

火星人（300894）：渠道多元化，定位中高端，高景气赛道领跑者

2021 年 07 月 15 日

推荐/首次

火星人

公司报告

集成灶处于渗透率快速提升阶段，火星人凭借渠道双轮驱动、品牌中高端定位领跑行业。借鉴过去传统烟机行业和老板电器的成长历程，我们认为定位中高端、具有品牌力支撑的公司成长空间更大，火星人渠道拓展空间大、高举高打塑造品牌形象，有望不断巩固线上先发优势，领跑行业增长。

集成灶产品力强、渗透率低，品类崛起大势所趋。1) **高吸净、高集成：**集成灶产品通过降低排烟距离获得了高于传统烟机的吸烟效率，更好地解决了消费者的核心痛点；从功能和价格上看，集成灶通过集成化设计嵌入了消毒柜、蒸烤箱等低渗透率的新品类，相对于传统烟灶和嵌入式蒸烤产品，集成灶性价比优势明显。2) **行业空间大：**根据国家统计局保有量、户均规模数据，我们预测 2021-2025 年排烟设备 CAGR 在 7% 左右，集成灶延续较高的同比增速，2021-25 年 CAGR 为 23%，传统烟机将保持小幅正增长，至 2025 年集成灶渗透率预计将达到 27%（当前 14%）。3) **集中度较低，中高端品牌成长空间大：**当前集成灶处于成长初期，属于增量市场。行业 CR2 销量占比仅 27%，新进入品牌众多，技术壁垒不高，先发专业品牌普遍定价高于均价。类比成长空间大、品牌壁垒较高的传统烟机赛道，我们认为**格局层面**，新进入者地涌人将推动行业更快地扩容；**品牌层面**，能站稳中高端市场的品牌具有更大的成长空间。

多维发力，火星人未来延续高增长。

1) 管理层高瞻远瞩，团队激励到位。火星人是唯一成立之初便采用职业经理制的公司，创业团队成员多有国内家电巨头从业经验，团队延续性强，股权激励力度亦高于友商。我们认为管理团队的前瞻性和专业性是火星人能在电商红利期及时布局线上、后来居上的根本原因，展望未来，优秀的治理结构将继续引领公司走在行业前列。

2) 坚持中高端品牌定位，抢占“近吸”心智：我们复盘老板电器过去高端定位和心智占领的成功经验，以广告费用占收入比作为衡量参照，火星人近五年广宣费用 CAGR 高达 63%，高于与收入 CAGR，预计未来公司将继续通过大力度品牌投入支撑品牌中高端定位。

营销聚焦，强化品类第一特性：类比老板电器采用“大吸力”定位的成功经验，集成灶有望利用“近吸”概念绕开传统“大吸力”认知壁垒。火星人营销中通过“低空近吸”“炒 100 个辣椒都不怕”等方式突出集成灶品类的第一特性“近吸”，有望率先实现对消费者的心智占领。

3) 研发投入高，售后服务强。2020 年研发投入绝对额超越美的，成为行业第一；研发架构上设置研发创新中心，由总经理直管；公司专利总数为 220 多项居行业领先地位，过去公司在线上/线下 TOP 销额产品众多，反映了公司较强的产品力；同时公司推出“7 天无理由退换”以及“火星人极速服务小哥”等服务，亦构成差异化优势。

4) 线上赋能经销商，线下拓店空间大。单店收入：公司线上积累的销量和口

公司简介：

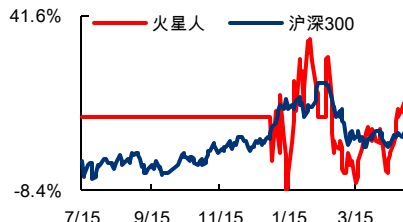
火星人厨具股份有限公司是一家立志解决厨房油烟的高科技公司，集成灶是其核心产品，目前线上份额行业第一。2020 年公司集成灶业务实现收入 14.03 亿，占比 86.9%。

数据来源：公司公告。

交易数据

52 周股价区间（元）	66.0-44.89
总市值（亿元）	224.01
流通市值（亿元）	21.03
总股本/流通 A 股（万股）	40,500/3,803
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	16.65

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：刘田田

010-66554038

执业证书编号：

S1480521010001

研究助理：喇睿萌

010-66554046

执业证书编号：

larm@dxzq.net.cn

S1480121040011

碑先发优势难以撼动，预计未来单店年收入同步保持 5%-7%。门店数方面，2020 年平均门店数仅为 1701 家，平均单个经销商对应门店数仅为 1.36，对比美大提升空间巨大，我们预计 2021-23 年经销商收入同比为 24%/21%/22%。

盈利预测：我们预计 2021-2023 年公司实现营业收入分别为 23.84、32.05、39.70 亿，对应增速分别为 47.7%、34.4%、23.9%，2021-2023 年归母净利润分别为 4.22、5.74、7.17 亿，对应增速分别为 53.40%、35.91%、24.99%。2021-2023 年 EPS 分别为 1.04、1.42、1.77 元。绝对估值法得到公司 DCF 估值为 72.20 元/股，对应 21、22、23 年预测 EPS 分别为 69.3、51.0、40.8 倍 PE。首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示：行业竞争加剧，疫情反复风险，宏观经济波动，渠道扩张进度不及预期；

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1,326.16	1,614.12	2,384.45	3,204.81	3,969.54
增长率（%）	38.77%	21.71%	47.72%	34.40%	23.86%
净归母净利润（百万元）	239.73	275.20	422.16	573.76	717.17
增长率（%）	159.60%	14.79%	53.40%	35.91%	24.99%
净资产收益率（%）	41.20%	20.46%	27.13%	31.13%	32.57%
每股收益(元)	0.66	0.76	1.04	1.42	1.77
PE	111.98	97.25	70.91	52.17	41.74
PB	46.30	22.25	19.23	16.24	13.60

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

目 录

1. 高速成长的集成灶新星	5
2. 行业：产品力强、渗透率低，品类崛起大势所趋	6
2.1 驱动力：吸烟效率高、集成多品类	6
2.1.1 供给端：集成灶具有高吸净和性价比优势	6
2.1.2 需求端：消费群体年轻化，油烟大仍然是第一痛点	10
2.2 空间：渗透率低，未来 5 年 CAGR 有望超过 20%	11
2.3 格局：集中度较低，价格层次渐清晰	12
2.3.1 回顾传统烟机：成长空间大，品牌壁垒高	12
2.3.2 看集成灶行业：集中度较低，中高端品牌胜出概率高	14
3. 多维发力，火星人未来延续高增长	16
3.1 管理：优秀管理层赋能，充分绑定创业团队利益	16
3.2 品牌：高举高打，强化品类第一特性	17
3.2.1 高定价、高费用投入，坚持中高端定位	17
3.2.2 营销聚焦，强化品类第一特性	20
3.3 产品：高研发投入，优质售后服务	22
3.4 渠道：线上赋能经销商，线下拓店空间大	24
4. 盈利预测	26
5. 风险提示	28

插图目录

图 1：火星人收入和归母净利润增长情况	5
图 2：火星人线上优势明显，右轴单位：元	5
图 3：公司渠道布局多元化，图为 2020 年数据	5
图 4：2014-2020 集成灶公司主营业务收入对比，单位：亿元	6
图 5：烟机结构发展历程回顾：上吸上排向侧吸上排近吸下排演变	6
图 6：集成灶（左）与传统吸油烟机（右）对比	7
图 7：2020 年中怡康调查消费者认为集成灶具有的优点	7
图 8：传统吸油烟机和集成灶油脂分离效率对比	7
图 9：侧吸零售量占比从不到 20% 提升到近 60%，逐渐成为市场主流吸油烟方案	8
图 10：集成灶的性价比优势来自嵌入式设计，相对于嵌入式厨电要便宜 1000-2000 元，数据为行业均价，单位：元	8
图 11：2019 年嵌入式厨电和台式厨电价格对比，单位：元	8
图 12：消费者现在所拥有的厨房电器的占比	9
图 13：集成灶线上市场功能组合结构占比变化	9
图 14：最近 5 年新兴品类增速对比	9
图 15：集成灶和传统烟机吸烟效率对比	10
图 16：改善性购房时，消费者最关注的居住空间	10
图 17：对现有厨房满意度（%）	11

图 18: 厨房的整体设施中, 哪些方面最困扰你.....	11
图 19: 未来 5 年烟机保有量假设 单位: 台.....	11
图 20: 未来 5 年城镇户均规模预测.....	12
图 21: 未来 5 年集成灶渗透率预测.....	12
图 22: 烟机品类成长性强于空冰洗.....	13
图 23: 一二线城市零售量集中度明显更高 (2020 年)	13
图 24: 烟机品类的高端品牌具有更高的毛利率.....	13
图 25: 老板烟机和空调、冰箱市场均价都达到了 4000 元.....	13
图 26: 烟机品牌定价格局较为分散, 单位: 元.....	14
图 27: 一、二线城市地区份额逐渐向了龙头靠拢.....	14
图 28: 行业中参与的品牌和机型还在不断增加, 单位: 个.....	14
图 29: 集成灶行业认知度仍然较低.....	14
图 30: 线下均价.....	15
图 31: 线上均价.....	15
图 32: 线下市场份额变化.....	15
图 33: 线上市场份额变化.....	15
图 34: 老板电器销售费用率逐渐下降与广宣占费用占比呈“剪刀差”.....	18
图 35: 老板、方太产品均价始终位于第一梯队, 且二者溢价不断提高.....	18
图 36: 传统厨电品牌积淀更厚, 火星人品牌投入力度较高.....	18
图 37: 巨量算数, 2019 年厨电品牌头条指数.....	19
图 38: 火星人和美的终端定价接近.....	19
图 39: 火星人线上溢价相对线下更加明显.....	19
图 40: 火星人线下直营模式收入高增长, 左轴单位: 万元.....	20
图 41: 消费者购买烟机时将排风量大作为首要考虑因素.....	20
图 42: 老板电器的聚焦、定位之路.....	20
图 43: 老板电器在大吸力市场奠定了稳固的龙头位置.....	21
图 44: 老板电器烟机零售份额在 2012 年后开始反超方太.....	21
图 45: 老板电器 2013 年进行的极具震撼力的吸起 15 公斤模板实验.....	21
图 46: 老板、方太、火星人油烟机分别定位大风压大吸力、近吸直排隔离屏、“炒 100 个辣椒都不怕”.....	21
图 47: 火星人“低空近吸”宣传语具备直观感受力, “炒 100 个辣椒都不怕”强化了感官上的刺激性.....	22
图 48: 火星人研发费用绝对值保持高增长 (单位: 左轴百万)	23
图 49: 累计到 2020 年底, 火星人专利总数领先同行, 单位: 个.....	23
图 50: 研发人数和研发人员占比.....	23
图 51: 火星人研发人员人均薪酬, 单位: 万元.....	23
图 52: 火星人研发机构扁平化.....	24
图 53: 2020 年 H1 线上和线下销额 TOP50 品牌入围产品数量.....	24
图 54: 各家公司官网商城、天猫旗舰店公示的售后政策对比.....	24
图 55: 火星人经销商线上收入体量更大 (2019 年数据, 单位万元)	25
图 56: 火星人经销商单店收入领先同行, 单位: 万元.....	25
图 57: 火星人和华东地区外具有较大的发展空间 (单位: 百万元)	25

图 58: 火星人 2020 年各区域门店数量.....	25
图 59: 对比厨电品牌专卖店数量，集成灶渠道拓展空间大.....	25
图 60: 集成灶公司门店数量对比.....	25
图 61: 火星人经销渠道未来 5 年收入规模预测.....	26
图 62: 火星人营收拆分.....	27
图 63: 火星人销售费用率预测.....	27

表格目录

表 1: 火星人持股平台架构的利益绑定更加充分.....	16
表 2: 火星人创始团队具有丰富从业经验.....	17

1. 高速成长的集成灶新星

正在崛起的集成灶新秀, 线上龙头先发优势明显。火星人成立于 2010 年, 起家于浙江省海宁市, 立足华东市场, 主营产品为中高端集成灶。过去 5 年公司乘行业东风, 公司 2015-20 收入 CAGR 达 54%, 归母净利润 CAGR 达到 75%, 2020 年实现营业收入 16.14 亿, 归母净利润实现 2.75 亿。公司线上优势明显, 根据中怡康统计, 2020 年 H1 公司线上份额达到 21%, 均价 8622 元, 处于第一梯队。

图 1: 火星人收入和归母净利润增长情况

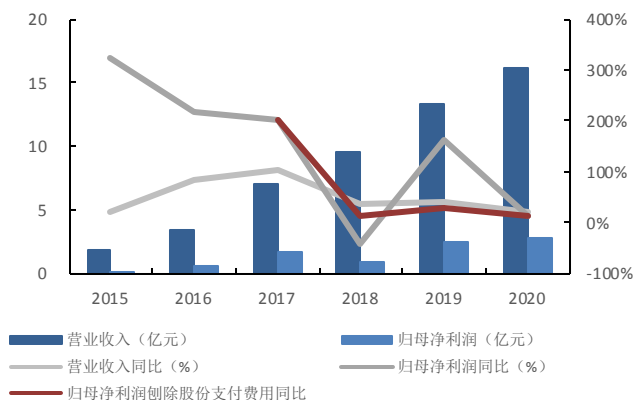
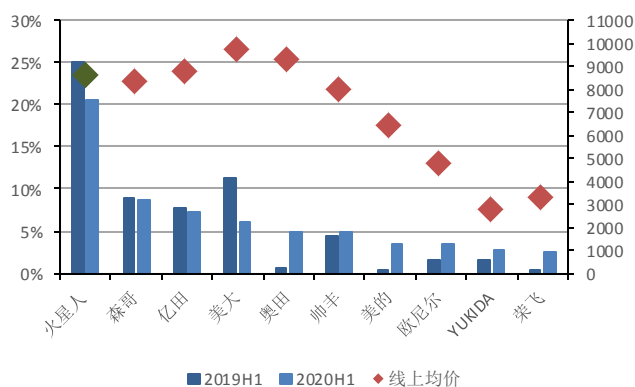


图 2: 火星人线上优势明显, 右轴单位: 元



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所整理

资料来源: 中怡康, 东兴证券研究所

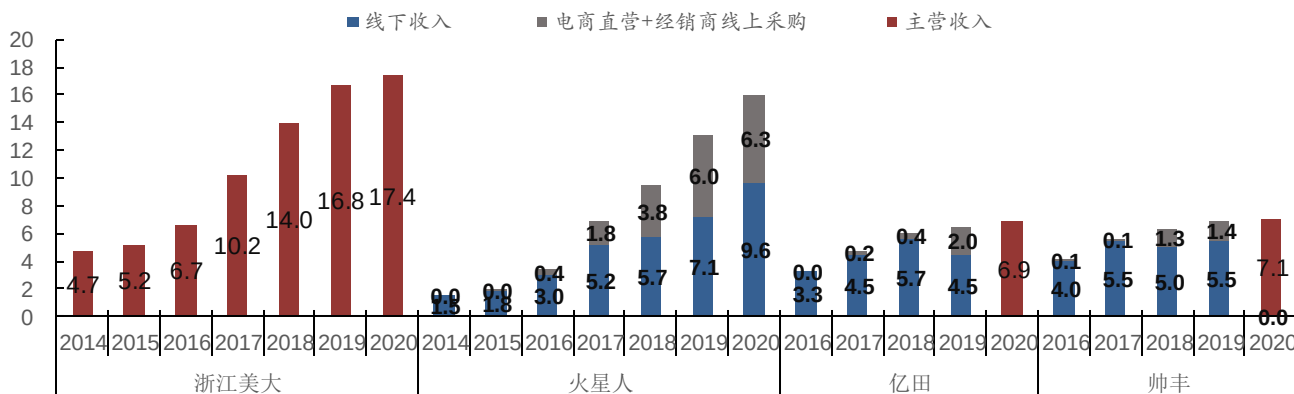
适时完成线上布局, 后发居上。火星人的线上渠道收入占比显著高于同行, 主要归功于在 2015 年后, 公司及时且先于友商推出线上专款和线上出厂价采购政策, 辅以大力度线上销量返利政策, 充分享受到了电商红利期。公司线上收入主要包括线上销售给经销商 (15%) 和电商直营模式 (25%), 下游的经销商和终端消费者均可从公司的天猫和京东旗舰店直接采购。渠道激励方面, 返利政策以线上销量返利为主, (2017-2019 年该部分返利占了总返利的 74.3%/87%/84%)。线上销量返利的销量统计包括了该经销商销售及所属区域的终端消费者通过电商平台购买的产品数量总和。

图 3: 公司渠道布局多元化, 图为 2020 年数据

下游	下单途径	运费	安装方	对应渠道模式 (2020年收入占比)
经销商 (收入占比 71%)	公司CSS系统	经销商承担运费	经销商安装	经销模式-线下销售给经销商 (55%)
终端消费者	天猫和京东公司旗舰店	公司承担运费	直营店或经销商 (就近) 安装	经销模式-线上销售给经销商 (14.8%)
电商平台	京东和苏宁易购的平台自营店		直营店安装	电商直营模式① (与②合计 24.9%) - 电商平台代销
终端消费者	线下直营店			电商直营模式② (与①合计 24.9%) - 线上开店直营
				线下直营模式 (3.2%)

资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所整理, 注: 经销商从公司天猫和京东旗舰店采购途径中, 公司仅承担产品运送到门店部分的运费。

图 4: 2014-2020 集成灶公司主营业收入对比，单位：亿元



资料来源：招股说明书、公司公告，东兴证券研究所整理。

2. 行业：产品力强、渗透率低，品类崛起大势所趋

2.1 驱动力：吸烟效率高、集成多品类

2.1.1 供给端：集成灶具有高吸净和性价比优势

（一）看性能：

排油烟机的结构升级是在功能属性（大风量、大风压）和使用体验（静音、空间利用率、智能）之间寻求平衡。从第一功能属性排烟效率来看，其主要受吸力（风量风压）和排烟距离两个因素影响，显然吸力越大，排烟距离越近，排烟效率更高；但从使用体验来看，上排烟距离越近、吸力越大可能会带来噪音过大、烹饪空间受限等问题。因此，集成灶出现之前侧吸是上排设计中的较优方案，其将传统烟机 60cm 的排烟距离降低到了 30-50cm，也优化了使用体验，更强的产品力使得近吸产品的零售量占比从 20%提升到 60%（如图 9）。

图 5: 烟机结构发展历程回顾：上吸上排向侧吸上排/近吸下排演变



资料来源：天猫旗舰店，东兴证券研究所

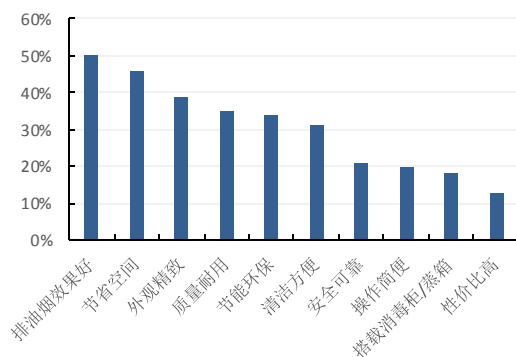
近吸下排设计（集成灶）符合烟机发展趋势，具有吸烟效率高、节省空间、噪音更低的优势。首先排烟效率方面，集成灶通过降低吸烟距离使得油烟在扩散前即被吸走，同时集成灶的油脂分离度也要高于传统油烟机；其次在空间利用率和降噪等使用体验方面，集成灶通过下排设计降低了对吸力的要求，同时风机下置远离人体头部，从结构上起到了降噪作用；集成化的设计提高了空间利用率，在灶台下方嵌入了第三台设备。如图 15 所示，我们对比了当前市场上主要的烟机、集成灶和集成烹饪中心，可以看到集成灶在排烟效果更优的条件下，具有更小的风力、风压和噪音。

图 6：集成灶（左）与传统吸油烟机（右）对比

结构图例	 进风口：油烟经进风口吸入 风轮：高速运转的大直径风轮，造成负压吸力 一体金属风道：密封性好，无漏油、无噪音 高压区风道：形成负压区，防止油烟外溢 集油盒：位于风道中收集，绿色环保	
控烟能力	集成灶吸烟腔距离灶具约 15-30 公分，	吸烟腔距离灶具约 35-75 公分，
油烟分离	油污还处于较大颗粒的时候就被吸入风口，	油烟进入吸口时油滴已雾化变得很小，
空间利用率	下排式设计使风轮置于灶面下方，下部可以嵌入第三功能。	吸油烟机、燃气灶或者消毒柜/烤箱/蒸箱等独立放置，所占空间较大。
降噪	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。	吸油烟机一般安装于头顶位置，处于听觉器官附近。

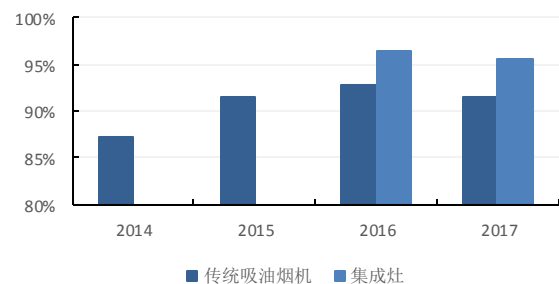
资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

图 7：2020 年中怡康调查消费者认为集成灶具有的优点



资料来源：中怡康，东兴证券研究所

图 8：传统吸油烟机和集成灶油脂分离效率对比

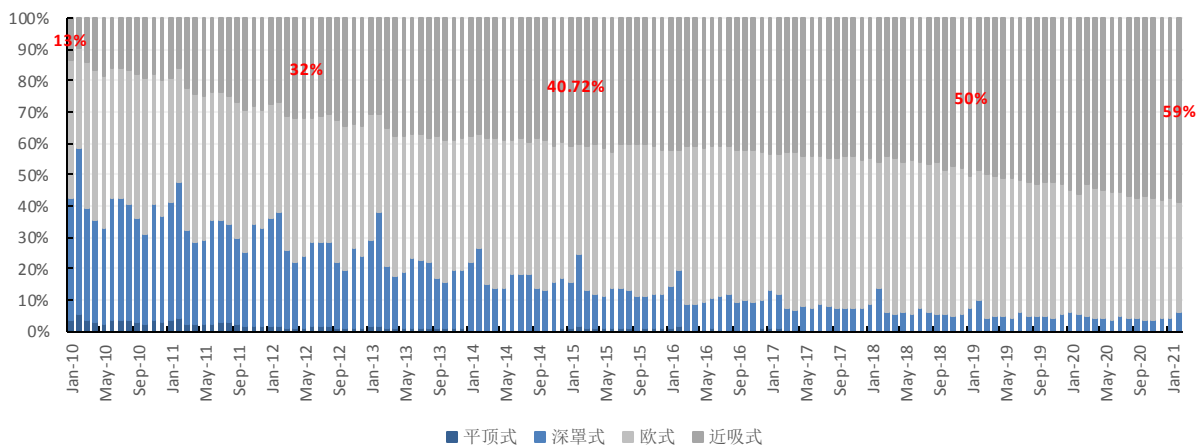


资料来源：国家日用金属质量监督检验中心，东兴证券研究所

借鉴传统烟机品类升级历程，集成灶尚处于渗透率提升的早期阶段。从当前烟机品类格局来看，功能性更强的侧吸产品最终实现了 60% 的零售量占比，而 2020 年集成灶的销量渗透率在 13% 左右，未来成长空间巨大。从侧吸替代历程来看，侧吸替代大致可分为两个阶段，第一阶段成长初期，增长斜率较高，零售量占比从不到 14% 提升到 30% 仅用 2 年左右，推广者包括行业头部品牌；第二阶段成长后期、成熟阶段，占比从 30% 提升到 60% 历时 8 年左右。集成灶当前占比约等于 2010 年的侧吸销量占比，我们认为尚处于成长初期阶段。考虑

到当前产品推广者主要为专业集成灶品牌和部分综合性家电品牌，若头部烟机品牌后续加入，会加速品类渗透率提升速度。

图 9：侧吸零售量占比从不到 20%提升到近 60%，逐渐成为市场主流吸油烟方案

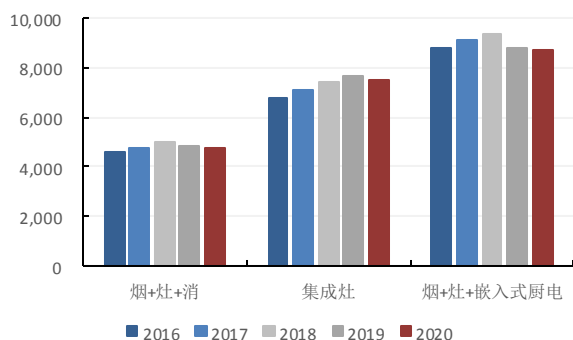


资料来源：中怡康，公司官网，东兴证券研究所；

（二）看价格：

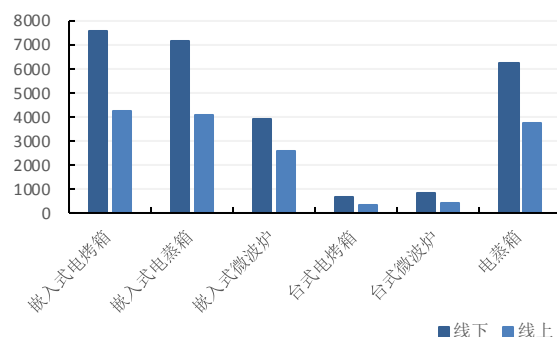
集成灶的性价比优势来自多品类集成化设计，比单独购买便宜 1000-2000 元。集成灶集成了至少三个功能品类，且第三个品类采用了嵌入式结构，整体均价 7500 元左右。而目前市面上嵌入式厨电因节省空间、容量更大，价格上是台式家电的数倍，以嵌入式蒸箱为例，线下单独购买至少 7000 元。如果按照市场均价，算上传统烟机、灶台的价格，单独购买三个产品均价在 9000 元左右，因此集成灶实际上要便宜 1000-2000 元。

图 10：集成灶的性价比优势来自嵌入式设计，相对于嵌入式厨电要便宜 1000-2000 元，数据为行业均价，单位：元



资料来源：中怡康，东兴证券研究所，注：消毒柜市场均价为预测数据

图 11：2019 年嵌入式厨电和台式厨电价格对比，单位：元

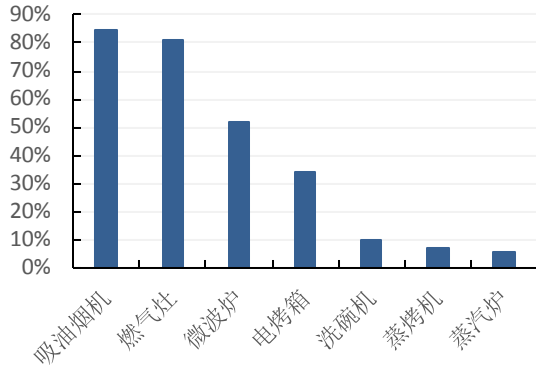


资料来源：奥维云网，东兴证券研究所

蒸烤机渗透率低、增速高，蒸烤类集成灶占比提升带动行业均价提升。最近五年，随着消费者收入水平提升、生活品质诉求的增加，新兴厨电品类包括洗碗机、嵌入式和复合类产品迎来高速增长（如图 14）。从集成灶市场功能内部品类结构变化来看，最近 5 年传统消毒款占比从 75% 下降到了 57%，烟灶蒸、烟灶蒸烤占比从

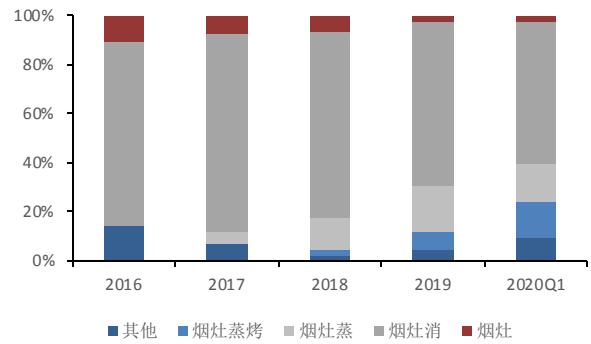
不到 10%提升到了 30%，而嵌入式蒸烤机恰恰是当前渗透率低增速高、且价格最高的细分品类，因此具有性价比、空间优势的第三功能也可视为吸引消费者的一个卖点。

图 12：消费者现在所拥有的厨房电器的占比



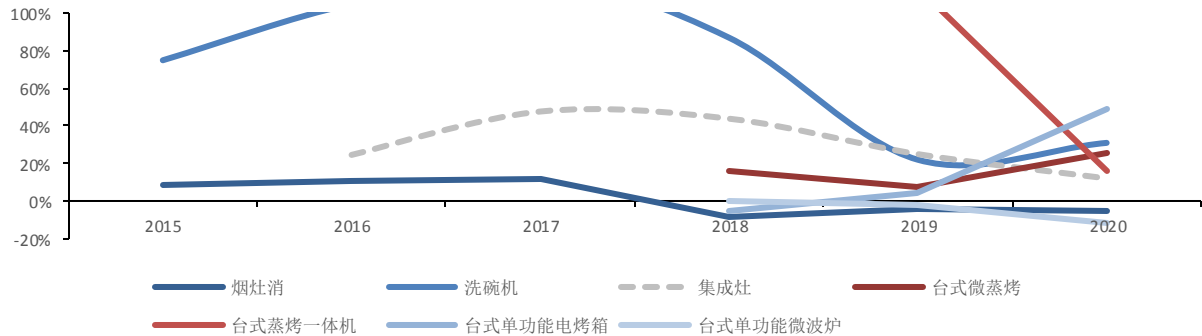
资料来源：中怡康，东兴证券研究所

图 13：集成灶线上市场功能组合结构占比变化



资料来源：中怡康，东兴证券研究所

图 14：最近 5 年新兴品类增速对比



资料来源：中怡康，奥维云网，东兴证券研究所；

对比集成烹饪中心，集成灶吸烟效率致胜，延续性价比优势。集成烹饪中心依然采用烟灶分离、油烟上排的设计，但是灶台和蒸箱或者蒸烤机采用了集成化设计，并且可嵌入式安装，降低了安装门槛。但由于烟灶分离设计因此在吸油烟效率上仍逊于集成灶，同时由于蒸烤机嵌入式设计，在容积上也不及集成灶，综合考虑接近 2 万元的价格，集成灶性价比优势仍然明显。

图 15：集成灶和传统烟机吸烟效率对比

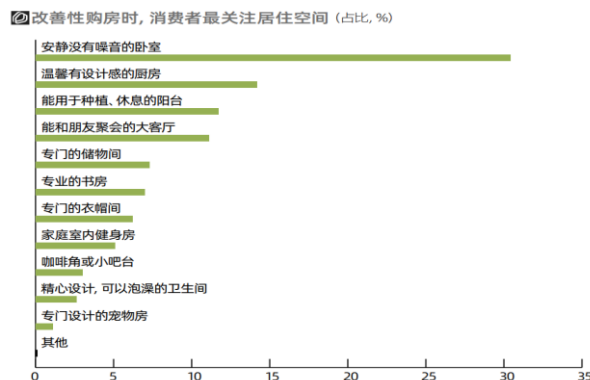
烟灶消品牌	产品型号	均价(元)	风压(Pa)	风量 m ³ /min	噪音(dB)	产品尺寸(mm)	排烟距离（部分为工程距离）	消毒柜或者蒸烤箱
火星人	E3B/X	7299	>300	17	58	850x600x805	260	57
火星人（烟灶蒸）	E5B/Z	9699	370	17	58	1020x725x1220	150	64
火星人（烟灶蒸烤）	E3BC01	12999	370	17	58	900x610x1310	150	60
美大	55811/G1	7399	>220	15	59	900x600x1302	250-300	45
亿田	D8GX	7899	300	17.5	59	900x600x1310	150-250	76
帅丰	U1-3B	7399	280	15	55	1005x730x1235		
方太	自动升降CXW-200-EM72T.S 云魔方	5869	320-430	15-20	63-69.5	900*515*640	650-700，蝶翼板可下降8cm	
老板	欧式60X2	3699	310	18-21	53	895*513*695	650-750	
方太侧吸	JQD2T	4750	350	10-20	55-68	800*445*610	300-350	
老板侧吸	27X6	3199	350	18-20	53	895*400*500	300-400	
方太集成烹饪中心	X2A+灶蒸/灶蒸烤	21998/25898	500	20-22	62	900*325*1060	355	50/42

资料来源：天猫旗舰店，公司官网，东兴证券研究所；除注明外，集成灶为集成消毒柜款；

2.1.2 需求端：消费群体年轻化，油烟大仍然是第一痛点

厨房是消费者重点关注空间，90 后逐渐成为消费主力。根据贝壳《2021 年新居住消费调查报告》调查，一个“温馨具有设计感的厨房”仅次于卧室，成为居住者的第二关注空间。根据 2015 年至今的百度搜索指数用户画像，80 后、90 后消费者已成为当前烟机类关键词搜索的主要群体。

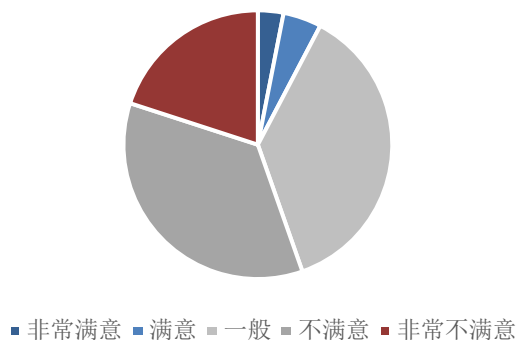
图 16：改善性购房时，消费者最关注的居住空间



资料来源：贝壳《2021 年新居住消费调查报告》，东兴证券研究所整理

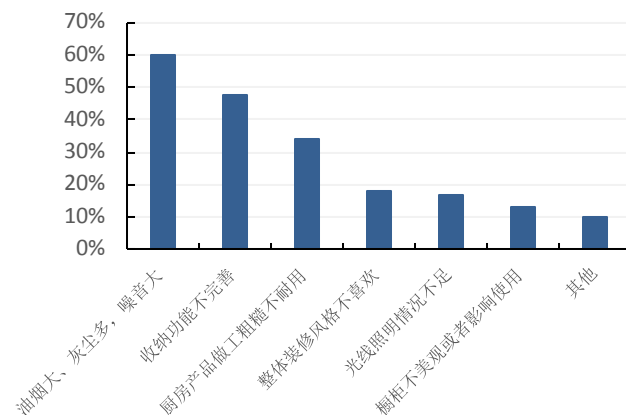
消费者对当前厨房使用满意度不高，油烟大是主要原因。根据新浪家居联合德贝厨柜发起《厨房那些事儿——中国家庭厨房现状大调查》，有 66% 的被调查者一周使用 5 天以上厨房，其中高达 90% 的被调查者对厨房不满意，进一步调查不满意的原因，油烟大、噪音大是厨房使用满意度较低的首要原因。

图 17: 对现有厨房满意度 (%)



资料来源：《厨房那些事儿--中国家庭厨房现状大调查》，东兴证券研究所

图 18: 厨房的整体设施中，哪些方面最困扰你



资料来源：《厨房那些事儿--中国家庭厨房现状大调查》，东兴证券研究所

2.2 空间：渗透率低，未来 5 年 CAGR 有望超过 20%

烟机需求分为更新旧机和首次装机。第一类为更新需求，根据过去历史数据统计，我们假设烟机平均寿命在 14 年，在第 12-16 年分别有 10%/20%/30%/20%/20%的消费者会陆续更换旧机；第二类为装机需求，我们参考国家统计局的城市和农村保有量数据进行预测。

关键假设 1-每百户拥有量：城镇/农村烟机每百户拥有量过去 5 年 CAGR 分别为 4%和 16%，2019 年已达到 82/29 台，相当于 2000 年城镇冰箱和农村洗衣机的配置水平，对比 2000-04 年城镇冰箱和农村洗衣机 CAGR 分别为 2.4%和 5.5%，而当前媒体效率更高、新品普及门槛更低，我们预计未来 5 年城镇/农村每百户拥有量 CAGR 分别为 1.6%和 6.7%，至 2025 年城镇/农村每百户拥有量为 90/42 台。

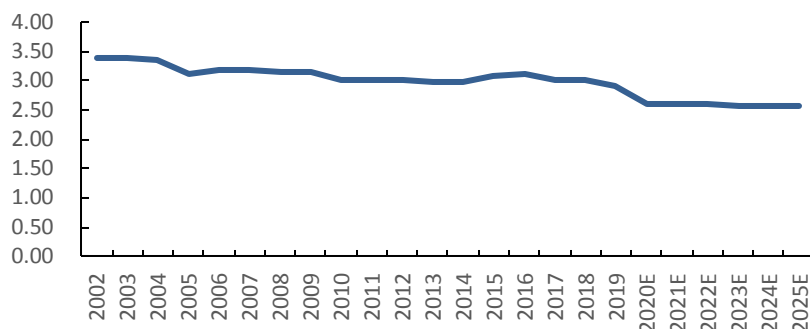
图 19: 未来 5 年烟机保有量假设 单位：台

每百户拥有量	2000	000-2004 CAGR	2005	005-2009 CAGR	2010	2010-2014 CAGR				
城镇冰箱	80	2.4%	91	1.00%	97	-1.0%				
农村冰箱	12	7.6%	20	13.05%	45	11.4%				
城镇洗衣机	91	1.2%	96	0.10%	97	-1.3%				
农村洗衣机	29	5.5%	40	5.74%	57	5.5%				
关键假设	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2014-2019 CAGR	2025E	2021-2025 CAGR	
城市每百户拥有量	68.2	69.2	71.5	73.7	79.1	81.7	4%	89.7	1.6%	
农村每百户拥有量	13.9	15.3	18.4	20.4	26.0	29.0	16%	42.2	6.7%	

资料来源：国家统计局，东兴证券研究所预测；

关键假设 2-城镇化率：过去 10 年，中国户均规模保持下滑趋势，至 2020 年平均户规模为 2.63 人/户，同期中国城镇化率快速提升，2015-20 年提升了 8pct，至 2020 年达到 64%。我们预计两个关键指标将延续此趋势，我们预计下降速度将趋缓，预计 2025 年户均规模为 2.57 人，同期城镇化率为 67%。

图 20: 未来 5 年城镇户均规模预测



资料来源: 国家统计局, 东兴证券研究所预测

结论-总量: 基于以上预测, 我们预测 2020-2025 年排烟设备 CAGR 在 7.3% 左右, 烟机内部呈现结构性变化, 集成灶延续较高的同比增速, 我们预计 2020-25 年 CAGR 为 22.7% 左右, 剔除 2020 年疫情影响, 预计集成灶 2021-2025 年分别保持 30%、26%、22%、20%、16% 的同比增速。同期, 传统烟机将保持小幅正增长, 至 2025 年集成灶渗透率将达到 27%。

图 21: 未来 5 年集成灶渗透率预测

烟机未来需求测算	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2015-2020 CAGR	2020-2025 CAGR
城镇总人口 亿人	8.5	9.0	9.1	9.2	9.4	9.5	9.6		
乡村总人口 亿人	5.5	5.1	5.1	5.0	4.9	4.8	4.7		
城市户数 亿	3.0	3.7	3.8	3.8	3.9	4.0	4.0		
农村户数 亿	1.7	1.6	1.6	1.6	1.6	1.5	1.5		
城镇每百户保有量 台	81.7	82.9	84.2	85.5	86.8	88.2	89.7		
城市新增需求 万台	780	449	508	500	510	556	605		
农村新增需求 万台	516	245	293	306	315	387	542		
合计新增需求 万台	1,296	694	801	805	825	943	1,147		
烟机更新需求 万台	1,039	1,086	1,103	1,191	1,251	1,288	1,385		
烟机总需求	1,916	1,780	1,904	1,997	2,076	2,231	2,532		7.3%
yoy		-7.10%	6.92%	4.89%	3.98%	7.47%	13.48%		
传统油烟机销量	1,707	1,538	1,589	1,600	1,593	1,651	1,859	-1.2%	3.9%
yoy		-9.86%	3.29%	0.71%	-0.48%	3.67%	12.59%		
集成灶销量	210	242	315	396	484	580	673	28.5%	22.7%
yoy		15.35%	30.00%	26.00%	22.00%	20.00%	16.00%		
集成灶渗透率	10.95%	13.59%	16.53%	19.85%	23.29%	26.01%	26.59%		

资料来源: 国家统计局, 中怡康, 东兴证券研究所预测; 注: 2019 年数据采用中怡康

2.3 格局: 集中度较低, 价格层次渐清晰

我们这里类比烟机品类的发展路径, 烟机具有成长空间大、参与者多、消费者品牌诉求强和高端品牌壁垒高的特点, 集成灶作为排烟设备的一个细分品类, 具有相似的品类属性, 当前集成灶已经呈现出了新进入者涌入、价格带渐清晰的趋势, 我们认为集成灶品类将会延续类似烟机的发展路径, 未来定位中高端的品牌将形成相似的品牌壁垒。

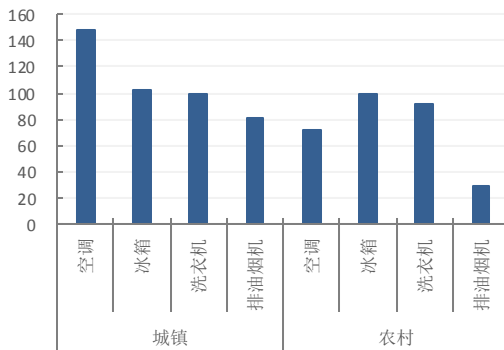
2.3.1 回顾传统烟机: 成长空间大, 品牌壁垒高

烟机品类成长空间大, 龙头瓜分高端市场。从每百户拥有量上看, 2019 年烟机每百户拥有量 82 台, 农村市场仅有 29 台, 对比空冰洗的渗透率, 烟机还有较大的提升空间, 这是驱动过去烟机还是集成灶行业长期增

长的行业因素。格局方面，烟机品类在一二线和三四线城市集中度分化明显，一二线被头部品牌方太、老板、海尔和美的占据了近一半的份额（中怡康统计口径）；全国产量统计口径下（产业在线统计口径），烟机 CR4 仅 30%左右，三四线和农村地区格局相对分散，这背后的原因有主要系：

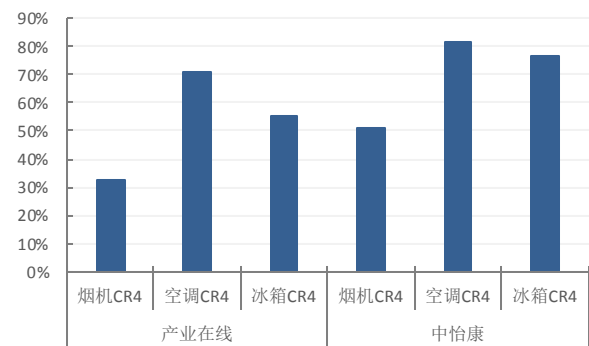
1、技术壁垒不高，参与者众多。烟机成本主要由外壳材料、电机和控制系统构成，三者占比分别约为 30%、10%、15%，其中头部品牌电机均采用外购，烟机整体技术壁垒不高。同时烟机品类渗透率低，特别是低线城市品类成长性更强，因此在以中低端为主的低线城市市场会有众多品牌参与者，导致了较高的集中度差异。根据中国产业信息网，2017 年黑龙江地区方太、老板 CR2 仅占 25%，而重庆地区华帝、年代 CR2 更是占比 45%。

图 22:烟机品类成长性强于空冰洗



资料来源：中怡康，东兴证券研究所

图 23: 一二线城市零售量集中度明显更高（2020 年）



资料来源：中怡康，东兴证券研究所；注：中怡康数据以一二线城市的零售观测数据为主；产业在线口径为品牌数据；

2、消费者的品质诉求强化品牌溢价，4000 元定价具有合理性。烟机具有定制属性，需要前置安装，因此试错成本较高。同时，烟机使用周期长达 10 年以上，使用频率高于洗衣机、空调，因此消费者考虑耐用、美观、健康等因素愿意为品质支付溢价。如果结合空调和冰箱的市场均价已达到 4000 元，洗衣机 3000 元（图 35），三个品类中的高端品牌均价也在 4000 元以上，因此烟机即便生产成本不高，消费者在信息有限的情况下，依然愿意为高端烟机品牌支付溢价。

图 24: 烟机品类的高端品牌具有更高的毛利率

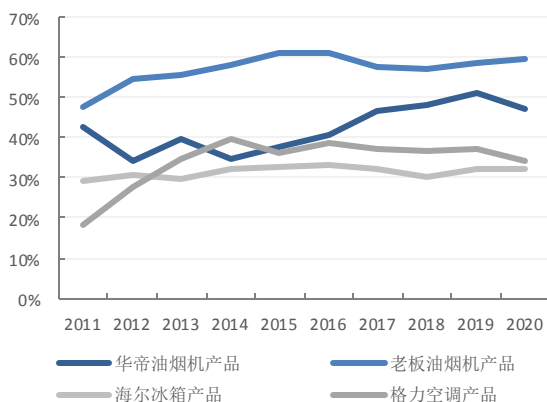
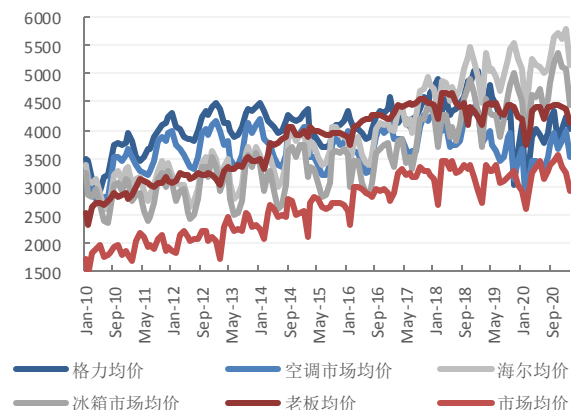


图 25: 老板烟机和空调、冰箱市场均价都达到了 4000 元

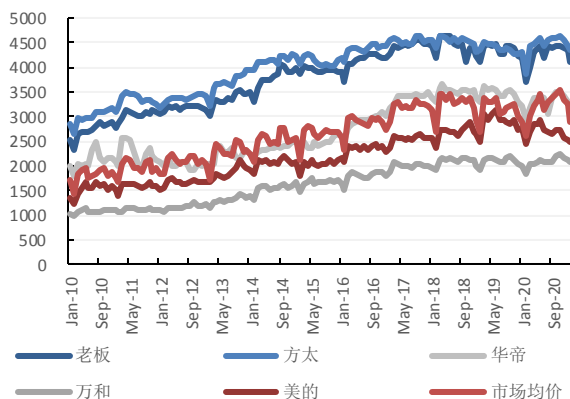


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

资料来源：中怡康，东兴证券研究所

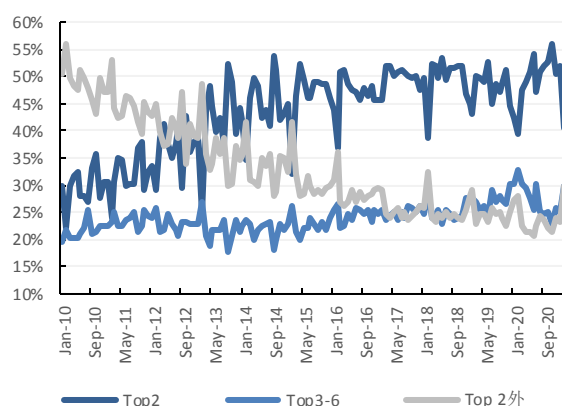
3、龙头坚定高端定价，高营销和高研发投入巩固定位。在 2010-2016 年地产带动的需求上行阶段，供给端老板、方太具有先发优势，持续的营销推广和研发投入不断巩固高端品牌定位，且龙头的盈利诉求强于规模，竞争格局趋于良性（图 27）。需求端消费者品质诉求不断提升，二者溢价提高进一步验证其高端品牌力，并逐渐在一二线城市形成了双寡头格局（图 28）。而在 2016 年后的三四线需求增长阶段，份额增长有限。综上，消费者的诉求和良好的格局支撑了烟机品牌更高的毛利率。

图 26：烟机品牌定价格局较为分散，单位：元



资料来源：中怡康，东兴证券研究所

图 27：一、二线城市地区份额逐渐向了龙头靠拢

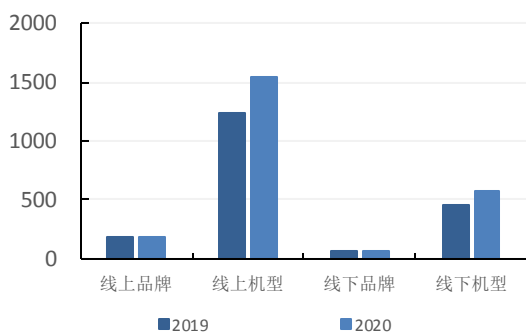


资料来源：中怡康，东兴证券研究所

2.3.2 集成灶行业：集中度较低，中高端品牌胜出概率高

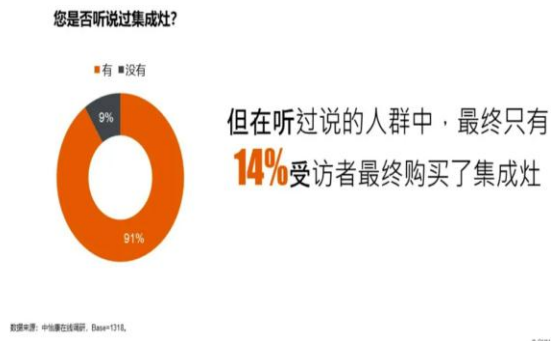
行业尚处于成长阶段，参与者渐多。集成灶行业 2015-20 年销额 CAGR 为 30%，销量 CAGR 为 29%，高增长、高价值量、强盈利的特点吸引了大批新进者，包括美的、万和和法迪欧等综合品牌，侧面也说明集成灶产品壁垒不高。根据奥维云网，集成灶行业线上销额 CR10 仅 65.9%，线下 84.7%，对比烟机市场，集中度尚低，我们认为随着新进入者的加入，品类认知度将不断提高，在行业成长初期将有助于品类扩张。

图 28：行业中参与的品牌和机型还在不断增加，单位：个



资料来源：奥维云网，东兴证券研究所

图 29：集成灶行业认知度仍然较低

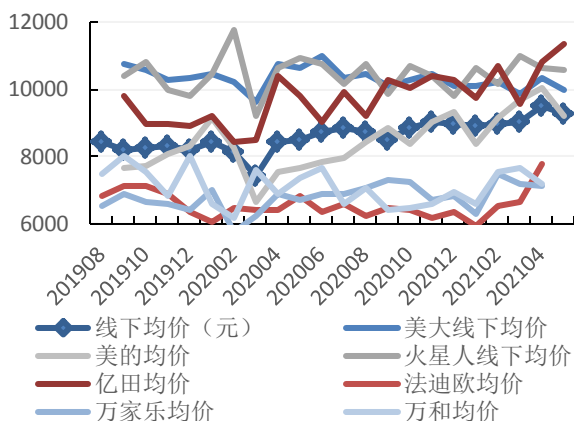


资料来源：中怡康，东兴证券研究所

专业品牌定位中高端，价格层次渐清晰。根据奥维云网，过去 22 个月线上/线下均价分别为 6075/8611 元，

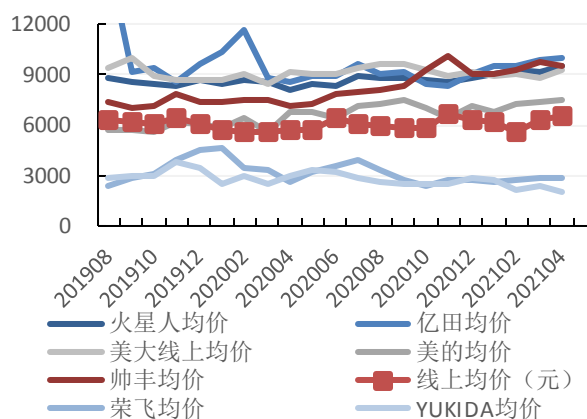
线上和线下价格层次较为清晰, 专业品牌包括火星人、美大、帅丰和亿田普遍高于行业均价, 其中火星人和美大定价较为接近, 处于第一梯队; 综合品牌包括美的、万和等定价普遍不高于行业均价, 美的定价和行业持平。我们认为行业尚处于成长阶段, 专业品牌具有做强中高端共识, 发生价格战的可能性较小, 行业均价将随着产品结构提升而提高。

图 30: 线下均价



资料来源: 奥维云网, 东兴证券研究所

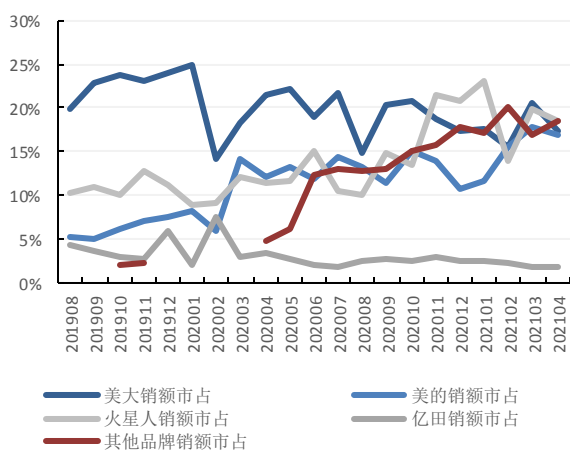
图 31: 线上均价



资料来源: 奥维云网, 东兴证券研究所

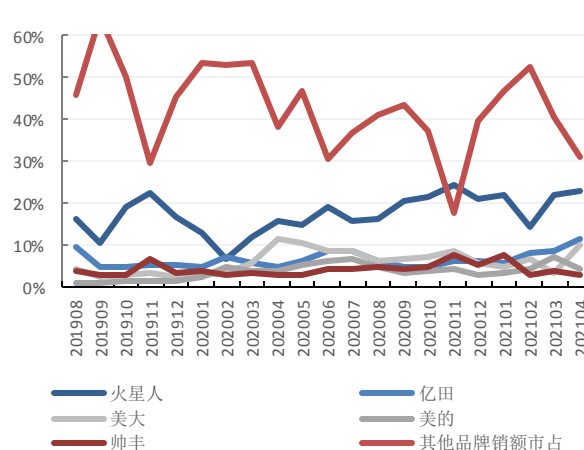
线上集中度有所提升, 线下格局趋于分散。线上方面, 具有流量先发优势的专业品牌维持领先优势, TOP10 品牌集中度在过去 20 个月略有提升, 其中火星人保持稳固的领先地位, 我们认为这可能系线上市场透明度高、口碑累计效果强; 线下方面集中度有下滑趋势, 其中综合品牌美的份额持续提升, 我们认为主要系综合性品牌具有渠道布局的先发优势, 结合其大众价格定位, 因此在行业普及阶段成长性更强。

图 32: 线下市场份额变化



资料来源: 奥维云网, 东兴证券研究所

图 33: 线上市场份额变化



资料来源: 奥维云网, 东兴证券研究所

4、烟机龙头还未大规模介入集成灶市场。我们认为主要原因以下:

品类尚小。根据中怡康, 集成灶 2015 年市场规模仅 49 亿, 2020 年达到 181 亿元, 相对烟灶 2020 年 588 亿

元规模，市场空间尚小，且集成灶产品本身是烟机的替代品，头部公司在行业初期大力度推广替代品的动力不足。

头部品牌渠道层级较多。集成灶企业渠道相对扁平化，专业集成灶品牌普遍平均每个经销商对应门店数不到2个，渠道层级扁平化，加价率较低；传统烟机专注高端定位，经销商体量大、层级多，加价率较高，且主要集中在一二线市场。因此，即便未来老板、方太进入市场，二者也将是定位高价格段，减少与现有产品的价格体系重叠。

认知定位冲突。传统烟机上吸结构已在消费者认知中建立了“好烟机=大吸力”的心智占领，集成灶产品突出的是“高洗净=近吸”的特性，具有一定颠覆性和替代性。我们认为未来老板、方太进入集成灶市场会尽可能避免与传统渠道的交叉，寻求在新的门店中进行推广。

综上，格局层面，我们认为目前集成灶品类处于普及阶段，成长属性强、价格层次渐清晰，龙头的加入将加速行业规模扩张，预计短期整体竞争强度有限，价格战无忧。**品牌层面，**复盘烟机品类过去的成长历程，长期定位中高端的品牌更易穿越周期，而当前专业性集成灶品牌普遍具有做强中高端的共识，借鉴烟机赛道具有高品牌壁垒、一二线市场头部集中的特点，我们认为能站稳中高端的先发集成灶品牌也将构筑较高的竞争壁垒。

3. 多维发力，火星人未来延续高增长

3.1 管理：优秀管理层赋能，充分绑定创业团队利益

公司管理团队激励充分，率先采用职业经理人模式。公司成立于2010年4月，相较于几家上市集成灶友商更加年轻，但治理结构走在了行业前列，其是**唯一**一个成立之初便采用职业经理人制的公司。火星人的两个员工持股平台海宁大有和海宁大宏分别对公司持股13.33%，其中公司员工分别对其持有51.56%和2.20%的股份。对比友商，公司员工持股比例要明显更高。

表1：火星人持股平台架构的利益绑定更加充分

公司	员工持股平台	平台对公司持股比例	平台中非创始人或非家族成员的员工对平台持股比例
火星人	海宁大有	13.33%	51.56%
	海宁大宏	13.33%	2.20%
帅丰电器	嵊州市丰福投资管理合伙企业（有限合伙）	6.64%	23.30%
亿田智能	亿旺投资	3.75%	74.5%
	亿顺投资	3.75%	56%

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所；注：帅丰电器前身帅丰有限成立于1998年，亿田智能前身亿田有限成立于2003年，浙江美大成立于2001年。

创业团队稳定，核心人员深耕家电领域。公司现任高管基本自公司2010年创立伊始加入并效力至今，且多有国内家电巨头从业经验。公司创始人黄卫斌先生在创立火星人前曾创立时装公司，目前仍担任简爱时装的董事，持有其46.89%股份；其余高管多有国内头部家电公司（包括方太、老板、海尔等）销售、生产和研发工作经验，火星人高管团队对比友商具有更加丰富和专业的背景。

复盘公司成长历程，公司2013年与著名设计师田中浩昭合作获得IF设计大奖、2017年前完成线上布局、2020年已累计进驻2000多个京东、苏宁、天猫等平台下沉网点，2021年拟建设洗碗机制造中心，一系列战略均

反映了管理团队的前瞻性和强烈进取心，我们认为这是火星人能后来居上的根本原因。

表2：火星人创始团队具有丰富从业经验

姓名	职务、背景	合计持股比例（约）	加入公司时间
黄卫斌	董事长、总经理，黄卫斌先生曾自创服装品牌，兼任服装品牌董事	46.9%	
朱正耀	董事	11.1%	
王利锋	董事	1.0%	
黄金彪	董事、副总经理	1.7%	2010 年 4 月
胡明义	董事、副总经理，曾就职于方太厨具、宁波欧琳厨具	1.7%	2010 年 6 月
毛伟平	董事、副总经理、财务总监、董事会秘书	0.8%	2010 年 6 月
杨根	监事会主席，销售总监，曾就职于方太厨具，任区域销售经理	0.2%	2010 年 8 月
陈莺	监事	0.2%	2010 年 4 月
黄安奎	监事、产品开发中心总监，曾就职于方太厨具，任结构设计师	0.2%	2011 年 3 月
李欣	技术研究院院长，其他核心人员，曾就职于方太厨具，任海外事业部研发经理	0.7%	2010 年 9 月
孙彬峰	工艺部部长，其他核心人员，曾就职于方太厨具、老板电器，任工艺科负责人	0.1%	2012 年 3 月
李治	市场总监，同时分管电商部，曾就职于方太厨具，担任大区市场经理；	0.1%	2011 年 1 月
廖秋勇	生产总监，曾就职于方太厨具，担任车间线长	0.1%	2011 年 12 月
于建德	服务物流部部长，曾就职于海尔集团，担任服务经理	0.1%	2014 年 3 月

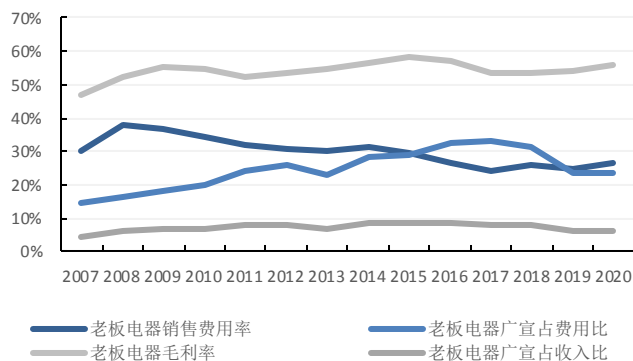
资料来源：招股说明书，东兴证券研究所；合计持股比例为直接和间接对公司持股比例

3.2 品牌：高举高打，强化品类第一特性

3.2.1 高定价、高费用投入，坚持中高端定位

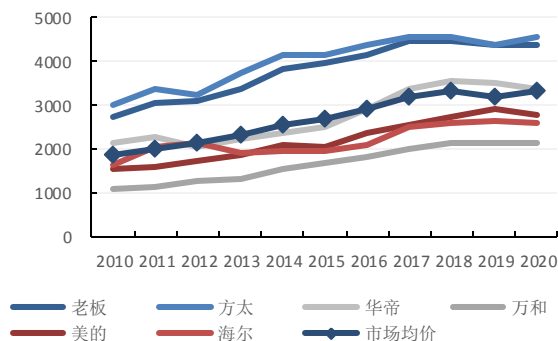
借鉴老板电器成功经验：高费用投入支撑高端定位，高溢价强化品牌力。我们回顾老板电器的在 2012-2018 年的高速增长，可以看到公司销售费用率虽然从 30%下降到了 26%，但是保持了对品牌宣传的持续投入，广宣费用占销售费用比重从 26%提升到了 33%，占收入比稳定在 7-9%。同期，大力度营销推广下，公司产品均价始终高于市场均价 40%以上，而高定价在消费者心里强化了产品品质优秀的形象，进一步巩固了高端品牌定位。

图 34：老板电器销售费用率逐渐下降与广宣占费用占比呈“剪刀差”



资料来源：公司公告，东兴证券研究所预测；

图 35：老板、方太产品均价始终位于第一梯队，且二者溢价不断提高

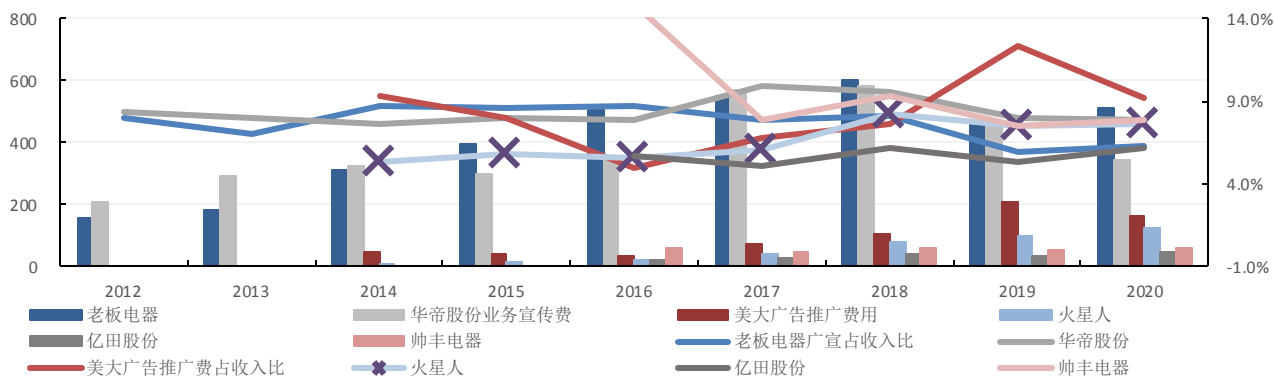


资料来源：中怡康，东兴证券研究所；

看火星人高举高打：

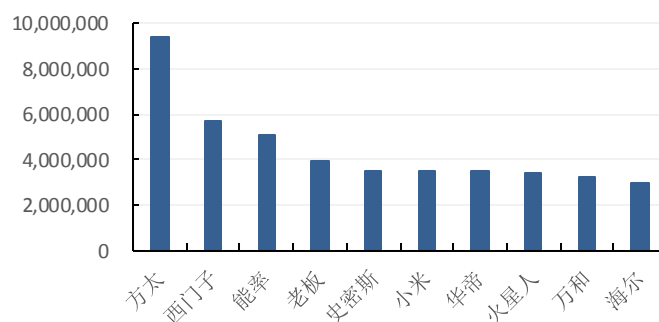
坚持高费用投放强化高端品牌定位。管理层非常重视品牌打造，在近五年广宣费用 CAGR 高于收入增速，达 62%。我们用广宣费用投入绝对值和占收入比对比同行的广宣费用投入力度，火星人广宣费用投入力度从收入比的 5.8% 提升到了 7.6%，对比各个品牌的投入力度也基本符合百度搜索指数和巨量引擎的算术统计，火星人的影响力优势在逐渐形成。我们认为对比老板电器在收入高速增长阶段接近 9% 的广宣费用占收入力度，火星人等集成灶公司预计未来会维持较大的品牌宣传力度。

图 36：传统厨电品牌积淀更厚，火星人品牌投入力度较高



资料来源：公司公告，东兴证券研究所；火星人销售费用率由于电商占比高等原因高于同行，因此采用广宣费用更加客观；左轴为企业广告宣传费（单位：百万元），右轴为占收入比；

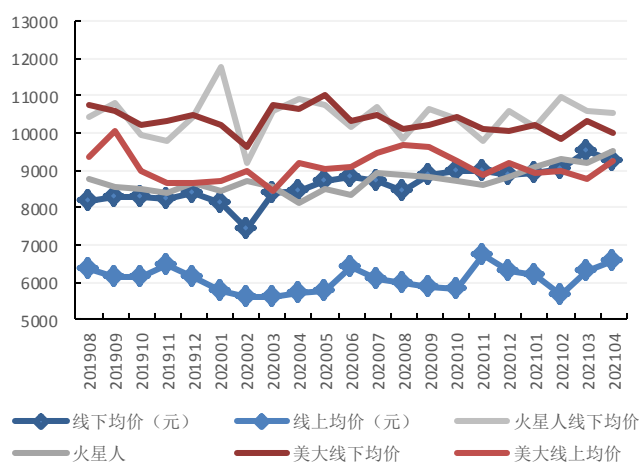
图 37: 巨量算数, 2019 年厨电品牌头条指数



资料来源: 巨量引擎, 东兴证券研究所;

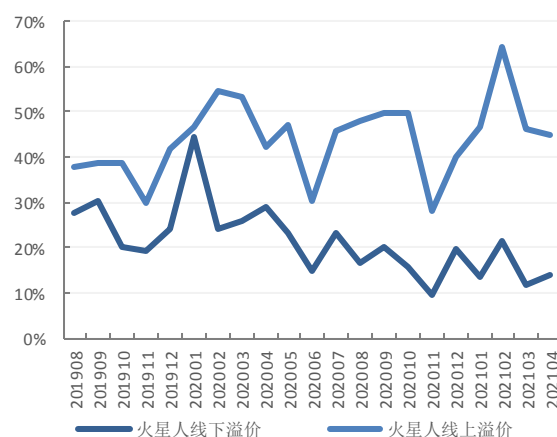
定价高于行业, 稳居行业第一梯队。根据奥维云网过去 22 个月数据, 火星人终端定价与美的基本一致, 符合公司品牌定位。溢价方面, 线上均价高于行业 30%-50%, 线下均价仅高于行业均价 10%-30%, 符合线上品牌具有先发的口碑、销量优势的特点, 且过去 22 个月线上集中度相对线下更高, 有向龙头集中的趋势。我们认为目前行业群雄逐鹿, 各品牌产品差异化程度有限, 火星人定价预计将维持在与同属高端定位的美的相近的位置。

图 38: 火星人和美的终端定价接近



资料来源: 奥维云网, 东兴证券研究所预测;

图 39: 火星人线上溢价相对线下更加明显

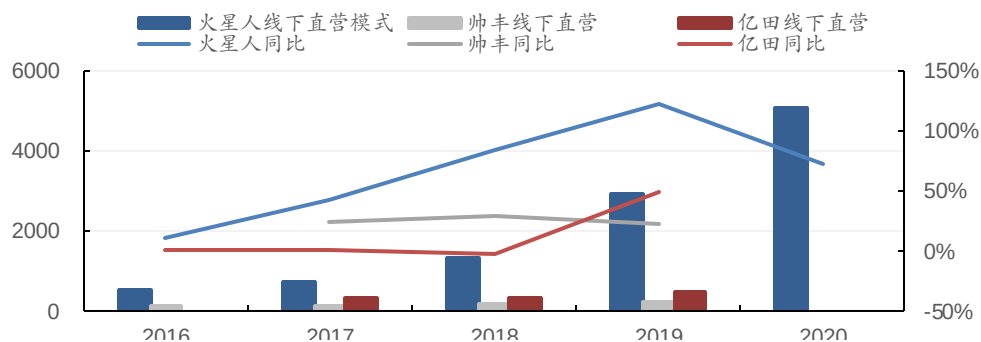


资料来源: 奥维云网, 东兴证券研究所;

打造线下直营店, 提升品牌形象。2018 年后公司陆续在浙江大本营外开拓线下品牌直营店, 截止 2020 年收入 5064 万, 同增 72.7%, 遥遥领先行业。作为经销模式的重要补充, 通过直营门店可以及时了解消费者需求并获取对产品的反馈, 同时为公司在重点区域树立了品牌形象, 通过门店的定期体验活动实现消费者教育, 为进一步在重点区域进行市场推广打下良好基础。选址方面, 直营店主要设置在所在城市主流家居、建材市

场等流量入口周围；在门店管理方面，与经销门店执行相同的标准，可以看到公司近几年重点在一线城市如上海、北京建设了多家门店，为进一步向一二线城市扩张打下基础。

图 40：火星人线下直营模式收入高增长，左轴单位：万元



资料来源：公司公告，东兴证券研究所；

3.2.2 营销聚焦，强化品类第一特性

借鉴老板电器成功经验：

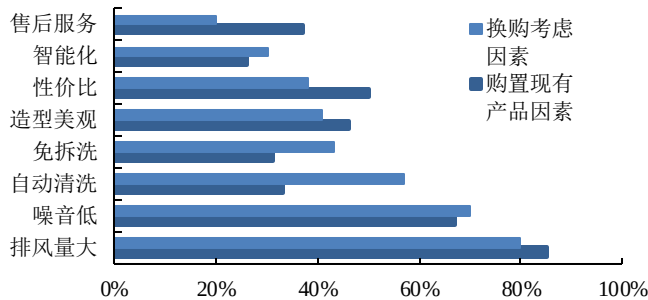
回顾老板成为烟机龙头的历程，我们认为老板电器聚焦烟机品类和锚定第一特性“大吸力”的战略是其成功的关键。

1、聚焦烟机品类：2011 年以前，老板电器还是同业友商在很长一段时间里，均将自身品牌和产品定位为厨电品类，但老板电器在 2012 年前后意识到消费者购物决策更多是基于品类，而非产业的划分。在决策中，消费者更加倾向于购买一台“抽油烟机”，而非厨电；同时烟机是大厨电品类中占据“必选”位置，具有明显的流量入口特点，因此老板电器在 2012 年后逐渐将品牌定位从厨电向烟机靠拢。

2、锚定品类第一特性-“大吸力”：根据对消费者的调研，大风量始终是消费者购买的烟机的第一考量因素，也是消费者可以非常直观感受的特点，但是此前多数品牌并没有对这一产品特性进行针对性宣传。老板电器于 2012 年与里斯中国合作，引入“定位”理念，在权衡再三后领先行业地选用了等同概念“大吸力”，并且 2012 至今的数年中不断倾注资源，包括研发、产品体系、产品迭代、营销推广等方面，不断强化心智占领，诸如吸起 15 公斤木板的震撼实验，此后行业内友商的跟随、效仿反而强化了老板在引领大吸力概念中的领导地位。

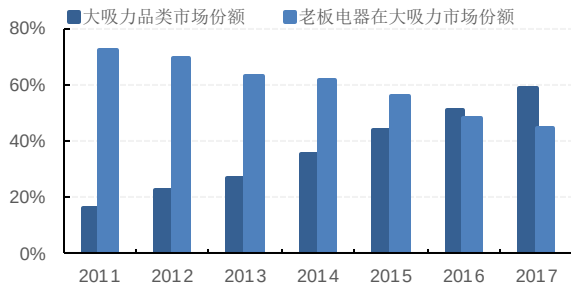
图 41:消费者购买烟机时将排风量大作为首要考虑因素

图 42: 老板电器的聚焦、定位之路



资料来源：中怡康，东兴证券研究所；

图 43: 老板电器在大吸力市场奠定了稳固的龙头位置



资料来源：《成为独角兽——中国制造品牌的突围之路》，东兴证券研究所；

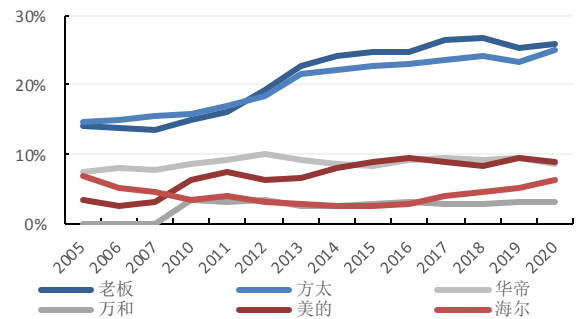
集成灶有望利用“近吸”概念绕开传统“大吸力”认知壁垒。如图 12，我们可以看到消费者购买集成灶时吸油烟效率仍然是首要考虑因素，同时集成灶公司也在不断强化这一优势，借鉴老板电器通过“大吸力”占据心智的成功经验，我们认为未来能率先锚定“近吸”概念，并不断强化消费者对这个概念和品牌关联认知的公司也将获得类似的领导地位。

图 45: 老板电器 2013 年进行的极具震撼力的吸起 15 公斤模板实验

年份	大吸力产品迭代	配套策略
2008	第一代“17风量，引领行业风量极限”	倾注所有资源维持“大吸力”概念领导力： 1) 研发高投入； 2) 产品结构聚焦大吸力； 3) 大吸力产品不断迭代强化消费者心智中“吸油烟机=大吸力=老板抽油烟机”
2012	第二代“拢吸、强力、速排、节能”	
2014	第三代“Roki 系统，探索行业智能发展”	
2016	第四代“两倍吸力，超大风量”	
2020	第五代大吸力“智判、双拢、直吸、变频、免洗”	

资料来源：《成为独角兽——中国制造品牌的突围之路》，东兴证券研究所；

图 44: 老板电器油烟机零售份额在 2012 年后开始反超方太



资料来源：中怡康，东兴证券研究所；2008、2009 年数据缺失

图 46: 老板、方太、火星人油烟机分别定位大风压大吸力、近吸直排隔离屏、“炒 100 个辣椒都不怕”



资料来源：中关村在线，东兴证券研究所；

创造中国新厨房——老板第四代油烟机2倍风压 超大吸力 官方

ROBAM老板
创造中国新厨房

42年专注于厨房电器行业，**吸油烟机**连续六年全球销量第一。吸油烟机行业标准制定者：2014年，创新搭载**ROKI智能烹饪系统**油烟机，成为首家打造智能生态链厨电企业；2015年，**反转深吸**驱动行业拢烟技术变革；2017年老板第四代**大吸力油烟机**，**2倍风压**，超大吸力。

方太智能油烟机，猛火爆炒不跑烟 官方

方太第四代风魔方 CXW-258-J1

方太第四代智能风魔方，搭载三大黑科技，独创深吸拢烟系统，猛火爆炒不跑烟

[进入官网](#)

火星人集成灶，炒100个辣椒都不怕！ 官方



火星人集成灶

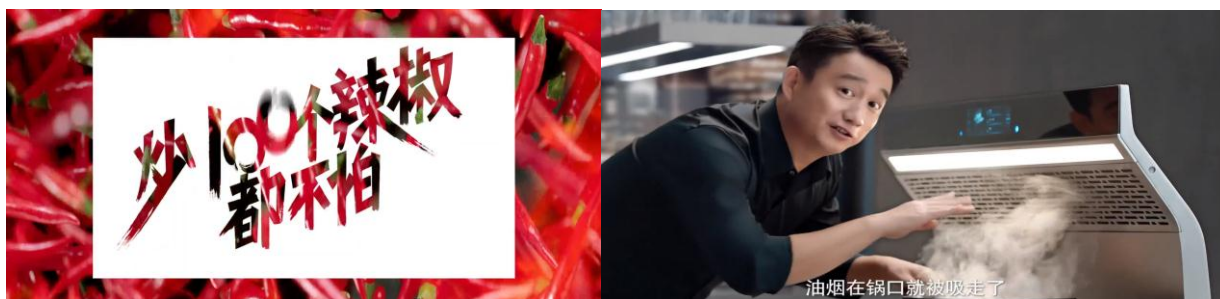
火星人以好看好用**好服务**的理念，打造成厨柜等多品类厨房精品。火星人的专利，超300项的荣誉资质，是“浙业”。获得IF金奖、reddot等20余项设

资料来源：公司官网，东兴证券研究所；

看火星人营销策略：

签约“厨艺”明星增加品牌曝光度，“炒 100 个辣椒都不怕”强化消费者对“低空近吸”的感官认知。2019 年初公司签约黄磊作为代言人，黄磊在 2014 年、2016 年、2017 年和 2018 年分别参与了《爸爸去哪儿 2》、《深夜食堂》、《向往生活》和《野生厨房》等节目，逐渐树立了温柔体贴、厨艺精湛的形象，非常契合厨电品牌的定位。2021 年 4 月 9 日，央视主持人康辉携央视网《超级工厂》走进火星人，火星人在节目中向康辉揭开了火星人“炒 100 个辣椒都不怕”的奥秘——低空近吸净烟技术，在部分广告中我们也能看到火星人在通过“近吸”概念强化集成灶的产品优势。

图 47：火星人“低空近吸”宣传语具备直观感受力，“炒 100 个辣椒都不怕”强化了感官上的刺激性



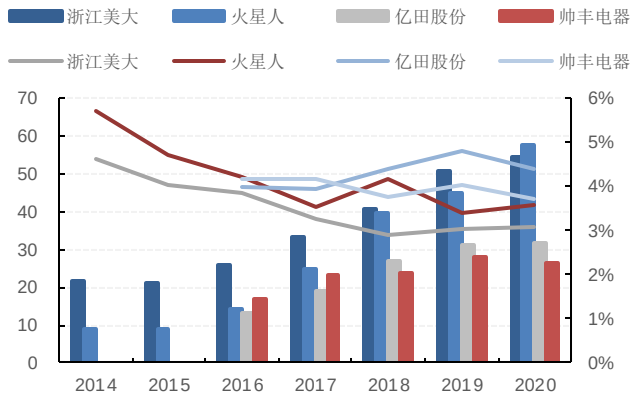
资料来源：公司官网，东兴证券研究所；

3.3 产品：高研发投入，优质售后服务

持续高研发投入构建专利先发优势。公司通过大力度研发投入逐渐构筑专利壁垒，研发投入绝对额上，火星人 2015-2020 年以 45.4% 的复合增速不断追赶龙头浙江美大，2020 年达到 5775 万，超越美大。研发成果上，火星人专利数量总数以 220 多项居于领先地位，其中以 169 项实用新型专利为主。与发明专利相比，实用新

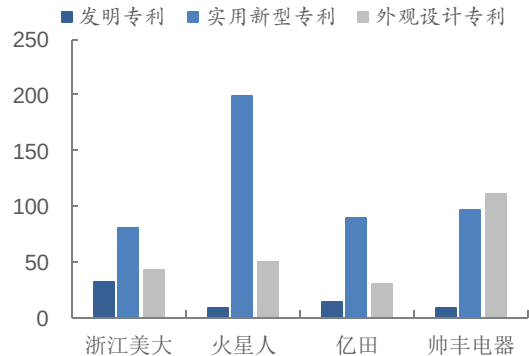
型专利一般也可以申请发明专利, 但发明型专利审查周期更长、标准更严, 审查期达到 2-3 年, 实用新型不到 1 年, 因此保护成本更高且保护期多 10 年 (实用新型为 10 年保护期)。

图 48: 火星人研发费用绝对值保持高增长 (单位: 左轴百万)



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

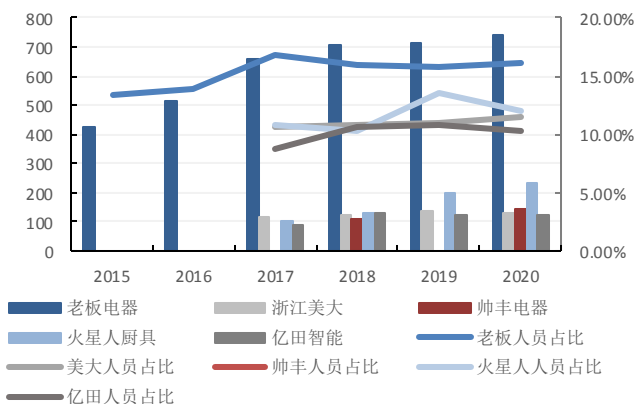
图 49: 累计到 2020 年底, 火星人专利总数领先同行, 单位: 个



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

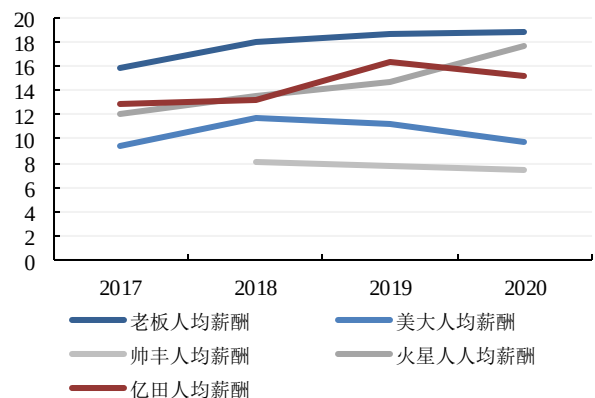
品类多元化背景下, 强大、扁平化的研究机构对消费趋势有更好的把握。火星人研究中心由总经理直接领导, 其中智能创新研究院于 2018 年 9 月成立, 对应的研发人数在 2019、2020 年有快速的增长, 截止 2020 年底, 公司研发人员数量达到 229 人, 高于友商, 同时公司研发人员人均薪酬在近五年保持同步上升趋势。产品市场表现上, 2020 年 H1 公司线上还是线下均有 5 个以上 TOP50 销额产品, 体现公司研发投入具有较高的产出效率。对比厨电龙头老板电器 700 人的庞大研发组织, 且近几年人员数量还是人均薪酬仍处于上升通道, 我们认为近几年厨电市场新品类高速增长, 龙头企业在这个阶段更加需要通过快速的迭代、优秀的品质巩固地位。

图 50: 研发人数和研发人员占比



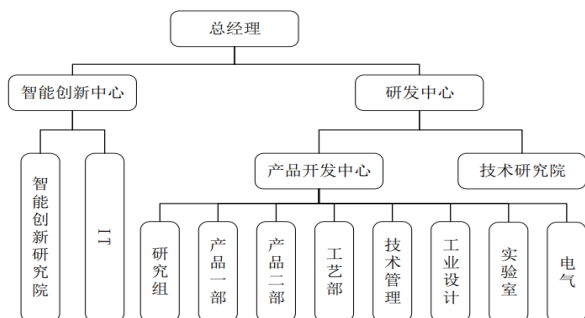
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 51: 火星人研发人员人均薪酬, 单位: 万元



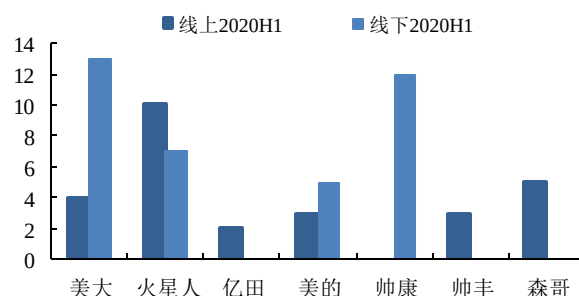
资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所

图 52：火星人研发机构扁平化



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

图 53：2020 年 H1 线上和线下销额 TOP50 品牌入围产品数量



资料来源：奥维罗盘，东兴证券研究所

强安装、强服务属性下，火星人打造优质售后服务构建差异化优势。集成灶属于厨电大件，安装属性强，服务要求高，而当前产品技术迭代趋缓，火星人注重产品品质、售后服务的策略有助于形成差异化优势。服务效率方面，公司在 2018 年上线了“火星人极速服务小哥”，推出 24 小时快速应答和 12 小时快速服务，门店数也在增加，因此公司销售人员数量从 17 年 200 人增加到了 20 年的 628 人。售后政策方面，对比集成灶公司各家政策，火星人是唯一保证 7 天内无理由退换货政策的品牌，足以见得公司对产品品质的自信。

图 54：各家公司官网商城、天猫旗舰店公示的售后政策对比

	火星人	亿田	帅丰	美大	老板电器	方太油烟机
保修	整机保修三年，其中电机终身保修；（期中X8机型保修五年）	3年整机质保，电机终身包换；	集成灶5年联保	整机三年保修，电机终身	整机五年，主要部件电机10年	5年质保
退还	1、7天内无理由退货（未安装无破损）2、机器在安装15天内出现质量问题，用户可以选择维修、换机或者退机；3、机器在安装30天内出现质量问题，用户可以选择维修或者换机	180天内同一个问题维修三次以上免费换新机；			7天无理由退货，15天内发生性能故障可换货或维修；	7日内，发生性能故障，消费者可以选择退货、换货或修理；15日内，发生性能故障，消费者可选择换货或修理。
效率	24小时普通售后；特色服务包括根据店铺覆盖范围提供2-4小时快修；12小时快速修	全国24小时响应产品咨询、报装报修	24小时内极速响应，72小时内上门服务。	10分钟回复，60分钟上门维修，7*24H响应；	全国联保，24H客户在线	7*24h中英文
荣誉	全国售后服务十佳单位				全国售后服务十佳单位、全国售后服务十佳单位、全国十佳呼叫中心	全国售后服务十佳单位、全国十佳呼叫中心

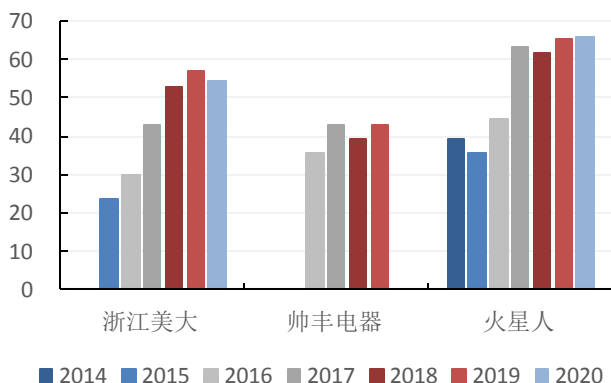
资料来源：公司官网，中国质量新闻网，天猫旗舰店，东兴证券研究所；

3.4 渠道：线上赋能经销商，线下拓店空间大

线上线下双轮驱动效果显著，预计未来单店年收入保持 5-7%同比增长。公司布局线上更早，线上直营销量也会对配送地所在区域的经销商给予销量返利，及时激发了经销商向线上引流的积极性，且线上销量和品牌口碑的累计降低了经销商线下的动销难度。如图 58，线上线下双轮驱动下，火星人单店收入明显领先友商。2018

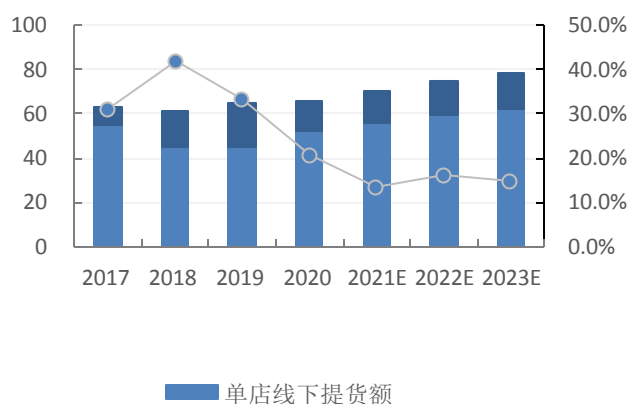
年后经销商单店线上收入平均超过 10 万, 单店收入从 2016 年的 44 万增加到了 2020 年的 66 万。我们预计未来 3 年火星人经销商的单店收入保持 5-7% 小幅增长, 2023 年单店收入将达到 78 万。

图 55: 火星人经销商线上收入体量更大 (2019 年数据, 单位万元)



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所预测

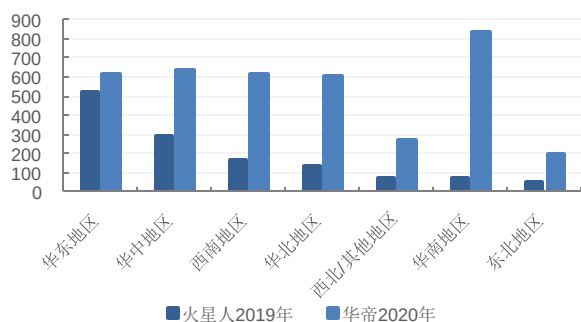
图 56: 火星人经销商单店收入领先同行, 单位: 万元



资料来源: Wind, 东兴证券研究所; 注: 年内平均门店数 = (年初 + 年末) / 2, 单店提货额 = 经销商收入 / 年内平均门店数, 浙江美大为测算,

公司目前渠道布局以华东地区为主, 门店拓展空间大。华东地区对公司过去的收入增长贡献最大, 2019 年火星人华东地区收入 5.19 亿, 同比增长 36.06%, 近几年占比始终保持在 40% 左右, 华东地区经销商数量占比达到 33%。从空间上看, 对标同品牌定位的华帝和浙江美大, 侧重三四线城市、中高端价位的华帝主品牌在 2019 年已具有 2827 家专卖店和品牌旗舰店, 浙江美大 2020 年底已有 3000 家以上专卖店, 火星人当前门店数量 1700 多家, 未来渠道拓展空间巨大。

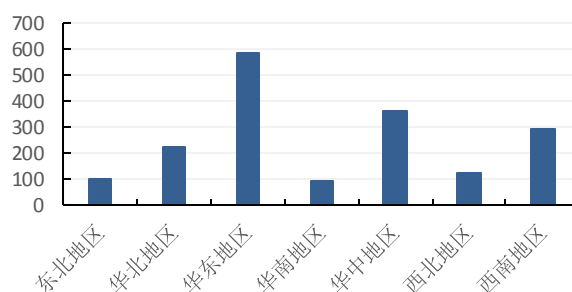
图 57: 火机器在华东地区外具有较大的发展空间 (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

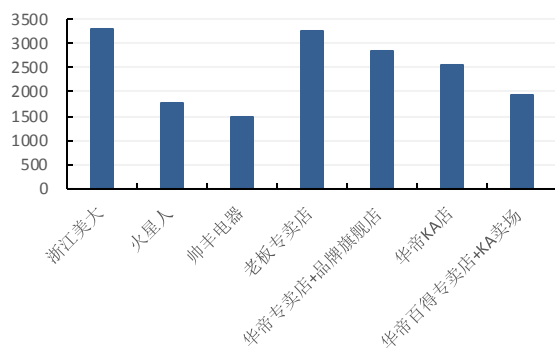
图 59: 对比厨电品牌专卖店数量, 集成灶渠道拓展空间大

图 58: 火星人 2020 年各区域门店数量

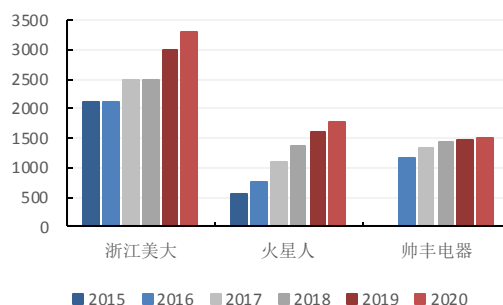


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 60: 集成灶公司门店数量对比



资料来源：Wind，东兴证券研究所；老板电器数量为2018年，华帝门店数量为2019年，浙江美大年报仅公告模糊数量：



资料来源：公司公告，东兴证券研究所；浙江美大年报仅公告模糊数量：

公司渠道具备精细化的空间，预计终端数量突破 2500 家。过去 5 年行业销量、销额在 30%左右的复合增速，美大门店数量保持在了约 9%的复合增长，单店收入乘行业东风从 24 万提升到 55 万，平均单个经销商对应门店数保持在了 1.7-2.2 家。火星人至 2020 年平均门店数量仅 1701 家，根据我们对行业 23%的销量复合增长预测，我们保守预计火星人经销商数量每年保持不到 200 家的增长，至 2023 年平均单个经销商对应门店数为 1.52 家，则 2023 年门店数量将达到 2630 家门店。

图 61：火星人经销渠道未来 5 年收入规模预测

	2020年经销商收入	2019-2020年收入CAGR	2020年平均门店数量	2019-2020年门店数量CAGR	单店收入万元	2019-2020年单店收入复合增速	2025年预测收入	2020-2025年行业复合增速	2025年门店数量	2020-2025年门店数量CAGR	2025年单店收入	2020-2025年单店收入CAGR
浙江美大	1,717	28%	3150	9%	49/59/57/54	18%						
火星人经销商	1,124	45%	1,701	28%	35—65	13%	2,773	20%	3,330	14%	83	5%
火星人营业收入	1,614	56%					5,764	29%				

资料来源：公司公告，东兴证券研究所预测：

4. 盈利预测

集成灶：销量方面，火星人高于行业增速。根据我们的预测，集成灶行业在 21-23 年有望实现 30%/26%/22% 的销量增长，如上文所述，当前行业处于成长初期，我们预计火星人预计将保持高于行业的复合增速，21-23 年销量增长为 45%/32%/22%。**单价方面，**公司与同行中高端定位产品价位相近，受益产品结构升级，我们预计火星人出厂价的同比增速为 1.6%/1.5%/1.2%，集成灶产品毛利率分别为 52.7%/52.9%/53.1%。

水洗类：目前集成灶水槽还是洗碗机产品渗透率较低，公司过去进行了大量的研发储备，预计未来 3 年将保持收入将分别实现 74%/46%/29%同比增长。毛利率方面，受新品 D7 的带动，水洗类产品均价在 2019/20 年分别实现了 30%、11%的同比增长，预计未来 3 年受益公司水洗类研发储备的应用，产品结构不断提升，毛利率分别为 43.7%/43.9%/44.2%。

图 62: 火星人营收拆分

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,326	1,614	2,388	3,205	3,970
yoy	38.8%	21.7%	48.0%	34.4%	23.9%
营业成本	639	782	1,143	1,529	1,886
毛利率	51.8%	51.6%	52.1%	52.3%	52.5%
集成灶	1,153	1,403	2,067	2,769	3,418
yoy	38.7%	21.6%	47.3%	34.0%	23.5%
占比	87.0%	86.9%	86.5%	86.4%	86.1%
销量 万台	1,955	2,434	3,529	4,659	5,684
yoy	39.0%	24.5%	45.0%	32.0%	22.0%
均价 (元)	5,901	5,763	5,855	5,943	6,015
yoy	-0.2%	-2.3%	1.6%	1.5%	1.2%
毛利率 (%)	53.95%	52.66%	53.16%	53.36%	53.56%
集成水槽和集成洗碗机	89	106	184	269	347
yoy	66.2%	18.6%	73.6%	46.3%	28.8%
占比	6.7%	6.6%	7.7%	8.4%	8.7%
销量 万台	152	162	260	364	455
yoy	27.7%	7.2%	60.0%	40.0%	25.0%
均价 (元)	5,904	6,532	7,088	7,407	7,629
yoy	30.1%	10.6%	8.5%	4.5%	3.0%
毛利率 (%)	39.73%	42.80%	43.70%	43.90%	44.20%
其他业务/产品	69	86	107	131	157
yoy	15.9%	24.0%	25.0%	22.0%	20.0%
占比	5.2%	5.3%	4.5%	0.0%	0.0%
毛利率	27.35%	34.65%	34.65%	34.65%	34.65%
其他业务收入	14.0	19.5	26.5	35.7	47.2
yoy	35.9%	38.7%	36.0%	35.0%	32.0%
占比	1.1%	1.2%	1.1%	0.0%	0.0%
yoy-pct	70.72%	96.03%	96.03%	96.03%	96.03%

资料来源: 东兴证券研究所预测;

销售费用: 预计销售费用率维持在 24% 左右。2020 年广告费用占收入比达到 7.6%, 如上文所述, 参考老板电器在 2010-2015 年期间广告费用占收入比始终维持在 8% 左右, 我们预计集成灶行业随着参与者的增加, 火星人同样需要加大营销费用投放来巩固先发品牌优势, 预计未来 3 年广宣费占收入比为 7.50%、7.45%、7.30%。

图 63: 火星人销售费用率预测

万元	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
广告宣传费	7,899	9,985	12,232	17,883	23,876	28,978
同比	87.4%	26.4%	22.5%	46.2%	33.5%	21.4%
占费用比	36.0%	30.1%	30.4%	30.6%	31.1%	31.0%
占收入比	8.27%	7.53%	7.58%	7.50%	7.45%	7.30%
职工薪酬	3,572	5,938	8,315	12,056	16,879	22,786
同比	37.8%	66.2%	40.0%	45.0%	40.0%	35.0%
占费用比	16.3%	17.9%	20.6%	20.7%	22.0%	24.4%
占收入比	3.74%	4.48%	5.15%	5.06%	5.27%	5.74%
营销推广费	2,839	4,279	5,340	7,869	10,576	11,909
同比	95.6%	50.7%	24.8%	47.3%	34.4%	12.6%
占费用比	12.9%	12.9%	13.3%	13.5%	13.8%	12.7%
占收入比	3.0%	3.2%	3.3%	3.30%	3.30%	3.00%
电商费用	3,694	5,878	6,208	8,408	10,216	11,896
同比	164.5%	59.1%	5.6%	35.4%	21.5%	16.4%
占费用比	16.8%	17.7%	15.4%	14.4%	13.3%	12.7%
占线上收入比	9.83%	9.79%	9.80%	9.60%	9.50%	9.50%
占收入比	3.87%	4.43%	3.85%	3.53%	3.19%	3.00%
物流运输费	2,000	3,036	2,999	5,246	6,730	7,939
同比	76.7%	51.8%	-1.2%	74.9%	28.3%	18.0%
占费用比	9.1%	9.2%	7.4%	9.0%	8.8%	8.5%
占收入比	2.1%	2.3%	1.9%	2.2%	2.1%	2.0%
合计	21,956	33,121	40,300	58,363	76,877	93,523
同比	76.4%	50.8%	21.7%			
销售费用率	23.0%	25.0%	25.0%	24.48%	24.0%	23.6%

资料来源: 东兴证券研究所预测;

综上所述, 我们预计 2021-2023 年公司实现营业收入分别为 23.88、32.05、39.70 亿, 对应增速分别为 48.0%、34.4%、23.9%, 2021-2023 年归母净利润分别为 4.22、5.73、7.17 亿, 对应增速分别为 53.40%、35.91%、24.99%。

绝对估值法: 我们给予公司第二阶段 2026-2033 年平均增速 10%, 名义长期增长率假设 2%, 无风险利率为 3.1%, 股东必要报酬率 7.9%, Beta 为 1.10, WACC 计算为 7.94%, 得到公司 DCF 估值为 72.20 元/股, 对应 21、22、23 年分别 69.3、51.0、40.8 倍 PE。

5. 风险提示

疫情反复风险, 宏观经济波动, 行业竞争加剧, 渠道扩张进度不及预期。

附表：公司盈利预测表

资产负债表			单位：百万元			利润表			单位：百万元		
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产合计	506	1426	1379	1576	1959	营业收入	1326	1614	2384	3205	3970
货币资金	314	1112	923	961	1191	营业成本	639	782	1153	1543	1903
应收账款	49	72	105	140	174	营业税金及附加	9	11	17	22	28
其他应收款	0	4	6	8	10	营业费用	331	403	584	769	935
预付款项	6	18	30	45	64	管理费用	40	63	83	110	136
存货	121	210	300	402	495	财务费用	0	-7	-8	-6	7
其他流动资产	9	10	14	19	24	研发费用	45	58	83	115	143
非流动资产合计	651	739	1050	1485	2042	资产减值损失	-0.35	-1.05	1.00	1.00	1.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	481	629	763	982	1397	投资净收益	0.28	1.66	1.50	1.50	1.50
无形资产	53	54	51	48	45	加：其他收益	12.50	11.68	10.00	10.00	10.00
其他非流动资产	2	8	0	0	0	营业利润	269	315	484	660	828
资产总计	1157	2166	2428	3061	4000	营业外收入	11.45	8.98	10.00	10.00	10.00
流动负债合计	555	786	816	1128	1653	营业外支出	2.09	3.51	2.00	2.00	2.00
短期借款	30	60	0	92	402	利润总额	279	321	492	668	836
应付账款	198	256	363	486	599	所得税	39	45	70	95	118
预收款项	74	35	71	127	192	净利润	240	275	422	574	717
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
非流动负债合计	20	35	56	90	145	归属母公司净利润	240	275	422	574	717
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	575	821	872	1218	1798	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	38.77%	21.71%	47.72%	34.40%	23.86%
实收资本（或股本）	365	405	405	405	405	营业利润增长	136.32	17.03%	53.52%	36.51%	25.30%
资本公积	1	448	448	448	448	归属于母公司净利润增长	159.60	14.79%	53.40%	35.91%	24.99%
未分配利润	166	414	583	812	1099	获利能力					
归属母公司股东权益合计	582	1345	1556	1843	2202	毛利率(%)	51.78%	51.58%	51.64%	51.84%	52.07%
负债和所有者权益	1157	2166	2428	3061	4000	净利率(%)	18.08%	17.05%	17.70%	17.90%	18.07%
现金流量表						总资产净利润(%)	20.72%	12.71%	17.39%	18.74%	17.93%
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	ROE(%)	41.20%	20.46%	27.13%	31.13%	32.57%
经营活动现金流	405	427	463	767	993	偿债能力					
净利润	240	275	422	574	717	资产负债率(%)	50%	38%	36%	40%	45%
折旧摊销	53.37	68.91	80.41	109.32	156.73	流动比率	0.91	1.81	1.69	1.40	1.18
财务费用	0	-7	-8	-6	7	速动比率	0.69	1.55	1.32	1.04	0.88
应收帐款减少	-39	-22	-33	-36	-34	营运能力					
预收帐款增加	14	-39	36	57	65	总资产周转率	1.32	0.97	1.04	1.17	1.12
投资活动现金流	-210	-172	-390	-544	-713	应收账款周转率	45	27	27	26	25
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	7.43	7.11	7.70	7.54	7.31
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	0	2	2	2	2	每股收益(最新摊薄)	0.66	0.76	1.04	1.42	1.77
筹资活动现金流	-72	545	-261	-185	-50	每股净现金流(最新摊薄)	0.34	1.97	-0.47	0.09	0.57
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	1.60	3.32	3.84	4.55	5.44
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	41	0	0	0	P/E	111.98	97.25	70.91	52.17	41.74
资本公积增加	0	448	0	0	0	P/B	46.30	22.25	19.23	16.24	13.60
现金净增加额	123	799	-189	38	229	EV/EBITDA	82.98	76.86	52.14	38.11	29.47

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

刘田田

对外经济贸易大学金融硕士，2019年1月加入东兴证券研究所，现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2年买方经验，覆盖大消费行业研究，具备买方研究思维。

研究助理简介

喇睿萌

2021年加入东兴证券家电组。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定

义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定

义：

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介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526