4：帅丰电器发展历史图



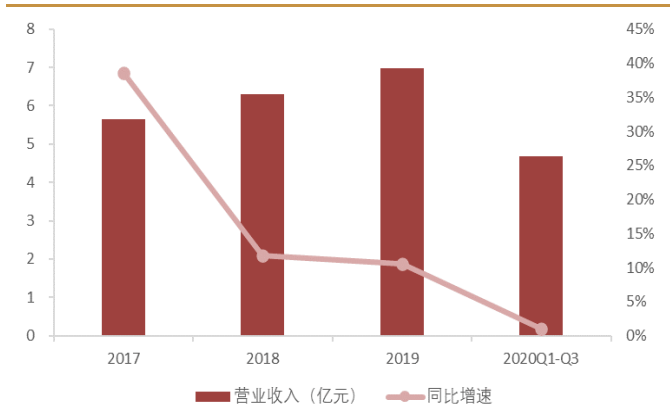
数据来源：招股说明书，公司官网，西南证券整理

1.3 营收业绩稳健增长

受益于集成灶行业高速发展以及公司产能的提高，2017-2019 年营收呈现高速发展态势。2017-2019 年公司营收增速分别为 38.6%、11.8%和 10.6%。随着营收规模扩大，单位成本降低叠加产品结构升级，公司业绩增速优于营收增速。2017-2019 年公司归母净利润增速分别为 116.8%/11.9%和 15.8%。

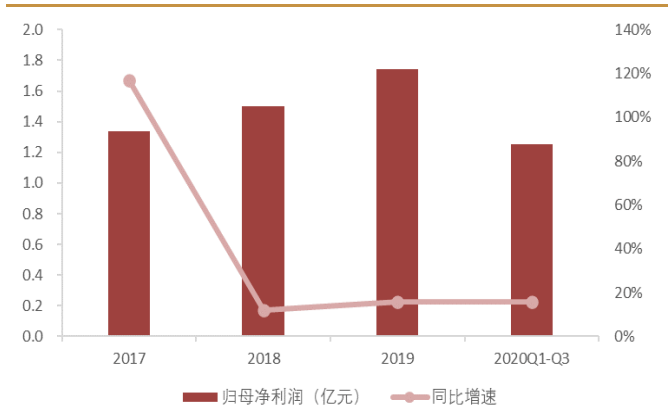
集成灶作为厨电产品，需要一定的线下体验以及服务。疫情影响下，公司线下渠道受到一定的冲击。2020Q1-Q3 公司实现营收 4.7 亿元，同比增长 1%；实现归母净利润 1.3 亿元，同比增长 15.7%。一方面公司产品机构持续优化，另一方面公司减少费用投放，业绩增速明显优于营收增速。

图 5：公司营收稳健增长



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：公司业绩稳健增长



数据来源：公司公告，西南证券整理

2 行业发展进入快车道，竞争格局有待优化

2.1 迎合消费新趋势，集成功能有优势

多功能产品有优势。集成灶是一种集吸油烟机、燃气灶、烤箱、消毒柜、储藏柜、蒸箱、电磁炉等多功能于一体的厨房电器。不同的功能组合成不同类型的产品。从 2003 年首次推出集成灶以来，历经 17 年的发展，集成灶从深井式集成灶、侧吸式集成灶发展至侧吸模块化集成灶，在安全性、吸油烟率、清洁度等方面有显著提升。集成灶由于其功能的集约化和独特的设计，在结构、控烟能力、油烟分离、空间利用率、降噪、清洁维护等方面均具备一定的优势。

表 1：集成灶产品的优势

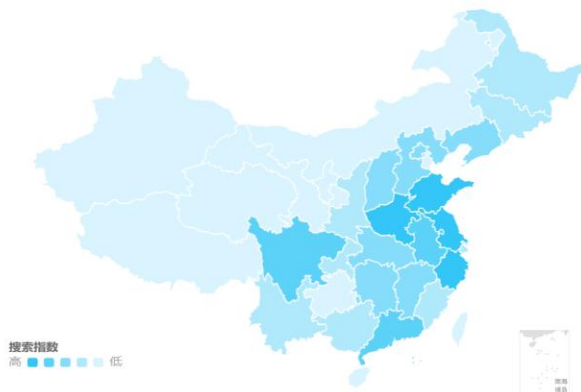
项目	集成灶	传统分体式吸油烟机及燃气灶
结构	将吸油烟机、燃气灶/电磁炉、消毒柜/电蒸箱/电烤箱等功能融为一体，不仅结构紧凑、美观，而且实现各功能之间优化组合，全自动智能化控制。	从设计、运行、控制来看，油烟机和燃气灶是独立的，虽然两者配套使用，但本身是两个完全独立的产品。
控烟能力	集成灶吸烟腔距离灶具约 20-30 公分，更贴近油烟产生源头，油烟在扩散前就被及时吸走，避免了油烟弥漫，大幅降低了油烟对人体健康的损害，减少异味，营造出清爽不油腻的厨房作业环境。	传统油烟机往往安装在灶具上方，吸烟腔距离灶具约 65-75 公分，离油烟产生源头较远。
油烟分离	油污还处于较大颗粒的时候就被吸入风口，通过凝结、离心、阻挡等一系列方式，可高效地将油烟分离，一方面减少了机器内部的油污附着，延长风机及整机寿命，另一方面通过油烟分离对油脂进行收集，减少油脂的大气排放。	受到高度的影响，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，节省了传统上挂式吸油烟机所占的上方空间，厨房更加宽敞。	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。
降噪	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。	吸油烟机一般安装于头顶位置，处于人体听觉器官附近，噪声较大。
清洁维护	集成灶快速吸附油烟，使厨房清爽，橱柜和墙面不沾油污，且产品采用模块化设计，各部分拆卸简单，易于日常清洁维护。	吸油烟机长期工作产生的油烟使厨房橱柜和墙面油污附着严重，且烟机不易拆卸，需单独报修、单独更换，导致清洗维护困难。

数据来源：招股说明书，西南证券整理

受益于城镇化水平以及人均收入提升、新的消费偏好变化、中小户型和开放式厨房需求等因素，集成灶需求提升。

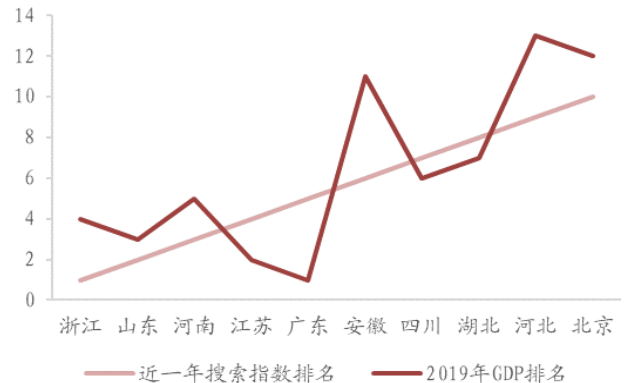
随着城镇化水平和人均可支配收入的提高，居民开始对产品的功能、质量等方面有更高的要求，使得集成灶消费需求提升。百度指数数据显示，最近一年以来浙江、安徽、山东等省份是集成灶搜索指数排名靠前的地区，这些地区在 2019 年有较高的 GDP 产出，可见经济实力与集成灶消费偏好有明显正相关关系。未来随着城镇化和居民收入水平的进一步提升，将带来更多的市场空间。

图 7：近一年（2019.11-2020.11）集成灶地域搜索指数



数据来源：百度指数，西南证券整理

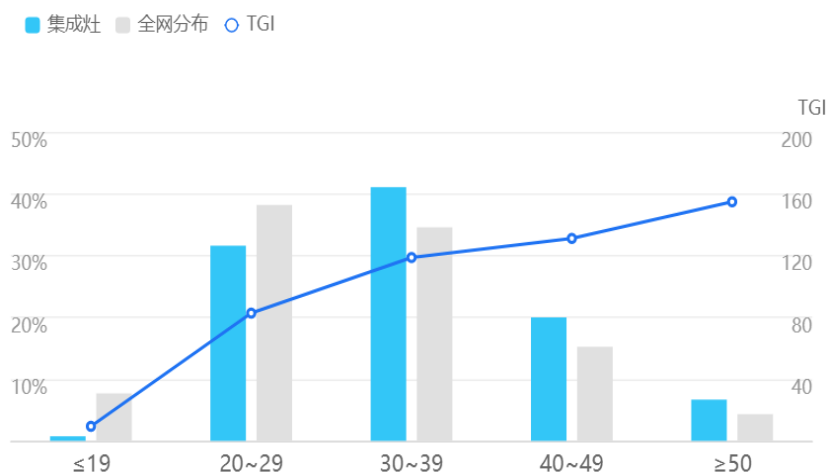
图 8：搜索指数排名与地方财政实力具备较强相关性



数据来源：百度指数、统计局，西南证券整理

产品特性迎合 80、90 后集成化、智能化消费偏好。百度指数显示，在线上搜索集成灶的用户年龄层大多处于 20-40 岁，由于成长于信息化时代，80、90 后对产品集成化、智能化的接受度更高。随着消费主体的变化，集成灶将引来大批对产品认可度高的消费群体。

图 9：关注集成灶关键词的人群属性



数据来源：百度指数，西南证券整理

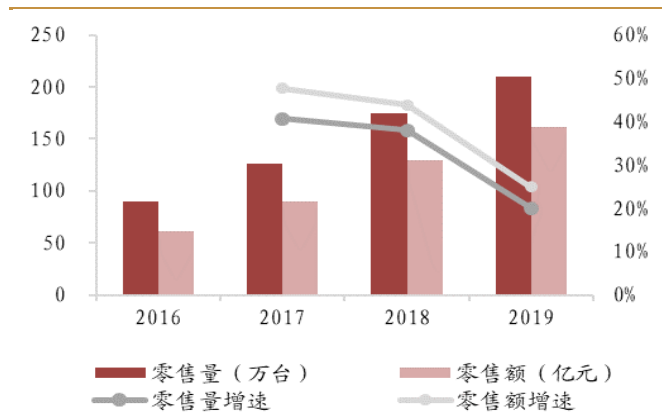
集成灶产品特性迎合中小户型需求和开放式厨房要求。据万科销售数据显示，2017 年 144 m² 以下的中小户型住宅销售占比为 93%。中小户型业主对厨房电器的空间利用率更加敏感，集成灶功能集约化带来了空间利用率的提升，符合中小户型业主的消费需求。此外，开放式厨房日益兴起，开放式厨房对厨房电器的吸油烟率有较高要求，集成灶 95% 以上的油烟吸净率，满足了中小户型和开放式厨房对产品的要求。此外，2017 年以来，住建部就大力推行老旧小区试点改造工作，旧房改造带来的增量需求将进一步拓宽集成灶市场。据中怡康数据显示，2018 年集成灶零售量约 175 万台，其中 90% 来自新增需求，10% 来自替换需求。

2.2 市场规模快速扩张，品牌格局有待优化

集成灶规模高速发展但渗透率低。据中怡康数据显示，集成灶市场零售量和零售额连续三年维持 20% 以上的增速。截至 2019 年，集成灶市场零售量/零售额分别为 209.8 万台/161.5

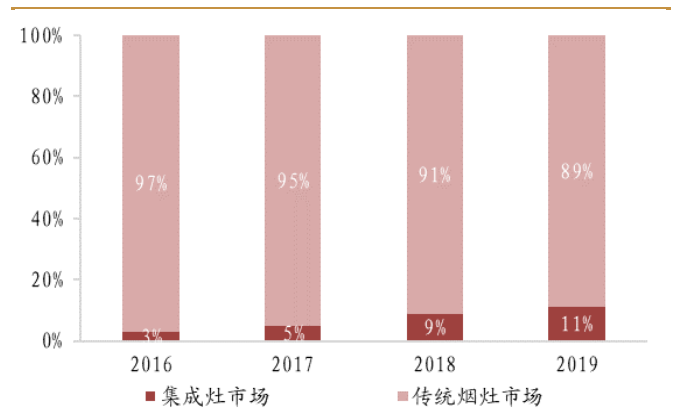
亿元, 同比增长 20%/25%, 但集成灶市场渗透率仍远低于传统烟灶。2016 至 2019 年国内厨电市场集成灶销量占烟灶产品总销量的比例从 3% 提升至 11%, 传统烟灶市场渗透率虽然从 97% 降至 89%, 但仍占据近九成的烟灶产品市场销量份额。从渗透率来看, 集成灶存在一定的提升空间, 未来几年行业增长尚未见到天花板, 市场扩容值得期待。

图 10: 2016-2019 集成灶销售规模及增速



数据来源: 中怡康, 西南证券整理

图 11: 2016-2019 年集成灶和传统烟灶产品市场渗透率



数据来源: 中怡康, 西南证券整理

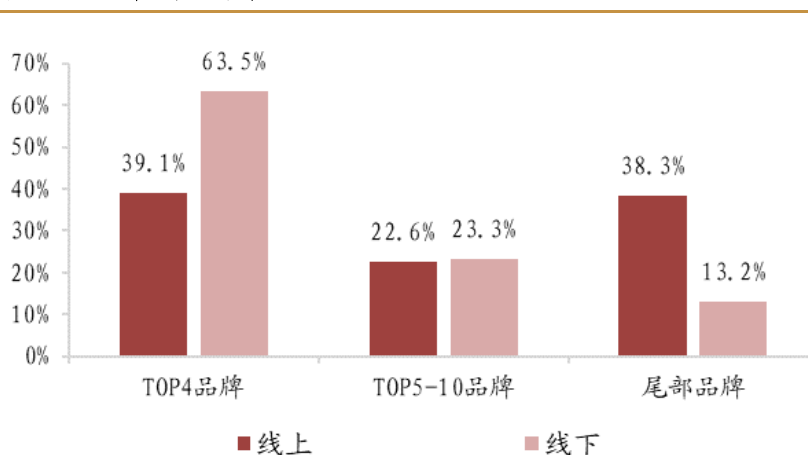
品牌竞争激烈, 集中度有提升空间。随着集成灶市场的快速发展, 除了专门生产集成灶的企业外, 一些传统的烟灶企业也开始进入集成灶领域, 市场竞争激烈。据奥维云网数据显示, 2020 年上半年集成灶线上线下现存品牌分别为 154/57 个, 其中线上品牌减少, 线下品牌增多, 线下新进入品牌数量大于退出品牌数量, 线下品牌竞争加剧。从销售额市场集中度来看, TOP1-10 品牌线上集中度明显小于线下渠道, 品牌集中度有进一步提升空间。

表 2: 2020 年上半年集成灶线上线下品牌和机型数量 (个)

渠道	新进入品牌	新增机型	退出品牌	退出机型	现存品牌	现存机型
线上	35	474	49	445	154	1013
线下	18	185	8	87	57	386

数据来源: 奥维云网, 西南证券整理

图 12: 集成灶 TOP 品牌销售额集中度



数据来源: 奥维云网, 西南证券整理

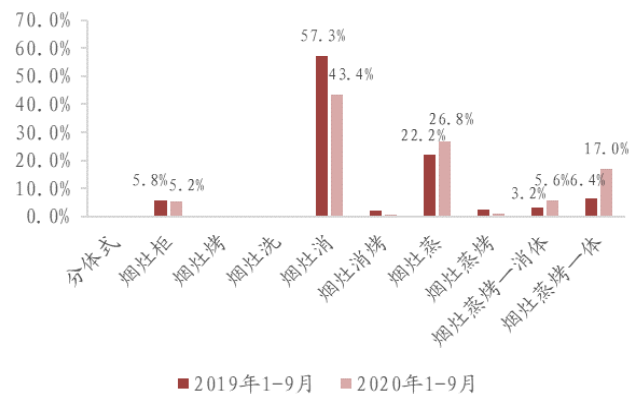
消费升级，多功能高端化产品占比提升。不同的功能搭配构成了不同类型的产品，以蒸箱/蒸烤一体配套的集成灶中高端产品销售占比不断提升。据奥维云网数据显示，2020年1-9月烟灶消/烟灶蒸/蒸烤一体机线上销售额占比分别为43.4%/26.8%/17.0%，其中烟灶蒸、蒸烤一体等多功能机型实现了同比增长。

图 13：集成灶功能集成示意图



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 14：2020 年 1-9 月线上分类型销售额占比变化



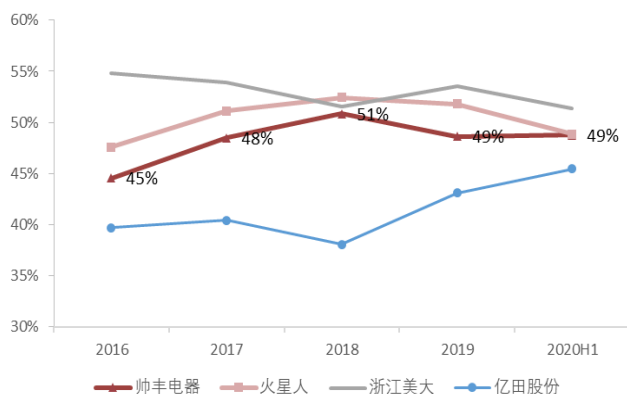
数据来源：奥维云网，西南证券整理

3 募资扩产突破产能瓶颈，渠道拓展抢占市场份额

3.1 产品结构优化，盈利能力稳中有升

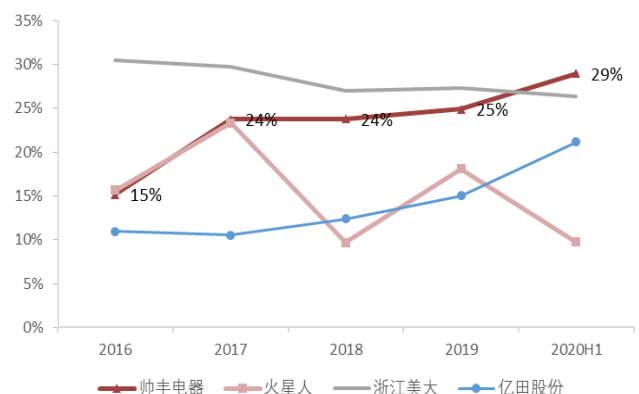
从盈利能力来看，公司毛利率水平位于行业中等水平。2020H1 公司毛利率为 49%，次于集成灶龙头浙江美大，和火星入相当，高于同营收规模水平的亿田股份。纵向来看，公司盈利能力稳中有升，净利率水平从 2016 年的 15% 提升至 2020H1 的 29%。

图 15：公司毛利位于行业中位水平



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 16：公司盈利能力稳中有升



数据来源：公司公告，西南证券整理

我们认为公司盈利能力的稳步提升，一方面得益于公司期间费用率的下降，另一方面得益于公司产品结构优化，毛利率水平有所提升。

2018-2019 年, 公司集成灶销售收入同比增长 12% 和 9.5%。量价拆分来看, 2018 年和 2019 年公司集成灶销量同比增长 0.9% 和 1.4%, 而产品均价分别增长 11% 和 8%。2017-2019 年, 公司集成灶销售增长更受益于集成灶产品均价提升。

表 3: 产品均价提升助推公司营收持续增长

项目	2017	2018	2019	2020Q1
集成灶收入 (万元)	53641.4	60077.1	65798.2	5480.6
集成灶销量 (台)	149501	150879	152962	11047
平均销售价格 (元/台)	3588.0	3981.8	4301.6	4961.1

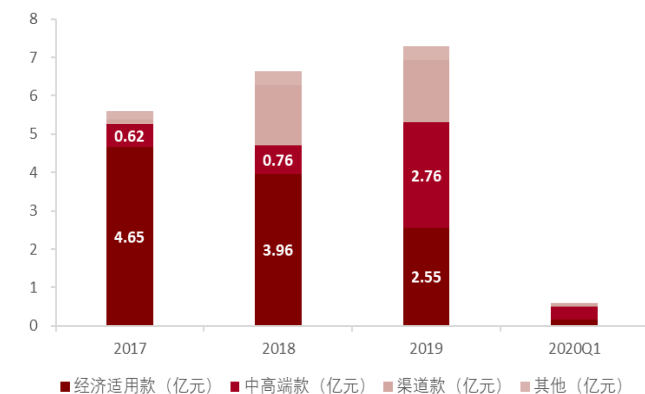
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司集成灶产品均价提升, 一方面得益于中高端产品销售占比提升, 另一方面得益于多功能集成系列产品占比提升。

从产品定位来看, 三方面因素助推公司的盈利能力提升。1) 定位于性价比的经济适用款产品盈利能力相对较低, 销售占比不断下降。2) 具有一定品牌溢价的中高端产品盈利能力相对较强, 销售占比不断提升。3) 渠道款中电商系列产品销售价格即为终端零售价格, 毛利率水平也相对较高, 占比也呈现不断提升的趋势。

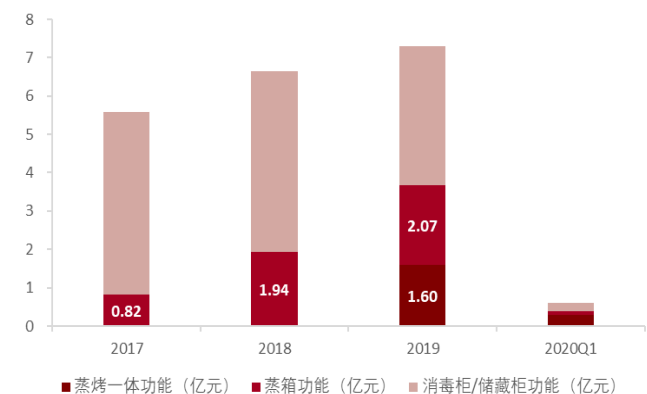
根据公司招股说明书显示, 2017-2019 年, 公司定位于性价比的经济适用款产品销售占比从 83% 下降至 28%, 而定位于中高端的系列产品销售占比从 11% 上升至 55.6%。此外, 公司加强线上渠道以及工程渠道建设, 渠道专供产品销售占比也显著提升。2017 年, 渠道款销售占比为 1.8%, 2019 年渠道款销售占比提升至 22%。2020Q1, 公司经济适用款、中高端款以及渠道款的毛利率分别为 50.7%、51% 和 59%。

图 17: 高毛利的高端产品以及渠道款占比提升



数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

图 18: 多功能产品销售占比提升



数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

从产品功能来看, 两方面因素助益公司盈利能力提升。一方面, 配备消毒柜/储藏柜等基础功能的集成灶产品盈利水平相对不高, 并且销售占比逐年下降。另一方面, 配备蒸箱和蒸烤一体功能的集成灶产品单位售价更高, 盈利能力相对更强, 并且销售占比逐年提升。

根据公司招股说明书显示, 配备消毒柜等基础功能产品销售占比从 2017 年的 85.3% 下降至 2020Q1 的 35%; 而配备蒸箱等多功能产品销售占比从 2017 年的 14.7% 提升至 2020Q1

的 65%。以公司中高端款产品为例，2020Q1 公司中高端系列产品中，配备消毒柜/储藏柜的产品售价为 4636 元/台，而配备蒸烤一体功能的产品售价为 6522 元/台。

表 4：中高端以及渠道端盈利能力更强

时间	产品定位	收入 (亿元)	收入占比	销量 (台)	单价 (元/台)	毛利率
2017	经济适用款	4.65	83.15%	130174	3570.34	49.78%
	中高端款	0.62	11.15%	11156	5584.89	59.92%
	渠道款	0.10	1.81%	2881	3505.50	46.38%
	其他	0.22	3.90%	5290	4117.17	54.94%
2018	经济适用款	3.96	59.63%	100916	3925.01	53.09%
	中高端款	0.76	11.38%	12580	6007.33	61.28%
	渠道款	1.56	23.49%	30833	5060.74	62.23%
	其他	0.37	5.50%	6550	5575.22	63.15%
2019	经济适用款	2.55	35.02%	61323	4162.94	52.30%
	中高端款	2.76	37.89%	51911	5321.37	54.69%
	渠道款	1.61	22.03%	32800	4896.18	59.67%
	其他	0.37	5.06%	6928	5322.29	54.39%
2020Q1	经济适用款	0.17	49.00%	3795	4380.17	50.73%
	中高端款	0.33	15.99%	5526	6002.69	51.04%
	渠道款	0.08	35.00%	1437	5538.47	58.98%
	其他	0.02	100.00%	289	6548.79	58.19%

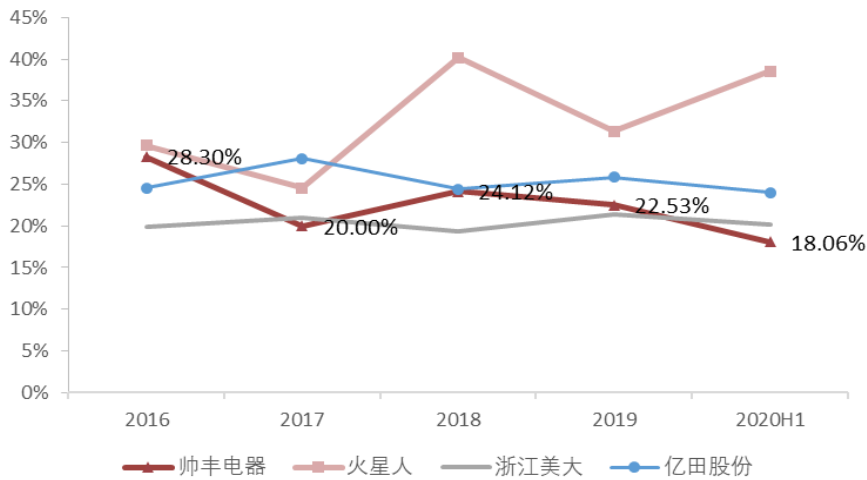
数据来源：招股说明书，西南证券整理

3.2 经销为主，渠道尚有拓展空间

产品结构优化，高毛利产品收入占比提升，助推公司盈利能力增强。此外，公司的期间费用率下降也对盈利能力的提高有着重要的作用。

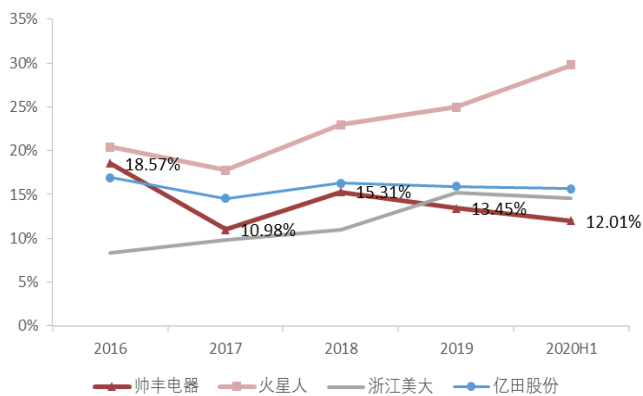
根据公司招股说明书显示，2016-2020H1，公司销售期间费用率从 28.3%下降至 18.06%。期间费用率的大幅下降助推了公司净利率的提升。进一步拆分来看，公司期间费用率的下降主要得益于公司销售费用率的下降。2016 和 2019 年，公司的销售费用率分别为 18.6%和 13.5%，减少 5.1pp；管理费用率为 9.8%和 9.5%，减少 0.3pp。

图 19: 帅丰期间费用率呈现下降趋势



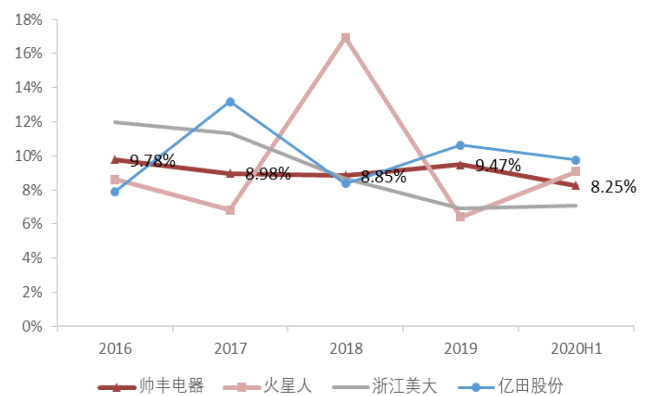
数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

图 20: 公司销售费用率大幅下降



数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

图 21: 公司管理费用率略有下降



数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

纵向对比来看, 公司销售费用率的下降更多归因于营收规模的快速增长。2016-2019 年, 公司销售费用绝对额从 0.8 亿元提升至 0.9 亿元, 而公司营收规模从 4.1 亿元提升至 7 亿元。

横向来看, 公司的销售费用率和销售费用绝对额均低于行业水平。与营收规模大致相当的亿田股份对比来看, 销售费用率和绝对额都不存在较大的差异, 仅是亿田股份的职工薪酬费用率略高于公司。同帅丰电器比较而言, 浙江美大的广告宣传费用率更高, 而火星人线上销售占比更多, 电商费用率较高。

表 5：2019 年公司以及可比公司销售费用明细

帅丰电器			浙江美大			火星人			亿田股份		
	金额 (万元)	费用率		金额 (万元)	费用率		金额 (万元)	费用率		金额 (万元)	费用率
广告宣传费	5261.53	7.54%	广告宣传费	20766.34	12.33%	广告宣传费	9985.43	7.53%	职工薪酬	2962.8	4.52%
服务费	1793.5	2.57%	工资薪酬	1961.13	1.16%	职工薪酬	5938.13	4.48%	广告费	3486.94	5.32%
职工薪酬	1159.02	1.66%	网络服务费	1063.25	0.63%	差旅费	1257.18	0.95%	差旅费	876.11	1.34%
业务招待费	312.53	0.45%	车辆运输费	702.28	0.42%	营销推广费	4278.56	3.23%	会务推广费	735.69	1.12%
差旅费	402.11	0.58%	差旅费	720.06	0.43%	电商费用	5878.37	4.43%	电商费用	955.23	1.46%
参展会务费	282.83	0.41%	其他	452.78	0.27%	物流运输费	3036.44	2.29%	咨询服务费	349.26	0.53%
其他	180.27	0.26%		25665.85	15.24%	办公费	845.96	0.64%	运输费	500.05	0.76%
合计	9391.79	13.45%				售后服务费	926.79	0.70%	折旧与摊销费用	106.35	0.16%
						其他	973.95	0.73%	其他	464.38	0.71%
						合计	33120.82	24.97%	合计	10436.78	15.94%

数据来源：招股说明书，西南证券整理

公司销售以经销为主，2019 年经销模式收入为 6.3 亿元，占比达到了 91.5%；直营模式收入为 0.6 亿元，占比 8%。其中直营模式以线上直营为主，线下直营门店目前只有一家。

2019 年火星人经销门店有 1611 家，亿田股份拥有经销商 1311 家。而截止 2020 年 3 月末，公司拥有经销商 1204 家，经销门店约 1459 家。相比之下，公司经销商数量以及线下门店尚有扩展的空间。

3.3 募资扩产、渠道拓展，未来看点处处开花

2020 年 1-3 月，受到新冠疫情影响，公司一季度的产量、产能利用率以及产销率出现一定幅度的下滑。除此之外，2017-2019 年公司的产能利用率和产销率均在 90%以上。2019 年年底，公司集成灶产能 16 万台，产能利用率为 97.9%，产销率达到 97.6%，均位于较高水平，产能瓶颈已经成为制约公司业务进一步发展的重要因素。

表 6：中高端以及渠道端盈利能力更强

时间	产品	产能 (台)	产量 (台)	销量 (台)	产能利用率	产销率
2017 年	集成灶	160000	149262	149501	93.29%	100.16%
2018 年	集成灶	160000	151331	150879	94.58%	99.70%
2019 年	集成灶	160000	156662	152962	97.91%	97.64%
2020 年 1-3 月	集成灶	40000	14293	11047	35.73%	77.29%

数据来源：招股说明书，西南证券整理

通过发行新股上市，公司募集资金 8.5 亿元，拟投资于生产项目和营销网络建设。募集资金投资项目建成投产后，公司将形成每年新增 40 万台集成灶、3 万台洗碗机及 2.5 万套橱柜的生产能力。在集成灶市场规模快速增长的背景下，产能扩大有助于提高公司的市场占有率，进一步加强公司的核心竞争能力。

此外，公司拟投资 2 亿元进行营销网络渠道建设。一方面，公司加大广告宣传，提升品牌知名度和影响力；另一方面，公司将在现有的销售渠道上，完成经销商空白渠道的招商，进一步拓展线上渠道、工程渠道和 KA 卖场渠道。渠道的快速拓展叠加生产能力的提升，公司有望创造更高的经营效益。

表 7：中高端以及渠道端盈利能力更强

募集资金投资项目	总投资 (亿元)	投入募集资金 (亿元)
年新增 40 万台的智能化高效节能集成灶产业化示范项目	9.71	5.31
高端厨房配套产品生产线项目	1.36	1.1
营销网络建设项目	2.01	1.5
合计	13.09	7.91

数据来源：招股说明书，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：同传统厨电产品相比集成灶目前的渗透率相对较低。受益于集成灶产品普及度的提升、新的消费偏好变化、中小户型和开放式厨房需求等因素，我们假设未来 5-10 年集成灶产品渗透率有望提升到 20%；

假设 2：随着公司中高端产品占比提升以及多功能产品型号占比提升，我们预期未来三年公司毛利率分别为 49.9%/50.4%/51%。

假设 3：随着行业竞争加剧，公司加大品宣传以及渠道拓展，预期公司的销售费用将有所提升。假设未来三年公司的销售费用率分别为 11%/11.5%/12%。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 8：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
集成灶	收入	658.0	710.6	781.7	852.1
	增速	9.5%	8.0%	10.0%	9.0%
	毛利率	50.1%	51.0%	51.5%	52.0%
其他产品	收入	33.8	34.8	40.0	44.0
	增速	17.0%	3.0%	15.0%	10.0%
	毛利率	13.3%	20.0%	20.5%	21.0%
其他业务	收入	6.4	8.4	10.9	14.1
	增速	282.0%	30.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	88.2%	85.0%	85.0%	85.0%
合计	收入	698.2	753.8	832.6	910.2
	增速	10.6%	8.0%	10.5%	9.3%
	毛利率	48.6%	49.9%	50.4%	51.0%

数据来源：Wind，西南证券

4.2 相对估值

我们选取厨电行业中的三家主流公司，2019 年三家公司平均 PE 为 18 倍，2020 年平均 PE 为 20 倍。随着集成灶产品普及度提升，集成灶行业将保持高速发展态势。公司积极扩充产能、拓展渠道，未来发展值得期待。我们预期未来三年公司营收复合增长率为 9.2%，归母净利润复合增长率为 16.3%，首次覆盖给予“持有”评级。

表 9：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
002677	浙江美大	17.41	0.71	0.81	0.97	1.16	18.76	21.48	17.93	15.05
002508	老板电器	42.60	1.68	1.81	2.04	2.26	20.18	23.59	20.99	18.87
002035	华帝股份	10.03	0.86	0.70	0.84	0.95	15.66	14.43	11.99	10.58
平均值							18.20	19.83	20.91	14.83

数据来源：Wind，西南证券整理

5 风险提示

行业竞争加剧风险、渠道拓展不及预期风险、疫情反复影响客流风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	698.22	753.80	832.60	910.21	净利润	173.97	211.39	247.52	273.72
营业成本	358.56	377.32	412.58	445.90	折旧与摊销	13.46	15.96	15.96	15.96
营业税金及附加	5.90	6.37	7.03	7.69	财务费用	-2.75	-17.08	-35.09	-42.11
销售费用	93.92	82.92	95.75	109.23	资产减值损失	-0.72	-0.80	-0.80	-0.80
管理费用	37.97	60.30	66.61	72.82	经营营运资本变动	167.53	-3.69	18.15	20.00
财务费用	-2.75	-17.08	-35.09	-42.11	其他	-108.14	-2.40	-2.05	-5.14
资产减值损失	-0.72	-0.80	-0.80	-0.80	经营活动现金流净额	243.35	203.38	243.70	261.63
投资收益	9.41	2.10	3.00	3.00	资本支出	-20.37	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	3.90	1.10	1.85	1.94	其他	-214.07	3.20	4.85	4.94
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-234.45	3.20	4.85	4.94
营业利润	205.69	247.98	291.36	322.44	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.35	-1.60	-1.60	-1.60	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	205.33	246.38	289.76	320.84	股权融资	0.00	855.00	0.00	0.00
所得税	31.37	34.99	42.24	47.11	支付股利	0.00	-34.79	-42.28	-49.50
净利润	173.97	211.39	247.52	273.72	其他	-0.78	17.08	35.09	42.11
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-0.78	837.29	-7.19	-7.39
归属母公司股东净利润	173.97	211.39	247.52	273.72	现金流量净额	8.12	1043.87	241.36	259.18
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	82.73	1126.60	1367.95	1627.13	成长能力				
应收和预付款项	12.08	14.36	15.34	16.68	销售收入增长率	10.59%	7.96%	10.45%	9.32%
存货	89.44	94.12	100.92	110.22	营业利润增长率	17.20%	20.56%	17.49%	10.67%
其他流动资产	224.57	224.70	224.89	225.07	净利润增长率	15.84%	21.51%	17.09%	10.58%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	16.82%	14.08%	10.28%	8.84%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	239.58	230.12	220.65	211.19	毛利率	48.65%	49.94%	50.45%	51.01%
无形资产和开发支出	60.37	53.90	47.42	40.95	三费率	18.50%	16.73%	15.29%	15.37%
其他非流动资产	302.14	302.12	302.10	302.08	净利率	24.92%	28.04%	29.73%	30.07%
资产总计	1010.91	2045.92	2279.27	2533.33	ROE	24.39%	12.11%	12.69%	12.59%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	17.21%	10.33%	10.86%	10.80%
应付和预收款项	229.53	229.60	251.44	275.35	ROIC	69.25%	115.00%	141.40%	188.12%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	30.99%	32.75%	32.70%	32.55%
其他负债	68.00	71.34	77.61	83.53	营运能力				
负债合计	297.53	300.93	329.05	358.88	总资产周转率	0.78	0.49	0.38	0.38
股本	105.60	140.80	140.80	140.80	固定资产周转率	4.38	4.72	5.54	6.46
资本公积	263.71	1083.51	1083.51	1083.51	应收账款周转率	3775.05	6817.93	4855.71	5649.98
留存收益	344.08	520.68	725.92	950.14	存货周转率	4.28	4.11	4.19	4.16
归属母公司股东权益	713.38	1744.98	1950.23	2174.45	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	111.78%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	713.38	1744.98	1950.23	2174.45	资产负债率	29.43%	14.71%	14.44%	14.17%
负债和股东权益合计	1010.91	2045.92	2279.27	2533.33	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.39	4.92	5.26	5.58
					速动比率	1.09	4.60	4.95	5.27
					股利支付率	0.00%	16.46%	17.08%	18.09%
					每股指标				
					每股收益	1.24	1.50	1.76	1.94
					每股净资产	5.07	12.39	13.85	15.44
					每股经营现金	1.73	1.44	1.73	1.86
					每股股利	0.00	0.25	0.30	0.35
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	216.39	246.85	272.23	296.28					
PE	25.50	20.99	17.92	16.21					
PB	6.22	2.54	2.27	2.04					
PS	6.35	5.89	5.33	4.87					
EV/EBITDA	12.57	11.28	9.34	7.71					
股息率	0.00%	0.78%	0.95%	1.12%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录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报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn