

亿田智能 (300911.SZ)

披荆斩棘的集成灶 (公司篇) —— 赛道成长叠加份额提升

亿田智能的投资逻辑? 随着管理层完成新老更迭, 亿田渠道+品宣大幅变革迎来改善, 竞争格局未定下亿田紧抓集成灶行业渗透率提升红利, 赛道成长+份额提升将带来亿田业绩高增。

亿田自上市以来做对了什么?

线上转型调整成效显著。 自2020年以来亿田线上份额基本位列行业第二, 21M10线上销额市占率达12%, 同比提升7.3pcts。亿田线上经营成功的原因在于: 1) 管理层面, 内部组织架构调整后补足品宣短板; 2) 渠道层面, 较好平衡线上、线下经销商的利益; 3) 产品层面, 资源集中投放在蒸烤款产品, 带动公司蒸烤款产品占行业的份额高于全品类份额, 高价格带产品占行业的份额高于全品类份额。

线下能否复刻线上的成功经历?

综合亿田线下渠道拓展进程, 未来有望取得不俗成绩。 过往亿田在线下市场表现较弱, 21年9月以来线下进展已初具成效, 21M10线下销额市占率已达14%, 同比+12pcts。公司开拓线下大商具备优势: 1) 直接毛利空间大; 2) 线上线下联动平衡经销商利益; 3) 营销深度绑定蒸烤独立品类。 往后看, 公司积极布局家装渠道等方式, 能够进一步发挥渠道推力, 但KA渠道仍需提升单店GMV。

未来成长空间如何?

亿田的成长空间取决于行业渗透率提升的 β 以及份额提升的 α 。从行业的角度来看, 传统橱柜龙头短期大概率不会与集成灶品牌直接竞争, 传统厨电龙头进军更多促进集成灶行业整体发展。未来随着四五线城市集成灶门店布局逐渐饱和, 一二线城市家装渠道布局及渗透率提升重要性凸显。从公司的角度来看, 1) 高线城市对单店GMV的要求更高, 初始投入更大, 因此需要招募资金实力和资源更强的大商; 2) 对于经销商而言, 亿田具备较好的产品结构抓手, 若蒸烤款占比继续上升, 则亿田的份额能被进一步放大; 3) 对于经销商而言, 营销赋能正逐步形成正循环。 保守测算下, 我们预计亿田在2023年的销量份额能达到7.4%, 较2020年提升2.1pcts。

盈利预测与投资建议。 预计2021-2023年公司实现归母净利润2.19/2.96/4.02亿元, 同比增长52.2%/35.1%/35.9%, 我们认为公司2022年的合理估值范围PE为30倍左右。首次覆盖, 予以“增持”评级。

风险提示: 市场竞争加剧、原材料价格上涨、房地产市场波动、消费需求不及预计、销售渠道单一风险。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	655	716	1,154	1,525	2,003
增长率 yoy (%)	6.6	9.4	61.1	32.2	31.4
归母净利润(百万元)	98	144	219	296	402
增长率 yoy (%)	29.0	46.2	52.2	35.1	35.9
EPS 最新摊薄(元/股)	0.91	1.33	2.02	2.74	3.72
净资产收益率(%)	34.4	14.0	18.4	20.1	21.6
P/E(倍)	84.4	57.8	37.9	28.1	20.7
P/B(倍)	29.0	8.1	7.0	5.6	4.5

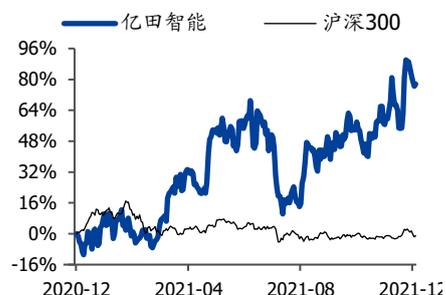
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2021年12月21日收盘价

增持(首次)

股票信息

行业	厨卫电器
12月21日收盘价(元)	77.33
总市值(百万元)	8,358.85
总股本(百万股)	108.09
其中自由流通股(%)	38.79
30日日均成交量(百万股)	1.57

股价走势



作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号: S0680518030002

邮箱: juxinghai@gszq.com

分析师 徐程颖

执业证书编号: S0680521080001

邮箱: xuchengying@gszq.com

研究助理 杨凡仪

邮箱: yangfanyi@gszq.com

相关研究

- 《家用电器: 乘风破浪的扫地机 -- 行业篇》
2021-09-02
- 《家用电器: 披荆斩棘的集成灶 -- 行业篇》
2021-11-01

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	368	1150	1545	1643	2308
现金	283	839	1150	1244	1800
应收票据及应收账款	10	25	32	43	55
其他应收款	6	6	13	12	21
预付账款	10	16	25	29	42
存货	55	62	124	113	188
其他流动资产	4	202	202	202	202
非流动资产	241	261	352	425	518
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	134	151	229	290	367
无形资产	70	68	80	91	106
其他非流动资产	37	42	43	44	45
资产总计	609	1411	1898	2068	2826
流动负债	286	345	664	553	925
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	176	206	401	372	609
其他流动负债	110	139	264	181	316
非流动负债	37	40	40	40	40
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	37	40	40	40	40
负债合计	323	385	704	592	965
少数股东权益	0	0	1	1	1
股本	80	107	108	108	108
资本公积	79	647	647	647	647
留存收益	114	258	457	718	1062
归属母公司股东权益	286	1026	1193	1475	1860
负债和股东权益	609	1411	1898	2068	2826

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	106	204	440	181	672
净利润	98	144	219	296	402
折旧摊销	16	16	16	23	30
财务费用	-5	-8	-29	-21	-22
投资损失	0	0	-2	-1	-1
营运资金变动	-14	42	235	-116	264
其他经营现金流	11	10	0	0	0
投资活动现金流	-20	-229	-105	-95	-122
资本支出	21	29	91	73	93
长期投资	0	-200	0	0	0
其他投资现金流	0	-400	-14	-22	-29
筹资活动现金流	-5	597	-23	7	6
短期借款	-5	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	27	1	0	0
资本公积增加	7	568	0	0	0
其他筹资现金流	-7	2	-25	7	6
现金净增加额	80	571	311	94	556

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	655	716	1154	1525	2003
营业成本	373	390	619	788	1001
营业税金及附加	7	9	14	18	24
营业费用	104	118	223	294	386
管理费用	38	31	32	50	76
研发费用	31	31	51	68	90
财务费用	-5	-8	-29	-21	-22
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	4	23	8	10	11
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	2	1	1
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	109	164	254	337	461
营业外收入	4	1	3	3	3
营业外支出	1	0	1	1	1
利润总额	113	165	256	339	463
所得税	14	21	37	44	61
净利润	98	144	219	296	402
少数股东损益	0	0	1	0	0
归属母公司净利润	98	144	219	296	402
EBITDA	120	155	243	326	447
EPS (元/股)	0.91	1.33	2.02	2.74	3.72

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入 (%)	6.6	9.4	61.1	32.2	31.4
营业利润 (%)	31.9	49.9	55.1	32.6	36.7
归属母公司净利润 (%)	29.0	46.2	52.2	35.1	35.9
获利能力					
毛利率 (%)	43.1	45.6	46.4	48.3	50.0
净利率 (%)	15.0	20.1	19.0	19.4	20.1
ROE (%)	34.4	14.0	18.4	20.1	21.6
ROIC (%)	28.4	11.5	15.8	17.5	19.1
偿债能力					
资产负债率 (%)	53.0	27.3	37.1	28.6	34.1
净负债比率 (%)	-87.0	-78.1	-93.4	-81.8	-94.8
流动比率	1.3	3.3	2.3	3.0	2.5
速动比率	1.0	3.1	2.1	2.7	2.2
营运能力					
总资产周转率	1.2	0.7	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	93.4	40.8	40.8	40.8	40.8
应付账款周转率	2.1	2.0	2.0	2.0	2.0
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.91	1.33	2.02	2.74	3.72
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.98	1.88	4.07	1.68	6.22
每股净资产 (最新摊薄)	2.65	9.49	11.02	13.63	17.19
估值比率					
P/E	84.4	57.8	37.9	28.1	20.7
P/B	29.0	8.1	7.0	5.6	4.5
EV/EBITDA	67.2	47.0	28.8	21.2	14.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 12 月 21 日收盘价

内容目录

1. 亿田自上市以来做对了什么？	5
1.1 管理：内部组织架构调整，补足品宣短板	6
1.2 渠道：平衡线上、线下渠道利益，激励到位	7
1.3 产品：强推蒸烤款，带动 ASP 上移	8
2. 亿田线下能否复刻线上的成功经历？	9
2.1 集成灶行业商业模式为渠道推力+品宣拉力	10
2.2 多举措并行招募大商	10
2.3 开拓线下大商具备哪些优势？	12
2.4 往后看还有哪些渠道推力？	14
3. 亿田未来成长空间？	15
3.1 整装家居龙头：欧派	16
3.2 传统厨电龙头：老板电器	17
3.3 亿田如何应对跨界龙头和传统龙头进军	18
4. 盈利预测与投资建议	19
4.1 盈利预测	19
4.2 估值讨论及投资建议	20
风险提示	21

图表目录

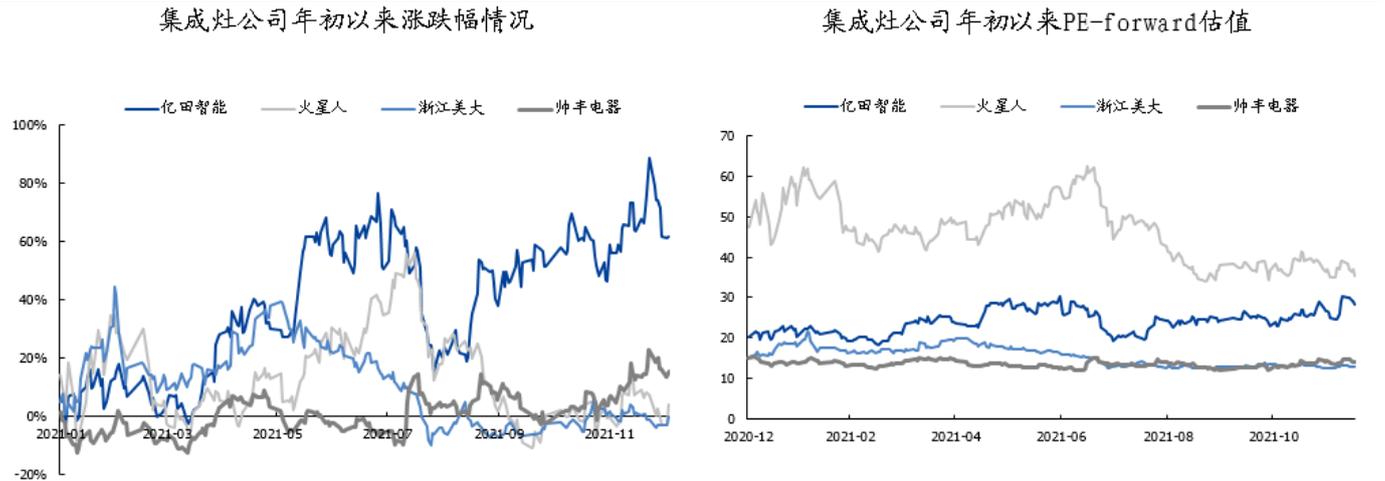
图表 1: 亿田股价涨幅居行业首位, PE Forward 估值保持稳定, 前三季度业绩增速较快	5
图表 2: 21 年 10 月亿田线上市占率达 12%, 同比+7.32pcts	5
图表 3: 亿田线上渠道占比提升显著	5
图表 4: 亿田广告费用率低于行业水平 (%)	6
图表 5: 2019 年亿田销售人员人均薪酬占比均居行业第二	6
图表 6: 公司核心董监高实力强劲	6
图表 7: 全新组织架构实现扁平化管理, 分设营销、品牌专属部门	7
图表 8: 2021 年 9 月公司发布限制性股票激励计划, 绑定核心高管利益	7
图表 9: 亿田自 2019 年起开设线上专款 J、D、Z 系列产品	7
图表 10: 通过线上采购和引流实现线上、线下联动	7
图表 11: 亿田线上集成灶由线下经销商安装数量稳步提升	8
图表 12: 集成灶行业蒸烤一体线上占比提升迅速	8
图表 13: 亿田线上蒸烤一体款占比达 90%左右	8
图表 14: 21 年 10 月 10000-15000 元集成灶产品线上占比达 44%	9
图表 15: 亿田线上产品结构以 10000-15000 元的高端机型为主	9
图表 16: 亿田在蒸烤一体品类中线上销额份额提升明显	9
图表 17: 亿田在 10000-15000 元价格带占行业整体销额比重逐渐攀升	9
图表 18: 21 年 8 月前亿田线下份额不足 5%, 与竞对差距较大	9
图表 19: 21 年 10 月亿田线下市占率达 14%, 同比+11.61pcts	9
图表 20: 产业链中制造壁垒较低, 渠道壁垒较高	10
图表 21: 新店返利政策助力亿田线下门店高端化	11
图表 22: 亿田为经销商提供全方位帮扶服务	11
图表 23: 亿田开启招商新政, 提升经销商入驻质量	11

图表 24: 21H1 亿田经销商平均销售额提升明显 (万元/个)	12
图表 25: 亿田线下经销商直接毛利空间高于火星人的水平	12
图表 26: 亿田通过多维度品宣深度绑定蒸烤独立品类	13
图表 27: 蒸烤独立集成灶在线下已经取得了一定的份额	13
图表 28: 蒸烤独立款产品在亿田线下集成灶中已贡献 30% 左右收入	13
图表 29: 经销商推动家装渠道仍有充足的毛利空间	14
图表 30: 亿田线下高端定制厨房	14
图表 31: 亿田在总部架构层面专设家装中心	14
图表 32: 一线城市由于固定成本较高, 单店运营存在一定难度	15
图表 33: 集成灶行业集中度不高, 21H1 线上、线下 top2 份额分别为 32.5%、38.9%	15
图表 34: 橱柜、集成灶安装均位于装修的前端流程	16
图表 35: 欧派在经销渠道和大宗渠道方面较集成灶公司优势明显 (门店数量: 家; 平均销售额: 万元)	16
图表 36: 名气集成灶发力线上销售	17
图表 37: 老板电器通过代理公司进行渠道管理 (渠道结构为 21Q3)	17
图表 38: 推演老板电器发力集成灶品类的代理商和经销商利益分配	17
图表 39: 亿田单店模型测算 (一二线模型为假设单店 GMV 到达 400 万可以实现小幅盈利)	18
图表 40: 亿田未来市场份额测算	19
图表 41: 公司分业务收入预测表 (百万元; %)	20
图表 42: 可比公司 Wind 一致预期 (截至 2021 年 12 月 17 日)	20
图表 43: 老板电器 PE- forward 估值 (截至 2021 年 12 月 17 日)	21

我们在11月1日发布的《披荆斩棘的集成灶（行业篇）》中回答了1)对集成灶商业模式的认知，2)对产业链价值分配的理解，3)对行业进入壁垒及竞争优势的研究，4)对行业空间的判断。本篇我们基于对行业的认知，回答公司层面：1)亿田智能上市以来做对了什么？2)线下能否复刻线上的成功经历？3)公司未来的成长空间如何？

亿田股价涨幅不断创新高，拆解后发现其PE-forward估值基本保持稳定，但业绩逐季保持较高增速，21年前三季度公司营收、利润同比增速分别达68.6%、62.8%。我们认为公司在业绩端的优秀表现离不开其在线上渠道的成功转型，而当前招大商、换新商战略的实施，多渠道布局的稳步推进也有望带来增长新动力。

图表1：亿田股价涨幅居行业首位，PE Forward估值保持稳定，前三季度业绩增速较快



资料来源：招股说明书，公司官网，Wind，国盛证券研究所（注：各公司涨跌幅情况的基期均为2020年12月31日，PE Forward以当日股价为分子，向后滚动一年的每股收益为分母，亿田智能当前时点对应22年每股收益来自国盛证券预测，其它公司数据来自wind一致预期）

1. 亿田自上市以来做对了什么？

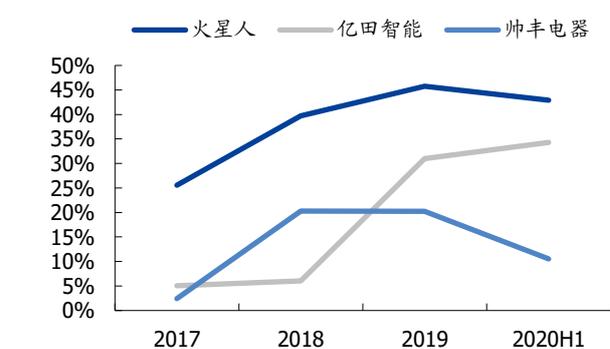
亿田过往线上转型提效较为成功。自2020年以来亿田线上份额基本位列行业第二，仅次于火星人，2021年10月亿田线上销额市占率达12%，同比提升7.3pct。同时，从起自身渠道结构来看，其线上占比也不断提升至20H1的34%，远高于帅丰电器，仅次于火星人。

图表2：21年10月亿田线上上市占率达12%，同比+7.32pcts



资料来源：奥维云网，国盛证券研究所

图表3：亿田线上渠道占比提升显著



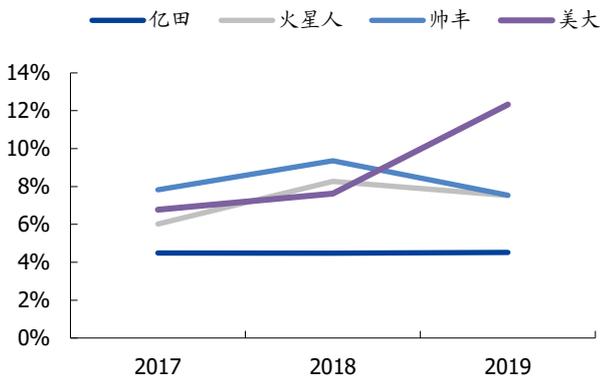
资料来源：招股说明书，公司财报，国盛证券研究所

我们认为，亿田线上经营成功的原因在于：1) 管理层面，内部组织架构调整后补足品宣短板；2) 渠道层面，较好平衡线上、线下渠道的利益；3) 产品层面，强推蒸烤款产品，带动 ASP 上移。

1.1 管理：内部组织架构调整，补足品宣短板

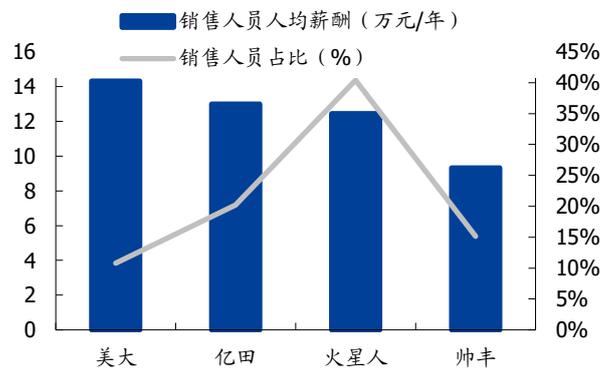
亿田过往品牌知名度较低，我们认为这与其营销强度小、效率低有着密不可分的关系。亿田的广告费用率一直处于行业较低水平，在行业发展初期，认知集成灶品类和品牌的重要性凸显，但亿田品牌曝光率较低，广告投放力度不够，投放方式也较为传统。但亿田的销售人员人均薪酬和人员占比其实并不低，较高的薪酬和人员却没有实现转化，说明销售人员和经销实力之间的转化率有待进一步提高。

图表 4：亿田广告费用率低于行业水平（%）



资料来源：各公司招股说明书，各公司财报，国盛证券研究所

图表 5：2019 年亿田销售人员人均薪酬占比均居行业第二



资料来源：各公司招股说明书，各公司财报，国盛证券研究所

➤ 少东家上任，组织架构与人才引进持续优化

新领袖：新老交接引入活力，治理优化成效可期。21 年年初，少东家孙吉接任总经理，作为年轻力量将营销、渠道、品牌建设提升到战略地位，并引入原老板电器的销售总监庞廷杰担任营销副总裁，引入原火星人电商部部长刘伟担任电商总监，为公司注入全新活力。核心管理层对公司治理起到了中流砥柱的作用，领导班子更换有利于补齐原先的品牌建设短板。

图表 6：公司核心董监高实力强劲

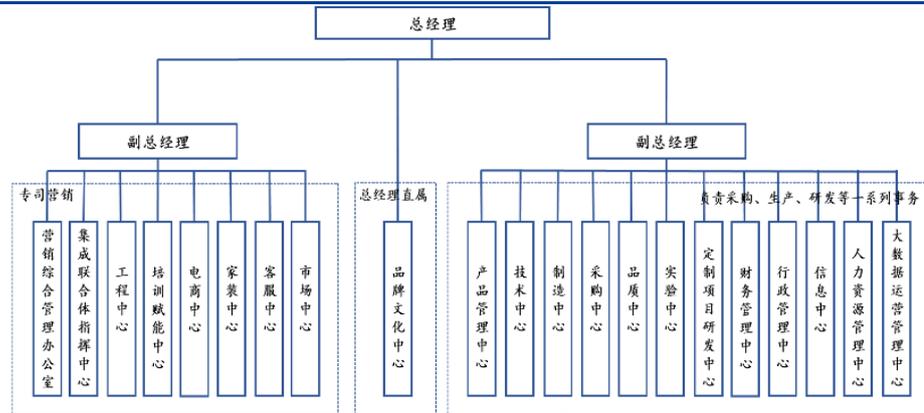
姓名	职位	任职经历
孙伟勇	董事长	1996 年创立公司前身万家发燃具有限，担任董事长；2003 年创办亿田有限
陈月华	董事、总经理	1996 年担任万家发的监事；2003 年-2017 年，任亿田有限监事
孙吉	总经理	2021 年 2 月起接任公司总经理
庞廷杰	营销副总裁	2009 年-2021 年历任老板电器零售 KA 经理、零售 KA 部长、零售销售总监；2021 年上任亿田
王丽娜	监事、采购中心总监	2008 年加入亿田，历任海外部经理、战略采购部经理
江凯	工艺技术部总工程师	2014 年加入亿田，担任总工程师
张延	洗碗机研发室总工程师	曾任美的的洗涤电器主管工程师、海尔洗碗机项目经理等；2016 年任亿田洗碗机技术部主管工程师
赵云峰	集成灶研发室总工程师	2000 年加入亿田，历任烟机技术部总工程师、集成灶研发室总工程师

资料来源：公司招股书，公司公告，国盛证券研究所

新架构：重营销、重品牌，强化激励。21 年 4 月，公司采用全新的管理架构，将营销部门与其他部门区隔，提升营销的重要性；品牌文化中心由总经理直属，将品牌建设提升到战略高度；采用“阿米巴”管理模式，以“省”为单位将各区域的销售单元作为集成

联合体（如京津冀联合体），事业部单元划分为非集成体利润中心（如家装中心、电商中心、工程中心），业务单元的业绩均单独核算，避免吃大锅饭，扁平化管理强化激励。

图表 7: 全新组织架构实现扁平化管理，分设营销、品牌专属部门



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

新激励: 股权激励绑定核心高管利益, 助力公司模式改革。今年9月公司发布股权激励计划, 授予营销副总裁庞延杰和其他 84 名核心管理、技术人员 176.9 万股的限制性股票, 这一激励计划让公司核心管理层利益与公司目标保持一致, 是公司推行“阿米巴”模式的有力支撑, 同时营收考核目标设置较高, 体现出公司对业务高增的信心。

图表 8: 2021 年 9 月公司发布限制性股票激励计划, 绑定核心高管利益

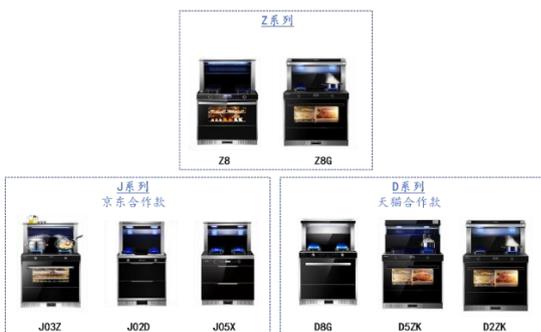
具体内容	
激励对象	高级管理人员、核心管理人员及核心技术人员等 85 人
授予股数	总共授予 176.9 万股限制性股票, 占总股本的 1.66%; 首次授予 151.9 万股, 占总股本的 1.42%
授予价格	30.01 元/股
行权条件	2021-25 年营收同比增速不低于 60%/31%/29%/30%/29%; 2021-25 年净利润同比增速不低于 30%/23%/19%/16%/14%。

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

1.2 渠道: 平衡线上、线下渠道利益, 激励到位

公司较好平衡线上线渠道利益。**1) 线下赋能线上: 专款采购。**公司自 2019 年起陆续推出线上专款 J、D、Z 系列产品, 并与京东、天猫等推出合作款, 线下经销商只能从线上采购销售这类产品, 抬升 SKU 销售规模。**2) 线上赋能线下: 门店引流。**线下经销商加入京东、天猫推出的“火凤凰”、“门店帮”新零售系统, 能够在线上旗舰店的专款商品页面展示门店地址与信息, 帮助解决实体门店获客成本高、门店客流量少的问题。

图表 9: 亿田自 2019 年起开设线上专款 J、D、Z 系列产品



资料来源: 天猫, 京东, 公司官网, 国盛证券研究所

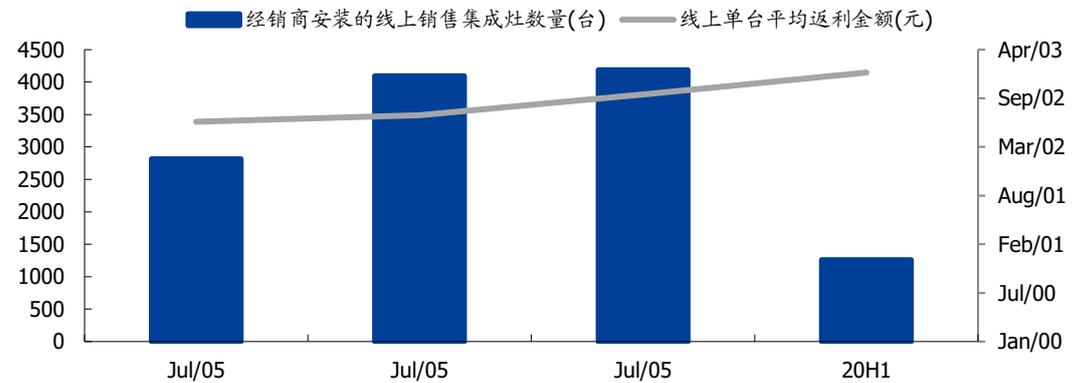
图表 10: 通过线上采购和引流实现线上、线下联动



资料来源: 天猫商城, 国盛证券研究所

亿田对经销商的激励较为充分。公司主要通过**1) 大促节点降低线上采购单价**: 在618、双11等大促关键节点, 公司通过降低线上采购单价对经销商促销, 进一步提升线上采购规模;**2) 提高线上返利**: 线上销售产品由线下经销商负责安装、售后, 公司给予单台超过安装成本的返利, 既平衡了线上、线下渠道在同一区域内销售的利益冲突, 也解决了线上直销产品的安装售后问题;**3) 承担部分线上采购产品的运输费用**: 以2019年为例, 公司承担了经销商部分线上采购产品的运输费用, 该笔费用为211.42万元, 占公司当年线上渠道整体运输费用的50%。

图表 11: 亿田线上集成灶由线下经销商安装数量稳步提升

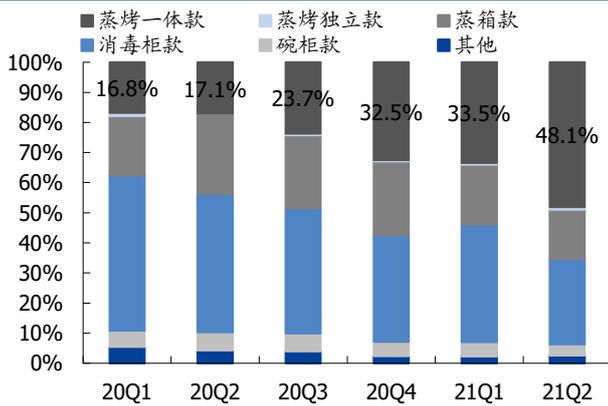


资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

1.3 产品: 强推蒸烤款, 带动 ASP 上移

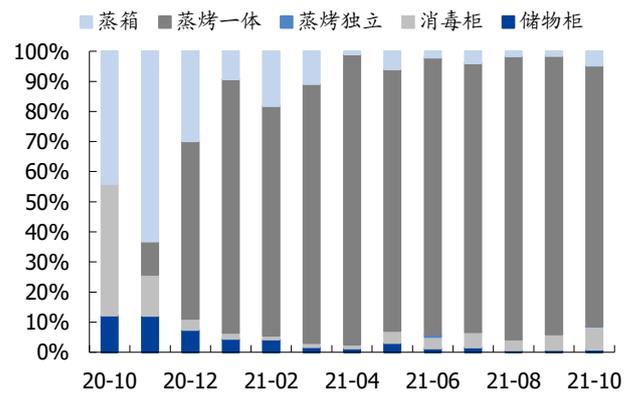
亿田紧抓行业产品升级趋势。集成灶行业产品升级趋势明显, 根据奥维云网数据, 21Q2 蒸烤一体产品占比达 48%, 同比+31pcts, 从亿田自身的产品结构来看, 其线上渠道中蒸烤一体款在其产品占比已近 90%。

图表 12: 集成灶行业蒸烤一体线上占比提升迅速



资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

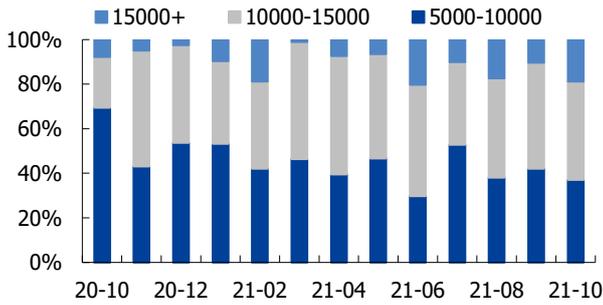
图表 13: 亿田线上蒸烤一体款占比达 90%左右



资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

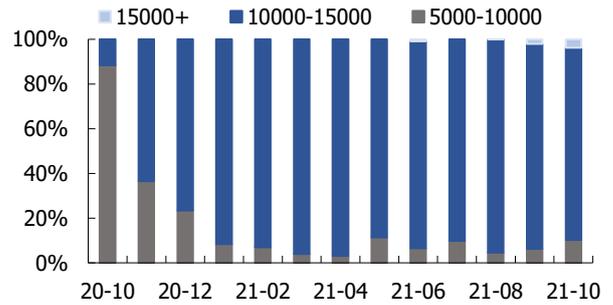
从价格段来看, 21年10月集成灶行业占比最高的产品价格带进一步上探至10000-15000元, 从亿田自身产品结构来看 21M1-10 亿田 12000-14000 元产品占比已达 63%, 其线上万元以上产品占比高达 90%。

图表 14: 21 年 10 月 10000-15000 元集成灶产品线上占比达 44%



资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

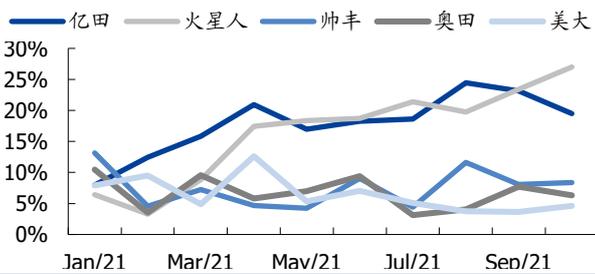
图表 15: 亿田线上产品结构以 10000-15000 元的高端机型为主



资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

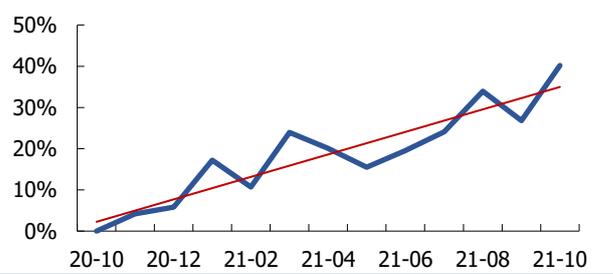
蒸烤款的红利持续兑现。1)公司蒸烤一体款占行业的销额份额从 21 年初提升较为明显, 目前基本稳定在 20%左右, 高于其线上整体份额 (12%)。我们认为蒸烤一体产品力的认知能够提升品牌的认知, 从而带动全品类份额的提升。2)公司在 10000-150000 元价格带占行业的整体销额份额同样提升较为明显, 当前达 40.19%。我们认为公司高价格带份额的提升表明公司品牌调性认知的提升。

图表 16: 亿田在蒸烤一体品类中线上销额份额提升明显



资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

图表 17: 亿田在 10000-150000 元价格带占行业整体销额比重逐渐攀升

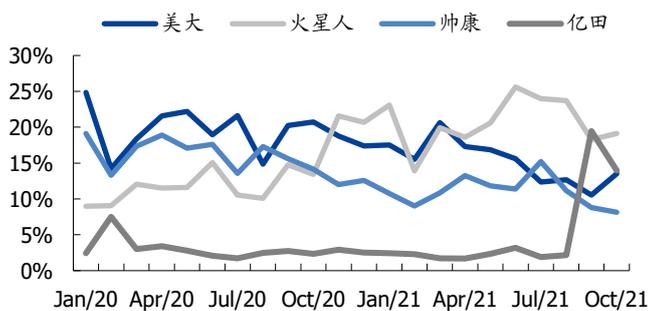


资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

2. 亿田线下能否复刻线上的成功经验?

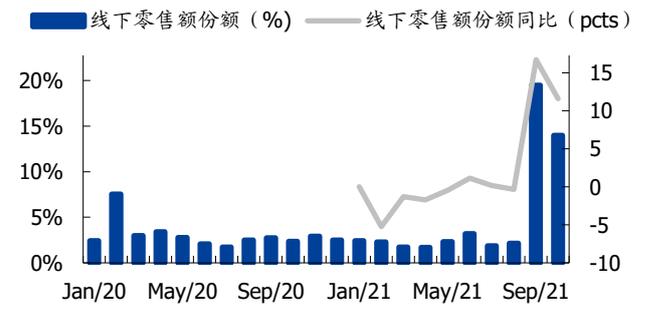
过往亿田在线下表现一般, 21 年 9 月以来线下销售初具成效。根据奥维云网数据, 亿田在线下市场的销额份额基本在 5%以下, 与同行业火星人、美大 (20%左右) 等公司差距较大, 而 2021 年 9 月以来, 亿田线下份额提升较大, 21 年 10 月线下销额市占率已达 14%, 同比+12pcts。

图表 18: 21 年 8 月前亿田线下份额不足 5%, 与竞对差距较大



资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

图表 19: 21 年 10 月亿田线下市占率达 14%, 同比+11.61pcts

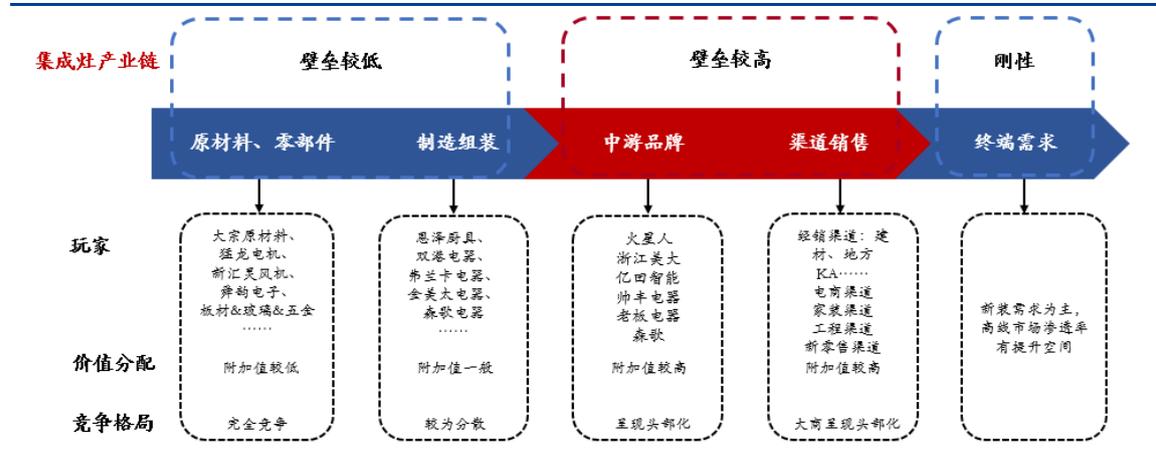


资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

2.1 集成灶行业商业模式为渠道推力+品宣拉力

我们在《披荆斩棘的集成灶（行业篇）》中提到，集成灶的商业模式为渠道推力+品宣拉力。从产业链来看，制造端原材料采购较为便利，零部件配套企业较多，生产流程没有明显技术壁垒且存在代工厂能直接为品牌商提供整机 OEM 或 ODM。

图表 20：产业链中制造壁垒较低，渠道壁垒较高



资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

对核心渠道资源的占领

随着规模的扩大，需要解决如何更高效地管理分散的经销商。当前集成灶公司主要通过招募大商进行市场运作和管理，具有较强资金实力的大商成为各家主动争取的资源。我们认为当前大商需要具备两项关键能力，其一是营销能力，能够赋能产品推广；其二是拉队伍的能力。

从渠道价值分配来看，直接毛利空间大更容易招到大商。因为大商在起步阶段面临较大的资金投入，毛利空间大意味着运用空间更大。在各家毛利空间差别不大的情况下，效率更为关键。上新推广效率、从工厂到销售端的数字化、仓配模式都会在利润空间之外直接影响大商的 ROE。

对新渠道的探索

当前集成灶渠道形态仍有待丰富。后续随着行业规模增长和品类认知形成正回馈，集成灶行业渠道形态进一步拓宽为大概率事件，企业需要具备对新渠道的敏感度。

组织架构的高效化

行业扩容对集成灶企业的管理提出更高的要求。随着销售规模增长，对于集成灶内部组织架构的高效化、政策执行传达能力以及权责分明提出了更高的要求，具有现代化企业管理制度的企业才能较大可能跑出。

2.2 多举措并行招募大商

新店返利政策助力亿田线下门店高端化。其过往的线下门店却多位于街边，以小且散的夫妻店为主，整体形象与公司产品中高端定位偏差较大，容易产生品牌混乱。为提升门店形象，公司加大新店返利力度，为线下经销商提供装修补贴改造门店形象，截至 21H1，公司共完成 800 多家门店的转型升级。

图表 21: 新店返利政策助力亿田线下门店高端化



资料来源: 招股说明书, 公司官网, 国盛证券研究所

亿田在建店、开业、培训三方面为经销商提供帮扶服务。通过向新经销商提供专业的营销及服务团队, 并开设内部培训等方式, 最终达到售前、售中、售后为消费者创造良好购物体验的目的, 促成二次销售。

图表 22: 亿田为经销商提供全方位帮扶服务



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

全新三档招商政策提升经销商质量。2021年公司推出全新招商政策, 在资金、门店面积、人员三方面设立三档标准, 覆盖省、市、县三级城市。同时, 公司积极开启招大商战略, 预计21年及22年各招募10名销售额可达500万以上的大型经销商。

图表 23: 亿田开启招商新政, 提升经销商入驻质量

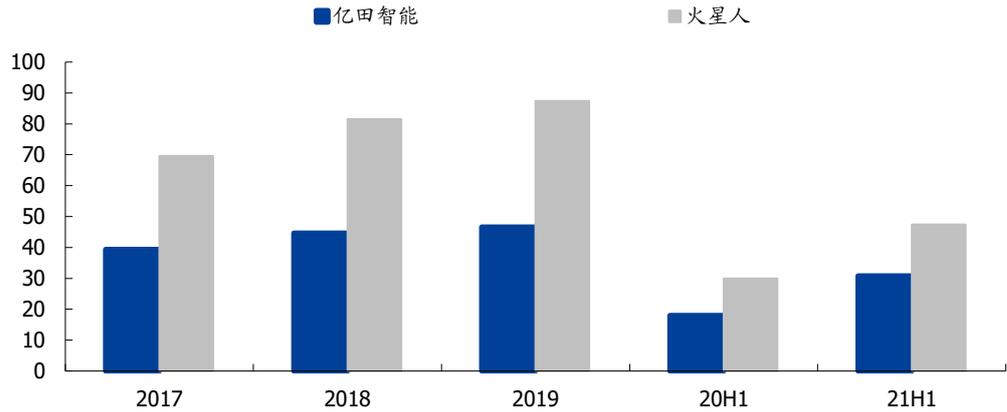
	资金匹配首款	店面面积	人员配备
省级	50万元以上	120 m ² 以上	5-8人
市级	20万元以上	100 m ² 以上	3-5人
县级	10万元以上	80 m ² 以上	2-3人

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

➤ 大商招募进展如何?

亿田通过淘汰过往“空壳”经销商, 平均销售额提升较为明显, 大商战略取得初步成效。公司在老经销商方面优胜劣汰, 新招经销商方面逐步提高门槛, 经销商质量提升明显, 21H1经销商平均销售额为30万元, 较20H1提升72%, 同时与火星人经销商的平均销售额差距也逐渐拉小。

图表 24: 21H1 亿田经销商平均销售额提升明显 (万元/个)



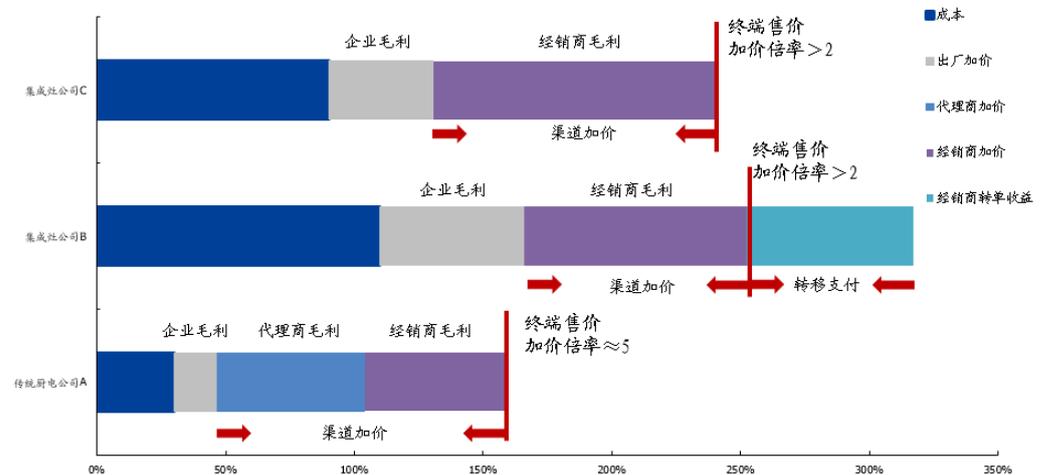
资料来源: 招股说明书、公司公告, 国盛证券研究所 (注: 经销商平均销售额=对应年度或半年度经销收入/经销商数量)

2.3 开拓线下大商具备哪些优势?

➤ 直接毛利空间大

直接毛利空间大有利于大商多网点运作。集成灶企业渠道链条本身较为扁平, 亿田经销商直接毛利空间更大。集成灶企业无代理商这一层级, 2 倍的终端加价倍率虽低于传统厨电, 但是扁平的加价链条可以加大单个经销商的利润空间, 而亿田给予线下经销商的毛利空间高达高于火星人及传统厨电, 直接毛利空间大可以更好吸引经销资源。

图表 25: 亿田线下经销商直接毛利空间高于火星人的水平



资料来源: 公司财报, 招股说明书, 国盛证券研究所

➤ 实现线上、线下联动, 平衡经销商利益

新任领导加盟后线下经销渠道采取全新打法。亿田今年引入原火星人电商总监后, 全面升级渠道打法, 更好平衡经销商利益: 1) 产品区隔明显: 线上主打风机后置的高性价比引流机, 线下主打风机下置的高端产品, 由品牌方承担费用风险, 降低经销商利润的波动; 2) 同款同佣: 经销商无论是在线上还是线下提取同款型的产品分佣相同; 3) 梳理价格体系: 引流机型线上线下价格保持一致。

➤ 营销端赋能经销商，深度绑定蒸烤独立品类

公司在营销端给予经销商支撑，从三个维度打造 S8 系列蒸烤独立的营销体系，在用户层面形成蒸烤独立=亿田的品类认知。1) 核心宣传标语：S8 推出之初，亿田以“蒸烤同步，美味加速”的标语强调蒸烤同步进行的高效，随着业内多家品牌跟进推出相同品类，亿田又选择采用“大厨都用独立式”强调其专业性；2) to b 和 to c 两端宣传并举：亿田在 to b 和 to c 两端都进行宣传，将蒸烤独立产品与品牌深度绑定，to b 端于今年 9 月与奥维云网联合举办《蒸烤独立集成灶产品白皮书》发布会，并邀请红星美凯龙、居然之家、京东等造势，然后以“每卖 10 台蒸烤独立集成灶，有 7 台来自亿田”为宣传语，在高铁、央视等传统媒体，抖音、小红书等新兴媒体进行 to c 端的宣传；3) 用户口碑反馈：亿田通过走访搜集 S8 系列用户的使用感受，让消费者现身说法，形成营销闭环。

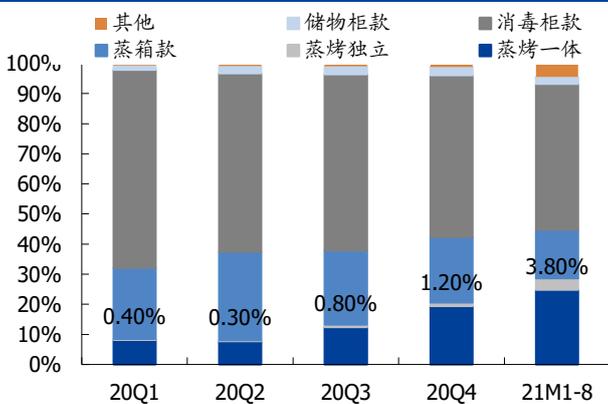
图表 26: 亿田通过多维度品宣深度绑定蒸烤独立品类



资料来源：奥维云网、国盛证券研究所

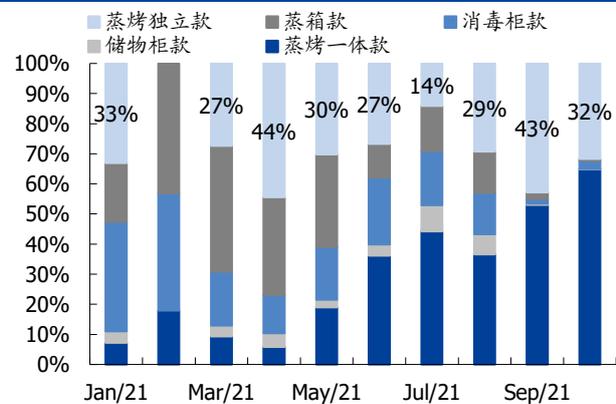
蒸烤独立品类由于售价较高，在行业内占比还较小，但是其清洗方便、同步蒸烤等核心优势解决了用户的痛点，未来随着更多公司推出这一品类，可以带来产品认知度的提升及均价的下探，根据奥维云网数据，21M1-8 蒸烤独立款产品在业内占比为 3.8%，较过往有一定提升。当前，蒸烤独立在亿田内部已贡献 30% 左右的销售，亿田作为业内最早布局蒸烤独立产品，并深度绑定这一品类的公司，未来有望享受品类需求扩张的红利，我们预计中短期蒸烤独立款仍将在营收端有较大贡献。

图表 27: 蒸烤独立集成灶在线下已经取得了一定的份额



资料来源：奥维云网，国盛证券研究所

图表 28: 蒸烤独立款产品在亿田线下集成灶中已贡献 30% 左右收入



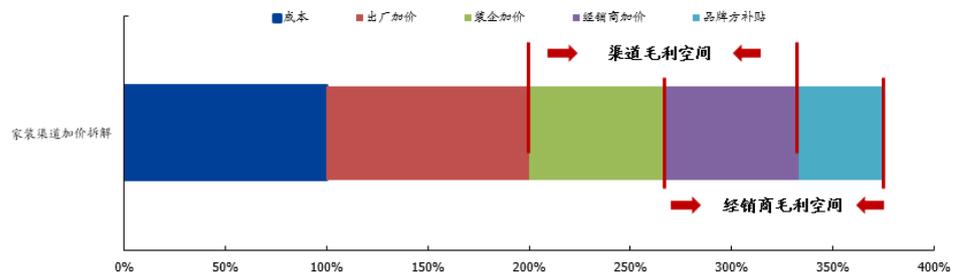
资料来源：奥维云网，国盛证券研究所（注：奥维云网未公布 21 年 2 月亿田储物柜款及蒸烤独立款占比情况）

2.4 往后看还有哪些渠道推力？

➤ 家装渠道：提升一二线城市渗透率的关键抓手

亿田从利润空间、合作对象、特供机型方面采用多重打法积极推进家装渠道布局。1) 利润空间：品牌方补贴叠加经销商让利，合力推进家装渠道布局。当前亿田主要通过原有经销商布局家装渠道，经销商一般给装企预留 15%-20% 的利润空间，品牌方给予经销商 5%-10% 的补贴，既为家装渠道预留充足的利润空间，也减轻经销商的拓展压力；2) 合作对象：与知名家装设计师、小型工作室等合作。由于大型装企与传统厨电企业绑定较深，亿田采取与小型装企工作室及知名家装设计师合作的打法，在宣传层面则打造高端定制厨房展厅吸引客户，一方面利用装修公司分散且数量众多的特点深入毛细血管，另一方面私人工作室的客户群体大多定位高端且愿意尝试新兴品类；3) 特供机型：推出家装特供机型。公司推出较低价位的家装特供机型，并定期派专人巡视避免零售门店乱价。

图表 29：经销商推动家装渠道仍有充足的毛利空间



资料来源：公司财报，招股说明书，国盛证券研究所（装企加价在经销商加价之后，为了便于展示经销毛利空间，故调整顺序）

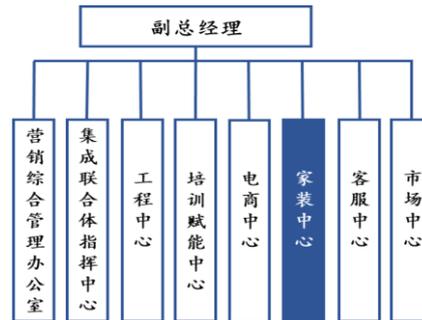
从成果看，公司在 2020 年签约全国 300 多家家装企业，21 年上半年新增合作装企超 500 家，增长势头迅猛。结合公司今年在总部架构层面专设家装中心，从战略上提升对这一渠道的重视，我们预计 22 年公司仍将加大在家装渠道的投入，挖掘新装及部分换装客户潜力。

图表 30：亿田线下高端定制厨房



资料来源：网易新闻，国盛证券研究所

图表 31：亿田在总部架构层面专设家装中心



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

➤ KA 渠道：拓展一线城市网点存在一定难度

进驻 KA 的固定成本较高，需要较大的销售规模来平滑费用压力。公司通过加大补贴力度已基本完成二线城市网点的全面覆盖，未来一线城市的拓展难度较大，需借力大商在销售端逐步发力单店 GMV。我们以单店面积为 120 平方米、年提货额为 100 万的已经跑通的三线城市单店模型，在一二线城市的固定成本和人力成本假设下进行测算，其收入为 200 万元，房租等固定支出成本约 40.8 万元，可变成本约为 66.4 万元，测算最终结果仍然为小幅亏损。综合来看，我们认为亿田以 KA 形态拓展一线城市难度较大，但是

结合当前公司的大商及家装渠道进展，预计亿田仍可在建材市场以及小型装企建立一定辐射，同时通过单店 GMV 的提升反哺 KA 运营能力。

图表 32: 一线城市由于固定成本较高，单店运营存在一定难度

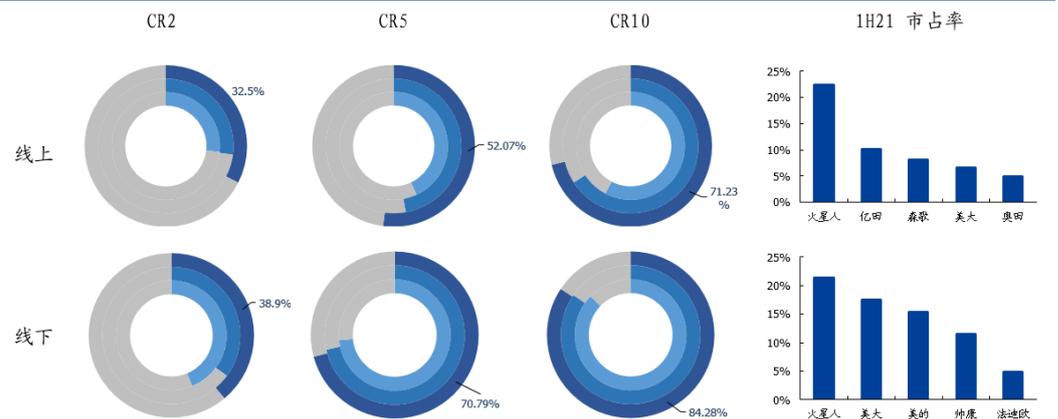
项目	测算值 (万元)	假设
收入	200	
提货成本	100	假设单店提货额为100万
毛利	100	
毛利率	50%	
总费用	107.2	
固定支出成本	40.8	
房租	28.8	假设单店面积为120平方米，房租为200元/平方米/月
装修折损	12	装修按照两年摊销
可变成本	66.4	
水电费	2.4	2000元/月
人工成本	40	5名店员，人均8万/年
售后费用	16	包括安装、售后、运输等，假设费率为8%
动销费用	8	包括做活动、联盟、物料等费用，假设费率为4%
净利	-7.2	
净利率	-3.60%	

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3. 亿田未来成长空间?

当前集成灶行业相较其他家电子行业，集中度不高。1H21 集成灶线上 CR2 为 32.5%，线下 CR2 为 38.9%。而空调、洗衣机线上线下 CR2 达 70%，冰箱也有 50%；对比商业模式非常相似的传统大厨电，其线下 CR2 也接近 50%。我们认为，渠道推力具有一定的进入壁垒，核心渠道资源被先发者瓜分；品宣拉力也具备规模优势，品牌能够占领消费者心智，集成灶行业后续也大概率走向集中，而集中也意味着竞争加剧。

图表 33: 集成灶行业集中度不高，21H1 线上、线下 top2 份额分别为 32.5%、38.9%



资料来源: 奥维云网、国盛证券研究所 (内圈为 2019 年, 中圈为 2020 年, 外圈为 1H21)

在《披荆斩棘的集成灶 (行业篇)》报告中，我们详细论述了集成灶行业竞争的核心要素是效率而非价格。从产品结构角度来说，集成灶产品功能还有进一步迭代的空间，当前各集成灶企业蒸、烤款占比进一步提升，未来集成水洗类占比也有望提升。从产业链价值角度来说，厨电本身有一定的精神属性，集成灶整体的加价倍率也并不高。进一步从商业模式的角度来看，1) 集成灶的制造端因为核心零部件成本占比较低并不会有的供给成本优势，而产品本身安装属性非常强，销售、安装和售后能直接影响消费者的体验。当前阶段集成灶经销商规模仍然较小，继续提升渗透率仍需借助渠道推力。渠道

推力意味着利用社会化的渠道资源增加企业的商业杠杆，利润空间必不可少且是重要的吸引力；2) 品宣拉力投放的费用也需要利润空间保障。

下文主要就两大领域中的龙头企业老板电器和欧派家居分析其在集成灶领域的优劣势，并展望亿田面对跨界龙头的冲击未来成长路径如何。

3.1 整装家居龙头：欧派

欧派打造集成厨房概念，推出集成灶品类。今年3月，欧派紧抓集成厨房大趋势，布局以集成灶品类为主导，关联厨房产品为辅的整体厨房配套解决方案，2021年3月推广集成厨房的前5天，就收获了500+意向加盟商。欧派推出集成灶品类主要意向在于为其集成厨房引流，以一体化设计赚取利润。

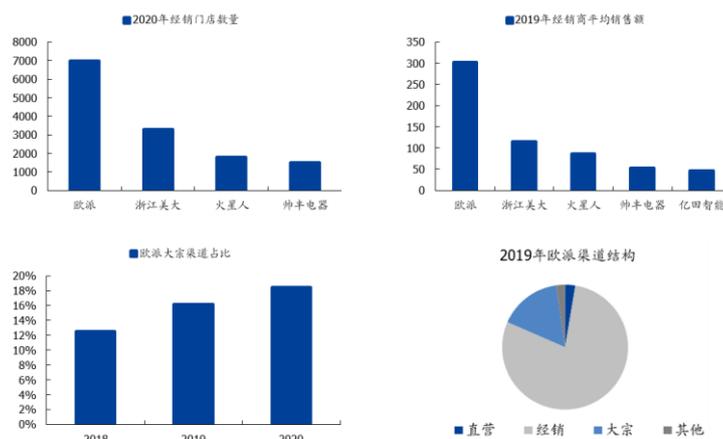
图表 34: 橱柜、集成灶安装均位于装修的前端流程



资料来源：房天下，国盛证券研究所

欧派在渠道方面的竞争优势明显。从流量入口看，橱柜、集成灶的预定和安装都位于装修的前置入口，欧派在橱柜预定阶段可以先于家电品牌攫取这部分流量，而集成灶安装又能有效为后续橱柜安装引流，形成协同效应；从经销渠道角度看，欧派在全国有7000多家经销门店数量，经销商平均提货额在300万元以上，实力远超现有的集成灶专业品牌；从渠道多元化进程看，公司的大宗渠道主要与地产及工程方面签订合同，2020年大宗渠道占比已近20%，成为公司第二大销售渠道，而集成灶品牌由于规模较小等原因进入工程等to b渠道较为困难，欧派在这一渠道的优势可以帮助其获取一定份额。

图表 35: 欧派在经销渠道和大宗渠道方面较集成灶公司优势明显 (门店数量: 家; 平均销售额: 万元)



资料来源：公司财报，国盛证券研究所

但其作为家居企业进入集成灶领域可能面临品类认知的困境。橱柜的定制化属性和电器的大规模标准化商业模式不同，且集成灶这类使用明火的厨电产品，安全性、排烟效率等是消费者购买时的重要考量，其品牌延伸性可能较难获得消费者的认可。

3.2 传统厨电龙头：老板电器

老板电器自收购金帝后逐步布局集成灶业务，后又在“名气”这一子品牌下推出中低价格带集成灶产品，发力线上销售。当前老板电器进一步加快“老板”主品牌集成灶布局，今年12月两条集成灶产线有望投产，明年有望上新数款集成灶新品。

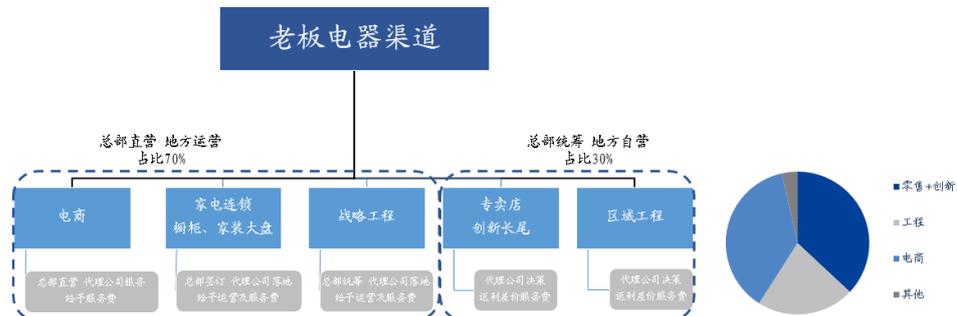
图表 36: 名气集成灶发力线上销售



资料来源：奥维云网、国盛证券研究所（内圈为20年1-9月，外圈为21年1-9月）

老板电器在渠道和品宣方面无疑具有非常强的竞争力。老板电器在渠道管理和渠道多元化方面都较为成熟，不仅在北京、上海设立子公司，还在全国设立 84 家受控式代理公司，进行分销管理，在零售+创新渠道、工程渠道和电商渠道占比也较为均衡；在品宣方面，老板凭借过去大吸力的心智占领以及营销费用绝对额的优势，有望尽快建立消费者对于“老板”品牌集成灶品类的认知。

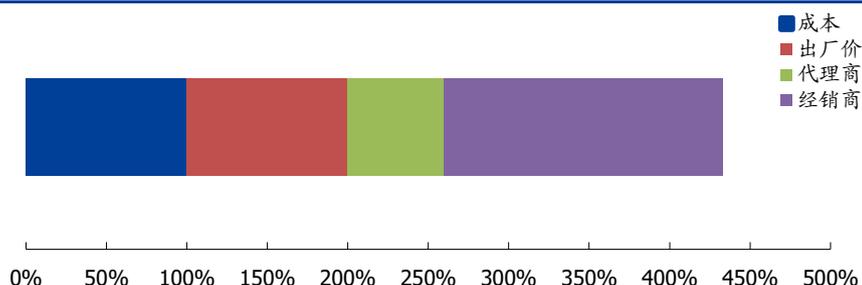
图表 37: 老板电器通过代理公司进行渠道管理（渠道结构为 21Q3）



资料来源：公司财报、国盛证券研究所

老板电器发力集成灶需协调现有代理商和经销商的利益分配。现有集成灶企业的渠道链条整体较为扁平，加价倍率约为 1 倍，老板电器需要将 1 倍左右的加价率在代理商和经销商进行分配，同时需要协调代理和销售原有烟机产品的利润率。我们判断，1) 以老板电器的品牌调性，终端售价大概率会高于现有集成灶品牌，为渠道利润腾出部分空间。2) 代理商让渡部分利润空间给经销商。

图表 38: 推演老板电器发力集成灶品类的代理商和经销商利益分配



资料来源：公司财报、国盛证券研究所

集成灶利润空间小于原有产品，但集成灶和原有产品是两种形态，尽管会替代部分老板电器原有产品的需求，但也会贡献部分纯的毛利增量。**因此我们认为，代理商及经销商仍有较大的驱动力推进集成灶产品销售。**而在销售形态方面，专营店对心智的占领更为深刻，但落地时间更长，**融合店或者扩充展厅的模式落地较快，或为短期内的选择。但从中长期来看，专厅建设具有必要性，不断加深消费者的认知，同时不会与传统厨电形成直接竞争。**

3.3 亿田如何应对跨界龙头和传统龙头进军

从行业的角度来看，传统橱柜龙头短期大概率不会与集成灶品牌直接竞争，传统厨电龙头进军更多促进集成灶行业整体发展。以欧派来看，欧派推出集成灶更多起到引流作用，与橱柜安装形成协同效应，且消费者出于安全性考量，在购买电器时更愿意选择专业性品牌；**以老板电器来看，老板电器在推出集成灶品类初期主要以四五线城市的融合店为主，根据我们的测算，亿田在四五线城市的经销商净利空间充足，初始投入仅在30万左右，亿田仍有可能在大本营取得良好发展，而老板的加入更多会提升集成灶行业的品类认知。**

从更长维度看，未来一二线城市仍是集成灶必争之地。当前业内美大的门店数量达3000家，火星人、亿田、帅丰均在2000家以内仍有一定的提升空间。但是考虑到我国县级行政单位有2862个（截至2019年），我们认为集成灶门店已经基本完成具有一定消费能力的行政单位的门店覆盖。**若考虑到集成灶行业当前的出货量较难支撑较高的门店密度，后续低线城市网点布局及渗透率提升对行业的增量贡献有限，一二线城市网点和渗透率提升的重要性大大增加。**

当前亿田布局一二线城市尚需跑通单店模型，但我们也提到：1) 高线城市对单店GMV的要求更高，初始投入更大，因此需要招募资金实力和资源更强的大商；2) 对于经销商而言，亿田具备较好的产品结构抓手，若蒸烤款占比继续上升，则亿田的份额能被进一步放大；3) 对于经销商而言，营销赋能正逐步形成正循环。退一步说，我们认为公司也可以在高线城市通过直营的模式运营门店，持续推进品牌露出。

图表 39: 亿田单店模型测算（一二线模型为假设单店GMV到达400万可以实现小幅盈利）

四五线城市单店模型			一二线城市单店模型		
项目	测算值(万元)	假设	项目	测算值(万元)	假设
初始投入	34.6		初始投入	108	
初期垫资打款	20	主要是打给工厂的货款	初期垫资打款	40	主要是打给工厂的货款
首期房租	9.6	假设年付	首期房租	48	假设年付
装修	10		装修	40	
新店政策补贴	5	品牌方给予经销商一定的装修补贴	新店政策补贴	20	品牌方给予经销商一定的装修补贴
收入	180		收入	400	
提货成本	100	假设单店提货额为100万	提货成本	200	假设单店提货额为200万
毛利	80		毛利	200	
毛利率	44%		毛利率	50%	
总费用	42		总费用	179	
固定支出成本	14.6		固定支出成本	68	
房租	9.6	假设单店面积为80平方米，房租为100元/平方米/月	房租	48	假设单店面积为200平方米，房租为200元/平方米/月
装修折损	5	装修按照两年摊销	装修折损	20	装修按照两年摊销
变动成本	27.4		变动成本	111	
水电费	1.2	1000元/月	水电费	3	2500元/月
人工成本	10	2名店员，人均5万/年（亦可为夫妻店）	人工成本	40	5名店员，人均8万/年
售后费用	14.4	包括安装、售后、运输等，假设费率为8%	售后费用	40	包括安装、售后、运输等，假设费率为10%
动销费用	1.8	包括做活动、联盟、物料等费用，假设费率为1%	动销费用	28	包括做活动、联盟、物料等费用，假设费率为7%
净利	38		净利	21	
净利率	21.11%		净利率	5.25%	

资料来源：公司公告，公司官网，国盛证券研究

伴随老板电器的入局，集成灶品类认知有望得到进一步强化，即使假设集成灶行业没有烟机替换的更新需求，只有新增需求。在新增需求中，精装修住宅渗透率逐渐加速，但技术较低；非新装修住宅以每年5%左右的增速渐进式提升。行业出货量增速仍然在15%

以上。即使假设老板电器等入局会挤占原有集成灶品牌的份额，保守测算下，我们预计亿田在 2023 年的销量份额仍能达到 7.4%，较 2020 年提升 2.1pcts。

图表 40: 亿田未来市场份额测算

项目	2020	2021E	2022E	2023E
新增住宅套数 (万套)	1334.8	1354.8	1375.2	1395.8
yoy	1.0%	1.5%	1.5%	1.5%
非精装修占比	79.0%	78.0%	77.0%	76.0%
新增非精装修住宅套数 (万套)	1054.5	1056.8	1058.9	1060.8
集成灶非精装修住宅渗透率	23.4%	28.0%	32.5%	37.5%
新增精装修住宅套数 (万套)	280.3	298.1	316.3	335.0
集成灶精装修住宅渗透率		1.0%	3.0%	6.0%
集成灶行业销量 (万台)	247.0	298.9	353.6	417.9
yoy	17.6%	21.0%	18.3%	18.2%
亿田集成灶销量份额	5.3%	6.6%	6.9%	7.4%

资料来源: 国家统计局、奥维云网, 国盛证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

- ✓ **营收:** 公司主营业务集成灶目前占比近 90%，其他产品主要包括油烟机、燃气灶等厨电。随着公司多渠道网络体系的逐步完善，我们预计整体营收将保持较高增速，2021-2023 年公司营收 11.54/15.25/20.03 亿元，同比增速为 61.09%/32.16%/31.36%。
- ✓ **毛利率:** 公司毛利率较高的集成灶营收占比持续升高，2020 年集成灶营收占比 89.76%，21H1 该比例进一步上升至 92.30%。随着公司整体均价上探，预计公司毛利率仍有上升空间，2021-2023 年为 46.39%/48.31%/50.03%。
- ✓ **期间费用:** ①**管理费用**，公司实行全员一岗一考核及积分管理试点提升绩效管理，而人均效率和人均产能也受益于智能制造有所提升，管理变革降本增效显著，预计管理费率较前几年有一定下滑，后续将保持平稳；②**销售费用**，由于集成灶品类及品牌认知仍需进一步深化，公司需要增加相关宣传和推介，预计近几年销售费用率将维持在较高水平。营销投入加大在短期内增加销售费用，一定程度影响盈利能力。但从长期看，品牌曝光度的增加可以帮助品牌更好成长，并形成坚实的品牌壁垒；③**研发费用**，公司的研发费率一直保持在同业较高水平，考虑到行业整体推新节奏较快，公司实行“发布一代、储备一代、研发一代”战略，未来仍将保持较高的研发费率水平。
- ✓ **归母净利润:** 综上，我们预计 2021-2023 年公司实现归母净利润 2.19/2.96/4.02 亿元，同比增长 52.2%/35.1%/35.9%。

图表 41: 公司分业务收入预测表 (百万元; %)

百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
汇总					
总营收	654.94	716.35	1154.00	1525.07	2003.31
yoy	6.59%	9.38%	61.09%	32.16%	31.36%
成本	372.55	389.77	618.68	788.30	1001.00
毛利	282.39	326.58	535.32	736.77	1002.31
毛利率	43.12%	45.59%	46.39%	48.31%	50.03%
集成灶					
-占比	89.25%	89.76%	93.27%	94.70%	95.88%
收入	584.56	643.03	1076.28	1444.24	1920.87
yoy	10.72%	10.00%	67.38%	34.19%	33.00%
销量 (万台)	13.23	13.20	19.73	24.49	30.74
yoy	1.50%	-0.22%	49.45%	24.15%	25.53%
单价 (元/台)	4419.05	4871.56	5455.89	5897.26	6248.29
yoy	9.08%	10.24%	11.99%	8.09%	5.95%
成本	323.89	345.35	573.37	742.09	953.87
yoy	3.07%	6.63%	66.02%	29.43%	28.54%
毛利	260.66	297.67	502.90	702.15	967.00
毛利率	44.59%	46.29%	46.73%	48.62%	50.34%
其他产品					
-占比	10.75%	10.24%	6.73%	5.30%	4.12%
收入	70.38	73.32	77.72	80.83	82.45
yoy	-18.61%	4.17%	6.00%	4.00%	2.00%
成本	48.66	44.42	45.30	46.21	47.13
yoy	-26.45%	-8.72%	2.00%	2.00%	2.00%
毛利	21.73	28.91	32.42	34.62	35.31
毛利率	30.87%	39.42%	41.71%	42.83%	42.83%

资料来源: 奥维云网, 公司招股书, 公司年报, 国盛证券研究所

4.2 估值讨论及投资建议

相对估值: 公司的主营业务为集成灶, 我们选取同样专注于集成灶领域的火星人、帅丰电器、浙江美大为可比公司。2021年三家公司平均 PE 为 27 倍, 2022 年平均 PE 为 21 倍。

图表 42: 可比公司 Wind 一致预期 (截至 2021 年 12 月 17 日)

	2020A	2021E	2022E	2023E
火星人	78.60	47.22	35.18	27.11
美大	20.97	15.28	12.77	10.84
帅丰	20.92	18.12	13.86	10.87
行业平均	40.16	26.87	20.60	16.27

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

若对传统厨电龙头老板电器进行 PE-forward 估值复盘, 2012-2016 年公司业绩保持较高增速, 估值进一步抬升至 30X。考虑到集成灶行业仍有渗透率提升的 β , 亿田管理层完

成新老更迭，渠道+品宣大幅变革迎来改善，竞争格局未定下亿田紧抓集成灶行业渗透率提升红利，赛道成长+份额提升逻辑将带来亿田业绩高增。综合来看，我们认为公司2022年的合理估值范围PE为30倍左右。首次覆盖，予以“增持”评级。

图表 43: 老板电器 PE-forward 估值 (截至 2021 年 12 月 17 日)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

风险提示

市场竞争加剧: 当前集成灶行业整体竞争格局未定，一方面行业较高的利润率水平吸引众多企业进入该行业，行业竞争加剧；另一方面伴随传统厨电龙头及家居整装龙头全面进军集成灶领域，品类认知虽有望进一步深化，但是龙头进入可能会挤占本公司市场份额。

原材料价格上涨: 集成灶产品的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，直接原材料占比较高。若直接原材料上涨幅度较大，会影响公司的采购成本，进而影响到盈利水平。

房地产市场波动: 集成灶作为地产后周期品类，受新房及二手房交付直接影响，由于当前集成灶主要以新增需求为主，未来如果地产持续下行会对集成灶整体市场造成较大的负面影响。

消费需求不及预计: 集成灶单台价格较高，若消费整体恢复不及预期，可能对集成灶需求端产生较大影响。

销售渠道单一风险: 公司以经销渠道为主，整体占比较高。公司近年来虽然加大了对KA、电商、家装等渠道的布局，但是若渠道多元化进展不顺，消费者消费习惯发生改变，亿田对单一渠道的依赖可能会带来一定的风险。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com