



增持(首次)

所属行业: 家用电器
当前价格(元): 50.05

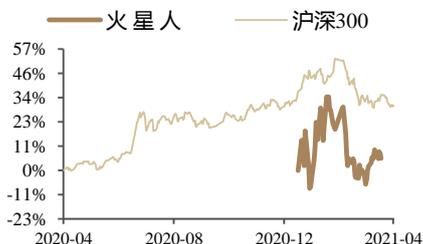
证券分析师

谢丽媛
资格编号: S0120521030001
邮箱: xiely@tebon.com.cn

研究助理

邓颖
邮箱: dengying@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	9.19	-11.49	9.87
相对涨幅(%)	10.57	3.00	18.88

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

火星人(300894.SZ): 从底层架构基因剖析长期潜力

投资要点

● 公司基因: 大格局、高配置, 夯实基础

我们试图从公司创立初期的布局规划来剖析公司基因, 以期分析出公司快速发展的底层原因。我们认为, 火星人成立初期便注重顶层设计、大力投入配置人才、布局清晰且格局远大是其长期稳步发展的重要基石。创始人黄卫斌先生凭借多年商场经验, 精选出火星人的初创团队, 其中有许多为来自行业顶尖公司的优秀人才, 使得公司成立之初便有了较高的人才配置, 为后续发展打下坚实基础。组织架构上, 不同于多数初创公司摸着石头过河的方式, 公司成立初期便非常注重长期顶层设计, 在营销、品牌建设、研发、质检等方面战略清晰, 预见性地解决了家族企业的弊端, 组织架构完善且扎实。

● 布局清晰, 把握营销、渠道、产品等全方位竞争优势

公司逐步形成以营销为推手、以产品为基石的发展策略, 首先, 公司坚定在营销上大力投入, 注重长期品牌力建设, 不仅于央视、综艺等媒体大力投入, 同时精准把握内容营销平台、互联网家装风口, 助力集成灶品类弯道加速; 其次, 公司实控人黄卫斌服装行业出身, 跳出“工程师”思维, 从消费者角度出发, 专注打磨高颜值、高性能、高品质的产品, 产品竞争力突出; 最后, 在厨电领域尤为重要的渠道方面, 火星人后来者居上, 通过电商模式创新不仅实现弯道加速, 更是解决了线上线下利益冲突的痛点, 很好地契合了时代变迁。

● 投资建议

我们预计 2020-2022 年公司营收分别为 16.38、22.61、28.71 亿元, 同比分别增长 23.5%、38.0%、27.0%, 并预计未来随着公司规模扩张, 成本有望降低, 提升公司盈利能力, 预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 3.0、4.2、5.5 亿元, 同比分别增长 23.4%、42.9%、30.9%。EPS 分别为 0.73、1.04、1.37, 当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别为 68.6x、48.0x、36.6x, 考虑到公司作为集成灶龙头, 自身具备较强竞争力, 预计增速有望领先行业, 叠加新股溢价因素, 估值具有一定溢价空间, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

● **风险提示:** 集成灶渗透率提升不达预期风险, 行业竞争加剧风险, 原材料价格上涨风险。

股票数据

总股本(百万股):	405.00
流通 A 股(百万股):	38.03
52 周内股价区间(元):	44.89-66.00
总市值(百万元):	20,970.90
总资产(百万元):	1,417.94
每股净资产(元):	1.82

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	956	1,326	1,638	2,261	2,871
(+/-)YOY(%)	36.5%	38.8%	23.5%	38.0%	27.0%
净利润(百万元)	92	240	296	423	553
(+/-)YOY(%)	-43.4%	159.6%	23.4%	42.9%	30.9%
全面摊薄 EPS(元)	0.23	0.59	0.73	1.04	1.37
毛利率(%)	52.4%	51.8%	51.4%	52.2%	52.2%
净资产收益率(%)	22.6%	41.2%	20.7%	21.2%	20.0%

资料来源: 公司年报(2018-2019), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润



内容目录

引言.....	5
1. 公司基因：大格局、高配置，夯实基础.....	5
1.1. 管理层：初期即高配且稳定.....	5
1.2. 组织架构：长期顶层设计、长远格局、战略清晰.....	7
2. 品牌营销：布局清晰、眼光精准、紧握潮流.....	7
2.1. 营销体系架构：布局长远，精细化管理，注重活力文化.....	7
2.2. 营销投入：大力投入，把握潮流.....	9
2.3. 售后：提早重视，极速响应，一次就好.....	14
3. 渠道：线上异军突起，多渠道发力打开空间.....	15
3.1. 线上：享电商红利弯道加速，模式创新解决线上下利益冲突.....	15
3.2. 线下：经销体系稳定，标准化管理加速高质量扩张.....	17
3.3. 创新：切入设计师&家装渠道，前置销售.....	19
4. 产品力：跳出“工程师”思维重设计，高标准造就好产品.....	20
5. 财务分析.....	21
6. 盈利预测及投资建议.....	25
7. 风险提示.....	26

图表目录

图 1: 高配置的火星人核心团队	6
图 2: 公司营销及研发团队架构	7
图 3: 火星人营销团队结构	8
图 4: 公司销售人员及占比	8
图 5: 火星人销售费用规模快速提升 (亿元)	9
图 6: 火星人销售费用率处于较高水平	9
图 7: 火星人多平台品牌营销活动	10
图 8: 火星人积极参加各大家装展	11
图 9: 公司营销方向变化: 互联网化、品牌化	11
图 10: 火星人互联网平台官方账号粉丝数与点赞数	12
图 11: 火星人抖音平台营销布局情况	12
图 12: 火星人快手平台营销布局情况	13
图 13: 火星人小红书平台营销布局情况	13
图 14: 火星人好好住平台营销布局情况	14
图 15: 火星人创立极速服务小哥售后品牌	14
图 16: 火星人极速服务小哥六大服务承诺	15
图 17: 火星人极速服务小哥四大特色服务	15
图 18: 火星人线上收入及同比	16
图 19: 经销商线上&线下采购方式对比	16
图 20: 集成灶品牌电商直营收入占比	17
图 21: 集成灶各公司经销商数量 (家)	17
图 22: 厨电各公司线下门店数量 (家)	17
图 23: 集成灶各公司单个经销商平均提货额对比 (万元)	18
图 24: 集成灶各公司单个门店平均提货额对比 (万元)	18
图 25: 总部规范化管理线下门店	19
图 26: 火星人线下门店积极举办设计师品鉴会	19
图 27: 火星人 X7 生产流程	20
图 28: 公司产品所获奖项	21
图 29: 厨电上市公司获奖情况	21
图 30: 公司营业收入规模及同比增速	22
图 31: 公司净利润规模及同比增速	22
图 32: 公司各品类主营收占比	22

图 33: 可比公司毛利率对比	23
图 34: 可比公司销售费用率对比	23
图 35: 可比公司管理费用率对比	23
图 36: 可比公司财务费用率对比	23
图 37: 可比公司净利率对比	24
图 38: 可比公司应收账款周转率对比 (次)	24
图 39: 可比公司存货周转率对比 (次)	24
图 40: 公司收入成本拆分预测	25
图 41: 可比公司相对估值	25

引言

我们长期重点看好火星人，不仅仅因为其是**高成长集成灶赛道的龙头**，更是倾佩其**精准长远的战略眼光格局**，从创立初期即直击厨电行业竞争要义，坚定**高端品牌战略**，大力投入营销，并通过**渠道模式创新弯道加速**、建立起深厚的护城河。我们**长期看好火星人**在集成灶赛道**引领消费者教育的能力**，及其在厨电领域**不断挖掘新增长点、应对行业变化的能力**。

火星人作为集成灶领域的后起之秀，近年来在集成灶领域逐渐脱颖而出，火星人如何抢占市场，实现快速扩张？我们试图从公司**创立初期的布局规划来剖析公司基因**，以期分析出公司快速发展的底层原因。我们认为，火星人成立初期便注重**顶层设计、大力投入配置人才、布局清晰且格局远大**是其长期稳步发展的重要基石。在**扎实基础后**，公司逐步形成以**营销为推手、以产品为基石**的发展策略，一方面，公司坚定在**营销上大力投入**，精准把握内容营销平台、互联网家装风口，助力集成灶品类弯道加速；其次，公司实控人黄卫斌服装行业出身，跳出“工程师”思维，从消费者角度出发，专注打磨**高颜值、高性能、高品质的产品**，**产品竞争力突出**；最后，在厨电领域尤为重要的**渠道方面**，火星人后来者居上，通过**电商模式创新**不仅实现弯道加速，更是解决了线上线下利益冲突的痛点，很好地契合了时代变迁。经过**10年发展**，公司已成长为集成灶龙头，营收持续高增，未来可期。

1. 公司基因：大格局、高配置，夯实基础

1.1. 管理层：初期即高配且稳定

火星人前身火星人有限公司于**2010年4月**成立，成立初期，创始人黄卫斌先生便对人才有很高的要求和期待。凭借几十年的商场历练，黄总在众多候选人中挑选出了火星人的**初创团队**，其中有许多为来自**行业顶尖公司的优秀人才**，使得公司**成立之初便有了较高的人才配置**，为后续发展打下**扎实基础**。除高配置外，火星人**核心团队还十分稳定**，公司营销团队负责人、生产及研发团队负责人、人力资源负责人几乎都是从公司创办之初任职至今，足以可见公司对人才的吸引力，以及员工火星人的**认可**，**长期的合作更有助于团队紧密合作、充分磨合**。

图 1：高配置的火星人核心团队

姓名	职位	出生年份	职业经历			持股比例
			时间	公司	职位	
黄卫斌	董事长兼总经理	1967	1992-2000	海宁鸿源羊毛衫厂	创始人, 董事长	37%
			2000.5	积派服饰	创始人, 董事长	
			2011年	简爱时装	创始人, 监事	
			2010.4	参与创立公司前身火星人有限		
黄金彪	董事, 副总经理	1972	1993.1-2000.4	海宁鸿源羊毛衫厂	生产部职员	1.7%
			2000.5-2010.4	积派服饰	历任车间主管、车间经理、生产副总等职务	
			2012.2-2016.1	桐乡市威玛服饰	任执行董事、经理	
			2010.4	加入公司前身火星人有限		
胡明义	董事, 副总经理	1979	2003.8-2008.8	方太厨具	历任业务员、宁波分公司经理	1.7%
			2008.12-2010.6	宁波欧琳厨具	营销总监	
			2010.6	加入公司前身火星人有限, 主管营销		
毛伟平	董事, 副总经理, 财务总监, 董事会秘书	1972	1993.9-1999.12	海宁制革厂	助理会计	0.8%
			2000.1-2003.1	浙江迪邦达轴承有限公司	历任财务总监、总经办主任	
			2003.2-2010.1	浙江大洋包装有限公司	历任财务总监、总经理助理等职务	
			2010.6	加入公司前身火星人有限		
张安	副总经理	1979	2006.10-2014.4	美的集团空调事业部	历任企划投资专员、主任专员、经理	-
			2014.5-2017.2	美的压缩机事业部 (部品事业部)	历任营运与人力总监、投资高级经理、人力高级经理	
			2017.2-2017.1	美的智能科技有限公司	副总经理	
			2018.1-2018.6	美的智能机器人有限公司	任运营高级经理	
			2018.7-2019.7	美的集团流程中心	负责人	
			2019.9	加入火星人, 历任运营中心副总经理、副总经理		
李欣	技术研究院院长	1977	2001.7-2010.5	方太厨具	海外事业部研发经理	0.7%
			2010.9	加入公司前身火星人有限, 负责产品线规划、新技术的推广转化以及对市场前沿技术的调研和市场需求的探索等		
孙彬峰	工艺部部长	1981	2005.7-2010.10	方太厨具	工艺设计师	0.1%
			2010.10-2012.3	老板电器	工艺科负责人	
			2012.3	加入公司前身火星人有限, 负责新工艺、新设备的研究及引进, 制定相关工艺标准等		
李治	市场总监, 分管电商部	1977	2003.5-2007.12	方太厨具	大区市场经理	0.1%
			2008.7-2010.12	宁波欧琳厨具	担任市场部长	
			2011.1	加入公司前身火星人有限		

资料来源：招股说明书，德邦研究所

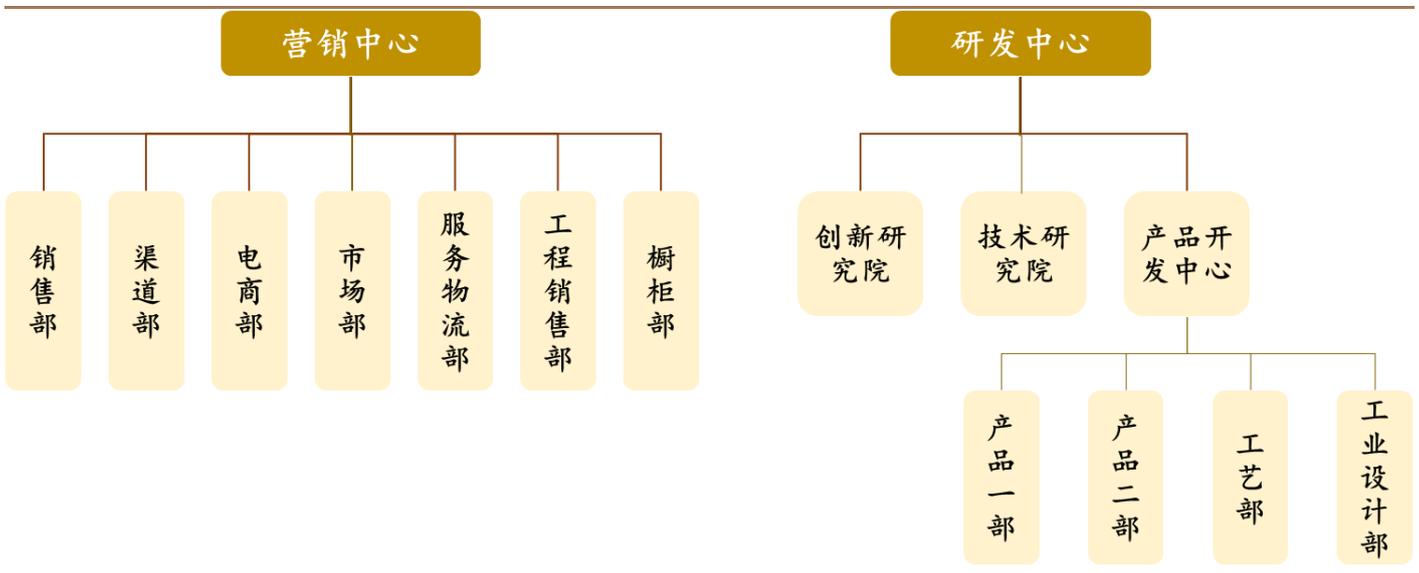
1.2. 组织架构：长期顶层设计、长远格局、战略清晰

不同于多数初创公司摸着石头过河的方式，公司成立初期便非常注重长期顶层设计。创始人黄卫斌先生在服装从业经历中或已了解家族企业的诸多弊端，因此创办火星人初期，便大力投入实现公司人才队伍的搭建及组织架构的完善。

- **营销方面**，聘请多位经验丰富的职业经理人加盟，搭建起优秀的营销团队，并设立区域、8个大区的销售体系；
- **品牌建设方面**，通过缜密细致的市场活动策划和执行、品牌终端形象打造，逐步建立了与众不同、定位高端的品牌形象；
- **研发设计方面**，公司研发团队实力雄厚，充满活力，不断攻克技术难点；
- **质检方面**，公司建立了12项检验环节，每一项环节都可追溯、可控制。

公司初期的顶层设计及团队建设都为公司长期持续稳定发展打下坚实基础。

图 2：公司营销及研发团队架构



资料来源：公司调研，《火星人为什么这么火》，德邦研究所

2. 品牌营销：布局清晰、眼光精准、紧握潮流

2.1. 营销体系架构：布局长远，精细化管理，注重活力文化

营销总监胡明义先生 2010 年加入火星人后，便为公司规划起初期营销蓝图：

- **营销战略**：公司成立初期便制定了在全国同时建立火星人加盟专卖店的营销战略。在集成灶行业已经过了六年发展，有两百多家企业的时期，放弃区域试点，直接选择全国同时开店，为火星人争取到更多的时间，迅速打开市场。
- **营销团队建设**：在公司第一款产品开发出来之前，公司便“产品未动，销售先行”，提前较长时间招聘人才，并对员工进行几个月深入培训、交流、分享管理层的经验。当时的市场部部长李治、销售部部长杨根，时至今日依然在公司营销部门担任重要职务，长期为公司发展贡献力量。

目前，公司营销团队已发展成包括销售部、渠道部、市场部、电商部、服务物流

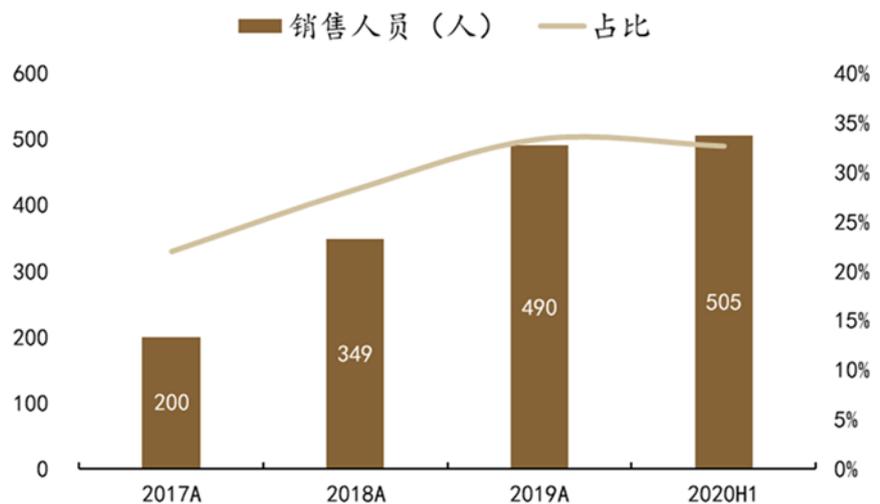
部、工程销售部、橱柜部等多个部门的团队，截至 2020H1 人数已超过 500 人，占公司总人数近三分之一，体现公司对营销的重视。其中，市场部有专门的团队负责互联网短视频等内容营销制作推广，这对于厨电企业来说较为罕见，也体现了火星人在营销方面的先进性与前瞻性。

图 3：火星人营销团队结构



资料来源：公司调研，德邦研究所

图 4：公司销售人员及占比



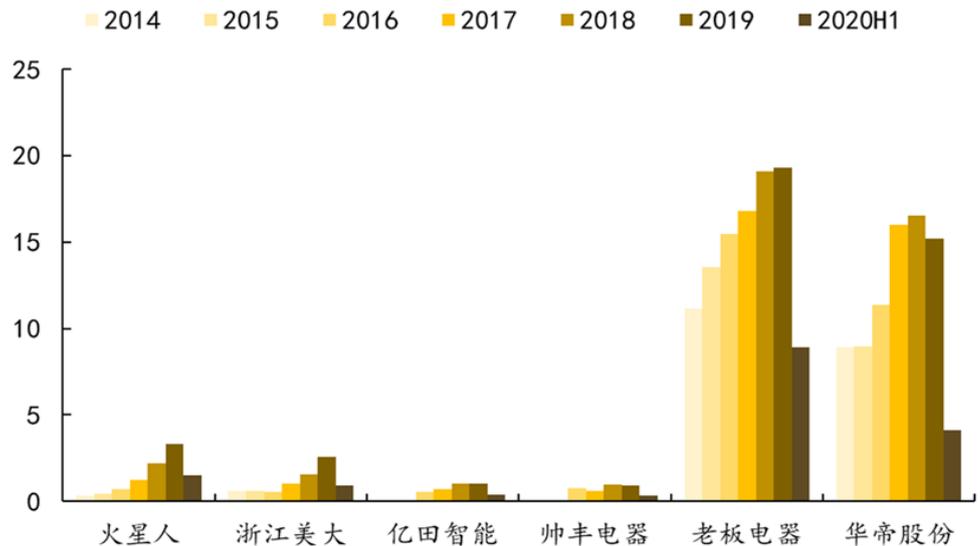
资料来源：招股说明书，德邦研究所

- **门店装修：**终端门店是火星人最直接面向消费者的环节，对门店形象的高标准维护和要求，是赢得消费者好感和信赖的基础。火星人自始至终对终端门店形象要求严格，坚持中高端品牌定位，在大多数厨电企业门店面积普遍较小时，火星人设定了门店面积最低 80 平方米的要求，并与上海的设计团队合作设计门店。同时，公司制定门店统一装修标准，并设定 7S 管理规范，即指整理、整顿、清扫、清洁、素养、安全、节约，区域经理定期对门店 7S 指标进行检查，形成书面表格文件发回总部考核。公司高标准的门店装修与高品质的产品相呼应，将产品陈列与线下体验合为一体，有助于提升火星人在消费者心中的品牌形象。
- **营销理念：**火星人提倡快乐的营销理念。公司在严选优秀人才后，通过良好的薪资体系、全面系统的培训、身体力行的榜样，建立起“家文化”，给予员工归属感、参与感和自豪感，让员工能够快乐工作、快乐营销。火星人快乐营销的理念是对销售过程的简化和升华，在轻松的购物氛围中提升消费者购买欲望及购物体验。

2.2. 营销投入：大力投入，把握潮流

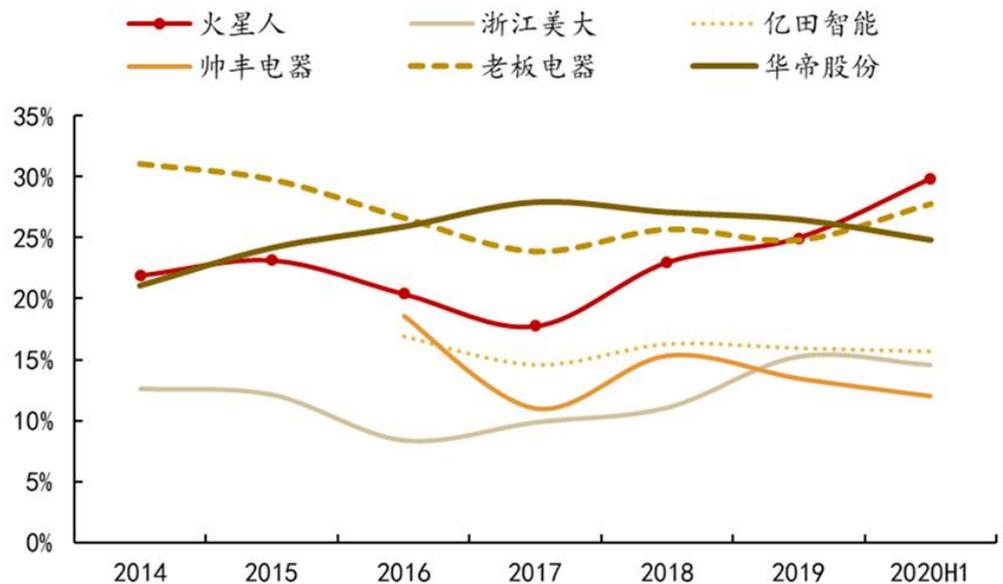
在营销蓝图为公司打下扎实销售基础后，公司亦开始通过广告投入进行长期品牌建设。公司在营销方面的大力投入远高于集成灶行业平均水平，而与传统厨电老板电器和华帝的水平相近，2016年以来公司销售费用投入快速提升，2019年销售费用率达25%，高于可比公司近10pct。营销费用的投入对于提升消费者对集成灶品类的认知度非常重要，而对于厨电这类耐用品，营销成效显现需要一定反应时间，火星人长期的营销投入将不断为其塑造优秀的品牌力，奠定发展的基石，激发持续增长的潜力。

图 5：火星人销售费用规模快速提升（亿元）



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 6：火星人销售费用率处于较高水平



资料来源：公司公告，德邦研究所

从公司广告具体投放路径来看，火星人长期品牌传播与短期产品营销并驾齐驱。

(1) 登录央视、国综等大平台，专注长期品牌力建设

公司前期广告主要投放于央视、高铁、机场等平台，营销聚焦于偏静态的品牌及产品性能推广，借助这些平台超高的人群覆盖面，“现在流行火星人”、“炒一百个

辣椒都不怕”的品牌标语广为传播，公司品牌认知度不断提升。2019年起，火星人签约黄磊成为代言人，其“黄小厨”形象与公司定位十分契合，2021年公司与《向往的生活》签约，火星人正式构建起“央视发声+黄磊代言+综艺IP曝光”的广告布局。

图 7：火星人多平台品牌营销活动

时间	营销方式	具体情况
2014年	央视平台	携手央视，在CCTV-13、《东方时空》、《共同关注》、CCTV-4《中国新闻》进行品牌投放宣传。
2017年	央视平台 户外场地广告	1月，全新TVC上架，火星人每周153次的央视投放开启。全国262个城、332个高铁车站、5133块屏幕同时上线火星人集成灶广告。全国23个大城市、24个机场、1668个机场电视同时上线火星人集成灶广告。
	电视剧植入	4月，火星人贴片现象级热播剧《人民的名义》，每天3000万人次收看火星人集成灶广告。 12月，火星人强势贴片《军师联盟之虎啸龙吟》，100%全集中插贴片。
	电视节目植入	植入《交换空间·空间榜样》、《秘密大改造》等消费家装类节目。
2018年	线上平台	与抖音、今日头条达成战略合作，开启火星人战略性新布局。
2019年	代言	聘请“黄小厨”黄磊为首位代言人，黄磊常驻《向往的生活》等综艺，以其优秀厨艺出圈。
	户外场地广告	举办杭州钱江新城灯光秀，35栋连体建筑群联袂呈现“炒一百个辣椒都不怕”的标语。
2021年	综艺植入	签约国内慢生活综艺之王《向往的生活》，这一现象级综艺节目与火星人的品牌理念不谋而合，火星人正式构建起“央视发声+黄磊代言+综艺IP曝光”的广告布局。

资料来源：公司官网，德邦研究所

(2) 提升装修产业链曝光率，把握设计师合作先发优势，精准营销，前置销售

公司成立之初便意识到家装设计师对产品销售的重要性，积极开展设计师品鉴会等营销活动掌握先发优势，助力公司把握前端装修需求。同时，公司自2011年成立之初便每年积极参加厨电行业重要展会，且总是大气新锐引人瞩目，比如，2012年上海国际厨卫展，火星人310平米的面积为当时最大的展厅，可见一个行业破局者的决心和底气。家装展的曝光，有助于公司精准触达对家装、厨房感兴趣的人群，通过创造场景式体验，强化产品功能、刺激用户购买。同时火星人选择参加的家装展多为一线城市大规模展会，将有利于加速新增用户的培育，以及一二线市场渗透率的提升。

图 8：火星人积极参加各大家装展

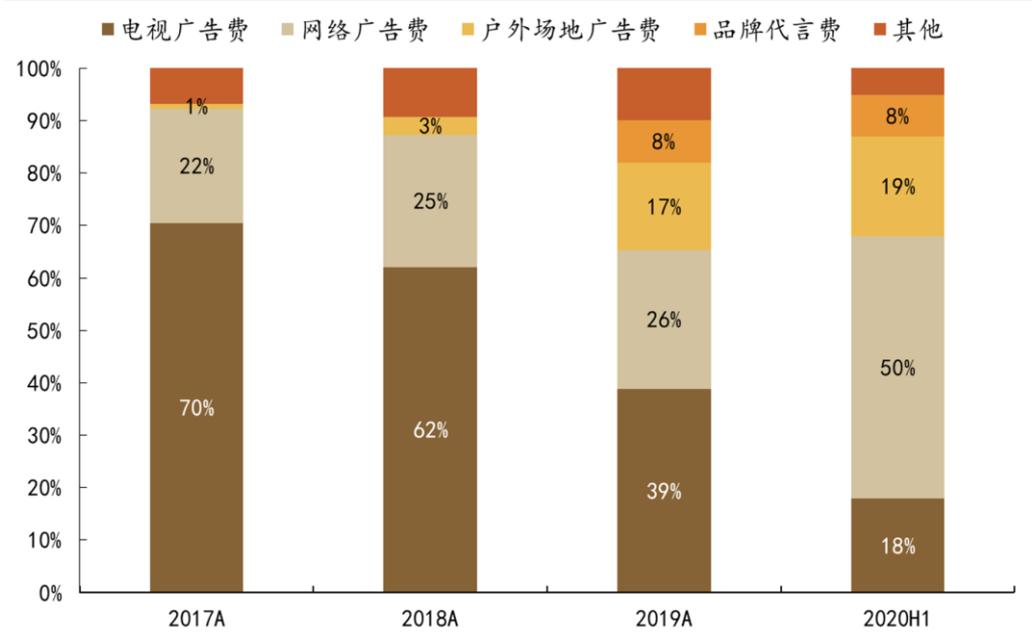
时间	地点	展览名称
2018年3月	北京·中国国际展览中心	第二十六届中国（北京）国际建筑装饰及材料博览会
2018年6月	上海·新国际博览中心	第二十三届中国（上海）国际厨房、卫浴设施展览会
2018年7月	广州·中国进出口商品交易会	第二十届中国（广州）国际建筑装饰博览会
2018年9月	北京·中国国际展览中心	2018北京国际建材展暨设计博览会
2019年3月	北京·中国国际展览中心	第二十八届中国（北京）国际建筑装饰及材料展览会
2019年3月	上海·国家会展中心	第二十四届中国（上海）国际建筑贸易博览会
2019年5月	上海·新国际博览中心	第二十四届中国（上海）国际厨房、卫浴设施展览会
2020年7月	广州·中国进出口商品交易会	第二十二届中国（广州）国际建筑装饰博览会

资料来源：搜狐网，公司官方公众号，德邦研究所（仅罗列部分展览信息）

（3）把握抖音快手内容平台、家居类 MCN 及家装类 APP 风口

近年来，短视频、直播及网络平台的传播方式，高度适合集成灶的功能优势的展示与传播，同时又具备低成本的特性，对于体量较小的集成灶行业是一个十分理想的营销平台，有望助力集成灶品类弯道加速。火星人积极把握互联网营销趋势，销售费用投放亦逐渐往网络平台转移。公司于 2018 年初便已与抖音、今日头条等字节系开展合作，起步早，投入高，目前已在今日头条、抖音、百度、微信、微博等多平台进行宣传，目前火星人抖音官方号已有粉丝 27.1W，获赞 261.5W，作品 257 个。同时火星人积极与家装类 APP 合作，如“住小帮”、“好好住”、“修嗒嗒”等，家装类 APP 作为家装最前端，有助于公司把握住装修行业互联网化的风口。

图 9：公司营销方向变化：互联网化、品牌化



资料来源：公司公告，德邦研究所

互联网营销平台能够直观展示集成灶吸油烟效果的内容直播平台，无疑为集成灶行业提供了优秀的品牌传播路径。火星人各渠道布局先发、全面、且都表现优异，

- 火星人抖音官方及经销商账号有较高点赞数，账号具有较高活跃度及流量。

- 从 KOL 的选择上看，公司主要选择**家装类 KOL** 精准合作，同时亦有各类粉丝数较多的情感、搞笑类运营号，将有助于提升产品流量和品牌认知。
- 火星人在**小红书**的官方账号粉丝数亦超过 5 千人，远高于可比公司，小红书用户女性占比相对更高，与公司重视产品颜值的策略相契合，而在小红书平台与家居类博主合作，通过好看的照片及视频呈现，将有助于提升集成灶品牌形象。
- 此外，公司在**好好住**上合作力度较大，官方账号粉丝数已超 3 千人。

图 10：火星人互联网平台官方账号粉丝数与点赞数

	抖音	快手	小红书	好好住
粉丝数 (人)	27.1W	864	5845	3666
点赞数 (次)	261.5W		1.3W	9803

资料来源：抖音、快手、小红书、好好住，德邦研究所（注：①统计时间为 2021.04.09，点赞数为账户总点赞数；②快手主页未公布点赞数。）

图 11：火星人抖音平台营销布局情况

经销商			KOL		
账号	粉丝数	点赞数	账号	粉丝数(万)	火星人视频点赞数(万)
双峰县火星人集成灶	14,000	114,000	设计师阿爽	2321	72
火星人集成灶太和店	9,353	196,000	贫穷料理	1961	14
瑞金人勇哥火星人集成灶	8,839	210,000	拾荒开饭	1410	167
莱阳火星人集成灶	6,621	77,000	拾荒开袋	1370	14
火星人集成灶(温姐)	5,491	18,000	老饭骨	1043	17
火星人集成灶桐姐	4,484	53,000	阿硕de测评	397	2
扶沟县火星人集成灶	3,584	19,000	装修设计屋	310	1
龙里火星人集成灶	3,550	17,000	什么值得买	294	1
火星人集成灶一纸鸢	3,425	25,000	黄掌勺	284	1
涟源火星人集成灶	3,395	11,000	何同学开测啦	277	45
火星人集成灶一可儿	3,392	34,000	田亮	253	8
隆回火星人集成灶刘艳	3,390	17,000	设计挑剔姐	237	1
丰城火星人集成灶	3,377	2,242	社长没想到	217	16
汉阴县火星人集成灶	3,053	14,000	家装买手007	181	1
泾阳火星人集成灶	3,042	18,000	生活家陈守二	155	19
广昌火星人集成灶丁美娟	3,036	15,000	家电大兵	136	0.3
建阳火星人集成灶	2,822	22,000	装修张四斤	128	0.1
罗山火星人集成灶	2,755	21,000	路人甲测评	102	6
射洪火星人集成灶	2,418	96,000	老张姑娘	49	0.2
火星人集成灶蒲城店	2,388	19,000	设计师范哥哥濮阳	47	1

资料来源：抖音，德邦研究所（注：统计时间为 2021.04.09，选取搜索“火星人集成灶”页面粉丝数前 20 名账户，经销商点赞数为账户总点赞数，KOL 点赞数为火星人相关视频最高点赞数）

图 12: 火星人快手平台营销布局情况

经销商			KOL		
账号	粉丝数	点赞数	账号	粉丝数 (万)	火星人视频点赞数
火星人集成灶霍州店	4,573	23,178	拾荒开袋	664	38,000
孟村火星人集成灶	3,403	2	石头哥【集成灶源头工厂】	42	54
火星人集成灶+光伏空气能	2,346	313	黄兴瑞	25	2,987
大唐装饰 火星人集成灶	2,293	3,043	高端油烟机燃气灶 张涛	20	115
金雅陶瓷砖火星人集成灶	2,039	21	家电大兵	10	208
火星人集成灶 沁园净水器	1,899	318	大足生活通	2	62
火星人集成灶	1,395	186	ZOL中关村在线	2	24
火星人集成灶Y	1,262	980	居然之家大同店	1	135
火星人集成灶666	1,129	582	优品家电刚哥	1	37
火星人集成灶888	921	257	爱而不得	0.74	203
莱阳火星人集成灶程程	888	31	泰美灯饰家装设计 - 七俊华	0.36	33
火星人集成灶 九牧卫浴	803	281	集成灶小妍	0.30	153
火之灵 (火星人集成灶)	801	1,682	忘忧草	0.15	54
火星人集成灶胡仕荣	748	77	小家碧玉077	0.12	57
火星人集成灶+菲玛艺术墙	725	53	定兴李杰	0.10	64
火星人集成灶怀来店	603	54	喜欢你的宠爱	0.07	51
来自火星人集成灶眼镜女孩	578	52	小木子	0.07	28
隆尧火星人集成灶	463	307	高洋2020用心行动	0.05	27
火星人集成灶泾阳专卖店	422	4	你的笑容自带光芒52	0.05	48
平川区国泰火星人集成灶	238	130	简单35334	0.03	29

资料来源: 快手, 德邦研究所 (注: 统计时间为 2021.04.09, 选取搜索“火星人集成灶”页面粉丝数前 20 名账户, 经销商点赞数为账户总点赞数, KOL 点赞数为火星人相关视频最高点赞数)

图 13: 火星人小红书平台营销布局情况

经销商			KOL		
账号	粉丝数	获赞数	账号	粉丝数	火星人笔记点赞数
佛山火星人集成灶黄杰文	327	949	超级奶爸	812,000	1,239
辽源火星人集成灶德胜家居	109	218	丁小眼的家	355,000	489
火星人集成灶	86	5	雯哥is兔美酱	249,000	274
火星人集成灶派雅门窗1355	56	10	一兜糖家居	146,000	8,755
联丰地板火星人集成灶张石	48	10	知电晓春哥	125,000	224
火星人集成灶	44	11	屋颜控的阿玉	77,000	85
火星人集成灶 (小方)	41	19	家电大兵	46,000	642
火星人集成灶无锡分公司	41	14	Brittany	25,000	2,566
火星人集成灶 高洋	35	39	小欧的装修日记	13,000	9,990
火星人集成灶淄博运营中心王冠雄	35	7	老吴讲厨电	3,661	243
火星人集成灶 伟星管	27	4	粥粥爱生活	2,850	1,633
三亚火星人集成灶	27	9	侧平家马里奥	2,105	264
火星人集成灶广州居然店	24	112	NANA	1,904	12,000
火星人集成灶张家港店	21	22	家居那些事	589	3,505
火星人集成灶旗舰总店	16	15	可口猪ai可乐	485	1,226
火星人集成灶广州何	14	16	大陆漂移	412	2,988
火星人集成灶北辰店李洋	14	12	私私私私私念	92	1,501
火星人集成灶、李龙189665	13	1	BB哥的球球呀	41	100
九牧卫浴 火星人集成灶	13	1	权氏爱	25	49
火星人集成灶—佳佳	10	17	瓶盖	18	286

资料来源: 小红书, 德邦研究所 (注: 统计时间为 2021.04.09, 选取搜索“火星人集成灶”页面粉丝数前 20 名账户, 经销商点赞数为账户总点赞数, KOL 点赞数为火星人相关笔记最高点赞数)

图 14: 火星人好好住平台营销布局情况

经销商			KOL		
账号	粉丝数	点赞数	账号	粉丝数	火星人笔记点赞数
火星人集成灶888	9	6	本空设计沈一	18,000	34
阿克苏火星人集成灶专卖店	4	3	Crystal fafa	9,428	114
火星人集成灶王宏	4	3	Diable咋咋	6,177	275
HZ选火星人集成灶	2	3	成哥Victor	4,317	98
火星人集成灶李曙光	1	1	小禹	3,505	216
			标点设计	2,986	6
			小鹿叮铛	2,769	159
			厦门木哉设计	2,412	74
			樱桃小姐	1,308	296
			咩宝M	465	38
			TOT呼呼丫	359	459
			大彬128	277	49
			懒moon	267	294
			永动兔	260	79
			小巷炊烟	253	129
			鸚鵡螺姑娘	224	34
			方飞-室觉设计	211	12
			素小米	8	37
			name123	2	8
			住友_5WVER8V	2	3

资料来源: 好好住, 德邦研究所 (注: 统计时间为 2021.04.09, 选取搜索“火星人集成灶”页面粉丝数前 20 名账户, 经销商点赞数为账户总点赞数, KOL 点赞数为火星人相关笔记最高点赞数)

2.3. 售后: 提早重视, 极速响应, 一次就好

对于厨电这类重装修、重售后维护的行业, 售后服务对于品牌影响力的提升和口碑传播至关重要。公司对售后服务十分重视, 公司 2018 年便创立了独立的服务品牌——火星人极速服务小哥, 将服务上升到企业战略的高度。秉承“极速响应, 一次就好”的口号, 公司“极速服务小哥”致力于快速响应客户要求, 积极落实“4 小时极速修”、“12 小时快速修”等售后服务政策, 并建立了 24 小时售后服务热线, 随时为客户答疑解惑。该服务品牌也获得多项奖项认可。

图 15: 火星人创立极速服务小哥售后品牌

售后政策	获奖情况
<ul style="list-style-type: none"> • 4小时极速修 • 12小时快速修, 无论哪里, 只要发出维修的需求, 都会力争在12小时内解决问题。 	<p>全国商品售后服务评价达标认证评审委员会和北京五洲天宇认证中心认证的“卓越服务品牌”认证。</p> <p>由中国商业联合会、中国保护消费者基金会共同主办的第八、九届全国售后服务评价活动中, 荣获全国售后服务十佳单位的称号。</p> <p>集成灶行业同时获得“五星级售后服务认证”和“五星级服务口碑认证”双认证的企业。服务认证中的最高荣誉, 家电行业获此证书的有海尔、美的等巨头企业。</p>

资料来源: 公司官网, 德邦研究所

今年3月份，火星人服务再升级，更是推出**365天无忧退换政策**，向全国消费者郑重承诺，在线下专卖店购买限量款精品集成灶，自安装验收之日起，365天内，因产品本身原因导致对吸油烟效果不满意，可无理由退换货。优秀的售后服务为公司赢得好口碑和高转介绍率，是公司品牌营销的重要一步。

图 16：火星人极速服务小哥六大服务承诺



资料来源：艾肯家电网，德邦研究所

图 17：火星人极速服务小哥四大特色服务



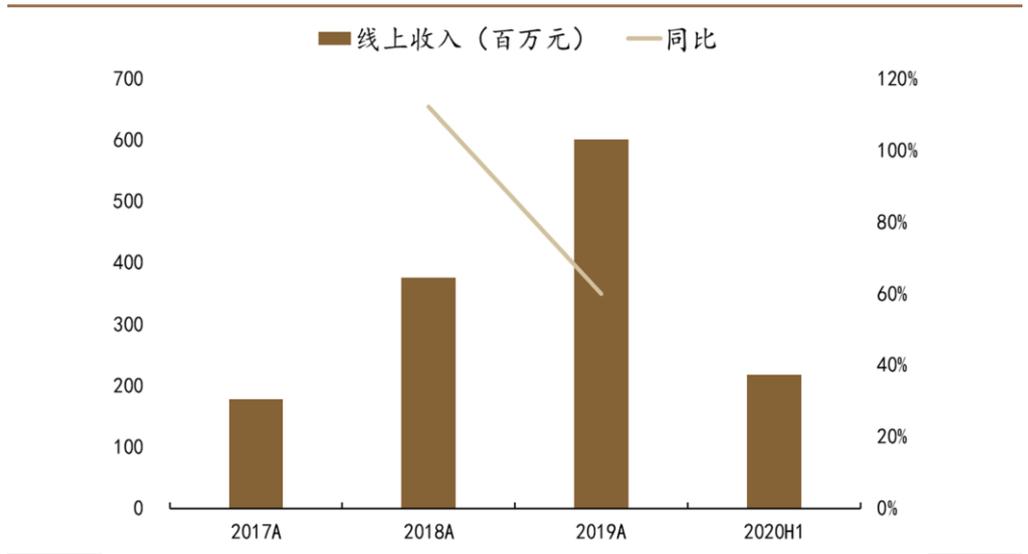
资料来源：艾肯家电网，德邦研究所

3. 渠道：线上异军突起，多渠道发力打开空间

3.1. 线上：享电商红利弯道加速，模式创新解决线上下利益冲突

公司成立于 2010 年，正值电商高速增长初期。随着国内网络购物习惯的普及，公司顺应电子商务高速发展的趋势，先后于 2014 年、2016 年和 2019 年入驻天猫商城、京东商城和苏宁易购等电商平台进行线上销售。公司近年来线上收入快速增长，2018、2019 年线上营收分别同比+112%、+60%。线上渠道契合现阶段消费偏好，为公司打开发展空间。

图 18：火星人线上收入及同比



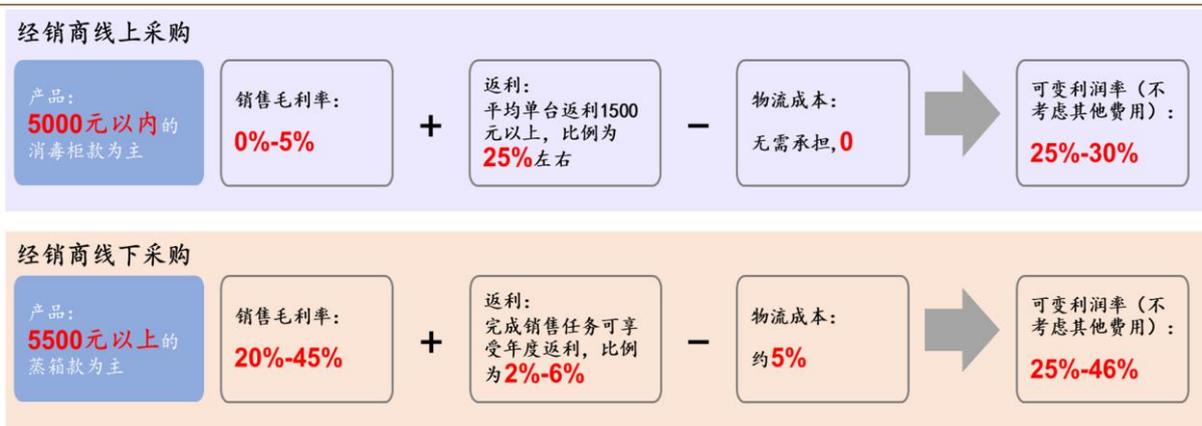
资料来源：招股说明书，德邦研究所

公司线上销售近半是针对线下经销商，这种模式下经销商以线上零售价进行采购，并近乎平价出售，从而实现线上线下同价，公司对电商平台销售（包括电商直营模式及线上销售给线下经销商）进行线上销量返利。2020H1 公司线上销售收入中 42.24% 为销售给线下经销商。公司对线上销售实行销量返利政策，针对不同产品及不同产品型号具体规定单台返利金额，对通过电商直营模式和线上销售给经销商模式实现的销售对终端用户所在地经销商给予返利。平均单台返利 1500 元以上，占冲减返利前的线上销售总收入比重为 25% 左右。

我们认为这种模式能够打通线上线下，充分发挥双渠道相互促进作用：

(1) 从经销商角度看，有利于缓解线上销售与线下经销商的利益冲突。一方面，在传统的模式中，消费者在线上购买产品后，线下经销商一般需要承担安装及保修工作，并收取相应费用，利润空间较低，且线上销售易对线下造成挤压。而在返利模式中，经销商线上采购利润主要来自于销量返利，与需完成销售任务考核才可享有的年度返利相比更具确定性，且线上专供产品性价比更高，更易打开销量，同时线上采购经销商无需承担物流成本，因此尽管与线下采购相比，线上采购利润上限相对较低，但经销商仍有较高积极性进行线上采购。另一方面，公司对消费者直接通过电商渠道购买产品实现的销售同样给予终端用户所在地经销商返利，此举将大大调动经销商通过各种渠道推广公司产品的积极性，缓解线上和线下在同一区域进行销售的利益冲突。

图 19：经销商线上&线下采购方式对比

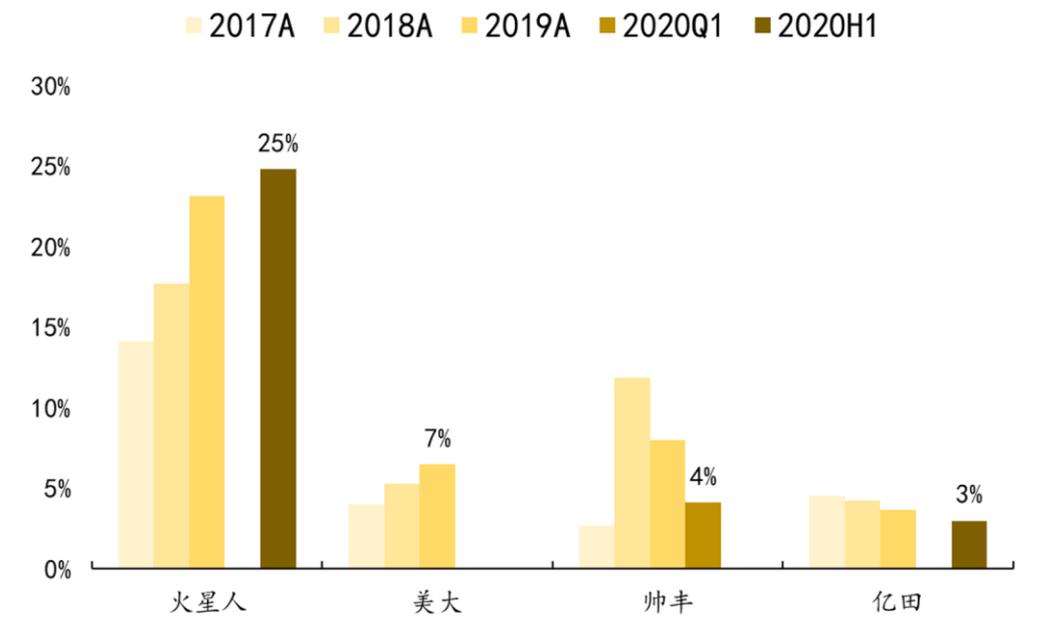


资料来源：招股说明书，德邦研究所

(2) 线上推广提升关注度，提升线上销量，实现引流效果。一方面，经销商积极引导客户通过电商平台下单，提高线上排名和热度，借助电商平台流量增加产品曝光率，吸引更多关注者购买。集成灶具有安装流程复杂、更新频率低、价格较高的特点，且集成灶作为较新的厨电品类，消费者对产品尚不熟悉，因此消费者本更倾向于通过线下购买产品。火星人通过返利政策确保线上线下载消费享受同样的价格及售后安装、维修服务，能让消费者线下了解、体验产品，并打消线上售后疑虑，推动线上渠道发展。

另一方面，线上销量的积累和口碑的持续发酵，能够扩大品牌影响力，从而为线下门店以及线上直销引流，进一步带动销售，提升整体市场份额。

图 20：集成灶品牌电商直营收入占比

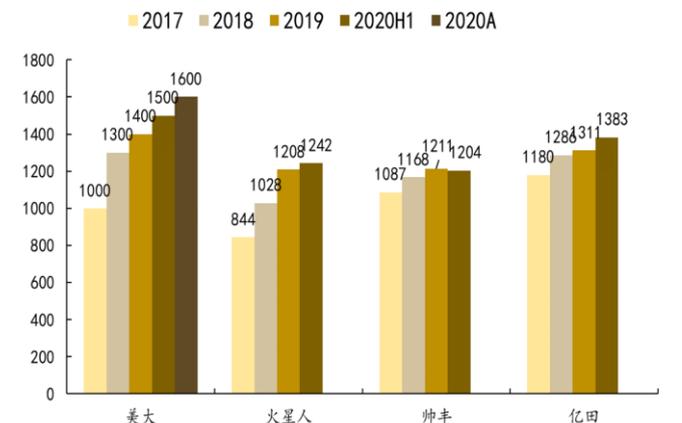


资料来源：招股说明书，公司公告，德邦研究所

3.2. 线下：经销体系稳定，标准化管理加速高质量扩张

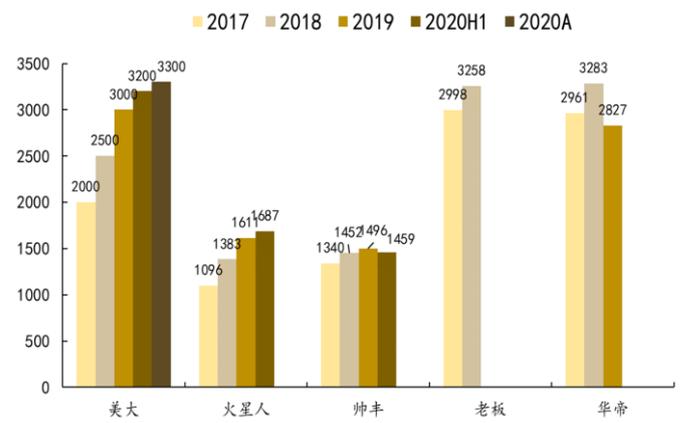
公司线下销售以经销模式为主，2017 年至今，经销商提货额占公司线下销售额的 95% 以上，近年来公司线下渠道快速扩张，公司经销商数量从 2017 年的 844 家增至 2020H1 的 1242 家，门店数量从 2017 年的 1096 家增至 2020H1 的 1687 家。

图 21：集成灶各公司经销商数量（家）



资料来源：招股说明书，德邦研究所（注：帅丰 2020H1 经销商数量为 2020 三月末数）

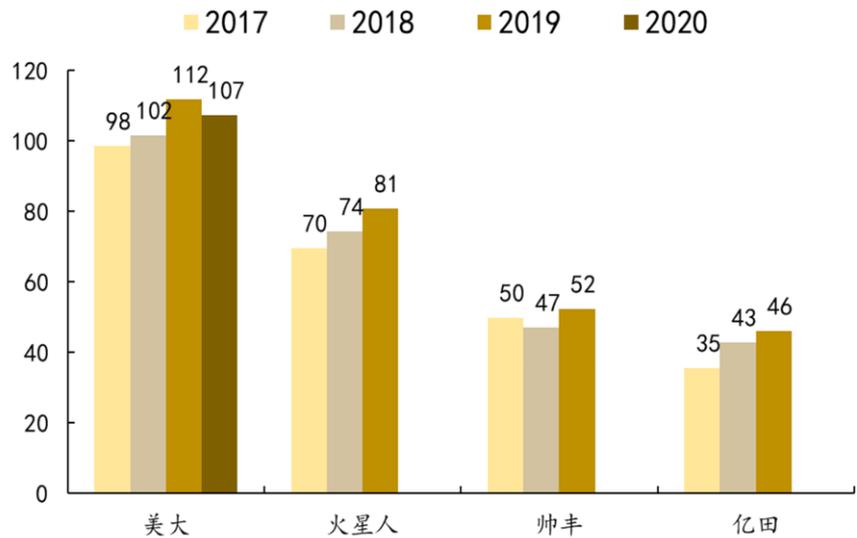
图 22：厨电各公司线下门店数量（家）



资料来源：招股说明书，德邦研究所（注：帅丰 2020H1 经销商数量为 2020 三月末数；老板、华帝为专卖店数量）

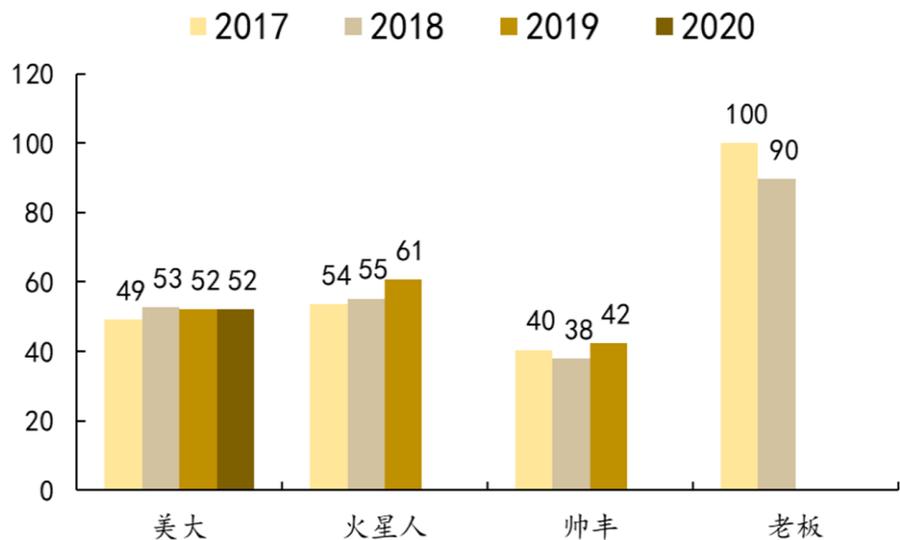
在大力推进经销渠道建设的同时，公司不断丰富产品系列，加大品牌宣传和营销推广力度，积极实行“线上+线下”销售相互融合、相互引流的发展战略，鼓励经销商在线下门店展示和推介畅销的线上专供机型以优化购物体验，为消费者提供更多选择，提高其通过任一渠道购买公司产品的可能性，公司经销商创收能力不断提升，经销商的实力增强一方面将加强其在当地的竞争力，另一方面也利于坚定经销商的信心。

图 23：集成灶各公司单个经销商平均提货额对比（万元）



资料来源：招股说明书，公司公告，德邦研究所（注：单个经销商平均提货额=公司当期经销收入/当前经销商数量，经销收入含线上销售给经销商收入）

图 24：集成灶各公司单个门店平均提货额对比（万元）



资料来源：招股说明书，公司公告，德邦研究所（注：单个门店平均提货额=公司当期经销收入/当前门店数量，经销收入含线上销售给经销商收入）

公司在经销商管理上实行系统且全面的帮扶政策和规范化管理，从公司初期招商便开始落实，在当时鱼龙混杂的集成灶行业具有明显管理优势。每个火星人经销商签订协议之后都会拿到一本 200 多页的《开业宝典》，宝典从专卖店运营和空间管理两个大的方面，共五个部分详细介绍，对经销商在运营过程可能遇到的问题进行事无巨细的解答。**规范化的管理**有助于大大减少经销商的初期磨合时间，提高门店运营效率，实现更好的经营效果；对经销商规范的管理和切实的帮扶也是火星人成立初期即能够快速发展的主要原因。

图 25: 总部规范化管理线下门店

《开业宝典》五大部分	具体内容
专卖店开设前期管理	对开店流程共19个步骤进行规范, 对前期团队建设、总部培训、工商注册等提供指导下意见。
开业活动策划及执行	对开业活动进行周密计划, 包括开业前两个月的市场调研、开业物料筹备等, 总部对开业所需样表均做了规范, 经销商只需参照执行。
终端管理	通过系统的导购手册对导购团队进行话术培训及销售技巧培训, 且每出新产品均会有总部统一话术手册下发。
空间管理手册	对门店装修和布置予以明确规范, 门店装修严格、高标准统一管理。
SI手册	SI (Space Identity) 即空间识别, 为门店建立标准应用规范, 对门店地板纹路、灯具样式等每一个细节都给出意见, 使其能应用至各类门店。

资料来源:《火星人为什么这么火》, 德邦研究所

3.3. 创新: 切入设计师&家装渠道, 前置销售

公司成立之初便意识到设计师对产品销售的重要性, 设计师是最靠近顾客的末端, 专业设计师的推荐对于客户选择有着重要作用。公司一直致力于与设计师建立良好的沟通, 让他们充分了解火星人的产品, 当推出营销活动, 往往第一时间和设计师沟通。近年来公司亦积极鼓励门店开展**设计师品鉴会**等营销活动, 帮助设计师深入了解火星人产品, 加强门店与设计师的紧密合作。同时, 公司与**圣都装修公司、家装 APP 修嗒嗒、中燃等燃气公司**已建立合作, 深入布局家装渠道, 将销售前置, 打开增长空间。

图 26: 火星人线下门店积极举办设计师品鉴会

时间	场次	具体信息
2020	7月份针对设计师渠道, 华东、东南大区举办设计师品鉴会18场; 陕宁蒙大区举办10场; 西南大区积极响应公司政策, 举办合计30场	设计师品鉴形式以半年至一年为周期循环落地, 持续增加设计师渠道的粘性, 有效塑造品牌力, 从根本上提升门店在当地的竞争力以及运营渠道能力
	东北区域, 7月的设计师品鉴会, 做到了全国落地的场次最多, 高达近50场; 2020年全国范围落地场次100+	品鉴会效果优异, 影响到设计师的人次达到2000余人, 甚至有些设计师在现场与门店成交
2019	截至5月份, 各区域门店相继开展设计师品鉴会共20多场	
2018	黄石店	9月, 火星人黄石店汪总黄石兰博基尼酒店举办黄石地区第三届设计精英酒会暨D7集成灶新品发布会, 迎来了160多位黄石顶尖设计师
2015	湛江店	湛江很多著名装饰设计公司设计师汇聚一堂, 参加了由火星人集成灶主办的首届高端设计师品鉴会
2014	南宁站	百余名来自南宁各大知名装饰公司、设计机构的设计师们参与品鉴会, 共同领略见证火星人集成灶高品质产品、高标准服务的独特品牌魅力
	濮阳站	近150名室内设计师参加, 除集成灶外, 火星人还介绍了另外集成了净水功能的集成水槽
	滕州站	127名设计师们前来领略见证火星人集成灶高品质产品、高标准服务的独特品牌魅力

资料来源: 搜狐网, 德邦研究所

4. 产品力：跳出“工程师”思维重设计，高标准造就好产品

公司创始人、董事长黄卫斌先生，及公司部分高管有服装行业背景，因此对产品**设计、审美具有较高的敏感度，精准把握营销趋势**。复合背景使得公司管理层在产品研发时，能够**跳出传统“工程师”思维，致力于把握消费者需求，为产品赋予更多视觉享受、健康理念**。根据厨电新观察采访稿，黄卫斌先生认为，要想得到更多关注产品价值的年轻消费群体认可，就必须做到**高颜值、高性能、高品质**。

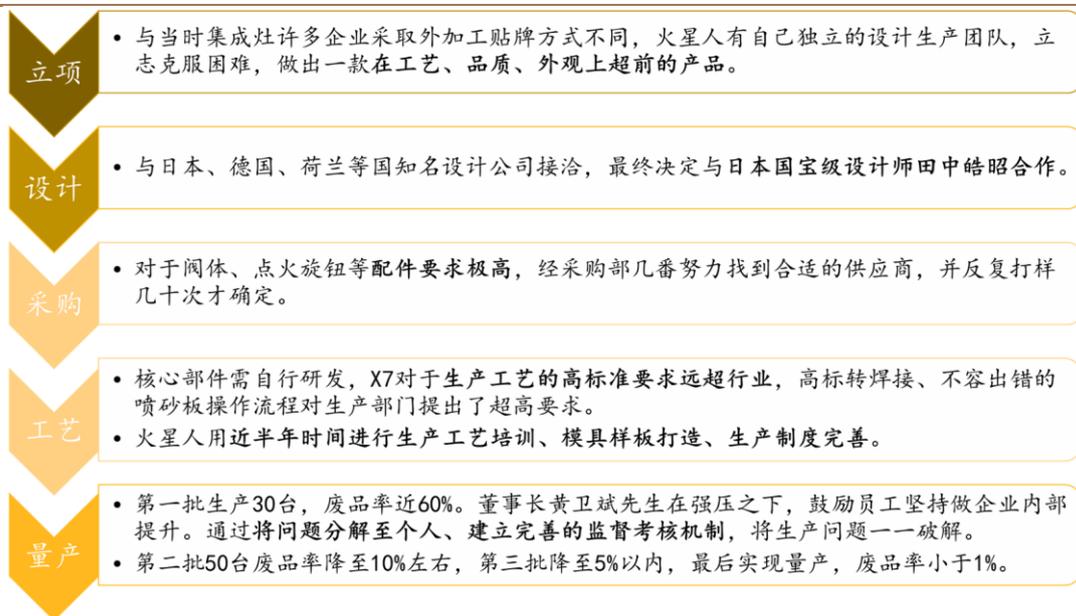
火星人对于高颜值、高品质的追求部分可体现在：

- 2012年，火星人投入大量资金力邀日本国宝级设计大师田中浩昭做工业设计，打造了集成灶X7，斩获IF金奖、红点奖等多项国际大奖。
- 2020年，火星人**与宝马集团旗下设计公司 Designworks 合作**，推出具有39项智能创新设计的集成灶X8。

正式基于这样的追求与理念，在公司仅成立两年时，火星人便大力投入，研发出当时时代的产品X7，成为行业标杆，屡获国际大奖。

2011年3月，火星人X7立项，在集成灶行业生产尚未规范，业内具有独立生产研发部门的企业仅有六七家之时，火星人立志生产出一款在工艺、品质、外观上领先行业的产品。X7对于材料、生产工艺、生产设备的高要求是当时的火星人并不能满足的，但公司通过近一年的时间，进行零配件采购打样、生产部门技能培训、产品监督流程建立等多项举措，最终实现X7的量产落地，**凭借远超行业的高标准品质，产品斩获IF金奖、红点奖等多项国际大奖，为公司品牌建设和稳步发展打下坚实基础。**

图 27：火星人 X7 生产流程



资料来源：《火星人为什么这么火》，德邦研究所

在公司的高标准要求下，公司优质产品已获得多项专利，截至2020年6月30日，公司拥有专利权235项，其中发明专利8项，实用新型181项，外观设计专利46项，专利数行业领先。同时产品也得到了诸多国际重要奖项的认可。公司**成立第三年便获得IF金奖、红点设计奖等顶尖国际大奖，在行业内处于领先水平，且2017、2019年公司集成灶、集成洗碗机持续获得IF奖和红点奖，体现公司对产品品质的持续高追求。**

图 28：公司产品所获奖项

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
2019年	红点设计奖	D7集成洗碗机	德国设计协会
2020年	AWE2020艾普兰奖优秀产品奖	X7集成灶	中国家电及消费电子博览会组委会

资料来源：公司公告，德邦研究所

图 29：厨电上市公司获奖情况

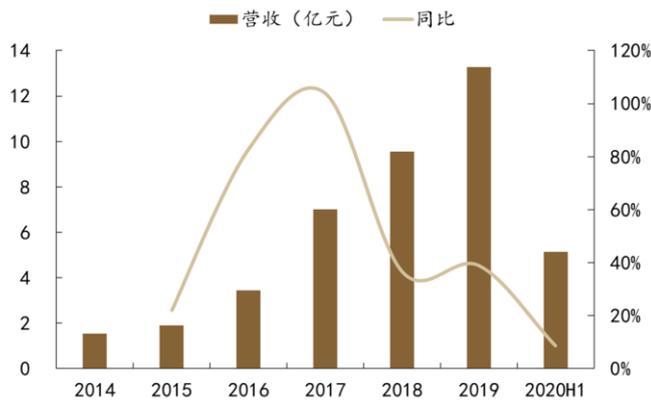
时间	火星人	老板	华帝	方太	美的	帅丰	亿田
2013	红点设计奖 IF设计金奖						
2014		AWE艾普兰奖		AWE艾普兰奖			中国厨卫产品创新大奖
2015		AWE艾普兰奖		AWE艾普兰奖	AWE艾普兰奖	集成灶行业十大新品	
2016	2016年度行业发明奖	AWE艾普兰奖	AWE艾普兰奖	AWE艾普兰奖	AWE艾普兰奖		
2017	IF设计奖	AWE艾普兰奖	AWE艾普兰奖	AWE艾普兰奖	AWE艾普兰奖		
2018	2018年度行业发明奖	德国IF设计大奖	美国IDEA设计大奖	AWE艾普兰奖			
2019	红点设计奖		AWE艾普兰奖、红点设计奖	Best Of KBIS Impact Award			
2020	AWE艾普兰奖						AWE艾普兰奖
2021		AWE艾普兰奖		AWE艾普兰奖	AWE艾普兰奖	AWE艾普兰奖	

资料来源：公司公告，德邦研究所

5. 财务分析

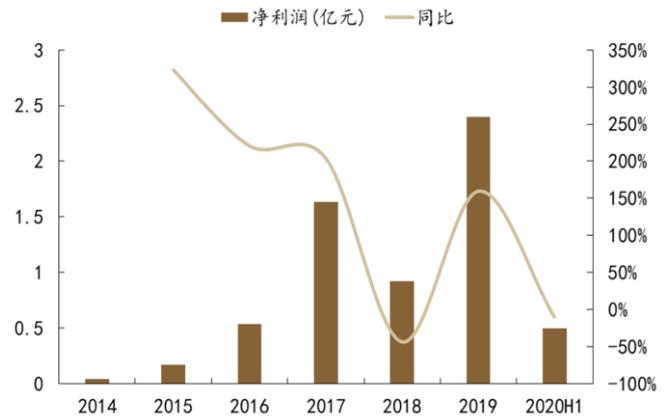
公司营收规模近年来快速扩大，2019 年实现营收 13.26 亿元，同增 38.77%，2014-2019 年 5 年 CAGR 达 53.78%。净利润同样高速增长，2019 年实现净利润 2.40 亿元，同增 159.60%，2018 年净利润出现较大波动主要是当年确认股利支付费用 0.94 亿元，**若剔除股利支付影响，2018、2019 年净利润分别同增 14.02%/28.88%，与营收增速基本一致。**

图 30: 公司营业收入规模及同比增速



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

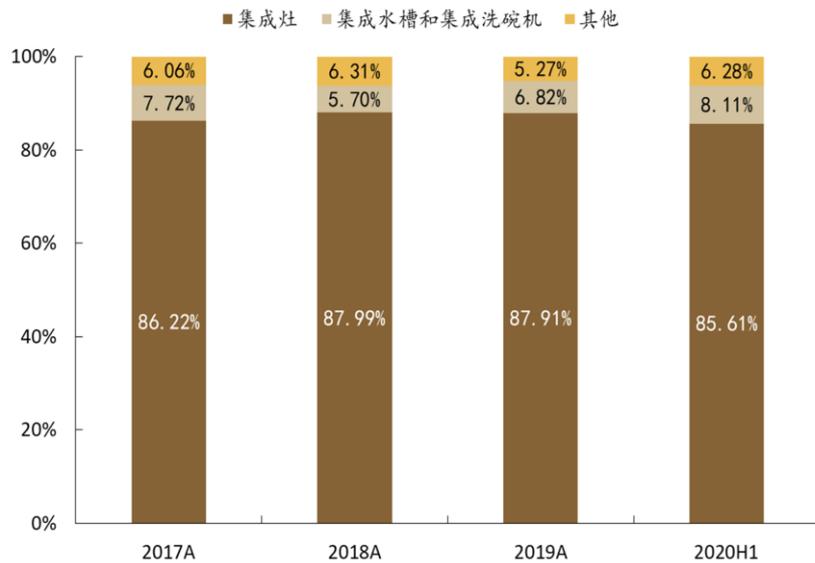
图 31: 公司净利润规模及同比增速



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

公司营收主要来源于集成灶产品, 2017-2020H1 集成灶产品占比稳定, 2020H1 占主营营收比达 85.61%, 目前公司集成灶已有 X、E、Q、T 四大系列, 产品矩阵丰富, 其中 X、Q 系列相对高端, 出货均价主要在 5500 元以上, 主要在线下销售, E、T 系列为电商专供, 出货均价主要在 5000 元以内。集成水槽和集成洗碗机近年占比小幅提升, 未来有望为公司带来新的增长点。

图 32: 公司各品类主营营收占比

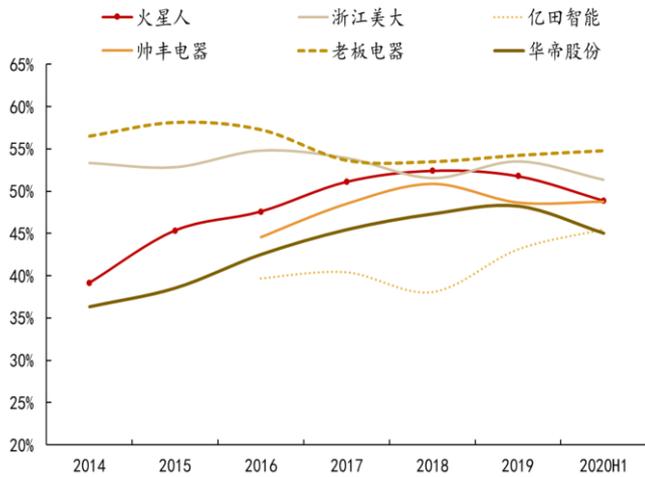


资料来源: 公司公告, 德邦研究所

公司整体毛利率稳中有升, 2019 年毛利率为 51.78%, 高于行业平均。一方面, 公司通过产品结构优化、调整销售价格, 集成灶平均售价逐年提升; 另一方面, 随着公司产量增加, 规模效应不断体现, 成本增幅低于售价增幅。

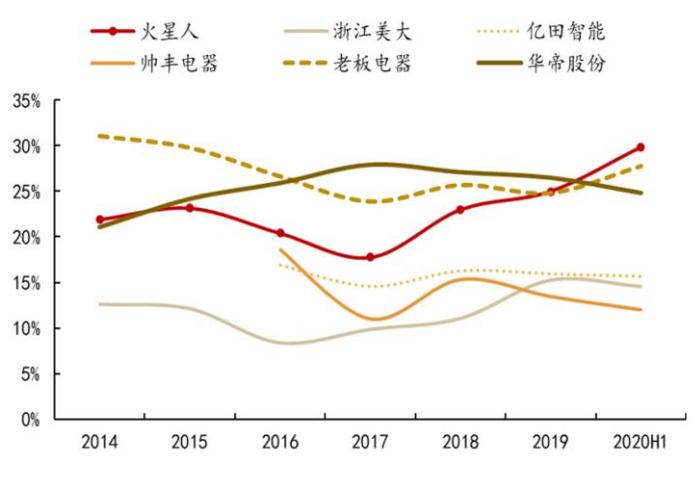
公司大力投入营销活动, 销售费用率高于行业其他公司。在集成灶行业高速发展, 火星人抢占市场的阶段, 营销投入有利于公司实现快速扩张, 未来随着公司进入平稳增长期, 费用率有望降低。

图 33: 可比公司毛利率对比



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

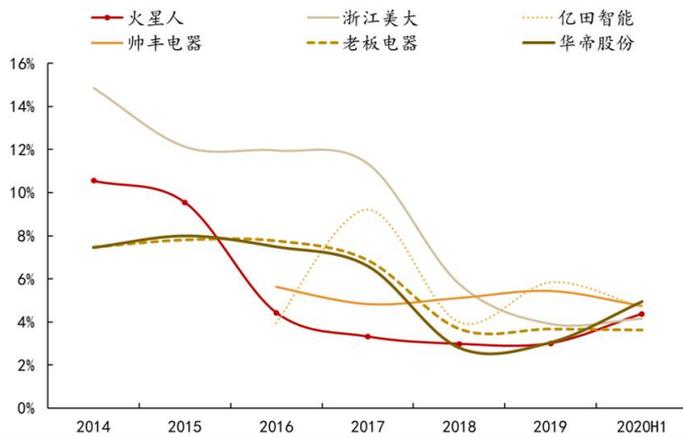
图 34: 可比公司销售费用率对比



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

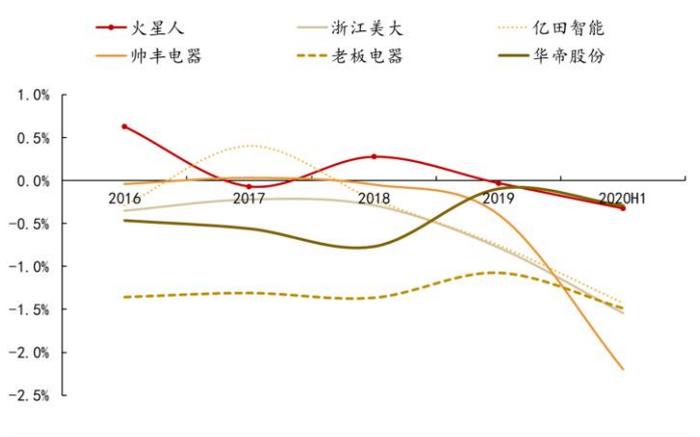
公司管理费用低于行业可比公司, 且逐年降低, 2019 年仅 3%, 体现公司优秀的成本管理能力。公司财务费用较少, 财务费用率与可比公司水平较为接近。

图 35: 可比公司管理费用率对比



资料来源: 公司公告, 德邦研究所 (注: 剔除 2018 年股份支付影响。)

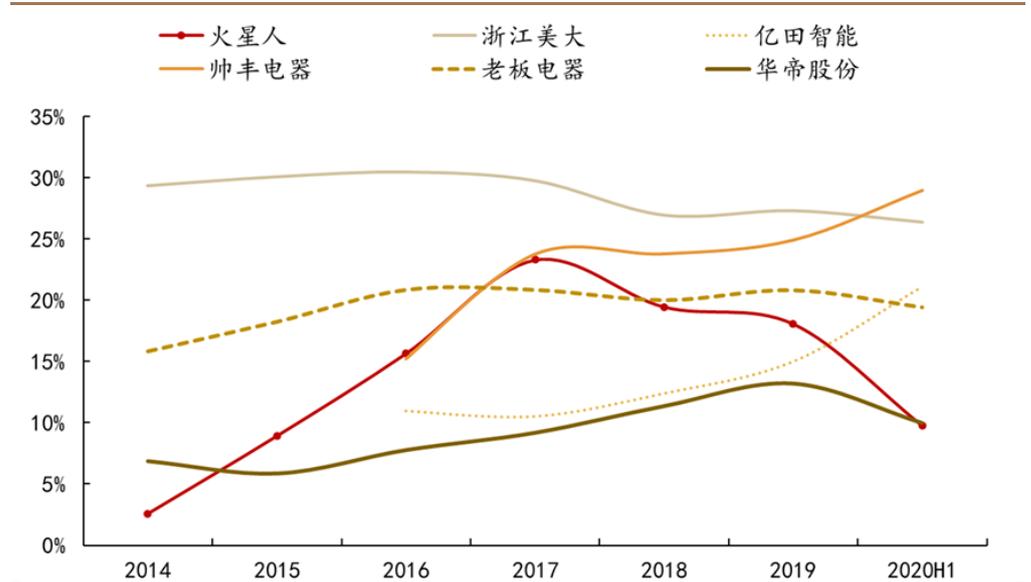
图 36: 可比公司财务费用率对比



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

2014年至2017年，随着毛利率提升和管理费用率降低，公司净利率提升明显。2018年至今公司把握行业机会，加大市场营销力度，加强销售队伍建设，销售费用率持续提升，使得净利率有所下降。未来随着公司加强费用控制，净利率将有望提升。

图 37：可比公司净利率对比

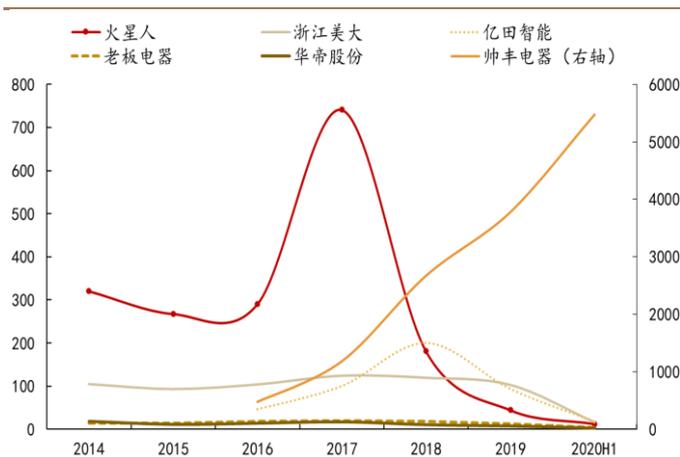


资料来源：公司公告，德邦研究所（注：剔除 2018 年股份支付影响。）

公司应收账款周转率变动幅度较大，主要受公司期末应收京东平台货款金额波动影响。公司与京东平台有线上开店直营、京东平台代销等多种合作模式，随着公司在京东的销售规模快速增长，受不同合作模式下结算和回款时间差异的影响，公司各期末应收账款余额波动较大。

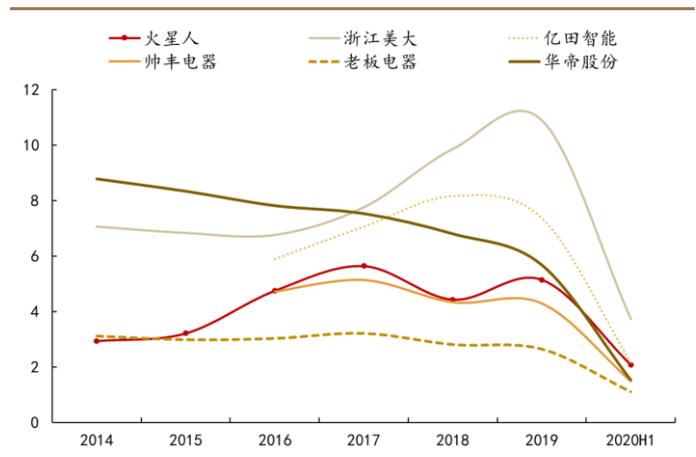
公司存货周转率略低于行业可比公司，主要由于公司电商渠道占比较高，电商平台各种模式下售出的产品从仓库发出到完成收入确认均存在一定时间间隔，随着电商销售规模快速扩张，库存商品备货数量增加，存货周转率有所下降。但随着公司供应商体系日趋成熟，生产工艺及原材料采购流程标准化程度逐步提高，存货周转速度开始加快。

图 38：可比公司应收账款周转率对比（次）



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 39：可比公司存货周转率对比（次）



资料来源：公司公告，德邦研究所

6. 盈利预测及投资建议

考虑到地产竣工回暖，叠加集成灶行业渗透率提升持续验证，近年来快速发展，预计集成灶在厨电渗透率将从2019年的11%提升至2023年的24%，19-23年销量CAGR达30%左右。火星人作为行业第一梯队龙头，在享受行业红利的同时，其自身更具备长期龙头战略格局眼光、紧握强品牌营销和高端产品定位两大厨电行业龙头核心要素、规模快速扩张。我们预计公司同时受益于行业景气度提升及自身优势，收入端有望维持高增长，2021年在去年低基数下增速将高于平均。利润端看，预计未来随着公司产能提升，规模扩张，规模效应有望助力成本降低，提升公司盈利能力。

图 40：公司收入成本拆分预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
按产品						
集成灶	收入 (百万元)	832	1153	1447	2010	2552
	yoy	39%	39%	25%	39%	27%
	均价 (元)	5916	5900	6018	6138	6261
	yoy	7%	0%	2%	2%	2%
	销量 (万台)	14	20	24	33	41
	yoy	30%	39%	23%	36%	25%
	毛利率	55%	54%	52%	53%	53%
	收入 (百万元)	54	89	101	140	182
	yoy	1%	66%	13%	39%	30%
	均价 (元)	4537	5904	6199	6323	6450
集成灶水槽和集成洗碗机	yoy	4%	30%	5%	2%	2%
	销量 (万台)	1	2	2	2	3
	yoy	-3%	28%	7%	36%	27%
	毛利率	42%	40%	42%	50%	50%
	销售费用					
销售费用	220	331	410	496	603	
销售费用率	23%	25%	24%	24%	24%	

资料来源：德邦研究所预测

我们预计2020-2022年公司营收分别为16.38、22.61、28.71亿元，同比分别增长23.5%、38.0%、27.0%，预计2020-2022年公司归母净利润分别为3.0、4.2、5.5亿元，同比分别增长23.4%、42.9%、30.9%。EPS分别为0.73、1.04、1.37，当前股价对应2020-2022年PE分别为68.6x、48.0x、36.6x，考虑到公司作为集成灶龙头，自身具备较强竞争力，预计增速有望领先行业，叠加新股溢价因素，估值具有一定溢价空间，首次覆盖，给予“增持”评级。

图 41：可比公司相对估值

公司	PE		
	2020E	2021E	2022E
浙江美大	22.99	18.80	15.61
亿田智能	40.02	31.35	25.86
帅丰电器	17.51	18.28	15.27
老板电器	20.17	17.53	15.72
华帝股份	16.38	11.28	9.68
平均值	23.41	19.45	16.43

资料来源：wind，德邦研究所（PE采用4月16日股价计算）

7. 风险提示

集成灶渗透率提升不达预期风险。集成灶行业目前渗透率仍相对较低，消费者对该品类的接受度存不确定性，存在渗透率提升不及预期风险。

行业竞争加剧风险。随着众多新加入者进入行业，可能存在竞争加剧致使利润率降低的风险。

原材料价格上涨风险。公司营业成本中原材料占比较高，若原材料价格持续上升，可能对毛利率水平造成不利影响。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标(元)				
每股收益	0.59	0.73	1.04	1.37
每股净资产	1.44	3.53	4.93	6.82
每股经营现金流	1.00	1.16	1.52	1.91
每股股利	0.00	0.12	0.17	0.22
价值评估(倍)				
P/E	0.00	68.55	47.95	36.63
P/B	0.00	14.17	10.15	7.34
P/S	13.76	12.37	8.96	7.06
EV/EBITDA	-0.90	48.73	35.19	27.10
股息率%	—	0.2%	0.3%	0.4%
盈利能力指标(%)				
毛利率	51.8%	51.4%	52.2%	52.2%
净利润率	18.1%	18.1%	18.7%	19.3%
净资产收益率	41.2%	20.7%	21.2%	20.0%
资产回报率	20.7%	13.8%	14.5%	14.2%
投资回报率	36.7%	20.0%	20.6%	19.4%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	38.8%	23.5%	38.0%	27.0%
EBIT 增长率	130.5%	27.2%	43.5%	30.8%
净利润增长率	159.6%	23.4%	42.9%	30.9%
偿债能力指标				
资产负债率	49.7%	33.2%	31.4%	29.2%
流动比率	0.9	1.7	1.3	1.4
速动比率	0.7	1.4	1.0	1.1
现金比率	0.6	1.3	0.9	1.0
经营效率指标				
应收帐款周转天数	13.6	8.1	9.2	9.6
存货周转天数	68.9	82.5	81.3	79.7
总资产周转率	1.1	0.8	0.8	0.7
固定资产周转率	2.8	2.2	2.5	2.5

现金流量表(百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	240	296	423	553
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	56	64	75	81
非经营收益	-1	-0	-1	-0
营运资金变动	110	111	118	138
经营活动现金流	405	471	615	772
资产	-214	-344	-642	-345
投资	0	0	-3	-3
其他	4	3	3	4
投资活动现金流	-210	-342	-642	-345
债权募资	30	-30	0	0
股权募资	0	41	0	0
其他	-102	479	-70	-90
融资活动现金流	-72	489	-70	-90
现金净流量	123	619	-97	337

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 16 日
 资料来源：公司年报（2018-2019），德邦研究所

利润表(百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,326	1,638	2,261	2,871
营业成本	639	796	1,081	1,372
毛利率%	51.8%	51.4%	52.2%	52.2%
营业税金及附加	9	11	16	20
营业税金率%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	331	393	543	675
营业费用率%	25.0%	24.0%	24.0%	23.5%
管理费用	40	49	68	86
管理费用率%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
研发费用	45	56	77	95
研发费用率%	3.4%	3.4%	3.4%	3.3%
EBIT	261	332	477	624
财务费用	-0	-2	-0	-1
财务费用率%	-0.0%	-0.1%	-0.0%	-0.0%
资产减值损失	-0	0	0	0
投资收益	0	3	3	4
营业利润	269	344	492	643
营业外收支	9	0	0	0
利润总额	279	344	492	643
EBITDA	315	397	552	705
所得税	39	48	69	90
有效所得税率%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	240	296	423	553

资产负债表(百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	314	933	836	1,173
应收账款及应收票据	49	36	57	75
存货	121	180	241	299
其它流动资产	22	30	38	48
流动资产合计	506	1,179	1,172	1,596
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	481	754	900	1,131
在建工程	100	111	711	1,011
无形资产	53	80	111	145
非流动资产合计	651	963	1,740	2,305
资产总计	1,157	2,142	2,912	3,900
短期借款	30	0	0	0
应付票据及应付账款	265	350	470	594
预收账款	74	108	140	179
其它流动负债	187	233	285	345
流动负债合计	555	691	896	1,118
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	20	20	20	20
非流动负债合计	20	20	20	20
负债总计	575	711	915	1,137
实收资本	365	405	405	405
普通股股东权益	582	1,431	1,997	2,763
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	1,157	2,142	2,912	3,900

信息披露

分析师与研究助理简介

谢丽媛，家电行业首席分析师。复旦大学金融硕士，中央财经大学经济学学士。2017年新财富入围团队成员，2017、2018年金牛奖团队成员。曾在天风证券和华安证券分别担任家电行业研究员和新消费行业负责人。见解独到的新生代新消费研究员，擅长通过历史复盘、产业验证等多方面为市场提供真正的增量价值。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。