



2021年7月2日

浙江美大 (002677): 集成灶渗透率加速提升, 龙头有望释放业绩 推荐 (维持)

家用电器

当前股价: 17.99 元

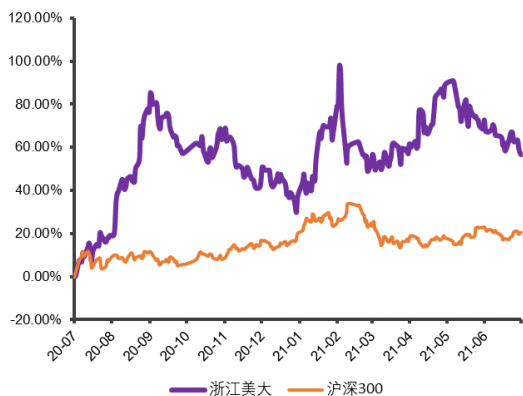
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,771	2,186	2,664	3,183
(+/-)	5.1%	23.4%	21.9%	19.5%
营业利润	635	794	987	1,205
(+/-)	18.8%	24.9%	24.4%	22.1%
归属母公	544	679	845	1,032
司净利润				
(+/-)	18.2%	24.9%	24.4%	22.1%
EPS (元)	0.84	1.05	1.31	1.60
市盈率	21.6	17.3	13.9	11.4

公司基本情况 (最新)

总股本/流通股 (万股)	64605 / 41504
流通市值 (亿元)	75
每股净资产 (元)	2.18
资产负债率 (%)	21.8

股价表现 (最近一年)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

分析师: 姚嘉杰
 执业证书编号: S1050520020002
 电话: (86 21) 64967860
 邮箱: yaojj@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司
 地址: 上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
 邮编: 200030
 电话: (86 21) 64339000
 网址: <http://www.cfsc.com.cn>

● 公司是集成灶行业的开创者和领导者。不仅掌握核心技术和工艺, 形成了完整的产业链, 也是一家集研发、生产、销售于一体的现代化新型高科技公司。公司 2016-2019 年业绩增长较快, 收入增速基本保持 20% 以上, 2020 年上半年新冠疫情爆发, 线下终端需求大幅下降, 业绩增速有所放缓, 但公司盈利能力依旧保持较高水平。

● 集成灶行业近年来发展迅速, 渗透率加速提升。我国集成灶行业 2015-2019 年零售量从 69 万台增长至 210 万台, 零售额从 48.8 亿元增长至 162 亿元, 发展速度迅猛。相比传统燃气灶和油烟机, 集成灶优势明显: (I) 净烟率更高, 油烟不易扩散; (II) 节省厨房空间; (III) 具备一定性价比, 节省空间的同时价格适中。根据前瞻产业研究院的数据显示, 2019 年集成灶市场渗透率 9.4%。我们认为随着集成灶的接受程度不断提高, 集成灶替换需求不断释放, 未来集成灶渗透率有望进一步提升。

● 公司以强大的线下渠道为基础, 构建集成灶“摩天大楼”。2020 年公司拥有 1600 多家一级经销商和 3300 多家营销终端。相比行业内其他上市公司, 美大线下经销商数量最多, 占据了更多的线下市场份额。公司凭借多年的广告营销和线下口碑积累, 构筑了强大的品牌护城河, 整体毛利率水平领先行业。公司新建 110 万台集成灶及高端厨电产品项目一期在 2020 年完成试运行, 预计将带来 30 万台的产能, 满足日益增长的需求。公司 2020 年布局第二品牌天牛, 定位年轻时尚消费人群, 同时强化线上渠道布局, 目前公司线上销售收入占比约 5.17%, 我们认为公司未来线上销售收入占比有望进一步提升, 为公司带来新的业绩增长点。

● 盈利预测: 我们预测公司 2021-2023 年营业收入分别为 21.86 亿元、26.64 亿元和 31.83 亿元, 实现归属母公司所有者净利润分别为 6.79 亿元、8.45 亿元和 10.32 亿元。7 月 2 日收盘价对应 PE 分别为 17.3、13.9、11.4 倍。公司线下渠道基础牢固, 双品牌运作和线上渠道大力发展, 进一步贡献增量, 而扩产正在有序推进, 满足线上线下渠道的增量需求, 巩固龙头优势地位。目前行业可比公司 2021 年平均 PE 为 40.22 倍。维持“推荐”评级。

- **风险提示：**原材料价格波动的风险；装修市场波动的风险；经销商违约的风险等。

正文目录

1. 公司是集成灶行业的开创者和领导者	5
1.1 开启下排油烟时代，引领集成灶行业技术.....	5
1.2 股权结构稳定，管理层经验丰富.....	6
1.3 盈利能力高且稳定，支撑业绩持续增长.....	6
2. 行业发展迅速，国内渗透率有望提升	7
2.1 集成灶行业历史近 20 年，近几年发展迅速.....	7
2.2 国内集成灶竞争激烈，线上线下分化明显.....	8
2.3 集成灶优势明显，渗透率有望加速提升.....	9
3. 以强大的线下渠道为基础，构建集成灶“摩天大楼”	11
3.1 渠道下沉布局完善，盈利能力领先.....	11
3.2 扩产稳步推进，智能制造助力供给改革.....	13
3.3 双品牌与线上布局同步进行，打造新的业绩增长点.....	13
4. 公司盈利预测与估值	14
5. 风险提示	15

图表目录

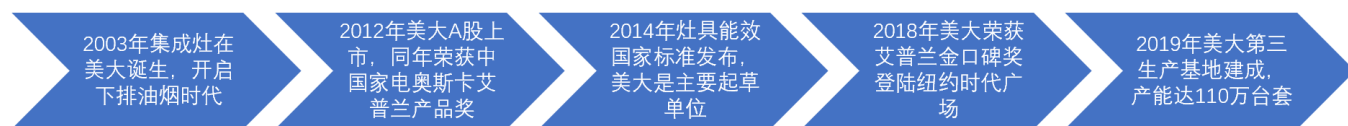
图表 1 公司发展历程	5
图表 2 集成灶与传统燃气灶和油烟机的区别	5
图表 3 公司股权结构	6
图表 4 公司营业收入（百万元）及增速（%）	6
图表 5 公司归母净利润（百万元）及增速（%）	6
图表 6 公司近期毛利率净利率表现（%）	7
图表 7 公司近期费用率表现（%）	7
图表 8 中国集成灶行业发展历程	7
图表 9 中国集成灶市场规模不断扩大	8
图表 10 2020H1 年我国集成灶零售量（万台）零售额（亿元）及其增速（%）	8
图表 11 . 2020H1 集成灶线上市场竞争格局（按零售额）%	9
图表 12 . 2020H1 集成灶线下市场竞争格局（按零售额）%	9
图表 13 .集成灶与传统油烟机的不同	10
图表 14 . 2015-2019 年集成灶市场渗透率（%）	10
图表 15 集成灶线下零售终端数（个）百度地图搜索粗略统计	11
图表 16 四大集成灶上市公司销售费用率对比（%）	12
图表 17 四家集成灶上市公司毛利率（%）对比	12
图表 18 美大生产线上的 ABB 激光焊接机器人	13
图表 19 公司营业收入假设	14
图表 20 所处行业可比公司估值（wind 一致预期）	15

1. 公司是集成灶行业的开创者和领导者

1.1 开启下排油烟时代，引领集成灶行业技术

公司是中国集成灶行业的开创者和领导者。公司不仅掌握核心技术和工艺，形成了完整的产业链，也是一家集研发、生产、销售于一体的现代化新型高科技公司，拥有现代化制造设备，融汇精湛制造工艺；通过了 ISO9001、14001 管理体系认证。公司集成灶产品将吸油烟机、燃气灶与消毒柜/蒸箱/烤箱等不同功能的产品集成一体，通过下排油烟技术和模块化产品设计，实现吸排距离最小化，油烟吸除率达到 99.6% 以上，有效解决厨房油烟污染和对人体健康危害。同时为消费者节省厨房空间，改善提升居室环境及空气质量。

图表 1 公司发展历程



资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

公司掌握集成灶产品的核心和前沿技术，拥有各类专利 150 多项，其中国际专利 9 项，发明专利 30 多项，实用新型专利 60 多项。公司拥有一支强劲的技术创新团队，建立了省级高新技术企业研究开发中心、省级企业技术中心和国家 CNAS 检测中心，开展集成灶产品及其技术的研发，以及智能厨电、智能厨房领域前瞻性技术的研发和储备，为公司持续引领行业奠定基础。

图表 2 集成灶与传统燃气灶和油烟机的区别

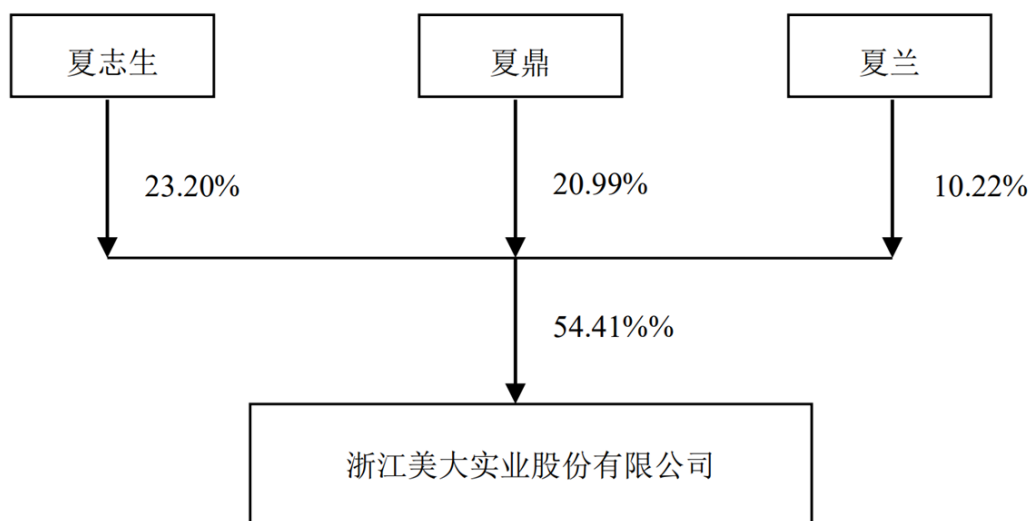
类型	传统燃气灶和油烟机	集成灶
结构	从设计、运行、控制来看，油烟机和燃气灶都是独立的，虽然两者配套使用，但他们本身是两个完全独立的产品。	将吸油烟机、燃气灶、消毒柜、电磁炉、电烤箱、储物柜等功能融为一体，不仅结构紧凑、美观，而且实现各功能之间优化组合，全自动智能化控制。
性能	油烟在空间的流通距离较长，扩散严重，在上升过程中很大部分扩散到室内，导致厨房墙壁和物品上充满了油垢。	气味降低度在 95% 以上，把污染源和外环境进行双向隔离，使油烟和蒸气在未扩散前得到有效排除，真正做到健康环保，拥有整洁干净的厨房环境。
健康	油烟机工作位置处于人体听觉器官附近，噪音大，长期在厨房作业容易造成人体心烦、头晕、耳鸣目眩。油烟扩散严重，四处升腾，烟熏火燎，污染室内空气，经常接触会导致面部皮肤发油，毛孔粗大，甚至诱发疾病。	下排风设计取消了置于人体头部的噪声源，应用了低噪声技术和静音风道设计技术，噪音大大降低。下吸式集成灶下吸下排，产生负压区，让油烟向下游排走，不经过人的脸部，从而杜绝了影响健康的因素。
美观	传统上挂式油烟机设计，占用了厨房上部空间，为了保护室内环境，厨房必须隔离，空间利用率小，安装受到极大限制。	集成灶采用下排式设计，省去上方传统壁挂式吸油烟机的空间，烟灶融为一体，安装自由度高，为中岛式，开放式的现代厨房提供更多空间。

资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

1.2 股权结构稳定，管理层经验丰富

公司实控人夏志生先生、夏鼎先生、夏兰女士实际持股比例超过 51%，股权结构清晰、稳定。夏志生先生为总经理，目前负责公司日常经营管理；夏兰女士为公司董事长，全面负责各项事务。公司核心管理团队稳定，在美大任职时间几乎都超过 10 年，管理经验丰富。

图表 3 公司股权结构

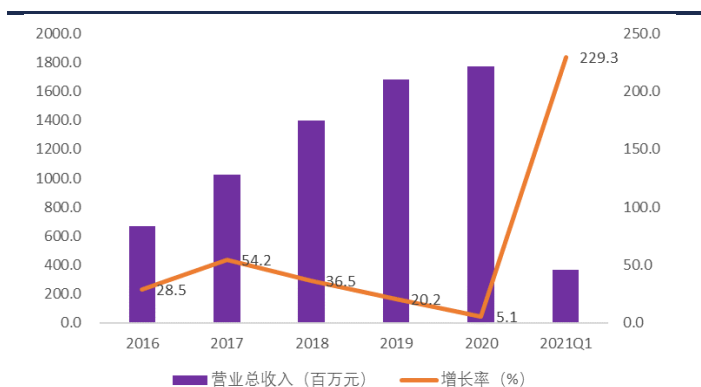


资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

1.3 盈利能力高且稳定，支撑业绩持续增长

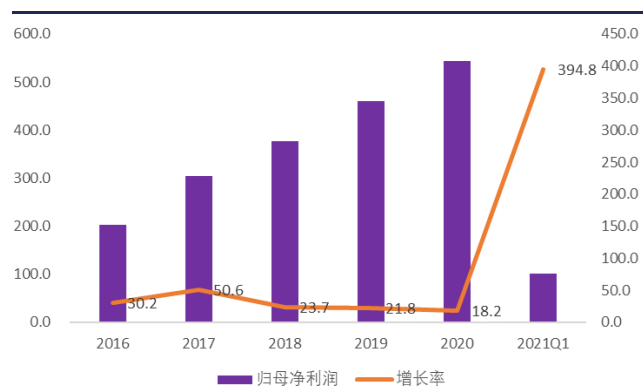
公司 2016-2019 年业绩增长较快，收入增速基本保持 20%以上，2020 年上半年新冠疫情爆发，线下终端需求大幅下降，叠加公司线上 2020 年刚开始布局，业绩增速有所放缓，但公司盈利能力依旧保持较高水平，毛利率和净利率水平在行业中也处于领先地位，在收入增速放缓的背景下净利润增速变化不大。21Q1 公司实现营业收入 3.69 亿元，同比 19Q1 增长 27.2%，我们认为 2021 年全球新冠疫情有所缓和，线下终端随着消费大幅复苏，需求将会大幅改善，公司收入增速有望回暖。

图表 4 公司营业收入（百万元）及增速（%）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

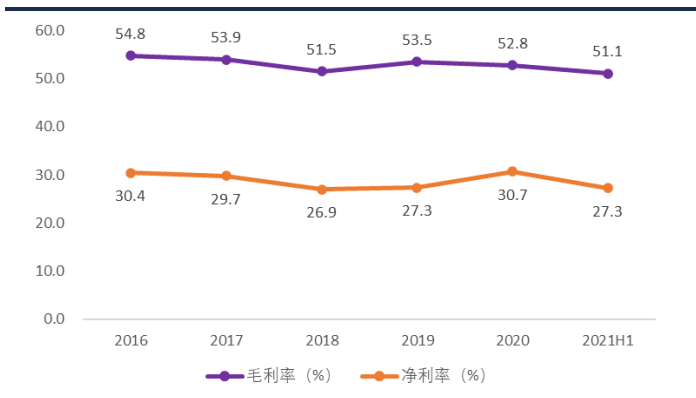
图表 5 公司归母净利润（百万元）及增速（%）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

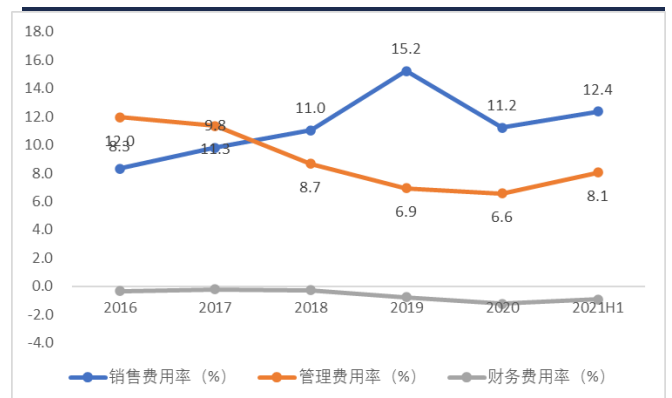


图表 6 公司近期毛利率净利率表现 (%)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

图表 7 公司近期费用率表现 (%)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

2. 行业发展迅速，国内渗透率有望提升

2.1 集成灶行业历史近 20 年，近几年发展迅速

2003 年，美大推出第一台集成灶以来，行业内技术发展呈现多样化趋势，且快速更新换代。如今集成灶产品经过三次更新，目前功能多样且完善，设计理念也趋于成熟，更加人性化，产品力相比传统烟灶更强；2012 年，国家住房和城乡建设部发布首部《集成灶》行业标准，为产品的质量保障和行业健康发展带来制度支持。

根据百度搜索指数数据，2015 年下半年以来集成灶搜索频率显著提升并远高于油烟机。集成灶的市场接受度和关注随着浙江美大为代表的行业内龙头公司长期对市场的培育而不断提升，同时大型综合家电品牌如海尔、美的等也纷纷进入集成灶行业，分别于 2016 年和 2017 年推出了各自品牌的集成灶产品。传统家电巨头的进入给行业带来了更多关注度，同时良性竞争也带来了新的发展动力。

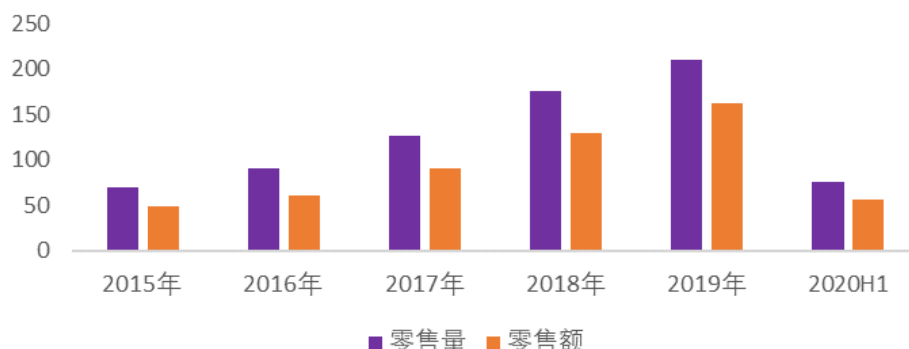
图表 8 中国集成灶行业发展历程



资料来源: 前瞻产业研究院, 华鑫证券研发部

我国集成灶行业 2015-2019 年零售量从 69 万台增长至 210 万台，零售额从 48.8 亿元增长至 162 亿元，2020 年上半年，由于疫情的影响，线下销售承压，集成灶销售量和销售额受需求降低影响，均出现不同程度的下滑。根据中怡康数据，2020 年上半年，集成灶全国销量为 75.5 万台，56.2 亿元，同比分别下滑 5.8%，8.3%。随着国内疫情得到有效控制，终端需求明显回暖，行业内上市公司 21Q1 业绩都呈现较大幅度的增长。

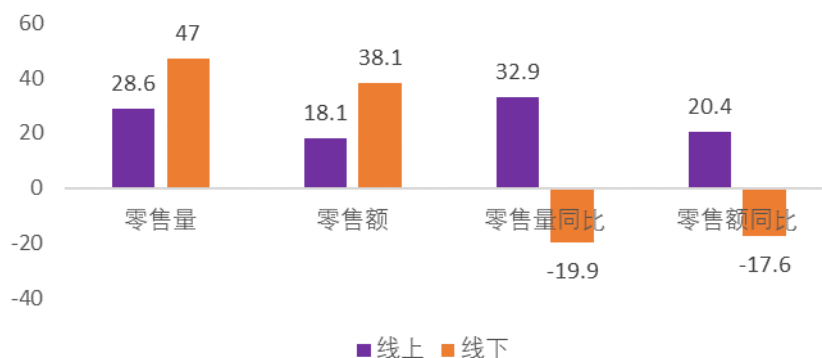
图表9 中国集成灶市场规模不断扩大



资料来源：前瞻产业研究院，华鑫证券研发部

分渠道来看，线上和线下市场表现各不相同。根据中怡康数据，2020年上半年线上市场零售量为28.6万台，同比增长32.9%；销售额达到18.1亿元，同比增长20.4%。2020年线下市场集成灶销售额为47.0万台，同比下降19.9%；零售额为38.1亿元，同比下降17.6%。尽管当前线上零售额不及零售额的一半，但在疫情影响下2020H1线下需求较冷，线上零售加速增长。我们认为未来线上零售额的高速增长有望在疫情常态化以及电商高速发展的双重驱动下维持，而线下零售增速或因线上销售的稀释略有放缓，但由于集成灶具有强安装属性，线下渠道依然重要，行业或将在线上销售高增长的驱动下快速发展。

图表10 2020H1年我国集成灶零售量(万台)零售额(亿元)及其增速(%)



资料来源：前瞻产业研究院，中怡康，华鑫证券研究所

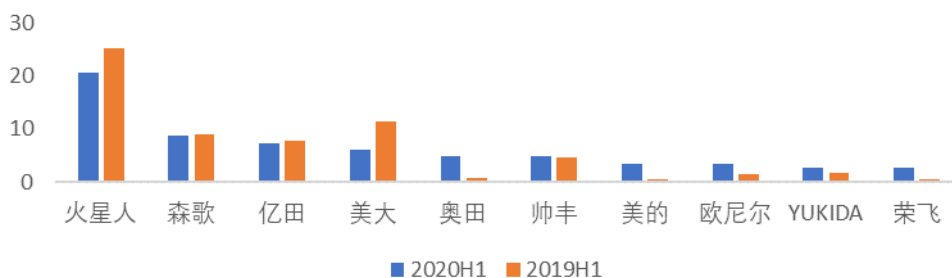
2.2 国内集成灶竞争激烈，线上线下分化明显

在线上市场迅速发展的同时，线上市场竞争日趋激烈。根据中怡康数据，2020年上半年，集成灶线上市场在售品牌数量达到189个，较2019年同期增加17个，同时前十品牌集中度为64%，较2019年同期下降8个百分点。

2020年线上上半年零售规模过亿元的仅有四家品牌：火星人，森歌，亿田，美大。火星人以20.5%的额份额排名第一，而且也是线上唯一一家销量突破4万台，金额超越3亿元的品牌。

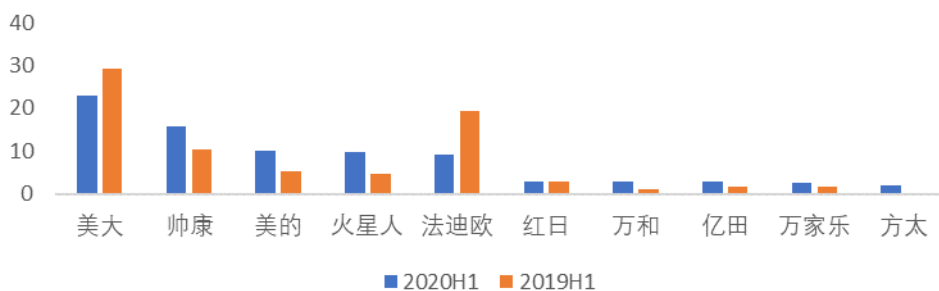
线下竞争则更加多元化，综合性品牌与专业性品牌竞争更加激烈。排名靠前的分别是美大、帅康、美的、火星人和法迪欧。整体来看，在线下市场中，综合性品牌竞争力有所提升。根据中怡康数据，2020上半年，美大、帅康、美的、火星人和法迪欧市场占有率分别达到23.1%、15.7%、10.2%、9.9%和9.3%。其余品牌市场份额均未超过3.0%

图表 11. 2020H1 集成灶线上市场竞争格局（按零售额）%



资料来源：前瞻产业研究院，华鑫证券研究所

图表 12. 2020H1 集成灶线下市场竞争格局（按零售额）%

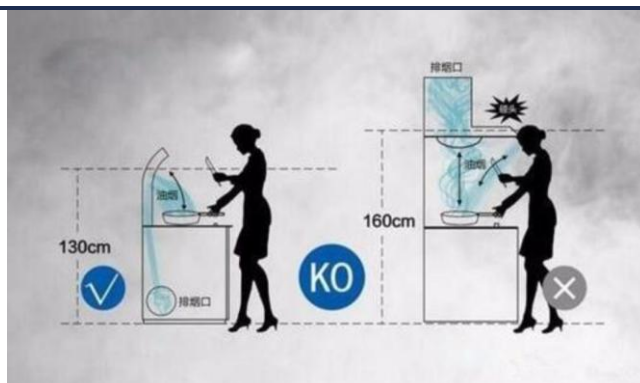


资料来源：前瞻产业研究院，华鑫证券研究所

2.3 集成灶优势明显，渗透率有望加速提升

集成灶相比传统油烟机，拥有几方面优势。第一，集成灶吸净率更高，也就是吸油烟的效果更显著。传统油烟机的吸净率一般不超过80%，而目前普通的集成灶普遍能够做到95%以上的净烟率，并且集成灶的吸烟口一般设计在灶台上面20cm左右的区域，这个高度一般不会超过成年人胸部以下的位置，油烟在刚刚出锅仍未彻底散开的时候，便被烟机吸净。另外对于中国家庭来说，由于中式家常菜爆炒情况较多，油烟量大，再加上可能会有刺激性较大的香辛料颗粒伴随着油烟扑面而来，净烟率越高，下厨的体验也会越好。

图表 13 . 集成灶与传统油烟机的不同



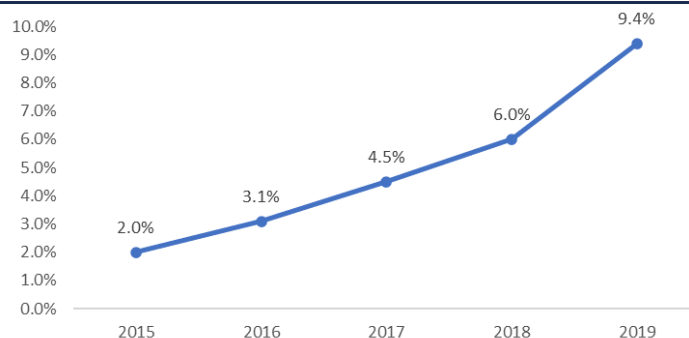
资料来源：网络图片，华鑫证券研究所

第二，集成灶更加节省厨房空间。如今的城市寸土寸金，而改善生活的厨电品种越来越多，再加上 2021 年人口普查数据显示中国家庭平均规模已经降至 2.62 人，这意味着小户型在大城市中会变得非常普遍，而小户型住宅的厨房空间又非常有限，这对厨房电器和燃气灶提出了更高的要求。集成灶的出现恰好解决了这个痛点，它可以将原来烟机的位置腾出来，这至少相当于一个双开门橱柜的空间大小，同时灶台下面的巨大空间也可以用作消毒柜、蒸箱、烤箱等实用功能，从而解决了厨房空间不足的问题。

第三，集成灶具备一定性价比。目前中低端的集成灶的价格在 5000 元左右，高端的一般在 1 万元左右，很多人觉得集成灶的劣势是价格昂贵，但其实不然。以蒸烤一体集成灶为例，中低端价位大约在 5000 元-7000 元，但是假如把集成灶的功能全部分开购买，大容量的蒸烤一体机+高净烟率油烟机的价格几乎就相当于一台集成灶了，更别提还有燃气灶，因此集成灶在节约空间的同时价格并不会太高。

根据前瞻产业研究院的数据显示，2019 年集成灶市场渗透率 9.4%，并且渗透率正在加速提升。我们认为随着直播电商的兴起，集成灶消费者教育更加便利，集成灶的接受程度不断提高，从而使得集成灶替换需求不断释放，未来集成灶渗透率有望进一步提升。

图表 14. 2015-2019 年集成灶市场渗透率 (%)



资料来源：前瞻产业研究院，华鑫证券研究所

3.以强大的线下渠道为基础，构建集成灶“摩天大楼”

3.1 渠道下沉布局完善，盈利能力领先

由于烟灶类产品使用期限较长，寿命一般在 10 年左右，而其使用效果每天都在影响着消费者，因此在购买时产品的性能和品牌将会是消费者选择的重要依据。在性能难以判别优劣时，长期进行品牌宣传、售后服务高效优质能大大提升品牌美誉度，形成较高的壁垒。由于行业具有强安装属性，优质的线下渠道是企业发展的根本。

公司线下以经销模式为主，目前营销网络已经覆盖到全国范围，从 2019 年的 1400 多家一级经销商和 3000 多家营销终端，增长到 2020 年 1600 多家一级经销商和 3300 多家营销终端。相比行业内其他上市公司，美大线下经销商数量最多，因此也占据了更多的市场份额。经过我们粗略的统计，仅从百度地图能够搜索到的店铺来看，美大集成灶线下门店数除了山东、四川两省外，其他省份地区几乎都有优势。同时公司对下沉市场的布局也比较到位，除了省会和重点城市外，三、四线城市也基本都有布局，其中三、四线城市的收入占比达到了 75%。随着线下零售布局的不断完善，公司在线下的影响力不断扩大，形成了较高的护城河。

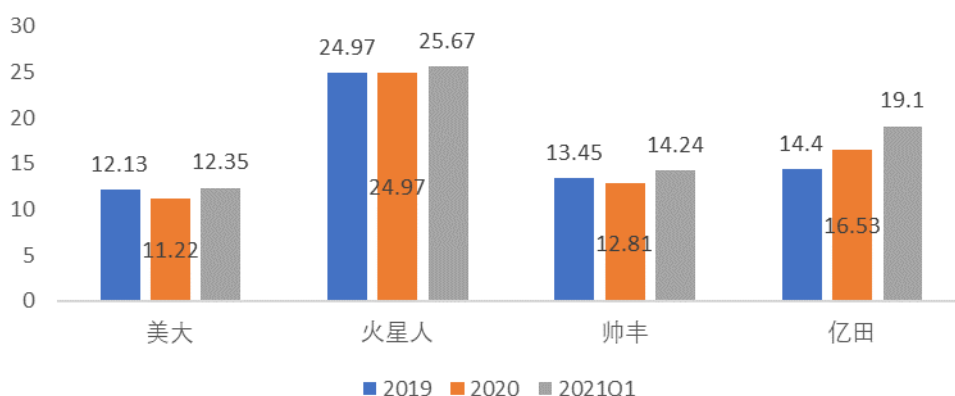
图表 15 集成灶线下零售终端数（个）百度地图搜索粗略统计

	美大	火星人	森歌	亿田
河南	180	130	97	137
湖南	154	90	94	123
江西	138	92	77	88
安徽	133	82	92	76
山东	126	131	96	83
湖北	124	93	78	71
浙江	122	108	48	68
江苏	112	93	52	56
河北	113	88	61	91
陕西	107	56	38	49
贵州	88	39	39	55
福建	91	60	55	69
四川	86	107	41	64
广东	100	54	30	53
云南	80	38	39	65
山西	63	45	41	38
广西	73	42	40	65
重庆	48	35	30	30
甘肃	49	19	11	23
辽宁	50	30	28	33
吉林	39	22	15	27
黑龙江	40	15	18	39
内蒙古	39	19	14	26
上海	17	8	2	6
新疆	30	16	10	9
北京	13	11	3	9
海南	13	7	1	5
青海	7	1	0	4
宁夏	7	6	4	4
天津	6	10	4	4
西藏	5	1	0	1
合计	2253	1548	1158	1471

资料来源：百度地图，华鑫证券研究所

公司近年来不断加大品牌宣传和推广，2016-2019 年公司销售费用率不断提升，目前投入趋于稳定，即使在 2020 年疫情影响下，销售费用率也能维持在 10%以上。传统媒体方面，公司在 CCTV-13《东方时空》、《新闻 1+1》、《新闻调查》、《面对面》，CCTV-4《国家记忆》、《走遍中国》等央媒持续投放全年性广告；铁路媒体方面，公司持续冠名全国高铁专列线路 20 多条，在上海、江苏、安徽、广东、黑龙江、辽宁、吉林、广西等地高铁站投放大型 LED 广告；新媒体方面；新型媒体方面，公司加大了在百度、门户网站、视频网站的推广。

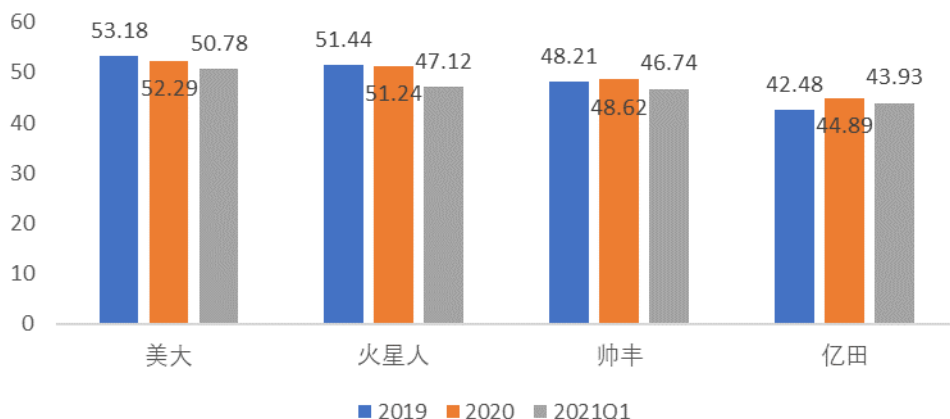
图表 16 四大集成灶上市公司销售费用率对比 (%)



资料来源：公司资料，华鑫证券研发部

对比四家集成灶上市公司，近两年来美大的销售费用率整体来看是最低的。一方面，美大作为老牌厨电企业，前期大量投放广告，已经在广大消费者中建立了良好的产品形象，构筑了较高的品牌壁垒，对后续在各类媒体上的广告投入要求不高，营销成本相对可控。另一方面，较低的销售费用率也保障了公司的盈利能力，2020 年报的情况来看，公司的毛利率水平是四大集成灶上市企业中最高的，这其中较低的销售费用率起到了一定的作用。我们认为品牌力是集成灶行业中最重要竞争力之一，即使是差异化竞争，也普遍存在消费者无法分清产品区别的情况，而集成灶作为更新频率不高的家庭厨电产品，口碑是最容易形成竞争优势的条件之一，公司作为品牌力较强的企业，有利于维持较高的毛利率水平，更容易在长期经营中脱颖而出。

图表 17 四家集成灶上市公司毛利率 (%) 对比



资料来源：wind，华鑫证券研发部

3.2 扩产稳步推进，智能制造助力供给改革

公司产品销售自 2006 年以来快速增长，随着销售范围不断遍布全国，以及集成灶近年来渗透率的不断增加，终端需求日益旺盛。公司实行“先款后货、以销定产”的销售模式，在销售旺季往往体现出产能不足。为了解决产能问题，公司 2017 年以 3930 万元自有资金竞拍获得土地使用权，用于建设新增 110 万台集成灶及高端厨电产品项目。2020 年该项目已经全部建设完成，一期已经进入生产试运行状态，其中一期产能大约为 30 万台。公司 2020 年集成灶销量大约为 40 万台，且订单也比较饱满，产能利用率维持在 70%-80%左右，因此公司新建产能的投产有望进一步满足公司线上线下需求，从而加速业绩释放。

另外，公司已经率先在行业内实现机器人代替人工的智能化生产线，其中包括条冲压机械手自动线、自动连续模生产线、自动部装流水线和自动总装流水线，还引入了台湾的集成化物流管理系统，实现了全流程自动化、智能化和可视化，无论是生产效率还是产品品质都属于行业顶尖水平。

图表 18 美大生产线上的 ABB 激光焊接机器人



资料来源：公司资料，华鑫证券研发部

3.3 双品牌与线上布局同步进行，打造新的业绩增长点

2020 年公司推出第二品牌——天牛，天牛品牌定位年轻时尚消费人群，并提出“乐享新厨房”品牌主张。目前天牛品牌集成灶已经形成消毒柜款、蒸箱款、蒸烤一体款等产品矩阵，价格定位在万元左右区间，相比美大主品牌价格带更低更集中，更容易打入年轻消费群体。同时天牛品牌也有集成洗碗机、天牛热水器等产品，进一步丰富产品线。

2020 年美大重点开始布局线上销售渠道。但集成灶行业具有强安装属性，需要强有力的线下渠道支撑，美大有更优质完善高效的线下经销商体系，能稳步推进线上线下的融合发展。2020 年公司线上销售领域作了多项战略性布局和有力措施：1)把京东、苏宁、天猫平台的官方旗舰店委托专业第三方电商代运营机构进行运营；2)对线下经

销商开放网络经销权限；3) 开设公司官方商城；4) 开展厂家直播带货创新营销活动；5) 对线上产品实行差异化等，2021 年将继续加强电商运行团队力量及推广资源投入。我们认为目前美大线上收入占比还不高（2020 年占比约 5.17%），发展空间还很大。未来随着线上经销体系的进一步完善，人员和资金的进一步投入，以及天牛品牌线上线下的全渠道发展，线上销售收入占比有望显著提升。

4. 公司盈利预测与估值

公司盈利预测假设：

- (1) 21Q1 良好表现，预计公司集成灶业务 2021-2023 年分别实现收入 19.54、23.94、28.73 亿元，厨具业务 2021-2023 年分别实现收入 0.5、0.56、0.62 亿元；整机业务 2021-2023 分别实现收入 1.81、2.14、2.48 亿元。
- (2) 预计未来三年集成灶业务毛利率 57%左右，并逐年微增；厨具和其他业务毛利率变化预计不大。
- (3) 预计未来三年公司销售费用率、管理费用率和研发费用率与 2020 年水平基本持平；
- (4) 公司总股本按照当前股本 6.46 亿股计算。

图表 19 公司营业收入假设

营业收入（万元）	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
集成灶	151,092.4	157,602.4	195,426.9	239,398.0	287,277.6
YOY	19.3%	4.3%	24.0%	22.5%	20.0%
厨具	5,604.2	4,365.6	5,020.4	5,622.8	6,185.1
YOY	35.9%	-22.1%	15.0%	12.0%	10.0%
其他业务	11,751.0	15,113.9	18,136.6	21,401.2	24,825.4
	25.7%	28.6%	20.0%	18.0%	16.0%
合计：	168,447.6	177,081.8	218,584.0	266,422.1	318,288.1
营业成本（万元）	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
集成灶	64,289.1	68,527.8	84,033.6	102,462.3	122,093.0
厨具	4,290.6	3,171.7	3,674.9	4,132.8	4,546.1
其他业务	9,705.8	11,945.6	14,509.3	17,121.0	19,860.3
合计：	78,285.5	83,645.2	102,218	123,716	146,499
毛利率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
集成灶	57.5%	56.5%	57.0%	57.2%	57.5%
厨具	23.4%	27.3%	26.8%	26.5%	26.5%
其他业务	17.4%	21.0%	20.0%	20.0%	20.0%
合计：	53.5%	52.8%	53.2%	53.6%	54.0%

资料来源：Wind，华鑫证券研发部

我们预测公司 2021-2023 年营业收入分别为 21.86 亿元、26.64 亿元和 31.83 亿元，实现归属母公司所有者净利润分别为 6.79 亿元、8.45 亿元和 10.32 亿元。7 月 2 日收盘价对应 PE 分别为 17.3、13.9、11.4 倍。公司线下渠道基础牢固，双品牌运作和线

上渠道大力发展，进一步贡献增量，而扩产正在有序推进，满足线上线下渠道的增量需求，巩固龙头优势地位。目前行业可比公司 2021 年平均 PE 为 40.22 倍。首次覆盖给予“推荐”评级。

图表 20 所处行业可比公司估值（wind 一致预期）

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	PE			归母净利润 (百万)		
			TTM	2021E	2022E	2020A/E	2021E	2022E
603355.SH	火星人	270	82.22	67.22	51.23	275.2	401.63	526.97
300911.SZ	亿田智能	67.52	40.3	36.86	29	143.76	183.33	233
605336.SH	帅丰电器	37.78	17.71	16.59	13.64	194.26	227.72	277.05
	平均值		46.74	40.22	31.29			
603657.SH	浙江美大	117.45	18.83	13.9	11.4	544	679	845

资料来源：wind，华鑫证券研发部

5. 风险提示

(1) 原材料价格波动的风险

原材料价格波动对公司生产成本有一定影响，公司需要通过紧密跟踪原材料市场趋势，结合终端销售反馈的市场需求状况，按公司产品库存情况和现金流状况及时调整和制定采购计划，以应对原材料价格波动的风险。但不排除成本仍有上升的风险存在。

(2) 装修市场波动的风险。

从长期来看，我国城镇化水平持续提升、居民收入水平不断提高并推动装修市场继续发展是大势所趋，但城镇化进程的速度和城镇化水平存在差异性和不确定性，这也导致不同地区装修市场的增长也存在不确定性，尽管厨电产品需求与用户自住型需求直接相关，受国家经济宏观调控的影响较小，但总体而言，经济形势波动仍会对居民进行装修的时机和预期产生影响。

(3) 经销商违约的风险。

公司目前主要采用经销制的销售模式，在经销制下，公司无法完全控制经销商行为，经销商可能会违约经营，因此可能会导致议价能力下降以及市场价格混乱等风险。尽管公司对经销商有严格的选择和管理，但随着公司生产销售规模的扩大，经销商规模亦不断增加，相关风险仍存。



图表 24 公司盈利预测 (百万元)

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产:					营业收入	1,771	2,186	2,664	3,183
货币资金	510	683	910	1,193	营业成本	836	1,022	1,237	1,465
应收款	33	43	52	62	营业税金及附加	18	18	18	18
存货	78	99	120	142	销售费用	199	232	274	318
其他流动资产	516	542	569	598	管理费用	62	77	93	111
流动资产合计	1,137	1,367	1,652	1,995	财务费用	-22	-9	-12	-16
非流动资产:					研发费用	54	66	80	95
金融类资产	61	68	74	82	费用合计	293	365	436	509
固定资产+在建工程	795	808	821	833	资产减值损失	-1	-1	-1	0
无形资产+商誉	169	186	205	225	公允价值变动	0	0	0	0
其他非流动资产	16	18	19	21	投资收益	0	0	0	0
非流动资产合计	1,041	1,080	1,120	1,161	营业利润	635	794	987	1,205
资产总计	2,179	2,447	2,771	3,156	加: 营业外收入	1	1	1	1
流动负债:					减: 营业外支出	2	2	2	2
短期借款	0	0	0	0	利润总额	634	792	986	1,203
应付账款、票据	164	199	237	277	所得税费用	90	113	141	172
其他流动负债	284	313	344	379	净利润	544	679	845	1,032
流动负债合计	449	512	581	655	少数股东损益	0	0	0	0
非流动负债:					归母净利润	544	679	845	1,032
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	26	28	29	30	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
非流动负债合计	26	28	29	30	成长性				
负债合计	475	539	610	686	营业收入增长率	5.1%	23.4%	21.9%	19.5%
所有者权益					营业利润增长率	18.8%	24.9%	24.4%	22.1%
股本	646	646	646	646	归母净利润增长率	18.2%	24.9%	24.4%	22.1%
资本公积金	105	105	105	105	总资产增长率	9.7%	12.3%	13.3%	13.9%
未分配利润	762	898	1,067	1,273	盈利能力				
少数股东权益	0	0	0	0	毛利率	52.8%	53.2%	53.6%	54.0%
所有者权益合计	1,704	1,907	2,161	2,470	营业利润率	35.9%	36.3%	37.1%	37.9%
负债和所有者权益	2,179	2,447	2,771	3,156	三项费用/营收	16.5%	16.7%	16.4%	16.0%
					EBIT/销售收入	35.8%	36.2%	37.0%	37.8%
现金流量表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利润率	30.7%	31.1%	31.7%	32.4%
净利润	544	679	845	1032	ROE	31.9%	35.6%	39.1%	41.8%
折旧与摊销	62	60	65	69	营运能力				
财务费用	0	-9	-12	-16	总资产周转率	81.3%	89.3%	96.1%	100.8%
存货的减少	2	-21	-21	-22	资产结构				
营运资本变化	25	25	29	30	资产负债率	21.8%	22.0%	22.0%	21.7%
其他非现金部分	1	-15	-15	-15	现金流质量				
经营活动现金净流量	634	720	891	1078	经营净现金流/净利润	1.17	1.06	1.05	1.04
投资活动现金净流量	-570	-80	-84	-89	每股数据(元/股)				
筹资活动现金净流量	-350	-466	-579	-706	每股收益	0.84	1.05	1.31	1.60
现金流量净额	-286	173	227	283	每股净资产	2.64	2.95	3.34	3.82

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部



分析师简介

姚嘉杰：华鑫证券研究员，工商管理学硕士，2020年1月加盟华鑫证券研发部。

华鑫证券有限责任公司评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-)5%— (+)5%
4	减持	(-)15%— (-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。



免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司
研究发展部
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编：200030
电话：(+86 21) 64339000
网址：<http://www.cfsc.com.cn>