

亿田智能 (300911.SZ) / 家电

产品优势维持，全面升级焕然一新

评级：买入（首次）

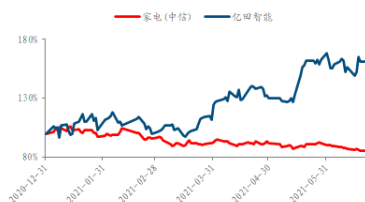
分析师：邓欣

执业证书编号：S0740518070004

Email: dengxin@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(亿股)	1.07
流通股本(亿股)	0.27
市价(元)	70.32
市值(亿元)	75
流通市值(亿元)	19

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 《美的集团：成熟之外，成长持续》
2020.12.15
- 《海尔智家：预期差大的白电龙头》
2020.08.14
- 《格力八问，解构空调巨头的周期与成长》2019.07.03

公司盈利预测及估值

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	655	716	964	1,226	1,512
YOY	6.59%	9.38%	34.63%	27.08%	23.34%
归属于母公司的净利润	98	144	190	255	331
YOY	29.01%	46.20%	31.90%	34.58%	29.55%
摊薄每股收益(元)	1.23	1.35	1.78	2.39	3.10
PE	57.21	52.17	39.56	29.39	22.69
PB	19.67	7.31	6.25	4.74	3.92

注：股价取自 20210625 收盘价

投资要点
一、概览：产品优势突出的集成灶二线领军品牌

亿田是集成灶行业技术变革和产品迭代的引领者，目前处于专业性品牌第二梯队的领军位置，我们认为亿田在发扬原有优势的基础上，在品牌、渠道等短板上显示出长足改进，有机会进入行业第一梯队位置。

二、行业：稳定高增长，专业性品牌机会大

集成灶属于改善型产品，考虑其在油烟吸净上的优势和消费者健康意识的提升，我们认为行业未来5年销量可以维持较快增速，叠加烟灶蒸烤类品类的结构升级带来的均价提升，行业规模5年复合增速在22%左右。

从格局角度看，行业未来竞争加剧是不争事实。但跨界巨头较难撼动专业性品牌龙头地位；传统厨电企业受制于内部竞争及改革进度，对专业性品牌冲击有限，专业性品牌已经站稳较高价格段，具有先发优势。

从投资机会的角度看，快速增长赛道中的格局变化往往带来较大投资机会。行业目前尚未形成绝对龙头，2021年以来，部分强势企业已经展现出较强抢份额势头，基本面向上企业值得重点关注。

三、亿田智能：从产品领先到全面改善

历史上看，亿田发明侧吸下排产品形态，独占电机下置专利壁垒，首创蒸烤独立结构，始终是行业技术引领者和产品领先者。

公司历史上在渠道和营销端存在一定短板，2020年以来内部进行五大升级，在保持产品领先、推新加快的前提下，通过人才引进和管理优化实现品牌、渠道升级，目前看进改革进展良好，线上份额提升显著。

总结：公司优势维持，改善显著，后续关注大商招募情况。

四、盈利与估值

核心看点：行业景气高企，公司在维持产品力优势基础上通过渠道、营销端改善实现市占率提升，通过规模效应和新品带动盈利能力向上。预计公司21-23年收入增速同比分别34.6%、27.1%、23.3%，业绩增速31.9%、34.6%、29.6%，首次覆盖，予以“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧、品宣不及预期、原材料价格波动、产能投放进度不及预期风险。

内容目录

一、概览：集成灶二线领军者	- 5 -
1、发展历程：代工起家、行业深耕多年	- 5 -
2、股权结构：战投入股、接班顺利	- 5 -
3、收入分析：集成灶驱动高增长	- 6 -
4、产能募投：募投产能加速成长	- 7 -
二、行业再思考：改善型家电产品有望长期高增长	- 8 -
1、行业定位：改善型家电渗透率稳步提升	- 8 -
2、成长路径推演：量价齐升快速增长	- 9 -
3、格局推演：专业性品牌必有一席之地	- 13 -
4、投资机会探讨：关注强二线企业逆袭机会	- 15 -
三、亿田：从产品领先到全面改善	- 16 -
1、产品优：行业产品创新引路人	- 16 -
2、品质强：做工扎实、口碑赢得消费者	- 18 -
3、渠道、营销：历史存短板	- 19 -
4、五大升级：全面改善进行时	- 21 -
四、盈利与估值	- 25 -
风险提示	- 26 -

图表目录

图表 1: 亿田智能发展历程	5
图表 2: 截至 2021 年 3 月 31 日亿田智能股权结构	5
图表 3: 亿田智能营业收入 (亿元)	6
图表 4: 亿田智能归母净利润 (亿元)	6
图表 5: 2016-2020 四家集成灶企业收入(亿元)、利润复合增速 (%)	6
图表 6: 2016-2020 亿田收入结构及增速	7
图表 7: 2016-2020H1 公司分渠收入(亿元)	7
图表 8: 亿田智能募集资金投放	7
图表 9: 2017-20H1 亿田产能、产量、销量 (万台)	7
图表 10: 2016-2020 年集成灶行业零售规模及增速	8
图表 11: 2016-2020 年集成灶、油烟机销量增速	8
图表 12: 集成灶与传统油烟机对比	8
图表 13: 集成灶行业从初创走向快速渗透	9
图表 14: 2021 年 5 月线下集成灶与厨电套装价格(元)	9
图表 15: 2016-2020 年集成灶销量渗透率 (%)	9
图表 16: 1965-1980 年日本彩电、黑白电视结构变化	10
图表 17: 扫地机产品结构变化 (内 2019、外 2020)	10
图表 18: 2012-2020 年滚筒洗衣机渗透率(%)	10
图表 19: 2014-2020 年多门冰箱销量占比(%)	10
图表 20: 2021-2025 年集成灶行业销量推演	11
图表 21: 2016-2020 年集成灶均价 (元) 及增速(%)	12
图表 22: 2016-2019 年集成灶线上产品结构(%)	12
图表 23: 2021 年 1-5 月集成灶线上销售结构(%)及均价(元)	12
图表 24: 2020-2025 年集成灶行业销售规模推演	12
图表 25: 2011-2020 年集成灶行业格局	13
图表 26: 2021 年 4 月小家电产品市场份额	14
图表 27: 2020 年集成灶品牌均价(元)	14
图表 28: 2019、2020 年线上 10K+ 份额 (%)	14
图表 29: 2020 年线上油烟机零售份额 (%)	15
图表 30: 2020 年线下油烟机零售份额 (%)	15
图表 36: 2021 年 1-5 月集成灶企业线上份额及变化 (%)	15
图表 36: 集成灶企业研发费用率 (%)	16

图表 37: 亿田智能电机下置技术图解.....	- 16 -
图表 38: 2020 年集成灶行业销售结构.....	- 17 -
图表 39: 亿田 S8 蒸烤独立集成灶.....	- 17 -
图表 340: 亿田 S8 系列收入 (亿元)、占比 (%).....	- 17 -
图表 41: 亿田智能 S9 新品.....	- 18 -
图表 42: 2019 年 3 家企业单台设备板材用量 (kg).....	- 19 -
图表 43: 2017-2019 亿田、帅丰单台直接材料费用(元).....	- 19 -
图表 44: 亿田智能获 2018 年浙江省政府质量奖.....	- 19 -
图表 45: 2019 年集成灶企业经销商数量、经销商平均提货额.....	- 20 -
图表 46: 集成灶企业销售费用率 (%).....	- 20 -
图表 47: 集成灶企业广告宣传费 (亿元).....	- 20 -
图表 48: 集成灶企业销售人员人均薪资 (万元).....	- 20 -
图表 49: 集成灶企业百度搜索指数.....	- 20 -
图表 50: 亿田智能 2021 年全国选商大会.....	- 21 -
图表 51: 火星人线上提货模式拆解.....	- 22 -
图表 52: 2017-2019 集成灶企业线上提货销售额 (亿元).....	- 22 -
图表 53: 2021 年 1-5 月亿田集成灶线上份额 (%).....	- 22 -
图表 54: 亿田智能 2021 年新品及销售成绩.....	- 23 -
图表 55: 亿田智能开店补贴标准.....	- 24 -
图表 56: 2021 年 5 月亿田杭州旗舰店开业.....	- 24 -
图表 57: 亿田大屏 3D 广告.....	- 24 -
图表 58: 亿田抖音、小红书带货.....	- 24 -
图表 59: 亿田智能收入拆分 (亿元).....	- 25 -
图表 60: 可比公司估值情况.....	- 25 -
图表 61: 亿田智能财务数据预测.....	- 27 -

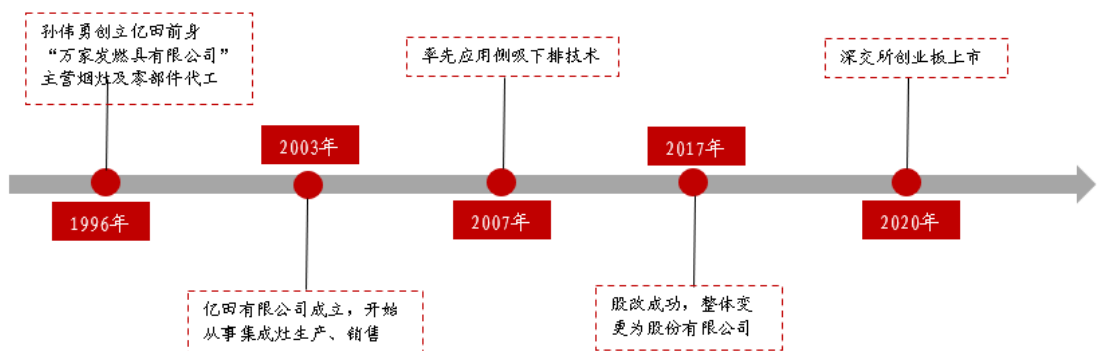
一、概览：集成灶二线领军者

亿田智能是集成灶产品形态的重要奠基者，公司发展历史上一一直重视研发及产品质量，是四家集成灶上市企业中唯一获得省级质量奖的企业。公司历史上在渠道、品牌建设上较龙头企业有一定差距，2020年以来公司内部提出五大升级，目前已有显著改善，2021年以来公司销售增长势头强劲，线上线下市占率均有提升，体现出改革积极效果，后续大商招商情况值得期待。

1、发展历程：代工起家、行业深耕多年

1996年孙伟勇创立亿田前身“万家发燃具有限公司”，从事厨电零配件业务。1999年万家发燃具更名为亿田电器有限公司。2003年亿田有限公司正式成立，主要从事集成灶的研发、生产与销售。自投身于集成灶行业以来，公司将产品技术作为品牌之基，历经多年发展，亿田智能已成为集成灶赛道中第二梯队的领先企业，2020年12月，公司在深交所创业板上市。

图表 1：亿田智能发展历程



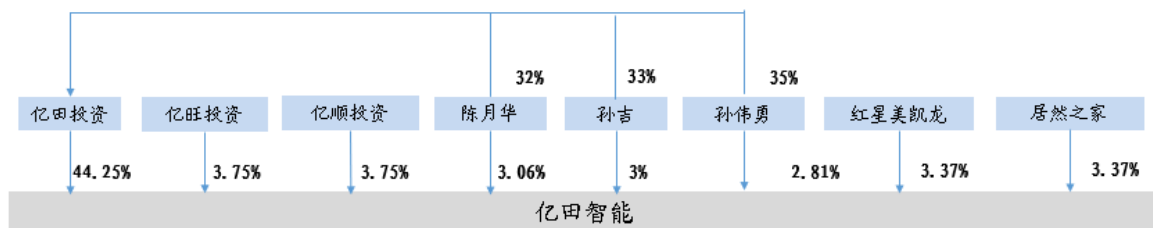
来源：公司官网，中泰证券研究所

2、股权结构：战投入股、接班顺利

孙伟勇家族对企业控制力较强。孙伟勇、陈月华、孙吉共直接持有公司 8.9% 股份，并通过亿田投资、亿顺投资与亿旺投资间接控制公司共计 51.8% 的表决权，合计控制公司 60.6% 的表决权，其中孙伟勇与陈月华为夫妻关系，孙吉为二人之子。2021 年董事会换届，孙吉接任总经理一职，接班后将品牌、渠道建设作为工作重点，且已有较大进展，体现较强的改革动力。

红星美凯龙及居然之家 2018 年通过转让方式入股。二者作为知名建材企业，同公司存在一定产业协同性。

图表 2：截至 2021 年 3 月 31 日亿田智能股权结构



来源：招股书，中泰证券研究所

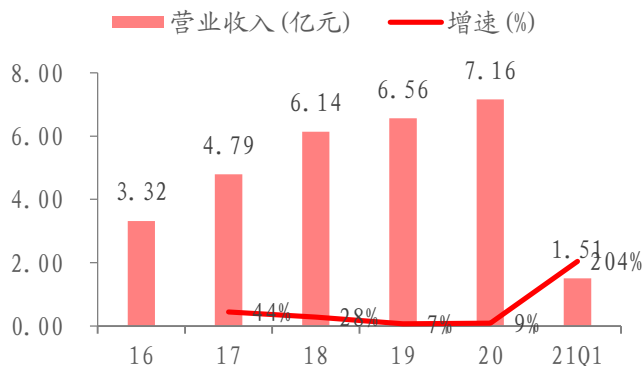
3、收入分析：集成灶驱动高增长

公司近四年营收利润保持较快增速。2017-2020 年公司收入增速分别为 44%、28%、7%、9%，归母净利增速分别为 39%、52%、29%、46%。18 年以来公司保持利润增速快于收入，规模效应下盈利能力提升显著。

同业比较看，亿田 2016-2020 年营收复合增长 21%，利润复合增长 41%，其中利润增速接近行业领先水平。

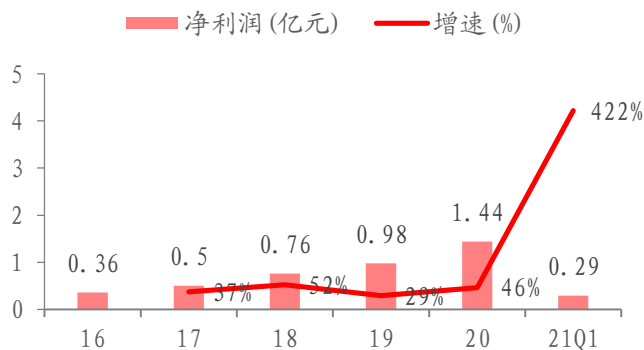
2020 疫情下公司业绩逆势环比加速。2020 年公司营业收入同比+9%，归母净利同比+46%，增速均较 2019 年提升。2021Q1 公司业绩表现再次提速。

图表 3：亿田智能营业收入（亿元）



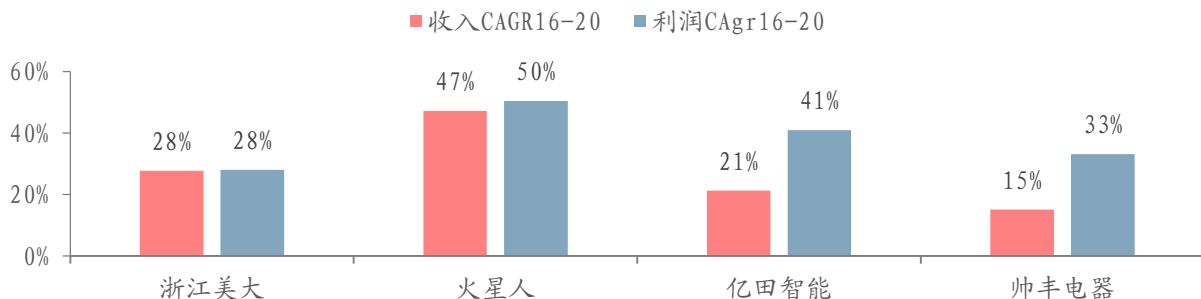
来源：wind，中泰证券研究所

图表 4：亿田智能归母净利润（亿元）



来源：wind，中泰证券研究所

图表 5：2016-2020 四家集成灶企业收入(亿元)、利润复合增速 (%)

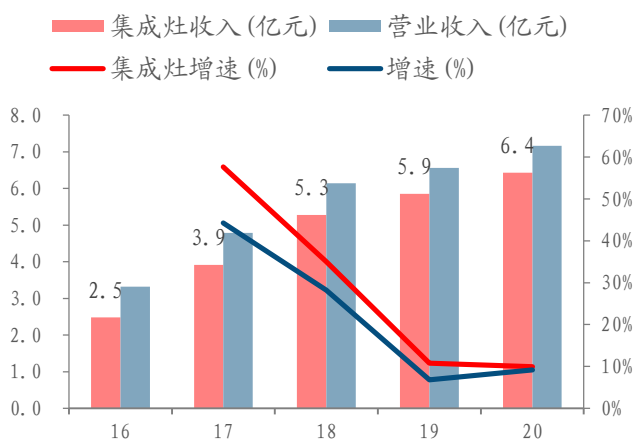


来源：招股书，wind，中泰证券研究所

产品:以集成灶为主,近5年占比保持提升,20年占比接近90%。此外有部分燃气灶、吸油烟机产品。随集成灶业务占比逐年提升,公司整体毛利率也保持提升。

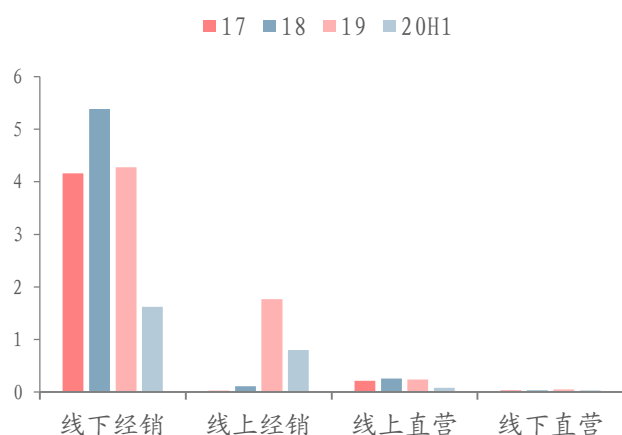
渠道:经销占主要地位,经销收入占主营业务收入的比例分别为88.68%、91.18%、93.62%和94.89%,占比较高且逐年提升。近年来线上经销模式放量显著,2017至2019年增长67倍,在20年上半年疫情催化下,20H1公司线上业务(线上经销+线上直营)占比迅速扩大到34%。

图表 6: 2016-2020 亿田收入结构及增速



来源: wind、中泰证券研究所

图表 7: 2016-2020H1 公司分渠收入(亿元)



来源: wind、中泰证券研究所

4、 产能募投: 募投产能加速成长

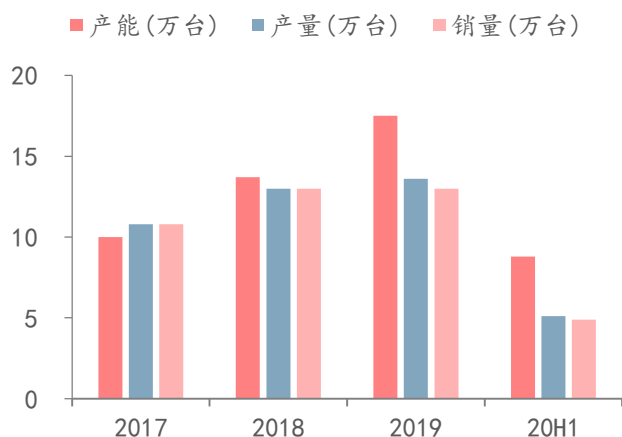
IPO 共募集资金 7.8 亿,其中 5.7 亿投向集成灶产业园,项目建设周期 2 年,建成后将新增 15 万台产能。公司历史上产能利用率较强,新增产能落地后公司合计产能 33 万台以上,较当前水平接近翻倍增长。

图表 8: 亿田智能募集资金投放

募投项目	拟投入(万元)	建设周期(年)
环保集成灶产业园	56768	2
研发中心及信息化建设	9503	2
补充流动资金	12000	
总计	78271	

来源: 招股书、中泰证券研究所

图表 9: 2017-2020H1 亿田产能、产量、销量(万台)



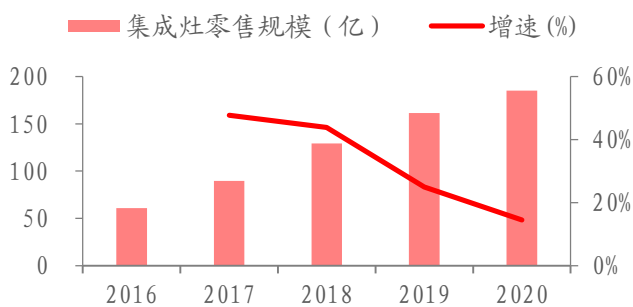
来源: 招股书、中泰证券研究所

二、行业再思考：改善型家电产品有望长期高增长

1、行业定位：改善型家电渗透率稳步提升

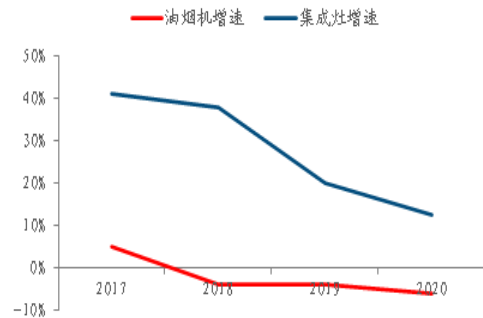
集成灶是将灶具、油烟机、可选模块（消毒柜、蒸箱、烤箱等）进行集成结合的新型厨房电器。据奥维云网数据显示，2020 年集成灶行业零售规模 182 亿，近 5 年 CAGR 达到 25%。

图表 10：2016-2020 年集成灶行业零售规模及增速



来源：奥维云网、中泰证券研究所

图表 11：2016-2020 年集成灶、油烟机销量增速



来源：奥维云网、中泰证券研究所

我们认为集成灶过去的高增长源于其对中式厨房核心痛点的解决、自身产品迭代及消费者健康意识的提升。

1) 集成灶的产品形态解决了中式厨房的核心痛点。中式厨房的核心痛点在于油烟吸净。国家标准规定外排式吸烟机的常态油烟吸净率应 $\geq 90\%$ (30min)，且瞬时 (3min) 油烟吸净率应 $\geq 50\%$ ，而集成灶相对于传统油烟机的核心优势在于 1) 瞬时吸净率更高 2) 油烟不过脸，这种产品力上的差距是由排口和吸风口的位置所决定的。同时集成灶可以通过模块化的产品设计进一步实现空间节省，如通过在上方增添橱柜的方式增加厨房收纳面积。

图表 12：集成灶与传统油烟机对比

对比		集成灶	传统吸油烟机
示意图			
核心区别		烟灶一体，风机下置，油烟下排	烟灶分离，风机上置，油烟上排
核心优势	控烟能力	吸烟腔距离灶具约20-30公分，离源头近，吸油率可达99%以上极限指标	吸烟腔距离灶具约65-75公分，油烟流通距离长，容易逃逸、倒灌
	空间利用率	节省上方空间；可在上方设橱柜	传统中式和顶吸式吸油烟机占用了厨房上部空间
	清洁	橱柜和墙面不沾油污	厨房橱柜和墙面油污附着严重
	健康&气味	油烟不经过人脸；头发不易沾油烟	油烟上排，易呛烟，身上有油烟
劣势	安装难度	油烟下排，需对家中正常烟道进行额外改造	安装简单
	风压&燃烧效率	逆向排烟，对风压要求高；影响燃烧效率	油烟自然上升，排烟简单

来源：集成灶行业发展白皮书，公司公告，中泰证券研究所

2) 复盘集成灶产品形态变更历史, 在维持油烟吸净率优势的前提下, 集成灶在安全性、便捷性(清洗、维修)、模块搭配上做出了改进, 愈发适应消费者需求。首代集成灶采取深井环吸式, 但因超近距离吸附, 导致燃气容易卷入油烟机内部, 引起爆炸等安全性问题。第二代侧吸突破了集成灶过去“不安全”这一核心痛点; 第三代“模块化”则成为推动渗透加速关键。模块化首先解决了整机清洗、维修困难, 同时 2015 年起模块化整合“蒸”、“烤”功能的集成灶大批进入市场(此前不模块化基本只集成消毒柜), 蒸烤优秀功能体验直接推动渗透加速。

图表 13: 集成灶行业从初创走向快速渗透



来源: 集成灶行业发展白皮书、中泰证券研究所

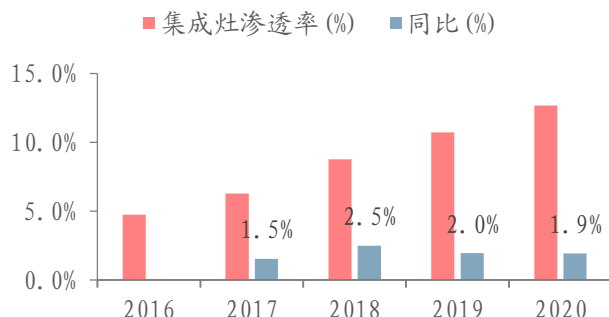
3) 消费者健康意识增加是推动行业渗透率提升的主要驱动。比集成灶与传统烟灶套装价格, 集成灶具有一定溢价, 这部分价差体现的是集成灶在健康和节省空间上的优势。当消费者认为集成灶的价格小于等于传统套装加上健康烹饪体验及更好空间利用率的价格的时候, 就会愿意选择集成灶。考虑到消费者对健康问题的支付意愿会随人均收入增加和观念改变稳步提升, 当集成灶产品形态趋于稳定后, 其渗透率也会呈现稳步提升趋势, 2016 至 2020 年集成灶渗透率的提升幅度大致为 2pct/年。

图表 14: 2021 年 5 月线下集成灶与厨电套装价格(元)

传统厨电		集成灶	集成灶溢价
油烟机	3722		
燃气灶	1820		
消毒柜	2461		
烟+灶+消	8003	9517	1514

来源: 奥维云网, 中泰证券研究所

图表 15: 2016-2020 年集成灶销量渗透率 (%)



来源: 产业在线, 奥维云网, 中泰证券研究所

2、成长路径推演: 量价齐升快速增长

1) 销量推演：25 年 562 万台，CAGR19%。

按家电产品技术创新的种类，我们把家电行业创新分为改善型和颠覆性。

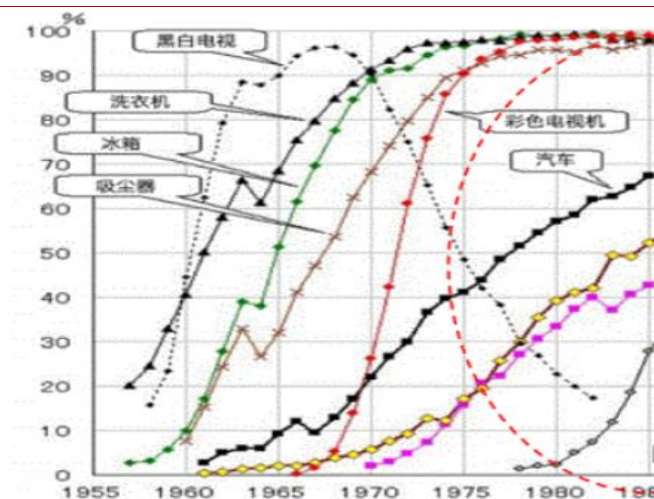
①**颠覆性创新**：体现为技术上出现重大突破，创造出新品类或彻底改变原有产品的使用习惯。颠覆式创新产品的成长路径体现为：某一新产品渗透率快速提升或新产品快速替代老产品，提升幅度为 8-10pct/年。

颠覆性创新的案例如下：

A、彩电技术导致彩电短期内对黑白电视的渗透，以日本市场为例，65 年彩电出现后 10 年时间渗透率提升至 90%左右，同期黑白电视渗透率从 90%下降至 40%。

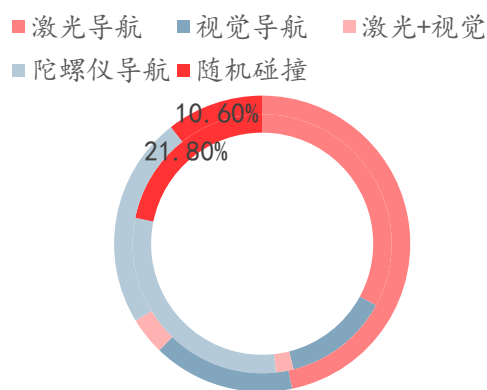
B、扫地机：路径规划技术对随机碰撞技术的替代，20 年非随机碰撞类产品销售占比较 19 年提升 10pct。

图表 16：1965-1980 年日本彩电、黑白电视结构变化



来源：日本内务省、中泰证券研究所

图表 17：扫地机产品结构变化（内 2019、外 2020）



来源：奥维云网、中泰证券研究所

②**改善型产品**：改善型产品体现为技术上的微创新，对消费者而言体现为使用体验、成本上的小幅改善，如：

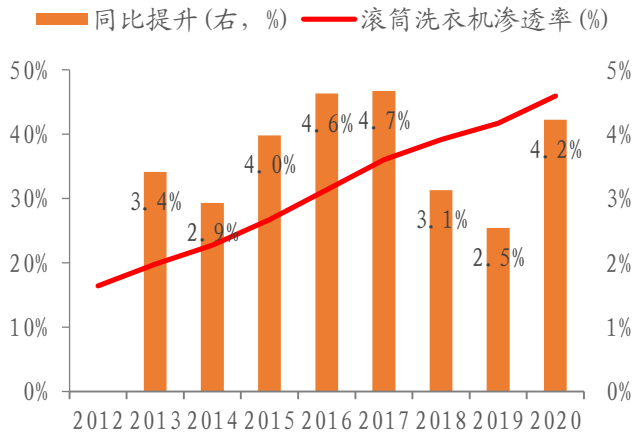
A、滚筒洗衣机 VS 波轮洗衣机（衣服磨损少，空间占用少）。

B、三门、多门冰箱 VS 单门、双门冰箱（容积更大）。

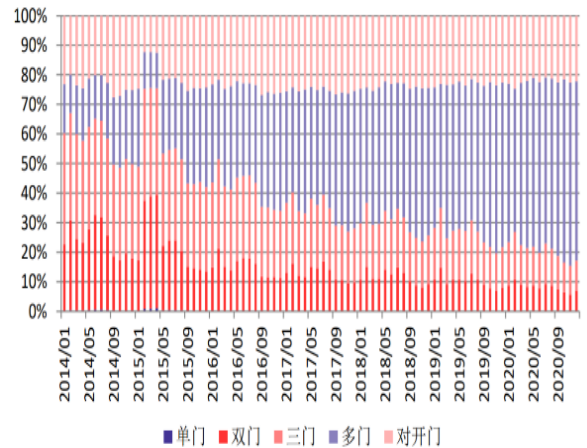
从洗衣机、冰箱这两种改善型产品成长路径来看，三门、多门冰箱 6 年占比提升 14%（56%→70%），滚筒洗衣机 8 年占比提升 30%（16%→46%），均表现为较长时间的渗透率稳定提升。

图表 18：2012-2020 年滚筒洗衣机渗透率(%)

图表 19：2014-2020 年多门冰箱销量占比(%)



来源：产业在线、中泰证券研究所



来源：中怡康、中泰证券研究所

从集成灶自身产品属性来看，如前文论述，随着消费者对健康问题稳步提升，集成灶渗透率也呈现稳步提升趋势，16-20 年渗透率年均提升幅度约 2pct。

从其他改善型产品渗透率提升路径来看，以滚筒洗衣机为例，12-20 年每年提升 3.7pct，销量 CAGR17%，同期洗衣机行业增速 2.6%。目前集成灶渗透率接近滚筒洗衣机 2012 年水平。考虑到集成灶和滚筒洗衣机的功能改善程度趋同（衣服磨损少+省空间 vs 油烟洗净率高+省空间），且当前时点大厨电增长空间于 2012 年时的洗衣机基本相似，我们认为集成灶可以复制长时间渗透率稳定提升的成长路径。

基于此，我们假设集成灶渗透率未来 5 年每年提升 2pct，25 年销量达 562 万台，21-25 年行业销量 CAGR19%。

图表 20：2021-2025 年集成灶行业销量推演

	滚筒洗衣机 (万台)	增速 (%)	洗衣机 (万台)	增速 (%)	滚筒洗衣机渗透率 (%)	同比 (%)	油烟机销量	增速 (%)	集成灶销量 (万台)	增速 (%)	集成灶渗透率 (%)	同比 (%)
2012	571		3,481		16.4%							
2013	747	31%	3,769	8%	20%	3.4%						
2014	856	15%	3,763	0%	23%	2.9%	1671					
2015	1044	22%	3,905	4%	27%	4.0%	1659	-1%				
2016	1291	24%	4,115	5%	31%	4.6%	1801	9%	90		4.8%	
2017	1591	23%	4,414	7%	36%	4.7%	1890	5%	127	41%	6.3%	1.5%
2018	1775	12%	4,532	3%	39%	3.1%	1818	-4%	175	38%	8.8%	2.5%
2019	1879	6%	4,504	-1%	42%	2.5%	1746	-4%	210	20%	10.7%	2.0%
2020	1972	5%	4,293	-5%	46%	4.2%	1640	-6%	238	13%	12.7%	1.9%
21E							1771.2	8%	305	28%	14.7%	2%
22E							1806.6	2%	361	19%	16.7%	2%
23E							1842.8	2%	423	17%	18.7%	2%
24E							1879.6	2%	490	16%	20.7%	2%
25E							1917.2	2%	562	15%	22.7%	2%

注：1) 滚筒洗衣机渗透率=滚筒洗衣机销量/洗衣机销量*100%

2) 集成灶渗透率=集成灶销量/(集成灶+油烟机销量)*100%

来源：产业在线、奥维云网、中泰证券研究所

均价推演：乘厨电升级红利，未来仍有提升空间。

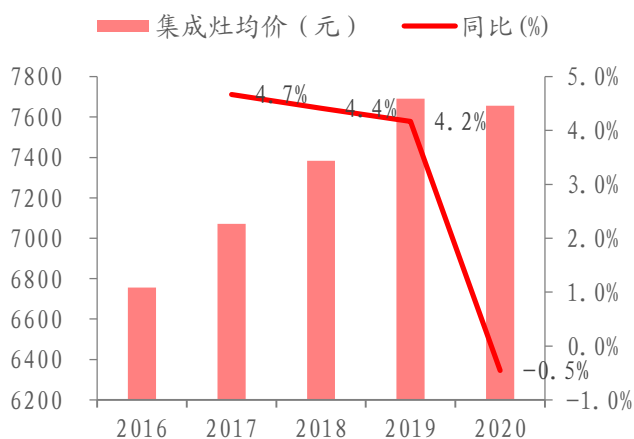
集成灶零售均价 2016-2020 年 CAGR3%，除 20 年因疫情影响下降外，其余年度均实现正增长。

行业均价提升的驱动因素是产品结构升级。集成灶可选模块搭配经历了从消毒柜到蒸箱、蒸烤一体机的变化，这种变化受益于厨电行业整体的升级趋势，厨

电龙头对蒸烤类厨电的消费者教育带动了高价值量可选模块集成灶占比的提升。根据中怡康数据，蒸箱和蒸烤一体机线上合计销售占比从2017年的5%提升到2019年的23.5%。从奥维云网21年前5月的线上数据来看，均价更高的烟灶蒸烤一体机占比同比提升20pct至33%。

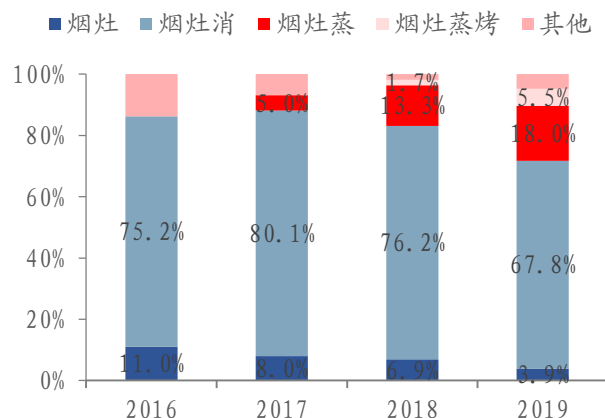
我们认为结构升级红利仍将持续，一方面，蒸烤类产品占比仍有提升空间，另一方面从更长期角度看，在亿田智能在突破电机机下置技术后，集成灶下方腔体可使用面积扩大，为更多可选模块应用打开了想象空间，从各企业近期推出的新品来看，我们已经观察到冰、洗类产品在集成灶上的应用探索。

图表 21: 2016-2020 年集成灶均价(元)及增速(%)



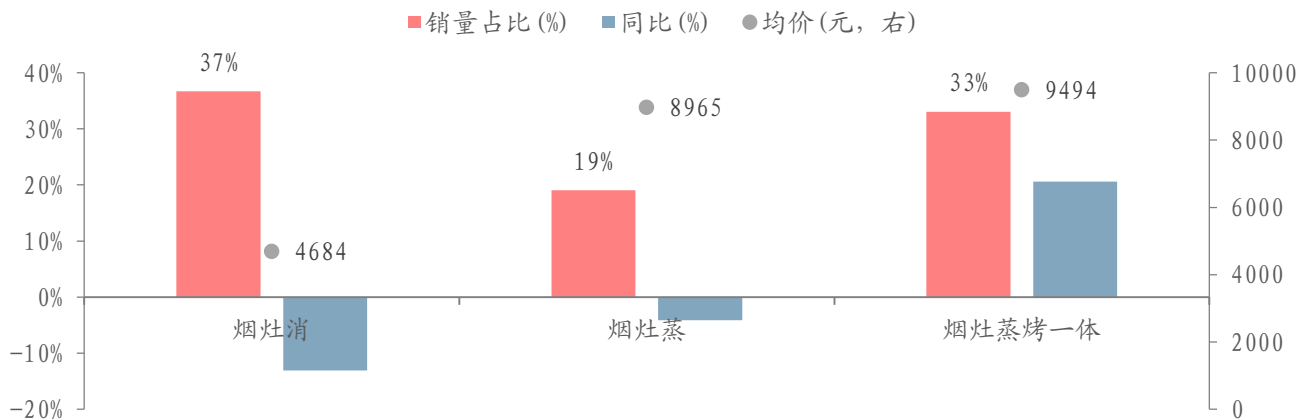
来源：奥维云网、中泰证券研究所

图表 22: 2016-2019 年集成灶线上产品结构(%)



来源：中怡康、中泰证券研究所

图表 23: 2021 年 1-5 月集成灶线上销售结构(%)及均价(元)



来源：奥维云网、中泰证券研究所

空间推算： 综上，基于 1) 行业销量渗透率每年提升 2pct; 2) 行业均价 21 年提升 5% (考虑原材料涨价传导)，22-25 年提升 2% 的假设。预计行业未来 3 年规模复合增速 25%，25 年销售规模达 489 亿，CAGR22%。

图表 24: 2020-2025 年集成灶行业销售规模推演

	集成灶销量(万台)	增速(%)	集成灶渗透率(%)	同比(%)	均价	yoy	集成灶零售额(亿元)	同比(%)
2016	90		4.8%		6756		61	
2017	127	41%	6.3%	1.5%	7071	5%	90	48%
2018	175	38%	8.8%	2.5%	7383	4%	129	44%
2019	210	20%	10.7%	2.0%	7690	4%	162	25%
2020	238	13%	12.7%	1.9%	7655	0%	182	13%
21E	305	28%	14.7%	2%	8038	5%	245	34%
22E	361	19%	16.7%	2%	8199	2%	296	21%
23E	423	17%	18.7%	2%	8363	2%	354	19%
24E	490	16%	20.7%	2%	8530	2%	418	18%
25E	562	15%	22.7%	2%	8701	2%	489	17%

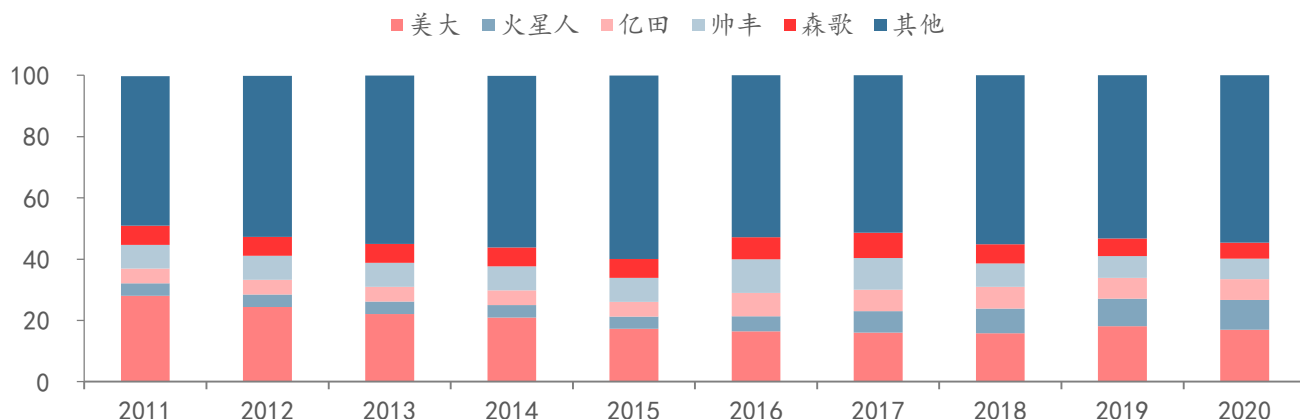
来源：奥维云网、中泰证券研究所

3、格局推演：专业性品牌必有一席之地

家电历史上改善型产品机会一般体现为个股增长斜率变化，但很少带来新的个股投资机会，这是因为改善型产品的推广往往由原行业龙头企业或外资品牌主导，如滚筒型洗衣机由海尔主导，多门冰箱由西门子主导，分体式油烟机形态变更由老板、方太主导。

集成灶行业的投资机会在于：目前这是一个完全由专业性品牌主导的细分市场，首先由于餐饮习惯不同，海外并没有出现类似的产品形态，故不会出现外资主导的情况；其次原行业龙头对于集成灶赛道态度比较扭捏。原因如下：1）集成灶高速发展阶段正值地产红利周期，老板、方太均保持高利润率+高增速，无动力发展替代品类2）集成灶行业形成的扁平化渠道模式导致老板、方太等层层分销模式企业进入有天然障碍，复盘 2011 年至今行业格局，前 5 名均为专业性品牌。

图表 25：2011-2020 年集成灶行业格局



来源：欧睿、中泰证券研究所

目前行业内共有三大类玩家：a、一线专业性品牌：美大、火星人大约 15-20 亿收入体量，b、二线专业性品牌：如亿田、帅丰、森歌约 5-10 亿体量；c、传统厨电品牌和综合性家电品牌：其中美的规模相对较高。我们认为竞争加剧无需过分担忧，专业性品牌必有一席之地。具体分析如下：

1) 跨界巨头对专业性龙头品牌挑战有限。考虑到行业龙头仅不足 20 亿体量，家电巨头企业在集成灶上投入的资源相对有限。且复盘各家电品类格局演变，鲜见跨界巨头颠覆行业原龙头案例，以产品、渠道壁垒最低的小家电为例，跨界巨头有可能做到行业前三，但原有龙头均能保持领先地位。

图表 26: 2021 年 4 月小家电产品市场份额

份额排名	豆浆机		破壁机		电饭煲	
1	九阳	59.30%	九阳	47.20%	苏泊尔	25%
2	苏泊尔	17.80%	美的	12.30%	美的	24.10%
3	美的	3.60%	苏泊尔	9.60%	九阳	16.40%
4	小熊	1%	奥克斯	7.60%	米家	4.90%

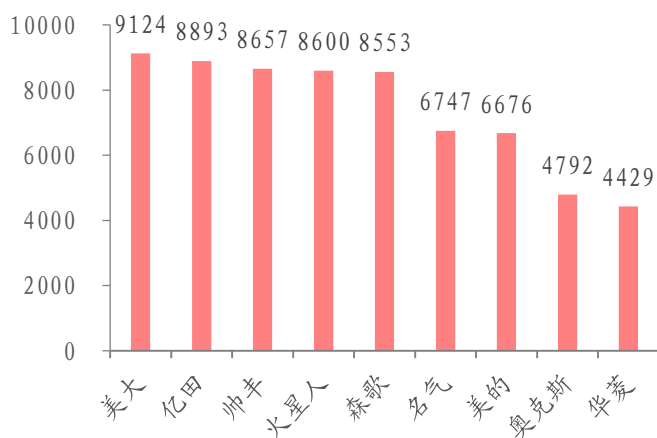
来源: 淘宝数据汇总、中泰证券研究所

2) 传统厨电企业切入有一定障碍。目前来看厨电企业一般用两种方式应对集成灶企业调整: a、子品牌或并购子公司切入 b、推出类似产品形态-集成灶机, 其中子品牌 or 子公司市场竞争力明显偏弱, 集成灶机在油烟吸净效果上仍不如集成灶, 且定价相对较高。

我们认为不必高估传统厨电企业对集成灶行业的挤压, 传统厨电企业近期展现出的进攻姿态是在渠道红利消失后寻找新增长点的正常行为。从内部利益平衡的角度看, 传统厨电对洗碗机、蒸烤一体机(增量消费场景)排序也优于集成灶(替代消费场景); 从传统厨电企业发展集成灶的先决条件看, 大力发展集成灶会滞后于渠道扁平化改革, 因此对集成灶专业型企业而言, 至少还有 1-2 年的黄金发展期。

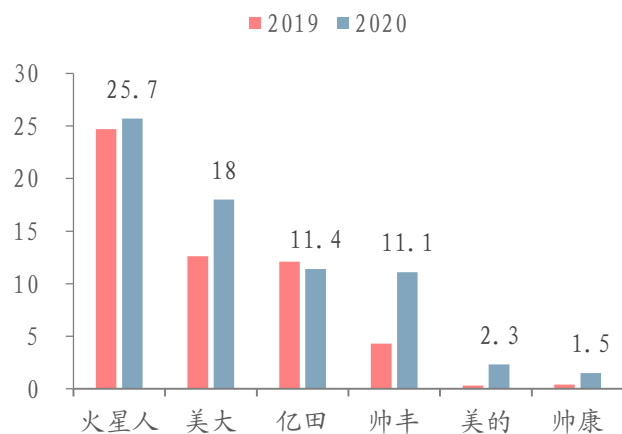
3) 从专业性品牌自身优势来看, 通过持续的技术迭代和品牌维护, 专业性品牌树立了相对领先的产品优势和品牌形象, 已基本占据行业高端价格带。20 年行业 10K 以上 CR4 达到 66%+, 同比提升 12.5pct, 接近同期油烟机行业格局(奥维云网: 20 年油烟机线上线下 CR4 分别为 66%、71%)。

图表 27: 2020 年集成灶品牌均价(元)



来源: 淘宝数据汇总、中泰证券研究所

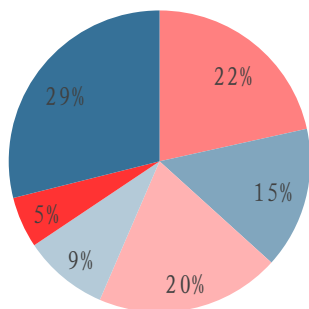
图表 28: 2019、2020 年线上 10K+ 份额 (%)



来源: 淘宝数据汇总、中泰证券研究所

图表 29: 2020 年线上油烟机零售份额 (%)

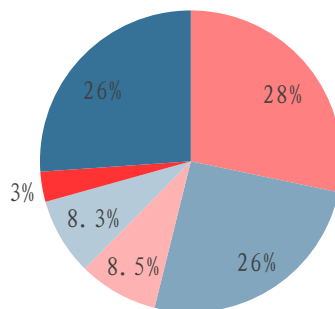
■ 老板 ■ 美的 ■ 方太 ■ 华帝 ■ 海尔 ■ 其他



来源: 奥维云网, 中泰证券研究所

图表 30: 2020 年线下油烟机零售份额 (%)

■ 老板 ■ 方太 ■ 美的 ■ 华帝 ■ 海尔 ■ 其他



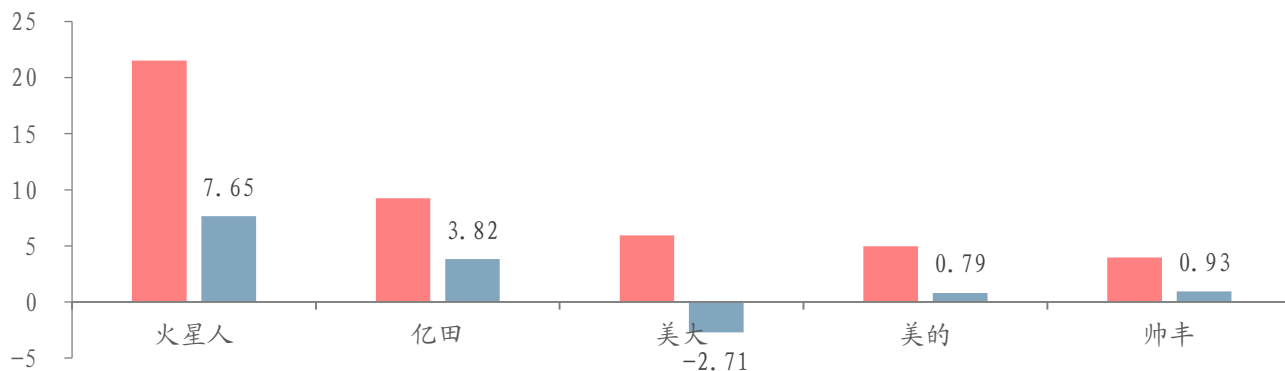
来源: 奥维云网, 中泰证券研究所

4、投资机会探讨: 关注强二线企业逆袭机会

基于本文测算, 行业未来 5 年复合增速 22%, 4 家上市专业性品牌公司都有机会享受行业快速增长红利。快速成长赛道中的格局变化往往蕴含着较大投资机会, 由前文格局分析可知, 从市占率角度讲集成灶行业尚未形成绝对龙头, 2021 年以来部分强势企业体现出抢份额势头值得关注。

图表 31: 2021 年 1-5 月集成灶企业线上份额及变化 (%)

■ 21年1-5月份额 (%) ■ 同比 (%)



来源: 奥维云网, 中泰证券研究所

目前来看, 亿田作为二线专业性品牌领军者, 产品、技术积淀深厚, 营销、渠道短板改善预期强, 维持二线龙头地位确定性高, 且有一定机会实现逆袭, 对应投资安全边际高, 正向预期差大, 值得重点关注。

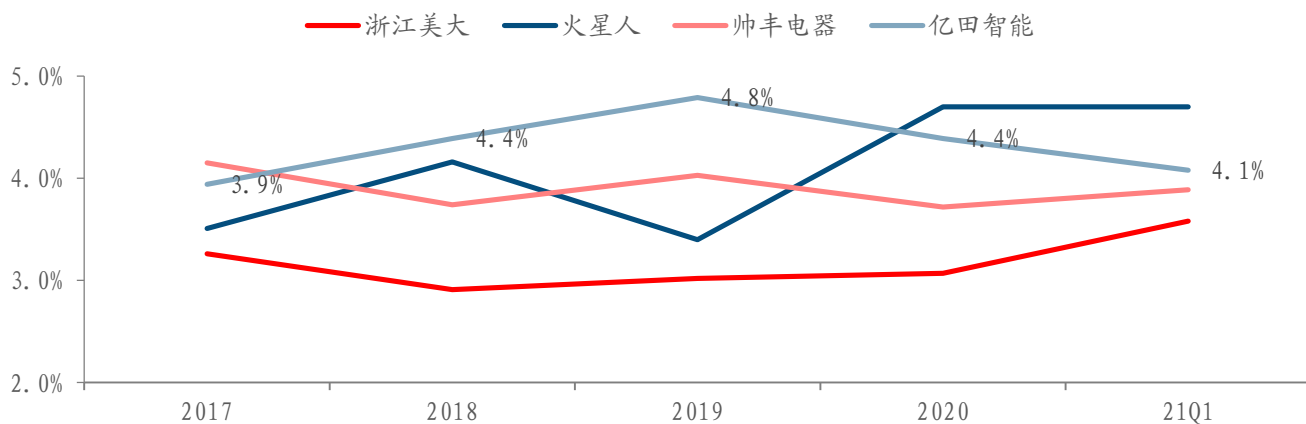
三、亿田：从产品领先到全面改善

公司发展历史上一直重视研发及产品质量，但也不能忽视公司过去在渠道、品牌建设上有一定缺失。2020 年以来公司内部提出五大升级，目前各方面均取得显著改善，2021 年以来公司销售增长势头强劲，线上线上市占率均有提升，体现出改革积极效果，后续大商招商情况值得期待。

1、产品优：行业产品创新引路人

集成灶行业发展筚路蓝缕，行业不断扩容离不开从业者对产品端的精细打磨，而亿田智能恰是其中翘楚，从研发强度看，亿田始终处于行业较高水平。

图表 32：集成灶企业研发费用率（%）



来源：wind、中泰证券研究所

侧吸下排：集成灶主流形态奠基者

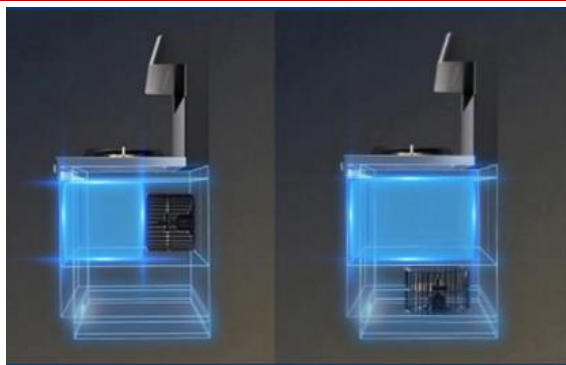
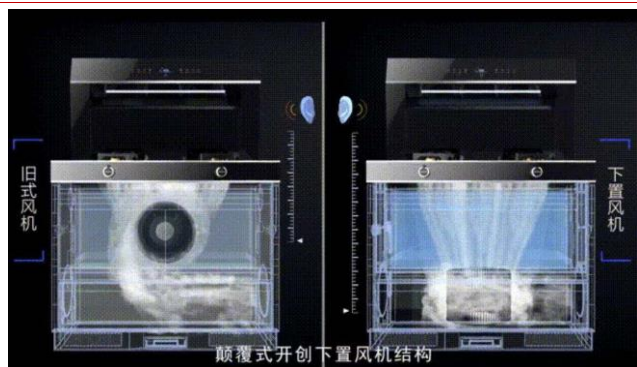
回顾集成灶产品形态变更历史，2003 年深井环吸式集成灶通过近距离吸附油烟解决了油烟吸净率问题，但由于吸风口过近，容易出现燃烧不充分及明火吸入的安全隐患；2005 年亿田发明侧吸下派式，解决了安全性这一核心痛点，在吸净油烟、燃烧效率和安全性上取得了平衡，成为目前集成灶的主流形态。

电机下置：掌握集成灶核心科技

电机下置技术由公司于 2016 年独家研发成功，并已经申请专利保护。

传统集成灶风机一般置于下方橱柜后方，亿田独创性将风机下置后，使得下部机身可利用空间明显增大，以亿田 S8 为例，采取风机下置技术后，纵向空间+12cm，内部空间+15%，蒸箱+烤箱体积达到 50ml+30ML，远高于行业 60ML 的平均水平；除此之外，由于风机下置使得人耳与风机距离更远，实际使用时更加远离噪音源；从远期展望角度看，更大的机身空间为未来更多可选模块使用创造了可能性。

图表 33：亿田智能电机下置技术图解

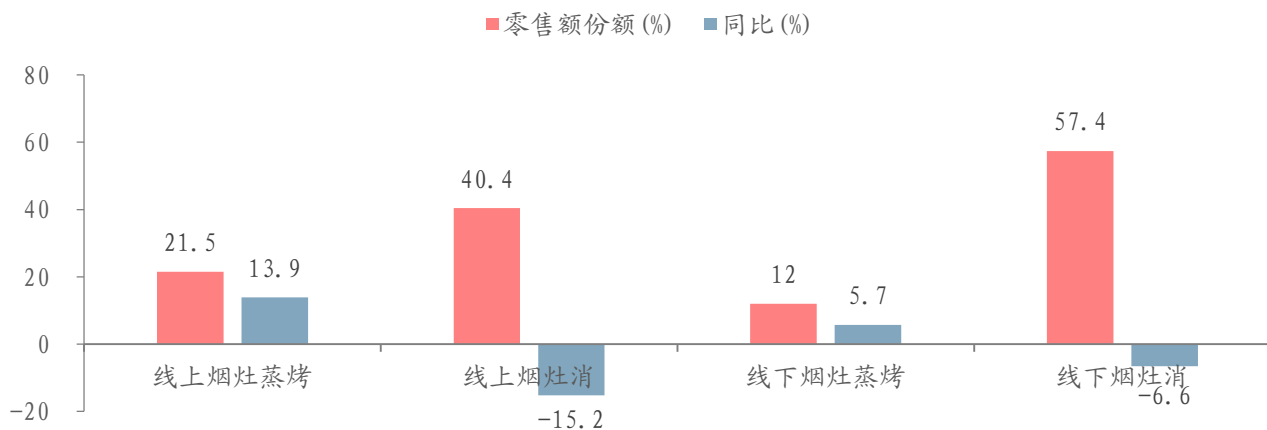


来源：亿田微信公众号、中泰证券研究所

蒸烤独立：“蒸烤时代”的核心技术

从行业结构变化看，蒸烤一体类产品占比迅速扩大，实现对传统烟灶消品类的快速替代。20 年线上、线下烟灶消产品零售份额下降 15.2%、6.6%，而蒸烤一体产品线上提升 13.9%、5.7%，结合对产业链最新调研情况，蒸烤一体产品的替代效应不局限于烟灶消，也包括对烟灶蒸、烟灶烤的替代。

图表 34：2020 年集成灶行业销售结构



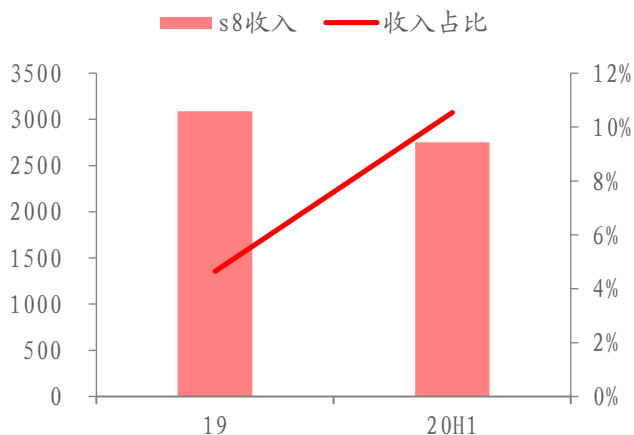
来源：奥维云网、中泰证券研究所

尽管蒸烤一体上升势头显著，但产品形态仍有缺陷，大部分烟灶蒸烤类产品为蒸烤同腔，在实际使用过程中出现了一些列问题：1）发热原理不同，导致蒸不热、烤不熟 2）蒸烤无法同时进行 3）蒸烤串味。而亿田首创的蒸烤分腔独立技术可以解决上述痛点。

亿田蒸烤腔产品销售取得良好效果，亿田于 19 年 8 月于行业首家推出蒸烤独立集成灶 S8 系列，根据招股说明书，该系列 19 年即实现 3090 万收入，20H1 收入 2751 万，占比提升至 11%，且毛利率高达 55%，高于公司整体水平。

图表 35：亿田 S8 蒸烤独立集成灶

图表 336：亿田 S8 系列收入（亿元）、占比 (%)



来源：公司官网、中泰证券研究所

来源：招股说明书、中泰证券研究所

新品 S9 看未来：冰蒸一体的智慧厨电解决方案

亿田于 2021 年 5 月上海厨电展期间推出新款旗舰级 S9，独创性增加冷藏储存功能，做到冰蒸一体，消费者可以在晚上把饭菜放入，第二天回家前远程操控，回家就可以吃到热腾腾的饭菜。

图表 37：亿田智能 S9 新品



来源：亿田微信公众号、中泰证券研究所

总结：复盘历史不难发现，亿田在产品力上的领先并不是偶发式的，由个别研发人员突发奇想驱动的，而是具有深刻历史积淀、清晰脉络传承的：电机下置技术→更大的腔体空间→模块分腔独立→蒸烤分腔、冰蒸分腔等模块组合创新。

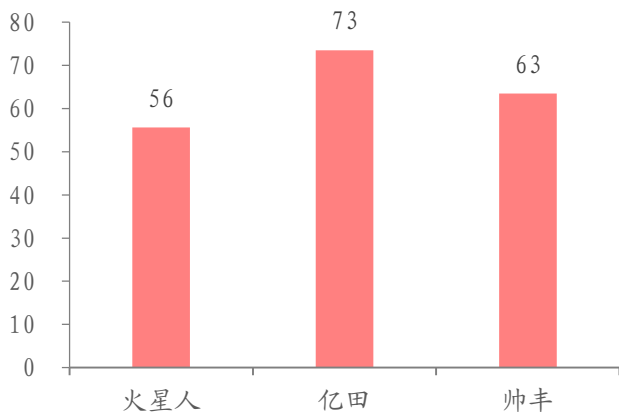
如前文所言，集成灶可选模块将持续享受厨电行业的新品红利，亿田对于可选模块的专利技术确保了其长期领先优势。

2、品质强：做工扎实、口碑赢得消费者

除在产品端坚持创新外，亿田在做工上同样精益求精，力图以扎实的生产工艺赢得消费者的信赖。

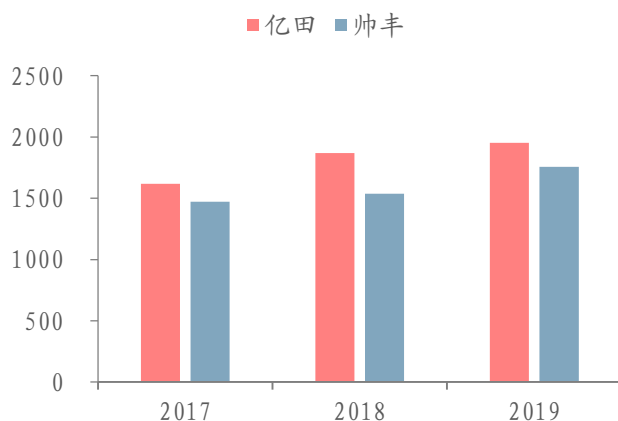
亿田产品板材用量扎实，单台集成灶直接材料费用保持提升且高于竞争对手，以高品质换高口碑。

图表 38：2019 年 3 家企业单台设备板材用量 (kg)



来源：招股说明书、中泰证券研究所 注：火星人数据为全品类平均（含部分水洗设备）、帅丰按总体板材采购量及集成灶产量推算

图表 39：2017-2019 亿田、帅丰单台直接材料费用(元)



来源：招股说明书、中泰证券研究所

正是因为亿田对于品质的不懈追求，企业才在 2018 获得浙江省政府质量奖，亿田不但是绍兴首家获奖企业，同时也是 3 家浙江集成灶上市公司中唯一获此殊荣的企业。

图表 40：亿田智能获 2018 年浙江省政府质量奖



来源：亿田官网、中泰证券研究所

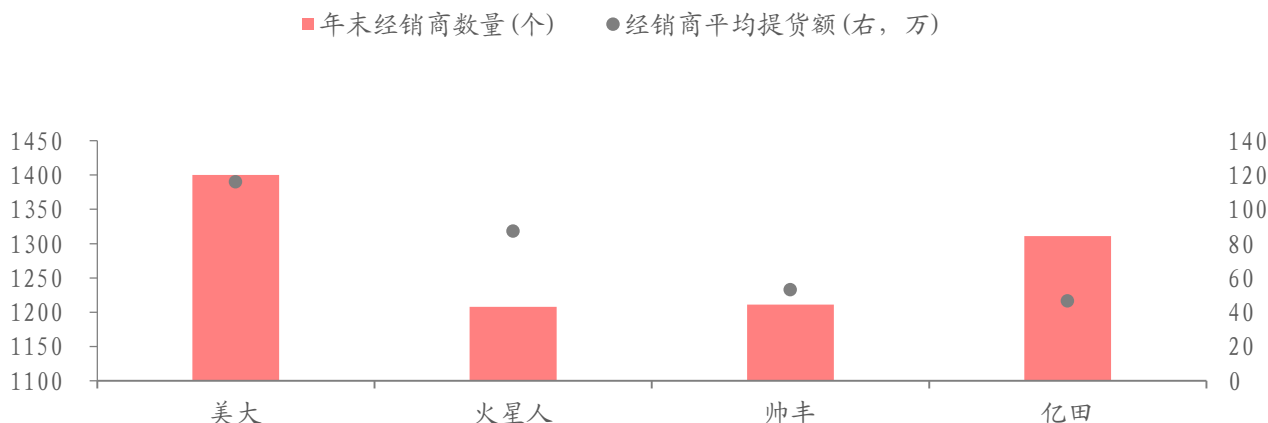
3、渠道、营销：历史存短板

尽管公司在研发及产品上有显著优势，但公司在渠道、营销上此前较行业龙头仍有差距。

线下经销商力量薄弱：从数量上看，亿田并不弱于同业；但经销商人均提货额较低，实力相对较弱。一方面拖累亿田经销渠道毛利率，另一方面也亿田现有

经销商团队很难完成向高线渠道拓展的战略使命。

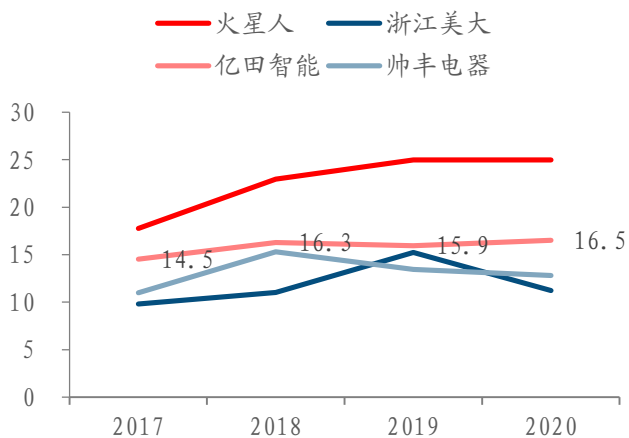
图表 41: 2019 年集成灶企业经销商数量、经销商平均提货额



来源: 公司公告, 招股说明书、中泰证券研究所

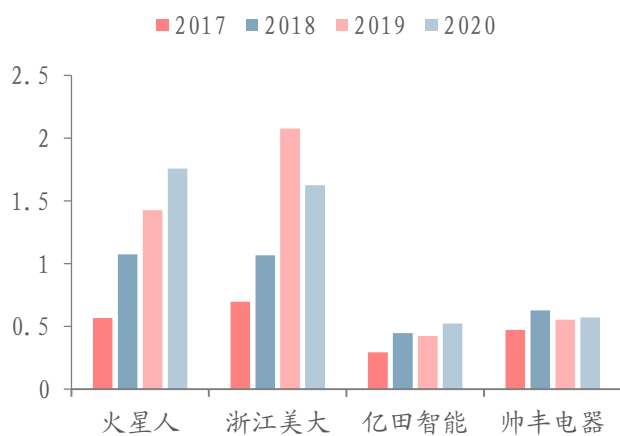
营销效率偏低: 从销售费用率的角度看, 亿田、美大、帅丰基本处于同一水平, 但从结构上看, 亿田在广告宣传上的投放力度低于同业, 且销售人员薪酬占比较高, 这也导致亿田在品牌建设上没有展现出和产品端相同的竞争力, 从线上曝光度来看, 亿田同样落后于同行。

图表 42: 集成灶企业销售费用率 (%)



来源: wind、中泰证券研究所

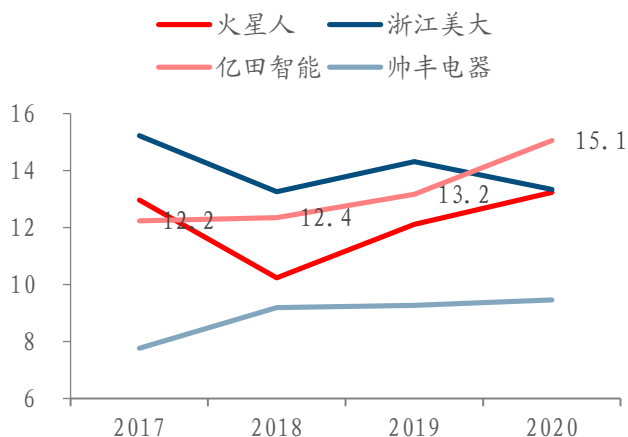
图表 43: 集成灶企业广告宣传费 (亿元)



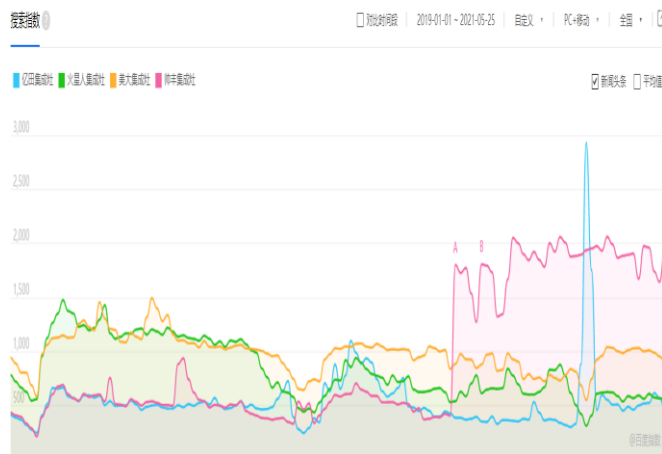
来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 44: 集成灶企业销售人员人均薪资 (万元)

图表 45: 集成灶企业百度搜索指数



来源: wind、中泰证券研究所



来源: 百度指数、中泰证券研究所

4、五大升级：全面改善进行时

集成灶行业正处于加速渗透的战略机遇期，亿田尽管有产品力优势，但如果不能尽快实现对消费者心智的占领，极有可能在未来沦为三、四线厂商，自亿田上市以来，公司内部提出包括人才、品牌、渠道、产品、管理五大升级战略，整体打法焕然一新，份额提升立竿见影。

梳理五大升级具体内容，我们认为公司的核心思路是在维持产品领先前提下，通过高端人才的引进和内部管理的优化是实现渠道和品牌端短板补齐，目前已体现出良好效果。

人才升级：高管引进、开启变革之路

集成灶行业作为家电行业的后起之秀，通过引入外部优秀人才的方式提升团队战斗力是一条可行路径。亿田于 20 年底至 21 年初接连引入两位同业优秀职业经理人。

- 1) 其中老板电器营销重臣庞总火线加盟，负责公司营销端工作，将是未来公司大商制改革的核心人物。21 年亿田举行首次全国选商大会，改“招商”为“选商”，充分体现新高管到位后，公司提升经销商质量的强烈意愿。从进度上看，3 月全国签约 132 城，4 月签约 232 城，招商选商进展顺利。

我们判断庞总通过丰富的产业内人脉资源可以为亿田带来高线城市招商重大突破，后续表现值得期待。

图表 46：亿田智能 2021 年全国选商大会



来源：亿田智能微信公众号、中泰证券研究所

2) 火星前电商总监加盟，快速革新线上打法。

集成灶行业的“线上经销”模式为火星前首创，由经销商引导消费者线上下单，经销商以零售价拿货，只拿返利（1500-3000 元，25%左右），且不承担物流、仓储费用，经销商利润率基本做到线上、线下统一，该模式下一方面解决消费者线下体验、安装问题，另一方面可以帮助品牌线上冲量，在“gmV+竞价”的平台电商搜索逻辑下，利用线上提货模式快速放量的企业搜索排名靠前，曝光度提升快，可以快速提振 C 端电商销售。

图表 47：火星前线上提货模式拆解

模式	价差/毛利	返利	物流	仓储	经销商利润率
线上提货	0	25%	不承担	不承担	25%
线下经销	35%	年度返利 2-6%	5%	1-5%	27-35%

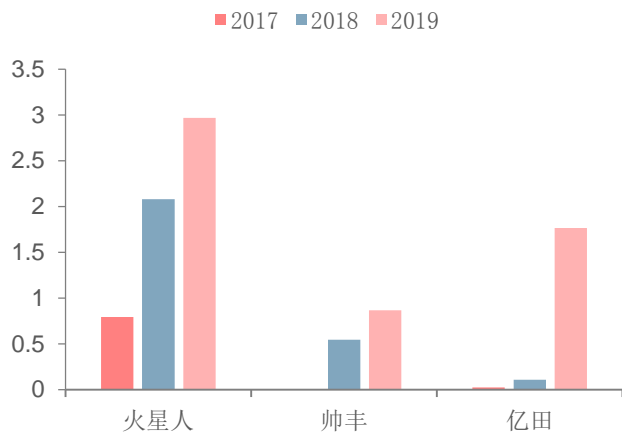
来源：招股书、产业链调研、中泰证券研究所

亿田此前线上返利比例不足，经销商导流意愿相对较弱，在新任领导加盟后迅速调整打法：1) **明确线上、线下产品区隔**：线上以电机后置类产品为主，主打性价比及引流，线下以电机下置类产品为主，主打技术领先，高毛利产品 2) **平衡利益关系**，确保经销商同款同佣，利益一致 3) **梳理价格体系**：引流机型线上线下一致。

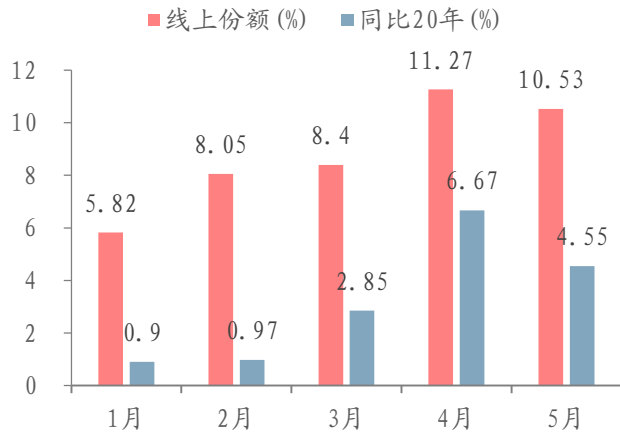
我们认为亿田作为线上经销模式的后来者，在这一领域具备独占优势：不同于竞争对手通过造型、功能细微变化来区隔线上线下 sku，亿田通过电机下置这一核心技术做产品区隔，对消费者而言区分度更大，对经销商而言线下价格支撑更强，利益平衡的更好。从结果上看，亿田 21 年以来线上市占率提升显著，充分体现改革效果。

图表 48：2017-2019 集成灶企业线上提货销售额(亿元)

图表 49：2021 年 1-5 月亿田集成灶线上份额(%)



来源: wind、中泰证券研究所



来源: 奥维云网、中泰证券研究所

产品升级: 优势维持, 推新加速

公司持续巩固现有产品技术的领先优势。在研发方面公司采用“发布一代、储备一代、研发一代”模式, 持续加强产品竞争力。

公司 2021 年以来保持较快推新速度, 陆续推出主打线上的 J、D 蒸烤系列新品, 销售均取得亮眼成绩, 其中 D2ZK 蒸烤一体产品在 315、5.1 及 618 三个重大线上促销节点, 均取得京东平台销量冠军, 并获得淘系 618 单品第二名; 公司 5 月推出重磅旗舰概念产品 S9 系列, 冰蒸一体等功能有望再次引领行业技术进步。

图表 50: 亿田智能 2021 年新品及销售成绩



来源: 亿田智能微信公众号、中泰证券研究所

管理升级: 阿米巴模式强化价值创造

公司内部进行“阿米巴模式”改革, 根据公开调研纪要, 公司在 21 年 5 月落地营销体系变革, 以前绩效考核存在“大锅饭”现象, 绩效考评失去应有的效果。改革后工资发放和考核将会完全改变, 更侧重于价值创造和价值分享。改革后业

绩指标最高者和最低者收入差距将会变大。同时考核也更严格,设置末位淘汰制,压力动力变强。

品牌、渠道升级: 优化门店形象, 加码营销投入

除通过产品、管理、人才等方面改进外, 公司也在品牌、渠道端投入大量资源。

- 1) 门店升级: 历史上线下夫妻老婆店形式影响了亿田品牌形象, 公司提出 2021 年将对存量家门店进行形象升级, 并对经销商开大店给予较高返利; 同时, 公司也积极布局直营门店, 首家超 700 平高端定制厨房旗舰店于杭州开业。

图表 51: 亿田智能开店补贴标准

面积	有效期	返利比例	返利标准 (元/平方米)	返利金额
40 m ² (含) 以下	.	.	.	有效期内回款金额*返利比例与返利标准*面积孰低原则
40-80 m ² (含)	8 个月	5%	300	
80-120 m ² (含)	10 个月	6%	400	
120-200 m ² (含)	12 个月	8%	600	
200 m ² 以上	16 个月	10%	800	

来源: 招股说明书、中泰证券研究所

图表 52: 2021 年 5 月亿田杭州旗舰店开业



来源: 亿田微信公众号、中泰证券研究所

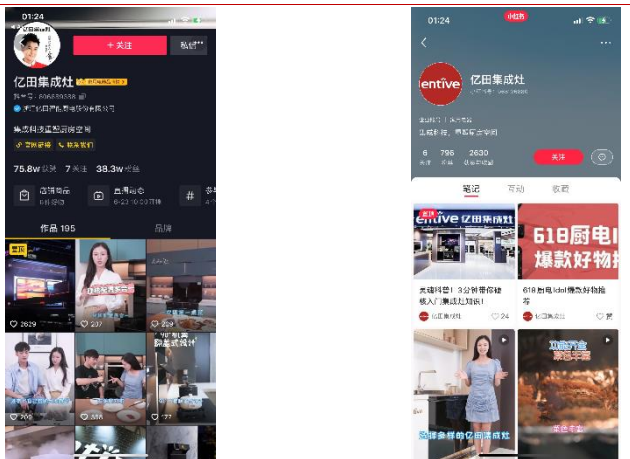
- 2) 拥抱营销新模式: 亿田首家超 700 平高端定制厨房旗舰店于杭州开业, 上海厨电展期间, 亿田采用大屏投放 3D 广告等方式进行宣传, 营销手段令人耳目一新; 同时公司也表示将加大在互联网方面的投入占比。

图表 53: 亿田大屏 3D 广告



来源: 亿田微信公众号、中泰证券研究所

图表 54: 亿田抖音、小红书带货



来源: 抖音、小红书、中泰证券研究所

四、盈利与估值

业绩预测基于如下核心假设：

收入端：①行业持续渗透，景气处上升期，据本文测算行业五年 CAGR22%；
②公司产品力优势维持，渠道端显著改善，其中线上份额有望快速提升。

利润端：①成本端随产能提升规模效应强化而降低，考虑产品端优势，公司毛利水平未来 3 年呈上升趋势；②为补齐营销、渠道短板公司短期内将提高费用投放力度。

我们推荐亿田智能的核心逻辑：1、赛道层面：行业景气高企，二线强品牌即有安全垫又有预期差；2、竞争力层面：亿田智能产品端优势将保持较长时间，通过升级补短板后公司将进入快速发展期。

本文预计公司 2021-2023 年营业收入 9.64、12.26、15.12 亿，同比分别 34.63%、27.08%、23.34%，归母净利 1.90、2.55、3.31 亿元，同比分别 31.90%、34.58%、29.55%。从集成灶上市企业来看，21 年以来亿田、火星展现出较强抢份额势头（详见前文），公司在高景气赛道中有市占率提升逻辑，理应和火星人一样享受一定程度估值溢价；从家电高成长性企业（21-23 年复合增速 > 25%）情况来看，亿田当前估值下性价比较高。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 55：亿田智能收入拆分（亿元）

单位(亿元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	7.2	9.6	12.3	15.1
同比 (%)	77%	35%	27%	23%
毛利	3.3	4.4	5.7	7.2
毛利率 (%)	46%	46%	47%	48%
其中：集成灶				
收入	6.4	8.8	11.3	13.9
yoy	10%	37%	28%	24%
销量	141276	183659	229574	280080
yoy	7%	30%	25%	22%
单价	4552	4795	4909	4976
yoy	3%	5%	2%	1%
毛利	3.0	4.1	5.3	6.7
毛利率	46%	46%	47%	48%

来源：Wind、中泰证券研究所

图表 56：可比公司估值情况

类型	公司	股价	EPS				PE			
			2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
集成灶	浙江美大	18.9	0.84	1.0	1.2	1.5	18.9	18.4	15.3	13.0
	帅丰电器	27.1	1.38	1.6	2.0	2.4	20.6	17.0	13.9	11.1
	火星人	68.8	0.68	1.0	1.3	1.7	72.1	69.2	52.9	41.2
	亿田智能	70.3	1.35	1.8	2.4	3.1	31.0	39.6	29.4	22.7
高成长(21-23年复合增速>25%)家电企业	科沃斯	225.0	1.14	2.5	3.6	5.1	197.4	91.3	62.8	44.4
	石头科技	1,279.0	20.54	27.2	35.1	44.6	62.3	47.0	36.4	28.7
	光峰科技	42.5	0.25	0.52	0.69	0.93	169.9	81.5	61.3	45.9
	极米科技	829.0	7.17	9.4	14.0	20.1	115.6	87.7	59.4	41.3

来源：Wind、中泰证券研究所（股价取自 20210625 收盘价，可比公司采用 wind 一致估值）

风险提示

- 1、行业竞争加剧风险。**大量新进入者进入集成灶行业可能导致激烈的行业竞争，行业平均利润率可能下滑。
- 2、品牌宣传效果不及预期风险。**公司为提升产品知名度和品牌影响力，广宣投放持续增加；若效果不及预期，未带来新增利润贡献，将对公司盈利能力造成不利影响。
- 3、原材料价格波动风险。**公司原材料主为不锈钢板、冷轧板、镀锌板等，其价格与铁矿石、煤炭等大宗商品价格波动相关，若原材料价格波动超出预期，将对公司成本不利。
- 4、产能投放进度不及预期风险。**本文对公司业绩增速假设基于其募投产能投放顺利，存在产能释放偏慢，实际业绩低于预期的风险。
- 5、研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的情况。**

图表 57: 亿田智能财务数据预测

损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	655	716	964	1,226	1,512
增长率	6.6%	9.4%	34.6%	27.1%	23.3%
营业成本	-373	-390	-524	-653	-792
% 销售收入	56.9%	54.4%	54.3%	53.3%	52.4%
毛利	282	327	441	572	719
% 销售收入	43.1%	45.6%	45.7%	46.7%	47.6%
营业税金及附加	-7	-9	-12	-16	-19
% 销售收入	1.1%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
营业费用	-104	-118	-171	-214	-262
% 销售收入	15.9%	16.5%	17.7%	17.5%	17.3%
管理费用	-38	-31	-48	-59	-70
% 销售收入	5.8%	4.4%	5.0%	4.8%	4.6%
息税前利润 (EBIT)	133	168	209	284	369
% 销售收入	20.2%	23.4%	21.7%	23.1%	24.4%
财务费用	5	8	5	6	6
% 销售收入	-0.7%	-1.1%	-0.5%	-0.5%	-0.4%
资产减值损失	0	0	-1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.3%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%
营业利润	138	176	214	290	375
营业利润率	21.0%	24.5%	22.2%	23.6%	24.8%
营业外收支	3	1	1	1	1
税前利润	141	177	215	291	376
利润率	21.5%	24.7%	22.3%	23.7%	24.9%
所得税	-14	-21	-27	-36	-46
所得税率	10.1%	11.9%	12.4%	12.3%	12.3%
净利润	98	144	190	255	331
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	98	144	190	255	331
净利率	15.0%	20.1%	19.7%	20.8%	21.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	98	144	190	255	331
加: 折旧和摊销	16	16	17	20	22
资产减值准备	0	4	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	0	0	-5	-6	-6
投资收益	0	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	0
营运资金的变动	-22	141	154	-31	100
经营活动现金净流	106	204	356	237	446
固定资本投资	2	-18	-60	-60	-50
投资活动现金净流	-20	-229	-58	-58	-48
股利分配	0	0	0	0	0
其他	-5	597	-7	130	6
筹资活动现金净流	-5	597	-7	130	6
现金净流量	80	571	290	309	404

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	283	839	1,129	1,438	1,842
应收款项	16	31	32	40	49
存货	55	62	95	101	137
其他流动资产	14	218	220	226	229
流动资产	368	1,150	1,476	1,806	2,258
% 总资产	60.5%	81.5%	83.0%	84.1%	86.0%
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	134	151	165	178	188
% 总资产	22.1%	10.7%	9.3%	8.3%	7.1%
无形资产	70	68	65	61	58
非流动资产	241	261	302	341	368
% 总资产	39.5%	18.5%	17.0%	15.9%	14.0%
资产总计	609	1,411	1,778	2,147	2,626
短期借款	0	0	3	0	0
应付款项	258	219	409	399	547
其他流动负债	28	126	126	126	126
流动负债	286	345	538	524	673
长期贷款	0	0	0	0	0
其他长期负债	37	40	40	40	40
负债	323	385	577	564	712
普通股股东权益	286	1,026	1,201	1,583	1,913
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	609	1,411	1,778	2,147	2,626

比率分析

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标					
每股收益 (元)	1.23	1.35	1.78	2.39	3.10
每股净资产 (元)	3.57	9.62	11.26	14.84	17.94
每股经营现金净流 (元)	1.32	1.91	3.33	2.23	4.18
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
回报率					
净资产收益率	34.39%	14.01%	15.79%	16.12%	17.28%
总资产收益率	16.15%	10.19%	10.66%	11.89%	12.59%
投入资本收益率	-162.46%	-507.63%	-406.28%	-157.57%	-368.63%
增长率					
营业总收入增长率	6.59%	9.38%	34.63%	27.08%	23.34%
EBIT增长率	29.53%	26.51%	25.03%	34.96%	30.13%
净利润增长率	29.01%	46.20%	31.90%	34.58%	29.55%
总资产增长率	18.17%	131.63%	26.08%	20.72%	22.32%
资产管理能力					
应收账款周转天数	7.0	11.8	11.6	10.5	10.6
存货周转天数	27.8	29.4	29.4	28.8	28.4
应付账款周转天数	66.1	79.7	72.4	79.7	79.7
固定资产周转天数	75.2	71.6	59.0	50.4	43.5
偿债能力					
净负债/股东权益	-293.23%	-110.03%	-119.50%	-116.39%	-120.08%
EBIT利息保障倍数	-27.1	-20.5	-43.6	-47.5	-58.3
资产负债率	53.04%	27.26%	32.46%	26.27%	27.13%

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 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 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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, 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, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。