华创证券 HUA CHUANG SECURITIES

证券研究报告

小家电 2021 年 03 月 31 日

火星人（300894）深度研究报告

三策积胜势，星火正燎原

❖ 集成灶产业笃行二十载，终成蓬勃之势。在我们前篇行业深度系统性梳理产品、市场、竞争逻辑中，异军突围、精进勇猛的第一梯队龙头火星人尤为亮眼。在当前上市四企中，火星人起步最晚，却在短短十年间，以星火起点行至燎原之势。**其以优秀的管理架构为前置根基，所坚持的不同于市场众多玩家的关键战略，我们总结为：产品差异化、渠道全面化和营销精细化。**

❖ **产品差异化：抢占模块创新先机，坚持高品质产品理念，硬核研发、生产打造破局根本。**复盘高端厨电历程，品质打造与教育是树立品牌调性的关键。火星人于第三代模块化技术成型初期，深究需求敏锐布局，2015 年开创性推出蒸箱款集成灶 X2Z，并迅速实现蒸箱模块全面布局，引领新功能模块对集成灶市场的革新。而其贯穿始终的产品高颜值高品质理念，使其在同质化极为严重的众多竞品中独树一帜，形成具备高识别度的标签锚点。这与其三位一体研发机制、高研发投入、多边科研联动密切相关，而生产端高度自动化、信息化进一步保障其高品质设计的最终落地，硬核供给机制保障产品持续优化创新。

❖ **渠道全面化：高投入赢取市场空间，双线奋进抢筑龙头护城河。**追溯空调、传统厨电龙头的胜负手，对比竞争前期与马太效应成型后，各龙头销售费用率与净利率均存在明显剪刀差，可见早期龙头高投入抢市场是重中之重。而集成灶行业经过低线城市早期积累，当下对高线城市、消费大省、多元覆盖的全面深化渠道布局已势在必行。而不同于对手，火星人近五六年来争分夺秒地以高投入布局渠道，一方面大力推进线上，重金打造线上转向返利政策，平衡经销商双线利润并大幅拓展业务实现双向引流；另一方面线下现金高周转促成飞轮效应，单店高创收效益下门店迅速展开，而大商、高线直营模式进一步引导渠道开拓方向。全渠道的积极奋战，使火星人实现逆袭，以后进者反向获得早期渠道优势，并正在进一步快速积累胜势。

❖ **营销精细化：营销品牌高举高打，线下重形象重服务，线上强力扩散知名度。**至 2020H1 火星人销售费用率达 29.8%，其中广告费用率达 10.8%，均据业内第一。线下以资金支持保证门店形象，树立高端现场体验。同时高度重视售后服务反馈，在产业普遍存在安装掣肘的背景下，建立完善的管控机制快速积聚品牌口碑。线上强力投放扩散品牌宣传，20H1 网络广告在总广宣费中占比超 50%，重心线上，顺应直播、短视频等新媒体潮流，大力布局抖音和小红书，加速产品与消费者间的触达，推进品牌知名度迅速提升。

❖ **投资建议：**集成灶强大产品替代优势背景下，整体市场中短期强势增长，其中火星人凭借先手的产品设计差异化优势、强力积极的市场扩张战略、高举高打口碑推广塑造品牌形象，有望在当前早期竞争市场进一步积累其头部优势，并伴随护城河加深，后续长效收益空间值得高度期待。考虑到公司战略优势逐步加深，我们给予 2020-2022 年归母净利润预测分别为 2.94/4.11/5.48 亿元，增速 22.8%/39.5%/33.5%，对应 EPS 为 0.73/1.01/1.35 元，对应 PE 为 71/51/38 倍。公司现金流稳定，采用 DCF 法估值，目标价为 65 元，对应 21 年 64 倍 PE。公司稳居第一梯队，长期增长动力充足，首次覆盖给予“强推”评级。

❖ **风险提示：**原材料价格波动超预期，市场竞争大幅加剧，宏观经济波动风险。

主要财务指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万)	1,326	1,584	2,282	2,951
同比增速(%)	38.8%	19.4%	44.1%	29.3%
归母净利润(百万)	240	294	411	548
同比增速(%)	159.6%	22.8%	39.5%	33.5%
每股盈利(元)	0.59	0.73	1.01	1.35
市盈率(倍)	79	71	51	38
市净率(倍)	32	15	12	9

资料来源：公司公告，华创证券预测　　注：股价为 2021 年 3 月 30 日收盘价

强推（首次）

目标价：65 元

当前价：51.72 元

华创证券研究所

证券分析师：秦一超

邮箱：qinyichao@hcyjs.com

执业编号：S0360520100002

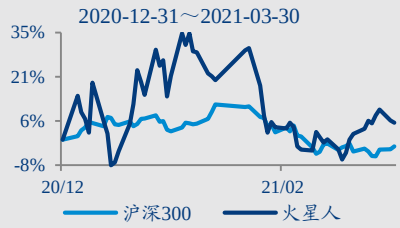
联系人：田思琦

邮箱：tiansiqi@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	40,500
已上市流通股(万股)	3,803
总市值(亿元)	209.47
流通市值(亿元)	19.67
资产负债率(%)	48.0
每股净资产(元)	1.8
12 个月内最高/最低价	71.2/34.05

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《集成灶行业深度研究报告：集成灶下个二十年，新起点处见潮来》

2021-01-08

未经许可，禁止转载

投资主题

报告亮点

本报告与前篇的集成灶行业深度《集成灶下个二十年，新起点处见潮来》相呼应，在前篇充分探讨了集成灶整体产品、市场、竞争的基础上，本报告高度聚焦至火星人公司本身的特征及打法，详实地回溯分析了火星人在过去的五六年间得以后来居上的深层原因。

在前篇系统性梳理的基础上，本次我们并未止于对整体集成灶产品替代的简单探讨，也并未停留在市场投放的粗犷判断，而是更多由公司自身出发，并融入未来格局成型后的视角，反观当下火星人战略的合理性与先见性。火星人以其优越的管理架构机制为基础，产品早期先手蒸箱模块变革、坚持差异化高端设计理念，在行业渠道布局尚未完善的背景下潜心发展，市场高速突破的同时凭借强大营销理念积累下丰厚的品牌口碑，即本文所总结的产品差异化、渠道全面化、营销精细化等异于市场的三重变化。我们在本报告中更多地对比梳理了白电、传统厨电黄金布局时期的龙头胜手战略，与火星人的战略相互印证，以此展示出这一新兴赛道的新生龙头的深层价值和强大空间。

投资逻辑

本篇公司深度相关的前期整体产品、市场逻辑部分归于前篇行业深度，在此基础上深度聚焦火星人近年以后进黑马之姿得以异军突起的现象，我们梳理阐述公司的具体战略，对比家电龙头成功历史确定其合理性与前瞻性，并以此推演后续业绩规模、竞争格局的演变。以其优秀的管理架构为前置基础，具体公司战略总结为**产品差异化、渠道全面化、营销精细化**。

- **产品差异化**：在早期市场抢占蒸箱款创新先机，引领新功能模块的产业革新，并坚持高颜值的差异化产品设计理念至今，以硬核的研发、生产机制持续推进优化创新。
- **渠道全面化**：借鉴空调、厨电龙头竞争胜手，早期高投入的激进市场战略是重中之重，火星人在当前市场渠道不完备的背景下，率先大力启动线上模式，重金开拓市场实现双线引流，带动线下同步发力，创造单店高创收效益促成飞轮加速，并以大商、高线直营的方式引导渠道开拓，其全局性布局正在打造其渠道胜势。
- **营销精细化**：品牌打造上高举高打，以业内最高费用投放比例为资金支撑，线下树立形象增强体验感，高度重视服务质量打造，积累优异品牌口碑。线上强力扩散品牌知名度，重心网络广告，顺应新媒体潮流，加速产品与潜在消费者的触达，推进品牌知名度的迅速提升。

关键假设、估值与盈利预测

整体市场上，在集成灶强大产品力背景下伴随渠道铺展，整体赛道具中短期强势增长，预计至 2025 年整体销量有望实现 480 万台，规模突破 400 亿元，高成长铸就大体量优质赛道。

火星人凭借先手的产品设计差异化优势、强力积极的市场扩张战略、高举高打口碑推广塑造品牌形象，有望在当前早期竞争市场进一步积累其头部优势，并伴随护城河加深，后续长效收益空间值得高度期待。考虑到公司战略优势逐步加深，我们给予 2020-2022 年归母净利润预测分别为 2.94/4.11/5.48 亿元，增速 22.8%/39.5%/33.5%，对应 EPS 为 0.73/1.01/1.35 元，对应 PE 为 71/51/38 倍。公司现金流稳定，采用 DCF 法估值，对应目标价为 65 元，对应 21 年 64 倍 PE。公司稳居第一梯队，长期增长动力充足，首次覆盖给予“强推”评级。

未经许可，禁止转载

目 录

一、优质内核焕发活力，行业黑马后来居上 8
（一）公司主营简介 8
（二）组织架构梳理 11
二、产品差异化：品牌树立之基石 13
（一）教育定位“高品质”是树立高端品牌标签的核心之路 13
（二）功能差异化：蒸箱功能突破率先抢占消费增量 15
（三）设计差异化：跨界联动打造高颜值属性 17
（四）研发高倾注：火星人技术水平野蛮生长 19
（五）生产高投入：材料工艺精益求精 23
三、渠道全面化：线上线下并重发展 25
（一）复盘空调厨电，销售盈利剪刀差在早期构筑长效优势 25
（二）集成灶行业渠道布局尚不完善，仍有巨大补足空间 30
（三）火星人线上线下并重，凸显渠道布局前瞻性 33
（四）高度重视线上渠道，返利有效平衡利益 35
（五）飞轮效应放大优势，线下布局同样领先 38
四、营销精细化：灵活投放打造差异化品牌 44
（一）线下营销：注重门店形象与售后服务 46
（二）线上营销：网络投入加码，捕捉流行趋势 48
五、盈利预测与估值假设 49
（一）行业规模空间预测 49
（二）公司盈利预测与估值假设 51
六、风险提示 52

图表目录

图表 1 集成灶主要企业发展历程对比 8
图表 2 火星人旗下主要产品类型 9
图表 3 2019 年公司各业务收入占比情况 9
图表 4 公司集成灶业务占总营收的比例变化 9
图表 5 公司营业总收入变化（单位：百万元） 10
图表 6 公司归母净利润变化（单位：百万元） 10
图表 7 公司各项业务毛利率对比 10
图表 8 集成灶公司净利率与销售费用率对比 10
图表 9 集成灶主要企业治理结构对比 11
图表 10 火星人股权结构（截至 2020 年 12 月 31 日） 11
图表 11 火星人高管部分工作经历及持股情况梳理 12
图表 12 产品品质是中国消费分级趋势下的核心 13
图表 13 家电安全使用年限参考 13
图表 14 2010 年至今油烟机零售额市占率 14
图表 15 老板电器大吸力油烟机发展代际 14
图表 16 火星人主要产品迭代路径 15
图表 17 产品不断升级迭代逐步解决质量掣肘问题 15
图表 18 集成灶主要企业最早与蒸箱功能相关的专利获得情况 16
图表 19 火星人蒸箱集成灶已实现全价位段覆盖 16
图表 20 集成灶线上渠道按功能划分的零售量份额 17
图表 21 集成灶线下渠道按功能划分的零售量份额 17
图表 22 2019 年集成灶各款式关注度 17
图表 23 2020 年集成灶各款式加权平均价格 17
图表 24 集成灶主要品牌部分产品外观展示 18
图表 25 火星人集成灶产品外观锚点特征 19
图表 26 火星人产品获奖主要情况梳理 19
图表 27 火星人研发机构扁平化 20
图表 28 集成灶主要企业研发费用对比（万元） 20
图表 29 集成灶主要企业研发费用率对比 20
图表 30 火星人研发费用明细拆分 21
图表 31 火星人与杨院士专家工作站签约 21
图表 32 浙江大学与火星人交流合作 21
图表 33 火星人研发人员数量最多 22

图表 34 集成灶企业研发人员人均年薪酬（万元）.....22
图表 35 集成灶主要企业专利数量对比.....22
图表 36 火星人核心技术产品收入占主要比重.....22
图表 37 三家新上市集成灶企业现有专利分布情况.....23
图表 38 2019 年集成灶各企业单台成本及毛利对比.....23
图表 39 2019 年集成灶单台成本拆分对比（元）.....23
图表 40 火星人原材料明细项目构成.....24
图表 41 火星人自动化车间.....24
图表 42 2019 年集成灶企业人均产量、创收情况.....24
图表 43 火星人 IPO 募资投向明细.....25
图表 44 家电行业各产品生命周期.....25
图表 45 空调行业发展阶段梳理.....26
图表 46 格力电器零售额份额变化.....27
图表 47 格力净利率与销售费用率存在明显剪刀差.....27
图表 48 美的净利率与销售费用率存在明显剪刀差.....27
图表 49 中国大家电销售渠道占比变化情况（%）.....28
图表 50 格力电器渠道体系中自建渠道占据重要位置.....28
图表 51 老板电器销售费用率与净利率也形成明显剪刀差.....28
图表 52 老板与华帝油烟机均价及溢价.....29
图表 53 老板电器与华帝股份毛利率对比.....29
图表 54 老板电器与华帝股份净利率对比.....29
图表 55 老板电器股价收益率表现.....29
图表 56 冰箱主要品牌的品牌力指数排名.....30
图表 57 2020 年集成灶行业 CR2 寡头集中度远低于白电、传统厨电行业.....30
图表 58 集成灶市场渠道结构变化.....31
图表 59 2019 年集成灶（外）与传统厨电（内）渠道结构对比.....31
图表 60 集成灶企业与传统企业门店数量对比.....32
图表 61 集成灶企业与方太门店的分层级城市占比情况.....32
图表 62 集成灶与传统烟灶（以方太代表）各省份占比及相对布局差距.....33
图表 63 火星人与可比公司主要销售模式及客户结构对比.....33
图表 64 主要集成灶企业销售费用率对比.....34
图表 65 火星人渠道模式梳理.....34
图表 66 公司各渠道模式收入规模（万元）.....35
图表 67 公司各渠道模式收入占比.....35
图表 68 2019 年主要厨电企业线上收入占比.....35

图表 69 2020 年集成灶线上零售额份额 35
图表 70 公司线上渠道分模式收入规模（万元） 36
图表 71 火星人返利政策 36
图表 72 公司各项返利支出金额（万元） 37
图表 73 线上销量专项返利占收入比重连年下降 37
图表 74 火星人经销商线上/线下采购利润率对比 38
图表 75 集成灶购买及安装流程梳理 39
图表 76 集成灶企业经销商及门店数量对比 39
图表 77 集成灶企业单经销商/单门店创收能力（万元） 39
图表 78 火星人经销商门店数量呈持续高净增状态 40
图表 79 火星人、帅丰、亿田各省份平均门店数及各自较均值的差值 40
图表 80 主要集成灶企业线下门店数量分区域对比 41
图表 81 火星人平均门店面积逐年提升 41
图表 82 火星人大商比例稳健增长 41
图表 83 2019 年各集成灶企业销售模式拆分 42
图表 84 火星人直营模式收入规模（万元） 42
图表 85 电商直营收入按平台划分（万元） 42
图表 86 火星人各平台电商费用率 42
图表 87 20H1 公司线下直营门店分布及各地区收入情况（万元） 43
图表 88 各销售模式毛利率水平对比 43
图表 89 各销售模式毛利贡献率情况 43
图表 90 主要集成灶企业销售费用率明细对比（20H1） 44
图表 91 各公司不同职能员工人数（2019 年末） 44
图表 92 集成灶企业广告费用率普遍较高 45
图表 93 2020H1 火星人销售费用明细 45
图表 94 火星人主要广告投放 45
图表 95 火星人线下门店形象 46
图表 96 火星人经销门店装修费 46
图表 97 火星人长期享受线下溢价 46
图表 98 集成灶和传统烟灶上门安装流程对比 47
图表 99 火星人安装及保养流程 47
图表 100 火星人售后流程 47
图表 101 火星人售后服务高于同行 48
图表 102 火星人网络广告投入逐年增加 48
图表 103 火星人直播成果及界面展示 49

图表 104 火星人在抖音和小红书投放效果良好 49
图表 105 中短期集成灶市场规模成长空间测算 50
图表 106 主营业务收入预测表 51

集成灶产业自概念提出发展至今已砥砺前行二十载，群雄逐鹿，当下赛道蓬勃之势正显峥嵘。正如我们近期在集成灶行业深度报告《集成灶下个二十年，新起点处见潮来》中所明确的，**集成灶基于颠覆性的产品优势，必将成为新的核心厨电产品并极具替代性潜力，而伴随赛道成长，龙头战略将使其地位进一步确立并积累集中。**

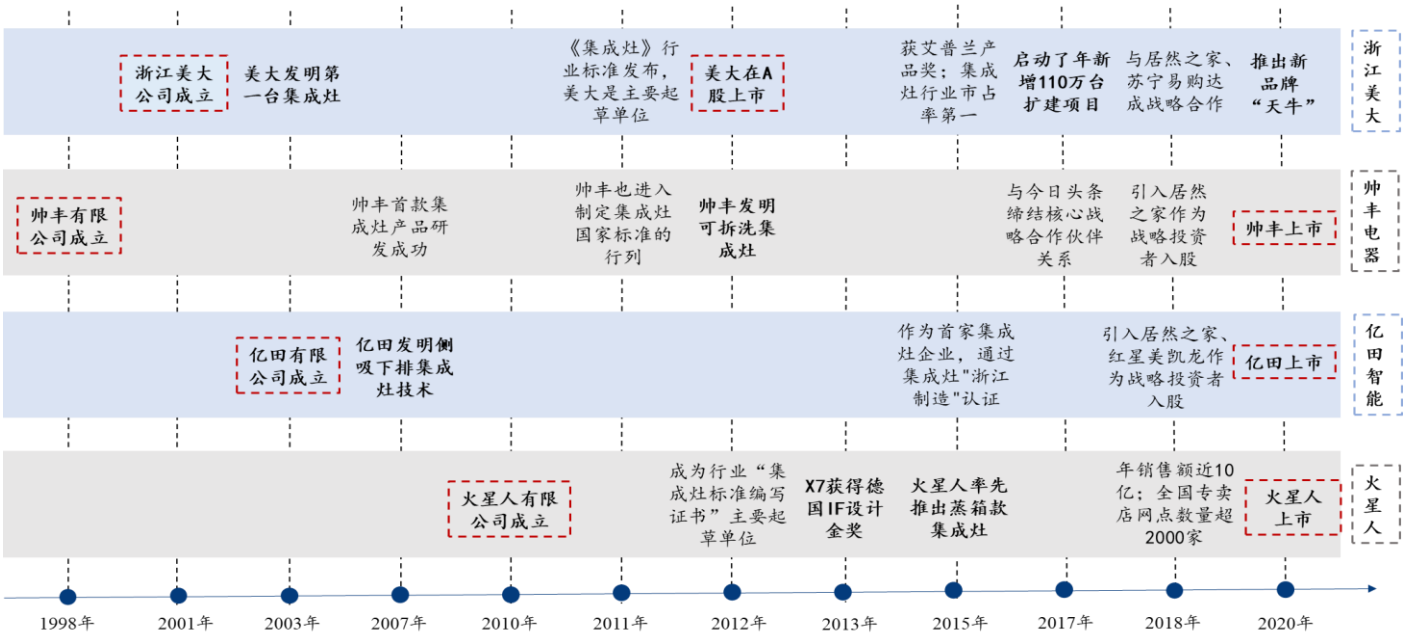
在当前集成灶四家上市公司中，火星人实际起步最晚，但在集成灶成长大潮下却以后进者之姿中流击水，抓住第三代集成灶蒸箱模块契机，积极奋力抢占各渠道市场，以 2010 年燃起的星星之火为起点，当下正呈现燎原之势。我们在行业深度报告中曾明确指出，**当前集成灶标的投资机会的关键在于三个核心要点：1）产品突破推动品牌差异化；2）费用投入抢占渠道份额；3）工程家装产业资源联动。**而在我们进一步研究与多方走访判断下，火星人在产品、渠道、营销服务端的优秀战略在过去数年间为其带来卓越的成长性，并正在积累构筑其龙头品牌护城河。**集成灶庞大且快速释放的赛道空间，叠加积累强化的品牌综合优势，使我们对火星人后续进一步的龙头之路抱以极高期待。**

一、优质内核焕发活力，行业黑马后来居上

（一）公司主营简介

后起之秀迅速崛起，十年跃居行业第一梯队。火星人厨具股份有限公司正式创立于 2010 年，在此之前其他头部竞争者成立或投入集成灶产业已近十年之久，彼时火星人在产业中仅为星星之火；2013 年，成立仅 3 年的火星人即凭借集成灶 X7 斩获德国 IF 设计金奖；2015 年公司更是迅速抓住第三代模块化集成灶的关键变革，率先推出并大力投入蒸箱款集成灶，成为行业黑马引领市场潮流；至 2020 年底火星人在 A 股创业板完成上市，收入规模、市场份额均达第一梯队，数年间规模增速位居第一，可谓星火燎原后来居上。

图表 1　集成灶主要企业发展历程对比



资料来源：公司官网，华创证券

公司收入提领、业绩稳健，集成灶核心的同时布局渐次多元。

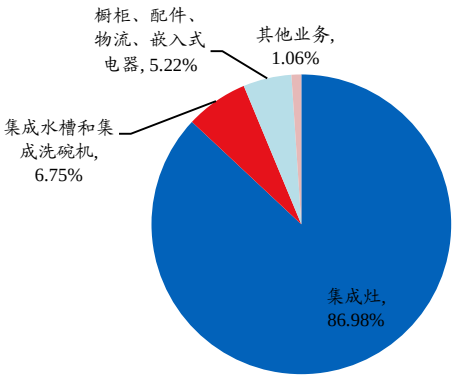
- **收入方面，**自 2014 年以来，火星人公司规模持续高速增长，2014-2019 年五年营收 CAGR 高达 53.8%。其中，2019 年公司实现营收 13.3 亿元，同比高增 38.8%。而至 2020 年三季报，营收已突破 10 亿元，在疫情影响的背景下仍实现 20.5%的高速成长，持续位居集成灶子板块增速之最。

图表 2　火星人旗下主要产品类型

资料来源：公司官网，华创证券

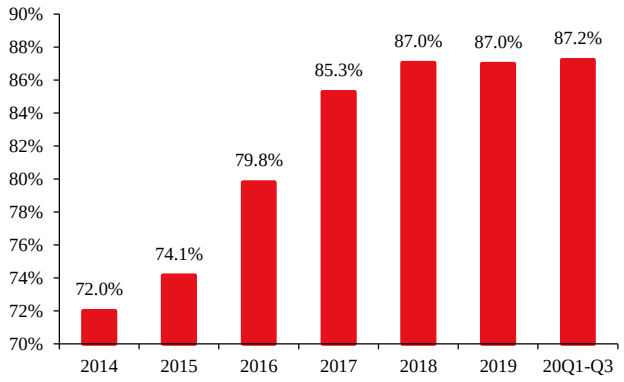
- **集成灶主业核心地位持续增强，同时开展多元集成布局。**拆分收入结构来看，集成灶在公司的核心地位持续增强。2019 年集成灶业务营收 11.5 亿元，增速 38.7%，业务占销售收入比重高达 87%。趋势看，由 2014 年集成灶业务占比的 72%至 2020Q1-Q3 边际的 87.2%，公司以集成灶为核心的业务发展持续强化。同时，公司其他主营产品如集成水槽、集成洗碗机以及橱柜、嵌入式电器等也于近年布局，新品市场仍处初期，2019 年公司集成水槽和集成洗碗机共实现收入 8948.7 万元，同比增长 66.2%，占收入比重 6.8%。

图表 3　2019 年公司各业务收入占比情况



资料来源：wind，华创证券

图表 4　公司集成灶业务占总营收的比例变化

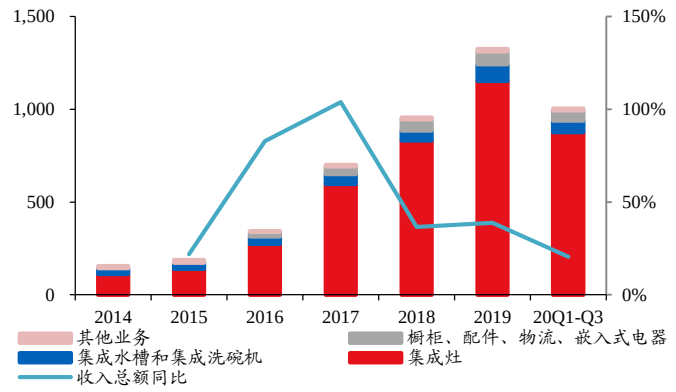


资料来源：wind，华创证券

- **利润方面，**因起点基数过低虽五年 CAGR 达 127.1%，但实际意义不高。2019 年归

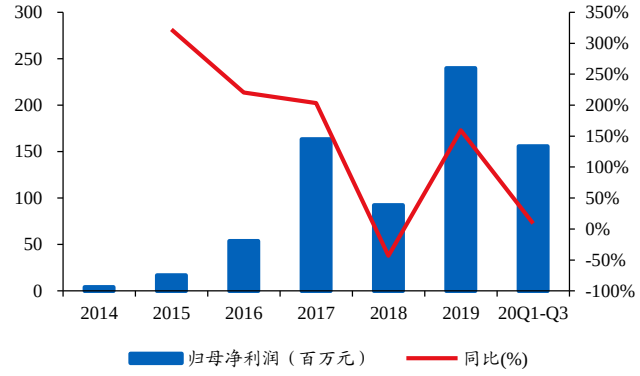
母净利润为 2.4 亿元，同比增长 159.6%，其中 2018 年归母净利润大幅波动原因系当年确认股利支付费用 0.9 亿元，若剔除该影响，2018、2019 年归母净利润分别同比增速 14.0%、28.9%。2020 年前三季度归母净利润 1.6 亿元，增速 8.9%。

图表 5 公司营业总收入变化（单位：百万元）



资料来源：wind，华创证券

图表 6 公司归母净利润变化（单位：百万元）

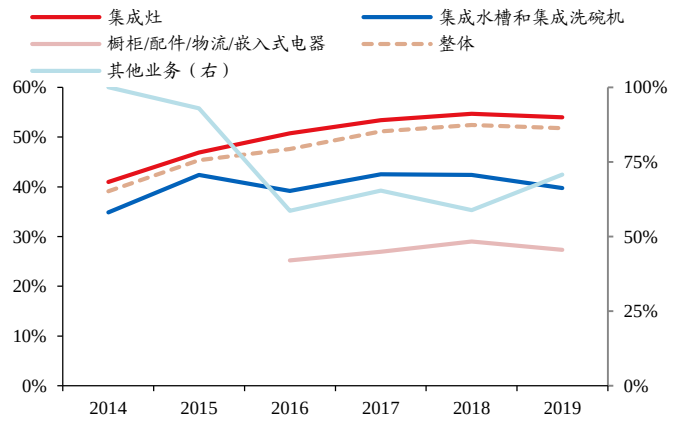


资料来源：wind，华创证券

- **从盈利能力来看，公司集成灶业务推动毛利率稳中有升。**2019 年公司集成灶、集成水槽和洗碗机、橱柜配件、其他业务毛利率分别为 54%、39.7%、27.4%和 70.7%，其中核心主营集成灶毛利率高于公司整体的 51.8%达 2.2pct，引领其他业务利润提升。且 2014-2019 年间，集成灶产品结构升级推动整体毛利率提升 12.7pct。

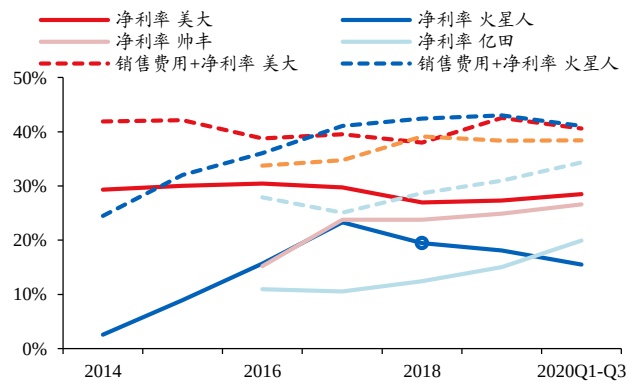
- **受销售费用高投入影响净利率偏低。**净利率端至 2020 年三季报火星人净利率 15.5%，为四家上市公司最末。如剔除 2018 年 9336 万股份支付的非经常性损益影响，可发现 2017 年至今公司净利率持续小幅下滑，其核心原因是逐年累计提升的销售费率，公司销售费用率由 2017 年的 17.8%单向提升至 2020 年 Q3 的 25.6%。如果我们将销售费用率与净利率加和去看综合了销售投入后的盈利情况，可见自 2017 年起至今火星人综合的盈利能力保持在赛道首位。**积极高杠杆的渠道费用投入是火星人近年所坚持的战略，其有效地使公司规模增速引领市场的同时，综合盈利能力同样保持在高位，伴随品牌优势的逐步确立，后续火星人净利率释放具备较强空间。**

图表 7 公司各项业务毛利率对比



资料来源：wind，华创证券

图表 8 集成灶公司净利率与销售费用率对比



资料来源:wind,华创证券 注:2018 年火星人实际净利率为 9.7%，这里采用剔除当年股份支付 9336 万元非经常性损益影响后补足的净利率 19.4%

（二）组织架构梳理

此前行业深度报告中我们已明确判断，当下集成灶赛道远未成熟，作为成长早期正处高速发展阶段的众多竞争者而言，庞大潜在需求释放过程中品牌、渠道仍有较长建设期，早期产业仍存变数也就成为当前市场竞争的基调。那么我们不能仅以成熟市场的研究视角去判断公司发展，而同样应该引入早期竞争市场的研究框架，需要上溯到公司战略方向，更进一步上溯到各领导团队、创始人的理念探究。因此在展开公司发展层面的探讨之前，我们也简要梳理火星人治理结构上的特征。

公司高层治理结构优秀，核心团队市场化、家电产业内经验丰富。不同于其他竞争者，火星人是四家集成灶上市企业中唯一的非家族式企业，实际控制人黄卫斌先生实际持股47%，并采用高额员工持股的方式来激发团队活力。同时公司核心高管团队大多具有多年服装、家电、零售等头部企业任职经验，战略制定灵活且高效。具体来看：

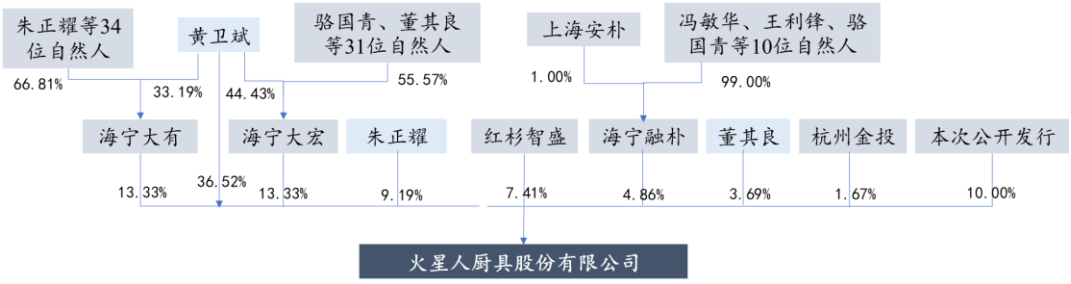
图表 9　集成灶主要企业治理结构对比

	火星人	浙江美大	帅丰电器	亿田智能
实际控制人	黄卫斌	夏志生、夏鼎、夏兰	商若云、邵贤庆、邵于佶	孙伟勇、陈月华、孙吉
实控人持股比例	47%	53%	62%	56%
员工持股平台	海宁大有、海宁大宏	-	丰福投资	亿顺投资、亿旺投资
员工持股平台占比	27%	-	7%	7%
人均工资（万）	11.46	10.32	9.81	11.78

资料来源：招股说明书，wind，华创证券

- **公司股权结构相对集中，利于公司战略决策高效统一。**截至 2020 年末，火星人实际控制人黄卫斌直接持有公司 36.5%的股份，结合海宁大有、海宁大宏中的间接持股，合计持有公司股份 46.9%。通过担任海宁大有、海宁大宏执行事务合伙人分别间接控制公司 13.3%、13.3%的表决权，合计控制公司 63.2%的表决权，决策层高效统一；公司联合创始人朱正耀、董其良分别直接持有公司股份 9.2%、3.7%，股权结构相对集中。

图表 10　火星人股权结构（截至 2020 年 12 月 31 日）



资料来源：wind，华创证券

- **跨界董事长匠心独具。**创始人黄卫斌先生扎根服装行业数十年，最早于 1983 年就职于海宁湖塘羊毛衫厂担任生产部经理，随后分别于 1992 年、2000 年、2011 年创立海宁鸿源羊毛衫厂、积派服饰、简爱时装三大服装企业。2010 年黄卫斌联合朱正耀、董其良创立了火星人集成灶，实控人多年服装行业的设计背景和经营经验，使其始终将产品创新作为公司发展核心，同时洞察年轻消费群体需求，对产品设计、功能、工艺要求精益求精。匠心之下，必有精品，火星人凭借着高颜值、高品质产品逐渐

获得消费者认可，规模增速保持行业领先。

- **核心团队经验丰富，高管普遍持有公司股份**。梳理公司核心高管人员履历，大多具有多年服装、家电、零售任职经验，背景优秀。在经验丰富的高管团队带领下，火星人重视产品高颜值、高品质设计，并能够精准把握营销趋势，迅速打开品牌辨识度。此外，核心人员大多通过员工持股平台间接持有公司股份，公司借此深度绑定高管长期利益。

图表 11　火星人高管部分工作经历及持股情况梳理

姓名	现任公司职务	相关管理经历	通过持股平台持有公司股权	间接持股比例	直接持股比例	合计持股比例
黄卫斌	实际控制人、董事长、总经理	创立积派服饰，现任其董事长；创立简爱时装，现任其监事	海宁大有	4.43%	36.52%	**46.88%**
			海宁大宏	5.93%		
朱正耀	董事	-	海宁大有	1.89%	9.19%	**11.08%**
董其良	股东、联合创始人	-	海宁大宏	1.11%	3.69%	**4.80%**
毛伟平	董事、副总经理、董秘、财务总监	-	海宁大有	0.83%	-	**0.83%**
胡明义	董事、副总经理	曾就职于方太厨具，担任宁波分公司经理；曾就职于欧琳厨具，担任营销总监	海宁大有	1.67%	-	**1.67%**
杨根	监事会主席、销售总监	曾就职于方太厨具，担任销售部区域经理、分公司经理、大区经理	海宁大有	0.17%	-	**0.17%**
黄安奎	监事、产品开发中心总监	曾就职于方太厨具，担任结构设计师	海宁大有	0.17%	-	-
张安-	副总经理	曾就职于美的空调事业部、压缩机事业部、美的智能科技、美的智能机器人	-	-	-	-
李欣	技术研究院院长	曾就职于方太厨具，担任海外事业部研发经理	海宁大有	0.67%	-	**0.67%**
孙彬峰	工艺部部长	曾就职于方太厨具，担任工艺设计师；曾就职于老板电器，担任工艺科负责人	海宁大有	0.13%	-	**0.13%**
李治	市场总监，同时分管电商部	曾就职于方太厨具，担任大区市场经理；	海宁大有	0.13%	-	**0.13%**
廖秋勇	生产总监	曾就职于方太厨具，担任车间线长	海宁大有	0.13%	-	**0.13%**
于建德	服务物流部部长	曾就职于海尔集团，担任服务经理	海宁大有	0.13%	-	**0.13%**

资料来源：招股说明书，华创证券（注：持股比例为截至 2020 年 12 月 31 日，空白为未持股或信息未披露。）

- **员工持股绑定利益，保障公司长期发展。**当前公司持股比例第二、第三位的海宁大有、海宁大宏均为员工持股平台，股东多为公司在职员工，两平台持股成员达 63 人，合计持有公司 16.3%股权。公司通过引入员工持股平台作为重要股东，充分调动员工积极性，有利于公司长期稳定发展。

二、产品差异化：品牌树立之基石

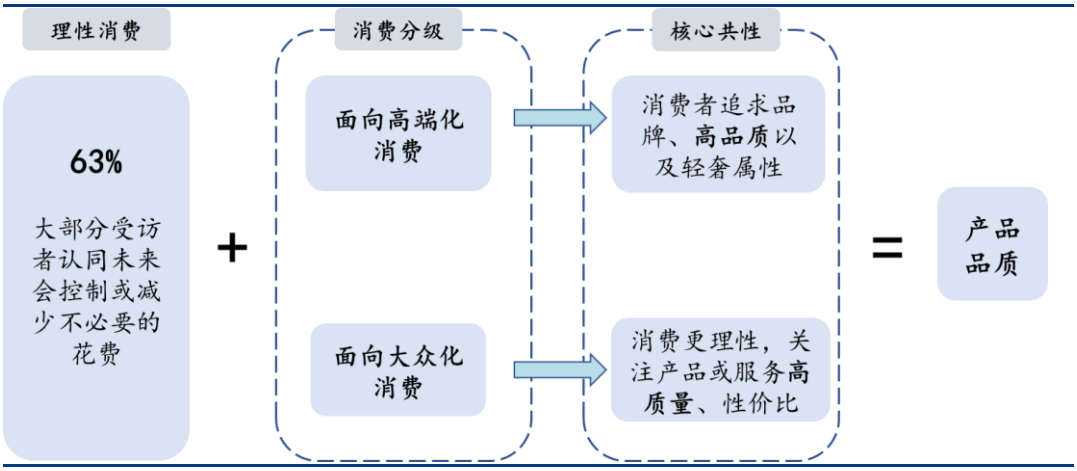
在集成灶产业尚未成熟的当下，早期核心的产品技术优势是企业安身立命的根本，同时也是品牌差异化的基础。火星人十余年发展以来，凭借率先开发第三代集成灶的功能模块以及对产品设计的独到理解，结合其长期高度重视研发、生产工艺、产品质量，从而逐步树立起自身品牌标签，在厨电中高端市场中锚定了自身品牌地位。**火星人在产品端的不懈投入，以功能创新、设计创新、质量精进构建起的产品差异化是其品牌基石，并正在持续有效转变为显著的市场增量。**

（一）教育定位“高品质”是树立高端品牌标签的核心之路

“品质消费”成为消费分级时代的核心关注点，而品质的界定需要品牌教育+功能体验。

- 当下消费分级时代理性消费成为关键词，据《2020 中国消费市场报告》显示，有 63%的消费者表示未来将会控制或减少不必要的花费，在选择上转向更理性的思考。而无论分化为高端化消费或是大众化消费，基于品质的选择是所有消费者的关注核心。

图表 12　产品品质是中国消费分级趋势下的核心



资料来源：CTR 洞察《2020 中国消费市场报告》，华创证券整理

- **作为耐用消费品注定了集成灶品质为王，高端品牌更具优势。**根据《家用电器安全使用年限》规定，烟灶产品的安全使用寿命约为 8 年左右，同类的大家电集成灶，也有使用周期长、货值高等特点，由此形成的消费行为更加基于对比和理性判断。而**在集成灶行业 SKU 缺乏差异化的背景下，“高品质”将是品牌树立的突破点。而如何在消费者心智中明确一个品牌的“高品质”定位，则需要品牌方持续强化的理念教育，以及有落地的功能体验差异。**

图表 13　家电安全使用年限参考

类别	年限	类别	年限
彩电	8-10 年	家用燃气灶	8 年
电热水器	8 年	吸油烟机	8 年
电冰箱	12-16 年	微波炉	10 年
空调器	8-10 年	洗衣机	8 年

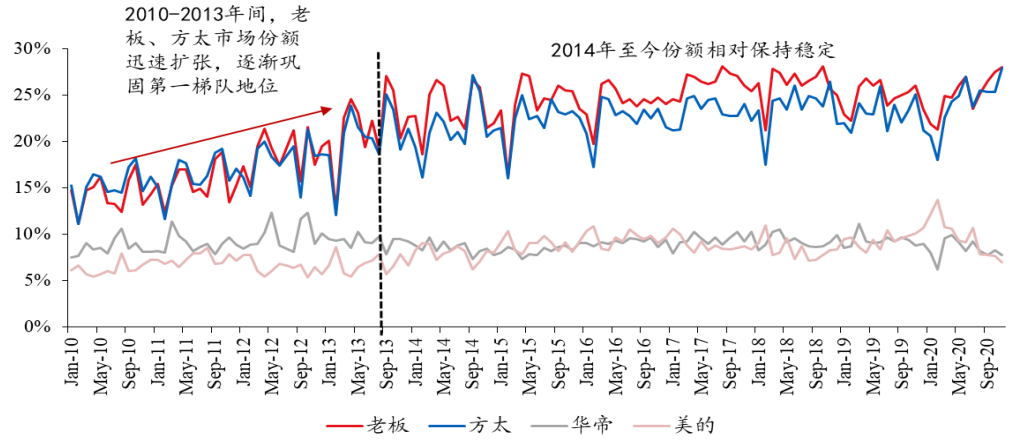
资料来源：中国家用电器协会《家用电器安全使用年限》，华创证券

复盘老板电器，树立“大吸力=高品质”的教育并持续强化功能技术形象，铸就其厨电

高端定位。老板电器多年来烟灶份额持续保持第一，高端品牌形象深入人心。回溯其发展历史，其高端龙头地位可溯至 2010-2013 年间的份额快速提涨，通过捆绑“大吸力”定义引导品质教育建立高端形象，并迅速攫取市场份额，强化形成稳固的第一梯队格局。

- **2010-2013 年间老板、方太份额迅速扩张。**两者均由 10 年初期的 14%上下增长至 13 年末的 24%左右，与第二梯队的差距迅速拉大，至 13 年底一二梯度队份额差距已超 15pct，并能在随后八年至今保持稳固的第一梯队龙头品牌定位。尤其老板 2014 年后相对优势进一步加强，至今已基本稳居烟灶首位。

图表 14　2010 年至今油烟机零售额市占率



资料来源：中怡康，华创证券

- **对市场内进行“大吸力”的品质教育，锚定老板高端品牌画像。**早在 09 年老板电器推出的“双劲芯风机”就已把排风量提升至 17 m³ /min，随后 2013 年老板电器在业内首次正式提出“大吸力”油烟机的差异化概念，风量提升至 19 m³ /min 引领当时烟机市场，将大吸力与老板高端厨电概念深度绑定。在大吸力宣传期间，营销端往往通过用整块铁板被油烟机上吸贴住等视觉冲击演示，给予消费者对功能体验上的直观感受。从结果看 2013 年也正是老板份额提升幅度最大的一年，年初低位至年底高位份额提升一度达 14.5pct。

- 随后伴随三代、四代大吸力产品概念强化，大吸力标签深入消费者人心，最终**“老板油烟机-大吸力-吸净效果好-高品质-高端/高溢价”这一逻辑链条由老板的新品推行与宣传得以贯通。**

图表 15　老板电器大吸力油烟机发展代际

资料来源：老板电器公司官网，华创证券

对比老板电器，火星人近年来主要的产品迭代路径在于：前期率先抢占蒸箱功能创新打开市场，并贯穿以高颜值作为品牌形象的差异点，辅以工业化、智能化设计等功能补足，共同铸就高端品牌调性。

图表 16　火星人主要产品迭代路径

资料来源：公司官网，华创证券

（二）功能差异化：蒸箱功能突破率先抢占消费增量

在第三代集成灶技术革新背景下，火星人率先以蒸箱功能创新，提领集成灶产品变革。

- 在我们的集成灶行业深度报告中即已指出，集成灶产业架构升级分为三代，其中 2011 年第三代侧吸模块化技术的成型，使各模块可相互独立设计生产，这正是后续集成灶可选多功能模块的关键技术突破，是蒸箱款、蒸烤款集成灶能够实现的前置基础。

图表 17　产品不断升级迭代逐步解决质量掣肘问题

	第一代	第二代	第三代
	深井环吸式	侧吸下排式	侧吸模块化
示意图			
上市时间	2003 年	2005 年（2008 年左右技术成熟）	2011 年
油烟吸净率	约 95%	约 98%	可达到 99.96%极限值
吸排方向	从锅具的四周将油烟往下吸	油烟向上升腾时从锅具的侧面吸排	油烟向上升腾时从锅具的侧面吸排
灶面/锅架位置	下凹式灶面	上凸式锅架	上凸式锅架
特点&原理	在油烟升腾前以极近的距离吸走油烟；	吸风口远离火焰，使用安全性更高；燃烧热效率更高；油烟分离程度更高；锅具的使用便捷性更高；	在侧吸下排式的基础上，各模块互相独立，使用安全性更高；空间集成性更高；功能更加丰富；基本解决安全隐患问题
缺点	清洗困难；热效率低；灶具限制；因	可选功能较少；噪音较大；油烟的吸排	智能化尚未达到消费者的要求

	第一代	第二代	第三代
	深井环吸式	侧吸下排式	侧吸模块化
	其燃烧空间相对密闭、油污累积距离火焰过近，安全隐患较高	路径不稳定，尚存安全隐患	

资料来源：亿田智能招股说明书，华创证券

- **火星人敏锐洞察消费痛点，率先突破蒸箱模块技术引领第三代集成灶革新。**相较第二代集成灶的烟+灶+消毒柜的套系组合，火星人敏锐洞察消费潜在需求，认为“蒸”作为中国传统烹饪习惯将是集成灶新代际的切入点，在很早开始布局蒸箱功能的研发。对比各集成灶企业披露的蒸箱款相关专利，火星人于 2014 年底即已率先拥有蒸箱功能技术，凭此成为业内最早一批布局蒸箱款集成灶的企业。

图表 18　集成灶主要企业最早与蒸箱功能相关的专利获得情况

公司名称	最早蒸箱相关专利名称	专利号/申请号	申请日期	公告日期	有效期限
火星人	蒸汽炉内排气的集成灶结构	ZL201420851020.5	**2014.12.30**	**2015.05.27**	2014.12.30-2024.12.29
帅丰电器	一种用于集成灶的蒸箱	ZL201620875710.3	2016.08.12	2017.06.20	2016.08.12-2026.08.11
亿田智能	一种用于集成灶内的电蒸箱蒸汽保压系统	ZL201820022271.0	2018.01.01	2019.01.01	2018.01.01-2027.12.31
浙江美大	一种带有电蒸箱的集成灶	CN201611172185.X	2016.12.17	2017.05.31	2016.12.17-2026.12.16

资料来源：招股说明书，华创证券

- **在技术突破基础上，火星人围绕蒸箱功能实现中端到高端的全面 SKU 布局，以此突破早期市场定位。**在技术突破后，火星人于 2015 年推出 **X2Z** 首个蒸箱款集成灶，成为蒸箱款集成灶的开创者，也开启了第三代模块化集成灶各类功能研发扩展的更新潮流。随后火星人先后于 2016 年推出高端旗舰款 X7Z，2017 年推出线上专供款 X3Z、线下款 Q5Z 均定位中端，2018 年进一步推出具备智能预约的线上专供 E5Z，以及 2019 年度销量占比最高的 S3 系列，另外有 J 系列、Z 系列等，**火星人集成灶以蒸箱创新为突破口，快速实现了由高端至中端的全面蒸箱款布局。**

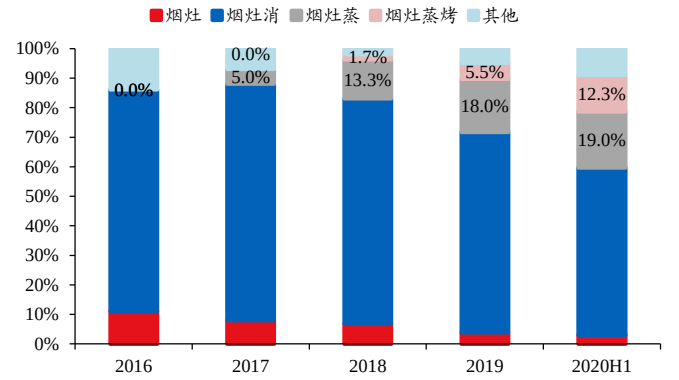
图表 19　火星人蒸箱集成灶已实现全价位段覆盖

资料来源：公司官网，华创证券

以蒸箱款为先锋，多功能模块在集成灶市场迅速扩张，引领市场关注度及高端定位。

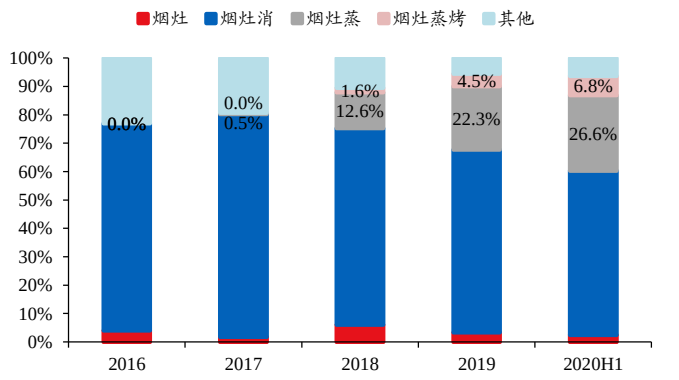
- **以蒸箱为代表的新功能模块产品一经推出迅速抢占赛道份额。**蒸箱集成灶推出后，市场经过短期教育普及，自 2017 年起份额开始迅速扩张，并作为除烟灶消之外的第二大品类快速覆盖市场，随后蒸烤款也逐步跟进。据中怡康披露，至 2020H1 集成灶线上、线下的蒸箱款集成灶销量占比分别达到 19%和 26.6%，并凭借功能集成保持较强替代性。

图表 20　集成灶线上渠道按功能划分的零售量份额



资料来源：中怡康《2020 集成灶市场半年盘点：迎风而上，厮杀已至》，华创证券

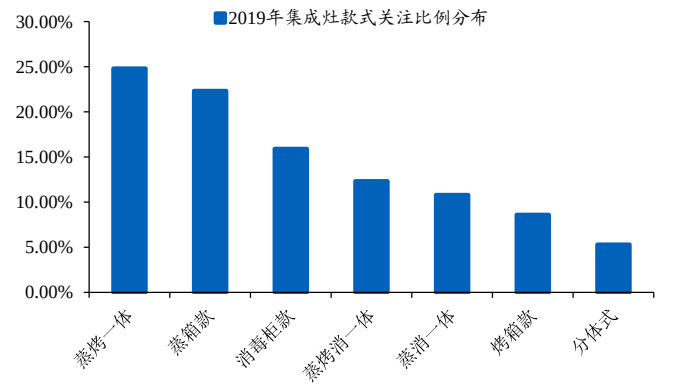
图表 21　集成灶线下渠道按功能划分的零售量份额



资料来源：中怡康《2020 集成灶市场半年盘点：迎风而上，厮杀已至》，华创证券

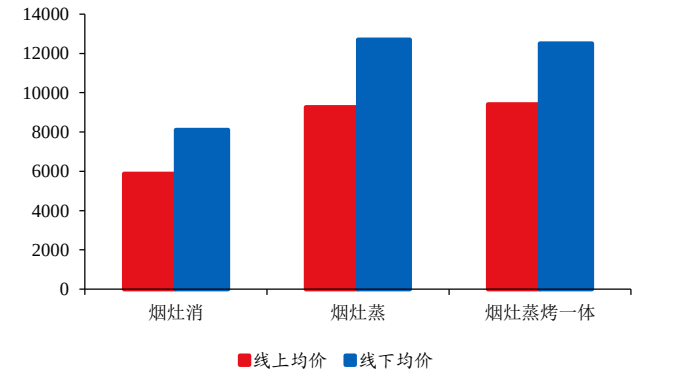
- **蒸箱款代表的新功能模块保持高市场关注度，且形成较高产品溢价。**据中关村在线用户统计，至 2019 年集成灶关注度中，蒸烤一体款和蒸箱款位列前两位，占比分别为 24.8%、22.3%。此外，蒸箱、蒸烤功能机型的集成灶均价显著高于消毒柜款，据奥维数据 2020 年蒸箱款均价较烟灶消款式线上线下均高出约 57%，新功能模块享受较高市场溢价。**而火星人高占比的新模块 SKU 比例促成其在这一产业升级浪潮中率先突围。**

图表 22　2019 年集成灶各款式关注度



资料来源：中关村在线《2019 集成灶行业调研报告》，华创证券

图表 23　2020 年集成灶各款式加权平均价格



资料来源：奥维云网《2020 厨卫市场 Q1 总结及 Q2 预测》，华创证券

（三）设计差异化：跨界联动打造高颜值属性

作为传统烟灶替代品的集成灶，凭借下排烟方式和高集成模块有效解决了中式厨房油烟

重和空间拥挤的痛点。在收获了良好的市场反响的同时，也吸引大批中小企业进入。**但集成灶尤其是第三代产品发展时间尚短，在当前功能创新有限之下，SKU 差异化布局仍不充分，面对集成灶产品同质化严重的问题，产品设计的差异化突破就尤为凸显。**

- 目前市面上的集成灶产品外观设计较为单一且以大面积黑色为主体，略显沉闷。究其原因，一方面因集成灶机箱为满足防烫、隔热和易清洁的要求，均沿用了黑色钢化玻璃；另一方面集成灶厂商主要集中于浙江嵊州、海宁一带，中小品牌多为代工，进一步导致产品外观同质化。因此在现有 SKU 层面，各品牌存在产品突破困境，差异化将是新的突破方向。

图表 24　集成灶主要品牌部分产品外观展示

资料来源：各公司官网，华创证券整理

- **跨界董事长匠心独具，将时尚、颜值要求融入家电。**火星人创始人黄卫斌先生具备多年服装业经营经验，先后创办了积派、简·爱两个服装品牌。创立火星人后，董事长将服装企业经营的理念融入到集成灶产品，利用高颜值、高性能、高品质吸引更多关注产品价值的年轻消费群体。除董事长以外，公司还有一批具备多年高端家电品牌从业经验的高管团队，对产品品质要求精益求精。

- **打造产品设计锚点，形成外观差异化。**火星人旗下产品普遍具有共性的设计锚点，提升产品功能的同时有效提高辨识度。例如：**1）不锈钢材质：**与其他品牌不同，火星人集成灶背板部分均采用不锈钢材质，银黑相间的外观样式更具辨识度；**2）油网：**排烟口多采用特氟龙材质的油网，实现油烟分离效果的同时还不易粘油；**3）弧形结构：**火星人集成灶大多为弧形背板，吸风口更近、曲面拢烟效果更佳。

图表 25　火星人集成灶产品外观锚点特征

资料来源：公司官网，华创证券整理

- **跨界联动，产品屡获国内外大奖。**火星人对于产品的设计、功能、工艺要求严苛，曾先后高薪邀请日本国宝设计大师田中浩昭操刀设计火星人 X7 集成灶，又在 X8 的设计中牵手宝马集团旗下设计公司 Designworks，再次引领行业变革。至今为止，火星人产品已多次斩获包括 IF 设计奖、红点奖、红星奖等多项国内外设计大奖。

图表 26　火星人产品获奖主要情况梳理

获奖时间	获奖名称	获奖产品	颁奖单位
2013 年	红点设计奖	A1 多功能水槽	德国设计协会
2013 年	中国设计红星奖	X5 集成灶	中国设计红星奖委员会
2013 年	红点设计奖	X7 集成灶	德国设计协会
2013 年	IF 设计金奖	X7 集成灶	IF 工业论坛设计协会
2013 年	中国设计红星奖	X7 集成灶	中国设计红星奖委员会
2016 年	2016 年度行业发明奖	X2Z 蒸汽炉集成灶	浙江省燃气具和厨具厨电行业协会
2016 年	2016 年度行业发明奖	电磁感应加热常压水锅炉	浙江省燃气具和厨具厨电行业协会
2017 年	IF 设计奖	Q5 集成灶	德国设计协会
2018 年	浙江省优秀设计创新产品	Q5Z 集成灶蒸炉款	浙江省优秀创新产品评选组委会
2018 年	2018 年度行业发明奖	燃气燃烧器	浙江省燃气具和厨具厨电行业协会
2018 年	2018 年中国集成灶 高效净化环保之星	JJZT-X7B/Z	中国五金制品协会

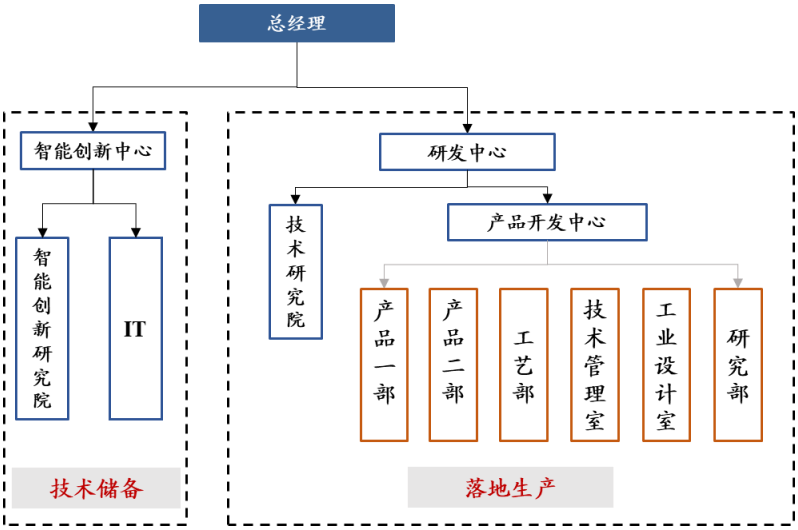
资料来源：招股说明书，华创证券

（四）研发高倾注：火星人技术水平野蛮生长

技术储备与落地生产并进，扁平化架构保障高效研发。为满足公司产品与技术的研发需要，火星人设置了三位一体的研发机构：1）智能创新研究院负责产品的智能化设计；2）技术研究院负责新技术、新产品的研究储备；3）产品开发中心负责具体产品或技术的落地生产。而三个研发机构直接汇报于总经理，通过减少多余行政管理层次，保障公司管

理层与技术团队高效沟通，在确保研发方向紧跟公司未来发展趋势的同时直接加速产品研发进程。

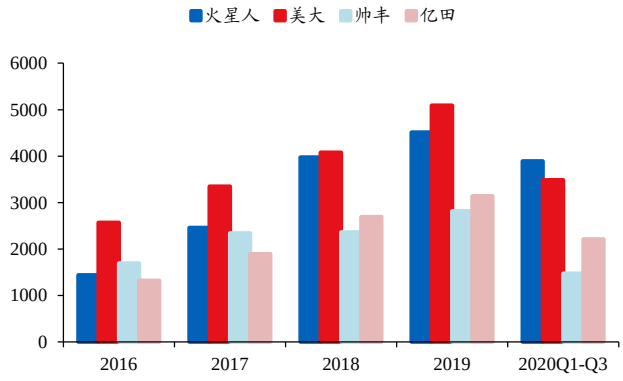
图表 27　火星人研发机构扁平化



资料来源：招股说明书，华创证券

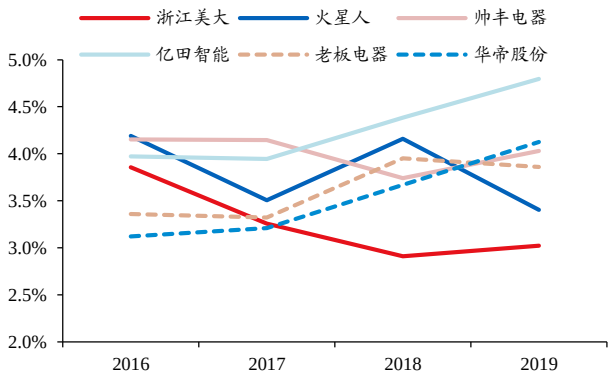
高研发费用投放保障技术升级。对比研发费用绝对值，火星人明显处于行业高位。从 2016 年不到 1500 万元到 2019 年超过 4500 万元，短短三年研发投入增长超过两倍，2020 年前三季度公司研发费用为 3888.32 万元，已经超过美大跃居同行业第一水平。虽在研发费用率对比下火星人仅处于行业中位，但这主要是由于近年火星人整体营收保持高增长，同时也侧面反映出企业加速发展的良性经营态势。

图表 28　集成灶主要企业研发费用对比（万元）



资料来源：招股说明书，各公司财报，华创证券

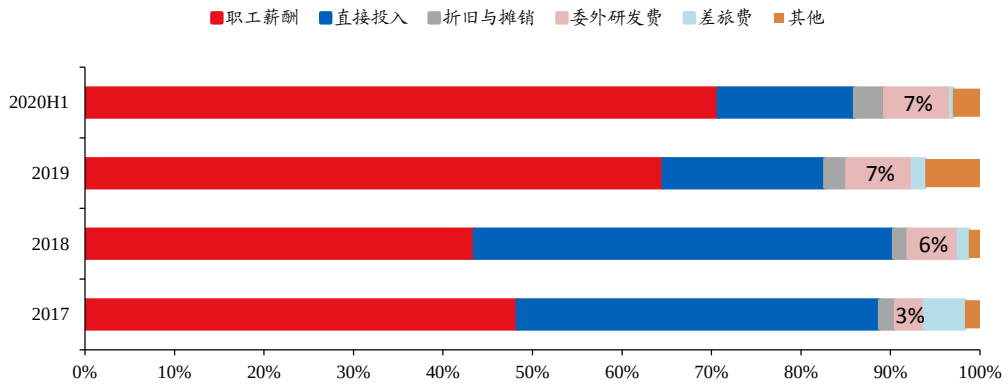
图表 29　集成灶主要企业研发费用率对比



资料来源：招股说明书，华创证券

加强与高校联动，推行学术到实践落地途径。拆分火星人研发费用占比来看，2017 年至今委外研发费占比显著提升，由 3.18%增长至 7.36%。在此期间，火星人先后与杨院士专家工作站签约、与浙江大学就人工智能与智慧厨房议题开展交流合作等，通过加强与高校、研究机构等联动，实现产学研一体发展，为公司注入学术活力。

图表 30　火星人研发费用明细拆分



资料来源：招股说明书，华创证券

图表 31　火星人与杨院士专家工作站签约

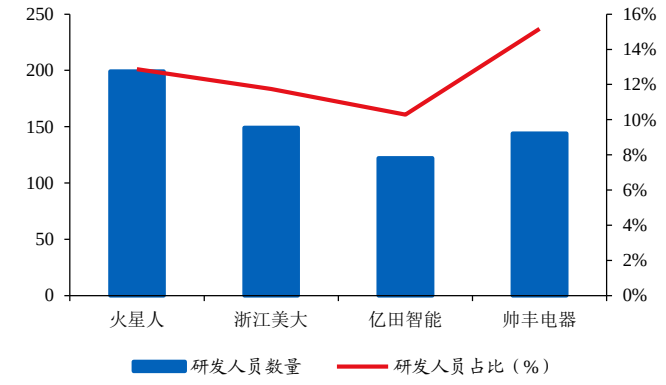
资料来源：公司官网

图表 32　浙江大学与火星人交流合作

资料来源：公司官网

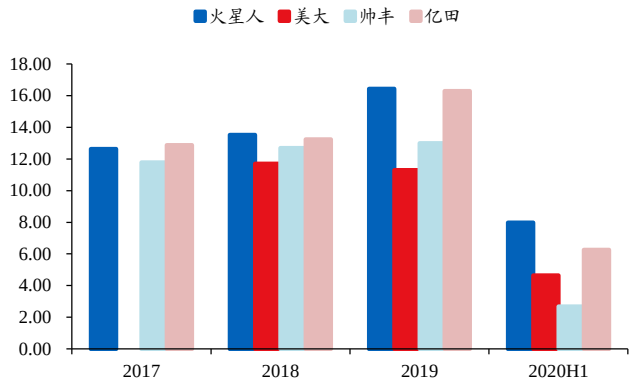
自主技术团队崛起充实人才储备。2017 年起公司研发人员数量逐年增长，同时研发人员薪酬均值也持续增长至 2019 年的 16.43 万元。在行业维度进行对比，近年火星人研发人员人均薪酬高于主要竞争对手，且在 20 年进一步拉开与行业可比公司的差距。**公司在扩大生产经营规模的同时，通过有竞争力的薪酬体系，稳步有序地进行自主技术团队的培养，为后续发展储备坚实的人才基础。**

图表 33　火星人研发人员数量最多



资料来源：招股说明书，公司公告，华创证券（注：均选取最新公告披露情况，其中火星人、亿田为 2020 年 6 月末，美大为 2019 年末，帅丰为 2020 年 3 月末）

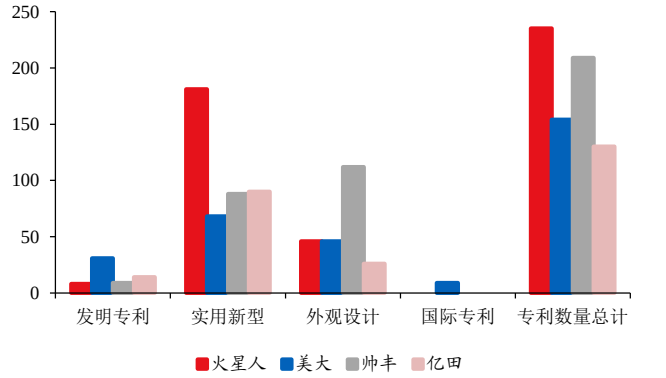
图表 34　集成灶企业研发人员人均年薪酬（万元）



资料来源：招股说明书，公司年报，华创证券

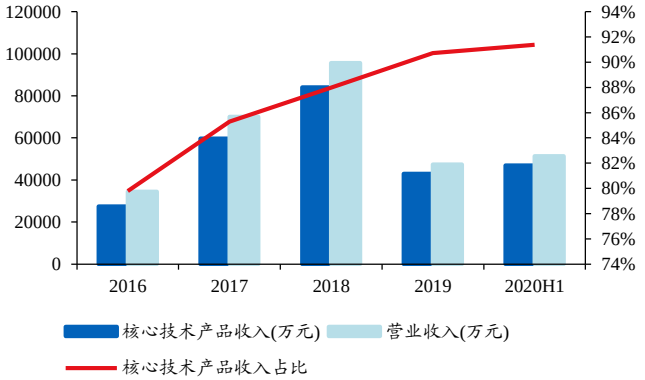
高投入收获丰厚专利回报。截至 2020H1，火星人专利总数达 235 个，专利数量已达行业最多，前期高额研发投入渐获成效。目前公司的核心技术产品收入占比由 2016 年 79.80% 逐年稳步提升至 2020H1 的 91.37%，增幅达 11.57pct，自主核心技术产品已成为公司主要的收入来源。

图表 35　集成灶主要企业专利数量对比



资料来源：招股说明书，华创证券

图表 36　火星人核心技术产品收入占主要比重

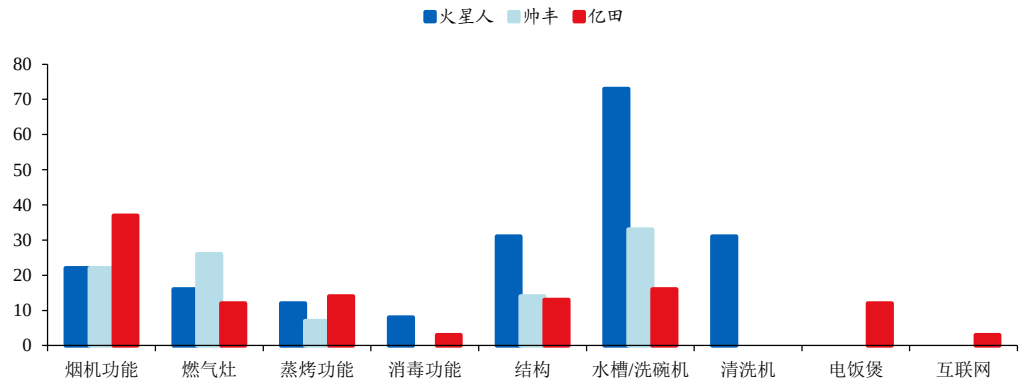


资料来源：招股说明书，公司年报，华创证券

总的来看，火星人通过设置扁平化的研发机构体系，积极与外界科研力量联动，以高费用投入有力提升企业研发水平，有效率先实现新功能模块创新、设计高端化，并营造了富有科技元素的高端品牌画像，受到市场认可。我们认为未来火星人人工智能与信息技术战略有望迅速落地，企业研发实力将进一步显著提升。

现阶段，火星人在巩固现有产业结构的基础上，重点研发布局水系列产品与智慧厨房，有望提前抢占行业下个竞争阶段优势。我们以三家新上市公司 IPO 披露的专利成果为样本进行分类，对比发现火星人在集成灶结构、水槽/洗碗机、清洗机等方向成果最为突出。除此以外，据招股书披露公司也在重点布局智慧物联、新功能模块等核心技术，我们对于公司未来多样性功能模块的进一步突破抱有高度期待。

图表 37　三家新上市集成灶企业现有专利分布情况



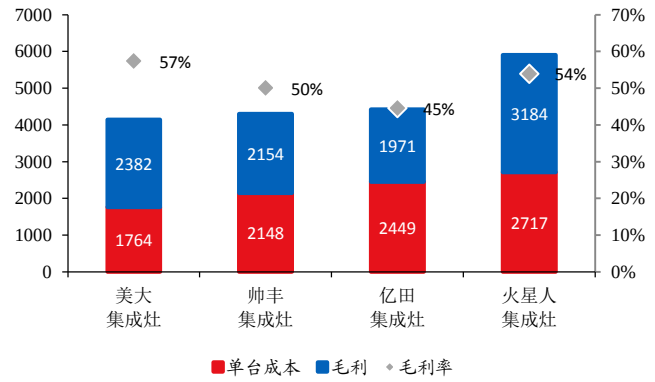
资料来源：各公司招股说明书，华创证券　注：按照专利对应模块功能分类

（五）生产高投入：材料工艺精益求精

高品质产品的诞生除了需要研发保证以外，还需要生产层面的精益求精。火星人如何打造高品质产品，从原材料到制造端又有何战略，是我们探究其迅猛发展的另一重要角度。

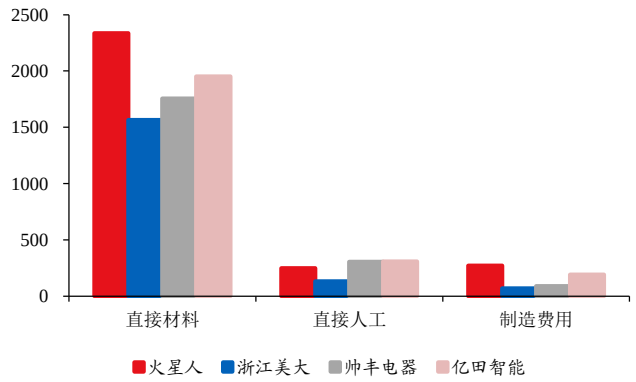
- **火星人集成灶毛利率及单台成本均相对较高。**火星人集成灶毛利率处于行业较高水平，2019 年为 54%，仅比美大低 3pct，但单台成本却显著更高。2019 年火星人集成灶单台成本为 2717 元，在主要集成灶企业中最高，相比美大高出 54%（953 元）。

图表 38　2019 年集成灶各企业单台成本及毛利对比



资料来源：公司年报，招股说明书，产业在线，华创证券；备注：美大数据为估算所得，美大年销量因数据不完整采用估算得到，美大 2019 年销量=美大 2017 年产量（2019 年按金额生产量/2017 年按金额生产量）*2018H1 产销率*

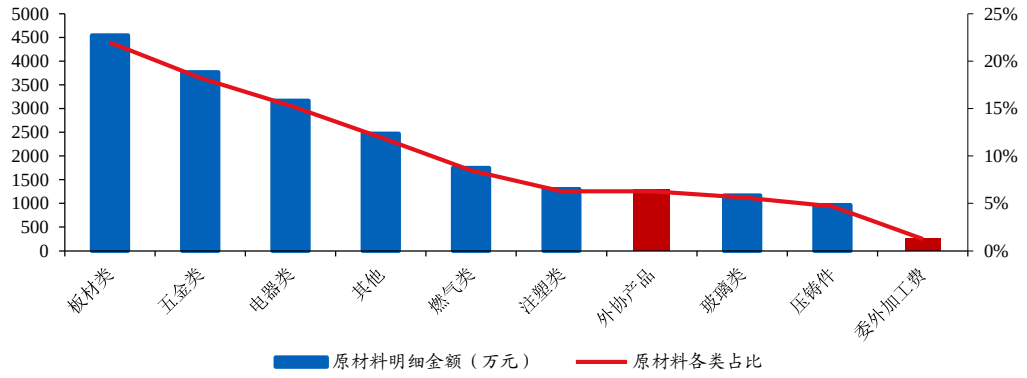
图表 39　2019 年集成灶单台成本拆分对比（元）



资料来源：招股说明书，各公司公告，华创证券 注：美大数据是在年销量估算基础上算得

- **拆分成本构成可知，火星人原材料费用更高，主要系采购初加工材料进行二次加工。**据招股说明书显示，火星人成本结构中委外加工和外协产品费占比较高，2020H1 两部分合计占主营业务成本的 7.53%。
- 委外加工模式下，公司将表面喷漆、喷塑、特氟龙喷涂等表面处理工序委托第三方进行加工，外协产品中的拉手、拉篮等五金类配件则属于定制化产品，均有较高的技术要求。**所以我们认为火星人在原材料采购端采购了部分具有工艺附加值的初加工材料，因其整体品质提升而记账了相应更高的原材料费用。**

图表 40　火星人原材料明细项目构成



资料来源：招股说明书，华创证券

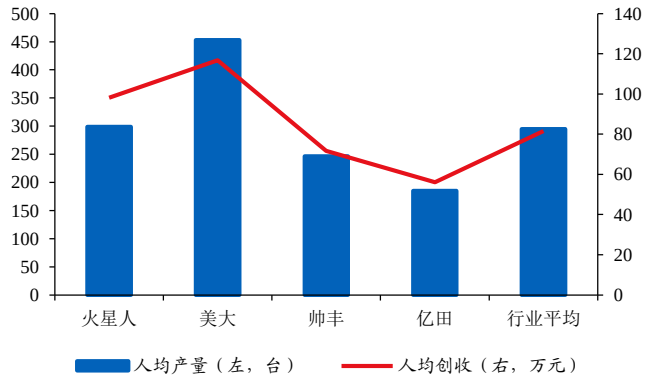
- **向未来展望，我们认为火星人的高成本也是公司业绩增长空间来源：**1）火星人原材料端的外协加工产品存在自生产转化的可能，有望提升业绩空间；2）对比体量更大的浙江美大，火星人存在通过进一步提升产能实现规模经济效应以拓宽利润空间的潜在增长点。

高度自动化释放巨大产能，互联网+人工智能为未来发展铺路。除在原材料方面精益求精以外，公司当前自动化生产水平也已取得长足发展，在保证产品品质的同时大幅提升流水线生产效率。据公司招股书披露，2019 年火星人人均年产量 298.52 台，人均创收 105.33 万元，与同行业可比公司平均水平相比（81.55 万元），人均创收高出 16.54 万元，劳动生产率位于行业前列。**这意味着尽管成本仍有降低空间，但火星人已具备高生产效率带来的溢价，若未来规模效应得以进一步释放，公司经营有望迎来新爆发阶段。**

图表 41　火星人自动化车间

资料来源：公司官网

图表 42　2019 年集成灶企业人均产量、创收情况



资料来源：招股说明书，华创证券　注：行业水平为同行业可比公司平均值

募资投向信息化制造、生产线升级，生产水平有望进一步提高。2020 年底公司完成 IPO 上市，据公司披露募集资金将投入到智能集成灶产业园、研发中心及信息化建设技改项目、集成灶生产线升级扩产等项目中，在 3 年内实现从研发到生产终端的智能化升级。在此基础上，公司自动化生产水平有望进一步提高，有望突破产能瓶颈。

图表 43　火星人 IPO 募资投向明细

项目名称	项目投资总额(万元)	拟投入募集资金(万元)	项目建设期
智能集成灶产业园项目	69,525.89	31,500.00	3 年
研发中心及信息化建设技改项目	11,490.47	6,500.00	3 年
集成灶生产线升级扩产项目	23,718.76	10,809.95	2 年
合计	104,735.12	48,809.95	\

资料来源：招股说明书，公司公告，华创证券

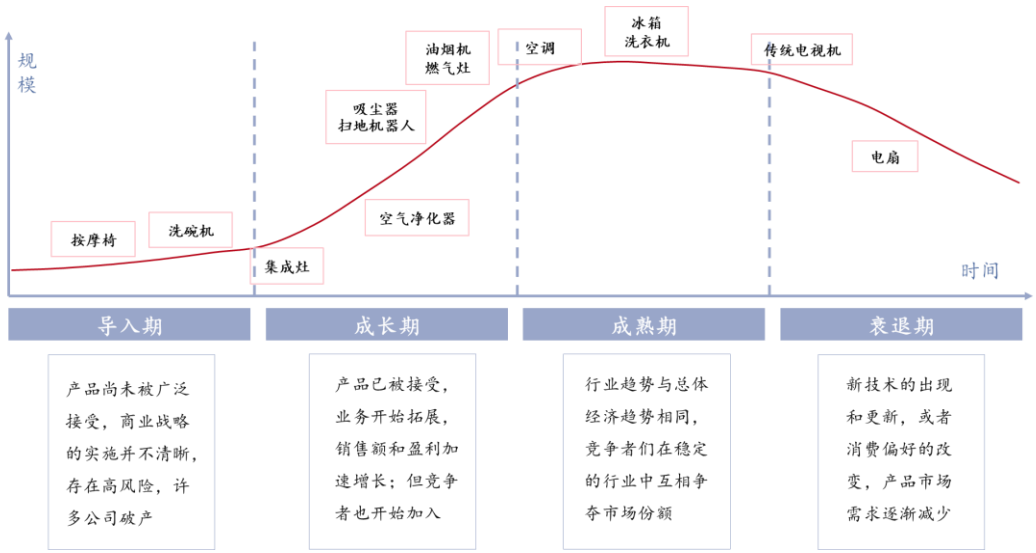
总的来看，火星人将产品品质作为企业安身立命的根本，在高管重视、研发加码的背景下，经过近十年的探索与储备，公司在产品端已形成优势壁垒，推出引领行业风向的蒸箱集成灶足以见其研发实力，高颜值产品也屡获国内外设计大奖受到权威认可。至此，火星人集成灶高端品牌形象已逐渐树立，品牌知名度加速提升。

三、渠道全面化：线上线下并重发展

（一）复盘空调厨电，销售盈利剪刀差在早期构筑长效优势

从行业发展周期看，集成灶当前正处于导入期向成长期过渡阶段，产品认知度逐步加深，行业需求呈现爆发式增长。伴随着赛道扩张，行业竞争格局已由初期众玩家入场，再逐步过渡到积累分化。**行业目前尚未产生具有绝对优势的集成灶企业，这一阶段正是众品牌抢占头部位置的绝佳时期，渠道建设和营销宣传效果可谓事半功倍。**

图表 44　家电行业各产品生命周期



资料来源：华创证券

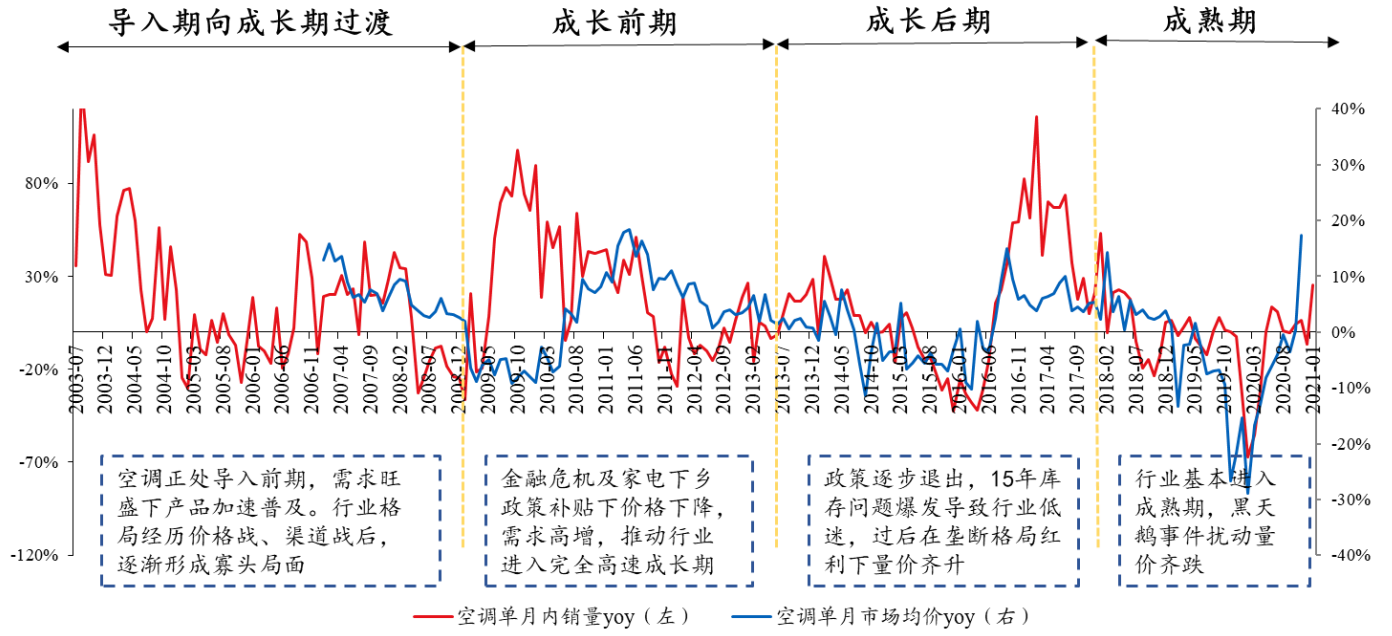
我们选取空调行业的发展历程进行复盘，分析早期行业格局变化与渠道扩张的对应关系发现，早在行业成长初期龙头企业就已凭借渠道拓展、营销投入完成份额抢占，而优良的寡头格局成为公司未来多年利润释放的保障，可谓早期高投入铸就长效优势。

- 复盘空调行业发展历程，2008 年以前空调正处导入期向成长期过渡阶段，行业需求旺盛但格局尚未清晰，在历经 KA 渠道快速铺垫、发展自建渠道的过程中，龙头品

牌历经价格战、渠道战争夺市场份额，行业扩张>企业扩张，这一期间龙头投入较高，其初步龙头格局也在此阶段重调、形成；

- 2009 年以后，金融危机叠加家电下乡政策助推，行业均价下降，空调在城乡间均加速普及，行业迈入高速发展期。此时龙头品牌伴随行业规模共同成长，竞争格局逐渐清晰稳定，利润开始滚动释放，龙头份额日渐巩固；
- 2013 年起家电政策逐步退出，空调行业库存问题爆发，量价齐降导致行业进入低迷状态。龙头品牌凭借规模优势加速收割长尾份额，格力美的双寡头格局稳定，企业扩张>行业扩张；
- 2018 年至今，在一系列负面事件扰动下，行业发展失速，空调普及率放缓，行业基本已进入成熟阶段。格局方面，龙头品牌经历渠道改革、效率提升，优势依旧稳固，龙头表现优于行业。

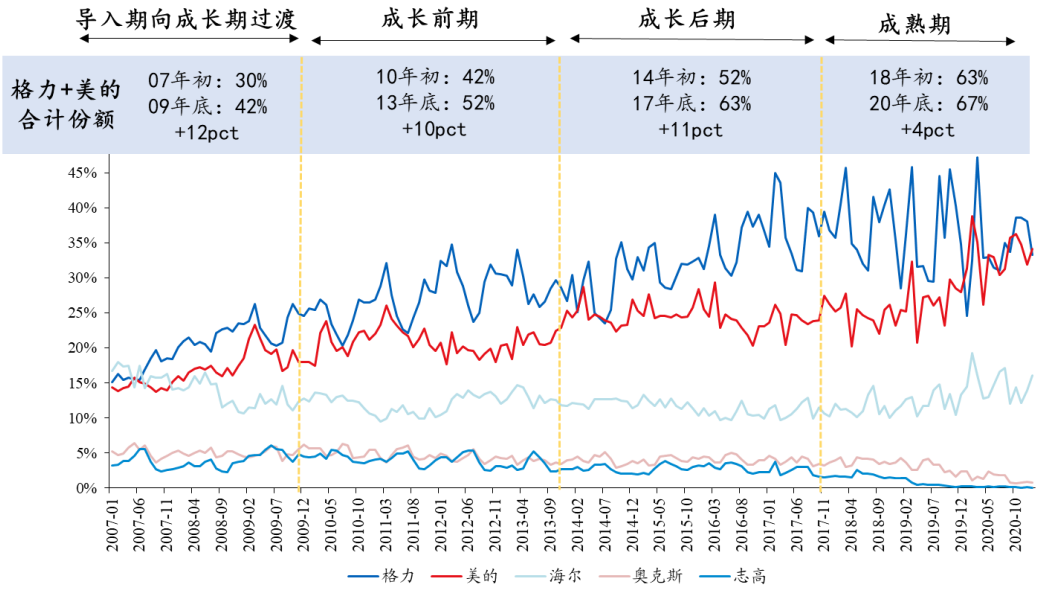
图表 45　空调行业发展阶段梳理



资料来源：wind，产业在线，中怡康，华创证券　注：早期均价数据缺失，仅从 2007 年 1 月开始统计

- **在行业发展各阶段中，龙头护城河的建立正是在行业发展的早期阶段。**从市场份额角度来看，2007 年以前格力、美的与海尔的差距并不大，但 2007-2009 年的行业导入期间，格力与美的合计零售额份额提升了近 12pct，且正是在此期间逐渐与第二梯队品牌拉开差距，将行业格局稳定在双寡头局面。在行业进入成长期后，双寡头凭借已有壁垒进一步扩大优势，但与第二梯队品牌差额已保持相对稳定。

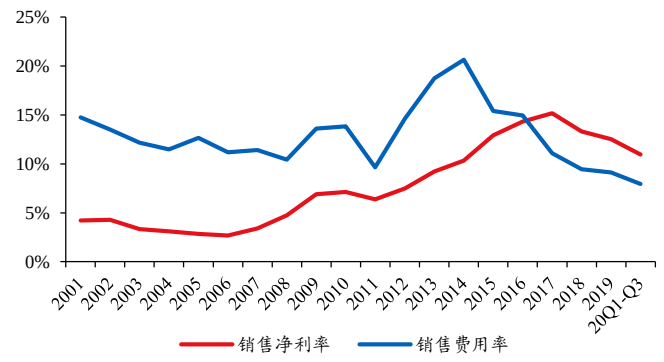
图表 46 格力电器零售额份额变化



资料来源：中怡康，华创证券

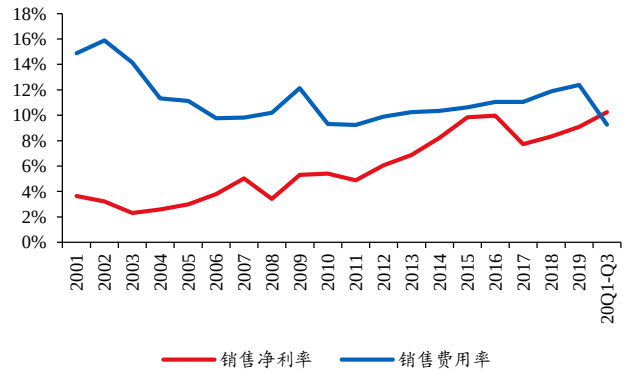
- **格局未稳之时是建立龙头抢占份额的绝佳时机。**进一步探究格力、美的份额得以扩张的原因，我们认为主要系在行业发展早期，龙头企业不约而同地选择高投入策略抢夺市场份额，例如通过渠道扩张、营销宣传、价格调整等方式先胜而后战，取得长期护城河优势之后再逐步释放利润。对比格力、美的历史财务指标也可以发现，净利率与销售费用率均呈现明显的剪刀差趋势，格局稳固之后盈利能力均有明显提升。

图表 47 格力净利率与销售费用率存在明显剪刀差



资料来源：wind，华创证券

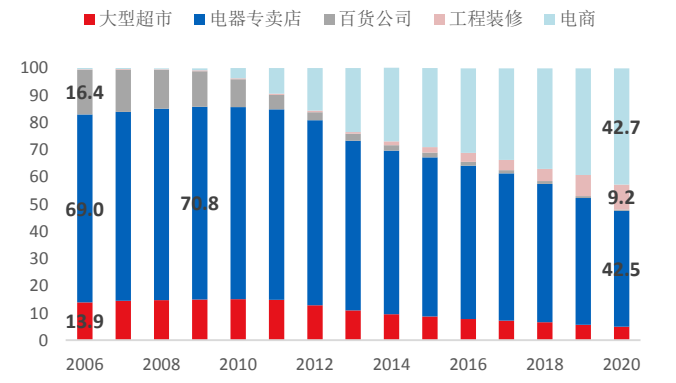
图表 48 美的净利率与销售费用率存在明显剪刀差



资料来源：wind，华创证券 注：2013 年之前数据口径为美的电器（已退市）

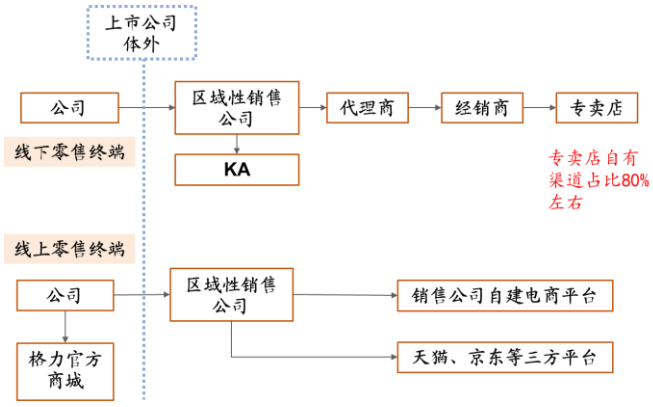
- **以格力为例，渠道建设是行业初期抢占份额的核心途径。**2004 年前后以格力为代表迅速自建分销体系，家电企业的渠道控制力度开始大幅提升，并且扩张推广范围逐步触达低线市场。根据 Euromonitor 数据显示，2009 年中国大家电销售渠道中专卖店渠道占比达到峰值，高达 70.8%。在行业导入期利用渠道深度扩张，加速触达更多消费者，使得格力树立品牌形象之路事半功倍。

图表 49　中国大家电销售渠道占比变化情况（%）



资料来源：Euromonitor，华创证券

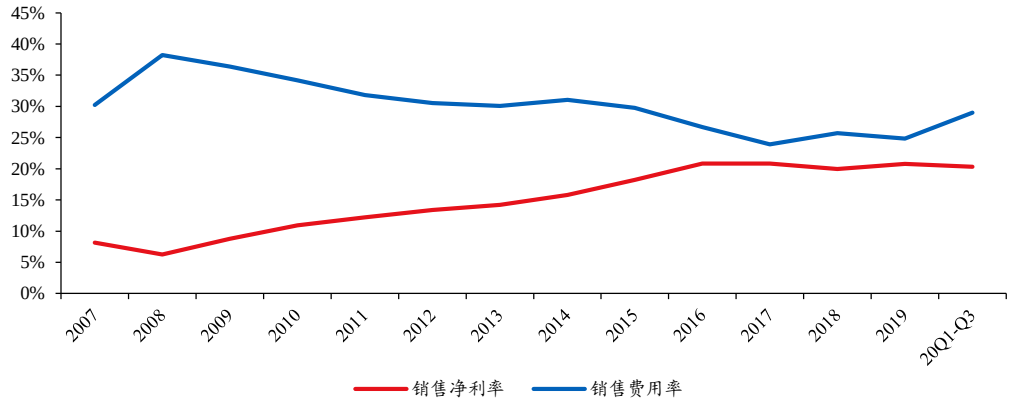
图表 50　格力电器渠道体系中自建渠道占据重要位置



资料来源：wind，渠道调研，华创证券整理

厨电行业格局确立路径与空调相似。在行业发展早期，老板电器同样采取高费用投入策略抢占份额，2008 年销售费用率一度高达 38.2%，伴随高投入在品牌和渠道上的建设，在 2010-2013 年间老板、方太市占率迅速与第二梯队拉开明显差距，同样在此期间公司净利率与销售费用率剪刀差开始收窄，龙头胜出后，其头部高端定位带来的优势利润得以释放。**近八年来老板、方太在厨电第一梯队的地位无人撼动，正是因其早期高投入所铸就。**

图表 51　老板电器销售费用率与净利率也形成明显剪刀差

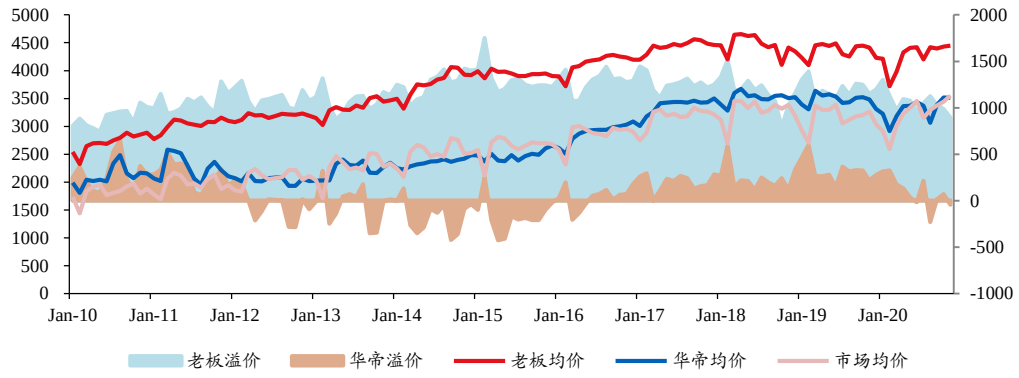


资料来源：wind，华创证券

以老板电器为例，在确立第一梯队高端地位后，其长期享受赛道最优红利：

- **老板电器确立厨电高端龙头地位以来，长期享受零售端溢价。**以中怡康油烟机均价为例，选取华帝股份作为对比，2010 年至今，老板电器油烟机均价长期大幅高于市场均价，溢价优势明显，而处于第二梯队的华帝则更接近市场均价，溢价能力存在波动。

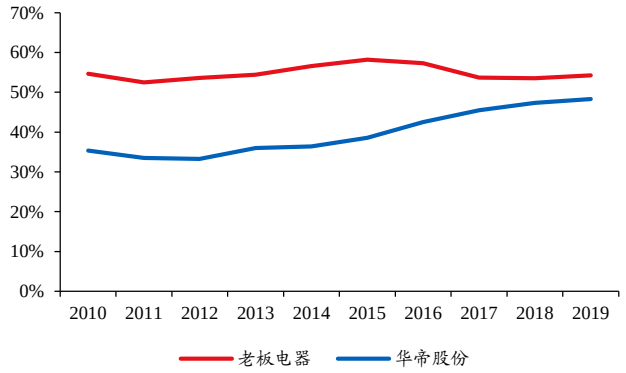
图表 52　老板与华帝油烟机均价及溢价



资料来源：中怡康，华创证券

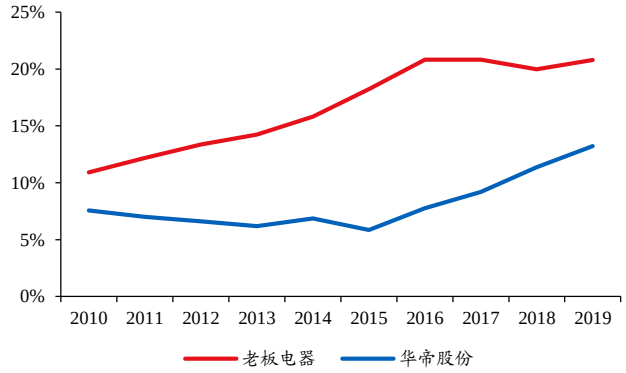
- **老板的龙头高端化定位为其带来盈利能力和股价表现的优势。**盈利能力方面，对比华帝股份，老板电器在净利率和毛利率指标上长期占优。2019 年，老板电器净利率和毛利率分别为 20.80%和 54.27%，分别高于华帝股份 7.57pct 和 6.01pct。

图表 53　老板电器与华帝股份毛利率对比



资料来源：wind，华创证券

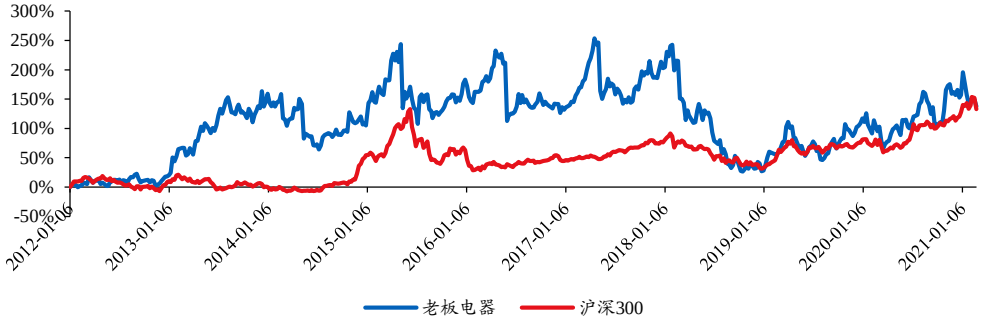
图表 54　老板电器与华帝股份净利率对比



资料来源：wind，华创证券

- **股价表现方面，**选取沪深 300 作为参照，自 2013 年确立龙头优势以来直至 2018 年地产政策变化期间，老板电器股价收益率长期大幅跑赢沪深 300 指数，被市场誉为穿越周期的绩优股，优异的股价表现离不开其高端品牌带来的获利能力。

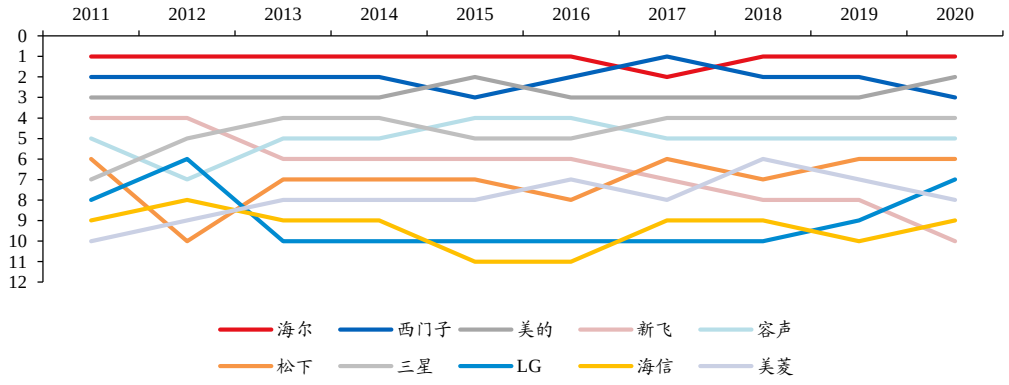
图表 55　老板电器股价收益率表现



资料来源：wind，华创证券

类似的龙头优势在家电各赛道均有所体现，**即一旦发展早期确立显著优势，品牌地位即相对稳定，高端化形象长期深入人心。**例如冰箱市场，根据 CHNbrand 的排行，2011-2020 十年间，尽管各品牌力指数存在波动，但排名前三的品牌几乎无法被变动。在早期投入确立定位后，龙头企业已能凭借品牌壁垒，实现一以贯之的品牌竞争优势。

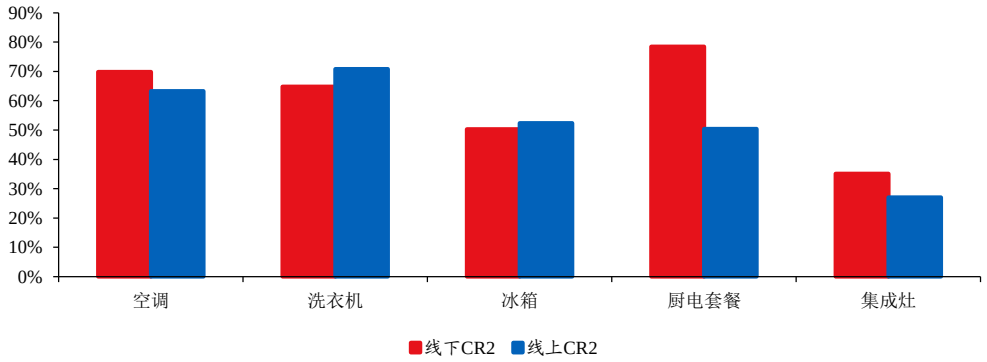
图表 56　冰箱主要品牌的品牌力指数排名



资料来源：Chnbrand，华创证券

相较白电、传统厨电成熟的高寡头终局，集成灶赛道正处早期竞争分化的关键时期。不同于白电、传统厨电 CR2 普遍高达 50-80%，集成灶线下 CR2 仅 35.1%，线上 CR2 更是仅 27.1%，竞争格局远未稳定，头部企业品牌集中度提升空间极大。

图表 57　2020 年集成灶行业 CR2 寡头集中度远低于白电、传统厨电行业



资料来源：奥维云网，华创证券

由此可见，当下集成灶正处于由导入期向成长期过渡，规模增速、竞争格局均与 2006-2009 年间的空调、2013 年之前的传统厨电类似。面对后市长期的市场寡头效益和庞大的潜在集中度空间，当前的渠道布局、市场份额占有就变得尤为重要。伴随我们后文印证探究火星人近年来高投入抢市场的战略，足见其先见之明。

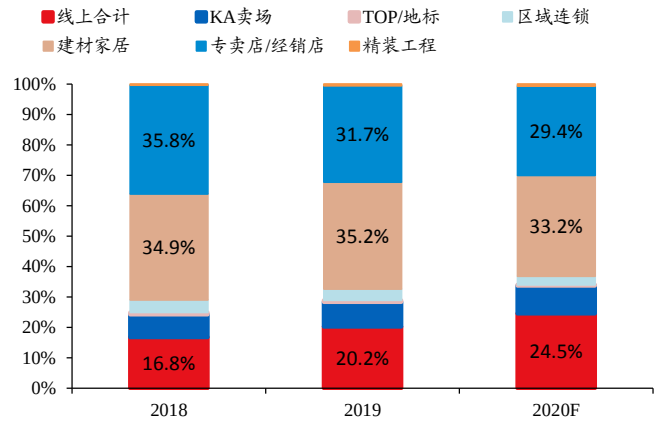
（二）集成灶行业渠道布局尚不完善，仍有巨大补足空间

从集成灶渠道特点来看，受产品特点与安装差异影响，集成灶当前渠道结构与传统厨电差异显著。集成灶渠道布局更偏前期，自身发展阶段限制及产品入场特征使其渠道结构与传统厨电差异较大。

- **集成灶行业目前以建材渠道及专卖店为主导，同时线上份额快速提升。**据奥维云网

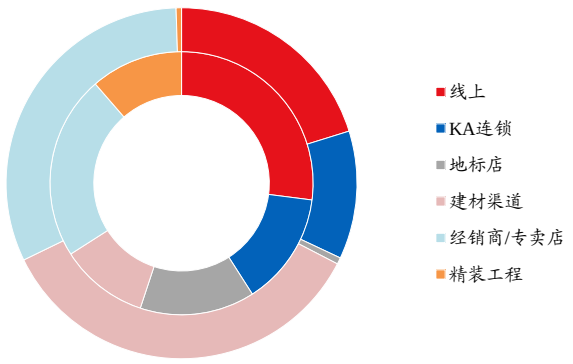
数据，2019 年集成灶渠道中，建材家居、经销专卖占比分为 35.2%和 31.7%，为主导渠道，此外线上份额占比快速提升，至 2019 年达到 20.2%，2020 年预计受疫情影响飙升至 24.5%。与传统厨电渠道相比，受产品入场属性影响，2019 年集成灶建材渠道份额 35.2%，相应传统厨电建材份额仅 10.7%，在单渠道上集成灶具较强优势。

图表 58　集成灶市场渠道结构变化



资料来源：奥维云网《集成灶渠道变革趋势与布局策略》，华创证券

图表 59　2019 年集成灶（外）与传统厨电（内）渠道结构对比

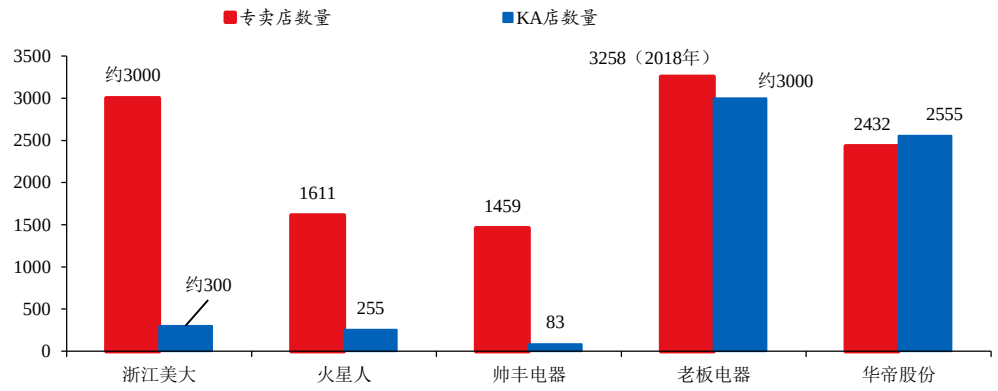


资料来源：奥维云网《2019 年厨电市场总结报告》、《集成灶渠道变革趋势与布局策略》，华创证券 注：集成灶 KA 连锁实际为 KA 卖场和区域连锁数据的加和

具体由线下布局看，**集成灶线下渠道布局较传统厨电企业仍存明显差距。**

- **专卖店方面，**老板电器、华帝股份全国布局各 3258 个（2018 年）和 2432 个，而集成灶企业中除美大约有 3000 个专卖店与传统厨电龙头相近外，火星人、帅丰披露专卖店各仅 1611 个和 1459 个，渠道力度上后进集成灶企业仍有较大差距。
- **家电 KA 店方面，**老板电器全国约有 3000 个 KA 门店，华帝也高达 2555 个，但美大、火星人、帅丰等各仅 300、255、83 个 KA 门店，差距极大。这一方面由于集成灶装修进场需在更早的建材 KA 范畴切入才能及时对接需求，如等常规在家电 KA 选购时段则偏晚，同时苏宁国美等入场抽成费用较高，对于集成灶企业相对门店性价比有限，另一方面早期集成灶以低线城市、农村等差异化市场布局为主，较低客流量下家电 KA 布局本身较少且覆盖能力有限，因此更优先在专卖店维度布局。

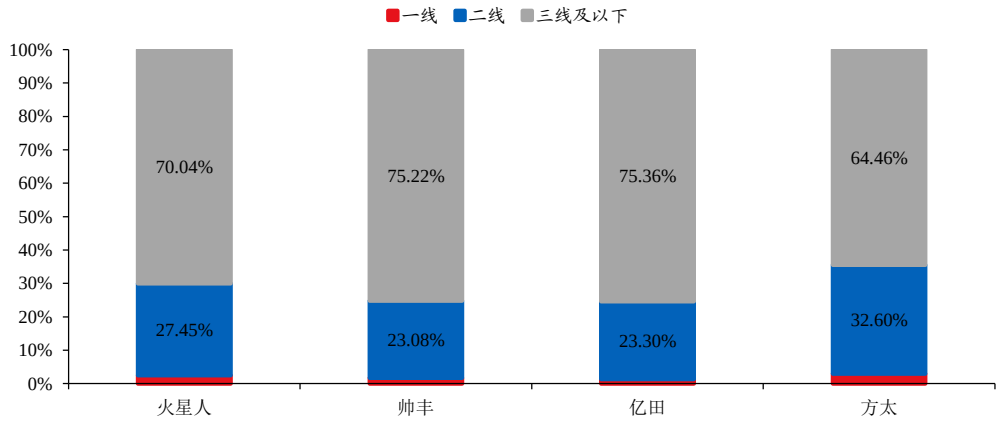
图表 60　集成灶企业与传统企业门店数量对比



资料来源：招股说明书，公司公告，华创证券　注：火星人、帅丰电器数据截至 20H1，美大、华帝数据截至 2019 年底，老板数据截至 2018 年底

- **分城市层级来看**，我们将火星人、亿田、帅丰各品牌公布在天猫旗舰店的门店信息进行统计，与方太官网披露的门店信息做对比：方太在一线、二线城市门店占比分别为 2.94%、32.6%，集成灶中仅重心倾向上升市场的火星人占比接近，其一线、二线占比分别为 2.5%、27.45%，而帅丰一线、二线门店占比分别仅 1.7%、23.08%，亿田也仅 1.35%、23.3%，集成灶企业更多布局传统厨电覆盖有限的三线及以下市场。可见**集成灶企业早期布局中相对弱化了对传统厨电强势市场的渠道投入，而采用“农村包围城市”型的差异化打法实现早期积累和市场普及。**

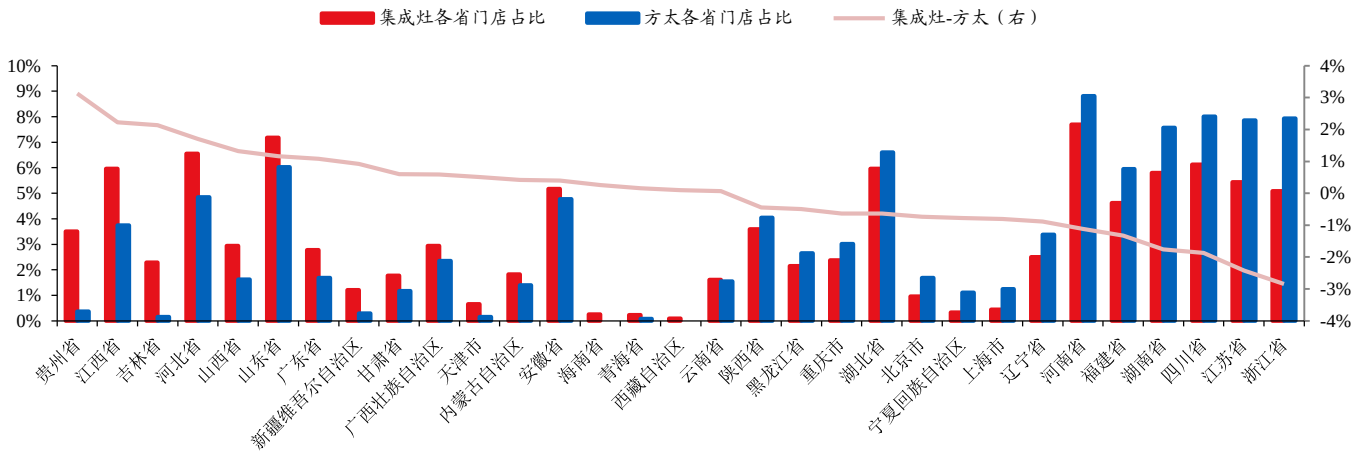
图表 61　集成灶企业与方太门店的分层级城市占比情况



资料来源：火星人天猫旗舰店、帅丰天猫旗舰店、亿田天猫旗舰店，方太官网，华创证券

- **分省份来看**，我们将火星人、亿田、帅丰各品牌门店按省份加和，作为集成灶行业级门店数据，以此规避单一品牌的布局倾向。用各省份的集成灶门店比例扣减对应省份方太各门店占比（下简称“集成灶-方太”），来判断各省两类产品布局差异，如平均排布则结果为 0，正值即集成灶相对占优，负值即传统厨电（方太）占优。对比发现，在方太核心布局的 Top8 省份中，有高达 6 个省份正是“集成灶-方太”结果中负值绝对值最大的省份，即传统厨电门店大幅领先。**意味着，虽然集成灶同样布局这些消费大省，但在早期资源倾向中实际弱化了在消费大省中与传统厨电进行门店密集对抗，转而将门店资源倾斜向具差异化的中型省份市场。**

图表 62　集成灶与传统烟灶（以方太代表）各省份占比及相对布局差距



资料来源：方太官网，火星人天猫旗舰店、帅丰天猫旗舰店、亿田天猫旗舰店，华创证券　注："集成灶-方太"指各省份的集成灶门店比例扣减对应省份方太各门店比例

总的来看，当前集成灶行业渠道布局远未完善，与传统厨电相比仍有巨大补足空间。而在已经上市的企业中，我们认为火星人对于渠道扩张的投放最具力度且效果明显，高投入市场策略充分契合行业当下发展阶段，有望率先抢占补足行业渠道的空白。

（三）火星人线上线下并重，凸显渠道布局前瞻性

与主要竞争对手相比，火星人销售模式略有差异。火星人将线上渠道放在重要战略地位，一方面凭借敏锐嗅觉较早占据先发布局优势，线上份额占比已成为行业第一；另一方面公司经销和直营模式并重，以线上专项返利方式平衡线上线下利益分配，调动经销商积极性。**公司的渠道布局凸显管理团队前瞻性，线上线下双轮驱动、相互引流共同促成规模高增。**

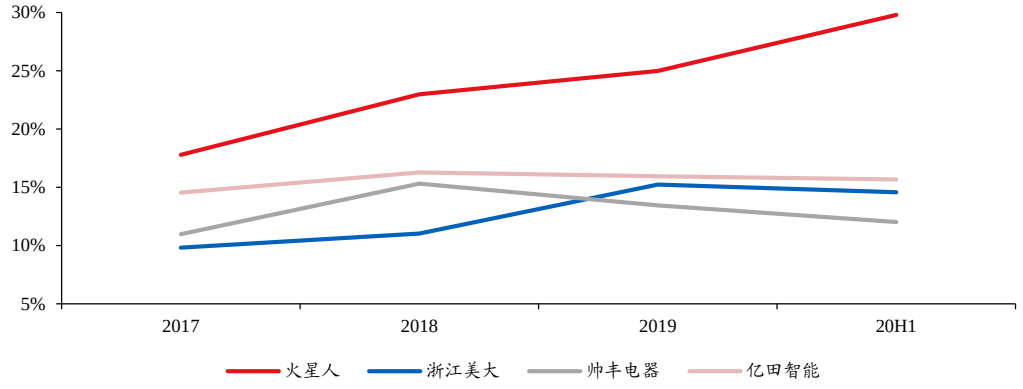
图表 63　火星人与可比公司主要销售模式及客户结构对比

公司名称	主要销售模式	客户结构
火星人	经销+电商直营+线下直营+其他（KA 卖场、工程等）	经销商为主，电商平台和终端消费者为辅
浙江美大	经销+工程+电商	经销商为主，终端消费者、工程公司为辅
亿田股份	经销+直销+出口	经销商为主，电商平台和终端消费者为辅
老板电器	代理+工程+经销+电商+电视购物等	代理公司和工程公司为主，经销商、电商平台、终端消费者为辅
华帝股份	经销+工程+KA 卖场+电商等	经销商为主，终端消费者、电商平台、工程公司为辅

资料来源：招股说明书，华创证券

- **火星人在行业发展初期侧重高费用投放。**对比主要集成灶企业的费用投放情况，火星人销售费用率明显高于竞争对手，且近年来差距逐年提升。20H1 火美亿帅四家企业销售费用率分别为 30%、15%、12%、16%，火星人平均高出近一倍投入。

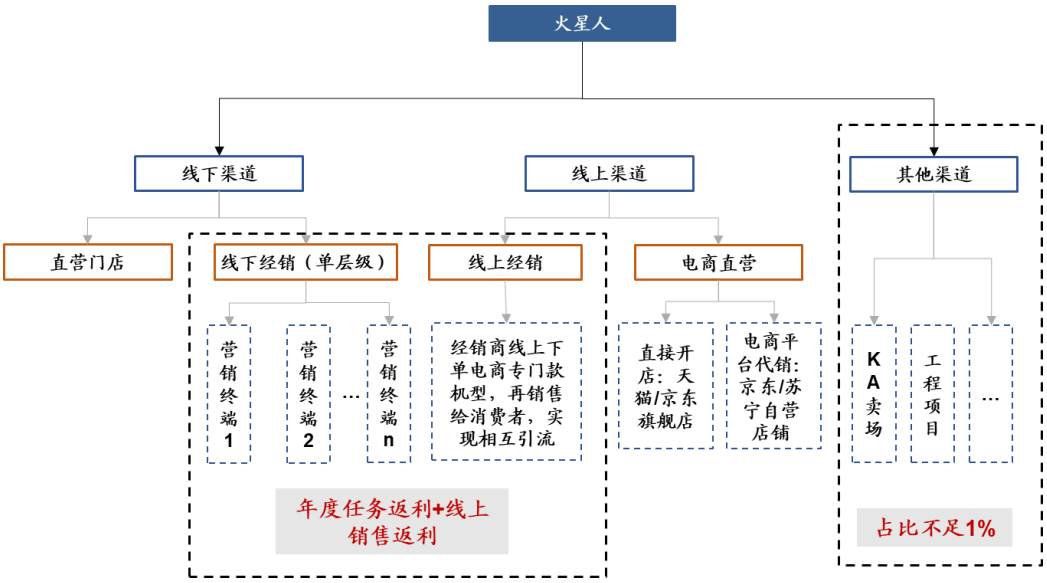
图表 64　主要集成灶企业销售费用率对比



资料来源：招股说明书，wind，华创证券

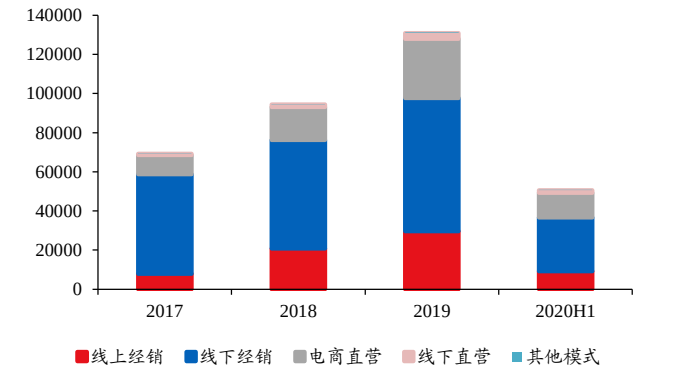
- **火星人推行线上线下“双轮驱动”的发展战略。**公司销售渠道包括经销商线下销售、经销商线上下单、线上直营、线下直营等，其中经销模式为公司贡献主要收入，同时线上渠道占比逐年升高。2019 年公司线下渠道中经销/直营模式分别实现收入 6.80/0.29 亿元，占比 51.81%/2.24%，线上渠道经销/直营模式收入分别为 2.97/3.04 亿元，占比 22.62%/23.14%，其他渠道包括 KA、工程销售占比不足 1%。

图表 65　火星人渠道模式梳理



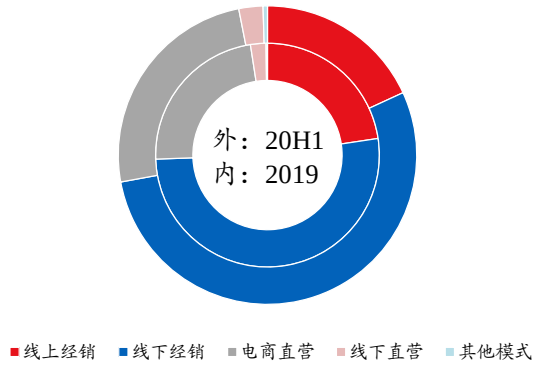
资料来源：招股说明书，华创证券

图表 66　公司各渠道模式收入规模（万元）



资料来源：招股说明书，华创证券

图表 67　公司各渠道模式收入占比



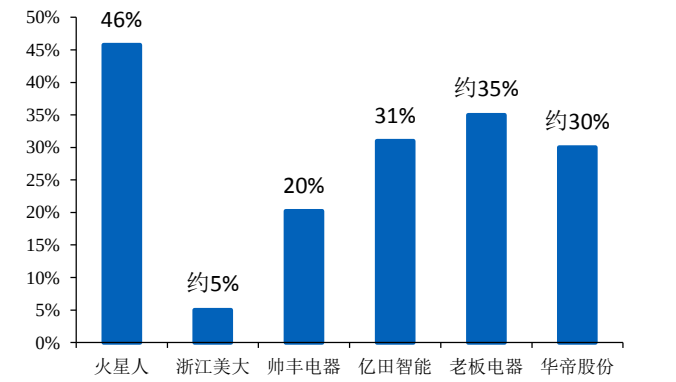
资料来源：招股说明书，华创证券 注：集成灶 KA 连锁实际为 KA 卖场和区域连锁数据的加和

（四）高度重视线上渠道，返利有效平衡利益

火星人是集成灶行业中较早布局线上渠道的公司之一，成立了专门的电商部门负责线上销售和管理，先后于 2014 年、2016 年和 2019 年入驻了天猫平台、京东平台和苏宁易购，并推出线上销量专项返利政策，将其确定为线上线下业务相互融合长期发展战略的重要抓手。

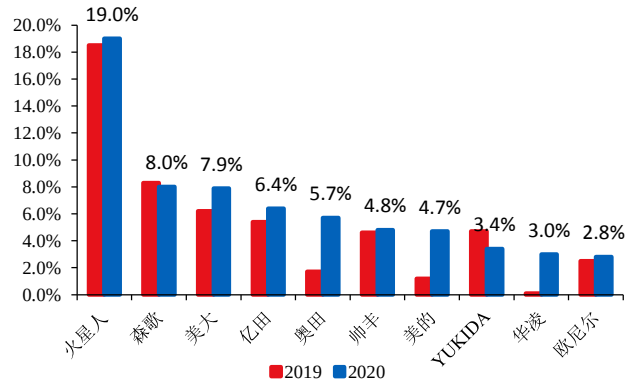
- **在高度战略重视推动下，公司线上渠道高速发展。**2017-2019 年，公司线上收入复合增速高达 84.2%，已成为规模扩张的重要增长点。相比其他集成灶头部企业，火星人电商渠道发展最优，2019 年线上占比 46%，远超行业平均水平。根据奥维数据，2020 年集成灶线上市场中，火星人以 19%的份额稳居第一，断层领先其他品牌。

图表 68　2019 年主要厨电企业线上收入占比



资料来源：招股说明书，wind，华创证券

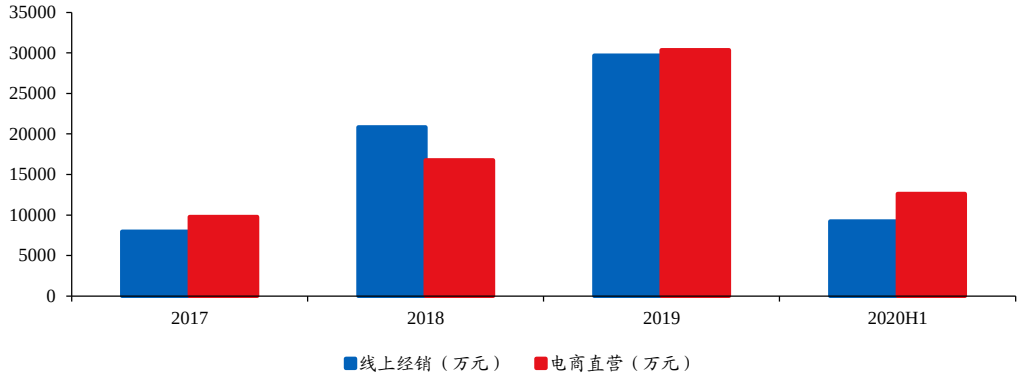
图表 69　2020 年集成灶线上零售额份额



资料来源：奥维云网《2020 年中国集成灶市场总结报告》，华创证券

- 公司线上经销与直营模式并重，2019 年线上经销模式与直营模式分别实现收入 2.97 亿、3.04 亿，基本持平，分别同比增长 42.62%及 81.17%，均持续高速增长。

图表 70　公司线上渠道分模式收入规模（万元）

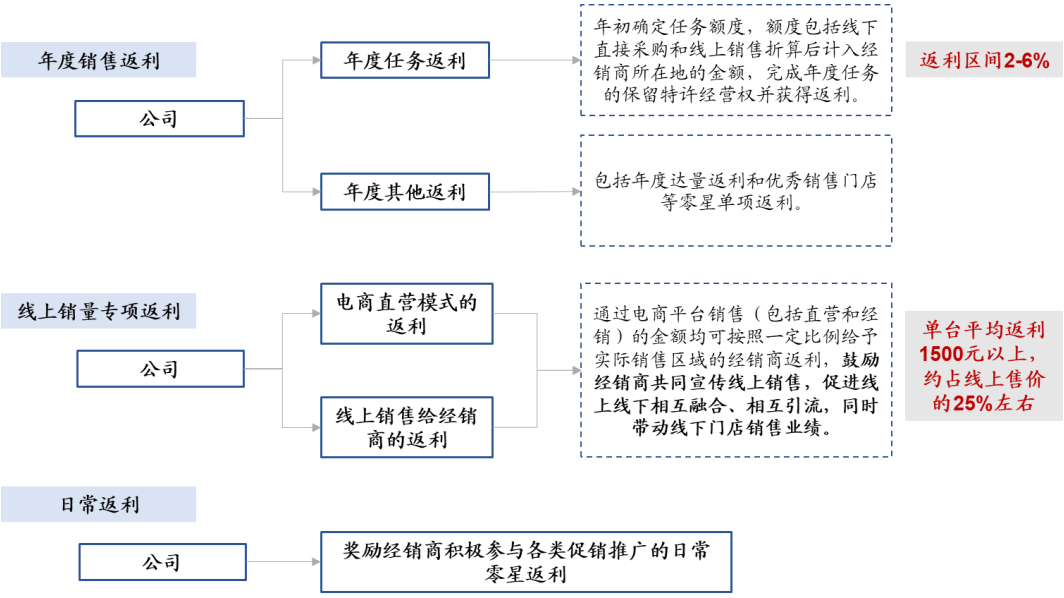


资料来源：招股说明书，华创证券

公司重金投入打造线上专项返利政策，以此作为推进线上渠道的重要抓手。

- 为加大市场推广力度，公司推出一系列返利政策，对于满足考核条件的经销商给予相应的返利。当前公司主要有三种类型的返利政策：年度销售返利、线上销量专项返利和日常返利。

图表 71　火星人返利政策



资料来源：招股说明书，华创证券

- **年度销售返利：**主要以年度任务返利形式实现，公司每年末对经销商年初承诺的全年任务的完成情况进行考核，对满足条件的经销商给与任务额度一定比例的返利。根据招股书披露，年度任务返利比例区间在 2%-6%左右。

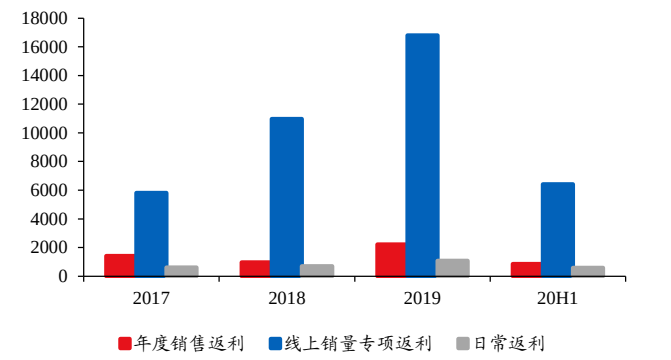
- **线上销量专项返利：**是指通过电商平台销售（包括直营形式和经销下单）的金额均可按照一定比例给予实际销售区域的经销商返利，以期在推动线上业务的同时兼顾经销商利益。通过该返利政策，一方面，**能够缓解线上和线下渠道在同一区域进行销售的利益冲突，维持整体销售系统的稳定性**；另一方面，**能够充分调动经销商协助开发当地市场和维护线上渠道的积极性，推动线上业务快速发展。**据公司披露，

线上销售的单台集成灶平均返利可达 1500 元以上，约占线上售价的 25%左右，占比金额较大。

- **日常返利：**主要用于奖励经销商积极参与各类促销和零星推广活动，与产品销量或全年业绩情况等指标无匹配关系，单笔奖励金额在几十元至上千元不等，整体金额较小。

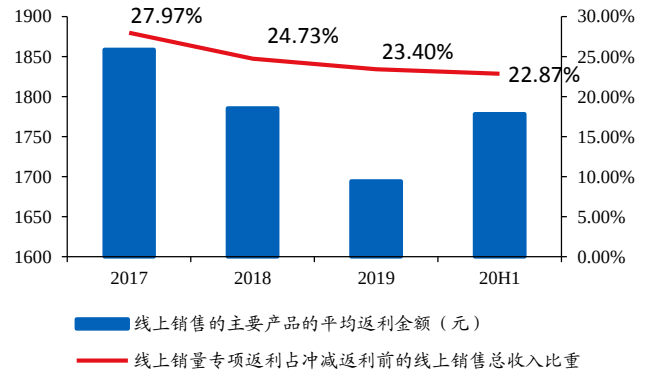
- 2019 年公司年度销售返利、线上销量专项返利和日常返利金额分别为 0.22/1.68/0.11 亿元，占比分别为 11.04%、83.66%、5.30%，线上专项返利占绝对比重。**但值得注意的是，在重金投入下，公司收入实现更快幅度增长，返利率（返利金额占冲减返利前的线上总销售收入比重，下同）连年下降，印证了该模式的成功性。**

图表 72　公司各项返利支出金额（万元）



资料来源：招股说明书，华创证券

图表 73　线上销量专项返利占收入比重连年下降



资料来源：招股说明书，华创证券

对于经销商而言，两种采购途径下的利润率差异不大。经销商线下采购的利润率上限略高，但由于经销商销售任务完成情况及经营能力存在差异，并不能必然取得 2%-6%的年度返利，同时还要考虑实际店面租金、人力等成本。因此，经销商在线上或线下采购最终取得的经济利益相差不大，这也保证了该返利政策的可持续性。

图表 74　火星人经销商线上/线下采购利润率对比

	经销商线上购买	经销商线下购买
主要型号	E、T、X3Z等系列集成灶（5000元以内为主）	X、Q系列集成灶、集成水槽、集成洗碗机等全线产品（5500元以上为主）
成本	线上零售价	线下出厂价
毛利率	0%-5%	30%-45%
物流费用	0	约5%
返利	单台返利基本在1500元/台以上，占线上采购价格25%左右	年度销售返利为主，占线下采购总额2%-6%
可变利润率（毛利率+返利率-物流费用率）	25%-30%	25%-46%

资料来源：招股说明书，华创证券

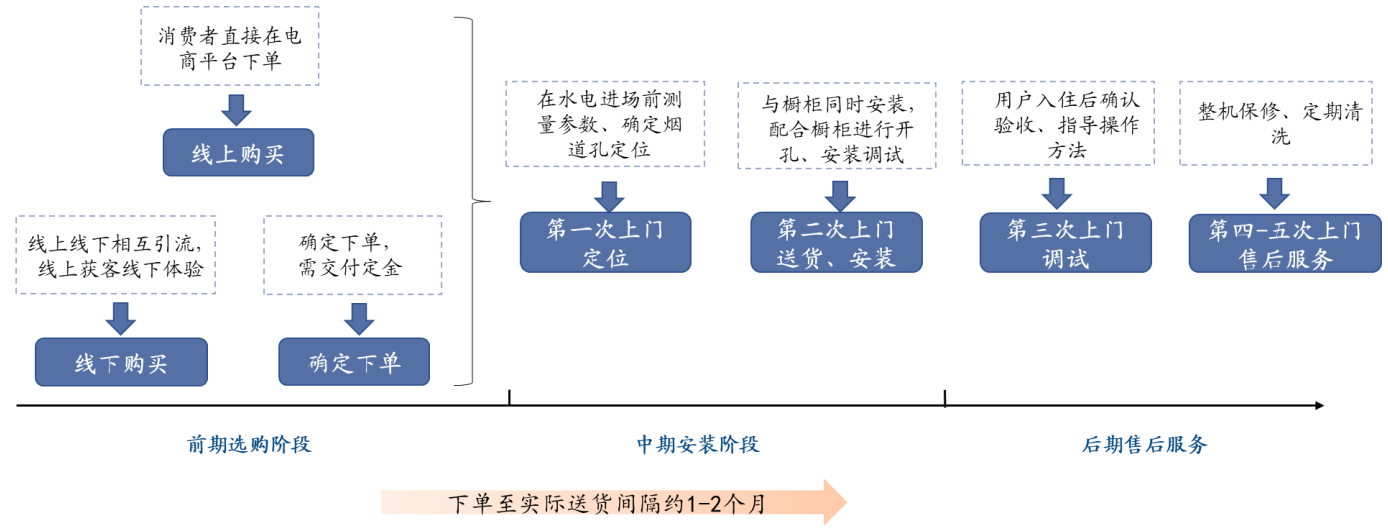
线上返利政策能够有效解决线上销售与经销商的利益冲突，同时有利于打开品牌关注度，实现线上线下相互引流。

- 公司投入重金设立线上专项返利政策，经销商可获得返利金额与该地区线上销量直接挂钩，比年度返利更具确定性；此外，公司对消费者自行在电商渠道下单的产品同样给予销售所在地经销商返利，大大提高经销商忠诚度，同时也能够充分调动经销商线上采购的积极性。
- 另一方面，线上款机型更具性价比，能够作为引流获客的有效渠道。随着产品的口碑和销量的持续发酵，线上线下实现相互引流，从而帮助公司实现全渠道市场份额的提升。

（五）飞轮效应放大优势，线下布局同样领先

受产品安装特性影响，集成灶从下单至送货周期长达数月，渠道库存压力较小、现金周转更灵活。我们在大量渠道调研与市场走访后发现，集成灶相比其他大家电而言渠道库存压力更小、现金流周转更快，这主要因为集成灶购买基本均为先款后货，安装时由于定制化属性更强、安装流程更长导致消费者决策更偏前期。具体来看，消费者通常需要在新房装修前确定下单，期间需要进行定位、改水电管路、重开烟孔等步骤，下单至实际送货安装间隔 1-2 月。因此，对于厂商或经销商而言，收到订单后有充足的时间生产备货，无需大量囤积库存，现金流周转更为灵活。

图表 75　集成灶购买及安装流程梳理



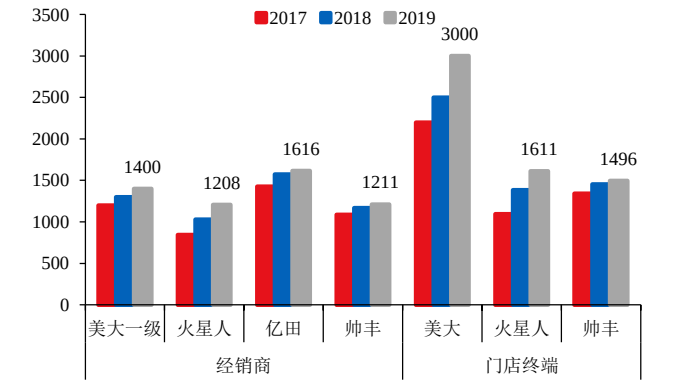
资料来源：华创证券整理

虽库存压力相对更小，但线下门店的扩张与铺设仍需投入大量人力物力财力，是对企业品牌力、现金流、生产力等各方面的考验。**火星人的渠道策略与主要竞争对手相比虽有明显差异化，但其在主要线下渠道方面并未落后。相反，正是凭借着线上渠道的优异经营和协同效应，火星人品牌知名度迅速提升，从而加速线下门店扩张速度，飞轮效应得以放大体现。若将线上渠道领先看作渠道软实力，那么在线下渠道的绝对优势进一步展现了火星人渠道布局的硬实力。**

具体对比线下经销网络，火星人在经销商规模、单店创收等方面都处于行业前列。

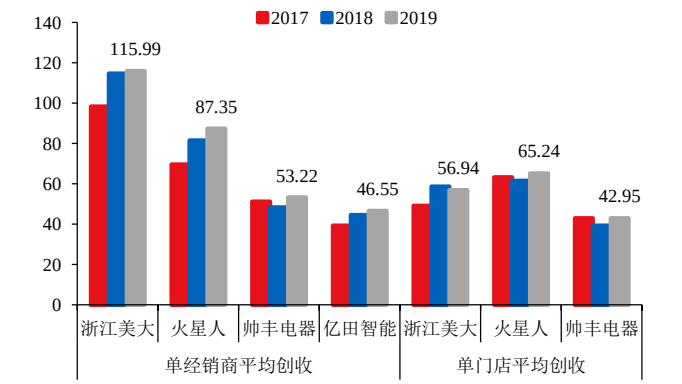
- 2019 年，美火亿帅四家 2019 年经销商数量分别为 1400、1208、1616、1211 家，数量级相近；门店终端数量美大、火星人、帅丰分别为 3000、1611、1496 家（亿田未披露）。火星人门店数量虽与美大差距甚远，但已超越帅丰至行业第二。
- **横向对比，火星人单门店创收行业第一。**2019 年，美火帅亿四家单经销商平均创收分为 116.0、87.4、53.2、46.6 万元，火星人位居行业第二；而美火帅三家单门店平均创收分别为 56.9、65.2、43 万元，火星人已超越美大成为行业第一，或与火星人近年积极费用投入有直接关联，进一步印证火星人线下展业成效。

图表 76　集成灶企业经销商及门店数量对比



资料来源：招股说明书，公司公告，华创证券　注：经销商端美

图表 77　集成灶企业单经销商/单门店创收能力（万元）

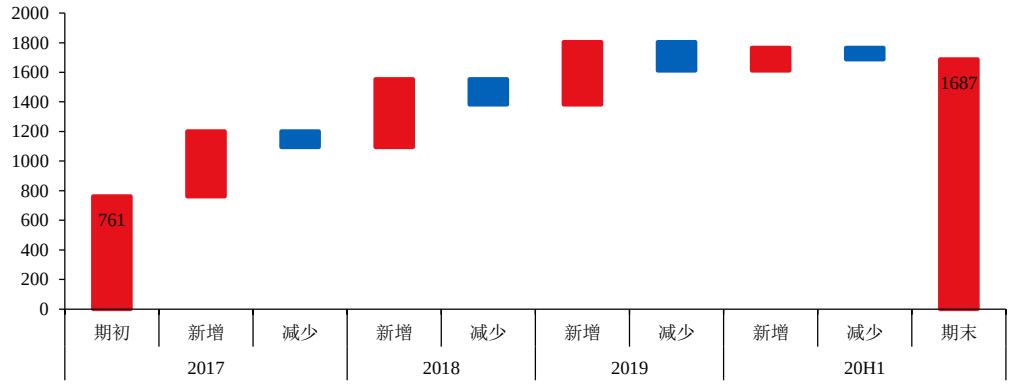


资料来源：招股说明书，华创证券

大为一级经销商，火星人、亿田、帅丰数据均按招股说明书口径

- **纵向对比，火星人门店数量持续增加。**渠道扩张是集成灶企业拓展规模、抢占份额的重要途径。近年来火星人持续进行渠道下沉，不断加密经销网络，期间虽每年淘汰部分经营不善的门店，但总体而言渠道网络数量呈高速净增状态，助推企业规模扩张。另一方面，门店数量一定程度上决定了安装工人数上限，进一步决定了区域内安装售后能力的上限，因此对于有市场空间的地区，门店的成长一定程度上能够形成马太效应，强者更强。

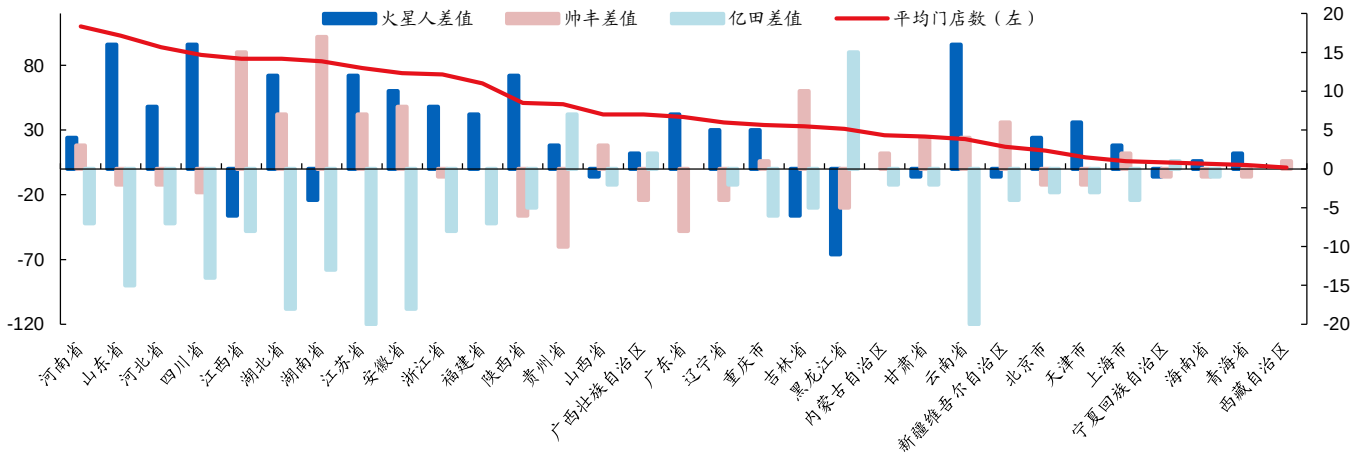
图表 78　火星人经销商门店数量呈持续高净增状态



资料来源：招股说明书，华创证券

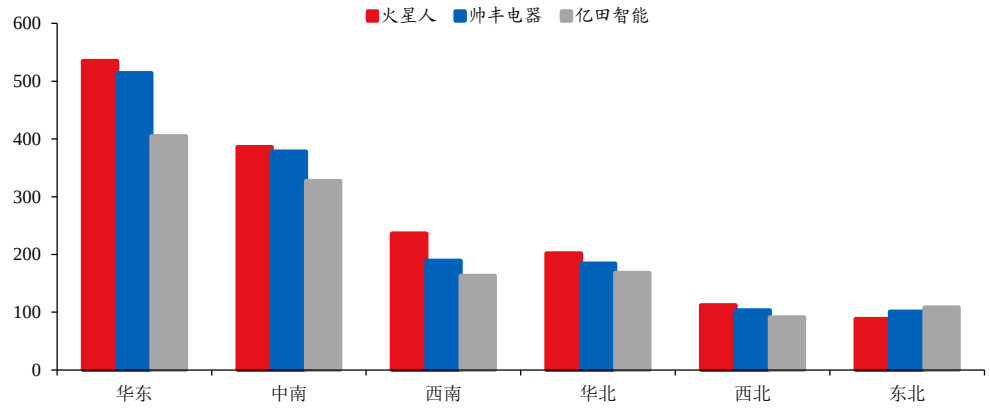
- **消费大省关键区域火星人布局领先。**我们整理了火帅亿三家天猫旗舰店披露的线下门店地址分布，发现三家均在华东、中南地区重心布局，而在河南、山东、河北、四川等集成灶消费大省中，火星人门店布局普遍高于三家平均值，进一步展现了火星人渠道布局的硬实力。

图表 79　火星人、帅丰、亿田各省份平均门店数及各自较均值的差值



资料来源：火星人天猫旗舰店、帅丰天猫旗舰店、亿田天猫旗舰店，华创证券

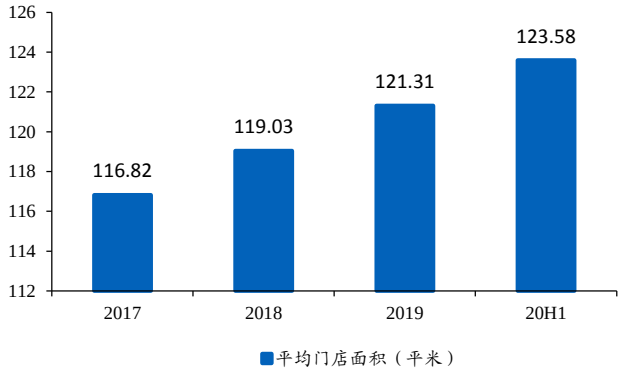
图表 80　主要集成灶企业线下门店数量分区域对比



资料来源：火星人天猫旗舰店、帅丰天猫旗舰店、亿田天猫旗舰店，华创证券

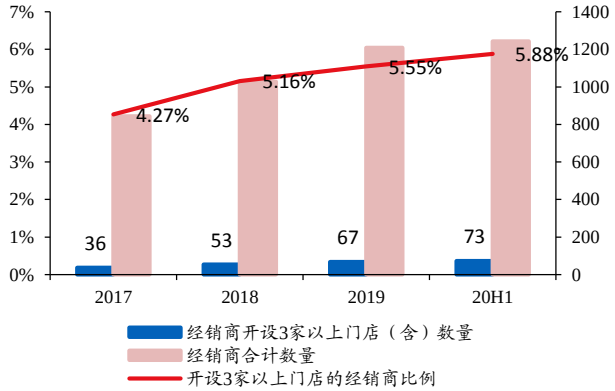
- **从线下门店规模来看，**随着火星人高端品牌形象的确立，近年来公司对线下门店开设要求有所提升，平均门店面积逐年扩大。
- **从经销商水平来看，**火星人的大商比例保持稳健增长趋势。20 年上半年，火星人开设 3 家以上门店（含）数量的经销商已有 73 家。随着品牌力的不断升级，火星人经销商实力也有明显提升。

图表 81　火星人平均门店面积逐年提升



资料来源：招股说明书，华创证券

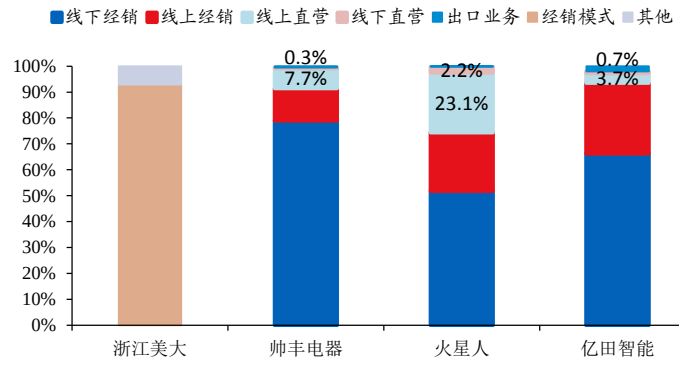
图表 82　火星人大商比例稳健增长



资料来源：招股说明书，华创证券

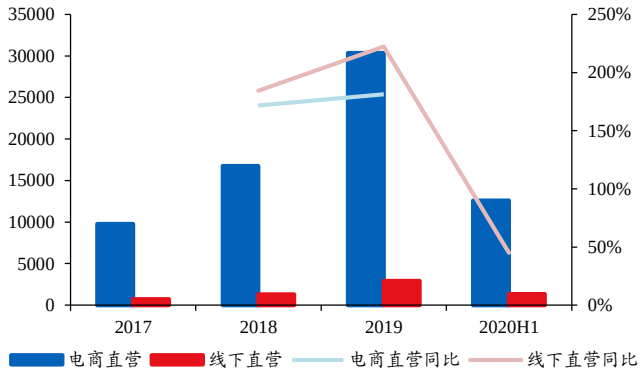
除线下经销渠道以外，直营模式也是公司销售渠道的重要补充，支撑整体毛利水平提升。对比四家主要集成灶企业，火星人直营模式比例最高，2019 年火星人全渠道直营比例达到 25.4%，其代表性的电商直营比例超 20%，线下直营比例 2.2%也为四企业最高，其中电商/线下直营收入分别为 3.04 亿、0.29 亿，同比增长 181.17%、222.38%。

图表 83　2019 年各集成灶企业销售模式拆分



资料来源：招股说明书，公司年报，华创证券

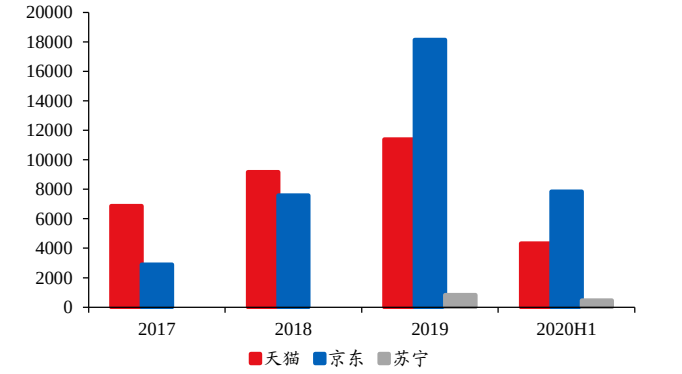
图表 84　火星人直营模式收入规模（万元）



资料来源：招股说明书，华创证券

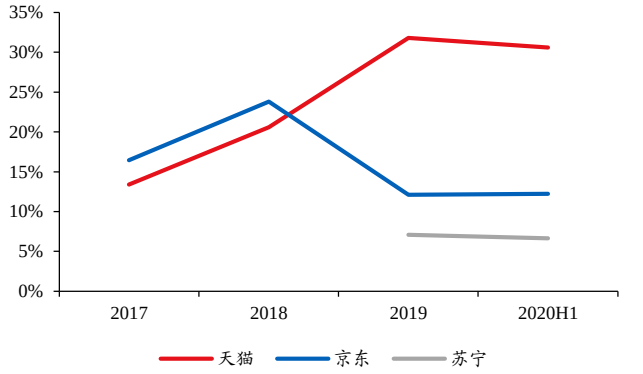
- **电商直营：**公司于 2014 年、2016 年和 2019 年先后入驻了天猫平台、京东平台和苏宁易购，2019 年三家分别实现收入 1.14 亿、1.81 亿及 0.08 亿。或受益于火星人品牌力的提升，2019 年京东平台电商费用率大幅下调 11.7pct，在政策支持下，京东目前已超越天猫成为公司占比最大的电商直营平台。

图表 85　电商直营收入按平台划分（万元）



资料来源：招股说明书，华创证券

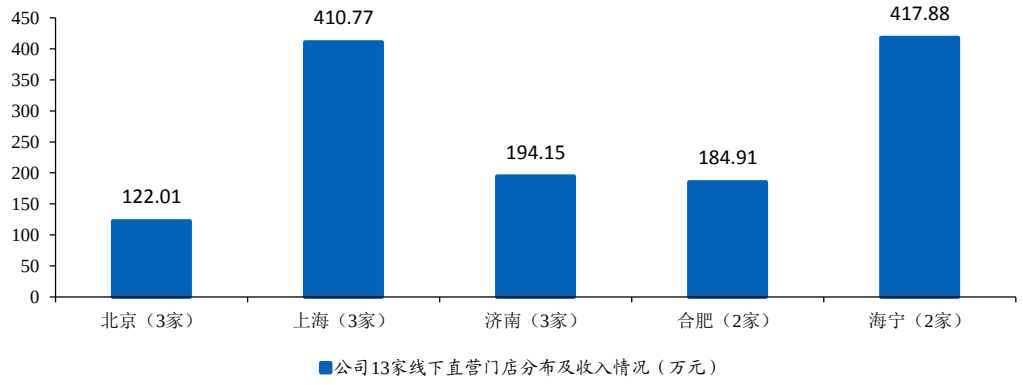
图表 86　火星人各平台电商费用率



资料来源：招股说明书，华创证券

- **线下直营：**公司当前在全国拥有 13 家直营门店，门店均选址于重点布局的核心区域，其中收入效益最高的地区为公司发源地海宁市以及长三角地区核心的上海市。直营门店是公司及时了解消费者需求以及产品反馈的最快途径，同时公司也凭借直营店在重点区域树立品牌形象，在集成灶整体产业一线城市布局普遍较弱的背景下，火星人核心直营店通过上市公司为主体推动高线城市初期普及，为进一步引导市场打开打下良好基础。

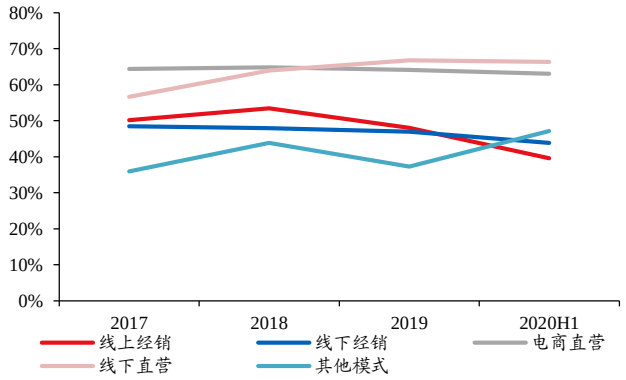
图表 87　20H1 公司线下直营门店分布及各地区收入情况（万元）



资料来源：招股说明书，华创证券

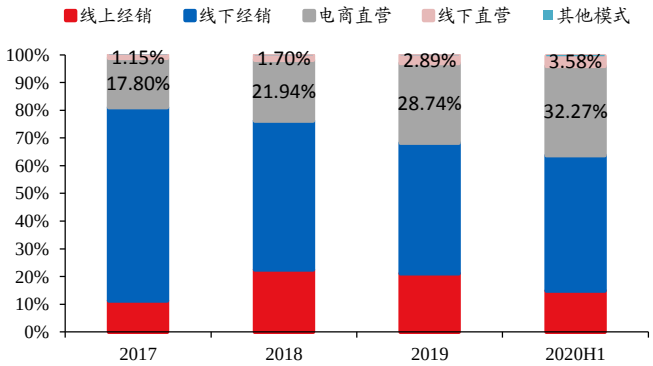
直营模式已逐渐成为公司利润的重要来源，销售结构优化有望支撑公司整体毛利率提升。对比毛利率水平来看，直营模式的各期毛利率均高于经销模式。近年来电商直营及线下直营的毛利贡献率已在逐年提升，至 2020H1 已分别达 32.3%、3.6%，侧面印证了公司战略的正确性。我们认为，**重线上+重直营是公司正确引导渠道开拓方向、发展持续驶向快车道的重要原因。**

图表 88　各销售模式毛利率水平对比



资料来源：招股说明书，华创证券

图表 89　各销售模式毛利贡献率情况



资料来源：招股说明书，华创证券

B 端业务方面，由于产品成本高、用户教育不足，当前集成灶行业普遍尚未与地产工程、橱柜设计等环节充分联动。但同时，基于产品核心优势并伴随产品普及深化，可预见集成灶发展将存在产业链充分联动的节点，其意味着集成灶竞争环境优化及市场空间的进一步释放，而在这一推进过程中，集成灶龙头引领突破下，有望率先攫取产业链联动下的成长效益。而**当前火星人已在 B 端业务方面取得不错的发展：**

- **工程渠道方面，**自 2019 年 9 月起公司专门搭建工程团队（数量由 10 人增至如今的 33 人）发力工程业务，据公司披露，2020 年公司已与 9 家地产商签约。
- **整装渠道方面，**为提升品牌形象、获取渠道资源，公司已与各类整装渠道公司达成合作，如燃气公司、定制家具企业、装饰公司、互联网家装企业等。
- **建材 KA 渠道方面，**公司已与红星美凯龙、居然之家达成战略合作，深度入驻建材 KA 渠道。

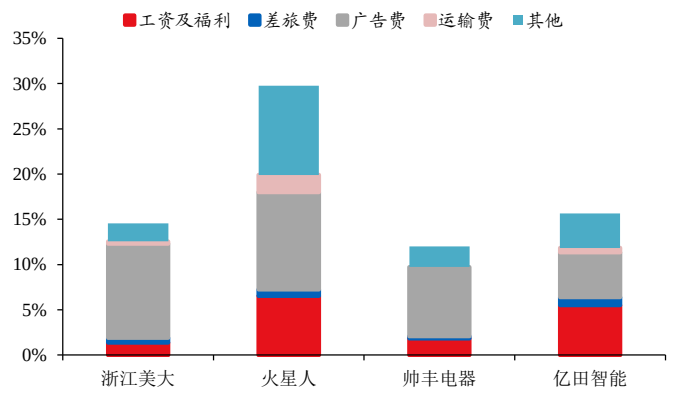
- 但限于当下集成灶行业发展阶段，整体产业链资源联动尚未成势。未来伴随着精装工程项目推进落地、产品品牌在地产上游影响力持续扩大，我们期待工程家居端对集成灶形成标准化方案，从而推动包括火星人在内的各头部企业竞争环境优化释放成长空间。

总结来看，对比大家电发展历程，集成灶行业目前正处于极为关键的竞争早期阶段，而火星人近年所坚持的高销售投入，正在抢先构筑其行业龙头壁垒，短期渠道份额快速积累推动其长效优势。而**面对集成灶市场当下渠道远未完善的现状，火星人通过重金线上引流以及飞轮拓展门店实现快速抢占，同时提升大商比例、高线城市直营进一步引导渠道开拓方向，渠道布局的飞跃深化，正在为火星人铸就长年胜势**。

四、营销精细化：灵活投放打造差异化品牌

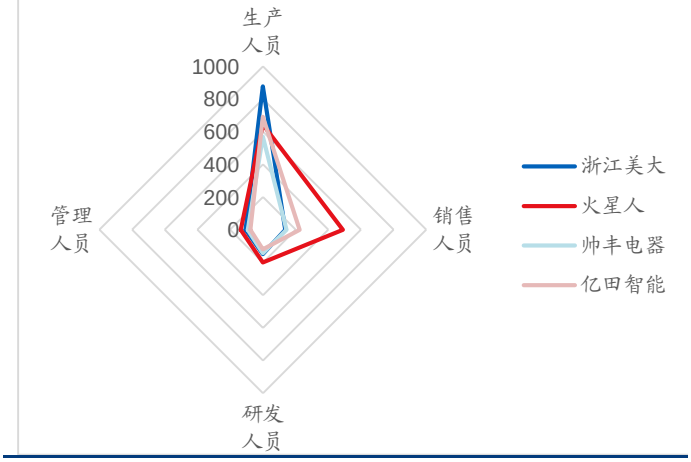
火星人营销投放高举高打，销售费用投入远超同行。2020H1，火星人销售费用率为 29.78%，远超浙江美大（14.56%）、帅丰电器（12.01%）、亿田智能（15.66%）等主要集成灶企业。其中，火星人销售费用较高主要由于其线上直营、线下直营模式收入相对竞争对手领先，导致销售人员数量远高于其他企业，相应产生较高的工资福利、电商费用及物流运输费用。

图表 90　主要集成灶企业销售费用率明细对比（20H1）



资料来源：招股说明书，wind，华创证券

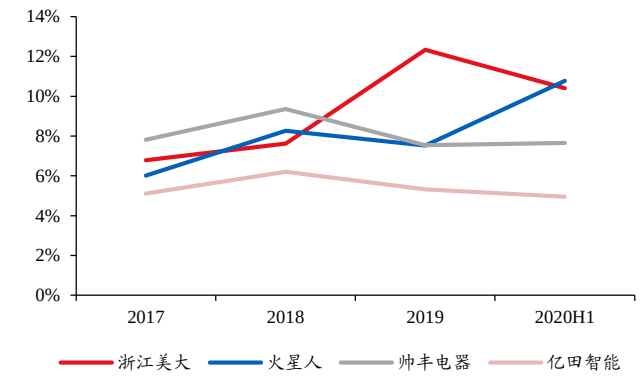
图表 91　各公司不同职能员工人数（2019 年末）



资料来源：公司公告，招股说明书，华创证券

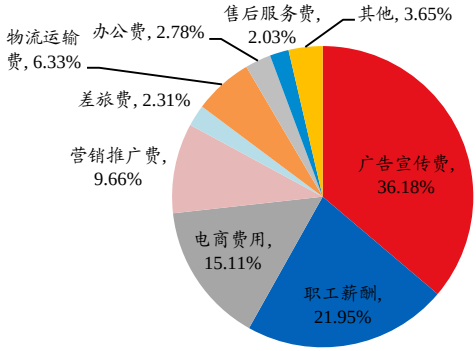
进一步聚焦广告宣传端，火星人的广告费用支出占销售费用的最大比重，近年来其广告费用率基本呈持续上升趋势，至 2020H1 达到 10.78%，已超过浙江美大成为行业第一。同时值得一提的是，前期火星人广告费用率尚不足够高的重要原因是其营收增速高企，而年度广告费用额较大比例按预算投放相对固定，规模迅猛扩张稀释了表观广告费用率。

图表 92　集成灶企业广告费用率普遍较高



资料来源：招股说明书，wind，华创证券

图表 93　2020H1 火星人销售费用明细



资料来源：公司公告，招股说明书，华创证券

火星人广告投向重心已逐步从传统电视广告转向网络、新媒体等渠道，20H1 网络广告占总广宣费达 50%，结合其线上渠道发展向各电商平台优势引流。

- **电视广告为火星人 2017-2018 年的主要宣传渠道。**梳理火星人近年来的广告投放情况来看，2017 年和 2018 年电视广告投放为主要形式，2017 年占比高达 70%，内容以央视 TVC 为主。
- **网络广告投入占比逐年攀升，并于 2020H1 超过电视广告，以 50%的占比成为投入最多的广告费用。**火星人的网络广告主要投放于电视剧贴片广告和抖音等新媒体宣传。电视剧贴片方面，火星人投资《人民的名义》《军师联盟 2》等大热电视剧，显著提高品牌知名度；新媒体宣传方面，火星人主要通过抖音平台，进行新品直播和话题互动，吸引消费者购买。

图表 94　火星人主要广告投放

年份	电视广告	网络广告	户外广告
2017	• CCTV-4《中国新闻》TVC • CCTV-2 TVC	• 《人民的名义》贴片广告	
2018	• CCTV-4 TVC	• 《虎啸龙吟》贴片广告 • 《军师联盟 2》100%全集贴片 • 火星人老客户抖音挑战赛	• 在 19 个城市、19 个机场投放 917 个机场电视广告
2019	• 湖南卫视《向往的生活》广告植入 • CCTV10《探索 发现》TVC • 浙江卫视《遇见你真好》广告植入 • 湖南卫视《恋梦空间》广告植入	• 《虎哥脱口秀》独家冠名 • 火星人老客户抖音挑战赛 • 今日头条平台大 V 发文 • 抖 in 好物种草大赛 • 抖音厨房大师成长记	• 新增 100 多块高速广告牌 • 入驻 352 座城市、1105 家影院、7259 个影厅 • 在 14 座城市投放 783 块机场电视广告 • 杭州钱塘江、重庆地标 WFC 金融中心灯光秀 • 在全国 30 个省 、263 个高铁站、636 块 LED 大屏投放广告 • 在全国 15 个城市、16 个高铁站、近六百块广告牌投放广告 • 全国新增 130 块高速广告牌
2020	• CCTV-6《风雨无阻向前进》	• 《巡回检察组》广告植入	

年份	电视广告	网络广告	户外广告
	• 安徽卫视《家宴》独家赞助	• 火星人老客户抖音挑战赛 • 抖音新品发布会	

资料来源：火星人集成灶官方网站、火星人集成灶公众号及视频网站整理，华创证券

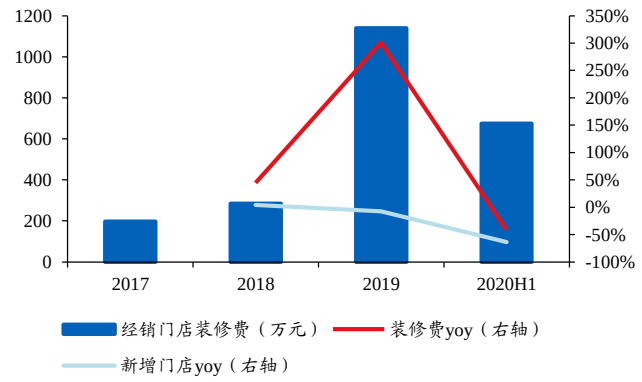
（一）线下营销：注重门店形象与售后服务

高品质门店形象：火星人注重线下门店形象，打造中高端品牌形象。火星人对线下门店加盟要求较高，对地段、建筑面积、装修标准、店面上样等均有严格要求，且经销门店必须经公司验收后方可运营，以此保证火星人经销门店与品牌形象相适应。为保证门店形象，火星人对门店装修提供一定补贴，2017-2019 年，火星人门店装修费用增幅高于新增门店数，体现火星人对线下门店形象的投入比例持续增加。

图表 95　火星人线下门店形象

资料来源：公司官网

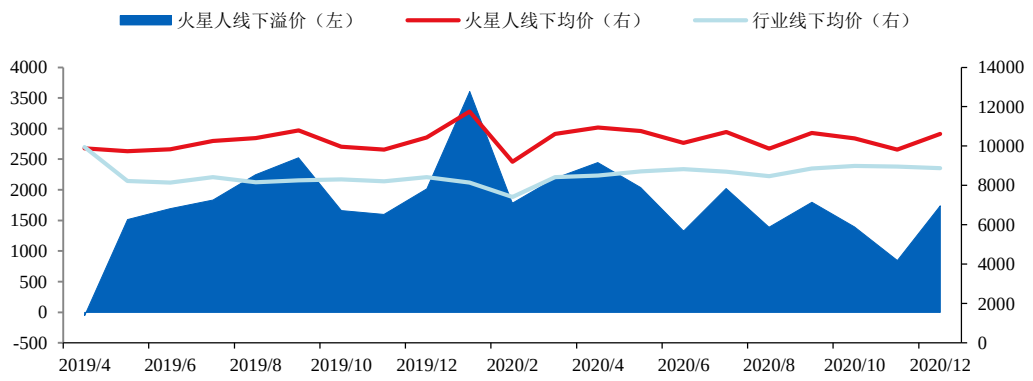
图表 96　火星人经销门店装修费



资料来源：招股说明书，华创证券

与门店形象相对应，火星人线下产品存在溢价空间。根据奥维云网数据，火星人线下均价长期高于行业线下均价，体现出火星人持续以来的高端化布局成效显著。

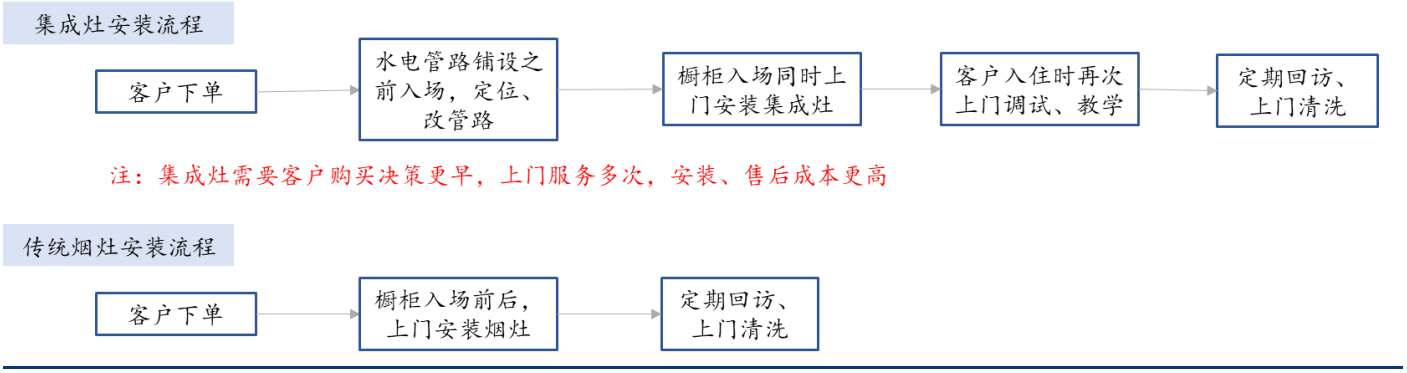
图表 97　火星人长期享受线下溢价



资料来源：奥维云网，华创证券

受产品特点影响，集成灶的售后服务水平是品牌口碑差距形成的关键。侧吸下排式结构导致集成灶安装流程更为复杂，相比传统烟灶增加了重开烟道、沟通参数、重设线路、橱柜搭配等环节，流程贯穿整个装修周期，安装人员需要上门 4-5 次，售后服务相比其他大家电更为重要，也是品牌口碑差距形成的关键。

图表 98　集成灶和传统烟灶上门安装流程对比

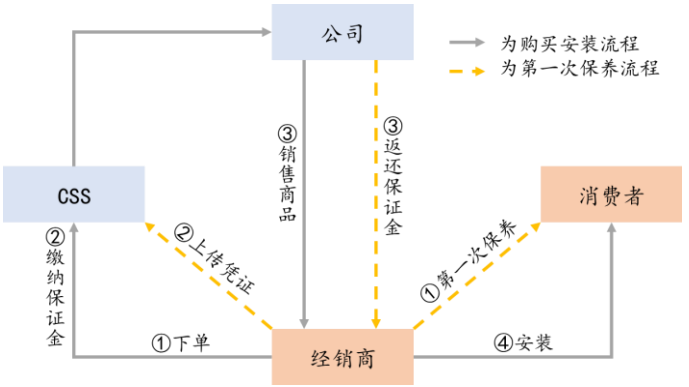


资料来源：华创证券整理

包括火星人在内的主要集成灶企业均通过经销商或直营门店进行售后服务，因此，对经销商售后的监督和控制至关重要。**为保证经销商服务质量，火星人设置 CSS 系统，满足公司对经销商严格的订单管理、库存管理、售后管理等要求。**

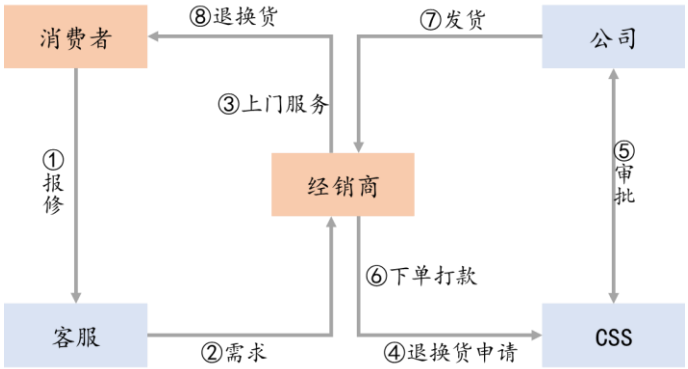
- 为保证经销商按质提供保养服务，火星人通过设置 CSS 系统，要求经销商在下单时缴纳保证金，只有在经销商完成安装和第一次保养并向 CSS 系统上传凭证后，方能返还保证金。
- 为保证经销商规范售后，火星人要求经销商在售后维修涉及退换货时，必须通过 CSS 系统向公司发出退换货申请，经公司审批同意后方可下单打款并为消费者退换货。通过 CSS 系统，火星人能够规范经销商退换货行为，降低不必要退换货、高价维修等行为的出现，提升火星人售后质量。

图表 99　火星人安装及保养流程



资料来源：招股说明书，华创证券

图表 100　火星人售后流程



资料来源：招股说明书，华创证券

在严格且规范的流程保证下，火星人售后服务水平高于同行。与帅丰电器、亿田智能承诺 24 小时内响应相比，火星人对部分业务提供“4 小时极速修”，“12 小时快速修”承诺，对于客户要求相应更加及时。此外，公司专门设立“火星人极速服务小哥”团队，要求每个经销商至少配置一位服务小哥，显著提升消费者对火星人售后服务能力的信心。基于此，火星人成为集成灶行业唯一一家获得服务品牌、售后服务、服务口碑“三五星服务认证”的集成灶企业。

图表 101　火星人售后服务高于同行

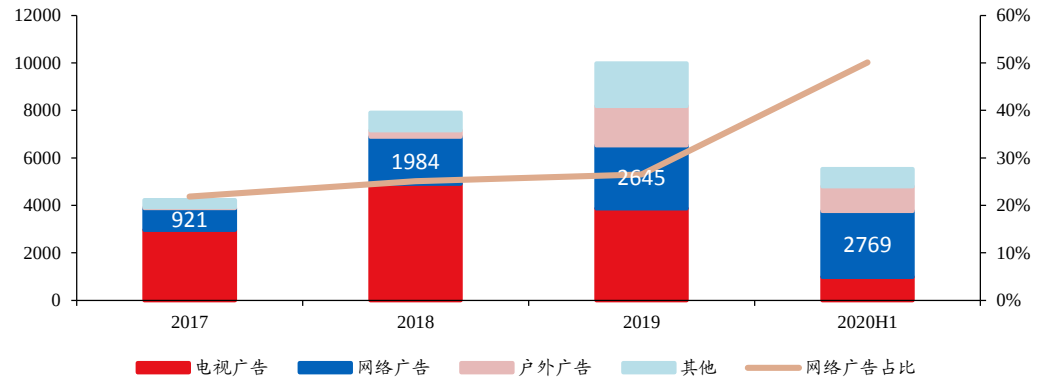
	火星人	帅丰电器	亿田智能
售后服务部门	✓	×	✓
服务响应承诺	24 小时售后服务热线 4 小时极速修 12 小时快速修	24 小时内极速响应 72 小时内服务上门	24 小时内预约服务时间
服务认证证书	五星级服务品牌认证 五星级售后服务认证 五星级服务口碑认证	五星级售后服务认证	五星级售后服务认证 五星级品牌口碑认证 十星级顾客满意度认证

资料来源：公司官网，官方微博，华创证券

（二）线上营销：网络投入加码，捕捉流行趋势

为大力发展线上渠道，火星人网络广告投入逐年增加。公司网络广告投入由 2017 年的 921 万元迅速增长至 2020H1 的 2769 万元，占比也由 2017 年的 22%上升至 2020H1 的 50%，体现火星人对网络宣传投入的重视程度的提升。

图表 102　火星人网络广告投入逐年增加



资料来源：招股说明书，华创证券

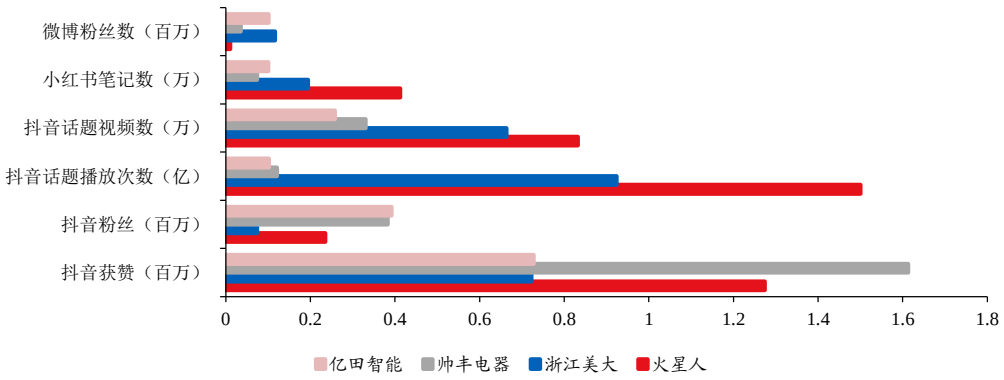
- **拥抱新媒体营销，顺应直播潮流。**火星人顺应直播带货和网红经济潮流，通过在视频或直播页面设置淘宝链接入口，直接为电商平台引流。2020 年 5 月 31 日在抖音直播举办“火星人集成灶节”，当日观看峰值人数高达 77 万，成交 4964 台产品。

图表 103　火星人直播成果及界面展示

资料来源：火星人官方微博，淘宝直播，华创证券

- **火星人抖音和小红书投放效果显著。**火星人重视与抖音、小红书等新媒体平台合作，在大力投放之下，火星人在小红书、抖音平台的笔记数、视频播放次数等均处于行业领先地位，品牌认知度得以大幅提升。

图表 104　火星人在抖音和小红书投放效果良好



资料来源：抖音APP，小红书APP，微博APP，华创证券　注：小红书笔记和抖音话题均只统计#美大集成灶#、#火星人集成灶#、#帅丰集成灶#、#亿田集成灶#四个话题下内容。

五、盈利预测与估值假设

（一）行业规模空间预测

我们在前期发布的集成灶行业深度《集成灶下个二十年，新起点处见潮来》中对行业未来发展空间进行了详细展望，在此我们仅对行业规模预测的主要假设及成果进行阐述，详细内容可阅读前篇报告。

具体为测算集成灶中短期市场规模，按如下假设搭建模型：

- 新增需求主要来自新房装修，以国家统计局披露新增销售住宅套数作为历史基础，结合 2020 年疫情给予负增长，随后经 2021 年基数补齐后保持低增速。但考虑到短期内集成灶需求主要为零售端，进入精装市场仍有待产业链资源补足，我们将精装房剔除，仅以非精装新增住宅套数作为基础计算。
- 大厨电（烟机和集成灶等）需求大致拆分为新增住宅拉动和其他需求，后者包含农村普及、二手房置换、现有住宅更新等需求，因此按照“(油烟机+集成灶零售量)/非精装新增住宅套数”计算引入新增住宅拉动的折算比例指标，该指标历史稳定在 40%左右，并由此测算未来“油烟机+集成灶总销量”。
- 根据中怡康数据，集成灶渗透率以“集成灶零售量/(油烟机零售量+集成灶零售量)”得到（较前文用零售额得到的渗透率数据因剔除了价格因素而数据偏低），伴随产品市场度过早期积累后的普及成长，尤其主要玩家的渠道布局全面优化、产品 SKU 覆盖全面化，我们认为至 2025 年渗透率有望突破至 22%，以此计算集成灶年销量。
- 均价方面，一方面我们倾向认为行业集中度有限情况下价格竞争有限，另一方面伴随蒸烤功能乃至其他创新模块的进一步普及，产品结构将向高附加值类型倾斜，从而带动均价有稳定上升空间。
- 综上所述，**我们测算认为至 2025 年集成灶市场销量有望实现 480 万台，20-25 年 CAGR 为 15%，销售额则有望突破 400 亿元，CAGR 为 17%，铸就高增速大体量的优质赛道**。

图表 105　中短期集成灶市场规模成长空间测算

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
新增住宅套数（万套）	1336.1	1328.5	1321.6	1229.1	1303	1322	1349	1376	1403
新增住宅套数 yoy	4.20%	-0.57%	-0.52%	-7.00%	6%	2%	2%	2%	2%
精装房规模（万套）	158.2	253.0	326.2	325.5	365	423	472	523	561
精装房配套比例	11.84%	19.04%	24.68%	26.48%	28%	32%	35%	38%	40%
非精装新增住宅套数（万套）	1177.9	1075.5	995.4	903.6	938	899	877	853	842
新增住宅（非精装）拉动比例	39.7%	38.9%	37.1%	35.8%	39%	39%	39%	39%	39%
油烟机+集成灶零售量（万台）	2966	2762	2680	2521	2436	2336	2277	2216	2187
油烟机零售量（万台）	2839	2587	2470	2283	2146	1998	1891	1785	1707
集成灶零售量（万台）	127	175	210	238	**291**	**337**	**386**	**431**	**480**
集成灶销量 yoy	41.1%	37.8%	20.0%	13.3%	22.2%	15.9%	14.4%	11.7%	11.4%
集成灶渗透率	4.3%	6.3%	7.8%	9.4%	***11.9%***	***14.4%***	***16.9%***	***19.4%***	***21.9%***
集成灶均价（元）	7087	7371	7714	7605	7757	7912	8071	8232	8397
集成灶均价 yoy	5%	4%	5%	-1%	2%	2%	2%	2%	2%
集成灶销售额（亿元）	90	129	162	181	**226**	**267**	**311**	**355**	**403**
集成灶销额 yoy	47.5%	43.3%	25.6%	11.7%	24.7%	18.2%	16.7%	13.9%	13.6%

资料来源：国家统计局，中怡康，奥维云网，华创证券　注：此处渗透率以销量计算，集成灶渗透率=集成灶零售量/(油烟机零售量+集成灶零售量)

而对于更长期的市场展望，其空间能否更进一步释放的关键主要在于两个节点：

- **工程家居产业链资源的充分整合**。当前地产及橱柜产业缺乏制定集成灶标准方案的驱动力，客观来说正因此多年来大幅限制了集成灶的入场和安装，后手劣势导致与传统厨电竞争时处于人为竞争拖累。但可预期的是，伴随产品的普及深化、市场规模扩张，消费者对集成灶接受度必将持续提升，产业链对其合作态度也将发生转变。**当集成灶在地产工程端成为标准方案**（下排口、电源端口等），**整体橱柜端具备成熟配套方案**（下排管、孔洞定位、尺寸配齐），**摆脱后手劣势的集成灶将真正站在与传统烟灶同等竞争条件下参与竞争，其产品优势将被充分释放**。

- **传统厨电龙头正式入场集成灶**。当前传统厨电龙头中，老板以收购的金帝及其子品牌名气推出集成灶产品，而方太则推出集成烹饪中心应对集成厨电市场，但当前老板、方太两大主品牌均未直接发布集成灶产品，主要因主品牌推出集成灶战略对其传统烟灶业务带来的更多是损害，短期会造成负和博弈现象。但如集成灶市场发展至某一节点传统厨电龙头也入局集成灶市场，那么就形成了集成灶实质性替代传统烟灶的局面，彼时集成灶的市场范围将不再局限于传统厨电的补充，而是以整体市场大厨电需求作为市场潜在空间。当然这一节点不确定性较大，仅做远端展望。

（二）公司盈利预测与估值假设

我们基于以下假设对公司进行盈利预测：

- **集成灶：**基于核心产品优势基础，集成灶行业正处高成长通道并极具替代性潜力。伴随着赛道成长，火星人在产品、渠道、营销服务端的优秀战略在过去数年间为其带来卓越的成长性，并正在积累构筑其龙头品牌护城河。在持续高费用投放下，公司前期积累的综合品牌优势有望得以巩固及释放，我们看好公司集成灶业务的高速成长。根据拆分量价测算，我们认为在当前发展势头下，到 2025 年公司零售额份额有望实现 19%。考虑到 20 年前期疫情影响及 21 年低基数效应，综合给予 2020-2022 年收入增速 22%、47%、31%。

- **集成水槽和集成洗碗机：**作为公司重点在研储备项目，集成水系列厨电同样具备一机多用属性，能够和集成灶搭配解决中国厨房使用痛点，当前正作为前瞻性项目重点布局。随着公司品牌及渠道优势的逐步巩固确立，该项业务有望成为公司第二成长点。综合给予三年收入增速 13%、22%、17%。

- **毛利率：**火星人多年来坚持打造高颜值、高品质产品，坚定树立高端品牌形象。伴随高端产品在公司收入占比的持续提升，公司盈利能力将有望持续改善，短期内预测保持在 53%左右水平。

图表 106　主营业务收入预测表

	2019	2020E	2021E	2022E
集成灶增速	54%	55%	52%	53%
集成水槽和集成洗碗机增速	40%	41%	39%	40%
其他业务增速	27%	27%	25%	26%
营业收入增长率	38.8%	19.4%	44.1%	29.3%
毛利率	51.8%	52.7%	53.1%	53.9%
归母净利润增长率	159.6%	22.8%	39.5%	33.5%

资料来源：wind，华创证券预测

绝对估值：公司现金流稳定，采取 DCF 法估值。给予公司第二阶段 2025-2029 年平均增

速 10%，名义长期增长率假设 2%，无风险利率为 3.1%，风险溢价为 7.0%，股东必要报酬率 7.9%，Beta 为 1.38，WACC 计算为 7.93%，得到公司 DCF 估值为 65 元/股，对应 21 年 64 倍 PE。

综上所述，考虑到公司战略优势逐步加深，我们预测公司 2020-2022 年营业收入为 15.8/22.8/29.5 亿元，对应增速为 19.4%/44.1%/29.3%。三年归母净利润分别为 2.94/4.11/5.48 亿元，增速为 22.8%/39.5%/33.5%，对应 EPS 为 0.73/1.01/1.35 元，对应 PE 为 71/51/38 倍。公司现金流稳定，采用 DCF 法估值，对应目标价为 65 元，对应 21 年 64 倍 PE。公司稳居行业第一梯队，长期增长动力充足，首次覆盖给予“强推”评级。

六、风险提示

原材料价格波动超预期，市场竞争大幅加剧，宏观经济波动风险。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	314	980	1,085	1,543
应收票据	0	0	0	0
应收账款	49	59	85	110
预付账款	6	13	19	24
存货	121	141	202	257
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	16	19	26	34
流动资产合计	506	1,212	1,417	1,968
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	481	575	731	897
在建工程	100	133	411	451
无形资产	53	53	55	56
其他非流动资产	17	17	17	16
非流动资产合计	651	778	1,214	1,420
资产合计	**1,157**	**1,990**	**2,631**	**3,388**
短期借款	30	0	0	0
应付票据	67	78	112	142
应付账款	198	232	332	422
预收款项	74	88	127	164
合同负债	0	0	0	0
其他应付款	56	56	56	56
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
其他流动负债	130	152	209	261
流动负债合计	555	606	836	1,045
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	20	20	20	20
非流动负债合计	20	20	20	20
负债合计	**575**	**626**	**856**	**1,065**
归属母公司所有者权益	582	1,364	1,775	2,323
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	**582**	**1,364**	**1,775**	**2,323**
负债和股东权益	**1,157**	**1,990**	**2,631**	**3,388**

现金流量表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	**405**	**391**	**593**	**739**
现金收益	293	360	488	646
存货影响	7	-21	-61	-54
经营性应收影响	-35	-16	-31	-30
经营性应付影响	80	60	172	157
其他影响	60	8	25	21
投资活动现金流	**-210**	**-192**	**-513**	**-303**
资本支出	-218	-192	-513	-304
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	8	0	0	1
融资活动现金流	**-72**	**467**	**25**	**22**
借款增加	-3	-30	0	0
股利及利息支付	-67	-2	-2	-2
股东融资	0	488	0	0
其他影响	-2	11	27	24

利润表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**1,326**	**1,584**	**2,282**	**2,951**
营业成本	639	749	1,071	1,360
税金及附加	9	11	16	21
销售费用	331	399	579	749
管理费用	40	48	73	95
研发费用	45	54	84	109
财务费用	0	0	0	0
信用减值损失	-2	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
其他收益	12	12	12	12
营业利润	**269**	**333**	**468**	**628**
营业外收入	12	11	11	11
营业外支出	2	2	2	2
利润总额	**279**	**342**	**477**	**637**
所得税	39	48	66	89
净利润	**240**	**294**	**411**	**548**
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	**240**	**294**	**411**	**548**
NOPLAT	239	295	411	549
EPS(摊薄)（元）	0.59	0.73	1.01	1.35

主要财务比率

	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	38.8%	19.4%	44.1%	29.3%
EBIT 增长率	123.0%	23.1%	39.3%	33.5%
归母净利润增长率	159.6%	22.8%	39.5%	33.5%
获利能力				
毛利率	51.8%	52.7%	53.1%	53.9%
净利率	18.1%	18.6%	18.0%	18.6%
ROE	41.2%	21.6%	23.1%	23.6%
ROIC	36.5%	22.3%	24.2%	25.1%
偿债能力				
资产负债率	49.7%	31.5%	32.6%	31.4%
债务权益比	8.5%	1.4%	1.1%	0.8%
流动比率	91.2%	200.0%	169.5%	188.3%
速动比率	69.4%	176.7%	145.3%	163.7%
营运能力				
总资产周转率	1.1	0.8	0.9	0.9
应收账款周转天数	8	12	11	12
应付账款周转天数	101	103	95	100
存货周转天数	70	63	58	61
每股指标(元)				
每股收益	0.59	0.73	1.01	1.35
每股经营现金流	1.00	0.97	1.46	1.82
每股净资产	1.44	3.37	4.38	5.74
估值比率				
P/E	79	71	51	38
P/B	32	15	12	9
EV/EBITDA	74	60	44	33

资料来源：公司公告，华创证券预测

家电组团队介绍

组长、高级研究员：秦一超

浙江大学工学硕士，3 年家电行业研究经验，曾任职于东兴证券、申港证券，2020 年加入华创证券研究所。

研究员：贺虹萍

上海财经大学经济学硕士。2019 年加入华创证券研究所。

助理研究员：田思琦

上海国家会计学院会计硕士。2020 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职　务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	包青青	销售经理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	张嘉慧	销售助理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	邓洁	销售助理	0755-82756803	dengjie@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	资深销售经理	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	资深销售经理	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10%－20%;
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%－10%之间;
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%－20%之间。

行业投资评级说明:

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%－5%;
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-20572500
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572522