

2021年04月06日

证券研究报告·公司研究报告

亿田智能 (300911) 家用电器

持有 (首次)

当前价: 53.92元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

集成灶行业优质企业，产品渠道齐发力

投资要点

- **推荐逻辑:** 公司作为集成灶行业的领先企业，历史业绩优良。公司利用业内独创的下置风机技术，产品结构持续优化，高端产品营收占比达到 38.5%；募资产扩产，提升产能利用率。营销升级，加快线上渠道建设，优化线下经销质量；引入战略投资者，拓展多元渠道布局。在行业高速发展的背景下，公司持续加强产品以及渠道的建设，未来发展值得期待。
- **集成灶行业优质企业。** 公司成立于 2003 年，是一家从事集成灶研发、生产与销售的企业。从营收以及利润的结构来看，集成灶产品的占比均在 90% 以上。随着集成灶市场规模的不断扩张，作为集成灶行业领先企业，公司也充分受益于行业的高速增长。2016 年以来公司营收呈稳健增长趋势。2016-2019 年，公司的营业收入复合增长率为 25.4%。产品结构优化，公司业绩增速快于营收增速，2016-2019 年归母净利润复合增长率达到 39.6%。疫情影响下，公司线下渠道受到一定冲击。2020 年前三季度公司营收为 4.8 亿元，增速同比减少 1pp。
- **研发先行，量价齐升助推盈利能力提升。** 为提高产品技术竞争力和品牌优势，公司持续加大研发力度。2019 年公司研发费用率为 4.8%，近三年都在行业内保持领先。大量的研发投入为公司产品推新奠定了基础。在消毒柜款等主流集成灶产品的基础上，公司推出了洗碗机款集成灶等行业少有的产品型号，产品功能越来越多元化。此外，公司推出了采用下置风机的高端产品 S 系列，该系列产品通过风机下沉技术，噪音更低、空间利用率更高，在众多集成灶产品中形成差异化竞争。产品结构的优化带动了集成灶产品毛利率的增长。2019 年公司集成灶产品毛利率为 44.6%，同比提升 4.1pp。随着公司产品结构持续优化，预计公司集成灶产品盈利能力将持续提升。
- **营销升级，渠道加速拓展。** (1) 线下渠道方面，公司拓展经销商区域分布，进一步提升终端渠道的覆盖程度，优化经销商质量。此外，公司强化终端门店管理。2021 年 3 月，公司于杭州开设了首家亿田高端定制厨房体验馆。(2) 线上建设方面，公司引进了业内电商运营专家，对于电商渠道进行全面的升级。一方面，通过渠道专供款化解线上线下利益矛盾；另一方面，强化线上线下的联动，发挥不同渠道的优点。与此同时，公司将营销推广逐步从传统渠道转向线上新兴渠道，充分利用线上流量进行品牌宣传。(3) 其他渠道方面，公司引入战略投资者红星美凯龙与居然之家，提升家居建材门店覆盖率，加快渠道多元化建设。
- **盈利预测与投资建议。** 随着集成灶产品渗透率的提升，集成灶行业将保持高速发展态势。公司研发持续加码，产品结构优化；品牌营销升级，渠道加速拓展。我们预期未来三年公司营收复合增长率为 20%，归母净利润复合增长率为 31.8%，参考行业一致预期，首次覆盖给予“持有”评级。
- **风险提示:** 集成灶渗透率提升不及预期风险、行业竞争加剧风险、渠道拓展不及预期风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	654.94	701.30	940.43	1131.28
增长率	6.59%	7.08%	34.10%	20.29%
归属母公司净利润 (百万元)	98.34	136.22	182.29	224.92
增长率	29.01%	38.53%	33.82%	23.39%
每股收益 EPS (元)	0.92	1.28	1.71	2.11
净资产收益率 ROE	34.39%	13.84%	16.00%	16.94%
PE	58	42	32	26
PB	20.11	5.84	5.05	4.33

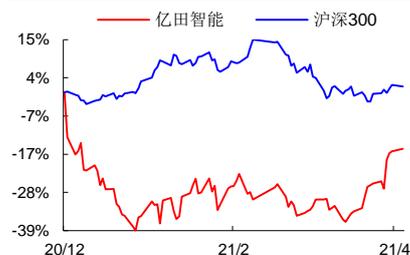
数据来源: Wind, 西南证券

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)	1.07
流通 A 股(亿股)	0.25
52 周内股价区间(元)	39.12-64.09
总市值(亿元)	57.51
总资产(亿元)	7.39
每股净资产(元)	4.78

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 集成灶行业优质企业	1
1.1 深耕集成灶行业多年	1
1.2 实控人股权集中	1
1.3 营收稳健增长，盈利能力稳步提升	2
2 研发先行，量价齐升助推盈利提升	4
2.1 独创下置风机技术，产品均价持续提升	4
2.2 募资扩产，提升产能利用率	6
3 渠道加速拓展，品牌营销升级	7
3.1 经销为主，线上销售占比持续提升	7
3.2 营销升级，渠道建设逐步完善	8
4 盈利预测与估值	9
4.1 盈利预测	9
4.2 相对估值	10
5 风险提示	10

图 目 录

图 1: 公司发展历史图	1
图 2: 2020H1 公司主营业务收入构成	1
图 3: 2020H1 公司毛利润构成	1
图 4: IPO 前公司股权结构图	2
图 5: 公司营收稳健增长	3
图 6: 公司业绩表现优秀	3
图 7: 公司毛利率低于可比公司	3
图 8: 公司净利率与同行差距逐步缩小	3
图 9: 公司期间费用率较高	4
图 10: 公司销售费用率较高	4
图 11: 公司研发费用率行业领先	4
图 12: 公司研发人员人均薪酬快速增长	4
图 13: 公司产品下置风机示意图	5
图 14: 公司高盈利系列产品占比提升	6
图 15: 公司集成灶产品量价齐升	6
图 16: 公司产能与产销率情况	7
图 17: 公司集成灶产品单位成本	7
图 18: 公司销售以经销为主	8
图 19: 公司线上销售规模在主营业务中占比仅次于火星人	8
图 20: 红星美凯龙商场布局	9
图 21: 居然之家门店布局	9

表 目 录

表 1: 公司集成灶 S 系列产品	5
表 2: 公司集成灶产品销售情况	6
表 3: 公司前五的经销商营收占比不足 10%	8
表 4: 分业务收入及毛利率	10
表 5: 可比公司估值	10
附表: 财务预测与估值	11

1 集成灶行业优质企业

1.1 深耕集成灶行业多年

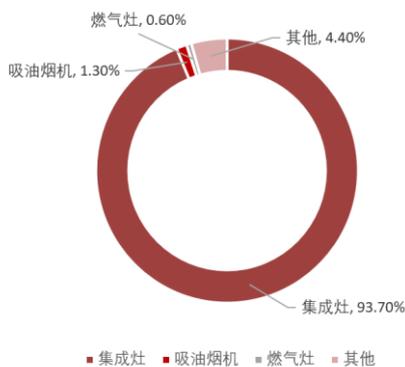
公司前身亿田有限成立于 2003 年，是一家专业从事集成灶等现代新型厨电研发、生产与销售的企业，同时也是国内最早生产销售侧吸下排集成灶的企业之一。从营收占比来看，收入净利主要来源于集成灶产品。2020 年上半年集成灶销售金额为 2.4 亿元，占比 93.7%；其他产品（吸油烟机、燃气灶等）销售金额为 0.2 亿元，占比 6.3%。利润方面，集成灶贡献毛利润 1.1 亿元，占比 94.8%，而其他产品的毛利润占比仅为 5.2%。

图 1：公司发展历史图



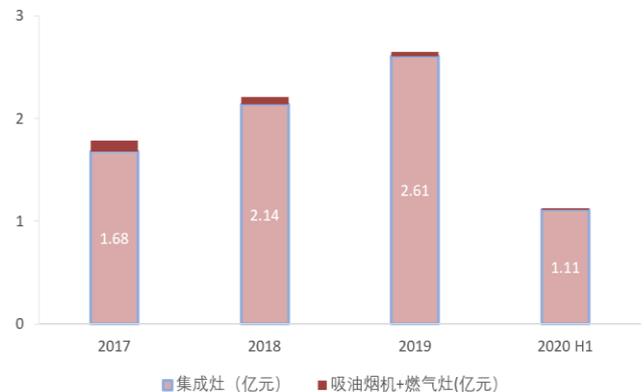
数据来源：招股说明书，公司官网，西南证券整理

图 2：2020H1 公司主营业务收入构成



数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 3：2020H1 公司毛利润构成



数据来源：招股说明书，西南证券整理

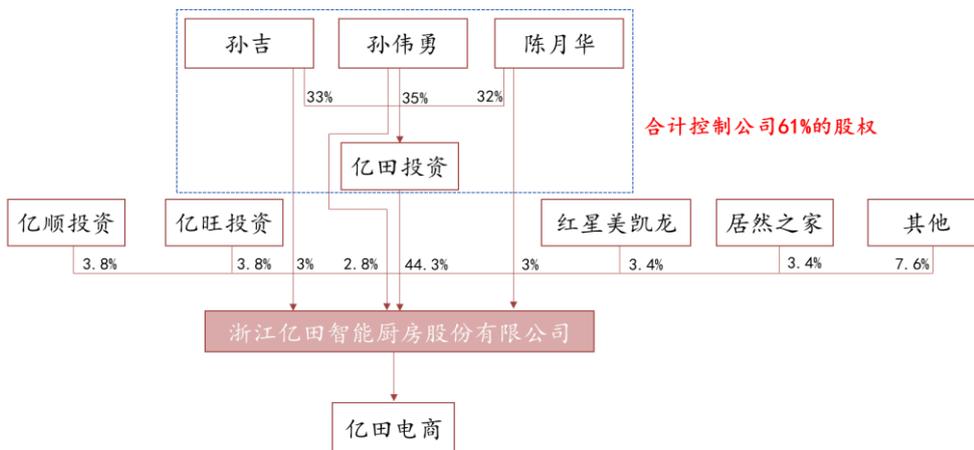
1.2 实控人股权集中

公司实际控制人为孙吉、孙伟勇与陈月华，合计直接持有公司 9% 的股权，通过亿田投资、亿顺投资、亿旺投资间接控制 52% 的股权，合计控制公司 61% 的股权，其中孙吉系孙伟勇、陈月华夫妇之子。公司旗下全资子公司亿田电商成立于 2014 年，主要负责集成灶的网上销售等业务。

亿顺投资与亿旺投资为员工持股平台，均持有 3.8% 的股权。公司通过搭建员工持股平台的方式，鼓励研发人员进行产品开发和科技创新，以此维持公司核心研发技术人员的稳定性。其中，截至公司招股说明书签署日，亿顺投资除孙伟勇、孙吉外，40 名员工合计持有 54.7% 的股权。亿旺投资除陈月华外，26 名员工合计持有 74.5% 的股权。公司通过员工持股平台，进一步完善公司的激励制度，提升员工的积极性。

2018 年公司引入战略投资者红星美凯龙与居然之家，两家企业通过受让股份的方式各自均持有 3.4% 的股权。引入家居运营商作为战略投资者，未来公司的渠道布局将会更加多元化，市场知名度有望快速提升。

图 4: IPO 前公司股权结构图

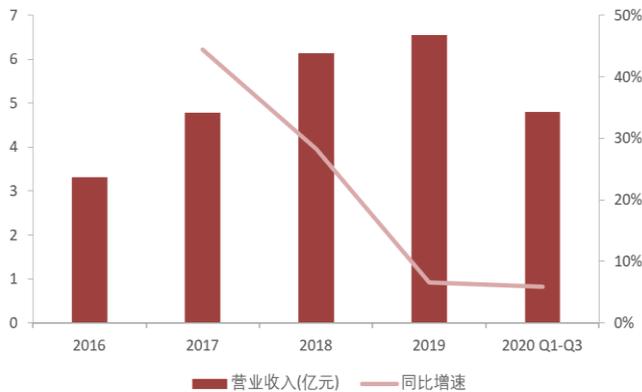


数据来源：公司公告，西南证券整理

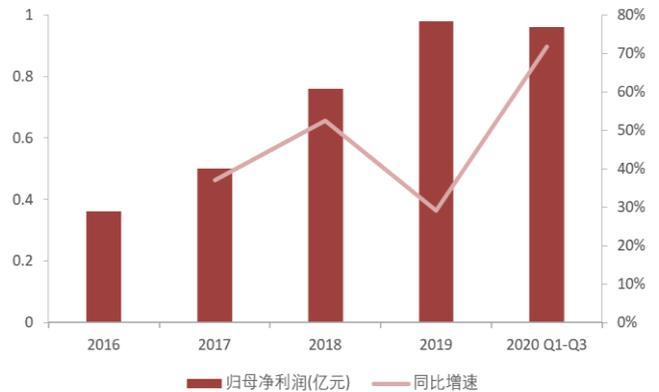
1.3 营收稳健增长，盈利能力稳步提升

随着人们消费理念不断升级，集成灶市场规模不断扩张。作为集成灶行业领先企业，公司也充分受益于行业的高速增长。自 2016 年以来公司营业收入呈稳健增长趋势。2016-2019 年，公司的营业收入从 3.3 亿元增长到 6.6 亿元，复合增长率为 25.4%。受益于公司渠道拓展见效，2018 年公司营收同比增长达到了 28%。根据中怡康数据显示，2019 年我国集成灶零售量增速为 16.7%，增速同比减少 10.8pp。受到行业增速放缓影响，公司的营收增速也有所回落。2019 年公司实现营业收入 6.6 亿元，同比增长 7%。疫情影响下，公司线下渠道受到一定的冲击，2020 年前三季度公司营收为 4.8 亿元，同比增长 6%，增速略有下滑。

2016-2019 年，公司归母净利润从 0.4 亿元增长到 1 亿元，复合增长率达到 39.6%。其中 2017 年和 2019 年由于股份支付，管理费用支出较多，归母净利润增速受到一定的影响。

图 5: 公司营收稳健增长


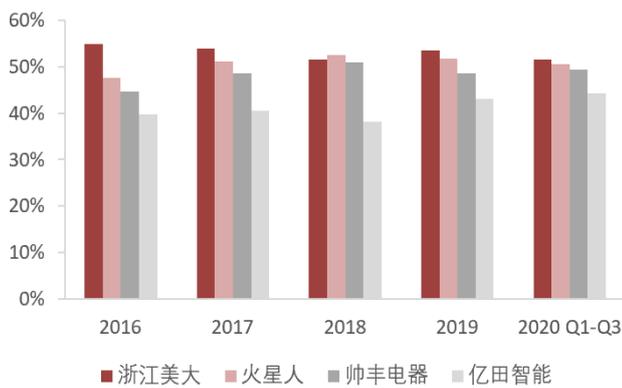
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6: 公司业绩表现优秀


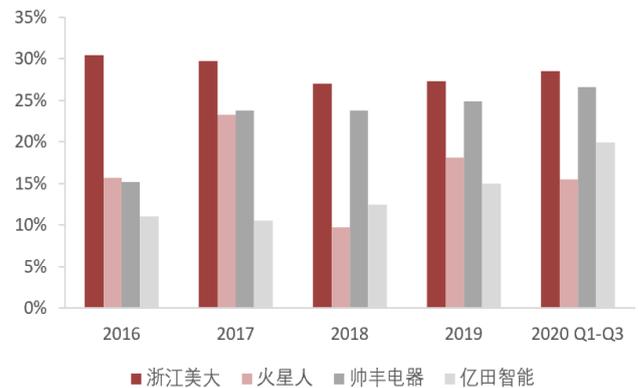
数据来源：公司公告，西南证券整理

整体来看,公司的毛利率呈现稳健增长的趋势。2020年前三季度,公司毛利率为44.1%,同比提升2.1pp。2018年公司为了扩大高端市场份额,2018年公司为了扩大在高端市场的份额,集成灶产品推出了S3系列特价款,该产品在高端系列中销售单价较低,因此影响了毛利率的增长,2018年毛利率同比有所回落。同行对比来看,公司的毛利率不占优势。但是公司与可比公司毛利率差距逐渐缩小,截至2020Q3,公司与可比公司毛利率之间已无明显的差距。

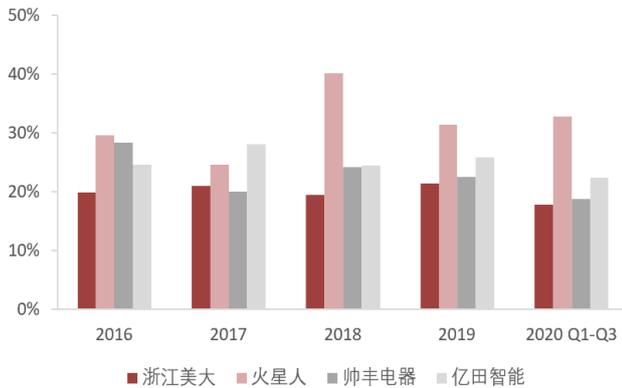
随着公司费用管控趋严以及毛利率的稳健增长,公司的净利率也呈现了增长的态势。2020年前三季度,公司的销售费用率为19.9%,同比提升7.6pp。期间费用率为22.4%,同比减少4.9pp。

图 7: 公司毛利率低于可比公司


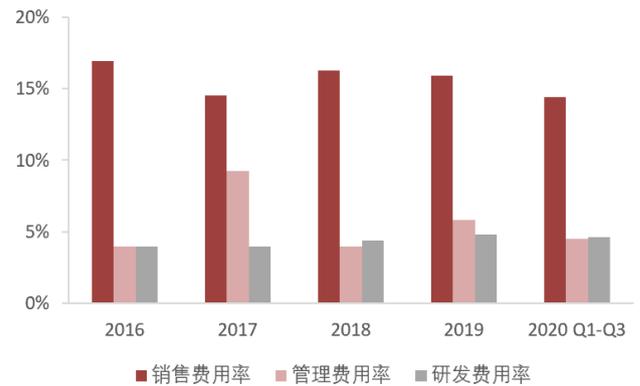
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8: 公司净利率与同行差距逐步缩小


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 9：公司期间费用率较高


数据来源：公司公告，西南证券整理

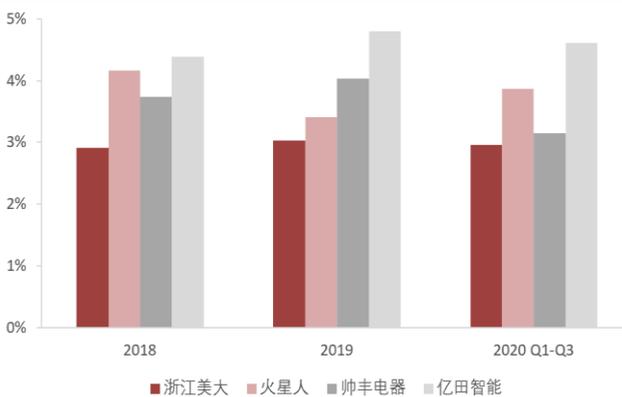
图 10：公司销售费用率较高


数据来源：公司公告，西南证券整理

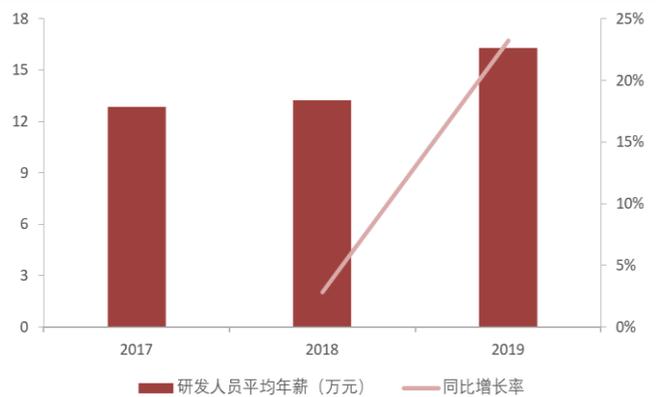
2 研发先行，量价齐升助推盈利提升

2.1 独创下置风机技术，产品均价持续提升

公司一直重视新产品、新技术的持续创新和研发。为提高产品技术竞争力和品牌优势，公司不断引进优秀研发人才。2019 年公司研发费用率为 4.8%，近三年都在行业内保持领先。公司在组建了一支富有行业经验的研发技术团队的同时，也建立了富有成效的人才激励体制，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。2019 年公司研发人员人均薪酬为 16.3 万元，同比增长 23.2%，薪资增长幅度明显。

图 11：公司研发费用率行业领先


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 12：公司研发人员人均薪酬快速增长


数据来源：招股说明书，西南证券整理

公司主要产品为集成灶，此外公司还向消费者提供吸油烟机、燃气灶、集成水槽、洗碗机等其他厨房电器产品。公司根据消费者及市场的需求不断改善、升级集成灶产品的功能，在消毒柜款、蒸箱款、烤箱款等主流集成灶产品的基础上，推出了蒸烤独立款、大容量蒸箱款、洗碗机款集成灶，产品功能越来越多元化，为消费者提供了更多的选择空间。

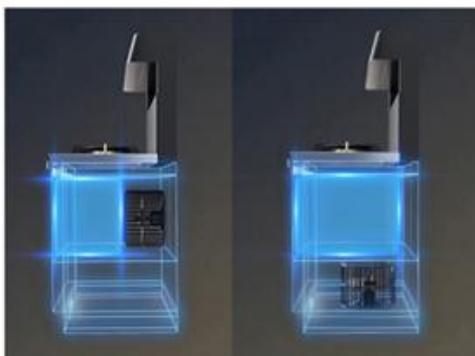
业内独创下置风机技术。其中 S 系列产品是公司的高端旗舰产品，多采用下置风道结构。相较于其他后置风机的集成灶产品，公司采用下置风机的 S 系列产品吸油烟效率或有不及，但是整体来讲该系列产品通过风机下沉技术，使得机身的前后纵向空间得到释放，从而进一步降低了噪音，也提升了内部空间利用率。目前下置风机的集成灶产品仅公司拥有，在众多集成灶产品中形成差异化竞争。S 系列产品已经成为公司线下门店的热销产品。2020 年 H1 高端产品 S 系列销售占比达到 32.1%，而 2017 年 S 系列产品营收占比仅为 4.5%。

表 1：公司集成灶 S 系列产品

产品类别	产品型号	功能说明	产品示意图
集成灶	S8	蒸烤独立款集成灶，应用下置风道结构，搭载智能大屏，实现一键式触摸控制，具有大功率燃烧器	
	S7	洗碗机款集成灶，搭载双驱喷淋系统，内置加热器、软水器，解决内胆结垢清洗问题，三层过滤，不锈钢一体成型，严防漏水	
	S3G	大容量蒸箱款集成灶，应用下置风道结构，具有大功率“笑脸”燃烧器、防干烧报警功能、带置物平台的多功能头部	

数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 13：公司产品下置风机示意图



下置风机更增容

采用下置风机创新结构,相较传统背部风道结构,纵向空间提高12CM,空间容量提升15%.

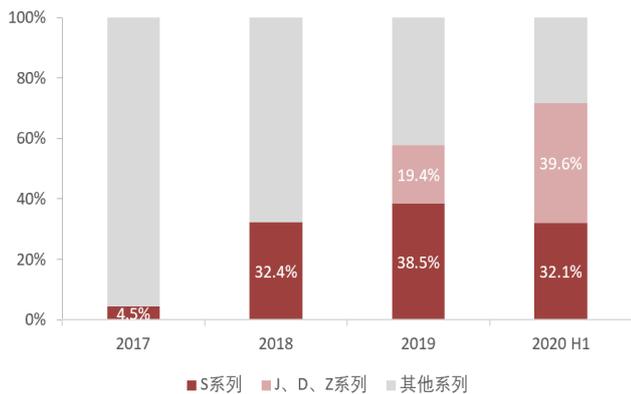
数据来源：公司公告，西南证券整理

2019 年相继推出了高端线上专款 J、D、Z 三个系列。截至 2020 年上半年，高端产品以及渠道款销售合计占比达到 71.7%，公司大部分收入都来自高端产品。随着盈利能力较高的集成灶产品销售占比的提升，集成灶产品平均单价也逐渐上升。2019 年公司集成灶单位售价为 4419.1 元/台，同比提升 9.1%。尤其是在 2019 年，公司推出了售价较高的新款 S8 系列；同时公司根据市场反响，对备受欢迎的主力型号 S3G 出厂价每台提高 200 元。销售单价的上升因此带动了集成灶产品毛利率的增长。2019 年公司集成灶产品毛利率为 44.6%，同比提升 4.1pp。随着公司产品结构持续优化，预计公司集成灶产品盈利能力将持续提升。

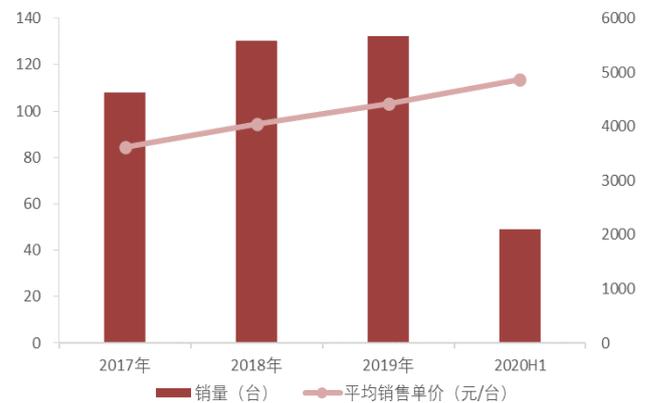
表 2：公司集成灶产品销售情况

	2017 年	2018 年	2019 年	2020H1
营业收入 (百万元)	391.07	527.98	584.56	238.92
平均销售单价 (元/台)	3621.47	4051.12	4419.05	4871.57
同比增长		11.86%	9.08%	
销量 (台)	107.99	130.33	132.28	49.04
同比增长		20.69%	1.50%	
毛利率	42.85%	40.48%	44.59%	46.57%

数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 14：公司高盈利系列产品占比提升


数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 15：公司集成灶产品量价齐升


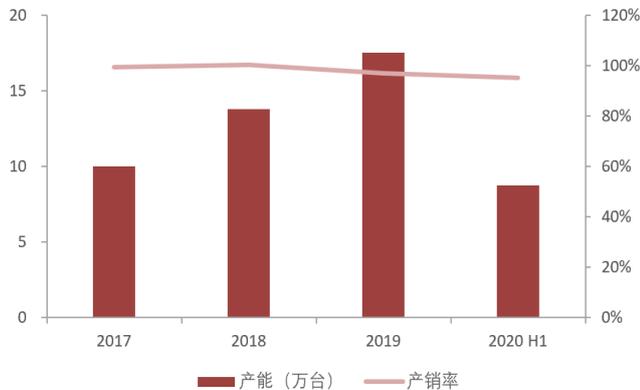
数据来源：招股说明书，西南证券整理

2.2 募资扩产，提升产能利用率

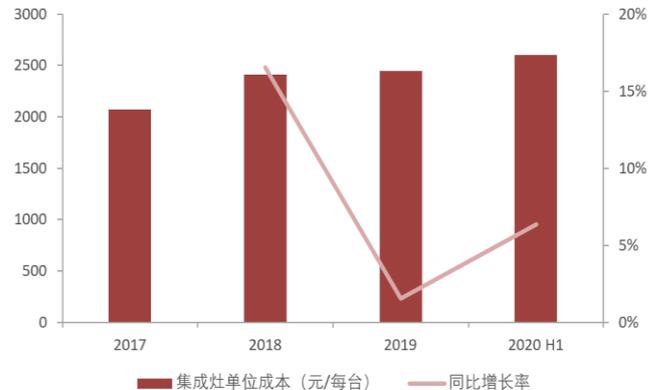
随着订单逐年增加，为缓解产能瓶颈，公司不断加大生产设备的投入，集成灶产能从 2017 年的 10 万台上升至 2019 年的 17.5 万台。受疫情以及春节假期影响，2020 年上半年公司产能利用率较以前年度存在一定下降。公司集成灶产品的产销率总体处于较高水平，始终保持在 95% 以上，在 2018 年甚至达到了 100.3%，可见消费者对产品需求旺盛。而随着公司近年来在大力发展高端产品，集成灶产品的单位成本在逐渐增加。

公司为了满足市场消费需求，同时降低单位成本提升盈利水平，公司拟投资 5.6 亿元用于建设环保集成灶产业园，着重于产品产能的扩建。项目建成后，预计新增集成灶产能 15 万套/年。同时在原材料采购数量、生产工艺复制和改进、生产活动的自动化程度等方面的提升，从提高公司经营效率，实现规模效应，扩大利润空间，进一步增强产品的市场竞争力，

满足不断扩大的市场需求。公司希望通过此次募资计划, 加快公司规模的扩大, 在未来能够紧跟甚至超越竞争对手。

图 16: 公司产能与产销率情况


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

图 17: 公司集成灶产品单位成本


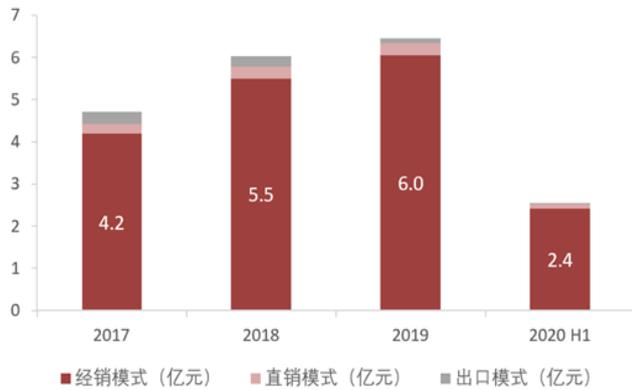
数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

3 渠道加速拓展, 品牌营销升级

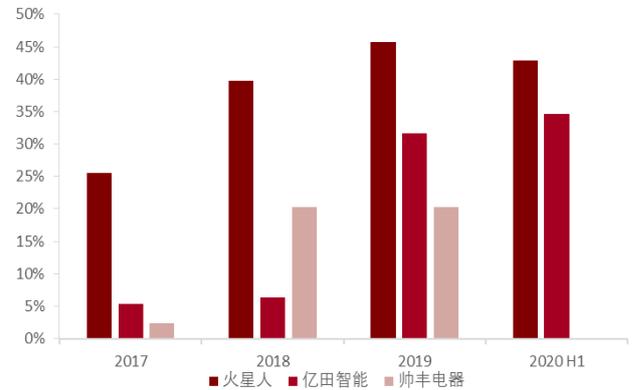
3.1 经销为主, 线上销售占比持续提升

从销售模式来看, 公司以经销为主。2017 年至今, 公司经销收入占比维持在 90% 左右。此外, 随着公司对于市场的持续开拓, 公司经销商数量逐年增加。叠加公司集成灶产品结构优化, 单位售价提升, 公司对于单个经销商的平均销售金额逐年增长。因此公司的经销收入占比呈现逐年上升趋势。2020 年上半年公司经销收入为 2.4 亿元, 营收占比达到了 94.9%。截止 2020 年 6 月底, 公司经销商数量为 1383 家。同火星人 1687 家经销商数量相比, 公司的经销商数量还有提升的空间。

销售渠道方面, 电商平台已经成为了集成灶销售的重要渠道。一方面, 公司顺应消费需求的变化, 积极推广线上业务。通过京东、天猫的“火凤凰”、“门店帮”系统, 将线上流量导入附近实体店。2019 年公司参与“6.18”、“双十一”、“双十二”等网络大促活动, 线上销售规模进一步扩大。另一方面, 公司为了扩大线上销售规模, 2019 年陆续推出了 J 系列、D 系列和 Z 系列的线上专供产品。2020 年上半年, 公司线上销售收入为 8747.6 万元, 营收占比达到了 34.3%。同行比较而言, 公司线上销售占比高于帅丰, 低于火星人。2019 年亿田智能、火星人以及帅丰电器线上销售在主营业务总占比分别为 31%、45.8% 和 20.2%。

图 18: 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 19: 公司线上销售规模在主营业务中占比仅次于火星人


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

3.2 营销升级, 渠道建设逐步完善

公司渠道铺设较为广泛, 但是和业内龙头企业相比还是存在一定的提升空间。此外, 完善的渠道布局以及良好的品牌形象, 将有助于公司在行业规模快速发展中收获更多的市场份额。

线上线下加速拓展, 品牌营销升级。公司将拓展经销商区域分布, 进一步提升终端渠道的覆盖程度, 优化经销商质量。2020 年 H1 公司前五大经销商营收合计占比不足 10%。未来公司将逐步优化经销商质量, 提升经销商大商的占比。此外, 公司引入了行业内营销专家, 强化亿田高端厨电的终端形象, 品牌营销升级。公司强化终端门店管理, 2020 年推进了 600 家全新的门店建设。2021 年 3 月, 公司于杭州开设了首家亿田高端定制厨房体验馆, 以超 700 m² 的沉浸式厨房美学体验场景, 打造亿田品质家电形象。

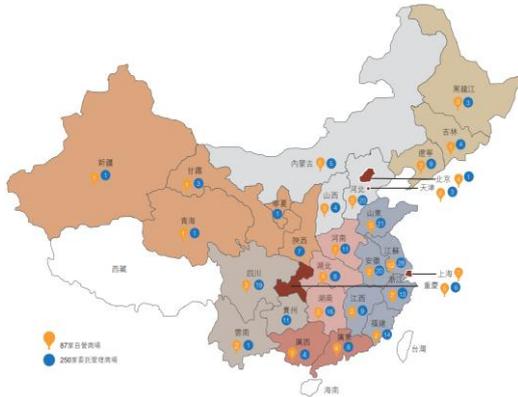
表 3: 公司前五的经销商营收占比不足 10%

经销商名称	销售金额	营收占比
昆明华城商贸有限公司	586.24	2.25%
长沙天麓电器销售有限公司	289.52	1.11%
成都越健贸易有限公司	230.42	0.88%
长春市友财商贸有限公司	219.87	0.84%
贵州诺天商贸有限公司	181.60	0.70%
合计	1507.64	5.78%

数据来源: 招股说明书, 西南证券整理 (数据截止 2020 年 6 月底)

线上建设方面, 公司引进了业内电商运营专家, 对于电商渠道进行全面的升级。一方面, 通过渠道专供款化解线上线下的利益矛盾; 另一方面, 强化线上线下的联动, 充分发挥不同渠道的优点, 合力打造品牌形象。与此同时, 公司将营销推广逐步从传统渠道转向线上新兴渠道, 充分利用线上流量进行品牌宣传。

引入战投加快渠道多元化发展。2018年11月，公司引入战略投资者红星美凯龙与居然之家，两家企业均通过受让股份的方式，各自以6300万的价格，均获得了3.4%的股权。红星美凯龙是国内经营面积最大、商场数量最多以及地域覆盖面最广阔的家居装饰及家具商场运营商之一。截至2020年上半年，拥有87家自营商场，覆盖全国209个城市。居然之家是一家从事零售业务大型商业上市公司。截至2020年上半年，居然之家开业门店达358家，布局深度和广度居于市场领先地位。

图 20：红星美凯龙商场布局


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 21：居然之家门店布局


数据来源：公司公告，西南证券整理

红星美凯龙和居然之家作为家居零售龙头企业，商场门店数量较多，渠道布局深度与广度都位于行业领先地位。公司引入红星美凯龙与居然之家作为战略投资者，一方面可以进驻红星美凯龙和居然之家的商场门店，加速渠道多元化建设；另一方面，红星美凯龙和居然之家作为业内知名零售商，公司可以通过与之合作，提升品牌知名度，强化品牌形象。

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：受益于集成灶产品普及度的提升，我们假设未来 5-10 年集成灶产品渗透率有望提升到 20%；在行业渗透率提升的背景下，公司作为集成灶行业领先企业，集成灶销量快速提升。考虑到 2020 年由于疫情影响基数较低，在行业加速渗透的背景下我们预期公司 2021 年集成灶销量将迎来高速增长，假设 2020-2022 年公司集成灶产品销量增速分别为 3%、30% 和 16%。

假设 2：随着公司中高端产品占比提升以及多功能产品型号占比提升，我们预期 2020-2022 年公司集成灶产品均价增速分别为 5%、6% 和 5%。产品结构优化助推毛利率提升，我们预期未来三年公司毛利率分别为 45.3%/46%/46.6%。

假设 3：我们预期公司的销售费用率和管理费用率维持相对稳定。

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 4: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
集成灶	收入	584.56	632.20	871.17	1061.08
	增速	10.72%	8.15%	37.80%	21.80%
	毛利率	44.59%	46.60%	47.00%	47.50%
吸油烟机	收入	10.67	9.60	9.89	10.09
	增速	-51.51%	-10.00%	1.00%	2.00%
	毛利率	23.13%	25.00%	25.00%	25.00%
燃气灶	收入	9.64	8.67	8.06	7.73
	增速	-32.42%	-10.00%	-7.08%	-4.05%
	毛利率	16.99%	33.00%	33.00%	33.00%
其他产品	收入	40.77	38.74	36.80	34.96
	增速	5.26%	-5.00%	-5.00%	-5.00%
	毛利率	37.71%	40.00%	40.00%	40.00%
其他业务	收入	9.30	12.10	14.52	17.42
	增速	-18.94%	30.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	24.22%	22.00%	22.00%	22.00%
合计	收入	654.9	701.3	940.4	1131.3
	增速	6.6%	7.1%	34.1%	20.3%
	毛利率	43.1%	45.3%	46.0%	46.6%

数据来源: Wind, 西南证券

4.2 相对估值

我们选取集成灶行业中的三家主流公司, 2020 年三家公司平均 PE 为 37 倍, 2021 年平均 PE 为 29 倍。随着集成灶产品渗透率的提升, 集成灶行业将保持高速发展态势。公司研发持续加码, 产品结构优化; 引入战投, 渠道拓展加速。我们预期未来三年公司营收复合增长率为 20%, 归母净利润复合增长率为 31.8%, 参考行业一致预期, 首次覆盖给予“持有”评级。

表 5: 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
002677	浙江美大	18.91	0.71	--	1	1.19	18.76	18.95	18.92	15.81
002035	火星人	51.39	0.66	0.73	1.02	1.34	--	70.47	50.3	38.27
605336	帅丰电器	29.88	1.65	1.43	1.65	1.86	--	20.96	18.09	16.03
平均值							18.76	36.79	29.10	23.37

数据来源: Wind, 西南证券整理

5 风险提示

集成灶渗透率提升不及预期风险、行业竞争加剧风险、渠道拓展不及预期风险。

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	654.94	701.30	940.43	1131.28	净利润	98.34	136.22	182.29	224.92
营业成本	372.55	383.28	507.94	604.38	折旧与摊销	15.77	24.94	26.87	30.37
营业税金及附加	7.28	8.16	10.81	12.99	财务费用	-4.91	-5.71	-9.94	-11.95
销售费用	104.37	105.20	150.47	181.01	资产减值损失	-0.15	0.00	0.00	0.00
管理费用	38.23	56.10	75.23	90.50	经营营运资本变动	-36.77	14.10	64.66	56.11
财务费用	-4.91	-5.71	-9.94	-11.95	其他	33.33	-0.43	2.25	-0.86
资产减值损失	-0.15	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	105.61	169.13	266.13	298.59
投资收益	0.42	0.20	0.20	0.20	资本支出	1.99	0.00	-33.14	-33.14
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-22.41	0.20	0.20	0.20
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-20.42	0.20	-32.94	-32.94
营业利润	109.34	154.47	206.12	254.56	短期借款	-5.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	3.18	0.40	1.80	1.56	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	112.53	154.87	207.92	256.13	股权融资	6.72	595.00	0.00	0.00
所得税	14.19	18.65	25.63	31.20	支付股利	0.00	-19.67	-27.24	-36.46
净利润	98.34	136.22	182.29	224.92	其他	-6.73	-7.59	9.94	11.95
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-5.01	567.74	-17.30	-24.50
归属母公司股东净利润	98.34	136.22	182.29	224.92	现金流量净额	80.19	737.07	215.88	241.15
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	283.44	1020.51	1236.39	1477.54	成长能力				
应收和预付款项	25.66	22.77	31.78	38.36	销售收入增长率	6.59%	7.08%	34.10%	20.29%
存货	54.91	56.50	72.87	88.09	营业利润增长率	31.93%	41.27%	33.44%	23.50%
其他流动资产	4.16	4.45	5.97	7.18	净利润增长率	29.01%	38.53%	33.82%	23.39%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	28.88%	44.50%	28.41%	22.39%
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	141.89	124.23	137.78	147.83	毛利率	43.12%	45.35%	45.99%	46.58%
无形资产和开发支出	69.59	62.31	55.04	47.76	三费率	21.02%	22.19%	22.94%	22.94%
其他非流动资产	29.28	29.28	29.28	29.28	净利率	15.01%	19.42%	19.38%	19.88%
资产总计	608.94	1320.05	1569.12	1836.03	ROE	34.39%	13.84%	16.00%	16.94%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	16.15%	10.32%	11.62%	12.25%
应付和预收款项	277.02	289.62	380.59	456.69	ROIC	407.87%	604.20%	-1238.26%	-433.46%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	18.35%	24.77%	23.72%	24.13%
其他负债	45.95	46.21	49.25	51.60	营运能力				
负债合计	322.97	335.83	429.84	508.30	总资产周转率	1.17	0.73	0.65	0.66
股本	80.00	127.34	127.34	127.34	固定资产周转率	4.79	5.59	7.39	7.92
资本公积	78.81	626.47	626.47	626.47	应收账款周转率	88.72	74.95	97.02	87.86
留存收益	113.86	230.41	385.46	573.93	存货周转率	7.36	6.88	7.73	7.37
归属母公司股东权益	285.97	984.23	1139.27	1327.74	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	107.02%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	285.97	984.23	1139.27	1327.74	资产负债率	53.04%	25.44%	27.39%	27.68%
负债和股东权益合计	608.94	1320.05	1569.12	1836.03	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.29	3.69	3.43	3.42
					速动比率	1.09	3.50	3.24	3.23
					股利支付率	0.00%	14.44%	14.95%	16.21%
					每股指标				
					每股收益	0.92	1.28	1.71	2.11
					每股净资产	2.68	9.23	10.68	12.45
					每股经营现金	0.99	1.59	2.49	2.80
					每股股利	0.00	0.18	0.26	0.34
业绩和估值指标									
	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	120.21	173.70	223.05	272.98					
PE	58.49	42.22	31.55	25.57					
PB	20.11	5.84	5.05	4.33					
PS	8.78	8.20	6.12	5.08					
EV/EBITDA	33.28	33.48	25.11	19.63					
股息率	0.00%	0.34%	0.47%	0.63%					

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
上海	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
	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
王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn	
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	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
广深	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
	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