

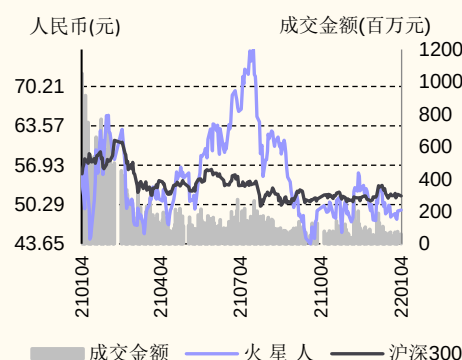
火星人 (300894.SZ) 增持 (首次评级)**公司深度研究**

市场价格 (人民币): 49.37 元

目标价格 (人民币): 54.30 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	4.05
已上市流通 A 股(亿股)	1.13
总市值(亿元)	199.95
年内股价最高最低(元)	76.45/43.65
沪深 300 指数	4918
创业板指	3250

**首次覆盖：营销与渠道双轮驱动，集成灶龙头未来可期****公司基本情况 (人民币)**

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,326	1,614	2,340	3,073	4,006
营业收入增长率	38.77%	21.71%	44.96%	31.34%	30.36%
归母净利润(百万元)	240	275	421	550	711
归母净利润增长率	159.60%	14.79%	53.02%	30.58%	29.38%
摊薄每股收益(元)	0.658	0.680	1.040	1.358	1.757
每股经营性现金流净额	1.10	1.04	2.01	1.97	2.67
ROE(归属母公司)(摊薄)	41.20%	20.46%	25.60%	26.52%	26.71%
P/E	n/a	72.11	46.32	35.47	27.42
P/B	n/a	14.75	11.86	9.41	7.32

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **集成灶后起之秀，收入规模跃居行业第一：**公司成立时间晚于可比公司十年左右，但初创团队配置较高且战略布局清晰，业绩增速明显高于可比公司。2016-2020 年公司收入与净利润 CAGR 分别为 47.2%、50.4%。2021 年前三季度公司实现收入 16.0 亿、同比增长 59.0%；净利润 2.7 亿，同比增长 75.7%，收入规模首次超过浙江美大成为行业龙头。
- **高研发、高审美打磨好产品，营销布局兼具长期品牌力建设与短期出圈：**公司研发投入在行业中处于领先水平，2020 年公司研发费用 0.58 亿，高于美大 0.54 亿，领先第二梯队亿田、帅丰较多。2016 年集成灶进入快速发展期，头部品牌加大营销投入，2020 年公司销售费用率达 25.0%，高于可比公司约 10pct。公司营销布局兼具长期品牌力建设与短期出圈，积极把握内容营销新趋势、家居类 MCN 及家装类风口。
- **专项返利缓解渠道利益冲突，线下经销稳步扩张：**公司大力发展线上渠道，2017-2020 年线上收入 CAGR 为 53.0%，21H1 线上收入 3.8 亿，同比增长 73.7%，在总收入中占比 41.1%，远高于行业平均水平。通过线上销量专项返利政策调动经销商线上采购积极性，缓解渠道利益冲突，线上积累的销量和口碑也为线下赋能。线下渠道方面，经销商规模及质量稳步提升。

投资建议与估值

- 集成灶行业渗透率提升逻辑持续得到数据验证，公司产品力领先，在营销和渠道上的先发优势明显，作为龙头有望充分受益行业快速成长的红利。预计公司 2021-2023 年收入分别为 23.4、30.7、40.1 亿元，同比增长 45.0%、31.3%、30.4%；净利润为 4.2、5.5、7.1 亿元，同比增长 53.0%、30.6%、29.4%，当前股价对应 PE 47x、36x、28x。公司管理层优质，业绩成长性强，给予公司 2022 年 40 倍估值，目标价 54.3 元，首次覆盖，给予公司“增持”评级。

风险

- 终端消费疲软，渗透率提升不及预期；传统厨电、大家电龙头入局加剧行业竞争风险；原材料价格上涨风险；限售股解禁风险。

谢丽媛 分析师 SAC 执业编号：S1130521120003
xieliyuan@gjzq.com.cn

邓颖 联系人
dengying@gjzq.com.cn

内容目录

1. 基本情况：集成灶后起之秀，快速成长的龙头	4
1.1. 后发先至抢滩行业红利，收入规模跃居行业第一	4
1.2. 股权集中，管理决策一致性较高	5
2. 品牌营销：高投入与积极的营销策略	5
2.1. 高举高打，提升品牌知名度	5
2.2. 营销布局兼具长期品牌力建设与短期出圈	6
3. 渠道：把握电商发展红利，线上线下双轮驱动	8
3.1. 线上维持高增长，电商渠道行业第一	8
3.2. 线下经销商稳步扩张	10
3.3. 其他渠道：加快完善布局，提供新的增长动力	11
4. 高研发投入，产品品质及设计领先	11
5. 财务分析	12
盈利预测与投资建议	14
风险提示	15

图表目录

图表 1：可比公司收入规模对比（单位：亿元）	4
图表 2：可比公司收入增速对比	4
图表 3：可比公司净利润规模对比（单位：亿元）	4
图表 4：可比公司净利润增速对比	4
图表 5：公司收入按照产品拆分	5
图表 6：公司产品矩阵丰富	5
图表 7：公司股权结构	5
图表 8：可比公司销售费用对比（单位：亿元）	6
图表 9：可比公司销售费用率对比	6
图表 10：公司销售费用构成（单位：万元）	6
图表 11：公司销售人员数量及占比	6
图表 12：公司广告宣传费构成	7
图表 13：公司多平台营销活动	7
图表 14：可比公司官方账号平台影响力	8
图表 15：公司销售渠道梳理	8
图表 16：公司线上收入及同比增速	9
图表 17：公司线上销量返利金额及占冲减返利前的线上销售总收入的比重	9
图表 18：经销商线上&线下采购方式对比	10
图表 19：双十一期间集成灶全网销售连续七年第一	10
图表 20：可比公司经销商数量对比	11
图表 21：可比公司线下门店数量对比	11

图表 22: 可比公司单个经销商提货额对比 (单位: 万元)	11
图表 23: 可比公司研发费用对比 (单位: 百万元)	12
图表 24: 可比公司研发人员数量对比	12
图表 25: 可比公司专利数对比	12
图表 26: 可比公司毛利率对比	13
图表 27: 可比公司管理费用率对比	13
图表 28: 可比公司财务费用率对比	14
图表 29: 可比公司净利率对比	14
图表 30: 可比公司存货周转率对比	14
图表 31: 可比公司应收账款周转率对比	14
图表 32: 公司收入拆分与预测	15
图表 33: 可比公司估值表	15

1. 基本情况：集成灶后起之秀，快速成长的龙头

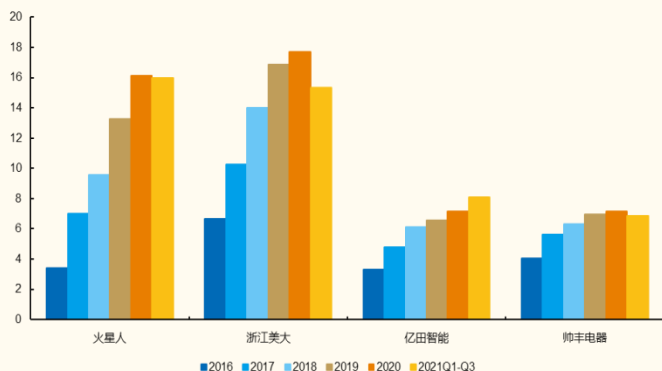
1.1. 后发先至抢滩行业红利，收入规模跃居行业第一

后发先至抢滩集成灶成长红利，顶层管理层配置助力长远战略布局。从成立时间来看，公司前身火星人有成立成立于 2010 年 4 月，晚于可比公司十年左右（帅丰 1998 年、美大 2001 年、亿田 2003 年）。但公司初创团队配置较高，创始人黄卫斌先生此前于服装行业有多年创业管理经验，核心人员曾任职方太、美的等家电龙头。顶层管理层配置赋能公司战略决策，成立以来即坚持以产品为基石，以营销为推手的发展策略，布局清晰且格局远大。

营销和渠道双轮驱动，公司业绩保持高速增长，收入规模跃居行业第一。2016-2020 年公司收入与净利润 CAGR 分别为 47.2%、50.4%，增速远高于可比公司。从营收和净利润规模来看，公司处于行业第一梯队，2021 年前三季度公司实现收入 16.0 亿、同比增长 59.0%；净利润 2.7 亿，同比增长 75.7%，收入规模首次超过美大成为行业龙头。

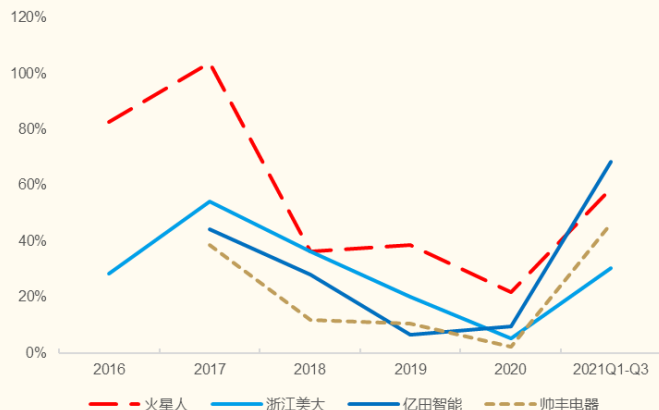
2018 年净利润规模及增速有明显下滑，系当年存在 0.94 亿元的股份支付费用，剔除股份支付影响后，2018、2019 年净利润同比增速分别为 13.9%、29.3%，略低于收入增速，主要因为销售费用投入增加。

图表 1：可比公司收入规模对比（单位：亿元）



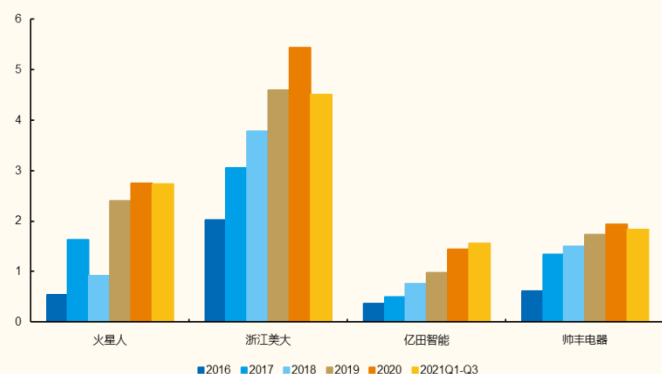
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 2：可比公司收入增速对比



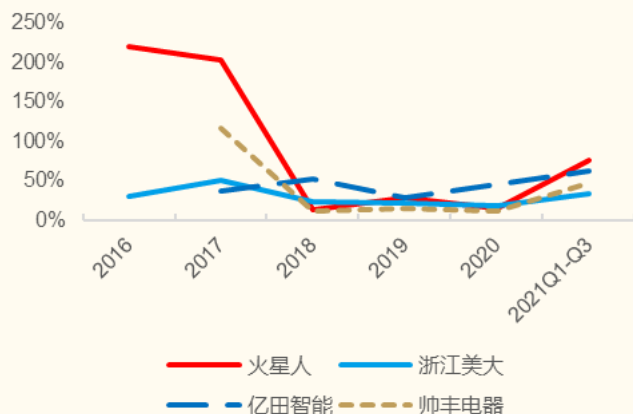
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 3：可比公司净利润规模对比（单位：亿元）



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 4：可比公司净利润增速对比

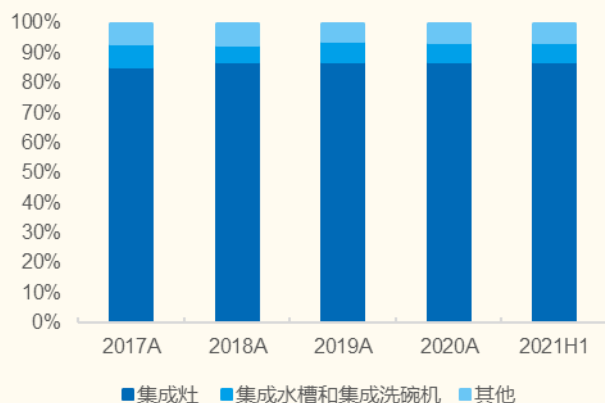


来源：公司公告（火星剔除股份支付影响）、国金证券研究所

以集成灶为主业，产品矩阵丰富，外延集成水槽和集成洗碗机布局。从收入构成来看，集成灶是公司的核心产品，2017 年以来在总收入中占比基本在 85%

以上。目前公司集成灶已有 X、E、Q、T 四大系列，覆盖不同价格段，其中 X、Q 系列相对高端，出货价在 5.5k 以上，主要在线下销售；E、T 为电商专供，出货价在 5k 以内。此外，公司 2015 年推出了集成水槽、2018 年推出了集成洗碗机，进一步丰富了厨电产品矩阵。

图表 5：公司收入按照产品拆分



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 6：公司产品矩阵丰富

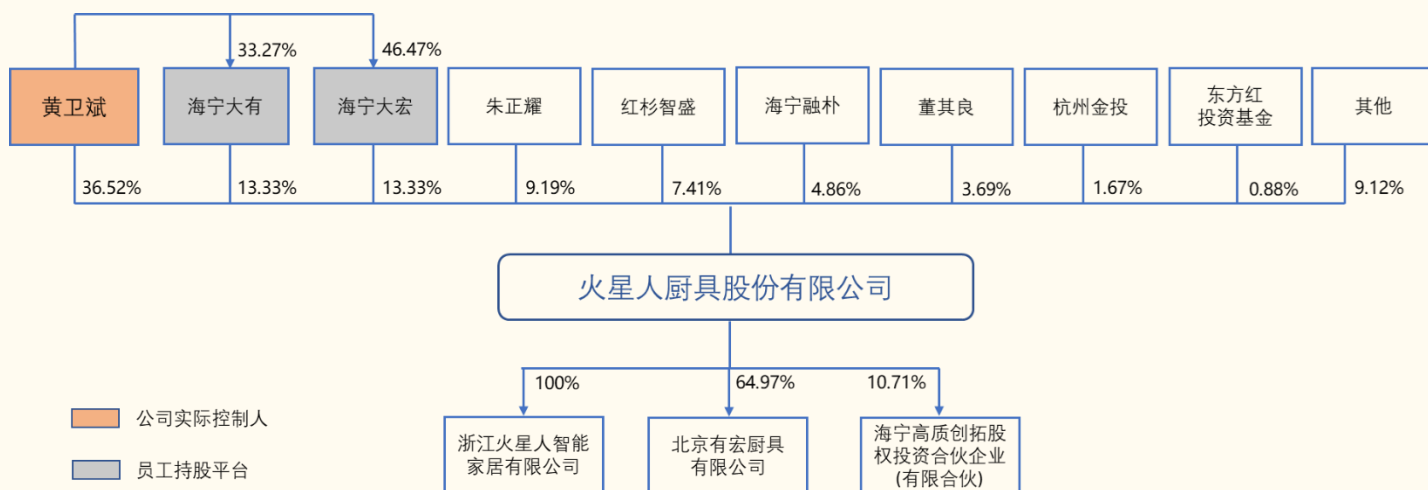


来源：公司官网、国金证券研究所

1.2. 股权集中，管理决策一致性较高

股权集中度高，实际控制人合计控制公司股份 63.1%，管理决策一致性高。董事长黄卫斌先生直接持有公司股权 36.5%，并通过海宁大有、海宁大宏（系员工持股平台）间接持有公司股份 13.3%、13.3%，合计控制公司股份比例 63.1%，为公司实际控制人。2019 年 6 月红杉资本通过股权转让的方式入股火星人，目前红杉资本持有公司股份 7.4%。

图表 7：公司股权结构



来源：wind（截至 2021.9.30）、国金证券研究所

2. 品牌营销：高投入与积极的营销策略

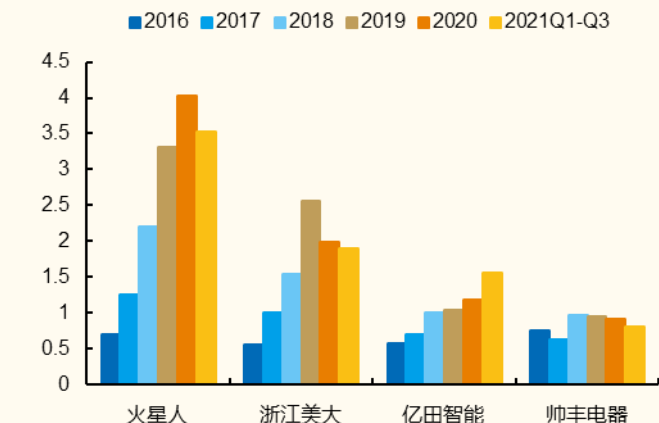
2.1. 高举高打，提升品牌知名度

集成灶具备强安装属性、单价高，品牌是影响消费者决策的重要因素。公司重视品牌建设，投入高、布局早。集成灶安装属性强、更新周期长，且作为大件

厨电，消费者对于安全性要求高，品牌是选购时的重要考虑因素。公司较早认识到营销对于集成灶推广的重要性，维持高营销投入，注重品牌力打造，是公司收入规模能够快速扩张的重要原因。

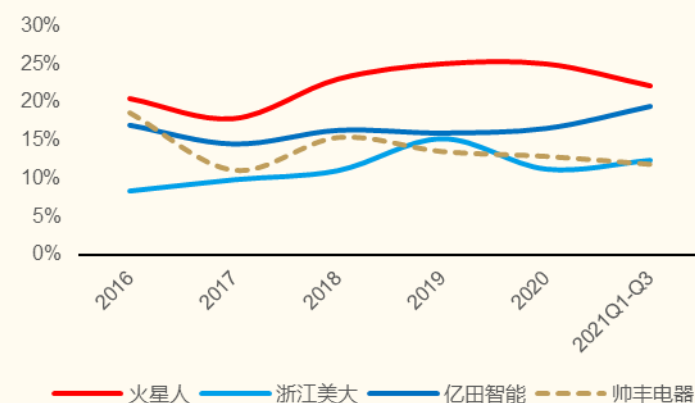
伴随着集成灶品类 2016 年进入快速发展期，各龙头品牌纷纷加大营销投放力度，销售费用显著增加，其中火星人表现最为突出。2020 年公司销售费用率达 25.0%，高于可比公司约 10pct。集成灶产品尚处在渗透率快速提升的阶段，营销投入的转化率较高。

图表 8：可比公司销售费用对比（单位：亿元）



来源：公司公告、国金证券研究所

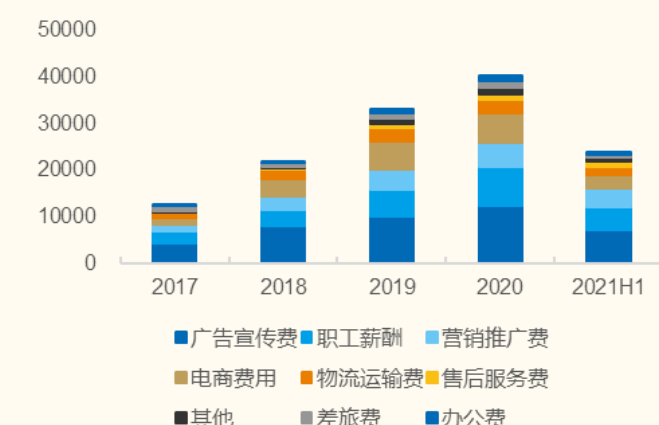
图表 9：可比公司销售费用率对比



来源：公司公告、国金证券研究所

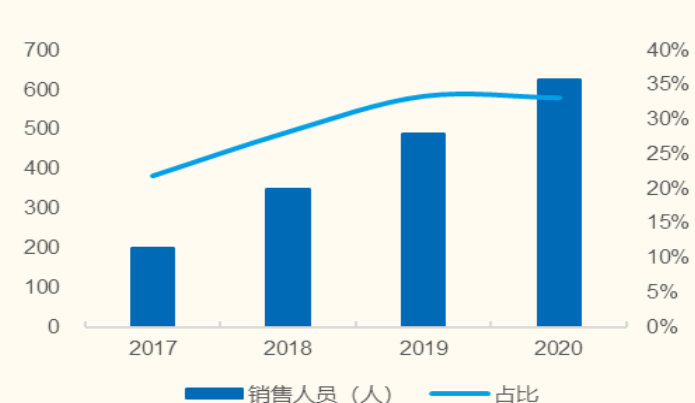
从销售费用的具体构成看，电商费用、职工薪酬、营销推广费增长较快，2017-2020 年 CAGR 分别为 64.4%、54.4%、47.5%。主要因公司大力发展电商渠道，线上收入高速增长，平台服务费及佣金有所增加。人员配置上公司销售人员数量逐年增加，2020 年在总人数中占比 33.1%。营销推广费中经销商门店装修费增长较快，主因公司经销商规模快速扩张。此外，终端门店是公司直接面向消费者的环节，公司对门店形象要求严格，最低营业面积为 80 平方米，并且由公司统一制定装修标准。

图表 10：公司销售费用构成（单位：万元）



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 11：公司销售人员数量及占比

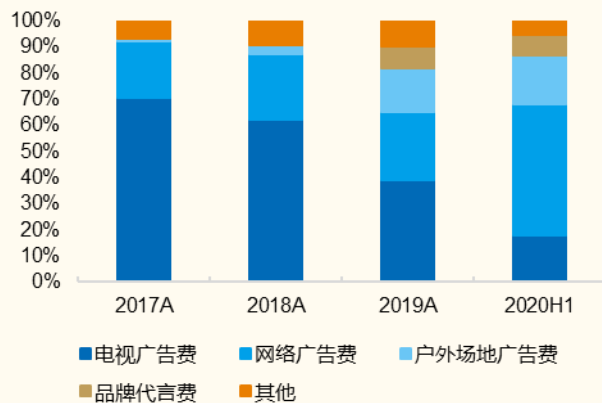


来源：公司公告、国金证券研究所

2.2. 营销布局兼具长期品牌力建设与短期出圈

营销布局广，长期品牌力建设与短期品牌加速出圈并驾齐驱。从广告宣传费的构成看，公司营销策略紧随流量变迁，20H1 电视广告费占比 18%，相比 2017 年减少 52pct；网络广告费占比则有明显增加，20H1 在广告宣传费中占比 50%，相比 2017 年增加 28pct。

图表 12：公司广告宣传费构成



来源：公司公告、国金证券研究所

- **长期品牌力建设：**在央视、高铁、机场等受众范围广的平台投放广告，增加曝光度，“炒一百个辣椒都不怕”的品牌标语广为传播。2019 年与契合公司产品定位的明星黄磊签约成为品牌代言人。2021 年植入综艺《向往的生活》，火星人正式构建起“央视发声+黄磊代言+综艺 IP 曝光”的广告布局。

图表 13：公司多平台营销活动

时间	营销方式	具体情况
2014年	央视平台	携手央视，在CCTV-13、《东方时空》、《共同关注》、CCTV-4《中国新闻》进行品牌投放宣传。
2017年	央视平台 户外场地广告	1月，全新TVC上架，火星人每周153次的央视投放开启。全国262个城、332个高铁车站、5133块屏幕同时上线火星人集成灶广告。全国23个大城市、24个机场、1668个机场电视同时上线火星人集成灶广告。
	电视剧植入	4月，火星人贴片现象级热播剧《人民的名义》，每天3000万人次收看火星人集成灶广告。 12月，火星人强势贴片《军师联盟之虎啸龙吟》，100%全集中插贴片。
	电视节目植入	植入《交换空间·空间榜样》、《秘密大改造》等消费家装类节目。
2018年	线上平台	与抖音、今日头条达成战略合作，开启火星人战略性新布局。
2019年	代言	聘请“黄小厨”黄磊为首位代言人，黄磊常驻《向往的生活》等综艺，以其优秀厨艺出圈。
	户外场地广告	举办杭州钱江新城灯光秀，35栋连体建筑群联袂呈现“炒一百个辣椒都不怕”的标语。
2021年	综艺植入	签约国内慢生活综艺之王《向往的生活》，这一现象级综艺节目与火星人的品牌理念不谋而合，火星人正式构建起“央视发声+黄磊代言+综艺IP曝光”的广告布局。

来源：公司官网、国金证券研究所

- **把握内容营销新趋势、家居类 MCN 及家装类风口。**央视、机场等平台曝光度高，但对于集成灶这样的新兴品类来说，产品展示效果有限。短视频、直播等方式，更加适合全方位展示集成灶的功能优势，且前期获客成本相对较低，对于体量较小的集成灶行业来说是较为理想的营销平台。在行业内公司对于网络平台的营销投入更早，力度也更大。目前已在今日头条、抖音、小红书、微博等多平台进行宣传，内容平台影响力高于可比公司。同时火星人积极与家装类 APP 合作，如“住小帮”、“好好住”、“修嗒嗒”

等，家装类 APP 作为家装最前端，有助于公司把握装修行业互联网化的风口。

图表 14：可比公司官方账号平台影响力

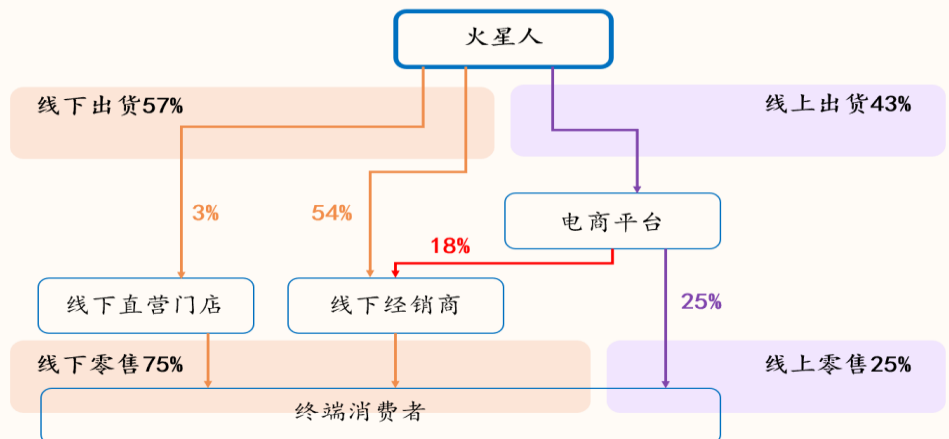
	抖音		快手	小红书		好好住	
	粉丝数	点赞数	粉丝数	粉丝数	点赞数	粉丝数	点赞数
火星人	67.9w	566.1w	9.1w	1.0w	3.0w	5718	1.8w
亿田智能	55.4w	131.1w	-	1263	4402	-	-
浙江美大	32.4w	89.2w	-	-	-	-	-
帅丰电器	47.8w	207.3w	-	7888	2.5w	-	-

来源：各平台 app、国金证券研究所

3. 渠道：把握电商发展红利，线上线下双轮驱动

公司销售模式包括经销模式（细分为线上销售给经销商和线下销售给经销商）、电商直营模式和线下直营模式，其中线上渠道发展较快，20H1 在总收入中占比 42.9%，远高于行业平均水平。线下经销是厨电企业主要销售模式，但伴随着线上收入占比提升，公司线下经销在总收入中占比稳步下降，20H1 为 54.0%，相比 2017 年减少 19.4pct。

图表 15：公司销售渠道梳理

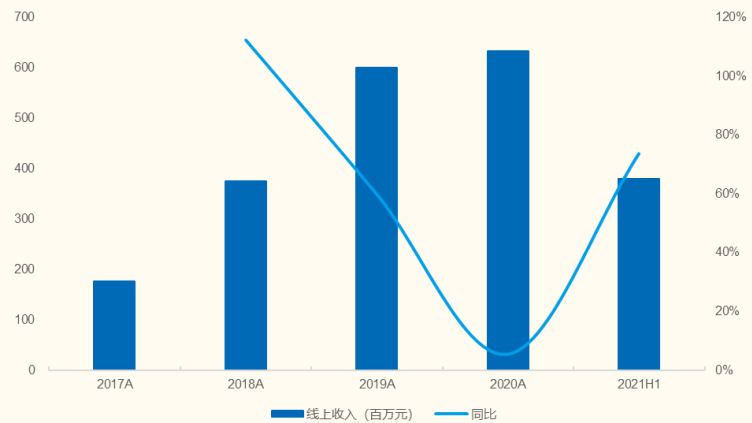


来源：公司招股说明书（根据 20H1 数据测算）、国金证券研究所

3.1. 线上维持高增长，电商渠道行业第一

把握电商发展红利，线上渠道维持高增。公司成立于 2010 年，正值电商高速增长初期，公司顺应电子商务和移动互联网的发展趋势，先后于 2014 年、2016 年和 2019 年入驻天猫商城、京东商城和苏宁易购等电商平台。战略方面公司坚持电商平台既是产品销售平台又是品牌推广平台的战略定位，大力发展线上渠道，2017-2020 年线上收入 CAGR 为 53.0%，21H1 线上收入 3.8 亿，同比增长 73.7%，在总收入中占比 41.1%。

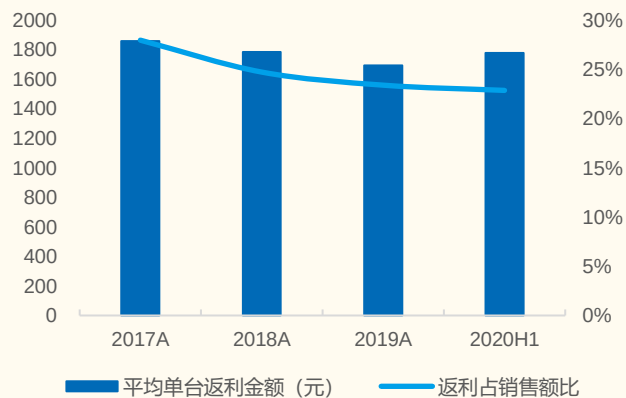
图表 16：公司线上收入及同比增速



来源：公司公告、国金证券研究所

公司对线上销售实行线上销量专项返利政策。20H1 公司线上销售收入中 42.2% 为销售给经销商，经销商以线上零售价进行采购，并近乎平价出售，从而实现线上线下同价。公司对通过电商平台（包括电商直营模式实现的销售和线上销售给经销商模式）实现的线上销售，对终端用户所在地经销商给予返利，平均单台返利 1500 元以上，占冲减返利前的线上销售总收入比重为 25% 左右。

图表 17：公司线上销量返利金额及占冲减返利前的线上销售总收入的比重

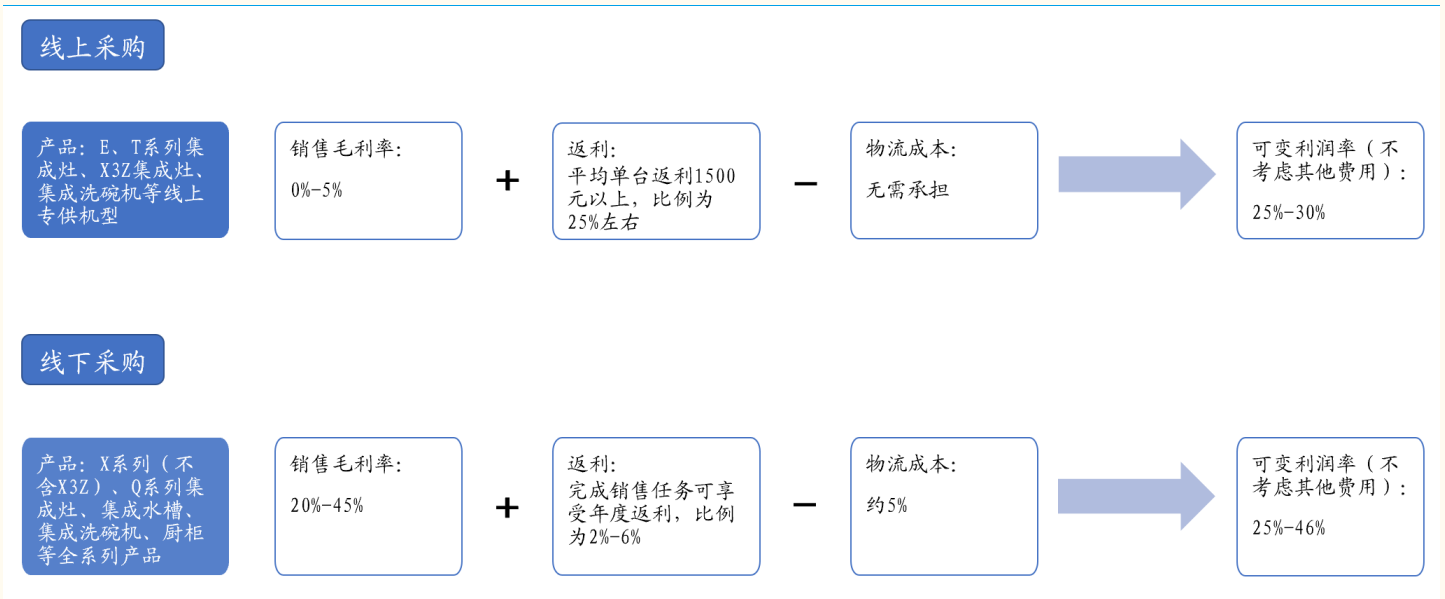


来源：公司公告、国金证券研究所

返利模式能够提高经销商线上采购积极性，缓解渠道利益冲突，是公司线上收入保持高增长的重要原因。一方面，经销商线上采购利润主要来自于销量返利，与需完成销售任务考核才可享有的年度返利相比更具确定性，且线上专供产品性价比更高，更易打开销量，同时线上采购经销商无需承担物流成本，因此尽管与线下采购相比，线上采购利润上限相对较低，但经销商仍有较高积极性进行线上采购。另一方面，公司对消费者直接通过电商渠道购买产品实现的销售同样给予终端用户所在地经销商返利，此举将大大调动经销商通过各种渠道推广公司产品的积极性，缓解线上和线下在同一区域进行销售的利益冲突。

公司通过返利模式激励经销商及引导客户通过电商平台下单，提高线上销量排名，增加曝光率。线上积累的销量和口碑也将为线下销售赋能，有利于提高公司的整体市场份额。

图表 18：经销商线上&线下采购方式对比



来源：公司公告、国金证券研究所

专业团队运营，电商渠道行业第一地位稳固。公司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 618、双十一中继续保持“天猫、京东、苏宁易购”集成灶类目线上销量第一。

图表 19：双十一期间集成灶全网销售连续七年第一

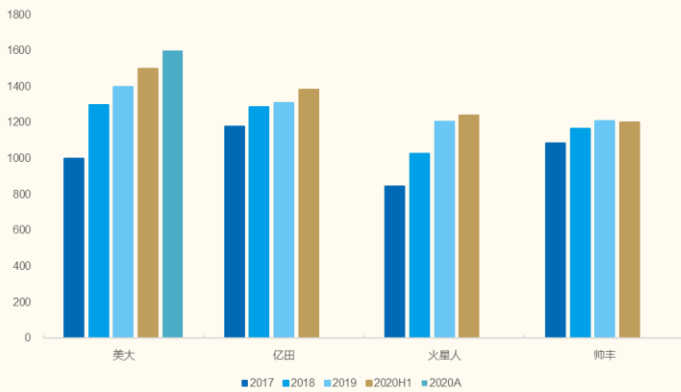


来源：公司官方战报、国金证券研究所

3.2. 线下经销商稳步扩张

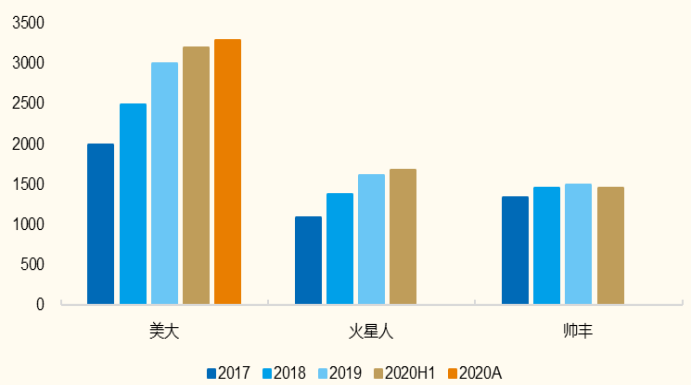
公司线下销售以经销为主，20H1 经销商提货额占公司线下销售额的 95.4%，近年来公司线下渠道稳步扩张，经销商数量从 2017 年的 844 家增至 2021H1 的 1400 多家，门店数量从 2017 年的 1096 家增至 2021H1 的近 1900 家。

图表 20：可比公司经销商数量对比



来源：公司公告、国金证券研究所（帅丰根据 2020Q1 数据计算）

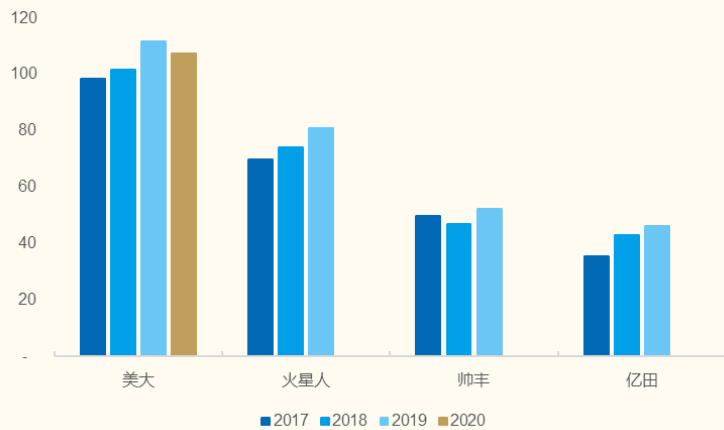
图表 21：可比公司线下门店数量对比



来源：公司公告（注：帅丰根据 2020Q1 数据计算）、国金证券研究所

从经销商质量来看，公司经销商创收能力持续提升。公司引导经销商走大店大商模式，单个经销商提货额持续增加，处于行业领先水平。

图表 22：可比公司单个经销商提货额对比（单位：万元）



来源：公司公告、国金证券研究所

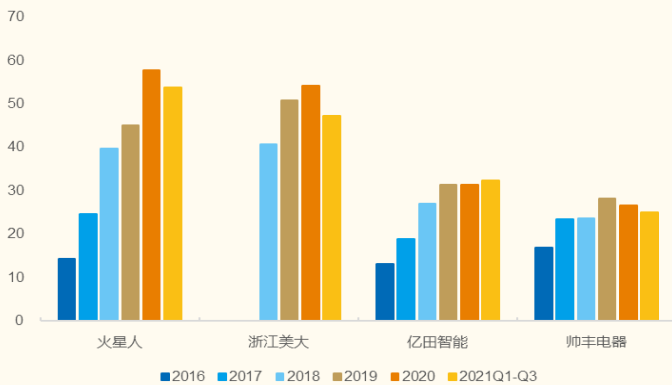
3.3. 其他渠道：加快完善布局，提供新的增长动力

公司在下沉渠道、KA 渠道、工程渠道、整装渠道全方位布局。下沉渠道方面，增设京东小店、天猫优品网点、苏宁零售云网点；KA 渠道方面，与苏宁、国美等 KA 卖场达成合作，鼓励、支持经销商进入当地优质的苏宁、国美卖场或强势的地方性 KA 家电卖场；工程渠道方面，成功签约多家战略客户，并入驻第三方 B2B 建材采购交易平台“采筑”平台。整装渠道方面，公司已与国内主流装修公司、家居定制公司、燃气公司等建立合作，共同推广火星品牌，带动了设计师、用户、工程等各方的销售资源。

4. 高研发投入，产品品质及设计领先

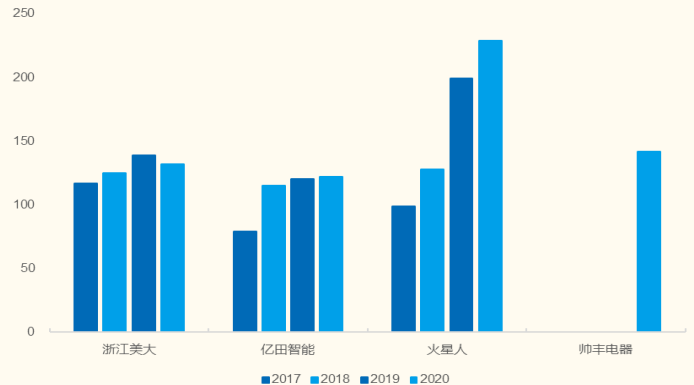
公司坚持高研发、高审美、高标准打磨好产品。从研发投入来看，多年来公司坚持高研发投入，研发费用及研发人员数量在行业中处于领先地位。2020 年公司研发费用 0.58 亿，高于美大 0.54 亿，领先第二梯队亿田、帅丰较多。21 年公司研发投入持续加码，前三季度累计达 0.54 亿，同比增长 38.4%。研发人员数量方面，2018 年 9 月公司成立智能创新研究院，主要负责产品智能化设计，因此 2019 年研发人员数量有明显增加。2020 年公司研发人员数量进一步增加至 229 人，明显高于可比公司，在总人数中占比 12.1%。

图表 23：可比公司研发费用对比（单位：百万元）



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 24：可比公司研发人员数量对比



来源：公司公告、国金证券研究所

设有专门研发机构，核心技术人员经验丰富。公司自成立以来高度重视技术研发，核心技术人员多来自老板、方太等传统厨电龙头，产品研发、技术经验丰富。另设有智能创新研究院、技术研究院和产品开发中心作为研发机构，其中技术研究院负责产品线规划、新技术的推广转化以及对市场前沿技术的调研和市场需求的探索。

截至 21H1，公司共计拥有专利权 299 件，其中发明专利 9 件，实用新型专利 228 件，外观设计专利 62 件，专利数量领先可比公司。

图表 25：可比公司专利数对比

	发明专利	实用新型专利	外观专利	合计
火星人	9	228	62	299
亿田智能	14	—	—	223
浙江美大	32	72	—	162
帅丰电器	9	104	116	229

来源：公司公告、国金证券研究所

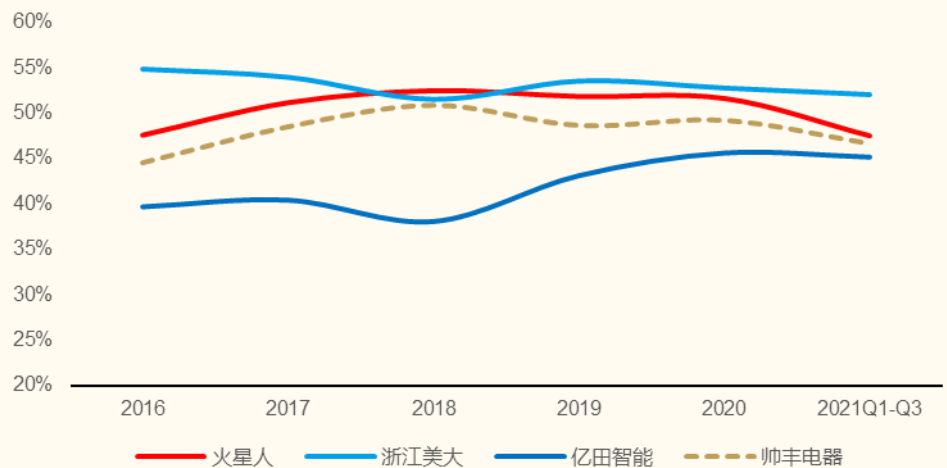
较高的研发投入和优质人员配置，保障公司产品质量。火星人产品不仅性能突出，在颜值设计上同样设立高标准。公司创始人黄卫斌先生做服装起家，具备良好的审美敏感度，重视产品设计与颜值。2012 年推出的旗舰机 X7 由日本国宝级设计大师田中浩昭设计，2020 年公司与宝马集团旗下设计公司 Designworks 合作推出具有 38 项智能创新设计的集成灶 X8。凭借远超行业的高标准品质，公司产品多次斩获 IF 金奖、红点奖等国际大奖。集成灶主力消费群体呈现年轻化趋势，公司对产品品质及设计的高要求能够更好地满足消费者需求。

5. 财务分析

■ 盈利水平

公司毛利率在行业内处于较高水平，21 年毛利率下滑主要系原材料价格上涨及根据新收入准则将物流费转列至成本项。公司产品定位中高端，叠加电商直营占比提升，公司毛利率水平较高，2020 年达到 51.6%。年初以来上游原材料涨价明显，叠加物流费转列成本项，公司毛利率有所下滑，21 年前三季度为 47.5%，同比下滑 3.0pct。

图表 26：可比公司毛利率对比

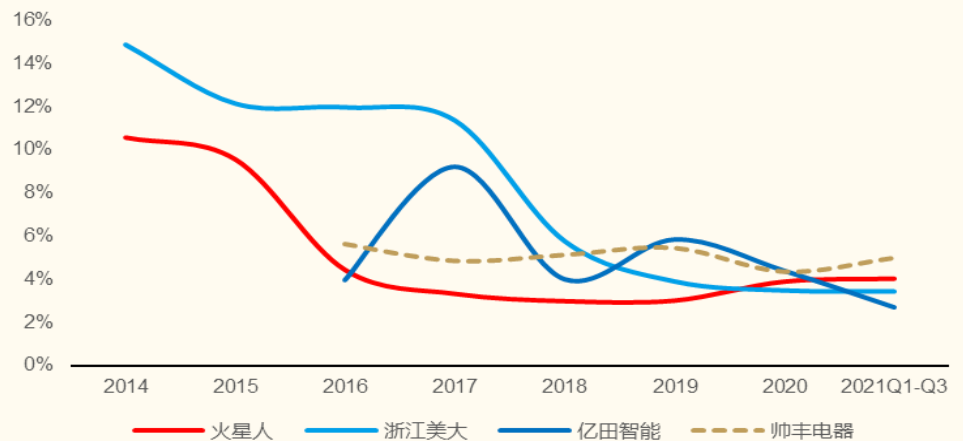


来源：公司公告、国金证券研究所

期间费用方面，公司销售费用率显著高于行业可比公司，21 年前三季度为 22.1%，同期美大、亿田、帅丰分别为 11.2%、16.5%、12.8%。在集成灶渗透率提升的长逻辑下，加大营销力度有利于提升品牌知名度，进一步打开市场；21 年前三季度公司管理费用率为 4.0%，接近行业平均水平；公司现金流充沛，财务费用率处于较低水平且逐年下降。

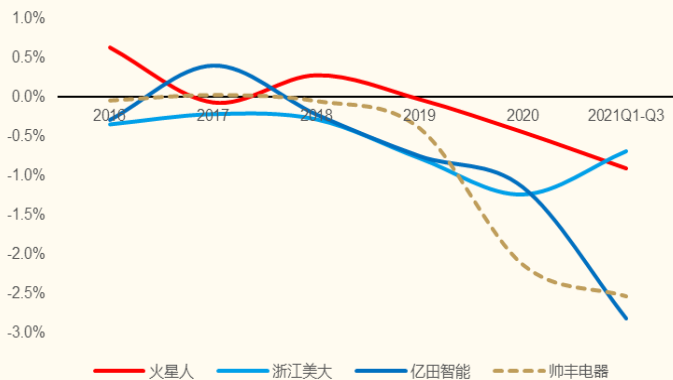
2014 年至 2017 年，随着毛利率提升和管理费用率降低，公司净利率提升明显。2018 年至今公司加大市场营销力度，销售费用率持续提升，使得净利率有所下降。未来随着公司加强费用控制，净利率将有望提升。

图表 27：可比公司管理费用率对比



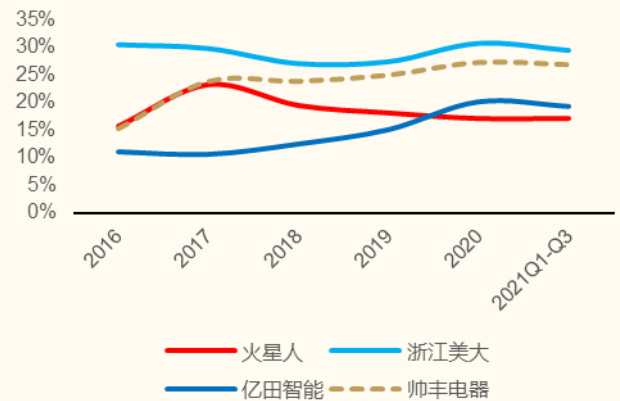
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 28：可比公司财务费用率对比



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 29：可比公司净利率对比

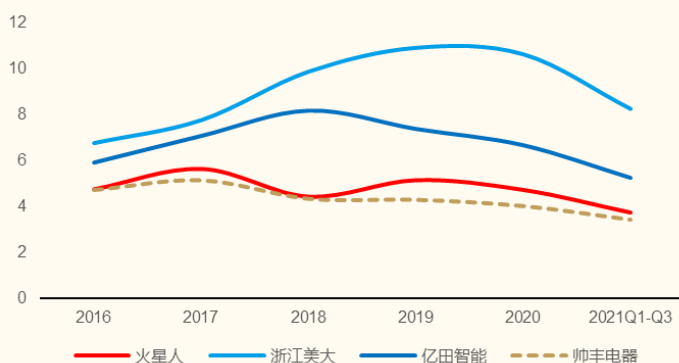


来源：公司公告、国金证券研究所

■ 营运水平

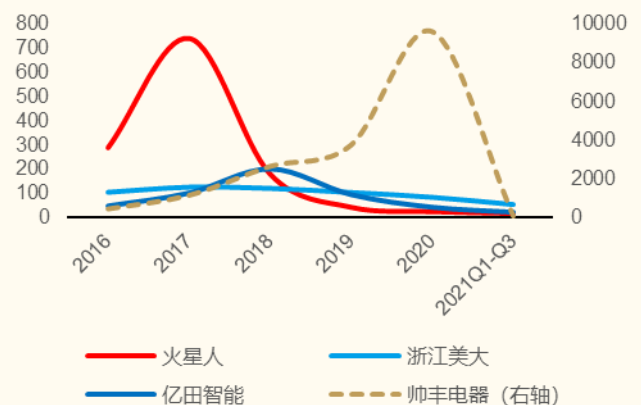
公司存货周转率和应收账款周转率略低于行业可比公司，主要由于公司电商渠道占比较高，电商平台各种模式下售出的产品从仓库发出到完成收入确认均存在一定时间间隔，随着电商销售规模快速扩张，库存商品备货数量增加，存货周转率有所下降。

图表 30：可比公司存货周转率对比



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 31：可比公司应收账款周转率对比



来源：公司公告、国金证券研究所

盈利预测与投资建议

- 公司产品包括集成灶、集成水槽和集成洗碗机，集成灶系主要产品，2017年以来在收入中占比 85%以上。集成灶行业景气度高，公司产品及渠道优势显著，产品力强，有望实现领先于行业的高速增长。预计 2021-2023 年销量增速分别为 38%、28%、27%。均价方面，公司产品结构持续优化，带动均价提升，预计 2021-2023 年均价增速分别为 6%、3%、3%。
- 随着产量增加，规模效应逐渐显现，预计毛利率稳步提升。期间费用方面，随着公司对费用的管控，预计未来 3 年销售费用率有小幅下降。

图表 32：公司收入拆分与预测

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
收入（百万元）	945	1312	1614	2340	3073	4006
yoy	36%	39%	23%	45%	31%	30%
按产品：集成灶						
收入（百万元）	832	832	832	832	832	832
yoy	39%	39%	22%	46%	32%	31%
销量（万台）	14	20	24	34	43	55
yoy	30%	39%	25%	38%	28%	27%
均价（元）	5916	5900	5763	6109	6292	6481
yoy	7%	0%	-2%	6%	3%	3%
按产品：集成水槽和集成洗碗机						
收入（百万元）	54	89	106	163	220	291
yoy	1%	66%	19%	54%	35%	32%
销量（万台）	1	2	2	3	3	4
yoy	-3%	28%	13%	46%	32%	29%
均价（元）	4537	5904	6199	6509	6639	6772
yoy	4%	30%	5%	5%	2%	2%
销售毛利率	52%	52%	52%	52%	52%	52%
销售费用率	23%	25%	25%	22%	22%	23%

来源：公司公告、国金证券研究所

集成灶行业渗透率提升逻辑持续得到数据验证，公司产品力领先，在营销和渠道上的先发优势明显，作为行业龙头有望充分受益行业快速成长的红利。预计公司 2021-2023 年收入分别为 23.4、30.7、40.1 亿元，同比增长 45.0%、31.3%、30.4%；净利润为 4.2、5.5、7.1 亿元，同比增长 53.0%、30.6%、29.4%，当前股价对应 PE 47x、36x、28x。我们选取浙江美大、亿田智能、帅丰电器作为可比公司，2022 年平均 PE 为 19 倍。公司管理层优质，业绩成长性强，给予公司 2022 年 40 倍估值，目标价 54.3 元，首次覆盖，给予公司“增持”评级。

图表 33：可比公司估值表

股票代码	股票名称	股价（元）	EPS（元）					PE				
			2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
002677	浙江美大	17.43	0.71	0.84	1.04	1.25	1.47	24	21	17	14	12
605336	帅丰电器	35.14	1.65	1.38	1.85	2.41	3.10	21	25	19	15	11
300911	亿田智能	83.65	1.23	1.35	2.00	2.82	3.70	68	62	42	30	23
平均数								38	36	26	19	15
300894	火星人	49.37	0.66	0.68	1.04	1.36	1.76	75	73	47	36	28

来源：wind(美大、帅丰取 wind 一致预测，截至 2022/01/04)、国金证券研究所

风险提示

- **终端消费疲软，渗透率提升不及预期。**渗透率提升是集成灶行业的长期逻辑，在终端消费疲软的情况下，市场规模会受到较大的影响，进而影响公司的业绩增长。
- **传统厨电、大家电龙头入局加剧行业竞争。**集成灶市场空间广阔，行业规模快速扩张且利润水平较高，未来厨电、大家电龙头入局，品牌及渠道占优，可能改变行业竞争格局
- **原材料价格上涨风险。**原材料价格上涨将影响公司的成本管控，进而影响盈利能力。

- **限售股解禁风险。**2021 年 12 月 31 日，公司 99,900,000 股首次公开发行的限售股上市流通，占公司发行后总股本的 24.67%。
- **大股东减持风险。**据 2022 年 1 月 4 日公司公告，股东朱正耀、红杉智盛、海宁融朴拟合计减持不超 2820 万股，占总股本 6.96%。

关键指标	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力 (%YoY)						
收入增长率	36.48%	38.77%	21.71%	44.96%	31.34%	30.36%
归母净利润增长率	-43.39%	159.60%	14.79%	53.02%	30.58%	29.38%
EBITDA 增长率	-28.80%	121.53%	16.60%	45.04%	29.72%	28.60%
EBIT 增长率	-37.03%	130.45%	14.05%	3.40%	3.40%	3.30%
估值指标						
PE				46.32	35.47	27.42
PB				11.86	9.41	7.32
EV/EBITDA				37.91	29.23	22.73
EV/EBIT				45.03	33.93	26.36
EV/NOPLAT				51.43	38.96	30.08
EV/Sales				8.62	6.56	5.04
EV/IC				12.27	9.73	7.58
盈利能力 (%)						
毛利率	52.42%	51.78%	51.58%	48.73%	49.23%	49.69%
EBITDA 率	14.86%	23.72%	22.73%	22.74%	22.46%	22.16%
EBIT 率	11.86%	19.70%	18.46%	19.15%	19.35%	19.10%
税前净利润率	12.78%	21.01%	19.86%	20.92%	20.81%	20.65%
税后净利润率 (归属母公司)	9.66%	18.08%	17.05%	18.00%	17.89%	17.76%
ROA	10.76%	20.72%	12.71%	15.01%	15.73%	15.81%
ROE (归属母公司) (摊薄)	22.65%	41.20%	20.46%	25.60%	26.52%	26.71%
ROIC	19.45%	36.75%	18.20%	23.44%	24.66%	24.71%
偿债能力						
流动比率	0.83	0.91	1.81	1.79	1.68	1.85
速动比率	0.54	0.69	1.55	1.57	1.44	1.60
归属母公司权益/有息债务	12.36	19.50	22.38	n/a	n/a	n/a
有形资产/有息债务	24.09	36.48	34.81	n/a	n/a	n/a
每股指标 (按最新预测年度股本计算历史数据)						
EPS	0.25	0.66	0.68	1.04	1.36	1.76
每股经营现金流	0.66	1.10	1.04	2.01	1.97	2.67
每股股利	0.37	0.18	0.60	0.30	0.30	0.30
每股自由现金流 (FCFF)	-0.03	0.52	0.62	0.94	0.85	2.35
每股净资产	1.12	1.60	3.32	4.06	5.12	6.58
每股销售收入	2.62	3.64	3.99	5.78	7.59	9.89

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	956	1,326	1,614	2,340	3,073	4,006
增长率		38.8%	21.7%	45.0%	31.3%	30.4%
主营业务成本	-455	-639	-782	-1,200	-1,560	-2,016
%销售收入	47.6%	48.2%	48.4%	51.3%	50.8%	50.3%
毛利	501	687	833	1,140	1,513	1,991
%销售收入	52.4%	51.8%	51.6%	48.7%	49.2%	49.7%
营业税金及附加	-6	-9	-11	-16	-21	-27
%销售收入	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-220	-331	-403	-503	-676	-913
%销售收入	23.0%	25.0%	25.0%	21.5%	22.0%	22.8%
管理费用	-122	-40	-63	-94	-117	-152
%销售收入	12.8%	3.0%	3.9%	4.0%	3.8%	3.8%
研发费用	-40	-45	-58	-80	-104	-132
%销售收入	4.2%	3.4%	3.6%	3.4%	3.4%	3.3%
息税前利润 (EBIT)	113	261	298	448	595	765
%销售收入	11.9%	19.7%	18.5%	19.1%	19.3%	19.1%
财务费用	-3	0	7	10	10	17
%销售收入	0.3%	0.0%	-0.4%	-0.4%	-0.3%	-0.4%
资产减值损失	1	3	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	3	0	2	3	3	4
%税前利润	2.3%	0.1%	0.5%	0.5%	0.4%	0.5%
营业利润	114	269	315	482	632	819
营业利润率	11.9%	20.3%	19.5%	20.6%	20.6%	20.4%
营业外收支	8	9	5	8	7	8
税前利润	122	279	321	489	639	827
利润率	12.8%	21.0%	19.9%	20.9%	20.8%	20.6%
所得税	-30	-39	-45	-68	-90	-116
所得税率	24.4%	14.0%	14.2%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润	92	240	275	421	550	711
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	92	240	275	421	550	711
净利率	9.7%	18.1%	17.0%	18.0%	17.9%	17.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	92	240	275	421	550	711
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	28	51	67	84	96	122
非经营收益	-3	-1	-3	-12	-7	-8
营运资金变动	123	110	83	321	161	256
经营活动现金净流	241	400	422	814	800	1,082
资本开支	-245	-214	-172	-135	-457	-133
投资	0	0	0	-300	0	0
其他	-5	4	-1	3	3	4
投资活动现金净流	-250	-210	-172	-432	-454	-130
股权募资	81	0	570	0	0	0
债权募资	33	-3	30	-59	0	0
其他	-139	-69	-55	-123	-122	-122
筹资活动现金净流	-25	-72	545	-183	-122	-122
现金净流量	-35	117	795	199	224	831

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	209	314	1,112	1,311	1,535	2,366
应收款项	12	55	76	103	130	169
存货	128	121	210	247	333	442
其他流动资产	18	16	28	343	330	340
流动资产	367	506	1,426	2,004	2,328	3,316
%总资产	42.7%	43.7%	65.9%	71.4%	66.6%	73.7%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	415	580	658	686	1,034	1,035
%总资产	48.4%	50.1%	30.4%	24.5%	29.6%	23.0%
无形资产	55	55	55	76	94	108
非流动资产	492	651	739	802	1,167	1,183
%总资产	57.3%	56.3%	34.1%	28.6%	33.4%	26.3%
资产总计	858	1,157	2,166	2,805	3,496	4,499
短期借款	33	30	60	0	0	0
应付款项	255	321	413	693	899	1,169
其他流动负债	155	204	313	429	486	625
流动负债	443	555	786	1,122	1,385	1,794
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	8	20	35	38	37	42
负债	451	575	821	1,161	1,423	1,836
普通股股东权益	408	582	1,345	1,645	2,073	2,663
其中：股本	365	365	405	405	405	405
未分配利润	16	166	414	713	1,142	1,732
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	858	1,157	2,166	2,805	3,496	4,499

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	0.253	0.658	0.680	1.040	1.358	1.757
每股净资产	1.119	1.596	3.321	4.061	5.119	6.575
每股经营现金净流	0.660	1.096	1.042	2.010	1.974	2.670
每股股利	0.370	0.180	0.600	0.300	0.300	0.300
回报率						
净资产收益率	22.65%	41.20%	20.46%	25.60%	26.52%	26.71%
总资产收益率	10.76%	20.72%	12.71%	15.01%	15.73%	15.81%
投入资本收益率	19.45%	36.75%	18.20%	23.44%	24.66%	24.71%
增长率						
主营业务收入增长率	36.48%	38.77%	21.71%	44.96%	31.34%	30.36%
EBIT 增长率	-37.03%	130.45%	14.05%	50.37%	32.70%	28.72%
净利润增长率	-43.39%	159.60%	14.79%	53.02%	30.58%	29.38%
总资产增长率	34.81%	34.75%	87.22%	29.54%	24.60%	28.71%
资产管理能力						
应收账款周转天数	2.0	8.2	13.7	15.0	14.3	14.3
存货周转天数	82.5	71.0	77.3	75.0	78.0	80.0
应付账款周转天数	113.2	101.9	106.0	118.7	118.0	118.5
固定资产周转天数	116.0	132.3	142.2	101.0	75.4	79.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-43.09%	-48.85%	-78.20%	-97.96%	-88.53%	-100.11%
EBIT 利息保障倍数	42.4	-687.3	-41.3	-44.7	-59.6	-44.3
资产负债率	52.50%	49.70%	37.89%	41.37%	40.69%	40.81%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	9	23	42	73
增持	2	13	21	30	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.67	1.59	1.48	1.42	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
 3.01~4.0 = 减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15% 以上；

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 15%；

中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402