

集成灶行业进入快车道，公司龙头优势扩大

投资要点

- **业绩总结：**公司发布2021年半年报，2021年H1公司实现营收9.2亿元，同比增长79.7%；实现归母净利润1.4亿元，同比增长178.2%。单季度来看，Q2公司实现营收5.7亿元，同比增长47.5%；实现归母净利润1亿元，同比增长61.2%。相较2019年H1，公司营收增长94.9%，归母净利润增长148.2%。
- **充分享受行业红利，龙头地位逐渐稳固。**根据中怡康测算数据显示：2021年上半年集成灶整体市场零售规模119万台，同比增长49.9%，零售额96.8亿元，同比增长66.6%。报告期内，公司集成灶/水洗类产品分别实现营收8.0亿元/0.6亿元，同比增长84.2%/43.9%，快于行业增长，市占率进一步提升。**一方面公司注重产品研发**，报告期内，公司上市新产品20多款，包括集成灶、洗碗机、燃气热水器；同时积极推动家电智能化，进一步改善人机互动水平、优化厨房体验；**另一方面**，公司坚持线上和线下“双轮驱动”的销售模式，通过线上流量赋能线下渠道，实现线上线下渠道有机融合，报告期末公司经销商数量1400多家，经销门店数量近1900家，经销网络覆盖31个省市自治区；电商业务由公司培养的经验丰富的专业团队经营，已连续6年线上销量集成灶行业第一，2021年“6·18”继续保持“天猫、京东、苏宁易购”集成灶类目线上销量第一。同时，积极拓展工程渠道、整装渠道、KA渠道，下沉渠道等新兴渠道，逐步实现立体营销体系。
- **营收规模快速扩张，公司盈利能力稳步提升。**报告期内，公司综合毛利率为49.8%，同比增加1pp。在原材料价格不断攀升的背景下，公司毛利率稳中有升，我们认为一方面是由于公司不断优化产品研发流程，有效提高产品研发速度，降低新品开发成本；另一方面，公司推出新品，以及消费升级带来的产品结构优化也提升了整体均价。费用率方面，公司销售费用率为25.8%，同比下降4pp，报告期内公司推动全渠道营销数字化转型，提高营销效率；公司内部持续推进管理创新，推动管理费用率同比下降0.9pp至9.1%；财务费用率为-1.1%，同比下降0.8pp。综合来看，公司净利率为15.1%，同比增加5.4pp，考虑到2020H1净利率水平处于低点，我们对比2019H1净利率水平，仍提升3.4pp，因此，我们认为随着公司收入规模提升，规模化优势突显，盈利能力将逐渐稳步提升。
- **坚持中高端品牌定位，完善售后服务体系。**公司继续坚持以央视等传统营销+新移动互联网推广相结合的品牌推广策略，加强品牌形象塑造，扩大传播范围。同时坚持“厨电集成，开放厨房”的新厨房主张品牌理念，将多种厨电单品合N为1，解决厨房空间拥挤难题。同时，公司以“极速响应、热情规范、专业高效、创造感动”为目标，在2021年经销商年会率先推出领先于行业的“365天无忧退换”政策，积极响应消费者诉求。
- **盈利预测与投资建议。**预计2021-2023年EPS分别为1.08/1.48/1.97元，未来三年归母净利润将保持40%以上的复合增长率。考虑行业渗透率正在快速提升，公司作为行业龙头企业，预期未来三年业绩复合增速超过40%。我们认为龙头企业具备一定的溢价，因此给予公司2022年50倍PE，目标价74元，上调至“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格或大幅波动、房地产和家装市场波动风险，市场竞争加剧的风险。

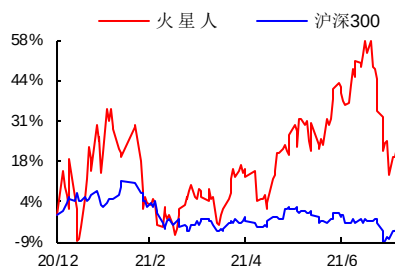
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1614.12	2315.54	3037.89	3900.83
增长率	21.71%	43.45%	31.20%	28.41%
归属母公司净利润(百万元)	275.20	438.22	597.78	797.21
增长率	14.79%	59.24%	36.41%	33.36%
每股收益EPS(元)	0.68	1.08	1.48	1.97
净资产收益率ROE	20.46%	25.36%	26.70%	27.34%
PE	90	57	42	31
PB	18.48	14.38	11.11	8.52

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 龚梦涵
 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)	4.05
流通A股(亿股)	0.41
52周内股价区间(元)	44.89-76.45
总市值(亿元)	248.59
总资产(亿元)	19.88
每股净资产(元)	3.07

相关研究

1. 火星人(300894): 收入高速增长, 龙头地位稳固 (2021-04-23)
2. 火星人(300894): 引领行业增长, 高分红彰显经营信心 (2021-04-21)
3. 火星人(300894): 线上布局首屈一指, 集成灶新秀上市 (2021-01-07)

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: 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 39%、28%和 26%; 公司产品结构优化, 假设 2021-2023 年集成灶销售均价分别提升 6%/4%/3%。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 52.1%/52.7%/53.2%。

假设 3: 公司数字化转型效率升级, 内部费用得到优化, 假设 2021-2023 年公司销售费用率为 23.5%/23.3%和 23%。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 1: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
集成灶	收入	1402.76	2066.12	2750.42	3569.50
	增速	21.61%	47.29%	33.12%	29.78%
	毛利率	52.66%	53.00%	53.50%	54.00%
水洗类产品	收入	106.11	128.37	148.27	171.25
	增速	18.56%	20.98%	15.50%	15.50%
	毛利率	40.00%	42.00%	42.00%	42.00%
其他	收入	105.26	121.04	139.20	160.08
	增速	26.57%	15.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	48.85%	48.00%	48.00%	48.00%
合计	收入	1614.1	2315.5	3037.9	3900.8
	增速	21.7%	43.5%	31.2%	28.4%
	毛利率	51.6%	52.1%	52.7%	53.2%

数据来源: Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1614.12	2315.54	3037.89	3900.83	净利润	275.20	438.22	597.78	797.21
营业成本	781.57	1108.47	1437.32	1824.53	折旧与摊销	68.91	82.80	98.81	131.19
营业税金及附加	11.08	15.79	20.85	26.71	财务费用	-7.22	-39.33	-52.65	-67.85
销售费用	403.00	544.15	707.83	897.19	资产减值损失	-1.05	-0.50	-0.50	-0.50
管理费用	62.76	185.24	236.96	300.36	经营营运资本变动	77.34	74.36	134.66	174.87
财务费用	-7.22	-39.33	-52.65	-67.85	其他	13.55	-1.67	0.33	-1.72
资产减值损失	-1.05	-0.50	-0.50	-0.50	经营活动现金流净额	426.73	553.88	778.42	1033.20
投资收益	1.66	1.60	1.60	1.60	资本支出	-136.36	0.00	-345.63	-345.63
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-35.87	1.60	1.60	1.60
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-172.23	1.60	-344.03	-344.03
营业利润	315.14	503.30	689.68	921.98	短期借款	30.27	-60.11	0.00	0.00
其他非经营损益	5.47	7.23	6.72	6.77	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	320.60	510.53	696.40	928.75	股权融资	488.10	0.00	0.00	0.00
所得税	45.41	72.30	98.63	131.53	支付股利	0.00	-55.04	-87.64	-119.56
净利润	275.20	438.22	597.78	797.21	其他	26.41	39.33	52.65	67.85
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	544.78	-75.82	-35.00	-51.70
归属母公司股东净利润	275.20	438.22	597.78	797.21	现金流量净额	799.28	479.65	399.39	637.47
资产负债表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1111.95	1591.61	1991.00	2628.47	成长能力				
应收和预付款项	94.20	108.30	153.12	195.42	销售收入增长率	21.71%	43.45%	31.20%	28.41%
存货	210.43	299.50	387.10	492.54	营业利润增长率	17.03%	59.71%	37.03%	33.68%
其他流动资产	9.88	14.17	18.59	23.87	净利润增长率	14.79%	59.24%	36.41%	33.36%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	16.93%	45.10%	34.58%	33.90%
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	657.58	580.71	833.46	1053.82	毛利率	51.58%	52.13%	52.69%	53.23%
无形资产和开发支出	54.13	48.29	42.45	36.61	三费率	28.41%	29.80%	29.37%	28.96%
其他非流动资产	27.61	27.53	27.44	27.36	净利率	17.05%	18.93%	19.68%	20.44%
资产总计	2165.79	2670.10	3453.15	4458.08	ROE	20.46%	25.36%	26.70%	27.34%
短期借款	60.11	0.00	0.00	0.00	ROA	12.71%	16.41%	17.31%	17.88%
应付和预收款项	491.48	670.25	872.88	1117.41	ROIC	62.75%	103.51%	126.25%	124.70%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	23.35%	23.61%	24.22%	25.26%
其他负债	269.07	271.54	341.82	424.57	营运能力				
负债合计	820.65	941.79	1214.70	1541.98	总资产周转率	0.97	0.96	0.99	0.99
股本	405.00	405.00	405.00	405.00	固定资产周转率	2.91	3.92	4.51	4.31
资本公积	448.13	448.13	448.13	448.13	应收账款周转率	26.66	29.68	29.87	28.70
留存收益	492.01	875.19	1385.32	2062.98	存货周转率	4.70	4.33	4.17	4.13
归属母公司股东权益	1345.13	1728.32	2238.45	2916.11	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	114.12%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1345.13	1728.32	2238.45	2916.11	资产负债率	37.89%	35.27%	35.18%	34.59%
负债和股东权益合计	2165.79	2670.10	3453.15	4458.08	带息债务/总负债	7.32%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.81	2.22	2.16	2.22
					速动比率	1.55	1.89	1.83	1.89
					股利支付率	0.00%	12.56%	14.66%	15.00%
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	每股指标				
EBITDA	376.83	546.77	735.84	985.32	每股收益	0.68	1.08	1.48	1.97
PE	90.33	56.73	41.59	31.18	每股净资产	3.32	4.27	5.53	7.20
PB	18.48	14.38	11.11	8.52	每股经营现金	1.05	1.37	1.92	2.55
PS	15.40	10.74	8.18	6.37	每股股利	0.00	0.14	0.22	0.30
EV/EBITDA	63.11	42.50	31.04	22.53					
股息率	0.00%	0.22%	0.35%	0.48%					

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
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

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	zfy@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
北京	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	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	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@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
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn