2021 年 08 月 18 日
证券研究报告•2021 年半年报点评
亿田智能（300911）家用电器

买入（上调）
当前价：50.30 元
目标价：60.39 元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

营收规模加速成长，净利率水平良性下降

投资要点

- **业绩总结：**2021 年 H1 公司实现营收 5 亿元，同比增长 92.1%；实现归母净利润 0.9 亿元，同比增长 66.2%；实现扣非净利润 0.8 亿元，同比增长 86.3%。单季度来看，Q2 公司实现营收 3.5 亿元，同比增长 65.7%；实现归母净利润 0.6 亿元，同比增长 25.7%；实现扣非后归母净利润 0.6 亿，同比增长 21.6%。

- **积极拥抱行业大发展，营收快速快速增长。**根据奥维云网数据显示，集成灶零售额 113 亿元，同比增长 73%，远高于油烟机/燃气灶 23%/15%的增速。集成灶作为烟灶的改善产品，预计未来，随着渗透率的提高，集成灶市场空间广阔。公司立足高端集成灶市场，通过产品差异化优势叠加立体式销售渠道建设，实现公司收入高速增长，充分享受行业红利，且**公司增速超过行业增速，份额有所提升。**

- **差异化产品优势：**公司依托**风机下置技术**研发智能化产品，形成差异竞争。公司首创的风机下置技术具有集成空间更大、噪音低等优点，开发蒸箱烤箱并存的双腔产品，同时公司还与阿里巴巴展开技术合作，将天猫精灵智能语音集成至集成灶当中。

- **多元渠道建设：**公司以线下经销渠道为基础，大力发展电商渠道，积极拓展 KA、工程、家装渠道。截止报告期末，公司拥有经销商 1300 多家，已覆盖全国 31 个省（自治区、直辖市）；电商渠道，公司电商渠道采取直营模式，公司下设全资子公司浙江亿田电子商务有限公司，报告期内，亿田电商实现营业收入 1.8 亿元，较上年同期增长 88.1%，我们认为主要系公司电商渠道快速增长所致。工程渠道，公司积极开拓工程渠道，报告期内新增工程项目超 20 项；KA 渠道，在与红星美凯龙、居然之家的全方位合作下，公司还大力开拓国美、苏宁等 KA 渠道；家装渠道，新锐渠道高歌猛进，新增合作装企超 500 家。

- **广告宣传力度加强，净利率有所下降。**报告期内，公司综合毛利率为 46%，同比增加 0.6pp，其中集成灶产品毛利率为 48.44%，在原材料价格不断攀升的背景下，公司毛利率稳中有升，我们认为公司凭借着产品端的迭代升级以及新功能的集成提升产品溢价。从费用率方面看，**公司销售费用率为 21.5%，同比增加 5.8pp，**主要系报告期内广告费用达到 5162.4 万元，同比增加 3872.4 万元，管理费用率为 9.8%，同比减少 4pp，管理费用管控得当；财务费用率为-1.3%，同比增加 0.2pp。综合来看，受益于收入规模扩张，公司管理费用率实现下降，费用率的增加几乎都体现在销售费用率上，而销售费用的投入切实实现了公司营收规模的加速增长，因此我们认为公司净利率为 18.3%，同比减少 2.8PP，是一种净利率的良性下降，将有助于公司实现销售费用与销售规模同增的正向循环。

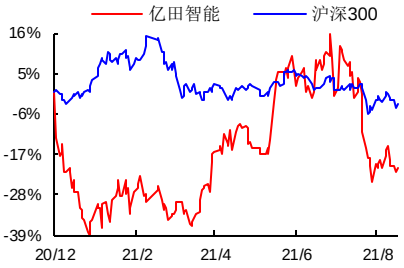
- **加大品牌宣传建设，提升内部管理效率。在品牌宣传方面，**公司进一步加大品牌宣传力度，大力度推进全新现代化终端门店形象改造升级，加强和优化门店全方位赋能培训，提高消费者体验；截至报告期末，公司已完成 800 多家终端门店形象改造升级。**在内部管理方面，**公司不断推进内部管理体制，部门体系结构化，工作内容平台化，围绕企业发展战略，通过内部培养与外部引进的组

西南证券研究发展中心

分析师：龚梦泓
执业证号：S1250518090001
电话：023-63786049
邮箱：gmh@swsc.com.cn

联系人：夏勤
电话：023-63786049
邮箱：xiaqin@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.07
流通 A 股(亿股)	0.27
52 周内股价区间(元)	39.12-73.6
总市值(亿元)	53.65
总资产(亿元)	15.04
每股净资产(元)	9.98

相关研究

1. 亿田智能（300911）：Q1 业绩高增长，盈利能力提升 (2021-04-27)
2. 亿田智能（300911）：集成灶持续放量，降本增效盈利能力提升 (2021-04-21)
3. 亿田智能（300911）：集成灶行业优质企业，产品渠道齐发力 (2021-04-07)

合拳，不断提高人才的专业化程度。

- **盈利预测与投资建议。**预计 2021-2023 年 EPS 分别为 1.83/2.31/2.95 元。我们选取集成灶行业中的三家上市公司，2021 年三家公司平均 PE 为 31 倍。在集成灶产品加速渗透的背景下，公司加快渠道布局与品牌营销进程，预期未来三年业绩复合增长率为 29.9%。参考行业平均估值，我们给予公司 2021 年 33 倍 PE，对应目标价为 60.39 元，上调至“买入”评级。

- **风险提示：**原材料价格或大幅波动、房地产调控政策或加强险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	716.35	1053.03	1369.62	1753.75
增长率	9.38%	47.00%	30.07%	28.05%
归属母公司净利润（百万元）	143.76	195.64	246.29	315.11
增长率	46.20%	36.09%	25.89%	27.94%
每股收益 EPS（元）	1.35	1.83	2.31	2.95
净资产收益率 ROE	14.01%	16.60%	17.78%	19.08%
PE	37	27	22	17
PB	5.23	4.55	3.87	3.25

数据来源：Wind，西南证券

关键假设：

假设 1：假设集成灶渗透率稳步提升，未来集成灶渗透率有望达到了 20%；

假设 2：在行业规模快速扩张的背景下，预期公司集成灶迅速放量，假设 2021-2023 年公司集成灶销量分别增长 35%、24%和 22%；公司产品结构优化，假设 2021-2023 年集成灶销售均价分别提升 12%/6.1%/6%。随着产品结构优化，预期公司毛利率稳步提升，假设 2021-2023 年公司毛利率分别为 46.2%/46.7%/47.2%。

假设 3: 公司加快渠道建设与品牌营销，假设 2021-2023 年公司销售费用率为 19%/19.5%和 20%。管理费用率和财务费用率保持相对稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
集成灶	收入	643.03	972.37	1279.29	1654.38
	增速	10.00%	51.22%	31.56%	29.32%
	毛利率	46.29%	47.00%	47.40%	47.80%
其他	收入	73.32	80.65	90.33	99.36
	增速	4.17%	10.00%	12.00%	10.00%
	毛利率	39.42%	37.00%	37.00%	37.00%
合计	收入	716.3	1053.0	1369.6	1753.7
	增速	9.4%	47.0%	30.1%	28.0%
	毛利率	45.6%	46.2%	46.7%	47.2%

数据来源：Wind，西南证券

我们选取集成灶行业中的三家上市公司，2021 年三家公司平均 PE 为 31 倍。在集成灶产品加速渗透的背景下，公司加快渠道布局与品牌营销进程，预期未来三年业绩复合增长率为 29.9%。参考行业平均估值，我们给予公司 2021 年 33 倍 PE，对应目标价为 60.39 元，上调至“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
002677	浙江美大	18.8	0.84	1.03	1.24	1.46	18.93	15.37	12.8	10.88
300894	火星人	70.08	0.68	1.03	1.37	1.78	72.11	58.39	43.8	33.73
605336	帅丰电器	69.82	1.38	1.60	1.95	2.42	20.56	17.84	14.66	11.8
平均值							37.2	30.53	23.75	18.8

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	716.35	1053.03	1369.62	1753.75
营业成本	389.77	566.17	729.82	926.19
营业税金及附加	9.07	12.64	16.54	21.31
销售费用	118.39	200.07	267.08	350.75
管理费用	31.34	75.82	102.72	131.53
财务费用	-8.21	-24.77	-27.84	-36.07
资产减值损失	-0.41	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.16	0.20	0.20	0.20
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	163.95	223.29	281.50	360.24
其他非经营损益	0.88	0.80	0.73	0.77
利润总额	164.82	224.09	282.24	361.01
所得税	21.06	28.45	35.95	45.91
净利润	143.76	195.64	246.29	315.11
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	143.76	195.64	246.29	315.11

现金流量表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	143.76	195.64	246.29	315.11
折旧与摊销	15.77	29.86	33.44	35.02
财务费用	-8.21	-24.77	-27.84	-36.07
资产减值损失	-0.41	0.00	0.00	0.00
经营营运资本变动	32.92	-13.72	68.63	80.77
其他	19.68	0.47	1.52	-0.70
经营活动现金流净额	203.51	187.49	322.05	394.12
资本支出	-94.60	-33.14	-33.14	0.00
其他	-134.38	0.20	0.20	0.20
投资活动现金流净额	-228.98	-32.94	-32.94	0.20
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	594.96	0.00	0.00	0.00
支付股利	0.00	-28.75	-39.13	-49.26
其他	1.66	10.16	27.84	36.07
筹资活动现金流净额	596.62	-18.59	-11.29	-13.19
现金流量净额	571.03	135.95	277.81	381.14

资产负债表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	838.56	974.52	1252.33	1633.47
应收和预付款项	46.71	53.97	74.39	95.53
存货	62.27	91.31	116.28	148.80
其他流动资产	201.98	202.23	202.90	203.71
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	159.87	170.51	177.56	149.89
无形资产和开发支出	68.24	60.89	53.53	46.18
其他非流动资产	32.88	32.88	32.88	32.88
资产总计	1410.51	1586.29	1909.86	2310.46
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	258.00	338.86	446.75	571.26
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	126.51	69.15	77.68	87.91
负债合计	384.51	408.02	524.43	659.17
股本	106.67	106.67	106.67	106.67
资本公积	647.10	647.10	647.10	647.10
留存收益	257.62	424.51	631.67	897.52
归属母公司股东权益	1026.00	1178.28	1385.44	1651.29
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	1026.00	1178.28	1385.44	1651.29
负债和股东权益合计	1410.51	1586.29	1909.86	2310.46

财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
销售收入增长率	9.38%	47.00%	30.07%	28.05%
营业利润增长率	49.94%	36.20%	26.07%	27.97%
净利润增长率	46.20%	36.09%	25.89%	27.94%
EBITDA 增长率	42.67%	33.16%	25.72%	25.10%
获利能力				
毛利率	45.59%	46.23%	46.71%	47.19%
三费率	19.76%	23.85%	24.97%	25.44%
净利率	20.07%	18.58%	17.98%	17.97%
ROE	14.01%	16.60%	17.78%	19.08%
ROA	10.19%	12.33%	12.90%	13.64%
ROIC	418.37%	338.59%	390.48%	-22729.77%
EBITDA/销售收入	23.94%	21.69%	20.96%	20.48%
营运能力				
总资产周转率	0.71	0.70	0.78	0.83
固定资产周转率	5.03	6.56	7.87	10.71
应收账款周转率	40.14	42.04	44.74	42.14
存货周转率	6.60	7.31	6.95	6.90
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	110.30%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	27.26%	25.72%	27.46%	28.53%
带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	3.33	3.59	3.40	3.36
速动比率	3.15	3.34	3.16	3.12
股利支付率	0.00%	14.70%	15.89%	15.63%
每股指标				
每股收益	1.35	1.83	2.31	2.95
每股净资产	9.62	11.05	12.99	15.48
每股经营现金	1.91	1.76	3.02	3.69
每股股利	0.00	0.27	0.37	0.46

业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
EBITDA	171.50	228.38	287.11	359.19
PE	37.32	27.42	21.78	17.03
PB	5.23	4.55	3.87	3.25
PS	7.49	5.10	3.92	3.06
EV/EBITDA	25.04	18.21	13.51	9.74
股息率	0.00%	0.54%	0.73%	0.92%

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn