

# 火星人 (300894)

证券研究报告

2021年01月04日

## 集成灶行业的新基因

行业	家用电器/白色家电
发行价格	14.07元
合理估值区间	34.1-39.8元

### 公司系集成灶行业领军品牌

公司于2010年成立于浙江省海宁市，专业从事新型厨电产品的研发、设计、生产与销售，主营业务收入主要来源于集成灶、集成水槽及集成洗碗机，合计占比达90%以上。相对于其他三家上市公司，公司成立时间较晚，在短短10年内实现快速增长，如今线上市占率达到行业第1，线下市占率位列行业前3。

### 集成灶市场高速发展，但渗透率仍然处于低位，未来增长空间明朗。

根据中怡康的测算，2016-2019年我国集成灶市场零售额规模年复合增速达38%。近年来虽然随着市场规模的不断扩大以及地产因素的影响增速有所放缓，但从市场渗透率来看，集成灶产品在烟灶市场中的渗透率仍处于较低水平，未来增长空间仍然比较明朗。

### 收入规模排行行业第二，增速遥遥领先

近年主营业务收入快速增长的原因一方面是集成灶市场的扩大，另一方面，公司结合线下积极参与线上电商业务，与天猫、京东、苏宁易购等国内主流电商开展合作，再利用互联网流量为线下销售引流，实现线上带动线下业务的正循环。

### 销售模式的优化为毛利率带来有利支撑

公司毛利率仅次于浙江美大，在行业内处于较高的位置。一方面，公司通过对产品不断优化，使得集成灶的平均售价逐年提升；另一方面，随着产量增加，生产的规模效应凸显以及成本控制下，集成灶的单位平均成本增幅低于平均售价增幅，与此同时，集成水槽、集成洗碗机等产品的单位平均成本增幅与平均售价增幅基本同步。

### 公司充分发挥电商平台与经销门店、直营门店的协同作用，推行线上+线下“双轮驱动”的发展战略。

公司所推出的线上销量专项返利政策取得了良好的市场效应和经济效益。一方面，公司通过线上销量专项返利政策激励经销商及引导客户通过电商平台下单，提高线上销量排名，吸引更多关注者购买。公司2019年线上销售收入6亿元，高于集成灶行业内的其他企业。

我们预计公司20-22年公司归母净利润增速分别为20.3%、57.3%、23.3%，归母净利率分别为27.8%、50.3%、25.5%。考虑到公司渠道端的优势及营销上所做的努力，同时基于行业可比公司的PS，我们预计公司合理PS区间为5.5-6.4，对应2021年138-161亿元市值，对应合理价格区间为34.1-39.8元/股。

**风险提示：**市场竞争加剧的风险;经销网络管理风险;电商销售渠道风险;品牌宣传和市场推广不及预期的风险;原材料价格波动的风险;技术升级迭代的风险;产品质量和安全控制风险。

### 发行数据

总股本(万股)	40,500
发行数量(万股)	4,050
网下发行(万股)	2,471
网上发行(万股)	1,580
保荐机构	中信建投证券股份有限公司
发行日期	2020/12/22
发行方式	网上发行,网下配售

### 作者

蔡雯娟 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110516100008  
caiwenjuan@tfzq.com

### 股东信息

黄卫斌	36.52%
海宁大宏投资合伙企业(有限合伙)	13.33%
海宁大有投资合伙企业(有限合伙)	13.33%
朱正耀	9.19%
宁波梅山保税港区红杉智盛股权投资合伙企业(有限合伙)	7.41%
海宁融朴股权投资合伙企业(有限合伙)	4.86%
董其良	3.69%
杭州金投智汇创业投资合伙企业(有限合伙)	1.67%
中国石油化工集团公司企业年金计划-中国工商银行股份有限公司	0.01%
中国建设银行股份有限公司企业年金计划-中国工商银行股份有限公司	0.01%

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	955.64	1,326.16	1,595.78	2,509.37	3,093.18
增长率(%)	36.48	38.77	20.33	57.25	23.27
EBITDA(百万元)	183.06	359.36	371.08	559.97	698.04
净利润(百万元)	92.35	239.73	306.40	460.58	578.15
增长率(%)	(43.39)	159.60	27.81	50.32	25.53
EPS(元/股)	0.23	0.59	0.76	1.14	1.43
市盈率(P/E)	214.89	82.78	64.77	43.09	34.33
市净率(P/B)	48.67	34.11	21.37	14.28	10.09
市销率(P/S)	20.77	14.96	12.44	7.91	6.42
EV/EBITDA	0.00	0.00	51.61	33.07	25.71

资料来源: wind, 天风证券研究所

## 内容目录

1. 公司系集成灶行业领军品牌 .....	4
公司实际控制人为黄卫斌先生 .....	5
2. 公司亮点: .....	7
2.1. 收入端: 集成灶行业龙二, 增速遥遥领先。 .....	7
2.2. 毛利率: 销售模式的优化为毛利率带来有利支撑 .....	9
2.3. 大力投入销售费用, 公司影响力有望进一步扩大 .....	10
2.4. 渠道: 线上线下“双轮驱动”销售战略, 构建专业化营销体系 .....	12
2.5. 坚持研发投入, 为品类延展奠基 .....	14
2.6. 产品: 以产品升级为中心, 依托核心技术放眼未来 .....	15
3. 募集资金用途 .....	17
4. 盈利预测 .....	17
5. 估值分析 .....	19
6. 风险提示 .....	20

## 图表目录

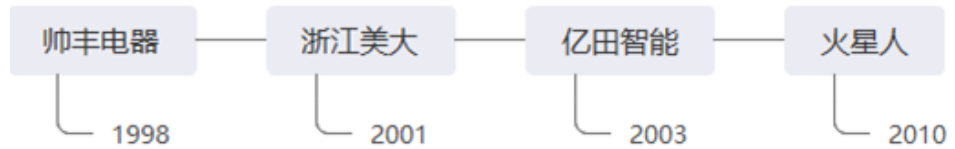
图 1: 四家集成灶上市公司中, 火星人成立时间较晚 .....	4
图 2: 图 公司线上份额位居行业第一 .....	4
图 3: 公司线下份额位列行业前三 .....	4
图 4: 公司收入近九成来自集成灶 .....	4
图 5: 公司主营收入全部来自大陆 .....	4
图 6: 公司发展史 .....	5
图 7: 发行前后, 公司股东持股比例情况 .....	5
图 8: 公司共有 15 家分公司 .....	6
图 9: 公司营收规模排行行业第二 (单位: 亿元) .....	7
图 10: 公司营收增速在行业内保持首位 .....	7
图 11: 公司归母净利润呈现快速增长的态势 (单位: 亿元) .....	7
图 12: 2019 年公司归母净利率有所提升 .....	8
图 13: 我国集成灶零售额变化情况 (单位: 亿元) .....	8
图 14: 我国集成灶零售量变化情况 (单位: 万台) .....	8
图 15: 公司核心产品集成灶收入快速增加 (单位: 亿元) .....	9
图 16: 集成灶销量是提升公司总销额的主要因素 (单位: 万台) .....	9
图 17: 公司出厂价在行业内较高, 且成稳步增长态势 (单位: 元/台) .....	9
图 18: 公司毛利率处于行业较高水平 .....	9
图 19: 公司集成灶产品的毛利率水平较高 .....	9
图 20: 公司集成灶销售均价及平均成本呈上升趋势 (单位: 元) .....	10
图 21: 公司主营毛利率由经销和电商直营毛利率占比决定 .....	10
图 22: 公司经销毛利率与帅丰电器差异不大 .....	10

图 23: 公司销售费用率在行业内处于较高水平 (单位: %)	11
图 24: 销售费用拆分: 公司营销推广及职工薪酬在业内较高 (单位: 万元)	11
图 25: 公司管理费用率较为稳定 (单位: %)	12
图 26: 经销模式是公司的主要销售模式	12
图 27: 公司电商销售模式占比逐年增加	13
图 28: 公司线上销售收入高于业内其他企业 (单位: 亿元)	13
图 29: 公司经销商平均销售收入持续增长 (单位: 万元)	13
图 30: 公司经销商数量得到快速增长 (家)	14
图 31: 公司研发费用率不断提高	15
图 32: 2019 年公司水洗类产品营收实现快速增长	15
图 33: 公司 E 系列代表产品	15
图 34: 公司 X 系列代表作品	16
图 35: 公司集成灶连续六年获得全网集成灶成交额 top1	16
图 36: 募集资金用途	17
图 37: 公司收入及毛利率预测	18
图 38: 估值分析	19

## 1. 公司系集成灶行业领军品牌

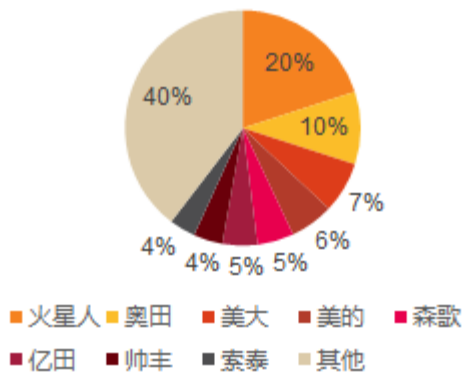
公司于 2010 年成立于浙江省海宁市，专业从事新型厨电产品的研发、设计、生产与销售，**主营业务收入主要来源于集成灶、集成水槽及集成洗碗机**，合计占比达 90%以上。相对于其他三家上市公司，公司成立时间较晚，在短短 10 年内实现快速增长，如今线上市占率达到行业第 1，线下市占率位列行业前 3。

图 1：四家集成灶上市公司中，火星人成立时间较晚



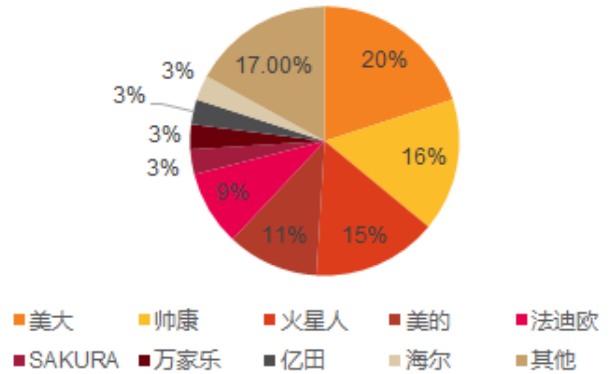
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：图 公司线上份额位居行业第一



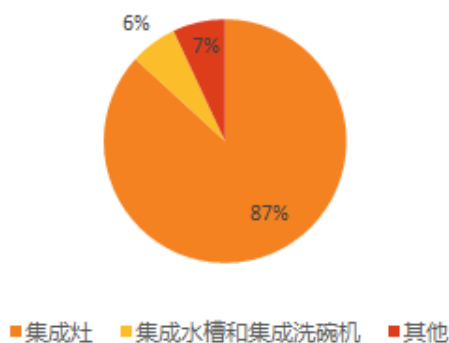
资料来源：奥维云网，数据选取奥维云网 2020 年 9 月，天风证券研究所

图 3：公司线下份额位列行业前三



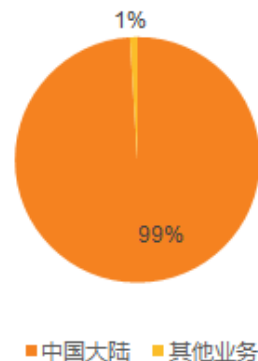
资料来源：奥维云网，数据选取奥维云网 2020 年 9 月，天风证券研究所

图 4：公司收入近九成来自集成灶



资料来源：招股说明书，数据截至 2020 年半年报，天风证券研究所

图 5：公司主营收入全部来自大陆



资料来源：公司招股说明书，数据截至 2020 年半年报，天风证券研究所

图 6: 公司发展史



资料来源：公司官网，天风证券研究所

### 公司实际控制人为黄卫斌先生

公司实际控制人为黄卫斌先生，发行后直接持有公司 37% 的股份，并通过担任海宁大有、海宁大宏执行事务合伙人分别间接控制公司 13%、13% 的表决权，合计控制公司 63% 的表决权，为公司控股股东及实际控制人。海宁大有和海宁大宏为发行人持股平台，海宁融朴和杭州金投为私募基金。

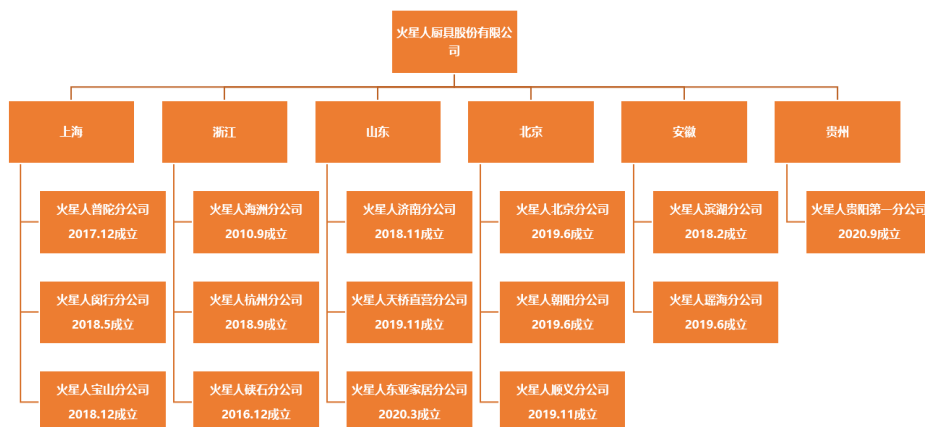
图 7: 发行前后，公司股东持股比例情况

序号	股东名称	本次发行前		本次发行后	
		持股数 (万股)	比例	持股数 (万股)	比例
1	黄卫斌	14790	41%	14790	37%
2	海宁大有	5400	15%	5400	13%
3	海宁大宏	5400	15%	5400	13%
4	朱正耀	3720	10%	3720	9%
5	红杉智盛	3000	8%	3000	7%
6	海宁融朴	1970	5%	1970	5%
7	董其良	1495	4%	1495	4%
8	杭州金投	675	2%	675	2%

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

自 2018 年起，公司加速线下渠道布局，三年内设立了 10 余家分公司，分别位于北京、上海、山东安徽等各个省市，如今公司共有 15 家分公司，分管当地的直营店。

图 8：公司共有 15 家分公司



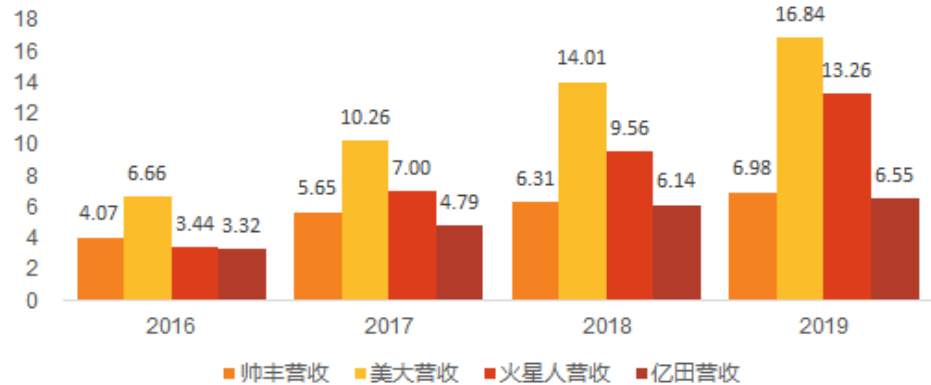
资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

## 2. 公司亮点:

### 2.1. 收入端：集成灶行业龙二，增速遥遥领先。

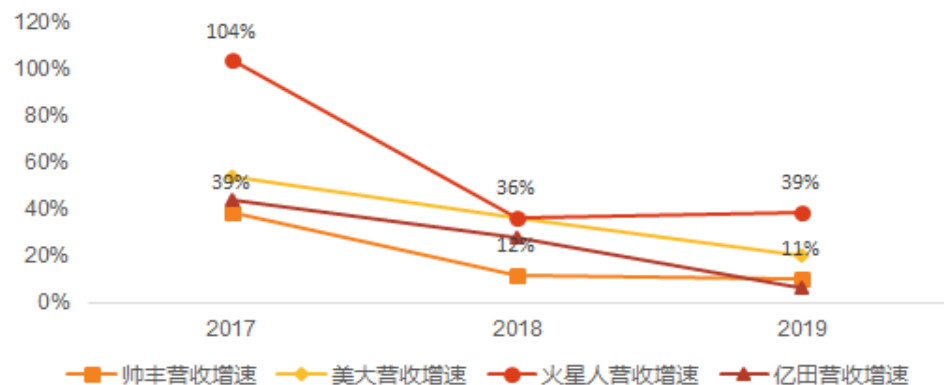
2019年，公司营收规模达13.3亿，同比+39%，2016-2019年复合增长率57%；归母净利润2.4亿，同比160%，2016-2019年复合增长率64%。近年主营业务收入快速增长的原因一方面是集成灶市场的扩大，另一方面，公司结合线下积极参与线上电商业务，与天猫、京东、苏宁易购等国内主流电商开展合作，再利用互联网流量为线下销售引流，实现线上带动线下业务的正循环。

图 9：公司营收规模排行行业第二（单位：亿元）



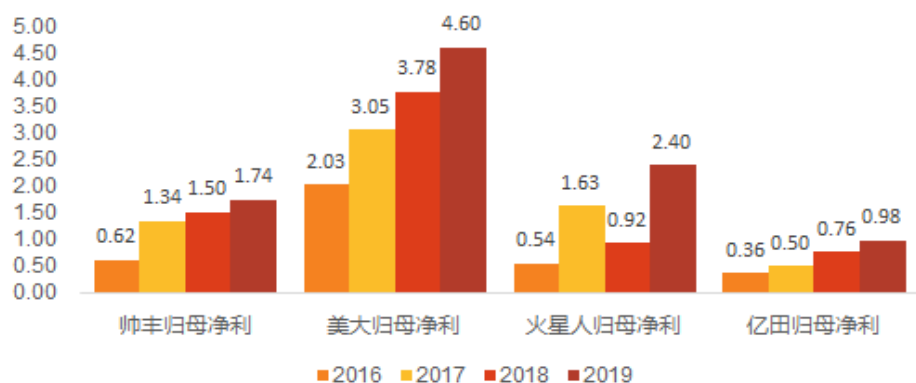
资料来源：公司招股说明书，wind，天风证券研究所

图 10：公司营收增速在行业内保持首位



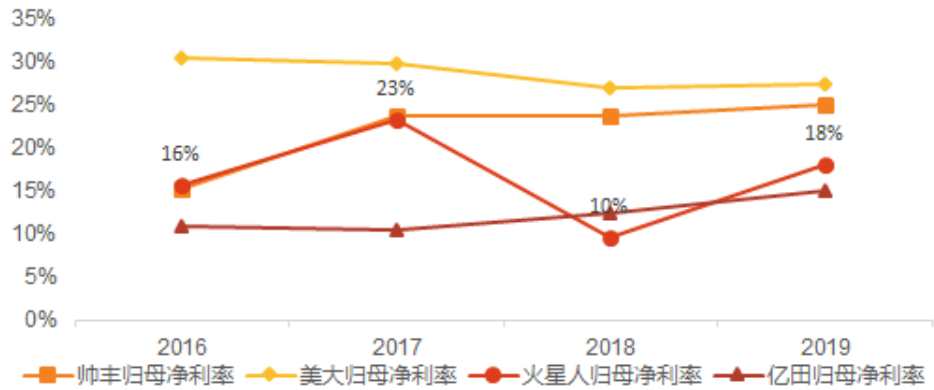
资料来源：公司招股说明书，wind，天风证券研究所

图 11：公司归母净利润呈现快速增长的态势（单位：亿元）



资料来源：公司招股说明书，wind，天风证券研究所

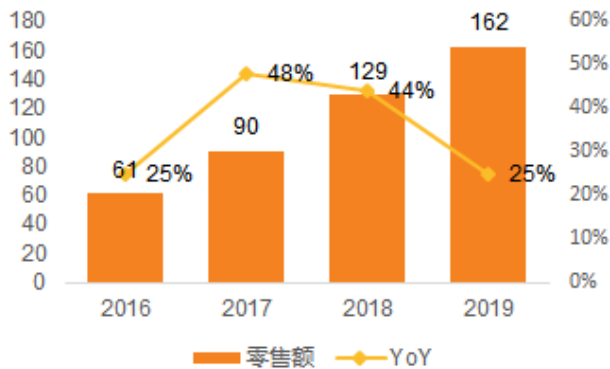
图 12：2019 年公司归母净利率有所提升



资料来源：公司招股说明书，wind，天风证券研究所

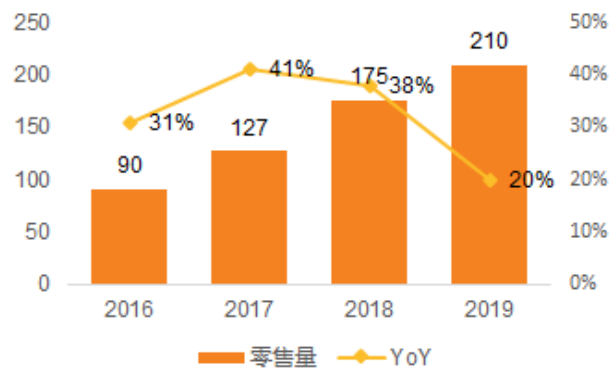
集成灶市场高速发展，但渗透率仍然处于低位，未来增长空间明朗。根据中怡康的测算，2016-2019 年我国集成灶市场零售额规模年复合增速达 38%。近年来虽然随着市场规模的不断扩大以及地产因素的影响增速有所放缓，但从市场渗透率来看，集成灶产品在烟灶市场中的渗透率仍处于较低水平，未来增长空间仍然比较明朗。

图 13：我国集成灶零售额变化情况（单位：亿元）



资料来源：中怡康测算，天风证券研究所

图 14：我国集成灶零售量变化情况（单位：万台）



资料来源：中怡康测算，天风证券研究所

集成灶作为公司最主要的核心产品，17-19 年其零售额年均复合增长率为 39%，增速略快于行业市场规模的整体增长水平。从销量的角度来看，2017 年公司销售量实现翻倍式增长，远大于行业内增速，并在 18 和 19 年保持 30%的增速，2019 年收入同比增速达 39%，大于行业约 14pct。从均价的角度来看，16-18 年公司均价以每年 400-500 元的绝对额稳步增长，2019 年呈现下滑的态势。

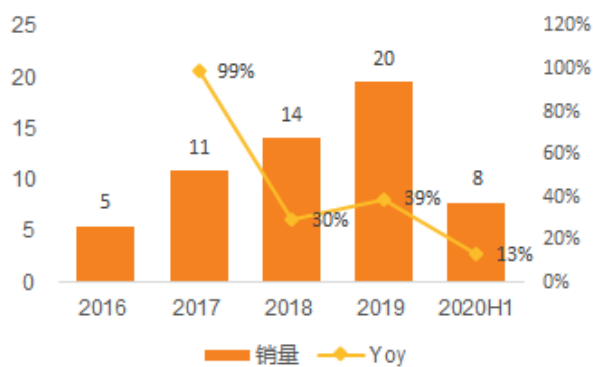


图 15：公司核心产品集成灶收入快速增加（单位：亿元）



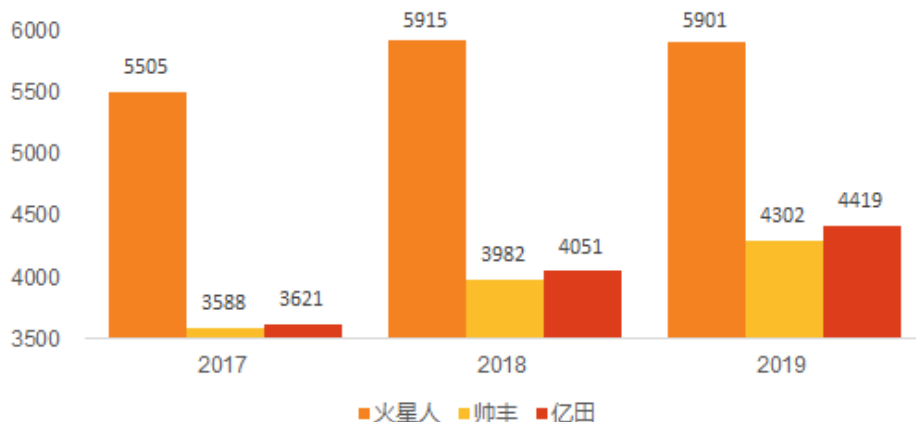
资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

图 16：集成灶销量是提升公司总销额的主要因素（单位：万台）



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

图 17：公司出厂价在行业内较高，且成稳步增长态势（单位：元/台）



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

## 2.2. 毛利率：销售模式的优化为毛利率带来有利支撑

公司毛利率仅次于浙江美大，在行业内处于较高的位置。一方面，公司通过对产品不断优化，使得集成灶的平均售价逐年提升；另一方面，随着产量增加，生产的规模效应凸显以及成本控制下，集成灶的单位平均成本增幅低于平均售价增幅，与此同时，集成水槽、集成洗碗机等产品的单位平均成本增幅与平均售价增幅基本同步。

2019 年，公司毛利率有所下滑，主要是 18 年下半年新厂房及生产线开始投入使用，新增了较大金额的固定资产折旧费用，使得 19 年单位产品分摊的固定制造费用和营业成本均高于 18 年的相应指标。

图 18：公司毛利率处于行业较高水平

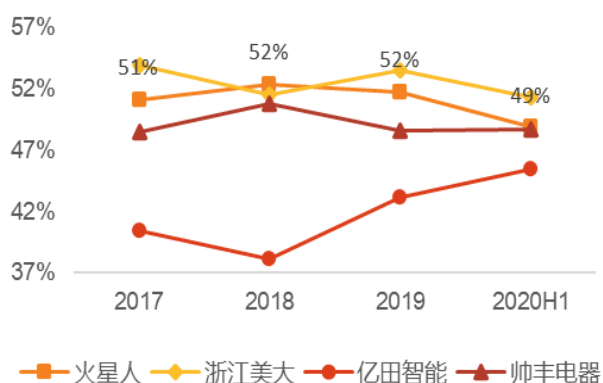
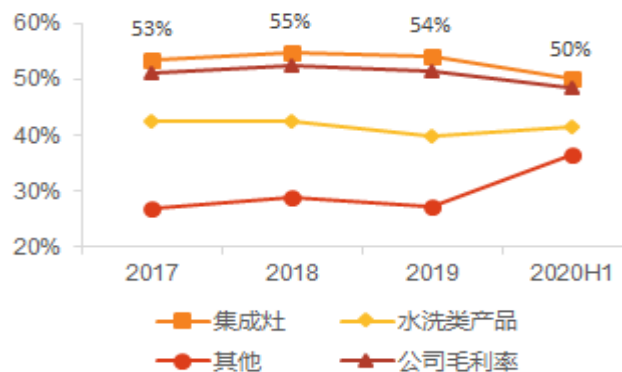


图 19：公司集成灶产品的毛利率水平较高

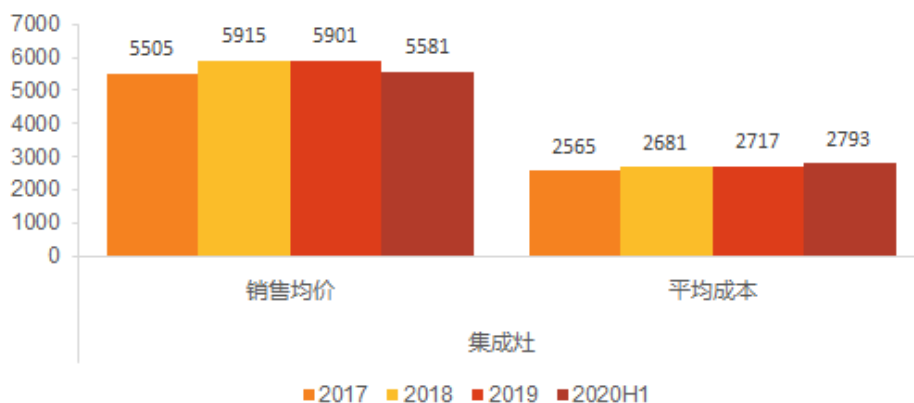


资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

在行业快速增长的大背景下，公司通过持续开发新产品、优化产品结构、调整销售价格等方式，使得销售均价整体呈上升趋势。17-19 年，公司集成灶的单位平均成本复合增长率约 3%。集成灶单位平均成本小幅上升的主要原因包括两个方面：一是单位平均成本较高的蒸箱款集成灶销售占比上升，二是公司产品生产成本中材料占比在 80%左右，板材、压铸件等主要原材料的平均采购价格小幅上升也使得单位成本有所增加。

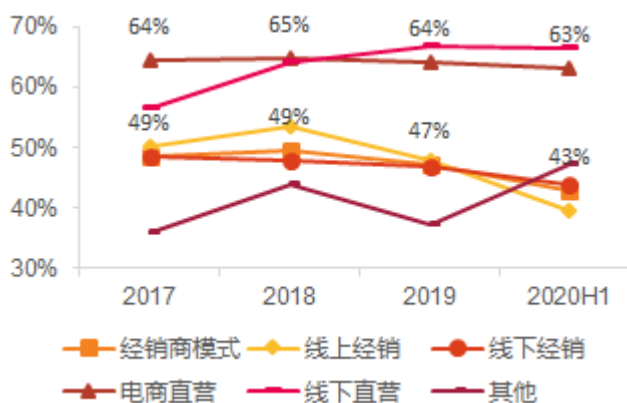
图 20：公司集成灶销售均价及平均成本呈上升趋势（单位：元）



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

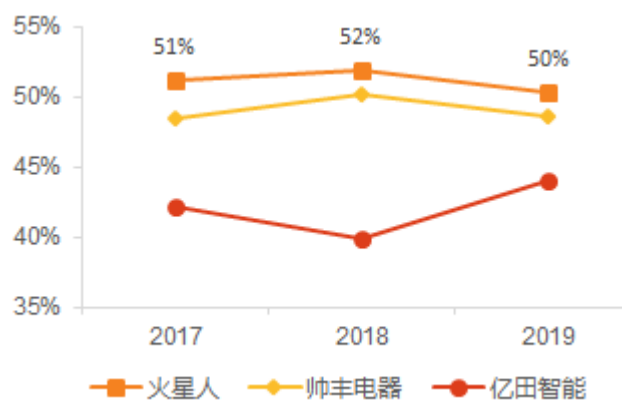
分销售模式来看，较高的电商直营占比使得公司毛利率水平在业内占优。公司主营业务毛利主要来源于经销和电商直营模式销售的产品，17-19 年公司电商直营模式的毛利率均高于经销模式，主要是由同类型产品在不同细分销售模式下对直接购买者的实际销售价格存在差异所致。

图 21：公司主营毛利率由经销和电商直营毛利率占比决定



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

图 22：公司经销毛利率与帅丰电器差异不大



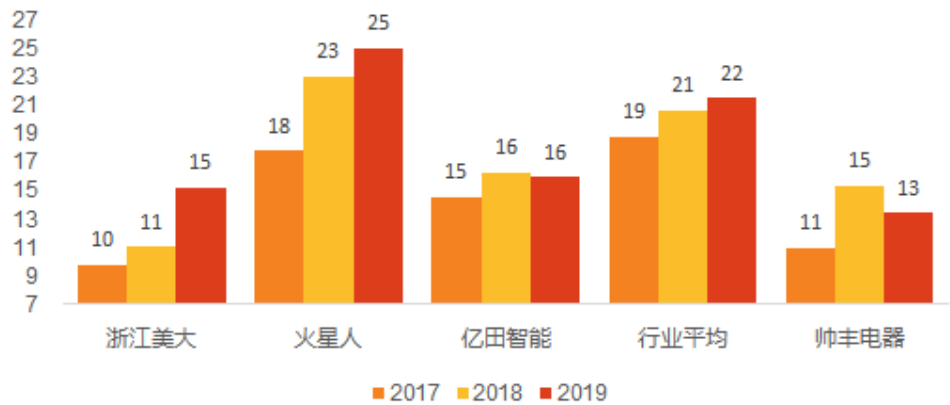
资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

### 2.3. 大力投入销售费用，公司影响力有望进一步扩大

公司的销售费用率在行业内处于较高水平。拆分对比来看可以发现，公司销售费用主要由广告宣传费、职工薪酬费用、营销推广费、电商费用和物流运输费构成，我们认为造成公司销售费用较高的原因主要是电商费用及职工薪酬在业内较高，2019 年，公司销售人员数量为 490 人，远高于美大与亿田（137 和 225 人）。与此同时，公司广告投入仅次于美大

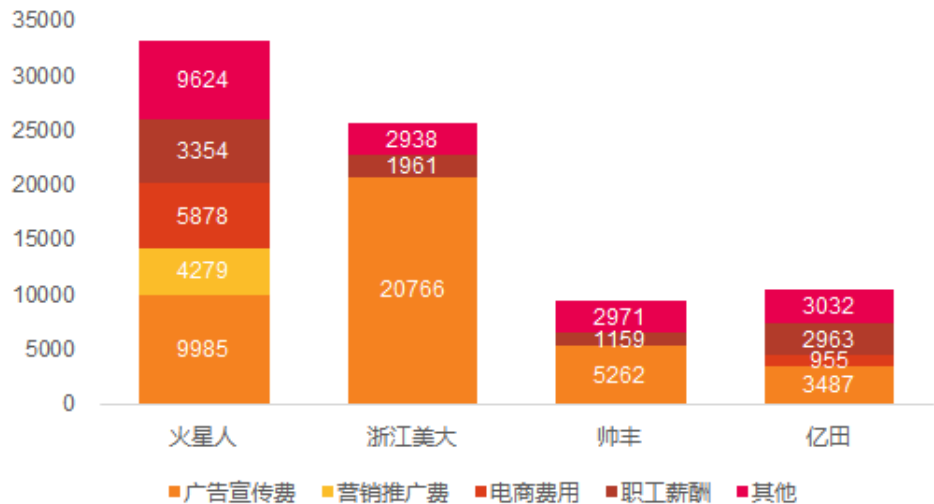
在业内排名第二。

图 23：公司销售费用率在行业内处于较高水平（单位：%）



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

图 24：销售费用拆分：公司营销推广及职工薪酬在业内较高（单位：万元）

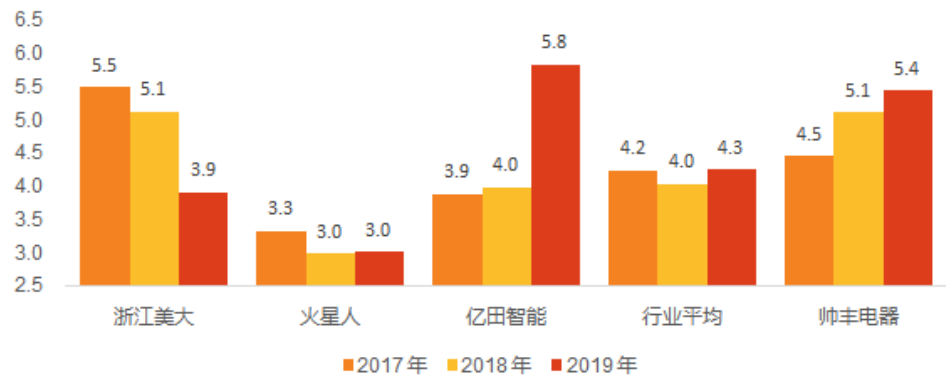


资料来源：公司招股说明书，数据截至 2019 年，天风证券研究所

17-19 年，公司销售费用逐年增长，年均复合增长率为 63%，高于同期营收增长率。主要原因在于，一方面公司 17 年以来持续加大广告设计和制作投入，广告宣传费用快速增加；另一方面，公司加大电商布局，电商销售与规模持续扩大，相应的电商费用和物流运输费用也随之增长。

与同行业相比，公司管理费用率较低，主要原因系公司管理人员平均薪酬较低，进而导致管理部门职工薪酬占营业收入比重较低。

图 25：公司管理费用率较为稳定（单位：%）

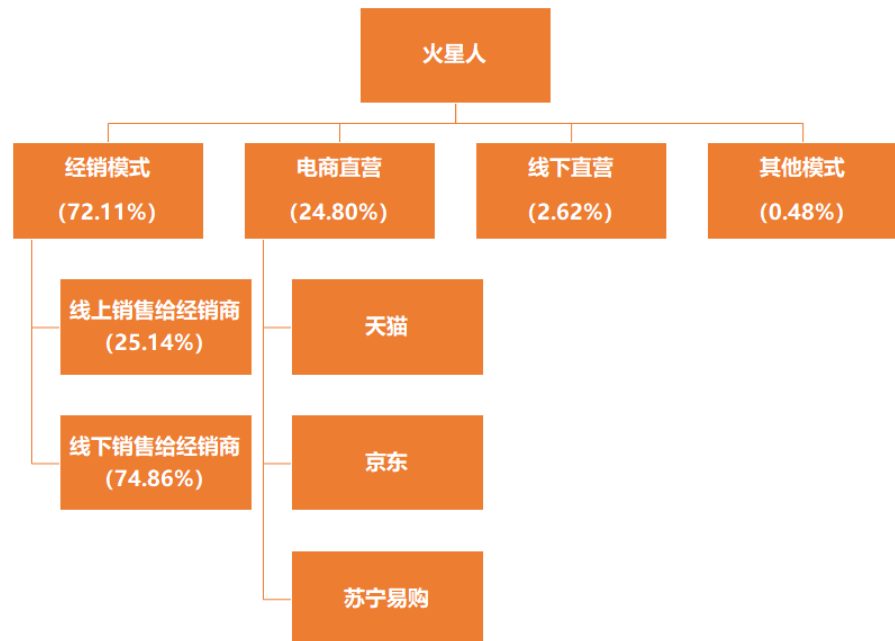


资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

## 2.4. 渠道：线上线下“双轮驱动”销售战略，构建专业化营销体系

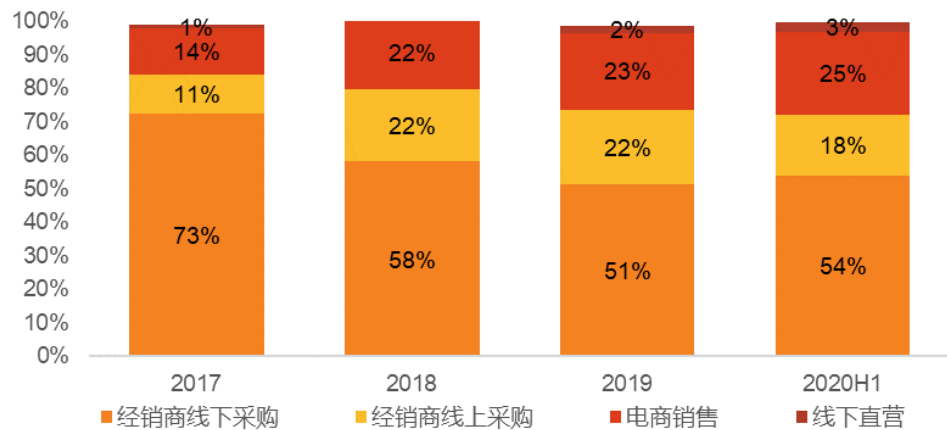
公司销售模式主要分为经销模式、电商销售及线下直营，电商销售及线下直营模式增速较快，占比逐年提升。经销模式主要由两种形式构成，分别为经销商线下采购和经销商线上采购。在线下采购模式下，公司通过线下渠道销售给经销商，再由经销商开设实体专卖店销售给客户，公司将商品交给线下经销商或物流公司后确认收入。线上采购的模式下，则是公司收到相应货款时确认收入。电商销售分为两种模式，分别为电商平台代销和线上开店直营。电商平台代销模式下，是确认结算单生成时点的收入，线上开店直营模式下，公司收到相应货款时确认收入。

图 26：经销模式是公司的主要销售模式



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所，数据截至 2020 年半年报

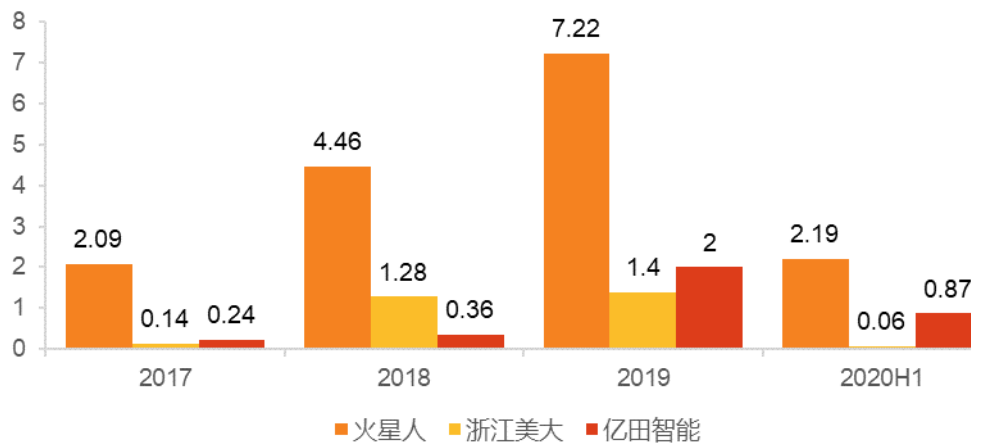
图 27：公司电商销售模式占比逐年增加



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

公司充分发挥电商平台与经销门店、直营门店的协同作用，推行线上+线下“双轮驱动”的发展战略。所推出的线上销量专项返利政策取得了良好的市场效应和经济效益。一方面，公司通过线上销量专项返利政策激励经销商及引导客户通过电商平台下单，提高线上销量排名，吸引更多关注者购买。2017-2019 年，公司线上主要产品的销量年均复合增长率为 78%，线上销售收入的年均复合增长率高达 84%。公司 2019 年线上销售收入 7 亿元，高于集成灶行业内的其他企业。

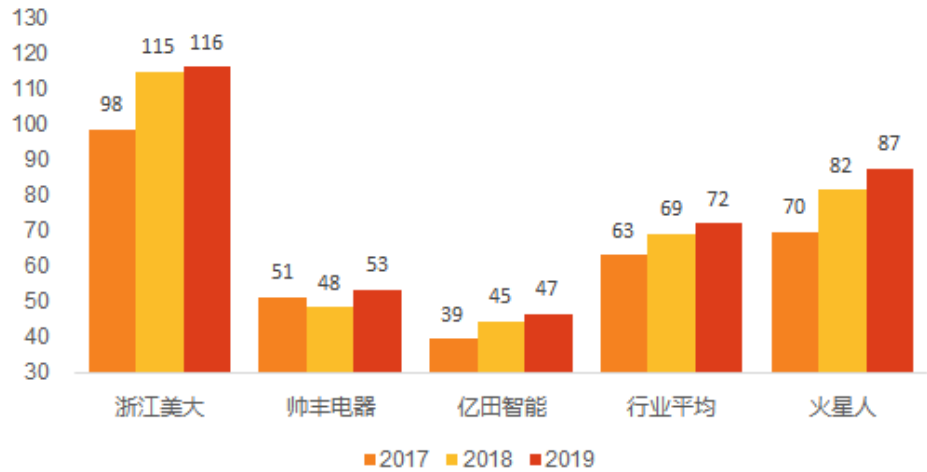
图 28：公司线上销售收入高于业内其他企业（单位：亿元）



资料来源：公司招股说明书，浙江美大招股说明书，亿田智能招股说明书，天风证券研究所

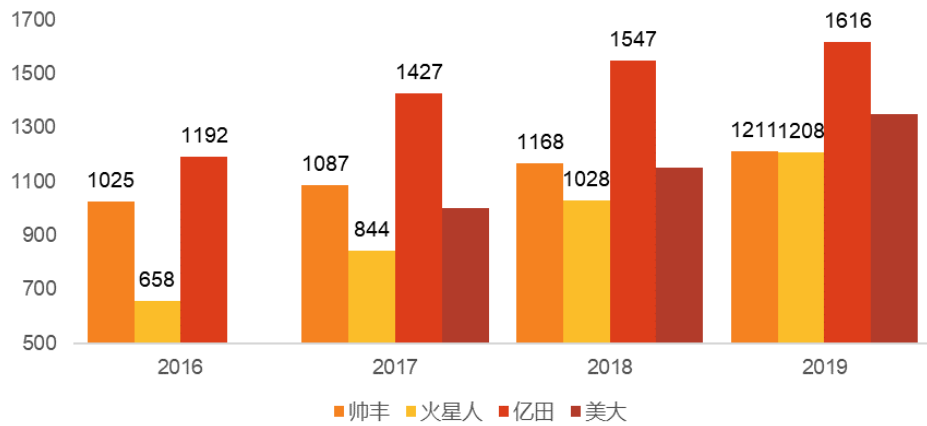
另一方面，线上销量的累积和口碑效应的发酵，有效带动了线下直营门店和经销门店的销售业绩。通过线上与线下销售的紧密结合，经销商的创收能力得到了进一步提高，其中，与公司持续进行业务往来的经销商平均销售收入逐年增长。2019 年度，公司整体销售收入达 13 亿元，销售规模销售规模位居集成灶行业前列。

图 29：公司经销商平均销售收入持续增长（单位：万元）



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

图 30：公司经销商数量得到快速增长（家）

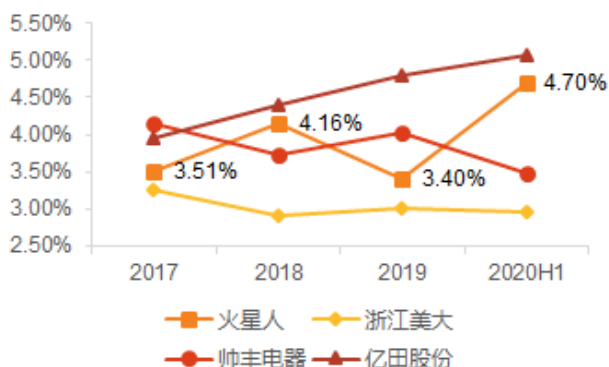


资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

## 2.5. 坚持研发投入，为品类延展奠基

17-19 年公司研发费用逐年上升，主要原因系公司一贯重视研发投入，持续引进研发人才，不断开展各类研发项目，且与同行业可比公司不存在显著差异。公司核心技术产品收入占比近九成，掌握多个核心技术。此外，公司在重视研发的基础上，积极进行品类拓展，坚持对集成水槽及集成洗碗机的研发投入，公司产品品类有望进一步得到延展。

图 31：公司研发费用率不断提高



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

图 32：2019 年公司水洗类产品营收实现快速增长



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

## 2.6. 产品：以产品升级为中心，依托核心技术放眼未来

在产品的设计方面，公司持续推出符合现代厨房生活理念的新型厨电产品，同时紧跟家电智能化的潮流，在进一步完善产品核心功能的基础上普及应用智能化装置，进一步改善人机互动水平、优化厨房体验。

图 33：公司 E 系列代表产品

型号	E3G/X	图片
天猫价格	6999	
外形尺寸	850x600x805mm	
性能	油烟机+燃气灶+二星消毒柜	
能效等级	一级	
光源	LED	
油网	特氟龙油网	
烟机噪音	58dB	
燃料种类	天然气/液化气	
油烟机排风量	18立方米/分钟	
吸烟方式	侧吸下排	
安全保障	热电偶熄火保护+漏气感应保护+消毒柜门控保护+保险丝保护+溢液保护+童锁保护	
控制台	前置触摸屏	
代言人	明星黄磊	

资料来源：天猫旗舰店，天风证券研究所

图 34：公司 X 系列代表作品

型号	X3B/Z	图片
天猫价格	10460	
外形尺寸	850x600x1300mm	
性能	油烟机+燃气灶+蒸箱	
能效等级	一级	
导油系统	离心导油系统	
叶轮	梳风式降噪叶轮	
烟机噪音	58dB	
燃料种类	天然气/液化气	
油烟机排风量	17立方米/分钟	
吸烟方式	侧吸下排	
安全保障	童锁旋钮+熄火保护+漏气保护+干烧保护+铝板防爆	
按键类型	触摸型	
代言人	明星黄磊	

资料来源：天猫旗舰店，天风证券研究所

**多项目品类全网销售第一。**公司结合多年厨电行业线下营销的经验，紧跟国内电子商务的快速发展趋势，积极与天猫商城、京东商城、苏宁易购等国内主流电商平台开展合作。公司针对性推出 E 系列集成灶、X3Z 集成灶等性价比较高的电商型号，吸引网络消费者的注意力，并在“6.18”、“双十一”等网络购物节及“五一”、“十一”等法定节假日开展大规模品牌宣传和线上促销活动，促进电商集中销售。在充分利用互联网流量优势的同时，通过为消费者推荐所在地附近的门店实现为线下销售引流，不仅实现了线上电商业务的快速增长，而且有效带动了线下业务规模的扩大。

图 35：公司集成灶连续六年获得全网集成灶成交额 top1



资料来源：公司官网，天风证券研究所



### 3. 募集资金用途

公司此次募集资金的用途可分为三大类，**第一类**用于建设智能集成灶产业园，项目总投资额为 6.95 亿元，拟投入募集资金 5.27 亿元，项目达产后实现年产集成灶 15 万台。

**第二类**用于研发中心及信息化系统建设技改，项目总投资额为 1.15 亿元，拟投入募集资金 1.15 亿元，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。

**第三类**用于集成灶生产线升级扩产，项目总投资额为 2.37 亿元，拟投入募集资金 2.37 亿元。本项目的实施为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和，有助于进一步增强公司的盈利水平，提升公司的核心竞争力。

图 36：募集资金用途

序号	募投项目	投资总额 (亿元)	拟使用募 集资金 (亿元)	建设期 (月)	项目内容
1	智能集成灶产业园项目	6.95	5.27	36	用于建设智能集成灶产业园，项目达产后实现年产集成灶 15 万台
2	研发中心及信息化建设 技改项目	1.15	1.15	36	用于研发中心及信息化系统建设技改，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
3	集成灶生产线升级扩产 项目	2.37	2.37	24	用于集成灶生产线升级扩产，可为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和，有助于进一步增强公司的盈利水平，提升公司的核心竞争力
总计		10.47	8.79	-	-

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

### 4. 盈利预测

#### 收入端

品类方面：公司高度重视研发和产品设计，在此基础上不断进行产品升级，完善产品系列，满足各类消费者的差异化需求；与此同时公司不断开发新品类，在水洗类产品上不断坚持研发投入，其收入增速显著且具有一定的发展潜力；我们预计 20-22 年公司营收增速分别为 20%、57%、23%。

#### 毛利率

从销售模式的角度看，毛利较高直销模式收入占比有望进一步提升。电商平台方面，紧跟国内电子商务的快速发展趋势，积极与天猫商城、京东商城、苏宁易购等国内主流电商平台开展合作，随着公司销售规模及影响力的加大，公司线上收入规模有望持续实现良性循环；与此同时，公司近年加大线下直营店的开店进度，在多个一二级省市设立直营店，对毛利率形成有力支撑。我们预计 20-22 年公司毛利率水平分别为 51.5%、52.9%、53%。

图 37：公司收入及毛利率预测

单位：万元		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>合计</b>		<b>70,018</b>	<b>95,564</b>	<b>132,616</b>	<b>159,578</b>	<b>250,937</b>	<b>309,318</b>
Yoy			36%	39%	20%	57%	23%
毛利率		51%	52%	52%	51.47%	52.29%	53%
毛利		1,029	1,049	1,030	82,139	131,203	162,647
<b>经销模式</b>		<b>58,750</b>	<b>76,316</b>	<b>97,657</b>	<b>118,338</b>	<b>188,710</b>	<b>233,810</b>
Yoy			30%	28%	21%	59%	24%
占比		84%	80%	74%	74%	75%	76%
毛利率		49%	49%	47%	44%	49%	49%
毛利		28,594	37,723	46,172	52,064	91,713	113,734
	<b>经销商线下采购</b>	<b>50,812</b>	<b>55,506</b>	<b>67,978</b>	<b>83,613</b>	<b>132,108</b>	<b>158,530</b>
Yoy			9%	22%	23%	58%	20%
占比		73%	58%	51%	52%	53%	51%
毛利率		48%	48%	47%	45%	48%	48%
毛利		24,613	26,604	31,916	37,375	63,412	76,094
	<b>经销商线上采购</b>	<b>7,938</b>	<b>20,810</b>	<b>29,679</b>	<b>34,725</b>	<b>56,602</b>	<b>75,280</b>
Yoy			162%	43%	17%	63%	33%
占比		11%	22%	22%	22%	23%	24%
毛利率		50%	53%	48%	42%	50%	50%
毛利		3,978	11,123	14,258	14,689	28,301	37,640
<b>直销模式</b>		<b>10,478</b>	<b>18,075</b>	<b>33,289</b>	<b>46,209</b>	<b>59,562</b>	<b>74,308</b>
Yoy			73%	84%	39%	29%	25%
占比		15%	19%	25%	29%	24%	24%
毛利率		64%	65%	64%	64%	64%	64%
毛利		6,688	11,698	21,407	29,365	38,415	47,345
	<b>电商平台</b>	<b>9,763</b>	<b>16,756</b>	<b>30,356</b>	<b>39,463</b>	<b>50,119</b>	<b>60,142</b>
Yoy			72%	81%	30%	27%	20%
占比		14%	22%	23%	25%	20%	19%
毛利率		64%	65%	64%	63%	64%	63%
毛利		6,283	10,855	19,449	24,862	32,111	37,890
	<b>线下直营</b>	<b>715</b>	<b>1,319</b>	<b>2,933</b>	<b>6,745</b>	<b>9,444</b>	<b>14,165</b>
Yoy			84%	122%	130%	40%	50%
占比		1%	1%	2%	4%	4%	5%
毛利率		57%	64%	67%	67%	67%	67%
毛利		405	844	1,958	4,503	6,304	9,455
<b>其他主营收入</b>		<b>31</b>	<b>141</b>	<b>267</b>	<b>534</b>	<b>800</b>	<b>1,201</b>
Yoy			352%	89%	100%	50%	50%
占比		0%	0%	0%	0%	0%	0%
毛利率		36%	44%	37%	40%	40%	39%
毛利		11	62	99	213	323	471
<b>其他业务收入</b>		<b>759</b>	<b>1,032</b>	<b>1,403</b>	<b>1,243</b>	<b>1,865</b>	<b>2,798</b>
Yoy			36%	36%	-11%	50%	50%
占比		1%	1%	1%	1%	1%	1%
毛利率		36%	44%	37%	40%	40%	39%
毛利额		273	452	523	497	753	1,097

资料来源：公司招股说明书，Wind，天风证券研究所

### 期间费用率

公司销售费用率在行业内处于较高水平，其影响因素主要是职工薪酬及广告费用率。近年，公司为扩大影响力，提升公司的品牌效应及渗透率，在广告费用上持续积极投入的同时，持续扩大销售人员的数量。鉴于公司目前仍处于持续上升的关键期，我们预计公司在销售费用的投放方面，仍不会下降；我们预计 20-22 年公司销售费用率分别为 23.2%、24%、24%；管理和研发费用率方面，预计公司保持投入。

基于以上分析我们预计公司 20-22 年公司归母净利润增速分别为 27.8%、50.3%、25.5%，归母净利率分别为 19.2%、18.4%、18.7%。

## 5. 估值分析

基于以上分析我们预计公司 20-22 年公司归母净利润增速分别为 24.4%、37.7%、25.6%，归母净利率分别为 18.7%、18.9%、19.3%。考虑到公司渠道端的优势及营销上所做的努力，同时基于行业可比公司的 PS，我们预计公司合理 PS 区间为 5.5-6.4，对应 2021 年 138-161 亿元市值，对应合理价格区间为 34.1-39.8 元/股。

图 38：估值分析

代码	上市公司	股价（元）		PE			市值 亿元	PS		营收（亿元）	
		2020/12/31	2019/12/31	2020	2021	2022		2020E	2021E	2020E	2021E
605336.SH	帅丰电器	34.3	1.7	23.8	20.7	18.9	40	5.4	4.9	7.4	8.1
002677.SZ	浙江美大	15.9	0.7	19.7	16.4	13.8	103	5.5	4.6	18.6	22.5
300911.SZ	亿田智能	41.8	1.2	30.5	23.7	19.6	45	6.3	5.3	7.1	8.5
300911.SZ	总计						187	5.7	4.8	33.0	39.1
300894.SZ	火星人	34.1	0.7		30.0		138		5.5	16.0	25.1
		39.8			35.0		161		6.4		

资料来源：天风证券研究所

## 6. 风险提示

### （一）市场竞争加剧的风险

我国厨房电器制造行业发展迅速，行业内中小企业数量众多，市场竞争较为激烈，各企业之间的竞争已经从低层次的价格竞争逐渐升级到品牌、网络、质量、服务、管理等的综合能力竞争。市场竞争的加剧可能导致行业平均利润率的下滑，从而对公司的生产经营带来不利影响。此外，为了维持生存和发展，不排除部分竞争力较弱的企业通过以次充好、甚至冒充名牌产品等恶性竞争手段进行销售，这些不规范行为在加剧行业内市场竞争的同时也会使消费者对集成灶、集成水槽、集成洗碗机等厨电产品产生疑虑，进而对整个行业和公司的发展产生不利影响。

### （二）经销网络管理风险

经销模式是公司主要的销售模式之一，报告期内公司经销收入占主营业务收入的比重在70%以上。报告期各期末，公司经销门店家数分别为 1,096 家、1,383 家、1,611 家和 1,687 家，呈逐年增加趋势。随着公司经销门店的不断增加和经销网络的不断拓展，未来如果公司无法持续改善经销网络规范化管理程序，无法对经销商执行有效管理，则可能会对公司整体品牌形象、营销网络的稳定性以及持续盈利能力产生负面影响。

### （三）电商销售渠道风险

随着互联网运用的普及，网络购物已经成为人们日常消费的一种普遍方式。报告期内公司线上销售收入占主营业务收入的比重已由 2017 年的 25.56% 提高到 2020 年 1-6 月的 42.93%。未来如果公司不能及时响应线上消费者的需求变化或公司与线上主要电商平台的合作关系在未来发生重大不利变动，则可能会对公司电商直营模式销售收入的稳定性带来一定冲击。此外，若电商平台自身经营的稳定性、业务模式或经营策略发生了重大变化，而公司不能及时对销售渠道进行调整，则可能对公司的经营业绩产生不利影响。

### （四）品牌宣传和市场推广不及预期的风险

公司为提高产品知名度和品牌影响力，广告宣传费和营销推广费金额逐年增加，两者合计占营业收入的比例分别为 8.09%、11.24%、10.76% 和 13.65%。公司通过传统营销媒介（央视电视广告、户外广告、签约知名艺人作为公司的品牌代言人等）与移动互联网推广（开设新浪微博企业官方账号、开设微信公众号、创建公司品牌百度贴吧、在今日头条、抖音短视频等有较高人气的应用内推广、与具有影响力的自媒体合作等）相结合的方式，进行品牌宣传和市场推广。随着公司销售规模的不断扩张，未来公司将进一步加强品牌宣传和市场推广力度，若未来其效果不及预期，相关投入未能带来新增利润的贡献，将会对公司盈利能力造成不利影响。

### （五）主要原材料价格波动的风险

公司直接材料占主营业务成本的比重在 80% 左右，故原材料价格波动对公司生产成本和盈利能力的影响较大。公司产品最为主要的原材料为各种规格的板材（不锈钢板、冷轧板、镀锌板等），其采购价格与铁矿石、煤炭等大宗商品的价格波动密切相关。板材等主要原材料的价格未来若出现超出预期的波动，将对公司生产成本和盈利能力的稳定性产生不利影响。

### （六）技术升级迭代的风险

我国家用厨房电器制造业的消费群体已经出现了明显的更新换代趋势，陆续进入适婚年龄的“80 后”、“90 后”正日益成为购置厨房电器的主力消费群体。随着消费者群体的逐步变化、消费者需求的日益多元化及其对产品品质的要求不

断提高，厨房电器生产商需要不断加快产品更新换代频率、缩短产品研发设计周期，加大对新产品的研发和新渠道的开拓力度来迎合消费者更加多样化的需求。若未来公司研发水

平不能完全满足市场需求的可能性，未能及时推出符合市场需求的新产品，行业技术革新和产品更新换代加快将对公司的市场份额和盈利水平产生一定不利影响。

### **（七）产品质量和安全控制风险**

产品质量和安全控制对厨房电器制造企业至关重要，公司产品与消费者日常生活息息相关，一旦爆发重大的产品质量纠纷甚至引发安全事故或法律诉讼，将对公司品牌形象、产品销售等造成重大打击。未来随着公司经营规模的持续扩大，如果公司不能持续有效地对产品质量进行严格把控，一旦出现产品质量方面的重大纠纷或安全事故，可能使公司面临法律风险，并对公司的经营业绩和市场声誉造成不利影响。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万)						利润表(百万元)					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	208.72	314.06	674.83	1,305.90	1,879.19	营业收入	955.64	1,326.16	1,595.78	2,509.37	3,093.18
应收票据及应收账款	10.11	49.34	15.58	47.50	44.78	营业成本	454.72	639.42	774.50	1,197.34	1,466.71
预付账款	10.46	6.47	28.83	21.49	34.29	营业税金及附加	6.07	9.26	11.55	25.09	30.93
存货	127.93	120.77	187.95	306.77	282.14	营业费用	219.56	331.21	370.47	602.25	742.36
其他	9.61	15.19	10.28	15.44	14.80	管理费用	122.18	39.90	50.68	82.81	98.98
<b>流动资产合计</b>	<b>366.83</b>	<b>505.83</b>	<b>917.46</b>	<b>1,697.10</b>	<b>2,255.19</b>	研发费用	39.73	45.12	55.57	85.32	105.17
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	2.67	(0.38)	(2.13)	(0.72)	(4.13)
固定资产	303.78	480.57	510.96	541.43	558.14	资产减值损失	0.84	(0.35)	(1.22)	(0.24)	(0.60)
在建工程	111.40	99.50	95.70	105.42	93.25	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	53.26	53.49	51.71	49.93	48.15	投资净收益	2.81	0.28	1.65	1.58	1.17
其他	23.20	17.42	19.77	18.67	17.83	其他	(6.90)	(7.57)	(14.70)	(3.99)	(3.02)
<b>非流动资产合计</b>	<b>491.65</b>	<b>650.99</b>	<b>678.14</b>	<b>715.45</b>	<b>717.38</b>	<b>营业利润</b>	<b>113.95</b>	<b>269.27</b>	<b>349.42</b>	<b>519.93</b>	<b>655.61</b>
<b>资产总计</b>	<b>858.48</b>	<b>1,156.82</b>	<b>1,595.60</b>	<b>2,412.55</b>	<b>2,972.57</b>	营业外收入	8.91	11.45	6.46	9.36	9.40
短期借款	33.00	29.84	0.00	0.00	0.00	营业外支出	0.74	2.09	4.43	1.02	1.88
应付票据及应付账款	210.11	264.95	328.99	599.18	517.98	<b>利润总额</b>	<b>122.11</b>	<b>278.63</b>	<b>351.44</b>	<b>528.27</b>	<b>663.13</b>
其他	199.68	260.54	327.99	411.56	473.12	所得税	29.76	38.90	45.04	67.70	84.98
<b>流动负债合计</b>	<b>442.79</b>	<b>555.32</b>	<b>656.99</b>	<b>1,010.73</b>	<b>991.10</b>	<b>净利润</b>	<b>92.35</b>	<b>239.73</b>	<b>306.40</b>	<b>460.58</b>	<b>578.15</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>92.35</b>	<b>239.73</b>	<b>306.40</b>	<b>460.58</b>	<b>578.15</b>
其他	7.93	19.62	9.84	12.47	13.98	每股收益(元)	0.23	0.59	0.76	1.14	1.43
<b>非流动负债合计</b>	<b>7.93</b>	<b>19.62</b>	<b>9.84</b>	<b>12.47</b>	<b>13.98</b>						
<b>负债合计</b>	<b>450.73</b>	<b>574.94</b>	<b>666.83</b>	<b>1,023.20</b>	<b>1,005.07</b>						
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>主要财务比率</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
股本	364.50	364.50	405.00	405.00	405.00	<b>成长能力</b>					
资本公积	0.53	0.53	0.53	0.53	0.53	营业收入	36.48%	38.77%	20.33%	57.25%	23.27%
留存收益	43.25	217.38	523.78	984.35	1,562.50	营业利润	-37.40%	136.32%	29.76%	48.80%	26.09%
其他	(0.53)	(0.53)	(0.53)	(0.53)	(0.53)	归属于母公司净利润	-43.39%	159.60%	27.81%	50.32%	25.53%
<b>股东权益合计</b>	<b>407.75</b>	<b>581.88</b>	<b>928.78</b>	<b>1,389.35</b>	<b>1,967.50</b>	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>858.48</b>	<b>1,156.82</b>	<b>1,595.60</b>	<b>2,412.55</b>	<b>2,972.57</b>	毛利率	52.42%	51.78%	51.47%	52.29%	52.58%
						净利率	9.66%	18.08%	19.20%	18.35%	18.69%
						ROE	22.65%	41.20%	32.99%	33.15%	29.38%
						ROIC	344.98%	110.79%	108.04%	193.30%	876.70%
						<b>偿债能力</b>					
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	资产负债率	52.50%	49.70%	41.79%	42.41%	33.81%
净利润	92.35	239.73	306.40	460.58	578.15	净负债率	-43.09%	-48.85%	-72.66%	-93.99%	-95.51%
折旧摊销	28.66	53.37	35.20	41.59	47.24	流动比率	0.83	0.91	1.40	1.68	2.28
财务费用	3.08	1.25	(2.13)	(0.72)	(4.13)	速动比率	0.54	0.69	1.11	1.38	1.99
投资损失	(2.81)	(0.28)	(1.65)	(1.58)	(1.17)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	47.75	161.30	68.51	208.91	(2.09)	应收账款周转率	181.02	44.61	49.16	79.56	67.04
其它	73.18	(50.34)	0.00	0.00	0.00	存货周转率	9.30	10.66	10.34	10.14	10.50
<b>经营活动现金流</b>	<b>242.20</b>	<b>405.04</b>	<b>406.33</b>	<b>708.77</b>	<b>618.00</b>	总资产周转率	1.28	1.32	1.16	1.25	1.15
资本支出	202.23	205.79	69.78	77.38	48.49	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.23	0.59	0.76	1.14	1.43
其他	(452.36)	(415.97)	(128.13)	(155.80)	(97.32)	每股经营现金流	0.60	1.00	1.00	1.75	1.53
<b>投资活动现金流</b>	<b>(250.13)</b>	<b>(210.18)</b>	<b>(58.35)</b>	<b>(78.42)</b>	<b>(48.83)</b>	每股净资产	1.01	1.44	2.29	3.43	4.86
债权融资	33.00	29.84	0.00	0.00	0.00	<b>估值比率</b>					
股权融资	278.91	0.38	42.63	0.72	4.13	市盈率	214.89	82.78	64.77	43.09	34.33
其他	(337.17)	(102.32)	(29.84)	0.00	0.00	市净率	48.67	34.11	21.37	14.28	10.09
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(25.26)</b>	<b>(72.10)</b>	<b>12.79</b>	<b>0.72</b>	<b>4.13</b>	EV/EBITDA	0.00	0.00	51.61	33.07	25.71
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	0.00	0.00	57.01	35.73	27.58
<b>现金净增加额</b>	<b>(33.19)</b>	<b>122.76</b>	<b>360.77</b>	<b>631.07</b>	<b>573.29</b>						

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com