

300911.SZ

增持

市场价格：人民币 42.8

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	(3.6)	7.5	0.0	0.0
相对深证成指	(4.2)	1.4	(11.4)	(39.6)

发行股数(百万)	107
流通股(%)	24
总市值(人民币 百万)	4,565
3个月日均交易额(人民币 百万)	269
净负债比率(%) (2021E)	净现金
主要股东(%)	
浙江亿田投资管理有限公司	44

 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

亿田智能

坚持走高质量稳定发展之路

公司作为集成灶行业老兵，研发投入行业领先，坚持高质量发展之路；公司已形成线上线下双轮驱动的发展模式，以经销模式为主，不断加强渠道协同，返利政策有效平衡渠道关系。在集成灶产品渗透率提升的行业背景之下，公司依靠先发优势，实现规模业绩的稳定增长。首次覆盖给予**增持**评级。

支撑评级的要点

- **集成灶行业老兵**。亿田智能创立于 2003 年，2020 年在深圳证券交易所上市，是国内较早以自主品牌生产和销售侧吸下排式集成灶的企业之一。2019 年公司实现营收 6.55 亿元，归母净利润 0.98 亿元。2016-2019 年实现营收复合增速 25%，归母净利润复合增速 39%。
- **研发投入行业领先，坚持高质量发展**。公司持续加大研发投入，优化研发流程，为持续提升公司的研发能力和创新水平提供支持，坚持高质量发展之路。
- **经销模式为主，不断加强渠道协同**。1) 经销模式为主，经销商数量行业领先。公司深耕国内市场，把握市场发展机遇，利用品牌、质量、设计等优势，积极布局营销网络，以市县为主要单位招募经销商，采取渠道下沉管理策略对集成灶产品市场进行布局，以实现更广泛的市场覆盖。2) 线上业务规模逐年提升。公司线上业务主要分为经销商线上采购业务和线上直营业务，其中经销商线上采购业务规模提升较快。为鼓励经销商在线上下单，公司通过降低线上产品经销商采购单价、返利等方式鼓励经销商进行线上采购，以期提高经销商线上采购的积极性。

估值

- 在当前股本下，预计公司 2020-2022 年预测每股收益分别为 1.38 元/1.70 元/2.02 元，对应市盈率 31.8 倍/25.8 倍/21.7 倍；首次覆盖给予**增持**评级。

评级面临的主要风险

- 持续技术创新风险；地产行业波动风险；原材料价格波动风险；市场竞争加剧的风险；销售渠道较为单一的风险。

投资摘要

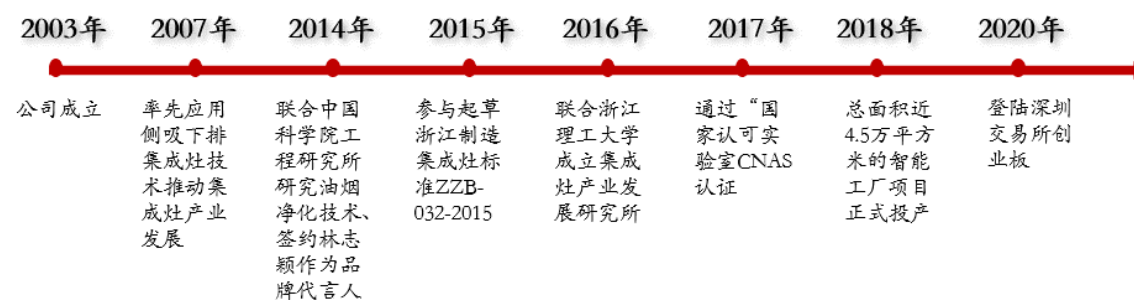
年结日：12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入(人民币 百万)	614	655	701	845	982
变动(%)	28	7	7	21	16
净利润(人民币 百万)	76	98	147	181	216
全面摊薄每股收益(人民币)	0.953	1.229	1.378	1.698	2.023
变动(%)	52.5	29.0	12.1	23.2	19.1
全面摊薄市盈率(倍)	46.0	35.6	31.8	25.8	21.7
价格/每股现金流量(倍)	25.9	32.4	21.2	20.5	17.8
每股现金流量(人民币)	1.65	1.32	2.01	2.09	2.41
企业价值/息税折旧前利润(倍)	50.2	36.9	24.3	19.1	15.4
每股股息(人民币)	0.000	1.992	0.414	0.509	0.607
股息率(%)	n.a.	4.7	1.0	1.2	1.4

资料来源：公司公告，中银证券预测

亿田智能：坚持走高质量稳定发展之路

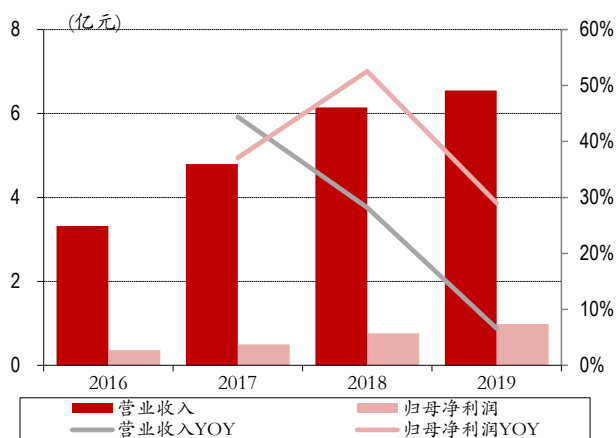
亿田智能创立于2003年，2020年在深圳证券交易所上市，公司专业从事集成灶等现代新型厨房电器产品的研发、生产和销售，是国内较早以自主品牌生产和销售侧吸下排式集成灶的企业之一。公司以“创建无害厨房环境”作为发展使命，始终致力于为消费者提供健康、环保、节能的厨房电器产品，持续提升顾客的厨房体验，为消费者带来安全健康的品质生活。2019年公司实现营收6.55亿元，归母净利润0.98亿元。2016-2019年实现营收复合增速25%，归母净利润复合增速39%。根据中怡康集成灶零售量数据测算，2019年亿田股份的集成灶产品市场占有率约为6.30%。

图表110. 亿田智能发展历程



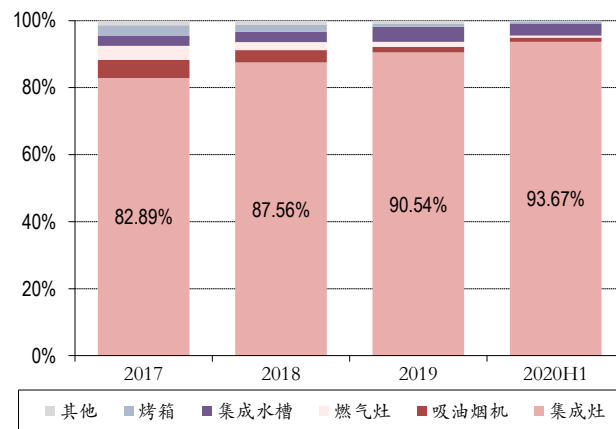
资料来源：公司官网，中银证券

图表111. 2016-2019年亿田智能经营表现：营收 CAGR 25%



资料来源：万得，中银证券

图表112. 2017-2019年亿田智能营业收入构成：集成灶为主要产品

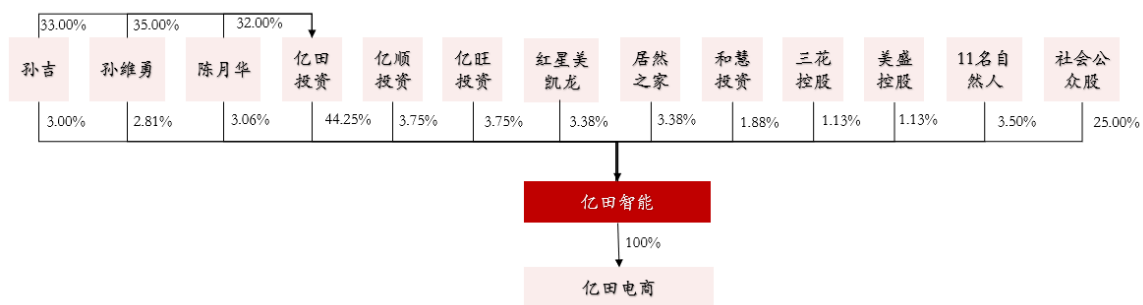


资料来源：亿田招股说明书，中银证券

股权结构清晰稳定

上市前公司总股本为8,000万股，公开发行人民币普通股2,666.67万股，占发行后总股本的比例为25.00%。公司实际控制人为孙伟勇、陈月华和孙吉，其中孙伟勇、陈月华系夫妻关系，孙吉系孙伟勇与陈月华之子。上市前三人合计直接持有公司11.83%股权，并通过亿田投资、亿顺投资、亿旺投资间接控制公司69.00%股权，合计控制公司80.83%股权。上市后，三人仍对公司具有绝对控制权。公司引入居然之家、红星美凯龙作为公司的战略投资人，为国内领先的家居装饰及家具商场运营商，居然之家与红星美凯龙的入股，为公司提升经营管理、优化渠道及提高建材卖场进驻率等方面具有重要意义。

图表113. 上市后公司股权结构



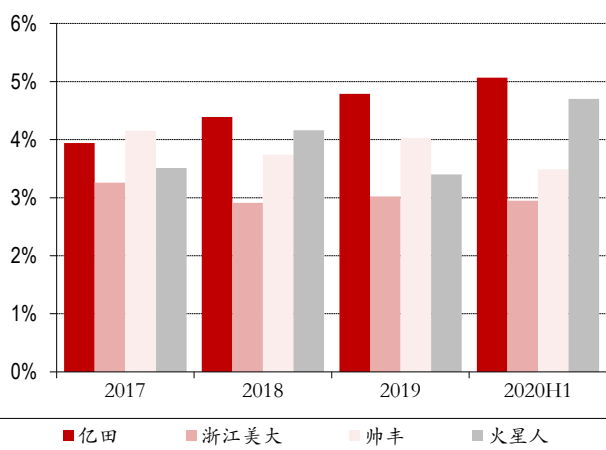
资料来源：亿田智能招股说明书，中银证券

产品端：研发投入行业领先，坚持高质量发展之路

公司掌握侧吸下排技术、油烟分离技术、燃烧器节能技术、风机下置技术、远程监测技术等多项核心技术，拥有专利 130 项，其中发明专利 14 项，外观设计专利 26 项，实用新型专利 90 项。为顺应行业发展趋势，公司持续加大研发投入，优化研发流程，为持续提升公司的研发能力和创新水平提供支持。公司坚持高质量发展之路，先后荣获包括浙江省著名商标、中国厨卫产品创新大奖、全国质量诚信优秀典型企业、浙江省知名商号等在内的多项荣誉，同时公司还是《集成灶》(ZZB 032-2015) 的起草单位之一。在由浙江省人民政府推动实施的“浙江制造”认证中，公司于 2015 年成为集成灶行业首家获得认证的企业，并荣获 2017 年度浙江省人民政府质量奖。

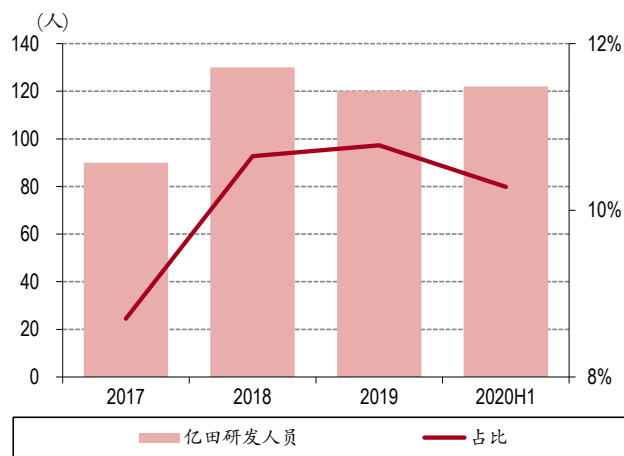
2017-2019 年公司研发费用分别为 1,890.54 万元、2,694.73 万元、3,140.42 万元，研发费用占营业收入的比例分别为 3.94%、4.39%、4.79%，呈现稳定增长趋势。截至 2020 年 6 月末，公司共有研发人员 122 名，占员工总数的 10.28%，其中核心技术人员 4 名，分别为陈月华、江凯、张延、赵云峰，研发人员均具有丰富的行业经验，为公司产品研发提供了可靠的技术保障。公司通过设置绩效考核机制、搭建员工持股平台等方式，鼓励研发人员积极进行产品开发和技术创新，维持公司核心技术人员和研发人员的稳定性。

图表114. 2017-2020H1 集成灶各主要品牌研发费用率：亿田智能研发费用率行业领先



资料来源：各公司招股说明书，中银证券

图表115. 2017-2020H1 亿田智能研发人员：20H1 研发人员占比达 10.3%



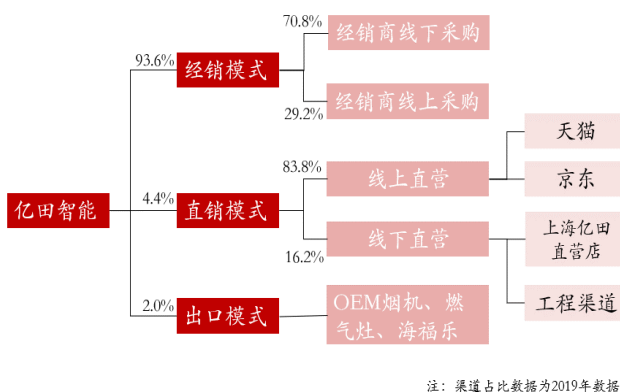
资料来源：亿田智能招股说明书，中银证券

渠道端：经销模式为主，不断加强渠道协同

1) 公司以经销模式为主，经销商数量行业领先

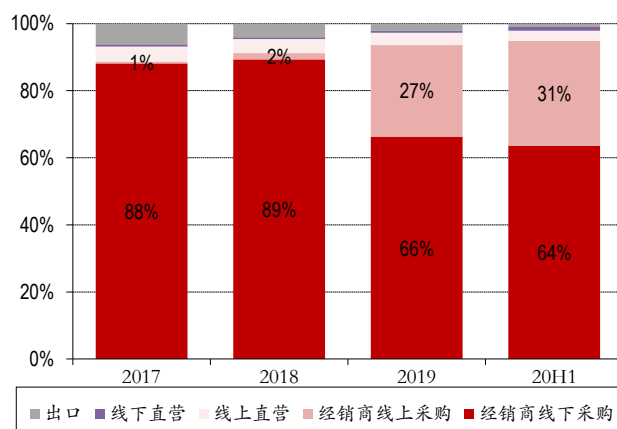
公司销售模式主要包括经销模式、直销模式和出口模式，其中经销模式是公司目前主要的销售模式，2017-2019年公司经销模式收入分别为41,841.48万元、54,977.97万元、60,443.59万元，占主营业务收入的比例分别为88.68%、91.18%、93.62%。公司的经销商数量逐年增加，2017-2019年及2020年上半年，经销商数量分别为1,180家、1,286家、1,311家和1,383家。公司深耕国内市场，把握市场发展机遇，利用品牌、质量、设计等优势，积极布局营销网络，以市县为主要单位招募经销商，采取渠道下沉管理策略对集成灶产品市场进行布局，以实现更广泛的市场覆盖。同时公司不断升级经销商店面并加强对经销商的培训，对经销商进行经销品牌排他性控制，截至2020年6月末，公司共有1,383家经销商，产品销售网络覆盖全国31个省（自治区、直辖市）。

图表116. 亿田智能渠道结构



资料来源：亿田智能招股说明书，中银证券

图表117. 2017-2020H1各渠道收入占比情况：经销模式为主要销售模式



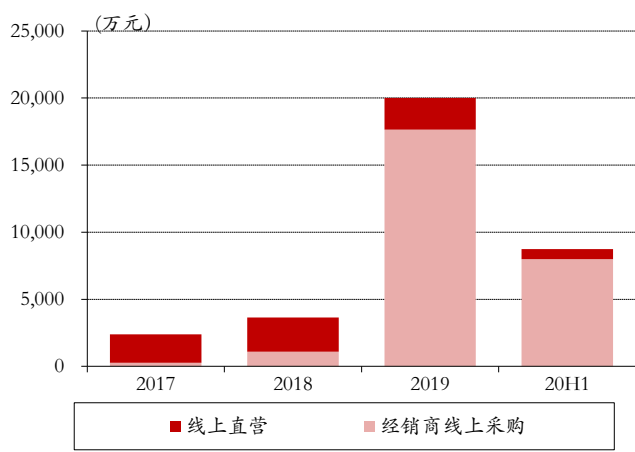
资料来源：亿田智能招股说明书，中银证券

2) 线上业务：经销商线上采购业务规模逐年提升

随着互联网购物的持续发展，把握流量入口、解决线上线下流量冲突，以及线下门店获客成本高等问题，实现线上线下渠道融合、发挥协同效应已成为集成灶行业发展的必然趋势。目前公司线上业务主要分为经销商线上采购业务和线上直营业务，其中经销商线上采购业务规模提升较快。

2017-2019年经销商线上采购金额由261万增长至1.8亿元，收入占比由0.50%提升到27.33%，截至2020年6月末，占比提升至31.31%。在京东、天猫推出“火凤凰”、“门店帮”新零售系统后，公司积极在经销商门店推广新零售系统，2019年陆续推出J系列、D系列和Z系列等线上专款系列，通过新零售系统，线上旗舰店的专款商品页面可以展示门店地址与信息，便于消费者快速查找到附近的实体店，进行现场体验，从而达到线上线下相互引流的效果。为鼓励经销商在线上下单，公司通过降低线上产品经销商采购单价、返利等方式鼓励经销商进行线上采购，以期提高经销商线上采购的积极性。

图表118. 2017-2020H1 经销商线上采购业务规模：逐年提升



资料来源：亿田智能招股说明书，中银证券

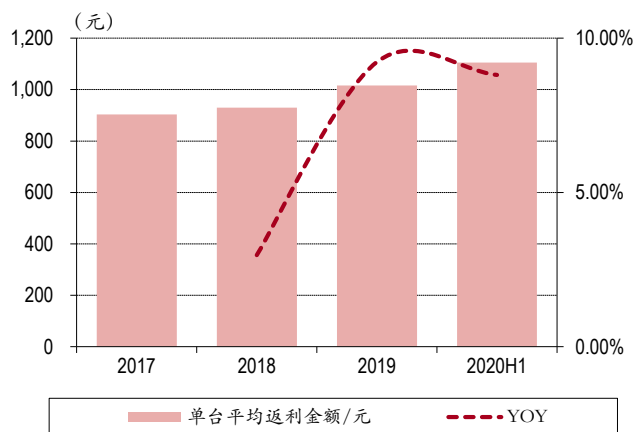
图表119. 经销商线上采购业务模式

项目	具体内容
定价方式	经销商在天猫“火凤凰”以零售价下单，天猫平台以公司设置的货款分成比例，分别将货款转入公司和经销商的账户；京东“门店帮”销售价格为出厂价格
产品实物流转	经销商下单后，由经销商指定物流进行配送至经销商，再由经销商负责终端客户的产品配送及安装
运费承担方式	经销商线上采购所产生的运输费用原则上由经销商承担，2019年度为激励经销商加大市场推广力度，对经销商线上采购的部分型号产品，运输费用由公司承担
售后维修	经销商负责产品的售后、维修服务

资料来源：亿田智能招股说明书，中银证券

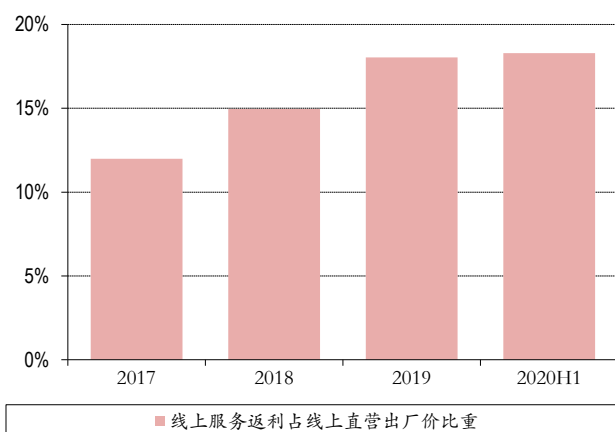
线上直营业务方面，目前公司开设的品牌旗舰店包括天猫“亿田电器旗舰店”、京东“亿田官方旗舰店”、京东“亿田集成灶旗舰店”和京东“亿田集成灶京东自营旗舰店”。为平衡线上渠道和线下渠道在同一区域销售的利益冲突，调动当地经销商积极性，公司的集成灶线上直销产品主要由经销商负责安装售后，公司会根据不同型号给予经销商一定金额的返利，称之为“线上服务返利”，考核标准以经销商实际安装的线上直销集成灶产品数量。2017-2019年及2020年上半年，线上直销渠道销售的集成灶并由经销商安装的数量分别为2,816台、4,094台、4,189台和1,261台，单台平均返利金额分别为903.55元、930.34元、1,016.23元和1,105.79元。假设线上直营产品全部为经销商安装，那么由此得出线上直营业务中，线上服务返利占比线上直营产品出厂价的比重约20%。

图表120. 2017-2020H1 线上服务单台平均返利：逐年提升



资料来源：亿田招股说明书，中银证券

图表121. 2017-2020H1 线上服务返利占比线上直营出厂价：到20H1接近20%



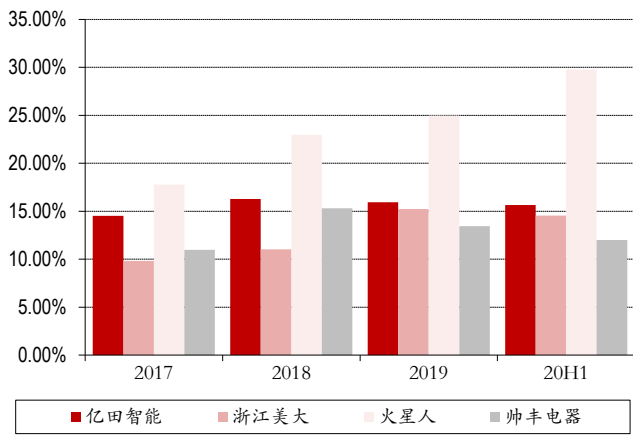
资料来源：亿田智能招股说明书，中银证券

2017-2019年和2020年上半年，公司线下直营业务收入分别为322.85万元、311.87万元、461.81万元和284.06万元，占主营业务收入比例在1%左右。公司出口业务主要系通过OEM模式与国外品牌厂商展开合作，根据国外品牌厂商的订单需求为该等客户提供吸油烟机、燃气灶等产品，目前公司出口业务销售规模及占比均较小。

营销端：品牌宣传多维，致力于打造中国集成灶高端品牌

公司高度重视品牌建设，致力于打造中国集成灶高端品牌。公司已构建由电视媒体、户外媒体、纸质媒体、互联网媒体等媒介组成的全方位品牌营销体系，在中央电视台4套《今日亚洲》、中央电视台2套《回家吃饭》、浙江卫视《二十四小时》等栏目以及通过高铁、网络媒体、新媒体等多渠道投放广告，加大品牌宣传投入，迅速提升品牌知名度。2017-2019年及2020年上半年公司销售费用占比营业收入分别为14.53%、16.28%、15.94%和15.66%，仅低于火星人销售费用率水平，居行业前列。2017-2019年广告费占营业收入比例相对稳定，分别为5.11%、6.21%、5.32%。

图表122. 2017-2020H1 亿田智能销售费用率：处于行业较高水平



资料来源：亿田招股说明书，中银证券

图表123. 亿田智能聘请林志颖为品牌代言人



资料来源：公司官网，中银证券

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124. 亿田智能营业收入与毛利率预测

	2020E	2021E	2022E
集成灶			
销量(万台)	15	18	22
同比增长(%)	11.4	24.8	19.5
收入(百万元)	638	785	924
同比增长(%)	9.2	23.0	17.7
毛利率(%)	46.5	47.0	48.0
营业收入合计(百万元)	701	845	982
同比增长(%)	7.0	20.6	16.2
综合毛利率(%)	45.4	46.1	47.3

资料来源：中银证券

盈利预测

我们预计公司2020-2022年实现营业收入7.01亿元、8.45亿元和9.82亿元，分别同比增长7.0%、20.6%和16.2%；净利润分别为1.47亿元、1.81亿元和2.16亿元，分别同比增长49.5%、23.2%和19.1%；在当前股本下，每股收益分别为1.38元、1.70元和2.02元。

相对估值

我们选取厨电行业主要标的老板电器、华帝股份、火星人、亿田智能和帅丰电器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 47.5 倍、32.0 倍和 24.9 倍。

图表125. 亿田智能可比公司估值表

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
亿田智能	300911.SZ	43.80	47	1.23	1.37	1.76	35.6	32.0	24.9
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
帅丰电器	605336.SH	26.04	37	1.65	1.44	1.66	15.8	18.1	15.7
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

持续技术创新风险

目前集成灶行业正处于快速发展阶段，消费者对集成灶产品的消费需求逐步提升，如果公司对技术、产品和市场的发展趋势不能正确判断，对行业关键技术、需求的发展动态不能及时掌控，无法根据社会和客户的需求及时进行产品或技术更新，将导致公司的市场竞争力下降。

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。

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。

市场竞争加剧风险

集成灶行业规模的快速扩张以及相对较高的利润水平，吸引了大量企业进入本行业，行业竞争日益激烈。此外，主要传统烟灶生产厂商目前尚未深入涉足集成灶行业，未来其一旦全面进入，将凭借强大的资金、品牌和渠道优势，对现有集成灶专业生产厂商形成冲击，从而可能改变集成灶行业竞争格局，导致公司面临市场竞争加剧风险。

销售渠道单一风险

公司经销收入占比较高且逐年提升，公司对经销渠道的依赖程度较高。如果未来消费者消费习惯发生变化，而公司营销渠道多元化建设未能与之适应，则公司将面临销售渠道单一带来的盈利能力下降的风险。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入	614	655	701	845	982
销售成本	(388)	(380)	(391)	(465)	(529)
经营费用	(140)	(159)	(141)	(173)	(208)
息税折旧前利润	87	116	169	207	245
折旧及摊销	(12)	(16)	(18)	(20)	(22)
经营利润 (息税前利润)	75	100	151	187	223
净利息收入/(费用)	3	10	15	21	29
其他收益/(损失)	10	7	10	9	9
税前利润	86	113	168	207	247
所得税	(10)	(14)	(21)	(26)	(31)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	76	98	147	181	216
核心净利润	77	99	147	182	216
每股收益 (人民币)	0.953	1.229	1.378	1.698	2.023
核心每股收益 (人民币)	0.957	1.234	1.383	1.702	2.027
每股股息 (人民币)	0.000	1.992	0.414	0.509	0.607
收入增长(%)	28	7	7	21	16
息税前利润增长(%)	32	34	51	24	19
息税折旧前利润增长(%)	37	34	46	22	18
每股收益增长(%)	53	29	12	23	19
核心每股收益增长(%)	52	29	12	23	19

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	86	113	168	207	247
折旧与摊销	12	16	18	20	22
净利息费用	(1)	(5)	(7)	(11)	(14)
运营资本变动	49	(4)	52	58	30
税金	(10)	(14)	(21)	(26)	(31)
其他经营现金流	(3)	1	5	(26)	4
经营活动产生的现金流	132	106	215	223	257
购买固定资产净值	102	(3)	27	23	16
投资减少/增加	1	0	3	1	1
其他投资现金流	(211)	(18)	(54)	(45)	(32)
投资活动产生的现金流	(109)	(20)	(25)	(21)	(15)
净增权益	0	(159)	(44)	(54)	(65)
净增债务	5	(5)	0	0	0
支付股息	0	159	44	54	65
其他融资现金流	(50)	(0)	(23)	(44)	(50)
融资活动产生的现金流	(45)	(5)	(23)	(44)	(50)
现金变动	(22)	80	167	158	192
期初现金	227	220	283	450	608
公司自由现金流	23	85	190	202	242
权益自由现金流	27	75	183	191	228

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	220	283	450	608	801
应收帐款	4	10	2	12	6
库存	46	55	47	72	66
其他流动资产	10	10	12	13	15
流动资产总计	292	368	517	719	896
固定资产	144	142	153	157	153
无形资产	71	70	68	66	64
其他长期资产	7	29	29	29	29
长期资产总计	221	241	250	252	246
总资产	515	609	766	971	1,141
应付帐款	172	176	170	240	233
短期债务	5	0	0	0	0
其他流动负债	138	110	157	165	191
流动负债总计	315	286	327	405	425
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	33	37	37	37	37
股本	80	80	107	107	107
储备	88	193	296	422	573
股东权益	168	286	402	529	680
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	515	609	766	971	1,141
每股帐面价值 (人民币)	2.10	3.57	3.77	4.96	6.38
每股有形资产 (人民币)	1.21	2.70	3.14	4.34	5.78
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.68)	(3.54)	(4.22)	(5.70)	(7.50)

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(%)	14.1	17.7	24.2	24.5	25.0
息税前利润率(%)	12.2	15.3	21.6	22.1	22.7
税前利润率(%)	14.0	17.2	24.0	24.5	25.1
净利率(%)	12.4	15.0	21.0	21.4	22.0
流动性					
流动比率(倍)	0.9	1.3	1.6	1.8	2.1
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)	0.8	1.1	1.4	1.6	2.0
估值					
市盈率(倍)	46.0	35.6	31.8	25.8	21.7
核心业务市盈率(倍)	44.7	34.7	31.0	25.1	21.1
市净率(倍)	20.4	12.0	11.4	8.6	6.7
价格/现金流(倍)	25.9	32.4	21.2	20.5	17.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	50.2	36.9	24.3	19.1	15.4
周转率					
存货周转天数	43.9	48.6	47.7	46.7	47.6
应收帐款周转天数	1.8	3.9	3.1	3.0	3.3
应付帐款周转天数	97.3	97.0	90.2	88.5	87.9
回报率					
股息支付率(%)	0.0	162.1	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	49.3	43.4	42.7	38.9	35.7
资产收益率(%)	14.2	15.6	19.2	18.8	18.5
已运用资本收益率(%)	12.1	10.7	10.7	9.7	8.9

资料来源: 公司公告, 中银证券预测