



股权激励落地，解锁条件逐年提高

投资要点

- **推荐逻辑:** 集成灶行业连续3年维持20%以上的增长，行业规模快速扩张。公司作为集成灶企业中的佼佼者，营收业绩稳步扩张，盈利能力持续优化。公司通过股权激励焕发企业活力，递增的业绩考核彰显信心；募资扩产、渠道拓展增强市场竞争力，有望充分分享集成灶行业红利。
- **集成灶行业佼佼者，历史业绩稳步增长。** 在集成灶加速渗透，行业规模快速扩张的背景下，公司不断强化产能、渠道以及品牌建设，营收业绩呈现快速增长态势。2016-2020年，公司营业收入复合增长率为15.1%，归母净利润复合增长率为33%。2021Q1，公司实现营收1.6亿，同比增长164.1%；实现净利润0.3亿元，同比增长127.1%。公司持续深化渠道多样化战略，集成灶迅速放量带动公司营收快速提升。盈利能力方面，集成灶行业整体保持较高的毛利率，公司的毛利率位于行业中等水平。2021Q1公司毛利率和净利率分别为47.4%和22%，均仅次于可比公司浙江美大，并且净利率水平呈现逐步提升的趋势。
- **股权激励焕发活力，业绩考核彰显信心。** 2021年上半年，公司公布了限制性股票期权激励计划。公司拟向董事、高级管理人员、核心管理人员等共计33人授予153.1万股股票，占公司总股份的1.09%。其中总经理陈伟、电商一部部长商俊峰所获股份数量较高，分别获得限制性股票25万股和15万股，分别占此次激励计划的20.4%和12.2%。所获限制性股票数量前二均为负责营销与渠道的高管，显示了公司大力拓展渠道建设以及强化营销布局的决心。从目标考核来看，公司将以2020年作为基准年度，要求2021-2023年的营业收入同比上年增长率不低于15%、25%和30%。公司制定的增长目标呈现逐年递增的态势，充分彰显了公司对于未来经营发展的信心。
- **募资扩产强化研发，渠道变革试点大商。** 公司将投入13.1亿元进行产能提升和营销网络建设，其中9.7亿元用于集成灶产能提升。预计募投项目建成之后，公司将新增集成灶产能40万台/年，未来公司合计产能能够达到56万台/年（目前产能16万台/年），逐步缩小与业内龙头企业浙江美大的差距。此外，公司加快了渠道与营销建设进度。一方面，公司尝试直接进行地区性的广告投入，进一步强化品牌形象。公司将投入2亿元资金，在重点销售城市设立体验店、投放路演车等等。另一方面，公司加快招商进度，全年计划新增经销商300家，开店500家，并且在集成灶重点销售地区试点大商运营。随着公司渠道营销布局的加快，公司未来发展值得期待。
- **盈利预测与投资建议。** 在集成灶产品加速渗透的背景下，公司加快渠道布局与品牌营销进程，预期未来三年业绩复合增长率为21.2%。参考行业平均估值，我们给予公司2021年25倍PE，对应目标价为39.3元，上调至“买入”评级。
- **风险提示:** 行业竞争加剧风险，渠道拓展不及预期风险、集成灶渗透率提升不及预期风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	713.99	862.53	1083.79	1429.03
增长率	2.26%	20.80%	25.65%	31.86%
归属母公司净利润(百万元)	194.26	223.29	270.24	346.10
增长率	11.66%	14.94%	21.03%	28.07%
每股收益EPS(元)	1.37	1.57	1.90	2.44
净资产收益率ROE	11.43%	11.86%	12.81%	14.41%
PE	20	17	14	11
PB	2.26	2.04	1.82	1.60

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)	1.42
流通A股(亿股)	0.35
52周内股价区间(元)	24.86-38.48
总市值(亿元)	38.38
总资产(亿元)	20.16
每股净资产(元)	12.31

相关研究

1. 帅丰电器 (605336): 集成灶持续放量, 强化渠道布局 (2021-04-26)
2. 帅丰电器 (605336): 加速立体式渠道布局, 费用优化盈利能力提升 (2021-04-14)
3. 帅丰电器 (605336): 集成灶头部企业登陆A股, 未来发展值得期待 (2020-11-17)

目 录

1 公司概况：集成灶优质企业	1
1.1 营收稳定增长，盈利能力持续提升	1
1.2 产品多元化布局，市占率有望优化	3
2 股权激励焕发活力，业绩考核彰显信心	5
2.1 重视人才建设，股权激励焕发活力	5
2.2 激励目标增速递增，彰显长期发展信心	7
3 募投扩产强化研发，渠道变革试点大商	8
3.1 投资规模高于同行，产能扩增	8
3.2 渠道建设加码，试点大商制度	9
4 盈利预测与估值	10
4.1 盈利预测	10
4.2 相对估值	11
5 风险提示	11

图 目 录

图 1: 2016 至今公司营业收入及其增长	1
图 2: 2016 至今公司归母净利润及其增速	1
图 3: 2016 至今公司以及可比公司营收规模	1
图 4: 2016 至今公司以及可比公司业绩规模	1
图 5: 2016 至今公司以及可比公司毛利率	2
图 6: 2016 至今公司以及可比公司净利率	2
图 7: 2016 至今公司以及可比公司期间费用率	2
图 8: 2021 年 1-5 月公司以及可比公司线上市占率	3
图 9: 2021 年 3-5 月公司以及可比公司线下市占率	3
图 10: 1-5 月公司以及可比公司线上产品均价	4
图 11: 3-5 月公司以及可比公司线下产品均价	4
图 12: 1-5 月线上不同价格段产品销售额占比	4
图 13: 1-5 月线下不同价格段产品销售额占比	4
图 14: 帅丰电器股权结构图	5
图 15: 2020.06-2021.06 集成灶搜索指数	10

表 目 录

表 1: 2021 年 w1-25 线上线下排名前十品牌	3
表 2: 公司淘宝旗舰店月销量超 300 件的产品	4
表 3: 公司限制性股票授予名单	6
表 4: 公司部分高管名单及其任职经历	7
表 5: 公司限制性股票激励计划考核目标	7
表 6: 帅丰拟投资项目情况	8
表 7: 公司及可比公司产能情况	8
表 8: 帅丰营销网路建设具体计划	9
表 9: 分业务收入及毛利率	11
表 10: 可比公司估值	11
附表: 财务预测与估值	12

作为厨电新品的集成灶，产品竞争实力较强，集成灶行业规模快速扩张。在集成灶产品渗透率加速提升的背景下，培育了一批优质的集成灶企业。而帅丰电器就是集成灶企业中的佼佼者。本文我们将从公司近期的新变化入手，讨论公司未来发展的可能性。

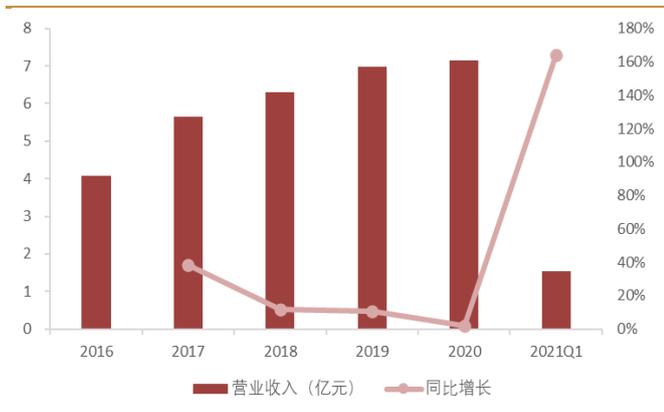
1 公司概况：集成灶优质企业

1.1 营收稳定增长，盈利能力持续提升

公司成立于1980年，主要从事集成灶的研发、生产、销售。在集成灶加速渗透，行业规模快速扩张的背景下，公司不断强化产能、渠道以及品牌建设，营收业绩呈现快速增长态势。2016-2020年，公司营业收入复合增长率为15.1%，归母净利润复合增长率为33%。

2021Q1，公司实现营收1.6亿，同比增长164.1%；实现净利润0.3亿元，同比增长127.1%。公司持续深化渠道多样化战略，集成灶迅速放量带动公司营收快速提升。

图 1：2016 至今公司营业收入及其增长



数据来源：Wind，西南证券整理

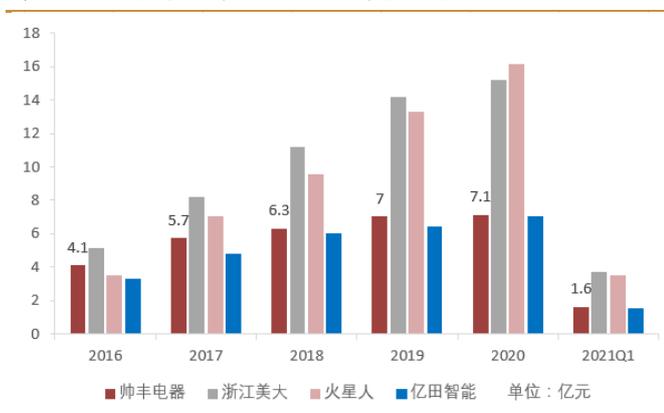
图 2：2016 至今公司归母净利润及其增速



数据来源：Wind，西南证券整理

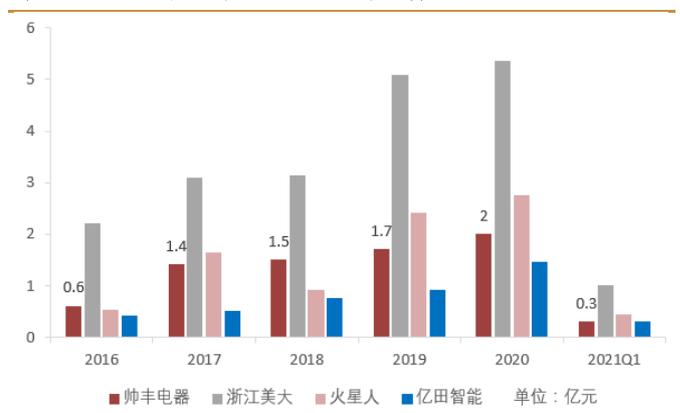
同行对比来看，公司经营规模位于行业中等水平。浙江美大先发优势明显，线下网点众多；火星人深耕线上渠道，线上市场份额优势显著。公司经营规模与二者还存在一定的差距。整体来看，公司营收业绩稳步提升。未来随着渠道多元化布局的加速，公司与龙头的差距有望逐步缩小。

图 3：2016 至今公司以及可比公司营收规模



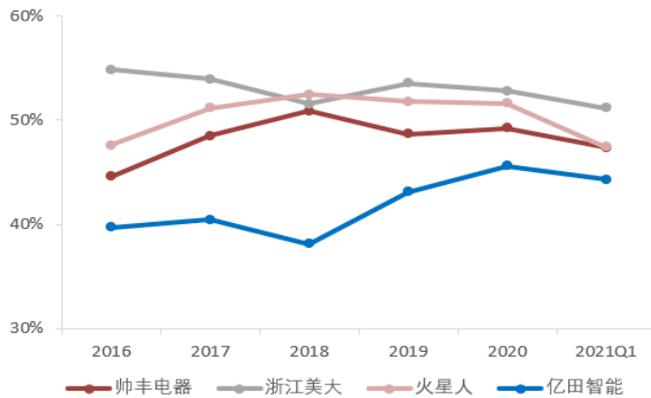
数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：2016 至今公司以及可比公司业绩规模

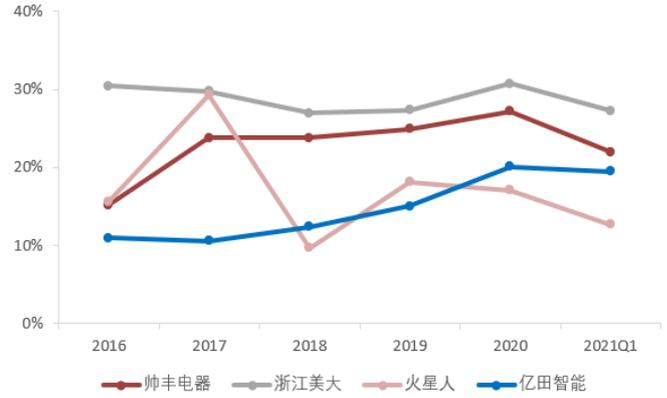


数据来源：Wind，西南证券整理

盈利能力上看，集成灶行业整体保持较高的毛利率，公司的毛利率位于行业中等水平。2021Q1 公司毛利率 47.4%，仅次于可比公司浙江美大。净利率方面，公司的净利率也仅次于浙江美大，并且净利率水平呈现逐步提升的趋势。2020 年公司净利率为 27.2%，相较于 2016 年提升了 12pp。

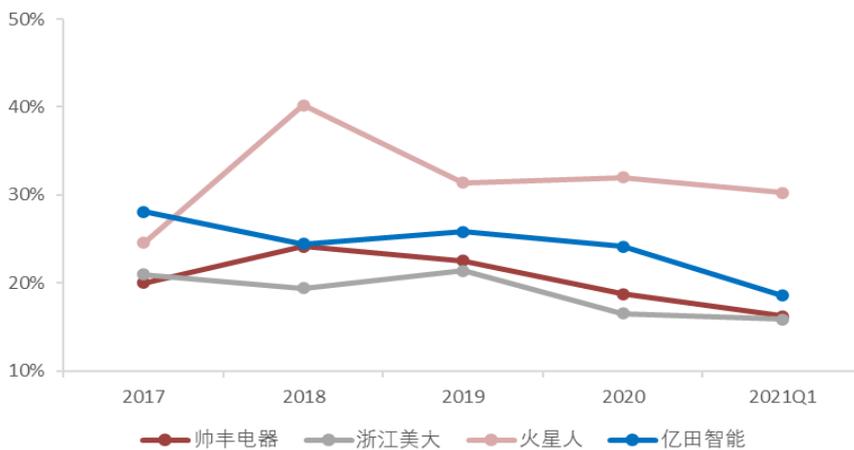
图 5：2016 至今公司以及可比公司毛利率


数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：2016 至今公司以及可比公司净利率


数据来源：Wind，西南证券整理

公司的期间费用率略高于浙江美大，低于火星人与亿田智能，2017-2021Q1 期间，公司期间费用率从 20%下降至 16.2%，在费用的投放上公司管理得当。拆分来看，公司期间费用率的下降主要受益于销售费用率的下降，公司销售费用率从 2018 年的 15.3%下降至 2020 年的 12.8%。2021Q1，公司的销售费用率、管理费用率以及财务费用率分别为 14.2%、9.8%和-3.9%。整体来看，公司期间费用率保持相对稳定。

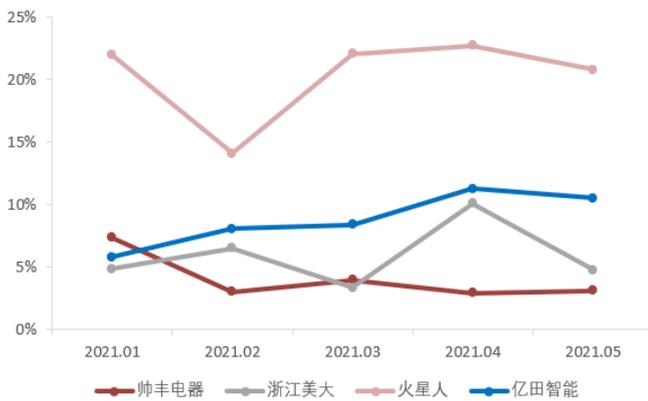
图 7：2016 至今公司以及可比公司期间费用率


数据来源：Wind，西南证券整理

1.2 产品多元化布局，市占率有望优化

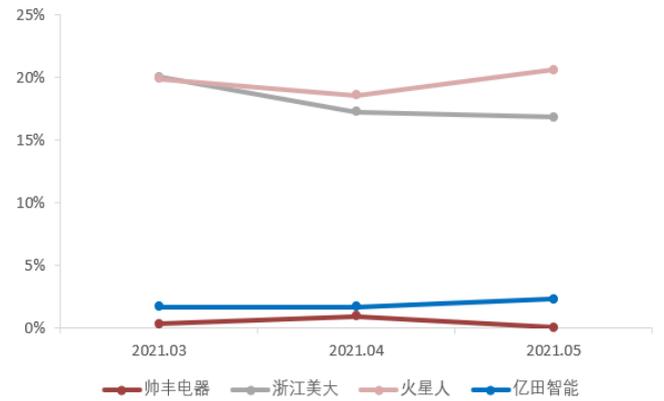
根据奥维云网数据显示，2021年w1-25，公司产品线上市占率4.9%，位列行业第6名。2021年5月公司产品线上市占率3.1%，同比提升0.2pp；线下市占率0.1%，同比减少0.9pp。从历史情况来看，公司整体业绩好于第三方机构统计结果。我们推测原因主要是公司销售渠道以经销为主，KA门店相对较少。而第三方统计机构线下渠道统计以KA门店销售为主，与公司实际情况存在一定的差距。我们认为目前公司线上和线下市占率提升空间较大，随着未来公司渠道建设及产能扩张的推进，公司产品市占率有望逐步提升。

图8：2021年1-5月公司以及可比公司线上市占率



数据来源：奥维云网，西南证券整理

图9：2021年3-5月公司以及可比公司线下市占率



数据来源：奥维云网，西南证券整理（1-2月数据缺失）

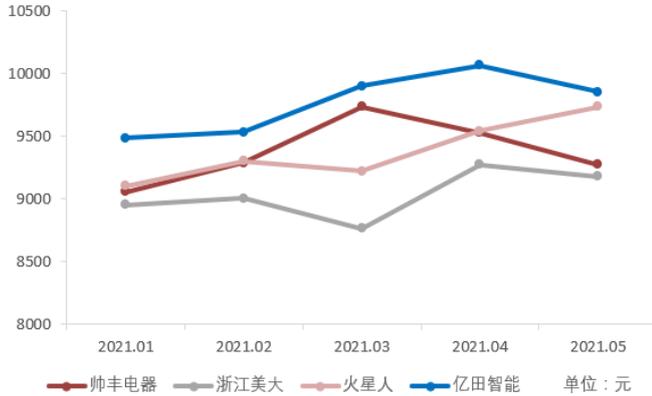
表1：2021年w1-25线上线下排名前十品牌

排名	线上（市占率）	线下（市占率）
1	火星入（22.4%）	火星入（22.3%）
2	亿田（10%）	美大（18.1%）
3	森歌（8.3%）	美的（15.7%）
4	美大（6.6%）	帅康（11.7%）
5	奥田（5%）	法迪欧（4.7%）
6	帅丰（4.9%）	SAKURA（3.5%）
7	美的（4.8%）	德意（2.9%）
8	名气（4.3%）	老板（2.6%）
9	华凌（2.6%）	万家乐（2.3%）
10	欧尼尔（2.5%）	亿田（2.3%）

数据来源：奥维云网，西南证券整理

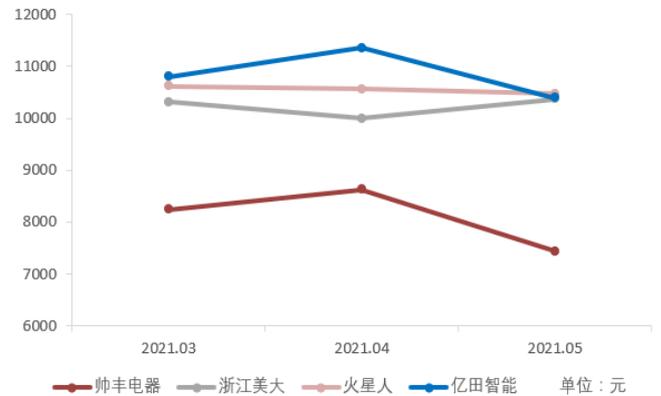
市场均价方面，1-5月线上价格超10000元的产品销售额占到线上行业总销售额的34.4%，同比提升10.2pp；线下占到51.2%，同比提升5.7pp。中高单价产品销售占比明显提升，行业高端化趋势明显。1-5月公司产品销售价格略有波动，但是整体站稳9000-9999元的价格带。5月公司产品线上销售均价和线下销售均价分别为9274元/台和7440元/台，环比均略有下降。

图 10: 1-5 月公司以及可比公司线上产品均价



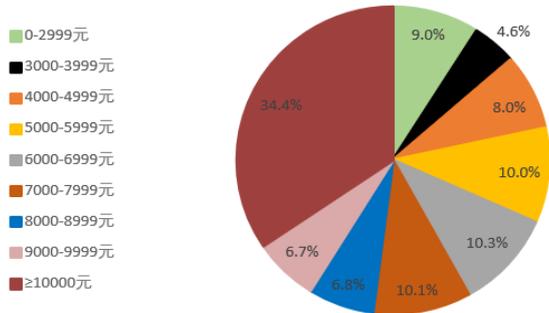
数据来源: 奥维云网, 西南证券整理

图 11: 3-5 月公司以及可比公司线下产品均价



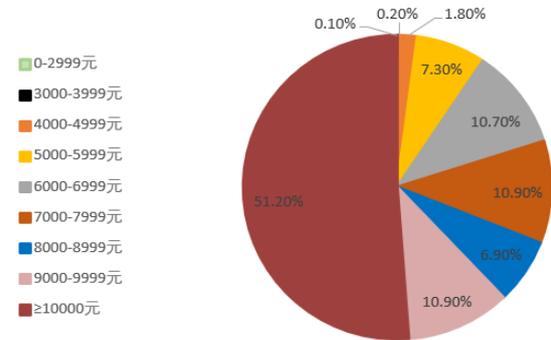
数据来源: 奥维云网, 西南证券整理 (1-2 月数据缺失)

图 12: 1-5 月线上不同价格段产品销售额占比



数据来源: 奥维云网, 西南证券整理

图 13: 1-5 月线下不同价格段产品销售额占比



数据来源: 奥维云网, 西南证券整理

公司产品多元化布局, 产品包括烟灶柜、烟灶消、烟灶蒸、烟灶蒸烤一体。根据奥维云网数据显示, 5 月公司单价最高的烟灶蒸烤一体线上市占率达到 4.8%, 同比增加 2.1%; 根据公司淘宝官方旗舰店数据显示, 公司主打的烟灶蒸烤一体爆款产品 U1M-7B-90T 集成灶月销量超 2000 件。

表 2: 公司淘宝旗舰店月销量超 300 件的产品

系列	型号	类型	图	月销量 (件)	价格 (元)
天猫精灵	U1M-7B-90T	烟灶蒸烤一体		2000+	12180
U7	U7-7B-90T	烟灶蒸烤一体		300+	11480

系列	型号	类型	图	月销量 (件)	价格 (元)
U7	U7-3B-90T	烟灶消		300+	7880

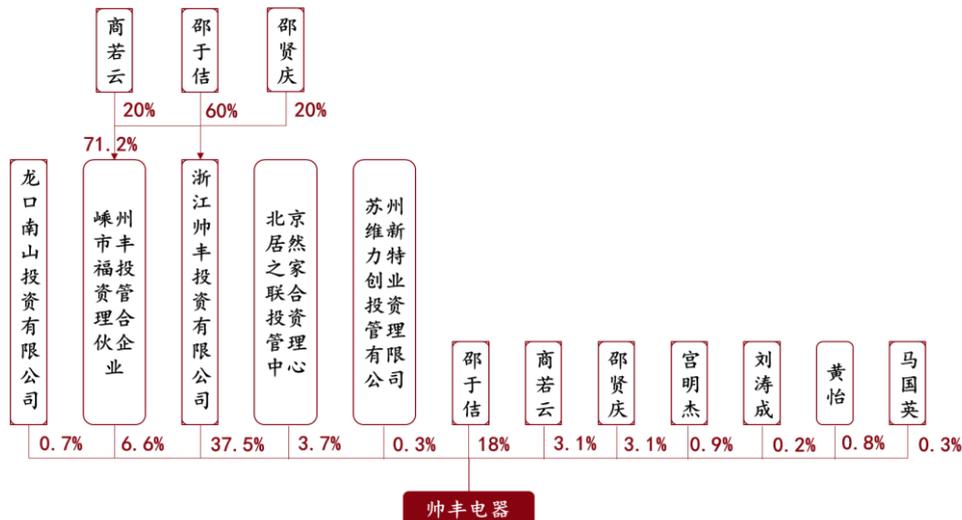
数据来源：帅丰淘宝官方旗舰店，西南证券整理

2 股权激励焕发活力，业绩考核彰显信心

2.1 重视人才建设，股权激励焕发活力

公司实控人商若云、邵贤庆、邵于信通过直接和间接持股方式，合计持有公司 61.6% 的股权。其中商若云与邵贤庆为夫妻关系，邵于信为商若云和邵贤庆的女儿。其中，嵊州市丰福投资管理合伙企业为公司的员工持股平台，2016 年 9 月增资入股。截止 2020 年底，该员工持股平台持有 6.6% 的股权。

图 14：帅丰电器股权结构图



数据来源：招股说明书，公司官网，西南证券整理

2021 年上半年，公司公布了限制性股票期权激励计划。公司拟向董事、高级管理人员、核心管理人员等共计 33 人授予 153.13 万股，占公司总股份的 1.09%。其中首次授予 122.5 万股，占总股份的 0.87%；预留 3.06 万股，占总股份的 0.22%。

从激励对象来看，本次激励对象中没有实控人及其配偶、父母、子女，全部为公司高管以及核心员工。从所获的股票数量来看，总经理陈伟、电商一部部长商俊峰股份数量较高，分别获得限制性股票 25 万股和 15 万股，分别占此次激励计划的 20.41% 和 12.24%。

表 3：公司限制性股票授予名单

姓名	职务	获授的限制性股票数量 (万股)	占首次授予限制性股票总数的比例
陈伟	总经理	25	20.41%
商俊锋	电商一部部长	15	12.24%
王昊统	财务中心副部长	12	9.80%
王彬	新媒体传播部长	10	8.16%
王珍	采购部部长	6	4.90%
丁寒忠	财务总监	5	4.08%
史宝娣	董事办办公室副主任	5	4.08%
过小斌	行政中心运输调度经理	5	4.08%
何建龙	总经理助理	3	2.45%
张雷	鲁豫大区经理	3	2.45%
全学中	生产总监	2	1.63%
张启迪	集成厨房中心部长	2	1.63%
尹帅	华南大区经理	2	1.63%
蒋平	西南大区经理	2	1.63%
周庆骝	华北大区经理	2	1.63%
袁海英	财务科副主任	2	1.63%
符清毅	行政中心副主任	2	1.63%
高鑫星	研发中心项目经理	2	1.63%
吴胜良	生产中心后勤部部长	2	1.63%
祝剑江	技术总监	1.5	1.22%
刘中雷	东北大区经理	1.5	1.22%
徐云飞	江苏省区经理	1.5	1.22%
周晓梦	总裁办副主任	1	0.82%
贵刚强	行政中心总监	1	0.82%
韩杨	营训部部长	1	0.82%
熊明辉	客服部部长	1	0.82%
张有时	直播部部长	1	0.82%
祝获明	生产中心计划部长	1	0.82%
吴乐乐	开发部副部长	1	0.82%
竹秋丹	董事长秘书	1	0.82%
竹可东	CEM 负责人	1	0.82%
陈忠	研发中心项目经理	1	0.82%
王栋	研发中心项目经理	1	0.82%
合计		122.5	100%

数据来源：公司公告，西南证券整理

从授予对象的职位来看，除公司内部运营管理人员以外，激励主要面向了销售（总经理、电商部长和大区经理）以及研发生产环节（研发项目经理和生产部长），这与公司精耕渠道建设、重视产品研发的战略布局相契合。

此外，公司的总经理陈伟曾在老板电器任职营销副总经理，对于品牌营销以及渠道建设拥有丰富的经验。在此次限制性股票激励中，总经理陈伟所获股票数量占比最高。一方面，彰显了公司对于优秀人才的重视，另一方面也显示了公司未来将大力拓展渠道建设以及强化营销布局的决心（限制性股票所获数量前二均为负责营销与渠道的高管）。

表 4：公司部分高管名单及其任职经历

姓名	职务	任职日期	个人简历
商若云	董事长,董事	2017/12/16	1998.12-2014.9 担任公司执行董事兼总经理;2014.9-2017.12 担任公司执行董事;2017.12 月至今担任公司董事长。
邵子信	副董事长、董事	2021/1/5	2014.9-2017.12 担任公司总经理; 2017.12 至今担任公司董事兼总经理。
邵贤庆	董事、副总经理	2017/12/16	设计工程师，系公司多项专利发明人。1998.12-2017.12 担任公司监事; 2017.12 至今担任公司董事兼副总经理。
邵子信	董事	2017/12/16	2014.9-2017.12 担任公司总经理; 2017.12 至今担任公司董事兼总经理。
丁寒忠	董事、财务负责人、 董事会秘书	2019/3/12	1994.5-2006.12 担任浙江天乐集团有限公司财务总监; 2007.1-2009.8 担任宁波市北仑协成燃料有限公司财务总监; 2009.9-2010.5 浙江康牧药业有限公司财务总监; 2010.6-2017.8 担任浙江天乐微电科技股份有限公司财务总监; 2017.12 至今担任公司财务负责人兼董事会秘书; 2019.3 被选聘为公司第一届董事会董事。
陈伟	总经理	2021/1/5	2002.7-2003.8 担任温州大江智业有限公司策划经理; 2003.8-2019.3 担任杭州老板电器有限公司营销副总经理; 2019.3-2020.12 担任苏州莱克电气股份有限公司副总裁; 2020.12 入职公司。

数据来源：公司公告，西南证券整理

2.2 激励目标增速递增，彰显长期发展信心

从考核目标来看，公司将以 2020 年作为基准年度，在 2021-2023 年的 3 个会计年度中，分年度对于公司财务指标进行考核。考核要求 2021-2023 年的营业收入同比上年营业收入增长率不低于 15%、25%和 30%。若激励对象达到业绩考核要求，授予的限制性股票将按照 30%、30%和 40%的比例分三期进行解除限售。

表 5：公司限制性股票激励计划考核目标

解除限售安排	解除限售时间	业绩考核目标
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	以 2020 年营业收入为基数，2021 年营业收入增长率不低于 15%
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	以 2021 年营业收入为基数，2022 年营业收入增长率不低于 25%
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	以 2022 年营业收入为基数，2023 年营业收入增长率不低于 15%

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司限制性考核目标设置为营业收入的增长率，更加关注企业整体规模的扩张。我们认为在集成灶行业加速扩张的背景下，公司更加注重规模的扩张，加大渠道建设与营销宣传，强化产品生产与研发，快速占领市场份额的战略是有效的。此外，从业绩考核的目标来看，公司制定的增长目标呈现逐年递增的态势，充分彰显了公司对于未来经营发展的信心。

从授予价格来看，激励对象可以以 13.205 元/股购买公司授予的限制性股票。本激励计划的首次授予部分股份支付费用总额约为 1759.1 万元（未考虑预留部分）。激励费用将分四期进行摊销，2021-2024 年分别摊销 637.06 万元、698.513 万元、334.6 万元和 88.93 万元。若公司能够顺利完成激励目标，每期摊销的激励费用在营收中占比不足 1%，对于公司业绩影响不大。

3 募投扩产强化研发，渠道变革试点大商

3.1 投资规模高于同行，产能扩增

在集成灶行业快速增长的背景下，行业内头部企业均加大了渠道建设以及生产研发力度。从招股募资建设项目来看，帅丰拟投资建设的总金额最高。公司将投入 13.1 亿元进行产能提升和营销网络建设，其中 9.7 亿元用于集成灶产能提升。可比公司火星人将投资 9.3 亿元用于集成灶产能提升（智能集成灶产业项目 6.95 亿元和集成灶生产线升级 2.37 亿元），亿田智能将投资 5.7 亿元用于集成灶产能提升。整体来看，公司拟投资的规模最大，其中主要的资金用于产能建设。

预计募投项目建成之后，公司将新增集成灶产能 40 万台/年，未来公司合计产能能够达到 56 万台/年（目前产能 16 万台/年），逐步缩小与业内龙头企业浙江美大的差距。

表 6：帅丰拟投资项目情况

帅丰电器募投项目	总投资 (万元)	投入募集资金 (万元)	火星人募投项目	总投资 (万元)	投入募集资金 (万元)	亿田智能募投项目	总投资 (万元)	投入募集资金 (万元)
智能化高效节能集成灶产业化项目	97100	53124.82	智能集成灶产业园项目	69525.89	52712.37	环保集成灶产业园项目	56768	56768
高端厨房配套产品生产线项目	13649.38	11000	研发中心及信息化建设技改项目	11490.47	11490.47	研发中心及信息化建设项目	9503.1	9503.1
营销网络建设项目	20141.67	15000	集成灶生产线升级扩产项目	23718.76	23718.76	补充流动资金	12000	12000
合计	130891.05	79124.82	合计	104735.12	87921.6	合计	78271.1	78271.1

数据来源：公司公告，西南证券整理

表 7：公司及可比公司产能情况

公司	现阶段产能 (万台)	未来新增产能项目	未来可新增产能 (万台)	未来预计产能 (万台)
火星人	16.5	智能集成灶产业园项目	15	41.5
		集成灶生产线升级扩产项目	10	
浙江美大	55	年新增 110 万台集成灶及高端厨房电器产品项目	一期项目已投产，产能完全释放后将新增年产能 30 万台，后续项目完成可再增 50 万台	135
亿田智能	17.5	环保集成灶产业园项目	15	22.5
帅丰电器	16	高效节能集成灶产业化示范项目	40	56

数据来源：公司公告，西南证券整理

3.2 渠道建设加码，试点大商制度

此前，公司主要通过买断的方式向经销商销售产品，并通过全国各区域专业的经销商对产品进行市场推广。经销商门店独立运营，自负盈亏。在此模式下，公司能够在投入较少的资金下，拓宽销售渠道，提升品牌知名度。随着市场竞争日益激烈，公司品牌形象的重要性也越发重要。因此，在品牌宣传上，公司积极变革，寻求更加高效的营销方式。

在以前的模式下，一方面经销商由于不确定能否拿到年终返利，在市场推广上投入相对谨慎，积极性并不高，品牌营销推广效果有限。另一方面，不同地区的经销商独自运营，各自为阵，没有对公司品牌形成统一的宣传。为了进一步提升品牌形象，公司尝试直接进行地区性的广告投入。

未来在营销网络建设上，公司将投入2亿元资金。该项目拟在重点销售城市设立体验店、投放路演车并完善公司营销信息化管理系统。项目完成后，公司将在北京、上海、广州、深圳、南京、武汉和重庆等重点城市设立24家体验店。同时在其他销售省区城市投放200辆路演车。并且，公司还将在未来三年之内，合计投放市场推广费用5600万元，用于城市公交广告、高速公路广告、体验店推广费用以及展会宣传费用等等。

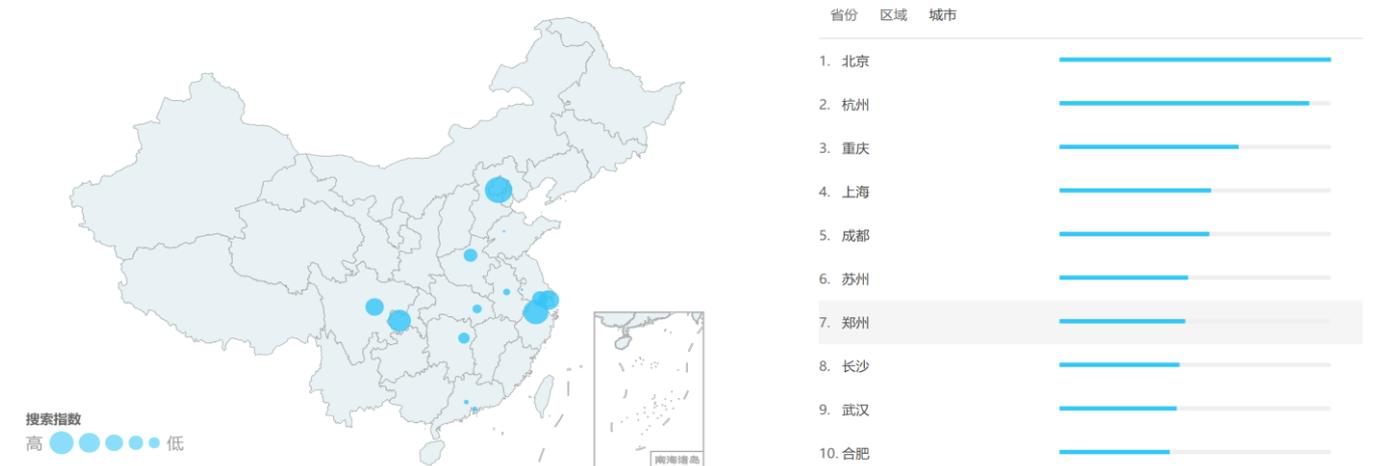
表 8：帅丰营销网路建设具体计划

单位：万元	总投资	第一年	第二年	第三年
体验店	8841.67	1176.01	3244.63	4421.03
路演车	3200	960	1120	1120
营销信息化管理系统	2500	2500	-	-
营销费用	5600	1600	1850	2150
项目总投资	20141.67	6236.01	6214.63	7691.03

数据来源：公司公告，西南证券整理

营销网络建设最主要的手段还是招商扩店。截止2020年底，公司已经拥有经销商1200多家和终端销售门店1500多家。而今年公司将加快招商扩店的步伐，计划新增经销商300家，开店500家。此外，公司将优化升级经销商渠道，招募培养大商。目前公司已经在重庆地区展开试点。

国内中部、西部地区口味嗜辣，饮食习惯导致厨房普遍油烟较重，是集成灶的重点销售区域。根据百度指数显示，在过去一年之内，“集成灶”搜索指数在北京、杭州和重庆最高。公司选取了集成灶销售重点地区重庆作为试点，未来有望向全国进行推广。此外，公司还将针对新开门店进行一定的补贴，(1)以业绩为导向，达到标准(建店面积、资金实力等)的经销商先期给予样机优惠；(2)广告投入上给予一定支持；(3)店面装修柜体由公司解决(公司自产，价格优惠，形象标准)。

图 15: 2020.06-2021.06 集成灶搜索指数


数据来源: 百度指数, 西南证券整理

整体来看, 公司加快了渠道与营销建设进度。一方面, 公司尝试直接进行地区性的广告投入, 进一步强化品牌形象。另一方面, 公司加快招商进度, 全年计划新增经销商 300 家, 开店 500 家, 并且在集成灶重点销售地区试点大商运营。随着公司渠道营销布局的加快, 公司未来发展值得期待。

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设:

假设 1: 假设集成灶渗透率稳步提升, 未来集成灶渗透率有望达到了 20%;

假设 2: 公司加快渠道建设, 在行业规模快速扩张的背景下, 预期公司集成灶迅速放量, 假设 2021-2023 年公司集成灶销量分别增长 12%、17%和 23%; 公司蒸烤一体机销售占比持续提升, 产品结构优化, 假设 2021-2023 年集成灶销售均价分别提升 8%/8%/8%。随着产品结构优化, 预期公司毛利率稳步提升, 假设 2021-2023 年公司毛利率分别为 50.5%/50.7%/51%。

假设 3: 未来公司将强化渠道建设与品牌营销, 同时募资扩产突破产能瓶颈, 预期公司费用投放加大。假设 2021-2023 年公司销售费用率为 13%/14.3%和 15.5%。管理费用率和财务费用率保持相对稳定。

基于以上假设, 我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表:

表 9: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
集成灶	收入	671.5	812.3	1026.4	1363.4
	增速	2.1%	21.0%	26.4%	32.8%
	毛利率	50.7%	50.5%	50.7%	51.0%
其他产品	收入	35.4	42.5	48.8	56.2
	增速	4.7%	20.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	12.6%	13.0%	13.0%	13.0%
其他	收入	7.1	7.8	8.6	9.4
	增速	10.3%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	90.6%	90.0%	90.0%	90.0%
合计	收入	714.0	862.5	1083.8	1429.0
	增速	2.3%	20.8%	25.7%	31.9%
	毛利率	49.2%	49.0%	49.3%	49.8%

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上市公司, 2020 年三家公司平均 PE 为 41 倍, 2021 年行业平均 PE 为 43 倍。在集成灶产品加速渗透的背景下, 公司加快渠道布局与品牌营销进程, 预期未来三年业绩复合增长率为 21.2%。参考行业平均估值, 我们给予公司 2021 年 25 倍 PE, 对应目标价为 39.3 元, 上调至“买入”评级。

表 10: 可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
002677	浙江美大	18.8	0.84	1.03	1.23	1.45	18.93	18.38	15.3	12.99
300894	火星人	70.08	0.68	0.99	1.30	1.67	72.11	69.21	52.87	41.19
300911	亿田智能	69.82	1.35	1.71	2.15	2.69	30.98	41.13	32.63	26.12
平均值							40.67	42.91	33.6	26.77

数据来源: Wind, 西南证券整理

5 风险提示

行业竞争加剧风险, 渠道拓展不及预期风险、集成灶渗透率提升不及预期风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	713.99	862.53	1083.79	1429.03	净利润	194.26	223.29	270.24	346.10
营业成本	362.70	439.80	549.35	717.89	折旧与摊销	17.07	20.52	20.52	20.52
营业税金及附加	8.07	9.75	12.26	16.16	财务费用	-15.27	-26.01	-32.72	-42.17
销售费用	91.49	112.13	154.98	221.50	资产减值损失	-0.06	-0.80	-0.80	-0.80
管理费用	30.88	69.00	86.70	114.32	经营营运资本变动	-10.96	-22.08	47.33	63.36
财务费用	-15.27	-26.01	-32.72	-42.17	其他	-11.32	-3.37	-2.36	-3.52
资产减值损失	-0.06	-0.80	-0.80	-0.80	经营活动现金流净额	173.73	191.56	302.20	383.49
投资收益	4.71	2.10	3.00	3.00	资本支出	-122.79	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-0.01	1.10	1.20	0.96	其他	-116.76	3.20	4.20	3.96
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-239.55	3.20	4.20	3.96
营业利润	228.59	261.84	318.21	406.08	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-1.50	-1.60	-1.60	-1.60	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	227.10	260.24	316.61	404.48	股权融资	791.25	0.00	0.00	0.00
所得税	32.84	36.95	46.37	58.39	支付股利	0.00	-38.85	-44.66	-54.05
净利润	194.26	223.29	270.24	346.10	其他	-2.37	26.01	32.72	42.17
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	788.88	-12.85	-11.94	-11.88
归属母公司股东净利润	194.26	223.29	270.24	346.10	现金流量净额	723.05	181.91	294.46	375.57
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	831.64	1013.55	1308.01	1683.58	成长能力				
应收和预付款项	11.18	14.31	17.55	23.07	销售收入增长率	2.26%	20.80%	25.65%	31.86%
存货	91.22	111.98	139.08	182.72	营业利润增长率	11.14%	14.55%	21.52%	27.62%
其他流动资产	124.35	124.95	125.86	127.26	净利润增长率	11.66%	14.94%	21.03%	28.07%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	6.47%	11.27%	19.37%	25.63%
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	294.26	280.22	266.18	252.15	毛利率	49.20%	49.01%	49.31%	49.76%
无形资产和开发支出	58.50	52.03	45.55	39.08	三费率	15.00%	17.99%	19.28%	20.55%
其他非流动资产	585.17	585.17	585.16	585.16	净利率	27.21%	25.89%	24.93%	24.22%
资产总计	1996.31	2182.21	2487.40	2893.01	ROE	11.43%	11.86%	12.81%	14.41%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	9.73%	10.23%	10.86%	11.96%
应付和预收款项	206.77	229.06	294.06	385.14	ROIC	89.51%	84.04%	107.77%	174.71%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	32.27%	29.72%	28.23%	26.90%
其他负债	90.65	69.82	84.43	106.90	营运能力				
负债合计	297.42	298.88	378.49	492.05	总资产周转率	0.47	0.41	0.46	0.53
股本	140.80	142.03	142.03	142.03	固定资产周转率	3.44	3.54	4.72	6.63
资本公积	1019.76	1018.53	1018.53	1018.53	应收账款周转率	9609.99	7247.25	8379.33	8058.91
留存收益	538.34	722.77	948.36	1240.41	存货周转率	3.97	4.27	4.33	4.41
归属母公司股东权益	1698.89	1883.33	2108.91	2400.96	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	108.42%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1698.89	1883.33	2108.91	2400.96	资产负债率	14.90%	13.70%	15.22%	17.01%
负债和股东权益合计	1996.31	2182.21	2487.40	2893.01	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.70	4.40	4.33	4.19
					速动比率	3.38	4.01	3.95	3.81
					股利支付率	0.00%	17.40%	16.53%	15.62%
业绩和估值指标					每股指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	230.40	256.36	306.01	384.43	每股收益	1.37	1.57	1.90	2.44
PE	19.75	17.19	14.20	11.09	每股净资产	11.96	13.26	14.85	16.91
PB	2.26	2.04	1.82	1.60	每股经营现金	1.22	1.35	2.13	2.70
PS	5.37	4.45	3.54	2.69	每股股利	0.00	0.27	0.31	0.38
EV/EBITDA	9.84	8.26	5.96	3.76					
股息率	0.00%	1.01%	1.16%	1.41%					

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	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	林芷毓	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
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn