

证券研究报告—动态报告

家用电器

其他家用电器

亿田智能(300911)

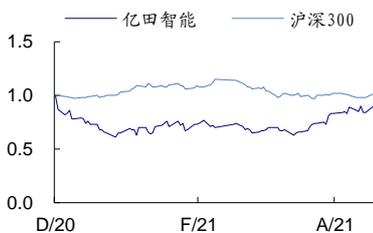
买入

2020 年年报点评

(首次评级)

2021 年 04 月 21 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	107/25
总市值/流通(百万元)	6,187/1,467
上证综指/深圳成指	3,473/14,102
12 个月最高/最低(元)	72.80/38.95

证券分析师: 陈伟奇

电话: 0755-81982606

E-MAIL: 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

电话: 0755-81983063

E-MAIL: wangzk@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520120004

独立性声明:

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。

财报点评

全年表现符合预期, 组织改革注入新活力

● 全年表现符合预期, Q4 业绩承压

公司 2020 年实现营收 7.16 亿元/+9.38%, 归母净利润为 1.44 亿元/+46.20%, 扣非归母净利润为 1.23 亿元/+26.88%, 全年表现符合预期。其中 Q4 实现营收 2.37 亿元/+17.34%, 归母净利润为 0.58 亿元/+12.84%, 扣非归母净利润为 0.38 亿元/-1.74%。非经常性收益主要来自政府补助。拟每 10 股派现金股利 5 元, 分红率为 37.10%。

● 营收加速增长, 盈利能力快速提升

公司通过多元化的品牌推广手段、创新的差异化产品、多渠道的稳步推进、绩效考核强化和数字化管理, 优化自身基本面, 收入实现加速增长。分业务来看, 公司集成灶实现收入 6.43 亿元/+10%; 其他产品营收 0.73 亿元/+4.17%。业绩端, 在降本增效的提振下, 公司盈利能力大幅提高。2020 年公司毛利率达到 45.59%/+2.47pct, 主要得益于公司产品价格的上涨和数字化智能化改造带来的生产效率提升。费用率方面, 公司加大广告宣传费用的投放, 管理费用有所下降, 期间费用率降为 24.14%/-1.68pct。其中营销费用率为 16.53%/+0.59pct, 管理费用率为 4.38%/-1.46pct。全年净利率达到 20.07%/+5.05pct。单 Q4 来看, 毛利率为 48.51%/+3pct, 但营销投放力度加大, 单季销售费用率 20.84%/+5.67pct, 净利率同比下降 0.81pct 至 20.37%。

● 高管调整架构变动, 全面提升竞争优势

公司对高管进行调整, 新聘在小天鹅、老板电器渠道体系任职多年的庞廷杰担任分管营销系统的副总经理, 有望深化公司渠道体系的变革。此外, 公司不断深化在品牌、渠道和产品上的竞争优势: 产品上, 新推出天猫精灵款等差异化创新产品, 效果良好, 向“场景化、智能化、精致化、信息化”迭代升级; 渠道端, 全力推进工程、家装和电商等渠道建设, 初具成效; 品牌端, 优化广告投放效率, 标准化终端门店形象, 提高服务人员积极性, 改善售后服务质量, 强化品牌认知。

● 行业高增下公司积极求变迎难而上, 给予“买入”评级

公司在品牌、渠道和产品上积极进取, 预计 21-23 年 EPS 为 1.6/2.0/2.5 元/股, 对应 PE 为 36/28/24x, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

● 风险提示: 行业竞争加剧、原材料价格波动、渠道扩展不及预期。

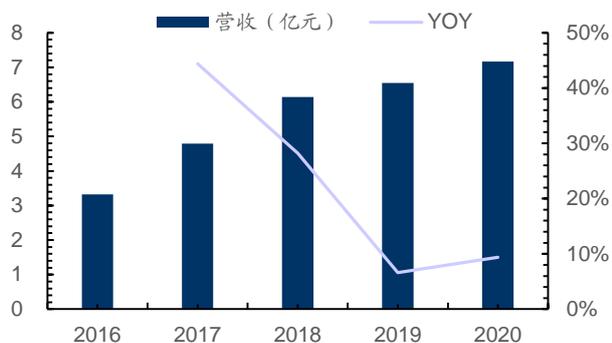
盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	655	716	906	1,105	1,323
(+/-%)	6.6%	9.4%	26.5%	22.0%	19.64%
净利润(百万元)	98	144	173	218	263
(+/-%)	29.0%	46.2%	20.29%	26.1%	20.5%
摊薄每股收益(元)	1.23	1.35	1.62	2.04	2.46
EBIT Margin	15.4%	19.0%	19.2%	19.9%	20.4%
净资产收益率(ROE)	34.4%	14.0%	15.3%	17.6%	19.2%
市盈率(PE)	47.2	43.0	35.8	28.4	23.5
EV/EBITDA	42.7	43.2	34.2	27.5	22.9
市净率(PB)	16.23	6.03	5.48	4.99	4.51

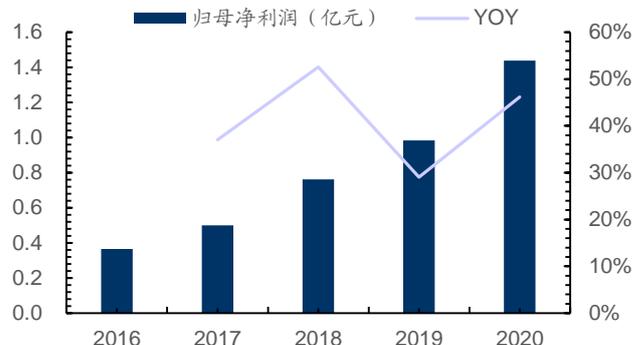
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

全年经营表现符合预期, Q4 业绩承压。公司 2020 年实现营收 7.16 亿元/+9.38%, 归母净利润为 1.44 亿元/+46.20%, 扣非归母净利润为 1.23 亿元/+26.88%, 全年表现符合预期。其中 Q4 实现营收 2.37 亿元/+17.34%, 归母净利润为 0.58 亿元/+12.84%, 扣非归母净利润为 0.38 亿元/-1.74%。非经常性收益主要来自于政府补助 (0.23 亿元)。拟每 10 股派现金股利 5 元, 分红率为 37.10%。

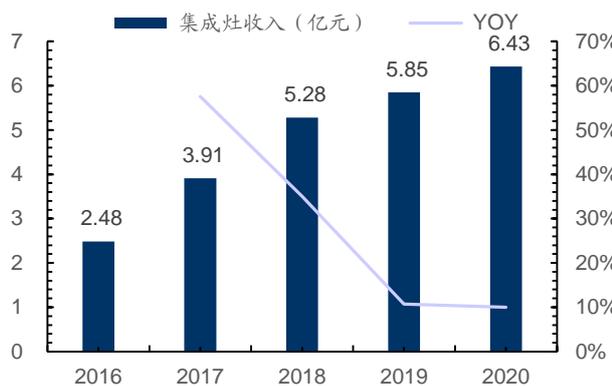
图 1: 公司营业收入及同比增速


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

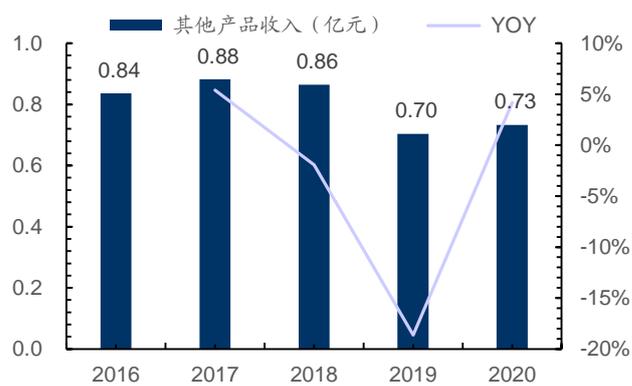
图 2: 公司归母净利润及同比增速


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

营收加速增长, 集成灶主业进一步聚焦。面对疫情的影响, 公司 2020 年全面推进品牌提升、产品提升、渠道提升、管理提升工作, 通过多元化的品牌推广手段、创新的差异化产品、多渠道的稳步推进、绩效考核强化和数字化管理, 优化自身基本面, 收入实现加速增长。分业务来看, 公司集成灶实现收入 6.43 亿元, 同比增长 10%, 占营收的比重为 89.76%, 同比提升 0.51pct, 主业得到进一步的聚焦。公司其他产品主要包含吸油烟机、燃气灶、集成水槽、烤箱等, 2020 年实现营收 0.73 亿元, 同比增长 4.17%。

图 3: 公司集成灶收入及增速


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

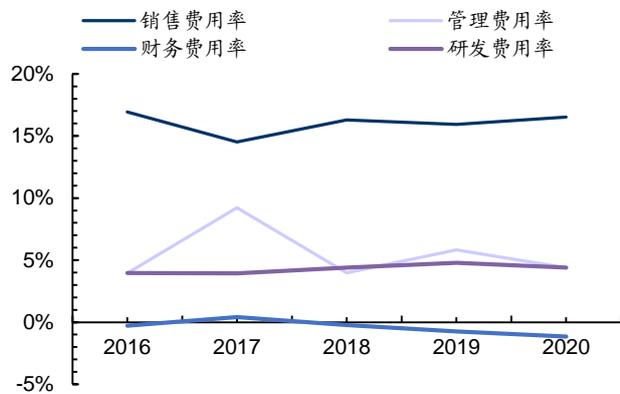
图 4: 公司其他产品收入及增速


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

全年在降本增效下盈利能力进一步提升, Q4 受到大规模营销费用投放影响业绩有所承压。2020 年公司毛利率达到 45.59%/+2.47pct, 延续了 2019 年毛利率提升的趋势; Q4 毛利率为 48.51%, 同比提升 3pct。这主要得益于公司产品价格的上涨和数字化智能化改造带来的生产效率提升。奥维云网数据显示, 2020 年公司集成灶线下销售均价达到 9843 元/台, 同比上涨 673 元/台。费用率方面, 公司加大广告宣传费用的投放, 但在降本增效的影响下, 公司管理费用率下降幅度较大, 期间费用率降为 24.14%/-1.68pct。其中营销费用率为 16.53%/+0.59pct, 管理费用率为 4.38%/-1.46pct, 研发费用率为 4.39%/-

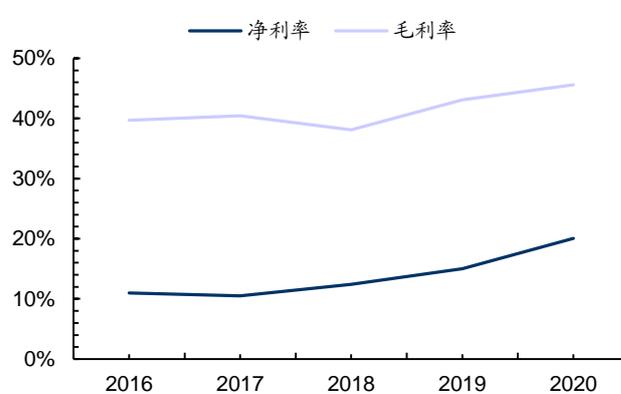
-0.41pct，财务费用率为-1.15%/0.4pct。全年净利率达到 20.07%，同比增加 5.05pct。Q4 旺季，公司进一步加大营销投放力度，单季销售费用率达到了 20.84%/+5.67pct，净利率同比下降 0.81pct 至 20.37%。

图 5：公司费用率情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

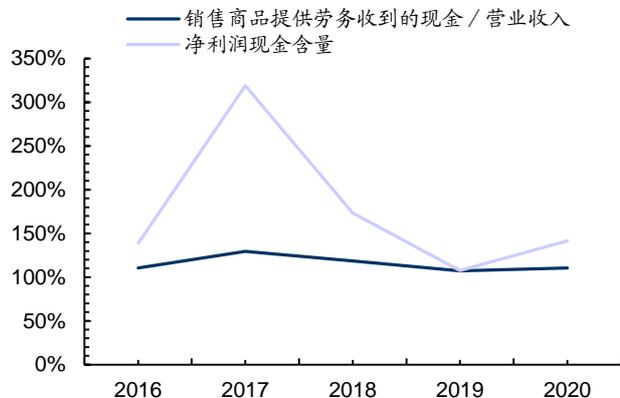
图 6：公司毛/净利率情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

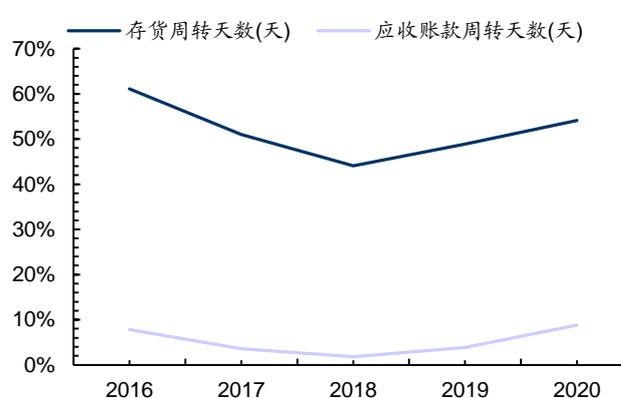
现金流稳健向好，受疫情影响周转有所下滑。2020 年公司经营活动现金流量净额为 2.04 亿元/+92.69%，营业收入的现金含量为 110.30%/+3.28pct，净利润的现金含量为 141.56%/+34.16pct。周转方面，公司存货周转天数达到 54.12 天/+5.22 天，应收账款周转天数为 8.83 天/+4.98 天。虽然受疫情影响，公司周转情况有所下降，但仍处于较为健康的范围内。

图 7：公司经营现金流情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

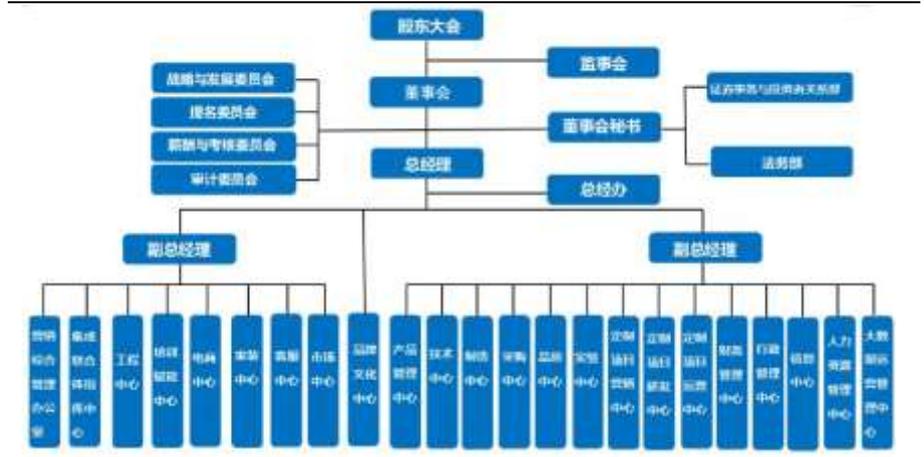
图 8：公司流动资产周转情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

高管变动为公司注入新活力，组织结构调整深化公司战略执行力。为了提高运营效率和管理水平，优化资源配置，公司对组织结构进行了调整与优化，由总经理直接管理品牌文化中心，两位副总经理分别负责营销系统和制造系统，有利于加强对品牌文化的管理和塑造，强化各业务部分之间的分工协作，更好实现公司内部平台系统全力为制造系统服务、制造系统全力为营销系统服务、制造系统全力为营销系统服务的“三服务”。同时，公司的管理层亦有相应的变动。前总经理陈月华调整为分管制造系统的副总经理，实际控制人孙伟勇、陈月华之子孙吉将担任公司总经理，庞廷杰将担任公司分管营销体系的副总经理。庞廷杰在家电渠道行业有过多年的任职经历，曾担任小天鹅杭州、厦门分公司总经理，老板电器零售 KA 部长、零售销售总监等职务，有望为公司在渠道及营销方面的变革提供强大的动能。

图 9: 调整后公司组织架构图



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

公司不断深化在品牌、渠道和产品上的竞争优势，有望迎来持续高增长。1) 产品端，公司掌握侧吸下排技术、油烟分离技术、燃烧器节能技术、风机下置技术等多项技术，产品性能优异。2020 年公司推出天猫精灵款、蒸烤独立集成灶等差异化创新产品，取得良好效果。未来公司产品将往“场景化、智能化、精致化、信息化”的 2.0 版本迭代升级，实现产品持续创新领先。2) 渠道建设上，公司全力推进工程、家装和电商等渠道建设，挺进 500 强地产首选供应商，与多家地产公司和 300 多家装企业成功签约。未来公司将持续进行渠道升级，对招商、渠道结构等进行优化，并进行大经销商的招募，加强渠道竞争力。3) 品牌塑造上，公司优化广告投放效率，向互联网媒体广告倾斜，提高广告转化率和触达率；对公司终端门店进行标准化改造，提高服务人员素质，强化品牌认知。

投资建议：行业高增下公司积极求变迎难而上，给予“买入”评级。集成灶行业成长空间广阔，近几年持续保持较高的行业增速。公司在品牌、渠道和产品上不断改革，积极创新，有望实现自身持续的高增长。预计 21-23 年 EPS 为 1.62/2.04/2.46 元/股，对应 PE 为 35.8/28.4/23.5x，首次覆盖，给予“买入”评级。

盈利预测:

集成灶: 受益于行业的高成长性, 叠加公司积极向好的基本面, 考虑到公司产能释放的节奏和疫情对 2020 年需求抑制的影响, 预计 2021-2023 年公司集成灶收入增速分别为 28.52%、23.42%和 20.79%。

其他产品: 公司其他产品主要包含吸油烟机、燃气灶、集成水槽、烤箱等, 目前占比只有 10%, 预计 2021-2023 年公司其他产品收入增速分别为 9%、7%和 6%。

因此预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 9.06 亿元、11.05 亿元、13.23 亿元, 分别同比增长 26.52%、21.97%、19.64%。

表 1: 公司营业收入预测

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
集成灶						
收入 (亿元)	5.28	5.85	6.43	8.26	10.20	12.32
同比 (%)	35.01	10.72	10.00	28.52	23.42	20.79
毛利率 (%)	40.48	44.59	46.29	46.50	46.80	46.80
其他产品						
收入 (亿元)	0.86	0.70	0.73	0.80	0.86	0.91
同比 (%)	-1.92	-18.62	4.18	9.00%	7.00%	6.00%
毛利率 (%)	23.50	30.88	39.42	39.50	40.00	40.00
合计						
营业总收入	6.14	6.55	7.16	9.06	11.05	13.23
同比 (%)	28.22	6.59	9.38	26.52	21.97	19.64
毛利率 (%)	38.09	43.12	45.59	45.88	46.27	46.33

资料来源:wind, 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 16%之间, 随着公司营销和渠道端的扩张, 销售费用率或将冲高回落, 因此预计 2021-2023 年销售费用率分别为 16.6%、16.3%、16.0%。

管理费用: 随着公司规模扩大及对管理的全面提升, 管理费用率或逐渐降低, 考虑到公司加大对人才的引进力度, 预计 2021-2023 年管理费用率分别为 4.5%、4.4%、4.3%。

研发费用: 公司重视研发投入, 研发费用率维持在 4%-5%左右。预计 2021-2023 年研发费用为 4.4%、4.5%、4.5%。

财务费用: 公司上市后现金储备充足, 预计财务费用率将保持为负, 2021-2023 年财务费用率分别为-0.98%、-0.89%、-0.89%。

根据上述假设, 我们预计公司 2020-2022 年净利润分别为 1.73 亿元、2.18 亿元、2.63 亿元, 同比增长 20.3%、26.1%、20.5%。

表 2: 公司盈利预测

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	614	655	716	906	1105	1323
同比	28.2%	6.6%	9.4%	26.5%	22.0%	19.6%
净利润 (百万元)	76	98	144	173	218	263
同比	52.5%	29.0%	46.2%	20.3%	26.1%	20.5%

资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理和预测

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	买入	19.83	0.71	0.84	1.08	28	24	18	7.5
300894.SZ	火星入	买入	52.62	0.68	1.09	1.45	77	48	36	17.4
300911.SZ	亿田智能	买入	58.00	1.23	1.35	1.62	47	43	36	6.0
605336.SH	帅丰电器	买入	29.83	1.65	1.44	1.72	18	21	17	2.5

数据来源：Wind、国信证券

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	839	1605	1655	1788	营业收入	716	906	1105	1323
应收款项	31	25	35	45	营业成本	390	490	594	710
存货净额	62	70	89	107	营业税金及附加	9	11	13	16
其他流动资产	18	22	26	32	销售费用	118	150	180	212
流动资产合计	1150	1942	2047	2238	管理费用	63	81	98	115
固定资产	160	199	278	299	财务费用	(8)	(18)	(24)	(26)
无形资产及其他	68	66	63	60	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	33	33	33	33	资产减值及公允价值变动	4	1	2	2
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	16	0	0	0
资产总计	1411	2239	2420	2630	营业利润	164	194	247	298
短期借款及交易性金融负债	0	2	1	1	营业外净收支	1	3	2	2
应付款项	206	237	294	356	利润总额	165	197	249	301
其他流动负债	139	160	203	241	所得税费用	21	24	31	38
流动负债合计	345	399	497	598	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	144	173	218	263
其他长期负债	40	43	47	50					
长期负债合计	40	43	47	50	现金流量表 (百万元)				
负债合计	385	442	544	648	净利润	144	173	218	263
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	3	1	1	1
股东权益	1026	1130	1239	1370	折旧摊销	16	20	25	29
负债和股东权益总计	1411	1572	1783	2018	公允价值变动损失	(4)	(1)	(2)	(2)
					财务费用	(8)	(18)	(24)	(26)
					营运资本变动	35	51	71	71
					其它	(3)	(1)	(1)	(1)
					经营活动现金流	191	243	312	360
					资本开支	(39)	(56)	(100)	(46)
					其它投资现金流	(200)	(20)	(22)	(24)
					投资活动现金流	(239)	(76)	(122)	(70)
					权益性融资	649	0	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	0	(69)	(109)	(131)
					其它融资现金流	(47)	2	(1)	0
					融资活动现金流	603	(68)	(110)	(131)
					现金净变动	555	99	80	159
					货币资金的期初余额	283	839	1605	1655
					货币资金的期末余额	839	938	1684	1814
					企业自由现金流	131	168	188	290
					权益自由现金流	85	185	209	313

关键财务与估值指标				
	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	1.35	1.62	2.04	2.46
每股红利	0.00	0.65	1.02	1.23
每股净资产	9.62	10.59	11.61	12.85
ROIC	22%	25%	42%	46%
ROE	14%	15%	18%	19%
毛利率	46%	46%	46%	46%
EBIT Margin	19%	19%	20%	20%
EBITDA Margin	21%	21%	22%	23%
收入增长	9%	27%	22%	20%
净利润增长率	46%	20%	26%	21%
资产负债率	27%	28%	31%	32%
息率	0.0%	1.1%	1.8%	2.1%
P/E	43.0	35.8	28.4	23.5
P/B	6.0	5.5	5.0	4.5
EV/EBITDA	43.2	34.2	27.5	22.9

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

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