

300894.SZ

增持

市场价格：人民币 59.18

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 | 5.7 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 相对深证成指 | 5.7 | (6.1) | (9.6) | (38.8) |

| | |
|------------------|--------|
| 发行股数(百万) | 405 |
| 流通股(%) | 9 |
| 总市值(人民币 百万) | 23,968 |
| 3个月日均交易额(人民币 百万) | 636 |
| 净负债比率(%) (2021E) | 净现金 |
| 主要股东(%) | |
| 黄卫斌 | 37 |

 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

火星人

积极进取的行业新贵

公司作为集成灶行业新贵，产品定位高端、研发技术行业领先；公司已形成线上线下双轮驱动的发展模式，线上销量的累积和口碑效应发酵，有效带动了线下直营门店和经销门店的销售业绩，公司整体市场份额持续提升。首次覆盖给予**增持**评级。

支撑评级的要点

- **积极进取的行业新贵。**公司成立于2010年4月，2011年推出第一款集成灶产品，多年来公司凭借产品品质、整体性能、外观设计等多个方面的优势，主要产品的销量和市场认可度不断提升，2019年公司实现营业收入13.26亿元，归母净利润2.40亿元。2016-2019年实现营收复合增速57%，归母净利润复合增速65%。
- **定位高端研发领先，持续推进品类拓展。**1) 公司产品定位高端，2020年线上/线下超1万元集成灶产品份额为26%/20%；2) 公司自成立以来高度重视技术研发，以市场需求为导向，以研发创新为驱动，一方面带动集成灶销量的不断增长，2017-2019年市场份额由8.56%提升至9.31%；另一方面拓展开发集成水槽等产品，2017-2019年公司水洗类产品规模由5345.30万元增长至8948.59万元，年均复合增长率约29%。
- **电商布局行业领先，双轮驱动协同发展。**1) 火星人秉持开大店、优质店的原则，提升客户门店体验；不断推进经销渠道下沉至三、四线城市，加密巩固经销网络，充分发挥经销模式优势，实现销售规模的持续增长；2) 线上市占率居行业第一，返利政策激励经销商及引导客户通过电商平台下单，线上销量的累积和口碑效应的发酵，有效带动线下直营门店和经销门店的销售业绩，提高公司的整体市场份额。

估值

- 在当前股本下，预计公司2020-2022年预测每股收益分别为0.70元/0.99元/1.28元，对应市盈率84.4倍/59.7倍/46.2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；原材料价格波动风险；经销商网络管理风险；电商销售渠道风险。

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) | 956 | 1,326 | 1,613 | 2,220 | 2,840 |
| 变动(%) | 36 | 39 | 22 | 38 | 28 |
| 净利润(人民币 百万) | 92 | 240 | 284 | 402 | 519 |
| 全面摊薄每股收益(人民币) | 0.253 | 0.658 | 0.701 | 0.992 | 1.282 |
| 变动(%) | (89.5) | 159.6 | 6.6 | 41.5 | 29.2 |
| 全面摊薄市盈率(倍) | 233.6 | 90.0 | 84.4 | 59.7 | 46.2 |
| 价格/每股现金流量(倍) | 89.1 | 53.3 | 54.0 | 38.4 | 35.0 |
| 每股现金流量(人民币) | 0.66 | 1.11 | 1.10 | 1.54 | 1.69 |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 168.5 | 75.9 | 61.1 | 42.5 | 32.5 |
| 每股股息(人民币) | 0.000 | 0.000 | 0.210 | 0.298 | 0.385 |
| 股息率(%) | n.a. | n.a. | 0.4 | 0.5 | 0.7 |

资料来源：公司公告，中银证券预测

火星人：积极进取的行业新贵

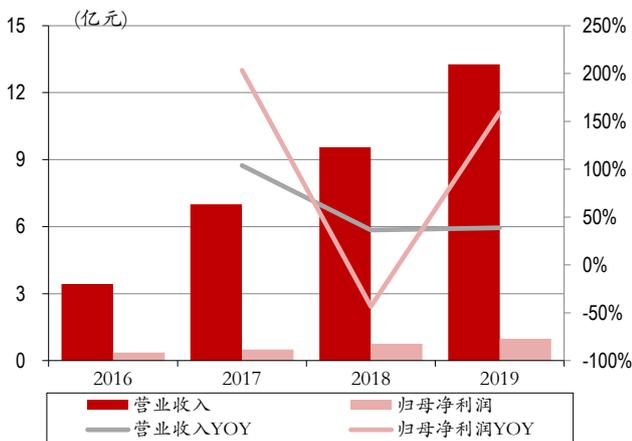
火星人专业从事新型厨房电器产品的研发、设计、生产与销售业务，主要产品包括集成灶、集成灶槽、集成洗碗机等系列产品。目前集成灶为公司主营业务产品，营收占比超过 85%。作为集成灶行业新兵，公司营收、业绩增长行业领先，2016-2019 年实现营收复合增速 57%，归母净利润复合增速 65%，2019 年公司实现营收 13.26 亿元，归母净利润 2.40 亿元。

图表82. 火星人发展历程



资料来源：公司官网，中银证券

图表83. 2016-2019 年火星人经营情况：营收 CAGR 57%



资料来源：万得，中银证券

图表84. 2017-2020H1 火星人营业收入构成：以集成灶产品为主



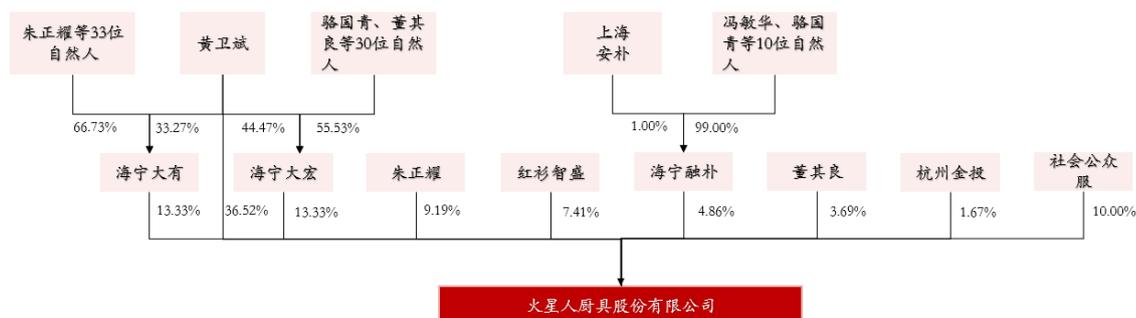
资料来源：火星人招股说明书，中银证券

股权结构清晰稳定

上市前，黄卫斌直接持有公司 40.58% 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 14.81%、14.81% 的表决权，合计控制公司 70.21% 的表决权，为公司控股股东及实际控制人。海宁大有主要为发行人员工持股平台，除持有发行人的股份外不存在其他对外投资的情况，海宁大有股东中，除自然人朱正耀、彭武奎外，在参与投资海宁大有时均为公司员工。海宁大宏主要为发行人员工持股平台，除持有发行人的股份外不存在其他对外投资的情况。海宁大宏股东中，除自然人董其良、骆国青外，在参与投资海宁大宏时均为公司员工。

本次新股发行股数不超过 4,050 万股，占发行后公司总股本的比例不低于 10%。

图表85. 上市后公司股权结构



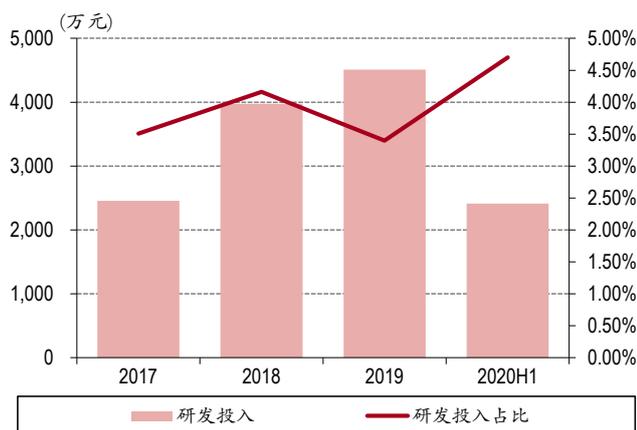
资料来源：火星厨具招股说明书，中银证券

产品端：定位高端研发领先，持续推进品类拓展

研发背书定位高端，集成灶产品份额持续提升

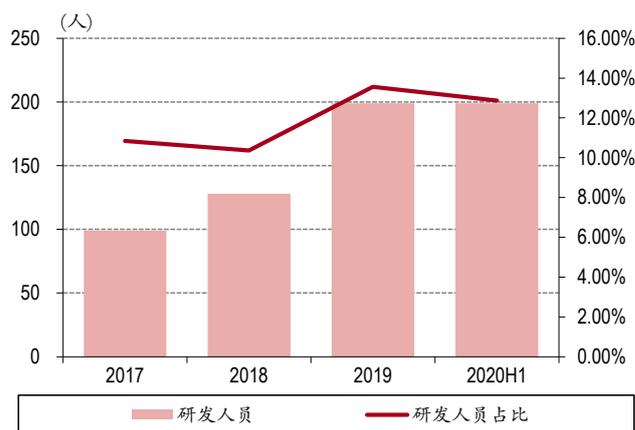
公司自成立以来高度重视技术研发，以市场需求为导向，以研发创新为驱动，不断对厨房吸油烟技术进行科技创新，拥有较强的技术研发能力与丰富的技术研究成果，目前公司设有智能创新研究院、技术研究院和产品开发中心作为研发机构，其中智能创新研究院负责产品的智能化设计，技术研究院负责产品线规划、新技术的推广转化以及对市场前沿技术的调研和市场需求的探索，产品开发中心负责具体产品或技术的落地生产。2017-2019年公司研发投入由2455.56万元增长至4511.73万元，年均复合增长率约36%，截至2020年6月末，研发投入占比公司营收约4.70%，研发人员人数为199人，占公司员工总数的比例为12.87%。

图表86. 2017-2020H1 研发投入：研发投入占比不断提升，2020H1 约 4.7%



资料来源：火星厨具招股说明书，中银证券

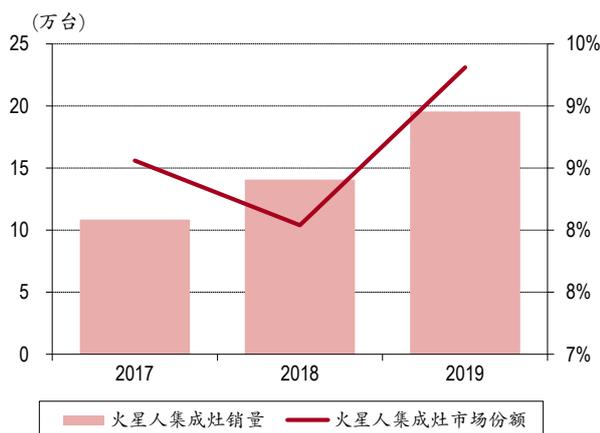
图表87. 2017-2020H1 研发人员人数：研发人员不断增加，20H1 研发人数占员工总数 12.87%



资料来源：火星厨具招股说明书，中银证券

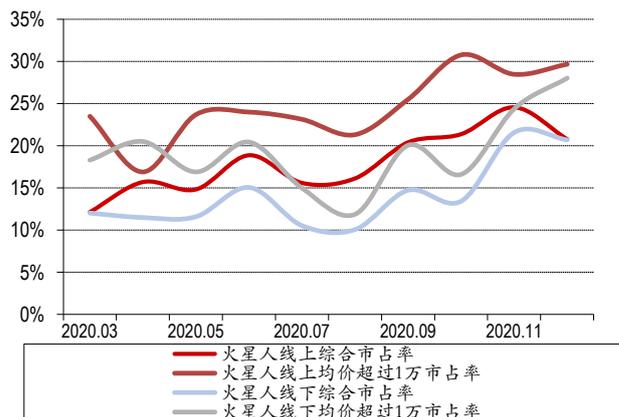
公司设计推出的“X7”集成灶产品荣获了“IF设计金奖”、“红点设计奖”、“中国设计红星奖”以及“AWE2020 艾普兰奖优秀产品奖”等国内外知名奖项。公司凭借产品品质、整体性能、外观设计等多个方面的优势，实现集成灶销量的不断增长，2017-2019年市场份额由8.56%提升至9.31%；火星厨具产品定位高端，根据奥维云网数据，2020年火星厨具线上上市占率为19.01%，单价超过10000元的火星厨具集成灶产品市占率达25.72%；2020年火星厨具线下市占率为14.44%，单价超过10000元的火星厨具集成灶产品市占率达19.50%。

图表88. 2017-2019年火星人集成灶产品销量: 销量规模不断提升



资料来源: 火星人招股说明书, 中银证券

图表89. 2020年以来火星人产品市占率: 集成灶高端矩阵中火星人竞争优势明显



资料来源: 奥维云网, 中银证券

持续推进品类多元化, 产品矩阵持续丰富

公司充分利用已有技术, 将集成化的产品设计理念应用于全新领域, 并不断创造融合新技术的全新厨电产品。火星人于2015年推出了集成水槽、2018年推出了集成洗碗机等产品, 其设计理念应用于传统水槽中, 集成净水器、垃圾处理器、洗碗机等功能, 满足消费者多样化的产品需求。2017-2019年公司水洗类产品规模由5345.30万元增长至8948.59万元, 年均复合增长率约29%, 占比公司营收约8%。

图表90. 2017-2020H1火星人非集成灶类产品规模: 水洗类产品规模不断提升



资料来源: 火星人招股说明书, 中银证券

图表91. 集成理念应用于集成水槽

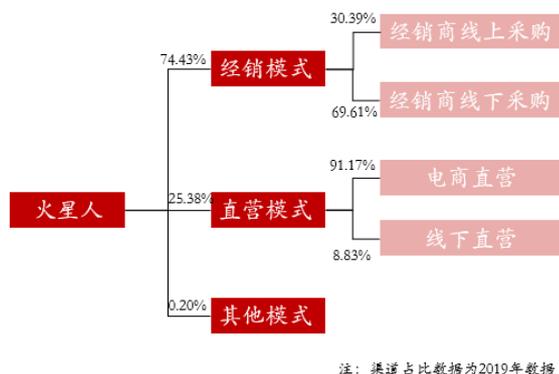


资料来源: 公司官网, 中银证券

渠道端: 电商布局行业领先, 线上线下双轮驱动

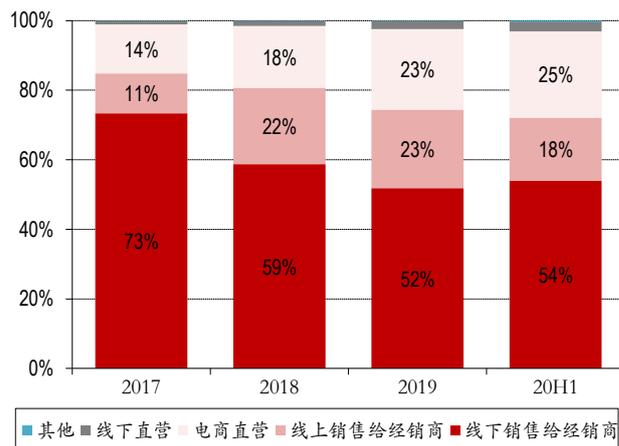
公司形成了以经销和电商模式为主、线下直营和其他模式相补充的渠道体系。经销模式收入是公司营业收入的主要来源, 包括线上销售给经销商和线下销售给经销商的收入。2017-2019年及2020年上半年经销模式收入占主营业务收入的比例分别为84.83%、80.73%、74.43%和72.11%。另外, 随着网络购物日渐成为我国商品销售的重要渠道, 公司在电商平台的深度布局也成为驱动收入整体增长的重要因素, 2017-2019年及2020年上半年电商直营模式收入占主营业务收入的比例分别为14.10%、17.73%、23.14%和24.80%, 2018年度和2019年度均实现了70%以上的增幅。

图表92. 火星人销售模式



资料来源：火星人招股说明书，中银证券

图表93. 2017-2020H1 火星人各渠道模式收入占比：形成线上线下双轮驱动模式



资料来源：火星人招股说明书，中银证券

增量1：加密巩固经销网络，持续推进建材市场招商

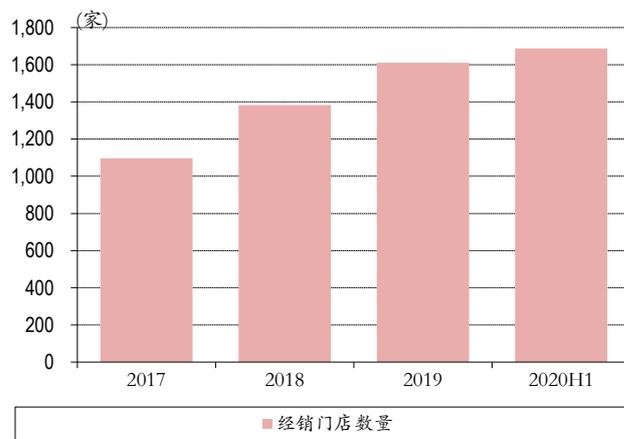
经销模式是国内厨电行业普遍采用的销售模式，增开终端门店也是品牌企业进行业务扩张和拓展市场的重要途径。为持续推进经销渠道的纵向延伸与横向拓展，公司不断推进经销渠道下沉至三、四线城市，加密巩固经销网络，充分发挥经销模式的优势，实现销售规模的持续增长。对于已有经销商运营的地级市，公司进一步划分商业区块引进新经销商；对于公司尚未运营的县级市，公司积极进行招商工作。同时，公司与红星美凯龙、居然之家、当地主流建材市场保持良好的合作关系，以进一步加强在上述商圈的渠道招商工作。长期以来公司凭借良好的品牌形象和互惠互利的合作条件吸引全国各目标区域具有一定市场渠道、资金实力和从业经验的个人或法人陆续加盟，通过充分发挥线下经销门店标准化、易复制、高渗透的优势，快速在当地设立经销网点，拓展营销网络覆盖区域。公司经销商数量由2017年初的658家，增加到2020年6月末的1,242家，年均复合增长率为22.45%；门店数量由2017年初的761家增加到2020年6月末的1,687家。

图表94. 2017-2020H1 火星人经销商数量：经销商数量不断提升，至2020H1经销商数量达1242家



资料来源：火星人招股说明书，中银证券

图表95. 2017-2020H1 火星人经销门店数量：至2020H1经销门店数量达1687家



资料来源：火星人招股说明书，中银证券

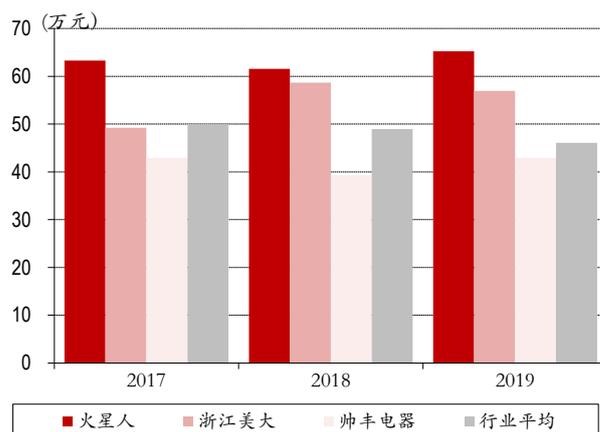
为配合公司定位高端的品牌形象，火星人秉持开大店、开优质店的原则，提升客户门店体验。2017-2019年及2020年上半年门店平均面积分别为116.82平方米、119.03平方米、121.31平方米和123.58平方米；2017-2019年向经销商门店平均销售金额分别为63.27万元、61.57万元和65.24万元，高于行业平均水平。

图表96. 2017-2020H1 火星人门店平均面积: 门店面积不断提升, 至 2020H1 门店面积约 120 平米



资料来源: 火星人招股说明书, 中银证券

图表97. 2017-2019 年集成灶主要品牌向经销商门店平均销售金额: 火星人高于同业

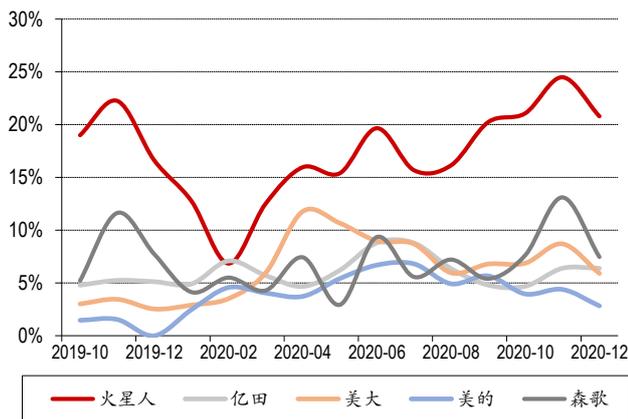


资料来源: 火星人招股说明书, 中银证券

增量2: 线上销量专项返利政策激励下, 线上渠道持续增长

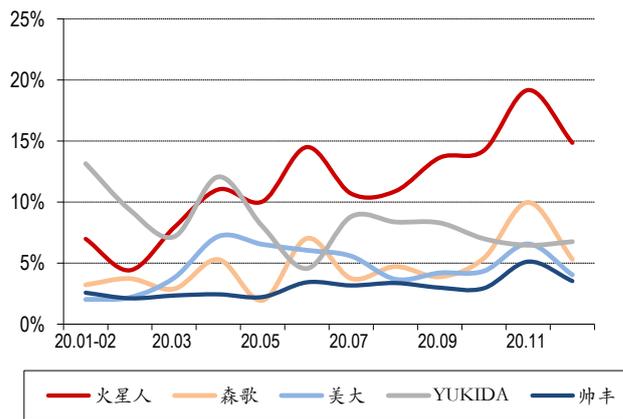
线上线下双轮驱动。长期以来, 公司践行线上线下业务相互融合、相互促进的“双轮驱动”的发展战略, 持续推动线上渠道布局, 以期不断提高品牌影响力。2020 年火星人集成灶线上销售额/销售量市占率分别为 20.79%/14.86%, 行业领先。

图表98. 集成灶主要品牌线上市占率: 火星人线上销售额市占率行业领先



资料来源: 奥维云网, 中银证券

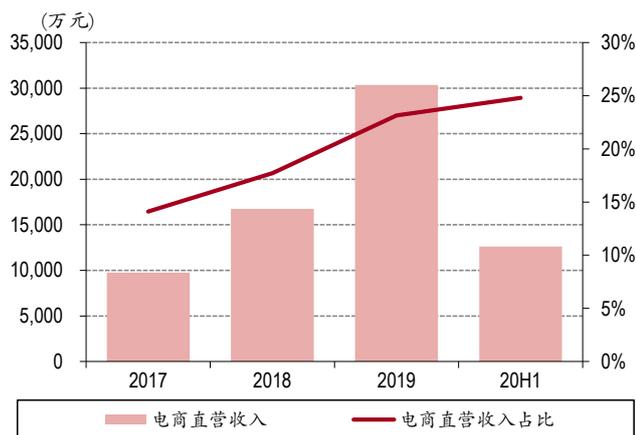
图表99. 集成灶主要品牌线上市占率: 火星人线上销售量市占率行业领先



资料来源: 奥维云网, 中银证券

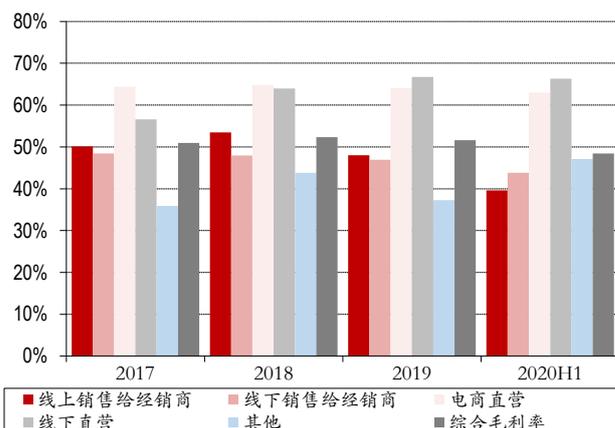
1) 电商直营业务: 在经销商数量不断增长的同时, 顺应电子商务和移动互联网高速发展的浪潮, 先后于 2014 年、2016 年和 2019 年入驻了天猫平台、京东平台和苏宁易购, 积极推行“线上线下相结合, 经销、直营和电商相结合”的销售战略。2017-2019 年公司电商直营模式销售收入由 9762.74 万元增长至 30356.46 万元, 年均复合增长率约 76%, 占公司营收比重由 14.10%提升至 23.14%, 2020 年上半年营收比重进一步提升至 24.80%。同时, 公司电商直营模式的各期毛利率均高于经销模式的毛利率, 电商直营模式占比提升, 有助于提升公司整体毛利率水平。

图表100. 2017-2020H1 火星人电商直营业务：业务比重不断提升，20H1 达 25%



资料来源：火星人招股说明书，中银证券

图表101. 2017-2019 年火星人各渠道毛利率：电商直营业务毛利率水平较高



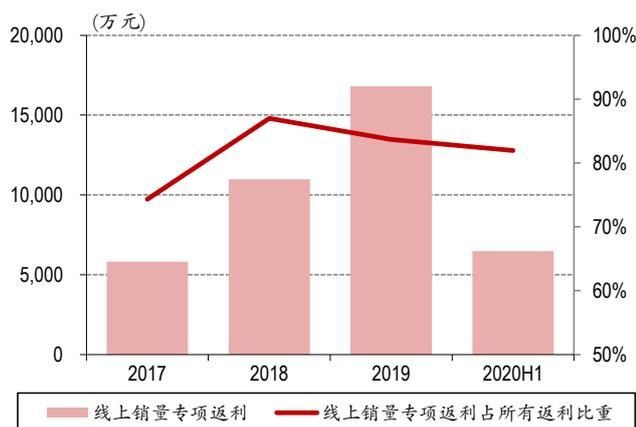
资料来源：火星人招股说明书，中银证券

此外，主流电商平台推出了线上、线下相互融合的新兴销售模式，如天猫的“新零售”、京东的“无界零售”，实现线上线下的相互引流。消费者在线上浏览商品时电商平台可基于其位置信息推荐就近的火星人线下门店，这不仅节约了寻找线下门店的时间也可以让消费者通过线下体验更直观地感受公司产品；消费者在线下门店参观时，也可以通过操作样机和店员讲解进一步了解线上产品的详细信息，选择通过扫描二维码等便捷方式在电商平台完成下单，进而实现线下门店向线上平台引流。

2) 线上经销业务：在现有销售体系下，仅公司有权通过电商平台销售火星人产品，经销商不得在电商平台开设网店销售公司产品。公司为增加产品曝光率，扩大品牌影响力，并为线下门店引流，充分调动经销商开发市场和维护渠道的积极性，线上线下协调发展，公司推出线上销量专项返利政策带动经销商线上提货，该返利的计提金额与经销商及所属区域的终端消费者通过线上平台购买的产品数量和不同型号产品的返利标准直接相关。公司计提的线上销量专项返利占公司所有返利约 80%，线上销售的单台主要产品的平均返利金额在 1,500 元以上，返利标准较高，约占线上产品售价的 25% 左右。2017-2019 年公司线上销售给经销商的收入比重逐年提升，由 11.46% 提升至 18.13%。

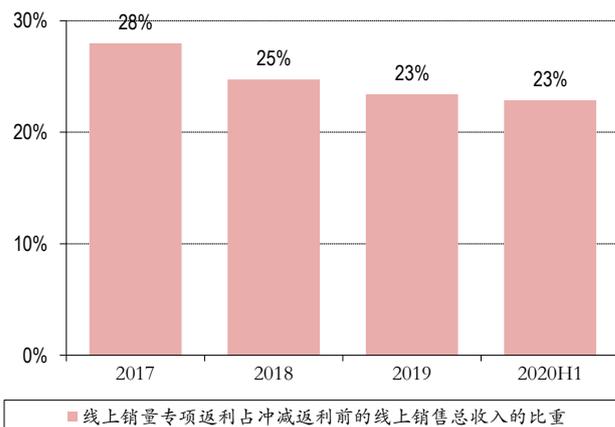
通过线上销量专项返利政策激励经销商及引导客户通过电商平台下单，提高线上销量排名，吸引更多关注者购买；线上销量的累积和口碑效应的发酵，有效带动线下直营门店和经销门店的销售业绩，提高公司的整体市场份额。

图表102. 2017-2020H1 火星人线上销量专项返利：占比公司对经销商返利约 80%



资料来源：火星人招股说明书，中银证券

图表103. 2017-2020H1 线上返利占比线上产品售价：约 25%



资料来源：火星人招股说明书，中银证券

图表104. 经销商通过线上渠道购买利润率在 25%-30%

| 项目 | 经销商通过线上渠道购买 | 经销商通过线下渠道购买 |
|----------------------------|---|---|
| 可采购的主要产品型号 | E 系列集成灶、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、厨柜等全系列产品 |
| 采购成本 | 针对线上各类客户的零售价 | 专门针对经销商的产品出厂价 |
| 对外销售的毛利率范围 | 0%-5% | 30%-45% |
| 是否承担物流费用 | 无需承担 | 需承担，物流费用占比约为 5% |
| 享受的主要返利类型 | 线上销量专项返利，单台产品返利额度基本在 1,500 元/以上，返利金额占线上采购价格的比重在 25%左右 | 年度销售返利为主，完成销售任务且考核合格后方可享受年度销售返利，返利金额占线下采购总额的比重在 2%-6% |
| 对外销售后的可变利润率（毛利率加返利率减物流费用率） | 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限略高，但考虑到经销商销售任务完成情况 & 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线下购买并完成销售后，最终取得的经济利益相差不多 | |

资料来源：火星人招股说明书，中银证券

营销端：重视品牌营销，借助电商红利强化品牌效益

公司在高度重视品牌营销，火星人成立时间不久，能够成为行业市占率第二且增速最快的品牌，与公司积极的品牌营销投入高度相关。

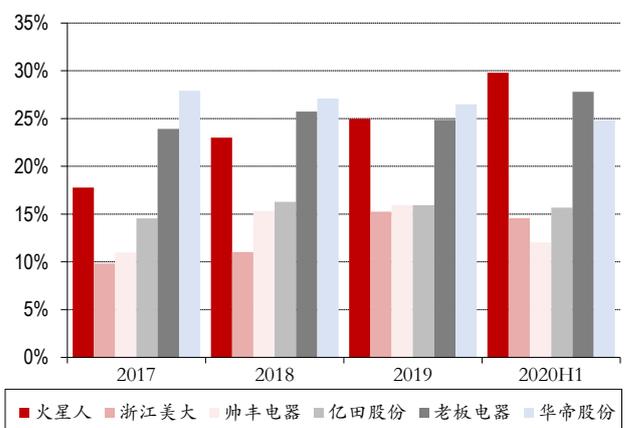
首先，公司坚持走中高端品牌建设路线，通过过硬的产品质量和时尚大方的外观为公司塑造高端厨电品牌形象，强化品牌效益。第二，公司持续加大市场推广力度，推进实施“主动营销”战略，借助电视、广播、纸媒、签约知名艺人进行品牌代言等传统媒介进行广告宣传，自 2016 年深度布局电商业务后，持续借助电商红利提高品牌影响力，灵活利用新兴媒体（如今日头条、抖音短视频、百度、微信、微博等具有较高人气的互联网应用），并在院线、动车组、高铁站等多个场景或户外场地积极宣传公司产品和品牌。近年来公司销售费用投入不断提升，2017-2019 年及 2020 年上半年，公司销售费用占营业收入的比例分别为 17.77%、22.98%、24.97% 和 29.78%。其中，广告宣传费占比分别为 33.88%、35.98%、30.15% 和 36.18%。

图表105. 公司签约黄磊为品牌代言人



资料来源：公司官网，中银证券

图表106. 2017-2020H1 厨电主要品牌销售费用率：火星人销售费用率高于集成灶其他主要品牌



资料来源：火星人招股说明书，中银证券

图表107. 各公司销售费用细项 (2019 年度)

| 火星人 | 金额 (万元) | 占比 (%) | 费用率 (%) | 浙江美大 | 金额 (万元) | 占比 (%) | 费用率 (%) | 亿田股份 | 金额 (万元) | 占比 (%) | 费用率 (%) | 帅丰电器 | 金额 (万元) | 占比 (%) | 费用率 (%) |
|-----------|------------------|---------------|--------------|-----------|------------------|---------------|--------------|-----------|------------------|---------------|--------------|-----------|-----------------|---------------|--------------|
| 广告宣传费 | 9,985.43 | 30.15 | 7.53 | 广告宣传费 | 20,766.34 | 80.91 | 12.33 | 职工薪酬 | 2,962.80 | 28.39 | 4.52 | 广告宣传费 | 5,261.53 | 56.02 | 7.54 |
| 职工薪酬 | 5,938.13 | 17.93 | 4.48 | 工资薪酬 | 1,961.13 | 7.64 | 1.16 | 广告费 | 3,486.94 | 33.41 | 5.32 | 服务费 | 1,793.50 | 19.10 | 2.57 |
| 差旅费 | 1,257.18 | 3.80 | 0.95 | 网络服务费 | 1,063.25 | 4.14 | 0.63 | 差旅费 | 876.11 | 8.39 | 1.34 | 职工薪酬 | 1,159.02 | 12.34 | 1.66 |
| 营销推广费 | 4,278.56 | 12.92 | 3.23 | 车辆运输费 | 702.28 | 2.74 | 0.42 | 会务推广费 | 735.69 | 7.05 | 1.12 | 业务招待费 | 312.53 | 3.33 | 0.45 |
| 电商费用 | 5,878.37 | 17.75 | 4.43 | 差旅费 | 720.06 | 2.81 | 0.43 | 电商费用 | 955.23 | 9.15 | 1.46 | 差旅费 | 402.11 | 4.28 | 0.58 |
| 物流运输费 | 3,036.44 | 9.17 | 2.29 | 其它 | 452.78 | 1.76 | 0.27 | 咨询服务费 | 349.26 | 3.35 | 0.53 | 参展会务费 | 282.83 | 3.01 | 0.41 |
| 办公费 | 845.96 | 2.55 | 0.64 | | | | | 运输费 | 500.05 | 4.79 | 0.76 | 其它 | 180.27 | 1.92 | 0.26 |
| 售后服务费 | 926.79 | 2.80 | 0.70 | | | | | 折旧与摊销费用 | 106.35 | 1.02 | 0.16 | | | | |
| 其它 | 973.95 | 2.94 | 0.73 | | | | | 其它 | 464.38 | 4.45 | 0.71 | | | | |
| 合计 | 33,120.82 | 100.00 | 24.97 | 合计 | 25,665.85 | 100.00 | 15.24 | 合计 | 10,436.78 | 100.00 | 15.94 | 合计 | 9,391.79 | 100.00 | 13.45 |

资料来源：火星人招股说明书，帅丰电器招股说明书，亿田智能招股说明书，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108. 火星人营业收入与毛利率预测

| | 2020E | 2021E | 2022E |
|---------------------|--------------|--------------|--------------|
| 集成灶 | | | |
| 销量 (万台) | 24 | 34 | 44 |
| 同比增长(%) | 23.0 | 41.2 | 30.6 |
| 收入 (百万元) | 1,390 | 1,933 | 2,487 |
| 同比增长(%) | 20.5 | 39.0 | 28.6 |
| 毛利率(%) | 53.5 | 54.0 | 54.5 |
| 集成水槽和集成洗碗机 | | | |
| 销量 (万台) | 2 | 3 | 3 |
| 同比增长(%) | 30.0 | 30.0 | 25.0 |
| 收入 (百万元) | 122 | 167 | 208 |
| 同比增长(%) | 36.5 | 36.5 | 25.0 |
| 毛利率(%) | 41.0 | 40.5 | 41.0 |
| 营业收入合计 (百万元) | 1,613 | 2,220 | 2,840 |
| 同比增长(%) | 21.6 | 37.7 | 27.9 |
| 综合毛利率(%) | 51.4 | 52.0 | 52.5 |

资料来源：万得，中银证券

盈利预测

我们预计公司 2020-2022 年实现营业收入 16.13 亿元、22.20 亿元、28.40 亿元，分别同比增长 21.6%、37.7%、27.9%；净利润分别为 2.84 亿元、4.02 亿元、5.19 亿元，分别同比增长 18.4%、41.5%、29.2%；在当前股本下，每股收益分别为 0.70 元、0.99 元、1.28 元。

相对估值

我们选取厨电行业主要标的浙江美大、亿田智能、帅丰电器、老板电器和华帝股份作为可比公司进行估值比较，根据 2021 年 1 月 29 日收盘价，公司 2019-2021 年对应市盈率分别为 100.0 倍、81.2 倍、58.3 倍。

图表109. 火星人可比公司估值表

| 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 |
| 火星人 | 300894.SZ | 59.18 | 240 | 0.66 | 0.72 | 1.01 | 90.0 | 81.2 | 58.3 |
| 浙江美大 | 002677.SZ | 19.40 | 125 | 0.71 | 0.81 | 0.97 | 27.2 | 23.9 | 19.9 |
| 亿田智能 | 300911.SZ | 43.80 | 47 | 1.23 | 1.37 | 1.76 | 35.6 | 32.0 | 24.9 |
| 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

市场竞争加剧风险

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。

原材料价格波动风险

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。

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，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。

经销商网络管理风险

公司经销收入占主营业务收入的比重在 70%以上，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。

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。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。

损益表 (人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|--------------|-------|-------|-------|---------|---------|
| 销售收入 | 956 | 1,326 | 1,613 | 2,220 | 2,840 |
| 销售成本 | (461) | (649) | (795) | (1,082) | (1,367) |
| 经营费用 | (354) | (366) | (434) | (595) | (774) |
| 息税折旧前利润 | 141 | 312 | 384 | 544 | 699 |
| 折旧及摊销 | (29) | (53) | (67) | (92) | (114) |
| 经营利润(息税前利润) | 113 | 258 | 317 | 452 | 585 |
| 净利息收入/(费用) | (2) | 2 | 6 | 10 | 15 |
| 其他收益/(损失) | 12 | 20 | 10 | 10 | 10 |
| 税前利润 | 122 | 279 | 330 | 467 | 603 |
| 所得税 | (30) | (39) | (46) | (65) | (84) |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 净利润 | 92 | 240 | 284 | 402 | 519 |
| 核心净利润 | 94 | 241 | 285 | 403 | 520 |
| 每股收益(人民币) | 0.253 | 0.658 | 0.701 | 0.992 | 1.282 |
| 核心每股收益(人民币) | 0.259 | 0.661 | 0.704 | 0.995 | 1.285 |
| 每股股息(人民币) | 0.000 | 0.000 | 0.210 | 0.298 | 0.385 |
| 收入增长(%) | 36 | 39 | 22 | 38 | 28 |
| 息税前利润增长(%) | (37) | 130 | 23 | 43 | 29 |
| 息税折旧前利润增长(%) | (29) | 121 | 23 | 42 | 28 |
| 每股收益增长(%) | (90) | 160 | 7 | 42 | 29 |
| 核心每股收益增长(%) | (89) | 156 | 6 | 41 | 29 |

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 | 122 | 279 | 330 | 467 | 603 |
| 折旧与摊销 | 29 | 53 | 67 | 92 | 114 |
| 净利息费用 | 3 | (0) | (2) | (5) | (7) |
| 运营资本变动 | 80 | 103 | 165 | 180 | 84 |
| 税金 | (30) | (39) | (46) | (65) | (84) |
| 其他经营现金流 | 38 | 9 | (68) | (44) | (26) |
| 经营活动产生的现金流 | 242 | 405 | 444 | 625 | 684 |
| 购买固定资产净值 | 180 | 165 | 158 | 165 | 163 |
| 投资减少/增加 | 3 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | (433) | (376) | (316) | (331) | (326) |
| 投资活动产生的现金流 | (250) | (210) | (158) | (165) | (163) |
| 净增权益 | 0 | 0 | (85) | (121) | (156) |
| 净增债务 | 33 | (3) | (20) | 10 | 10 |
| 支付股息 | 0 | 0 | 85 | 121 | 156 |
| 其他融资现金流 | (58) | (69) | (42) | (116) | (149) |
| 融资活动产生的现金流 | (25) | (72) | (62) | (106) | (139) |
| 现金变动 | (33) | 123 | 224 | 354 | 383 |
| 期初现金 | 229 | 209 | 314 | 538 | 892 |
| 公司自由现金流 | (8) | 195 | 286 | 459 | 522 |
| 权益自由现金流 | 28 | 191 | 264 | 465 | 524 |

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 | 209 | 314 | 538 | 892 | 1,275 |
| 应收帐款 | 10 | 49 | 16 | 40 | 45 |
| 库存 | 128 | 121 | 192 | 249 | 290 |
| 其他流动资产 | 10 | 6 | 29 | 16 | 36 |
| 流动资产总计 | 367 | 506 | 786 | 1,208 | 1,658 |
| 固定资产 | 415 | 580 | 674 | 751 | 801 |
| 无形资产 | 53 | 53 | 52 | 50 | 48 |
| 其他长期资产 | 21 | 16 | 19 | 19 | 18 |
| 长期资产总计 | 490 | 649 | 745 | 819 | 867 |
| 总资产 | 858 | 1,157 | 1,531 | 2,027 | 2,526 |
| 应付帐款 | 210 | 265 | 336 | 490 | 536 |
| 短期债务 | 33 | 30 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动负债 | 200 | 261 | 356 | 407 | 486 |
| 流动负债总计 | 443 | 555 | 692 | 897 | 1,022 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 10 | 20 | 30 |
| 其他长期负债 | 8 | 20 | 8 | 8 | 8 |
| 股本 | 365 | 365 | 405 | 405 | 405 |
| 储备 | 43 | 217 | 416 | 697 | 1,061 |
| 股东权益 | 408 | 582 | 821 | 1,102 | 1,466 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 总负债及权益 | 858 | 1,157 | 1,531 | 2,027 | 2,526 |
| 每股帐面价值(人民币) | 1.12 | 1.60 | 2.03 | 2.72 | 3.62 |
| 每股有形资产(人民币) | 0.97 | 1.45 | 1.90 | 2.60 | 3.50 |
| 每股净负债/(现金)(人民币) | (0.48) | (0.78) | (1.30) | (2.15) | (3.07) |

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(%) | 14.8 | 23.5 | 23.8 | 24.5 | 24.6 |
| 息税前利润率(%) | 11.8 | 19.5 | 19.7 | 20.4 | 20.6 |
| 税前利润率(%) | 12.8 | 21.0 | 20.5 | 21.0 | 21.2 |
| 净利率(%) | 9.7 | 18.1 | 17.6 | 18.1 | 18.3 |
| 流动性 | | | | | |
| 流动比率(倍) | 0.8 | 0.9 | 1.1 | 1.3 | 1.6 |
| 利息覆盖率(倍) | 36.6 | 206.1 | 505.6 | 957.3 | 743.3 |
| 净权益负债率(%) | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| 速动比率(倍) | 0.5 | 0.7 | 0.9 | 1.1 | 1.3 |
| 估值 | | | | | |
| 市盈率(倍) | 233.6 | 90.0 | 84.4 | 59.7 | 46.2 |
| 核心业务市盈率(倍) | 228.7 | 89.5 | 84.0 | 59.5 | 46.1 |
| 市净率(倍) | 52.8 | 37.0 | 29.2 | 21.8 | 16.3 |
| 价格/现金流(倍) | 89.1 | 53.3 | 54.0 | 38.4 | 35.0 |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 168.5 | 75.9 | 61.1 | 42.5 | 32.5 |
| 周转率 | | | | | |
| 存货周转天数 | 81.4 | 70.0 | 71.7 | 74.4 | 72.0 |
| 应收帐款周转天数 | 2.0 | 8.2 | 7.4 | 4.6 | 5.4 |
| 应付帐款周转天数 | 70.8 | 65.4 | 68.0 | 68.0 | 66.0 |
| 回报率 | | | | | |
| 股息支付率(%) | 0.0 | 0.0 | 30.0 | 30.0 | 30.0 |
| 净资产收益率(%) | 27.0 | 48.4 | 40.5 | 41.8 | 40.4 |
| 资产收益率(%) | 11.4 | 22.1 | 20.3 | 21.9 | 22.1 |
| 已运用资本收益率(%) | 6.4 | 11.4 | 9.8 | 10.3 | 9.9 |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测