

# 行业高增长红利释放，公司产品、渠道、营销齐发力



## 核心观点

- **集成灶新贵快速成长，后来居上成为行业龙头企业。**公司作为集成灶行业中成立较晚的品牌，后来居上现已成为行业龙头企业之一，2016-2020 年营收、归母净利润 CAGR 达 47.32%、50.42%。集成灶作为核心业务占据公司收入、利润的主要来源，2020 年集成灶贡献公司收入比重达 87%。
- **行业增长红利进入释放期，公司线上高端市场优势地位稳固。**凭借出众的产品力与不断提升的品类认知度，集成灶行业正处于高景气时期，2020 年中国集成灶行业零售量、零售额同比增长 13%、12%。随着新集成方案的推出，一、二线城市的业务渗透有望助力行业规模持续扩张，据测算，中性情形下未来十年集成灶总销量年均复合增速预计将达 12%以上。行业的高增长红利也吸引了大批入局者，综合性家电品牌入局后快速获取中低端市场份额，加速中低端市场出清；而专业品牌凭借自身过硬的技术与更高的品牌知名度，保持着高端市场的领先优势。公司市占率自 2016 年以来逐年提升，2020 年市占率达 10%、位居行业第二，尤其在渠道龙头地位稳固，2020 年线上渠道市占率达 19%，较第二名森歌高出近 11pct。
- **产品、渠道、营销齐发力，公司成长可持续性增强。**我们认为公司可持续增长动力主要源自于三方面：①**出色的研发、设计能力：**公司产品设计别出心裁，表达更加年轻化，研发能力出众。自成立以来多次准确把握消费者痛点，推出引领行业潮流的爆款产品。②**线上+线下双轮驱动的渠道发展模式：**通过对经销商的严格筛选与精心管理，公司单店盈利模式可复制性高，线下经销网络稳步扩张。在稳固线下基本盘的基础上，公司率先布局线上渠道，通过优厚的线上返利政策实现了线上、线下业务的有机结合。③**营销高效、售后服务及时可靠：**公司一直保持着在传统营销媒介的高投入，同时也在积极拥抱新兴互联网营销方式，加深用户品牌认知、提升品牌知名度。同时公司售后服务及时、可靠，品牌竞争力进一步提升。

## 财务预测与投资建议

- 我们预测公司 2021-2023 年归母净利润为 3.60/4.96/6.42 亿元。公司作为集成灶行业龙头企业之一，在行业整体增长红利释放的背景下，依托于出色的产品设计、研发能力，线上+线下双轮驱动的渠道格局以及出众的营销效率，有望获取更高的市场份额，未来增长确定性强，采用 DCF 估值法，给予公司 DCF 目标估值 71.10 元，首次给予“增持”评级。

## 风险提示

- 新房销售或集成灶渗透率提速不及预期；行业竞争加剧；新品开发不及预期；一、二线城市业务拓展不及预期的风险

### 公司主要财务信息

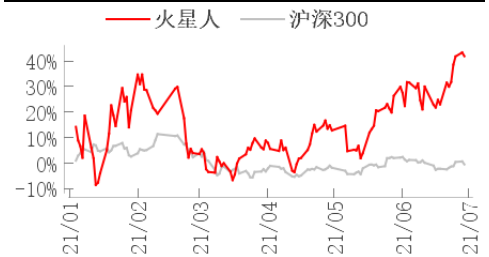
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,326	1,614	2,385	3,304	4,191
同比增长(%)	38.8%	21.7%	47.8%	38.5%	26.9%
营业利润(百万元)	269	315	414	572	742
同比增长(%)	136.3%	17.0%	31.4%	38.2%	29.7%
归属母公司净利润(百万元)	240	275	360	496	642
同比增长(%)	159.6%	14.8%	30.9%	37.7%	29.4%
每股收益(元)	0.59	0.68	0.89	1.22	1.58
毛利率(%)	51.8%	51.6%	50.7%	52.0%	53.1%
净利率(%)	18.1%	17.0%	15.1%	15.0%	15.3%
净资产收益率(%)	48.4%	28.6%	25.7%	31.6%	35.7%
市盈率	116.2	101.3	77.3	56.2	43.4
市净率	47.9	20.7	19.1	16.6	14.5

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

## 投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

股价(2021年06月29日)	68.8元
目标价格	71.10元
52周最高价/最低价	70.6/33.71元
总股本/流通A股(万股)	40,500/3,803
A股市值(百万元)	27,864
国家/地区	中国
行业	造纸轻工

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	9.14	12.24	33.55	
相对表现	5.75	11.75	30.27	
沪深300	3.39	0.49	3.28	20.44



资料来源：WIND、东方证券研究所

**证券分析师** 李雪君  
021-63325888\*6069  
lixuejun@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860517020001

**证券分析师** 吴瑾  
021-63325888\*6088  
wujin@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860520080001

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

## 目录

1 集成灶新贵快速成长，后来居上成为行业龙头企业 .....	5
1.1 集成灶新贵高举高打，营收、净利稳步扩张 .....	5
1.2 公司股权结构集中、稳定，决策效率高 .....	8
2 行业增长红利进入释放期，公司线上中高端市场领先优势稳固 .....	9
2.1 增长红利逐步释放，渗透率上行确定性强 .....	9
集成灶性能成熟，较传统烟机优势明显，目前行业景气度较高 .....	9
以烟灶蒸烤一体为代表的新集成方案的出现能够在短期内带动行业规模加速扩张 .....	11
集成灶品牌积极开拓线上渠道，发力一、二线市场，提升中长期发展可持续性 .....	13
短期、中长期增长逻辑清晰，集成灶行业增长红利逐步释放 .....	14
2.2 行业竞争加剧，火星人线上中高端市场领先优势稳固 .....	15
3 产品、渠道、营销齐发力，公司成长可持续性增强 .....	18
3.1 高颜值外观叠加产品实用性有效支撑品牌中高端定位 .....	18
3.2 线下渠道为根，线上渠道快速发展，线上+线下“双轮驱动”格局初步形成 .....	21
3.3 高效营销提升品牌知名度，优质服务构筑品牌竞争力 .....	26
盈利预测与投资建议 .....	28
盈利预测 .....	28
投资建议 .....	29
风险提示 .....	30

## 图表目录

图 1: 集成灶新贵快速成长, 后来居上成为行业龙头企业 .....	5
图 2: 2020 年火星人实现营业收入 16.14 亿元, 同比增长 21.71% .....	6
图 3: 2020 年火星人实现归母净利润 2.75 亿元, 同比增长 14.79% .....	6
图 4: 集成灶占公司总收入的比重仍在提升 .....	6
图 5: 集成灶是公司收入的主要来源, 2020 年集成灶收入占公司总收入的比重达 87% .....	6
图 6: 公司收入主要来源于线下经销渠道 .....	7
图 7: 公司毛利润主要来源于线下经销渠道 .....	7
图 8: 公司毛利率水平处于行业前列 .....	7
图 9: 公司净利率水平低于行业平均水平 .....	7
图 10: 公司期间费用率为行业最高 .....	8
图 11: 公司销售费用率为全行业最高 .....	8
图 12: 公司管理费用率(含研发)与行业平均水平相近 .....	8
图 13: 公司财务费用率高于行业平均水平 .....	8
图 14: 公司股权结构集中、稳定, 决策效率高(截至 2021 年 3 月底数据) .....	9
图 15: 2020 年中国集成灶行业零售量达 238 万台, 零售额达 181 亿元, 同比分别增长 13%、12% .....	10
图 16: 2021 年集成灶行业持续维持高景气度, 全渠道销售额 Q1 同比增长 163% .....	10
图 17: 2015、2016 年集成灶行业规模增速达 29%、47%, 显著高于 2010-2014 年间的增速 ..	12
图 18: 烟灶蒸烤一体式集成灶在线上渠道的占比快速提升 .....	12
图 19: 烟灶蒸烤一体式集成灶在线下渠道的占比快速提升 .....	12
图 20: 烟灶蒸烤一体式集成灶线上均价显著高于烟灶消 .....	13
图 21: 烟灶蒸烤一体式集成灶线下均价显著高于烟灶消 .....	13
图 22: 2020 年集成灶线上市场高速发展 .....	13
图 23: 集成灶上市企业线上收入占比逐年提升 .....	13
图 24: T1-T3 级城市集成灶销售规模增速较快 .....	14
图 25: T1-T3 级城市集成灶销售均价较高 .....	14
图 26: 2020 年中国集成灶在烟灶中的占比已达 13% .....	15
图 27: 中性情形下, 预计 2030 年中国集成灶销量可达 775.5 万台, 未来十年年均复合增速可达 12% .....	15
图 28: 行业集中度依旧不高, 火星人市占率自 2016 年起稳步提升 .....	16
图 29: 火星人线上渠道领先优势稳固 .....	16
图 30: 近年来集成灶行业品牌数量快速提升 .....	17
图 31: 美的+华凌快速占领低端集成灶线上市场份额 .....	17

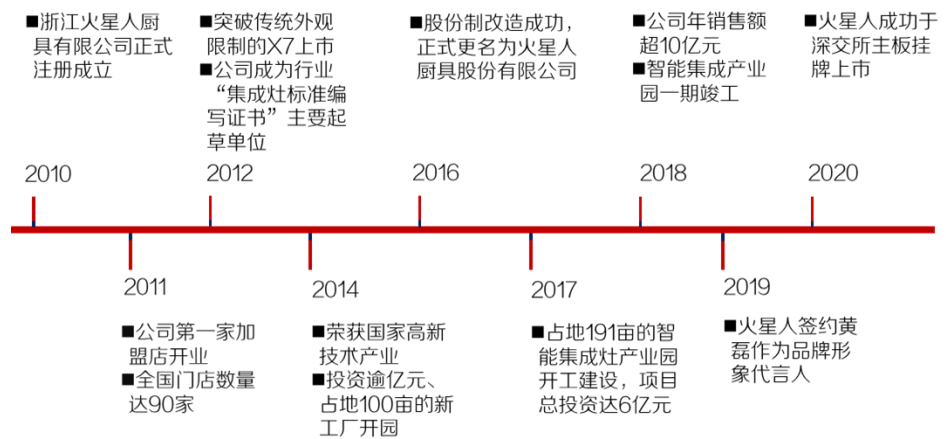
图 32: 美的+华凌集成灶在线上中端市场份额提升明显 .....	17
图 33: 火星人在线上高端市场的领先优势稳固 .....	17
图 34: 集成灶线上市场价格中枢整体上行 .....	18
图 35: 集成灶线下市场价格中枢整体上行 .....	18
图 36: 产品端, 火星通过设计、研发创新, 持续推出引领行业潮流的爆款产品 .....	19
图 37: 公司研发费用率与行业平均水平较为接近 .....	20
图 38: 公司研发人员数量以及占比均高于可比公司 .....	20
图 39: 公司专利数量高于其他三家上市集成灶企业 .....	20
图 40: 公司线上产品销售均价位于行业前列 .....	21
图 41: 公司线下产品销售均价位于行业前列 .....	21
图 42: 公司以线下经销模式为主, 已初步形成线上+线下“双轮驱动”的发展格局 .....	22
图 43: 直营模式毛利率较高, 线下经销模式毛利率高于线上销售给经销商模式 .....	22
图 44: 火星专卖店已覆盖全国各个省份, 主要集中在华东、华中、西南地区 .....	22
图 45: 公司线下经销商数量逐年增加 .....	23
图 46: 公司线下经销商终端数量逐年增加 .....	23
图 47: 公司经销商实力较强, 平均销售额逐年提升 .....	23
图 48: 公司经销门店平均销售额处于行业领先地位 .....	23
图 49: 电商直营是公司线上销售的主要渠道 .....	24
图 50: 公司线上收入占比逐年提升 .....	24
图 51: 火星返利金额绝对值以及返利占总收入比重均领先于可比公司 .....	25
图 52: 火星线上返利占比高于可比公司 .....	25
图 53: 公司广告宣传投入力度大 .....	27
图 54: 网络广告费与户外场地广告费比重迅速上升 .....	27
图 55: 公司售后服务费及其占比逐年上升 .....	28
图 56: 公司销售人员数量逐年提升 .....	28
表 1: 集成灶较传统油烟机、燃气灶在多个方面有明显的优势 .....	10
表 2: 目前集成灶行业基础功能的平均水平已经较高, 各品牌产品的核心功能差异不大 .....	11
表 3: 经测算, 乐观情形下, 集成灶行业未来 10 年年均复合增速最高可达 17% .....	15
表 4: 火星产品设计能力突出, 产品多次获得国内外知名奖项 .....	19
表 5: 火星返利力度较大, 有效提升经销商经营积极性 .....	24
表 6: 火星经销商通过线上渠道购买产品进行销售的盈利水平与线下购买差距较小 .....	26
表 7: 公司持续在传统营销媒介上保持广告投放 .....	27
表 8: 公司在抖音、小红书上的宣传力度高于可比公司 .....	27
表 9: 我们给予公司 DCF 目标估值 71.10 元 .....	30

# 1 集成灶新贵快速成长，后来居上成为行业龙头企业

## 1.1 集成灶新贵高举高打，营收、净利稳步扩张

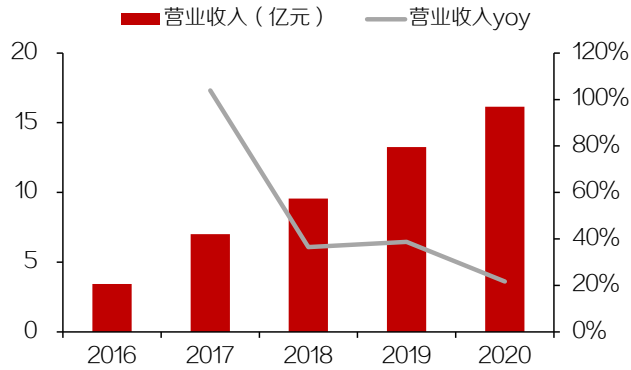
**集成灶新贵快速成长，后来居上成为行业龙头企业。** 火星前身浙江火星厨具有限公司成立于2010年，后于2013年完成股份制改造，更名为火星厨具股份有限公司。公司主要从事集成灶、集成水槽、集成洗碗机等系列产品的研发、设计、生产、销售。公司相较于其他集成灶上市公司成立较晚，但凭借年轻化的外观设计、“线上+线下”双轮驱动的渠道战略与高效的营销投放策略，后来居上成为行业龙头企业之一。2020年12月，公司正式于深交所主板挂牌上市，成为集成灶中第四家上市公司。

**图 1：集成灶新贵快速成长，后来居上成为行业龙头企业**

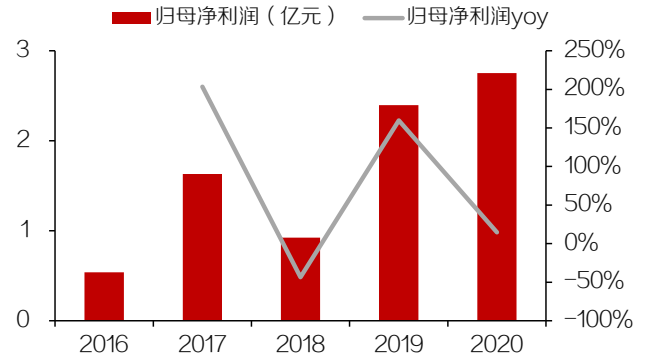


资料来源：公司官网，东方证券研究所

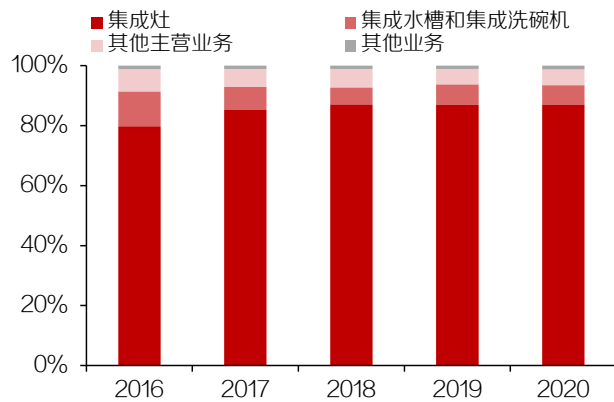
**公司营收、归母净利润规模稳步扩张，集成灶为公司核心业务。** 受益于行业整体增长红利与公司自身得当的战略规划，近年来公司营收、归母净利润稳步增长，2020年公司实现营业收入16.14亿元，同比增长21.71%，2016-2020年年均复合增长率达47.32%；同期实现归母净利润2.75亿元，同比增长14.79%，2016-2020年年均复合增长率达50.42%，2018年归母净利润增速为负主要系公司当年有较大规模的股份支付，导致管理费用率偏高。集成灶作为公司核心产品，一直是公司收入的最主要来源，2020年集成灶收入占公司总收入的87%，较2016年提升7pct。

**图 2：2020 年火星人实现营业收入 16.14 亿元，同比增长 21.71%**


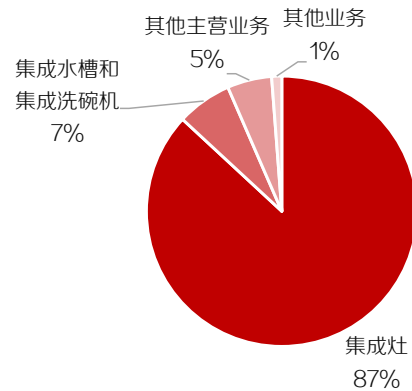
资料来源：公司公告，东方证券研究所

**图 3：2020 年火星人实现归母净利润 2.75 亿元，同比增长 14.79%**


资料来源：公司公告，东方证券研究所

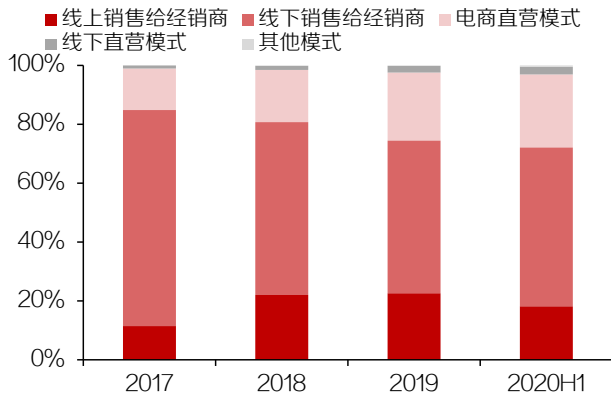
**图 4：集成灶占公司总收入的比重仍在提升**


资料来源：公司公告，东方证券研究所

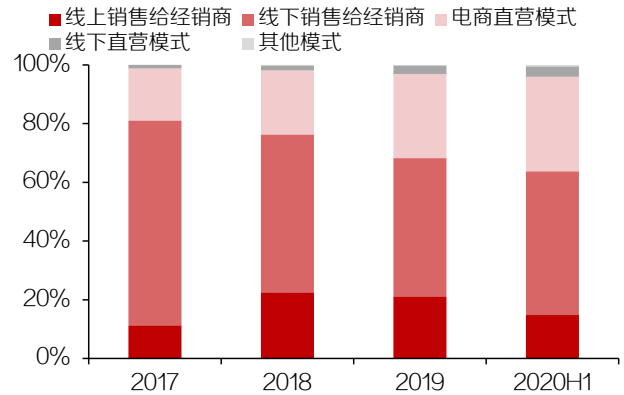
**图 5：集成灶是公司收入的主要来源，2020 年集成灶收入占公司总收入的比重达 87%**


资料来源：公司公告，东方证券研究所

线下经销为最主要的销售渠道，电商直营模式占比不断提升。与集成灶行业其他上市公司相似，线下经销为公司最主要的销售渠道，2020H1 公司通过线下销售给经销商实现收入 2.74 亿元，占公司总收入的 48.86%；实现毛利 1.20 亿元，占公司总毛利的 53.98%。近年来，随着公司加大线上渠道建设力度，公司电商直营模式重要性不断提高，2020H1 公司电商直营模式实现收入 1.26 亿元，占公司总收入的 24.80%，较 2019 年提升 1.66pct；实现毛利 0.79 亿元，占公司总毛利的 32.27%，较 2019 年提升 3.54pct。

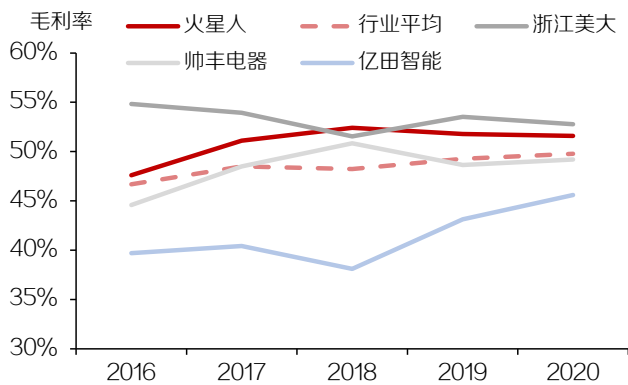
**图 6：公司收入主要来源于线下经销渠道**


资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所

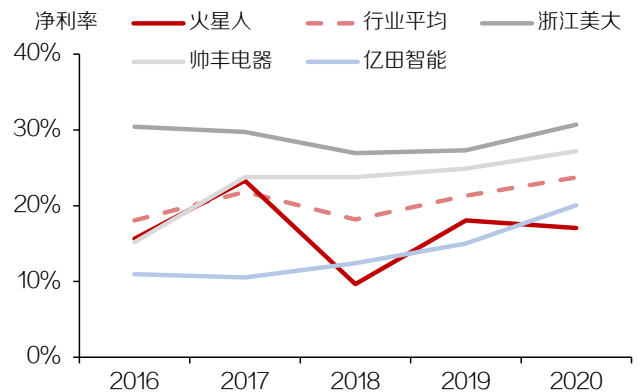
**图 7：公司毛利润主要来源于线下经销渠道**


资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所

公司毛利率稳步上行，已居于行业前列，净利率低于行业平均水平。公司近年来持续开发新品，优化产品结构，产品的中高端定位日益稳固，同时由于生产规模扩大，规模效应凸显，因而毛利率稳步上行，已位居行业前列。2020 年公司毛利率达 51.58%，仅次于浙江美大，较 2016 年提升 3.99pct，但较 2019 年略有下滑，主要系公司为了应对新冠疫情的不利影响，主动让利于经销商，下调了出货价。净利率方面，公司 2020 年净利率为 17.05%，低于行业平均水平（23.76%），主要系公司仍处于快速扩张阶段，采取“高费用博取高增长”的策略，期间费用率高于可比公司。

**图 8：公司毛利率水平处于行业前列**


资料来源：公司公告，东方证券研究所

**图 9：公司净利率水平低于行业平均水平**


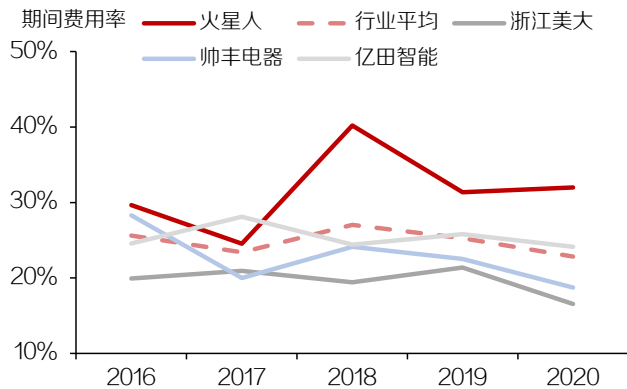
资料来源：公司公告，东方证券研究所

高费用换取高增长，公司期间费用率高于同业可比公司。目前集成灶行业仍处于成长期，公司作为行业者的后人者，近年来一直采用“高费用博取高增长”的竞争策略，自 2018 年起公司期间费用率一直为行业最高，2020 年公司期间费用率为 31.99%，显著高于行业平均水平（22.85%）。事实上，大规模的销售费用投入是公司费用率较高的主要原因，公司 2018 年开始持续加大市场营销力度、加强销售队伍建设，同时加快线上布局节奏，巩固在集成灶行业内电商业务的领先地位，



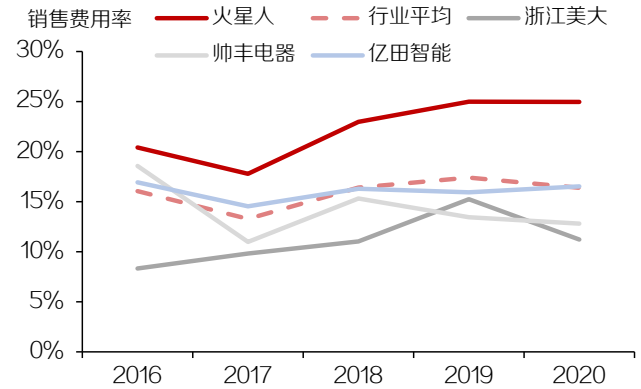
2020 年公司销售费用率为 24.97%，显著高于行业平均水平（16.38%）。管理费用率方面，除 2018 年由于实际控制人增资确认股份支付导致管理费用大增外，公司管理费用率（含研发）基本稳定。

图 10：公司期间费用率为行业最高



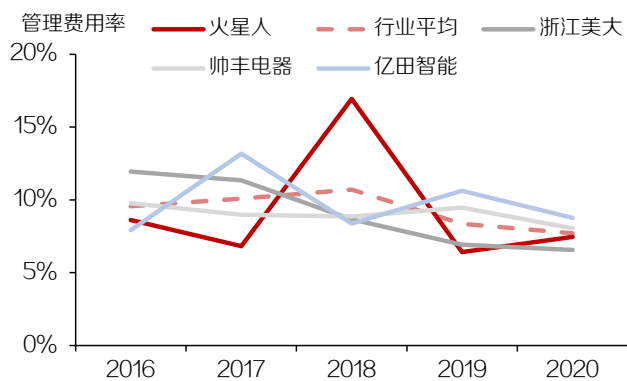
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 11：公司销售费用率为全行业最高



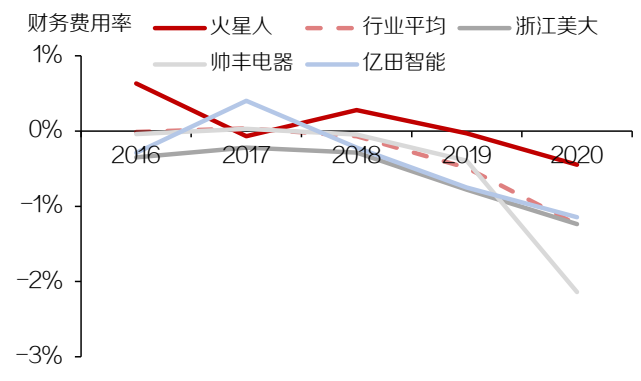
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 12：公司管理费用率（含研发）与行业平均水平相近



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 13：公司财务费用率高于行业平均水平

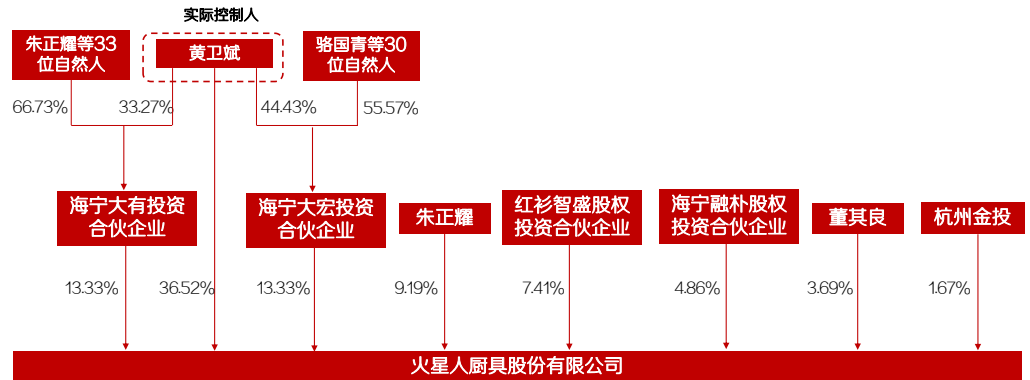


资料来源：公司公告，东方证券研究所

## 1.2 公司股权结构集中、稳定，决策效率高

**公司股权结构集中、稳定，决策效率高。**截至 2021 年 3 月 31 日，公司实际控制人黄卫斌直接持有公司 36.52% 的股份，并通过担任海宁大宏、海宁大宏（员工持股平台）执行事务合伙人分别间接持有公司 5.92%、4.43% 的股份，合计持有公司 46.87% 的股份。公司股权结构集中、稳定，管理层决策效率高，有助于公司长期发展。



**图 14：公司股权结构集中、稳定，决策效率高（截至 2021 年 3 月底数据）**


资料来源：公司公告，东方证券研究所

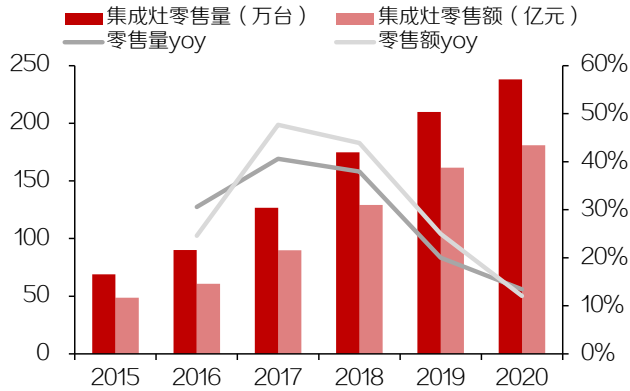
## 2 行业增长红利进入释放期，公司线上中高端市场领先优势稳固

### 2.1 增长红利逐步释放，渗透率上行确定性高

#### 集成灶性能成熟，较传统烟机优势明显，目前行业景气度较高

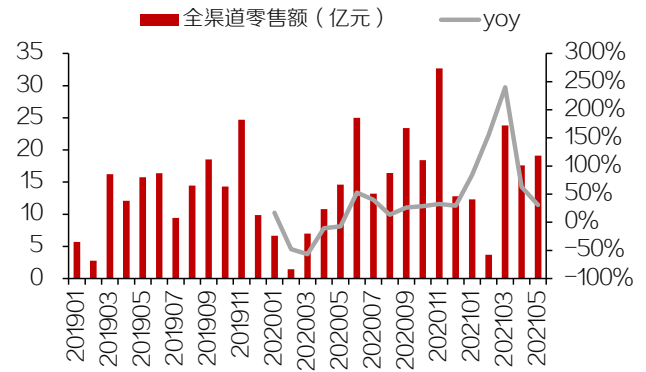
集成灶行业规模逆市稳步增长，2021 年市场维持高景气度。受地产竣工与疫情影响，中国厨卫电器市场已经历连续两年的下滑，2019 年、2020 年同比分别下滑 5%、9%。在所属大类整体表现不佳的背景下，集成灶行业依托于产品力提升、品类认知度提高，逆市稳步增长。根据中怡康的统计数据，2020 年中国集成灶行业零售量达 238 万台，零售额达 181 亿元，同比分别增长 13%、12%，近 5 年（2015-2020 年）年均复合增速分别达 28%、30%。2021 年集成灶行业维持着高景气度，根据奥维云网统计的数据，2021 年 1-5 月集成灶行业全渠道销售额合计同比增长 89%，相比 2019 年同期增长 46%（CAGR 约 21%）。

图 15：2020 年中国集成灶行业零售量达 238 万台，零售额达 181 亿元，同比分别增长 13%、12%



资料来源：中怡康，东方证券研究所

图 16：2021 年集成灶行业持续维持高景气度，1-5 月全渠道零售额同比增速达 89%



资料来源：奥维云网，东方证券研究所

**集成灶较传统油烟机、燃气灶优势明显，更加适用于紧凑型、开放式厨房。**在经过多次形态迭代后，目前市场上的集成灶产品在控烟能力、油烟分离、空间利用率、噪音控制以及日常清洁维护方面较传统油烟机、燃气灶等品类有较大的优势。**在油烟吸收、控制方面**，由于集成灶的吸烟腔距离灶具仅 20-30 厘米，因此能够在油烟还处于收缩升腾区时将其吸入，吸油烟率一般高于 95%。同时较早的吸入油烟能够保证吸入的油污颗粒较大，易于分离，避免出现风机油污附着的问题。**在空间利用方面**，侧吸模块化集成灶将多种厨电集成为一体，空间利用率高，而且不需要占用厨房上部空间，同时避免了位于人体头部附近的噪声源，更好地实现噪音控制。此外**在日常清洁维护方面**，目前主流集成灶采用模块化的设计，各部分拆卸简单，易于日常清洁维护；若出现某一集成模块损坏，只需更换受损模块，而不再需要更换整个集成灶。集成灶相较于传统烟机的优势使得其更加适用于面积偏小、布局紧凑的厨房，并且成为开放式厨房的标配。

表 1：集成灶较传统油烟机、燃气灶在多个方面有明显的优势

	集成灶	传统油烟机、燃气灶
控烟能力	吸烟腔距离灶具约 20-30cm，在油烟扩散前就及时吸走油烟，避免油烟弥漫，吸油烟率一般高于 95%。	安装在灶具上方，吸烟腔距离灶具约 65-75cm，油烟流通距离较长，存在油烟逃逸、倒灌的问题，吸油烟率较低。
油烟分离	油污还处于较大颗粒的时候就被吸入风口，通过凝结、离心、阻挡等一系列方式，可高效地将油烟分离。	受高度影响，油烟进入吸口时油滴已雾化变得很小，油与烟的重量差异大幅缩小，油烟的分离难度提高，导致吸油烟机尤其是风机油污附着严重，烟气中的油污直接排放到大气。
空间利用率	将多种厨电产品集为一体，提高空间利用率。下排式设计使风轮置于灶面下方，节省上方空间。	吸油烟机、燃气灶、消毒柜/烤箱/蒸箱等独立放置所占空间较大，传统中式和顶吸式吸油烟机占用了厨房上部空间。
噪音控制	集成灶采用下排风设计，电机位于灶台侧下部，避免了位于人体头部附近的噪声源，从结构上规避噪声。	吸油烟机处于头顶位置，处于人体听觉器官附近，噪声较大。
清洁维护	采用模块化设计，各部分拆卸简单，易于日常清洁维护。	烟机不易拆卸，需单独报修、单独更换，导致清洗维护困难。

资料来源：帅丰电器招股说明书，东方证券研究所

集成灶产品基础功能成熟度较高，各品牌产品的核心功能差异不大。产品性能角度看，集成灶在经过多次迭代后，产品油烟吸收、油脂分离以及安全保障等各大基础功能已较为成熟，根据国家日用金属制品质量监督检验中心（沈阳）的检测结果，2017年中国集成灶行业常态气味降低度和瞬时气味降低度分别为99.75%、66.21%，远高于国家标准（90%、50%）；此外，2017年集成灶行业油脂分离度平均水平约为95.61%，同样高于国家标准（80%）。在行业基础功能平均水平较高的背景下，行业内各大品牌产品的核心功能差异不大，根据天津市消费者协会的测算数据，火星人与美的两款价格相近的产品在热效率、风量、风压等指标上的差异极小且均远高于国家标准。

表 2：目前集成灶行业基础功能的平均水平已经较高，各品牌产品的核心功能差异不大

品牌	型号规格	价格（元）	热效率	最小火热负荷比 kW	热负荷准确度	风量 m <sup>3</sup> /min	风压 pa	全压效率
美大	JJZT-1509	11,300	62.8%	0.61	1.8%	12.8	258.5	20.2%
海尔	JJZT-J9E3B (12T)	10,999	61.4%	0.65	0.9%	16.1	344.8	18.7%
森歌	JJZT-A5-III	9,980	64.7%	0.36	1.4%	14.9	316.6	25.7%
亿田	JJZT-D8G	9,480	62.6%	0.62	5.0%	13.5	335.1	24.3%
海信	JJZT-WD501	7,999	63.8%	1.17	2.7%	17.5	322.6	21.4%
火星	JJZT-E6B/X	7,980	62.8%	0.66	0.7%	16.0	367.8	21.6%
美的	JJZT-92Q5G	7,949	62.3%	0.69	0.7%	15.8	342.2	22.0%
千禧厨宝	JJZT-A	7,199	62.4%	0.54	9.1%	14.0	218.7	15.1%
帅康	JJZT-GB209E	6,999	60.9%	0.43	2.4%	16.9	351.3	23.7%
TCL	JJZT-JC11A	5,599	63.0%	0.74	2.7%	15.6	239.6	16.5%
YUKIDA	JCZ-(Y.T.R)C-S	5,480	55.9%	0.65	3.9%	15.5	226.1	15.0%
奥克斯	JJZT-X561B	5,399	62.8%	0.82	2.1%	15.1	320.9	25.5%
奥田	JJZT-X2-E05	5,199	58.3%	0.69	6.0%	16.5	333.2	22.9%
美菱	JJZT-ML-1008B	4,899	62.3%	0.66	2.8%	15.8	291.8	23.0%
万家乐	JJZT-LA3.2C	4,399	61.3%	0.46	4.8%	13.4	305.2	24.6%
	平均值	7,391	61.8%	0.65	3.1%	15.3	305.0	21.3%
	国家标准		53%	-	<10%	>10	>100	>15%

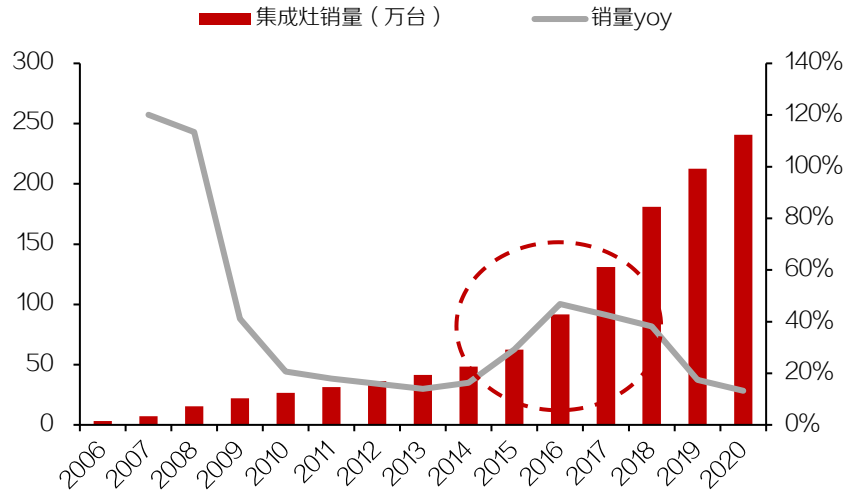
资料来源：天津市消费者协会，东方证券研究所

## 以烟灶蒸烤一体为代表的新集成方案的出现能够在短期内带动行业规模加速扩张

以烟灶消为起点，行业集成搭配方案逐步多元化，或进一步提升行业景气度。侧吸模块化集成灶能够将多种厨房电器集成为一体，目前市场主流的集成灶大多为烟灶消（即包含油烟机、燃气灶、消毒柜），2019年烟灶消产品在线上、线下渠道的销售额占比分别为56%、64%。回顾行业发展史，2015年之前集成灶市场规模较小，增速也不高，2015年带蒸箱的集成灶上市为市场注入新活力，根据Euromonitor的统计数据，2015、2016年集成灶行业规模增速达29%、47%，显著高于2010-2014年间的同比增速。2020年以来各大品牌陆续推出烟灶蒸烤一体集成灶，受益于家庭料理、烘焙需求的增长，其市场份额快速提升，2020年烟灶蒸烤一体产品在线上、线下的销售

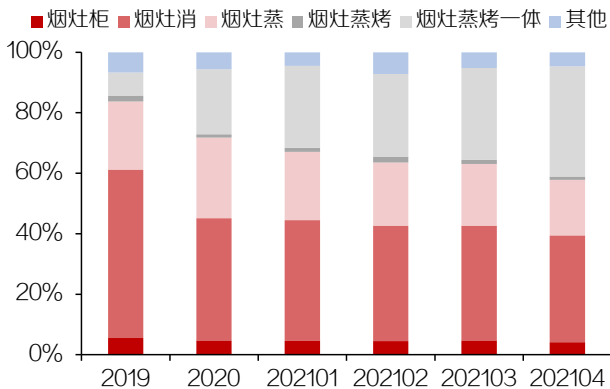
额占比分别为 22%、12%，同比分别提升 14pct、6pct。烟灶蒸烤一体产品的增长势头进入 2021 年后仍在持续，2021 年 1-4 月烟灶蒸烤一体产品线上、线下的销售额占比分别超过 30%、20%。更加契合消费者需求的集成搭配方案不断在市场中涌现，有望为行业发展带来新动力，带动行业规模加速扩张。同时全新的集成化搭配方案由于搭配了蒸烤一体箱等厨房电器，给予了产品更高的溢价空间，根据奥维云网的统计数据，2020 年烟灶蒸烤一体集成灶线上、线下均价分别高出烟灶灶消 3483 元、5196 元，该类产品的市场份额提升有助于增厚行业整体盈利空间。

**图 17：2015、2016 年集成灶行业规模增速达 29%、47%，显著高于 2010-2014 年间的增速**



资料来源：Euromonitor，东方证券研究所

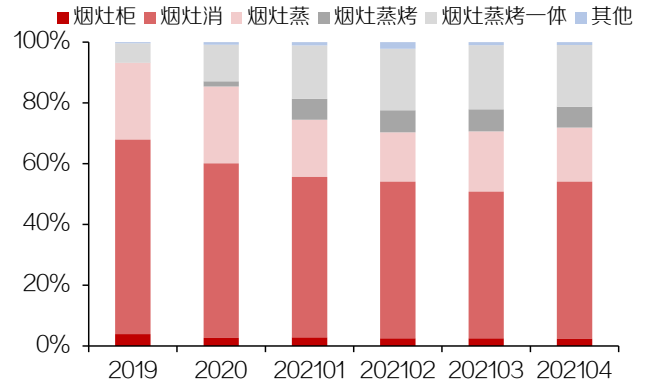
**图 18：烟灶蒸烤一体式集成灶在线上渠道的占比快速提升**



注：市占率以销售额口径计算

资料来源：奥维云网，东方证券研究所

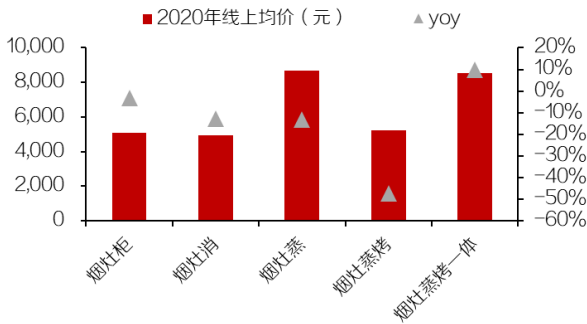
**图 19：烟灶蒸烤一体式集成灶在线下渠道的占比快速提升**



注：市占率以销售额口径计算

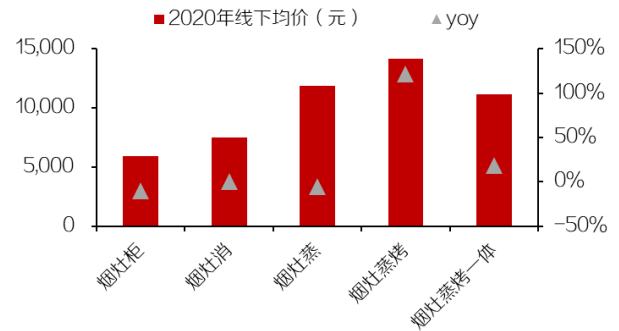
资料来源：奥维云网，东方证券研究所

图 20：烟灶蒸烤一体式集成灶线上均价显著高于烟灶消



资料来源：奥维云网，东方证券研究所

图 21：烟灶蒸烤一体式集成灶线下均价显著高于烟灶消

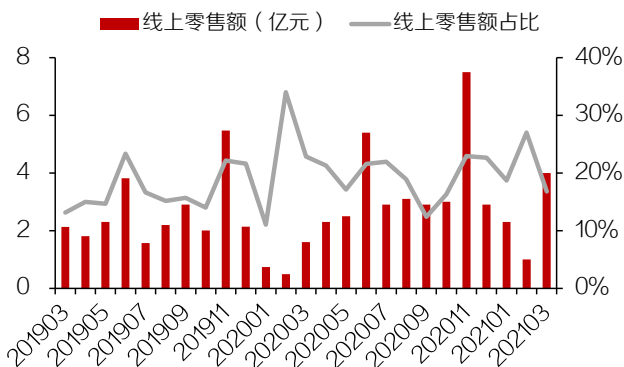


资料来源：奥维云网，东方证券研究所

### 集成灶品牌积极开拓线上渠道，发力一、二线城市，提升中长期发展可持续性

**集成灶线上市场高速发展，渠道逐步线上化。**近年来集成灶行业传统的坐店等客模式很难再获取新的客流，电商平台作为流量的一大入口，成为了行业渠道拓展的主要方向。以火星人为代表的集成灶公司积极着手线上布局，错开线上、线下销售产品的型号与价格，积极寻求新客流。2020年受疫情催化，部分线下刚需转移到线上，叠加直播带货红利释放，集成灶线上市场高速发展，线上零售额占比较 2020 年有所提升，基本稳定在 20%以上。公司层面来看，火星作为行业内最早布局线上渠道的企业之一，2019 年线上收入占比达 46%，较 2017 年提高了 20pct。集成灶行业销售渠道逐步向线上转移，有望在未来集成灶上市企业导入大量新客流、提升品牌知名度。

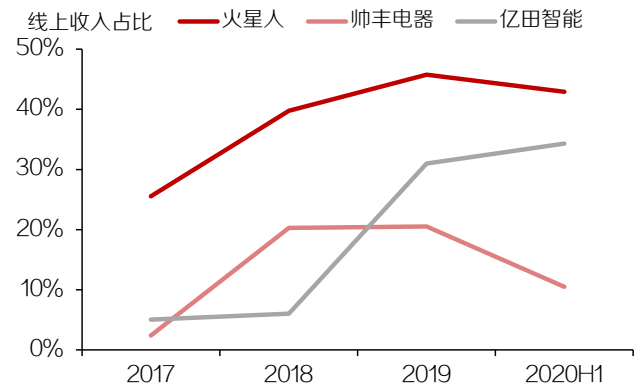
图 22：2020 年集成灶线上市场高速发展



注：线上零售额占比指线上零售额在全渠道零售额中的占比

资料来源：奥维云网，东方证券研究所

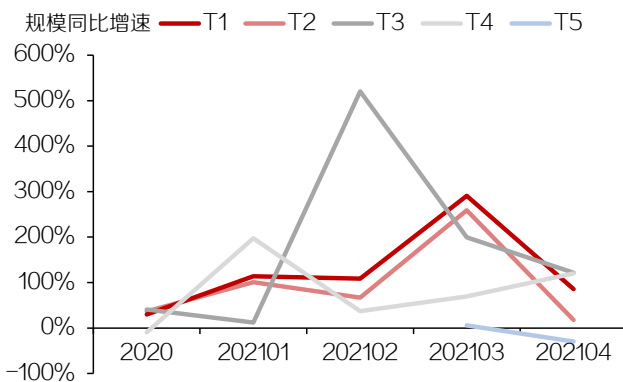
图 23：集成灶上市企业线上收入占比逐年提升



注：线上收入包括经销商线上采购收入与线上直营收入

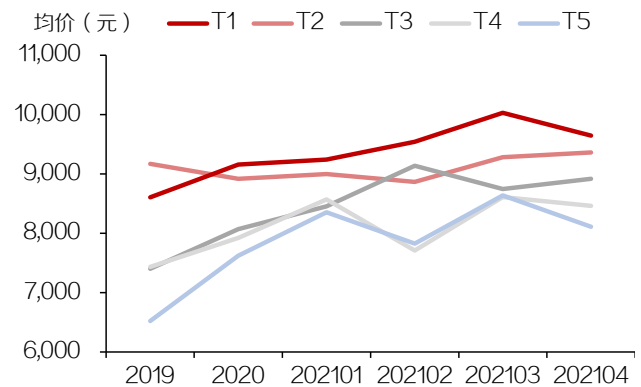
资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所

以三、四线城市为根基，集成灶品牌逐步发力于一、二线市场，有望助力行业量价齐升。由于各大集成灶专业品牌在创立初期资金实力与品牌力均弱于综合性厨电品牌，经销商难以在一、二线城市立足，因而企业大多选择在营销效果更好，投入产出比更高的三、四线城市率先发力，浙江美大在投资者调研纪要中曾披露 2020 年公司来源于三、四线城市的收入占比为 75%。近年来集成灶行业整体呈现出“农村包围城市”的趋势，即以三、四线城市为根基，逐步发力于一、二线市场。根据奥维云网的统计数据，进入 2021 年后，T1-T3 级城市（即欠发达地级市及以上的城市）集成灶的销售规模增速高于 T4、T5 级城市（即一般县级市与县及以下的城市）。一、二线城市需求大多来自于二手房的旧厨房改造，厨房面积相对较小，更加适合使用集成灶，此外一、二线城市集成灶的销售均价一直稳定高于三、四线城市。行业内专业龙头在三、四线城市站稳脚跟后，已具备一定的资金实力与品牌影响力，开始集中精力开拓一、二线市场，有望助力行业量、价齐升。

**图 24：T1-T3 级城市集成灶销售规模增速较快**


注：T1：直辖市、发达省会城市与地级市；T2：欠发达省会城市、一般地级市、发达县级市；T3：欠发达地级市；T4：一般县级市与县；T5：欠发达县级市与县

资料来源：奥维云网，东方证券研究所

**图 25：T1-T3 级城市集成灶销售均价较高**


注：T1：直辖市、发达省会城市与地级市；T2：欠发达省会城市、一般地级市、发达县级市；T3：欠发达地级市；T4：一般县级市与县；T5：欠发达县级市与县

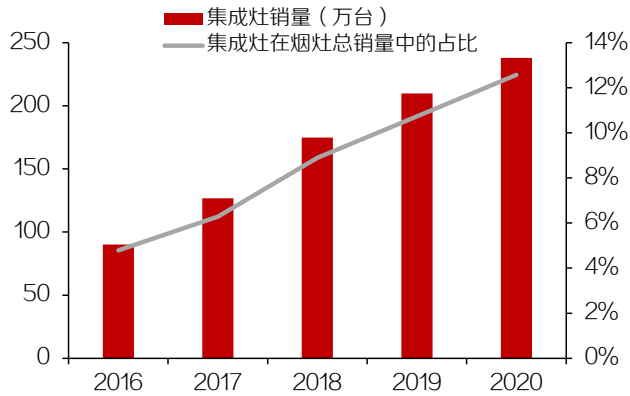
资料来源：奥维云网，东方证券研究所

### 短期、中长期增长逻辑清晰，集成灶行业增长红利逐步释放

**集成灶行业增长红利逐步释放，未来十年集成灶总销量年均复合增速可达 12%。**随着行业内有力量的竞争者逐年增加，产品不断推陈出新、销售渠道逐步拓宽，行业正处于高景气时期，渗透率步入上升通道。根据中怡康以及产业在线的统计数据，中国集成灶销量在烟灶总销量中的占比逐年提升，2020 年已达 13%，同比提升 2pct。我们预计行业渗透率在未来有望延续上行趋势，维持较快的放量态势。我们以 2021 年开始每年集成灶在烟灶内部的渗透率提升速度、2021 年开始新房销售面积复合增速两个指标为变量，对集成灶行业未来增速做了弹性预测。在中性情形下，我们假定 2030 年集成灶在烟灶内部的渗透率为 27.6%（每年提升 1.5pct）、2021 年开始新房销售面积复合增速为-2%，则未来十年集成灶总销量年均复合增速可达 12%。若未来几年行业渗透

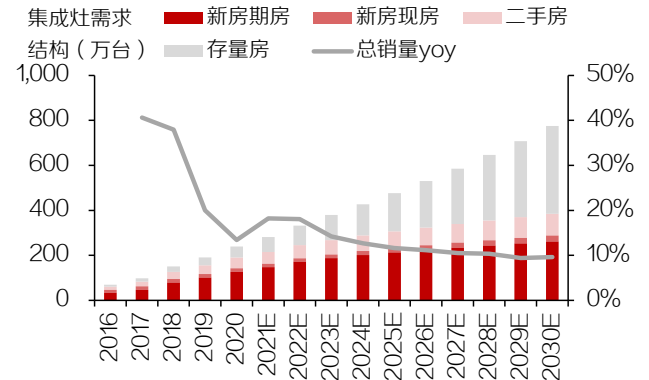
率加速上行（每年提升2.5pct），房地产销售情况有所改观（销售面积复合增速为0%），集成灶行业销量有望实现近17%的年均复合增速。

图 26：2020 年中国集成灶在烟灶中的占比已达 13%



资料来源：中怡康，产业在线，东方证券研究所

图 27：中性情形下，预计 2030 年中国集成灶销量可达 775.5 万台，未来十年年均复合增速可达 12%



资料来源：Wind，东方证券研究所

表 3：经测算，乐观情形下，集成灶行业未来 10 年年均复合增速最高可达 17%

2020-2030 年集成灶销量 年均复合增速	新房住宅销售面积年均增速				
	-4%	-3%	-2%	-1%	0%
17.6%	6.7%	7.1%	7.6%	8.1%	8.5%
22.6%	9.4%	9.8%	10.3%	10.8%	11.3%
2030 年集成灶渗透率*	11.6%	12.1%	12.5%	13.0%	13.5%
32.6%	13.5%	13.9%	14.4%	14.9%	15.5%
37.6%	15.1%	15.6%	16.1%	16.6%	17.1%

\*注：集成灶渗透率指的是集成灶销量在烟灶总销量中的占比

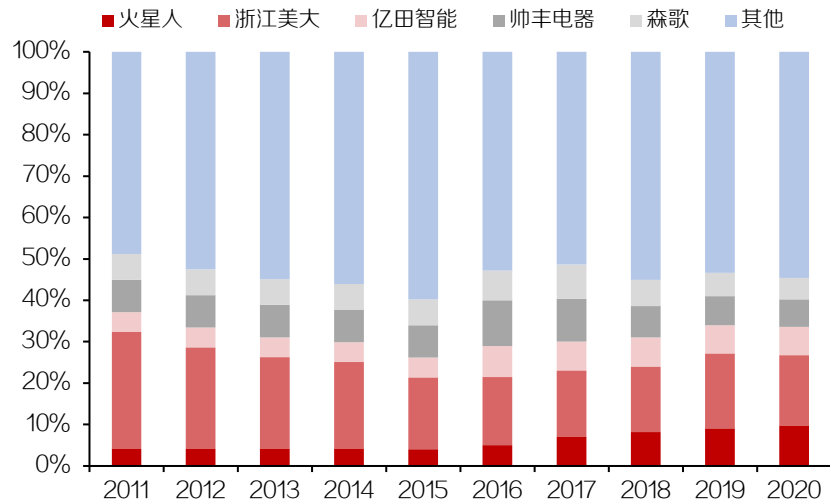
资料来源：Wind，东方证券研究所

## 2.2 行业竞争加剧，火星人线上中高端市场领先优势稳固

火星人市场份额自 2016 年起稳步提升，线上渠道龙头稳固。由于集成灶行业整体仍可视作一个增量市场，在行业规模快速扩张的背景下，行业集中度并没有出现明显的提升，根据 Euromonitor 统计的数据，2020 年中国集成灶行业 CR5 为 45%，较 2011 年下降 6pct。浙江美大作为行业龙头，市占率有所下滑，2020 年市占率为 17%。火星人虽成立较晚，但自 2016 年起市占率逐年提升，2020 年火星人市占率已达 10%，位居行业第二，较 2015 年提升近 5pct。尤其是在快速发展的线上渠道，火星人凭借前瞻性的布局掌握先发优势，龙头地位稳固，2020 年火星人线上市场占有率达 19%，与 2019 年持平，领先第二位森歌 11pct。



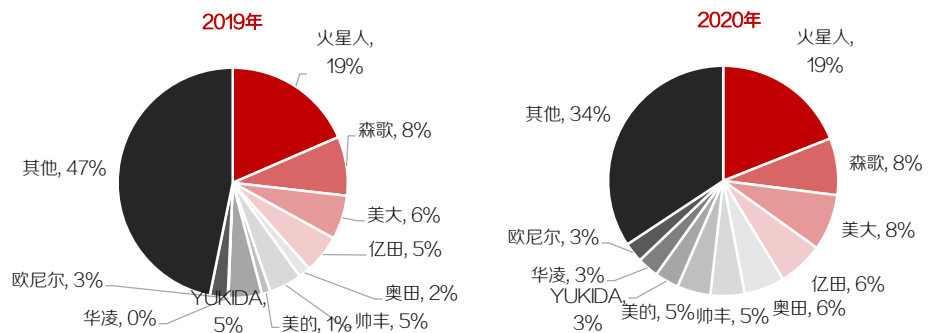
图 28：行业集中度依旧不高，火星人市占率自 2016 年起稳步提升



注：此处市占率为零售量口径

资料来源：Euromonitor，东方证券研究所

图 29：火星人线上渠道领先优势稳固

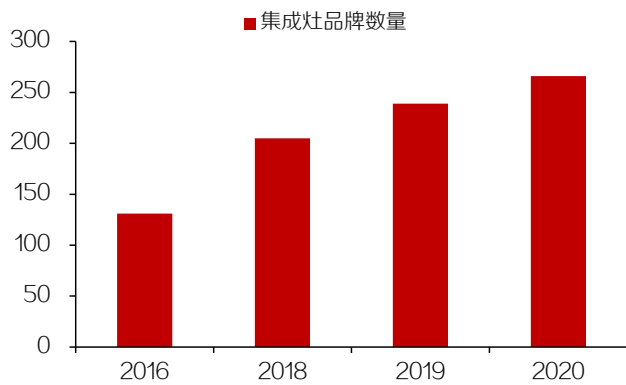


注：市占率采用销售额口径

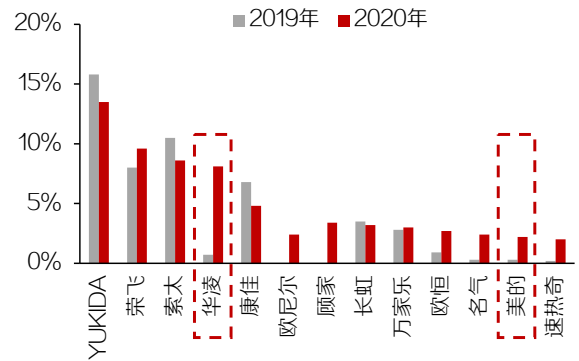
资料来源：奥维云网，东方证券研究所

集成灶行业竞争格局分化，综合性家电品牌入局加速中低端市场出清，高端市场格局保持稳定。在集成灶行业规模稳步增长的红利驱动下，每年都有众多品牌进入集成灶行业，根据奥维云网统计，集成灶线上新进入 57 个品牌、退出 41 个品牌，线下新进入 21 个品牌、退出 10 个品牌，截至 2020 年底线上、线下品牌分别有 193、73 个。新进入集成灶行业的综合性家电品牌凭借自身强大的渠道力，在中低端市场迅速提升自身影响力，以美的及其子品牌华凌为例，2020 年华凌、美的集成灶在线上低端市场的市占率分别为 8.1%、2.2%，同比分别提升 7.4pct、1.9pct，在线上

中端市场的占有率分别为 1.9%、6.8%，同比分别提升 1.9pct、4.9pct。我们认为以美的为代表的综合性家电龙头入局加速了中低端集成灶市场的出清，在美的+华凌中端市场份额快速的提升的同时，火星人、亿田智能、浙江美大的中端市场份额也在提升，而如蓝炬星、欧尼尔等中小品牌的份额快速下滑。高端市场方面，以火星人、浙江美大为代表的专业品牌凭借多年的技术、品牌沉淀，始终保持着高端市场的领先地位，2020 年火星人、浙江美大在线上高端市场的占有率达 26%、18%，较 2019 年提升 1pct、5pct；而新进入厂商的产品力与品牌力难以支持其为产品定高价，因而短期内难以撼动专业品牌在高端领域的优势。

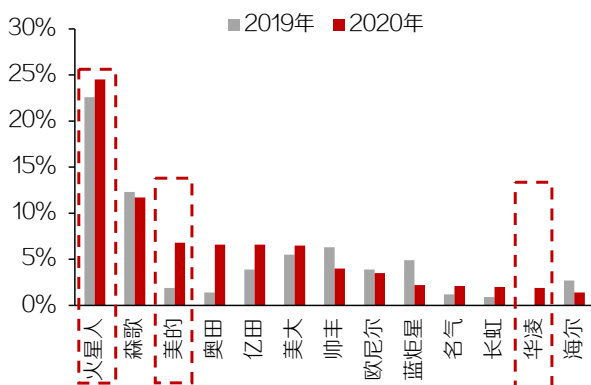
**图 30：近年来集成灶行业品牌数量快速提升**


资料来源：中怡康、奥维云网，东方证券研究所

**图 31：美的+华凌快速占领低端集成灶线上市场份额**


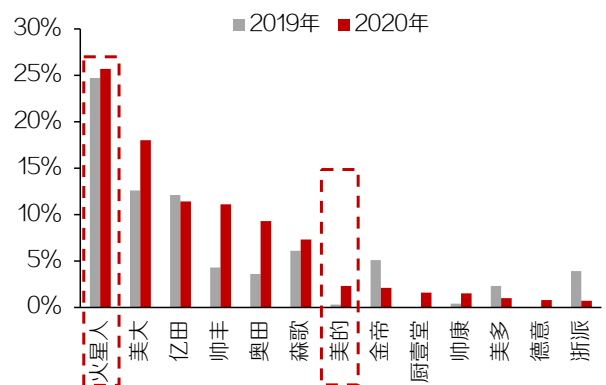
注：低端集成灶包括售价低于 5000 元的产品

资料来源：奥维云网，东方证券研究所

**图 32：美的+华凌集成灶在线上中端市场份额提升明显**


注：中端集成灶包括售价高于 5000 元、低于 10000 元的产品

资料来源：奥维云网，东方证券研究所

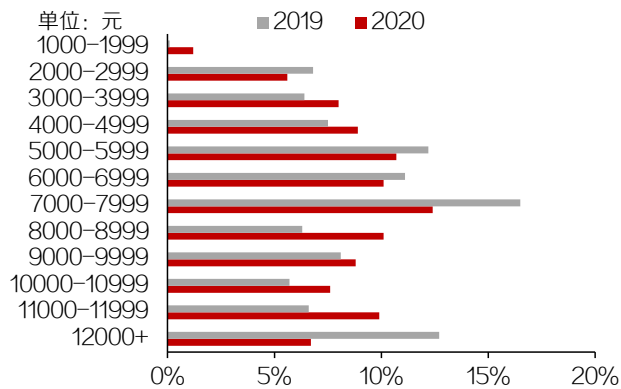
**图 33：火星人在线上高端市场的领先优势稳固**


注：高端集成灶包括售价高于 10000 元产品

资料来源：奥维云网，东方证券研究所

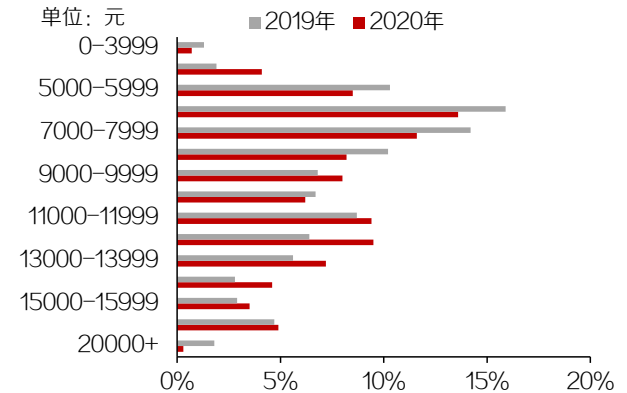
市场价格中枢上移，火星人等专业品牌有望从中受益。搭配智能功能、蒸烤一体箱的集成灶开始市场中涌现，给予了产品一定溢价空间，集成灶市场价格中枢也随之上移。2020 年线下市场高于 10000 元的集成灶销售额占比达 46%，同比提升 6pct；2020 年线上渠道中售价为 8000-12000 元产品的销售额占比达 36%，同比提升 10pct。火星人作为高端市场的领先品牌，有望从中受益。

图 34：集成灶线上市场价格中枢整体上行



资料来源：奥维云网，东方证券研究所

图 35：集成灶线下市场价格中枢整体上行



资料来源：奥维云网，东方证券研究所

### 3 产品、渠道、营销齐发力，公司成长可持续性增强

#### 3.1 高颜值外观叠加产品实用性有效支撑品牌中高端定位

产品端，火星人通过设计、研发创新，持续推出引领行业潮流的爆款产品。在集成灶行业产品基础性能差异不大的背景下，作为后来者的火星人另辟蹊径，通过别出心裁的设计与研发，持续推出引领行业潮流的爆款产品。2012 年公司推出领袖产品 X7，突破集成灶传统设计外观限制，产品外观较同期产品更为柔和、美观，迅速成为明星产品，据新闻报道，当时火星人每卖出 100 台集成灶，就有 57 台是 X7。随后公司在经过市场调研后，挖掘出了消费者对于“蒸”的需求，并于 2015 年推出行业首台带有蒸箱的集成灶 X2Z，并在 2016 年将蒸箱加入 X7 中，推出 X7Z，带动行业整体规模增长提速。为了更好满足消费者烹饪需求，公司又于 2020 年 9 月推出四款蒸烤一体集成灶，其中 E6BC 推出仅三个月销售就已突破 2700 多台，年累均价达 12511 元。市场调研能让公司更加了解消费者需求，叠加公司自身出色的设计、研发能力，公司有望在未来持续打造爆款产品。

**图 36：产品端，火星人通过设计、研发创新，持续推出引领行业潮流的爆款产品**

			
<b>产品型号</b>	X7集成灶	X7Z蒸箱款集成灶	Q3C蒸烤一体集成灶
<b>上市价格</b>	2012年	2016年	2020年
<b>售价</b>	15000元左右	18999元	15680元

资料来源：京东，中关村在线，东方证券研究所

公司产品设计能力突出，高颜值外观创造产品差异化。公司自成立以来，高度重视产品设计，长期与顶尖设计师、设计机构合作，如明星产品 X7 以迪拜帆船酒店为灵感，由日本国宝级设计师田中浩昭设计，外观较传统产品少了冰冷的机械感，多了分柔和之美。该款产品自推出以来多次获得设计大奖，先后获得“IF 设计金奖”、“红点设计奖”等知名奖项。得益于公司对产品设计的长期重视，高颜值、年轻化的外观表达成为了火星人的产品名片，在功能同质化的背景下创造出新的差异化卖点。

**表 4：火星人产品设计能力突出，产品多次获得国内外知名奖项**

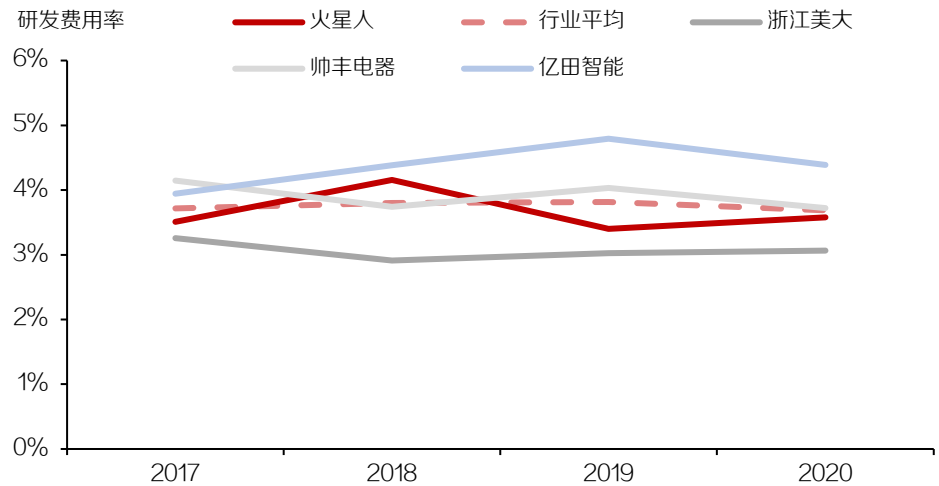
获奖时间	获奖产品	获奖名称
2013 年	X7 集成灶	红点设计奖
		IF 设计金奖
	A1 多功能水槽	红点设计奖
	X5 集成灶	中国设计红星奖
2016 年	X2Z 蒸汽炉集成灶	2016 年度行业发明奖
	电磁感应加热常压水锅炉	2016 年度行业发明奖
2017 年	Q5 集成灶	IF 设计奖
2018 年	JJZT-X7B/Z	2018 年中国集成灶高效净化环保之星
	Q5Z 集成灶蒸炉款 燃气燃烧器	浙江省优秀设计创新产品 2018 年度行业发明奖
2019 年	D7 集成洗碗机	红点设计奖
2020 年	X7 集成灶	AWE2020 艾普兰奖优秀产品奖

资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所

研发投入力度大，研发产出效率高。公司拥有产品开发中心，技术研究院，智能创新研究院三维一体的研发体系，目前拥有研发人员 229 人，占员工总数的 12.08%，绝对数量与占比均处于行

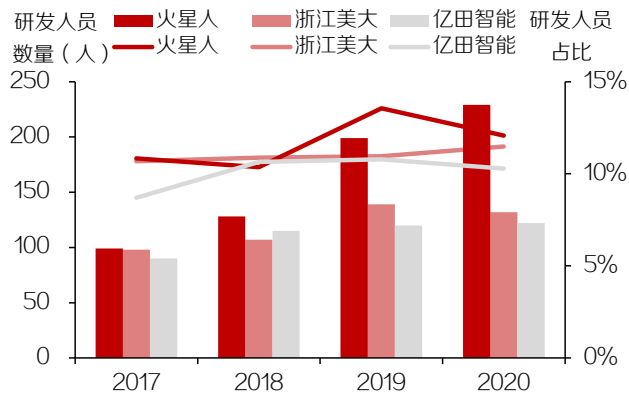
业领先地位；2020 年公司研发费用率为 3.58%，与行业平均水平较为接近。在维持较大研发力度的同时公司保持着较高研发产出效率，目前拥有专利 257 项，高于其余集成灶上市公司，在燃烧器技术、蒸汽炉技术、吸油烟技术等核心技术方面拥有丰富的储备；此外公司产品已实现烟灶联动、智能预约、精准控温等功能，智能化水平逐渐提升。

**图 37：公司研发费用率与行业平均水平较为接近**



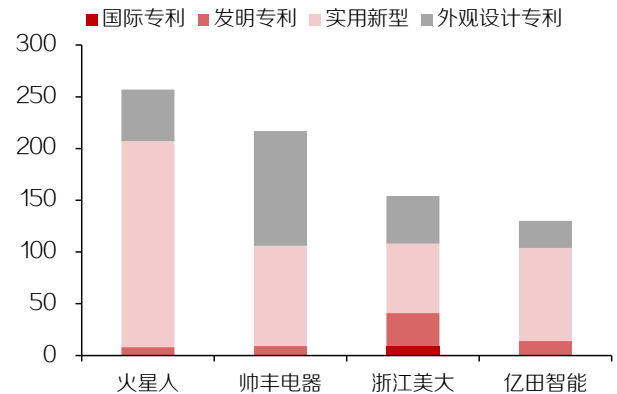
资料来源：公司公告，东方证券研究所

**图 38：公司研发人员数量以及占比均高于可比公司**



资料来源：公司公告，东方证券研究所

**图 39：公司专利数量高于其他三家上市集成灶企业**



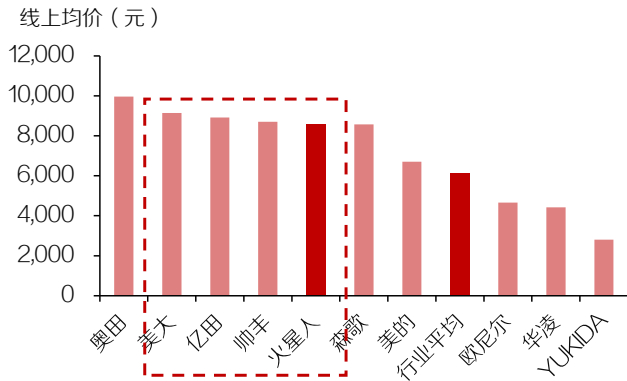
注：亿田智能专利数为截至 2020 年 6 月的专利数，其余三家公司为 2020 年年报公告的专利数目

资料来源：公司公告，东方证券研究所

高颜值的外观设计与出色的研发实力支撑公司产品中高端定位。公司对产品设计的重视提升了产品外在美感，扎实的研发能力又提升了产品的使用体验，内在实用性的提升叠加高颜值外观使得产品的中高端定位日益得到消费者认可。根据奥维云网的统计数据，2020 年公司线上、线下 KA

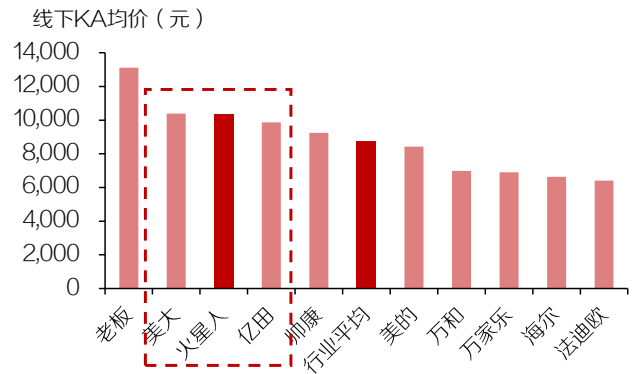
产品销售均价分别为 8603 元、10354 元，均高于行业均价（6148 元、8743 元），处于行业前列。

图 40：公司线上产品销售均价位于行业前列



资料来源：奥维云网，东方证券研究所

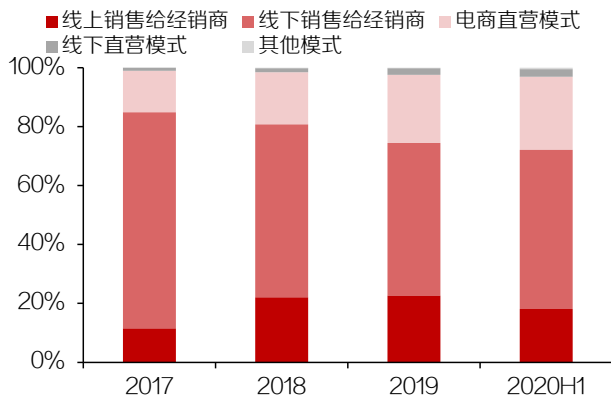
图 41：公司线下产品销售均价位于行业前列



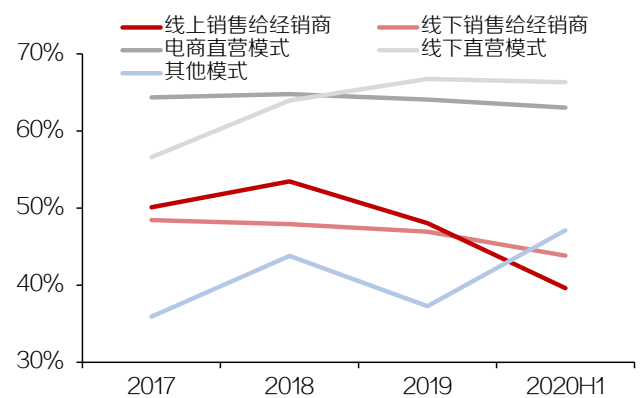
资料来源：奥维云网，东方证券研究所

### 3.2 线下渠道为根，线上渠道快速发展，线上+线下“双轮驱动”格局初步形成

公司以线下经销模式为主，线上占比不断提高，已初步形成线上+线下“双轮驱动”的渠道格局。公司销售渠道主要包括经销模式、电商直营模式与线下直营模式，其中经销模式按出货方式可以分为线下销售给经销商和线上销售给经销商两种模式。线下经销目前是公司最主要的销售渠道，2020H1 销售额占比为 54%。伴随公司持续加大线上渠道的建设力度，线上收入占比快速提升，2020H1 公司电商直营、线上销售给经销商收入分别占总收入的 25%、18%，较 2017 年分别提升 10pct、7pct。为实现线上渠道与线下渠道的有机结合，公司设置了线上、线下差异化的产品组合，线上产品主打性价比，线下产品定位更加高端，逐步实现线上+线下“双轮驱动”的渠道格局。毛利率角度看，电商直营模式毛利率较高，2020H1 电商直营模式毛利率为 63.03%，仅次于线下直营模式（66.33%）；为了保障经销商通过电商平台采购后以平价向终端客户销售时有相近的利润空间，线上销售给经销商的实际价格为电商平台零售价减去相关返利，因而毛利率低于电商直营模式（产品售价即电商平台零售价），2020H1 公司线上销售给经销商毛利率为 39.60%，较 2019 年下降 8.44pct，主要系产品销售结构调整，产品平均售价下降。线下经销模式由于不需要承担支付服务费、推广费等电商费用，毛利率高于线上销售给经销商模式，2020H1 实现毛利率 43.84%。

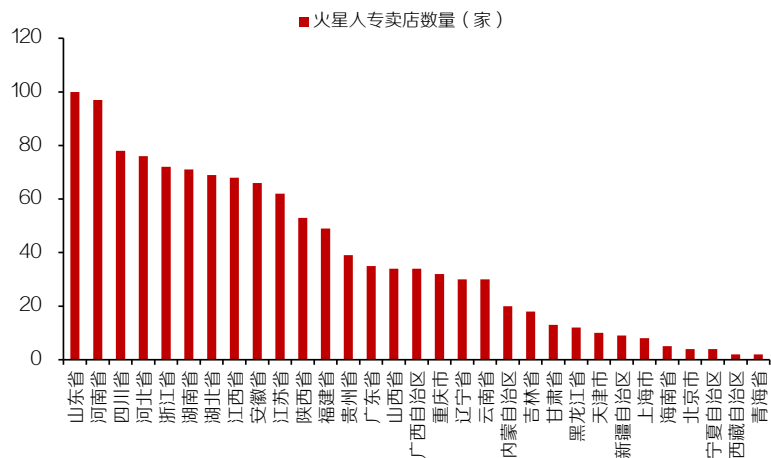
**图 42：公司以线下经销模式为主，已初步形成线上+线下“双轮驱动”的发展格局**


资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所

**图 43：直营模式毛利率较高，线下经销模式毛利率高于线上销售给经销商模式**


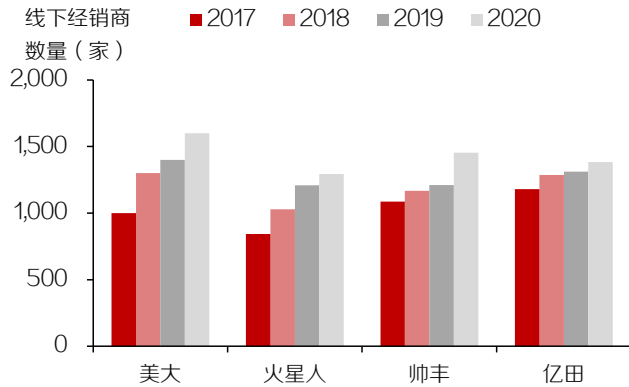
资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所

火星人经销网络稳步扩张，经销商实力居于行业前列。历经多年的线下渠道耕耘，公司经销网络逐年稳步扩张，专卖店遍布全国各个省份，主要集中在华东、华中、西南地区，截至 2020 年底公司共有 1293 家经销商、1790 家经销门店，同比分别提升 7%、11%。虽然公司经销门店的绝对数量与成立较早的浙江美大相比仍有一定差距，但经销商实力经过多年打磨已处于行业前列。公司对于经销商有一套成熟的考核体系，在选出各区域有一定市场渠道、资金实力和从业经验的个人作为经销商后，严格划分经销区域、统一门店装修标准、明确规定产品售价、定期举办培训活动，提升单店盈利模式的可复制性，因而公司经销商大多拥有较强的可持续盈利能力。据公司招股说明书披露，2019 年公司经销商、经销门店平均销售额分别为 87.35 万元、65.24 万元，位于行业前列。

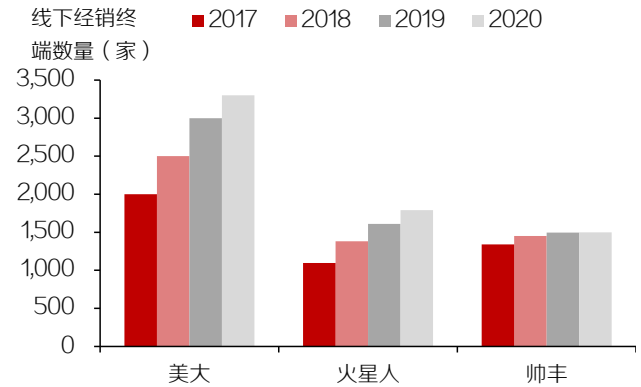
**图 44：火星人专卖店已覆盖全国各个省份，主要集中在华东、华中、西南地区**


资料来源：公司官网，东方证券研究所

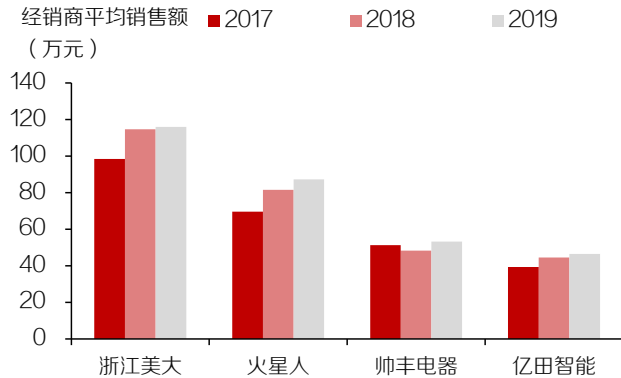


**图 45：公司线下经销商数量逐年增加**


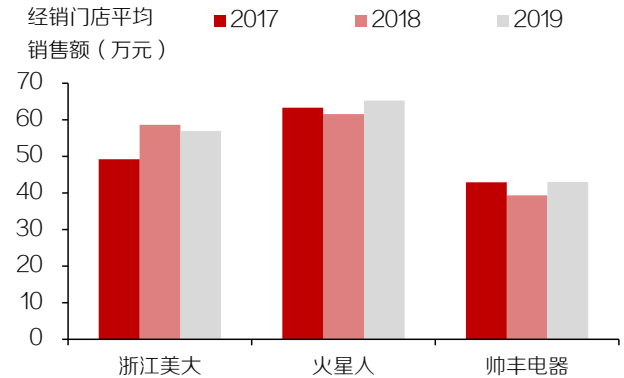
资料来源：各公司招股说明书，东方证券研究所

**图 46：公司线下经销商终端数量逐年增加**


资料来源：各公司招股说明书，东方证券研究所

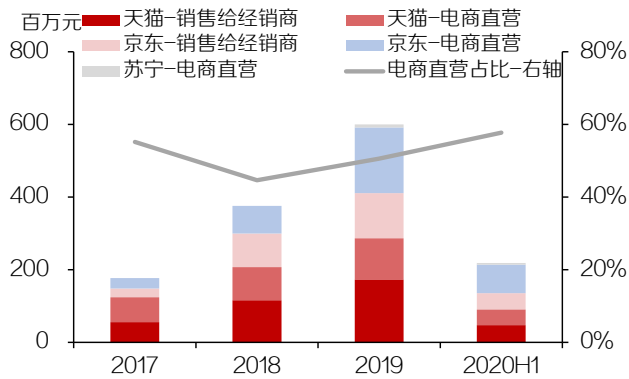
**图 47：公司经销商实力较强，平均销售额逐年提升**


资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所

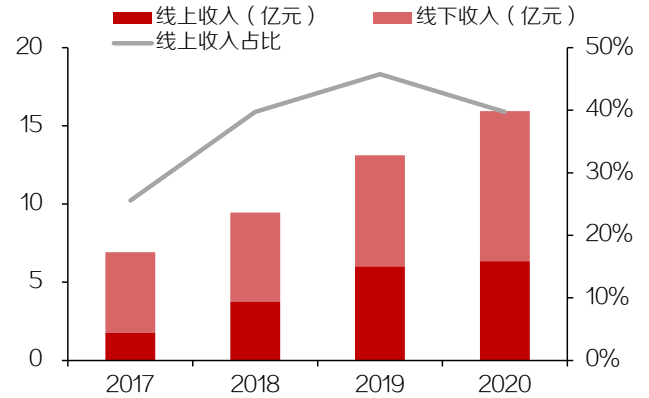
**图 48：公司经销门店平均销售额处于行业领先地位**


资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所

依托于线下经销网络的坚实基础，公司线上渠道快速发展。线上销售包括电商直营与线上销售给经销商两种模式，电商直营是公司线上销售的主要渠道，2020H1 电商直营收入为 1.26 亿元，占线上收入的 58%，主要通过天猫、京东、苏宁等第三方电商平台销售产品，由消费者所在地附近的门店上门安装并提供售后服务。线上销售给经销商模式即经销商通过公司在电商平台开设的旗舰店向公司提交采购订单，2020H1 线上销售给经销商模式收入为 0.92 亿元，需求大多来自于消费者在线下门店相中店内展示和推介畅销的线上专供机型后，要求经销商为其下单。两者线上销售模式均对线下门店有较强的依赖性，即线下经销网络的覆盖范围是决定线上渠道发展速度的核心因素。依托于公司日益完善的线下经销网络，公司线上渠道快速发展，2020 年公司实现线上收入 6.34 亿元，占公司总收入的 40%，较 2017 年提升 14pct。

**图 49：电商直营是公司线上销售的主要渠道**


资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所

**图 50：公司线上收入占比逐年提升**


资料来源：公司招股说明书，公司公告，东方证券研究所

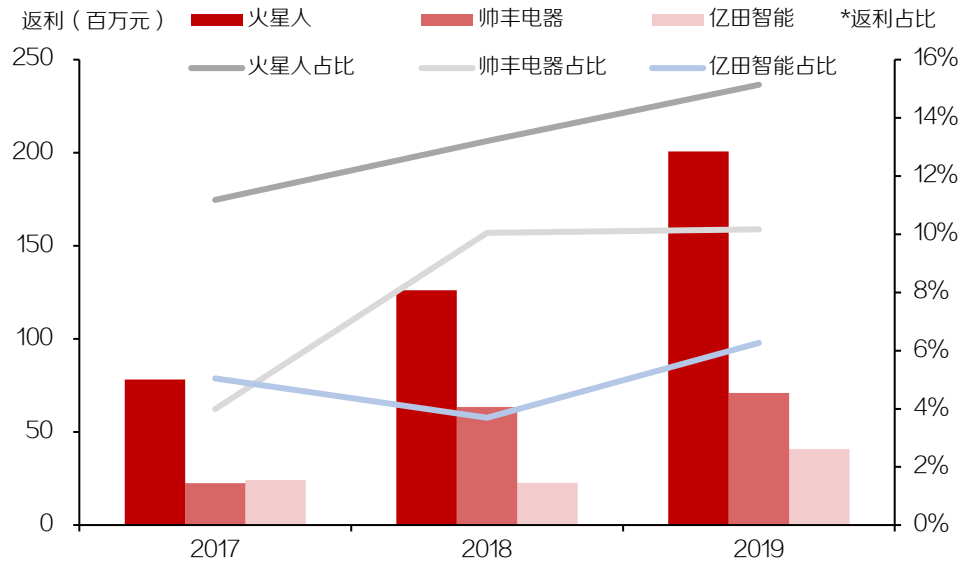
高返利政策增强经销商自主能动性，实现线上、线下业务的有机融合。公司返利主要包括年度销售返利、线上销量专项返利以及日常返利，2019 年公司返利金额合计达 2.01 亿元，占公司总收入的 15%，绝对金额与占比均高于其他集成灶上市公司。其中线上销量专项返利的占比最高，2019 年线上销量专项返利占公司返利金额的 84%。公司线上返利力度较可比公司更高，对于电商平台实现销售的产品，产品实际销售所属区域的经销商可获得单台返利 1500 多元，占线上采购价格的比重在 25%左右。优厚的返利政策使得经销商通过线上渠道采购与线下渠道采购产品进行最终销售实现的毛利率几乎差距，在巧妙规避线上、线下利益冲突的同时，促进线上为线下引流、线下反哺线上的有机融合，有些消费者会在线上看中款式后进入线下门店体验、下单，进入线下门店的消费者在体验店中陈列的线上款后同样会在线上下单，这一业务模式在促进线上业务发展的同时，实现了对经销商利益的有效保障。

**表 5：火星人返利力度较大，有效提升经销商经营积极性**

	火星人	帅丰电器	亿田智能
年度/季度返利	对完成年初承诺的全年任务的经销商发放返利， <b>返利金额占线下采购总额的比重在 2%-6%</b>	根据经销商的年度采购任务完成情况给予经销商一定比例（一般为 15%）的销售返利	年度销售超过签约目标的， <b>返利比例为 0.5%-1.5%</b> ；季度采购超过签约采购目标的， <b>返利比例为 1%-2%</b>
线上返利	电商平台实现销售的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。 <b>单台产品返利额度基本在 1500 元以上，占线上采购价格的比重在 25%左右</b>	将经销商所在区域内的线上直营店销售额作为市场推广考核的主要指标，根据相应的考核政策给予经销商一定比例的返利	对于线上直销且由经销商负责安装售后的集成灶产品会根据不同型号给予经销商一定金额的返利， <b>单台返利在 1000 元左右</b>

资料来源：各公司招股说明书，东方证券研究所

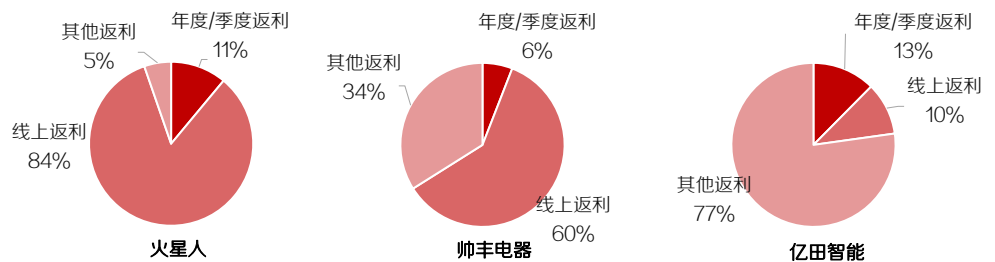
**图 51：火星人返利金额绝对值以及返利占总收入比重均领先于可比公司**



\*注：返利占比指公司返利金额占公司总收入的比重

资料来源：各公司招股说明书，东方证券研究所

**图 52：火星人线上返利占比高于可比公司**



注：其他返利包括各家公司除年度/季度返利、线上返利外的所有返利，包括装修返利、日常返利等

资料来源：各公司招股说明书，东方证券研究所

**表 6：火星人经销商通过线上渠道购买产品进行销售的盈利水平与线下购买差距较小**

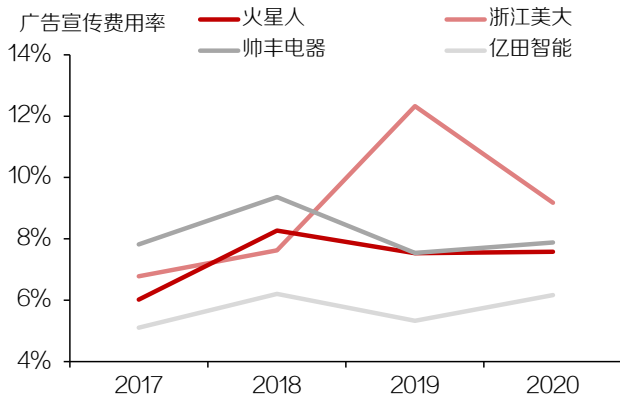
	经销商通过线上渠道购买	经销商通过线下渠道购买
可采购的主要产品型号	E 系列、T 系列、X3Z 系列集成灶，集成洗碗机等线上专攻机型	X 系列（不含 X3Z）、Q 系列集成灶，集成水槽，集成洗碗机，厨柜等全系列产品
采购成本	针对线上各类客户的零售价	针对经销商的出厂价
对外销售毛利率	0%-5%	30%-45%
是否承担物流费用	无需承担	需承担，占比约为 5%
返利类型	线上销量专项返利，单台产品返利额度基本在 1500 元以上，占线上采购价格的 25%左右	年度销售返利为主，完成销售任务且考核合格后可享受 2%-6%的返利
毛利率+返利率-物流费用率	25%-30%	25%-46%

资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所

**积极开拓销售新渠道，提升品牌影响力。**公司在线上+线下双轮驱动的渠道大框架下，持续拓展下沉渠道、KA 渠道与工程渠道，试图打开新的销售通路。在下沉渠道方面，2020 年公司新增京东小店、天猫优品网点 1700 多个，开发苏宁零售云网点 900 多个；KA 渠道方面，公司与苏宁、国美等 KA 卖场达成合作，鼓励、支持经销商入驻，截至 2020 年末，KA 内的销售终端已超过 280 多家；工程渠道方面，2020 年公司成立工程销售部，已签约多家战略客户，并成功入驻第三方 B2B 建材采购交易平台“采筑”。与知名电商线下门店、大型 KA 卖场的合作在开拓新销售渠道的同时有望进一步增加品牌曝光度，扩大品牌影响力。

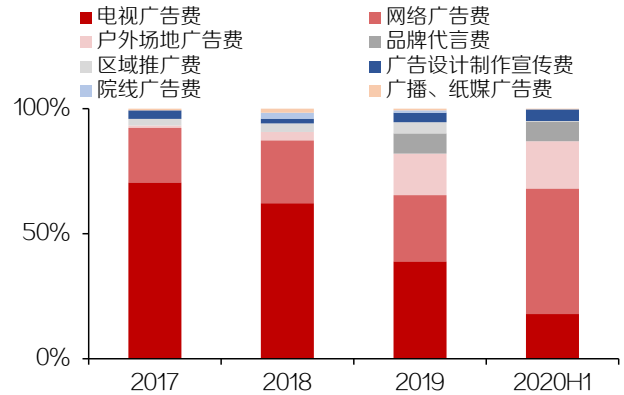
### 3.3 高效营销提升品牌知名度，优质服务构筑品牌竞争力

**公司在维持高营销投入的同时，顺应市场潮流，改变营销策略。**集成灶作为比较新的品类，消费者认知度仍然较低，需要通过一定的营销手段实现消费者教育，提升品牌知名度。公司 2018 年以来加大市场营销投入，销售费用率一直显著高于其他集成灶上市企业，广告宣传费作为销售费用中占比最高的费用，反映了企业的广告投放力度，2020 年公司广告宣传费占总销售费用的 30.35%，占公司总收入的比重达 7.58%，高于亿田智能，与帅丰电器较为接近。在维持高广告投放力度的同时，公司也在顺应市场潮流，通过改变广告投放策略实现营销效率的优化。2020 年以来公司开始将部分电视广告投入转移至网络广告，在今日头条、抖音、百度等新媒体平台加大推广力度，同时增加了在高速公路沿线、高铁站以及其他人流密集场景的户外广告投入。2020 年上半年公司网络广告费、户外场地广告费占广告宣传费的比重分别为 50%、19%，较 2019 年分别提升了 24pct、2pct。

**图 53：公司广告宣传投入力度大**


注：浙江美大广告宣传费实为广告宣传及促销费

资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所

**图 54：网络广告费与户外场地广告费比重迅速上升**


资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所

以传统营销方式为基础，公司积极拥抱新兴互联网营销方式。与其他集成灶上市公司相似，公司自成立以来一直采用在央视黄金时段的栏目上持续性地进行广告投放、签约高国民度明星作为代言人以及在高铁站大规模投放户外广告的形式进行品牌宣传。2020 年以来公司加大了新兴互联网媒体平台的投放力度，借助抖音、小红书、今日头条等平台，借助 KOL 为品牌发声，加深用户品牌认知，提升品牌知名度。公司在新兴互联网平台上的宣传力度要高于可比公司，根据抖音、小红书的统计数据，截至 2021 年 5 月底，火星人集成灶相关视频在抖音播放超过 2.1 亿次，小红书共有 5200 篇以上的火星人集成灶种草笔记，均显著高于同行业上市公司。

**表 7：公司持续在传统营销媒介上保持广告投放**

年份	明星代言与广告投放情况
2014	公司在央视投放广告：“集成灶，就是公司” 公司厨具在《东方时空》，《共同关注》，《中国新闻》进行广告投放
2015	公司广告登陆北京卫视黄金时段，在《全是你的》项目中惊艳亮相
2019	公司在全国 30 个省、263 个高铁站、636 块 LED 大屏投放广告 公司签约黄磊作为品牌代言人
2020	公司登上综艺节目《向往的生活》；持续在 CCTV4《中国新闻》《新闻联播》等保持广告投放

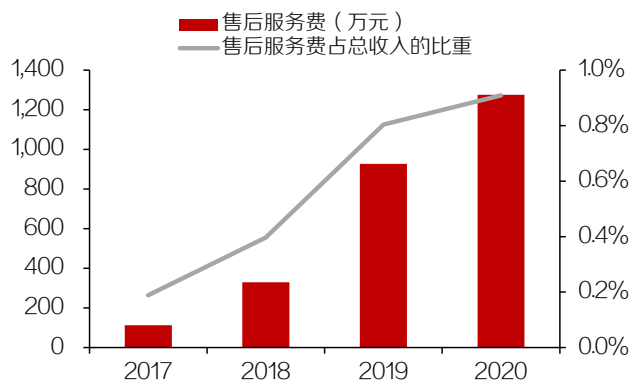
资料来源：公司官网，公司公告，东方证券研究所

**表 8：公司在抖音、小红书上的宣传力度高于可比公司**

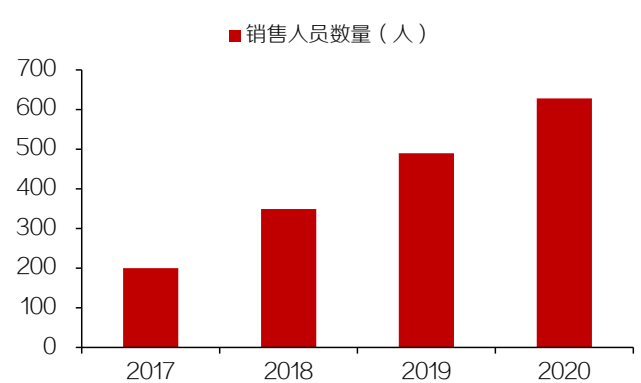
话题	抖音播放次数	小红书笔记数量
#集成灶	3.6 亿	2 万+篇
#火星人集成灶	2.1 亿	5200+篇
#美大集成灶	1.2 亿	2800+篇
#帅丰集成灶	1353.7 万	1300+篇
#亿田集成灶	1203.1 万	1500+篇

资料来源：抖音，小红书，东方证券研究所

**极速响应、品质颇高的售后服务有效提升消费者使用体验，增强品牌竞争力。**由于消费者在完成集成灶购买后还有安装、日常清理、维修等需求，因此售后服务是影响消费者使用体验的重要环节，也是集成灶品牌的核心竞争力之一。公司2018年推出服务品牌“火星人极速服务小哥”，积极落实“2小时闪速修”、“4小时极速修，延期赔”、“12小时快速修”等服务，通过极速响应的售后服务最大程度减小设备故障对消费者使用体验的损害。此外公司于2021年率先推出领先于行业的“365天无忧退换”政策，有力保障消费者权益。一系列售后服务措施的推出使得公司售后服务费与销售人员数量逐年提升，2020年公司售后服务费达1275万元，占公司总收入的0.91%，较2017年提升0.72pct；同期公司共有销售人员628人，较2017年多出428人。

**图 55：公司售后服务费及其占比逐年上升**


资料来源：公司公告，东方证券研究所

**图 56：公司销售人员数量逐年提升**


资料来源：公司公告，东方证券研究所

## 盈利预测与投资建议

### 盈利预测

我们对公司2021-2023年盈利预测做如下假设：

- 集成灶业务一直是公司最主要的收入来源，通过对市场规模增长及公司线上、线下的市占率进行预测，我们预计2021-2023年公司集成灶业务线上收入同比增速分别为67.25%、46.16%、31.25%，线下收入同比增速分别为38.38%、34.60%、22.86%，合计收入同比增速分别为51.42%、40.36%、27.22%。集成水槽和集成洗碗机业务，我们假设2021-2023年收入将保持25%的同比增速。
- 伴随公司产品结构不断优化，高毛利的线上渠道占比不断提升，毛利率仍有提升空间，同时考虑到大宗原材料涨价的影响，我们预计2021-2023年公司毛利率分别为50.71%、51.97%、53.08%。
- 由于公司线上收入规模的快速扩张，需要投入更高的电商费用，因此我们预计2021-2023年公司销售费用率分别为25.97%、26.61%、27.07%；2021-2023年管理费用率整体稳定在3.84%，同期研发费用率分别为3.40%、3.58%、3.58%。

4) 假设 2021-2023 年公司所得税率维持 14.16%。

#### 盈利预测核心假设

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>集成灶</b>					
销售收入（百万元）	1,153.5	1,402.8	2,124.0	2,981.4	3,793.0
增长率	38.7%	21.6%	51.4%	40.4%	27.2%
毛利率	54.0%	52.7%	52.2%	53.4%	54.5%
<b>集成水槽与洗碗机</b>					
销售收入（百万元）	89.5	106.1	132.6	165.8	207.2
增长率	66.1%	18.6%	25.0%	25.0%	25.0%
毛利率	39.7%	42.8%	40.8%	40.8%	40.8%
<b>其他主营业务</b>					
销售收入（百万元）	69.2	85.8	103.0	123.5	148.3
增长率	15.9%	24.0%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率	27.3%	34.7%	30.0%	30.0%	30.0%
<b>其他业务</b>					
销售收入（百万元）	14.0	19.5	25.3	32.9	42.8
增长率	35.9%	38.7%	30.0%	30.0%	30.0%
毛利率	70.7%	96.0%	65.0%	65.0%	65.0%
<b>合计</b>					
销售收入	1,326.2	1,614.1	2,384.9	3,303.6	4,191.2
增长率	38.8%	21.7%	47.8%	38.5%	26.9%
综合毛利率	51.8%	51.6%	50.7%	52.0%	53.1%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

## 投资建议

我们预测公司 2021-2023 年收入分别为 23.85、33.04、41.91 亿元，同比增速分别达 47.8%、38.5%、26.9%；归母净利润分别为 3.60、4.96、6.42 亿元，同比增速分别达 30.9%、37.7%、29.4%。公司作为集成灶行业龙头企业之一，在行业整体增长红利释放的背景下，依托于出色的产品设计、研发能力，线上+线下“双轮渠道”的渠道格局以及出众的营销效率，有望获取更高的市场份额，未来增长确定性强，我们采用 DCF 绝对估值法对公司进行估值，给予公司 DCF 目标估值 71.10 元，首次给予“增持”评级。



**表 9：我们给予公司 DCF 目标估值 71.10 元**

目标价敏感性分析							估值假设		
		永续增长率Gn(%)					所得税税率T	25.00%	
		71.10	10%	2.0%	3.0%	4.0%	5.0%	永续增长率Gn(%)	3.00%
	6.44%	81.22	95.04	116.91	156.72	251.97		无风险利率Rf	3.09%
	6.94%	73.55	84.51	101.04	128.82	185.28		无杠杆影响的β系数	0.81
	7.44%	67.11	75.95	88.78	109.07	146.01		考虑杠杆因素的β系数	0.88
	7.94%	61.62	68.86	79.03	94.37	120.15		市场收益率Rm	9.78%
WACC	8.44%	56.89	62.89	71.10	83.01	101.85		公司特有风险	0.00%
(%)	8.94%	52.77	57.80	64.52	73.97	88.22		股权投资成本 (Ke)	8.99%
	9.44%	49.16	53.41	58.99	66.62	77.68		债务比率D/(D+E)	10.00%
	9.94%	45.97	49.59	54.27	60.52	69.30		债务利率rd	4.65%
	10.44%	43.13	46.24	50.20	55.38	62.48		WACC	8.44%

资料来源：Wind，东方证券研究所

## 风险提示

- **新房销售或集成灶渗透率提速不及预期的风险：**作为影响未来集成灶行业收入增速的重要变量，若未来新房销售面积增长不达预期，或集成灶在烟灶内部的渗透率提速不达预期，集成灶行业规模扩张或将受阻，导致公司现金流不达预期、估值下滑的风险。
- **行业竞争加剧的风险：**若未来集成灶行业竞争加剧，龙头企业为抢占份额导致行业价格战出现，公司或将面临盈利大幅波动、估值下滑的风险。
- **新品开发不及预期的风险：**公司的收入增长依托于不断推出契合消费者需求的产品，若公司新品开发不及预期，未能推出爆款产品，公司收入、盈利或将存在不达预期的风险。
- **一、二线城市业务拓展不及预期的风险：**一、二线城市的市场空间是行业中长期最为重要的增量来源，若公司一、二线城市业务拓展不及预期，或将对公司规模扩张造成一定影响。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	314	1,112	1,287	1,598	1,997	营业收入	1,326	1,614	2,385	3,304	4,191
应收票据、账款及款项融资	49	72	106	147	186	营业成本	639	782	1,176	1,587	1,966
预付账款	6	18	27	38	48	营业税金及附加	9	11	16	23	29
存货	121	210	317	427	529	营业费用	331	403	619	879	1,135
其他	15	14	16	18	21	管理费用及研发费用	85	121	173	245	311
<b>流动资产合计</b>	<b>506</b>	<b>1,426</b>	<b>1,753</b>	<b>2,228</b>	<b>2,781</b>	财务费用	(0)	(7)	(4)	7	18
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	3	2	3	3	3
固定资产	481	629	628	966	1,421	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	100	29	275	271	52	投资净收益	0	2	2	2	2
无形资产	53	54	55	57	58	其他	10	11	11	11	11
其他	17	28	28	27	27	<b>营业利润</b>	<b>269</b>	<b>315</b>	<b>414</b>	<b>572</b>	<b>742</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>651</b>	<b>739</b>	<b>986</b>	<b>1,321</b>	<b>1,557</b>	营业外收入	11	9	9	9	9
<b>资产总计</b>	<b>1,157</b>	<b>2,166</b>	<b>2,739</b>	<b>3,549</b>	<b>4,338</b>	营业外支出	2	4	4	4	4
短期借款	30	60	60	60	60	<b>利润总额</b>	<b>279</b>	<b>321</b>	<b>420</b>	<b>578</b>	<b>748</b>
应付票据及应付账款	265	337	507	685	849	所得税	39	45	59	82	106
其他	261	389	462	547	630	<b>净利润</b>	<b>240</b>	<b>275</b>	<b>360</b>	<b>496</b>	<b>642</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>555</b>	<b>786</b>	<b>1,029</b>	<b>1,293</b>	<b>1,539</b>	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	247	583	874	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>240</b>	<b>275</b>	<b>360</b>	<b>496</b>	<b>642</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.59	0.68	0.89	1.22	1.58
其他	20	35	0	0	0						
<b>非流动负债合计</b>	<b>20</b>	<b>35</b>	<b>247</b>	<b>583</b>	<b>874</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>575</b>	<b>821</b>	<b>1,277</b>	<b>1,875</b>	<b>2,414</b>		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
实收资本(或股本)	365	405	405	405	405	营业收入	38.8%	21.7%	47.8%	38.5%	26.9%
资本公积	1	448	448	448	448	营业利润	136.3%	17.0%	31.4%	38.2%	29.7%
留存收益	217	492	609	821	1,071	归属于母公司净利润	159.6%	14.8%	30.9%	37.7%	29.4%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
<b>股东权益合计</b>	<b>582</b>	<b>1,345</b>	<b>1,462</b>	<b>1,674</b>	<b>1,924</b>	毛利率	51.8%	51.6%	50.7%	52.0%	53.1%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,157</b>	<b>2,166</b>	<b>2,739</b>	<b>3,549</b>	<b>4,338</b>	净利率	18.1%	17.0%	15.1%	15.0%	15.3%
						ROE	48.4%	28.6%	25.7%	31.6%	35.7%
						ROIC	44.0%	26.2%	22.2%	24.3%	25.2%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	49.7%	37.9%	46.6%	52.8%	55.6%
净利润	240	275	360	496	642	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	126	60	63	85	130	流动比率	0.91	1.81	1.70	1.72	1.81
财务费用	(0)	(7)	(4)	7	18	速动比率	0.69	1.55	1.39	1.39	1.46
投资损失	(0)	(2)	(2)	(2)	(2)	营运能力					
营运资金变动	77	76	90	96	90	应收账款周转率	42.4	25.3	25.5	24.8	23.9
其它	(38)	25	(32)	3	3	存货周转率	5.1	4.7	4.4	4.2	4.1
<b>经营活动现金流</b>	<b>405</b>	<b>427</b>	<b>475</b>	<b>685</b>	<b>881</b>	总资产周转率	1.3	1.0	1.0	1.1	1.1
资本支出	(592)	(134)	(310)	(420)	(366)	每股指标(元)					
长期投资	0	0	0	0	0	每股收益	0.59	0.68	0.89	1.22	1.58
其他	382	(38)	2	2	2	每股经营现金流	1.11	1.05	1.17	1.69	2.17
<b>投资活动现金流</b>	<b>(210)</b>	<b>(172)</b>	<b>(308)</b>	<b>(418)</b>	<b>(365)</b>	每股净资产	1.44	3.32	3.61	4.13	4.75
债权融资	(0)	0	247	335	292	估值比率					
股权融资	0	488	0	0	0	市盈率	116.2	101.3	77.3	56.2	43.4
其他	(72)	57	(239)	(291)	(409)	市净率	47.9	20.7	19.1	16.6	14.5
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(72)</b>	<b>545</b>	<b>8</b>	<b>44</b>	<b>(117)</b>	EV/EBITDA	68.1	73.2	56.9	40.5	30.3
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	100.2	87.5	65.6	46.5	35.4
<b>现金净增加额</b>	<b>123</b>	<b>799</b>	<b>175</b>	<b>311</b>	<b>399</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究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；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有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，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)