

火星人 (300894.SZ)

2021 年 06 月 11 日

集成灶行业风起，龙头新贵积极进取趋势向好

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

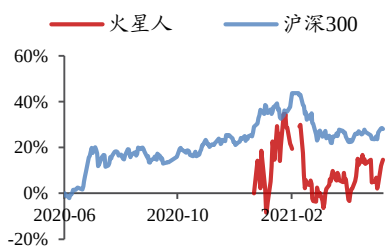
吕明（分析师）

lvming@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

日期	2021/6/10
当前股价(元)	58.74
一年最高最低(元)	71.20/34.05
总市值(亿元)	238.90
流通市值(亿元)	22.00
总股本(亿股)	4.05
流通股本(亿股)	0.38
近 3 个月换手率(%)	429.16

股价走势图



数据来源：贝格数据

● 国内集成灶行业龙头新贵趋势向好，首次覆盖给予“买入”评级

我们认为，集成灶作为近年家电涌现的高潜优质赛道，品类崛起大势所趋，解决用户痛点，对传统烟灶有较好的替代效果，渗透率有望快速增长。公司作为集成灶行业龙头新贵，有望继续受益市场规模的扩大。公司在保持原有产品、渠道、品牌、供应链等优势的基础上，继续加大研发投入和营销投入，升级扩充产品线、加速升级渠道布局和增强品牌建设，未来有望实现进一步的业绩增长。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润为 3.98/5.23/6.72 亿元，对应 EPS 为 0.98/1.29/1.66 元，当前股价对应 PE 为 59.8/45.5/35.4 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 竞争优势：品牌产品定位高端，重视研发构建壁垒，线上线下双轮驱动

公司具备较强的核心竞争力：（1）产品端，形成了以集成灶为主，水系类为辅的多元化产品矩阵，加大研发投入，构筑设计技术端的壁垒，实现产品快速迭代；（2）渠道端，线下以经销模式为核心，经销网络稳中向好；线上在市场份额保持行业第一，电商直销增速较快；制定线上专项返利政策，平衡渠道利益，促进融合发展；（3）品牌端，定位中高端，高举高打，多方式、重服务提升品牌势能，抢占消费者心智；（4）供应链端，针对上游通过以产定购+以销定产，熨平产销波动，针对下游借助 CSS 系统打通全渠道数据，实时把握终端市场最新动态。

● 未来增量：产品持续扩充，品牌形象强化，渠道布局完善

公司从生产线升级扩产，品牌建设增强，渠道升级加速三个维度拉动业绩进一步增长。（1）产品：募投项目有望突破产能瓶颈，扩大公司收入规模；通过持续的研发投入，积极扩充新品类，在发展集成灶品类外，将集成水槽和集成洗碗机等水洗类产品打造为公司第二大产品矩阵。（2）品牌：借助互联网内容营销风口，深化品牌高端形象，深化用户教育，抢占消费者心智，提升品牌溢价。（3）渠道：顺应电商新模式，巩固线上市场先发优势，进步扩大电商直营规模，在线下通过家居、建材等前置渠道开设新店，推进渠道下沉，构建更密集的全国经销网络。

● 风险提示：房地产市场波动风险、原材料价格波动风险、市场竞争加剧风险。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,326	1,614	2,239	2,885	3,603
YOY(%)	38.8	21.7	38.7	28.8	24.9
归母净利润(百万元)	240	275	398	523	672
YOY(%)	159.6	14.8	44.5	31.6	28.4
毛利率(%)	51.8	51.6	51.9	52.2	52.5
净利率(%)	18.1	17.0	17.8	18.1	18.6
ROE(%)	41.2	20.5	26.5	29.4	30.4
EPS(摊薄/元)	0.59	0.68	0.98	1.29	1.66
P/E(倍)	107.9	72.1	59.8	45.5	35.4
P/B(倍)	44.5	19.2	17.3	14.5	11.7

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 火星人：集成灶领域的后起之秀	5
1.1、 发展历程：从零起步，历时十年成长为集成化厨电龙头	5
1.2、 财务分析：规模业绩稳中有升，盈利能力优秀	6
1.3、 公司治理：股权结构稳定，激励措施完善	8
2、 集成灶行业：高潜优质新兴赛道，品类崛起大势所趋	8
2.1、 品类替代：传统烟灶增速放缓，集成灶持续高增长	8
2.2、 行业空间：渗透率提升空间大，2022 年零售规模预计达到 263 亿	10
2.3、 竞争格局：品牌集中度低，行业扩围阶段暂无价格战隐忧	11
2.4、 产品力：解决用户痛点，较传统烟灶具备竞争优势	12
3、 公司看点：品牌产品定位高端，全渠道协同发力	13
3.1、 产品端：形成多元化品类矩阵，研发体系支撑产品升级	13
3.1.1、 产品格局：以集成灶为主，打造多元化品类矩阵	13
3.1.2、 产品革新：三位一体研发机制，构筑技术壁垒	13
3.2、 渠道端：线上线下双轮驱动，共塑线上霸主地位	18
3.2.1、 线下：经销模式为核心，经销网络稳中向好	18
3.2.2、 线上：份额保持行业领先，电商直营持续高增长	20
3.2.3、 线上线下融合：公司制定专项返利政策，有效平衡渠道利益	22
3.3、 品牌端：定位中高端，高举高打提升品牌势能	23
3.4、 供应链端：熨平产销波动，加强终端掌控	25
4、 未来增量：新品扩充，品牌强化，渠道完善	26
4.1、 产品：新兴品类积极扩充，募投突破产能瓶颈	26
4.2、 品牌：高端形象深入人心，有望引领均价上行	27
4.3、 渠道：线上新模式拉动销量增长，渠道下沉扩充线下版图	28
5、 盈利预测与投资建议	29
5.1、 关键假设	29
5.2、 盈利预测与估值	29
6、 风险提示	30
附：财务预测摘要	31

图表目录

图 1： 火星人集成灶满足消费者多场景需求	5
图 2： 公司形成“线上+线下”双轮驱动的销售渠道结构	5
图 3： 专注集成灶业务，公司从集成灶小白快速发展为集成化厨电龙头	6
图 4： 2015-2017 公司总营收增速提升显著，2018 年后营收基本稳定增长	6
图 5： 集成灶业务为公司最大收入来源，2020 年集成灶业务收入占比 86.9%	6
图 6： 2015-2020 年公司归母净利润基本维持较高增速	7
图 7： 2016-2020 年公司毛利率处于同行业高位	7
图 8： 2015-2020 年公司毛利率较高系集成灶业务拉动	7
图 9： 2016-2020 年公司销售费用率高于可比公司	8
图 10： 2016-2020 年公司销售净利率波动较大	8
图 11： 公司股权较为稳定，实际控制人为黄卫斌	8

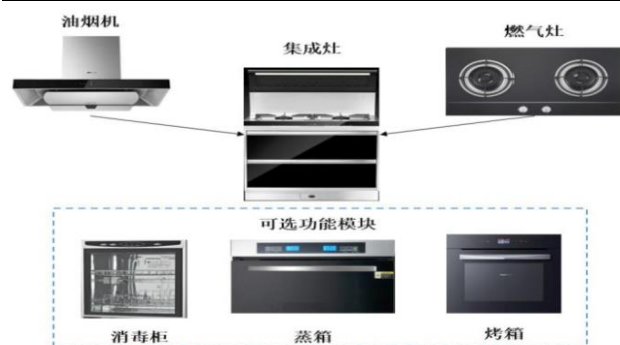
图 12:	2014-2020 年油烟机+燃气灶销售规模增速下滑	9
图 13:	2015-2020 年集成灶销售规模增长迅速	9
图 14:	2015-2020 年洗碗机市场销售规模增速较高	9
图 15:	2013-2019 年我国居民人均可支配收入逐年提升	9
图 16:	2006-2019 年我国城镇化水平逐渐提高	9
图 17:	2022 年集成灶渗透率预计达到 14.5%	10
图 18:	2022 年集成灶零售市场规模预计达到 263 亿元	11
图 19:	2020 年集成灶行业线上零售额 CR5 为 47%，火星人排名第一	11
图 20:	2020 年集成灶行业线下零售额 CR5 为 71.5%，火星人排名第三	11
图 21:	集成灶节省厨房空间，增加厨房空间利用率	12
图 22:	2015-2020 年公司收入以集成灶、集成水槽、集成洗碗机为主，其中集成灶占比最高	13
图 23:	公司具备较健全的技术研发管理体系，拥有三大研发部门	14
图 24:	2017-2020 年公司研发投入逐年增加	14
图 25:	2017-2020 年公司研发费用率位居行业中上水平	14
图 26:	2017-2020 年公司研发人员数量较快增长	15
图 27:	2017-2020 年公司研发人数高于可比公司	15
图 28:	2017-2019 年公司研发人员工资、奖金总额与人均工资及奖金逐年上涨	15
图 29:	公司在专利权及实用新型专利数量上占据优势	16
图 30:	公司采取“线上线下相结合，经销、直营和电商相结合”的销售模式	18
图 31:	公司销售模式多样化，其中经销模式占据主导，电商直营收入占比逐年提升	18
图 32:	经销为公司线下销售核心模式，线下直营占比逐年提升	18
图 33:	公司营销网络遍布全国，华东区与华中区经销门店数量居前二位	19
图 34:	2017-2019 年公司门店数逐年增长	19
图 35:	2017-2019 年公司对经销商的平均销售额逐年增长，仅次于浙江美大	19
图 36:	2017-2019 年公司线上收入高速增长，在主营业务中占比提升较快	21
图 37:	2017-2019 年公司电商直营收入规模与占比双双快速提升	21
图 38:	公司官旗在 2014 年、2016 年分别上线淘宝、京东，较早布局	21
图 39:	公司淘宝、京东平台粉丝量高于其他可比公司	22
图 40:	2017-2019 年公司线上销量专项返利逐年增长	22
图 41:	2019 年公司线上销量专项返利在所有返利中占比 83.66%	22
图 42:	2020 年 1-12 月公司集成灶线下均价高于美的	23
图 43:	2020 年 1-12 月公司集成灶线上均价高于美的	23
图 44:	2017-2020 年公司销售费用率高于可比公司	24
图 45:	2017-2020 年公司的销售人数占比高于浙江美大、亿田智能	24
图 46:	公司营销方式多样，借助新媒体通过多途径触达消费者	24
图 47:	2017-2020 年公司售后服务投入快速增长	25
图 48:	公司自创“火星人极速服务小哥”服务品牌	25
图 49:	公司以产定购的采购模式平抑产销波动	25
图 50:	2017-2020 年公司研发费用率呈现上升趋势	27
图 51:	2019-2020 年公司水洗类产品营收快速增长	27
图 52:	水洗类产品构筑公司多元化产品矩阵	27
图 53:	公司入选央视《工匠精神》纪录片，凸显制造实力	28
图 54:	公司通过参加展会提升品牌影响力	28
图 55:	公司布局抖音直播，借力新媒体升级销售渠道	28
图 56:	公司 2016-2020 年线下经销商、经销门店数量持续增长	29

表 1: 集成灶市场空间广阔, 2022 年零售规模预计达到 263 亿元.....	10
表 2: 集成灶吸油烟距离更短, 解决用户痛点	12
表 3: 2011-2020 年, 公司战略产品以集成灶为主, 品类矩阵逐渐丰富	13
表 4: 除自主研发外, 公司与外部企业开展合作研发, 借用外部优势资源提升效率	14
表 5: 公司 8 项核心技术主要应用于集成灶与集成洗碗机.....	16
表 6: 公司产品多次获得设计界权威奖项, 研发实力认可度较高.....	16
表 7: 公司产品上新速度较快, 不断迭代升级	17
表 8: 公司对经销商有着全面细致的管理规范	20
表 9: 公司对经销商的返利模式较为全面且有牵引力	20
表 10: 公司线上线下渠道适配差异化的产品组合	22
表 11: 公司线上销量专项返利政策平衡线上线下矛盾	23
表 12: 2017-2019 年公司集成灶产能利用率、产销率较高	26
表 13: 公司 IPO 项目募集资金将用于提升产能	26
表 14: 可比厨电公司估值情况	29

1、火星人：集成灶领域的后起之秀

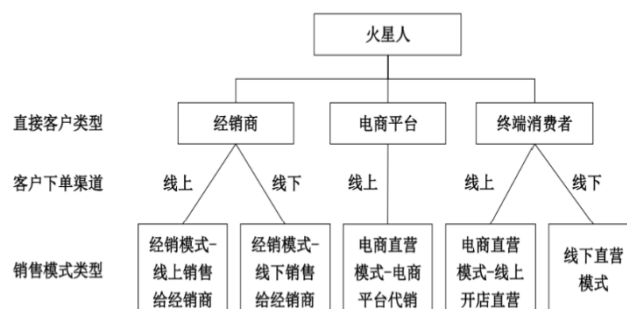
公司专注集成灶领域，是集成灶行业内的优势企业，致力于解决厨房油烟问题，助力打造中国新型开放式厨房。公司于 2010 年成立，2020 年 12 月 31 日在深交所挂牌上市。（1）**主营业务方面**：公司时刻聚焦市场需求，坚持研发创新和升级。在专业开展集成灶业务的基础上，公司将集成化理念投入全新场景，不断丰富产品矩阵，推出集成水槽、集成洗碗机等一体化的新型厨电产品并配套橱柜与嵌入式电器。（2）**品牌方面**：火星人品牌主攻中高端客户群体，坚持产品品质与售后服务保障并重。（3）**渠道方面**：公司布局完善，形成以强大的市场营销网络为核心，“线上+线下”双轮驱动的立体营销体系，覆盖经销商、电商平台和工程等渠道。

图1：火星人集成灶满足消费者多场景需求



资料来源：公司招股说明书

图2：公司形成“线上+线下”双轮驱动的销售渠道结构



资料来源：公司招股说明书

1.1、发展历程：从零起步，历时十年成长为集成化厨电龙头

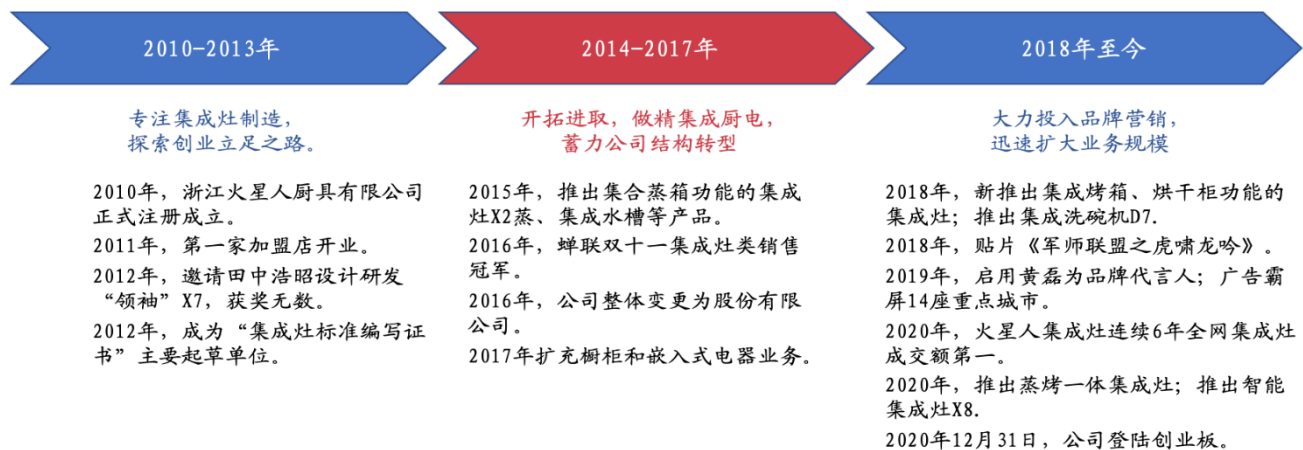
根据公司产品、营销和渠道的丰富和完善，我们将其发展历程划分为三个阶段：

2010-2013 年，专注集成灶制造，探索创业立足之路。2010 年，浙江火星人厨具有限公司正式注册成立。2012 年，由公司斥巨资邀请日本国宝级设计大师田中浩昭设计研发的“领袖”X7 上市，该产品收获德国 IF 设计金奖等多个奖项，使火星人品牌得以初步获得消费者关注。同年火星人成为行业“集成灶标准编写证书”主要起草单位。该阶段为公司集成灶业务的发展奠定基础。

2014-2017 年，开拓进取，做精集成厨电，蓄力公司结构转型。2015 年，公司结合中国家庭饮食习惯推出集合蒸箱功能的集成灶，并主动拓展集成化理念应用场景，推出集成水槽产品，开启集成厨电业务布局。同时，公司关注产品售后服务及物流体验，致力打造上门入户的一体化物流体系，实现 12 小时上门服务 75% 到达率。2016 年，公司整体变更为股份有限公司。2017 年公司进一步开拓橱柜以及嵌入式电器业务。

2018 年至今，大力投入品牌营销，业务规模迅速扩张。在该阶段，公司持续推出集成洗碗机以及兼具烤箱、烘干柜等功能的集成灶，逐步实现产品多元化。与此同时，公司通过启用黄磊为品牌代言人、植入电视剧、投放大屏地标广告、入驻内容平台和装修类 app 等方式积极营销，促进良好品牌形象建立，推动盈利能力持续提升。2020 年，火星人集成灶连续 6 年蝉联全网集成灶成交额第一；同年底，公司正式登陆创业板，完成上市。

图3：专注集成灶业务，公司从集成灶小白快速发展为集成化厨电龙头



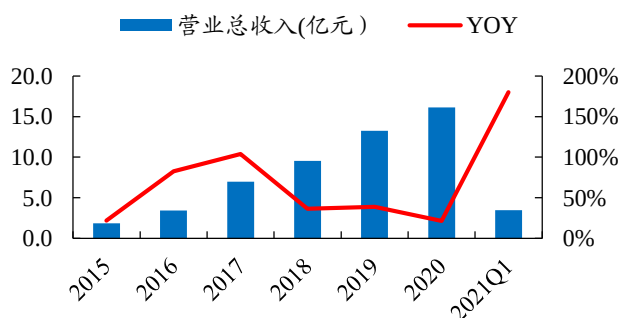
资料来源：公司官网、公司招股说明书

1.2、财务分析：规模业绩稳中有升，盈利能力优秀

公司总营收持续向上增长，2018年后增速基本维稳。2015-2020年，公司总营收由1.88亿元提升至16.14亿元，CAGR为53.74%，增长显著。2018-2019年，总营收增速分别为36.48%、38.77%，在较优增速区段趋于稳定。2020年公司总营收16.14亿元，较2019年同比增长21.71%，本期营收保持增长主因公司快速针对疫情调整战略，电商直营贡献较大所致。

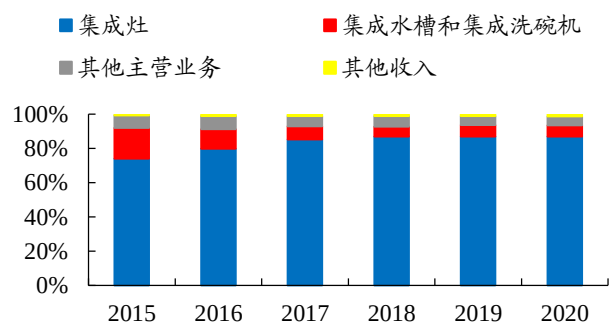
分业务看，集成灶业务贡献最大份额。2015-2020年，集成灶主导公司营收并不断提高贡献率，占比由74.1%上涨至86.9%。除集成灶业务持续发力外，集成灶洗碗机于2016年首次面世后跻身主要营收来源。2020年，集成灶水槽和洗碗机营收1.06亿元，占比6.6%。

图4：2015-2017公司总营收增速提升显著，2018年后营收基本稳定增长



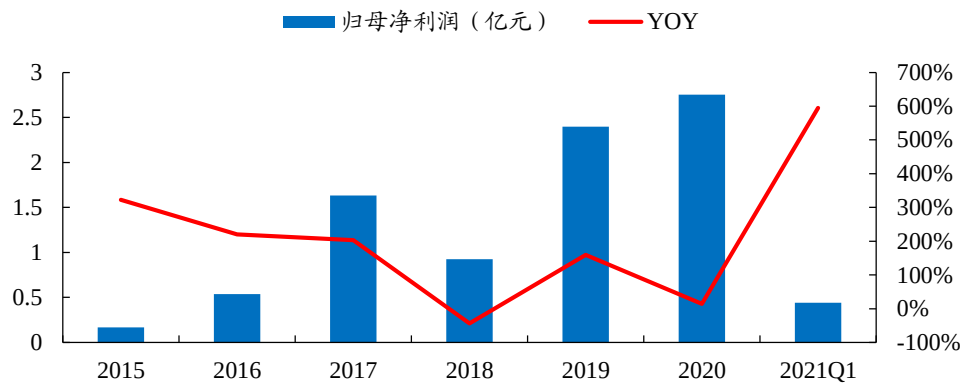
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图5：集成灶业务为公司最大收入来源，2020年集成灶业务收入占比86.9%



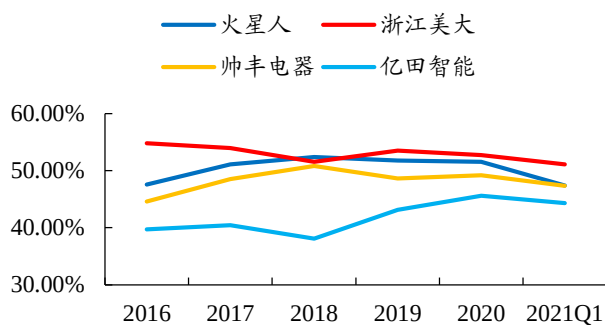
数据来源：公司公告、开源证券研究所

归母净利润呈高速增长态势。2015-2020年，公司归母净利润由0.17亿元上涨至2.75亿元，CAGR为74.97%。高于营收CAGR（53.74%），体现公司较好的费用把控能力。2018年归母净利润同比增速-43.39%，处于低点，系受当年确认股份支付费用影响。

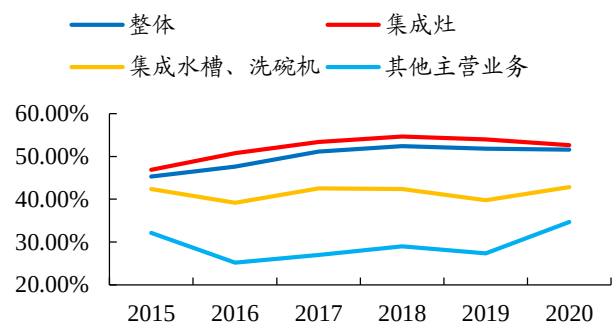
图6：2015-2020 年公司归母净利润基本维持较高增速


数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司毛利率处于同行业高位，集成灶业务高毛利率拉动作用。2015-2020 年，公司整体毛利率维持在 50% 上下并存在小幅提升，至 2020 年公司毛利率为 51.58%，位居行业高位。分品类看，公司集成灶毛利率始终高于集成水槽与集成洗碗机和其他主营业务，拉动整体毛利率提升。

图7：2016-2020 年公司毛利率处于同行业高位


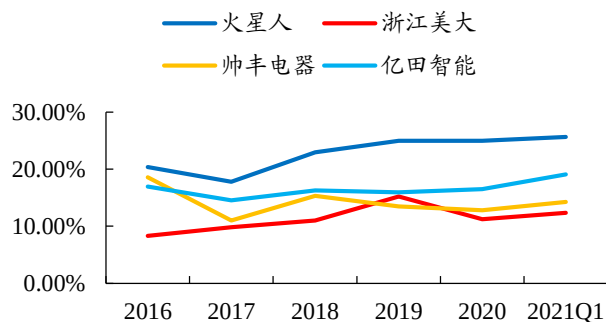
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图8：2015-2020 年公司毛利率较高系集成灶业务拉动


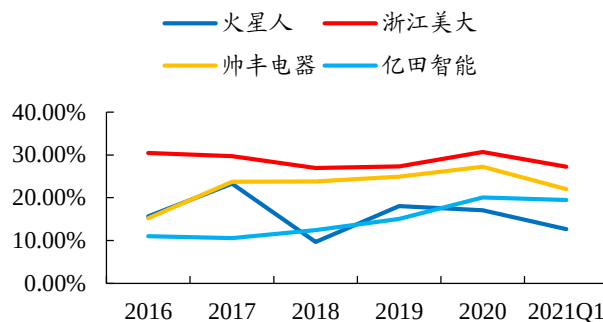
数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司销售费用率持续处于行业较高水平。2017 年以来，公司销售费用率不断提升，并始终高于同行业可比公司浙江美大、帅丰电器和亿田智能，主因公司现阶段策略注重营销推广和品牌渠道建设，2020 年公司销售费用率为 24.97%，同比持平，未来有望伴随规模效应的显现实现降费提效。

受高费用率影响，公司整体净利率波动较大。2016 年以来公司净利率波动较大，主要受毛利率及费用率共同作用所致，期间内，公司注重前瞻性战略布局，在扩大品牌效应的同时加大产品研发投入，销售及研发费用逐年上调，导致整体净利率有所拉低。2020 年净利率为 17.05%，未来伴随产品升级和效率改善，盈利能力提升空间较大。

图9：2016-2020 年公司销售费用率高于可比公司


数据来源：公司公告、开源证券研究所

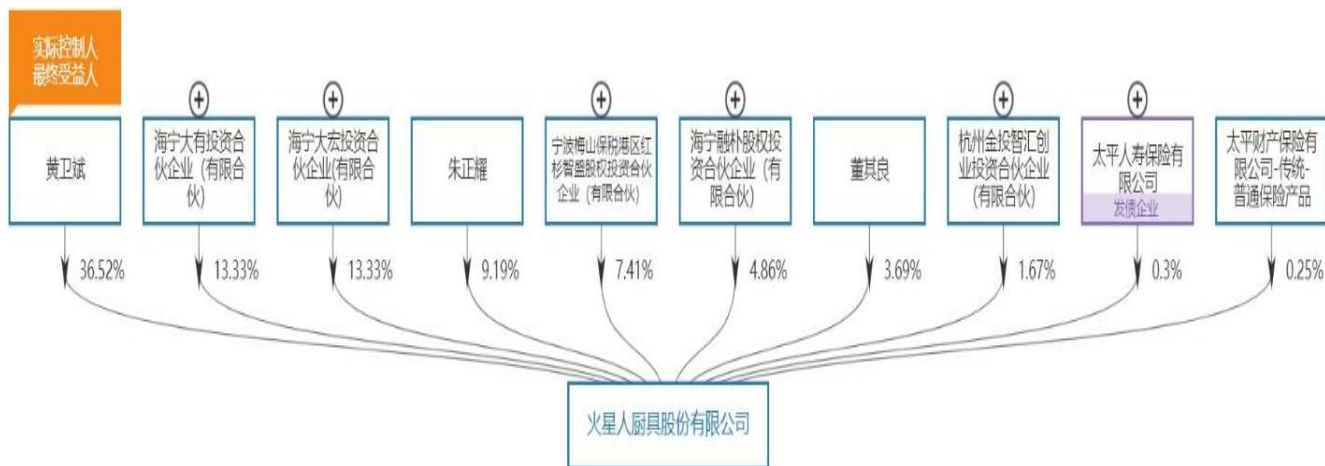
图10：2016-2020 年公司销售净利率波动较大


数据来源：公司公告、开源证券研究所

1.3、公司治理：股权结构稳定，激励措施完善

公司股权结构稳定，实际控制人为公司董事长兼总经理黄卫斌。截至 2021Q1，黄卫斌直接持有公司 36.52% 的股份，并通过担任海宁大有、海宁大宏执行事务合伙人分别间接控制公司 13.33%、13.33% 的股份，合计控制公司 63.18% 的股份，为公司控股股东及实际控制人。稳定的股权结构，有望使得公司的顶层战略的执行推进有长期的延续性。

激励机制完善，强化公司管理层利益一致性。公司股东中的海宁大有、海宁大宏系员工持股平台，多位公司骨干通过持股该平台间接获得公司股权，绑定公司利益。截至目前，公司已于 2018 年和 2019 年进行 2 次现金分红，分别为 13500.00 万元和 6561.00 万元，并于 2018 年向全部股东转增股本 10692.00 万元。通过持有股份、现金分红等激励措施，公司提高了公司管理团队和业务骨干的积极性和凝聚力，持续激发经营活力。

图11：公司股权较为稳定，实际控制人为黄卫斌


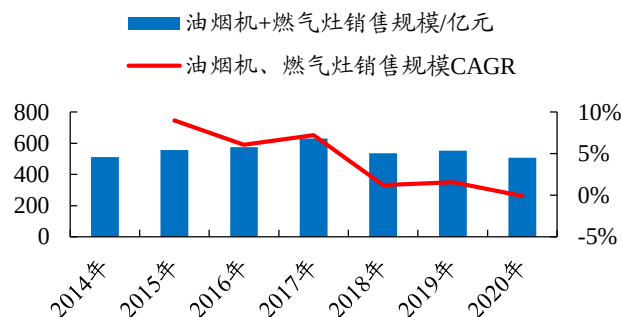
资料来源：Wind

2、集成灶行业：高潜优质新兴赛道，品类崛起大势所趋

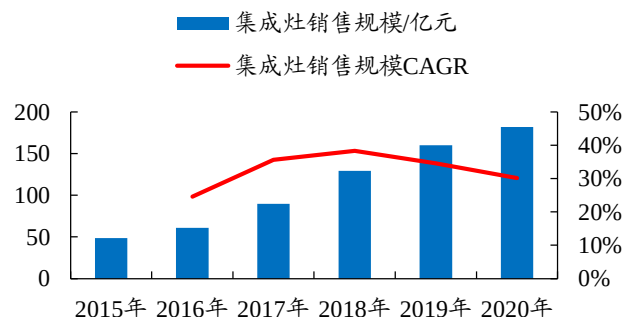
2.1、品类替代：传统烟灶增速放缓，集成灶持续高增长

传统烟机灶具品类需求增速放缓，新兴品类集成灶市场快速发展。根据奥维云

网统计,受集成灶产品替代效应影响,我国传统厨电油烟机+燃气灶零售规模2018年开始增速下滑;2015年-2020年,集成灶零售额从48.8亿元增加至161.5亿元,CAGR达30.14%,集成灶市场快速发展。

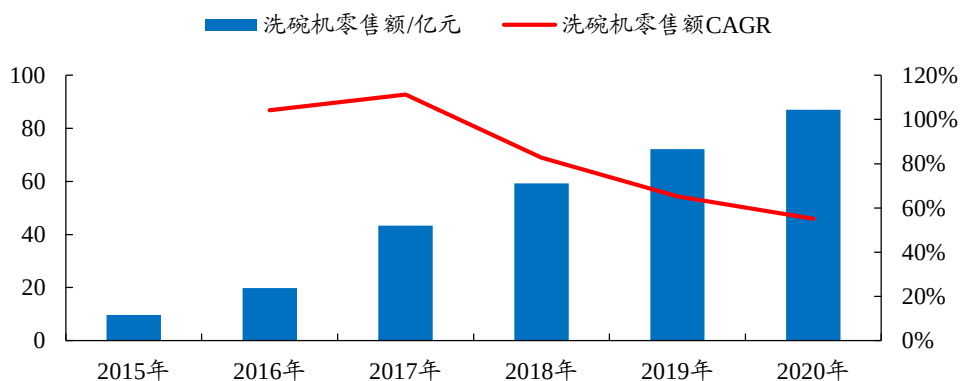
图12: 2014-2020年油烟机+燃气灶销售规模增速下滑


数据来源: 奥维云网、开源证券研究所

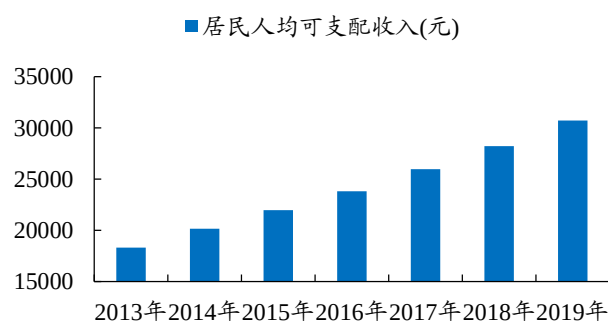
图13: 2015-2020年集成灶销售规模增长迅速


数据来源: 奥维云网、开源证券研究所

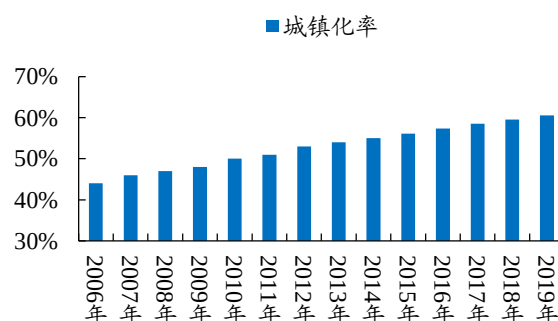
洗碗机市场规模有望继续保持较高增速。受益于疫情下居民生活习惯改变,洗碗机市场近年来销售规模增速较高,2020年销售额87亿元,2015年-2019年CAGR达55.08%,随着未来我国城镇化水平提高、人均可支配收入提升,高增速有望维持。

图14: 2015-2020年洗碗机市场销售规模增速较高


数据来源: 奥维云网、开源证券研究所

图15: 2013-2019年我国居民人均可支配收入逐年提升


数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

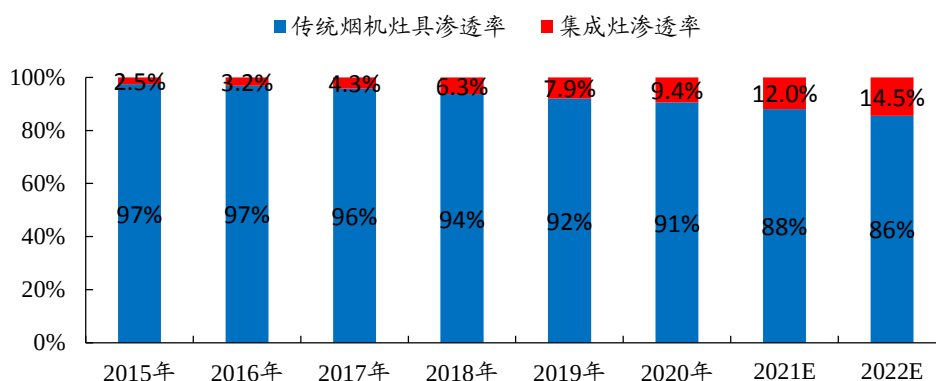
图16: 2006-2019年我国城镇化水平逐渐提高


数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

2.2、行业空间：渗透率提升空间大，2022 年零售规模预计达到 263 亿

集成灶尚处于品类导入期，渗透率未来有较大提升空间。根据奥维统计数据，通过公式渗透率=集成灶零售量/集成灶和油烟机合计零售量，测算得 2020 年集成灶渗透率仅 9.4%，假设 2021 年-2022 年集成灶渗透率年均提升 2.5pct，2022 年集成灶渗透率预计将提升至 14.5%。

图17：2022 年集成灶渗透率预计达到 14.5%



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

集成灶市场空间广阔，2022 年零售规模预计达到 263 亿元。2020 年集成灶市场零售规模 182 亿元，且增速较快，2015 年-2020 年 CAGR 达到 30%；为了测算 2021-2022 年集成灶零售市场规模，我们做如下假设：

2020 年烟灶整体零售量（含传统烟灶+集成灶）同比下降 5.9%，假设 2021-2022 年每年下降 3%；

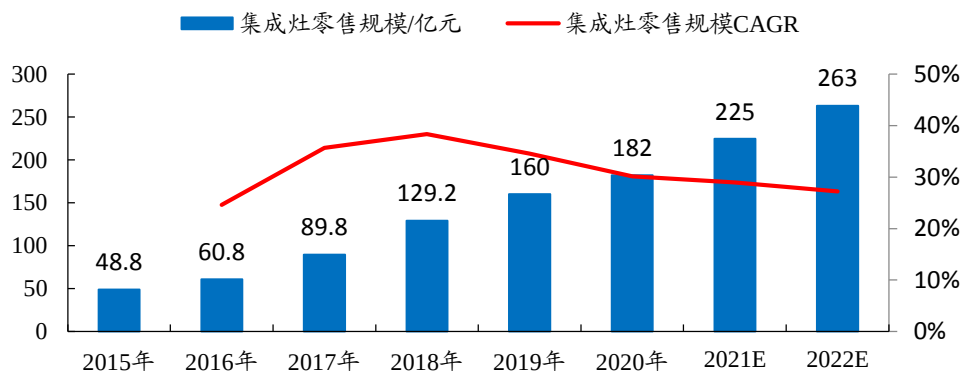
2020 年集成灶渗透率 9.4%，假设 2021-2022 年每年提升 2.5pct；

我们预测 2021、2022 年集成灶零售市场规模将达到 225、263 亿元，市场空间广阔。

表1：集成灶市场空间广阔，2022 年零售规模预计达到 263 亿元

类别	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
传统烟灶零售量 (万)	2839.2	2587.5	2470.0	2283.0	2151.9	2028.1
集成灶零售量 (万)	126.7	174.8	212.5	238.0	293.4	343.9
集成灶渗透率	4.3%	6.3%	7.9%	9.4%	12.0%	14.5%
烟灶整体需求 (万)	2966.0	2762.0	2680.0	2521.0	2445.4	2372.0
yoy		-6.9%	-3.0%	-5.9%	-3.0%	-3.0%
集成灶零售均价 (元)	7087.6	7391.3	7529.4	7655.5	7655.5	7655.5
集成灶零售规模 (亿元)	89.8	129.2	160.0	182.2	224.6	263.3

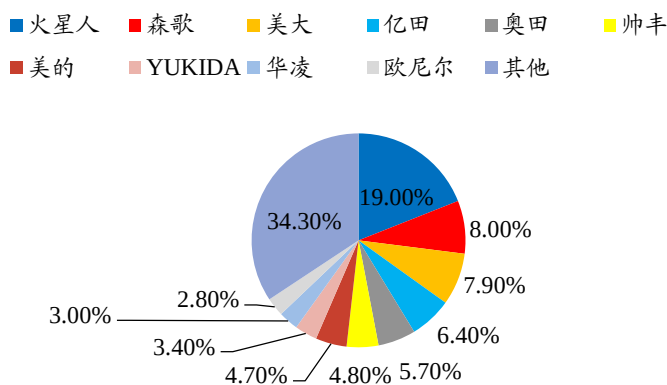
数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图18: 2022 年集成灶零售市场规模预计达到 263 亿元


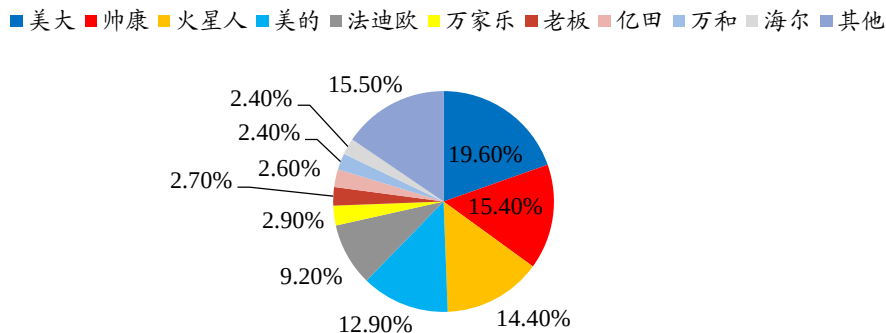
数据来源：奥维云网、开源证券研究所

2.3、竞争格局：品牌集中度低，行业扩围阶段暂无价格战隐忧

线上线下市场，火星人市占率均较高。2020 年集成灶行业线上销售额 CR5 为 47%，其中火星人线上市场份额占据 19%，领先优势明显；2020 年集成灶行业线下销售额 CR5 为 71.5%，相对于线上格局更为稳固，火星人份额 14.4%，位居头部阵营。

图19: 2020 年集成灶行业线上零售额 CR5 为 47%，火星人排名第一


数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图20: 2020 年集成灶行业线下零售额 CR5 为 71.5%，火星人排名第三


数据来源：奥维云网、开源证券研究所

2.4、产品力：解决用户痛点，较传统烟灶具备竞争优势

集成灶的吸油烟距离更短，较传统油烟机吸油烟效果强。吸油烟效果是集成灶的核心竞争优势，集成灶通过缩短距离的方式提升吸油烟能力，吸风口距离锅口 130 毫米左右，远小于顶式吸油烟机 550 毫米、侧吸式吸油烟机 380 毫米的吸油烟机距离，相比传统吸油烟机（顶式吸油烟机、侧吸式吸油烟机）油烟洗净率更高，具体差异如下表所示：

表2：集成灶吸油烟距离更短，解决用户痛点

类型	技术特点
顶式吸油烟机	距离锅口 550 毫米左右进行吸烟，油烟在上升的过程中已经部分扩散，无法全部吸除；锅口到后壁的距离在 165 毫米左右，后面空间较大，厨房内空气流动对油烟的飘散有一定影响
侧吸式吸油烟机	距离锅口 380 毫米左右进行吸烟，虽然距离比顶式吸油烟机距离要近，存在油烟在上升过程中扩散的情况
集成灶	吸风口距离锅口 130 毫米的距离，及时在油烟没有扩散前进行吸净；锅口距离后壁的距离在 85 毫米左右，距离相对较小，厨房空气流动对油烟的飘散影响较小

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

节省厨房空间，增加厨房空间利用率。我国居民家庭厨房空间普遍在 6 平方米左右，还要放置多种厨房家电产品。集成灶将油烟机、燃气灶、消毒柜等厨电集成化，可以提高厨房空间使用率，将受到更多用户青睐。传统厨电套装油烟机与燃气灶为独立产品，占用较大空间。

图21：集成灶节省厨房空间，增加厨房空间利用率



资料来源：火星天猫旗舰店

集成化设计易于清洁维护。传统油烟机安装位置较高，超出了日常清洁的距离范围，清洁维护工作难度较高。集成灶采用模块化设计，各部分拆卸简单，易于日常清洁维护，优势明显。

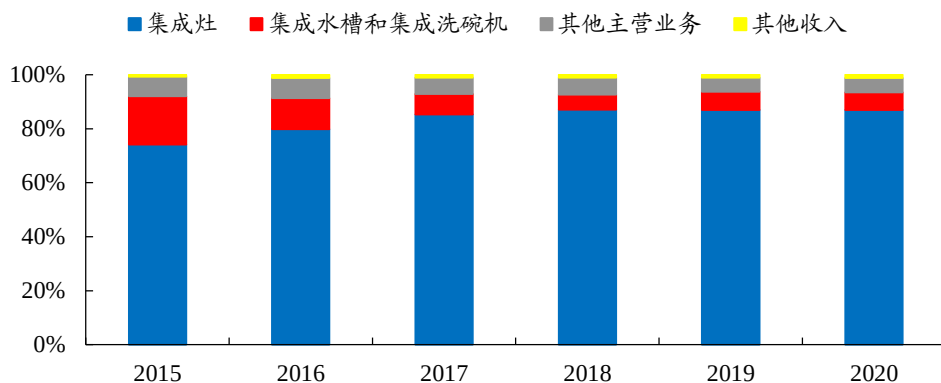
3、公司看点：品牌产品定位高端，全渠道协同发力

3.1、产品端：形成多元化品类矩阵，研发体系支撑产品升级

3.1.1、产品格局：以集成灶为主，打造多元化品类矩阵

公司产品以集成灶、集成水槽、集成洗碗机为主，其中集成灶为大单品。公司专业从事新型厨房电器产品的研发、设计、生产与销售业务，核心产品为集成灶（2011年首推）、集成水槽（2015年首推）与集成洗碗机（2018年首推）系列产品，2017-2020年三者合计收入占比稳定在94%左右，同期公司大单品集成灶收入占比稳超86%。另外，公司将产品线延伸至整体橱柜与嵌入式电器（主要为嵌入式烤箱、蒸箱等），以实现配套销售，满足消费者一站式购物与厨房定制的需求。

图22：2015-2020年公司收入以集成灶、集成水槽、集成洗碗机为主，其中集成灶占比最高



数据来源：公司公告、开源证券研究所

表3：2011-2020年，公司战略产品以集成灶为主，品类矩阵逐渐丰富

时间（年）	重要品类/产品发布
2011	首款集成灶
2012	X7集成灶
2015	集成水槽
2018	D7集成洗碗机
2020	橱柜、蒸烤一体款集成灶、第四代集成灶X8

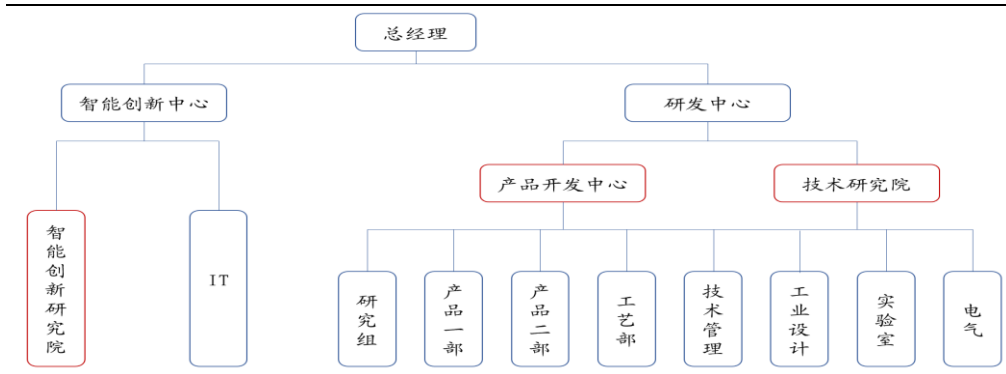
资料来源：公司官网、开源证券研究所

3.1.2、产品革新：三位一体研发机制，构筑技术壁垒

公司已建立较健全的技术研发管理体系，三大研发部门各司其职，自主与合作研发并行提升效率。公司已拥有智能创新中心与研发中心，下设三大研发部门，其中智能创新研究院负责产品的智能化设计，技术研究院负责产品线规划、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，产品开发中心负责具体产品或技术的落地生产。

外部合作提升研发效率。除自主研发外，公司还与上海埃爱智能科技、浩汉工业产品设计等外部企业，在产品创新与外观设计上开展合作，利用外部资源提升开发效率。

图23: 公司具备较健全的技术研发管理体系, 拥有三大研发部门



资料来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

表4: 除自主研发外, 公司与外部企业开展合作研发, 借用外部优势资源提升效率

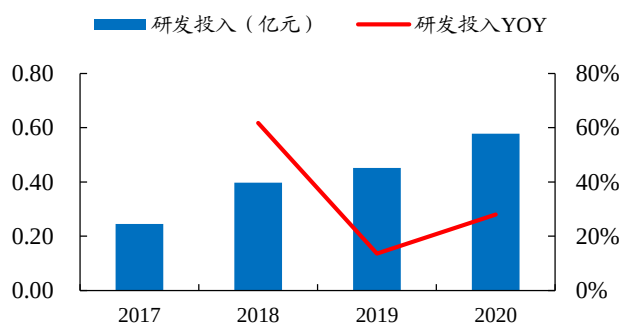
项目名称	合作方	协议签署日	协议内容简介	知识产权及产品成果归属
技术服务合同	上海埃爱智能科技	2019.1.10	1、合作期间完成 5 款产品设计; 2、指导、培训服务	火星人
两款定制化集成灶产品策略及创新产品设计项目	杭州洛可可创新设计	2019.4.12	京东、天猫定制款集成灶产品的创新策略方案及两款集成灶的外观设计	火星人
一款 Q6 高端集成灶外观设计项目	浩汉工业产品设计 (上海)	2019.5.15	创新的外观设计	火星人
火星人集成灶产品创新与外观设计	上海龙域工业设计	2019.5.28	产品创新与外观设计	火星人
一款厨房垃圾处理器外观设计	上海埃爱智能科技	2019.11.5	厨房垃圾处理器外观设计	火星人
Q6BC01 集成灶项目控制板及软件	深圳拓邦股份	2020.1.10	电源板、控制板、手势板、通讯板的软硬件开发	深圳拓邦

资料来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

公司重视产品研发, 多方面助力研发体系建设:

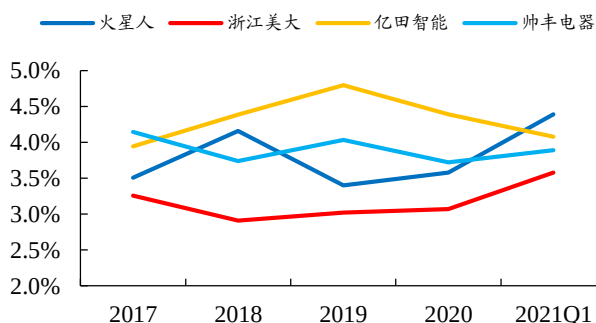
(1) **加大资金投入:** 2017-2020 年公司研发投入逐年增加, 2020 年研发投入 0.58 亿, 同比增长 28%; 2017-2020 年研发费用率始终保持在 3.40% 以上, 高于浙江美大, 位居行业中上水平。2021Q1 公司研发费用率 4.39%, 高于其他可比公司, 持续夯实技术实力, 构建技术壁垒。

图24: 2017-2020 年公司研发投入逐年增加



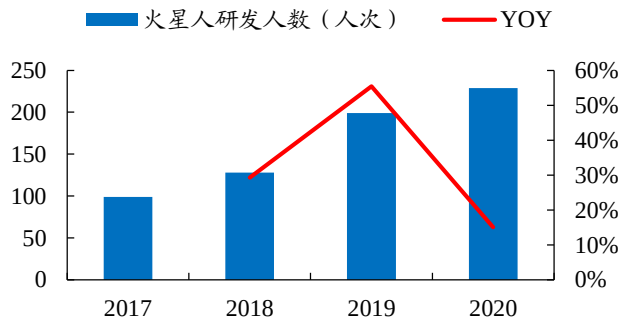
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图25: 2017-2020 年公司研发费用率位居行业中上水平

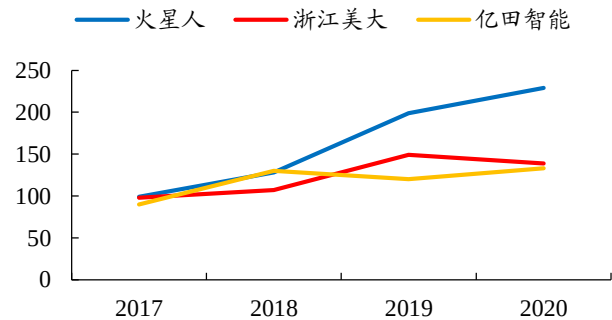


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

(2) 持续引进人才：2017-2020 年公司研发人员数量占比由 10.84% 上升至 12.08%，对应人数由 99 人提升至 229 人，数量上高于同期浙江美大与亿田智能，其中 2019 年人数同比增长 55%，主因公司在 2018 年 9 月成立了智能创新研究院带来 2019 年研发人员数大幅增加。

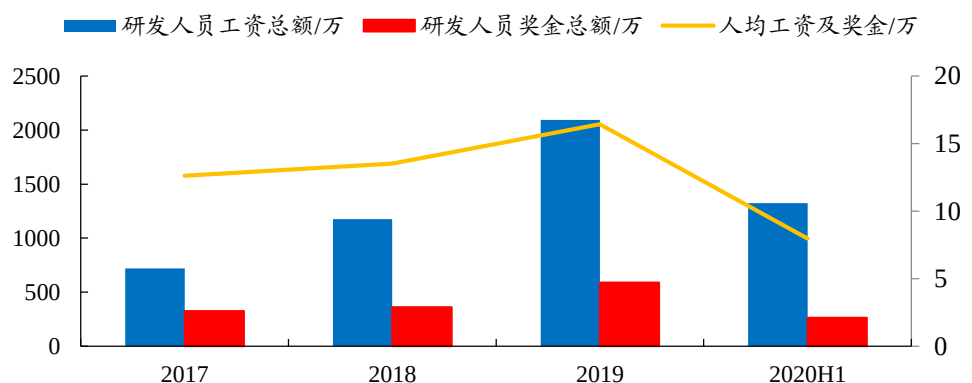
图26：2017-2020 年公司研发人员数量较快增长


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图27：2017-2020 年公司研发人数高于可比公司


数据来源：公司公告、开源证券研究所

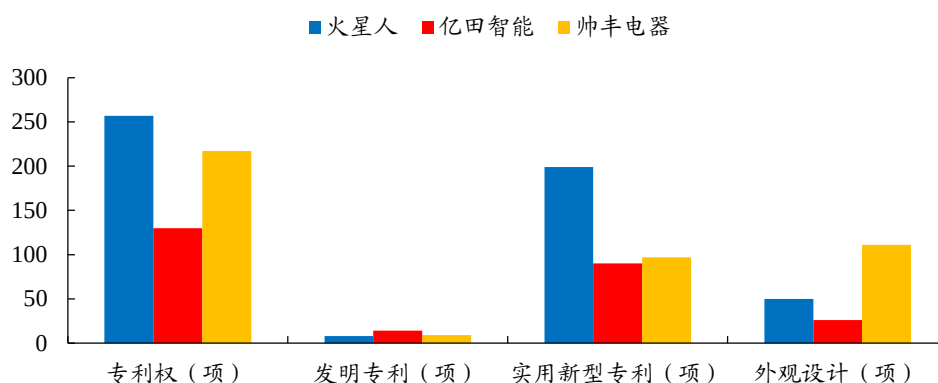
(3) 推行研发激励机制：公司制定有《研发激励管理制度》，激励措施包括项目激励、工业设计激励、外观获奖激励、研究课题激励等，其中项目激励与项目难度、设计质量和进度挂钩，按照全新产品线的新产品、原有产品线的新产品、产品改进类和部分改进四个档别进行考核，并分配奖金。此外，公司核心技术人员均通过员工持股平台间接持有公司股份，与公司利益绑定利于激发员工积极性。

图28：2017-2019 年公司研发人员工资、奖金总额与人均工资及奖金逐年上涨


数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

在高度重视下，公司研发成果颇丰，产品迭代较快：

(1) 专利方面，公司专利权数量较多，核心技术主要应用于集成灶与集成洗碗机。公司善于将研发成果有效转化并应用于工业化生产，截至 2020 年 12 月 31 日，公司拥有专利权 257 项，包括 8 项发明专利、199 项实用新型专利与 50 项外观设计专利，相较于亿田智能与帅丰电器，公司在专利权及实用新型专利数量上占据优势。此外，公司核心技术研发主要集中在集成灶的燃烧、吸油烟、消毒、蒸箱等方面及集成洗碗机的果蔬清洗、超声波清洗等方面，相关技术均为原始创新，有望构建技术壁垒。

图29：公司在专利权及实用新型专利数量上占据优势


数据来源：公司公告、开源证券研究所（截至2020年12月31日）

表5：公司8项核心技术主要应用于集成灶与集成洗碗机

技术名称	取得方式	产品应用	专利申请日
燃烧器技术	原始创新	集成灶	2012.8.8
蒸汽炉技术	原始创新	集成灶产品中的蒸箱模块	2014.12.30
风机技术	原始创新	集成灶	2015.11.12
吸油烟技术	原始创新	集成灶	2010.4.1
消毒柜技术	原始创新	集成灶产品中的消毒柜模块	2015.11.12
烤箱技术	原始创新	集成灶产品中的烤箱模块	2018.6.29
餐具清洁技术	原始创新	集成洗碗机	2016.9.23
果蔬清洁技术	原始创新	集成洗碗机	2017.3.8

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

（2）奖项方面，公司产品多次获得设计界权威奖项，研发实力认可度较高。凭借较强的技术研发能力，公司部分产品具备较高的认可度，例如公司设计推出的“X7”集成灶产品荣获了“IF 设计金奖”、“红点设计奖”、“中国设计红星奖”以及“AWE2020 艾普兰奖优秀产品奖”等国内外知名奖项。另外由于研究成果丰硕，公司被认定为浙江省级高新技术企业研究开发中心、省级工业设计中心、省级企业研究院、省科技型中小企业，以及2019年度获得国家知识产权优势企业的称号，研发实力认可度较强。

表6：公司产品多次获得设计界权威奖项，研发实力认可度较高

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

获奖时间	获奖名称	获奖产品	颁奖单位
			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：公司招股说明书、开源证券研究所

(3) 产品推新方面，公司产品迭代速度较快，上新频率符合预期。公司顺应多样化的市场需求，及时推出新品，2019 年先后推出 Q3BX、Q3BZ、E2BZ 等 12 个型号的新款集成灶，取得较好的市场反馈；2020 年公司推出集成灶旗舰 X8，该产品搭载了 39 项智能创新设计，引领行业智能化风潮。2021 年公司预计推出 50+ 新款产品，用更精致的外观与更高的性价比来促进产品销量的增长。

表7：公司产品上新速度较快，不断迭代升级

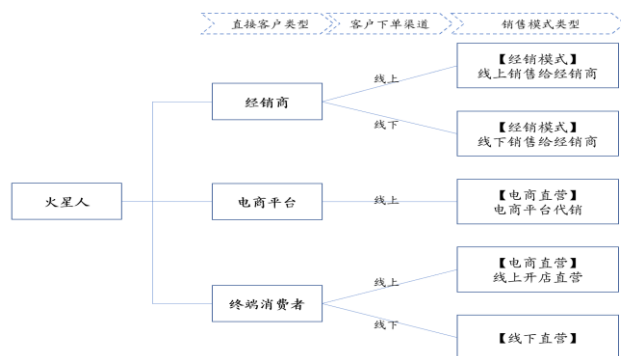
产品分类	产品型号	功能组合	上市时间
集成灶	JJZT-E5BC01	烟灶+蒸烤一体	2020-9
集成灶	E5B/C	烟灶+蒸烤一体	2020-9
集成灶	JJZT-E3B/X	烟灶+消毒柜	2020-9
集成灶	JJZT-E3G/X	烟灶+消毒柜	2020-9
集成灶	E2B/Z	烟灶+蒸箱	2020-8
集成灶	Q2B/X	烟灶+消毒柜	2020-3
集成灶	E52B/X	烟灶+消毒柜	2019-8
集成灶	JJZT-E52B/Z	烟灶+蒸箱	2019-8
集成灶	E52B/X	烟灶+消毒柜	2019-8
集成灶	E2G/H	更多功能	2018-10
集成灶	JJZT-E2B/H	更多功能	2018-10
集成灶	E2G/H	更多功能	2018-10
集成灶	JJZT-E2B/H	更多功能	2018-10
集成灶	JJZT-E3G/X	烟灶+消毒柜	2017-8
集成灶	JJZT-E3B/X12	烟灶+消毒柜	2017-8
集成灶	JJZT-E3B/X	烟灶+消毒柜	2015-8

资料来源：公司苏宁自营旗舰店、开源证券研究所

3.2、渠道端：线上线下双轮驱动，共塑线上霸主地位

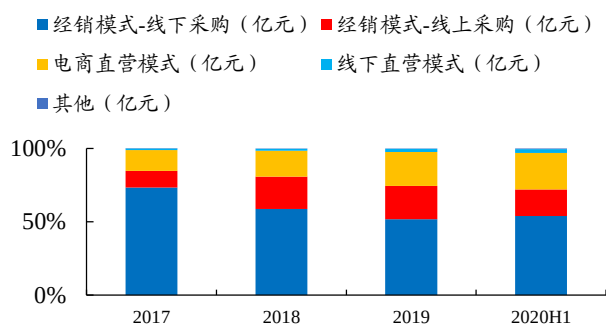
整体来看，公司销售模式多样化，包括经销、电商直营与线下直营等。其中，经销模式 2020H1 占比约 72%，按进货来源可分为线上采购（30%）与线下采购（70%）。电商直营模式 2020H1 占比约 25%，主要集中在天猫（34%）、京东（62%）与苏宁易购（4%），可分为“线上开店直营”与“电商平台代销”。线下直营 2020H1 占比不足 3%，主因较高的人工、租金等运营成本及售后服务成本导致整体投资回报较低，公司在线下更偏好经销模式。

图30：公司采取“线上线下相结合，经销、直营和电商相结合”的销售模式



资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

图31：公司销售模式多样化，其中经销模式占据主导，电商直收入占比逐年提升

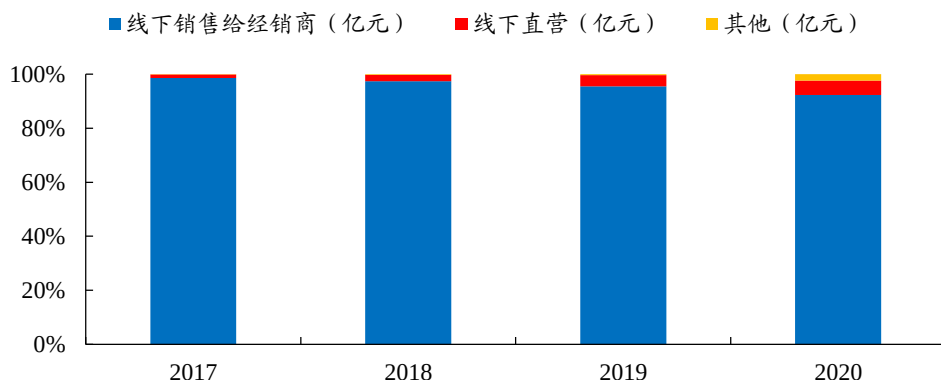


数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所（注：其他销售模式包括 KA 卖场、工程项目等。）

3.2.1、线下：经销模式为核心，经销网络稳中向好

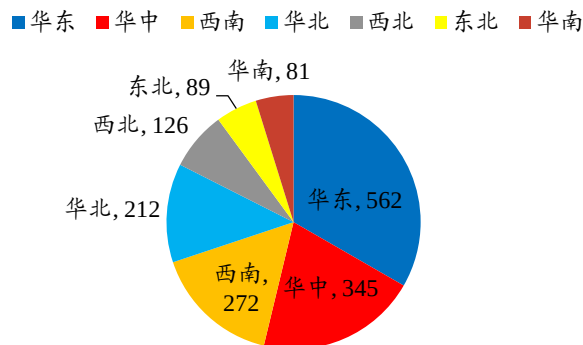
经销为线下销售核心，直营保持较快增长。2017-2019 年公司线下营收由 5.16 亿元提升至 7.12 亿元，CAGR 为 17.49%，增长稳定。拆分来看，同期经销模式（此处指公司将货物从线下销售给经销商）营收由 5.08 亿元提升至 6.08 亿元，在线下收入中占比一直稳超 95%，为线下核心；线下直营收入规模虽不足 0.3 亿元，但 CAGR 高达 102.47%，拥有一定的增长潜力。

图32：经销为公司线下销售核心模式，线下直营占比逐年提升



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

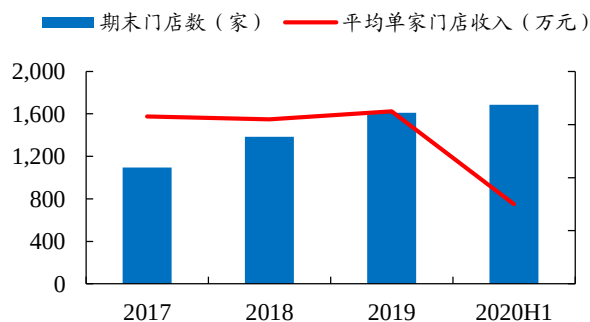
由于集成灶安装属性和售后服务属性较强，公司重视线下渠道布局，构建了从重点城市到地方城市的全国性经销网络，于“量质双升”中呈现稳中向好态势。

图33: 公司营销网络遍布全国, 华东区与华中区经销门店数量居前二位


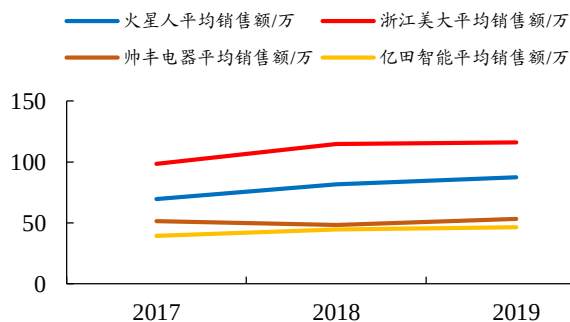
数据来源: 公司招股说明书、开源证券研究所 (数据截至 2020H1)

(1) 门店“量质双升”。量: 2017-2019 年公司经销门店数由 1096 家迅速提升至 1611 家, 年均净增约 258 家, CAGR 为 21.24%, 整体增长稳健。2020H1 经销门店数提升至 1687 家, 营销网点已覆盖国内 31 个省、自治区及直辖市。质: 2017-2019 年经销门店平均收入由 63 万元提升至 65 万元, 且 2019 年公司经销单店收入高于浙江美大与帅丰电器, 位居行业高位。

(2) 代理“量质双升”。量: 2017-2019 年公司经销商数量由 844 家迅速提升至 1208 家, CAGR 为 19.64%, 至 2020H1 进一步增至 1242 家, 随着公司渠道在三四线城市的逐渐下沉, 经销商数量有望进一步增加。质: 2017-2019 年公司对经销商的平均销售额为稳健增长, 2019 年达到 87.35 万元, 仅次于浙江美大。

图34: 2017-2019 年公司门店数逐年增长


数据来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

图35: 2017-2019 年公司对经销商的平均销售额逐年增长, 仅次于浙江美大


数据来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

从渠道角度看, 公司经销网络“稳中向好”有几个支撑点:

(1) 扁平化经销体系易于管控。公司对单家经销商销售区域拥有明确规定, 每一区域或商圈仅指定一家经销商, 没有省级或市级代理商, 建立了扁平的经销体系, 实现对经销渠道的直接管控。截至 2020H1, 经销商平均开店数为 1.36 家, 开设 1 家门店的经销商占比 76.97%, 开设 3 家及以上门店的仅占 5.88%, 这表明经销商整体议价能力较弱, 易于公司管控。

(2) 加强对经销商的统筹管理。在经销商的选择上, 公司主要选择在当地有一定市场渠道、足够资金实力与从业经验的个人或法人, 并对其选取的门店位置进行

考察，经公司确认后方可加盟。在门店设计与装修上，公司要求经销店须按照火星人设计标准装修，经验收后方可运营。标准化的门店容易复制，利于经销商快速在当地设立经销网点。在价格管理上，公司对经销产品售价有明确规定，经销商不得违反公司统一终端售价管理体系。

表8：公司对经销商有着全面细致的管理规范

项目	选择及日常管理要求
网络销售及区域保护	公司对经销商销售区域进行了明确的约定，每一区域或商圈仅指定一家经销商，对于经销商窜货情形及经销商自行网络销售进行严格处罚。
经销商日常管理	公司销售部对门店的日常经营进行管理，协助经销商提升运营能力；不定期对公司全国经销门店进行巡视，及时发现和整改门店运行中存在的问题，从而提升门店的运营能力。经销商在门店或展厅内销售非火星人品牌产品的，公司有权收回品牌授权，取消其加盟权，解除特许经营合同，终止合作。
经销商定期培训及考核	公司对经销商进行定期或不定期的培训，同时已建立了一套行之有效的考核体系。
退货政策	买断式销售，非因质量问题经销商无权退货。
销售渠道	经销商只能通过线下实体店销售公司产品，不得进行线上销售。

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

（3）注重对经销商的激励。为加大市场推广力度，公司推出了包括年度销售返利、线上销量专项返利、日常返利等多种返利类型的一揽子返利政策，引导经销商超额完成年度任务目标并积极参与日常促销推广活动，进而带来整体销量增长。

表9：公司对经销商的返利模式较为全面且有牵引力

经销商销售返利模式	说明
年度销售返利	对经销商年度考核结果进行核算及发放的各类返利总称，包括年度任务返利与年度其它返利
线上销量专项返利	对于电商平台实现销售的产品，经公司审核确认后，产品实际销售所属区域的经销商可按照一定标准享受线上销量专项返利。该部分返利计入经销商的下单帐户，其在以后下单时直接作为折扣抵减需付给公司的货款。
日常返利	鼓励经销商积极参与各类促销推广活动

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

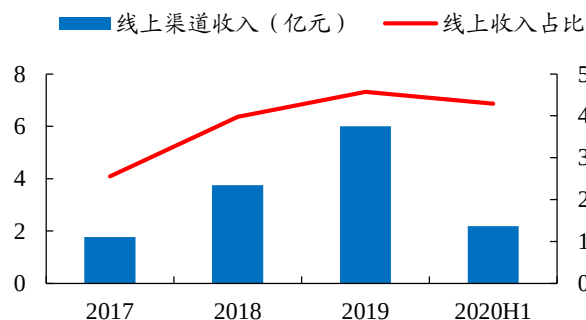
（4）实现共赢，经销商创收能力较强。公司秉承双赢态度，与经销商关系较为稳定，并不断协助提升经销商业绩。根据公司招股说明书显示，2017-2019年，与公司持续进行业务往来的经销商共727家，贡献了75%以上的经销收入。其中平均单家销售额由2017年的71.99万元上升至2019年的100.75万元，创收能力不断增强，利于提升经销商积极性。

3.2.2、线上：份额保持行业领先，电商直营持续高增长

整体来看，线上收入高速增长，在主营业务中占比提升较快。2017-2019年线上收入由1.77亿元提升至6.00亿元，CAGR为84.17%，明显高于线下CAGR(17.49%)，拉动线上收入在主营业务中占比由25.56%增至45.76%。2020H1线上实现营收2.18亿元，在总营收中占比下降至42.93%，主因疫情妨碍了线下门店正常销售，经销商减少了线上采购。2020年全年线上渠道收入增长超5%。

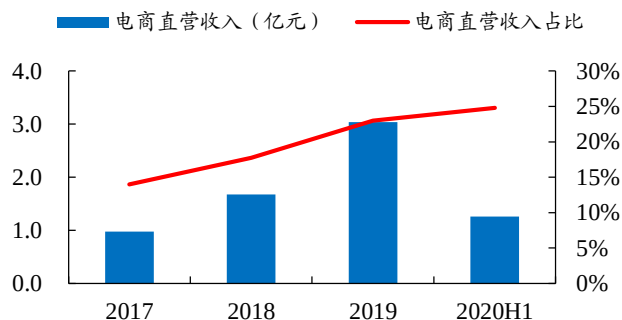
拆分来看，电商直营收入规模与占比双双快速提升。2017-2019 年电商直营销售规模由 0.98 亿元增至 3.04 亿元，CAGR 为 76.34%，在主营业务中占比亦由 14% 增至 23%，收入规模与占比均快速提升。2020H1 公司电商直营收入规模 1.26 亿元，在总营收中占比增至 24.80%，占比增长主要系疫情的影响。

图36: 2017-2019 年公司线上收入高速增长, 在主营业务中占比提升较快



数据来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

图37: 2017-2019 年公司电商直营收入规模与占比双双快速提升



数据来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

横向来看，2019 年浙江美大、亿田智能与帅丰电器的线上收入占比分别约 5%、20%、31%，而火星人线上收入占比高达 46%，且其线上 2020M1-M11 以 18.90%（来自奥维云网）的市场份额领跑行业，为线上龙头。

我们认为公司在线上保持行业领先主要受益于：

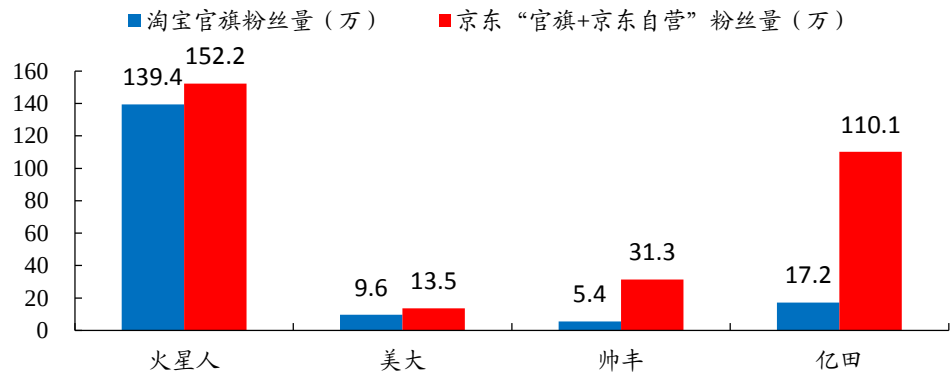
(1) 线上营销投入大。火星人官方旗舰店分别于 2014 年、2016 年入驻天猫（淘宝）与京东平台，较美大、亿田、帅丰等可比公司在店铺上线时间上不占优势。但公司重视线上营销，加强从今日头条、抖音、百度等新媒体平台向站内引流，网络广告费逐年提升，2019 年网络广告费为 0.28 亿元，在广告宣传费中占比 26.49%。另外，公司成立了专门的电商部门负责线上销售和管理，线上店铺粉丝量远超其它品牌。

图38: 公司官旗在 2014 年、2016 年分别上线淘宝、京东，较早布局



资料来源: 淘宝、京东、开源证券研究所

图39: 公司淘宝、京东平台粉丝量高于其他可比公司



数据来源: 淘宝、京东、开源证券研究所 (截至 2021 年 6 月 10 日)

(2) 线上线下产品分层。考虑到线上消费者价格敏感性更强, 公司针对线上线下渠道适配差异化的产品组合。其中线下主销 X 系列 (除去 X3Z) 与 Q 系列, 在性能、设计、工艺等方面能够为消费者带来更好体验, 例如线下集成灶火力可达 4.5 或 5KW, 属于饭店厨师级别, 而线上火力一般为 4.3KW, 属于家用级别; 线上主销 X3Z 与 E 系列, 用较高性价比吸引顾客。

表10: 公司线上线下渠道适配差异化的产品组合

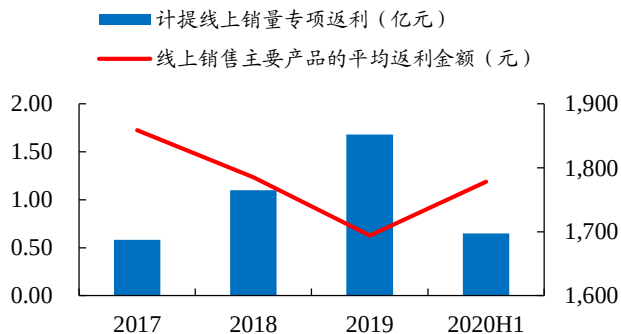
集成灶系列	主要销售渠道
Q3、Q5、X2、X5、X7	线下渠道
E2、ES、E3、X3、E4、E5、E6、E7	线上渠道

资料来源: 公司官网、开源证券研究所

3.2.3、线上线下融合: 公司制定专项返利政策, 有效平衡渠道利益

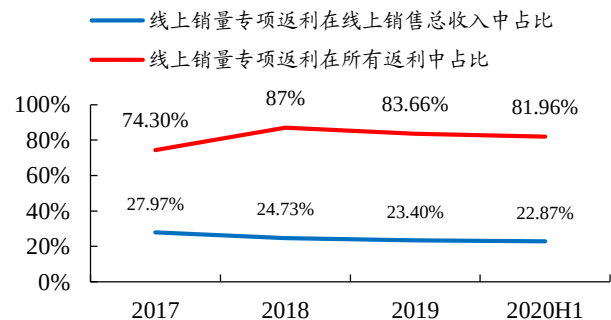
线上销量专项返利在线上销售收入中占比较高, 为公司主要返利。对于线上销售的产品, 公司会给予所属区域经销商一定的返利, 且单台产品返利额度基本集中在 1500-3000 元区间, 返利金额约占线上采购价格的 25%。根据公司招股说明书, 2020H1 公司线上销售主要产品的返利金额为 1778 元, 计提线上销量专项返利 0.65 亿元, 在冲减返利前的线上销售收入中占比 22.87%, 在各类返利总额中占比 81.96%, 远高于年度销售返利 (10.67%) 与日常返利 (7.37%)。

图40: 2017-2019 年公司线上销量专项返利逐年增长



数据来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

图41: 2019 年公司线上销量专项返利在所有返利中占比 83.66%



数据来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

线上销量专项返利政策下, 经销商线上采购与线下采购的最终可变利润率相差

不大，二者利益矛盾得以缓和。公司对线上产品统一定价，经销商通过线上采购的产品难以通过差价获利，对外销售毛利率仅约 0%-5%，远低于通过线下采购产品销售的毛利率（30%-45%），因此线上销量专项返利成为经销商线上采购的主要获利来源。综合来看，经过公司返利政策的调控，经销商线上采购并完成销售后的可变利润率集中在 25%-30%，与经销商线下采购带来的可变利润率相差不大（集中在 25%-46%）。

表11：公司线上销量专项返利政策平衡线上线下的矛盾

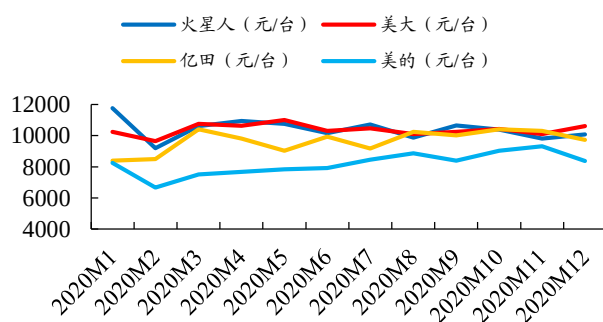
项目	经销商通过线上渠道购买	经销商通过线下渠道购买
可采购的主要产品型号	E 系列集成灶、T 系列集成灶、X3Z 集成灶、集成洗碗机等线上专供机型	系列集成灶（不含 X3Z）、Q 系列集成灶、集成水槽、集成洗碗机、厨柜等全系列产品
采购成本	针对线上各类客户的零售价	专门针对经销商的产品出厂价
对外销售的毛利率范围	0%-5%	30%-45%
是否承担物流费用	无需承担	需承担，物流费用占比约为 5%
享受的主要返利类型	线上销量专项返利，单台产品返利额度基本在 1,500 元/以上，返利金额占线上采购价格的比重在 25%左右	年度销售返利为主，完成销售任务且考核合格后方可享受年度销售返利，返利金额占线下采购总额的比重在 2%-6%
对外销售后的可变利润率（毛利率加返利率减物流费用率）	25%-30%	25%-46%
综合比较结果	经销商线下购买并完成销售后的可变利润率上限略高，但考虑到经销商销售任务完成情况及其经营能力存在差异，并不能必然取得 2%-6% 的年度返利。因此，经销商在线上购买或线下购买并完成销售、售后，最终取得的经济利益相差不大	

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

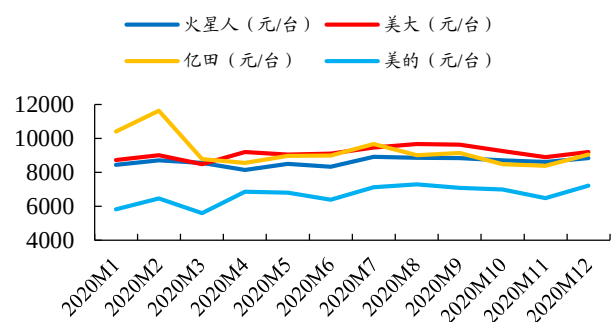
线上线下相互融合，协同发展。近年来，公司与天猫、京东等国内主流电商平台强化合作，鼓励经销商和直营门店在线下设置专柜展示畅销的电商机型以优化客户购物体验，并推荐、指导及协助客户通过电商平台下单以充分发挥线上和线下渠道间的协同作用，扩大公司产品在厨电市场的整体份额。

3.3、品牌端：定位中高端，高举高打提升品牌势能

火星人集成灶品牌定位中高端，集成灶均价水平较高。奥维云网数据显示，2020 年 1-12 月火星人集成灶的线下均价为 9201 元/台~11762 元/台，线上均价为 8136 元/台~8911 元/台，较同行业品牌美大、亿田与美的处于中上水平。另外，公司集成水槽于 2015 年首推，上市较晚，主打中端消费市场；集成洗碗机首款产品 D7 于 2018Q4 推出，目前处于市场开拓阶段，公司主动采取了低毛利率的定价策略。

图42：2020 年 1-12 月公司集成灶线下均价高于美的


数据来源：奥维云网、开源证券研究所

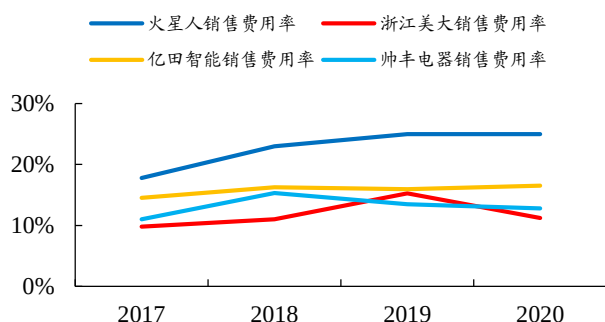
图43：2020 年 1-12 月公司集成灶线上均价高于美的


数据来源：奥维云网、开源证券研究所

由于集成灶、集成水槽与集成洗碗机属于耐用消费品，消费者偏好高知名度品牌，因此公司始终注重中高端厨电品牌形象的塑造和管理，且凭借在产品质量与外观设计上多年的深耕细作，“火星人集成灶”在2016-2017年先后被认定为浙江省名牌产品与著名商标。具体来看，公司助推品牌势能积累方式涉及多面：

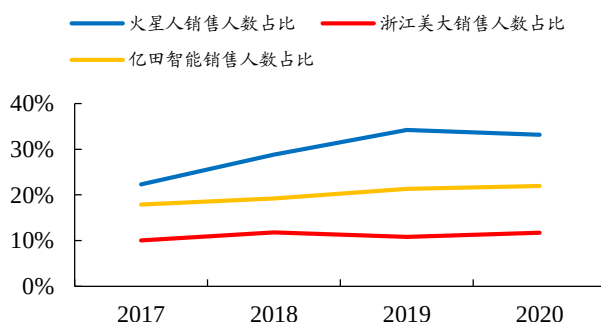
（1）营销投入较高：2017-2020年公司销售费用率逐年增长，同时增速在逐步放缓，由17.77%提升至24.97%，销售人员数量占比由22.30%增长至33.14%，且二者均明显高于浙江美大、亿田智能等可比公司。2020年公司销售费用为4.03亿元（+21.68%），销售费用率达24.97%（+0pct），营销费用增加主因公司在疫情下加大了品牌的宣传促销推广力度。

图44：2017-2020年公司销售费用率高于可比公司



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图45：2017-2020年公司的销售人数占比高于浙江美大、亿田智能



数据来源：公司公告、开源证券研究所

（2）营销方式多样化：传统营销媒介方面，公司在央视电视广告、户外广告上均有覆盖，同时签约黄磊等知名艺人作为公司的品牌代言人。**移动互联网推广方面**，公司倾向于在新浪微博、微信公众号、百度贴吧、今日头条、抖音短视频等有较高人气的应用内推广，且积极与具有影响力的自媒体合作。通过多渠道的品牌曝光，消费者购买意愿以及潜在经销商加盟意愿得以增强，利好公司业务规模提升。

图46：公司营销方式多样，借助新媒体通过多途径触达消费者

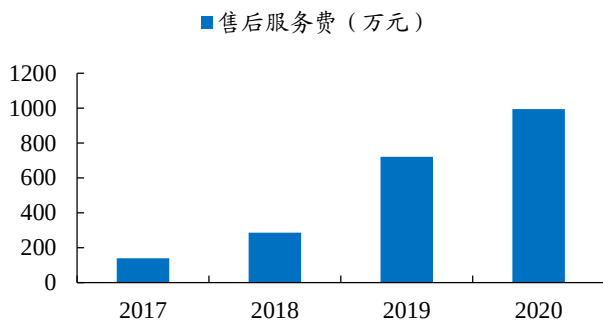


资料来源：各公司官网

（3）优质的服务体验：为提升客户体验，公司加大了售后服务投入，2017-2020年售后服务费由139.29万元提升至994.06万元，CAGR达92.53%，保持高速增长。此外，公司积极落实“4小时极速修”、“12小时快速修”等售后服务政策，自创“火星人极速服务小哥”服务品牌保障服务质量，目前公司已通过五星级售后服务认证、

五星级服务口碑认证，同时荣获全国售后服务十佳单位的称号。我们认为，优质售后服务能有效提升用户体验，利于打造良好的产品口碑。

图47：2017-2020 年公司售后服务投入快速增长



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

图48：公司自创“火星人极速服务小哥”服务品牌



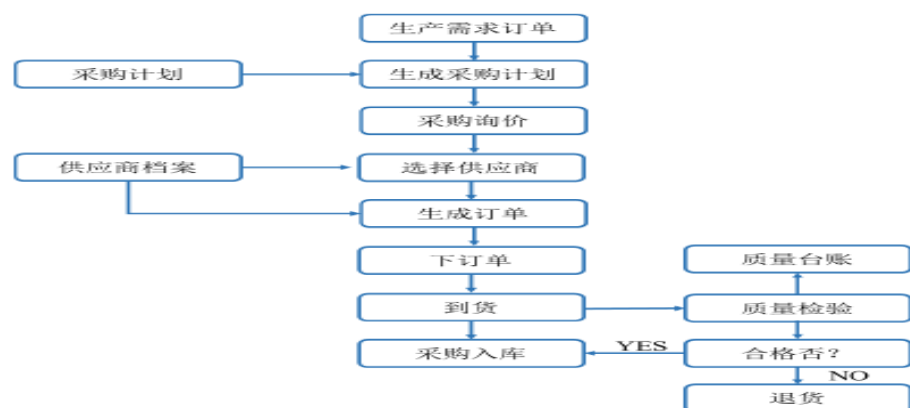
资料来源：火星人服务小哥微信公众号

3.4、供应链端：熨平产销波动，加强终端掌控

上游：以产定购+以销定产，熨平产销波动。

采购模式以产定购，定期淘汰不合格供应商。公司每月召开产销协调会议并结合市场销售情况制定产品库存及生产计划，再按照生产计划制定未来采购计划，形成了以产定购的采购模式。供应商管理方面，公司通过对供应商按要求筛选、实地考察、样品试用等流程入库公司《合格供应商名录》，并积极开发新供应商，淘汰不合格供应商。

图49：公司以产定购的采购模式平抑产销波动



资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

生产模式以销定产，OBM 生产为主 OEM 生产为辅。公司每月召开产销协调会议，根据“订单+合理预测”的方式组织生产，形成了以销定产的生产模式，熨平产销波动，保证产品及时供应和库存水平合理。公司采取 OBM 生产为主、OEM 生产为辅的生产模式，可以保证产品质量良好。

下游：CSS 系统获取数据权限，把握终端销售动态。公司通过 CSS 系统获取经销商渠道进货数据，并要求经销商定期报备门店销售和库存情况，进一步验证核实最终销售情况。公司可以据此了解经销商库存数量与订单匹配性，结合市场情况、销售规划指导经销商备货、销售。

4、未来增量：新品扩充，品牌强化，渠道完善

4.1、产品：新兴品类积极扩充，募投突破产能瓶颈

产能基本已达上限。2017-2019 年，公司集成灶产能利用率均超过 100%，2019 年产能 16.5 万台，产能利用率达到 117.42%。另一方面，2017-2019 年公司集成灶平均产销率为 94.15%。公司目前的生产能力已经难以满足快速增长的市场需求，且随着终端市场需求逐渐释放，预计未来公司订单会持续增长，扩张生产线、提升生产自动化水平将成为公司突破产能瓶颈、扩大收入规模的重要途径。

表12: 2017-2019 年公司集成灶产能利用率、产销率较高

期间	产品	产能（台/年）	产量（台/年）	产能利用率	产销率
2019 年	集成灶	165,000	193,740	117.42%	100.90%
2018 年	集成灶	134,000	155,770	116.25%	90.27%
2017 年	集成灶	116,000	118,815	102.43%	91.29%

数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

IPO 项目后新增产能有望扩大公司收入规模。据公司招股说明书披露，IPO 项目的募集资金净额将用于投资智能集成灶产业园项目、研发中心及信息化建设技改项目和集成灶生产线升级扩产项目，其中拟投入智能产业园和生产线升级扩产项目的募集资金约 7.6 亿元，占比 86.93%。产业园和生产线升级将增强生产装备能力，提升生产自动化水平，进而形成规模优势，增强公司的盈利能力和竞争实力。

表13: 公司 IPO 项目募集资金将用于提升产能

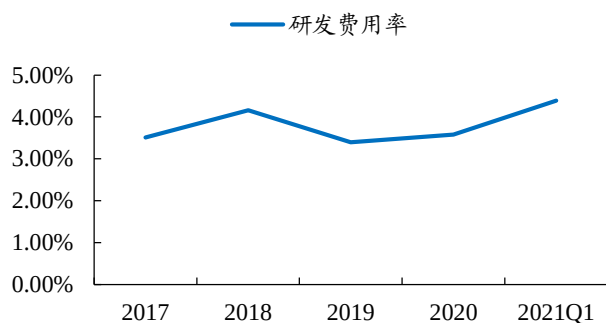
序号	项目名称	项目投资总额	拟投入募集资金	项目建设期
1	智能集成灶产业园项目	69,525.89	52,712.37	3 年
2	研发中心及信息化建设技改项目	11,490.47	11,490.47	3 年
3	集成灶生产线升级扩产项目	23,718.76	23,718.76	2 年
	合计	104,735.12	87,921.60	

数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

坚持研发投入，积极拓展品类。2017-2020 年，公司研发费用率呈现上升趋势，主要系公司始终重视研发投入，持续引进研发人才，不断开展各类研发项目。集成灶作为公司的核心技术产品，囊括了多种专利与奖项，其收入占比近 90%。此外，公司充足的技术储备还为打造多元化产品矩阵奠定基础，公司推出了集成水槽、集成洗碗机、嵌入式电器、橱柜等产品。

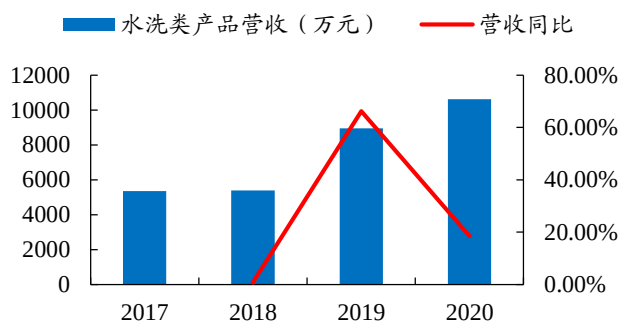
集成水槽和集成洗碗机等水洗类产品构成了公司第二大产品矩阵。水洗类产品收入在总营收中占比虽不到 10%，但增速较高，2019、2020 年分别实现 66%、19% 的同比增长。随着公司对产品结构、功能的持续优化以及推出更多新产品，未来水洗类产品未来有望保持较高增长。

图50: 2017-2020 年公司研发费用率呈现上升趋势



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图51: 2019-2020 年公司水洗类产品营收快速增长



数据来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

图52: 水洗类产品构筑公司多元化产品矩阵

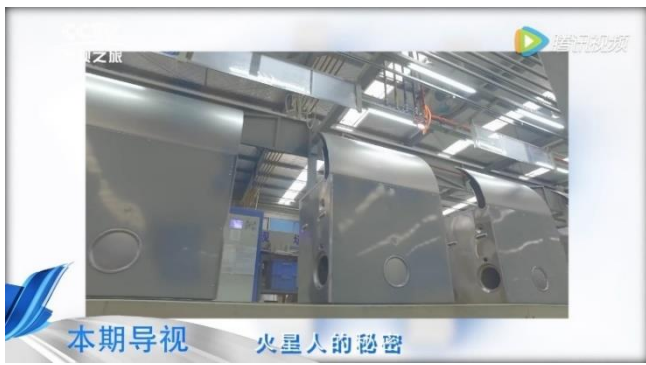


资料来源: 公司官网

4.2、品牌: 高端形象深入人心, 有望引领均价上行

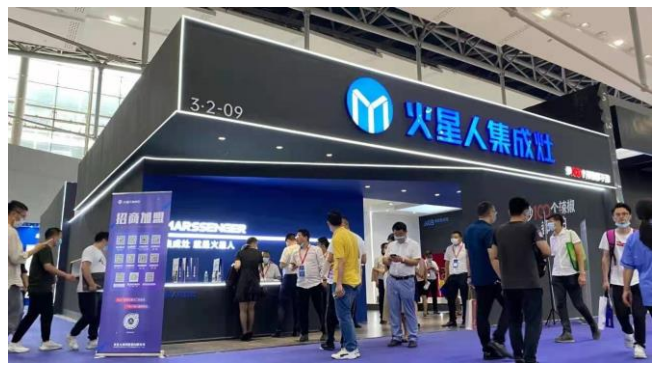
公司坚持走中高端品牌建设路线, 强化品牌效益。在广告宣传上, 公司处于行业领先水平, 一方面紧抓央视频道、高铁站等传统广告投放渠道, 另一方面重视与抖音短视频、今日头条、微信等新媒体合作, 增强内容传播的创意性。2016 年, 公司成为入选央视《工匠精神》纪录片的唯一一家集成灶企业, 在节目中传达产品设计理念与品质追求, 深化用户教育。此外, 公司还积极参加全国性家电、厨卫产品展览会, 在充分展示优质产品的同时, 提升行业品牌知名度。未来有望借助高端形象, 进一步推动公司均价上行。

图53: 公司入选央视《工匠精神》纪录片, 凸显制造实力



资料来源: 中关村在线、腾讯视频

图54: 公司通过参加展会提升品牌影响力



资料来源: 公司微信公众号

4.3、渠道: 线上新模式拉动销量增长, 渠道下沉扩充线下版图

公司顺应电商的高速发展, 较早开展了线上布局。公司先后于 2014 年、2016 年和 2019 年入驻天猫商城、京东商城和苏宁易购电商平台进行线上销售。公司电商模式收入呈现快速增长趋势, 2017-2019 年, 电商直营模式收入从 0.98 亿元增长至 3.04 亿元, 销售占比从 14.10%提升至 23.14%。

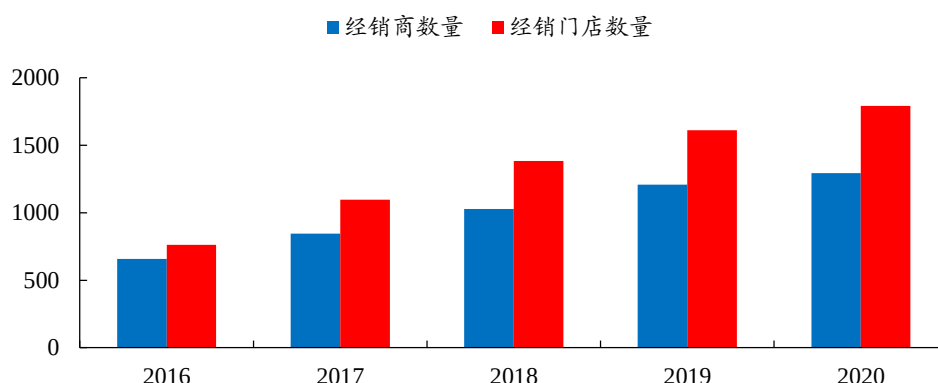
直播+电商带动线上销量增加。2020 年, 公司借力直播电商打开市场, 在互联网口碑与电商平台的基础上, 自主搭建流量工厂, 与抖音、天猫、京东等合作, 通过线上直播带货增加销量。根据奥维云网数据, 2020 年火星集成灶线上销量达 9.9 万台, 同比增长 28.24%, 未来公司电商直营规模有望进一步扩大。

图55: 公司布局抖音直播, 借力新媒体升级销售渠道



资料来源: 公司微信公众号

推进渠道下沉, 扩充线下版图。集成灶产品具有强安装属性, 线下渠道具备最后一公里的服务能力, 在提升用户体验上具备优势。线下经销模式是公司营收主要来源之一, 渠道比重超过 50%。为充分发挥线下经销门店标准化、易复制、高渗透的优势, 公司不断推进经销渠道下沉至三、四线城市, 拓展营销网络覆盖区域。2016-2020 年 12 月末, 经销商数量由 658 家增长到 1293 家, 经销门店数量 761 家增长至 1790 家。未来公司将对已有经销商运营的地级市划分商业区以引进新经销商, 并在还未运营的县级市展开招商工作, 构建更密集的全国性经销网络。此外, 公司还鼓励经销商在红星美凯龙、居然之家等大型家居卖场和建材市场等位置开设新店, 进一步加强招商工作。

图56: 公司 2016-2020 年线下经销商、经销门店数量持续增长


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

5、盈利预测与投资建议

5.1、关键假设

(1) 集成灶行业作为新兴的厨电子行业,其渗透率水平处于较低位置,未来有较大提升空间。随着行业的不断成长,渗透率逐步提升,集成灶行业整体市场规模有望继续扩大。

(2) 公司核心竞争力有望进一步提升:产品端,研发体系构筑技术壁垒,预计产品力提升带动销量进一步增长;品牌端,持续多维度提升品牌势能,预计产品均价逐步提升。

5.2、盈利预测与估值

火星人是国内集成灶行业的龙头公司之一。我们认为,集成灶作为新兴厨电受益于渗透率的提升有望继续快速增长,公司作为集成灶行业龙头有望继续受益市场规模的扩大。另外,公司在保持原有产品、渠道、品牌、供应链等优势的基础上,继续扩品类、拓渠道和推广品牌建设,未来有望实现进一步的业绩增长。

我们预计公司 2021-2023 年归母净利润为 3.98/5.23/6.72 亿元,对应 EPS 为 0.98/1.29/1.66 元,当前股价对应 PE 为 59.8/45.5/35.4 倍。相对于可比厨电公司浙江美大、帅丰电器、亿田智能,火星人的品牌、渠道以及产品优势显著,给予一定的估值溢价。首次覆盖,给予“买入”评级。

表14: 可比厨电公司估值情况

证券代码	证券简称	收盘价	归母净利润增速(%)				PE(倍)			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
605336.SH	帅丰电器	26.97	11.66	17.01	22.47	24.82	20.6	16.8	13.7	11.0
002677.SZ	浙江美大	19.24	18.16	18.78	17.67	23.72	18.9	19.2	16.4	13.3
300911.SZ	亿田智能	63.77	46.2	26.39	26.37	24.78	31.0	37.3	29.7	23.7
A 股平均							23.5	24.4	19.9	16.0
300894.SZ	火星人	58.74	14.79	44.50	31.59	28.37	72.1	59.8	45.5	35.4

数据来源: Wind、开源证券研究所(收盘价日期为 2021/06/10,除火星人、浙江美大外,其他公司均使用 Wind 一致预期预测数据。)

6、风险提示

（1）房地产市场波动的风险

集成灶属于地产后周期行业，产品当前的主要需求来自新房需求，公司业绩提升受房地产市场波动影响较大。

（2）主要原材料价格波动的风险

公司产品主要原材料为不锈钢板、冷轧板等，且原材料成本占公司主营业务成本比例较高，其价格波动将会影响公司产品成本，从而影响公司盈利能力。

（3）产品市场竞争加剧的风险

集成灶行业保持高速增长态势，知名白电企业、传统厨电企业陆续加入，集成灶市场竞争加剧将对公司经营业绩产生一定影响。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	506	1426	1613	1922	2487
现金	314	1112	1258	1425	1912
应收票据及应收账款	49	72	96	120	150
其他应收款	6	4	9	8	14
预付账款	6	18	13	29	22
存货	121	210	226	329	379
其他流动资产	9	10	10	10	10
非流动资产	651	739	934	1115	1303
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	481	629	815	987	1165
无形资产	53	54	53	51	50
其他非流动资产	117	56	67	77	88
资产总计	1157	2166	2547	3037	3789
流动负债	555	786	1013	1222	1546
短期借款	30	60	60	60	60
应付票据及应付账款	265	337	493	571	748
其他流动负债	261	389	460	592	737
非流动负债	20	35	35	35	35
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	20	35	35	35	35
负债合计	575	821	1047	1257	1581
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	365	405	405	405	405
资本公积	1	448	448	448	448
留存收益	217	492	802	1181	1621
归属母公司股东权益	582	1345	1500	1780	2209
负债和股东权益	1157	2166	2547	3037	3789

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	405	427	651	674	1024
净利润	240	275	398	523	672
折旧摊销	53	69	72	94	119
财务费用	-0	-7	-8	-10	-13
投资损失	-0	-2	-1	-1	-1
营运资金变动	110	83	187	68	246
其他经营现金流	3	8	4	-0	2
投资活动现金流	-210	-172	-269	-273	-307
资本支出	215	172	201	178	189
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	5	-0	-69	-95	-118
筹资活动现金流	-72	545	-235	-233	-230
短期借款	-3	30	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	41	0	0	0
资本公积增加	0	448	0	0	0
其他筹资现金流	-69	26	-235	-233	-230
现金净增加额	123	799	146	167	487

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1326	1614	2239	2885	3603
营业成本	639	782	1077	1380	1711
营业税金及附加	9	11	16	20	25
营业费用	331	403	537	687	847
管理费用	40	63	87	112	140
研发费用	45	58	80	103	129
财务费用	-0	-7	-8	-10	-13
资产减值损失	-0	-1	-1	-2	-2
其他收益	12	12	6	8	10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	2	1	1	1
资产处置收益	-2	-1	-1	-1	-1
营业利润	269	315	457	603	776
营业外收入	11	9	9	9	9
营业外支出	2	4	4	4	4
利润总额	279	321	462	608	781
所得税	39	45	65	85	109
净利润	240	275	398	523	672
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	240	275	398	523	672
EBITDA	324	360	502	666	854
EPS(元)	0.59	0.68	0.98	1.29	1.66

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	38.8	21.7	38.7	28.8	24.9
营业利润(%)	136.3	17.0	45.0	32.0	28.6
归属于母公司净利润(%)	159.6	14.8	44.5	31.6	28.4
获利能力					
毛利率(%)	51.8	51.6	51.9	52.2	52.5
净利率(%)	18.1	17.0	17.8	18.1	18.6
ROE(%)	41.2	20.5	26.5	29.4	30.4
ROIC(%)	37.5	17.5	23.4	26.4	27.6
偿债能力					
资产负债率(%)	49.7	37.9	41.1	41.4	41.7
净负债比率(%)	-47.1	-76.6	-78.5	-75.5	-82.9
流动比率	0.9	1.8	1.6	1.6	1.6
速动比率	0.7	1.5	1.3	1.3	1.3
营运能力					
总资产周转率	1.3	1.0	1.0	1.0	1.1
应收账款周转率	44.6	26.7	26.7	26.7	26.7
应付账款周转率	2.7	2.6	2.6	2.6	2.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.59	0.68	0.98	1.29	1.66
每股经营现金流(最新摊薄)	1.00	1.05	1.61	1.66	2.53
每股净资产(最新摊薄)	1.44	3.32	3.70	4.40	5.45
估值比率					
P/E	107.9	72.1	59.8	45.5	35.4
P/B	44.5	19.2	17.3	14.5	11.7
EV/EBITDA	78.9	69.1	49.2	36.8	28.2

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%～+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

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

法律声明

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

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

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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

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

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

开源证券研究所

上海

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

深圳

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

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

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