

火星人：冉冉升起的集成灶新星

合理价值区间：13.8-36.8 元/股

报告日期：2020-12-30

总股本（百万股） 405
流通股本（百万股） 38
流通股比例（%） 9.39
总市值（亿元） 172
流通市值（亿元） 16

分析师：虞晓文

执业证书号：S0010520050002

电话：18505739789

邮箱：yuxw@hazq.com

联系人：谢丽媛

执业证书号：S0010120050004

电话：15802117956

邮箱：xiely@hazq.com

联系人：邓颖

执业证书号：S0010120090074

电话：13817453822

邮箱：dengying@hazq.com

主要观点：

●集成灶后起之秀，火星人如何抢占市场？

我们认为火星人以营销为推手、以产品为基石的发展策略，是其快速发展的重要原因。一方面，公司在营销上大力投入，精准把握内容营销平台、互联网家装风口，助力集成灶品类弯道加速。另一方面，公司实控人黄卫斌服装行业出身，专注打磨高颜值、高性能、高品质的产品，产品竞争力突出，叠加线上销量返利政策推动“线上+线下”双轮驱动，公司已成为集成灶线上龙头，营收持续高增，未来可期。

●集成灶行业：市场空间广阔，渗透率持续提升。

我们认为，集成灶行业销量规模在未来三年有望维持 30%左右的增速，到 2023 年年销量达到约 573 万台。主要原因：（1）地产竣工面积回暖，带来整体厨电需求的改善；（2）油烟机保有量提升，尤其是农村地区；（3）集成灶渗透率提升（已考虑精装房分流影响）。

●投资建议

集成灶行业近年快速发展，渗透率持续提升，火星人作为行业领先企业，有望享受行业发展的红利，并凭借其优秀的营销能力及产品塑造能力，实现快速扩张。我们预计 2020-2022 年公司营收分别为 16.54、22.12、28.10 亿元，同比分别增长 24.7%、33.7%、27.0%，并预计未来随着公司进入平稳增长期，销售费用率有望降低，预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 2.9、3.8、4.9 亿元，同比分别增长 19.8%、30.4%、31.2%。公司 2020-2022 年每股 EPS 分别为 0.71、0.92、1.21 元/股，火星人作为集成灶行业龙头，且是刚上市新股，参考行业内可比公司估值，预计新股上市后合理估值为对应 2021 年业绩 15x-40xPE，合理价值区间为 13.8-36.8 元。

●风险提示

集成灶渗透率提升不达预期，行业竞争加剧，原材料价格上涨风险。

●重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1326	1654	2212	2810
收入同比（%）	38.8%	24.7%	33.7%	27.0%
归属母公司净利润	240	287	375	491
净利润同比（%）	159.6%	19.8%	30.4%	31.2%
毛利率（%）	51.8%	51.1%	50.0%	49.6%
ROE（%）	41.2%	20.2%	19.3%	18.6%
每股收益（元）	0.59	0.71	0.92	1.21
P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	-0.90	-3.71	-2.41	-2.27

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

引言	5
1 集成灶后起之秀，火星人如何抢占市场？	5
1.1 管理层：服装行业出身，深谙产品设计	5
1.2 营销：高投入助力快速扩张	7
1.3 产品：高颜值+高性能+高品质	10
1.4 渠道：“线上+线下”双轮驱动	11
1.4.1 “网批模式”：线上销量专项返利	12
1.4.2 线下经销商：推进渠道建设，为增长助力	15
2 集成灶行业：市场空间广阔，渗透率持续提升	17
2.1 地产竣工面积回暖	18
2.2 厨电保有量提升，尤其农村	19
2.3 剔除精装房考虑集成灶渗透率提升	20
3 财务分析	20
4 募投项目规划：扩产和研发	25
4.1 产能扩张	25
4.2 强化研发	27
5 投资建议	27
风险提示：	29
财务报表与盈利预测	30

图表目录

图表 1 集成灶行业各公司营收规模 (亿元)	5
图表 2 集成灶行业各公司营收增速	5
图表 3 火星人高管背景	6
图表 4 黄卫斌先生履历背景	6
图表 5 实控人黄卫斌控制的企业情况	6
图表 6 火星人股权结构图	7
图表 7 火星人销售费用率远高于可比公司	7
图表 8 火星人销售费用规模快速提升 (亿元)	7
图表 9 火星人多平台营销活动	8
图表 10 火星人积极参加各大家装展	8
图表 11 火星人进入家装类 APP	9
图表 12 公司营销重点逐渐往网络平台转移	9
图表 13 各品牌集成灶平均单台直接材料成本 (元)	10
图表 14 各品牌集成灶年销量 (万台)	10
图表 15 集成灶公司研发人员数量	10
图表 16 集成灶公司研发人员占比	10
图表 17 公司产品所获奖项	11
图表 18 火星人销售模式	12
图表 19 公司各销售模式营收占比	12
图表 20 火星人销售模式具体内容	12
图表 21 公司线上销量返利金额及占冲减返利前的线上销售总收入的比重	13
图表 22 经销商线上&线下采购方式对比	13
图表 23 线下售后打消顾客网购疑虑	14
图表 24 火星人集成灶关注度已处于第一梯队	14
图表 25 各品牌 1-11 月集成灶均价对比	15
图表 26 集成灶各公司经销商数量 (家)	15
图表 27 集成灶各公司线下门店数量 (家)	15
图表 28 集成灶各公司平均每个经销商的提货额对比	16
图表 29 集成灶各公司前五大客户销售收入及占比	17
图表 30 集成灶行业市场规模测算	18
图表 31 根据新开工面积增速情况, 竣工面积增速有望显著改善	18
图表 32 厨电销量测算预测	19
图表 33 油烟机保有量仍有较大提升空间	19
图表 34 集成灶在灶具的渗透率有望在 2023 年升至 24%	20
图表 35 精装房竣工套数与占比	20
图表 36 公司营业收入规模及同比增速	21
图表 37 公司各品类主营营收占比	21
图表 38 公司净利润规模及同比增速	21
图表 39 可比公司毛利率对比	22
图表 40 可比公司销售费用率对比	22
图表 41 可比公司管理费用率对比	23

图表 42 可比公司财务费用率对比	23
图表 43 可比公司净利率对比	24
图表 44 可比公司应收账款周转率对比(次)	24
图表 45 可比公司存货周转率对比(次)	25
图表 46 募集资金投资项目	25
图表 47 2017-2019 年公司集成灶产能利用率	26
图表 48 集成灶龙头产能及扩张计划(万台)	26
图表 49 项目投资概算	26
图表 50 项目投资概算	27
图表 51 项目投资概算	27
图表 52 公司收入成本拆分预测	28
图表 53 公司收入分季度拆分	29
图表 54 可比公司估值	29

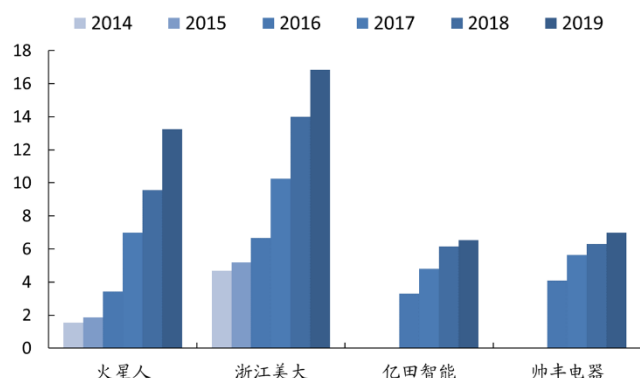
引言

集成灶行业近年来快速发展，渗透率持续提升，我们预计，集成灶行业销量规模在未来三年有望维持 30% 左右的增速。而火星人近年来在集成灶领域逐渐脱颖而出，作为集成灶领域的后起之秀，火星人如何抢占市场，实现快速扩张？我们认为火星人以营销为推手、以产品为基石的发展策略，是其快速发展的重要原因。一方面，公司在营销上大力投入，精准把握内容营销平台、互联网家装风口，助力集成灶品类弯道加速。另一方面，公司实控人黄卫斌服装行业出身，专注打磨高颜值、高性能、高品质的产品，产品竞争力突出，叠加线上销量返利政策推动“线上+线下”双轮驱动，公司已成为集成灶线上龙头，营收持续高增，未来可期。

1 集成灶后起之秀，火星人如何抢占市场？

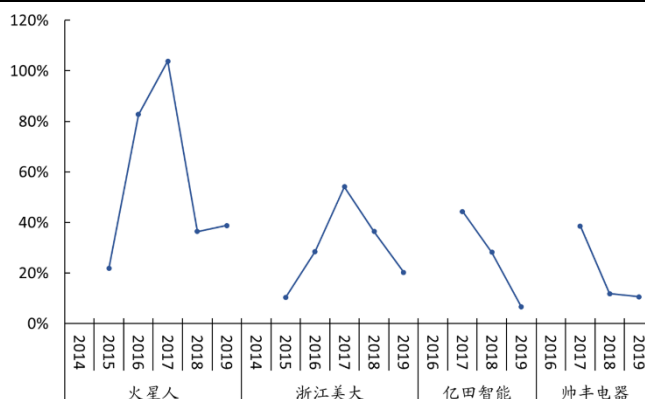
2010 年 4 月火星人前身火星人有限成立，并于 2016 年变更为股份公司。公司主要产品包括集成灶、集成水槽、集成洗碗机等，2020H1 集成灶产品占主营收比为 85.61%。凭借产品在品质、性能、设计等多方面优势，公司规模不断扩大，2019 年实现营收 13.26 亿元，同增 38.77%，规模仅次于集成灶领域龙头浙江美大。根据中怡康数据，火星人集成灶 2019 年销量市场份额为 9.31%。

图表 1 集成灶行业各公司营收规模（亿元）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 2 集成灶行业各公司营收增速



资料来源：公司公告，华安证券研究所

作为集成灶领域的后起之秀，火星人如何抢占市场，实现快速扩张？我们将从管理层、营销、产品、渠道等方面进行分析。

1.1 管理层：服装行业出身，深谙产品设计

公司董事长、创始人、以及实际控制人为黄卫斌先生，公司部分高管及黄卫斌先生有服装行业背景及厨电龙头企业从业经历，黄卫斌先生从服装行业到集成灶行业，十年来一直狠抓设计，不落品质，对产品的设计、审美具有较高的敏感度，精准把握营销趋势，以创新的力量触达火星人的使命，力图将集成灶做到行业拔尖水平。根据厨电新观察采访稿，黄卫斌先生认为，要想得到更多关注产品价值的年轻消费群体认可，就必须做到高颜值、高性能、高品质。

火星人对于高颜值、高品质的追求部分可体现在：

- 2012 年，火星人投入大量资金力邀日本国宝级设计大师田中浩昭做工业设计，打造了集成灶 X7，斩获 IF 金奖、红点奖等多项国际大奖。
- 2020 年，火星人与宝马集团旗下设计公司 Designworks 合作，推出具有 39 项智能创新设计的集成灶 X8。

图表 3 火星人高管背景

姓名	职务	出生年份	履历背景（由近及远）
黄卫斌	董事长兼总经理	1967	简爱时装/积派服饰/鸿源羊毛衫厂-创始人
黄金彪	董事，副总经理	1972	威玛服饰/积派服饰/鸿源羊毛衫厂-高管
毛伟平	董事，副总经理，财务总监，董秘	1972	新珑稀土陶瓷/大洋包装/迪邦达轴承-高管
胡明义	董事，副总经理	1979	欧琳厨具/方太厨具-高管
张安	董事，副总经理	1979	美的集团/美的智能/美的压缩机-高管

资料来源：招股说明书，华安证券研究所

图表 4 黄卫斌先生履历背景

时间	履历背景
1983年-1992年	任海宁湖塘羊毛衫厂生产部经理
1992年-2000年	创建海宁市鸿源羊毛衫厂
2000年5月	创立积派服饰，现任其董事长
2007年11月-2017年8月	任中科招盈董事
2009年7月至今	任上海融高监事
2011年	创立简爱时装，现任其监事
2015年6月至今	担任海宁大有、海宁大宏执行事务合伙人
2010年4月	参与创立发行人前身火星人有限，历任执行董事、总经理，现任本公司董事长兼总经理

资料来源：招股说明书，华安证券研究所

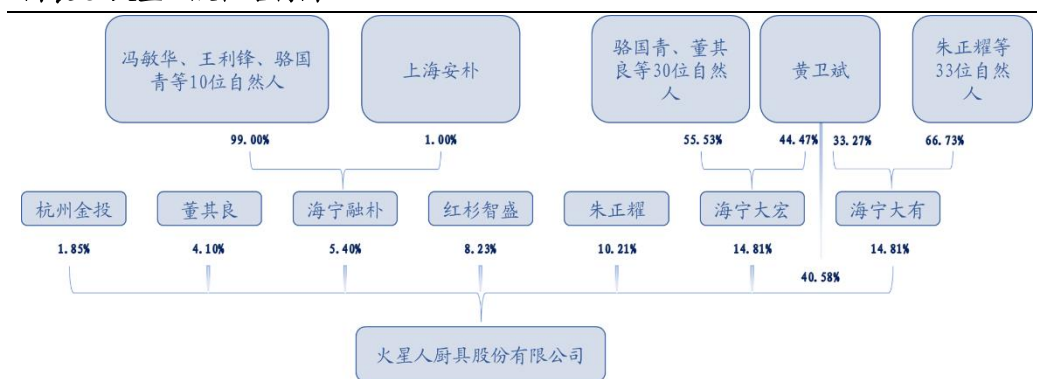
图表 5 实控人黄卫斌控制的企业情况

公司名称	主营业务	实控人出资比例	总资产（万元） （截至2020.6）	净利润（万元） 2019A	2020H1
积派服饰	服装加工与销售	90%	13006.98	241.4	-315.06
简爱时装	服装加工与销售	85%	998.57	-238.31	-95.13

资料来源：招股说明书，华安证券研究所

公司股权结构稳定，实控人黄卫斌先生直接持有公司股份比例为 40.58%，并担任海宁大有、海宁大宏执行事务合伙人，合计控制公司 70.21%的表决权。海宁大宏和海宁大有为公司员工持股平台。2019 年 6 月红杉资本与公司股东签订股权转让协议，正式入股火星人，目前红杉资本持有公司股份 8.23%。

图表 6 火星人股权结构图



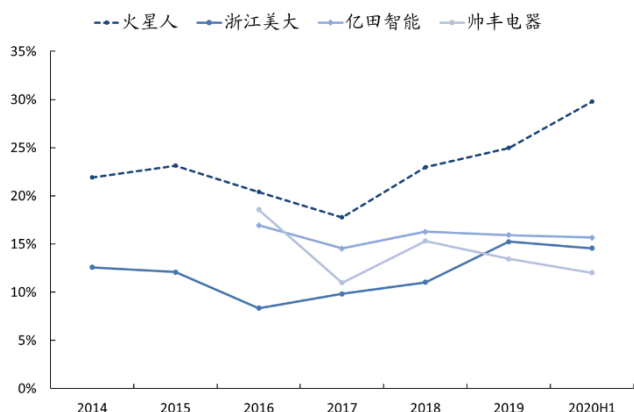
资料来源：招股说明书，华安证券研究所

1.2 营销：高投入助力快速扩张

由于体量较小，集成灶龙头公司的销售费用远低于传统厨电龙头企业，这是集成灶品类多年来难以被消费者看到、认知的一个重要原因，2019年浙江美大、火星人、亿田智能、帅丰电器的销售费用合计仅约9亿元，而同年老板电器和华帝股份合计约35亿元，还不包括未上市的方太。

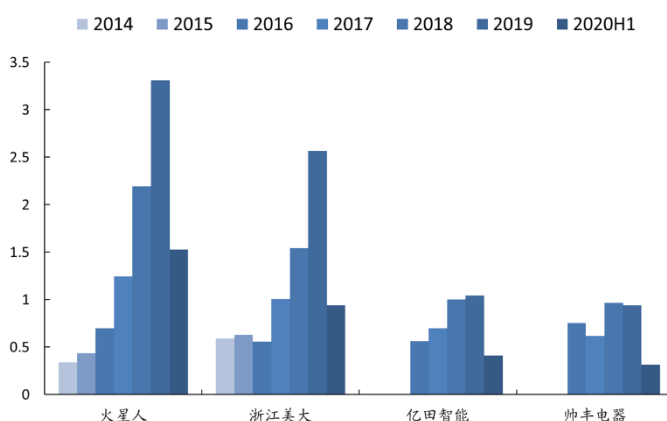
随着集成灶品类从2016年开始进入快速发展期，各龙头品牌也逐步加大销售费用投入，浙江美大和火星人的销售费用率显著提升。火星人在营销方面的大力投入尤为突出，2016年以来公司销售费用投入快速提升，2019年达3.3亿元，行业领先；公司销售费用率一直远高于行业内可比公司，2019年销售费用率达25%，高于可比公司近10pct。营销费用的投入对于提升消费者对集成灶品类的认知度非常重要，而对应厨电这类耐用品，营销成效显现需要一定反应时间，火星人长期的营销投入将不断为其塑造优秀的品牌力，奠定发展的基石，激发持续增长的潜力。

图表 7 火星人销售费用率远高于可比公司



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 8 火星人销售费用规模快速提升（亿元）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

事实上，较高的营销投入并不直接意味着成功的营销效果。我们梳理了火星人多年来的营销路径，试图分析公司较高的费用投入是如何转化成真实购买，助力公

司快速扩张。

(1) 前期品牌营销为主，提高广告覆盖人群。公司前期广告主要投放于央视、高铁、机场等平台，营销聚焦于品牌推广和产品性能，借助这些平台超高的人群覆盖面，“现在流行火星人”、“炒一百个辣椒都不怕”的品牌标语广为传播，公司品牌认知度不断提升。

图表 9 火星人多平台营销活动

时间	营销方式	具体情况
2014年	央视平台	携手央视，在CCTV-13、《东方时空》、《共同关注》、CCTV-4《中国新闻》进行品牌投放宣传。
2017年	央视平台 户外场地广告	1月，全新TVC上架，火星人每周153次的央视投放开启。全国262个城、332个高铁车站、5133块屏幕同时上线火星人集成灶广告。全国23个大城市、24个机场、1668个机场电视同时上线火星人集成灶广告。
	电视剧植入	4月，火星人贴片现象级热播剧《人民的名义》，每天3000万人次收看火星人集成灶广告。12月，火星人强势贴片《军师联盟之虎啸龙吟》，100%全集中插贴片。
	电视节目植入	植入《交换空间·空间榜样》、《秘密大改造》等消费家装类节目。
2018年	线上平台	与今日头条达成战略合作，开启火星人战略性新布局。
2019年	代言	聘请“黄小厨”黄磊为首位代言人，黄磊常驻《向往的生活》等综艺，以其优秀厨艺出圈。
	户外场地广告	举办杭州钱江新城灯光秀，35栋连体建筑群联袂呈现“炒一百个辣椒都不怕”的标语。

资料来源：公司官网，集成灶品牌观察网，华安证券研究所

(2) 提升装修产业链曝光率，精准营销，提高到达率和转化率。公司近年来不断加大装修产业链曝光率，聘请以厨艺出圈的黄磊作为公司代言人，积极参加各大家装展，精准触达对家装、厨房感兴趣的人群，通过创造场景式体验，强化产品功能、刺激用户购买。同时火星人选择参加的家装展多为一线城市大规模展会，将有利于加速新增用户的培育，以及一二线市场渗透率的提升。

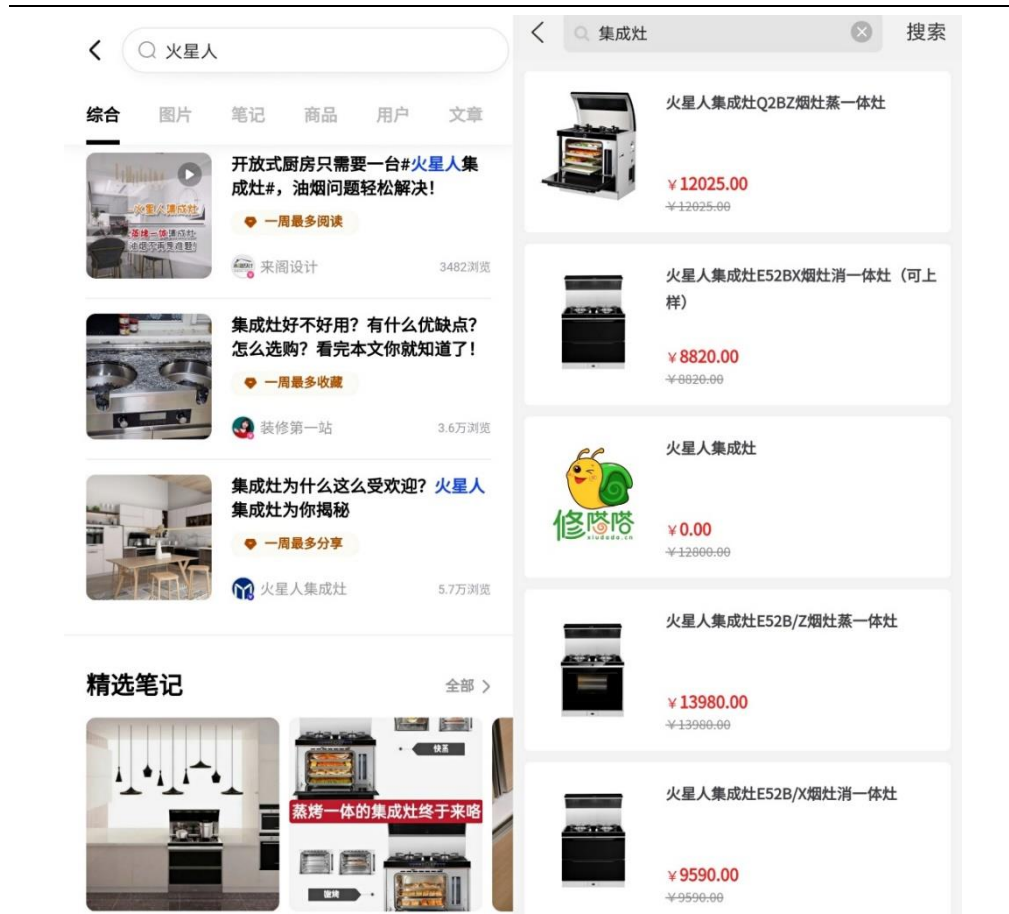
图表 10 火星人积极参加各大家装展

时间	地点	展览名称
2018年3月	北京·中国国际展览中心	第二十六届中国(北京)国际建筑装饰及材料博览会
2018年6月	上海·新国际博览中心	第二十三届中国(上海)国际厨房、卫浴设施展览会
2018年7月	广州·中国进出口商品交易会展馆	第二十届中国(广州)国际建筑装饰博览会
2018年9月	北京·中国国际展览中心	2018北京国际建材展暨设计博览会
2019年3月	北京·中国国际展览中心	第二十八届中国(北京)国际建筑装饰及材料展览会
2019年3月	上海·国家会展中心	第二十四届中国(上海)国际建筑贸易博览会
2019年5月	上海·新国际博览中心	第二十四届中国(上海)国际厨房、卫浴设施展览会
2020年7月	广州·中国进出口商品交易会展馆	第二十二届中国(广州)国际建筑装饰博览会

资料来源：搜狐网，中关村在线，华安证券研究所

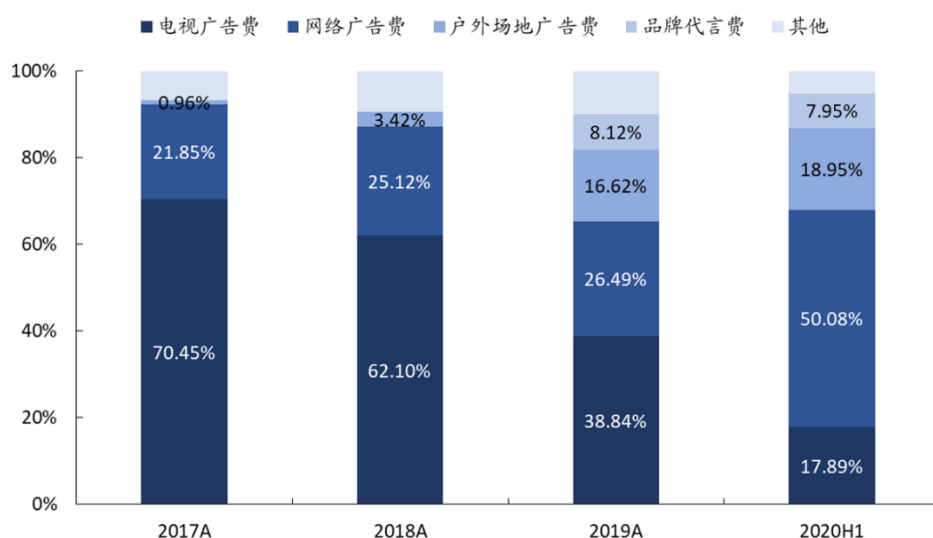
(3) 把握抖音快手内容平台、家居类 MCN 及家装类 APP 风口。短视频、直播及网络平台的传播方式，高度适合集成灶的功能优势的展示与传播，同时又具备低成本的特性，对于体量较小的集成灶行业是一个理想的营销平台，有望助力集成灶品类弯道加速。而与亿田、帅丰等品牌仍以高铁、电视等传统媒介宣传为主相比，火星人对于网络平台的营销投入更早、力度也更大，公司已在今日头条、抖音、百度、微信、微博等多平台进行宣传，目前火星人抖音官方号已有粉丝 21.1W，获赞 121.5W，作品 201 个。同时火星人积极与家装类 APP 合作，如“住小帮”、“好好住”、“修嗒嗒”等，家装类 APP 作为家装最前端，有助于公司把握住装修行业互联网化的风口。

图表 11 火星人进入家装类 APP



资料来源: 住小帮 APP、修嗒嗒 APP, 华安证券研究所

图表 12 公司营销重点逐渐往网络平台转移



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

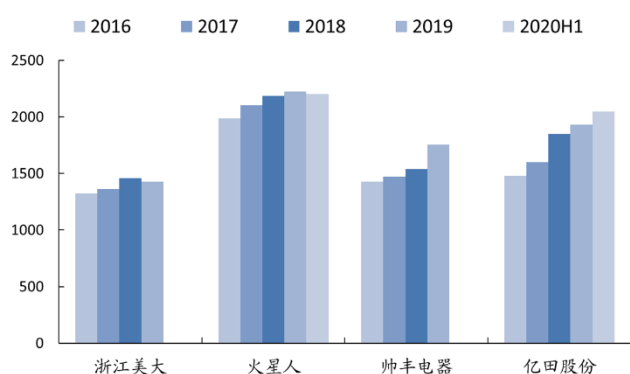
1.3 产品：高颜值+高性能+高品质

公司创始人黄总从服装行业到集成灶行业，他认为，要想得到更多关注产品价值的年轻消费群体认可，就必须做到**高颜值、高性能、高品质**。火星人对于高颜值的追求可体现在：

- 2012 年，火星人投入大量资金力邀日本国宝级设计大师田中浩昭做工业设计，打造了集成灶 X7，斩获 IF 金奖、红点奖等多项国际大奖。
- 2020 年，火星人与宝马集团旗下设计公司 **Designworks** 合作，推出具有 39 项智能创新设计的集成灶 X8。

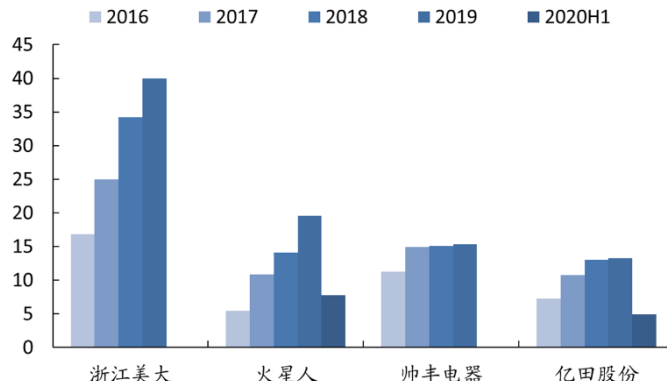
而产品品质始终是企业扩张的基石，火星人一直致力于产品品质的钻研，重视产品研发，对产品原材料具有**较高品质要求**，严格筛选供应商并建立稳定长久的合作关系，以确保公司产品的工艺及质量。即使不考虑规模效应的影响，对产品原材料的高要求也使得公司平均单台产品直接材料成本高于可比公司。

图表 13 各品牌集成灶平均单台直接材料成本（元）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

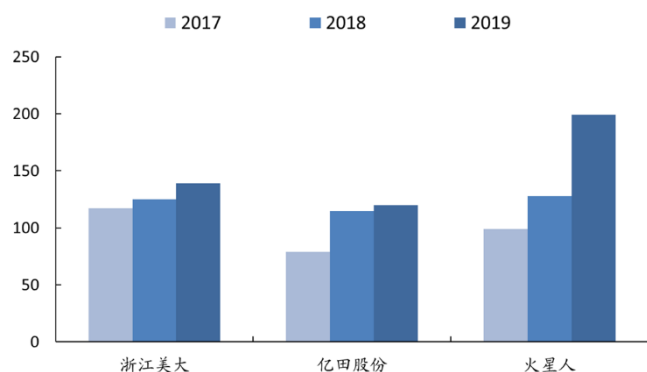
图表 14 各品牌集成灶年销量（万台）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

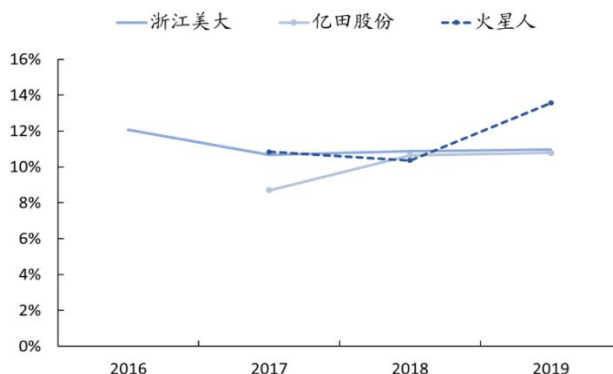
从研发人员数量来看，2018 年 9 月公司成立智能创新研究院，主要负责产品智能化设计，因此 2019 年公司研发人员数量大幅增加至 199 人，占比达 13.6%。智能创新研究院的成立将继续推动公司专注产品研发和设计，提升产品竞争力。

图表 15 集成灶公司研发人员数量



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 16 集成灶公司研发人员占比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司优质产品已获得多项专利，目前公司拥有专利权 235 项，其中发明专利 8 项，实用新型 181 项，外观设计专利 46 项，专利数行业领先。同时产品也得到了诸多国际重要奖项的认可。

图表 17 公司产品所获奖项

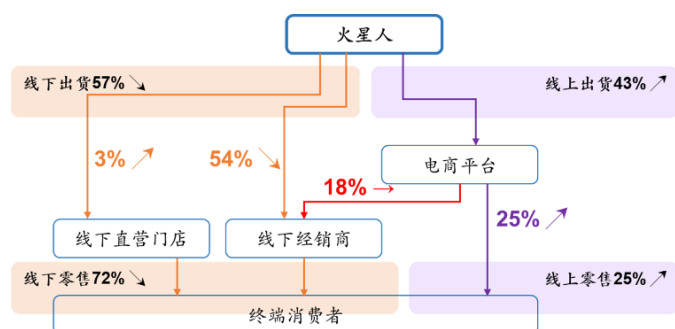
获奖时间	获奖名称	获奖产品	颁奖单位
2013年	红点设计奖	A1多功能水槽	德国设计协会
2013年	中国设计红星奖	X5集成灶	中国设计红星奖委员会
2013年	红点设计奖	X7集成灶	德国设计协会
2013年	IF设计金奖	X7集成灶	IF工业论坛设计协会
2013年	中国设计红星奖	X7集成灶	中国设计红星奖委员会
2016年	2016年度行业发明奖	X2Z蒸汽炉集成灶	浙江省燃气具和厨具厨电行业协会
2016年	2016年度行业发明奖	电磁感应加热常压水锅 炉	浙江省燃气具和厨具厨电行业协会
2017年	IF设计奖	Q5集成灶	德国设计协会
2018年	浙江省优秀设计创新产品	Q5Z集成灶蒸炉款	浙江省优秀创新产品评选组委会
2018年	2018年度行业发明奖	燃气燃烧器	浙江省燃气具和厨具厨电行业协会
2018年	2018年中国集成灶高效 净化环保之星	JJZT-X7B/Z	中国五金制品协会
2019年	红点设计奖	D7集成洗碗机	德国设计协会
2020年	AWE2020艾普兰奖优秀产 品奖	X7集成灶	中国家电及消费电子博 览会组委会

资料来源：公司公告，华安证券研究所

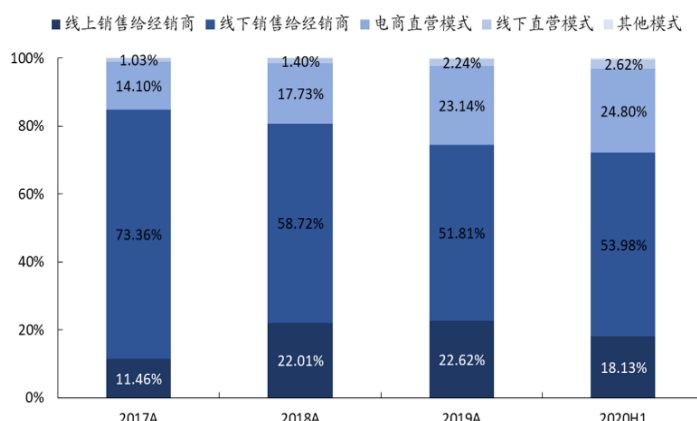
1.4 渠道：“线上+线下”双轮驱动

公司积极推行“线上+线下”双轮驱动的发展战略。线下扩张模式与行业其他公司类似，以经销为主，近年来公司线下渠道快速扩张，公司经销商数量从 2017 年的 844 家增至 2020H1 的 1242 家，门店数量从 2017 年的 1096 家增至 2020H1 的 1687 家；同时，公司自 2016 年开始深度布局电商业务，积极发展线上模式，2020H1 公司线上销售占比达 42.93%，远高于行业平均水平，顺利搭乘电商红利。

图表 18 火星人销售模式



图表 19 公司各销售模式营收占比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所

注：图中比例为 2020H1 收入占比

图表 20 火星人销售模式具体内容

直接客户类型		线下经销商	终端消费者	京东、苏宁易购等	终端消费者
渠道	出货	线下经销商	电商	电商直营	线下直营
	零售	线下经销商	电商直营	电商代销	线下直营
产品	系列	- 集成灶（蒸箱款为主）：X、Q 系列 - 集成水槽、集成洗碗机、橱柜等	- 集成灶（消毒柜款为主）：E、T、X3Z 系列 - 集成水槽、集成洗碗机等		- 全系列集成灶 - 集成水槽 - 集成洗碗机 - 橱柜等
	出货均价	5500 元以上	5000 元以内		全价位段
价格		分级管理： • A 级经销门店：按公司基准供货价 • B 级和 C 级经销门店：进行不同幅度的加价	公司统一定价 （根据电商平台活动设置产品促销价格）		公司给予指导价和限价 （门店可根据指导价进行限价内折扣）
信息流	下单途径	公司 CSS 系统	天猫、京东		直接向门店下单
	收入确认	产品交付	收到货款		产品交付
现金流	付款	先款后货，经销商直接向公司付款	客户确认收货后，电商平台将货款转入公司账户		先款后货（除少数橱柜产品外）
物流	仓储	公司自有仓库	公司自有仓库/电商平台仓库		公司自有仓库
	运输	第三方物流/上门提货	电商平台物流/第三方物流		第三方物流/自有车辆
	安装售后	经销商	就近直营门店或经销商		直营门店

资料来源：公司公告，华安证券研究所

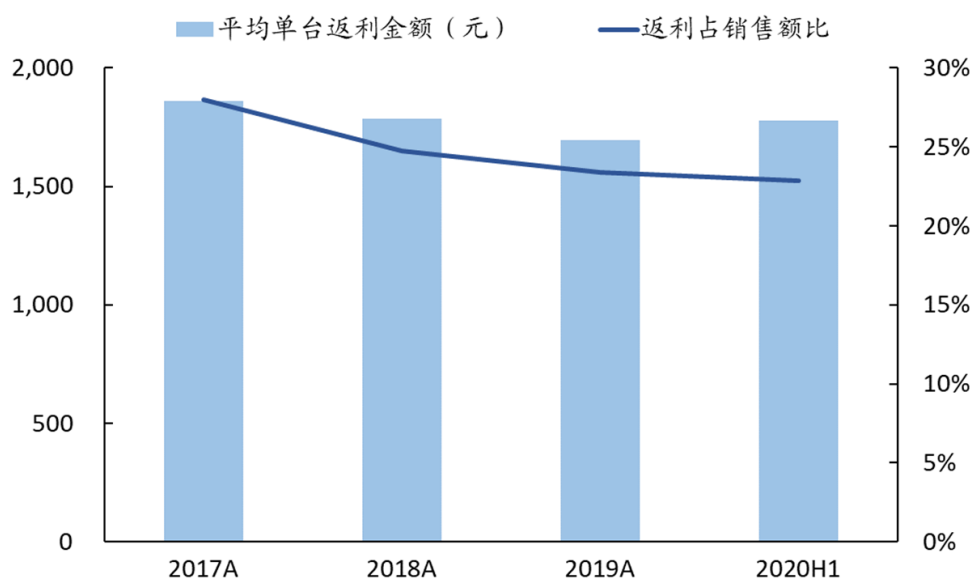
1.4.1 “网批模式”：线上销量专项返利

公司线上销售近半是针对线下经销商，类似奥克斯的“网批模式”，这种模式下经销商以线上零售价进行采购，并近乎平价出售，从而实现线上线下同价，公司对电商平台销售（包括电商直营模式及线上销售给经销商）进行线上销量返利。2020H1 公司线上销售收入中 42.24% 为销售给经销商。

公司对线上销售实行销量返利政策，针对不同产品及不同产品型号具体规定单台返利金额，对通过电商直营模式和线上销售给经销商模式实现的销售对终端用户所在地经销商给予返利。平均单台返利 1500 元以上，占冲减返利前的线上销售总收

入比重为 25%左右。

图表 21 公司线上销量返利金额及占冲减返利前的线上销售总收入的比重

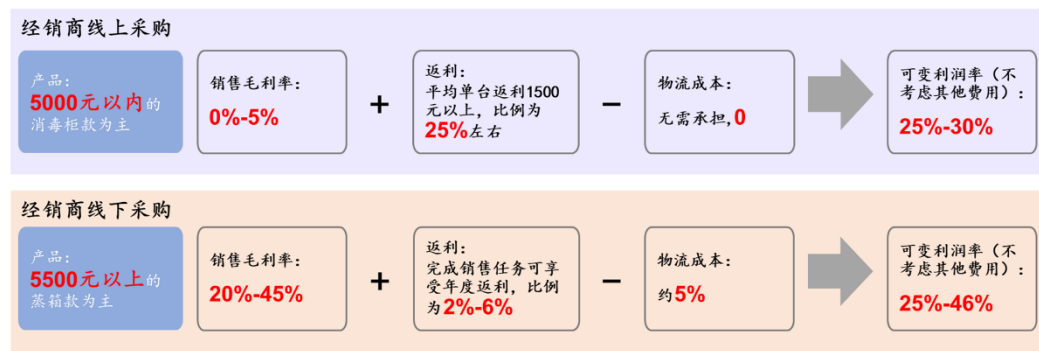


资料来源：公司公告，华安证券研究所

我们认为这种模式能够打通线上线下，充分发挥双渠道相互促进作用：

(1)从经销商角度看,有利于缓解线上销售与线下经销商的利益冲突。一方面,在传统的模式中,消费者在线上购买产品后,线下经销商一般需要承担安装及保修工作,并收取相应费用,利润空间较低,且线上销售易对线下造成挤压。而在返利模式中,经销商线上采购利润主要来自于销量返利,与需完成销售任务考核才可享有的年度返利相比更具确定性,且线上专供产品性价比更高,更易打开销量,同时线上采购经销商无需承担物流成本,因此尽管与线下采购相比,线上采购利润上限相对较低,但经销商仍有较高积极性进行线上采购。另一方面,公司对消费者直接通过电商渠道购买产品实现的销售同样给予终端用户所在地经销商返利,此举将大大调动经销商通过各种渠道推广公司产品的积极性,缓解线上和线下在同一区域进行销售的利益冲突。

图表 22 经销商线上&线下采购方式对比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

(2) 线上推广提升关注度, 提升线上销量并为线下引流。一方面, 经销商积极引导客户通过电商平台下单, 提高线上排名和热度, 借助电商平台流量增加产品曝光率, 吸引更多关注者购买。集成灶具有安装流程复杂、更新频率低、价格较高的特点, 且集成灶作为较新的厨电品类, 消费者对产品尚不熟悉, 因此消费者本更倾向于通过线下购买产品。火星人通过返利政策确保线上线下消费享受同样的价格及售后安装、维修服务, 能让消费者线下了解、体验产品, 并打消线上售后疑虑, 推动线上渠道发展。

图表 23 线下售后打消顾客网购疑虑



资料来源: 火星人天猫旗舰店, 华安证券研究所

另一方面, 线上销量的积累和口碑的持续发酵, 能够扩大品牌影响力, 从而为线下门店引流, 进一步带动线下门店销售, 提升公司整体市场份额。

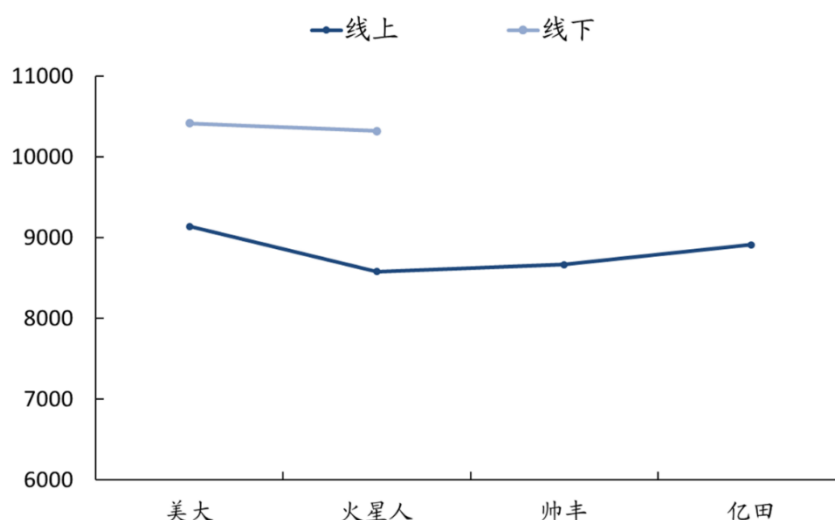
图表 24 火星人集成灶关注度已处于第一梯队



资料来源: 百度指数, 华安证券研究所

(3) 线上渠道发挥低价优势, 有利于抢占市场, 助力公司快速增长。公司在线上销售的 E 系列、X3Z 系列等电商专供产品性价比高, 能够吸引价格敏感度较高的线上客户, 且公司线上销售给经销商的集成灶以平均售价在 5,000 元以内的 E 系列消毒柜款为主。从奥维数据看, 火星人 1-11 月线上均价为 8580 元, 为行业较低水平, 且线上线下价差较大, 形成互补定位。

图表 25 各品牌 1-11 月集成灶均价对比

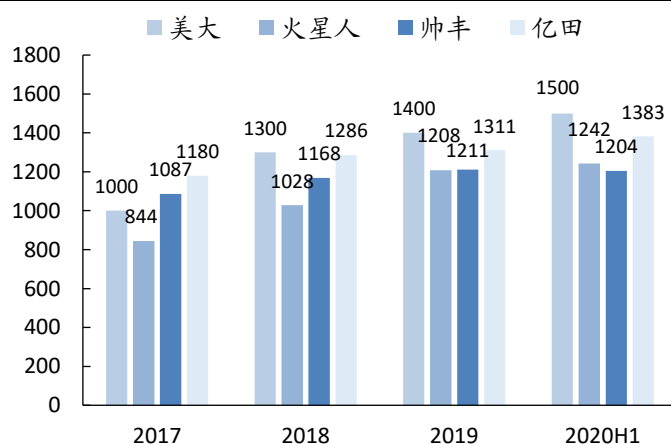


资料来源: 奥维云网, 华安证券研究所

1.4.2 线下经销商: 推进渠道建设, 为增长助力

公司线下销售以经销为主, 2017 年至今, 经销商提货额占公司线下销售额的 95% 以上, 近年来公司线下渠道快速扩张, 公司经销商数量从 2017 年的 844 家增至 2020H1 的 1242 家, 门店数量从 2017 年的 1096 家增至 2020H1 的 1687 家。

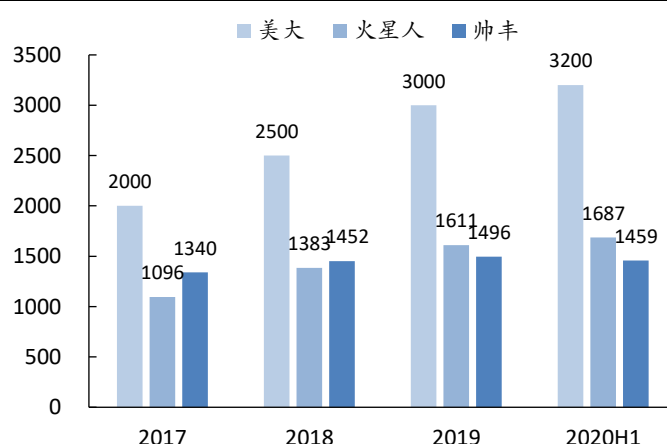
图表 26 集成灶各公司经销商数量 (家)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

(注: 帅丰 2020H1 经销商数量为 2020 三月末数)

图表 27 集成灶各公司线下门店数量 (家)

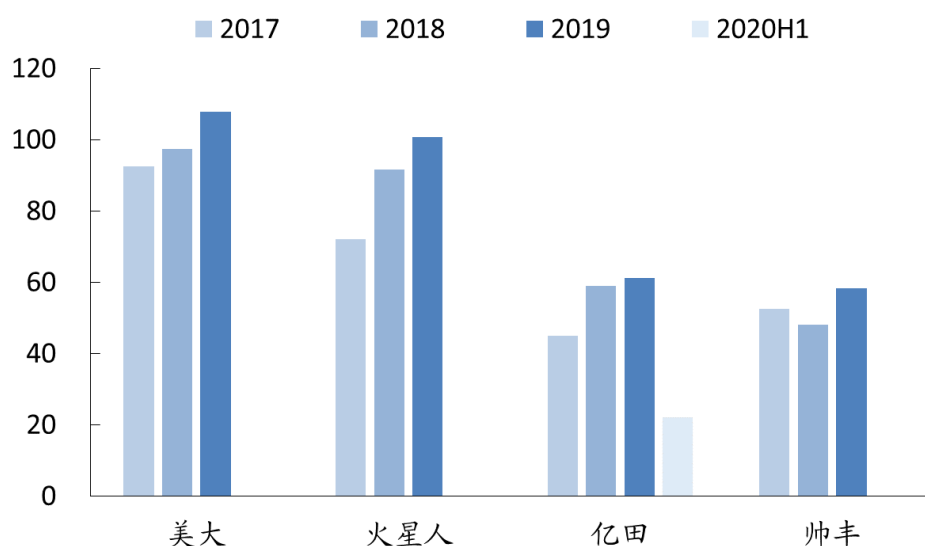


资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

(注: 帅丰 2020H1 门店数量为 2020 三月末数)

在大力推进经销渠道建设的同时，公司不断丰富产品系列，加大品牌宣传和营销推广力度，积极实行“线上+线下”销售相互融合、相互引流的发展战略，鼓励经销商在线下门店展示和推介畅销的线上专供机型以优化购物体验，为消费者提供更多选择，提高其通过任一渠道购买公司产品的可能性，**公司经销商创收能力不断提升，经销商的实力增强一方面将加强其在当地的竞争力，另一方面也利于坚定经销商的信心。**

图表 28 集成灶各公司平均每个经销商的提货额对比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

（注：各公司统计口径为--美大为公司所有经销商，火星人为与公司持续业务往来的 727 家经销商，亿田为与公司持续业务往来的 757 家经销商，帅丰为各期使用“帅丰”商号的经销商）

图表 29 集成灶各公司前五大客户销售收入及占比

公司名称	客户名称	销售收入 (万元)	占主营营收的比重
火星人	北京京东世纪贸易有限公司	11,675.10	8.90%
	杭州畅众环保科技有限公司 (浙江省杭州区域经销商)	1,423.66	1.08%
	杨倩云 (重庆区域经销商)	979.35	0.75%
	苏宁易购集团股份有限公司 苏宁采购中心	940.13	0.72%
	郑州聚安厨具有限公司 (河南省郑州区域经销商)	829.16	0.63%
美大	客户1	2,662.44	1.59%
	客户2	2,265.07	1.35%
	客户3	2,140.25	1.28%
	客户4	1,626.15	0.97%
	客户5	1,464.85	0.87%
亿田	昆明华成商贸有限公司	1,656.81	2.53%
	长沙天麓电器销售有限公司	1,042.71	1.59%
	成都越健贸易有限公司	980.14	1.50%
	贵州诺天商贸有限公司	729.5	1.11%
	北京亿田兴业商贸有限公司	712.79	1.09%
帅丰	谢家集区中易装饰建材店	766.06	1.11%
	长春市鑫鑫电器经销有限公司	745.38	1.08%
	蚌埠市乐宜家橱柜店	514.97	0.74%
	郑州豫鲁家用电器有限公司	476.64	0.69%
	湘潭市雨湖区帅丰集成灶九华经营部	472.98	0.68%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

2 集成灶行业：市场空间广阔，渗透率持续提升

先看结论：

我们认为，集成灶行业销量规模在未来三年有望维持 **30%左右的增速**，主要来自以下三方面因素：（1）地产竣工面积回暖，带来整体厨电需求的改善；（2）油烟机保有量提升，尤其是农村地区；（3）集成灶渗透率提升（已考虑精装房分流影响）。接下来将从这三个方面分别分析。

图表 30 集成灶行业市场规模测算

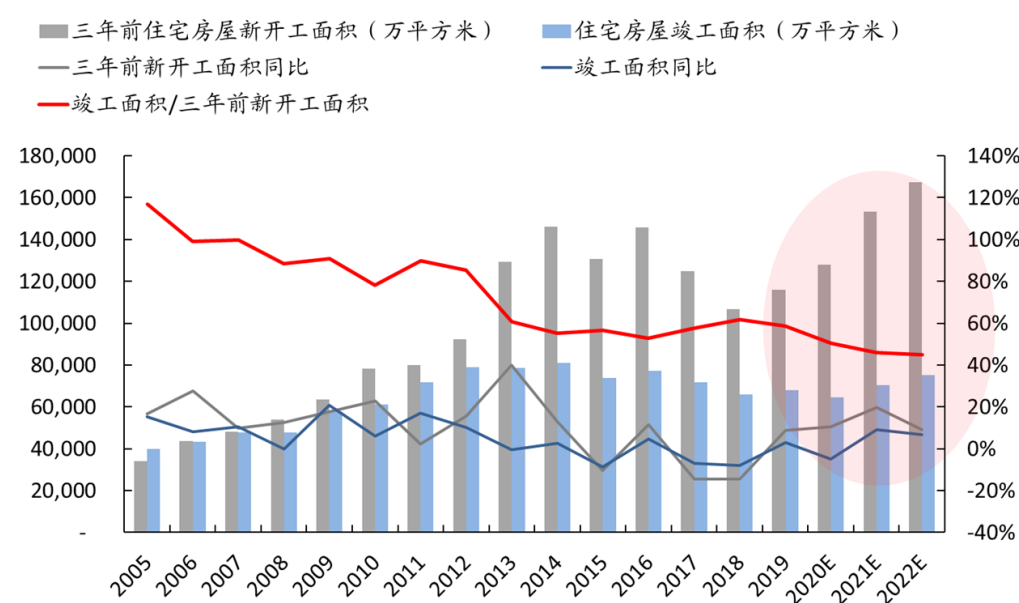
	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	CAGR 15-19	CAGR 19-23E
地产后周期需求量 (万套)	1,651	1,883	2,014	1,968	1,953	1,856	2,043	2,221	2,385	4.3%	5.1%
新增需求 (按当年房屋竣工套数)	705	746	677	618	637	605	661	721	773	-2.5%	5.0%
其中: 精装修			82	115	158	253	323	280	348		21.8%
更新需求 (按保有量/20年)	946	1,137	1,337	1,349	1,316	1,251	1,382	1,500	1,612	8.6%	5.2%
对照: 按保有量/20年	1,048	1,127	1,194	1,333	1,414	1,501	1,589	1,680	1,773		
油烟机保有量 (台/百户)											
城镇	69	72	74	79	82	85	87	90	93		
农村	15	18	20	26	29	32	35	38	41		
油烟机+集成灶年销量 (万台)	1,651	1,883	2,014	1,968	1,953	1,856	2,043	2,221	2,385	4.3%	5.1%
油烟机	1,582	1,793	1,887	1,793	1,743	1,614	1,715	1,776	1,812	2.5%	1.0%
集成灶	69	90	127	175	210	242	328	445	573	32.1%	28.6%
集成灶渗透率	4%	5%	6%	9%	11%	13%	16%	20%	24%		
集成灶渗透率 (剔除精装修需求)	4%	5%	7%	9%	12%	15%	19%	23%	28%		

资料来源: 华安证券研究所测算

2.1 地产竣工面积回暖

新我们根据住宅房屋新开工面积对竣工面积增速进行了预测。绝对值方面, 虽然受到资金承压等影响, 竣工面积长期低于新开工面积, 从 2014 年以来的数据来看, 竣工面积/三年前新开工面积基本维持在 57%, 考虑到 2020 年受疫情影响, 地产竣工有所放缓, 保守估计, 2020-2022 分别按 50%、46%、45% 预测未来三年的竣工面积。增速方面, 房屋竣工面积增速滞后于房屋新开工面积约三年, 从历史数据来看基本吻合, 预计未来三年将维持这一趋势。因此我们预计, **2020-2022 年的住宅房屋竣工面积同比增速分别为-5.0%、9.2%、6.8%**, 持续向好, 同时, 2019 年增速为 3.0%, 较 2017、2018 年的负增长已有显著改善, 厨电销售滞后房屋竣工约半年, 我们认为, 地产改善将在接下来 2-3 年拉动厨电销量增长。

图表 31 根据新开工面积增速情况, 竣工面积增速有望显著改善



资料来源: 国家统计局, 华安证券研究所

我们根据住宅竣工面积和往年油烟机+集成灶销量数据，对未来销量进行的预测。

(1) 我们假设每年厨电(油烟机+集成灶)销量新增需求等于当年竣工住宅套数；(2) 我们将二手房一同按照更新需求考虑，假设更新周期 20 年，按更新需求=厨电销量-新增需求，计算历史更新需求数据，与保有量/20 年基本相符，因此我们按照保有量/20 年预测未来的更新需求。

综上，我们预计 2020-2023 年的厨电(油烟机+集成灶)销量增速分别为-5%、10%、9%、7%，2023 年将达到约 2385 万台。

图表 32 厨电销量测算预测

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
油烟机+集成灶销量(万台)	1651	1883	2014	1968	1953	1856	2043	2221	2385
yoy	0%	14%	7%	-2%	-1%	-5%	10%	9%	7%
新增需求(=住宅竣工套数)	705	746	677	618	637	605	661	721	773
更新需求(=总销量-新增需求)	946	1137	1337	1349	1316	1251	1382	1500	1612
对照: 保有量/20年	1048	1127	1194	1333	1414	1501	1589	1680	1773

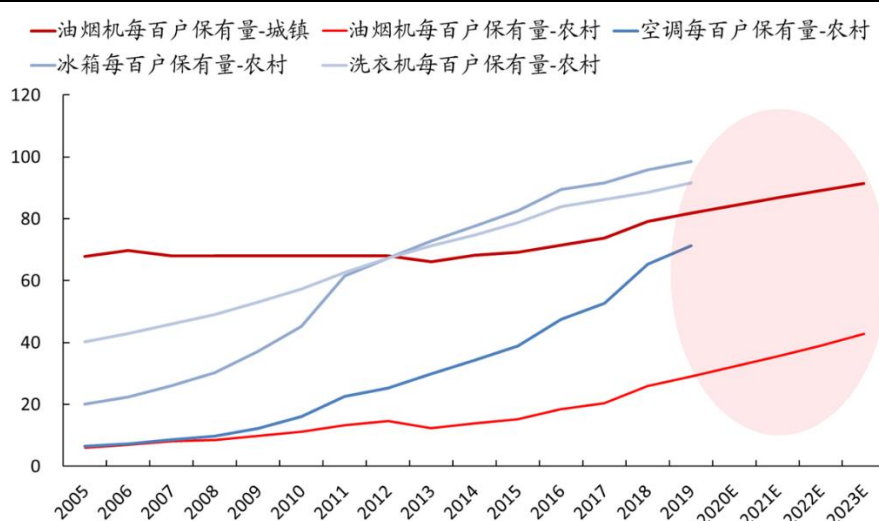
资料来源：产业在线，中怡康，华安证券研究所

2.2 厨电保有量提升，尤其农村

作为耐用消费品之一，不同于空冰洗，油烟机等厨具保有量依然较低，2019 年中国城镇和农村油烟机每百户保有量分别仅 82 台和 29 台每百户，而同期的空调、冰箱、洗衣机在农村的每百户保有量分别为 71、99、92 台每百户。参考空冰洗的保有量提升路径，我们认为，油烟机的保有量已进入快速提升的阶段，尤其是农村地区。

而在农村地区，集成灶最初起步于农村地区，其吸油烟能力强、集成化省空间、便于清洁等特性，在农村地区有较强优势，并且农村地区房屋无需担心烟道的问题。因此我们认为，农村地区油烟机保有量提升的预期，将有利于集成灶行业发展。

图表 33 油烟机保有量仍有较大提升空间



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

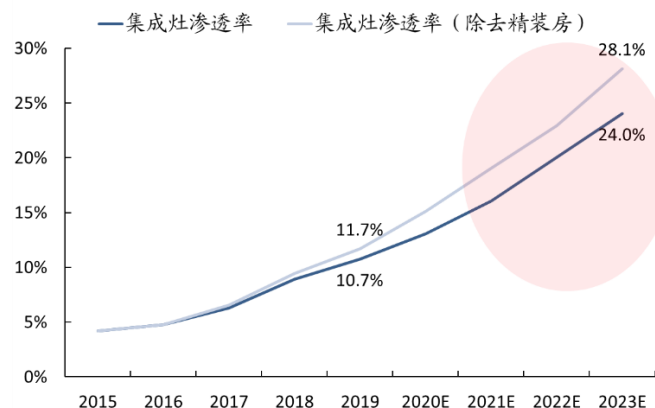
2.3 剔除精装房考虑集成灶渗透率提升

集成灶在灶具中的销量渗透率从 2015 年的 4% 逐步提升至 2019 年的 11%。根据众多新品类在发展初期渗透率的斜率逐步提升的路径，我们预计集成灶的渗透率在 2020-2023 年提升的速度有望增加。但同时，考虑到精装房占比逐步提升，厨电作为露标产品，开发商对于厨电的知名度要求较高，而集成灶作为仍处于渗透率提升阶段的新品类，在工程渠道处于相对弱势地位。因此保守起见，我们在测算渗透率提升的过程中，暂时考虑剔除精装房渠道。

我们预计剔除精装房后，集成灶在灶具的渗透率有望在 2023 年达到 28%，则对应未剔除精装房的渗透率为 24%。

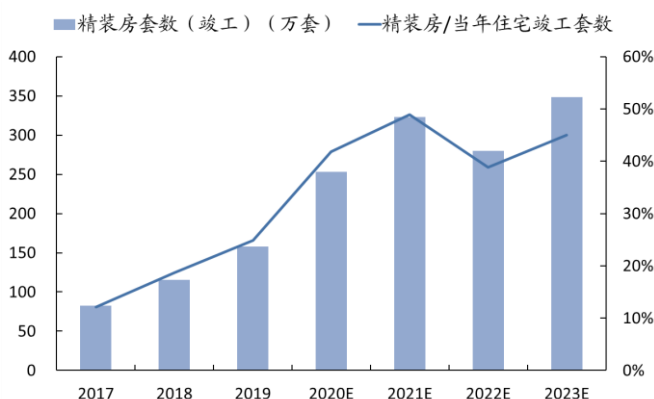
综上，我们预计，集成灶行业销量规模在未来三年有望维持 **30% 左右的增速**，**到 2023 年达到约 573 万台的年销量**。

图表 34 集成灶在灶具的渗透率有望在 2023 年升至 24%



资料来源：华安证券研究所测算

图表 35 精装房竣工套数与占比

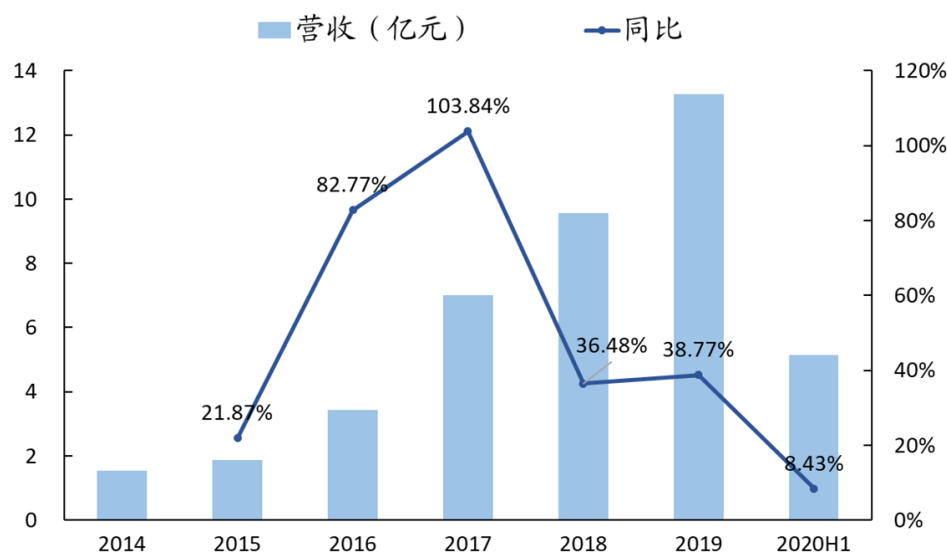


资料来源：奥维云网，国家统计局，华安证券研究所
(注：竣工套数假设为两年前开盘套数)

3 财务分析

公司营收规模近年来快速扩大，2019 年实现营收 13.26 亿元，同增 38.77%，2014-2019 年 5 年 CAGR 达 53.78%。净利润同样高速增长，2019 年实现净利润 2.40 亿元，同增 159.60%，2018 年净利润出现较大波动主要是当年确认股利支付费用 0.94 亿元，若剔除股利支付影响，2018、2019 年净利润分别同增 14.02%/28.88%，与营收增速基本一致。

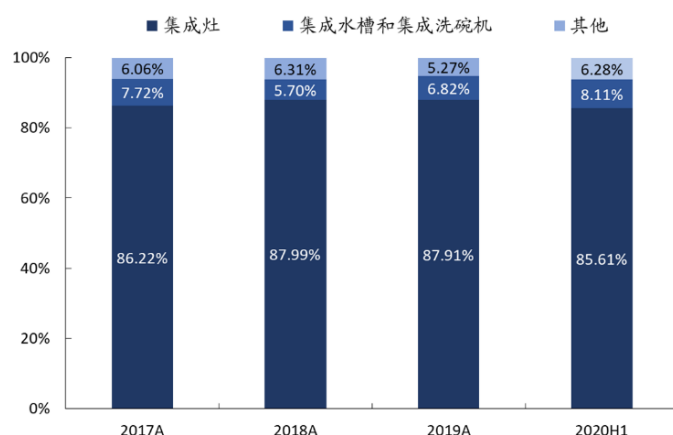
图表 36 公司营业收入规模及同比增速



资料来源：公司公告，华安证券研究所

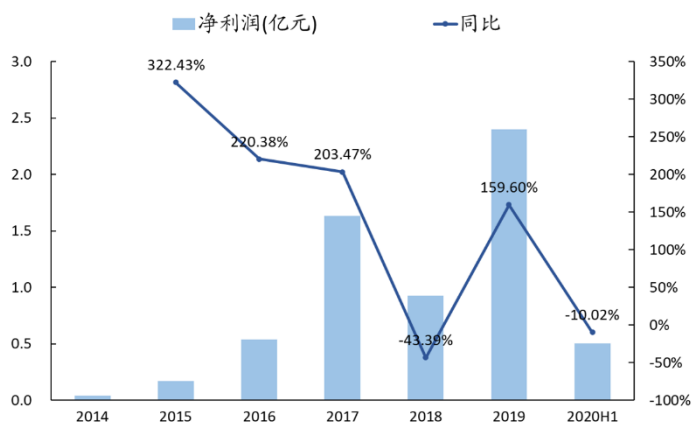
公司营收主要来源于集成灶产品，2017-2020H1 集成灶产品占比稳定，2020H1 占主营收比达 85.61%，目前公司集成灶已有 X、E、Q、T 四大系列，产品矩阵丰富，其中 X、Q 系列相对高端，出货均价主要在 5500 元以上，主要在线下销售，E、T 系列为电商专供，出货均价主要在 5000 元以内。集成水槽和集成洗碗机近年占比小幅提升，未来有望为公司带来新的增长点。

图表 37 公司各品类主营收占比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

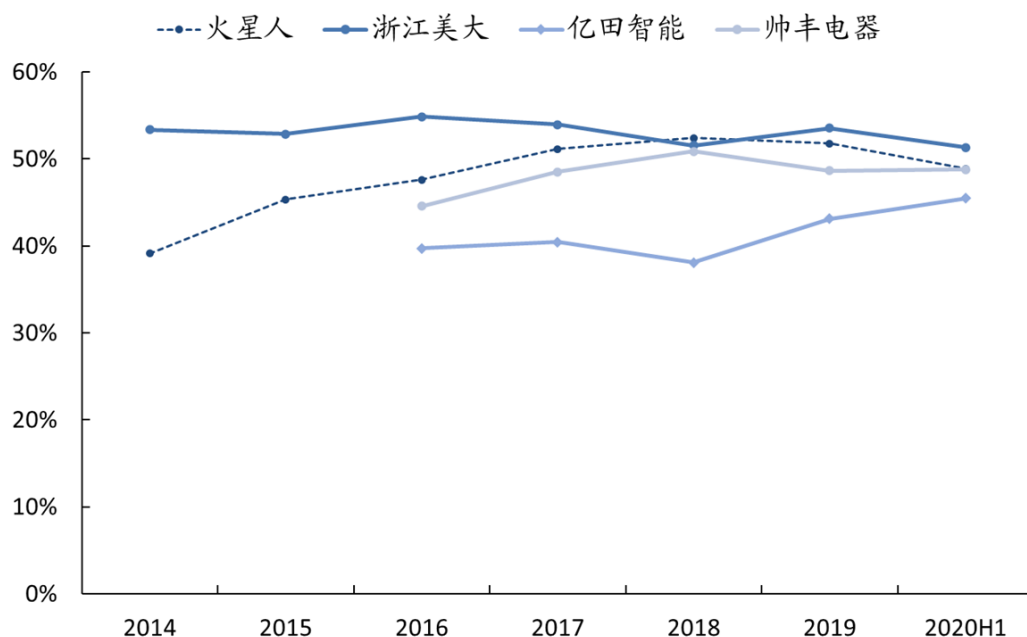
图表 38 公司净利润规模及同比增速



资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司整体毛利率稳中有升，2019 年毛利率为 51.78%，高于行业平均。一方面，公司通过产品结构优化、调整销售价格，集成灶平均售价逐年提升；另一方面，随着公司产量增加，规模效应不断体现，成本增幅低于售价增幅。

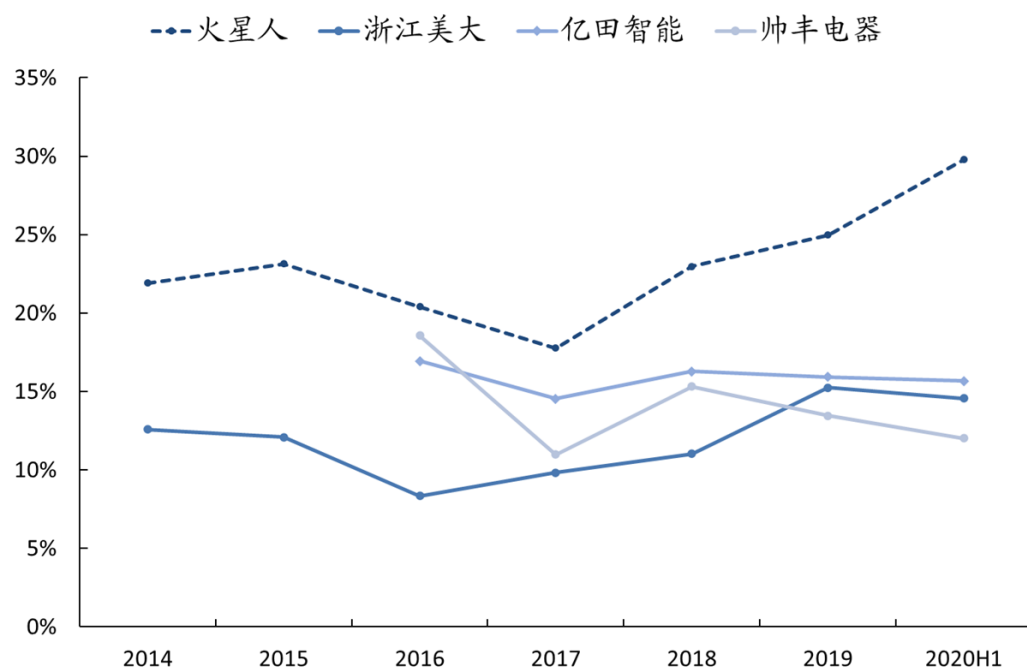
图表 39 可比公司毛利率对比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司大力投入营销活动，销售费用率高于行业其他公司。在集成灶行业高速发展，火星人抢占市场的阶段，营销投入有利于公司实现快速扩张，未来随着公司进入平稳增长期，费用率有望降低。

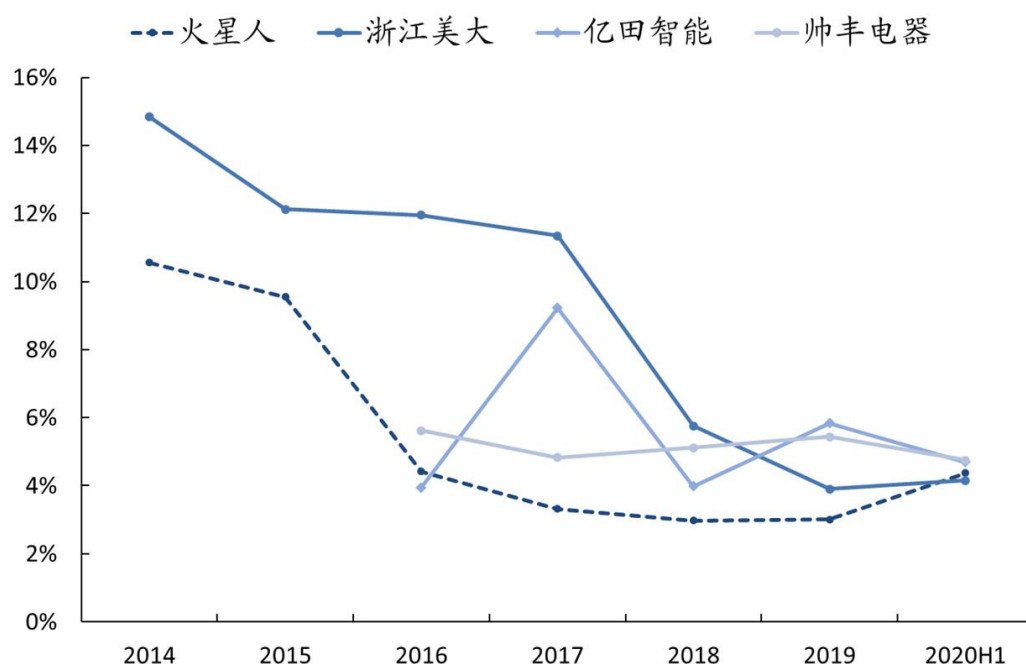
图表 40 可比公司销售费用率对比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司管理费用低于行业可比公司，且逐年降低，2019 年仅 3%，体现公司优秀的成本管理能力。

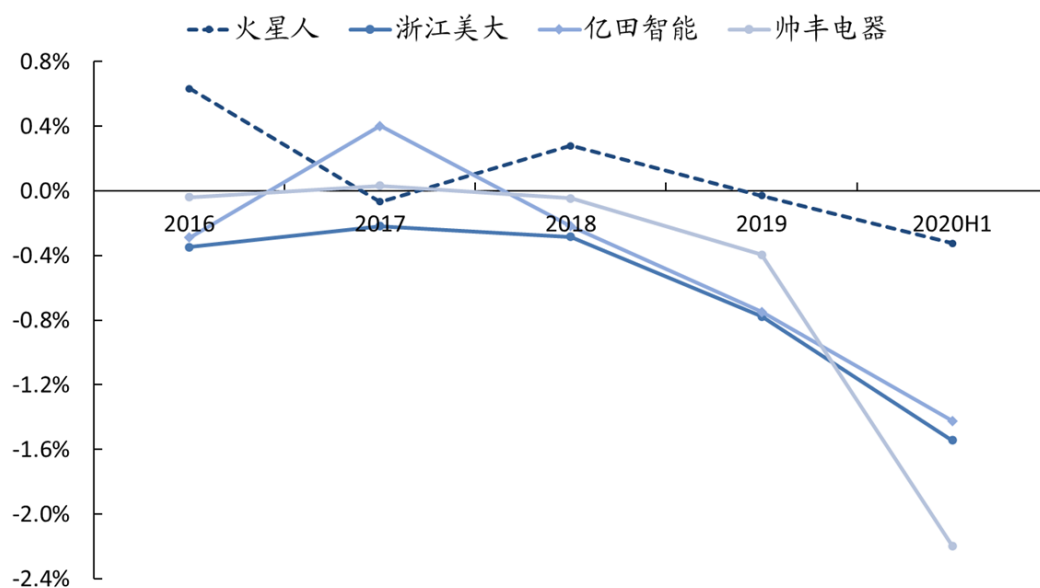
图表 41 可比公司管理费用率对比



资料来源：公司公告，华安证券研究所
(注：剔除 2018 年股份支付影响。)

公司财务费用较少，财务费用率与可比公司水平较为接近。

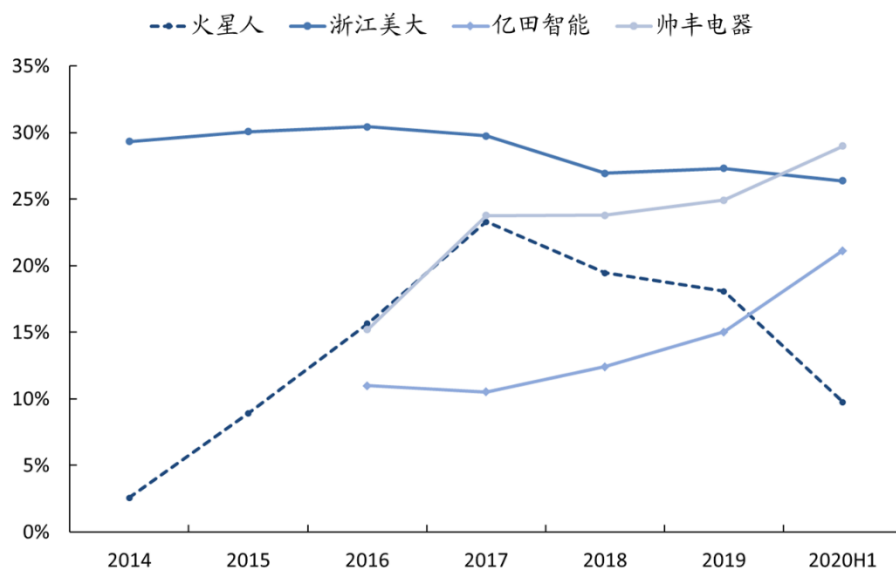
图表 42 可比公司财务费用率对比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

2014 年至 2017 年,随着毛利率提升和管理费用率降低,公司净利率提升明显。2018 年至今公司把握行业机会,加大市场营销力度,加强销售队伍建设,销售费用率持续提升,使得净利率有所下降。未来随着公司加强费用控制,净利率将有望提升。

图表 43 可比公司净利率对比

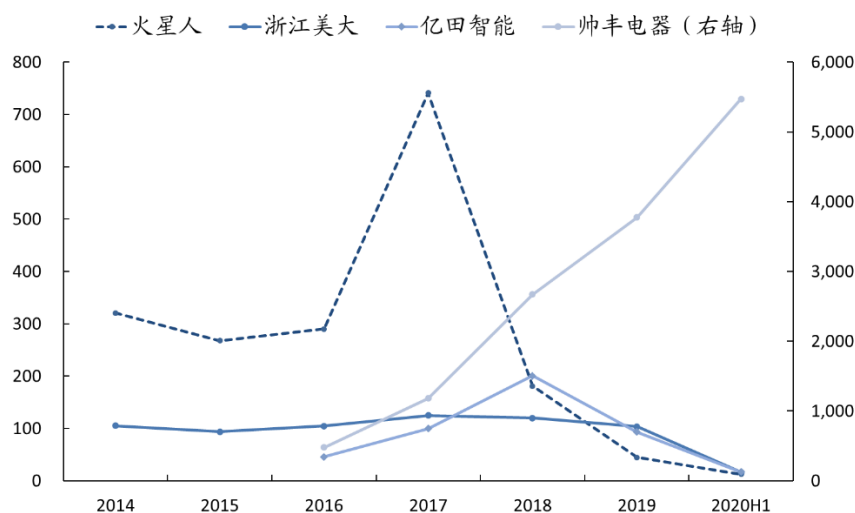


资料来源:公司公告,华安证券研究所

(注:剔除 2018 年股份支付影响。)

公司应收账款周转率变动幅度较大,主要受公司期末应收京东平台货款金额波动影响。公司与京东平台有线上开店直营、京东平台代销等多种合作模式,随着公司在京东的销售规模快速增长,受不同合作模式下结算和回款时间差异的影响,公司各期末应收账款余额波动较大。

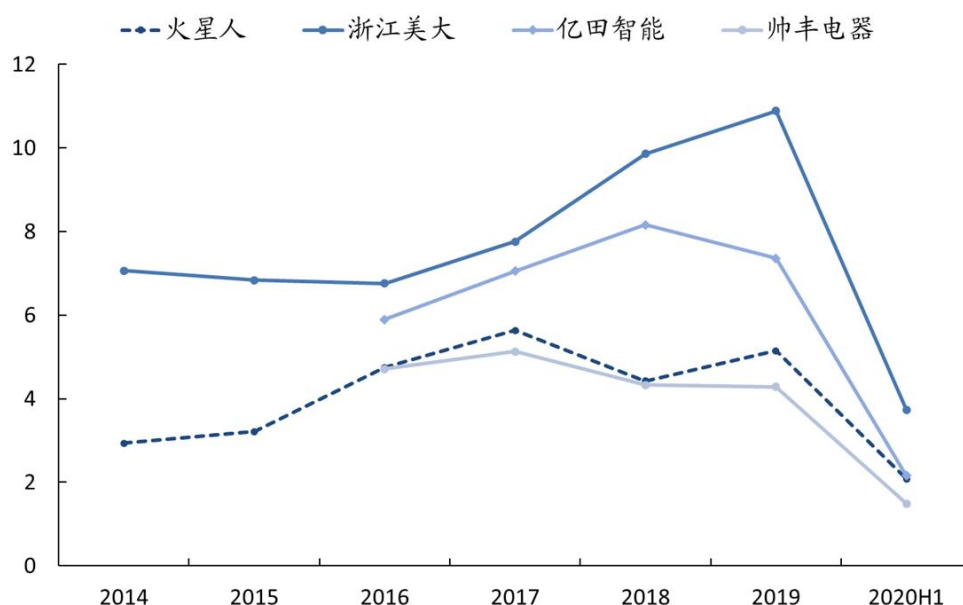
图表 44 可比公司应收账款周转率对比 (次)



资料来源:公司公告,华安证券研究所

公司存货周转率略低于行业可比公司，主要由于公司电商渠道占比较高，电商平台各种模式下售出的产品从仓库发出到完成收入确认均存在一定时间间隔，随着电商销售规模快速扩张，库存商品备货数量增加，存货周转率有所下降。但随着公司供应商体系日趋成熟，生产工艺及原材料采购流程标准化程度逐步提高，存货周转速度开始加快。

图表 45 可比公司存货周转率对比（次）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

4 募投项目规划：扩产和研发

公司拟公开发行不超过 4,050 万股人民币普通股，募集资金扣除发行费用后的净额将全部投资于以下项目：

图表 46 募集资金投资项目

项目名称	项目概述	项目投资总额 (万元)	拟投入募集资金 (万元)	项目建设期
智能集成灶产业园项目	新增集成灶年产能15万台	69,525.89	52,712.37	3年
研发中心及信息化建设技改项目	建设国内先进的研发中心及企业信息管理系统	11,490.47	11,490.47	3年
集成灶生产线升级扩产项目	集成灶年总产能可提高10万台	23,718.76	23,718.76	2年
合计		104,735.12	87,921.60	

资料来源：公司公告，华安证券研究所

4.1 产能扩张

目前公司集成灶产能利用率均维持在 100%以上,随着公司的快速发展,将对公司产能提出更高的要求,公司募投资金将投资于两个产能提升项目,有望满足不断增长的下游市场需求提供充足的产能储备,增强集成灶产品生产能力,提高公司整体业务规模,降低整体运营成本,提升公司的持续盈利能力和整体竞争力。

图表 47 2017-2019 年公司集成灶产能利用率

期间	产品	产能 (台/年)	产量 (台/年)	产能利用率
2017A	集成灶	116,000	118,815	102.43%
2018A	集成灶	134,000	155,770	116.25%
2019A	集成灶	165,000	193,740	117.42%

资料来源:公司公告,华安证券研究所

图表 48 集成灶龙头产能及扩张计划(万台)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
浙江美大	55	165	165	165	165	165
火星人	13	13	48	48	48	48
亿田股份	18	18	18	33	33	33
帅丰电器	16	16	16	16	136	136
合计	102	212	247	262	382	382

资料来源:公司公告,华安证券研究所

(1) 智能集成灶产业园项目

本项目建设地点位于浙江省海宁市,总占地面积为 127,779.00 平方米,总建筑面积为 145,044.00 平方米。项目达产后实现年产集成灶 15 万台。本项目旨在提高自动化生产水平和生产效率,扩大公司集成灶产能,解决产能瓶颈问题,进而发挥规模效益,满足广阔的市场需求,提高公司产品的竞争力;同时该项目能够帮助公司提高创新产品系列水平,不断丰富产品类型、完善产品布局以满足不断升级的终端市场需求,增强公司盈利能力和市场竞争实力。

图表 49 项目投资概算

项目	金额(万元)	比例
土地投资	2,710.00	3.90%
建设投资	27,858.36	40.07%
设备投资	32,000.00	46.03%
预备费投资	2,992.92	4.30%
铺底流动资金	3,964.61	5.70%
总投资金额	69,525.89	100.00%

资料来源:公司公告,华安证券研究所

(2) 集成灶生产线升级扩产项目

本项目拟利用现有的生产场地,计划引入先进的生产设备,对现有集成灶生产线进行升级扩产。该项目完全达产后,预计集成灶年总产能可提高 10 万台,将为公司产能提供保障。

图表 50 项目投资概算

项目	金额（万元）	比例
设备投资	20,495.00	86.41%
预备费投资	1,024.75	4.32%
铺底流动资金	2,199.01	9.27%
总投资金额	23,718.76	100.00%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

4.2 强化研发

公司募集资金将用于**研发中心及信息化建设技改项目**，该项目将建设国内较为先进的**研发中心及高效的企业信息管理系统**。该项目致力于完善技术研发机制、改善技术研发环境、强化信息系统管理，进而增强技术创新能力、打造高水平研发队伍、提高公司协同运作效率，将有望提高公司软硬件基础设施建设水平，打破各系统信息孤岛，实现相关部门之间信息的有效交互、传输和共享，提高公司信息化业务处理平台服务能力以及公司的整体运营效率，为公司长期的稳健发展提供强力支撑。

图表 51 项目投资概算

项目	金额（万元）	比例
建设投资	4,650.00	40.47%
设备及软件投资	6,293.30	54.77%
预备费	547.17	4.76%
总投资金额	11,490.47	100.00%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

5 投资建议

集成灶行业近年来快速发展，渗透率持续提升，火星人作为行业内领先企业，将有望享受行业发展的红利，并凭借其优秀的营销能力及产品塑造能力，实现快速扩张。我们预计 2020-2022 年公司营收分别为 16.54、22.12、28.10 亿元，同比分别增长 24.7%、33.7%、27.0%，并预计未来随着公司进入平稳增长期，销售费用率有望降低，提升公司盈利能力，预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 2.9、3.8、4.9 亿元，同比分别增长 19.8%、30.4%、31.2%。

图表 52 公司收入成本拆分预测

		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
按产品						
集成灶	收入 (百万元)	832	1153	1462	1949	2476
	yoy	39%	39%	27%	33%	27%
	均价 (元)	5916	5900	6018	6138	6261
	yoy	7%	0%	2%	2%	2%
	销量 (万台)	14	20	24	32	40
	yoy	30%	39%	24%	31%	25%
集成灶 水槽 和集成洗 碗机	毛利率	55%	54%	52%	51%	50%
	收入 (百万元)	54	89	102	151	197
	yoy	1%	66%	14%	49%	30%
	均价 (元)	4537	5904	6199	6323	6450
	yoy	4%	30%	5%	2%	2%
	销量 (万台)	1	2	2	2	3
	yoy	-3%	28%	8%	46%	27%
	毛利率	42%	40%	42%	53%	53%
按渠道						
线下	经销商					
	通过线下贡献收入	555	680	839	1024	1237
	yoy		22%	23%	22%	21%
	经销商数量	1028	1208	1389	1598	1837
	yoy		18%	15%	15%	15%
	平均经销商提货额	85	95	105	116	126
	yoy		12%	11%	10%	9%
	直营	13	29	50	90	153
	yoy		122%	70%	80%	70%
	其他	1	3	5	8	14
	yoy		89%	70%	80%	70%
	合计	570	712	893	1122	1403
	yoy		25%	25%	26%	25%
线上	卖给线下经销商	208	297	405	536	702
	yoy		43%	36%	32%	31%
	直营	168	304	357	555	705
	yoy		81%	17%	56%	27%
	合计	376	600	761	1091	1407
	yoy		60%	27%	43%	29%
销售费用						
销售费用		220	331	410	496	603
销售费用率		23%	25%	25%	24%	23%

资料来源：华安证券研究所预测

图表 53 公司收入分季度拆分

收入 (百万元)	Q1	Q2	Q3	Q4	全年	
2021E	278.5	462.5	623.6	847.8	847.8	2,212.4
2020	131.8	376.6	491.8	649.2	649.2	1,649.4
2019	175.4	291.3	357.9	487.5	487.5	1,312.1
2018	119.2	243.4	257.1	325.7	325.7	945.3
2017	88.1	158.0	201.8	244.7	244.7	692.6
占比	Q1	Q2	Q3	Q4	全年	
2021E	13%	21%	28%	38%	38%	100%
2020	8%	23%	30%	39%	39%	100%
2019	13%	22%	27%	37%	37%	100%
2018	13%	26%	27%	34%	34%	100%
2017	13%	23%	29%	35%	35%	100%
增速	Q1	Q2	Q3	Q4	全年	
2021E	111%	23%	27%	31%	31%	34%
2020	-25%	29%	37%	33%	33%	26%
2019	47%	20%	39%	50%	50%	39%
2018	35%	54%	27%	33%	33%	36%

资料来源：华安证券研究所预测

我们预计，公司 2020-2022 年每股 EPS 分别为 0.71、0.92、1.21 元/股，火星人作为集成灶行业龙头，且是刚上市新股，参考行业内可比公司估值，预计新股上市后合理估值为对应 2021 年业绩 15x-40xPE，合理价值区间为 13.8-36.8 元。

图表 54 可比公司估值

公司	EPS			PE		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
浙江美大	0.83	1.03	1.34	18.17	14.64	11.25
亿田智能	1.37	1.76	2.13	30.36	23.59	19.50
帅丰电器	1.44	1.66	1.81	19.37	16.82	15.35

资料来源：华安证券研究所预测（亿田、帅丰采用 wind 一致预期，PE 计算采用 2020 年 12 月 30 日收盘价。）

风险提示：

集成灶渗透率提升不达预期风险，行业竞争加剧风险，原材料价格上涨风险。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	506	1447	1352	1681	营业收入	1326	1654	2212	2810
现金	314	1197	1011	1249	营业成本	639	809	1106	1417
应收账款	49	37	56	74	营业税金及附加	9	11	15	19
其他应收款	6	5	7	10	销售费用	331	405	531	646
预付账款	6	16	19	24	管理费用	40	50	66	84
存货	121	183	246	309	财务费用	0	-2	-3	-3
其他流动资产	9	9	12	15	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	651	696	1514	2122	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	3	3	3
固定资产	481	514	732	1040	营业利润	269	334	435	572
无形资产	53	53	53	53	营业外收入	11	0	0	0
其他非流动资产	117	128	728	1028	营业外支出	2	0	0	0
资产总计	1157	2142	2866	3803	利润总额	279	334	435	572
流动负债	555	700	906	1138	所得税	39	47	61	80
短期借款	30	0	0	0	净利润	240	287	375	491
应付账款	198	268	362	462	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	327	432	544	677	归属母公司净利润	240	287	375	491
非流动负债	20	20	20	20	EBITDA	315	322	419	551
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.59	0.71	0.92	1.21
其他非流动负债	20	20	20	20					
负债合计	575	720	926	1158					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	365	405	405	405					
资本公积	1	530	530	530					
留存收益	217	487	1005	1710					
归属母公司股东权	582	1422	1940	2645					
负债和股东权益	1157	2142	2866	3803					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E	
经营活动现金流	405	404	492	636	成长能力				
净利润	240	287	375	491	营业收入	38.8%	24.7%	33.7%	27.0%
折旧摊销	53	0	0	0	营业利润	136.3%	24.0%	30.4%	31.2%
财务费用	1	1	0	0	归属于母公司净利	159.6%	19.8%	30.4%	31.2%
投资损失	0	-3	-3	-3	获利能力				
营运资金变动	110	117	118	145	毛利率 (%)	51.8%	51.1%	50.0%	49.6%
其他经营现金流	130	172	259	350	净利率 (%)	18.1%	17.4%	16.9%	17.5%
投资活动现金流	-210	-10	-607	-308	ROE (%)	41.2%	20.2%	19.3%	18.6%
资本支出	-214	-13	-607	-308	ROIC (%)	36.7%	19.5%	18.6%	17.9%
长期投资	0	0	-3	-3	偿债能力				
其他投资现金流	4	3	3	3	资产负债率 (%)	49.7%	33.6%	32.3%	30.4%
筹资活动现金流	-72	489	-70	-90	净负债比率 (%)	98.8%	50.6%	47.7%	43.8%
短期借款	-3	-30	0	0	流动比率	0.91	2.07	1.49	1.48
长期借款	0	0	0	0	速动比率	0.68	1.78	1.20	1.18
普通股增加	0	41	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	529	0	0	总资产周转率	1.15	0.77	0.77	0.74
其他筹资现金流	-69	-51	-70	-90	应收账款周转率	26.88	44.97	39.55	38.09
现金净增加额	123	883	-186	238	应付账款周转率	3.23	3.02	3.06	3.07

每股指标 (元)					估值比率				
每股收益	0.59	0.71	0.92	1.21	P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	1.00	1.00	1.21	1.57	P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产	1.44	3.51	4.79	6.53	EV/EBITDA	-0.90	-3.71	-2.41	-2.27

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。