

## 帅丰电器 (605336.SH) 看好帅丰电器营销端管理改善的投资机会

2023年02月22日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

吕明（分析师）

周嘉乐（分析师）

陆帅坤（联系人）

lvming@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

lushuaikun@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

证书编号：S0790121060033

日期	2023/2/22
当前股价(元)	19.88
一年最高最低(元)	30.40/14.25
总市值(亿元)	36.70
流通市值(亿元)	11.65
总股本(亿股)	1.85
流通股本(亿股)	0.59
近3个月换手率(%)	278.2

### ● 看好帅丰电器营销端管理改善的投资机会，维持“买入”评级

公司营销端引入新的负责人王富总，对内增加招商人员、优化架构、业绩目标落实到人，对外加速招商换商、推动经销商分级考核，有望增加经销商数量、提升经销商质量，2023年公司或迎营销端管理改善机遇。考虑疫情扰动，我们下调2022年、并维持2023-2024年盈利预测，预计2022-2024年归母净利润2.0/2.6/3.1亿元（其中2022年原值为2.2亿元），对应EPS为1.1/1.4/1.7元，当前股价对应PE为18.5/13.9/12.0倍，公司渠道改善空间较大，维持“买入”评级不变。

### ● 公司：经销商数量、质量提升空间大，营销端管理改善有望拉动新一轮增长

公司产品结构在行业内较为高端，2022年Q1-3从产品结构来看，蒸烤一体和蒸烤独立占比73%。从均价看，2022年帅丰品牌集成灶线上渠道产品均价为11045元，高于火星人、亿田、森歌、美大品牌。公司经销商数量、质量均低于集成灶行业内可比上市公司，参考2021年亿田智能渠道改革，单商提货额实现翻倍增长，公司渠道端改善空间较大。从收入的渠道拆分看，2021年公司线上电商渠道占比约25%，与火星人约40%的线上电商渠道占比相比，公司在电商渠道、下沉渠道、家装渠道等新兴渠道仍有较大拓展空间。费率层面，与可比公司相比，公司销售费用率较低、净利率较高，存在增加费用投放、拓展份额的空间。公司新引入营销负责人，多措并举，对内改善营销端组织架构、扩大招商和下沉渠道人员编制，强化与经销商的紧密度，提升组织效率。对外重点发力招商和促销培训、经销商帮扶、完善经销商考核机制，推动经销商数量和质量的提升。

### ● 行业：看好装修需求延后释放，行业渗透率持续提升

2023年地产链保交楼主线明确，地产政策暖风频吹，竣工回暖有助于与新房关联度较高的集成灶品类放量，叠加2022年受疫情影响下的安装需求有望迎来延后释放，看好2023年集成灶行业需求回暖。渗透率方面，集成灶品类认知度逐步提升，持续抢占传统烟灶份额，2022年渗透率仅13.4%（+1pct），成长空间广阔。

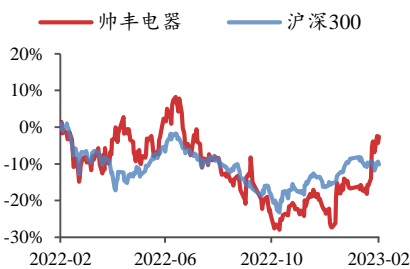
### ● 风险提示：原材料上涨风险；市场竞争加剧风险；渠道拓展不及预期风险。

### 财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	714	978	956	1,244	1,430
YOY(%)	2.3	36.9	-2.2	30.0	15.0
归母净利润(百万元)	194	247	199	264	306
YOY(%)	11.7	26.9	-19.4	32.8	15.9
毛利率(%)	49.2	46.2	46.0	46.0	46.0
净利率(%)	27.2	25.2	20.8	21.2	21.4
ROE(%)	11.4	13.0	10.5	13.9	15.7
EPS(摊薄/元)	1.05	1.34	1.08	1.43	1.66
P/E(倍)	18.9	14.9	18.5	13.9	12.0
P/B(倍)	2.2	1.9	1.9	1.9	1.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《Q3产品高端化趋势延续，双11开门红表现亮眼——公司信息更新报告》  
-2022.11.2

《疫情扰动下Q2业绩承压，盈利能力环比提升——公司信息更新报告》  
-2022.8.26

《乘集成灶行业东风，品牌渠道变革成效可期——公司首次覆盖报告》  
-2022.6.13

## 目 录

1、 公司：经销商数量、质量提升空间大，营销端管理改善有望拉动新一轮增长 .....	3
1.1、 产品技术：底层实力深厚，支撑中高端品牌定位 .....	3
1.2、 渠道现状：公司经销商体系数量、质量改善空间较大 .....	4
1.3、 销售费率：低于可比公司，预期未来将加大投放力度 .....	5
1.4、 管理改善：引入新的营销负责人，带动经销商数量质量双升 .....	5
2、 召开 2023 年战略部署大会，产品、渠道、品牌端有望全面提升 .....	6
3、 行业：看好装修需求延后释放，行业渗透率持续提升 .....	7
3.1、 保交楼叠加受疫情影响的需求延后释放，看好集成灶品类需求恢复 .....	7
3.2、 行业渗透率尚处于低位，提升空间广阔 .....	7
4、 盈利预测与投资建议 .....	8
5、 风险提示 .....	8
附：财务预测摘要 .....	9

## 图表目录

图 1： 公司连续四年全国蒸烤一体款集成灶销量领先 .....	3
图 2： 公司厨房电器产品线完善 .....	3
图 3： 2021 年公司经销商数据显著高于可比公司 .....	4
图 4： 2017-2019 年公司经销商平均提货额位于领先地位 .....	4
图 5： 2022H1 公司销售费用率低于火星人、亿田智能 .....	5
图 6： 2022H1 公司净利率高于火星人、亿田智能 .....	5
图 7： 公司打造全新 IP 形象，有助于加深消费者印象 .....	6
图 8： 公司全新升级 KOMS2.0 厨房全局监控系统 .....	7
图 9： 2015-2022 年集成灶品类渗透率持续提升 .....	8
图 10： 2022 年集成灶品类零售量跌幅小于传统烟灶 .....	8
表 1： 2022 年帅丰品牌集成灶线上渠道产品均价 11045 元，高于火星人、亿田、森歌、美大品牌 .....	4

## 1、公司：经销商数量、质量提升空间大，营销端管理改善有望拉动新一轮增长

### 1.1、产品技术：底层实力深厚，支撑中高端品牌定位

公司技术实力深厚，收获专业机构认可。2016年7月，公司实验室荣获中国合格评定国家认可委员会认可，成为国家认可实验室，按照相关国家标准、行业标准、地方标准要求，可展开上百项集成灶的相关安全和性能指标的检测。2021年7月，公司获批省级标准国际化试点单位。截至2022年6月底，公司共参与47个标准制订，包括3个ISO国际标准、23个国家标准、5个行业标准、16个团体标准制订；公司及子公司合计拥有专利330项，其中中国发明专利11项、中国实用新型专利177项、中国外观设计专利142项。

公司始终坚持中高端品牌定位，集成灶产品持续热销。2017年公司作为集成灶行业唯一代表登上央视财经《品质中国》。2021年8月，公司成为集成灶领域首家CCTV《大国品牌》企业。根据欧睿咨询声明，帅丰为2019-2022年连续四年全国蒸烤一体款集成灶销量领先品牌，位于行业龙头地位。

X1双子星系列是公司2021年主打的蒸烤独立爆款产品，公司于2022年2月推出了该产品的升级款，在保有X1系列产品经典设计，此外将钛金元素、纳米新科技运用于集成灶内胆中，其内胆硬度达到9H级，提升斥油性、抗腐蚀性，便于日常清洁；与此同时，蒸烤箱升级为47L+32L大容量，进一步满足用户各类烹饪需求。

2022年5月，公司推出X6和S6系列产品，在原有的六面空气加压烤技术上，创新加入了一腔双烤技术，实现快速加热、同烤不串味、无需翻面等功能，解决了传统烤箱温度不均匀等弊端。

图1：公司连续四年全国蒸烤一体款集成灶销量领先



资料来源：公司官网

图2：公司厨房电器产品线完善



资料来源：公司官网

公司产品结构在行业内较为高端，2022年Q1-3从产品结构来看，蒸烤一体和蒸烤独立占比73%，消毒柜占比20%，橱柜占比3%，蒸箱占比3%。从均价看，2022年帅丰品牌集成灶线上渠道产品均价为11045元，高于火星人、亿田、森歌、美大品牌。公司提前布局高端细分蒸烤独立款集成灶，形成有梯度的产品价格带布局，有助于公司维持高端品牌形象、拓展高端细分市场份额。

**表1: 2022年帅丰品牌集成灶线上渠道产品均价11045元, 高于火星人、亿田、森歌、美大品牌**

行业排名	品牌	市占 (%)	市占同比 (%)	均价 (元)	均价同比 (%)
1	火星人	24.92	1.42	10149	5.02
2	亿田	13.73	2.4	10383	2.72
3	森歌	9.01	1.36	9856	2.3
4	美大	8.45	0.19	8692	-7.53
5	帅丰	6.24	-0.23	11045	3.75

数据来源: 奥维云网、开源证券研究所

## 1.2、渠道现状: 公司经销商体系数量、质量改善空间较大

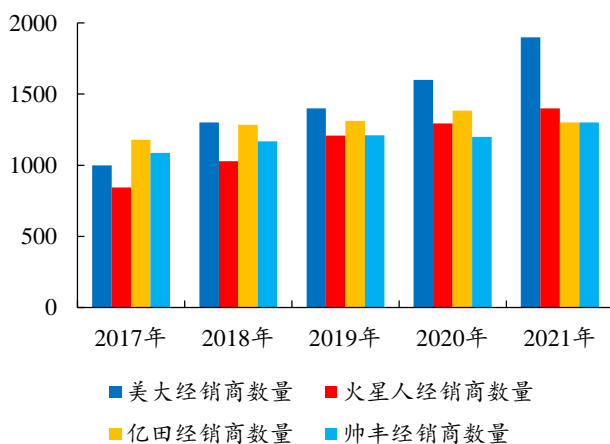
考虑到集成灶具有较强的线下安装属性, 经销商的数量和质量与集成灶公司的业绩有高度的相关性。截至2022年6月末, 公司拥有近1300家经销商和1600多个销售终端。

**公司经销商数量少于行业内可比上市公司。**2021年末, 公司有约1300家的经销商, 明显少于浙江美大。

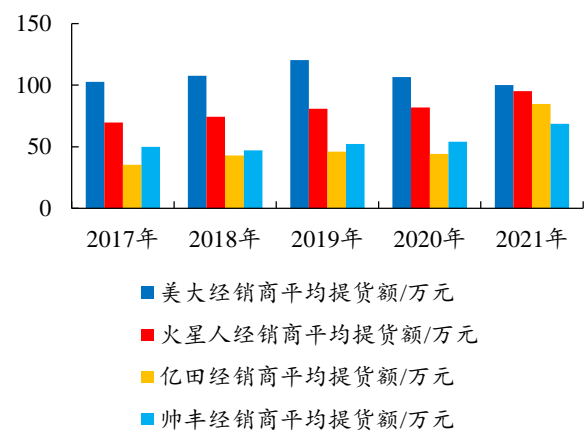
**公司经销商质量低于行业内可比上市公司, 改善空间大。**从平均提货额来看, 2021年公司经销商平均提货额均在68.6万, 少于浙江美大、火星人、亿田智能。其中2021年亿田智能增加费用投放、推动换商、渠道改革效果显著, 2021年单商提货额达84.7万元, 较2020年的单商提货额44.2万元提升显著。我们认为, 2022年帅丰电器有望通过渠道改革, 带动经销商体系数量、质量双升。

**公司经销商体系较为稳定。**公司给经销商预留的获利空间较大, 经销商抵御风险能力较强, 对于招新商形成良好的示范效应。

从收入的渠道拆分看, 2021年公司线上电商渠道占比约25%, 线下渠道占比约75%。与火星人约40%的线上电商渠道占比相比, 公司在电商渠道、下沉渠道、家装渠道等新兴渠道仍有较大拓展空间。

**图3: 2021年公司经销商数据显著高于可比公司**


数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

**图4: 2017-2019年公司经销商平均提货额位于领先地位**


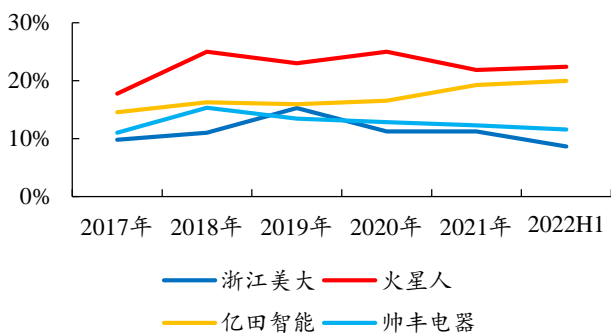
数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

### 1.3、销售费率：低于可比公司，预期未来将加大投放力度

销售费用率端，2018年以来公司销售费用率逐渐递减，从15.3%下降至11.6%。2022H1 公司/火星人/亿田智能/浙江美大销售费用率分别为11.56%/22.37%/19.97%/8.62%，与火星人和亿田智能相比，公司的销售费用率水平不高，存在一定改善空间。我们预计公司更换营销负责人后，后续将逐步加大销售费用投放力度，配合差异化产品体系，有望拉动销售收入增长提速。

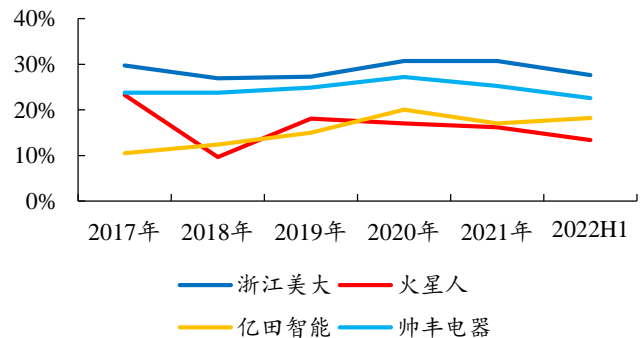
净利率端，2017年以来公司净利率较为稳定，主系公司毛利率平稳，控费表现良好。2022H1公司/火星人/亿田智能/浙江美大净利率分别为22.61%/13.38%/18.22%/27.67%，公司净利率低于浙江美大，高于亿田智能、火星人。

图5：2022H1 公司销售费用率低于火星人、亿田智能



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2022H1 公司净利率高于火星人、亿田智能



数据来源：Wind、开源证券研究所

### 1.4、管理改善：引入新的营销负责人，带动经销商数量质量双升

2022年下半年，公司从森歌引入新的营销端负责人王富总，开启营销渠道端改革之路。公司多措并举，对内改善营销端组织架构、扩大招商和下沉渠道人员编制，强化与经销商的紧密度，将业务目标实现拆解到个人。对外重点发力招商和促销培训、经销商帮扶、实行经销商分级考核机制、加速经销商汰换，带动经销商数量和质量的双升。

**(1) 组织架构变化，将原来9个大区分解为15个省区，实现精细化管理。**每个省区配备省区经理、KA人员、售后人员和招商人员在内的各种人员提供支持。相比之前只有一个售后部门对接经销商，改革后的人员职能划分更加清晰，让经销商对接更顺畅，各项业务目标达成也能拆解到个人。

**(2) 实行经销商考核机制、加速经销商汰换。**公司对经销商进行考核，分成a、b、c三个等级，不同的等级有不同的政策进行匹配，提振经销商经营的积极性，例如，等级为c的经销商，需要3-6个月时间培训到b，处于尾部的经销商会进行淘汰，考核机制的实施，有利于充分释放经销商的经营潜力，提升公司经销商群体质量。

**(3) 加大招商力度。**公司将招商部编制由4人扩大至18人，通过每季度线下开展招商会的形式，在2023-2024年重点覆盖800-900个空白县级市场。考虑到新任招商部长是王富总带入公司的，预计将保障招商战略的顺利实施。

**(4) 发力拓展新兴渠道。**2022年公司新拓展约300家下沉小店，存量约600家，相较于火星人、亿田智能的下沉渠道门店数仍有较大提升空间。公司负责人员方面，2023年公司下沉渠道也由4人扩编到18人。通过分销的方式，实现下沉渠道

的补充。2023 年公司下沉渠道方面，有望新拓展京东、天猫 600 家，社区店 500 家。

(5) 帮扶支持经销商做大做强。2023 年为了更好地服务经销商，公司将主动营销部拆成了活动板块和培训板块。公司将为各个省区配备专业售后服务经理，为经销商提供技术、售后商的指导和支持；公司将于每季度在线下开展 TOP50 或 TOP100 经销商会议，以培训支持引导为主，发挥大商的辐射带动作用。

## 2、 召开 2023 年战略部署大会，产品、渠道、品牌端有望全面提升

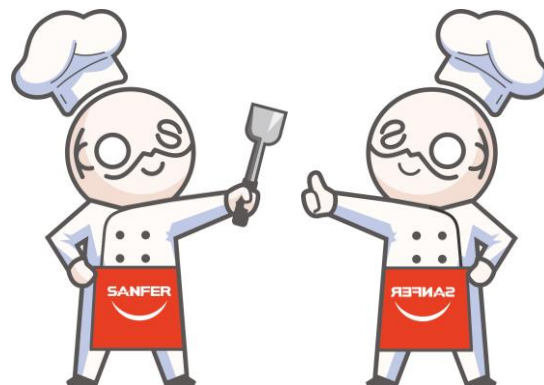
2 月 18 日，公司召开 2023 年战略部署大会暨年度经销商表彰盛典，总结了公司 2022 年销售情况，2023 年产品、渠道、品牌端有望迎来全面提升。

**产品方面**，在 2023 年 1 月，获国际权威调研机构欧睿咨询声明：帅丰蒸烤一体集成灶 2019-2022 连续四年全国销量领先。公司将坚持高端定位，以产品核心优势为出发点，将推出高质量产品作为立足点。帅丰全系列产品在会上重磅发布。KOMS2.0 焕新升级，为更多家庭带来健康厨房生活。

**渠道建设方面**，公司提出要“全渠发力，多维增量”，实现全渠道快速发展。多渠道营销，多维度增加销量。

**品牌形象方面**，公司与全球最大战略咨询机构安永博智隆的合作，进一步明确“高端家庭集成厨电专家”的品牌定位，加深了用户对公司品牌认知强度。全新 IP 形象正式亮相，加强用户对品牌的直观感知，为公司顺利推进产品营销打下基础。

图7：公司打造全新 IP 形象，有助于加深消费者印象



资料来源：公司公众号

**图8：公司全新升级 KOMS2.0 厨房全局监控系统**


资料来源：公司公众号

### 3、行业：看好装修需求延后释放，行业渗透率持续提升

#### 3.1、保交楼叠加受疫情影响的需求延后释放，看好集成灶品类需求恢复

2022年7月28日，政治局会议指出，要稳定房地产市场，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，压实地方政府责任，保交楼、稳民生。此后，有关部门针对保交楼政策持续加码。

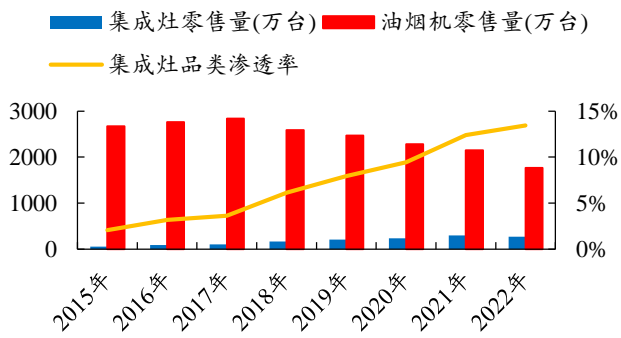
1月10日，人民银行召开2023年金融市场工作会议，会议指出，要动态监测分析房地产市场边际变化，因城施策实施好差异化住房信贷政策，落实好金融支持房地产市场平稳健康发展的16条政策措施，积极做好保交楼金融服务，加大住房租赁金融支持，推动房地产业向新发展模式平稳过渡。

一方面，近期地产行业频频迎来政策利好，在2023年地产链整体保交楼主线明确的基础上，集成灶作为与新房关联密切的品类，有望在地产政策刺激下实现放量。另一方面，在新房竣工向好、线下封控扰动因素解除的背景下，集成灶行业2023年有望继续提升渗透率水平。2023年，受线下疫情封控影响的产品需求有望迎来延后释放，利好行业规模恢复高增。根据奥维云网，预计2023年集成灶规模302亿元，同比增长16.6%。预计二季度开始市场逐渐回暖，2022年部分需求转移至2023年释放。

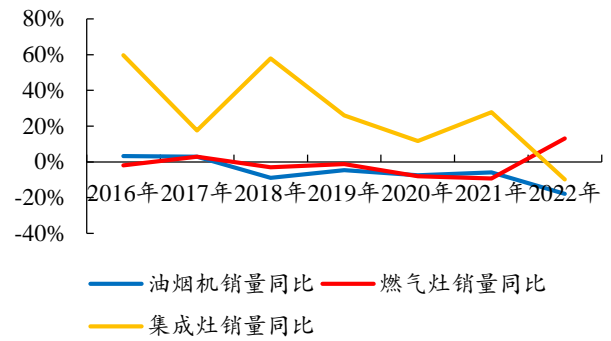
#### 3.2、行业渗透率尚处于低位，提升空间广阔

集成灶品类渗透率低、景气度高，伴随线下消费复苏、高端厨电需求提升，集成灶渗透率有望进一步提升。我们通过公式 $\text{集成灶渗透率} = \frac{\text{集成灶零售量}}{\text{集成灶零售量} + \text{油烟机零售量}}$ 来测算，2015-2022年集成灶品类渗透率从2.1%提升到13.4%，渗透率持续提升，且上升空间仍较大。

从国内集成灶行业表现看，2015-2022年集成灶行业零售量CAGR达25.14%，销量增长明显，发展前景广阔。从集成灶与传统烟灶对比来看，集成灶销量增速持续跑赢传统烟灶，说明集成灶对传统烟灶有较好的替代效应，渗透率提升逻辑持续验证。受疫情和竣工端的影响，2022年集成灶行业零售量-9.9%，油烟机行业零售量-17.9%，集成灶跌幅仍小于油烟机，替代效应明显。

**图9：2015-2022年集成灶品类渗透率持续提升**


数据来源：奥维云网、开源证券研究所

**图10：2022年集成灶品类零售量跌幅小于传统烟灶**


数据来源：奥维云网、开源证券研究所

## 4、盈利预测与投资建议

考虑疫情扰动,我们下调2022年、并维持2023-2024年盈利预测,预计2022-2024年归母净利润2.0/2.6/3.1亿元(其中2022年原值为2.2亿元),对应EPS为1.1/1.4/1.7元,当前股价对应PE为18.5/13.9/12.0倍,公司渠道改善空间较大,维持“买入”评级不变。

## 5、风险提示

原材料上涨风险;市场竞争加剧风险;渠道拓展不及预期风险。





## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn