

线上布局首屈一指，集成灶新秀上市

投资要点

- **推荐逻辑:** 公司作为集成灶行业领先企业，三年营收复合增长率达到了 56.9%。公司产品定位中高端，自动化生产效率较高；线上渠道建设快人一步，线上销售占比超 40%。未来随着集成灶产品渗透率持续提升，公司持续加强线上线下融合发展，募资扩产突破产能瓶颈，有望充分享受行业红利。
- **快速成长的集成灶企业。** 公司成立于 2010 年，主要经营集成灶、集成水槽以及集成洗碗机等厨电产品。凭借出色的产品设计以及多元化的渠道布局，公司集成灶产品销量增速远超行业增速，2019 年公司集成灶销量同比增长 39%，而行业零售量同比增速为 20%。受益于集成灶产品销量的快速提升，近年来公司营收净利保持高速增长。2016-2019 年，公司的营收复合增长率达到了 56.9%，归母净利润复合增长率达到了 64.6%。2020Q1-Q3，公司营收 10 亿元，同比增长 20.5%；归母净利润为 1.6 亿元，同比增长 8.9%。
- **产品定位高端，募资突破产能瓶颈。** 从营收以及毛利率构成来看，公司集成灶占比均在 85% 以上。以京东、天猫官旗热销款为例，公司终端售价高于行业平均，产品定位高端。2017-2019 年，公司集成灶产能利用率保持在 100% 以上。2019 年公司集成灶产能 16.5 万台，产能利用率为 117.4%。公司的生产能力已经难以满足快速增长的市场需求，产能瓶颈已经成为制约公司业务进一步发展的重要因素。通过发行新股上市，公司拟将募资提升集成灶产能。在集成灶市场规模快速增长的背景下，募资扩产有望进一步提升公司的盈利水平。
- **线上销售占比远超同行。** 自公司成立以来，经销模式一直是公司的主要销售模式。公司在经销商数量不断增长的同时，顺应电商高速发展的浪潮，先后入驻了天猫、京东和苏宁易购。2020H1，公司线上销售收入占比为 42.9%，线上销售占比远超可比公司。一方面，公司线上销售均统一定价，实现了线上线下产品同价。另一方面，公司推出线上销售专供机型，构造了线上与线下的差异化产品矩阵，有效进行价格管理。此外，为了提升线上经销商的积极性，平衡线上线下经销商之间的利益冲突，公司推出了线上销量专项返利政策。2020H1，公司线上销售主要产品的平均返利金额为 1778 元/台。公司借助线上销量专项返利政策不仅有效的平滑了线上线下经销商的利益冲突，还极大提升了线上经销商的积极性。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 84.2%。
- **盈利预测与投资建议。** 行业高速成长的背景下，公司有望凭借优质的产品以及完善的渠道布局，不断提升市场份额。我们预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.71 元、1 元、1.27 元，未来三年归母净利润将保持 29% 的复合增长率，首次覆盖给予“持有”评级。
- **风险提示:** 行业竞争加剧风险、渠道拓展不及预期风险、疫情反复风险。

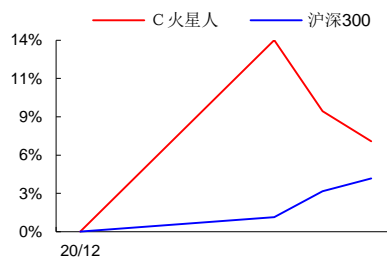
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	1326.16	1622.67	2214.46	2819.45
增长率	38.77%	22.36%	36.47%	27.32%
归属母公司净利润 (百万元)	239.73	287.59	403.98	514.52
增长率	159.60%	19.96%	40.47%	27.36%
每股收益 EPS (元)	0.59	0.71	1.00	1.27
净资产收益率 ROE	41.20%	20.67%	23.25%	23.69%
PE	90	75	54	42
PB	37.17	15.54	12.44	9.96

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)	4.05
流通 A 股(亿股)	0.38
52 周内股价区间(元)	49.0-56.0
总市值(亿元)	211.81
总资产(亿元)	14.18
每股净资产(元)	2.02

相关研究

目 录

1 集成灶行业领先企业	1
1.1 快速成长的集成灶企业	1
1.2 股权集中度高，激励结构完善	2
2 产品定位高端，募资突破产能瓶颈	4
2.1 主营集成灶产品，定位高端	4
2.2 生产自动化率较高，募资突破产能瓶颈	5
3 全渠道融合发展，线上布局业内最佳	6
3.1 经销为主，经销商门店数量不断增长	6
3.2 经销直营双结合，线上布局首屈一指	7
4 高费用高盈利，现金流量充沛	10
5 盈利预测与估值	14
5.1 盈利预测	14
5.2 相对估值	15
6 风险提示	15

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司营收规模位于同行前列 (亿元)	2
图 3: 公司利润规模位于同行前列 (亿元)	2
图 4: 公司创始人持股比例高	2
图 5: 集成灶是公司主要营收来源 (亿元)	4
图 6: 集成灶是公司主要利润来源 (亿元)	4
图 7: 公司主要产品系列	4
图 8: 公司销售以经销为主	7
图 9: 公司经销商数量以及经销门店逐年增长	7
图 10: 公司线上销售规模快速增长 (亿元)	8
图 11: 公司线上销售占比快速提升	8
图 12: 公司线上销售模式	8
图 13: 公司电商直营销售规模快速增长 (亿元)	10
图 14: 公司电商直营以天猫京东为主	10
图 15: 公司销售毛利率位于行业前列	11
图 16: 公司净利率水平略低于同行	11
图 17: 公司期间费用率较高	11
图 18: 公司销售费用率高于可比公司	11
图 19: 公司管理费用率和行业相当	12
图 20: 公司财务费用率和行业相当	12
图 21: 公司存货周转率和行业相当	13
图 22: 公司总资产周转率位于行业首位	13
图 23: 公司资产负债率逐步优化	13
图 24: 公司销售商品收到现金/营业收入和行业相当	13

表 目 录

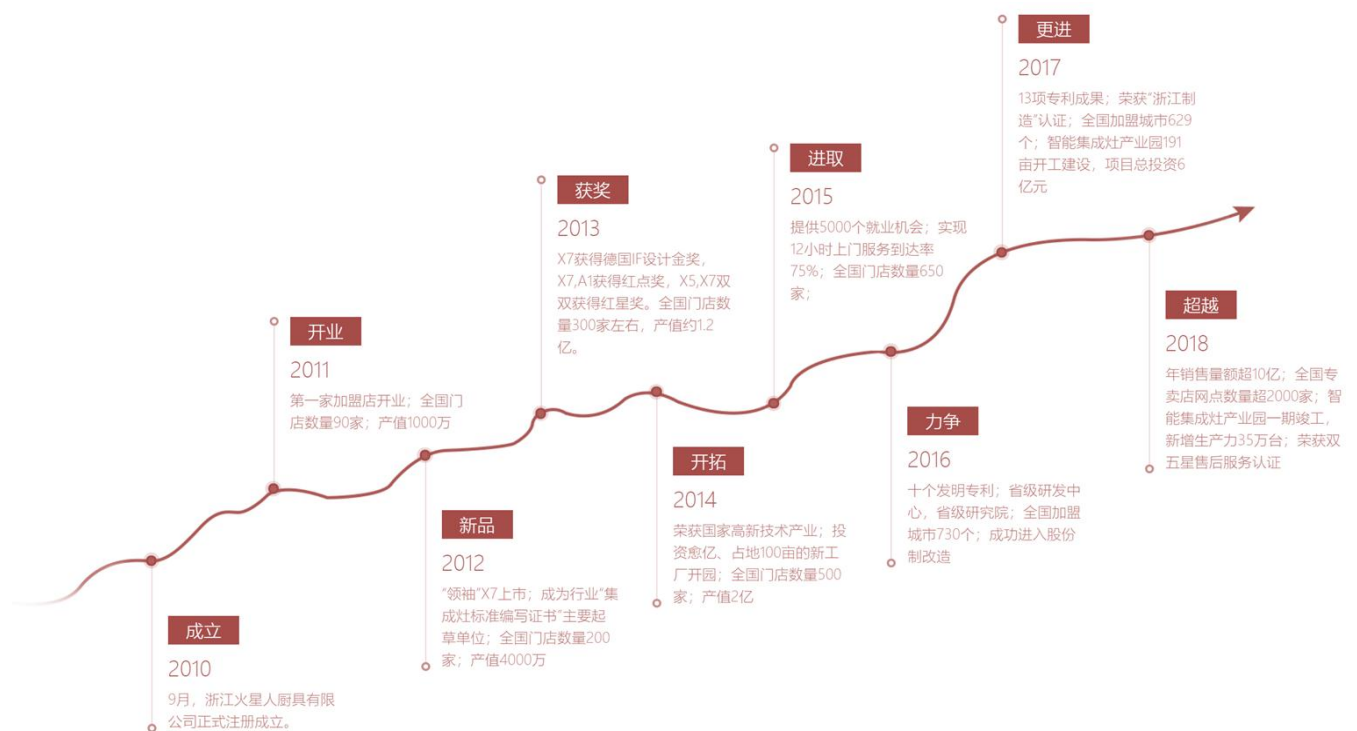
表 1: 公司员工年轻化.....	3
表 2: 公司高管行业经验丰富.....	3
表 3: 公司产品销量呈现上升趋势.....	5
表 4: 公司热销产品以中高端为主.....	5
表 5: 公司生产自动化率较高.....	6
表 6: 公司产能利用率较高.....	6
表 7: 公司不同销售模式的主要特点.....	9
表 8: 公司线上销量专项返利计提金额.....	9
表 9: 线上经销和线下经销的利润率相差不大.....	9
表 10: 公司以及可比公司集成灶销售均价 (元).....	10
表 11: 公司电商费用以及物流运输费用较高.....	12
表 12: 分业务收入及毛利率.....	14
表 13: 可比公司估值.....	15
附表: 财务预测与估值.....	16

1 集成灶行业领先企业

1.1 快速成长的集成灶企业

成立于 2010 年的火星人厨具股份有限公司，是一家快速成长的集成灶企业，主要经营集成灶、集成水槽以及集成洗碗机等厨电产品。火星人自成立起，就在行业内崭露头角，产品 X7 获得德国 IF 设计金奖；央视纪录片《工匠精神》指定入选的集成灶企业；售后服务获得国家五星级认证服务企业。凭借深厚的技术研发，火星人品牌已经成为集成灶行业的领先企业。

图 1：公司发展历程

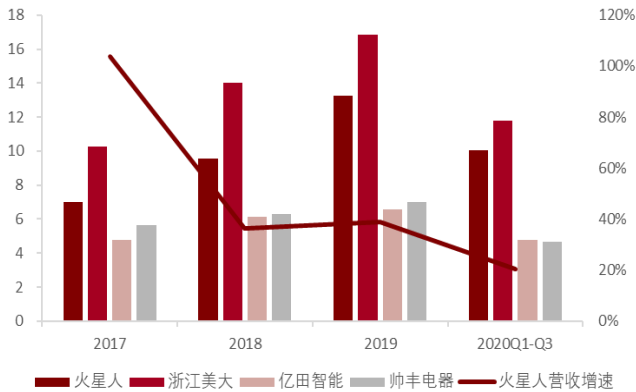


数据来源：公司官网，西南证券整理

根据中怡康数据显示，2019 年国内集成灶零售量同比增速为 20%。公司凭借出色的产品设计以及多元化的渠道布局，集成灶产品销量增速远超行业增速，2019 年公司集成灶销量同比增长 39%。受益于集成灶产品销量的快速提升，近年来公司营收净利保持高速增长。2016-2019 年，公司的营业收入从 3.4 亿元增长到 13.3 亿元，营收复合增长率达到了 56.9%。虽然受到疫情影响，2020 年上半年公司营收增速放缓。但是自 2020Q3 起，公司逐步摆脱疫情影响，经营稳步向好。2020 年前三季度公司实现营收 10 亿元，同比增长 20.5%。

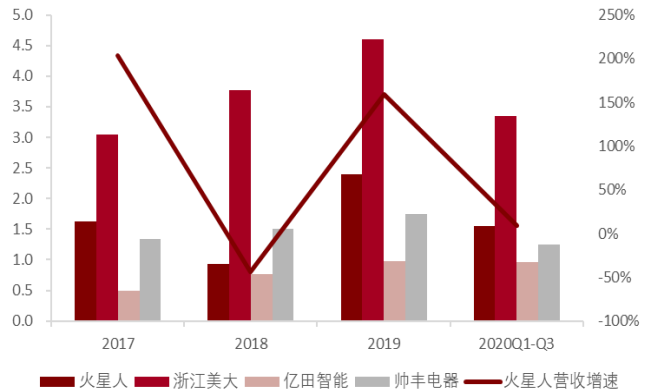
横向对比来看，公司的营收规模仅此于行业龙头浙江美大。得益于公司线上销售占比更高，相较于其他集成灶企业，受到疫情的影响更小。2020 前三季度公司营收规模与浙江美大的差距进一步缩小。

图 2: 公司营收规模位于同行前列 (亿元)



数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

图 3: 公司利润规模位于同行前列 (亿元)



数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

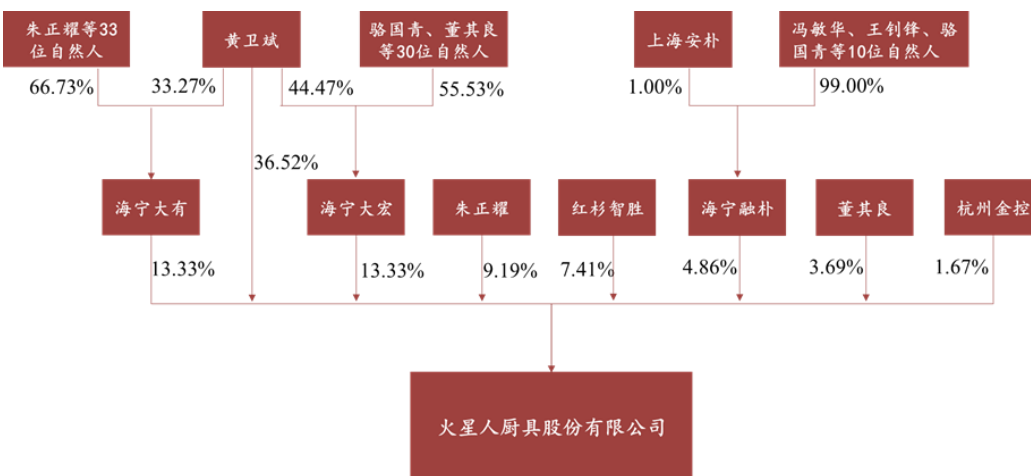
2016-2019 年公司归母净利润从 0.5 亿元增长至 2.4 亿元, 复合增长率达到 64.6%。其中 2018 年受到公司实控人股份支付的影响, 非经常性损失为 0.9 亿元, 公司归母净利润同比下滑。除开股份支付影响, 公司扣非后归母净利润同比增长 14.8%。2020 前三季度, 公司归母净利润为 1.6 亿元, 同比增长 8.9%。受到疫情影响, 公司业绩增速有所放缓。

1.2 股权集中度高, 激励结构完善

公司实控人黄卫斌先生, 直接持有公司 36.5% 的股份, 并通过担任海宁大有以及海宁大宏的执行事务合伙人分别间接控制公司 13.3%、13.3% 的表决权, 合计控制公司 63.1% 的表决权。公司股权集中, 实控人对于公司控制力度较强, 有利于公司战略方向上的统一。

其中海宁大有和海宁大宏均为公司员工持股平台, 分别拥有 34 位和 31 位自然人合伙人, 主要覆盖公司核心管理人员。公司通过员工持股平台, 将管理层和公司整体利益进行深度绑定, 稳定经营团队的同时完善公司激励机制。

图 4: 公司创始人持股比例高



数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

高管团队经验丰富。从高管过往履历来看，公司核心管理团队多数曾在美的、海尔、方太以及老板等知名家电企业任职，具备丰富的行业经验以及管理经验，对于国内家电产业有深刻的理解。此外，公司团队年轻并且富有活力，能够更好实现与年轻客群的沟通。截止 2020 年上半年，公司 30 岁以下的员工人数占比为 54.5%。

表 1：公司员工年轻化

	2017		2018		2019		2020H1	
	人数	占比	人数	占比	人数	占比	人数	占比
30 岁以下	569	63.4%	751	62.1%	820	57.3%	817	54.5%
31~40 岁	217	24.2%	328	27.1%	462	32.3%	506	33.8%
41~50 岁	89	9.9%	100	8.3%	112	7.8%	136	9.1%
50 岁以上	22	2.5%	31	2.6%	38	2.7%	39	2.6%
合计	897	100%	1,210	100%	1,432	100%	1,498	100%

数据来源：招股说明书，西南证券整理

表 2：公司高管行业经验丰富

姓名	职务	任职时间	过往简历
黄卫斌	董事长、董事、总经理	2010.4	海宁湖塘羊毛衫厂生产部经理；创建了海宁市鸿源羊毛衫厂；积派服饰董事长；创立简爱时装；海宁大有,海宁大宏执行事务合伙人。
胡明义	董事、副总经理	2010.6	方太厨具历任业务员、宁波分公司经理等职务；宁波欧琳厨具有限公司营销总监。
黄金彪	董事、副总经理	2010.4	海宁鸿源羊毛衫厂生产部职员；积派服饰历任车间主管、车间经理、生产副总等职务；桐乡市威玛服饰有限公司执行董事、经理。
毛伟平	董事、副总经理、财务总监、董事会秘书	2010.6	海宁制革厂助理会计；浙江迪邦达轴承有限公司历任财务总监、总经办主任等职务；浙江大洋包装有限公司、历任财务总监,总经理助理等职务；海宁新珑执行董事,总经理。
张安	副总经理	2019.9	广州前沿创新管理咨询公司助理人力资源顾问；广东威特真空电子股份有限公司、历任人力资源专员、企划投资专员、研发中心主任助理；美的集团股份有限公司空调事业部历任企划投资专员、主任专员、经理；美的集团股份有限公司压缩机事业部历任运营与人力资源总监、投资高级经理、人力资源高级经理、美的智能科技有限公司副总经理、美的智能机器人有限公司运营高级经理；美的集团股份有限公司流程中心负责人。
李欣	技术研究院院长	2010.9	方太厨具海外事业部研发经理；曾任职于重庆世纪精信实业有限公司。
孙彬峰	工艺部部长	2012.3	方太厨具工艺设计师；老板电器工艺科负责人。
李治	市场总监、分管电商部	2011.1	方太厨具大区市场经理；宁波欧琳厨具有限公司市场部长。
廖秋勇	生产总监	2011.12	方太厨具车间线长；诺孚电器车间主任。
于建德	服务物流部部长	2014.3	海尔集团及下属公司服务经理；博西家用电器有限公司服务经理；宁波慈星股份有限公司客户服务部部长。

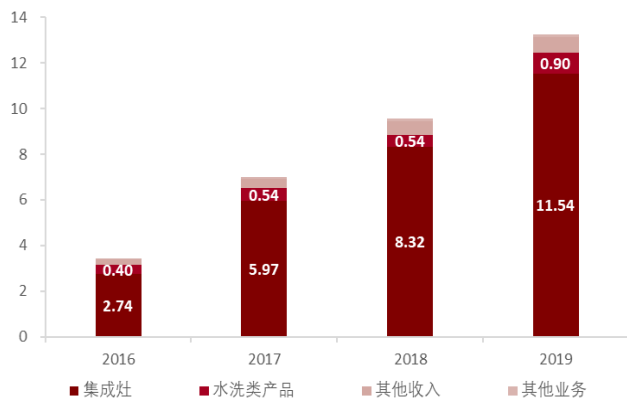
数据来源：招股说明书，西南证券整理

2 产品定位高端，募资突破产能瓶颈

2.1 主营集成灶产品，定位高端

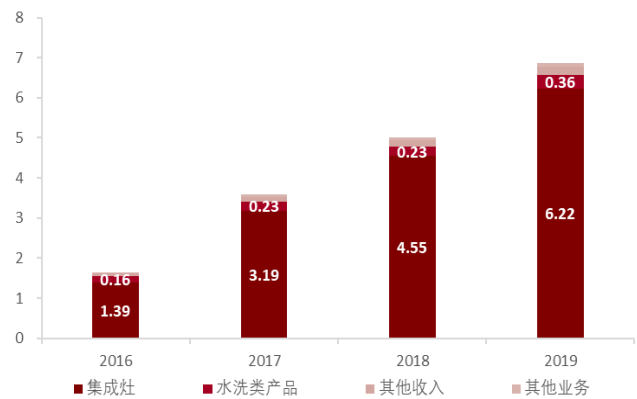
从营收以及毛利润构成来看，公司的主要产品集成灶占比均在 85%以上。2019 年，公司集成灶产品实现营收 11.5 亿元，占比达到了 87%；集成灶毛利润 6.2 亿元，占比 90.6%。集成灶产品是公司主要的营收净来源。

图 5：集成灶是公司主要营收来源（亿元）



数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 6：集成灶是公司主要利润来源（亿元）

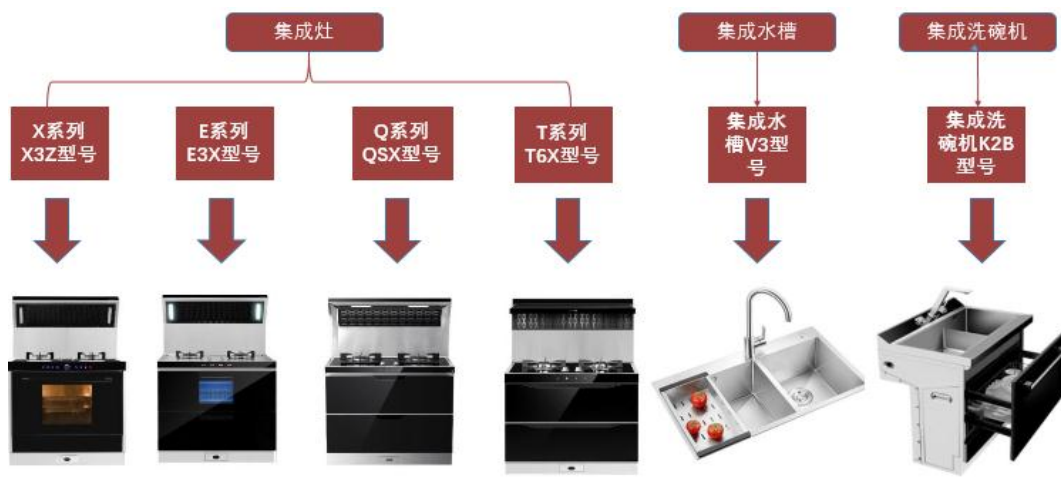


数据来源：招股说明书，西南证券整理

公司集成灶产品以燃气灶和吸油烟机为核心，通过将消毒柜、蒸箱、烘干柜、烤箱等不同功能的厨房电器产品合二为一，不断推出满足消费者需求的型号。根据公司招股说明书显示，目前公司集成灶主要产品型号有 39 种，仅次于浙江美大（52 种）。

公司在集成灶产品的基础之上，进行品类的横向拓展，推出集成水槽以及集成洗碗机等水洗类产品。此外，为了配套集成灶以及水洗类产品的销售，公司还提供整体橱柜、嵌入式电器的销售。

图 7：公司主要产品系列



数据来源：招股说明书，西南证券整理

在行业快速增长的大背景下，公司通过持续开发新产品、优化产品结构等方式，使得**销售均价整体呈上升趋势**，年均复合增长率约 4%。其中，2018 年销售均价较 2017 年上升 7.44%。2020 年 1-6 月，公司集成灶的平均销售价格同比有所下降，降幅为 5.41%，主要原因如下：1) 疫情期间，公司加强对于经销商的支持。2020 年 2-5 月，公司将线下产品出厂价下调 300 元/台，同时将线上产品的返利标准上调 100 元/台；2) 部分产品系列的消毒柜款集成灶上市，带动平均销售价格在 5000 元以内的集成灶销量占比上升。

表 3：公司产品销量呈现上升趋势

		2017 年	2018 年	2019 年	2020H1
集成灶	销量(台)	108464	140617	195484	77983
	同比增速	98.86%	29.64%	39.02%	13.47%
	销售均价(元)	5505.47	5915.27	5900.62	5581.46
	同比增速	9.54%	7.44%	-0.25%	-5.41%
水洗类产品	销量(台)	12221	11871	15157	6561
	同比增速	42.75%	-2.86%	27.68%	2.63%
	销售均价(元)	4373.87	4537.05	5903.93	6284.96
	同比增速	-5.28%	3.73%	30.13%	6.45%

数据来源：招股说明书，西南证券整理

同行对比来看，公司以中高端产品型号为主。以京东和淘宝官方旗舰店的热销款为例，公司官方旗舰店销量第一都是中高端型号-蒸烤一体集成灶，销售价格都是 1 万元以上，终端热销产品价格位于行业前列。

表 4：公司热销产品以中高端为主

	京东热销款		淘宝热销款	
	产品	价格(元)	产品	价格(元)
火星人	蒸烤一体集成灶	11999	蒸烤一体集成灶	11999
浙江美大	蒸烤一体集成灶	10999	蒸烤一体集成灶	11899
亿田智能	蒸箱集成灶	9099	蒸烤一体集成灶	11299
帅丰电器	储藏柜款集成灶	5199	蒸烤一体集成灶(智能音控)	12880

数据来源：京东、淘宝，西南证券整理(数据截止 2020.1.6)

2.2 生产自动化率较高，募资突破产能瓶颈

生产自动化程度高，人均产值高。从产能来看，公司与可比公司之间差异较小。由于公司生产自动化程度较高，生产人员数量较少，直接人工费用较少，人均产值高于行业平均水平。以公司集成灶 Q3BZ 为例，生产流程中自动化率达到了 53%。2019 年公司人均产值为 98.1 万元，高于帅丰电器(71.8 万元)和亿田智能(56.1 万元)，仅次于浙江美大(116.8 万元)。

表 5: 公司生产自动化率较高

生产流程	总工序数量	实现自动化工序数量	自动化率
冲压/液压	158	121	76.58%
焊接/打磨	29	3	10.34%
纳米涂装	13	12	92.31%
粘胶与装配	99	21	21.21%
入库与发货	5	4	80.00%
总计	304	161	53%

数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

2017-2019 年, 公司集成灶产能利用率保持在 100% 以上。2019 年公司集成灶产能 16.5 万台, 产能利用率为 117.4%。公司的生产能力已经难以满足快速增长的市场需求, **产能瓶颈已经成为制约公司业务进一步发展的重要因素。**

通过发行新股上市, 公司募集资金 5.7 亿元, 拟主要用于集成灶产业园建设、集成灶生产线升级以及研发中心信息化建设。募资建设集成灶产业园以及升级生产线之后, 公司集成灶产品生产能力将进一步增强。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, 进一步提升公司的盈利水平。

表 6: 公司产能利用率较高

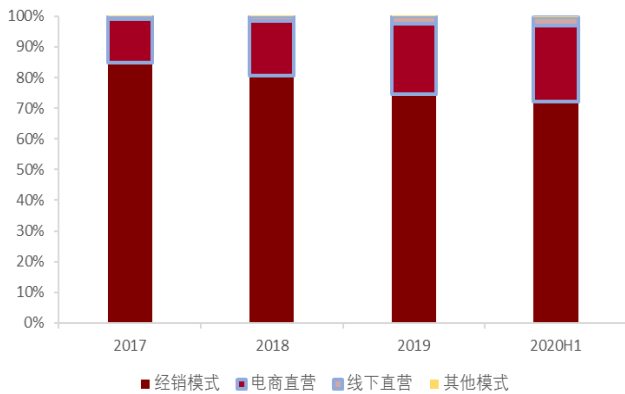
时间	产品	产能 (台/年)	产量 (台/年)	产能利用率
2017 年	集成灶	116000	118815	102.43%
2018 年	集成灶	134000	155770	116.25%
2019 年	集成灶	165000	193740	117.42%

数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

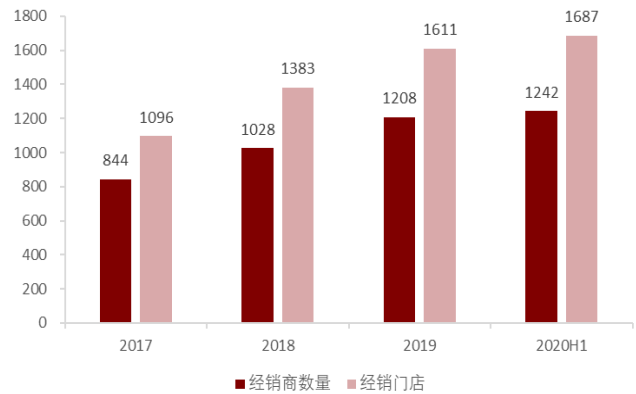
3 全渠道融合发展, 线上布局业内最佳

3.1 经销为主, 经销商门店数量不断增长

公司的销售模式发端于线下经销体系。自公司成立以来, **经销模式一直是公司的主要销售模式。**一方面, 集成灶作为厨电产品, 客户群体分散在全国各地, 与经销商合作能够快速的拓展销售渠道, 建立营销网络。此外, 分布在全国各地专业的经销商门店可以快速的响应消费者需求, 提供专业的售前、售中以及售后服务。另一方面, 同油烟机以及燃气灶相比, 集成灶产品的市场认知度相对较低。借助行业经验丰富、资金丰沛的经销商能够快速培育市场, 推广公司品牌和产品, 提升市场影响力。

图 8：公司销售以经销为主


数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 9：公司经销商数量以及经销门店逐年增长


数据来源：招股说明书，西南证券整理

公司积极推进经销渠道建设，凭借良好的品牌形象和互惠互利的合作条件吸引了大量经销商加盟，通过充分发挥线下经销门店标准化、易复制、高渗透的优势，快速在当地建立销售渠道，拓展经销网点覆盖区域。2017-2019 年，公司经销商数量由 658 家增加到 1208 家，年均复合增长率为 22.5%。

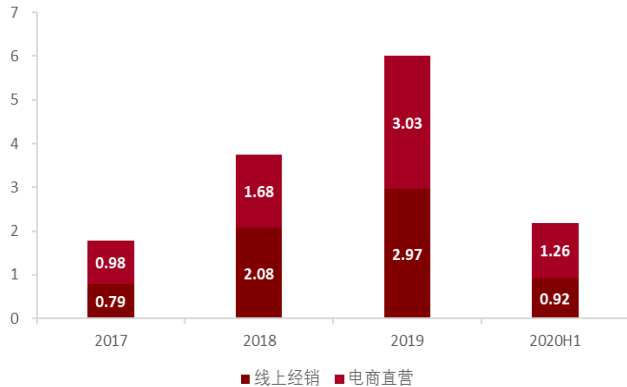
此外，公司与红星美凯龙、居然之家、当地主流建材市场保持良好的合作关系，以进一步加强渠道招商工作。2017-2019 年公司经销门店由 1096 家增加至 1611 家，营销网点已覆盖中国大陆 31 个省、自治区及直辖市，构建了从重点城市到地方市场的全国性经销网络。

公司不断推进经销渠道下沉至三、四线城市，加密巩固经销网络，充分发挥经销模式的优势，实现销售规模的持续增长。2020H1，公司经销实现收入 3.7 亿元，营收占比为 72.1%。

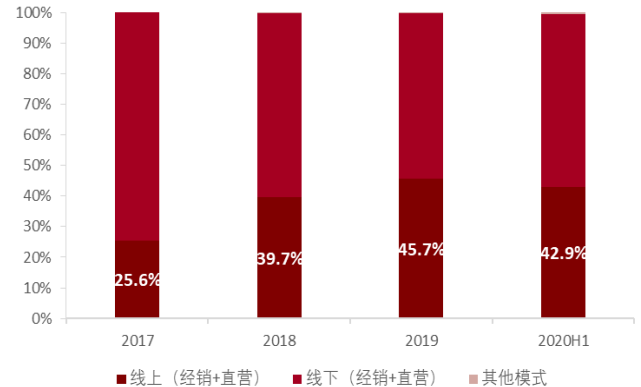
3.2 经销直营双结合，线上布局首屈一指

公司在经销商数量不断增长的同时，顺应电商高速发展的浪潮，先后于 2014 年、2016 年和 2019 年入驻了天猫平台、京东平台和苏宁易购，积极推行“线上线下相结合，经销直营和电商相结合”的销售战略，线上销售规模快速扩大。2017-2019 年，公司线上销售占比从 25.6% 提升至 45.7%。2020H1，公司线上销售收入为 2.2 亿元，占比为 42.9%，线上销售占比业内第一，其他可比公司线上销售占比不足 10%。

公司在电商平台销售布局较早，线上渠道布局业内最佳。以淘宝官方旗舰店为例，火星人官方旗舰店拥有 136 万粉丝关注，粉丝关注度远超可比公司。（亿田智能、浙江美大、帅丰电器官方旗舰店粉丝数量仅为 17.3 万、9.2 万和 5 万。）

图 10: 公司线上销售规模快速增长 (亿元)


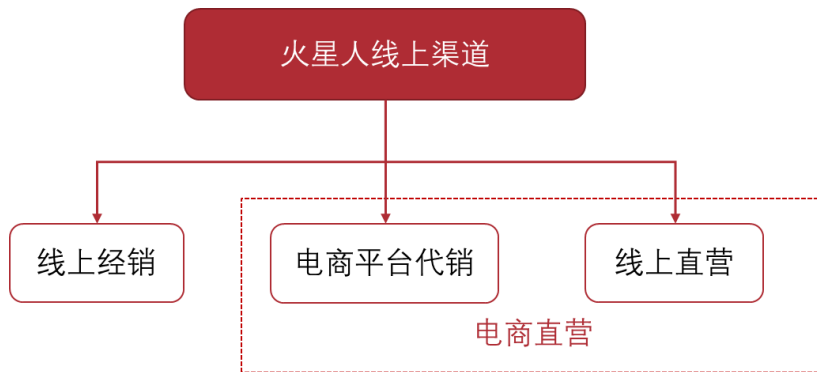
数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

图 11: 公司线上销售占比快速提升


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

3.2.1 借助专项返利, 平滑线上线下经销冲突

公司线上销售包括了线上经销和电商直营, 其中电商直营又可以分为线上直营和电商平台代销。一方面, 公司线上销售均统一定价, 线上经销商几乎以平价进行销售。从而实现了线上线下产品同价。另一方面, 公司将 E 系列、X3Z 型号等部分零售价格略低于线下相似款式的产品作为线上销售专供机型, 构造了线上与线下的差异化产品矩阵, 有效进行价格管理。通过渠道专供产品以及统一的线上定价, 公司防止了产品价格紊乱。

图 12: 公司线上销售模式


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

此外, 为了提升线上经销商的积极性, 平衡线上线下经销商之间的利益冲突, 公司推出了线上销量专项返利政策。根据公司招股说明书显示, 公司线上销量专项返利政策下, 单台返利金额在 1500 元以上, 返利金额占线上采购额的 25%-30%。2020H1, 公司线上销售主要产品的平均返利金额为 1778 元/台, 线上销量专项返利为 6471.7 万元, 占公司合计返利金额的 82%。

由于公司线上销售统一定价, 线上经销商几乎以平价进行产品销售, 难以通过差价获利。公司推出的线上销量专项返利成为了线上经销商主要的利润来源, 线上经销商可以通过返利获取 25%-30% 的经销利润率。而线下经销商主要通过产品销售差价获利, 年度返利在线下

经销商整体盈利中占比不高。整体而言，经销商在线上购买或者线下购买并完成销售后，最终取得的经济利益相差不大。公司借助线上销量专项返利政策不仅有效的平滑了线上线下的经销商的利益冲突，还极大提升了线上经销商的积极性。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 84.2%。

表 7：公司不同销售模式的主要特点

销售模式	线下		线上		
	线下经销	线下直营	线上直营	线上经销	电商平台代销
客户类型	经销商	终端消费者	终端消费者	经销商	京东、苏宁易购等电商平台
主要销售产品	X 系列集成灶（不含 X3Z）、Q 系列集成灶、集成水槽、集成洗碗机、橱柜等	全系列集成灶、集成水槽、集成洗碗机、橱柜等	E 系列、T 系列集成灶、X3Z 集成灶、集成水槽、集成洗碗机等		
产品定价方式	分级管理，公司以基准供货价向 A 级经销门店进行销售，B 级、C 级经销门店可以进行不同幅度的加价	公司给予指导价和限价，门店可以以不低于限价的价格进行打折销售	公司统一定价，根据电商平台活动设定促销价	公司统一定价，电商平台可开展促销活动	
结算方式	先款后货	除少数橱柜产品，其余均是先款后货	经销商/消费者确认收货，电商平台转入货款	根据实际销售情况进行结算，核算无误后开发票并收取货款	
配送前所在仓库	公司自有仓库		公司自有仓库或者电商平台仓库		
配送方式	第三方物流或上门提货	第三方物流或者自有车辆配送	电商自有物流或者第三方物流		
安装、售后服务	经销商负责	直营门店负责	就近门店	经销商负责	就近门店

数据来源：招股说明书，西南证券整理

表 8：公司线上销量专项返利计提金额

	2017	2018	2019	2020H1
计提线上销售销量专项返利（万元）	5814.22	10980.6	16797.26	6471.67
冲减返利线的线上销售金额（万元）	20783.79	44403.06	71775.41	28296.03
线上销量专项返利占冲减线的线上销售总收入的比重	27.97%	24.73%	23.40%	22.87%
线上销售的主要产品数量（台）	31283	61508	99154	36397
线上销售主要产品的平均返利金额（元）	1858.59	1785.23	1694.06	1778.08

数据来源：招股说明书，西南证券整理

表 9：线上经销和线下经销的利润率相差不大

	线上经销	线下经销
主要产品型号	E 系列、T 系列集成灶、X3Z 集成灶、集成洗碗机等线上专供机型	X 系列集成灶（不含 X3Z）、Q 系列集成灶、集成水槽、集成洗碗机、橱柜等全系列产品
采购成本	针对线上各类客户的零售价	专门针对经销商的出厂价
对外销售毛利率	0%-5%	30%-45%
是否承担物流费用	否	是，物流费用占比 5%
返利政策	线上销量专项返利，单台返利额度在 1500 元以上，返利金额占线上采购额的 25%-30%	年度销售返利为主，完成销售任务并且考核合格后可享受，返利金额占线下采购总额的 2%-6%。

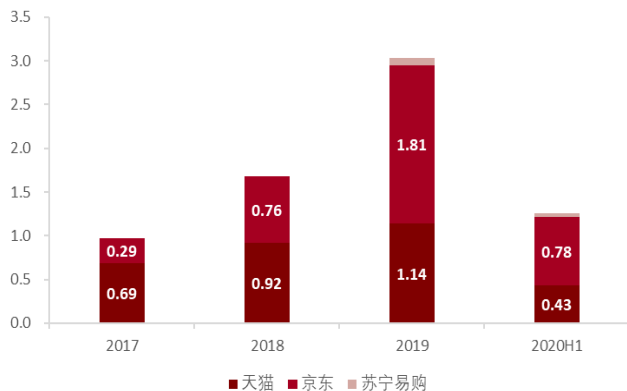
	线上经销	线下经销
经销利润率	25%-30%	25%-46%
综合比较结果	经销商线下购买并完成销售后的可变利润率上线高,但考虑到经销商销售任务完成情况及经营能力存在差异,并不能必然取得 2%-6% 的年度返利。因此,经销商在线上购买或者线下购买并完成销售后,最终取得的经济利益相差不多。	

数据来源:招股说明书,西南证券整理

3.2.2 电商直营收入占比快速提升

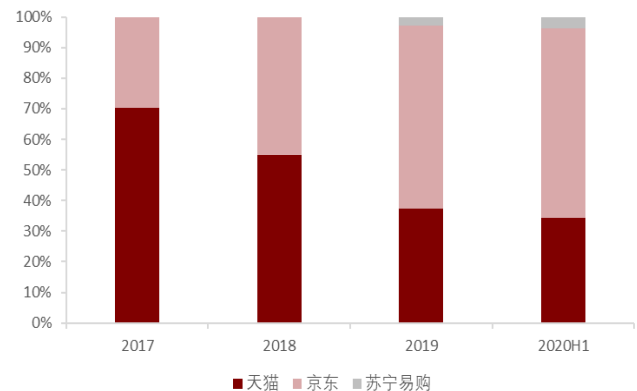
公司在电商平台布局较早,不仅成立了专门的电商部门负责线上销售和管理,还持续引进电商运营人才,充实扩大电商经营团队。近年来,公司紧随移动互联网和 O2O 购物的快速发展趋势,与天猫、京东等国内主流电商平台强化合作,积极尝试和推广“新零售”、“无界零售”等新型电商销售模式。一方面鼓励经销商和直营门店在线下设置专柜展示畅销的电商机型以优化客户购物体验,另一方面协助客户通过电商平台下单以充分发挥渠道间的协同作用,加快线上线下渠道融合发展。2020H1,公司电商直营模式实现的收入 1.3 亿元,占主营业务收入的比重为 24.8%。其中,公司通过京东、天猫实现电商直营模式销售收入占比分别为 62.2%和 34.3%。

图 13: 公司电商直营销售规模快速增长 (亿元)



数据来源:招股说明书,西南证券整理

图 14: 公司电商直营以天猫京东为主



数据来源:招股说明书,西南证券整理

4 高费用高盈利, 现金流量充沛

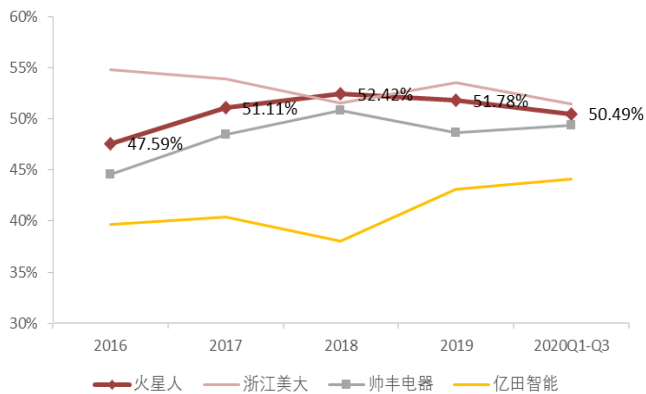
横向比较而言,公司毛利率水平位于行业前列。从集成灶销售均价来看,公司集成灶销售均价高于行业平均水平。2019 年公司集成灶产品销售均价为 5900.6 元/台,高于亿田智能 (4419.1 元/台) 和帅丰电器 (4301.6)。2019 年公司毛利率为 51.8%,位于行业前列水平。

表 10: 公司以及可比公司集成灶销售均价 (元)

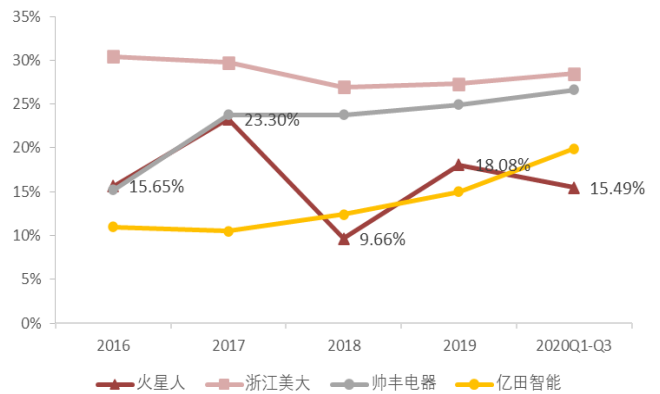
	2017 年	2018 年	2019 年	2020H1
火星人	5505.47	5915.27	5900.62	5581.46
亿田智能	3621.47	4051.12	4419.05	4871.57
帅丰电器	3588.00	3981.80	4301.60	4961.10 (2020Q1)

数据来源:招股说明书,西南证券整理

纵向对比，公司毛利率整体呈现上升趋势。我们认为公司毛利率提升主要得益于电商直营销售占比逐步提升。由于直营模式下公司出厂价即为零售价，该价格不同程度高于公司对于经销商线上线下同类产品的出厂价。直营模式下，公司毛利率更高。2020H1，公司电商直营毛利率为 63%，远高于公司整体毛利率。2017-2019 年，公司电商直营销售占比从 14.1% 提升至 23.1%。2020H1，公司电商直营销售占比达到了 24.8%。

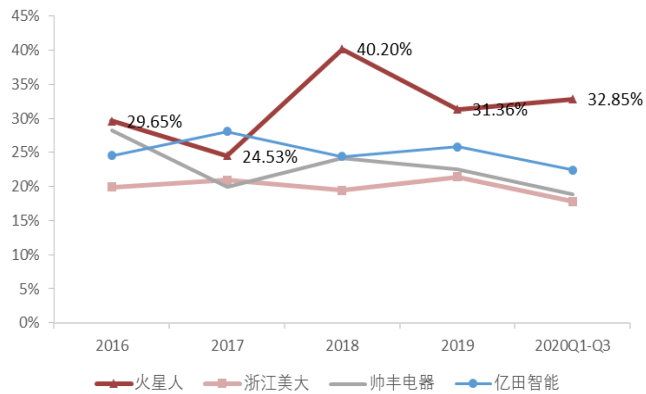
图 15：公司销售毛利率位于行业前列


数据来源：招股说明书，西南证券整理

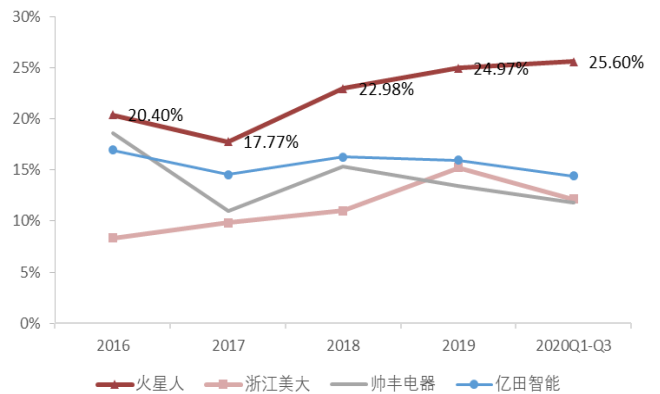
图 16：公司净利率水平略低于同行


数据来源：招股说明书，西南证券整理

2020Q1-Q3，公司期间费用率为 32.9%，高于可比公司。较高的期间费用率对公司盈利空间造成一定的侵蚀。2020 前三季度，公司净利率为 15.5%，略低于可比公司。

图 17：公司期间费用率较高


数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 18：公司销售费用率高于可比公司


数据来源：招股说明书，西南证券整理

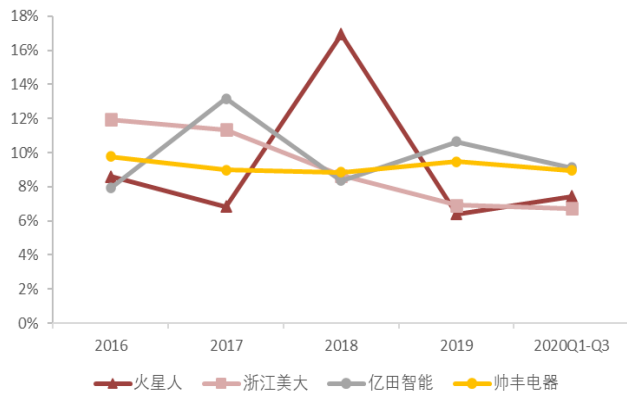
表 11：公司电商费用以及物流运输费用较高

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+营销推广	14263.99	10.76%	广告费	3486.94	5.32%
职工薪酬	1159.02	1.66%	职工薪酬	1961.13	1.16%	职工薪酬	5938.13	4.48%	职工薪酬	2962.8	4.52%
服务费	1793.5	2.57%	网络服务费	1063.25	0.63%	电商费用	5878.37	4.43%	电商费用	955.23	1.46%
差旅费	402.11	0.58%	车辆运输费	702.28	0.42%	物流运输费	3036.44	2.29%	差旅费	876.11	1.34%
业务招待费	312.53	0.45%	差旅费	720.06	0.43%	差旅费	1257.18	0.95%	会务推广费	735.69	1.12%
参展会务费	282.83	0.41%	其他	452.78	0.27%	其他	973.95	0.73%	咨询服务费	349.26	0.53%
其他	180.27	0.26%				办公费	845.96	0.64%	运输费	500.05	0.76%
						售后服务费	926.79	0.70%	折旧与摊销费用	106.35	0.16%
									其他	464.38	0.71%
合计	9391.79	13.45%	合计	25665.85	15.24%	合计	33120.82	24.97%	合计	10436.78	15.94%

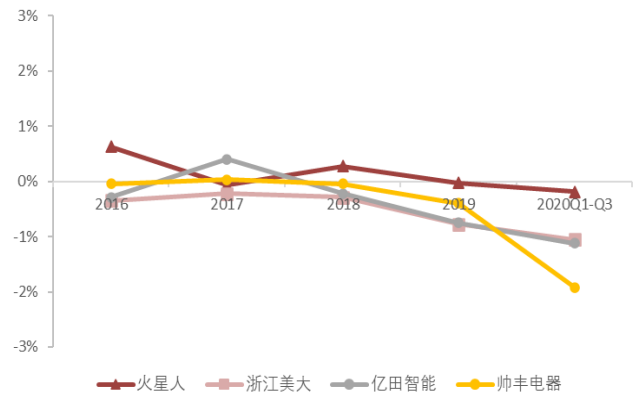
数据来源：招股说明书，西南证券整理（注：数据截止 2019 年）

2020Q1-Q3，公司销售费用率为 25.6%，比亿田智能、浙江美大和帅丰电器分别高出 11.2pp、13.5pp 和 13.8pp。

具体来看，公司的销售费用主要由广告宣传费、职工薪酬费用、营销推广费、电商费用以及物流运输费构成，五项费用合计占销售费用比重 80% 以上。同行对比来看，公司销售费用率高于同行，主要是电商费用以及物流运输费用占比较高。一方面，公司在电商平台布局较早，为巩固在集成灶行业内电商业务的领先地位，公司不断加强线上电商投入，电商销售规模持续扩大，相应的电商费用随之增长。另一方面，除线下经销模式外，其它销售模式下的物流运输费主要由公司承担。随着公司销售规模逐步扩大，公司物流运输费快速增长。

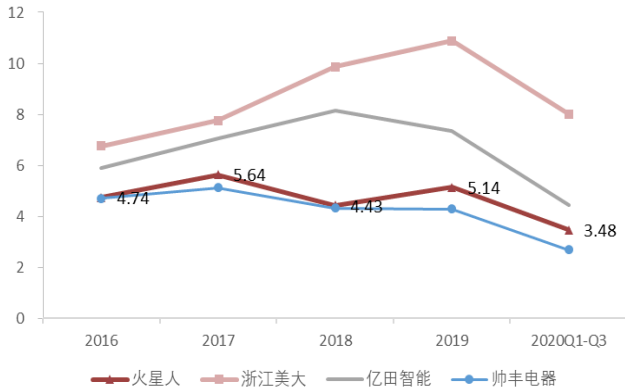
图 19：公司管理费用率和行业相当


数据来源：招股说明书，西南证券整理

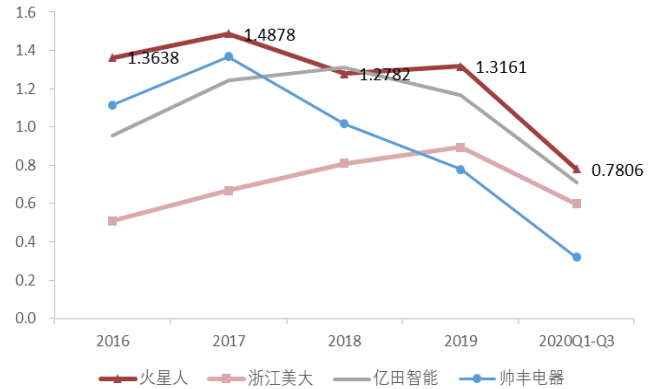
图 20：公司财务费用率和行业相当


数据来源：招股说明书，西南证券整理

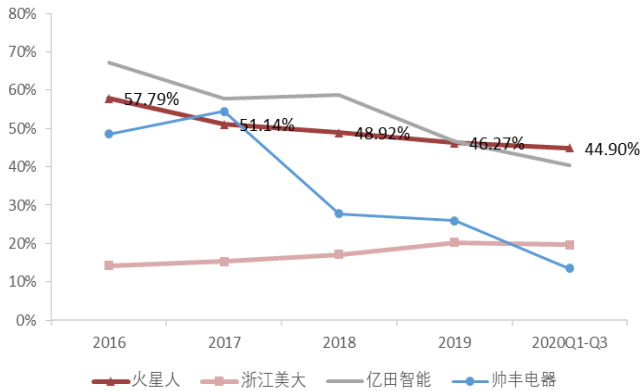
2018 年确认股份支付费用 9366.4 万元，从而导致管理费用率大幅提升。除此之外，公司管理费用率基本维持稳定。整体来看，公司财务费用率与行业相当。2020Q1-Q3 公司管理费用率和财务费用率分别为 7.4% 和 -0.2%。

图 21: 公司存货周转率和行业相当


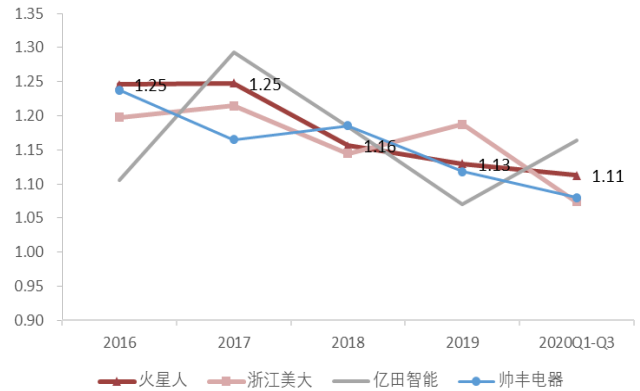
数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

图 22: 公司总资产周转率位于行业首位


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

图 23: 公司资产负债率逐步优化


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

图 24: 公司销售商品收到现金/营业收入和行业相当


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

随着线上销售规模进一步扩大, 公司加快线上专供机型的库存数量, 尤其在电商大促前备货增加, 公司存货周转率略有下降。受到疫情影响, 2020 前三季度存货周转效率有所下降。2020Q1-Q3 公司存货周转率为 3.5。

整体来看, 公司的运营效率位于行业前列。一方面, 公司新建厂房提升产能, 固定资产的增加; 另一方面线上销售规模扩大, 确认收入时间拉长。近年来公司总资产周转率有所下降, 但整体周转效率仍位于行业首位。疫情影响下, 公司总资产周转率明显下降, 但仍高于可比公司。2020Q1-Q3 公司总资产周转率为 0.8。

受益于公司先款后货的销售策略, 公司现金充沛, 销售商品收到的现金与营业收入的比例和行业相当。与同行相比, 公司的资产负债率较高, 但整体呈现下降趋势。随着公司募资上市, 资产负债结构进一步优化, 偿债能力将得到提升。

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

关键假设:

假设 1: 随着集成灶产品普及度的提升、消费者偏好变化, 我们预期集成灶产品渗透率有望在 5 年内提升至 20%。与同行相比, 公司拥有丰富的产品型号以及完善的线上渠道, 具备显著的竞争优势。我们预期公司集成灶销量增速将会高于行业增速, 预计 2020-2022 年公司集成灶销量增速为 25%、35%和 25%。

假设 2: 随着公司产品结构持续优化, 我们预期公司集成灶销售均价稳步提升, 2020-2022 年公司集成灶产品均价分别变动-1%、3%和 3%。集成灶产品毛利率稳步提升, 进而带动公司整体盈利能力提升。我们预期 2020-2022 年公司毛利率分别为 50.9%、51.9%和 52.5%。

假设 3: 随着公司加强渠道假设, 促进线上线下融合发展, 预期公司销售费用率有所提升。我们预计 2020-2022 年公司销售费用率分别为 24%、24.5%和 25%。

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 12: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
集成灶	收入	1153.50	1427.43	1984.84	2555.48
	增速	38.68%	23.75%	39.05%	28.75%
	营业成本	531.1	663.75	922.95	1175.520302
	毛利率	53.95%	53.50%	53.50%	54.00%
水洗类产品	营业收入	89.50	99.60	120.26	138.91
	增速	66.05%	11.28%	20.75%	15.50%
	营业成本	53.9	58.76	70.96	81.95
	毛利率	39.73%	41.00%	41.00%	41.00%
其他收入	收入	69.20	83.04	95.50	109.82
	增速	15.91%	20.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	27.35%	35.00%	35.00%	35.00%
其他业务	收入	14.00	12.60	13.86	15.25
	增速	35.92%	-10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	70.72%	-62.70%	30.00%	30.00%
合计	收入	1326.2	1622.7	2214.5	2819.5
	增速	38.8%	22.4%	36.5%	27.3%
	毛利率	51.8%	50.9%	51.9%	52.5%

数据来源: Wind, 西南证券

5.2 相对估值

我们选取厨电行业中的五家主流公司，2020 年五家公司平均 PE 为 26 倍，2021 年平均 PE 为 18 倍。行业高速成长的背景下，公司有望凭借优质的产品以及完善的渠道布局，不断提升市场份额。我们预计 2020-2022 年公司营收复合增长率为 28.6%，业绩复合增长率为 29%，显著优于行业，首次覆盖给予“持有”评级。

表 13：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
002667	浙江美大	17.14	0.71	0.52	0.96	0.90	18.76	23.02	17.14	14.44
300911	亿田智能	43.75	1.23	1.19	1.66	1.14	--	34.97	26.15	22.98
605336	帅丰电器	28.05	1.65	1.18	1.66	1.81	--	24.00	16.83	15.36
002508	老板电器	42.85	1.68	1.18	2.04	1.93	20.18	25.85	20.67	18.61
002035	华帝股份	8.75	0.85	0.31	0.80	2.27	15.66	21.13	10.96	9.76
平均值							18.2	25.79	18.35	16.23
300894	火星人	52.3	0.59	0.71	1.00	1.27	90	75	54	42

数据来源: chioce, 西南证券整理

6 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)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1326.16	1622.67	2214.46	2819.45	净利润	239.73	287.59	403.98	514.52
营业成本	639.42	796.99	1065.68	1339.53	折旧与摊销	53.37	63.14	82.17	117.88
营业税金及附加	9.26	11.27	15.19	19.48	财务费用	-0.38	-1.85	-3.77	-4.53
销售费用	331.21	389.44	542.54	704.86	资产减值损失	-0.35	-1.10	-0.50	-0.50
管理费用	39.90	97.36	132.87	169.17	经营营运资本变动	82.42	137.17	147.01	154.93
财务费用	-0.38	-1.85	-3.77	-4.53	其他	30.25	-0.60	0.90	-2.10
资产减值损失	-0.35	-1.10	-0.50	-0.50	经营活动现金流净额	405.04	484.35	629.79	780.20
投资收益	0.28	1.70	1.60	1.60	资本支出	-164.89	0.00	-345.63	-345.63
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-45.29	1.70	1.60	1.60
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-210.18	1.70	-344.03	-344.03
营业利润	269.27	332.25	464.05	593.04	短期借款	-3.16	-29.84	0.00	0.00
其他非经营损益	9.36	2.00	5.48	4.97	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	278.63	334.25	469.53	598.01	股权融资	0.00	569.84	0.00	0.00
所得税	38.90	46.67	65.55	83.49	支付股利	-65.61	-47.95	-57.52	-80.80
净利润	239.73	287.59	403.98	514.52	其他	-3.33	1.85	3.77	4.53
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-72.10	493.90	-53.75	-76.27
归属母公司股东净利润	239.73	287.59	403.98	514.52	现金流量净额	122.76	979.95	232.01	359.91
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	314.06	1294.01	1526.02	1885.92	成长能力				
应收和预付款项	55.81	47.57	69.83	92.06	销售收入增长率	38.77%	22.36%	36.47%	27.32%
存货	120.77	150.53	199.28	252.01	营业利润增长率	136.32%	23.39%	39.67%	27.80%
其他流动资产	15.19	11.48	15.67	19.95	净利润增长率	159.60%	19.96%	40.47%	27.36%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	121.83%	22.12%	37.84%	30.22%
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	580.07	522.69	791.90	1025.41	毛利率	51.78%	50.88%	51.88%	52.49%
无形资产和开发支出	53.49	47.90	42.31	36.72	三费率	27.95%	29.89%	30.33%	30.84%
其他非流动资产	17.42	17.26	17.09	16.93	净利率	18.08%	17.72%	18.24%	18.25%
资产总计	1156.82	2091.44	2662.11	3329.00	ROE	41.20%	20.67%	23.25%	23.69%
短期借款	29.84	0.00	0.00	0.00	ROA	20.72%	13.75%	15.18%	15.46%
应付和预收款项	403.09	527.92	700.69	881.44	ROIC	64.18%	86.34%	119.68%	104.40%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	24.30%	24.25%	24.50%	25.05%
其他负债	142.02	172.18	223.61	276.02	营运能力				
负债合计	574.94	700.09	924.30	1157.46	总资产周转率	1.32	1.00	0.93	0.94
股本	364.50	405.00	405.00	405.00	固定资产周转率	3.38	3.59	3.78	3.25
资本公积	0.53	529.86	529.86	529.86	应收账款周转率	44.61	37.99	48.10	43.37
留存收益	216.85	456.49	802.95	1236.68	存货周转率	5.14	5.88	6.06	5.90
归属母公司股东权益	581.88	1391.35	1737.81	2171.54	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	112.93%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	581.88	1391.35	1737.81	2171.54	资产负债率	49.70%	33.47%	34.72%	34.77%
负债和股东权益合计	1156.82	2091.44	2662.11	3329.00	带息债务/总负债	5.19%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	0.91	2.21	2.00	1.98
					速动比率	0.69	1.99	1.78	1.76
					股利支付率	27.37%	16.67%	14.24%	15.70%
业绩和估值指标					每股指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	322.27	393.54	542.45	706.39	每股收益	0.59	0.71	1.00	1.27
PE	90.21	75.20	53.54	42.03	每股净资产	1.44	3.44	4.29	5.36
PB	37.17	15.54	12.44	9.96	每股经营现金	1.00	1.20	1.56	1.93
PS	16.31	13.33	9.77	7.67	每股股利	0.16	0.12	0.14	0.20
EV/EBITDA	59.47	51.63	37.03	27.92					
股息率	0.30%	0.22%	0.27%	0.37%					

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
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -20% 以下
	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
	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
	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
上海	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
	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
广深	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