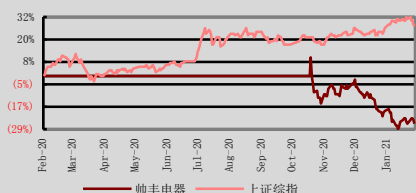


605336.SH

增持

市场价格：人民币 26.04

板块评级：强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(9.6)	(4.8)	(15.5)	0.0
相对上证指数	(9.0)	(7.9)	(21.9)	(17.0)

发行股数(百万)	141
流通股(%)	25
总市值(人民币 百万)	3,666
3个月日均交易额(人民币 百万)	95
净负债比率(%) (2021E)	净现金
主要股东(%)	
浙江帅丰投资有限公司	38

资料来源：公司公告，聚源，中银证券
以2021年1月30日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

家用电器
证券分析师：孙谦

(8621)20328348

qian.sun@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520070001

证券分析师：张译文

(8621)20328764

yiwen.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520090004

帅丰电器

坚持以人为本、创新创造的集成灶领军品牌

公司作为集成灶行业领军品牌，坚持“以人为本、创新创造”的理念，凭借在集成灶领域多年的技术积累，不断丰富和提升集成灶产品的功能、性能，推动产品系列化升级，矩阵逐渐丰富；公司销售网络完备，不断加大对线下分销业务投入，积极拥抱新媒体运营模式，助力公司营收增长。首次覆盖给予**增持**评级。

支撑评级的要点

- **集成灶行业的领军品牌。**帅丰电器成立于1998年，2020年10月在上海证券交易所上市。公司一直坚持“以人为本、创新创造”的理念，倡导“以科技创新提升生活品质”的发展思路，经过20年发展，帅丰电器已成为行业标准的制定者，并被多次评为“十大品牌”。
- **产品矩阵逐步丰富，推动营收稳定增长。**作为集成灶行业的领军品牌，公司研发并掌握集成灶产品的核心技术，公司产品系列化布局，凭借在集成灶领域多年的技术积累，不断丰富和提升集成灶产品的功能、性能，推动产品系列化升级，矩阵逐渐丰富，中高端款/渠道系列占比逐年提升；蒸箱功能和蒸烤一体功能产品的销售规模和销售占比逐年扩大。
- **销售网络完备，积极布局线上渠道。**1) 经销网络完善，管理体系完备。经销模式是公司目前最主要的销售模式，公司不断加大对线下分销业务的投入，从经营资格、经营理念、资金和业务能力等方面遴选、管理经销商，保证经销商业务水平与稳定性。2) 积极布局线上营销，拥抱新媒体运营模式。公司线上业务由公司自主运营管理，产品同时在天猫平台、京东平台进行销售。

估值

- 在当前股本下，预计公司2020-2022年预测每股收益分别为1.39元/1.57元/1.74元，对应市盈率18.7倍/16.5倍/15.0倍；首次覆盖给予**增持**评级。

评级面临的主要风险

- 市场竞争加剧的风险；地产行业波动风险；精装修政策风险；原材料价格波动风险；销售渠道、产品结构较为单一的风险。

投资摘要

年结日：12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入(人民币 百万)	631	698	748	818	892
变动(%)	12	11	7	9	9
净利润(人民币 百万)	150	174	196	222	245
全面摊薄每股收益(人民币)	1.422	1.647	1.390	1.575	1.740
变动(%)	1.7	15.8	(15.6)	13.3	10.5
全面摊薄市盈率(倍)	18.3	15.8	18.7	16.5	15.0
价格/每股现金流量(倍)	17.4	11.3	12.4	14.0	17.2
每股现金流量(人民币)	1.49	2.30	2.11	1.86	1.51
企业价值/息税折旧前利润(倍)	21.3	19.2	15.1	12.6	10.9
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.417	0.472	0.522
股息率(%)	n.a.	n.a.	1.6	1.8	2.0

资料来源：公司公告，中银证券预测

帅丰电器：集成灶行业领先品牌

帅丰电器成立于1998年，2020年10月在上海证券交易所上市。自成立以来，公司一直坚持“以人为本、创新创造”的理念，倡导“以科技创新提升生活品质”的发展思路，经过20年发展，帅丰电器已成为行业标准的制定者，并被多次评为“十大品牌”。

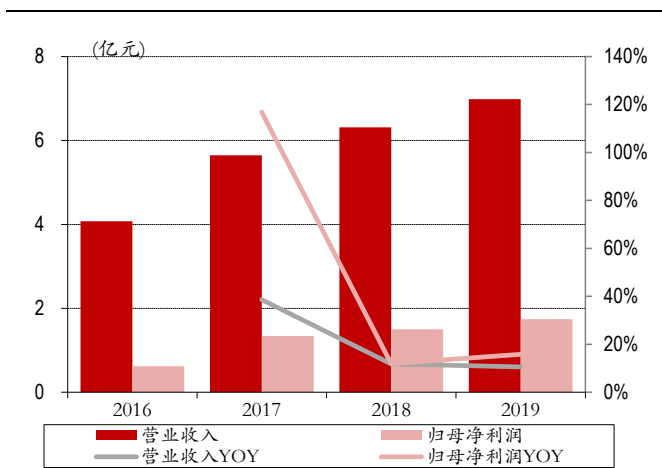
图表126. 帅丰电器发展历程



资料来源：公司官网，中银证券

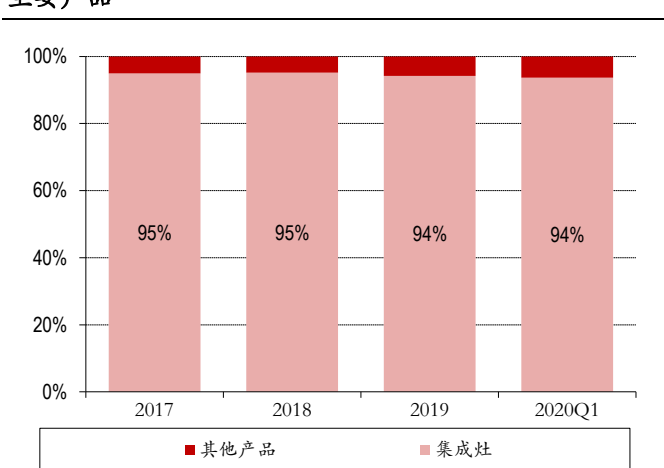
公司主要从事以集成灶为核心的现代新型厨房电器的研发、设计、生产和销售，销售产品以集成灶为主，并围绕集成灶产品研发推出集成水槽、水槽洗碗机、嵌入式烤箱/蒸箱、橱柜等配套厨房产品。公司合计拥有专利209项，其中发明专利9项、实用新型专利88项、外观设计专利112项。2019年公司实现营收6.98亿元，归母净利润1.74亿元，其中集成灶产品占比约94%。2016-2019年公司营收复合增速约20%，归母净利复合增速约41%。

图表127. 2016-2019年帅丰电器经营表现：营收CAGR 20%



资料来源：万得，中银证券

图表128. 2017-2020Q1帅丰电器营业收入构成：集成灶为主要产品



资料来源：帅丰电器招股说明书，中银证券

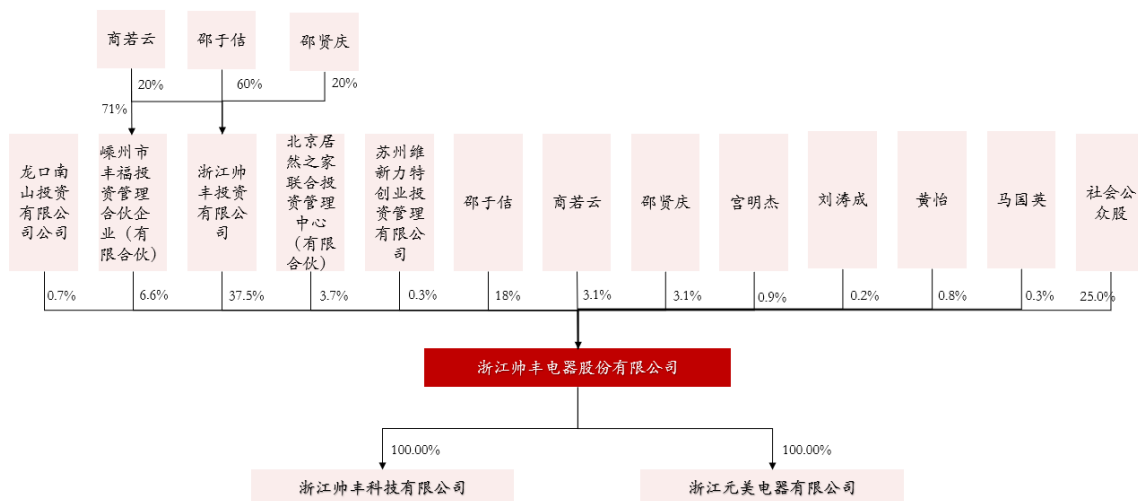
家族企业，股权结构稳定

上市前公司股份数为1.06亿股，公开发行为0.35亿股，占公司发行后总股本的25%。

上市前，公司控股股东为浙江帅丰投资有限公司，持有公司50.00%的股份，实际控制人为商若云、邵贤庆及邵于信，其中商若云、邵贤庆系夫妻关系，邵于信为商若云、邵贤庆的女儿。邵于信、商若云和邵贤庆分别直接持有公司23.87%、4.10%和4.10%的股份，通过直接、间接方式合计持有公司90.92%的股份。上市后，公司实际控制人未发生变化，商若云、邵贤庆及邵于信三人分别直接持有发行人17.89%、3.08%和3.08%的股份，通过直接、间接方式合计持有公司61.6%的股权。

帅丰股份有两家全资子公司，帅丰科技和元美电器。其中帅丰科技主要经营“帅丰集成灶”直营店，目前已在浙江省杭州市开设有一家直营门店；元美电器主要承担“元美”品牌的独立运营，主要销售产品为元美品牌集成灶、集成水槽、不锈钢柜体。

图表129. 上市后公司股权结构

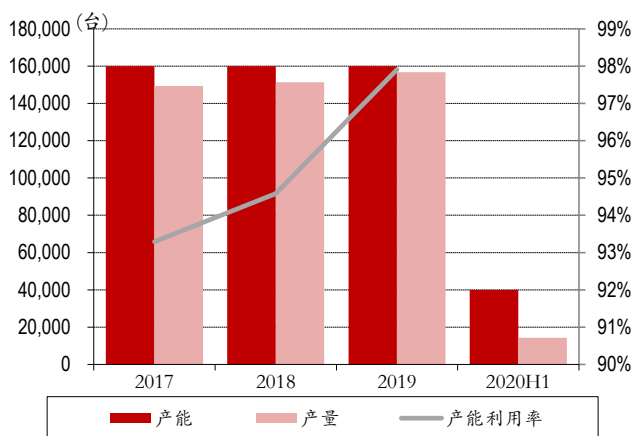


资料来源：帅丰电器招股说明书，中银证券

产品端：产品矩阵逐步丰富，推动营收稳定增长

扩产增效，研发赋能。公司目前拥有三个现代化的集成灶生产基地，厂区总占地面积约23万平米。截至2019年，公司集成灶产能16.00万台，产量15.67万台，销量15.30万台，产能利用率达97.93%，产销率达97.64%。公司投资9.7亿元，建设智能化高效节能集成灶生产基地，项目建设期为3年，项目建成后可形成年产40万台智能化高效节能集成灶的生产能力；投资1.4亿元用于智能洗碗机及橱柜生产线建设，项目建设期为1年，项目实施达产后，公司每年将新增3万台洗碗机及2.5万套橱柜的生产能力。

图表130. 2017-2020H1 帅丰电器产能利用率：产能利用率逐年提升，已达到较高水平



资料来源：帅丰电器招股说明书，中银证券

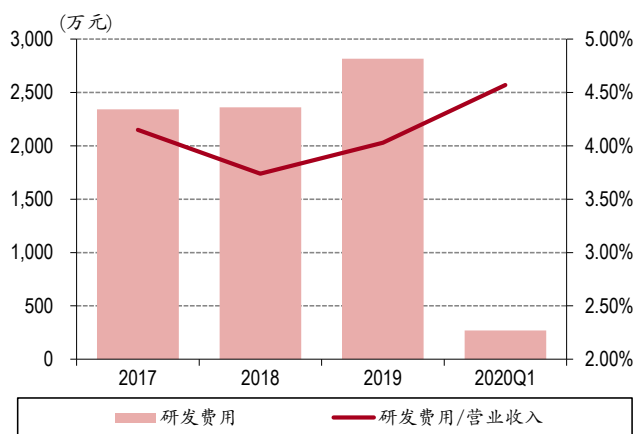
图表131. 未来产能扩张计划

序号	募集资金投资项目	总投资	投入募集资金	项目备案情况	项目环评情况
1	年新增40万台智能化高效节能集成灶产业化示范项目	97,100.00	53,124.82	《绍兴市开发区企业投资项目备案通知书(基本建设)(2017)开建(005号)》	《关于<浙江帅丰电器有限公司年新增40万台智能化高效节能集成灶产业化示范项目环境影响报告书>审查意见的函》(环环开【2017】17号)
2	高端厨房配套产品生产线项目	13,649.38	11,000.00	《浙江省工业企业“零土地”技术改造项目备案通知书》(项目代码2018-330683-38-03-047448-000)	《关于浙江帅丰电器有限公司高端厨房配套产品生产线项目环境影响报告表的审查意见》(环环开【2019】17号)
3	营销网络建设项目	20,141.67	15,000.00	《浙江省企业投资项目备案(赋码)信息表》(项目代码2018-330683-34-03-059724-000)	绍兴市生态环境局嵊州分局出具意见：经查，该项目未列入《建设项目环境影响评价分类管理名录》，后续无需办理相关环评评价审批手续
合计		130,891.05	79,124.82	-	-

资料来源：帅丰电器招股说明书，中银证券

作为集成灶行业的领军品牌，公司研发并掌握集成灶产品的核心技术，以及厨电行业的前沿技术，主要包括燃烧器技术、高效静音风道技术、可拆卸导烟板技术、聚能盘架等。公司多次获得国家、省、市级技术与产品创新奖、设计奖等，多款产品获得中国轻工业联合会颁发的“科学技术发明奖”和中国五金制品协会颁发的“高效净化环保之星”荣誉称号。目前公司仍有多项技术处于研发当中，随着新技术投产应用，研发赋能有望持续提高公司产品竞争力。

图表132. 2017-2020Q1 帅丰电器研发支出：研发支出不断提升



资料来源：帅丰电器招股说明书，中银证券

图表133. 专利情况

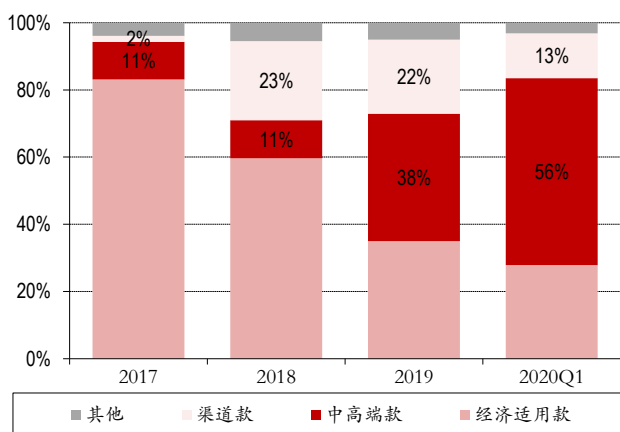
序号	项目名称	所处研发阶段	项目简介
1	微蒸一体集成灶	设计阶段	微波、蒸汽加热一体机
2	油烟净化杀菌集成灶	设计阶段	负离子杀菌、烟气净化
3	集成灶情感化设计研究及应用	设计阶段	以感性工学研究方法，从集成灶的色彩、造型和材质三种主要的设计要素，建立与用户主观情感认知之间的映射关系，从而设计产品，满足用户主观的情感需求
4	智能集成灶	设计阶段	彩屏，燃气灶触摸控制，锅温监测，火力和风机智能联动；火力随智能菜谱程序化控制
5	集成水槽（消毒柜功能）	设计阶段	合理优化利用水槽下部空间
6	集成水槽（洗碗机功能）	设计阶段	合理优化利用水槽下部空间，设计洗碗机，以最大化利用空间
7	物联集成灶	设计阶段	增加人机交互互动性和娱乐性，App工作控制，支持主动售后服务
8	智能辅助烹饪系统	设计阶段	根据火力、菜品的色泽变化，帮助掌控烹饪过程

资料来源：帅丰电器招股说明书，中银证券

公司产品系列化布局，矩阵丰富助力公司营收持续增长

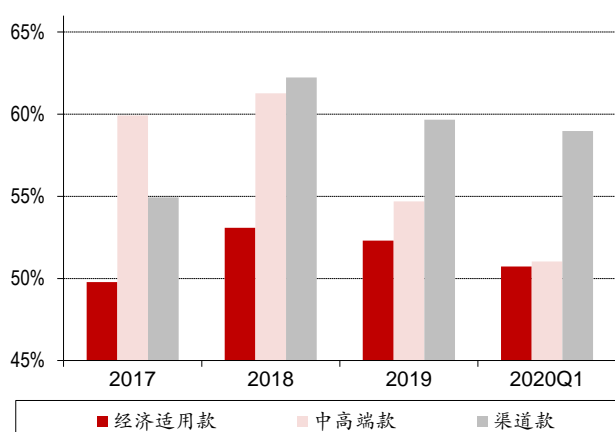
1) 从产品系列来看，按照产品定位的不同，公司集成灶产品大体可分为经济适用款、中高端款和渠道款三大类。其中经济适用款系公司早期推出的产品，包含V系列和基础系列产品，功能较为单一，以配备消毒柜/储藏柜为主；公司凭借在集成灶领域多年的技术积累，不断丰富和提升集成灶产品的功能、性能，推动产品系列化升级，中高端款产品系公司近年来新推出的产品，包括E系列、F系列和S6系列产品，配备了蒸箱、蒸烤一体功能，产品定位较高，2017年至2020年一季度，中高端款产品销售收入占比分别为11.15%、11.38%、37.89%和55.61%，销售占比逐年提高；公司积极把握电商、精装渠道发展趋势，于2017年开发并推出电商系列产品，2018年开发并推出工程系列产品，以批量的形式向经销商进行销售，由其在当地开拓工程家装市场。2017年至2019年渠道款产品销售收入占比分别为1.81%、23.50%、22.03%。从毛利水平来看，中高端款及渠道款的毛利率水平高于经济适用款，以2020Q1为例，经济适用款/中高端款/渠道款产品毛利率分别为50.73%/51.04%/58.98%。

图表134. 2017-2020Q1 产品结构：中高端/渠道系列占比逐年提升



资料来源：帅丰电器招股说明书，中银证券

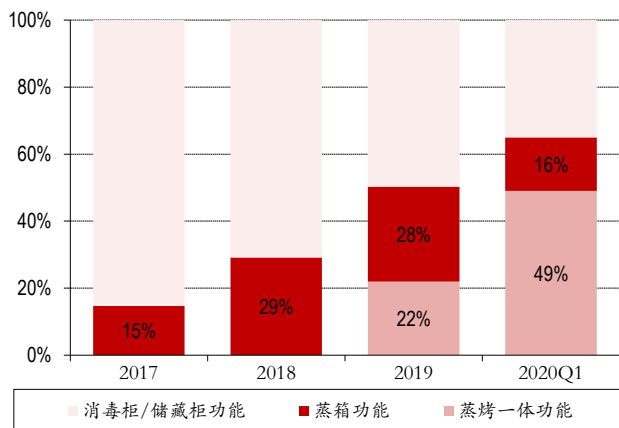
图表135. 2017-2020Q1 各类型产品毛利：中高端款/渠道款产品毛利率高于经济适用款



资料来源：帅丰电器招股说明书，中银证券

2) 从产品结构来看,为适应消费者对蒸箱、烤箱等高端功能的需求增加,公司的蒸箱功能和蒸烤一体功能产品的销售规模和销售占比逐年扩大,蒸箱和蒸烤一体功能产品占比由2017年的14.69%逐渐提高至2020年一季度的65.00%。从毛利率水平来看,蒸箱款毛利率最高,且渠道款的蒸烤一体机款与蒸箱款产品毛利率均较为明显高于消毒柜/储藏柜款产品。

图表136. 2017-2020Q1 产品结构: 蒸箱+蒸烤一体功能产品占比逐年提升



资料来源: 帅丰电器招股说明书, 中银证券

图表137. 各类型产品毛利: 蒸箱款、蒸烤一体款毛利高于消毒柜/储藏柜款

时间	产品定位	产品功能	毛利率 (%)	时间	产品定位	产品功能	毛利率 (%)
2019年	经济适用款	蒸烤一体	52.33	2020Q1	经济适用款	蒸烤一体	51.32
		蒸箱	60.15			蒸箱	61.56
		消毒柜/储藏柜	51.28			消毒柜/储藏柜	49.79
		小计	52.30			小计	50.73
	中高端款	蒸烤一体	53.73		中高端款	蒸烤一体	49.84
		蒸箱	56.53			蒸箱	54.18
		消毒柜/储藏柜	51.99			消毒柜/储藏柜	52.07
	小计	54.69	小计		51.04		
	渠道款	蒸烤一体	67.14		渠道款	蒸烤一体	67.78
		蒸箱	62.98			蒸箱	61.49
		消毒柜/储藏柜	57.75			消毒柜/储藏柜	57.35
		小计	59.67			小计	58.98
其它		54.39	其它		58.19		

资料来源: 帅丰电器招股说明书, 中银证券

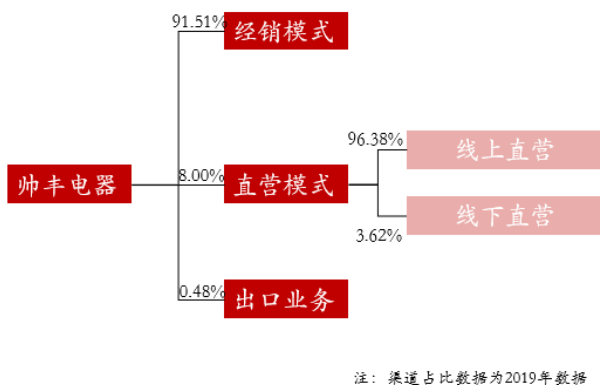
渠道端: 经销网络完备, 新媒体运营助增长

经销网络完善, 管理体系完备

公司主要销售模式为经销、直营和出口业务。经销模式是公司目前最主要的销售模式, 主要以区县级城市为单位设立经销商, 经销商以买断的方式向公司采购产品。2020Q1 经销收入占比约 96%, 公司不断加大对线下分销业务的投入, 招募优质经销商, 截至 2020 年 3 月末公司拥有经销商 1204 家, 线下门店 1459 家, 其中华中大区、华东大区、华西大区经销商较为集中。公司负责整个经销商体系的管理、渠道开发与维护, 经销商进行产品的终端销售、安装及售后服务, 目前公司的经销网络已经遍及除港澳台以外的全国各个省区, 2020Q1 经销模式收入占比约 96%。

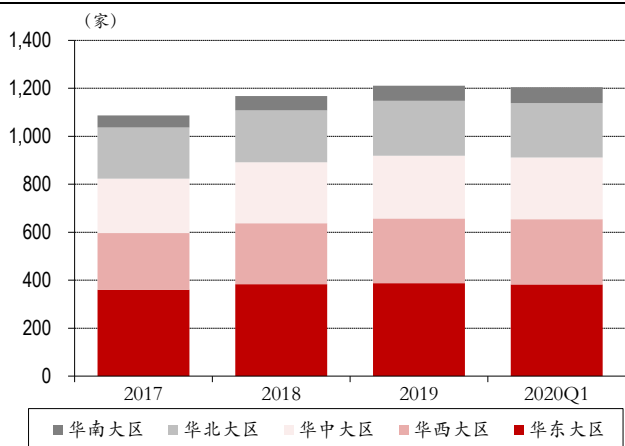
经销商选取与管理标准完善。公司主要从经营资格、经营理念、资金和业务能力和店面选址等方面对意向经销商进行考察评估, 意向客户表达合作意向且通过考核后, 与公司签订正式的经销协议, 成为公司的经销商。其中资金和业务能力方面, 属地级市及以上的经销商履约保证金为 2 万元, 首批进货款须达到 20 万元; 属县、区级的经销商履约保证金为 1 万元, 首批进货款须达到 10 万元。除此之外, 公司对经销商的日常管理还包括绩效管理、经销商培训、日常监督、串货管理、售后管理和门店管理等方面, 为经销体系的高效运行提供保障。

图表138. 帅丰电器销售模式



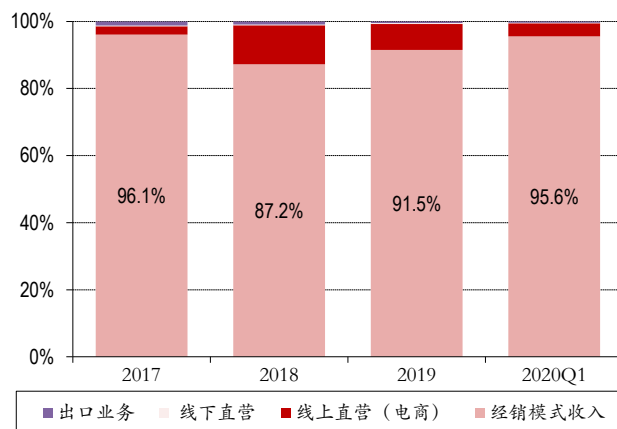
资料来源：帅丰电器招股说明书，中银证券

图表140. 2017-2020Q1 经销商数量：至 20Q1 经销商数量达 1204 家



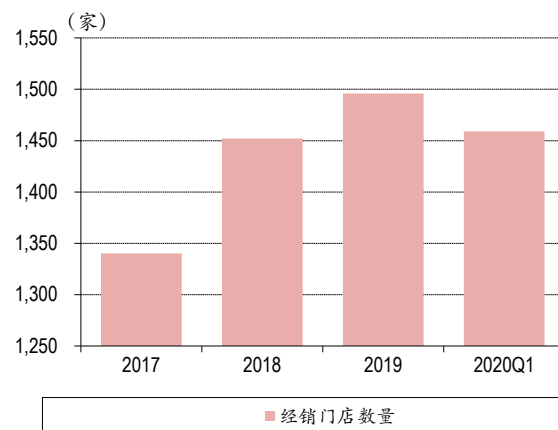
资料来源：帅丰电器招股说明书，中银证券

图表139. 2017-2020Q1 帅丰电器渠道结构：以经销商模式为主



资料来源：帅丰电器招股说明书，中银证券

图表141. 2017-2020Q1 门店数量：至 20Q1 经销商门店数量达 1459 家

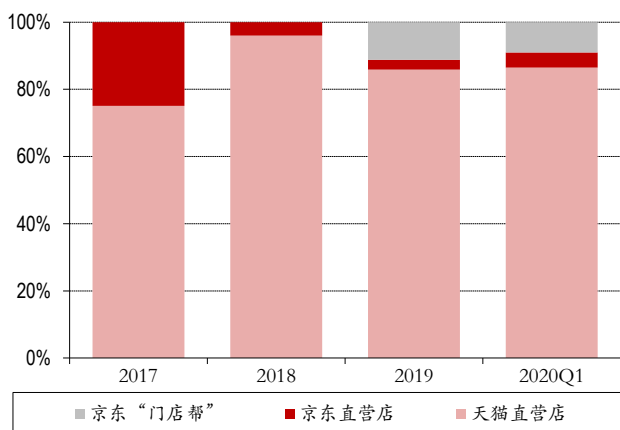


资料来源：帅丰电器招股说明书，中银证券

积极布局线上营销，拥抱新媒体运营模式

公司线上业务由公司自主运营管理，产品同时在天猫平台、京东平台进行销售，2019年公司通过“京东帮”渠道向经销商出货。2017-2019年公司线上销售规模由1365.78万元增长至1.40亿元。其中，天猫直营店是公司线上销售的主要平台。2017-2019年及2020年Q1公司通过天猫直营店实现的销售收入占当期线上收入的比例分别为75.10%、96.04%、85.92%和86.48%。2019年5月发行人加入京东“门店帮”销售，京东“门店帮”销售模式与线下经销模式基本一致，公司将经销商通过京东“门店帮”采购产生的销售收入归入发行人经销收入。

图表142. 2017-2020Q1 线上销售结构：天猫直营店为线上收入主要来源



资料来源：帅丰电器招股说明书，中银证券

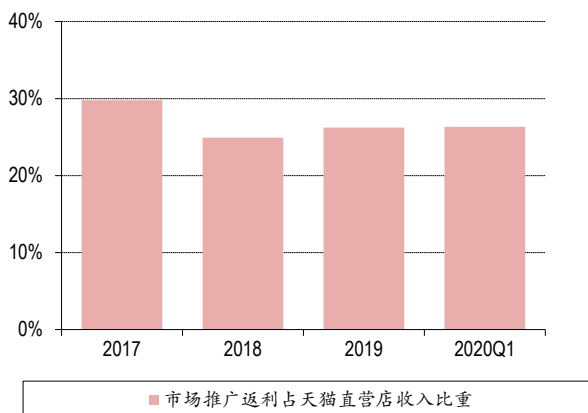
图表143. 各线上销售渠道模式对比

项目	线上直营店		京东“门店帮”
	天猫直营店	京东直营店	
开始时间	2013年	2015年	2019年5月
产品类型	主要为电商系列 (U系列)	主要为电商系列 (N系列)	N系列及部分非电商系列产品
订单来源	普通客户+经销商	主要为普通客户	经销商
下单方式	网页+APP	网页+APP	微信端口
下单价格	终端零售价格	终端零售价格	出厂价格
收款方式	电商平台线上收款	电商平台线上收款	电商平台线上收款
物流运输	快递公司+天猫菜鸟物流	快递公司	快递公司
运费承担及安装售后	当地有经销商，则由经销商承担并负责；若当地无经销商，则委托具有安装资质的第三方安装，公司承担运费	当地有经销商，则由经销商承担并负责；若当地无经销商，则委托具有安装资质的第三方安装，公司承担运费	由经销商承担并负责
返利考核	销售额作为市场推广返利考核的主要指标	销售额作为市场推广返利考核的主要指标	无
收入归类	普通客户下单计入线上直营收入，经销商下单计入经销商收入	普通客户下单计入线上直营收入，经销商下单计入经销商收入	经销商收入

资料来源：帅丰电器招股说明书，中银证券

对于经销商线上下单模式，主要基于以下几点原因。1) 随着互联网的持续发展，线上消费越来越受到消费者的青睐，线上渠道的开拓有利于提升公司的品牌知名度，进而进一步促进公司产品销售；2) 厨电产品具有较强的体验、安装属性，对于线上机型，消费者在线下门店体验成交的意愿更强；3) 经销商通过线上直营店采购可以获得相应的返利，从而保证经销商线上直营店采购的毛利空间。为增加对产品的推广力度，公司将经销商所在区域内的线上直营店销售额作为市场推广考核的主要指标，给予经销商一定比例的市场推广返利。2017-2019年及2020Q1公司市场推广返利金额分别434.95万元、4070.12万元、4271.13万元和189.77万元，占比天猫直营店销售收入（抵扣市场推广返利之前）的比重约25%。线上直营模式毛利率高于经销模式及线下直营模式，线上收入占比提升有助于公司盈利能力提升。

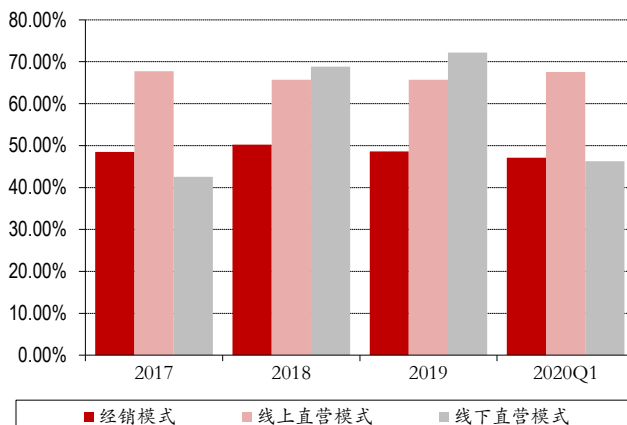
图表144. 2017-2020Q1 市场推广：市场推广返利占天猫直营店收入比重约25%



资料来源：帅丰电器招股说明书，中银证券

注：市场推广返利占天猫直营店收入比重=市场推广返利/(天猫直营店收入+市场推广返利)

图表145. 2017-2020Q1 各销售模式毛利率水平：线上直营模式毛利率较高



资料来源：帅丰电器招股说明书，中银证券

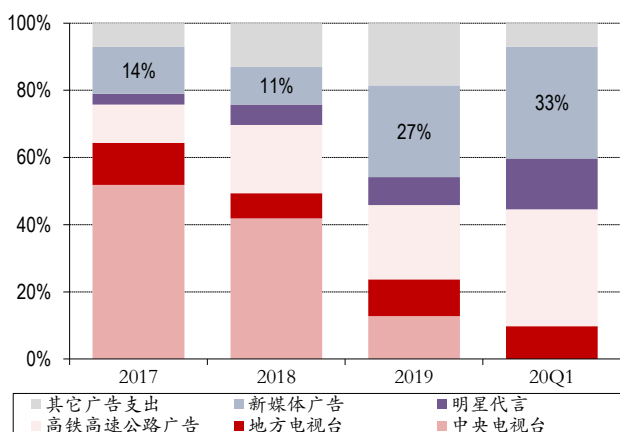
为持续拓展线上渠道，打响品牌知名度，公司自2020年4月起，开始与苏宁易购开展线上业务合作，截至2020年6月末对苏宁易购的产品销售额约为12.63万元；另外，部分经销商开始尝试通过“居然之家天猫旗舰店”和“红星美凯龙天猫旗舰店”进行产品展示和销售，通过线上引流、线下体验的方式增加线下商场实体门店的客户流量和产品销量，目前公司在“居然之家天猫旗舰店”和“红星美凯龙天猫旗舰店”进行产品展示和销售的线下经销商数量分别为17家、3家。

品牌端：以人为本、创新创造

公司秉承“以人为本、创新创造”的核心理念，积极倡导“以科技创新提升生活品质”的发展思路，致力于成为现代健康厨房生活的引领者和中国集成灶行业领军品牌。在准确、清晰的品牌定位以及领先的品牌策略下，公司扎实做好产品研发、提升产品质量、树立良好口碑。2017-2019年及2020Q1，公司销售费用分别为6,203.06万元、9,669.23万元、9,391.79万元和1,177.18万元，占营业收入的比例分别为10.98%、15.31%、13.45%和20.02%，广告宣传费用占比约60%。

近两年公司积极把握新媒体营销模式，迅速提升公司的品牌影响力。2019年公司借助抖音、电视剧《小欢喜》广告植入等新媒体形式，公司进一步扩大了产品的知名度，2019年新媒体类的广告宣传支出出现较大幅度的增长。2020年一季度公司广告投入进一步向新媒体、高铁高速公路广告倾斜。

图表146. 2017-2020Q1 销售费用结构：新媒体广告投入不断提升



资料来源：帅丰电器招股说明书，中银证券

图表147. 布局新媒体营销



资料来源：公司官网，中银证券

未来，公司将进一步提升品牌价值，进行销售渠道扩张和拓展。一方面加大全媒体广告投放，体验展示中心和路演车进驻重点销售区域，从而提升品牌知名度和影响力；另一方面在现有销售渠道的基础上，完成经销空白区域招商，优化经销商运营模式，进一步拓展工程渠道和KA卖场渠道，加大线上市场营销力度；同时，建立营销信息化管理系统，将公司、经销商和消费者紧密联系，及时响应市场需求，提升公司营销管理效率，保障业务的快速拓展，最终提升消费者对公司产品的认知度，扩大产品销售。

盈利预测及估值

基于我们对集成灶产品成长空间及公司综合产品、品牌与渠道布局策略与竞争力的分析，对公司的经营表现进行预测。

图表148. 帅丰电器营业收入与毛利率预测

	2020E	2021E	2022E
集成灶			
销量 (万台)	17	19	21
同比增长(%)	9.1	11.1	11.1
收入 (百万元)	703	770	842
同比增长(%)	6.9	9.4	9.5
毛利率(%)	51.5	52.5	53.0
营业收入合计 (百万元)	748	818	892
同比增长(%)	7.1	9.5	9.0
综合毛利率(%)	50.0	51.0	51.6

资料来源：公司官网，中银证券

盈利预测

我们预计公司 2020-2022 年实现营业收入 7.48 亿元、8.18 亿元和 8.92 亿元，分别同比增长 7.1%、9.5% 和 9.0%；净利润分别为 1.96 亿元、2.22 亿元和 2.45 亿元，分别同比增长 12.5%、13.3% 和 10.5%；在当前股本下，每股收益分别为 1.39 元、1.57 元和 1.74 元。

相对估值

我们选取厨电行业主要标的浙江美大、火星人、亿田智能、老板电器和华帝股份作为可比公司进行估值比较，根据 2020 年 1 月 29 日收盘价，公司 2019-2021 年对应市盈率分别为 21.1 倍、18.1 倍和 15.7 倍。

图表149. 帅丰电器可比公司估值表

证券简称	证券代码	最新股价 (元)	总市值 (亿元)	每股收益 (元)			市盈率 (倍)		
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
帅丰电器	605336.SH	26.04	37	1.65	1.44	1.66	15.8	18.1	15.7
浙江美大	002677.SZ	19.40	125	0.71	0.81	0.97	27.2	23.9	19.9
火星人	300894.SZ	59.18	240	0.66	0.72	1.01	90.0	81.2	58.3
亿田智能	300911.SZ	43.80	47	1.23	1.37	1.76	35.6	32.0	24.9
老板电器	002508.SZ	38.51	365	1.68	1.81	2.04	22.6	21.3	18.9
华帝股份	002035.SZ	7.89	69	0.85	0.70	0.81	9.0	11.7	9.7

资料来源：万得，中银证券

风险提示

市场竞争加剧风险

近年来，集成灶行业保持快速增长，吸引了众多品牌纷纷布局加入集成灶市场，市场竞争较为激烈。行业竞争逐渐从粗犷式价格竞争转为品牌、产品、渠道、服务等综合能力竞争，如果行业的利润率水平随着行业竞争的加剧出现下降，或者公司在市场竞争中无法继续保持优势地位，可能会对公司经营业绩产生不利影响。

受房地产行业波动影响的风险

厨房电器行业的景气程度与房地产行业的关联性较高。房地产行业未来调控方向和调控力度具有较高的不确定性，如果调控政策导致房地产市场交易长期低迷，住房装修及厨房电器需求将相应减少，从而将对公司生产经营带来不利影响。因此，公司存在因房地产行业波动导致业绩下降的风险。

“精装修”政策对集成灶市场的风险

与传统吸油烟机相比，集成灶产品作为新型厨电产品，在品牌知名度方面存在一定劣势，尚未普遍进入精装工程类采购渠道；如果“精装修”政策全面推广，而集成灶产品又长期无法普遍进入精装工程渠道，可能使集成灶未来市场需求受到影响，从而对公司经营业绩产生不利影响。

主要原材料价格波动风险

公司主要原材料为各类板材、燃气配件、电器及配件、五金件以及玻璃配件等，若未来主要原材料价格出现持续大幅上升，将不利于公司的成本控制，进而影响公司盈利水平。

销售渠道集中度较高

目前经销模式已成为公司销售收入的重要来源，如果未来公司无法持续管理和维护经销渠道或经销商因自身的经营恶化而退出与公司的合作，同时未能及时、有效开拓其他销售渠道，则可能会对公司的经营业绩产生不利影响。

产品结构单一风险

公司集成灶产品销售收入占公司营业收入的 95%左右，存在产品结构单一的风险，受宏观经济形势和行业发展变化影响较大。如果不能及时推出新产品，或新产品无法获得市场认可，宏观经济的波动和行业的变化可能会对发行人经营业绩造成不利影响。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入	631	698	748	818	892
销售成本	(320)	(364)	(380)	(408)	(439)
经营费用	(143)	(147)	(146)	(157)	(169)
息税折旧前利润	169	186	221	254	284
折旧及摊销	(10)	(13)	(19)	(24)	(28)
经营利润 (息税前利润)	159	173	202	229	256
净利息收入/(费用)	1	6	10	18	22
其他收益/(损失)	16	30	25	26	27
税前利润	175	205	231	262	289
所得税	(25)	(31)	(35)	(40)	(44)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	150	174	196	222	245
核心净利润	150	174	196	222	245
每股收益 (人民币)	1.422	1.647	1.390	1.575	1.740
核心每股收益 (人民币)	1.422	1.647	1.390	1.575	1.740
每股股息 (人民币)	0.000	0.000	0.417	0.472	0.522
收入增长(%)	12	11	7	9	9
息税前利润增长(%)	5	9	17	13	12
息税折旧前利润增长(%)	5	11	19	15	12
每股收益增长(%)	2	16	(16)	13	10
核心每股收益增长(%)	2	16	(16)	13	10

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	175	205	231	262	289
折旧与摊销	10	13	19	24	28
净利息费用	(0)	(3)	(4)	(6)	(6)
运营资本变动	18	76	(50)	91	(47)
税金	(25)	(31)	(35)	(40)	(44)
其他经营现金流	(20)	(17)	136	(69)	(7)
经营活动产生的现金流	158	243	297	262	213
购买固定资产净值	90	19	55	56	44
投资减少/增加	6	9	6	7	8
其他投资现金流	(423)	(263)	(100)	(118)	(87)
投资活动产生的现金流	(327)	(234)	(38)	(56)	(35)
净增权益	0	0	(59)	(67)	(73)
净增债务	0	0	0	0	0
支付股息	0	0	59	67	73
其他融资现金流	154	(1)	(19)	(60)	(68)
融资活动产生的现金流	154	(1)	(19)	(60)	(68)
现金变动	(16)	8	239	146	110
期初现金	96	73	83	322	467
公司自由现金流	(169)	9	258	206	178
权益自由现金流	(170)	6	254	200	172

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	73	83	322	467	577
应收帐款	1	0	3	0	2
库存	78	89	75	108	88
其他流动资产	10	9	15	11	15
流动资产总计	494	409	696	873	946
固定资产	219	240	277	309	325
无形资产	62	60	59	58	57
其他长期资产	9	302	110	140	184
长期资产总计	289	602	446	507	566
总资产	784	1,011	1,142	1,381	1,512
应付帐款	101	161	106	182	129
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	142	133	149	156	168
流动负债总计	244	293	255	338	297
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	1	4	2	2	3
股本	106	106	141	141	141
储备	434	608	745	900	1,071
股东权益	539	713	886	1,041	1,212
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	784	1,011	1,142	1,381	1,512
每股帐面价值 (人民币)	5.11	6.76	6.29	7.39	8.61
每股有形资产 (人民币)	4.52	6.18	5.87	6.98	8.20
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.69)	(0.78)	(2.28)	(3.32)	(4.10)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	26.7	26.7	29.6	31.0	31.9
息税前利润率(%)	25.1	24.8	27.0	28.0	28.7
税前利润率(%)	27.7	29.4	30.9	32.0	32.4
净利率(%)	23.8	24.9	26.2	27.1	27.5
流动性					
流动比率(倍)	2.0	1.4	2.7	2.6	3.2
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
速动比率(倍)	1.7	1.1	2.4	2.3	2.9
估值					
市盈率(倍)	18.3	15.8	18.7	16.5	15.0
核心业务市盈率(倍)	18.3	15.8	18.7	16.5	15.0
市净率(倍)	5.1	3.9	4.1	3.5	3.0
价格/现金流(倍)	17.4	11.3	12.4	14.0	17.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	21.3	19.2	15.1	12.6	10.9
周转率					
存货周转天数	81.7	83.8	78.9	81.8	81.5
应收帐款周转天数	0.8	0.3	0.7	0.7	0.6
应付帐款周转天数	63.2	68.5	65.1	64.1	63.6
回报率					
股息支付率(%)	0.0	0.0	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	41.2	27.8	24.5	23.0	21.7
资产收益率(%)	21.9	16.3	15.9	15.4	15.0
已运用资本收益率(%)	10.3	6.9	6.1	5.8	5.4

资料来源: 公司公告, 中银证券预测