万联证券 WANLIAN SECURITIES



# 创意小家电+互联网龙头，小熊电器扬帆起航

## ——小熊电器（002959）首次覆盖报告

**增持**（首次）

日期：2020 年 12 月 01 日

**报告关键要素：**

小熊电器是创意小家电+互联网赛道的龙头玩家，构建了“持续推出爆款创意小家电+线上多渠道精耕细作+互联网营销精准把握客户”三大发展基石，享受互联网电商平台红利，顺应消费升级带来的市场机遇，发展空间广阔。公司互联网基因深刻，布局长尾爆款小家电风口，持续切入横向赛道，在粉丝群体的基础上，向母婴/个护类小家电市场进军，增长空间持续打开。纵向持续进行产品结构升级与供应链优化，提升盈利能力与运营效率，毛利率稳中有升。公司深耕线上渠道，推动线上向线下以及出口端渗透，构筑“萌系”品牌形象的竞争壁垒。公司持续构建内生外协的柔性供应链体系，支撑订单增长带来的产能需求。我们认为**短期疫情影响下，人们改善生活品质的需求集中爆发，以及长期消费升级带来的可选小家电需求提升的双重逻辑**下，公司占据了绝佳的赛道，有望凭借敏锐的市场洞察能力、优质的研发、供应能力与深刻的互联网基因，形成深入人心的品牌形象，巩固创意小家电市场龙头地位，保持高速增长。

**投资要点：**

- **可选家电成长性强，小家电市场空间广阔：**长期来看，居民收入增加+城镇化率提升推动家电行业发展，目前家电行业内部已经出现成长性分化，需求焦点从刚需家电转向小家电等可选品类。我国家庭小家电保有量与欧美相比较低，使用年限较短、产品单价较低的特点使小家电拥有持续的更换需求，在消费能力提升+追求品质生活的驱动下，小家电行业快速增长，2019 年小家电市场规模为 4015 亿元，同比+13%，2012-2019 年 CAGR 为 13.32%，品类多元、长尾化特征显著。
- **互联网+小家电颠覆传统打法，长尾小家电市场价值凸显：**由于小家电需求与场景碎片化特征明显，小家电市场被认为是典型的长尾市场。大单品小家电玩家沿用大家电的打法，线下渠道布局完备，竞争格局已经十分稳固，新玩家切入难度巨大。在“线上渠道”与“互联网营销”助力下，长尾爆款小家电受益小家电市场“长尾效应”影响，通过不断横向拓展细分赛道，形成品类数量庞大、单个市场空间较小、单个市场竞争较小，加总起来潜在市场空间巨大的长尾小家电市场。

| | 2019 年 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| 营业收入(亿元) | 26.88 | 38.35 | 48.85 | 61.59 |
| YoY(%) | 31.7% | 42.7% | 27.4% | 26.1% |
| 净利润(亿元) | 2.68 | 4.58 | 5.69 | 7.05 |
| YoY(%) | 44.6% | 70.8% | 24.3% | 23.8% |
| 每股收益(元) | 2.68 | 2.94 | 3.65 | 4.52 |
| 市盈率(倍) | 40.40 | 36.83 | 29.66 | 23.95 |

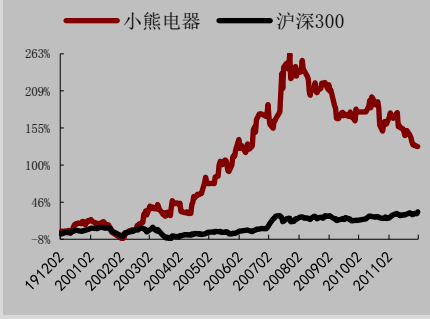
*资料来源：Wind，公司公告，万联证券研究所*

*注：收盘价为 2020 年 12 月 1 日数据*

**基础数据**

| | |
|---|---|
| 行业 | 家用电器 |
| 公司网址 | |
| 大股东/持股 | 兆峰投资/44.42% |
| 实际控制人/持股 | |
| 总股本（百万股） | 156.00 |
| 流通A股（百万股） | 76.23 |
| 收盘价（元） | 101.54 |
| 总市值（亿元） | 158.40 |
| 流通A股市值（亿元） | 77.40 |

**个股相对沪深 300 指数表现**




**数据来源：**WIND，万联证券研究所

**数据截止日期：** 2020 年 12 月 01 日

**相关研究**

**分析师：** 陈雯

执业证书编号：S0270519060001

电话：18665372087

邮箱：chenwen@wlzq.com.cn

**研究助理：** 王鹏

电话：15919158497

邮箱：wangpeng1@wlzq.com.cn

万联证券

- **爆款产品轮动推动增长，线上渠道运营经验丰富：1）产品方面：**公司通过品类拓展+结构优化，营收&利润持续高增。受疫情带来的厨房小家电需求爆发，2020Q1-3 公司归母净利润 3.22 亿元，同比+92.05%，2015-2019 年复合增长率达到 38.9%。尽管长尾市场热门品类变化不定，增长空间有限，但公司通过多元化产品战略，在保持优势品类领先地位的基础上，细分 SKU 扩大产品/价格覆盖面，攫取更多市场份额，持续推出绞肉机、电烤箱、多士炉等爆款产品，接棒酸奶机等过时产品持续增长。此外，紧随粉丝群体需求变化，积极布局母婴个护领域，打开增长空间。**2）品牌方面：**公司结合小家电体积小、功能丰富的特点，用“小熊”方式定义产品，推出色彩丰富、外观圆润的高颜值产品，提高吸引力与辨识度，形成“萌系”、“可爱”的品牌形象，通过 IP 营销增加消费者粘性，构建品牌壁垒。**3）渠道方面：**公司深度布局线上经销/直销/入仓等多种渠道，借力经销商网络、ODM 加工能力与品牌影响力向线下与海外市场拓展，形成线上线下渠道融合格局，贡献业绩增量。公司对于电商平台的运营具有充分的经验，深刻理解电商平台的运营规则和流量玩法，经销商“店群”错落有致，各有专攻。

- **盈利预测及投资建议：**我们预计 20-22 年 EPS 分别为 2.94/3.65/4.52 元，12 月 1 日股价对应 PE 为 36.83/29.66/23.95 倍。我们采用 PE 相对估值法，根据可比公司估值分析，小熊电器和同为小家电行业的“美九苏”以及小家电爆款企业新宝股份相似度最高。我们给予公司 2021 年 36 倍 PE，对应目标价为 131.4 元，首次覆盖给予“增持”评级。

- **风险因素：**市场风险；宏观经济风险；竞争加剧风险。

万联证券

# 目录

1、互联网+创意小家电，长尾市场潜力巨大 ..... 5
1.1 长尾小家电市场领先玩家，互联网基因深厚 ..... 5
1.2 品类拓展+结构优化，公司增长势头迅猛 ..... 7
2、可选消费大势所趋，长尾小家电赛道价值凸显 ..... 8
2.1 家电市场出现成长性分化，小家电市场增长动能十足 ..... 8
2.2 产品：长尾爆款成长性强，细分品类拓展打开市场规模天花板 ..... 12
2.3 渠道：乘线上渠道东风快速发展，疫情加速渠道重塑 ..... 15
2.4 营销：互联网营销花样翻新，“货找人”刺激潜在需求 ..... 17
3、爆款产品多点开花，线上渠道运营经验丰富 ..... 18
3.1 交替推出爆款品类推动增长，“萌系”形象构筑品牌壁垒 ..... 18
3.2 深度拥抱线上销售，向线下/出口渗透打开增长空间 ..... 21
4、疫情影响下长尾市场受益明显，盈利能力稳步提升 ..... 23
5、盈利预测 ..... 25
6、投资建议 ..... 26
7、风险提示 ..... 26

图表 1：公司主要发展阶段及事件 ..... 5
图表 2：公司股权结构稳定 ..... 6
图表 3：2016-2020Q1-3 公司研发费用率稳步提升 ..... 6
图表 4：2015-2020Q1-3 公司营收及其增速 ..... 7
图表 5：2015-2020Q1-3 公司归母净利润及其增速 ..... 7
图表 6：公司产品矩阵及其营收、占比、毛利率 ..... 8
图表 7：公司各项细分品类产品营收占比 ..... 8
图表 8：公司各项产品毛利率变动 ..... 8
图表 9：家用电器分类 ..... 9
图表 10：美国家电行业发展阶段 ..... 9
图表 11：日本家电行业发展阶段 ..... 9
图表 12：家电行业的马斯洛需求层次理论 ..... 10
图表 13：2019 中国城镇每百户家电保有量(台) ..... 11
图表 14：2014-2019 年国内空调市场规模及同比增速 ..... 11
图表 15：部分家用电器安全使用年限(年) ..... 11
图表 16：2019 国内小家电全渠道均价 ..... 11
图表 17：大家电（黑白厨电）和小家电的比较 ..... 12
图表 18：2012-2023E 国内小家电市场规模及增速 ..... 12
图表 19：小家电市场分类与主要玩家 ..... 13
图表 20：2013-2019 年全国居民人均可支配收入及增速 ..... 13
图表 21：2005-2019 年国内总人口与城镇化率变化情况 ..... 13
图表 22：2019 国内小家电全渠道零售额 ..... 14
图表 23：2019 国内小家电线上市场集中度 ..... 14
图表 24：2019 国内小家电线下市场集中度 ..... 14
图表 25：主流单品和长尾爆款的比较 ..... 15
图表 26：2020Q1-3 淘系平台小家电线上销售额(亿元) ..... 15
图表 27：2020Q1-3 淘系平台长尾小家电线上均价(元) ..... 15

万联证券

图表 28：2013-2018 年国内家电网购市场规模及增速 ..... 16
图表 29：2014-2019 年小家电渠道销售额占比 ..... 16
图表 30：不同品类小家电线上线下销售额占比 ..... 16
图表 31：知乎社区中关于小家电的问答获得高度关注 ..... 17
图表 32：通过短视频平台购买商品品类分布 ..... 17
图表 33：通过抖音网红推广小家电 ..... 18
图表 34：通过小红书种草小家电 ..... 18
图表 35：美的与宝可梦跨界联名产品 ..... 18
图表 36：苏泊尔与哆啦 A 梦联名产品 ..... 18
图表 37：2015-2018 年公司酸奶机营收及占比 ..... 19
图表 38：2015-2018 年公司绞肉机等创新品类营收占比 ..... 19
图表 39：公司各细分产品 SKU 数量 ..... 19
图表 40：近期公司主要产品淘宝价格区间统计 ..... 19
图表 41：2017-2018 年公司主要产品淘宝销量排名 ..... 20
图表 42：2020Q1-3 公司主要产品阿里系平台市占率 ..... 20
图表 43：公司的电烤箱产品 ..... 21
图表 44：公司“星级早餐研究所”系列之多士炉 ..... 21
图表 45：公司销售渠道与合作伙伴 ..... 21
图表 46：公司各个销售渠道的毛利率情况 ..... 22
图表 47：公司三种线上运营方式的成本分布 ..... 22
图表 48：公司各个经销商主推品类不同 ..... 23
图表 49：2015-2020Q1-3 公司经营性净现金流量及增速 ..... 23
图表 50：2017-2020Q1-3 小家电行业毛利率对比 ..... 24
图表 51：2017-2020Q1-3 小家电行业净利率对比 ..... 24
图表 52：2017-2020Q1-3 小家电行业销售费用率对比 ..... 24
图表 53：2017-2020Q1-3 小家电行业管理费用率对比 ..... 24
图表 54：2020Q1-3 可比公司杜邦分析 ..... 24
图表 55：公司营业收入拆分预测(亿元) ..... 25
图表 56：可比公司估值表 ..... 26

万联证券

# 1、互联网+创意小家电，长尾市场潜力巨大

## 1.1 长尾小家电市场领先玩家，互联网基因深厚

**剑走偏锋切入小家电长尾市场，产品+渠道+营销奠定公司发展基石。**小熊电器于 2006 年成立于广东省佛山市，从事创意小家电研发、设计、生产与销售，运营“小熊”自主品牌，主打“萌系”小家电形象。公司创立之初剑走偏锋，避开已经相对成熟的电饭煲、电磁炉等大单品，切入酸奶机细分领域，在此基础上持续拓展品类，深耕线上销售，**在不断试错验证中形成了“创意小家电+互联网”的差异化商业模式，构建了“持续推出爆款创意小家电+线上多渠道精耕细作+互联网营销精准把握客户”的公司三大发展基石，**享受互联网电商平台红利，顺应消费升级带来的市场机遇，实现高速发展。

- **产品：持续推出爆款创意小家电。**公司卡位创意小家电长尾市场，陆续推出酸奶机、电炖盅、养生壶、多士炉等多款差异化爆款产品，坚持“好用不贵”产品战略，利用外观与功能方面的创新，吸引了一批特点鲜明的粉丝群体。近两年公司重点投入母婴个护领域，受众与现有粉丝群体重合，市场反响良好；
- **渠道：线上多渠道精耕细作。**公司在成立初，前瞻性地将尚处于起步阶段的线上电商平台作为销售主战场，持续深耕线上经销（直发、代发）、电商平台入仓和线上直销（自营、代运营）等多种渠道，覆盖小红书、唯品会、拼多多等社群电商流量入口。近来公司加速线下渠道开发，利用经销商网络向线下经销与出口端渗透，形成线上线下融合发展格局；
- **营销：互联网营销精准把握客户。**公司通过前端大数据收集分析客户差异化需求，研发团队快速响应，进行新品设计，利用互联网销售体系，对目标人群进行精准推广。此外，公司建立了用户社区，利用品牌 IP 运营与有奖活动，与消费者形成良好的互动关系，巩固消费者品牌忠诚度，及时获得消费者的体验反馈信息进行产品升级迭代，实现研发-生产-销售-服务闭环。

图表 1：公司主要发展阶段及事件

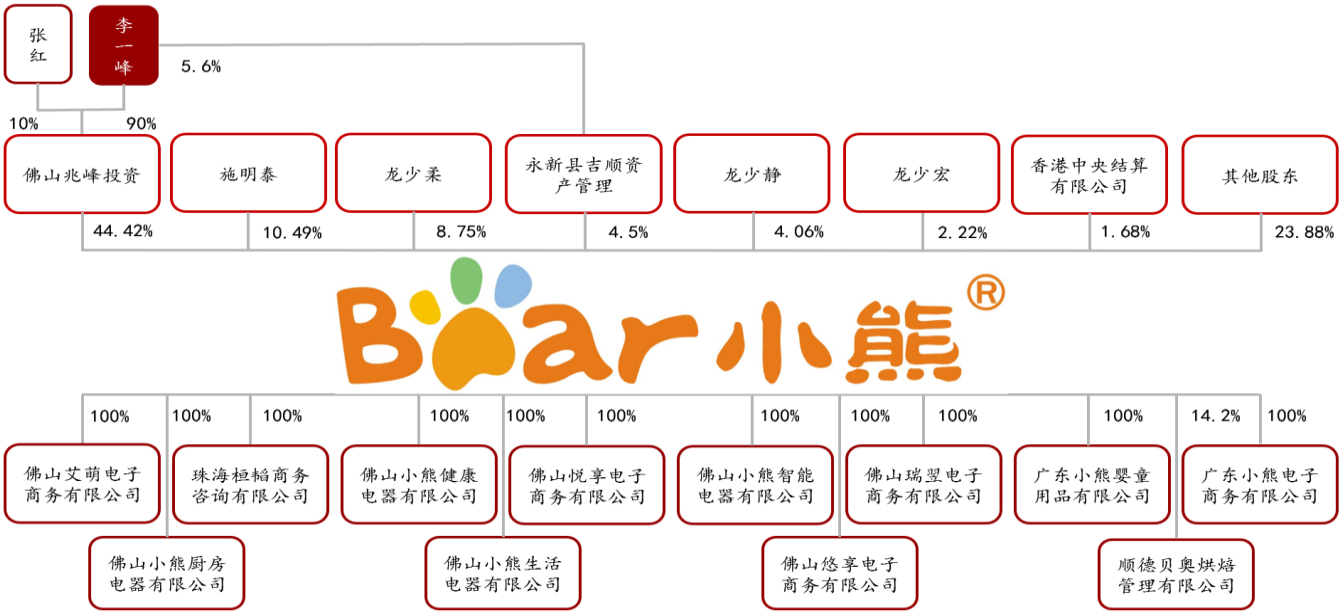
| 阶段 | 时间 | 主要事件 |
|---|---|---|
| 初创阶段 | 2006-2010 | 创立初期主打酸奶机产品，在线上和线下均有销售，相比于线下切入难度大的格局，小家电线上发展势头强劲。出于对小家电市场风口的预判，公司开始重点通过线上推广及销售。 |
| 快速发展阶段 | 2011-2015 | 在“网络授权销售”模式的基础上探索出 “线上经销代发货”模式，2013 年成为“淘品牌”之一，建立“乐享生活、健康生活”的品牌理念，销售规模快速提升。 |
| 稳健发展阶段 | 2016-至今 | 持续打造爆品，研发设计、生产工艺以及质量管理进一步完善，确立以线上销售为主、线下销售为辅的全渠道销售网络，建立了鲜明“萌系”品牌形象，吸引了一批个性鲜明的粉丝群体。 |

*资料来源：公司公告，万联证券研究所*

**典型家族企业股权结构稳定，员工持股平台绑定管理层与公司利益。**公司创始人李一峰直接或间接持有 40.23%股权，为公司实控人，张红为李一峰配偶，欧阳桂蓉、龙少柔、龙少静、龙少宏均与李一峰有亲属关系，为李一峰的一致行动人，股权结构稳定。永新吉顺是公司管理层专设的员工持股平台，有包括欧阳桂蓉、李一峰在内的 23 名自然人通过此平台持有公司股份 4.5%，将管理层利益与公司利益绑定，给予高层管理人员和核心技术人员充分的激励作用，一定程度上缓解了代理问题。

**创始人专业与管理经验丰富，高度重视市场需求与研发创新。**创始人、公司董事长兼总经理李一峰系哈工大电器专业毕业，并在四川大学获得 MBA 学位。历任万宝电器、天际电器、宝尔电器等公司工程师、总经理等职位，具有 10 余年丰富的家用电器产品设计与团队管理经验，专业出身加上丰富的从业经验，形成了小熊电器对家电市场高度的需求敏感度和重视研发创新的基因，深度参与把关产品的研发创新流程。

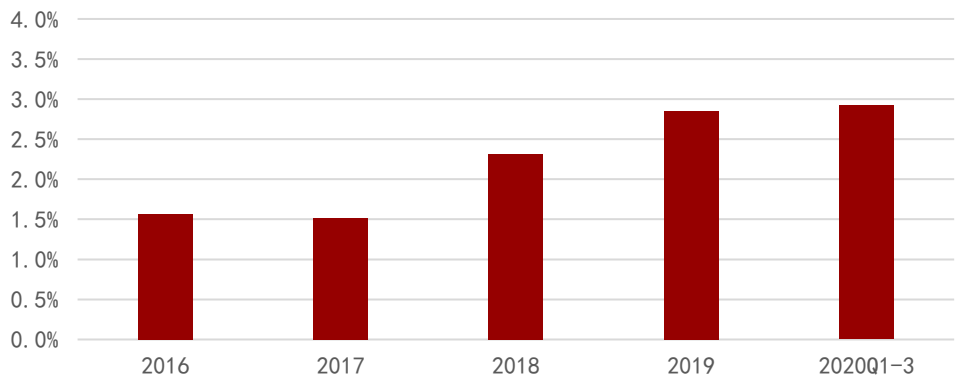
图表 2：公司股权结构稳定




*资料来源：公司公告，wind，万联证券研究所*

**重视研发能力与团队稳定性，推新实力强而稳定。**公司之所以能够持续稳定地推出适应市场需求的爆款产品，**核心在于持续的研发能力与优质团队稳定性。人才管理方面，**公司制定了《开发项目奖励管理办法》和《专利管理办法》，将研发奖励与开发成果直接挂钩，提升研发团队的积极性与稳定性。**研发能力方面，**公司 2019 年研发费用为 0.77 亿元，同比+61.45%，2016-2019 年复合增长率为 65.46%，其中以人工费用与直接投入为主，2019 年研发费用率达到 2.85%，近几年持续稳步提升。公司内部立了研究院、事业部研发中心，在深圳建立研发中心，拥有 7 个研发团队 278 名研发人员，每年开发 SKU 数量超过 100 个（公司目前运营 500 个左右 SKU），每年新品的营收贡献率达到 30%左右，具备持续推新的能力。

图表 3：2016-2020Q1-3 公司研发费用率稳步提升

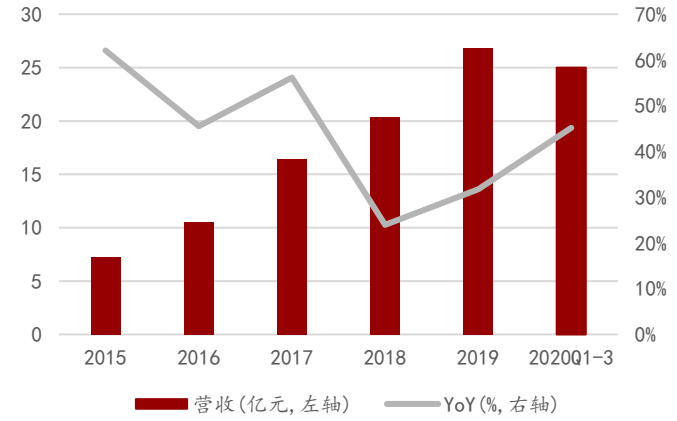



*资料来源：wind，万联证券研究所*

## 1.2 品类拓展+结构优化，公司增长势头迅猛

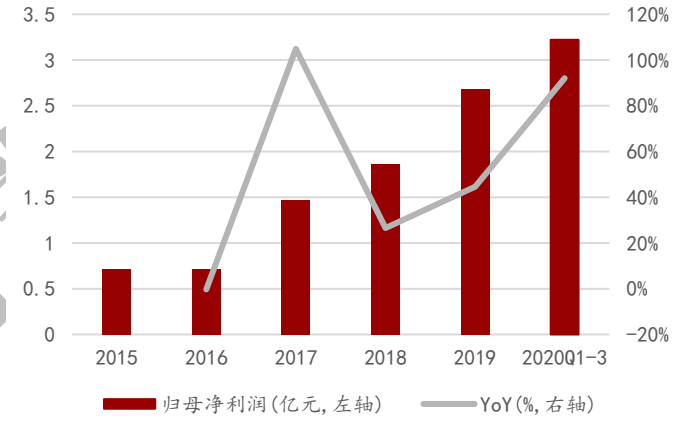
**针对碎片化需求开发小家电产品，营收&利润持续高增。**公司作为创意小家电市场上个性鲜明的玩家，在开发出能够解决碎片化生活场景中的痛点的创意小家电基础上，用小熊“高颜值”、“可爱体贴”的方式定义产品。公司在保持优势产品竞争力的同时，持续切入高增长细分品类市场。2020Q1-3 公司营收达到 26.88 亿元，同比+31.7%，2015-2019 年复合增长率达到 38.76%。2020Q1-3 公司归母净利润 3.22 亿元，同比+92.05%，2015-2019 年复合增长率达到 38.9%，增长势头迅猛。

图表 4：2015-2020Q1-3 公司营收及其增速




资料来源：wind，万联证券研究所

图表 5：2015-2020Q1-3 公司归母净利润及其增速




资料来源：wind，万联证券研究所

**卡位长尾赛道，横向拓展助推营收增长。**公司产品赛道主要为创意小家电，品类包括**厨房、生活**以及**其他小家电**等。公司聚焦厨房小家电（占比 80%以上），细分为电动类、电热类、锅煲类、壶类、西式类，同时向生活以及其他小家电等赛道拓展，2019 年生活、其他小家电份额合计提升 1.51pct 至 16.03%，构建丰富的产品矩阵。整体来看，公司覆盖单品数量庞大，单个产品占比不超过 20%，长尾特征明显。**此外，公司于 2020 年 8 月成立广东小熊婴童用品公司，重点布局与目前主业高度相关的母婴领域，紧随粉丝群体的需求变化。**

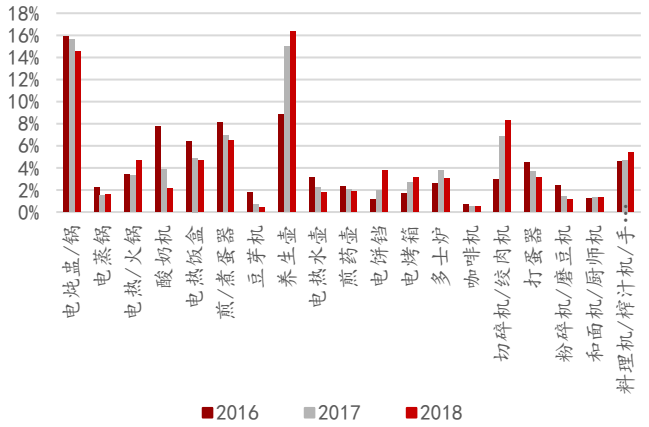
**纵向产品结构优化，毛利率稳中有升。**公司在保持现有酸奶机、养生壶等热门核心单品优势的基础上，持续推进产品迭代与结构优化，**电动类、壶类、西式类等毛利率持续提升的细分品类营收占比同步提升，**推动整体毛利率稳中有升，2020Q1-3 毛利率为 36.05%，同比+0.76pct，2017-2019 年毛利率分别为 33.14%/32.51%/34.26%。随着公司体量增长，上游议价权提升，毛利率预计将维持稳中有升态势。

图表 6：公司产品矩阵及其营收、占比、毛利率

| 品类 | 细分品类 | 主要产品 | 2019 年 | | | 2018 年 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | 营收(亿元) | 占比(%) | 毛利率(%) | 营收(亿元) | 占比(%) | 毛利率(%) |
| 厨房小家电 | 电动类 | 榨汁杯、绞肉机、和面机 | 5.73 | 21.31% | 36.54% | 3.92 | 19.18% | 33.14% |
| | 电热类 | 煮蛋器、电饭盒、酸奶机 | 2.96 | 11.01% | 36.74% | 2.79 | 13.68% | 32.77% |
| | 锅煲类 | 电炖锅、电火锅、电蒸锅 | 5.63 | 20.94% | 36.48% | 4.39 | 21.51% | 34.63% |
| | 壶类 | 养生壶、煎药壶、电热壶 | 5.26 | 19.56% | 36.34 | 4.06 | 19.87% | 34.31% |
| | 西式类 | 电烤箱、多士炉、咖啡机 | 2.81 | 10.46% | 27.66% | 2.16 | 10.58% | 25.72% |
| | 合计 | - | 22.38 | 83.28% | 35.37% | 17.31 | 84.83% | 32.81% |
| 生活小家电 | - | 加湿器、干衣机、吸尘器 | 3.82 | 14.21% | 30.78% | 2.93 | 14.36% | 29.00% |
| 其他小家电 | - | 个护类如按摩仪、卷发棒 | 0.49 | 1.82% | 13.85% | 0.03 | 0.16% | 43.14% |
| 合计 | - | - | 26.88 | 100% | 34.26% | 20.41 | 100% | 32.51% |

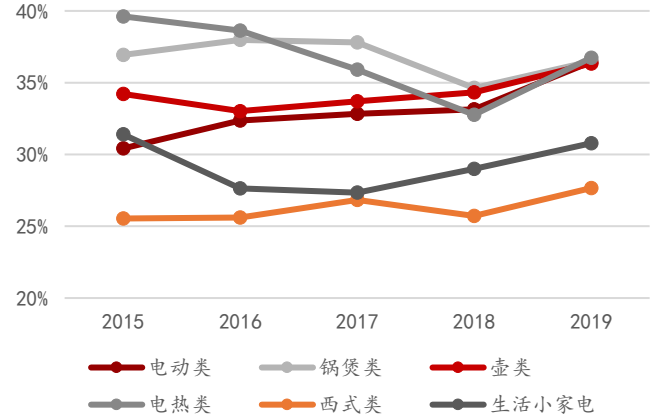
资料来源：wind，公司公告，万联证券研究所

图表 7：公司各项细分品类产品营收占比




资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表 8：公司各项产品毛利率变动




资料来源：wind，公司公告，万联证券研究所

## 2、可选消费大势所趋，长尾小家电赛道价值凸显

### 2.1 家电市场出现成长性分化，小家电市场增长动能十足

**家电分为白电、黑电、厨电与小家电。白电**指可以减轻人们劳动强度、改善生活环境的家电，这些家电一般体积较大，不需要外部信号接入。出于收缩视角、减少能量散失、工艺成本较低的考虑，多采用白色涂装。**黑电**指可以为人们提供视听娱乐，丰富人们精神需求的家电，需要外部信号接入。黑色边框设计与面板颜色相协调，有利于散热，同时，音响、影碟机等配套设备为了与电视搭配也采用了黑色外观设计。**厨电**是装修时需要安装的体积较大的厨房电器，包括燃气灶、油烟机、消毒柜、集成灶等。**小家电**是除了以上三种外的家电，体积、功率较小，适应更多细分生活场景而衍生出众多品类，并作为改善型家电提升生活质量。

图表 9：家用电器分类

| 类别 | 含义 | 代表产品 |
|---|---|---|
| 白电 | 替代劳动、改善生活的家电，早期产品多为白色 | 冰箱、空调、洗衣机 |
| 黑电 | 提供视听娱乐的家电，早期产品多为黑色 | 彩电、音响、影碟机、功放 |
| 厨电 | 厨房电器，一般体积较大，在装修时安装 | 燃气灶、油烟机、消毒柜 |
| 小家电 | 提高生活质量的家电，体积、功率一般较小 | 电饭煲、加湿器、电吹风 |

*资料来源：wind，搜狐，万联证券研究所*

我们分别对美国、日本家电行业发展历程进行复盘，可以发现：**收入增加、城镇化率提升是推动家电行业发展的长期动力。**随着收入增加，在边际消费倾向没有发生较大变化的前提下，居民消费提升将增加对家电产品量与质方面的需求，从而推动家电行业发展转型。城镇化率提升直接表现为城镇人口占总人口比例提升，核心是“住”方面的变化，背后蕴含的逻辑是人们在向城市迁移过程中消费能力与观念的改变，对家电功能、设计、定位、体积等方面需求发生分化。未来随着居民收入增加与城镇化率进一步提升，家电行业仍将保持长期发展。

图表 10：美国家电行业发展阶段

| | 第一阶段 | 第二阶段 | 第三阶段 |
|---|---|---|---|
| 对应年份 | 1900-1949 | 1950-1989 | 1990 至今 |
| 城镇化率(%) | 40-64 | 64-78 | 78-81 |
| GDP CAGR(%) | 4.9 | 7.8 | 4.5 |
| 人均可支配收入(USD) | <1500 | 1500-16000 | 16000-43000 |
| GNI(USD) | <3000 | 3000-24000 | 24000-56000 |
| 品类特征 | 电力普及，30 年后冰洗开始快速普及 | 电视、空调、厨房生活电器普及 | 空净、个护等健康生活品类快速增长 |

*资料来源：wind，美国国家统计局，万联证券研究所*

图表 11：日本家电行业发展阶段

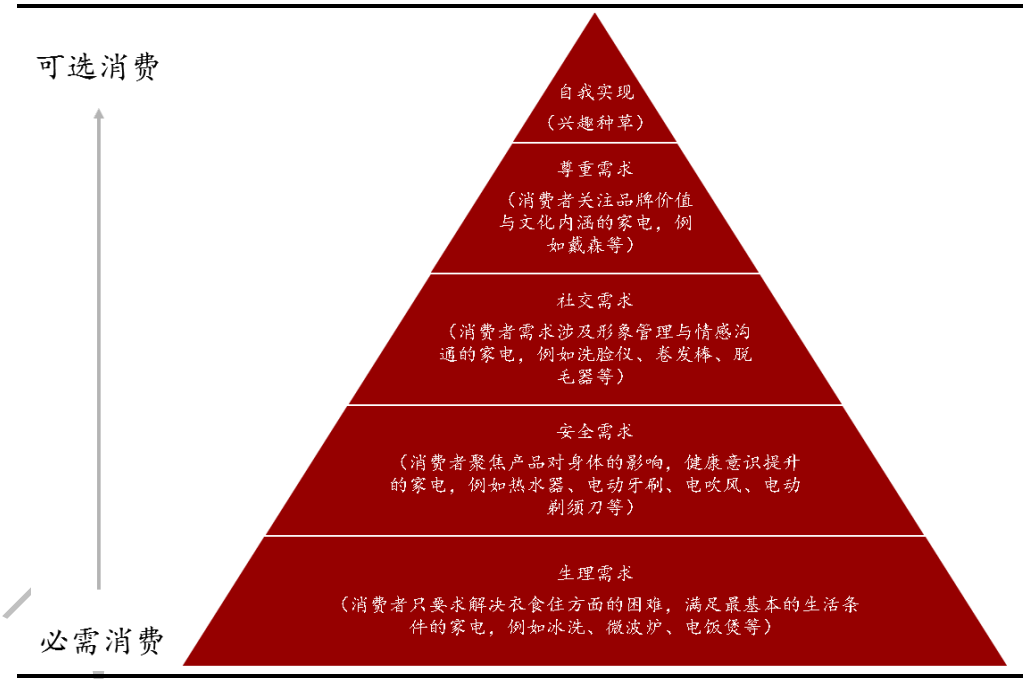
| | 第一阶段 | 第二阶段 | 第三阶段 |
|---|---|---|---|
| 对应年份 | 1955-1974 | 1975-1995 | 1996 至今 |
| 城镇化率(%) | 56-76 | 76-78 | 79-91 |
| GDP CAGR(%) | 15.7 | 6.4 | 0.1 |
| 人均可支配收入(USD) | <5000 | 5000-15000 | >15000 |
| GNI(USD) | <5000 | 5000-40000 | 40000-50000 |
| 品类特征 | 冰箱、洗衣机、电扇、彩电、吸尘器快速普及 | 空调、微波炉、取暖器、热水器渗透率快速提升 | 洗碗机、干衣机、空净、智能马桶盖加速普及 |

*资料来源：wind，日本内务省，万联证券研究所*

**家电行业满足消费层次上移逻辑，从刚需家电转向小家电等可选品类。**从马斯洛需求层次理论出发，家电市场发展路径亦遵循从满足生理需要，向满足自我实现方向发展，即**消费者对商品最初的要求是拥有最基础功能，满足基本生活条件，到需要拥有品牌文化，满足消费者个性与兴趣的精神追求。**随着收入提升，在家电行业发展早期，

洗衣机、冰箱、空调等白电具有替代劳动、改善生活条件的基础功能，成为人们生活的刚需家电；彩电、音响等家电的兴起，满足人们精神娱乐需求；个护环境类家电需求提速，是消费者健康意识提升，追求品质生活的反映；未来家电行业还将朝着具有文化内涵的品牌赋能的享受型可选产品方向发展。总体而言，**随着生活品质与收入水平的持续提升，居民对家电的需求从解决基础生活问题的传统刚需型家电，逐渐向提升生活品质的可选小家电转移。**

图表 12：家电行业的马斯洛需求层次理论

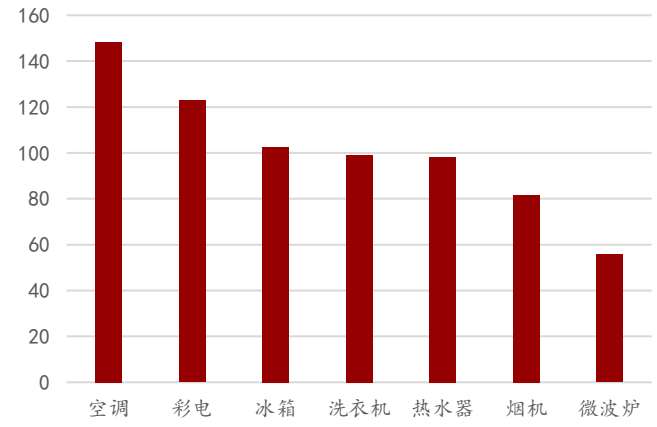



*资料来源：公开资料整理，万联证券研究所*

**国内冰空洗等大家电保有量已经较高，大家电市场进入存量发展阶段。**冰空洗与彩电等大家电作为家庭生活的刚需，在需求优先级上更适合作为家电普及的对象，2007-2012 年的“家电下乡”政策透支了后续几年的大家电销量，使得目前大家电在城市的渗透率已经较高。截至 2019 年，大家电在城镇家庭中已经成为标配，冰空洗户均保有量已经超过 1 台，空调户均保有量甚至达到了 1.48 台，与欧美国家保有量相当。以空调为例，2019 年空调市场规模约为 1912 亿元，同比-3.43%，除却 2007 年长时间炎热天气与空调更新需求等多种因素集中爆发带来的高增，整体来看，空调市场已经进入存量发展阶段，周期性强于成长性。

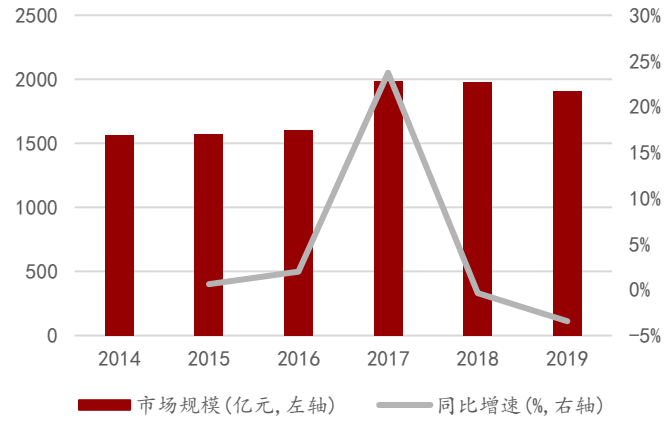
**小家电家庭保有量较低，增长空间依然广阔。**豆浆机、榨汁机、新风、吸尘器等小家电则是在满足基本生活需求之后追求品质生活的象征，户均保有量依然较低，根据欧睿国际研究显示，我国小家电户均保有量不足 10 台，远低于欧美发达国家 30-50 台的户均保有量，同时，与欧美国家相比，我国小家电消费习惯更加偏向日韩的细分品类路线，而非欧美的集成式路线，未来户均小家电保有量增长潜力巨大。

图表 13：2019 中国城镇每百户家电保有量(台)




资料来源：wind，万联证券研究所

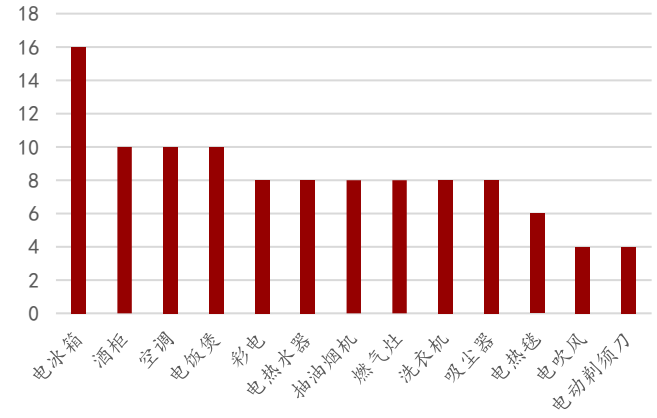
图表 14：2014-2019 年国内空调市场规模及同比增速




资料来源：艾媒咨询，万联证券研究所

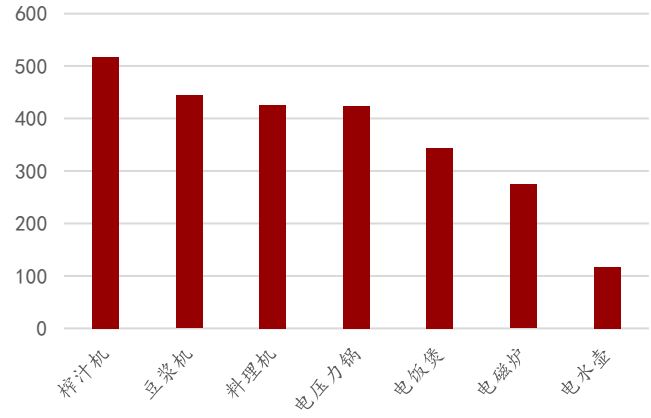
**小家电使用年限较短造就更多替换需求，产品低单价提升更换频率。**根据我国 2020 年 1 月发布的《家用电器安全使用年限细则》，大家电（白电、黑电、厨电）的安全使用寿命大多在 8 年以上，其中电冰箱的使用寿命更达到 16 年之久。相比之下，电吹风、电动剃须刀等个护小家电的使用寿命大多在 4 年左右，更短的使用寿命致使小家电在相同时间跨度内产生更多更新换代需求。此外，小家电较低的单价使得消费者在小家电推出新功能的时候更具替换欲望，同时在损坏的时候为了避免麻烦选择直接替换而非维修，进一步提升了小家电的更换频率。

图表 15：部分家用电器安全使用年限(年)




资料来源：家电圈，万联证券研究所

图表 16：2019 国内小家电全渠道均价




资料来源：奥维云网，万联证券研究所

**小家电多品类、低价格、短周期的内在属性决定了其生意逻辑更加快消品化，战略上更加注重消费者需求体验与品类拓展。**小家电与大家电的生意逻辑有着明显差别：黑白电是典型的长周期、高频率的耐用消费品，安装属性明显，消费者选购谨慎。相较而言，小家电内部的则是价格较低、低频率的快消品，体积小、更换周期短，消费者更容易因为产品宣传而产生冲动消费。需求端上，小家电击中了人们在各种细分生活场景下追求舒适与效率的痛点，顺应了消费者追求生活品质的长期逻辑。供给端上，小家电拥有更丰富的功能与优良的外形设计，因此，小家电的外观、设计、功能与价格更被消费者重视。**落实到具体的经营战略来看，大家电更加适合高**

**举高打，厂商进入大赛道进行规模化冲量，追求产品的单兵作战能力；小家电则是重视消费者需求、用户体验与品类挖掘。**

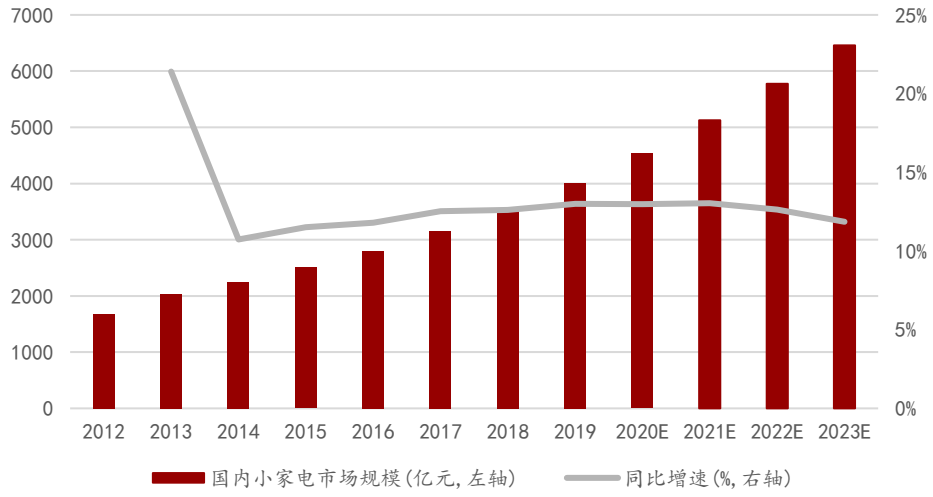
图表 17：大家电（黑白厨电）和小家电的比较

| | 价格 | 体积 | 使用周期 | 使用频率 | 消费决策 | 安装属性 | SKU数 | 渗透率 | 地产周期关联度 | 售后需求 | 属性 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 大家电 | 高 | 大 | 长 | 高 | 慎重 | 强 | 少 | 高 | 高 | 强 | 需求集中 |
| 小家电 | 较低 | 小 | 短 | 低 | 冲动 | 弱 | 多 | 较低 | 低 | 较弱 | 碎片场景 |

*资料来源：家电圈，万联证券研究所*

**消费能力提升+追求品质生活驱动小家电行业快速增长，品类多元、长尾化特征持续凸显。**小家电的核心增长逻辑在于人们消费能力的提升与对品质生活的追求，2009 年后线上渠道的快速兴起加速了小家电市场扩容速度，在电饭煲、微波炉等成熟大单品的基础上，挖掘出许多适应细分场景的小家电品类，形成典型的长尾市场，国内小家电市场规模整体保持快速增长态势，**2019 年小家电市场规模达到 4015 亿元，同比+13%，2012-2019 年 CAGR 为 13.32%，预计未来 4 年内持续受益现有产品的渗透率提升与新兴品类挖掘，行业多元化、长尾化特征持续凸显，2023 年小家电市场规模将达到 6460 亿元，同比+11.86%。**

图表 18：2012-2023E 国内小家电市场规模及增速




*资料来源：前瞻产业研究院，万联证券研究所*

## 2.2 产品：长尾爆款成长性强，细分品类拓展打开市场规模天花板

**小家电增长本质源于对品质生活的追求，功能、场景碎片化特征明显。**小家电的设计理念是满足消费者不同生活场景下，使用家电提升生活便利性与享受性的需求，随着人们生活方式趋于多样化，**小家电的品类从率先普及的几个核心大单品（电饭煲、微波炉、电磁炉、榨汁机、电水壶等）向更多细分品类拓展，导致小家电细分市场非常分散，具有明显的长尾效应。**根据使用场景与功能的不同，我们将小家电划分成家居、厨房和个护三个类别，下属 2-3 个细分品类。

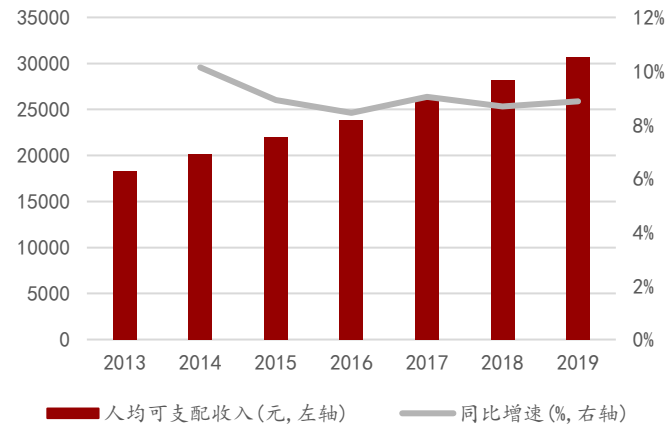
图表 19：小家电市场分类与主要玩家

| 类别 | 品类 | | 主要玩家 |
|---|---|---|---|
| 家居类（44%） | 环境调节 | 空气净化器、加湿器、香薰机、新风机、电风扇、空调扇、电暖器、电热毯、除湿器 | 美的、苏泊尔、小熊、格力、奥克斯、美菱、科沃斯、康佳、长虹、石头、戴森、松下、小米、小狗 |
| | 服装护理 | 衣物消毒器、干衣机、挂烫机、电熨斗、毛球修剪器、电动缝纫机 | |
| | 清洁用品 | 扫地机器人、吸尘器、除螨仪、电动拖把 | |
| 厨房类（45%） | 电热炊具 | 电饭煲、电炖盅、电磁炉、电烤箱、电火锅、多士炉、微波炉、料理机、空气炸锅 | 美的、九阳、小熊、苏泊尔、格兰仕、海尔、美菱、奥克斯、爱仕达、荣事达、摩飞、华帝、松下 |
| | 食材处理 | 面条机、绞肉机、洗菜机、烘干机、磨粉机、打奶器、打蛋器、搅拌机、煮蛋器 | |
| | 饮品制作 | 养生壶、热得快、酸奶机、咖啡机、奶茶机、豆浆机、破壁机、煎药壶、榨汁机 | |
| 个护类（11%） | 个人护理 | 洗澡仪、干身器、理发器、足浴盆、按摩器、电动剃须刀、电动牙刷、吹风机、 | 美的、飞科、奔腾、长虹、小米、奥佳华、康佳、戴森、飞利浦、博朗、松下 |
| | 美容美体 | 脱毛器、卷发棒、瘦身带、美容仪、电动梳、电动编发器、美腿仪、鼻毛修剪器 | |

*资料来源：公司公告，阿里系平台，中国产业信息网，万联证券研究所*

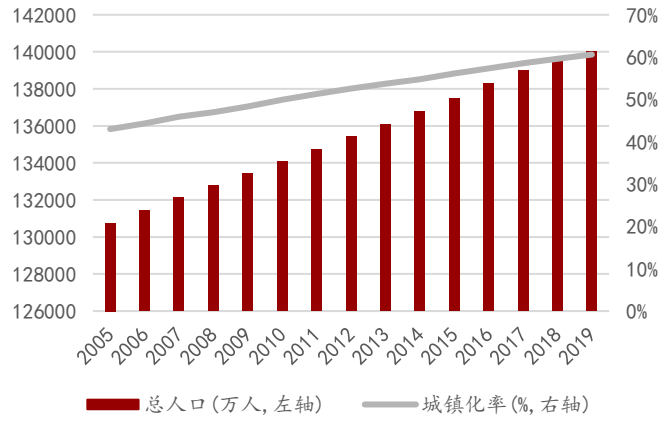
**国内小家电市场亦遵循由必选品类到可选品类的发展路径，线上渠道发展加速市场扩容。**回顾我国小家电行业的发展历程，1980s，在改革开放的大背景下，长三角、珠三角等地区的家电制造业快速发展，电吹风、电风扇、电熨斗等小家电逐渐进入普通消费者家庭。2000 年后，如电饭煲、电压力锅、豆浆机等现代电器制造技术与中餐传统烹饪方式相结合的家电越来越受消费者喜爱，厂商通过铺设商超、专卖店等零售渠道满足消费者需求，渗透率持续提升。2010 年后，方便生活、提升生活质量的功能型小家电伴随着网购的普及而快速兴起，使用场景与产品品类的进一步细分成为驱动小家电增长的重要动力。随着消费者购买力的提升，消费者需求也在逐渐升高，小家电市场规模不断扩大。根据欧睿国际数据，2004 年中国小家电销量仅为 1.49 亿台，2019 年已达到 6.79 亿台，CAGR 达 10.6%；国内人均可支配收入从 2004 年的 9421.6 元上升到 2019 年的 42358.8 元，CAGR 为 10.5%，**今年以来，疫情导致居家时间延长，人们重新审视居家环境，厨房、家居小家电需求大幅增长，同时受益免安装属性与体积小配送方便的特点，小家电线上渠道销售情况持续火爆。**

图表 20：2013-2019 年全国居民人均可支配收入及增速




*资料来源：wind，万联证券研究所*

图表 21：2005-2019 年国内总人口与城镇化率变化情况

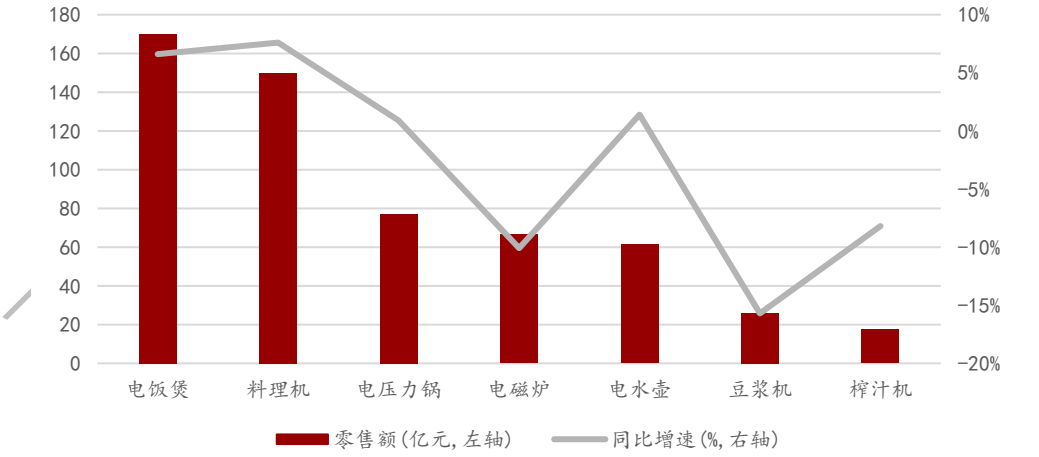



*资料来源：wind，万联证券研究所*

小家电品类众多，根据产品的市场空间和日常属性可分为大单品和长尾爆款：

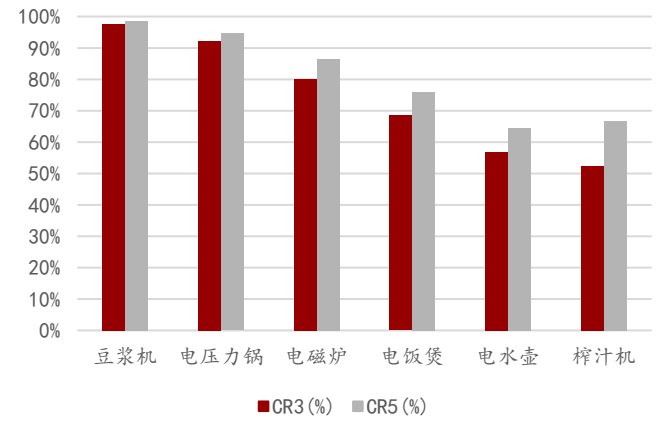
**大单品市场（电饭煲、电压力锅、电磁炉、料理机等）：玩家沿用大家电打法，线下垄断格局基本确立。**由于大单品市场的用户需求更加刚性集中，产品价格更高，市场规模更大，以电饭煲为例，2019 年销售均价达到 343.7 元，市场规模达到 169.9 亿元。**行业玩家大多继续采用大家电市场的打法，以零售思维与产品设计制造为导向，在城市中铺设线下渠道网络，抢食市场份额，形成规模效应。**行业份额集中在美的、苏泊尔、九阳三家公司上，“美苏九”很早就对主要大单品卡位布局。在绝大部分的大单品品类上，这三家的市场份额合计都超过 80%。龙头玩家凭借其规模优势、线下渠道能力与技术研发能力，深挖护城河，2019 年大单品市场线下 CR3 为 79.3%-99.6%，线上 CR3 为 52.5%-97.5%，基本形成垄断的市场格局。小家电技术含量有限，厂商之间难以拉开质的差距，其他厂商想要切入大单品领域并且在产品与线下渠道方面实现弯道超车难度大。

图表 22：2019 国内小家电全渠道零售额



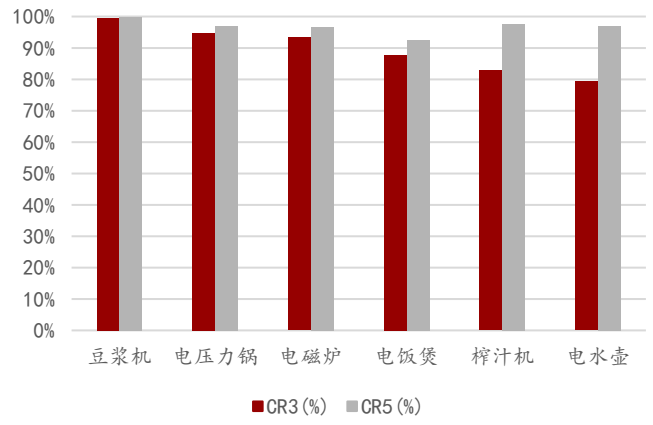

*资料来源：奥维云网，万联证券研究所*

图表 23：2019 国内小家电线上市场集中度




*资料来源：奥维云网，万联证券研究所*

图表 24：2019 国内小家电线下市场集中度




*资料来源：奥维云网，万联证券研究所*

**长尾爆款（酸奶机、榨汁杯、多士炉、洗脸仪等）：大数据算法+线上营销造就爆款，受益“长尾效应”潜在市场规模巨大。**这类产品针对更细分场景设计，具有功能创新、可爱好玩的特点，种草与享受的成分更大，价格通常处于 50-250 元之间，在潮萌包

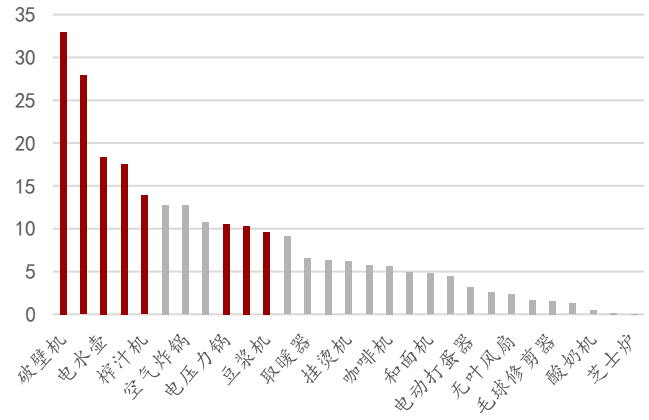
装与广告宣传的攻势下更易产生冲动消费。这类产品必需属性较弱，但是配合线上流量强大的推广能力，众多 SKU 自带的品牌展示机会，大数据算法捕捉用户需求并加以推荐，社群电商种草推荐等方式，容易在消费者群体中形成“病毒式”传播。**尽管这些产品单个市场空间较小、产品生命周期偏短，销量上呈现出明显的脉冲性，但是品类数量庞大、单个市场竞争较小，加总起来将形成巨大的长尾市场，整体成长性较强，同时龙头布局力度相对有限，已经成为众多玩家竞速的新赛道。**

图表 25：主流单品和长尾爆款的比较

| | 单品市场规模 | 需求 | 竞争性 | 创新性 | 差异化 |
|---|---|---|---|---|---|
| 主流单品 | 大 | 稳定 | 激烈 | 低 | 难 |
| 长尾爆款 | 小 | 不稳定 | 不激烈 | 高 | 易 |

*资料来源：家电圈，万联证券研究所*

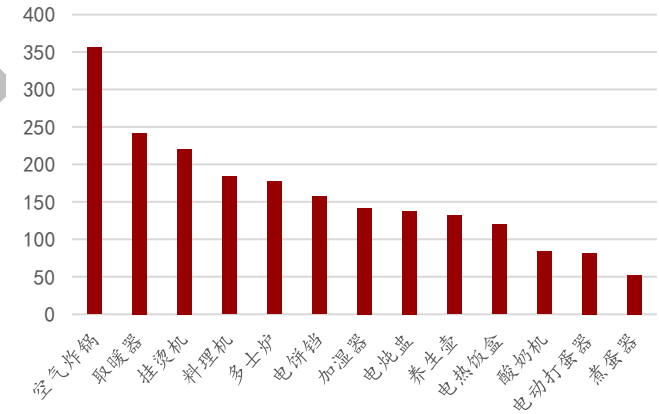
图表 26：2020Q1-3 淘系平台小家电线上销售额(亿元)




*资料来源：阿里系平台，万联证券研究所*

*注：红色为小家电大单品，灰色为长尾产品*

图表 27：2020Q1-3 淘系平台长尾小家电线上均价(元)




*资料来源：阿里系平台，万联证券研究所*

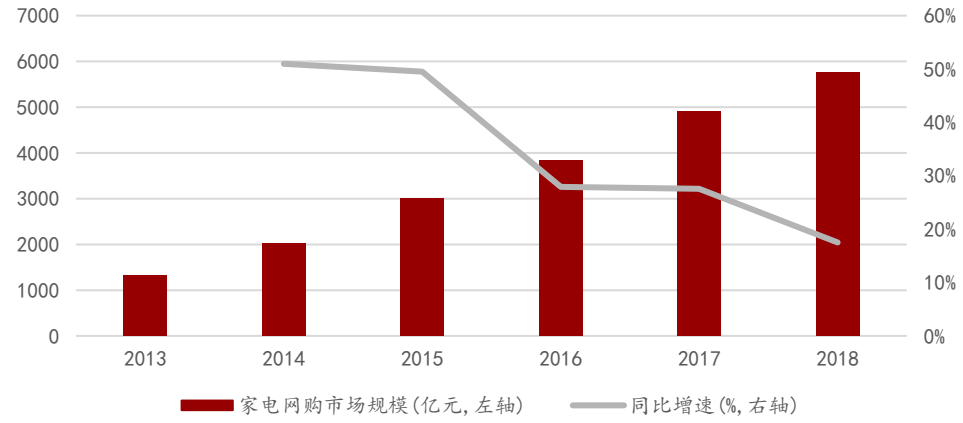
**瞄准客户体验深挖产品设计能力，纵横拓展细分赛道打开市场天花板。**既然长尾市场潜在空间如此广阔，为何以“美苏九”为代表的传统小家电龙头没有提前布局长尾市场？传统小家电龙头更重视产品质量与零售渠道铺设，是站在制造业的角度思考问题。长尾市场的小家电玩家更多地是从互联网的角度看待问题，并且具备以下两种产品竞争力：**1）品类拓展与迭代能力：**通过市场研判与大数据算法发现消费者的普遍需求，设计出产品解决消费者细分场景下的不同痛点，进而实现横向品类扩张与纵向 SKU 迭代，拓展细分赛道空间。**2）产品创意设计能力：**以提升用户体验为产品，设计“好看”的产品外观，关注“实用”的产品细节，在消费者群体中形成良好的口碑，借力社交媒体的“种草传播”，形成爆款进而主导细分市场。

## 2.3 渠道：乘线上渠道东风快速发展，疫情加速渠道重塑

**小家电+电商珠联璧合，随处响应消费者碎片化需求，小家电乘电商东风快速发展。**线上渠道在小家电销售中正扮演越来越重要的角色，除了上文提到的线上引流优势，小家电线上渠道还有其他优势：**1）从产品特点来看，**小家电单价低、体积小、免安装、轻决策、轻体验等自身属性天然契合线上渠道；**2）从消费者画像来看，**小家电

购买人群一般为 80/90 后年轻人，对网购的接受度更高，愿意为能够提升生活质量、能够体现自身个性的优秀产品支付一定溢价；**3）从渠道特点来看，**城镇化推进的同时也造就了一人居的“孤独经济”，小家电种类、数量众多，线上集中采购省去了消费者在不同卖场奔波的不便，同时，如抖音、淘宝、小红书、知乎等随处随在的线上渠道接口可以在消费者产生消费冲动的第一时间完成购买，及时将潜在需求转化成交易行为。此外，随着我国电商快速发展，家电网购市场规模持续扩容，2018 年家电网购市场规模已经达到 5765 亿元，同比+17.51%，2013-2018 年 CAGR 达到 34.05%。综合以上优势，在线上市场的快速扩张下，小家电充分受益电商平台带来的巨大流量与高速增长。

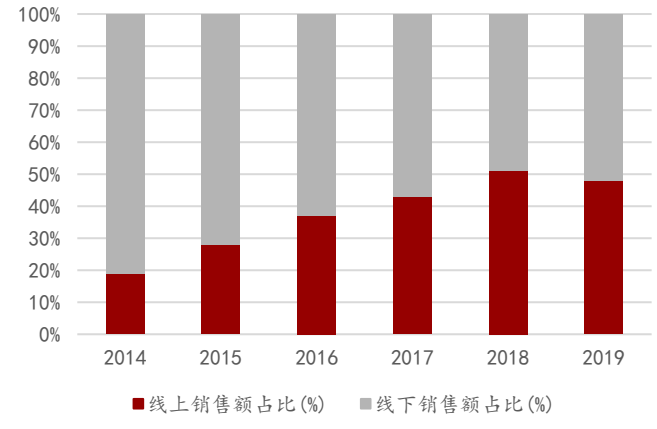
图表 28：2013-2018 年国内家电网购市场规模及增速




*资料来源：赛迪研究院，万联证券研究所*

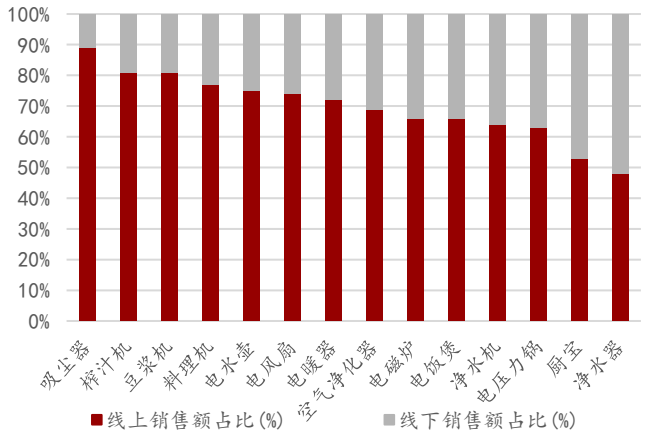
**小家电对线上渠道依赖程度提升，疫情推动线上线下渠道融合。**小家电线上渠道销售额占比稳步提升，2019 年达到 48%，较 2014 年提升 28pct。在今年遭受疫情冲击的背景下，线上渠道逆势增长，20H1 小家电销量同比+6.5%，其中线上销量同比+25.4%，线下销量同比-38.5%，成为拉动小家电市场增长的重要引擎，各大厂商重估线上渠道价值，加速推动线上线下渠道融合，实现更深层次的协同效应。从具体的品类来看，吸尘器、榨汁机、料理机等众多小家电对线上渠道依赖程度已经超过了线下渠道，为深耕线上的小家电品牌提供了渠道方面的良好机会。

图表 29：2014-2019 年小家电渠道销售额占比




*资料来源：奥维云网，万联证券研究所*

图表 30：不同品类小家电线上线下销售额占比




*资料来源：奥维云网，万联证券研究所*

## 2.4 营销：互联网营销花样翻新，“货找人”刺激潜在需求

**汇聚社交媒体流量，小家电在年轻群体中关注度高。**不同于传统的电视屏幕广告，线上小家电品牌借助了互联网传播快、范围广的力量，采用了网红直播、小红书种草等各种新潮的方法，在短时间集聚了大量的网络流量，完成了用户的裂变，积累了大量的用户。从消费者画像来看，小家电的主要消费人群是在城市中打拼的年轻人与家庭主妇，年轻人对个性与态度的彰显促使他们更容易被“产品—生活方式”绑定的宣传方式吸引，时尚、美观、功能丰富的小家电容易与年轻人追求精致、品质的生活理念产生共鸣。在问答社区知乎中搜索关键词小家电，置顶的相关问题中合计阅读量超过千万。这也反映出小家电在新一代追求生活品质的年轻人消费群体中所获得的极高高关注度。

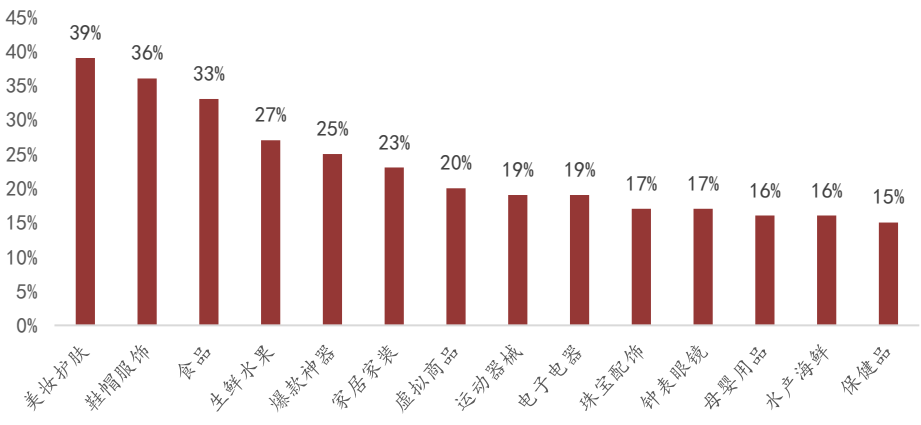
图表 31：知乎社区中关于小家电的问答获得高度关注




*资料来源：知乎，万联证券研究所*

**互联网营销成为小家电主要推广手段。**在营销方式上，小家电厂商也颠覆了传统电视广告为主的推广模式，互联网推广已经是最为主流的营销方式。线上模式从传统的图文、音频、视频到现在大火的直播带货，小家电企业的参与度都非常高，和小家电相关的品类如家居家装、爆款神器、电器电子均位列短视频平台带货的前十位。

图表 32：通过短视频平台购买商品品类分布




*资料来源：QuestMobile（2019），万联证券研究所*

**KOL 合作推广形成“货找人”的格局，从供给端刺激潜在消费需求。**与传统白色家电采购流程高度成熟和计划性相对的是，小家电作为可选消费，需求出现较为随机，这样的特性导致传统“人找货”的消费模式已经不再适用，“货找人”的消费模式在小家电行业十分普遍。品牌方与社群电商、直播平台的 KOL 合作推广，借助他们的流量基础与粉丝影响力，主动给消费者营造使用场景并进行单向的“种草”推荐，进而在粉丝群体中形成自发的口碑推荐，激活潜在消费需求。

图表 33：通过抖音网红推广小家电




资料来源：抖音，万联证券研究所

图表 34：通过小红书种草小家电




资料来源：小红书，万联证券研究所

**萌系设计贴近消费者，IP 跨界合作引流。**萌系文化在年轻群体中的关注度、话题度经久不衰，而小家电体积小、功能多的特点正好与小巧可爱的萌系文化形成联动，能够在消费者决策时打动一波对萌与可爱没有抵抗力的粉丝。小家电品牌通过和萌宠 IP 联名合作，借助合作方自身的网红流量，增加产品曝光度，例如美的×宝可梦联名款，苏泊尔×哆啦 A 梦联名款。

图表 35：美的与宝可梦跨界联名产品




资料来源：淘宝，万联证券研究所

图表 36：苏泊尔与哆啦 A 梦联名产品




资料来源：小红书，万联证券研究所

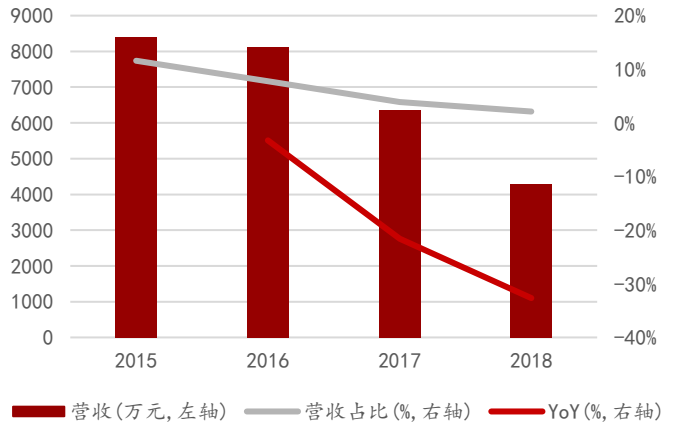
## 3、爆款产品多点开花，线上渠道运营经验丰富

### 3.1 交替推出爆款品类推动增长，“萌系”形象构筑品牌壁垒

**爆款小家电变化不定，创新品类交替助力增长。**公司所处细分市场为创意小家电市

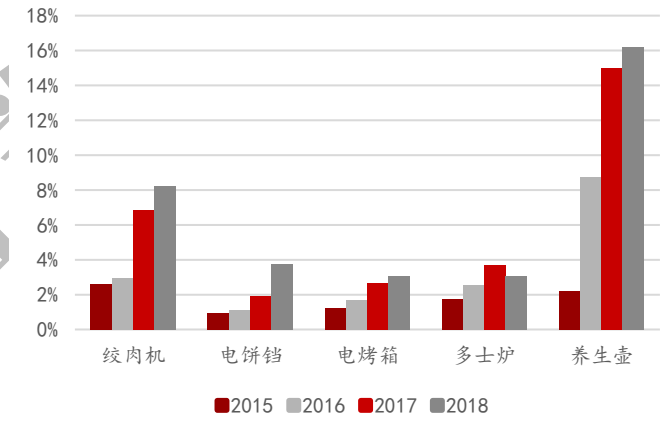
场，长尾效应突出，爆款品类变化不定。近年来公司产品需求变动较为明显的是电热类，尤以酸奶机为甚，其产品周期反映出了长尾爆款的特性，虽然短期能够大幅提升业绩，但是产品的寿命普遍较短，市场空间也比较有限。2015 年酸奶机的营收占比达到 11.59%，2018 年下降到 2.10%，营收增速为-32.66%。**公司后续推出绞肉机、电饼铛、电烤箱、多士炉、养生壶等产品，接棒酸奶机等过时产品继续增长，**其中，养生壶作为家居、办公等场景常用小家电，已经在消费者中形成“爆款”效应，2018 年占比达到 16.21%，较 2015 年上升 13.99pct，2015-2018 年营收 CAGR 为 174.52%。西式类、电动类小家电受益低保有率与疫情期间烹饪热潮，加上公司独特的可爱外观，预计 2020 年营收占比有较大幅度提升。

图表 37：2015-2018 年公司酸奶机营收及占比




资料来源：公司公告，wind，万联证券研究所

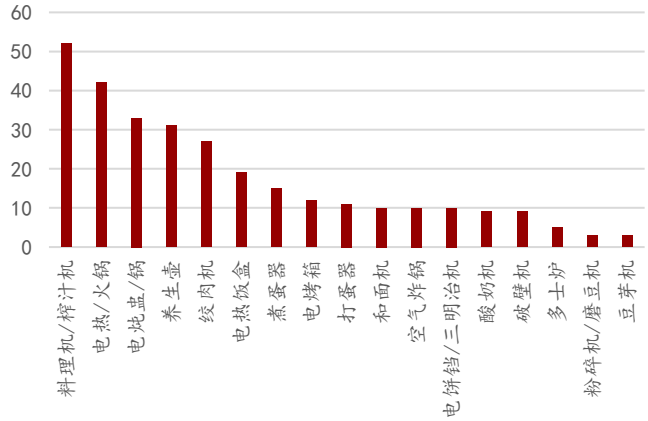
图表 38：2015-2018 年公司绞肉机等创新品类营收占比




资料来源：公司公告，万联证券研究所

**多元化战略覆盖可能形成爆款的品类，细分 SKU 提升产品/价格覆盖面，提升市场份额。**公司采用“广撒网”的方式挖掘潜在爆款产品，覆盖超过 80 个品类，几乎每个细分品类都有 3 个以上 SKU，热门单品 SKU 数量更多。公司及时把握市场机遇，2020Q1-3 新品迭代速度加快，上新超过 100 款产品，超过去年全年。细分 SKU 主要体现为产品品类与价格覆盖面的提升：一方面覆盖了更加细分的消费场景，满足碎片化需求，另一方面形成了较广的价格区间，覆盖不同层次的消费人群，占据更多市场份额。

图表 39：公司各细分产品 SKU 数量




资料来源：小熊电器天猫旗舰店，万联证券研究所

图表 40：近期公司主要产品淘宝价格区间统计

| 品类 | 价格下限 | 价格上限 |
|---|---|---|
| 绞肉机 | 69.9 | 339 |
| 料理机 | 79 | 699 |
| 打蛋器 | 49.9 | 249 |
| 电炖盅 | 89 | 409 |
| 电热/火锅 | 59.9 | 599 |
| 电蒸锅 | 119 | 299 |
| 电烤箱 | 99 | 1999 |
| 养生壶 | 79.9 | 499 |
| 酸奶机 | 69 | 299 |

资料来源：淘宝，万联证券研究所

注：价格均来自小熊官方旗舰店与旗下经销商

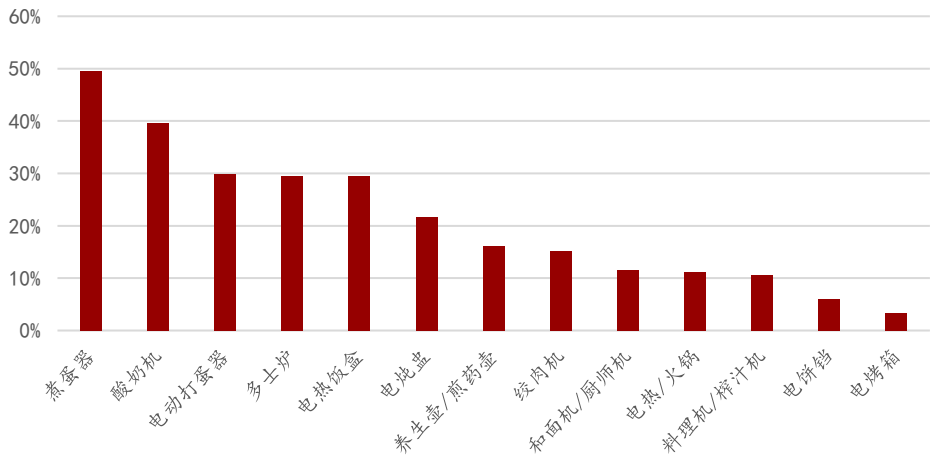
**产品品类多而不杂，厨小电之间协同效应强，市场反响良好。**公司产品横跨多个品类，不同产品对应不同使用场景，在同一的 IP 运营下表现出明显的协同效应，以西式类小家电为例，多士炉、从公司近年来的表现看，公司多项产品在天猫热销品牌榜连续获得第一，小熊的产品实力已经受到了广大消费者的认可。阿里系平台是创意小家电竞争的主战场，公司多个品类在淘系平台的市占率领先，深耕多年的煮蛋器/酸奶机/打蛋器/电炖盅份额占比分别为 49.47%/39.56%/29.88%/21.69%，近年来的强势品类如多士炉/电热饭盒/养生壶/绞肉机市占率稍低，分别为 29.58%/29.49%/16.09%/15.23%，伴随着优秀的产品体验与持续的优化迭代，未来有望攫取更多份额。

图表 41：2017-2018 年公司主要产品淘宝销量排名

| 产品名称 | 2017 年 | 2018 年 |
|---|---|---|
| 电热饭盒 | 全年各月均排第一 | 全年各月均排第一 |
| 酸奶机 | 全年各月均排第一 | 全年各月均排第一 |
| 煮蛋机/蒸蛋机 | 全年各月均排第一 | 全年各月均排第一 |
| 多士炉 | 全年各月均排第一 | 全年各月均排第一 |
| 电动打蛋器 | 全年各月均排第一 | 全年各月均排第一 |
| 加湿器 | 全年各月均排第一 | 全年各月均排前二 |
| 电炖/煮粥锅 | 全年各月均排前二 | 1 月第二，2-12 月第一 |
| 养生/煎药壶 | 除 11 月以外均排第一 | 全年各月均排第一 |
| 绞肉/碎肉机 | 全年各月均排前三 | 全年各月均排前三 |

*资料来源：公司公告，万联证券研究所*

图表 42：2020Q1-3 公司主要产品阿里系平台市占率




*资料来源：阿里系平台，万联证券研究所*

**紧握创意小家电目标客群，塑造“萌系”形象，有望构筑品牌壁垒。**创意小家电的购买群体具有年轻化的特征，尤其是伴随互联网成长起来的那部分消费群体，追求时尚、注重个性与品质，主要消费群体为 90 后一二线城市的单身青年与家庭主妇。公司为客户群体量身打造产品外观，体积小、外观圆润的设计直击消费者“萌点”，借此塑造“小熊”的“萌系”品牌形象，在碎片化、分散化的互联网营销中，塑造深入人心

的品牌形象成本更高，相应地，成功的品牌形象价值更高。公司未来有望紧握良好的品牌形象，形成高粘性客群并获得品牌溢价。

图表 43：公司的电烤箱产品



资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表 44：公司“星级早餐研究所”系列之多士炉



资料来源：公司公告，万联证券研究所

## 3.2 深度拥抱线上销售，向线下/出口渗透打开增长空间

**深度拥抱线上销售，积极拓展线下/出口渠道。**公司是最早一批拥抱互联网的创意小家电玩家，目前已经形成了以线上销售为主，线下销售与出口为辅的渠道格局，2016-2018 年公司线上销售占比分别为 91.6%/91.93%/90.41%。**线上渠道方面，**公司采用三种运营方式（线上经销、线上直销、电商平台入仓）重点布局，通过拼多多、唯品会、小红书等众多主流社群电商 APP 进行营销引流。**线下渠道方面，**国内家电产业链配套齐全，在疫情冲击下优势凸显，海外市场增速明显，公司正积极拓展线下经销与出口销售，2018 年销售占比分别为 6.55%、3.03%，进一步丰富渠道结构，线上线下渠道相互促进发展，贡献业绩增量。

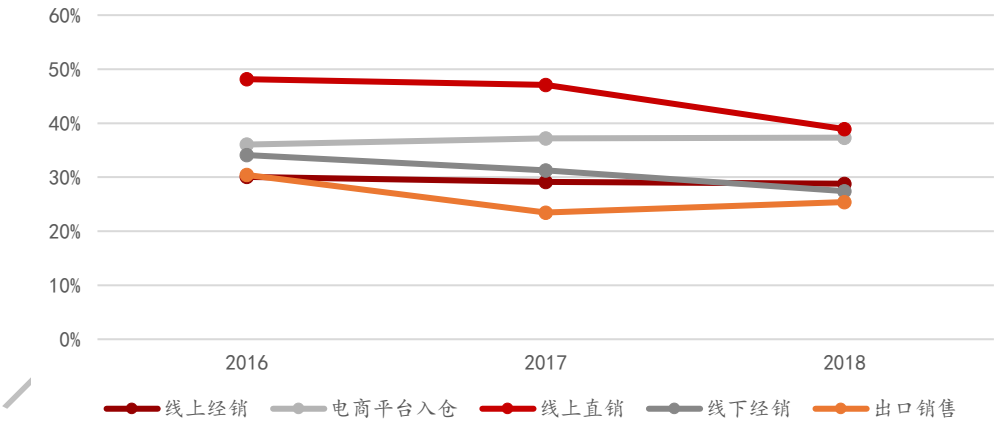
图表 45：公司销售渠道与合作伙伴

| 销售方式 | 渠道分类 | 具体方式 | 合作伙伴 |
|---|---|---|---|
| 线上销售 | 经销渠道 | 公司授权经销商在约定的平台进行产品销售，即“网络授权”，其中包含经销商发货模式和经销代发货模式。前者是公司将产品发送给经销商，再有经销商发送至消费者端，是线上经销的主要方式，后者则在订单产生后，公司通过富润系统获取订单信息并由公司直接发货给消费者。 | 天猫、淘宝、京东、苏宁易购、广东哥登网络科技有限公司、广东易积网络股份有限公司 |
| | 直销渠道 | 公司直接面向消费者，通过“店铺入驻”的形式，在运营成熟、流量资源丰富、品牌价值突出的电商平台开设自营店铺进行直接销售。 | |
| | 电商平台入仓 | 公司与电商平台直接对接，将商品发送至电商平台仓库，后续订单管理及物流均由电商平台负责。 | 京东、苏宁易购、唯品会、1 号店、平安好医生 |
| 线下销售 | 经销渠道 | 公司对经销商进行授权代理销售，经销商向公司采购产品，再由经销商直接对接大型企业团体或在商超、药店等经营场所对公司产品进行最终销售，主要包括礼品积分渠道、传统经销渠道、特色行业渠道。 | 大润发、百佳、沃尔玛、 |
| 出口销售 | - | 公司出口销售仍处于起步阶段，主要为 ODM/OEM 模式，拓展欧美与南美市场，与亚马逊、Clatronic International GmbH 等渠道商进行合作 | Amazon、Polaris、Ohyama、Iris、Black&Decker、Clatronic International GmbH |

资料来源：公司公告，万联证券研究所

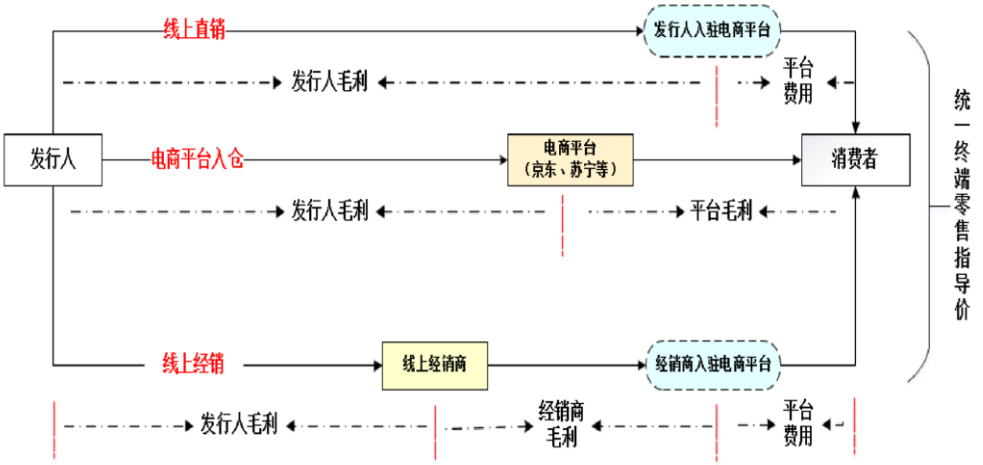
**直销/经销/入仓多层次线上渠道运营，毛利率相对稳定。**公司线上运营充分运用互联网的高效、低成本及仓储物流快速发展的特点，对线上销售进行多层次、多渠道运营。细分来看，**1）线上直销：**直接与客户对接，简化中间环节，2018 年毛利率为 38.9%，销售占比为 8.93%；**2）电商平台入仓：**公司与优质第三方电商平台合作，由电商平台在进行分销，根据与各个平台约定的毛利率和返点情况确定结算价格，增加了平台扣点的环节，2018 年毛利率为 37.32%，销售占比达到 32.44%；**3）线上经销：**经销商购买了商品后仍需通过各大电商平台销售，中间销售环节增加，且经销商还需要支付一定的运营开支等，线上模式也相对线下也有更高的毛利率，2018 年毛利率为 28.8%，销售占比超过 49%。

图表 46：公司各个销售渠道的毛利率情况




*资料来源：公司公告，万联证券研究所*

图表 47：公司三种线上运营方式的成本分布




*资料来源：公司公告，万联证券研究所*

**深刻理解线上运营规律与流量玩法，众多经销商各有主推。**与线下门店的选址与运营逻辑不同，流量对于线上门店具有决定性意义。公司对于电商平台的运营具有充分的经验，深刻理解电商平台的运营规则和流量玩法，各经销商主推品类有所侧重，有利于在各个品类冲击榜首，提高搜索排序。

图表 48：公司各个经销商主推品类不同

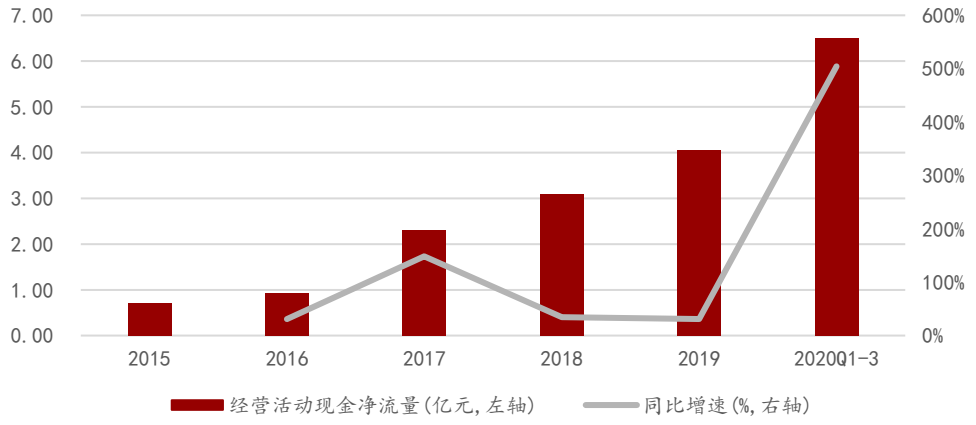
| 主营品类 | 线上经销商店铺 | 30 天销量（万台） | 30 天销售额（万元） |
|---|---|---|---|
| 绞肉/碎肉/绞菜机 | 小熊慕熙专卖店 | 19.08 | 2081.04 |
| 养生壶/煎药壶 | 小熊汇歌专卖店 | 12.68 | 1953.33 |
| 煮蛋器/蒸蛋器 | 小熊宜家宜居专卖店 | 11.49 | 1148.06 |
| 电热/火锅 | 小熊爱贝比专卖店 | 10.25 | 789.24 |
| 电烤箱 | 小熊盛通专卖店 | 7.42 | 935.92 |
| 电热饭盒 | 小熊永维专卖店 | 7.27 | 789.34 |
| 封口机 | 小熊思遥专卖店 | 6.69 | 937.13 |
| 电炖/煮粥锅/文火炉 | 小熊慕齐专卖店 | 6.42 | 659.86 |
| 多士炉 | 小熊英百瑞诚专卖店 | 4.59 | 611.71 |
| 三明治机 | 小熊悦享专卖店 | 3.21 | 359.58 |
| 豆浆机 | 小熊曼琦专卖店 | 1.02 | 236.11 |
| 加湿器 | 小熊两只老虎专卖店 | 0.63 | 99.91 |
| 蒸汽刷/手持挂烫机 | 小熊英百励诚专卖店 | 0.61 | 99.26 |

*资料来源：阿里系平台，万联证券研究所*

## 4、疫情影响下长尾市场受益明显，盈利能力稳步提升

**公司经营稳定，创造现金流的能力不俗。**从时间维度来看，随着公司市场地位逐步提升，公司 2015-2019 年经营性净现金流逐年改善。今年突然来袭的疫情利好公司这类线上渠道占比较大的创意小家电龙头，一方面体现为居家时间延长，人们重新审视居家环境，下厨热情高涨，带来的厨房/家居小家电的畅销；另一方面由于疫情防控限制了线下渠道门店的开张，小家电需求只能通过线上渠道进行释放，进一步利好公司。2020Q1-3 公司实现 6.5 亿元经营性净现金流，同比大增 504.35%，

图表 49：2015-2020Q1-3 公司经营性净现金流量及增速

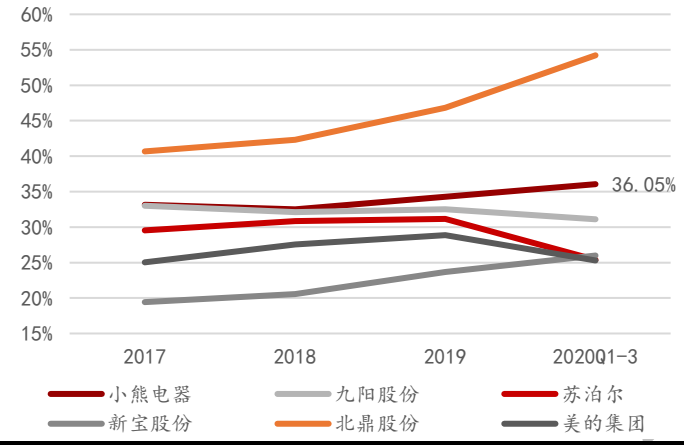



*资料来源：公司公告，万联证券研究所*

**疫情凸显公司所处赛道价值，公司盈利水平稳健提升。**2019 年，公司毛利率达到 34.26%，同赛道玩家九阳股份、苏泊尔、美的集团毛利率分别为 32.52%、31.15%、28.86%。受疫情影响，主打内销线上渠道的小熊电器尤为受益，2020Q1-3 公司毛利率提升至 36.05%，同比+0.76pct，在可比公司中处于较为领先的地位。销售与管理费用率保持相对稳定，控费能力良好，在行业中保持中游水平。随着四季度旺季来临，

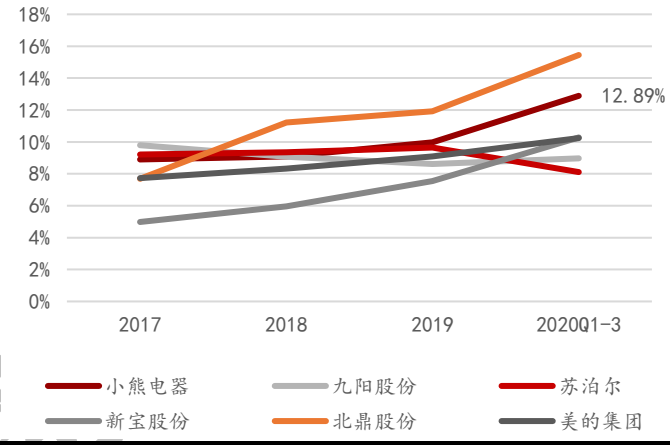
全年销售费用率或将小幅上升。公司净利率水平持续提升，2019 年达到 9.98%，2020Q1-3 更是达到 12.89%，在行业中处于较为领先的地位。

图表 50：2017-2020Q1-3 小家电行业毛利率对比



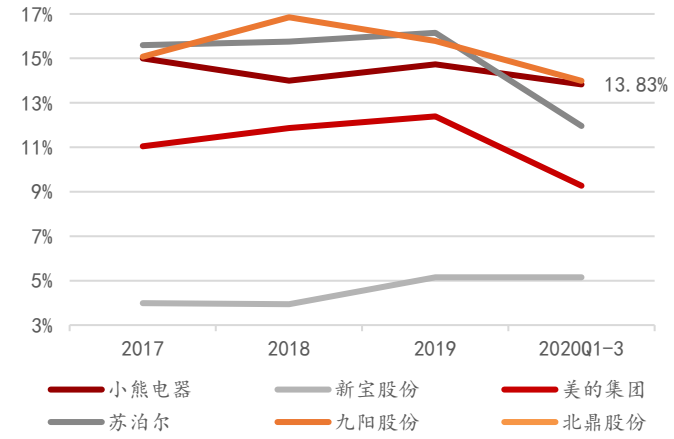

资料来源：wind，万联证券研究所

图表 51：2017-2020Q1-3 小家电行业净利率对比



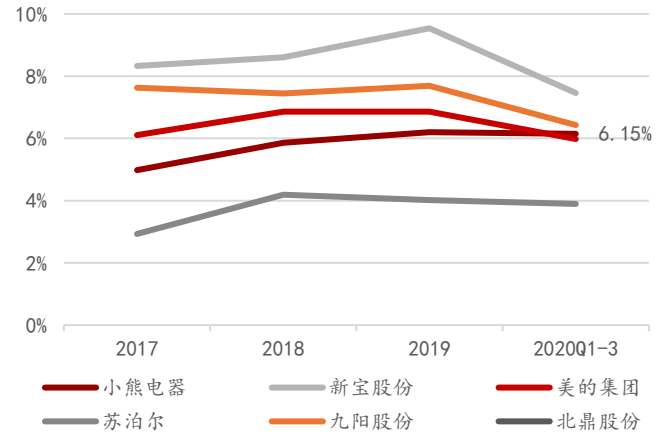

资料来源：wind，万联证券研究所

图表 52：2017-2020Q1-3 小家电行业销售费用率对比




资料来源：wind，万联证券研究所

图表 53：2017-2020Q1-3 小家电行业管理费用率对比




资料来源：wind，万联证券研究所

**净利率行业领先，ROE 处于行业中上游水平。**我们对公司与可比公司进行杜邦分析，2020Q1-3 小熊电器的 ROE 为 18.23，仅次于美的集团、新宝股份的 ROE 水平。具体来看，公司销售净利率行业领先，总资产周转率良好，权益乘数较小，ROE 水平尚有提升空间。随着公司业务扩张与规模扩大，在总资产周转率与净利率保持稳定的前提下，权益乘数的提升将使公司的 ROE 进一步提升。

图表 54：2020Q1-3 可比公司杜邦分析

| | 权益乘数 | 总资产周转率 | 销售净利率 | ROE |
|---|---|---|---|---|
| 小熊电器 | 1.65 | 0.86 | 12.89 | 18.23 |
| 九阳股份 | 1.95 | 0.94 | 9.09 | 16.64 |
| 苏泊尔 | 1.69 | 1.17 | 8.12 | 16.13 |
| 新宝股份 | 2.02 | 0.98 | 9.98 | 19.81 |
| 格力电器 | 2.48 | 0.46 | 10.75 | 12.18 |
| 美的集团 | 3.04 | 0.67 | 10.11 | 20.53 |

资料来源：wind，万联证券研究所

## 5、盈利预测

我们将小熊电器的业务进行拆分：

- **厨房小家电**

厨房小家电是小熊电器营收占比最大的业务，短期内疫情带来小家电需求爆发，电动类（绞肉机、打蛋器）、电热类（封口机、电暖炉、电热饭盒）、西式类（烤箱、多功能锅、多士炉）等产品有望重点受益，我们预计 2020/2021/2022 年，公司厨房小家电收入有望达到 33.05/42.25/53.41 亿元，同比增长 47.63%/27.83%/26.42%。

- **生活小家电**

生活小家电和西式类厨用家电类似，可选消费趋势下市场空间广阔，我们认为小熊电器能够享受消费升级带来的市场红利，我们预计 2020/2021/2022 年，公司生活小家电收入有望达到 4.09/4.59/5.15 亿元，同比增长 7.1%/12.2%/12.2%。

- **其他小家电**

其他小家电中主要包括母婴与个护类小家电，主要包括调奶器、辅食机、电吹风等产品，近来公司加大该部分业务投入，市场反响热烈，受益基数效应，我们预计 2020/2021/2022年，公司其他小家电收入有望达到0.97/1.7/2.62亿元，同比增长 98%/76%/54%。

**综上，我们预测公司 2020/2021/2022 年实现营业总收入为 38.35/48.85/61.59 亿元，同比增长 42.67%/27.4%/26.07%，19-22 年 CAGR 为 31.84%。**

图表 55：公司营业收入拆分预测(亿元)

| | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| 营业总收入 | 26.88 | 38.35 | 48.85 | 61.59 |
| YoY | 31.70% | 42.67% | 27.40% | 26.07% |
| 厨房小家电 | 22.38 | 33.05 | 42.25 | 53.41 |
| YoY | 29.28% | 47.63% | 27.83% | 26.42% |
| 生活小家电 | 3.82 | 4.09 | 4.59 | 5.15 |
| YoY | 30.28% | 7.10% | 12.20% | 12.20% |
| 其他小家电 | 0.49 | 0.97 | 1.70 | 2.62 |
| YoY | 1421.72% | 98.00% | 76.00% | 54.00% |
| 其他业务 | 0.19 | 0.24 | 0.32 | 0.41 |
| YoY | 41.48% | 30.00% | 30.00% | 30.00% |

*资料来源：wind，万联证券研究所*

**公司未来看点：**

1. **新爆款产品推出：**一旦有爆款产品的推出对于公司短期的业绩是非常大的提升作用，从公司过去10余年的表现来看，公司拥有持续推出爆款新产品的能力。公司在今年疫情下加速新品推出速度，顺势抢占更多市场份额。

2. **线下/出口端渠道渗透：**公司在深度布局多种线上销售渠道的同时，利用经销商网络、ODM加工能力与品牌影响力，积极向线下渠道、海外市场拓展，有望贡献业绩增量。

3. **高效的供应链管理：**公司通过内生外协形成柔性产能，在满足订单增长的产能需求的同时，优化供应链形成更高的毛利率。

## 6、投资建议

小熊电器是创意小家电+互联网赛道的龙头玩家，构建了“持续推出爆款创意小家电+线上多渠道精耕细作+互联网营销精准把握客户”三大发展基石，享受互联网电商平台红利，顺应消费升级带来的市场机遇，发展空间广阔。公司互联网基因深刻，布局长尾爆款小家电风口，持续切入横向赛道，在粉丝群体的基础上，向母婴/个护类小家电市场进军，增长空间持续打开。纵向持续进行产品结构升级与供应链优化，提升盈利能力与运营效率，毛利率稳中有升。公司深耕线上渠道，推动线上向线下以及出口端渗透，构筑“萌系”品牌形象的竞争壁垒。公司持续构建内生外协的柔性供应链体系，支撑订单增长带来的产能需求。我们认为**短期疫情影响下，人们改善生活品质的需求集中爆发，以及长期消费升级带来的可选小家电需求提升的双重逻辑**下，公司占据了绝佳的赛道，有望凭借敏锐的市场洞察能力、优质的研发、供应能力与深刻的互联网基因，形成深入人心的品牌形象，巩固创意小家电市场龙头地位，保持高速增长。

此外，今年受益于疫情对创意小家电的影响，为公司在2020年带来超预期的业绩。我们预计20-22年EPS分别为2.94/3.65/4.52元，12月1日股价对应PE为36.83/29.66/23.95倍。我们采用PE相对估值法，根据可比公司估值分析，小熊电器和同为小家电行业的“美九苏”以及小家电爆款企业新宝股份相似度最高。我们给予公司2021年36倍PE，对应目标价为131.4元，首次覆盖给予“增持”评级。

图表56：可比公司估值表

| 代码 | 证券简称 | 总市值（亿元） | 股价（元） | EPS | | | | PE | | | | 19-22 EPS CAGR | PEG |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | | |
| 002959.SZ | 小熊电器 | 168.90 | 108.27 | 2.23 | 2.94 | 3.65 | 4.52 | 48.55 | 36.83 | 29.66 | 23.95 | 0.27 | 1.39 |
| 002242.SZ | 九阳股份 | 260.76 | 33.99 | 1.07 | 1.19 | 1.39 | 1.58 | 31.77 | 28.56 | 24.45 | 21.51 | 0.14 | 2.06 |
| 002032.SZ | 苏泊尔 | 582.97 | 71.00 | 2.34 | 2.31 | 2.68 | 3.03 | 30.34 | 30.74 | 26.49 | 23.43 | 0.09 | 3.42 |
| 000333.SZ | 美的集团 | 6173.56 | 87.92 | 3.47 | 3.61 | 4.13 | 4.65 | 25.34 | 24.35 | 21.29 | 18.91 | 0.10 | 2.38 |
| 002705.SZ | 新宝股份 | 328.04 | 40.93 | 0.86 | 1.36 | 1.67 | 1.98 | 47.59 | 30.10 | 24.51 | 20.67 | 0.32 | 0.94 |
| 均值 | | | | | | | | 33.76 | 28.44 | 24.19 | 21.13 | - | - |

*资料来源：Wind，万联证券研究所*

*注：收盘价为2020年12月1日数据*

## 7、风险提示

1. **市场风险：**小家电品类众多，一旦新产品开发没有被市场接受会对公司造成比较显著的影响。

2. **宏观经济风险：**全球经济受到疫情冲击陷入衰退，未来如果疫情迟迟得不到解决，经济持续受到影响，会对公司的经营业绩造成较大影响

3. **竞争加剧风险：**家电行业门槛相对较低，存在新的玩家加入竞争从而引发价格战的风险。

资产负债表 单位：百万元

| 至12月31日 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| **流动资产** | 1,992 | 2,664 | 3,447 | 4,572 |
| 货币资金 | 592 | 1,068 | 1,619 | 2,481 |
| 应收票据及应收账款 | 131 | 168 | 222 | 276 |
| 其他应收款 | 6 | 7 | 10 | 12 |
| 预付账款 | 12 | 17 | 22 | 28 |
| 存货 | 432 | 589 | 764 | 970 |
| 其他流动资产 | 819 | 815 | 810 | 805 |
| **非流动资产** | 540 | 741 | 1,032 | 1,174 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 137 | 212 | 345 | 481 |
| 在建工程 | 183 | 302 | 454 | 454 |
| 无形资产 | 201 | 209 | 217 | 224 |
| 其他长期资产 | 19 | 17 | 15 | 13 |
| **资产总计** | 2,532 | 3,404 | 4,478 | 5,746 |
| **流动负债** | 865 | 1,173 | 1,512 | 1,909 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付票据及应付账款 | 584 | 797 | 1,034 | 1,313 |
| 预收账款 | 48 | 60 | 80 | 99 |
| 其他流动负债 | 233 | 316 | 398 | 497 |
| **非流动负债** | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| **负债合计** | 868 | 1,176 | 1,515 | 1,912 |
| 股本 | 120 | 120 | 120 | 120 |
| 资本公积 | 970 | 970 | 970 | 970 |
| 留存收益 | 575 | 1,138 | 1,874 | 2,745 |

现金流量表 单位：百万元

| 至12月31日 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| **经营活动现金流** | 406 | 613 | 719 | 876 |
| 净利润 | 268 | 458 | 569 | 705 |
| 折旧摊销 | 52 | 48 | 51 | 48 |
| 营运资金变动 | 70 | 0 | 117 | 0 |
| 其它 | 16 | 107 | -17 | 123 |
| **投资活动现金流** | -999 | -544 | -154 | -376 |
| 资本支出 | -224 | -34 | -95 | -203 |
| 投资变动 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | -775 | -509 | -59 | -172 |
| **筹资活动现金流** | 886 | -732 | -221 | -221 |
| 银行借款 | 18 | 0 | 0 | 0 |
| 债券融资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股权融资 | 954 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | -87 | -732 | -221 | -221 |
| **现金净增加额** | 293 | 476 | 551 | 862 |
| **期初现金余额** | 183 | 592 | 1,068 | 1,619 |
| **期末现金余额** | 476 | 1,068 | 1,619 | 2,481 |

利润表 单位：百万元

| 至12月31日 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | 2,688 | 3,835 | 4,885 | 6,159 |
| 营业成本 | 1,767 | 2,467 | 3,176 | 4,042 |
| 营业税金及附加 | 15 | 25 | 31 | 38 |
| 销售费用 | 396 | 545 | 684 | 850 |
| 管理费用 | 90 | 132 | 159 | 185 |
| 研发费用 | 77 | 115 | 151 | 197 |
| 财务费用 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 资产减值损失 | -11 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | -9 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 5 | 4 | 6 | 8 |
| 资产处置收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **营业利润** | 332 | 564 | 702 | 869 |
| 营业外收入 | 4 | 3 | 3 | 3 |
| 营业外支出 | 3 | 2 | 2 | 2 |
| **利润总额** | 332 | 565 | 703 | 870 |
| 所得税 | 64 | 107 | 134 | 166 |
| **净利润** | 268 | 458 | 569 | 705 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **归属母公司净利润** | 268 | 458 | 569 | 705 |
| EBITDA | 395 | 599 | 735 | 895 |

主要财务比率

| 至12月31日 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| **成长能力** | | | | |
| 营业收入（%） | 31.7% | 42.7% | 27.4% | 26.1% |
| 营业利润（%） | 38.9% | 70.1% | 24.5% | 23.8% |
| 归属于母公司净利润（%） | 44.6% | 70.8% | 24.3% | 23.8% |
| **获利能力** | | | | |
| 毛利率（%） | 34.3% | 35.7% | 35.0% | 34.4% |
| 净利率（%） | 10.0% | 11.9% | 11.7% | 11.4% |
| ROE（%） | 16.1% | 20.6% | 19.2% | 18.4% |
| ROIC（%） | 16.7% | 20.0% | 18.7% | 17.9% |
| **偿债能力** | | | | |
| 资产负债率（%） | 34.3% | 34.5% | 33.8% | 33.3% |
| 净负债比率（%） | -35.6% | -46.3% | -42.7% | -43.2% |
| 流动比率 | 2.30 | 2.27 | 2.28 | 2.40 |
| 速动比率 | 1.79 | 1.75 | 1.76 | 1.87 |
| **营运能力** | | | | |
| 总资产周转率 | 1.06 | 1.13 | 1.09 | 1.07 |
| 应收账款周转率 | 25.59 | 26.89 | 26.44 | 26.59 |
| 存货周转率 | 4.09 | 4.19 | 4.15 | 4.17 |
| **每股指标（元）** | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 1.72 | 2.94 | 3.65 | 4.52 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 2.61 | 3.93 | 4.61 | 5.61 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 10.67 | 14.28 | 19.00 | 24.58 |
| **估值比率** | | | | |
| P/E | 63.26 | 37.04 | 29.80 | 24.08 |
| P/B | 10.19 | 7.61 | 5.72 | 4.42 |
| EV/EBITDA | 19.58 | 20.00 | 15.55 | 11.81 |

*资料来源：Wind，万联证券研究所*

万联证券

**行业投资评级**

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

**公司投资评级**

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅—5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数 ：沪深300指数

**风险提示**

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。

**证券分析师承诺**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

万联证券

**免责条款**

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。
本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。
本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。
本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。
未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

**万联证券股份有限公司 研究所**

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
电话：021-60883482 传真：021-60883484
北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心
广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场