

# 亿田智能 (300911.SZ)

## Q2 收入快速增长，营销投入加码

### 核心观点:

- **公司披露 2021 年中报，Q2 收入净利高速增长。** 公司 2021 年 H1 实现收入 5.0 亿元 (YOY +92.1%)，归母净利 0.92 亿元 (YOY +66.2%)，毛利率 46.0% (YoY +0.6pct)，归母净利率 18.3% (YoY -2.8pct)。Q2 单季公司实现营业收入 3.5 亿元 (YOY +65.7%)，归母净利 0.62 亿元 (YOY +25.7%)，毛利率 46.8% (YoY +2.6pct)，归母净利率 17.8% (YoY -5.7pct)。
- **集成灶收入稳步增长，新锐渠道高歌猛进。** 根据奥维云网数据显示，2021 年 H1 集成灶零售额 113 亿，同比增长 73%，公司整体表现优于行业。具体来看，2021 年 H1 公司主营产品集成灶收入 4.62 亿元 (YoY +93.5%)，毛利率 48.44% (+4.0pct)，营收占比达到 92.30%。渠道方面，根据公司中报，截至 2021 年 H1，公司拥有经销商 1300 多家，已覆盖全国 31 个省，并积极开拓工程渠道，新增工程项目超 20 项，在新锐家装渠道方面新增合作装企超 500 家。
- **线上线下营销投入加码，净利率下滑。** 2021H1 公司进一步加大品牌宣传力度，一方面推进现代化终端门店形象改造升级，另一方面优化投放媒介结构，加大抖音、小红书、垂直平台等互联网新媒体的投放占比，并持续在高铁、高速等传统媒体平台投放广告。2021Q2 公司广告费用达 5162 万元，同比增长超 300%，销售费用率达 22.6%，同比提升 10.0pct，Q2 净利率下滑 5.7pct 至 17.8%。
- **盈利预测与投资建议：把握集成灶行业高增长红利，未来增长有动力。** 预计 2021-23 年归母净利同比增长 32%、38%、33%。最新收盘价对应 2021 年 PE 30.8x，给予 2021 年 PE 估值 35 倍，对应合理价值 62.34 元/股，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：** 原材料大幅涨价，市场竞争加剧，渠道拓展不顺利。

### 盈利预测:

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	655	716	1,073	1,406	1,778
增长率 (%)	6.6	9.4	49.8	31.1	26.4
EBITDA (百万元)	117	152	223	305	401
归母净利润 (百万元)	98	144	190	261	347
增长率 (%)	29.0	46.2	32.2	37.5	32.6
EPS (元/股)	1.23	1.35	1.78	2.45	3.25
市盈率 (P/E)	-	30.98	30.81	22.40	16.89
ROE (%)	34.4	14.0	15.6	17.7	19.0
EV/EBITDA	-	23.76	21.36	14.33	9.72

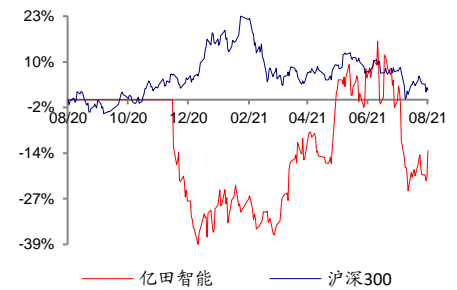
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 公司评级

**增持**

当前价格	54.88 元
合理价值	62.34 元
报告日期	2021-08-20

### 相对市场表现



### 分析师:

曾婵



SAC 执证号: S0260517050002

SFC CE No. BNV293



0755-82771936



zengchan@gf.com.cn

### 分析师:

袁雨辰



SAC 执证号: S0260517110001

SFC CE No. BNV055



021-60750604



yuanyuchen@gf.com.cn

### 分析师:

高润鑫



SAC 执证号: S0260521040004

0755-82569694



gaorunxin@gf.com.cn

请注意，高润鑫并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究:

联系人:

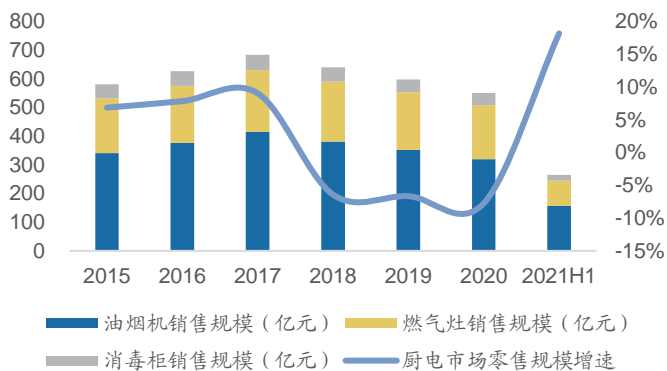
符超然

fuchaoran@gf.com.cn

## 一、行业分析：集成灶行业市场增长强劲

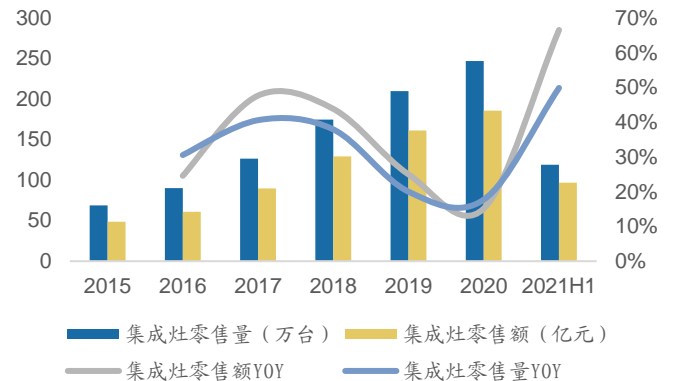
集成灶产品销售快于厨电行业整体。中怡康数据显示，2021年H1集成灶零售规模达到119万台，对应97亿元零售额。零售量2019-21年CAGR 21.8%，零售额2019-2021年CAGR 25.7%，而奥维云网数据显示，同期传统烟灶消三件套整体市场规模约为265亿元，2019-21年CAGR为-3.0%。

图1：传统分体式厨房三件套零售规模



数据来源：奥维云网，广发证券发展研究中心

图2：集成灶市场零售规模



数据来源：中怡康，广发证券发展研究中心

表1：我国集成灶企业聚集地分布情况

地区	分布情况	代表企业
浙江海宁	涉及企业 200 余家，重点 70-80 家	浙江美大、火星人等
浙江嵊州	涉及企业 10-20 家，重点 10 家	帅丰电器、亿田股份、森歌电器等
广东中山、顺德	涉及企业 10-20 家	金利、风田等
江苏&安徽	涉及企业 10 余家	-
各地传统家电	涉及企业 20 余家	-

数据来源：中怡康，广发证券发展研究中心

集成灶行业仍处于相对分散的状态，龙头企业尚未形成垄断。中怡康数据显示，目前集成灶生产企业近700余家，线上品牌达到106个，其中浙江海宁、浙江嵊州以及广东中山及顺德区域为主要的集成灶公司聚集地。行业内的主要企业基本可以分为：

- (1) 集成灶品牌：美大、帅丰、火星人、亿田、森歌等，在集成灶品牌中拥有相对领先的地位，在规模、品牌、产品、渠道等方面比其他集成灶品牌有一定优势；
- (2) 综合性家电品牌：老板（旗下金帝、名气）、华帝（旗下百得）、帅康、海尔、美的、TCL等作为后来者进入集成灶行业，目前规模仍相对偏小但有竞争优势。

奥维云网数据显示，2021年H1亿田集成灶线下零售额份额达3.2%，位居第八；线上零售额份额达10.2%，同比上升3.4pct，位居第二。

图3: 集成灶线下销额竞争格局

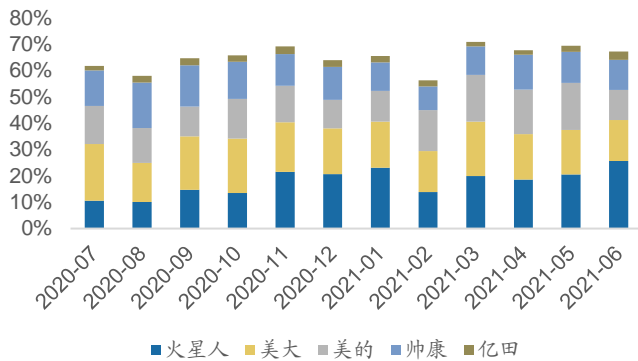
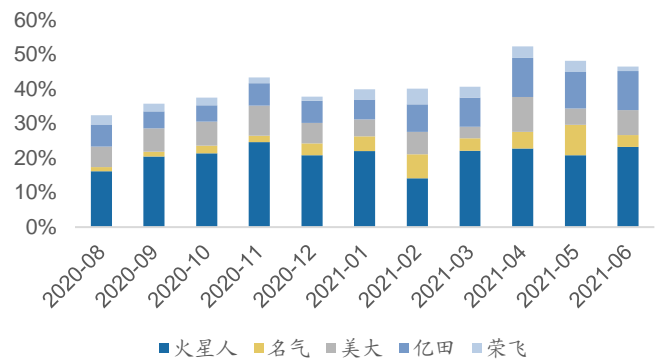


图4: 集成灶线上销额竞争格局



数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

## 二、公司 2021 年中报点评

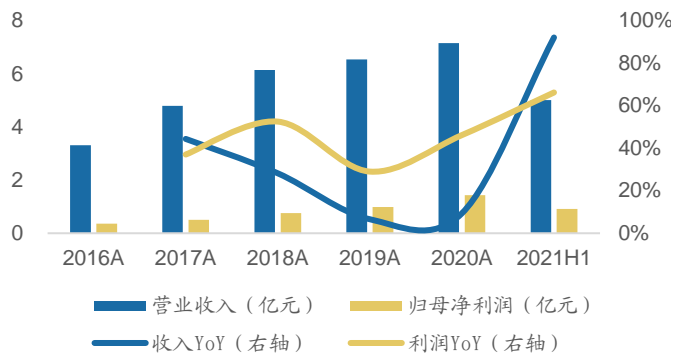
**公司披露2021年中报, Q2收入净利高速增长。**公司2021年H1实现收入5.0亿元(YOY+92.1%), 归母净利0.92亿元(YOY+66.2%), 毛利率46.0%(YoY+0.6pct), 归母净利率18.3%(YoY-2.8pct)。Q2单季公司实现营业收入3.5亿元(YOY+65.7%), 归母净利0.62亿元(YOY+25.7%), 毛利率46.8%(YoY+2.6pct), 归母净利率17.8%(YoY-5.7pct)。

根据奥维, 2021年H1集成灶零售额113亿, 同比增长73%, 公司整体表现优于行业。且在原材料价格大幅上涨下, H1毛利率依然提升0.6pct至46.0%。同时, 费用率的提升导致上半年净利率下滑2.8pct至18.3%。其中销售费用率21.5%(YoY+5.8pct), 管理费用率2.3%(YoY-2.4pct), 财务费用率-1.3%(YoY+0.2pct), 研发费用率3.5%(YoY-1.6pct)。

**集成灶收入稳步增长, 渠道拓张顺利。**根据奥维云网数据显示, 2021年H1集成灶零售额113亿, 同比增长73%。产品方面, 2021年H1公司主营产品集成灶收入4.62亿元(YoY+93.5%), 毛利率48.44%(+4.0pct), 营收占比达到92.30%。渠道方面, 截至报告期末, 公司拥有经销商1300多家, 已覆盖全国31个省, 并积极开拓工程渠道, 新增工程项目超20项, 在新锐家装渠道方面新增合作装企超500家。

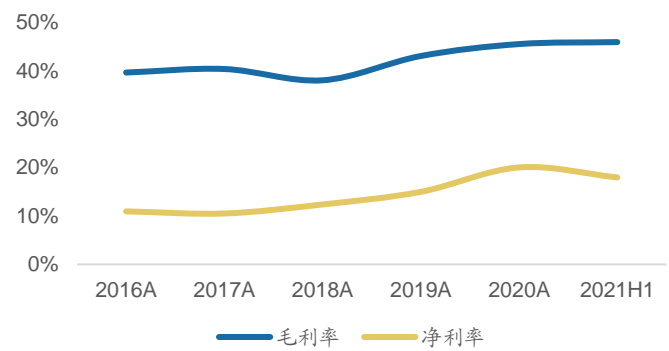
**线上线下营销投入加码, Q2广告费用大幅提升。**2021H1公司进一步加大品牌宣传力度。在线下门店方面, 公司加速推进现代化终端门店形象改造升级, 截至报告期末, 已完成800多家终端门店形象改造升级, 同时进一步健全“亿田服务小哥”售后服务标准化体系。同时, 公司优化投放媒介结构, 加大抖音、小红书、垂直平台等互联网新媒体的投放占比, 并持续在高铁、高速等传统媒体平台投放广告。2021Q2公司广告费用达5162万元, 同比增长超300%, 销售费用率达22.6%, 同比提升10.0pct, Q2净利率下滑5.7pct至17.8%。

图5: 2016-2021H1亿田智能营收、归母净利润及增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图6: 2016-2020年H1亿田智能净利率与毛利率水平



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

### 三、模型假设与盈利预测

假设:

- (1) 集成灶在厨电行业中渗透率持续提升, 集成灶行业保持快速增长。奥维云网预测2021年集成灶全渠道销量增速为41.7%, 公司销量增速略高于行业;
- (2) 疫情对线下销售的影响消退, 经销渠道开拓顺利;
- (3) 品牌知名度提升, 线上直营渠道有效向线下经销渠道引流;
- (4) 公司新品研发顺利, 产品逐步向高端化升级, 产品毛利率持续提升。

投资建议:

公司享受集成灶行业红利, 未来将保持较快增长。预计2021-23年归母净利同比增长32%、38%、33%, 最新收盘价对应2021年PE 30.8x。考虑到集成灶行业增长速度显著快于传统分体式厨电, 作为头部企业公司可享受到行业红利, 且销售渠道快速拓展, 产品结构不断升级, 毛利率逐步提升, 公司将保持较高收入增速(未来三年CAGR大于30%)。

参考集成灶行业可比公司估值, 我们给予公司2021年PE估值35倍, 对应合理价值62.34元/股, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

表2: 亿田智能收入分拆表

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总收入(百万元)	614	655	716	1,073	1,406	1,778
YoY	28.22%	6.59%	9.38%	49.77%	31.09%	26.40%
经销模式						
收入(百万元)	550	604	649	979	1298	1654
YoY	31.40%	9.94%	7.36%	50.80%	32.60%	27.50%
直销模式						
收入(百万元)	29	28.24	28	34	40	44
YoY	16.90%	-1.22%	-1.02%	22.40%	16.15%	11.10%

识别风险, 发现价值

请务必阅读末页的免责声明

<b>出口</b>						
收入(百万元)	25	12.96	6	8	9	10
YoY	-14.92%	-47.33%	-52.00%	21.20%	15.14%	11.10%
<b>其他</b>						
收入(百万元)	60.71	35.23	45.71	53	60	70
YoY	-7.04%	-41.97%	25.00%	15.00%	15.00%	15.00%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

**表 3: 亿田智能毛利率分拆表**

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总收入(百万元)	614	655	716	922	1137	1424
营业成本(百万元)	380.41	372.55	389.77	577	757	957
毛利率	39.09%	43.12%	45.59%	46.17%	46.17%	46.16%
<b>经销模式</b>						
毛利率	38.94%	43.35%	45.84%	46.00%	46.00%	46.00%
<b>直销模式</b>						
毛利率	49.82%	55.01%	53.68%	53.80%	54.00%	54.00%
<b>出口</b>						
毛利率	14.05%	19.25%	28.50%	28.50%	28.60%	28.70%
<b>其他</b>						
毛利率	49.97%	50.52%	44.49%	47.00%	47.20%	47.30%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

**表 4: 亿田智能可比公司估值表**

股票代码	公司名称	现价 (元人民币)	每股收益(元人民币)		市盈率(X)	
			2020A	2021E	2020A	2021E
002677.SZ	浙江美大	15.70	0.84	1.04	18.4	15.2
605336.SH	帅丰电器	28.60	1.38	1.60	20.6	18.4
300894.SZ	火星人	60.60	0.68	1.02	72.1	59.4
	行业平均				37.0	31.0

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注: 股价为2021-08-19收盘价; 关于盈利预测数据, 其中浙江美大、火星人盈利预测为广发证券外发盈利预测, 帅丰电器盈利预测为WIND一致预测。

**风险提示: 原材料大幅涨价, 市场竞争加剧, 渠道拓展不顺利。**

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>368</b>	<b>1,150</b>	<b>1,508</b>	<b>1,952</b>	<b>2,496</b>
货币资金	283	839	1,131	1,522	2,003
应收及预付	20	41	66	87	112
存货	55	62	100	129	163
其他流动资产	10	208	211	215	218
<b>非流动资产</b>	<b>241</b>	<b>261</b>	<b>279</b>	<b>290</b>	<b>300</b>
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	134	151	165	176	185
在建工程	8	9	10	11	12
无形资产	70	68	67	65	62
其他长期资产	29	33	36	38	41
<b>资产总计</b>	<b>609</b>	<b>1,411</b>	<b>1,786</b>	<b>2,242</b>	<b>2,796</b>
<b>流动负债</b>	<b>286</b>	<b>345</b>	<b>547</b>	<b>739</b>	<b>945</b>
短期借款	0	0	31	38	42
应付及预收	249	206	304	413	532
其他流动负债	37	139	212	288	370
<b>非流动负债</b>	<b>37</b>	<b>40</b>	<b>24</b>	<b>26</b>	<b>28</b>
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	37	40	24	26	28
<b>负债合计</b>	<b>323</b>	<b>385</b>	<b>570</b>	<b>765</b>	<b>972</b>
股本	80	107	107	107	107
资本公积	79	647	647	647	647
留存收益	114	258	448	709	1,055
归属母公司股东权益	286	1,026	1,216	1,477	1,824
少数股东权益	0	0	0	0	0
<b>负债和股东权益</b>	<b>609</b>	<b>1,411</b>	<b>1,786</b>	<b>2,242</b>	<b>2,796</b>

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>655</b>	<b>716</b>	<b>1,073</b>	<b>1,406</b>	<b>1,778</b>
营业成本	373	390	577	757	957
营业税金及附加	7	9	13	17	21
销售费用	104	118	204	253	302
管理费用	38	31	32	42	53
研发费用	31	31	43	56	71
财务费用	-5	-8	-9	-12	-16
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	1
<b>营业利润</b>	<b>109</b>	<b>164</b>	<b>218</b>	<b>300</b>	<b>398</b>
营业外收支	3	1	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>113</b>	<b>165</b>	<b>218</b>	<b>300</b>	<b>398</b>
所得税	14	21	28	39	52
<b>净利润</b>	<b>98</b>	<b>144</b>	<b>190</b>	<b>261</b>	<b>347</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>98</b>	<b>144</b>	<b>190</b>	<b>261</b>	<b>347</b>
EBITDA	117	152	223	305	401
EPS (元)	1.23	1.35	1.78	2.45	3.25

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	<b>106</b>	<b>204</b>	<b>309</b>	<b>417</b>	<b>512</b>
净利润	98	144	190	261	347
折旧摊销	16	16	19	24	28
营运资金变动	-7	42	105	132	138
其它	-1	2	-4	0	-1
<b>投资活动现金流</b>	<b>-20</b>	<b>-229</b>	<b>-32</b>	<b>-34</b>	<b>-36</b>
资本支出	-21	-29	-33	-34	-35
投资变动	0	-200	-2	-2	-2
其他	0	0	3	1	1
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-5</b>	<b>597</b>	<b>14</b>	<b>8</b>	<b>5</b>
银行借款	0	0	31	7	4
股权融资	0	649	0	0	0
其他	-5	-53	-17	1	1
<b>现金净增加额</b>	<b>80</b>	<b>571</b>	<b>292</b>	<b>391</b>	<b>481</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>162</b>	<b>242</b>	<b>839</b>	<b>1,131</b>	<b>1,522</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>242</b>	<b>813</b>	<b>1,131</b>	<b>1,522</b>	<b>2,003</b>

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	6.6%	9.4%	49.8%	31.1%	26.4%
营业利润增长	31.9%	49.9%	33.2%	37.5%	32.6%
归母净利润增长	29.0%	46.2%	32.2%	37.5%	32.6%
<b>获利能力</b>					
毛利率	43.1%	45.6%	46.2%	46.2%	46.2%
净利率	15.0%	20.1%	17.7%	18.6%	19.5%
ROE	34.4%	14.0%	15.6%	17.7%	19.0%
ROIC	30.9%	11.6%	14.2%	16.1%	17.4%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	53.0%	27.3%	31.9%	34.1%	34.8%
净负债比率	112.9%	37.5%	46.9%	51.8%	53.3%
流动比率	1.29	3.33	2.76	2.64	2.64
速动比率	1.06	3.11	2.53	2.42	2.43
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.08	0.51	0.60	0.63	0.64
应收账款周转率	63.73	28.79	26.07	25.17	24.33
存货周转率	11.93	11.50	10.76	10.94	10.93
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	1.23	1.35	1.78	2.45	3.25
每股经营现金流	1.32	1.91	2.90	3.91	4.80
每股净资产	3.57	9.62	11.40	13.85	17.10
<b>估值比率</b>					
P/E	-	30.98	30.81	22.40	16.89
P/B	-	4.34	4.81	3.96	3.21
EV/EBITDA	-	23.76	21.36	14.33	9.72

## 广发家电行业研究小组

- 曾 婫：首席分析师，武汉大学经济学硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。  
袁 雨 辰：资深分析师，上海社科院经济学硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。  
高 润 鑫：高级分析师，复旦大学资产评估学硕士，同济大学工学学士，2020年进入广发证券发展研究中心。  
符 超 然：研究助理，上海财经大学经济学硕士，同济大学工学学士，2021年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。  
持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。  
卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。  
增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。  
持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5% ~ +5%。  
卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。