

亿田智能 (300911)

证券研究报告

2021年11月20日

除旧布新，如日方升（家电成长股系列研究一）

亿田智能：崛起的集成灶新贵。亿田创立于2003年，为国内较早以自主品牌生产和销售侧吸下排式集成灶的企业之一，伴随经营模式由原有的OEM代工转向自主亿田品牌推广，公司实现从贴牌到创牌的转变。1) 产品端，目前公司主要收入来源于核心产品集成灶，21H1集成灶品类收入占公司总营收比重达92%，公司已形成了A/B/F/S/J/D/Z七大集成灶系列，覆盖高中低所有档位，同时搭配消毒柜、烤箱、蒸汽炉、洗碗机等可选功能。目前公司集成灶产品的市场份额已位居行业前列且销售仍具备较大动能。2) 渠道端，公司经营模式主要依靠经销商销售，截至21H1公司拥有1300多家经销商，覆盖全国31个省。在此基础上，公司致力于推进立体式全渠道建设，经销/工程/KA/家装和电商全方位发力。

集成灶：赛道正值高景气，对标传统三件套行业空间广阔。从2003年中国第一代深井式产品诞生开始，集成灶的生产工艺和技术水平逐渐成熟，产品性能和外观设计持续优化。21年1-8月集成灶行业销量同比+36.32%，依靠优越产品力在厨电市场呈现出高景气。2014年集成灶销量占烟机内销量比例仅为2.4%，2020年该比例提升至14.5%，我们预计集成灶到达稳态后渗透率可达40%，行业规模仍有超3倍增长空间。

护城河：多元化产品矩阵+多渠道销售网络+多层次营销体系+多维度完善治理。产品端，公司专注打磨产品，研发投入快速增长，稳定增长的研发费用率丰富了公司集成灶产品的核心技术储备，也提升了行业的研发创新壁垒。受益于公司不断通过研发投入鼓励创新活动，公司产品矩阵不断扩充、价格带不断拓宽，集成灶产品呈现出高端化、智能化、套系化发展趋势。2) 品牌端，与传统烟灶相比集成灶的家装属性更强、置换成本更高，因此消费者更倾向于选购行业内具有良好品牌和口碑的产品，对价格的敏感度相对较低。目前亿田的品牌认知度已位居行业前列，或将享受更高的“品牌溢价”。3) 渠道端，经销收入是公司主营业务收入的主要来源。伴随亿田品牌知名度的提升，公司加快优化经销渠道布局，积极寻求销售经验丰富、资金实力较强的经销商，着力提升经销商质量且持续推进现代化终端门店形象改造升级。4) 公司治理方面，孙吉上任总经理，向市场传递了公司年轻化运作、数字化营销的转型信号；庞廷杰上任副总经理，专业人才的聘用赋能渠道深耕，对线下渠道发展的拉动作用已有所显现。公司于21年9月发布首次股权激励计划，通过建立、健全公司长效激励机制绑定优秀人才，同时此次股票激励的解锁条件较为激进，尤其是收入端考核未来五年复合增长35%，彰显了公司快速成长的信心和决心。

投资建议：集成灶赛道高景气延续，亿田抓住行业发展红利，营销+研发共同催化下双线实现高增。伴随领先优势逐步确立，公司马太效应有望显现，为长期成长与利润空间的优化提供有力支撑。从长远来看公司发展逻辑清晰，后续营销费用效益逐步释放，以及赛道增长+份额提升的逻辑将持续带来新增量。我们预计，公司21-23年归母净利润为2.27、3.00、3.87亿元，2021年11月19日收盘价对应21-23年32.4x/24.6x/19.1xPE，给予22年32倍PE，对应目标股价89.0元，给予“买入”评级。

风险提示：持续技术创新风险；受房地产行业波动影响的风险；下游行业需求变动风险；原材料价格波动风险；市场竞争加剧风险；市场空间测算存在主观性等。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	654.94	716.35	1,161.42	1,577.18	2,065.79
增长率(%)	6.59	9.38	62.13	35.80	30.98
EBITDA(百万元)	148.12	184.11	252.75	337.75	438.44
净利润(百万元)	98.34	143.76	227.41	300.23	386.97
增长率(%)	29.01	46.20	58.18	32.02	28.89
EPS(元/股)	0.91	1.33	2.10	2.78	3.58
市盈率(P/E)	74.98	51.29	32.42	24.56	19.05
市净率(P/B)	25.78	7.19	6.08	5.04	4.18
市销率(P/S)	11.26	10.29	6.35	4.67	3.57
EV/EBITDA	0.00	18.37	23.24	17.23	11.70

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	家用电器/白色家电
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	68.21元
目标价格	89.0元

基本数据

A股总股本(百万股)	108.09
流通A股股本(百万股)	26.67
A股总市值(百万元)	7,373.04
流通A股市值(百万元)	1,818.94
每股净资产(元)	10.58
资产负债率(%)	30.32
一年内最高/最低(元)	74.79/38.95

作者

孙谦	分析师
SAC执业证书编号：S1110521050004	
sunqiana@tfzq.com	
宗艳	联系人
zongyan@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《亿田智能-新股报告:线上线下引擎齐开，高端智能化亿田起航》
2020-12-03

内容目录

1. 亿田智能：崛起的集成灶新贵	5
1.1. 从 OEM 转型品牌商，十年专注集成灶	5
1.2. 创始人家族集中持股，获建材 KA 巨头战投	6
1.3. 营收利润稳增长，渠道布局多元化	7
2. 集成灶：赛道正值高景气，对标传统三件套行业空间广阔	8
2.1. 优质产品力铸就厨电新兴赛道	8
2.2. 异军突起，集成灶景气正当时	9
2.3. 跨界巨头涌入集成灶市场，品牌竞争进入新阶段	11
2.4. 集成灶的未来：科技与时尚共舞，终端仍有可加密空间	13
3. 公司护城河：多元化产品矩阵+多渠道销售网络+多层次营销体系+多维度完善治理	14
3.1. 产品端：丰富产品矩阵拓宽价格带，高端化+智能化抢抓市场需求	14
3.2. 品牌端：持续营销投入，带动下游话语权提升	18
3.3. 渠道端：多渠道布局助力双线融合成效初显	18
3.4. 公司治理：持续优化人才引进、培养及激励政策，长期发展战略清晰	21
4. 财务分析	22
4.1. 营收业绩稳步增长，盈利能力显著增强	22
4.2. 资产结构不断优化，偿债能力持续提升	24
4.3. 投融资活动趋于动态平衡，存货周转效率领先行业	25
5. 盈利预测	26
6. 估值分析	27
投资建议	28
风险提示	28

图表目录

图 1：公司完成从贴牌到创牌的转变	5
图 2：公司开发全线集成灶产品	5
图 3：21Q1-Q3 集成灶品类亿田线上销额份额位居行业前列	5
图 4：亿田智能已有多元化的渠道布局，经销模式占据主导	6
图 5：21Q3 亿田智能股权架构	6
图 6：2016-2021 前三季度亿田智能营业收入情况（百万元）	7
图 7：2016-2021 前三季度亿田智能归母净利润情况（百万元）	7
图 8：亿田智能经销模式收入占比逐步提升（百万元）	7
图 9：公司产品销售渠道模式	7
图 10：中国集成灶产业发展历史	8
图 11：2014 年至今集成灶市场规模变化（十亿元）	9
图 12：21Q1-Q3 厨电细分市场规模对比（亿元）	9
图 13：中国户型分布以小户型为主	10

图 14: 集成灶在开放式厨房中的应用场景	10
图 15: 2014-2020 年集成灶占油烟机市场比重不断提升	10
图 16: 集成灶市场空间测算	10
图 17: 集成灶三大产业带: 浙江、安徽、广东	11
图 18: 2016-2021H1 集成灶企业集成灶产品营收对比 (十亿元)	12
图 19: 2021 年集成灶、油烟机行业月度内销量 CR3	12
图 20: 集成灶线上品牌份额 (销售额口径)	12
图 21: 集成灶线下品牌份额 (销售额口径)	12
图 22: 2021 年 1-9 月集成灶与分体式线上均价情况 (元/台)	12
图 23: 2021 年 1-9 月集成灶与分体式线下均价情况 (元/台)	12
图 24: 21H1 集成灶线上市场细分品类销额份额	13
图 25: 集成灶双线零售均价变化 (元/台)	13
图 26: 集成灶被赋予智能化元素	14
图 27: 2017-2021H1 集成灶企业经销门店数量 (家)	14
图 28: 2017-2021H1 集成灶企业经销商数量 (家)	14
图 29: 2016-2021 前三季度集成灶企业研发费用率情况	15
图 30: 公司核心技术转换为产品销售收益	15
图 31: 亿田在电商平台上线不同的智能集成灶产品 (天猫 D5Z; 京东 J05Z)	16
图 32: 20-21 年前三季度亿田集成灶产品线上销额 (百万元)	17
图 33: 20-21 年前三季度亿田集成灶产品线下销额 (百万元)	17
图 34: 20H1 亿田不同系列出厂价对比 (元/台)	17
图 35: 亿田高端集成灶比重提升	17
图 36: 21 年 5 月, 公司携 “无人厨房” 智能烹饪管家 S9 新品亮相上海国际厨卫展	17
图 37: 2016-2021 前三季度集成灶企业销售费用率情况	18
图 38: 集成灶品牌阿里系搜索人气情况	18
图 39: 2016-2021 前三季度集成灶企业预收账款+合同负债占营业总收入比重变化	18
图 40: 2017-2020H1 亿田各渠道收入 (百万元)	19
图 41: 2019 年公司产品销售渠道占比	19
图 42: 公司着力提升经销商质量	19
图 43: 亿田首家高端定制厨房旗舰店于杭州开业	19
图 44: “亿田服务小哥” 具备统一专业的形象仪表与服务礼仪	19
图 45: 公司线上渠道收入占比	20
图 46: 2019 年起公司线上经销业务迅猛发展 (万元)	20
图 47: 亿田积极参与电商平台促销活动	21
图 48: 20H1 亿田线上专款销售占公司集成灶业务营收比重	21
图 49: 亿田电商旗舰店商品页面中含门店地址, 将消费者向均价更高的门店款引流	21
图 50: 集成灶线下品牌份额 (销售额口径)	22
图 51: 公司股票激励计划在收入端的解锁条件	22
图 52: 公司股票激励计划在业绩端的解锁条件	22
图 53: 2016 年至 2021 年前三季度亿田营业收入变化	23
图 54: 2016 年至 2021 年前三季度亿田归母净利变化	23

图 55: 2021H1 公司利润率稳中有升	23
图 56: 2017 起公司销售费用率呈上行趋势	23
图 57: 2017 年起亿田销售费用率稳中有升, 21Q1-Q3 逼近火星人	24
图 58: 亿田管理费用率与同行业其他公司较为接近, 21Q1-Q3 因规模效应费率较低	24
图 59: 18-21 年前三季度亿田研发费用率领先于同行业其他公司	24
图 60: 2016-2021H1 亿田货币资金及其占比变化 (亿元)	25
图 61: 2016-2021 前三季度亿田资产负债率变化	25
图 62: 2016-2021 前三季度亿田三大偿债比率变化	25
图 63: 亿田经营/投资/筹资活动现金流净额变化 (亿元)	25
图 64: 2016-2021 前三季度集成灶企业存货周转天数变化	26
图 65: 2016-2021 前三季度集成灶企业应收账款周转天数变化	26
图 66: 2016-2021 前三季度集成灶企业应付账款周转天数变化	26
表 1: 集成灶与传统烟灶性能对比	9
表 2: 亿田天猫、京东旗舰店产品型号及配置	15
表 3: 亿田天猫官方旗舰店集成灶价格带	16
表 4: 公司盈利预测情况	27
表 5: 可比公司估值情况	27

1. 亿田智能：崛起的集成灶新贵

1.1. 从 OEM 转型品牌商，十年专注集成灶

亿田股份创立于 2003 年，公司位于浙江嵊州，专业从事集成灶等现代新型厨房电器产品的研发、生产和销售，是国内较早以自主品牌生产和销售侧吸下排式集成灶的企业之一。在 2007 年发明侧吸下排集成灶后，亿田公司积极响应嵊州市委、市政府创牌号召，及时调整企业战略，产品由传统厨电三件套升级为创新集成灶产品，经营模式由原有的 OEM 代工转向自主亿田品牌推广，公司实现了从贴牌到创牌的转变。经过多年发展，公司已形成了强大的研发体系、完善的生产线及广泛的多渠道销售网络，通过持续加强设计研发创新、不断改进产品生产工艺，产品的性能、智能化体验和外观设计已逐步赢得市场认可。

图 1：公司完成从贴牌到创牌的转变



资料来源：招股说明书，公司公告，天风证券研究所

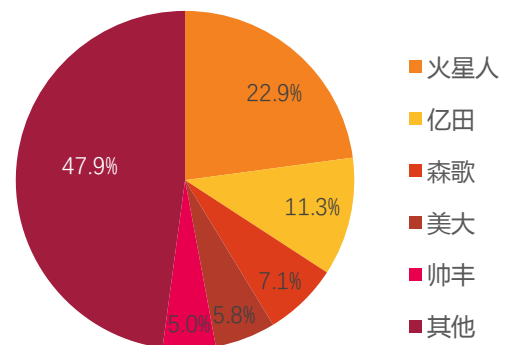
核心产品集成灶贡献主要收入来源，经销渠道覆盖面较广。产品端，目前公司主要收入来源于核心产品集成灶，2017-2020 年集成灶收入年复合增长率达到 18.03%，2021H1 集成灶品类收入占公司总营收比重达 92%。据招股书，公司已形成了 A/B/F/S/J/D/Z 七大集成灶系列，覆盖高中低所有档位，同时搭配消毒柜、烤箱、蒸汽炉、洗碗机等可选功能。在产品矩阵不断扩充的同时，公司集成灶产品份额已位居行业前列，据奥维云网，21 年前三季度公司集成灶线上销额份额达 11.3%，仅次于火星人居第二；在份额领先的同时，公司集成灶产品销售仍具备较大的动能，21Q3 公司集成灶线上销额同比+114%。**渠道端**，公司经营模式主要依靠经销商销售，截至 21H1 公司拥有 1300 多家经销商，覆盖全国 31 个省。在此基础上，公司致力于推进立体式销售全渠道建设，实现经销、工程、KA、家装和电商全方位发力。

图 2：公司开发全线集成灶产品



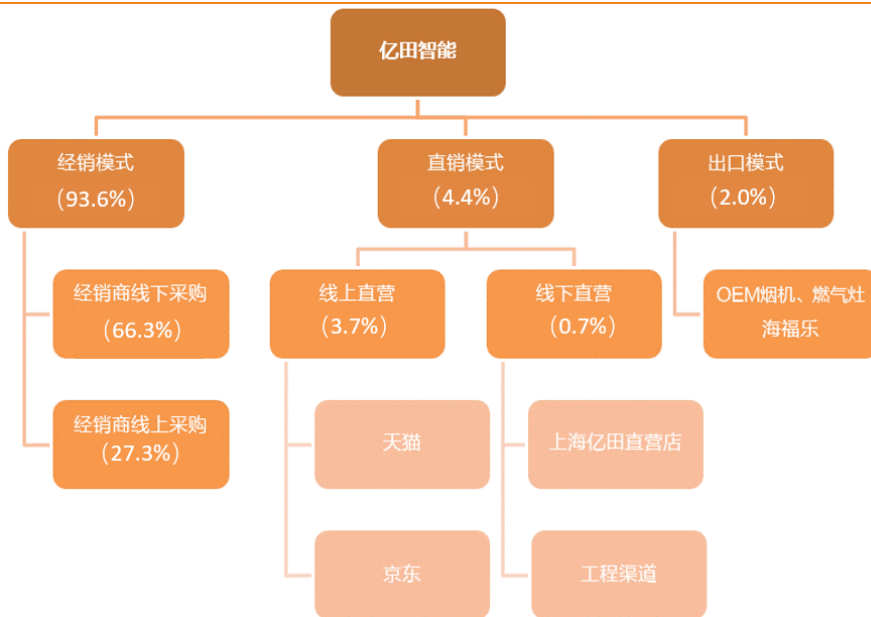
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 3：21Q1-Q3 集成灶品类亿田线上销额份额位居行业前列



资料来源：奥维云网，天风证券研究所

图 4：亿田智能已有多元化的渠道布局，经销模式占据主导



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

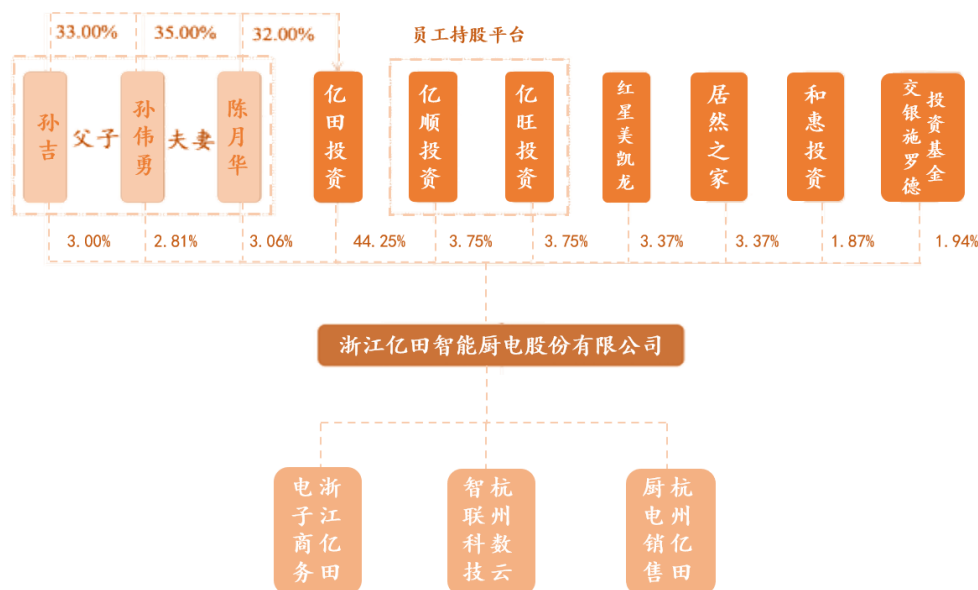
注：数字为 2019 年公司各销售模式的占比。

1.2. 创始人家族集中持股，获建材 KA 巨头战投

创始人家族合计持股 53.12%，股权较为集中。孙伟勇、陈月华和孙吉为亿田智能的实际控制人，三人直接持有公司 8.87% 的股权，并通过亿田投资间接持股 44.25%，合计持股 53.12%，公司股权高度集中。2017 年，为激发公司持续经营活力，公司实控人联合 50 余名员工共同出资设立两大员工持股平台——亿顺投资与亿旺投资，目前两大员工持股平台合计控股 7.5%。

引入家居建材巨头作为战略投资者，意在发力建材 KA 渠道。为了提升经营管理、优化销售渠道，2018 年 11 月 9 日与 11 月 19 日，公司分别与居然之家和红星美凯龙签订股权转让协议，转让后二者均持有亿田股份 4.5% 的股权，转让价 17.5 元/股。此举也为公司积极进驻家居建材卖场，充分利用彼此的资源优势，全面升级厨电家居产业整体服务链奠定良好基础。

图 5：21Q3 亿田智能股权架构

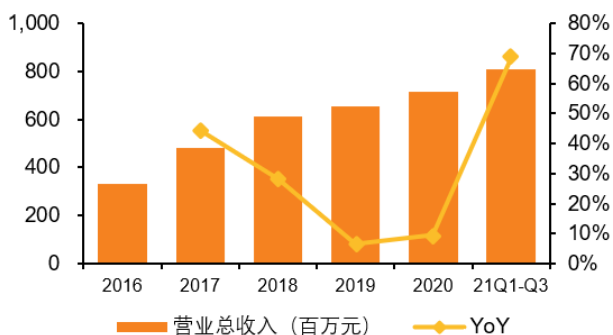


资料来源：Wind，天风证券研究所

1.3. 营收利润稳增长，渠道布局多元化

受益于行业成长红利，公司营收利润双双高速增长。作为吸油烟机、灶具等传统厨房电器的替代品，集成灶以其优异的油烟吸排性能、降噪能力逐渐为消费者所认可，在近期增长放缓的厨电市场实现逆势生长。随着集成灶行业的快速发展，公司营收由 16 年的 3.32 亿元增长至 20 年的 7.16 亿元，归母净利润规模也从 0.36 亿元增长至 1.44 亿元，四年营收、归母净利润 CAGR 分别达 21.2% 和 40.9%。21 年公司营收增长提速，单三季度实现营收 3.08 亿元，同比+40.68%；归母净利润 0.64 亿元，同比+105.12%；扣非归母净利润 0.65 亿元，同比+63.23%；前三季度实现营收 8.09 亿元，同比+68.61%；归母净利润 1.56 亿元，同比+62.80%；扣非归母净利润 1.49 亿元，同比+75.46%。我们预计，受益于产品结构优化，公司三季度收入增速中来自价格的影响双位数左右，其余为量增贡献。

图 6：2016-2021 前三季度亿田智能营业收入情况（百万元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：2016-2021 前三季度亿田智能归母净利润情况（百万元）

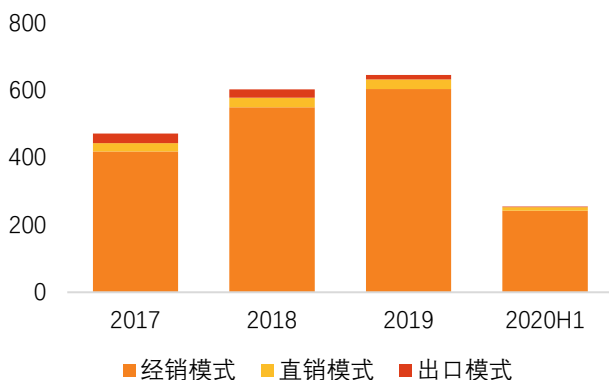


资料来源：wind，天风证券研究所

分产品看，集成灶对公司营收的贡献不断扩大。伴随近些年公司在集成灶业务的不断投入，如产品迭代、销售网络拓展等，截至 2021H1 公司超九成收入来自集成灶品类，烟灶的收入占比已不足一成且逐年下降。

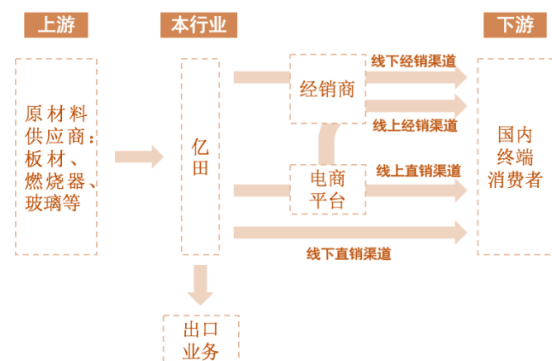
分销售模式看，公司以经销为主，并逐步推动渠道的多元化布局。经过多年的发展，公司已拓展 1300 多家经销商，形成了覆盖全国的、较广泛的经销网络，自 17 年起公司经销模式对收入的贡献逐步提升，20H1 经销收入占比达到 94.89%。此外，公司还积极通过电商平台开展 B2C 直销业务，并于 2014 年成立全资子公司亿田电商，专门对接各大电商平台的官方旗舰店业务，面向 C 端用户销售产品。公司通过线上爆品孵化、精准内容营销、品牌年轻化等方式实现电商业务的快速发展，2021H1 该渠道贡献营收 1.83 亿元，同比+88.12%，占 21H1 公司收入的 36.59%。

图 8：亿田智能经销模式收入占比逐步提升（百万元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 9：公司产品销售渠道模式



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2. 集成灶：赛道正值高景气，对标传统三件套行业空间广阔

2.1. 优质产品力铸就厨电新兴赛道

自 2003 年美大研发和生产中国第一代深井式产品起，集成灶的生产工艺和技术水平逐渐成熟，产品性能和外观设计持续优化。以每一次产品变革为开端，集成灶 17 年的发展历史可以划分为深井环吸式时代、侧吸式时代以及侧吸模块式时代。

- **深井环吸式时代（2001-2004）：**2001 年，浙江美大首先提出“集成灶”的概念，并于两年后研发生产出第一代深井式集成灶，大幅改善了厨房的油烟问题，但由于下凹式结构设计较为封闭，使燃气燃烧不充分而存在安全隐患，吸烟腔离燃烧口太近导致燃气无法快速散去，加之换洗便捷度较差，深井式集成灶未能得到广泛应用。
- **侧吸式时代（2005-2010）：**针对上述存在的安全隐患问题，2005 年帅丰电器开发出第二代侧吸式集成灶，主要采用灶台上凸设计，打破了灶具的尺寸与使用限制，采用下排油烟系统实现油烟流通距离最小化，油烟吸除率高达 99.6%以上。2009 年美大成功研发蒸箱式、烤箱式集成灶，集成灶产品向功能丰富性演进。
- **侧吸模块式时代（2011 至今）：**通过燃气灶、吸油烟机、消毒柜、洗碗机、蒸烤箱等独立产品的有机结合，2011 年中国诞生了第一台侧吸模块式集成灶，各模块可以根据用户需求自由组合和拆装替换。多功能的集成灶更加贴合消费升级背景下的用户需求，集约式的设计也大大提升了厨房空间的利用效率。

图 10：中国集成灶产业发展历史



资料来源：《中国集成灶行业发展白皮书》，立鼎产业研究网等，天风证券研究所

集成灶产品发展至今，生产工艺和技术水平日益成熟，对比传统油烟机在风压、风量等参数上相差不大，但吸排距离减半带动集成灶控烟、降噪、油烟分离等性能得到提升。此外，集成灶外观设计持续优化，十多年的市场积累为“新赛道”近年来的快速发展奠定了良好基础，也引得美的、海尔等家电巨头相继进军集成灶行业。

表 1：集成灶与传统烟灶性能对比

指标	集成灶	传统烟灶
结构	集成吸油烟机、燃气灶、消毒柜、蒸烤箱为一体，结构紧凑美观	油烟机和燃气灶分离，配套使用但相互独立
控烟	距离灶具仅20-30cm，更贴近源头，控烟较好，油烟吸净率高达99.6%以上	烟机在燃气灶上方，油烟通距长，控烟较差，油烟吸净率在90%以下
油烟分离	油污在还处于大颗粒的阶段被吸入，经过凝结、离心阻挡等方式高效分离油烟	受高度限制油烟进入吸口时重量差异大幅减少，油烟分离较差
空间	集成多种厨电，空间利用率更高，节省烟机上方空间	各厨电独立放置占用大量空间
降噪	通过下排侧吸方式从结构上大幅降噪	吸油烟机位于头顶，贴近耳部，噪声较大
维护	模块化设计使各部分拆卸简单，易于日常拆洗清洁维护	吸油烟机长期工作导致厨房橱柜及墙面油污严重，烟机不易拆卸加剧清洁维护难度

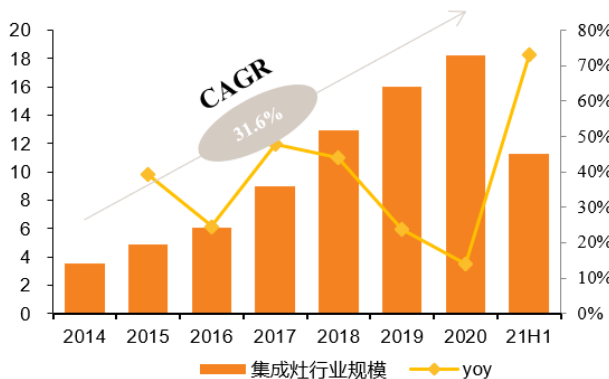
资料来源：《中国集成灶行业发展白皮书》，天风证券研究所

2.2. 异军突起，集成灶景气正当时

近几年集成灶在厨电市场中逆势增长，且正处于迅猛发展期。在传统厨电市场增速换挡的大背景下，集成灶依然保持着高速增长，14-20年间销额 CAGR 达 31.6%。21 年集成灶赛道延续高景气，前三季度线上零售额达 37 亿元，同比+29.6%，增速表现远超烟机和燃气灶。

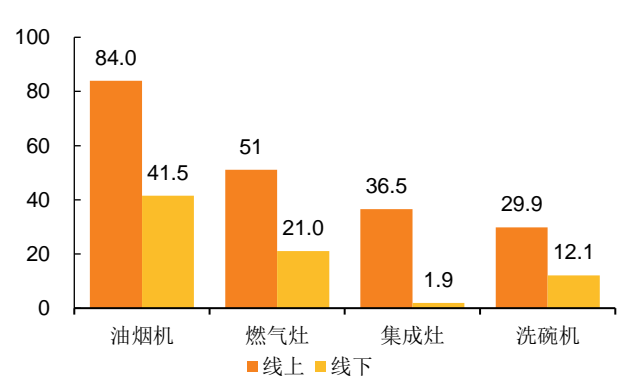
集成灶市场需求高涨受益于中小户型、开放式厨房的普及。据中怡康推总数据，中国集成灶市场规模于 2018 年销额破百亿元，成为厨电领域继吸油烟机、燃气灶之后的第三个“百亿产业”，2020 年规模接近 200 亿元。我们认为，中国的房地产市场由于人口众多、房价高企，普遍以中小户型为主(据中商产业研究院数据，小型：<90m²，中型：90m²-130m²，二者合计占比近九成)，导致厨房空间普遍狭小，而第三代模块化集成灶的出现恰好解决了这一消费痛点，极好地满足了居民的厨房装修需求。同时，开放式厨房的出现也推动了集成灶的普及，尤其翻盖式集成灶进一步提升了空间利用率和厨房美观度。

图 11：2014 年至今集成灶市场规模变化（十亿元）



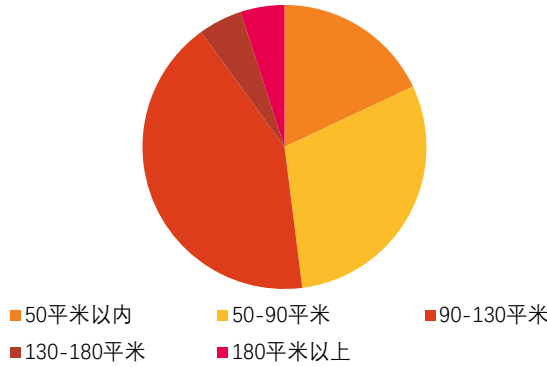
资料来源：奥维云网，天风证券研究所

图 12：21Q1-Q3 厨电细分市场规模对比（亿元）



资料来源：奥维云网，天风证券研究所

图 13：中国户型分布以小户型为主



资料来源：中商产业研究院，天风证券研究所

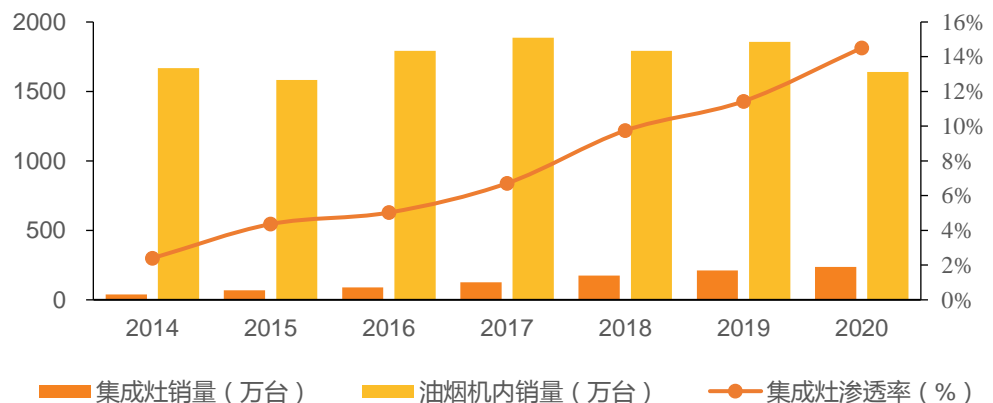
图 14：集成灶在开放式厨房中的应用场景



资料来源：新浪家居，天风证券研究所

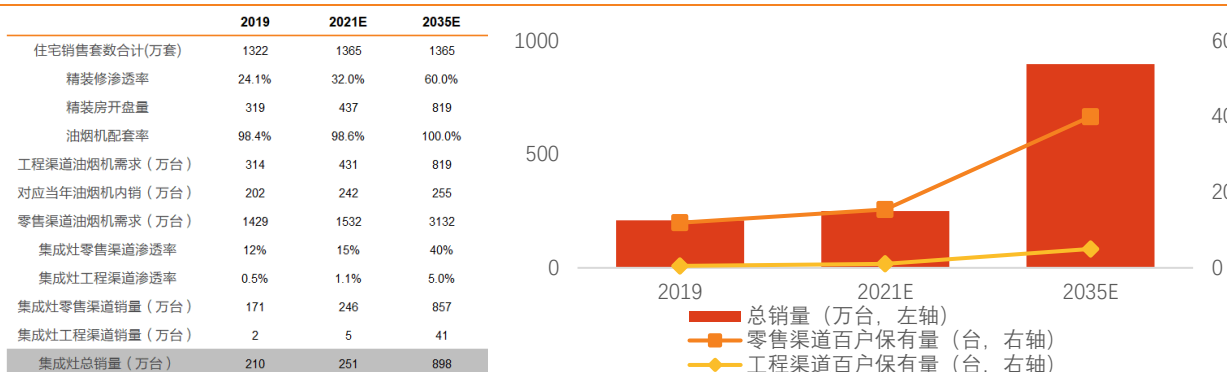
集成灶、传统烟灶各有所长，对标传统烟灶，预计集成灶行业仍有超 3 倍增长空间。由于中国居民饮食习惯问题，炒菜时往往会产生大量油烟，尤其是在川渝、湖南、江西等地，集成灶吸油烟率高的优势更容易被认可，并在当地与烟灶市场互相补充。以油烟机产品销量为参照，据产业在线数据，2014 年集成灶销量占烟灶内销量比例仅为 2.4%，2020 年该比例提升至 14.5%，且集成灶渗透率仍有提升的空间。以优质产品力为基石，各品牌持续发力多元渠道扩张、全方位营销，助力集成灶产品消费者教育持续深化，未来集成灶产品向传统烟灶市场仍有广阔渗透空间。经测算，我们预计至 2035 年集成灶年销量将达到近 900 万台，零售/工程渠道百户保有量分别达 40/5 台左右，相较于 19 年集成灶销售规模 210 万台，仍有超 3 倍的增长空间。

图 15：2014-2020 年集成灶占油烟机市场比重不断提升



资料来源：产业在线，产业信息网，天风证券研究所

图 16：集成灶市场空间测算



资料来源：国家统计局，产业在线，Wind，欧睿国际，天风证券研究所

2.3. 跨界巨头涌入集成灶市场，品牌竞争进入新阶段

集成灶的高速发展吸引了大量品牌进入。据 GfK 中怡康监测数据显示，2016 年品牌数量仅 131 个，2020 年已经翻倍到 262 个。美的、海尔等白电巨头相继布局集成灶，老板控股金帝正式进入集成灶市场，大量品牌的涌入显示资本对这一产品的认可，在带动行业竞争加剧的同时，短期内也有利于集成灶概念的推广和普及。继 2012 年集成灶首股美大上市后，2020 年帅丰、亿田、火星入三家专业性品牌的轮流上市，也彰显了资本市场对集成灶企业实力认可。

从地域上看，经过十多年的发展，集成灶在中国逐渐形成了三大产业集群：浙江海宁/嵊州、广东中山/佛山以及安徽合肥，其中海宁和嵊州已形成相对完善的产业集群，产业带企业的集聚效应和先发优势仍然明显。集成灶发源于浙江海宁，发祥于浙江嵊州。从 2006 年起，嵊州的一批企业利用其在烟灶领域的配套产业优势一步步做大，亿田、帅丰、森歌便是嵊州集成灶产业的品牌代表。嵊州集成灶产业的特点是“抱团发展”，又称“嵊州军团”，具体来说，2015 年绍兴市政府、嵊州市政府牵头在北京钓鱼台举办了首届嵊州集成灶品牌推介会，通过主动“走出去”，提升“集成灶，嵊州造”区域品牌影响力。据嵊州厨具协会秘书长张晓钟介绍，嵊州集成灶产业以每年不低于 35% 的复合增长率高速“奔跑”。目前，嵊州约有 450 家企业从事集成灶整机或部件的生产制造，形成了 20 公里半径内自给自足的全产业链配套格局，产销规模已占全国的 60% 以上。

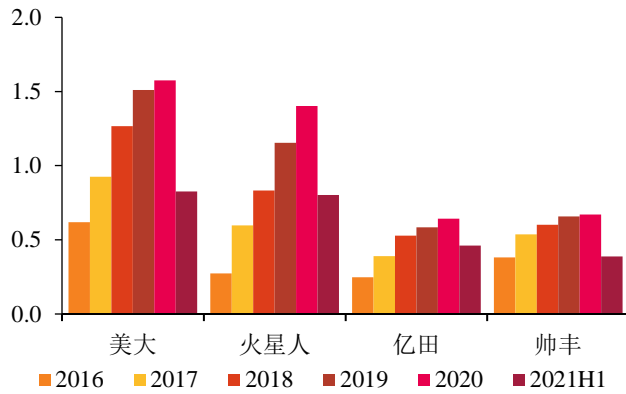
图 17：集成三大产业带：浙江、安徽、广东



资料来源：中华集成灶网，天风证券研究所

市场集中度较低，头部品牌大有可为。以年销售额计，集成灶品牌可以分为 3 个梯队。第一梯队是浙江美大、火星入，19/20 年集成灶销售额均突破 10 亿元；第二梯队以亿田、帅丰等，集成灶产品年销售额在 5-10 亿元；第三梯队企业年销售大多位于 1-3 亿元，且集中在浙江嵊州。据产业在线数据，21 年 8 月集成灶内销量 CR3 仅为 39.1%，相较于同期油烟机行业 CR3 46.6%，集成灶市场较为分散，行业集中度仍然有较大的提升空间。

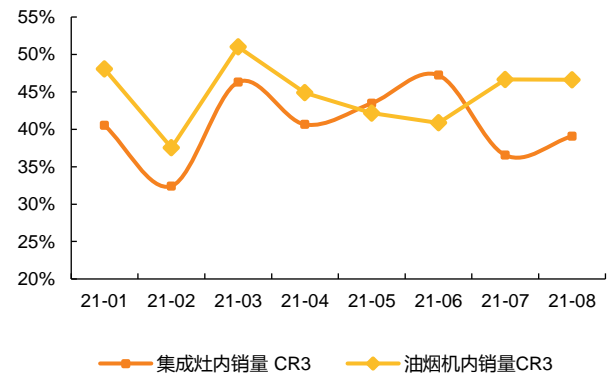
图 18：2016-2021H1 集成灶企业集成灶产品营收对比（十亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

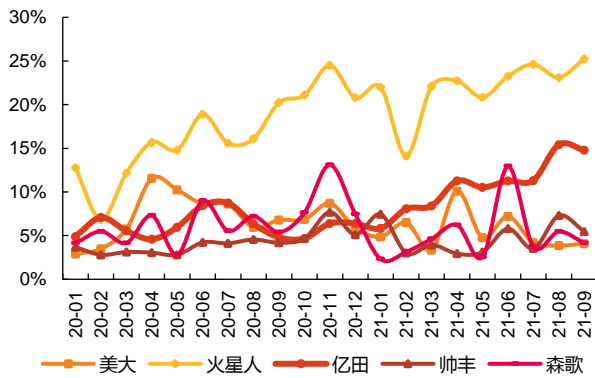
注：只取集成灶销售收入，不考虑整体营业收入。

图 19：2021 年集成灶、油烟机行业月度内销量 CR3



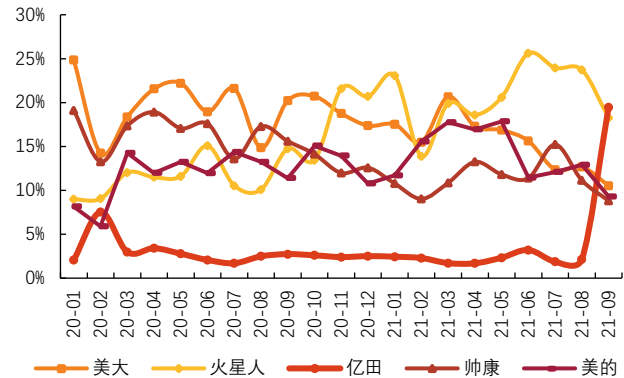
资料来源：产业在线，天风证券研究所

图 20：集成灶线上品牌份额（销售额口径）



资料来源：奥维云网，天风证券研究所

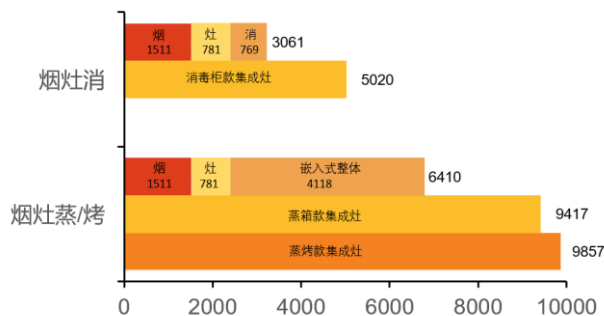
图 21：集成灶线下品牌份额（销售额口径）



资料来源：奥维云网，天风证券研究所

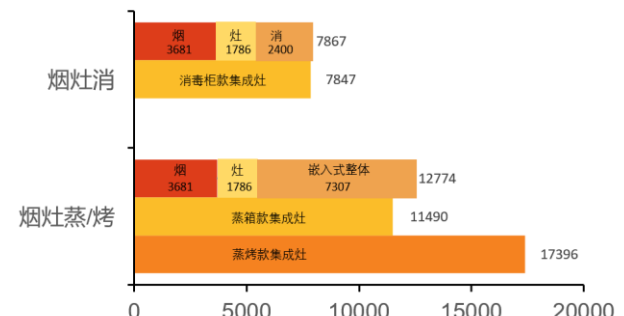
集成灶终端零售均价较高，产品结构仍在升级。根据奥维云网监测数据，21 年 1-9 月集成灶线上均价 5762 元，线下均价 9641 元，对比同期烟+灶+消/蒸/烤/蒸烤的线上均价 2417-4656 元、线下均价 5691-8176 元具备更高均价。因此，集成灶通过一机多用实现更高客单价，随着规模效应和集成灶产品消费者认知逐渐上升，未来有望更好地将集成化带来的溢价部分转化为利润。尽管疫情影响尚存，集成灶双线均价于 20 年 2 月起快速修复；疫情趋缓后集成灶产品结构优化趋势继续显现，均价更高的蒸烤款（含蒸烤一体、蒸烤独立两种形态）在市场占比提升，线上均价上行明显。

图 22：2021 年 1-9 月集成灶与分体式线上均价情况（元/台）



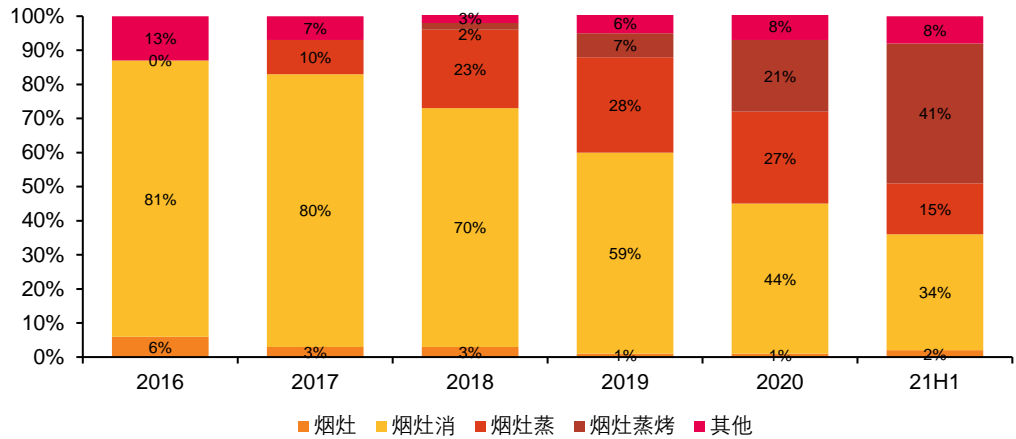
资料来源：奥维云网，天风证券研究所

图 23：2021 年 1-9 月集成灶与分体式线下均价情况（元/台）



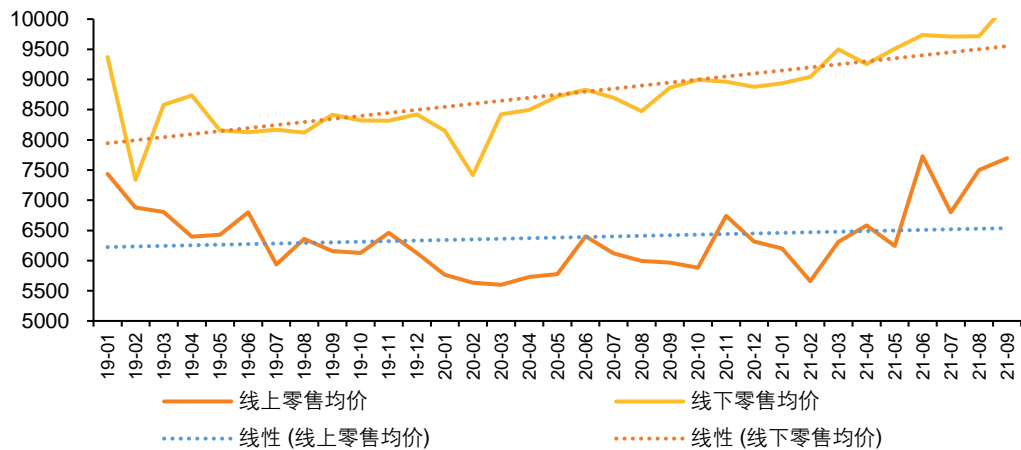
资料来源：奥维云网，天风证券研究所

图 24：21H1 集成灶线上市场细分品类销额份额



资料来源：奥维云网，天风证券研究所

图 25：集成灶双线零售均价变化（元/台）

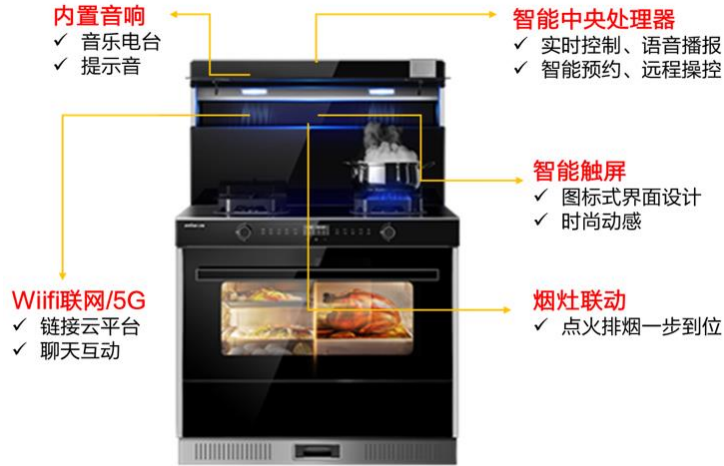


资料来源：奥维云网，天风证券研究所

2.4. 集成灶的未来：科技与时尚共舞，终端仍有可加密空间

产品端，集成灶高端智能化趋势明显。随着物联网、5G、大数据等智能化技术的发展，集成灶逐渐被赋予更多人机交互属性，如语音控制、菜谱教学等，同时实时跟踪、云技术、自动报修也有望改变整个集成灶行业的发展生态，并改善产品同质化的现状。同时，时尚美感以及橱柜适配成集成灶发力点。伴随新一代消费群体逐步成为厨电市场的消费主力，以及消费升级的催化，消费者对产品设计、外观的追求有所提升，同时更加关注产品使用体验。不少集成灶企业开始研发更适配家装的产品外观设计，或者在自有橱柜产品表面使用玻璃、金属等材料，以求达到“橱电”一体化的效果。

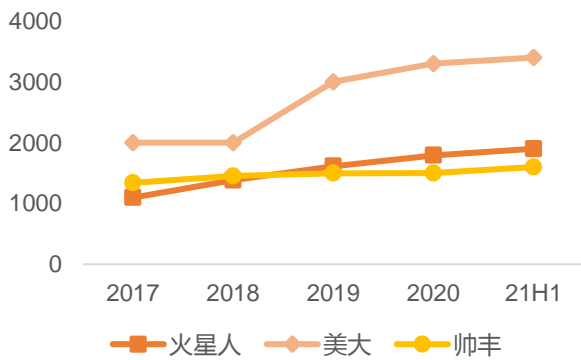
图 26：集成灶被赋予智能化元素



资料来源：天猫，天风证券研究所

渠道端，终端网点布局空间较大，或成集成灶企业未来增长动力。截止 21H1，位居集成灶行业第一梯队的美大共拥有营销终端 3400 个左右，一级经销商（区域经销商）1800 个左右；火星人经销门店数约 1900 个，对应经销商约 1400 个；帅丰的营销终端数量约 1600 个。对比 20 年我国县级区划数 2844 个，目前集成灶企业的网点布局普遍存在较大的增长空间。叠加京东小店、天猫优品等下沉渠道网点赋能，以及 KA 渠道的进驻加速，未来企业成长或将受益于门店的开拓与服务范围的扩大。

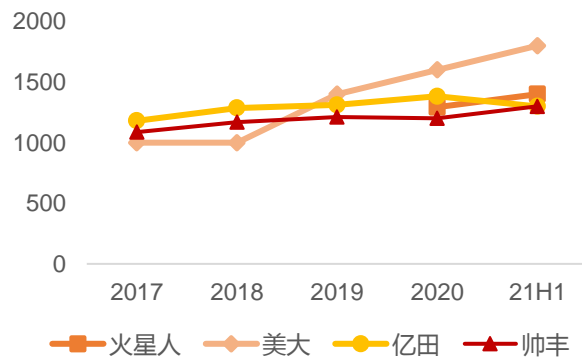
图 27：2017-2021H1 集成灶企业经销门店数量（家）



资料来源：各公司招股说明书、年报、半年报，天风证券研究所

注：亿田未披露经销门店数量。

图 28：2017-2021H1 集成灶企业经销商数量（家）



资料来源：各公司招股说明书、年报、半年报，天风证券研究所

注：火星人未披露 17-19 年经销商数量。

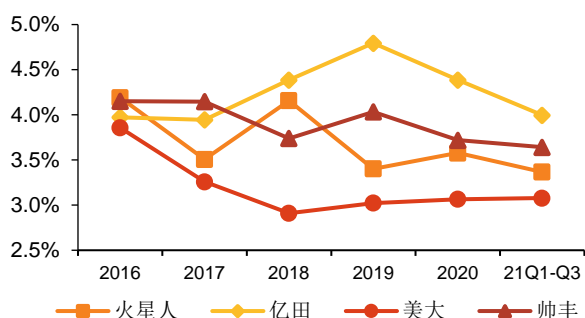
3. 公司护城河：多元化产品矩阵+多渠道销售网络+多层次营销体系+多维度完善治理

3.1. 产品端：丰富产品矩阵拓宽价格带，高端化+智能化抢抓市场需求

专注打磨产品，研发投入快速增长。2017 年起公司研发费用率居于同行业公司前列，稳定增长的研发费用丰富了公司集成灶产品的核心技术储备，也提升了行业的研发创新壁垒。公司 21 年前三季度研发费用率达 4.0%，高于其他三家集成灶企业，其研发投入助力产品升级推新，且核心技术对产品销售的贡献逐步提升，为企业的持续发展和长期竞争优势注入动力。公司长期坚持研发投入带动产品技术升级，为其产品迭代、新功能集成带来诸多

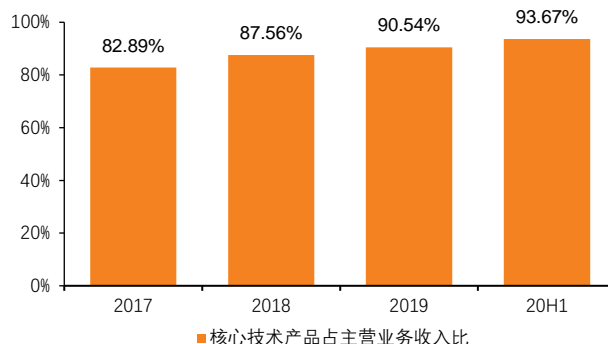
成果，截至 21H1 公司累计获得专利授权 223 项，其中发明专利 14 项（仅次于美大，位居行业第二）。

图 29：2016-2021 前三季度集成灶企业研发费用率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 30：公司核心技术转换为产品销售收益



资料来源：Wind，天风证券研究所

持续研发投入催化下，公司产品矩阵逐渐丰富。亿田于 2013 年推出烟灶柜产品入局集成灶行业，并于 2017 年针对现有的烟灶柜产品补充了小尺寸 SKU，同期，公司推出排烟方向、风机位置、碗篮结构、尺寸不同的烟灶消产品，在丰富集成灶产品矩阵的同时给予了消费者更多的选择空间。2018-2019 年，公司推出烟灶蒸产品，并通过消毒柜空间扩容助力烟灶消产品价格带的向上延展；公司产品优化的重心主要为蒸烤一体款的推出，以及产品智能化的实现，例如烟灶蒸 D5Z、蒸烤一体 D5ZK 均内置天猫精灵，可实现语音声控。同时，公司于 19 年 3 月正式推出蒸烤独立集成灶 S8 系列，为行业首款蒸烤独立集成灶，主打“同时运作又不互相干扰”卖点，在蒸烤一体款的基础上扩容并实现功能分区，助力产品价格带向上延展。伴随消费升级持续，消费者更高层次需求的逐步提出，此款产品或将助力公司占据中国高端客群的心智，推动公司在蒸烤独立品类攫取较大的份额。

表 2：亿田天猫、京东旗舰店产品型号及配置

天猫亿田电器旗舰店		京东亿田电器旗舰店	
集成灶	共 20 款	集成灶	共 20 款
蒸烤一体款	D2ZK 蒸烤一体 66L D1ZK 蒸烤一体 66L+智能预约 D5ZK 蒸烤一体 66L+天猫精灵智控	S6ZK-A 蒸烤一体 75L+智能大屏 D1ZK 蒸烤一体 66L+智能预约	
蒸烤独立款	S8C 蒸烤独立+蒸 48L 烤 26L S8E 蒸烤独立+蒸 50L 烤 30L S8S 蒸烤独立+蒸 48L 烤 26L+门店有售 S8GS 蒸烤一体+门店有售	S8C 蒸烤独立+蒸 48L 烤 26L S8E 蒸烤独立+蒸 50L 烤 30L S8S 蒸烤独立+蒸 48L 烤 26L+门店有售 S8GS 蒸烤一体+门店有售 JZ902ZK 蒸烤独立 JZ901ZK 蒸烤独立	
蒸箱款	PUZ 蒸箱 66L+钢化玻璃 Z8G 蒸箱 75L+不锈钢 D5Z 蒸箱 66L+天猫精灵智控 S3G 蒸箱 75L+门店有售	J03Z 蒸箱 75L+钢化玻璃 JZ902Z 蒸箱 75L+钢化玻璃 J05Z 蒸箱 66L+体感智控 S3G 蒸箱 75L+门店有售 Q91ZT6 蒸箱 66L	
消毒柜款	D1X 消毒柜 42L*2 A3 消毒柜 75L D8GX 消毒柜 76L+上下消毒 D8G 消毒柜 90L+上下消毒 D2X 消毒柜 90L+上消毒下储物 B5 消毒柜 90L+上消毒下储物+门店有售 S3DS 消毒柜 90L+上下消毒+门店有售	N01X 消毒柜+上消毒 42L 下储物 42L A3 消毒柜 75L D6GX 消毒柜 76L D6G 消毒柜 90L F91CT20 消毒柜	
碗柜款	B15 储藏柜 90L A5 储藏柜 70L	B15 储藏柜 90L A5 储藏柜 70L	
水槽+碗柜	共 1 款	水槽+碗柜	共 1 款
水槽+碗柜	E85 水槽 64L&10L+碗柜 75L+门店有售	E85 水槽 64L&10L+碗柜 75L+门店有售	

资料来源：天猫官方旗舰店，京东官方旗舰店，天风证券研究所

注：黄色背景为相同型号款，橙色背景为类似配置款，橙色字体代表智能化产品。

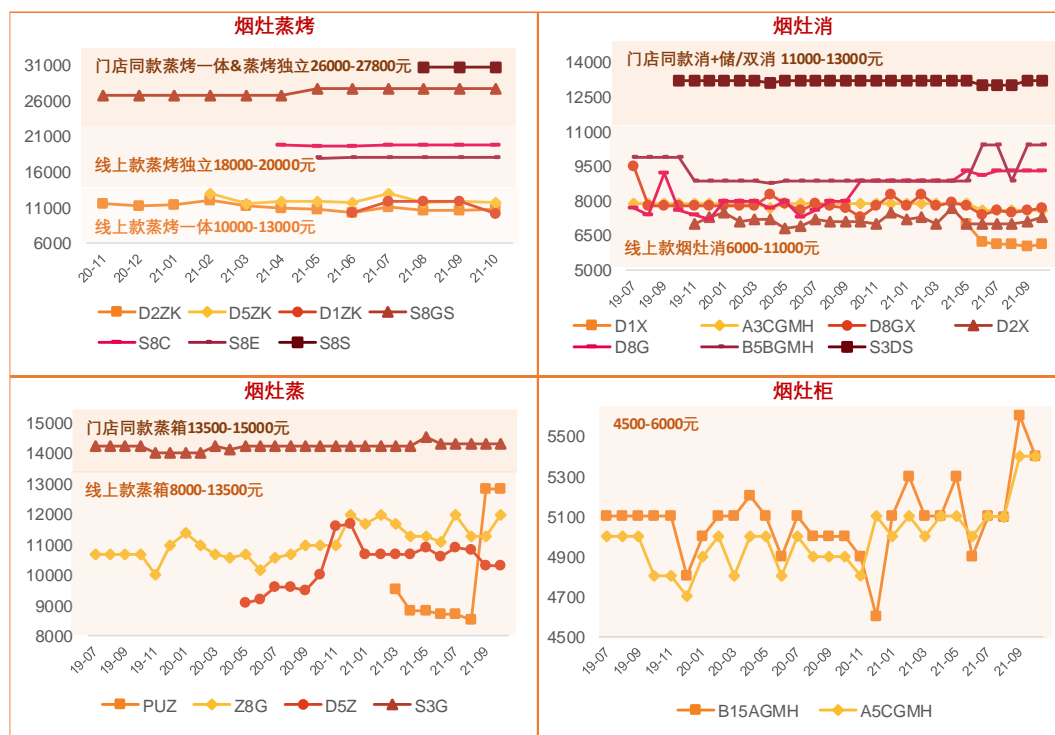
图 31: 亿田在电商平台上线不同的智能集成灶产品 (天猫 D5Z; 京东 J05Z)



资料来源: 天猫官方旗舰店, 京东官方旗舰店, 天风证券研究所

研发带动产品升级, 中高端比例提升拓宽价格带。通过梳理公司电商上线的集成灶产品于 20 年至今的价格变动, 我们发现公司近期在不断推出价格更高的蒸烤一体、蒸烤独立款的同时, 也在对较为基础的消毒柜款、单蒸/单烤款进行产品的补充, 公司集成灶品类逐步实现价格带的拓宽。同时, 公司高端产品销售表现靓丽, 21 年 1-9 月蒸烤一体款集成灶双线上线额实现高增, 亦将助力其未来持续收割高端消费市场的份额。

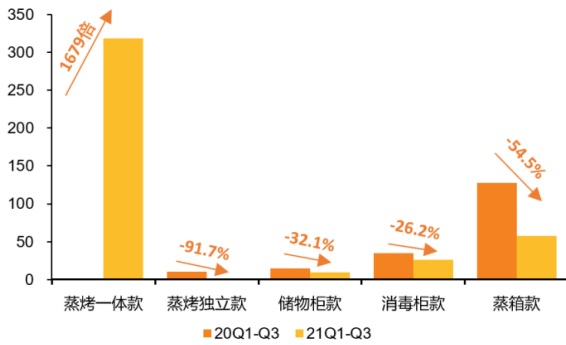
表 3: 亿田天猫官方旗舰店集成灶价格带



资料来源: 亿田天猫官方旗舰店, 慢慢买, 天风证券研究所

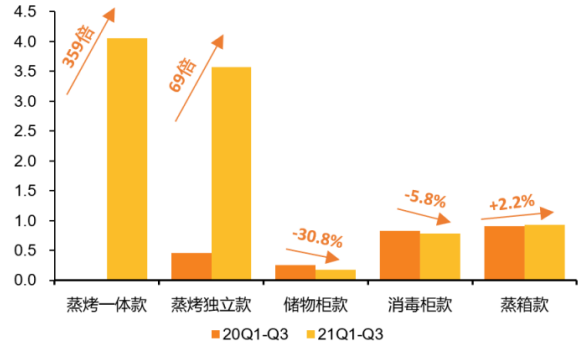
注: 慢慢买选取每个月的最低价。

图 32：20-21 年前三季度亿田集成灶产品线上销额（百万元）



资料来源：奥维云网，天风证券研究所

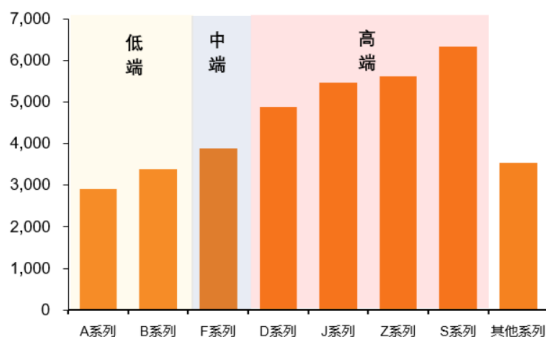
图 33：20-21 年前三季度亿田集成灶产品线下销额（百万元）



资料来源：奥维云网，天风证券研究所

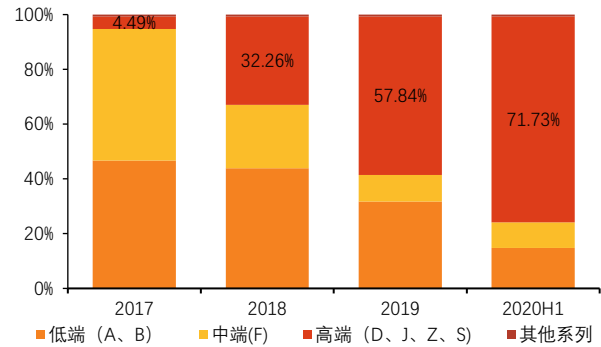
目前，公司的集成灶产品呈现三大发展趋势：其一为高端化。从销售占比来看，公司的高端集成灶（S、J、D、Z 系列）销售占比持续增高，从 2017 年的 4.49% 迅速提升至 2019 年的 57.84%。产品结构的高端化也持续拉动公司产品价格上行，集成灶单价从 2017 年的 3621 元/台提升到 20 年上半年的 4872 元/台，带动公司盈利能力稳步提升。其二为智能化、功能多样化。21 年 5 月亿田宣布公司全球首家高端定制厨房旗舰店即将于杭州开业，门店以全流程厨电系统、全厨语音控制系统为卖点，公司发力智能化产品叠加定制化销售，有望带来较为可观的利润空间。同月，公司携“无人厨房”智能烹饪管家 S9 新品亮相上海国际厨卫展，为实现差异化竞争公司聚焦“无人”时代科技，科技驱动下公司品牌势力有望逐步提升，这也有助于公司高端品牌形象的进一步深化。其三为套系化、定制化。在集成灶产品力及知名度不断提升的同时，亿田推出高定厨房概念，致力于打造出“不锈钢橱柜+集成厨电”新时代厨房场景，旨在通过套系化、定制化的销售提升客单值，实现其高端定位的不断深化。

图 34：20H1 亿田不同系列出厂价对比（元/台）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 35：亿田高端集成灶比重提升



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 36：21 年 5 月，公司携“无人厨房”智能烹饪管家 S9 新品亮相上海国际厨卫展

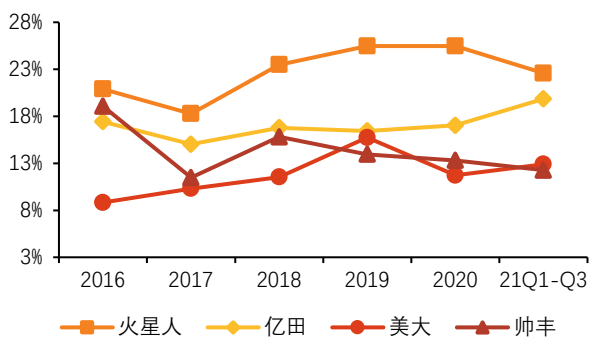


资料来源：品牌之家，天风证券研究所

3.2. 品牌端：持续营销投入，带动下游话语权提升

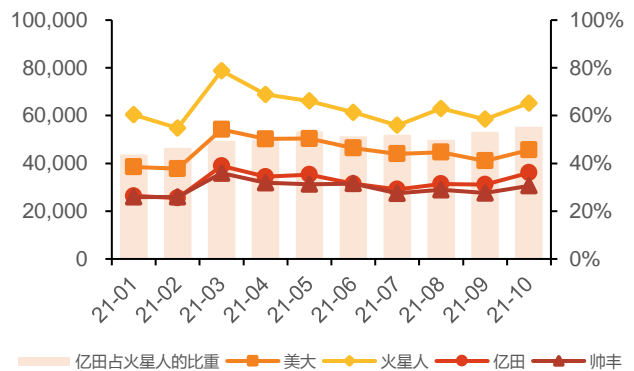
品牌认知度高，集成灶耐用品特质进一步凸显品牌效应。与传统烟灶相比集成灶的前装属性更强、置换成本更高，因此消费者更倾向于选购行业内具有良好品牌和口碑的产品，对价格的敏感度相对较低。因此在集成灶赛道上，具有品牌壁垒的企业能够享受比其他厨电品类更高的“品牌溢价”。据生意参谋，21Q3 亿田在阿里系的搜索人气已位居行业前列，且其品牌热度逐渐向电商渠道优势明显的火星人靠拢。我们认为，公司在品牌力建设的成果离不开其积极推进投放媒介结构的优化，亿田的销售费用率于 17 年起整体呈稳步上升趋势，且 21 年前三季度费用率已逼近营销力度较大的火星人，公司通过逐步加大营销投放力度，短平快的线上宣传+持续的传统媒体投放，助力品牌影响力扩大和知名度提升。

图 37：2016-2021 前三季度集成灶企业销售费用率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

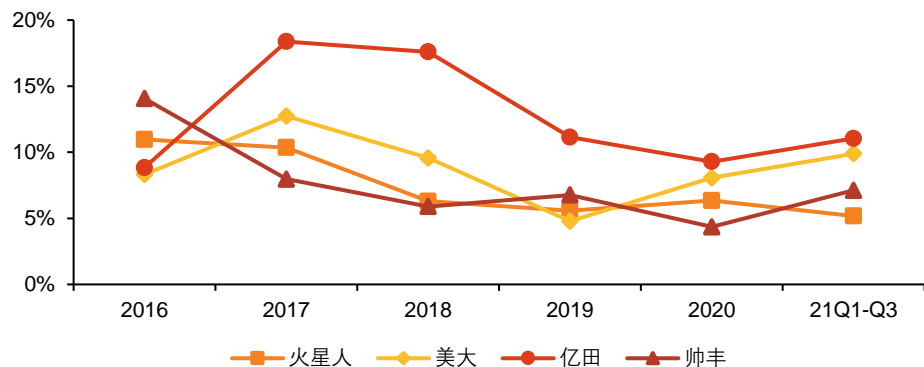
图 38：集成灶品牌阿里系搜索人气情况



资料来源：生意参谋，天风证券研究所

品牌效应带来较高下游话语权。亿田预收账款+合同负债占营收中的比例在 17-20 年间持续高于其他三家集成灶企业，显示公司对下游的经销商话语权较高，品牌效应下公司“先款后货”模式保障企业健康运行。

图 39：2016-2021 前三季度集成灶企业预收账款+合同负债占营业总收入比重变化

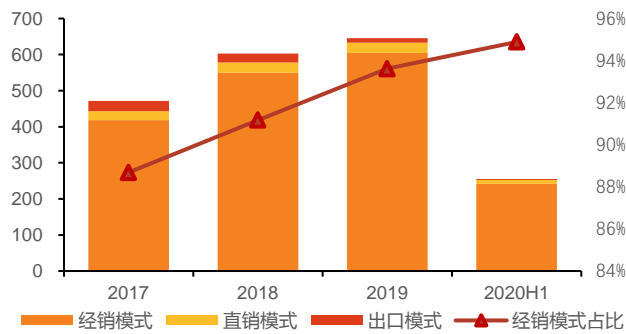


资料来源：Wind，天风证券研究所

3.3. 渠道端：多渠道布局助力双线融合成效初显

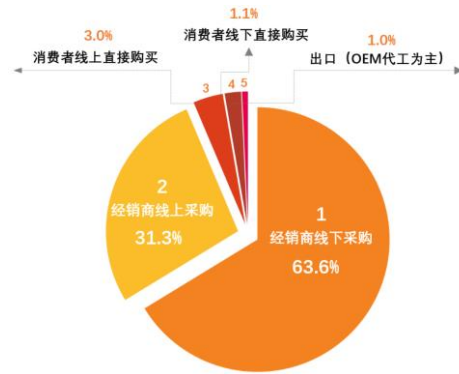
公司采取“经销为主、直销为辅”的销售模式，经销渠道的销售收入是公司主营业务收入的主要来源。17-20H1 公司经销收入占主营业务收入的比例分别为 88.7%/91.2%/93.6%/94.9%，经销模式对公司总营收的贡献度逐步提升，20H1 直销、出口渠道的销售收入占比分别为 4.1%、1.0%。

图 40：2017-2020H1 亿田各渠道收入（百万元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 41：2019 年公司产品销售渠道占比

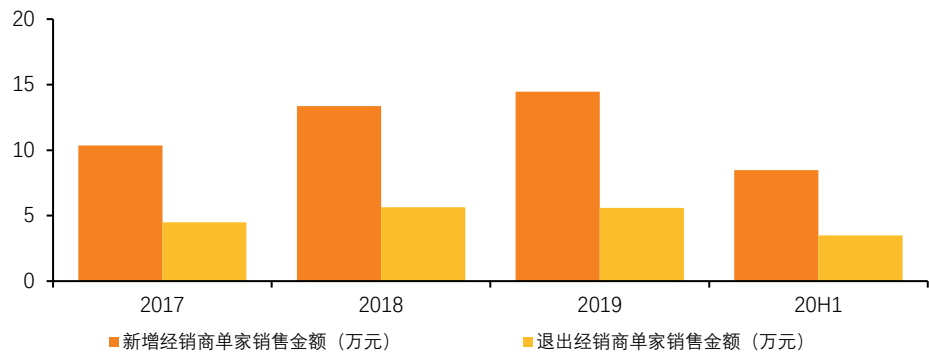


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

注：1+2 代表经销收入，2+3 代表亿田电商子公司收入，3+4 代表直销收入。

线下方面，目前公司经销网络广泛，产品投放渠道基础坚实。公司在中国大陆 30 个省（自治区、直辖市）共拥有经销商 1300 多家，已形成了较为广泛的经销网络，为产品投放奠定了坚实的渠道基础。2017-2020H1，亿田的经销商退出数量分别为 247/288/305/26 家，当年新增经销商单家销售金额均高于退出经销商单家销售金额。主要系随着亿田品牌知名度的提升，公司加快优化经销渠道布局，积极寻求销售经验丰富、资金实力较强的经销商，主动终止与实力较弱、销售额较低、业绩考核不合格的经销商合作，着力提升经销商质量。针对一二线城市的布局，亿田目前正在积极推进大商招募，公司与大商的通力合作或将助力公司打开一二线市场。

图 42：公司着力提升经销商质量



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

同时，公司也在推进全新现代化终端门店形象的改造升级。截至 21H1 亿田已完成 800 多家终端门店改造升级，同时为进一步深化公司服务体系，公司健全“亿田服务小哥”售后服务标准化体系，具备统一专业的形象仪表与服务礼仪，叠加官方服务号、全国 24 小时统一服务热线意见报装报修保养维护，更完善的服务有望为公司带来口碑效应，从而带动公司品牌力的提升。

图 43：亿田首家高端定制厨房旗舰店于杭州开业



资料来源：公司官方公众号，天风证券研究所

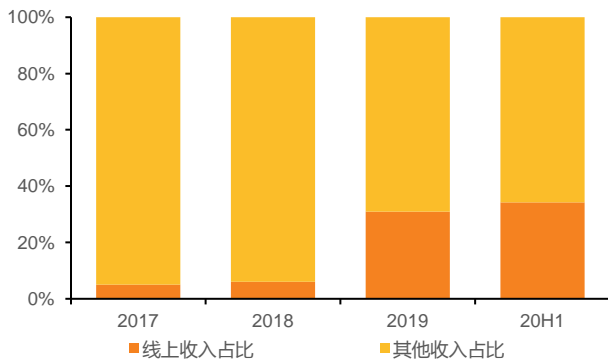
图 44：“亿田服务小哥” 具备统一专业的形象仪表与服务礼仪



资料来源：凤凰网财经，天风证券研究所

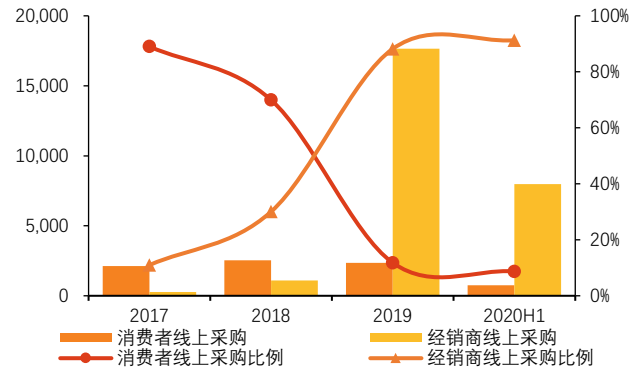
线上方面，随着集成灶行业竞争日趋激烈，为推动销量增长与品牌曝光度，各大集成灶品牌纷纷通过电商平台展示商品，为线下门店进行引流。公司 2017 年线上渠道收入占比仅 5.1%，20H1 年线上渠道占比已达 34.3%，电商渠道销售对公司收入的贡献逐步提升，有望协同线下经销，带动公司规模不断扩大。

图 45：公司线上渠道收入占比



资料来源：亿田招股说明书，天风证券研究所

图 46：2019 年起公司线上经销业务迅猛发展（万元）



资料来源：亿田招股说明书，天风证券研究所

大力发展线上经销业务，推进线上线下载渠道融合。公司 2018-2020H1 经销商线上采购金额 0.11/1.76/0.80 亿元，占主营业务收入比例 1.81%/27.33%/31.31%，线上经销业务迅猛增长，助力公司营收增长，助推线上线下载渠道融合与协同。

1) 积极推广线上业务。亿田参与“6.18”、“双十一”、“双十二”等网络大促活动，经销商在活动期间下单可获得部分产品价格优惠。一方面，通过加大营销力度促进产品在 To C 端的销售，并增加经销商线上的采购规模，规模扩大将摊薄公司营销费用，知名度的提升也将降低引流成本，实现公司利润空间的优化；另一方面，为平衡线上渠道和线下渠道在同一区域销售的利益冲突，调动当地经销商积极性，并解决线上销售产品的专业安装售后问题，公司的集成灶线上直销产品主要由经销商负责安装售后，公司对于线上直销且由经销商负责安装售后的集成灶产品会根据不同型号给予经销商一定金额的返利。

2) 推出线上专款产品。2019 年公司陆续推出适销对路的线上专款 J 系列、D 系列和 Z 系列集成灶，公司规定经销商对于线上专款只能从线上渠道进行采购用于线下销售，体现了公司扶植线上渠道的强烈决心。仅 2019 一年时间，线上专款产品的销售收入已占到集成灶业务营收的 19.4%，且在 20H1 达到 39.6%的销额占比，公司产品线上需求强劲。

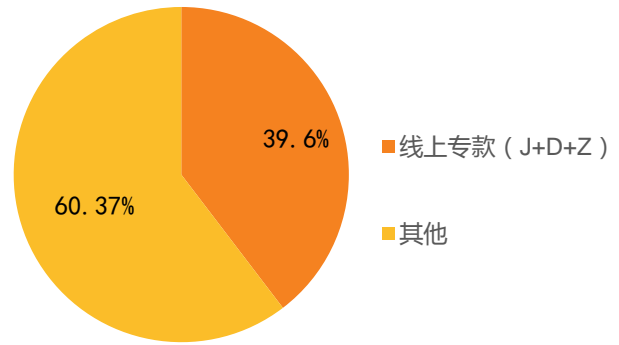
3) 线上专款仍可保障线下经销商利益。亿田陆续推出多款适销对路的线上销售产品，线下经销商可在亿田官方旗舰店中采购线上专款用于线下销售，故当地经销商拥有更多的型号选择权。我们认为，公司通过电商平台展示商品、增加产品曝光率，有利于吸引有意愿在电商平台购买的消费者。叠加当地经销商提供的安装与售后服务，也有助于锁定更愿意在经销商门店下单的顾客，助力公司实现线上线下载渠道融合、追求协同效应。有望在获得经销商认可并提高其创收能力的同时，带动公司产品整体销量提升。

图 47：亿田积极参与电商平台促销活动



资料来源：亿田官方公众号，天风证券研究所

图 48：20H1 亿田线上专款销售占公司集成灶业务营收比重



资料来源：亿田招股说明书，天风证券研究所

4) 铺设新零售系统助力双线融合。公司线上旗舰店的专款商品页面可以展示门店地址与信息，消费者能够在电商平台了解商品信息并快速在实体门店进行现场体验，从而达到线上线下一体化的效果，做到线上、线下全渠道融合。新零售系统使经销商可以利用公司的线上资源投入降低获客成本，而公司通过经销商的线下服务可以获取更多的线上订单，实现双赢。

图 49：亿田电商旗舰店商品页面中含门店地址，将消费者向均价更高的门店款引流



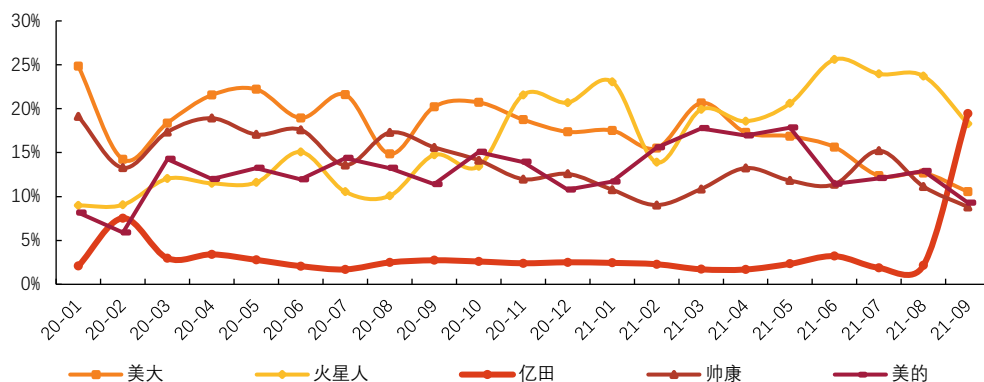
资料来源：亿田天猫旗舰店，天风证券研究所

3.4. 公司治理：持续优化人才引进、培养及激励政策，长期发展战略清晰

管理层组织架构调整优化，引入外部专业人才。21 年 4 月，公司公告显示孙吉先生上任公司总经理，并新聘庞廷杰先生担任公司副总经理。孙吉先生作为厨电行业头部品牌企业最年轻的舵手，向市场传递了公司年轻化运作、数字化营销的转型信号；庞廷杰先生曾在老板电器有 12 年的零售销售经验，专业人才的聘用或将赋能公司在线下渠道的不断深耕挖

掘。公司引入渠道营销人才，对渠道发展的拉动作用已有所显现，据奥维云网，除在线上渠道快速增长外，公司集成灶产品在线下 KA 渠道的销额份额自 21 年 8 月起快速提升，并在 9 月达到 19.5% 的高位，实现行业居首。

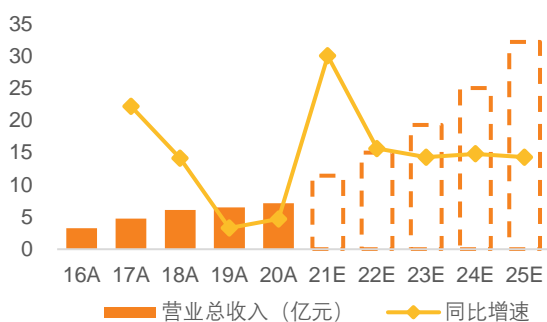
图 50：集成灶线下品牌份额（销售额口径）



资料来源：奥维云网，天风证券研究所

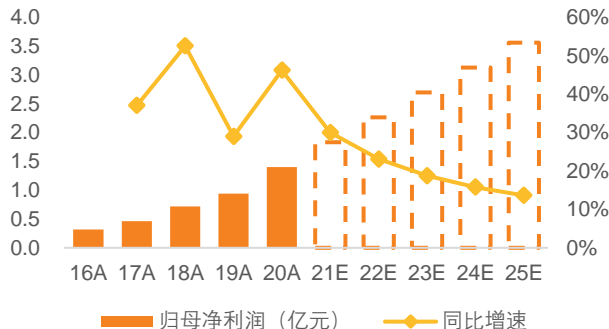
优化人才培养体系，完善绩效管理，充分调动核心人员积极性。针对电商渠道发展，公司发力电商团队的建设人才培养，并积极开展多项专业化的人才培训活动，在帮助员工提升自身价值的同时增加其对公司的认同感与归属感，为公司发展提供有力而坚实的保障。公司于 21 年 9 月发布首次股权激励计划，拟向激励对象授予 176.9 万股限制性股票(庞廷杰先生获授 50.0 万股)，价格为 30.01 元/股(含预留部分)，公告日收盘价 61.07 元/股，半价授予，表明公司正在通过建立、健全公司长效激励机制来绑定优秀人才，以调动核心人员的工作积极性。同时，此次股票激励的解锁条件较为激进，尤其是收入端考核未来五年复合增长 35%，彰显了公司快速成长的信心和决心。

图 51：公司股票激励计划在收入端的解锁条件



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 52：公司股票激励计划在业绩端的解锁条件



资料来源：公司公告，天风证券研究所

4. 财务分析

我们选取集成灶赛道优势企业火星人、浙江美大、帅丰电器作为亿田智能的可比公司。

4.1. 营收业绩稳步增长，盈利能力显著增强

上半年营收和业绩增速表现靓丽。抓住集成灶行业的快速发展红利，21 年前三季度公司营收/业绩增速表现靓丽：2021Q3 实现营收 3.08 亿元，同比+40.68%；归母净利润 0.64 亿元，

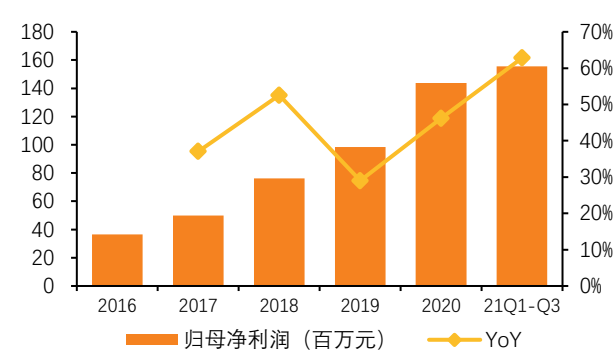
同比+105.12%；扣非归母净利润 0.65 亿元，同比+63.23%。累计看 2021Q1-Q3，公司实现营收 8.09 亿元，同比+68.61%；归母净利润 1.56 亿元，同比+62.80%；扣非归母净利润 1.49 亿元，同比+75.46%。我们预计，受益于产品结构优化，公司三季度收入增速中来自价格的公司双位数左右，其余为量增贡献。

图 53：2016 年至 2021 年前三季度亿田营业收入变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

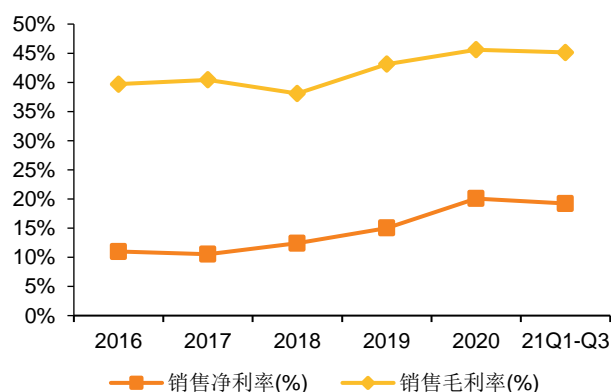
图 54：2016 年至 2021 年前三季度亿田归母净利润变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

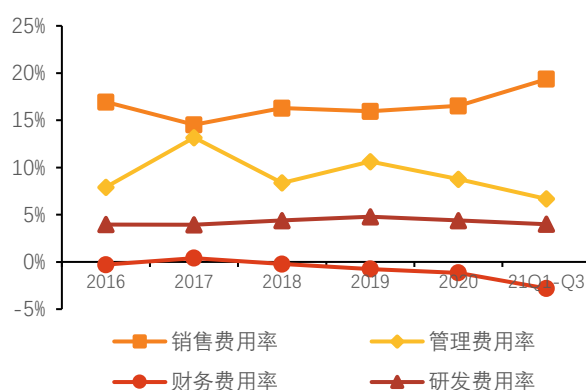
公司盈利水平加速改善，上半年营销、研发力度加大。近几年公司毛利率在 40% 左右波动上升，21Q1-Q3 公司毛利率为 45.14%，同比+0.99pct；净利率为 19.23%，同比-0.69pct。2021Q3 公司毛利率为 43.66%，同比+1.13pct；净利率为 20.77%，同比+6.53pct。其中，主营产品集成灶 21H1 毛利率 48.4%，同比+1.87pct。公司 Q3 毛利率在原材料价格高位盘旋的背景下同比提升，我们认为，大宗材料上涨对公司成本亦形成压力，但一方面公司通过升级产品结构，带动均价提升；另一方面，公司在销售费用率提升的同时，营销策略上更侧重于围绕中长期品牌建设投入。

图 55：2021H1 公司利润率稳中有升



资料来源：Wind，天风证券研究所

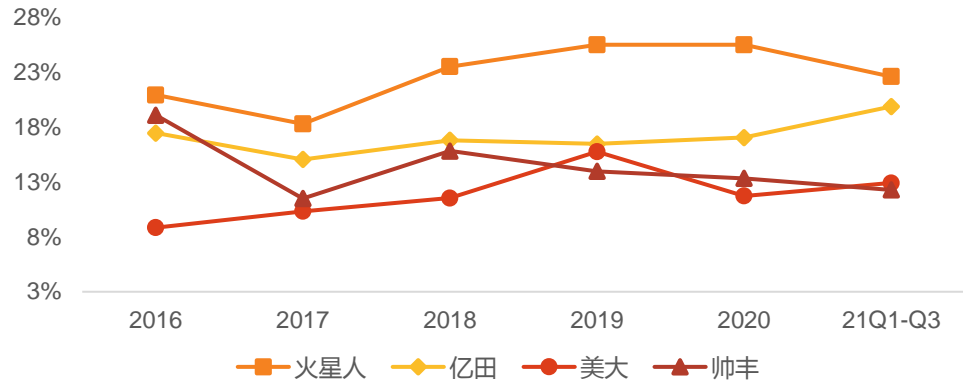
图 56：2017 起公司销售费用率呈上行趋势



资料来源：Wind，天风证券研究所

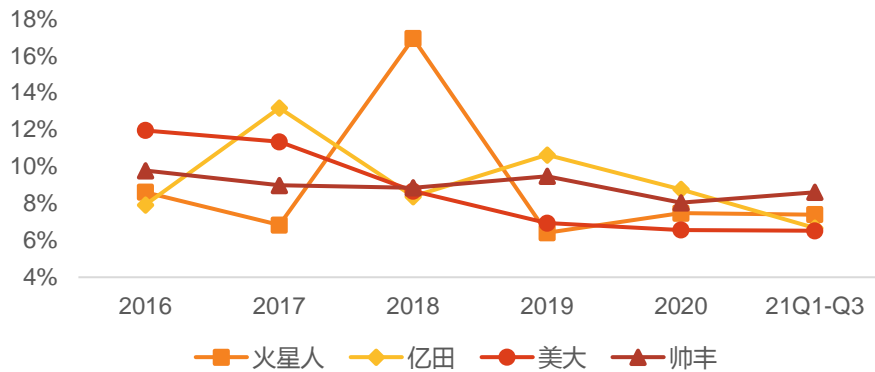
与同行业其他可比公司相比，亿田销售费用率稳中有升，逐步逼近火星人；管理费用率相近且呈下行趋势；研发费用率领先行业，21 年有所回落。近年来公司大力扶植线上渠道发展，电商服务费与运输费相应增加，广告宣传促销力度有所加强，带动公司近几年销售费用率逐渐攀升；亿田研发费用率领先行业，管理费用率位于行业中枢水平，21 年公司收入端的靓丽表现带动研发、管理费用率回落。

图 57：2017 年起亿田销售费用率稳中有升，21Q1-Q3 逼近火星人



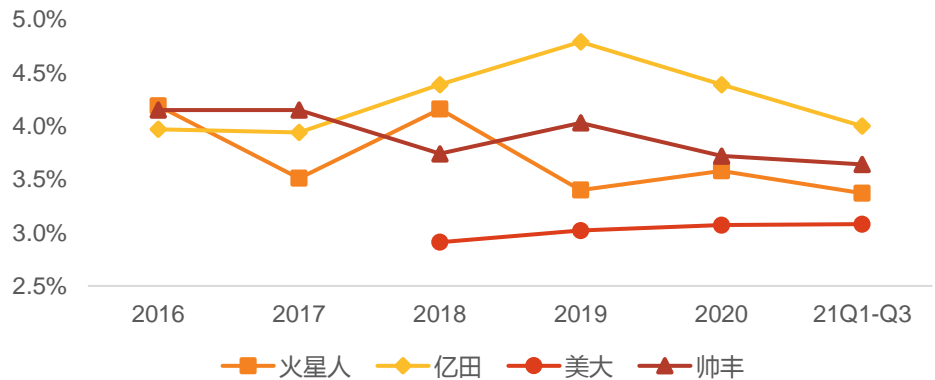
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 58：亿田管理费用率与同行业其他公司较为接近，21Q1-Q3 因规模效应费率较低



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 59：18-21 年前三季度亿田研发费用率领先于同行业其他公司

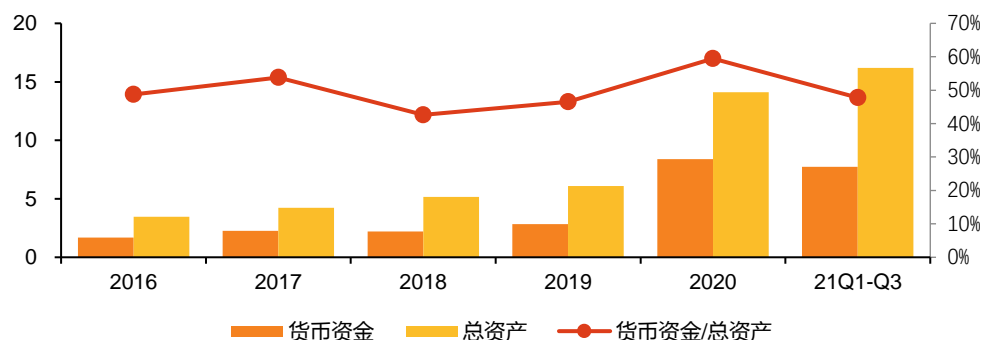


资料来源：Wind，天风证券研究所

4.2. 资产结构不断优化，偿债能力持续提升

货币资金充沛且稳步增长。随着营收规模的扩张，近几年亿田股份的货币资金总量也不断增长，从 2016 年的 1.69 亿元增至 21 三季度末的 7.73 亿元，累计增幅达 357%。21 年三季度末公司货币资金占总资产比例为 47.8%，较 2020 年的 59.5% 有所回落，主要系公司将充沛的货币资金储备部分用于了理财投入，有助于提升未来的现金流造血能力。

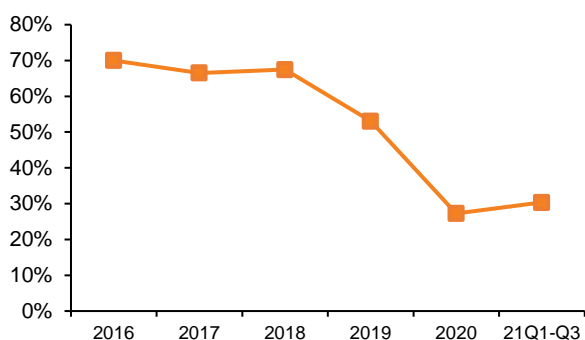
图 60：2016-2021H1 亿田货币资金及其占比变化（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

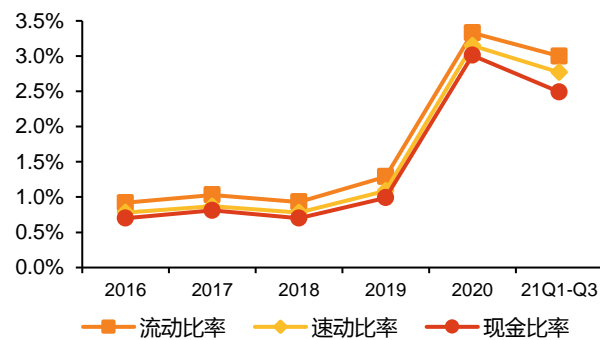
负债结构持续改善，偿债能力稳步提升。 负债结构方面，2016-2021 前三季度亿田的资产负债率呈持续下降趋势，由 16 年的 70.0% 降至 21 年前三季度的 30.3%。偿债比率方面，2016-2020 年亿田流动比率、速动比率以及现金比率呈加速上升趋势，公司短期偿债能力持续改善，21 年 Q1-Q3 因公司理财投入的增加导致三大偿债比率略有下降。

图 61：2016-2021 前三季度亿田资产负债率变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 62：2016-2021 前三季度亿田三大偿债比率变化

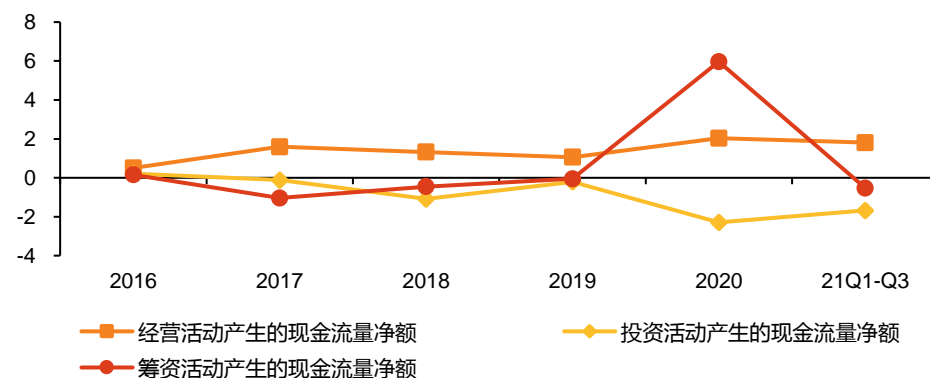


资料来源：Wind，天风证券研究所

4.3. 投融资活动趋于动态平衡，存货周转效率领先行业

21 年前三季度经营性现金流量基本稳定，投资现金流出现趋势收窄。 公司 2021Q3 经营活动产生的现金流量净额为 0.73 亿元，同比-18.3%；投资活动产生的现金流量净额为 4.39 亿元，同比+8830.2%。2021Q1-Q3 经营活动产生的现金流量净额为 1.81 亿元，同比+34.3%，终端销售向好、收入增加，为公司带来较为充沛的现金流；投资活动产生的现金流量净额为 -1.68 亿元，同比+1002.6%，为理财产品、募投项目支付增长所致。

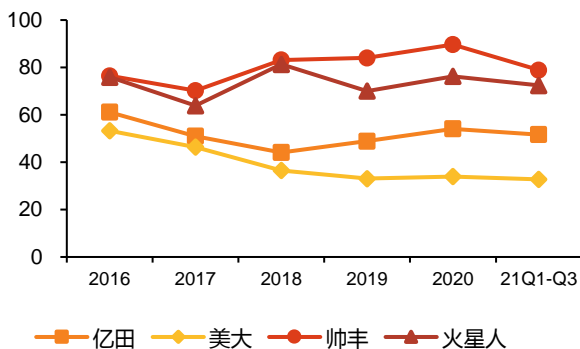
图 63：亿田经营/投资/筹资活动现金流净额变化（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

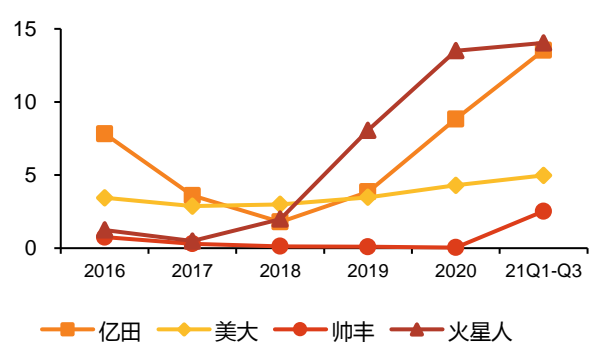
存货周转效率位于行业中枢水平，对经销商信用额度扶持力度有所加大，上游话语权逐步提升。公司 2021Q1-Q3 存货、应收账款和应付账款的周转天数分别为 51.65、13.54 和 66.27 天，较去年同期分别 -9.36/+5.71/-11.74 天，公司存货周转加快，周转速度介于行业中枢水平；公司 21 年三季度末的应收账款余额较期初有 126% 的提升，主要因为公司在采取先款后货的销售政策的同时，对发展潜力较强的部分经销商给予了一定的信用额度支持，有助于构建绑定优质经销商，助力公司长期稳定发展。20 年公司应付账款周转较快，此时公司的上游话语权位于可比公司末位；21Q1-Q3 亿田在上游的话语权有明显的提升，应收账款周转达到可比公司的中枢水平。

图 64：2016-2021 前三季度集成灶企业存货周转天数变化



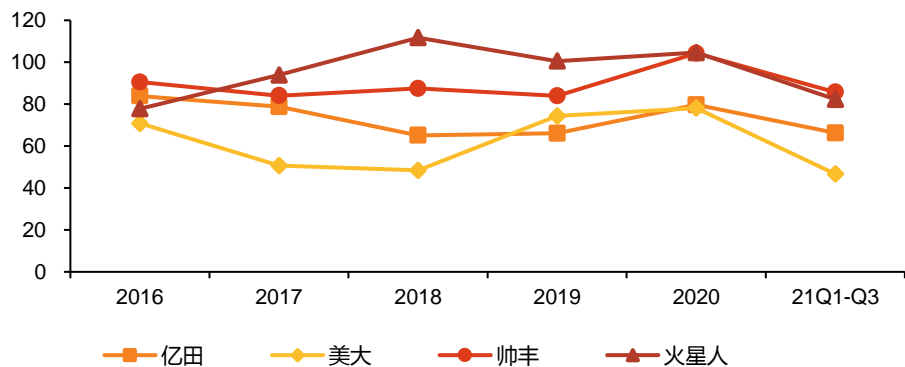
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 65：2016-2021 前三季度集成灶企业应收账款周转天数变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 66：2016-2021 前三季度集成灶企业应付账款周转天数变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

5. 盈利预测

我们按照公司不同产品进行拆分，对收入预测基于以下核心假设：

假设 1：集成灶为公司主营产品，且伴随其研发体系、产品生产线与多渠道销售网络的逐步完善，集成灶销售金额占公司收入比重逐步提升，我们给予 21-23 年公司集成灶营收占比 96.3%/96.5%/96.7%，油烟机、燃气灶等其他主营产品收入占比逐年递减。

假设 2：集成灶智能化应用和核心技术突破延续，带动公司集成灶均价逐步提升，我们给予 21-23 年公司集成灶均价增速 15%/8%/5%。

假设 3：集成灶行业渗透率提升，且亿田龙头份额稳固，带动公司集成灶销售实现逐年量增，我们给予 21-23 年公司集成灶销量增速 52%/26%/25%。

表 4: 公司盈利预测情况

汇总	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入 (万元)	47924	61446	65494	71635	116142	157718	206579
yoy		28.2%	6.6%	9.4%	62.1%	35.8%	31.0%
成本 (万元)	28548	38041	37253	38977	62960	85341	111677
毛利 (万元)	19376	23405	28241	32658	53181	72377	94902
毛利率	40.4%	38.1%	43.1%	45.6%	45.8%	45.9%	45.9%
集成灶							
金额 (万元)	39,107	52,798	58,456	64,303	111858	152216	199783
Yoy		35.0%	10.7%	10.0%	74.0%	36.1%	31.3%
占比(%)	81.6%	85.9%	89.3%	89.8%	96.3%	96.5%	96.7%
销量 (台)	107,987	130,330	132,281	130,596	198,505	250,117	312,646
Yoy		20.7%	1.5%	-1.3%	52.0%	26.0%	25.0%
单价 (元/台)	3,621	4,051	4,419	4,900	5,635	6,086	6,390
Yoy		11.9%	9.1%	10.9%	15.0%	8.0%	5.0%
成本 (万元)	22,350	31,426	32,390	34,537	59519	80690	105705
毛利 (万元)	16,757	21,373	26,065	29,766	52338	71526	94078
毛利率	42.9%	40.5%	44.6%	46.3%	46.8%	47.0%	47.1%
油烟机							
金额 (万元)	2,562	2,200	1,067	727	611	566	515
Yoy		-14.1%	-51.5%	-31.8%	-16.0%	-7.3%	-9.1%
占比(%)	5.3%	3.6%	1.6%	1.0%	0.5%	0.4%	0.2%
销量 (台)	37,822	31,035	14,642	9,913	7,931	7,138	6,424
Yoy		-17.9%	-52.8%	-32.3%	-20.0%	-10.0%	-10.0%
单价 (元/台)	677	709	729	733	770	793	801
Yoy		4.6%	2.8%	0.7%	5.0%	3.0%	1.0%
成本 (万元)	1,908	1,734	817	560	470	436	396
毛利 (万元)	654	466	249	167	140	130	118
毛利率	25.5%	21.2%	23.4%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%
燃气灶							
金额 (万元)	1,950	1,426	964	593	498	462	420
Yoy		-26.9%	-32.4%	-38.4%	-16.0%	-7.3%	-9.1%
占比(%)	4.1%	2.3%	1.5%	0.8%	0.4%	0.3%	0.2%
销量 (台)	41,034	29,380	21,460	12,399	9,919	8,928	8,035
Yoy		-28.4%	-27.0%	-42.2%	-20.0%	-10.0%	-10.0%
单价 (元/台)	475	485	449	479	502	518	523
Yoy		2.1%	-7.5%	6.6%	5.0%	3.0%	1.0%
成本 (万元)	1,493	1,144	804	498	419	388	353
毛利 (万元)	457	282	159	95	80	74	67
毛利率	23.4%	19.8%	16.6%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%
其他							
金额 (万元)	4,305	5,022	5,008	6,012	3175	4474	5861
Yoy		17%	0%	20%	-47%	41%	31%
占比(%)	9%	8%	8%	8%	3%	3%	3%
成本 (万元)	2,797	3,738	3,241	3,381	2,552	3,828	5,222
毛利 (万元)	1,507	1,284	1,767	2,630	623	646	639
毛利率	35%	26%	35%	43.8%	19.62%	14.45%	10.90%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

6. 估值分析

公司主营业务为集成灶, 因此挑选以集成灶为主要品类的厨电公司火星人、美大、帅丰进行比较。2020 年三家公司平均 PE 为 37 倍, 2021 年平均 PE 为 27.6 倍, 考虑到亿田 21 年前三季度营收增速领先行业, 我们预计 20-23 年公司营收/业绩 CAGR 可达 42.3%/39.1%, 给予公司 22 年 32 倍 PE, 对应目标股价 89.0 元。

表 5: 可比公司估值情况

代码	上市公司	收盘价 (元/股)	市值 (亿元)	PE			业绩 (亿元)		
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
300894.SZ	火星人	55.10	223	72.1	52.8	39.4	2.8	4.2	5.7
002677.SZ	浙江美大	16.40	106	18.9	15.7	13.1	5.4	6.7	8.1
605336.SH	帅丰电器	32.73	46	20.6	17.7	13.5	1.9	2.6	3.4
平均值		-	375	37.0	27.6	21.8	10.1	13.6	17.2

资料来源: Wind, 天风证券研究所

注: 数据统计时间为 2021 年 11 月 17 日收盘后; 可比公司 PE 取 Wind 领先预测 (30 天) 的预测值。

投资建议

集成灶赛道高景气延续，亿田抓住行业发展红利，营销+研发共同催化下双线实现高增。伴随领先优势逐步确立，公司马太效应有望显现，为长期成长与利润空间的优化提供有力支撑。从长远来看公司发展逻辑清晰，后续营销费用效益逐步释放，以及赛道增长+份额提升的逻辑将持续带来新增量，推荐关注。我们预计，公司 21-23 年归母净利润为 2.27、3.00、3.87 亿元，2021 年 11 月 19 日收盘价对应 21-23 年 32.4x/24.6x/19.1xPE，给予 22 年 32 倍 PE，对应目标股价 89.0 元，给予“买入”评级。

风险提示

持续技术创新风险：目前集成灶行业正处于快速发展阶段，消费者对集成灶产品的消费需求逐步提升，公司多年来在厨房电器生产领域积累了丰富的技术和经验，具备较强的竞争力，但如果公司在未来经营发展过程中，对技术、产品和市场的发展趋势不能正确判断，对行业关键技术、需求的发展动态不能及时掌控，无法根据社会和客户的需求及时进行产品或技术更新，将导致公司的市场竞争力下降。

受房地产行业波动影响的风险：公司属于厨房电器行业，新建住宅装修和存量住房交易带来的二手房翻新，构成了厨房电器产品主要的市场需求来源，因此，本行业的景气程度与房地产行业的关联性较高。房地产行业未来调控方向和调控力度仍然具有较高的不确定性，如果调控政策导致房地产市场交易长期低迷，住房装修及厨房电器需求将相应减少，从而将对公司生产经营带来不利影响。因此，公司存在因房地产行业波动导致业绩下降的风险。

下游行业需求变动风险：公司的主要产品为集成灶，产品销售情况受终端消费者消费需求的影响较大。近年来集成灶产品作为新型厨电产品的代表正受到越来越多消费者的关注，其对传统厨房电器产品的替代效应愈来愈明显。我国集成灶产品零售规模的增幅较快，但受宏观经济波动、产业政策调整、消费者需求变化及新竞争者的加入等因素的影响，集成灶产品的需求未来仍可能发生一定的波动。若集成灶消费市场总体需求放缓或市场竞争程度加剧，从而导致行业景气度下降，则公司经营业绩的增长将面临一定压力。

主要原材料价格波动风险：公司主要原材料为各类板材、燃气配件、电器及配件、五金件以及玻璃配件等，直接材料价格的变动对公司盈利能力产生较大影响。若未来主要原材料价格出现持续大幅上升，将不利于公司的成本控制，进而影响公司盈利水平。

市场竞争加剧的风险：公司是我国集成灶行业的主要生产企业之一，凭借优异的产品性能、广泛的营销渠道和完善的售后服务在报告期内实现了快速发展。然而，行业规模的快速扩张以及相对较高的利润水平，吸引了大量企业进入本行业，行业竞争日益激烈。此外，主要传统烟灶生产厂商目前尚未深入涉足集成灶行业，未来其一旦全面进入，将凭借强大的资金、品牌和渠道优势，对现有集成灶专业生产厂商形成冲击，从而可能改变集成灶行业竞争格局，导致公司面临市场竞争加剧风险。

销售渠道较为单一的风险：公司经销收入占主营业务收入比重较高且逐年提升，公司对经销渠道的依赖程度较高。为实现销售渠道的均衡性和多样化，降低对经销渠道的依赖，公司逐步加大了电商渠道、KA 渠道和工程渠道等的开发力度。然而，如果未来消费者消费习惯发生变化，而公司营销渠道多元化建设未能与之适应，则公司将面临销售渠道单一带来的盈利能力下降的风险。

市场空间测算存在主观性：文中对集成灶行业市场空间的测算基于一定前提假设，且假设条件存在主观性，假设条件不成立、市场发展不及预期等因素可能会导致市场空间的测算结果有所偏差。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	283.44	838.56	1,476.83	1,525.57	2,213.37	营业收入	654.94	716.35	1,161.42	1,577.18	2,065.79
应收票据及应收账款	10.28	24.88	16.05	39.53	33.27	营业成本	372.55	389.77	629.60	853.41	1,116.77
预付账款	9.58	15.97	20.80	29.04	36.18	营业税金及附加	7.28	9.07	8.79	15.09	21.83
存货	54.91	62.27	117.89	126.31	193.24	营业费用	104.37	118.39	186.38	253.73	332.54
其他	9.96	207.83	18.02	16.34	25.22	管理费用	38.23	31.34	52.63	72.10	94.65
流动资产合计	368.17	1,149.52	1,649.59	1,736.80	2,501.29	研发费用	31.40	31.42	48.69	66.94	87.89
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	(4.91)	(8.21)	(8.19)	(10.65)	(13.33)
固定资产	134.37	150.62	163.59	193.05	218.60	资产减值损失	(0.15)	(0.41)	(0.08)	(0.08)	(0.08)
在建工程	7.52	9.25	41.55	72.93	73.76	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	69.59	68.24	66.12	64.01	61.89	投资净收益	0.42	0.16	0.50	0.50	0.50
其他	29.28	32.88	22.99	28.38	28.08	其他	(3.60)	(19.13)	(13.84)	(13.84)	(13.84)
非流动资产合计	240.77	260.99	294.25	358.37	382.33	营业利润	109.34	163.95	256.93	339.97	438.86
资产总计	608.94	1,410.51	1,943.84	2,095.17	2,883.62	营业外收入	3.95	1.09	3.05	3.05	3.05
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	0.77	0.21	0.72	0.72	0.72
应付票据及应付账款	176.32	205.83	396.92	420.10	649.04	利润总额	112.53	164.82	259.26	342.30	441.19
其他	109.78	139.03	298.48	174.62	431.98	所得税	14.19	21.06	31.85	42.07	54.22
流动负债合计	286.10	344.86	695.39	594.72	1,081.02	净利润	98.34	143.76	227.41	300.23	386.97
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	98.34	143.76	227.41	300.23	386.97
其他	36.87	39.65	36.35	37.62	37.87	每股收益(元)	0.91	1.33	2.10	2.78	3.58
非流动负债合计	36.87	39.65	36.35	37.62	37.87						
负债合计	322.97	384.51	731.74	632.34	1,118.89						
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
股本	80.00	106.67	108.09	108.09	108.09	成长能力					
资本公积	78.81	647.10	647.10	647.10	647.10	营业收入	6.59%	9.38%	62.13%	35.80%	30.98%
留存收益	192.67	904.72	1,104.01	1,354.74	1,656.64	营业利润	31.93%	49.94%	56.72%	32.32%	29.09%
其他	(65.51)	(632.49)	(647.10)	(647.10)	(647.10)	归属于母公司净利润	29.01%	46.20%	58.18%	32.02%	28.89%
股东权益合计	285.97	1,026.00	1,212.10	1,462.83	1,764.73	获利能力					
负债和股东权益总计	608.94	1,410.51	1,943.84	2,095.17	2,883.62	毛利率	43.12%	45.59%	45.79%	45.89%	45.94%
						净利率	15.01%	20.07%	19.58%	19.04%	18.73%
						ROE	34.39%	14.01%	18.76%	20.52%	21.93%
						ROIC	-162.46%	-507.63%	-480.24%	-100.39%	-409.61%
						偿债能力					
						资产负债率	53.04%	27.26%	37.64%	30.18%	38.80%
						净负债率	-99.12%	-81.73%	-121.84%	-104.29%	-125.42%
						流动比率	1.29	3.33	2.37	2.92	2.31
						速动比率	1.09	3.15	2.20	2.71	2.14
						营运能力					
						应收账款周转率	93.41	40.75	56.75	56.75	56.75
						存货周转率	12.94	12.23	12.89	12.92	12.93
						总资产周转率	1.17	0.71	0.69	0.78	0.83
						每股指标(元)					
						每股收益	0.91	1.33	2.10	2.78	3.58
						每股经营现金流	0.98	1.88	4.91	1.55	7.48
						每股净资产	2.65	9.49	11.21	13.53	16.33
						估值比率					
						市盈率	74.98	51.29	32.42	24.56	19.05
						市净率	25.78	7.19	6.08	5.04	4.18
						EV/EBITDA	0.00	18.37	23.24	17.23	11.70
						EV/EBIT	0.00	20.09	24.90	18.39	12.43

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	98.34	143.76	227.41	300.23	386.97
折旧摊销	15.77	15.77	16.85	21.27	25.74
财务费用	(0.00)	0.12	(8.19)	(10.65)	(13.33)
投资损失	(0.42)	(0.16)	(0.50)	(0.50)	(0.50)
营运资金变动	(21.88)	141.35	295.31	(143.26)	410.16
其它	13.81	(97.32)	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	105.61	203.51	530.88	167.10	809.05
资本支出	7.57	29.61	63.30	78.72	49.75
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(27.99)	(258.58)	77.19	(158.23)	(99.25)
投资活动现金流	(20.42)	(228.98)	140.50	(79.50)	(49.50)
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	24.93	604.48	(4.99)	10.65	13.33
其他	(29.94)	(7.86)	(28.12)	(49.50)	(85.07)
筹资活动现金流	(5.01)	596.62	(33.12)	(38.86)	(71.75)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	80.18	571.15	638.27	48.74	687.80

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风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。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com