

证券研究报告—动态报告/公司快评

家用电器

小家电 II

帅丰电器 (605336)

重大事件快评

买入

(首次评级)

2021年03月17日

股权激励目标递增，积跬步展鸿图

证券分析师：陈伟奇

0755-81982606

chenweiqi@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520110004

证券分析师：王兆康

0755-81983063

wangzk@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520120004

事项：

帅丰电器发布股权激励公告，拟向董事、高管及核心员工共 36 人以发行新股的形式授予限制性股票总计 176.25 万股，占公司总股本的 1.25%，其中首次授予 141 万股，预留部分 35.25 万股，授予价格为 13.62 元/股。激励计划授予的限制性股票分三期解除限售，比例为 30%、30%、40%；考核分公司层面业绩考核和个人考核，公司业绩考核为 2021、2022、2023 年营收同比增长不低于 15%、25%、30%，个人考核为绩效考核，当年实际可解除限售的限制性股票额度与其上年度个人绩效考核结果相关。

国信家电观点：1) 建设股权激励机制，实现员工与企业利益一致；业绩目标加速增长，彰显公司发展决心。2) 集成灶成长潜力大，市场格局较为分散，各企业仍大有可为。3) 产品为王，立品牌拓渠道：长期发展沉淀技术底蕴，公司搭建职业化的人才队伍，未来将在技术研发、品牌、渠道和营销上持续发力。4) 投资建议：帅丰全方位的变革正加速推进，此次股权激励有望为公司的发展注入强大的动力，推动公司在数字化转型、技术研发、品牌营销、渠道开拓等业务的落地执行。公司在技术上较为领先，品牌历经十余年打磨，线上线下渠道覆盖全面，预计 20-22 年归母净利润 2.02/2.42/2.94 亿，对应 EPS 为 1.44/1.72/2.09 元，对应当前股价 PE 为 17.3/14.5/11.9X，首次覆盖，给予“买入”评级。5) 风险提示：产能投放不及预期；行业竞争加剧；原材料价格大幅波动；渠道扩展不及预期。

评论：

■ 建设股权激励机制，护航企业长期发展；业绩目标加速增长，彰显公司发展决心

此次股权激励力度较大，能实现公司核心员工与企业长期利益的一致，为公司的长远发展保驾护航。以公告日前 20 日均价 26.38 元/股的收盘价计算，此次授予股票的价值（股价-授予价格）达到 2249 万元，折合人均 62 万元，与公司高管一年的薪酬相当，激励力度大。此次股票授予涵盖的人群也较为广泛，涉及董事、高管、核心管理人员、核心技术人员和核心业务人员共 36 人，有望产生良好的激励效果，促进公司各个业务部门的整体发展。

从解除限售的考核条件上看，此次考核共 3 年，对公司及个人表现都做出明晰的要求，有望取得良好的促进作用。其中，对公司层面的考核目标以同比增长为锚，要求公司 2021、2022、2023 年营收增速不低于 15%、25%、30%，递增的增长目标在 A 股市场上较为少见，既彰显了管理层对公司及行业未来长期发展的看好，又能保证公司长期增长的可持续性，实现有效的激励。我们认为，此次收入考核的制定或与公司产能投放的节奏相关，公司 IPO 募投项目将新增 40 万集成灶产能，进入达产期后每年将释放 30%/40%/30%的产能。考虑到集成灶行业的成长潜力和公司在行业内的领军地位以及公司接近 98%的产能利用率和产销率，此次考核条件对公司来说具有一定的挑战性，但基于公司目前积极改善的基本面和在产品、渠道及营销上的战略扩张，我们认为此次目标的制定是非常恰当的。从激励对公司成本产生的影响来看，在首次授予的限制性股票全部行权的条件下，2021、2022、2023 和 2024 年分摊

的成本分别为 771.63 万元、559.73 万元、266.20 万元和 42.27 万元，占 2019 年税前利润的比例为 3.8%、2.7%、1.3%和 0.2%，对公司净利润的影响较小。

表 1: 公司的业绩考核目标递增

解除限售安排	解除限售时间	业绩考核目标	可解除限售数量占限制性股票数量比例
第一个解除限售期	自授予的股票上市之日起满 12 个月后的首个交易日起至授予日起 24 个月内的最后一个交易日止	以 2020 年营业收入为基数，2021 年营业收入增长率不低于 15%	30%
第二个解除限售期	自授予的股票上市之日起满 24 个月后的首个交易日起至授予日起 36 个月内的最后一个交易日止	以 2021 年营业收入为基数，2022 年营业收入增长率不低于 25%	30%
第三个解除限售期	自授予的股票上市之日起满 36 个月后的首个交易日起至授予日起 48 个月内的最后一个交易日止	以 2022 年营业收入为基数，2023 年营业收入增长率不低于 30%	40%

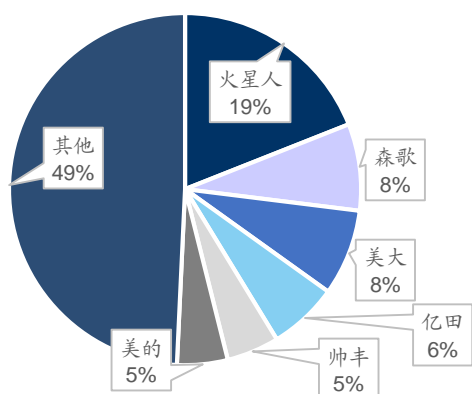
资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

■ 集成灶行业: 成长潜力大, 500 亿市场可期; 竞争格局分散, 各企业大有可为

根据我们之前在外发报告《火星人 (300894): 高颜值+强激励, 进击的火星人》中的分析, 集成灶由于具有省空间、油烟不过脸、节省购买精力等优势, 能较好地满足消费者的需求, 未来渗透率有望持续提升, 2023 年市场空间预计可达 376 亿元, 2019-2023 年复合增速高达 23%; 2027 年行业销售额可达 531 亿元, 2019-2027 年复合增速达到 16%。行业的成长性和天花板都具有充足的想象空间。

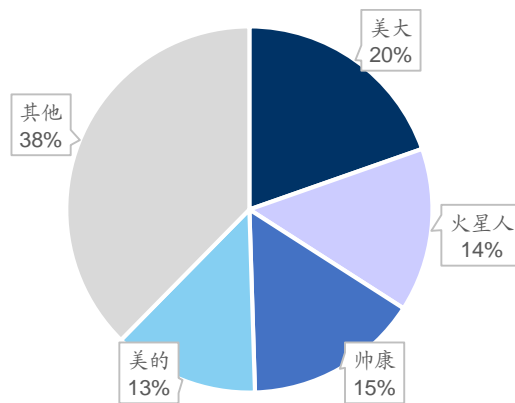
从格局上看, 目前行业内尚未有玩家具有明显的份额优势, 集中度较低, 给企业以差异化突围的契机。根据奥维云网的数据, 2020 年集成灶线上和线下都未出现市占率超过 20%的行业龙头, 线上市场火星人以 19%的市占率独占鳌头, 线下市场浙江美大以 19.6%的市占率保持领先, 线上线下 CR3 都未超过 50%, 格局分散。虽然目前行业内存有较多的竞争对手, 但扩容依然是集成灶的主旋律, 中上游玩家依然有望通过打造自身差异化的卖点, 凭借优势的营销和产品占据一席之地。

图 1: 集成灶线上市场格局分散



资料来源:奥维云网、国信证券经济研究所整理

图 2: 集成灶线下市场格局较为分散



资料来源:奥维云网、国信证券经济研究所整理

■ 公司跟踪: 基本面稳固, 立品牌扩渠道发展可期

公司在集成灶行业深耕 15 年, 在技术上积累深厚, 线上线下营销覆盖广, 渠道建设初具规模。公司 1998 年成立时便从事厨电业务, 2005 年进入集成灶行业, 经过多年沉淀具有行业领先优势。技术方面, 公司自主研发油烟机侧吸下排技术, 油烟吸净率达到 99.96%, 发明可拆卸导烟板, 解决清洗问题, 自主研发焱动力及火炎三燃烧器、三重油脂分离技术、斑彩螺高效静音风道系统等。产品方面, 基于技术上的优势, 公司不断推出创新型产品, 引领行业发展, 是新一代侧吸下排集成灶的领先者, 已累积推出上百个产品型号, 产品性能优异。品牌方面, 公司线上线下投放大量的营销资源, 在机场、高铁、全国巡演、头条、抖音、小红书等多方面进行品牌传播, 覆盖范围广。渠道方面, 截至 2020 年 9 月, 公司共有 1204 家经销商和近 1500 个营销终端, 在天猫、京东等平台上也开设有直营门店, 形成线上和线下相结合销售模式。

在原有良好基本面的基础上, 公司进一步深挖增长潜力, 建设职业化的人才队伍、实现数字化转型、深化营销定位、拓展全渠道。公司 2021 年 1 月引入职业经理人陈伟作为总经理, 并在杭州建设双总部, 引入营销和研发等方面的人才。在数字化转型上, 公司全方面进行数字化变革, 加大 MES\PD\PLM 等信息化系统投入, 进一步提升数字化制造能

力、C2M 能力建设，为适应未来数字化营销打下基础。营销方面，公司锚定新消费人群，将品牌定位于新一线品牌，聚焦公司主流用户群体，构建品牌特色。渠道建设方面，公司将重点优化经销商渠道，加快电商全网渠道布局，积极布局 B 端业务，建设线上、线下和工程三大主渠道。

■ 投资建议：积跬步，致千里

帅丰全方位的变革正加速推进，此次股权激励有望为公司的发展注入强大的动力，推动公司在数字化转型、技术研发、品牌营销、渠道开拓等业务的落地执行。公司在技术上较为领先，品牌历经十余年打磨，线上线下渠道覆盖全面，**预计 20-22 年归母净利润 2.02/2.42/2.94 亿，对应 EPS 为 1.44/1.72/2.09 元，对应当前股价 PE 为 17.3/14.5/11.9X，首次覆盖，给予“买入”评级。**

■ 盈利预测：

集成灶：1) 销量方面，受益于集成灶行业的高成长性，叠加公司在渠道、产品和营销上的扩张战略，考虑到公司产能释放的节奏和疫情对 2020 年销售的影响，预计 2020-2022 年公司集成灶销量增速分别为 3.03%、14.24%和 23.29%。**2) 价格方面**，公司坚持中高端的定位，经济适用款集成灶的占比逐渐降低，产品结构不断优化，同时考虑到近期原材料价格的上升和物价水平的提升，我们预计 2020-2022 年公司集成灶均价增速 3.19%、5.11%、2.20%。**综上我们预计 2020-2022 年公司集成灶收入的增速为 6.32%、20.08%、26.01%。**

其他产品：公司的其他产品主要包括集成水槽、水槽洗碗机、嵌入式蒸箱/烤箱、整体橱柜等厨房配套产品，收入体量相对较低，随着公司品类的扩充，该业务收入有望维持较高增长，预计 2020-2020 年其他产品收入增速为 14.00%、20.00%、16.00%。

其他业务：预计 2020-2022 年其他业务收入增速为 21.00%、18.00%、16.00%。

因此预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 7.46 亿元、8.95 亿元、11.23 亿元，分别同比增长 6.83%、20.05%、25.39%。

表 2：公司营业收入预测

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
集成灶						
销量(万台)	14.95	15.09	15.30	15.76	18.00	22.20
同比		0.92%	1.38%	3.03%	14.24%	23.29%
均价(元)	3,588.03	3,981.80	4,301.60	4,438.87	4,665.78	4,768.46
同比		10.97%	8.03%	3.19%	5.11%	2.20%
收入(亿元)	5.36	6.01	6.58	7.00	8.40	10.58
同比	40.95%	12.00%	9.52%	6.32%	20.08%	26.01%
毛利率(%)	48.99	52.15	50.07	50.75	51.29	51.31
其他产品						
收入(亿元)	0.27	0.29	0.34	0.38	0.46	0.54
同比	2.46%	6.58%	17.05%	14.00%	20.00%	16.00%
毛利率(%)	36.61	22.05	13.27	18.00	20.00	20.00
其他业务						
收入(亿元)	0.01	0.02	0.06	0.08	0.09	0.11
同比	169.57%	41.94%	267.61%	21.00%	18.00%	16.00%
毛利率(%)	95.97	78.41	88.41	90.00	90.00	90.00
合计						
营业总收入	5.65	6.31	6.98	7.46	8.95	11.23
同比	38.59%	11.80%	10.59%	6.83%	20.05%	25.39%
毛利率(%)	48.50	50.84	48.65	49.47	50.07	50.19

资料来源:公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理和预测

费用假设：

销售费用：公司销售费用率维持在 10%-15%之间，随着公司营销和渠道端的扩张，销售费用率或将提高，考虑到疫情期间公司主要降低销售费用投放，因此预计 2020-2022 年销售费用率分别为 12%、12.9%、13.2%。

管理费用：近四年公司的管理费用率维持在 4.8%-5.8% 的水平。随着公司人才引进及杭州双总部的建设，及后期公司规模扩大，预计 2020-2022 年管理费用率分别为 5.7%、5.7%、5.2%。

研发费用：公司高度重视研发投入，持续引进研发人才，加大研发投入。预计 2020-2022 年研发费用为 3.1%、3.3%、3.5%。

财务费用：公司现金储备充足，上市融资后资金将进一步得到补充。预计财务费用率将保持为负，2020-2022 年财务费用率分别为 -1.42%、-2.30%、-2.12%。

根据上述假设，我们预计公司 2020-2022 年净利润分别为 2.02 亿元、2.42 亿元、2.94 亿元，同比增长 16.3%、19.5%、21.7%。

表 3：公司盈利预测

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	565	631	698	746	895	1123
同比	38.6%	11.8%	10.6%	6.8%	20.1%	25.4%
净利润（百万元）	134	150	174	202	242	294
同比	116.83%	11.9%	15.8%	16.3%	19.5%	21.7%

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

■ 盈利预测的敏感性分析

考虑到公司盈利主要受集成灶销量影响，故对不同销量增速下 2020 年的盈利作敏感性分析：

表 4：2020EPS 随集成灶销量变化的敏感性分析（元）

	公司集成灶 2020 年销量增速				
	-7%	-2%	3%	8%	13%
2020(E)EPS	1.32	1.38	1.44	1.50	1.56

资料来源：国信证券经济研究所分析

■ 风险提示：

产能投放不及预期；行业竞争加剧；原材料价格大幅波动；渠道扩展不及预期。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价	EPS			PE			PB
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019
002677.SZ	浙江美大	无评级	17.57	0.71	1.00	1.19	25	18	15	7.5
300894.SZ	火星人	买入	47.42	0.66	0.71	0.92	72	67	52	33.0
300911.SZ	亿田智能	无评级	41.09	1.23	1.37	1.73	33	30	24	15.3
605336.SH	帅丰电器	买入	24.88	1.65	1.44	1.72	15	17	14	4.9

数据来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：浙江美大、亿田智能取 wind 一致预期

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	83	973	1082	1293
应收款项	3	5	6	6
存货净额	89	88	107	134
其他流动资产	11	95	108	99
流动资产合计	409	1406	1572	1829
固定资产	240	299	355	407
无形资产及其他	60	58	56	53
投资性房地产	302	302	302	302
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	1011	2066	2285	2591
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0
应付款项	161	143	168	223
其他流动负债	133	146	169	213
流动负债合计	293	289	338	436
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	4	6	7	10
长期负债合计	4	6	7	10
负债合计	298	295	345	445
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	713	1771	1940	2146
负债和股东权益总计	1011	2066	2285	2591

关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	1.65	1.44	1.72	2.09
每股红利	0.00	0.00	0.51	0.63
每股净资产	6.76	12.58	13.78	15.24
ROIC	36%	31%	31%	38%
ROE	24%	11%	12%	14%
毛利率	49%	49%	50%	50%
EBIT Margin	25%	28%	27%	27%
EBITDA Margin	27%	31%	30%	30%
收入增长	11%	7%	20%	25%
净利润增长率	16%	16%	19%	22%
资产负债率	29%	14%	15%	17%
息率	0.0%	0.0%	2.8%	3.4%
P/E	15.1	17.3	14.5	11.9
P/B	3.7	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	15.6	16.6	14.2	11.7

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	698	746	895	1123
营业成本	359	377	447	559
营业税金及附加	6	6	10	12
销售费用	94	90	116	148
管理费用	66	68	83	100
财务费用	(3)	(11)	(21)	(24)
投资收益	9	8	9	8
资产减值及公允价值变动	5	1	2	3
其他收入	15	0	0	0
营业利润	206	225	271	338
营业外净收支	(0)	12	12	8
利润总额	205	237	283	346
所得税费用	31	35	42	51
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	174	202	242	294

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	174	202	242	294
资产减值准备	1	0	0	0
折旧摊销	13	23	30	36
公允价值变动损失	(5)	(1)	(2)	(3)
财务费用	(3)	(11)	(21)	(24)
营运资本变动	(121)	(87)	18	82
其它	(1)	(0)	(0)	(0)
经营活动现金流	61	137	288	409
资本开支	(38)	(80)	(82)	(83)
其它投资现金流	(23)	(22)	(25)	(27)
投资活动现金流	(61)	(102)	(106)	(110)
权益性融资	0	855	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	0	0	(72)	(88)
其它融资现金流	10	0	0	0
融资活动现金流	10	855	(72)	(88)
现金净变动	10	890	110	211
货币资金的期初余额	73	83	973	1082
货币资金的期末余额	83	973	1082	1293
企业自由现金流	1	32	172	292
权益自由现金流	11	75	126	299

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032