2022 年 08 月 12 日

東亞前海證券有限責任公司
East Asia Qianhai Securities Co., Ltd.

积极求变，全面发力
——亿田智能（300911.SZ）深度报告

核心观点

集成灶作为优质成长赛道，预计未来三年仍能保持 20%的复合增长。2015-2020 年我国集成灶市场零售额 CAGR 为 29.97%，高于同期厨电市场的 CAGR7.70%。集成灶与油烟机零售量之比也由 2019 年的 1:12 提升至 2021 年的 1:7，渗透率快速提升。经过长时间市场培育，集成灶已被越来越多的消费者所接受。我们测算行业未来三年有望保持 20%的复合增长。亿田作为集成灶行业领先企业，有望受益于行业上行红利。

率先抓住蒸烤类集成灶产品机遇，是公司跑赢行业的重要因素。强技术的支撑下，公司在蒸烤类产品布局具有先发优势。2022Q1 蒸烤类集成灶产品行业线上线下零售额占比分别突破 60%/40%，成为集成灶的主流产品，公司在蒸烤类产品赛道的市占率也快速提升：亿田蒸烤一体款线上市占率从 2020Q1 的 16.8%迅速提升至 2021Q4 的 53.4%，线下市场占比从 8.1%增加至 29.6%；蒸烤独立款线上占比从 2020Q1 的 1.1%增加至 2021Q4 的 6.1%，线下占比从 0.4%增加至 11.8%。

经销渠道积极改革，线上线下同步扩张。公司对老经销商进行持续优胜劣汰，在对经销商多店运营、多渠道运营的鼓励下，未来专卖店扩张速度有望进一步提高，家装和下沉渠道也有较大发力空间。线上渠道方面，公司积极引导经销商线上提货，充分发挥线上向线下导流的作用，改善了线下店客流量少、获客成本高的问题。同时公司进行线上线下产品的区隔，并对线上直营产品的安装售后服务给经销商一定的线上服务返利，以缓解双线利益冲突。

积极补齐品牌力不足。亿田品牌力相对较弱，但公司销售费用投放力度逐步加大，线上营销费用投放结构逐步优化。亿田凭扎实的技术和对市场的理解率先乘上蒸烤款集成灶的东风，但亿田整体品牌影响力的进一步塑造还有赖于更加有效的营销手段和渠道铺设。

投资建议

公司采取积极的市场策略，更接近于火星人高举高打的模式，因此我们认为公司估值水平与火星人相近更为合理。预计公司 2022-2024 年营业收入为 17.2/22.1/28.2 亿，对应增速为 40%/28%/28%，对应 EPS 为 2.7/3.4/4.1 元，股价基准为 8 月 12 日收盘价 61.73 元，对应 PE 为 22.8/18.1/15.0 倍。考虑到行业的高景气度，**维持“推荐”评级。**

风险提示

原材料价格持续上升，市场竞争大幅加剧，行业渗透率不及预期。

盈利预测

项目（单位：百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1229.66	1719.71	2209.69	2818.60
增长率（%）	71.66	39.85	28.49	27.56
归母净利润	209.55	291.89	367.89	444.29
增长率（%）	45.76	39.29	26.04	20.77
EPS（元/股）	1.96	2.70	3.41	4.11
市盈率（P/E）	41.80	22.84	18.12	15.01
市净率（P/B）	7.44	4.70	3.74	2.99

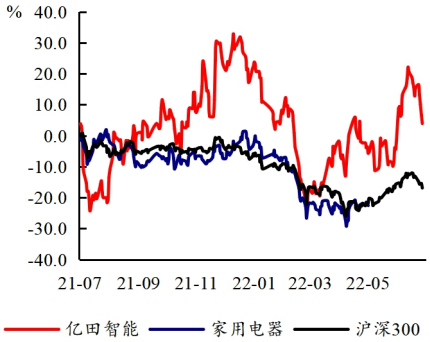
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所，股价基准为年 8 月 12 日收盘价 61.73 元

评级 推荐（维持）

报告作者

作者姓名 汪玲
资格证书 S1710521070001
电子邮箱 wangl665@easec.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(百万股)	106.67
流通 A 股/B 股(百万股)	106.67/0.00
资产负债率(%)	30.57
每股净资产(元)	9.98
市净率(倍)	6.55
净资产收益率(加权)	8.55
12 个月内最高/最低价	84.29/48.03

相关研究

《 增速持续领跑行业，盈利能力逆势提升 》2021.11.02
《股权激励绑定核心人员，持续快速成长可期》2021.09.13
《增速领跑行业，营收大超预期》2021.08.19
《亿田智能（300911.SZ）大涨点评》2021.07.07
《产品力领先，渠道升级加快成长——亿田智能首次覆盖报告》2021.06.30

正文目录

1. 公司概览：深耕集成灶品类，增速快于行业.....4
1.1. 概况：专注集成灶业务的领先企业.....4
1.2. 业务：高端化带动均价持续提升，业绩增速高于同行业.....5
2. 集成灶行业：预计未来三年复合增长 20%.....8
2.1. 成长型赛道，渗透率有望进一步提升.....8
2.2. 格局分散，行业集中度不断提升.....9
3. 亿田：强产品重研发，渠道改革成果显著.....11
3.1. 产品：乘上蒸烤类集成灶东风.....11
3.1.1. 研发底蕴浓厚，技术率先突破.....11
3.1.2. 产品差异化竞争让公司脱颖而出.....13
3.2. 渠道：经销商改革带动收入结构优化.....15
3.3. 品牌：积极补齐短板，投放结构持续优化.....17
4. 盈利预测及投资建议.....19
4.1. 原材料波动对盈利的弹性测算.....19
4.2. 投资建议.....20
5. 风险提示.....21

图表目录

图表 1. 公司发展历程.....4
图表 2. 亿田股权结构.....4
图表 5. 公司产品梳理.....6
图表 6. 高端、电商渠道款已成为主要款式.....7
图表 7. 产品均价持续提升（元）.....7
图表 10. 2021 年公司营收增速高于行业.....7
图表 11. 公司净利润增速高于行业水平.....7
图表 14. 集成灶市场规模测算.....9
图表 15. 主要集成灶企业产能情况.....9
图表 16. 多品牌涉足集成灶行业.....10
图表 17. 2022 年 1-5 月线上品牌市占率及均价.....11
图表 18. 2021 年集成灶线上市场格局.....11
图表 19. 2021 年集成灶线下 KA 渠道市占率.....11
图表 20. 亿田研发费用持续增加（单位：万元）.....12
图表 21. 公司研发费用率居行业高位.....12
图表 22. 公司研发人员数量及占比不断提升.....12
图表 23. 计入费用的研发人员人均薪酬对比（万元/年）.....12
图表 24. 公司核心技术一览.....13
图表 25. 亿田 S8 蒸烤独立集成灶产品图.....14
图表 26. 2022 年 1-5 月畅销榜 Top3 品牌.....14
图表 27. 集成灶线上分款式零售占比.....14
图表 28. 集成灶线下 KA 渠道分款式零售占比.....14
图表 29. 亿田蒸烤一体款零售额市占率.....14
图表 30. 亿田蒸烤独立款零售额市占率.....14
图表 31. 经销商数量对比（个）.....15
图表 32. 亿田经销商平均收入贡献快速提升.....15
图表 33. 2021 年经销商平均收入贡献对比.....15
图表 34. 公司线上收入占比提升.....16

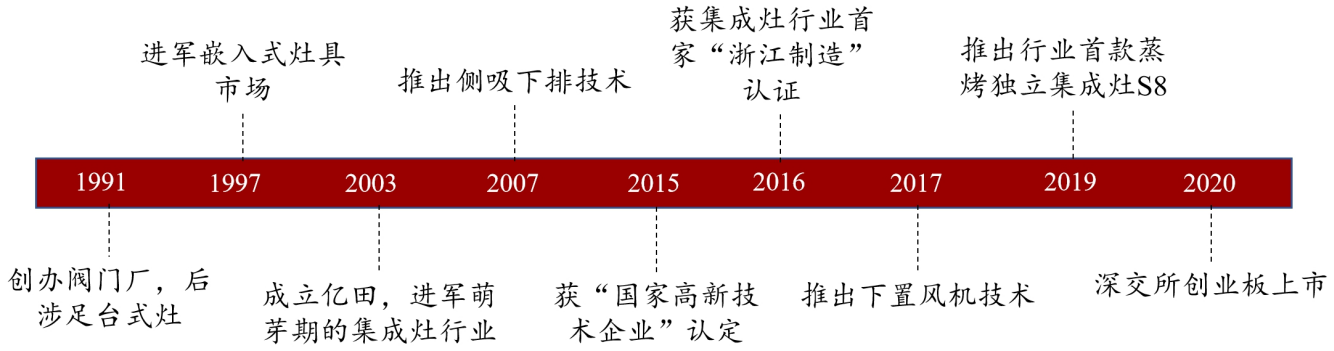
图表 35. 线上业务占比对比.....16
图表 36. 亿田返利情况.....17
图表 37. 亿田销售费用率不断攀升.....17
图表 38. 亿田广告费用及电商费用投放.....17
图表 39. 抖音搜索指数.....17
图表 40. 百度搜索指数.....17
图表 41. 电商平台订阅用户数（万人）.....18
图表 42. 抖音平台运营情况对比（万人/万个）.....18
图表 43. 7 月京东金榜 D2ZK 位列第一.....18
图表 44. 7 月天猫好评榜 D2ZK 位列第二.....18
图表 45. 亿田直接材料在主营成本中的比例.....19
图表 46. 2020H1 主要原材料在成本中占比.....19
图表 47. 不锈钢及玻璃价格走势.....19
图表 48. 五金材料价格指数.....19
图表 49. 各项原材料价格假设变动.....20
图表 50. 三种预期下原材料价格与产品价格变动.....20
图表 51. 公司毛利率敏感性分析.....20

1. 公司概览：深耕集成灶品类，增速快于行业

1.1. 概况：专注集成灶业务的领先企业

公司深耕厨电行业三十年，专注于集成灶业务。1991 年公司创始人孙伟勇夫妇创办阀门厂，后又涉足台式灶，随市场竞争愈发激烈、行业红利消失，经过不断地尝试与探寻，创始人夫妇于 1997 年进入嵌入式灶具市场。凭着对市场的敏感嗅觉，2003 年孙伟勇夫妇成立亿田，并进军萌芽期的集成灶行业。在创业前期的历次转型中，创始人将重研发的基因融入企业文化，又分别于 2007、2017 年推出侧吸下排和下置风机技术。经过多年发展，公司于 2020 年在深交所创业板上市，在集成灶领域实现领先地位，2021 年收入增速高于行业。截至 2021 年底，公司九成以上营业收入来自于集成灶业务。

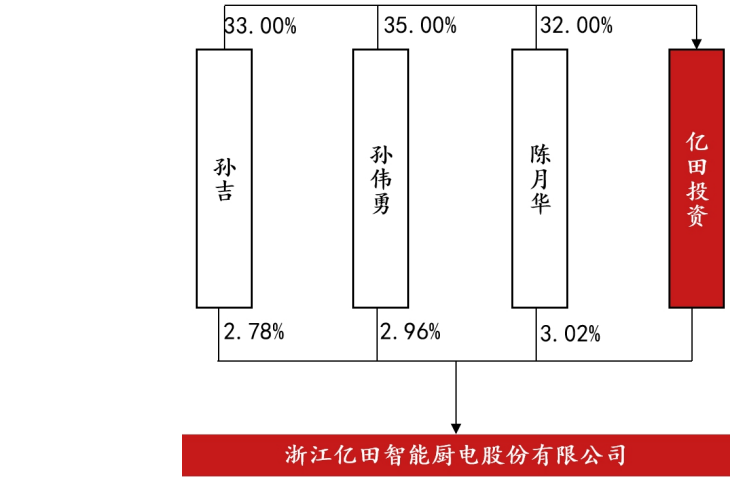
图表 1. 公司发展历程



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

孙伟勇、陈月华夫妇及二人之子孙吉为公司实际控制人，截至最新，三人合计直接持有公司 8.76%的股份，并通过亿田投资、亿顺投资、亿旺投资间接控制公司 43.67%/1.81%/1.02%的股份，合计控制公司 55.26%的股权，股权结构稳定。

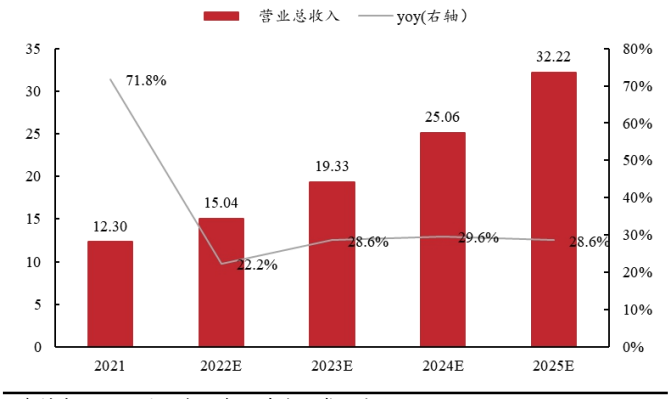
图表 2. 亿田股权结构



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

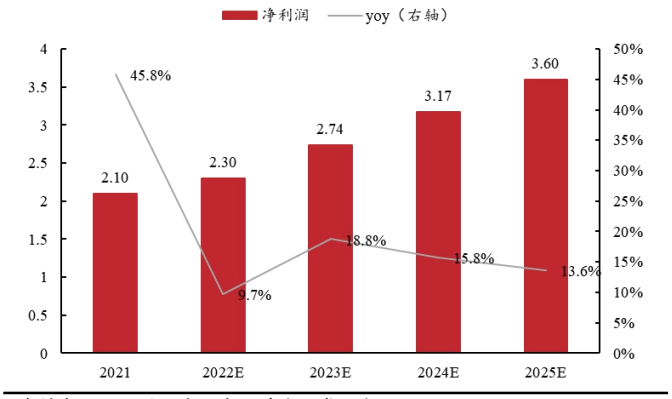
2021 年 10 月公司发布股权激励，考核年度为 2021-2025 年，根据业绩考核目标，公司 2025 年目标营收 32.22 亿元，2022-2025 年营收目标同比增速分别为 22.2%/28.6%/29.6%/28.6%;**2025 年目标净利润 3.6 亿元**，2022-2025 年净利润目标同比增速分别为 9.7%/18.8%/15.8%/13.6%。

图表 3. 公司股权激励收入考核解锁目标（亿元）



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 4. 公司股权激励净利润考核解锁目标（亿元）

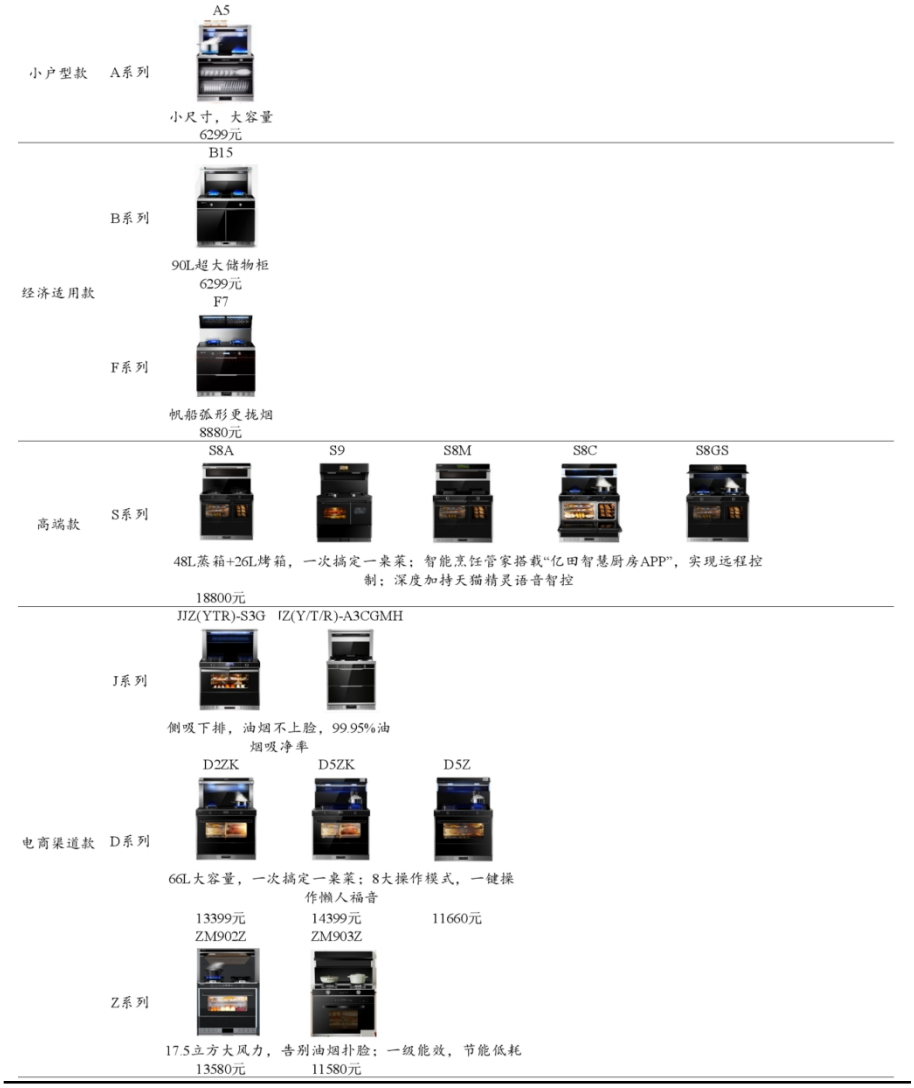


资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

1.2. 业务：高端化带动均价持续提升，业绩增速高于同行业

集成灶业务占比持续提升，产品矩阵日益完善。公司集成灶收入占比从 2016 年的 74.7%提升至 2021 年的 91.5%，其他新品类如集成水槽、洗碗机等基数较低，历史配套率约为 4%，后续有望在主品类的带动下快速提升。公司集成灶产品按定位可分为小户型款、经济适用款、高端款和电商渠道款。其中小户型款和经济适用款是公司早期推出的产品，包括 A、B、F 系列，功能较为单一；高端款 S 系列产品功能更为齐全，配备了蒸烤等功能；电商渠道款 J、D、Z 系列于 2019 年推出，是为发展线上渠道推出的专款产品。

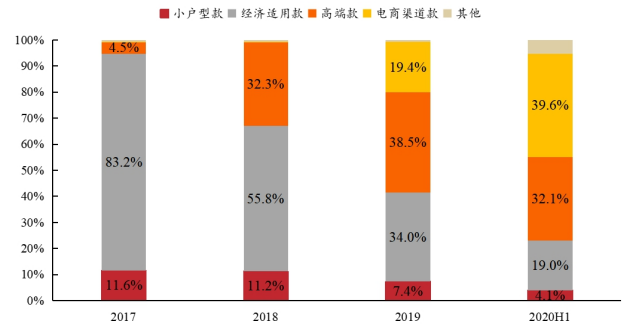
图表 5. 公司产品梳理



资料来源：天猫，京东，招股说明书，东亚前海证券研究所

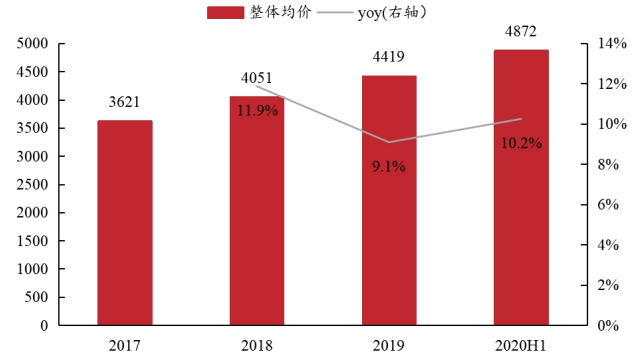
产品结构优化带动均价不断提升。公司集成灶产品由功能单一化向功能多元化方向发展，并抓住行业机遇推出了蒸烤独立、蒸烤一体等高端产品，在满足消费者更多集成化需求的同时，提升了产品附加值，带动产品结构不断升级。2020H1 公司高端款+电商渠道款产品占比达 72%，相较 2017 年提升+67.2pct，成为公司主流产品。随高端化产品结构优化，公司产品均价也以每年约 10%的增速不断提升，2020H1 整体产品均价约 4872 元，较 2017 年提升+35%。

图表 6. 高端、电商渠道款已成为主要款式



资料来源：招股说明书，东亚前海证券研究所

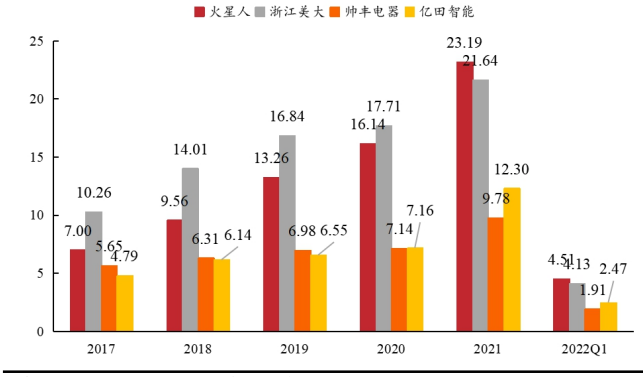
图表 7. 产品均价持续提升（元）



资料来源：招股说明书，东亚前海证券研究所

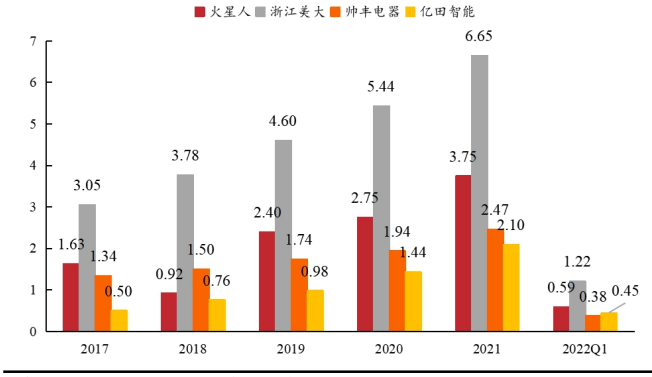
公司收入增速及盈利能力高于同行业水平。2016-2021 年，公司营业收入从 3.32 亿元增长至 12.3 亿，CAGR+29.9%；归母净利润从 0.36 亿增长至 2.1 亿，CAGR+42.3%。公司虽然在营收规模和利润水平上较火星人及浙江美大还有一定差距，但 2021 年公司营收增速高企（+72%），高于火星人（+29.2%）、浙江美大（+12.1%）和帅丰电器（+23.3%），历史业绩增速也稳定高于可比公司。

图表 8. 集成灶公司营业收入规模对比（亿元）



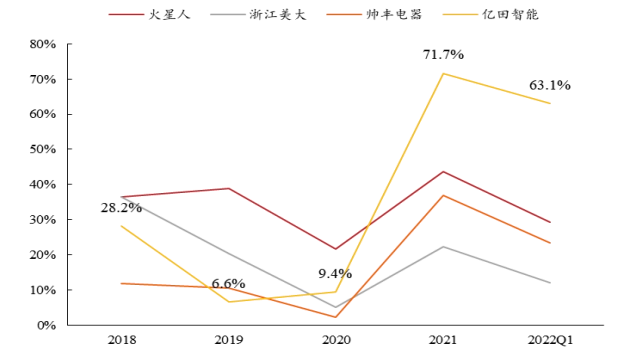
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 9. 集成灶公司净利润对比（亿元）



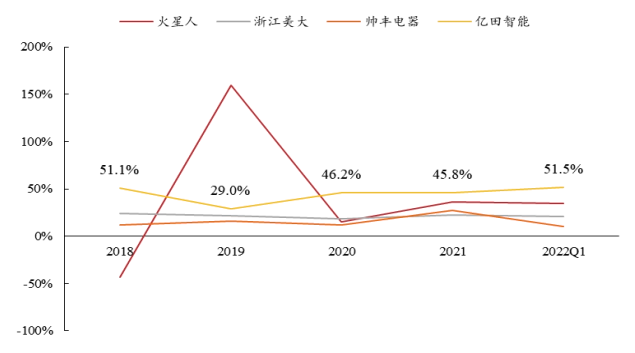
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 10. 2021 年公司营收增速高于行业



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 11. 公司净利润增速高于行业水平

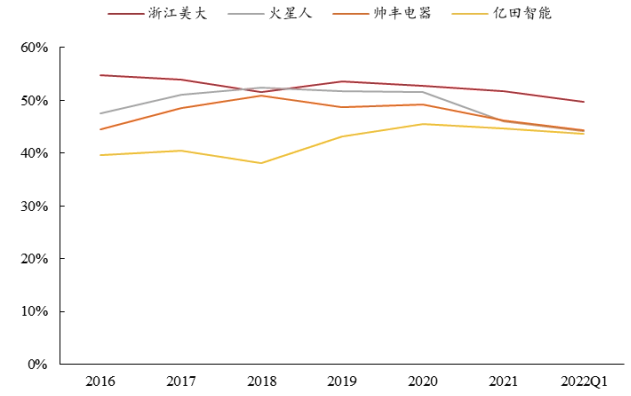


资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

公司毛利率水平逐步改善，净利率稳步提升。近年来受益于产品结构

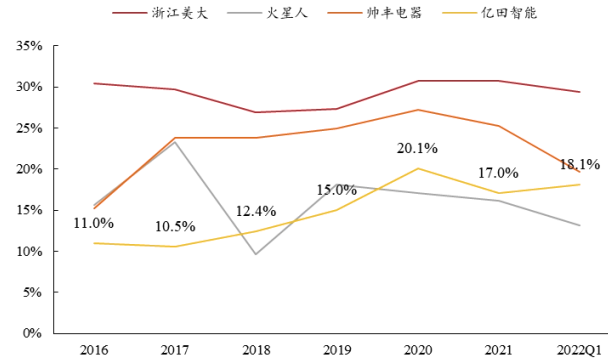
升级，公司毛利率由 2016 年的 39.7%稳步提升至 2022Q1 的 43.7%，但在四家集成灶上市企业中处于较低水平，与 2018 年以前中低端为主的产品结构以及近些年返利力度加大相关。2021 年来由于原材料价格上涨及部分公司会计政策调整，行业毛利率承压，亿田在开发工程、家装等新渠道过程中的适当降价，也导致毛利率略有承压。随着公司推动产品结构升级，公司毛利率水平与主要竞争对手差距缩小。2016 年-2022Q1，公司净利率从 11%提升至 18.1%，盈利能力也呈现持续改善态势。

图表 12. 公司集成灶毛利率与行业差距缩小



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 13. 公司净利率持续改善



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

2. 集成灶行业：预计未来三年复合增长 20%

2.1. 成长型赛道，渗透率有望进一步提升

集成灶行业渗透率快速提升。据中怡康时代数据统计，2015-2020 年，我国集成灶市场零售额从 48.8 亿元增长至 181 亿元，年均复合增长率为 29.97%，同期我国厨电市场整体零售额年均复合增速为 7.70%。据奥维云网（AVC）推总数据显示，2021 年集成灶市场零售量规模 304 万台、零售额规模 256 亿元，零售量同比增长 28%，零售额同比增长 41%。2019 年集成灶零售量与油烟机零售量之比约为 1:12，而 2021 年为 1:7，经过长时间市场培育，集成灶已被越来越多的消费者所认可。

我们对集成灶行业未来市场空间进行测算，假设：（1）我国人口总量未来三年以 0.03%每年的增速缓慢增长，城镇化率于 2024 年达到 67.7%，我国户均人口数为 3 人/户；（2）烟灶更新周期假设为 15 年，每年更新率约为 6-7%；（3）厨电新增需求取决于每年的竣工住宅套数，假设 2022-2024 年竣工住宅面积增速稳定在 3%左右；（4）集成灶仍处于成长性赛道，预计未来三年集成灶渗透率分别为 16%/20%/24%。

根据测算，2024 年集成灶销量有望达到 625 万台，集成灶行业未来三年有望维持 20%的复合增长。集成灶当前约九成的需求来自于新房装修，不到一成来自于二手房翻新，因此地产竣工及交付情况会对集成灶需求产

生较为明显的影响。

图表 14. 集成灶市场规模测算

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021A	2022E	2023E	2024E
人口数量（万人）	138326	139232	140011	140541	141008	141212	141260	141302	141345	141387
yoy		0.65%	0.56%	0.38%	0.33%	0.14%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%
城镇人口数量	79302	81924	84343	86433	88426	90220	91425	92865	94307	95749
城镇化率（%）	57.3%	58.8%	60.2%	61.0%	62.7%	63.9%	64.7%	65.7%	66.7%	67.7%
农村人口数量	59024	57308	55668	54108	52582	50992	49835	48437	47038	45638
农村户数（万户）	19675	19103	18556	18036	17527	16997	16830	16358	15886	15413
城镇户数（万户）	26434	27308	28114	28811	29475	30073	30475	30955	31436	31916
农村烟灶每百户拥有数	15	18	20	26	29	31	32	33	35	36
城镇烟灶每百户拥有数	69	72	74	79	82	83	84	84	84	85
烟灶总保有量（万台）	21303	23040	24506	27476	29147	30085	30832	31164	31966	32678
烟灶总更新需求（万台）	**1419**	**1534**	**1632**	**1830**	**1941**	**1805**	**1850**	**1870**	**1918**	**1961**
竣工住宅面积（万平方米）	73777	77185	71815	66016	68011	65910	73016	75624	78325	81123
YOY		4.62%	-6.96%	-8.08%	3.02%	-3.09%	10.78%	3.00%	3.00%	3.00%
平均单套面积（平方米）	105	104	106	106	105	105	105	105	105	105
烟灶总增量需求-竣工套数（万台）	**703**	**742**	**678**	**623**	**648**	**628**	**695**	**716**	**738**	**760**
烟灶总新增+更新需求（万台）		**2277**	**2310**	**2453**	**2589**	**2433**	**2749**	**2586**	**2656**	**2721**
集成灶需求渗透率（%）	**2.10%**	**3.10%**	**4.50%**	**6.00%**	**9.60%**	**10.90%**	**12.40%**	**16.00%**	**20.00%**	**24.00%**
集成灶需求合计（万台）			**103.9**	**147.2**	**248.5**	**265.2**	**315.6**	**400.8**	**504.6**	**625.7**
yoy				**41.60%**	**68.89%**	**6.69%**	**28.54%**	**21.39%**	**28.36%**	**22.93%**

资料来源：国家统计局，Wind，东亚前海证券研究所

从行业产能对比来看，公司 2019 年产能约 17.5 万台，若环保集成灶项目完全达产，预计每年将有 30 万台+的产能，截至 2021 年环保集成灶项目进度完成 13%，预计公司在 3-4 年后将完成达产，产能爬坡将为销售端增长提供充分的保障和支撑。

图表 15. 主要集成灶企业产能情况

公司名称	截至2019年产能情况（万台）	后续募投计划
浙江美大	55	2017年开始投入"年新增110万台集成灶及高端厨房电器产品项目"，2019年12月一期项目已建设完成并投入生产。
帅丰电器	16	2017年开始投入“年增40万台智能化高效节能集成灶产业化示范项目"，2021年已完成总装生产线的建设，实现部分产能释放，2022年将进一步释放集成灶产能
火星人	16.5	"年新增三万套集成灶技改项目"已于2021年建设完毕
亿田智能	17.5	"环保集成灶产业园项目"建成后，预计新增集成灶产能15万套/年，2021年完成项目的13%

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

2.2. 格局分散，行业集中度不断提升

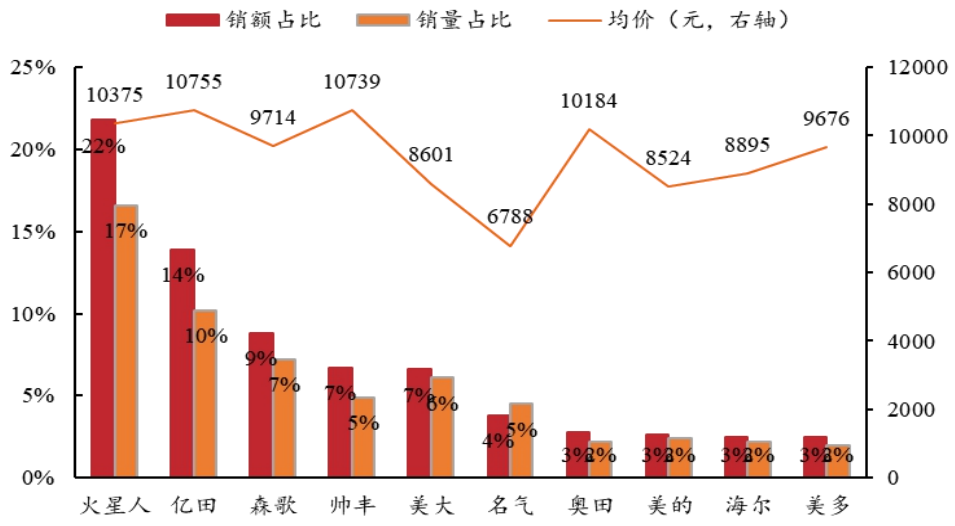
行业竞争者众，传统家电龙头纷纷布局。通过十多年的技术积累以及消费者接受程度的提高，集成灶行业已经取得了长足的进步，自 2016 年以来集成灶赛道已经进入发展快车道。根据中怡康调研数据显示，国内集成灶企业当前主要集中在浙江嵊州、浙江海宁、广东、江苏和安徽等地，其中嵊州为我国最大的集成灶产业集群所在地，合计品牌 300 余家，亿田、帅丰、森歌、金帝、奥田等品牌皆出自于嵊州。厨电作为家电行业中高毛利+高成长的板块，也吸引了竞争者入局，当前老板、方太、华帝等传统厨电企业，以及美的、海尔等家电龙头也纷纷以贴牌或收购的方式进入集成灶行业，行业竞争日渐激烈。

图表 16. 多品牌涉足集成灶行业

资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

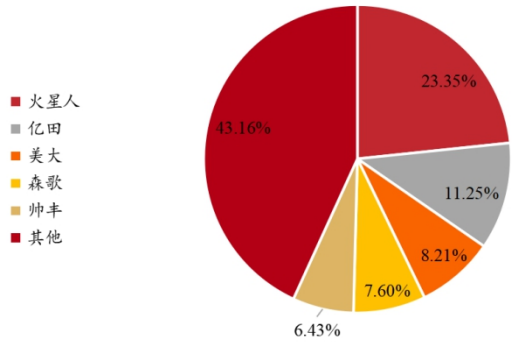
集成灶企业集中度不断提升，头部市占率有望进一步提高。根据奥维云网监测的零售端数据来看，2022 年 1-5 月线上销售额 CR3 市占率为 48.2%，相较于 2020/2021 年（线上 CR3 为 35%/42.81%）集中度不断提升，top3 品牌分别为火星人（21.8%）、亿田(13.9%)、森歌(8.8%)，头部企业集中度不断提升。2021 年传统厨电线上/线下渠道销额 CR3 分别为 68.1%/85.5%，相较于传统厨电的市场集中度，集成灶头部企业市占率有望进一步提升。

图表 17. 2022 年 1-5 月线上品牌市占率及均价



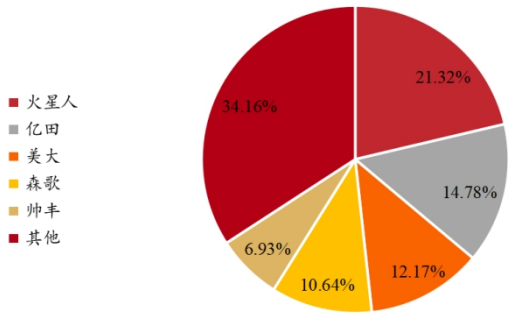
资料来源：奥维云网，东亚前海证券研究所

图表 18. 2021 年集成灶线上市场格局



资料来源：奥维云网，东亚前海证券研究所

图表 19. 2021 年集成灶线下 KA 渠道市占率



资料来源：奥维云网，东亚前海证券研究所

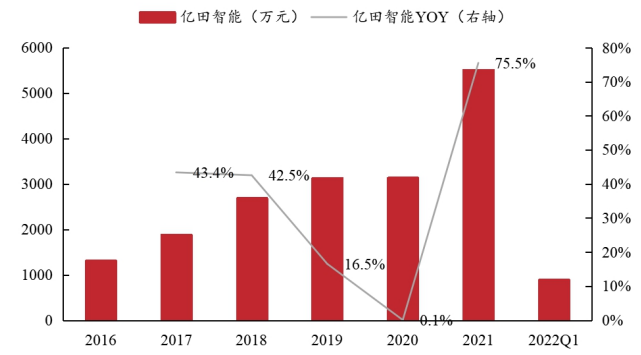
3. 亿田：强产品重研发，渠道改革成果显著

3.1. 产品：乘上蒸烤类集成灶东风

3.1.1. 研发底蕴浓厚，技术率先突破

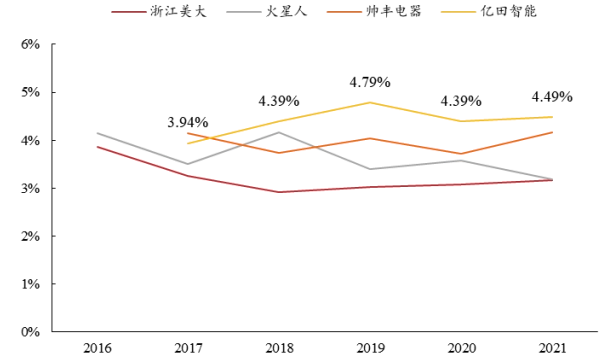
公司研发底蕴浓厚，研发费用率高于竞争对手。公司从进军集成灶领域起，便高度重视产品的改进研发，于 2007 年攻克了油烟吸净率高及侧吸下排技术，引领市场在产品结构方面的突破和创新。2021 年公司研发费用率 4.49%，近五年一直保持行业较高水平。2021 公司研发项目投入进一步加大力度，研发费用同比+75.5%，主要为了填补小尺寸集成灶空白、提升产品体验感及智能化程度、丰富公司产品梯队。

图表 20. 亿田研发费用持续增加（单位：万元）



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

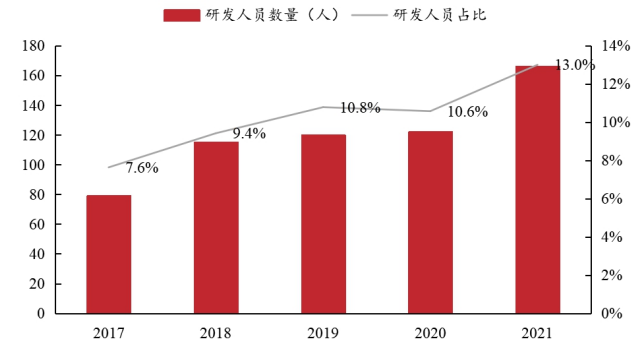
图表 21. 公司研发费用率居行业高位



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

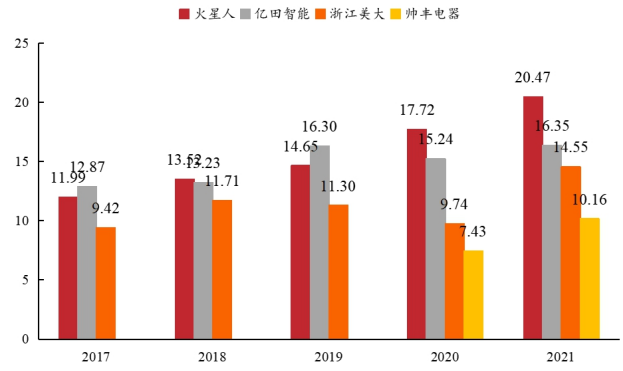
研发团队不断扩充，平均薪酬处于行业高位。公司研发人员数量从 2017 年的 79 人增加至 2021 年的 166 人，研发人员占比从 2017 年的 7.6%增加至 2021 年的 13%，团队的扩充体现了公司对研发的重视。此外，研发人员的平均薪酬也从 2017 年的 12.9 万元提升至 2021 年的 16.35 万元（无研发支出资本化，暂不考虑计入应付的部分），年复合增长率约 6%，平均薪酬水平显著高于美大及帅丰。

图表 22. 公司研发人员数量及占比不断提升



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 23. 计入费用的研发人员人均薪酬对比（万元/年）



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

与核心技术人员利益紧密绑定。公司核心技术人员 4 名，分别为陈月华、江凯、张延、赵云峰，四人均有丰富的行业经验，且均持有公司股份（截至上市日），公司通过搭建员工持股平台的方式绑定核心技术人员利益；同时公司于 2021 年推出限制性股票激励计划，涵盖了 81 名核心管理人员和核心技术（业务）人员，进一步完善核心人员的激励措施，保障研发人员稳定性。

技术率先突破，产品引领行业。凭借持续的研发投入和对研发的高度重视，公司率先攻克高油烟吸净率和侧吸下排技术，相较于第一代深井环吸式集成灶，侧吸式结构吸风口远离火焰，具有相对更高的使用安全性和燃烧热效率，烹饪时锅具的操作便利性也更高，因此侧吸式结构已成为行业普遍采用的产品工艺结构。在侧吸式结构基础上，2016 年公司成功研发

风机下置技术，即将风道系统置于集成灶机身底部，让集成灶在吸力、降噪、扩容三个维度进一步提升。

图表 24. 公司核心技术一览

技术名称	技术来源	技术应用情况
侧吸下排除油烟技术	原始创新	通过改变传统吸油烟机油烟上排的设计，把烟道及电机系统移植到灶具下方，使油烟能够在较短距离内被侧吸下排，极大地减少了油烟的升腾和扩散，提高了油烟吸排率
风机下置技术	原始创新	通过改变系统传统设计，通过技术手段将集成灶机身背部的风机系统移至底部，使机身的前后纵向空间得到释放，从而进一步降低了噪音，也提升了内部空间利用率
油烟分离技术	原始创新	在吸风口至风机的烟道内植入冷凝装置，油烟中含有的油脂经过冷凝装置时被冷凝液化，实现油烟分离，显著降低了大气油污排放
燃烧器节能技术	集成创新	通过改进燃烧器结构，改善燃烧器性能，有效提高了其燃烧效率
远程监测技术	集成创新	通过在机体内集成数据采集器及无线通讯模块，能够有效检测产品使用状况，并对产品性能异常进行实时预警，确保安全使用

资料来源：公司招股，东亚前海证券研究所

3.1.2. 产品差异化竞争让公司脱颖而出

率先抓住蒸烤类集成灶产品机遇，是公司跑赢行业的重要因素。公司在品类创新方面始终走在行业前列，公司领先市场的核心技术是助力产品形态升级的关键支撑。强技术的支撑下，公司的产品力和差异化竞争力领先行业。基于下置风机技术空间增容的优势，公司开创性地提出了蒸烤独立的概念，2019 年 3 月，公司正式推出亿田蒸烤独立集成灶 S8 系列，成为集成灶行业首款蒸烤独立集成灶。蒸烤独立产品不仅具备了蒸烤一体的多功能优势，也解决了蒸烤一体机存在的蒸烤不同步、蒸烤不到位以及串味等问题。从 2022 年 1-5 月线上畅销机型来看，亿田 D2ZK（蒸烤一体款）拔得头筹，S8A（蒸烤独立款）位列第三。当前蒸烤一体款主要在线上售卖（占亿田线上总销量的 70%+），蒸烤独立款主要在线下售卖（占亿田线下总销量的 70%+）。

图表 25. 亿田 S8 蒸烤独立集成灶产品图

资料来源：公司天猫旗舰店，东亚前海证券研究所

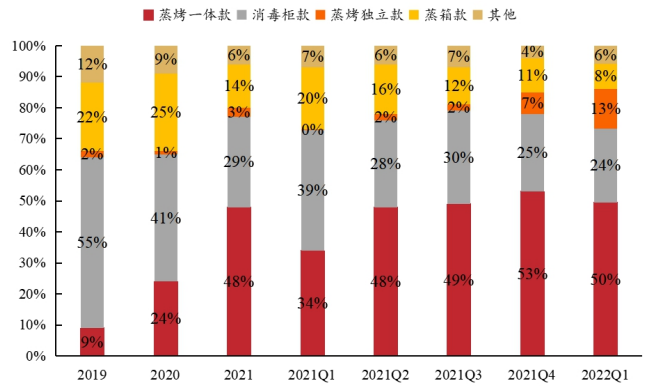
图表 26. 2022 年 1-5 月畅销榜 Top3 品牌

排名	品牌	机型	销量市占	均价（元）
1	亿田	D2ZK	4.80%	10479
2	森歌	JJZT/Y-I3ZK	2.49%	10411
3	亿田	S8A	2.24%	13347

资料来源：奥维云网，东亚前海证券研究所

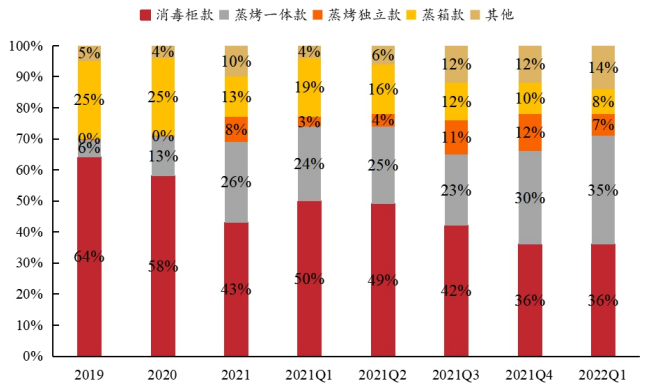
蒸烤类集成灶成为主流产品，亿田蒸烤类产品市占率提升。奥维云网（AVC）监测数据显示，2022Q1 集成灶线上及线下市场中的蒸烤类集成灶产品零售额占比分别突破 60%/40%，成为集成灶的主流产品。2020Q1-2021Q4，亿田蒸烤一体款线上市场零售额占比从 16.8%提升至 53.4%，线下市场从 8.1%增加至 29.6%；蒸烤独立款线上占比从 1.1%增加至 6.1%，线下从 0.4%增加至 11.8%，线下占比已超过蒸箱款。

图表 27. 集成灶线上分款式零售占比



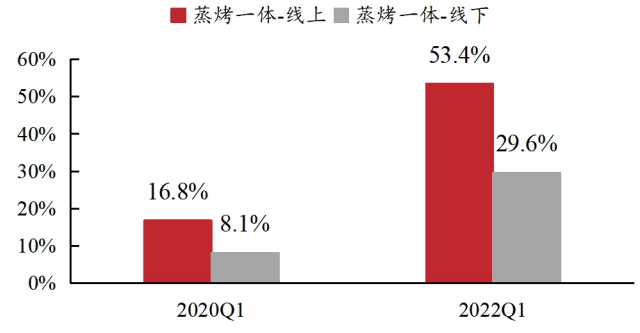
资料来源：奥维云网，东亚前海证券研究所

图表 28. 集成灶线下 KA 渠道分款式零售占比



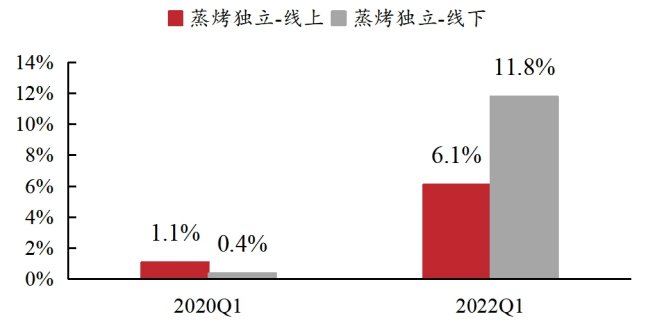
资料来源：奥维云网，东亚前海证券研究所

图表 29. 亿田蒸烤一体款零售额市占率



资料来源：奥维云网，东亚前海证券研究所

图表 30. 亿田蒸烤独立款零售额市占率

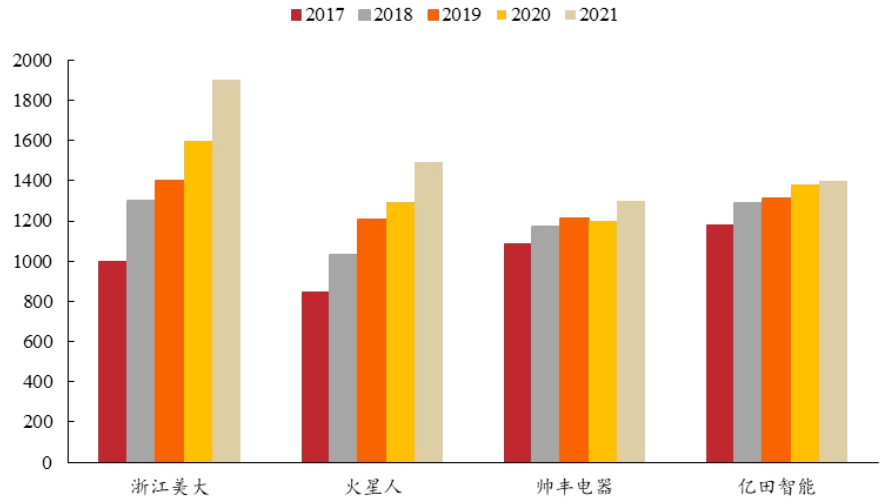


资料来源：奥维云网，东亚前海证券研究所

3.2. 渠道：经销商改革带动收入结构优化

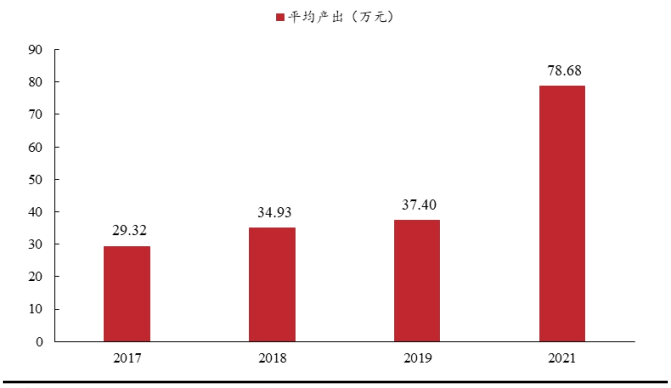
公司以经销模式为主，经销商改革成果初现。公司经销收入占总营收近 90%，2021 年底公司经销商近 1400 家，数量上增长并不快，主要系公司近两年来将重心放于对老经销商进行持续地优胜劣汰，不断优化经销商结构并提高招新门槛。在对经销商持续改革优化的同时，亿田经销商平均收入贡献也不断提升，2021 年较 2019 年有所翻倍，并显著高于帅丰。当前公司鼓励经销商多店运营、多渠道运营，未来专卖店新开数量有望快速提升，经销商平均贡献有望进一步提高。在保证专卖店增长的同时，公司在家装、下沉和电商渠道也积极发力，以期通过渠道拓展带动销售规模稳步扩张。

图表 31. 经销商数量对比（个）



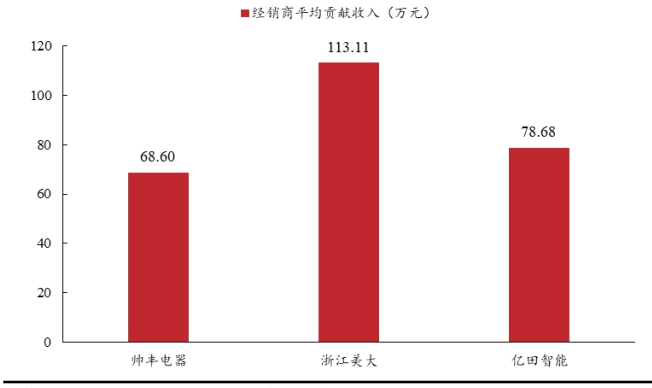
资料来源：招股说明书，东亚前海证券研究所

图表 32. 亿田经销商平均收入贡献快速提升



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 33. 2021 年经销商平均收入贡献对比



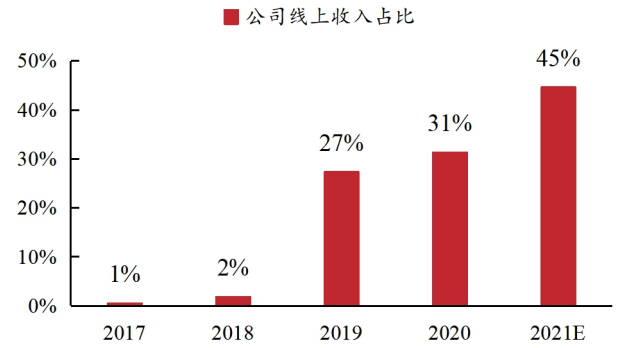
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

重视线上向线下导流，双线融合缓解线上线下利益矛盾。公司线上经销收入占主营业务比例从 2019 年开始大幅提升，2020H1 达 31.31%，其中大部分增长来自于经销商线上提货。通过子公司亿田电商收入测算，2021 年线上收入占比约 43%，其中线上直营部分估计占总营收比不足 10%。我

们认为线上直营部分增长缓慢主要系公司渠道战略导致：与火星人向线上导流相比，公司更重视线上对线下的支持和导流。比如，公司积极在经销商门店推广天猫“火凤凰”及京东“门店帮”的新零售系统，对于加入新零售系统的经销商，消费者可以在线上旗舰店的转款商品页面看到其门店地址和信息，从而达到线上引流、线下体验的效果，为经销商改善了线下店客流量少、获客成本高的问题。

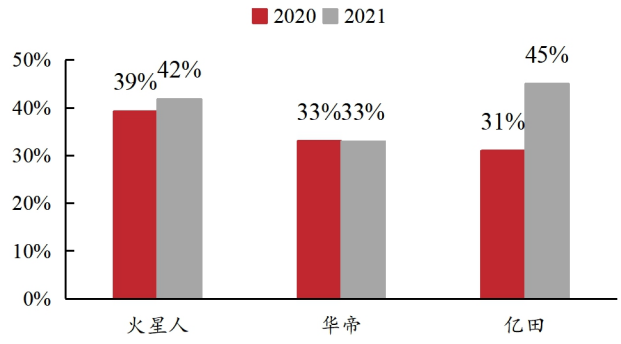
为缓解线上线下利益冲突，公司 2019 年陆续推出了线上专款的 J 系列、D 系列和 Z 系列(线上专款经销商只能从线上渠道进行采购用于线下销售)，且在线上渠道主推中低端产品，线下渠道主推高端产品，从而实现了线上线下的产品区隔。

图表 34. 公司线上收入占比提升



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所
2021 年亿田线上占比根据亿田电商子公司业绩估算

图表 35. 线上业务占比对比



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所
2021 年亿田线上占比根据亿田电商子公司业绩估算

公司返利形式多样，包括调动经销商销售积极性的年度返利、季度返利，为指引经销商进行门店升级改造的新店返利，为解决线上直销产品安装售后问题及缓解线上线下利益冲突的线上服务返利，以及日常促销等其他返利部分。因新店返利金额主要与线下经销商门店面积挂钩，因此在不考虑新门店返利的情况下，我们测算公司针对产品常规返利比例均值在 5%左右。根据公司公告，2021 年公司线上电商平台总零售额 6.96 亿元，公司全权负责电商运营的全资子公司总营收 5.49 亿元，考虑退货率及未确认收货的比率，测算出公司线上返利金额约为 20%，接近火星人 25%的线上返利水平。

图表 36. 亿田返利情况

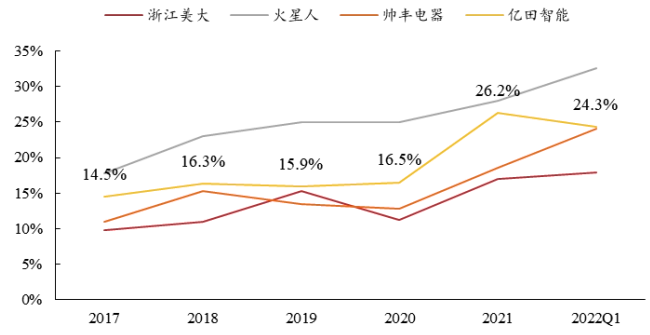
集成灶	2017	2018	2019	2020H1
单位售价（元）	3621.47	4051.12	4419.05	4871.57
销量（台）	107987.00	130330.00	132281.00	49043.00
零售额（万元）	39107	52798	58456	23892
返利总金额（万元）	2419.84	2266.39	4100.61	1949.64
除新店返利外合计（万元）	2049.42	1705.66	2818.82	1706.42
返利（除新店返利外)/零售额	5.2%	3.2%	4.8%	7.1%

资料来源：招股说明书，东亚前海证券研究所

3.3. 品牌：积极补齐短板，投放结构持续优化

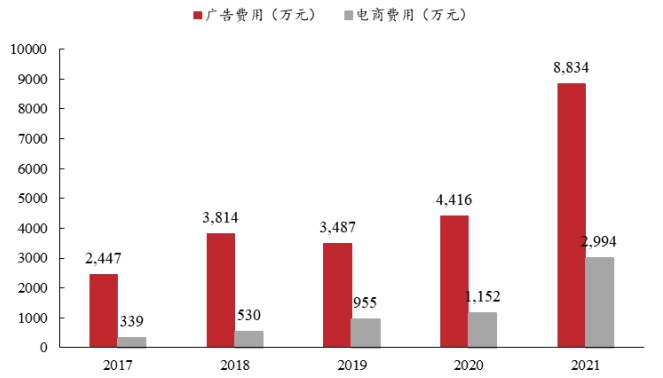
亿田品牌力相对较弱，公司销售费用投放力度逐步加大，线上营销费用投放结构逐步优化。公司销售费用率与浙江美大、帅丰电器基本处于同一水平，低于高举高打的火星人。从集成灶品牌在抖音平台近一月搜索指数及在百度平台近三年搜索指数来看，亿田整体处于同行业品牌搜索指数中下游水平。从电商平台运营情况来看，亿田在订阅用户及粉丝活跃度上较火星人仍有一定差距，一定程度上说明亿田对潜在消费者的触达及品牌影响力还有待提升。但从销售费用的结构来看，公司在广告宣传上的投放力度逐步加大，同时对电商渠道更加重视，2021 年线上投放费用实现翻倍。公司主要将销售费用中大头的广告费用投放于电视、广播电台、互联网和户外等传统媒介，随消费趋势的线上转移，公司加大对电商费用的投放比例，电商费用占销售费用比例由 2017 年 4.9%提升至 2021 年的 12.6%。

图表 37. 亿田销售费用率不断攀升



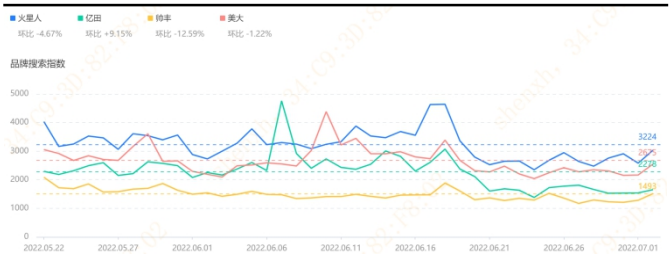
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 38. 亿田广告费用及电商费用投放



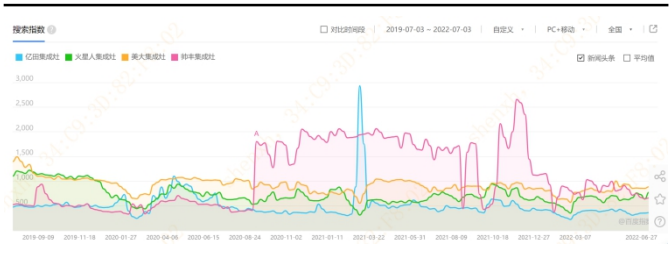
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 39. 抖音搜索指数



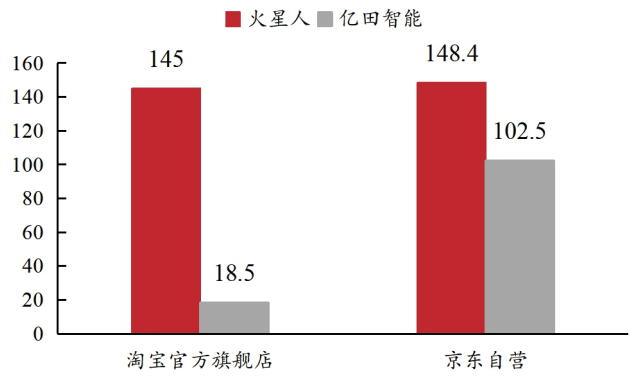
资料来源：巨量算数，东亚前海证券研究所

图表 40. 百度搜索指数



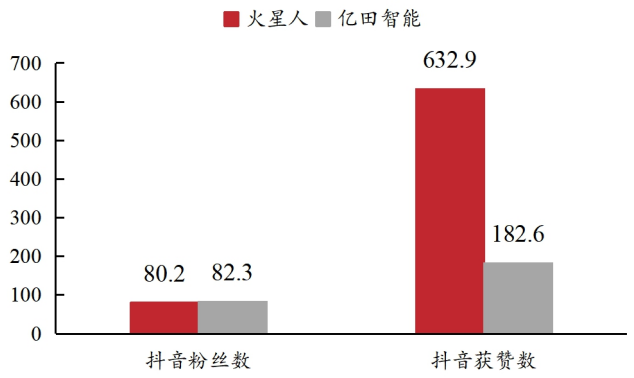
资料来源：百度指数，东亚前海证券研究所

图表 41. 电商平台订阅用户数（万人）



资料来源：巨量算数，东亚前海证券研究所

图表 42. 抖音平台运营情况对比（万人/万个）



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

集成灶产品技术门槛有限，当前产品趋于同质化竞争，因此品牌和渠道的竞争尤为关键。亿田凭扎实的技术和对市场的理解率先乘上蒸烤款集成灶的东风，截至 2022 年 7 月，亿田 D2ZK 款在京东金榜排名第一、在天猫好评榜位列第二。品牌的马太效应有助于产品优势进一步巩固，但亿田整体品牌影响力的进一步塑造还有赖于更加有效的营销手段和渠道的铺设。

图表 43. 7 月京东金榜 D2ZK 位列第一

资料来源：京东，东亚前海证券研究所

图表 44. 7 月天猫好评榜 D2ZK 位列第二

资料来源：天猫，东亚前海证券研究所

为补齐短板，公司积极引入经验丰富的人才。公司在 2021 年引入了原老板电器营销总监庞延杰，庞延杰目前担任公司营销副总裁，负责公司营销工作。庞总此前曾担任老板电器零售 KA 部长、零售销售总监，具有非常丰富的家电行业渠道经验以及资源，在庞总的带领下公司有望加速线下渠道体系的完善和拓展。线上建设方面，公司引进了原火星人电商部部长刘伟，对于电商渠道进行全面升级。刘伟目前担任电商中心高级总监，火星人的线上渠道运营的成功经验有望为公司在电商渠道的开拓提供新思路。

总结来说，公司产品力一直处于领先市场的水平，但前期渠道和品牌

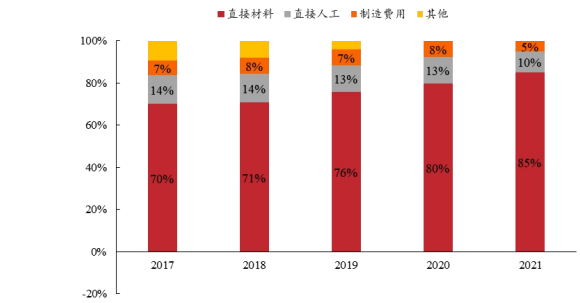
营销存在一定短板，限制了公司进一步抢占市场份额、提升市场地位。但公司目前全面推进人才升级、品牌升级、产品升级、渠道升级、管理升级五大战略，核心思路是通过引进行业高端人才和内部管理效率提升补齐公司在渠道、营销方面的短板，从而抓住行业高速成长的红利。

4. 盈利预测及投资建议

4.1. 原材料波动对盈利的弹性测算

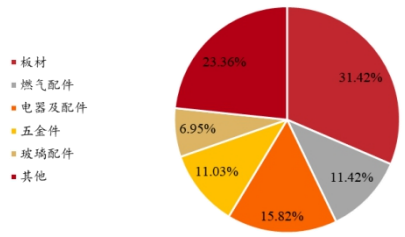
亿田作为厨电公司，原材料在营业成本中的占比保持在 70%以上，由于原材料涨价及产品升级，近年来原材料占营业成本的比重逐年走高。集成灶的原材料主要包括板材、燃气配件、电器及配件、五金件及玻璃配件等，其中不锈钢板材占比最大，2020H1 板材占公司原材料采购金额的 31.42%。从上游原材料价格走势来看，2021Q2 及 Q3 为不锈钢及玻璃价格的高点，2022Q1 增速再达峰值，但 2022Q2 以来不锈钢期货价格较 3 月最高价回落近 20%，玻璃价格指数距 2 月份的最高价回落约 30%，上游原材料价格出现明显松动；五金材料价格自 2021Q4 以来保持高位平稳波动。厨电企业一般有 2-3 个月的原材料库存，2022Q2 原材料成本的回落预计于年底在报表中体现。

图表 45. 亿田直接材料在主营成本中的比例



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 46. 2020H1 主要原材料在成本中占比

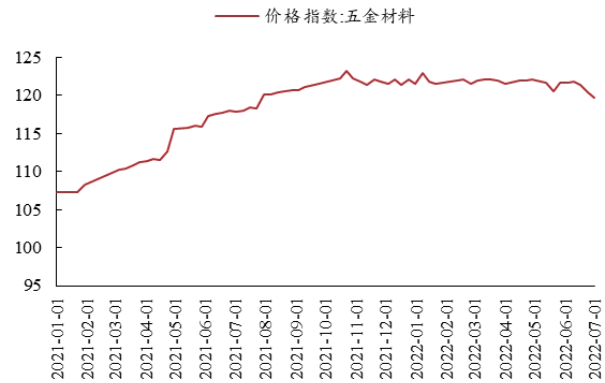


资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 47. 不锈钢及玻璃价格走势

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 48. 五金材料价格指数



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

从终端涨价情况来看，根据奥维云网数据，今年 1-5 月线上（不包含新兴电商平台）集成灶均价 7928 元，较去年同期增长 1619 元（+25%）；线下（主要 KA 渠道等）1-5 月集成灶均价 10122 元，同比增加 775 元（+8.3%）。2021 年以来集成灶价格处于稳定提升的趋势，一方面由于产品结构升级，蒸烤一体、蒸烤独立产品占比提升明显，带动单价提升；另一方面上游原材料成本压力大，行业向下游转嫁部分成本。

我们对公司成本及价格变动毛利率敏感性做出分析，假设：1）营业成本中除原材料价格外，其他成本项不发生变动；2）直接材料占营业成本的比重为 85%（2021 年），各细分种类原材料权重采用 2019 年的可得数据；3）板材中以不锈钢为主，因此假设板材价格基本与不锈钢同比例变动。

对于毛利率敏感性分析：我们分为乐观、中性和悲观三种情况进行考量。乐观预期下，我们假设原材料价格向下拐点已现，后续各项原材料成本有望向历史均值回归，2022 年集成灶整体价格涨幅约 3%；中性预期下，我们假设原材料价格维持当前水平不变，集成灶产品价格微涨 1.5%；悲观预期下，假设原材料价格继续走高，终端产品价格维持当前水平不变。乐观、中性、悲观三种情况下，预计毛利率分别变动+3.25%/+0.83%/-1.67%。

图表 49. 各项原材料价格假设变动

	悲观	中性	乐观	权重
板材	4.0%	0.0%	-4.1%	26.6%
燃气配件	0.0%	0.0%	0.0%	13.4%
电器及配件	0.0%	0.0%	0.0%	14.9%
五金件	15.0%	0.0%	-15.0%	11.3%
玻璃配件	10.0%	0.0%	-10.0%	7.1%
其他	0.0%	0.0%	0.0%	26.7%
原材料波动	3.5%	0.0%	-3.5%	

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 50. 三种预期下原材料价格与产品价格变动

	悲观	中性	乐观
原材料波动	3.5%	0.0%	-3.5%
产品价格涨幅	0.0%	1.5%	3.0%
毛利率变动	**-1.67%**	**0.83%**	**3.25%**

资料来源：东亚前海证券研究所

图表 51. 公司毛利率敏感性分析

相较于2021Q4毛利率变动		原材料价格波动								
直营材料占成本：	85.0%	-6.0%	-4.5%	-3.0%	-1.5%	0.0%	1.5%	3.0%	4.5%	6.0%
价格涨幅	-1%	2.3%	1.6%	0.9%	0.2%	-0.6%	-1.3%	-2.0%	-2.7%	-3.5%
	0%	2.9%	2.1%	1.4%	0.7%	0.0%	-0.7%	-1.4%	-2.1%	-2.9%
	1%	3.4%	2.7%	2.0%	1.3%	0.6%	-0.2%	-0.9%	-1.6%	-2.3%
	2%	3.9%	3.2%	2.5%	1.8%	1.1%	0.4%	-0.3%	-1.0%	-1.7%
	3%	4.4%	3.7%	3.0%	2.3%	1.6%	0.9%	0.2%	-0.4%	-1.1%
	4%	4.9%	4.2%	3.5%	2.8%	2.2%	1.5%	0.8%	0.1%	-0.6%
	5%	5.4%	4.7%	4.0%	3.3%	2.7%	2.0%	1.3%	0.6%	-0.1%

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

4.2. 投资建议

公司技术、产品力持续领先于行业，随着渠道进一步扩张、营销短板补齐，公司竞争实力有望进一步提升。公司目前采取积极的市场策略，更接近于火星人高举高打的模式，因此我们认为公司估值水平与火星人相近更为合理。预计公司 2022-2024 年营业收入为 17.2/22.1/28.2 亿，对应增速为 40%/28%/28%；2022-2024 归母净利润分别为 2.92/3.68/4.44 亿，增速为 39.29%/26.04%/20.77%，对应 EPS 为 2.7/3.4/4.1 元，股价基准为 8 月 12 日

收盘价 61.73 元，对应 PE 为 22.8/18.1/15.0 倍。考虑到行业的高景气度以及公司未来三年的高成长，**维持“推荐”评级**。

图表 52. 可比行业估值（截至 8 月 12 日）

		归母净利润增速（%）			PE（倍）			
		2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
300894.SZ	火星人	33.7%	29.8%	25.1%	36.47	27.34	21.06	16.84
002677.SZ	浙江美大	18.3%	16.7%	14.8%	13.23	11.18	9.59	8.35
605336.SZ	帅丰电器	22.4%	24.5%	21.6%	14.42	11.78	9.46	7.78
	均值	24.8%	23.7%	20.5%	21.37	16.77	13.37	10.99
300911.SZ	亿田智能	39.3%	26.0%	20.8%	41.80	22.84	18.12	15.01

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所
火星人、浙江美大、帅丰电器数据来自于 Wind 一致预测

5. 风险提示

原材料价格持续上升：原材料价格持续上涨将增加公司成本压力，对毛利产生挤压，拖累公司业绩。

市场竞争大幅加剧：集成灶市场逐步扩大，越来越多的参与者加入市场，竞争的加剧将带来市场格局的恶化，挤占公司可开拓的市场空间，可能导致行业进入价格战的恶性竞争，进而降低行业整体盈利能力。未来品牌及渠道优势明显的厨电、大家电龙头入局，也有可能改变行业竞争格局。

行业渗透率提升不及预期：集成灶作为新兴的大型厨电，与传统的烟灶有相互替代性，市场接受程度不及预期将导致公司增长受限。

利润表（百万元）

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	**1229.66**	**1719.71**	**2209.69**	**2818.60**
%同比增速	72%	40%	28%	28%
营业成本	679.57	970.56	1244.99	1612.23
毛利	550.09	749.15	964.70	1206.37
%营业收入	45%	44%	44%	43%
税金及附加	8.71	17.69	22.73	28.99
%营业收入	0.71%	1.03%	1.03%	1.03%
销售费用	236.72	307.74	395.42	504.38
%营业收入	19%	18%	18%	18%
管理费用	42.27	68.79	88.39	112.74
%营业收入	3%	4%	4%	4%
研发费用	55.15	77.99	100.21	127.82
%营业收入	4%	5%	5%	5%
财务费用	-11.47	-28.83	-36.89	-48.16
%营业收入	-1%	-2%	-2%	-2%
资产减值损失	0.03	0.00	0.00	0.00
信用减值损失	-5.83	0.00	0.00	0.00
其他收益	6.25	8.74	11.23	14.33
投资收益	19.99	19.99	19.99	19.99
净敞口套期收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	0.04	0.00	0.00	0.00
营业利润	**239.18**	**334.51**	**426.07**	**514.90**
%营业收入	19%	19%	19%	18%
营业外收支	5.47	1.95	1.71	1.71
利润总额	**244.66**	**336.46**	**427.78**	**516.61**
%营业收入	20%	20%	19%	18%
所得税费用	35.10	44.57	59.89	72.33
净利润	209.55	291.89	367.89	444.29
%营业收入	17%	17%	17%	16%
归属于母公司的净利润	**209.55**	**291.89**	**367.89**	**444.29**
%同比增速	46%	39%	26%	21%
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
EPS（元/股）	1.96	2.70	3.41	4.11

资产负债表（百万元）

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	961	1230	1605	2190
交易性金融资产	280	360	441	521
应收账款及应收票据	70	62	106	109
存货	106	159	181	260
预付账款	26	34	44	56
其他流动资产	11	23	17	30
流动资产合计	1455	1869	2393	3166
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	163	169	171	171
无形资产	71	74	77	80
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	25	25	25	25
其他非流动资产	95	92	92	92
资产总计	1809	2228	2759	3533
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	**368**	**525**	**620**	**862**
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	32	52	67	87
应交税费	49	52	67	86
其他流动负债	128	139	176	226
流动负债合计	577	769	931	1261
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	3	3	3	3
其他非流动负债	40	40	40	40
负债合计	619	811	974	1304
归属于母公司的所有者权益	1190	1417	1785	2229
少数股东权益	**0**	**0**	**0**	**0**
股东权益	1190	1417	1785	2229
负债及股东权益	1809	2228	2759	3533

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	1.96	2.70	3.41	4.11
BVPS	11.01	13.12	16.53	20.64
PE	41.80	23.46	18.61	15.41
PEG	0.91	0.58	0.70	0.72
PB	7.44	4.83	3.84	3.07
EV/EBITDA	34.41	17.43	12.72	9.37
ROE	18%	21%	21%	20%
ROIC	15%	17%	18%	17%

现金流量表（百万元）

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	**280**	**424**	**470**	**679**
投资	-80	-80	-80	-80
资本性支出	-67	-34	-34	-34
其他	20	23	20	20
投资活动现金流净额	**-127**	**-91**	**-94**	**-94**
债权融资	0	0	0	0
股权融资	43	0	0	0
银行贷款增加（减少）	0	0	0	0
筹资成本	-53	-65	0	0
其他	-4	0	0	0
筹资活动现金流净额	**-14**	**-65**	**0**	**0**
现金净流量	**138**	**269**	**376**	**585**

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，东亚前海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。

分析师声明

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、竞争性因素以及东亚前海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。

分析师介绍

汪玲，东亚前海证券研究所大消费组长兼食品饮料首席。中央财经大学会计系。2021 年加入东亚前海证券，多年消费品研究经验，善于从行业框架、产业发展规律挖掘公司价值 。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来 6—12 个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来 6—12 个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来 6—12 个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在 20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于 5%—20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在 5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

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。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海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。

东亚前海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。东亚前海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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司　研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 A 座二层　　邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道 1788 号陆家嘴金控广场 1 号 27 楼　　邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场第一座第 23 层　　邮编：518046

公司网址：http://www.easec.com.cn/