信达证券 CINDA SECURITIES

Research and Development Center

进击的小熊，会成为小家电的 LineFriends 吗？

—小熊电器(002959)公司深度报告

2020 年 11 月 19 日

罗岸阳 家电行业分析师
S1500520070002
+86 13656717902
luoanyang@cindasc.com

证券研究报告

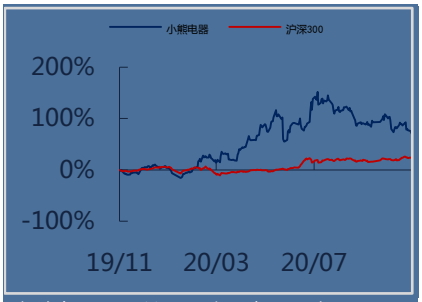
公司研究

公司深度报告

小熊电器(002959)

投资评级 买入

上次评级



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价（元）	111.06
52 周内股价波动区间（元）	162.13-54.11
最近一月涨跌幅(%)	8.75
总股本(亿股)	1.56
流通 A 股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	169.65

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

进击的小熊，会成为小家电的 LineFriends 吗？

2020 年 11 月 19 日

本期内容提要：

◆**创意小家电领跑者，长尾市场崛起正当时：**公司从酸奶机起家，聚焦新兴创意长尾小家电品类。参照日本家庭品类渗透率水平，以及保守的市占率估计，小熊收入天花板在百亿元以上，较目前有数倍以上空间。公司深耕线上渠道多年，且积拥抱社交电商、直播电商等新形态渠道的崛起。我们预计，公司未来 3-5 年将充分享受赛道成长红利。

◆**面对美苏九，小熊的核心壁垒在哪里？**

1）**供应链能力稳居行业第一梯队：**公司在产能规模、供应链响应速度行业领先，随着自动化率的提升以及规模上升带来的规模效应，参照目前小家电制造龙头水平，小熊未来供应链效率有望持续提升。

2）**卓越的团队经营能力：**长尾创意小家电行业经营决策频率高、响应快速准确，对管理团队能力要求高。公司经营团队经验成熟、人员结构稳定，股权激励到位。同时公司积极注重研发投入，驱动内生增长。

3）**跳脱家电维度的差异化：**小熊具备成为小家电行业“喜茶”或者“Linefriends”的潜在潮牌体质，且正值公司向“母婴个护”以及“非电”领域扩张的战略机遇时期。公司紧跟潮流的营销模式也站在高于竞争对手的维度上，精准的客群定位叠加萌系的品牌形象与不断外拓的品类，小熊正在以小家电作为平台，通过差异化走出一条小家电萌潮品牌之路。

◆**母婴个护+非电新品带来增量空间，海外市场亦大有可为：**公司经过前期品牌与制造积累，差异化优势已逐步构筑，并加强用户运营，母婴和个护小家电品类或是公司中长期维度上重要的成长点。公司新设立跨境电商公司，通过代工与自有品牌双线出海，凭借优秀的制造与设计功底，外销亦有望成为成长的又一大助力。

◆**盈利预测与投资评级：**我们预计公司 20-22 年收入为 38.5/49.4/65.8 亿元，同比+43.1%/+28.3%/+33.3%；归母净利润 4.65/5.74/7.61 亿元，同比+73.4%/23.5%/32.6%，对应 PE 为 37.3/30.2/22.8 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

◆**风险因素：**行业竞争加剧，新品开拓不及预期，原材料价格大幅上涨等。

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	20.41	26.88	38.46	49.36	65.78
增长率 YoY %	24.0%	31.7%	43.1%	28.3%	33.3%
归属母公司净利润(百万元)	1.86	2.68	4.65	5.74	7.61
增长率 YoY%	26.6%	44.6%	73.4%	23.5%	32.6%
毛利率%	32.5%	34.3%	34.9%	35.2%	35.4%
净资产收益率ROE%	40.4%	16.1%	20.7%	19.7%	20.2%
EPS(摊薄)(元)	1.19	1.72	2.98	3.68	4.88
市盈率 P/E(倍)	93.40	64.60	37.25	30.17	22.76
市净率 P/B(倍)	37.69	10.41	7.72	5.95	4.59

资料来源：万得，信达证券研发中心预测;股价为 2020 年 11 月 18 日收盘价

投资逻辑

行业角度来看，随着我国居民收入水平不断提升，可选小家电产品进入快速渗透阶段，同时 90 后成为主流消费群体后，对小家电产品的碎片化和多样化需求增多，长尾小家电市场规模正处于快速扩张期，行业远未达到增长天花板。

公司从成立之初就确立了以差异化小家电作为主营产品的战略，并一直贯彻至今。在过去十几年的风雨锤炼中，公司逐渐打造了柔性化程度极高、反应敏捷的制造体系，董事长专业出身叠加核心成员与公司利益深度绑定，使得公司在频繁决策中游刃有余。同时，公司持续强化其萌系品牌形象，并基于这种形象进行品类外拓，不断增加营收来源。

中期维度来看，除公司原有厨房小家电品类规模继续扩张外，母婴个护、智能家电以及非电产品将成为重要看点；此外，公司通过代工与品牌双线出海，外销业务亦有望成为公司增长的一大助力。

长期维度上，品牌将成为公司最宝贵的资产。公司倾力打造的萌潮品牌形象或可助其跳脱出家电领域，从而上探至更高竞争维度，向类似于 Linefriends 和喜茶的潮牌方向迈进，未来会带来更多想象空间。

与市场不同的观点：

市场认为小熊短期增长存在偶然性，即 2020 年上半年受益疫情宅家需求，当疫情控制取得良好进展，小家电行业景气度将明显回落，公司收入与利润增速在 2020 年的高基数下难以维持。

我们认为：

1）即使疫情催化效应消失，小家电行业成长的核心逻辑也并没有发生本质改变。我国小家电市场从品类丰富和保有量上远未到达天花板，年轻消费者的增多也会带来更多个性化需求，同时在新零售渠道红利加持下，我们预计行业在未来 3-5 年内将处于高红利期。

2）除原来品类外，公司积极向母婴、个护以及非电领域延伸拓展并取得阶段性成果，基于品牌形象外扩的内在逻辑也十分通顺。同时，公司通过代工、自主品牌双轨道积极向海外市场拓展，更加多元化的发展道路将保证公司在中长期维度的持续增长。

3）公司供应链能力、团队经营能力以及品牌营销差异化所形成的链条构成了公司强大的竞争壁垒，在面对其他厂商竞争时更加从容。

目 录

一、小熊电器：创意小家电领跑者，长尾市场崛起红利正当时 7
1、酸奶机起家，新兴小家电势力脱颖而出 7
2、长尾赛道崛起红利正当时，小熊有望乘风而起 7
3、小熊营收规模快速增长，盈利能力优于同行 12
4、家族企业股权集中度高，激励到位团队稳定性强 13
二、面对美苏九，小熊的核心壁垒在哪里？ 15
1、供应链：稳居行业第一梯队，制造效率有望持续提升 15
2、卓越的团队能力：快速准确决策，重视研发驱动内生增长 16
3、跳脱家电维度的差异化：潮牌体质不断显现，会成为小家电的“LineFriends”吗？ 21
三、母婴个护+非电新品带来增量空间，海外市场广阔大有可为 28
1、母婴个护+非电新品加速放量，新增长点顺利打开 28
2、海外市场大有可为，成立跨境电商公司彰显发展潜力 30
盈利预测及假设 32
可比公司估值 34
风险因素 34

表 目 录

表 1：小熊营收天花板测算 10
表 2：永新吉顺持股情况 14
表 3：公司 IPO 募集资金主要用于增加产能 15
表 4：公司传统营销模式梳理 24
表 5：公司新型营销模式梳理 24
表 6：各小家电品牌天猫与京东官方店粉丝数 26
表 7：公司母婴产品布局全场景 29
表 8：公司主营产品销量预测 32
表 9：公司主营产品销量同比增速 32
表 10：公司主要产品单价 33
表 11：公司主营产品单价同比增速 33
表 12：公司营业总收入拆分及预测 33
表 13：公司营业总收入同比增速 34
表 14：可比公司估值 34

图 目 录

图 1：小熊电器主营业务及产品 7
图 2：公司营收按产品拆分呈高度分散化特征（以 2018 年为例） 8
图 3：我国小家电市场规模保持稳健增长 8
图 4：长尾品类厨房小家电占据一定市场空间 9
图 5：长尾品类小家电增速快速传统品类 9
图 6：小熊主要品类淘系平台市占率情况 9
图 7：公司销售以线上渠道为主 10
图 8：公司各销售渠道毛利率 10
图 9：社交电商市场规模迅速扩张 11
图 10：社交电商从业人数迅速增长 11
图 11：公司邀请明星进行带货直播 11
图 12：公司在小红书上积极进行社区营销 11
图 13：公司营收收入快速增长 12
图 14：公司归母净利润快速增长 12
图 15：公司销售毛利率持续提升且优于同行 12
图 16：公司销售净利率持续提升且优于同行 12
图 17：公司三费整体处于合理区间（2019 年财报） 13
图 18：公司研发费用率持续提升 13
图 19：公司实质为家族企业，治理结构稳定 14
图 20：公司小家电产能居于行业第一梯队 15
图 21：公司产能利用率保持较高水平 15
图 22：公司积极利用社会优质产能提升供应链效率 15
图 23：公司人均创收逐年提升（单位：万元） 16

图 24：公司人均创利逐年提升（单位：万元）.....16
图 25：小家电 SKU 数远多于传统黑电白电（单位：个）.....16
图 26：小熊小家电 SKU 数量多于同行.....16
图 27：公司采用扁平化组织架构.....17
图 28：公司 ROE 表现行业领先.....18
图 29：公司 ROIC 表现行业领先.....18
图 30：小熊资产周转率处于行业领先位置.....18
图 31：公司研发投入快速增长.....19
图 32：公司研发人员数量迅速增加.....19
图 33：公司研发组织架构.....20
图 34：公司专利数量迅速增加.....20
图 35：公司专利以实用新型和外观专利为主.....20
图 36：公司在深圳设立研发中心.....21
图 37：Linefriends 门店排队非常火爆.....22
图 38：Linefriends 店内以萌系产品为主.....22
图 39：Linefriends 联名优衣库、施华洛世奇.....22
图 40：Linefriends 推出各种联名周边产品.....22
图 41：消费者喝喜茶的原因问卷调查结果.....23
图 42：喜茶店面形象符合白领审美.....23
图 43：品牌形象展现出一定文化特质.....23
图 46：公司推出小马宝莉和大石晓规联名产品.....25
图 47：小熊在直播中加入公仔和围裙等周边.....25
图 48：公司邀请网剧《传闻中的陈芊芊》男主丁禹兮代言.....26
图 49：丁禹兮粉丝在微博晒单小熊产品.....26
图 50：公司通过经营用户营收仍有较大弹性.....27
图 51：2020 年双 11 公司净新增消费者 2380 万.....27
图 52：公司产品价格带稳步上移.....27
图 53：母婴家电市场规模处于快速增长时期.....28
图 54：主要母婴家电渗透率依然偏低.....28
图 55：90 后育儿观念先进，母婴类占家庭支出比例庞大.....28
图 56：家电企业目前较少布局母婴品类.....29
图 57：我国个护小家电百户保有量依然偏低.....30
图 58：我国个护小家电市场规模快速扩张.....30
图 59：公司个护单品数量快速增加.....30
图 60：公司个护产品在淘系平台销售额迅速提升.....30
图 61：公司外销收入保持较快增速.....31
图 62：公司海外业务主要运营模式.....31
图 63：公司成立小熊电子商务公司以从事跨境电商.....31

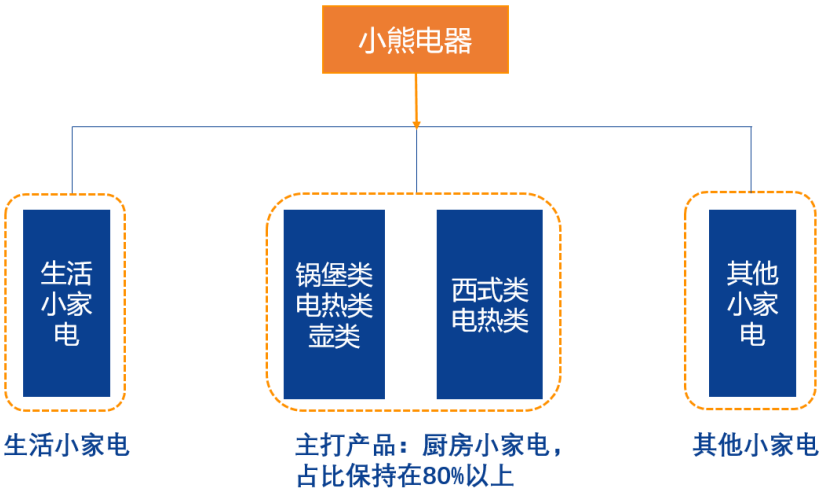
一、小熊电器：创意小家电领跑者，长尾市场崛起红利正当时

1、酸奶机起家，新兴小家电势力脱颖而出

小熊电器最早于 2006 年 3 月成立，从发展之初就专注于自主品牌的生产和建设。公司以自有品牌“小熊”为重心，结合互联网研发、设计、生产创意小家电，主要依托于线上渠道销售自有的家电产品，与互联网实现深度融合，是一家依托于互联网的创意新兴小家电企业。

从产品上看，公司主营业务包括厨房小家电、生活小家电和其他小家电。小熊最早从酸奶机产品起家，随后不断进行品类扩张，目前公司主打的厨房小家电业务有 5 大类，主要包括锅堡类、电热类、壶类、西式类、电热类。多项产品如酸奶机、电动打蛋器 2017、2018 年连续两年蝉联天猫商城热销品牌榜。2017 年，公司多次获得家电类大奖，且公司“小熊”商标成功注册，获得驰名商标。

图 1：小熊电器主营业务及产品



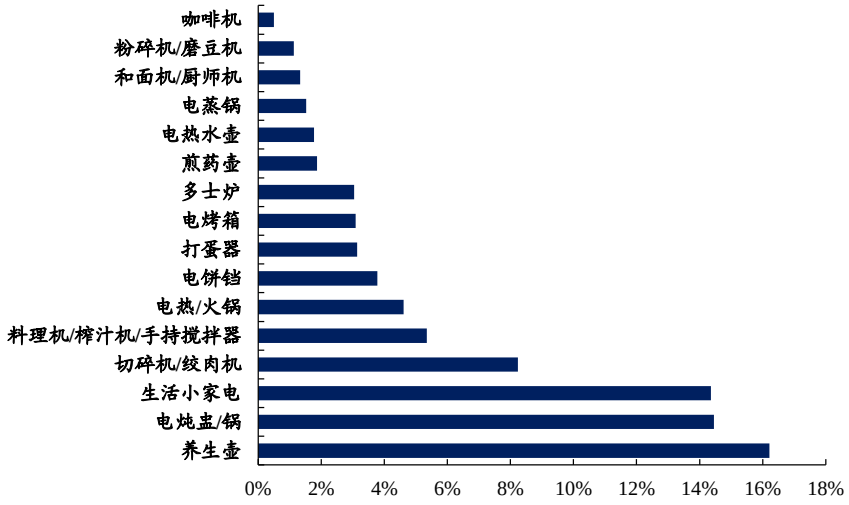
资料来源：公司公告，信达证券研究所

2、长尾赛道崛起红利正当时，小熊有望乘风而起

2.1 赛道红利：长尾小家电市场广阔，营收天花板究竟有多高？

从产品贡献角度看，公司营收呈现高度分散特征，且以长尾品类小家电为主，对单一产品依赖性不强有利于规避单品销量波动的风险。根据公司收入拆分，可以看出养生壶占公司营收比最高但也仅 16.22%；前五大产品合计占比也只有 58.60%。从具体品类来看，公司大众品类的小家电销售占比较低，养生壶、电炖锅等长尾产品构成公司主要营收来源，进一步验证了公司聚焦长尾小家电市场的战略。

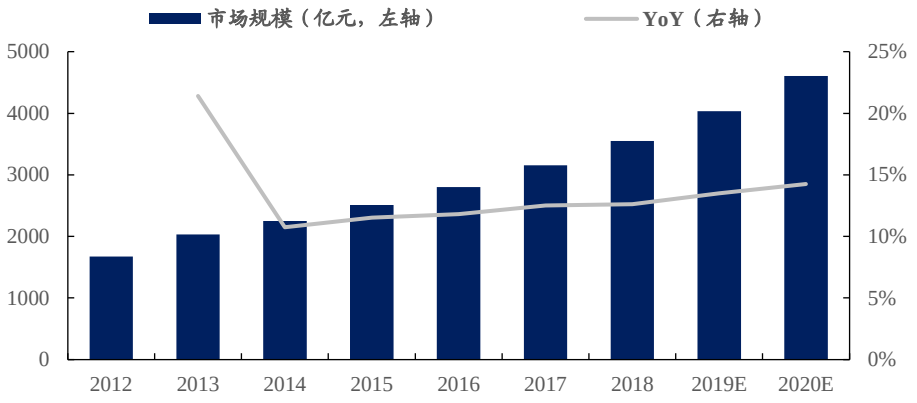
图 2：公司营收按产品拆分呈高度分散化特征（以 2018 年为例）



资料来源：公司公告，信达证券研究所

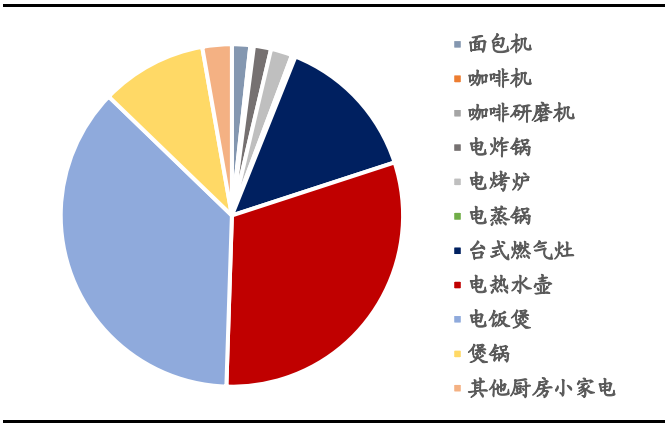
我国小家电市场规模保持稳健增长，长尾品类占据相当比例且增速快于行业。据中国产业信息网数据，我国小家电市场规模保持稳健增长，预计 2020 年市场规模将突破 4600 亿元，同比增速达到 14.3%。虽然以电饭煲、电水壶等为代表的传统品类小家电占据主要份额，但面包机、咖啡机以及其他长尾品类小家电也占据相当比例，同时长尾品类的增速要快于传统品类。

图 3：我国小家电市场规模保持稳健增长



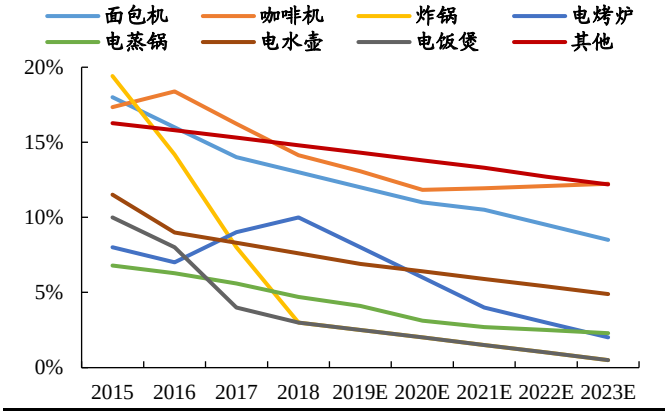
资料来源：中国产业信息网，信达证券研究所

图 4：长尾品类厨房小家电占据一定市场空间



资料来源：Euromonitor，信达证券研究所

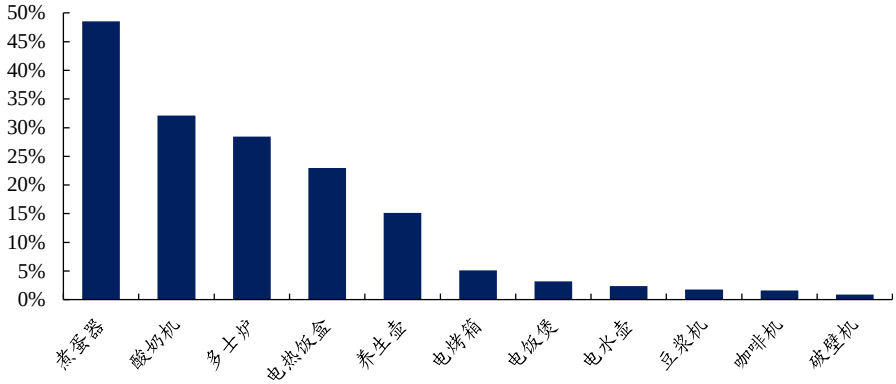
图 5：长尾品类小家电增速快速传统品类



资料来源：Euromonitor，信达证券研究所

公司长尾单品表现优异，传统品类亦有渗透。据淘数据，目前公司主要单品市占率已达到较高水平，例如煮蛋器已接近 50%，酸奶机、多士炉和电热饭盒市占率也接近 30%，预计此类产品收入未来将随行业规模的迅速扩张而扩张；以电饭煲、电水壶和豆浆机等为代表的传统品类虽然行业增长已进入稳定期，但存量市场空间巨大，公司通过聚焦“一人食”、“上班族”和“学生宿舍”等应用场景，推出传统品类的“差异化”产品，收入前景亦十分可观；此外，近年来国内消费者对小家电的需求呈现不断细分和碎片化趋势，独创品类不断出现，凭借优秀的创新和产品落地能力，公司有望受益于新兴品类的扩张。

图 6：小熊主要品类淘系平台市占率情况



资料来源：淘数据，信达证券研究所

由于日本与我国在饮食习惯、文化风俗等方面具备高度相似性，目前日本的家电市场发展已经较为成熟，各种产品渗透率均已达到较高水平，所以我们以日本作为参照系对公司未来的市场空间进行测算，核心假设如下：

1）日本各品类家电渗透已进入稳定期；

2）我国未来预计可达到日本当前渗透率水平；

3）中日两国家庭数之比约为人口之比；

4）结合公司目前淘系平台份额，我们对公司长期市占率假设如下：

✧ 对于电饭煲、电水壶等传统大单品，我们保守假设小熊长期市占率水平约 3%；

✧ 对于电蒸锅、慢炖锅等国内使用相对高频的产品，我们保守假设小熊长期市占率水平约6%；

✧ 对于咖啡机等西式小厨电，为小熊产品定位中相对优势及未来有望发力的品类，我们保守假设长期市占率水平约 8%；

✧ 对于更加长尾的其他厨房小家电，给予 12%市占率水平；

5）个人护理类小家电市占率假设与厨房小家电相似。

基于上述假设，参照日本当前的渗透率水平，我们预计小熊电器国内市场收入中长期空间在 100 亿元以上，对比目前仍有足够高的天花板水平。

表 1：小熊营收天花板测算

	销量：万件 销额：亿元	日本 2018 年销量	中国 2018 年销量	中国 2018 年销额	稳定期 中国销量测算	稳定期 中国销额测算	稳定期 小熊市占率	稳定期 小熊销售额
厨房小家电	电水壶	506.4	4864.4	58.5	5570.0	67.0	3.0%	2.0
	电饭煲	552.7	6098.9	158.1	6080.1	157.6	3.0%	4.7
	面包机	34.7	262.3	9.8	381.7	14.2	6.0%	0.9
	电蒸锅	0.7	57.4	1.3	150.0	3.4	6.0%	0.2
	慢炖锅	6.3	1608.1	28.9	2000.0	35.9	6.0%	2.2
	咖啡机	220.2	25.2	4.2	2422.0	408.2	8.0%	32.7
	咖啡磨	7.5	28.3	1.4	82.2	4.1	8.0%	0.3
	电炸锅	25.3	269.4	19.9	278.3	20.5	8.0%	1.6
	电烤炉	70.3	319.6	7.8	773.7	19.0	8.0%	1.5
	其他厨房小家电	578.9	413.9	13.9	6367.5	214.6	12.0%	25.7
个护小家电	口腔护理小家电	495.2	717.2	8.6	5447.0	65.1	6.0%	3.9
	电动洁面器	21.8	260.4	26.3	240.1	24.2	8.0%	1.9
	护发器	1492.2	3426.0	37.7	16413.9	180.7	8.0%	14.5
	其他个护小家电	413.0	4527.1	66.7	4542.8	66.9	12.0%	8.0
合计		**4425.1**	**22878.3**	**443.1**	**50749.2**	**1281.4**	**7.8%**	**100.2**

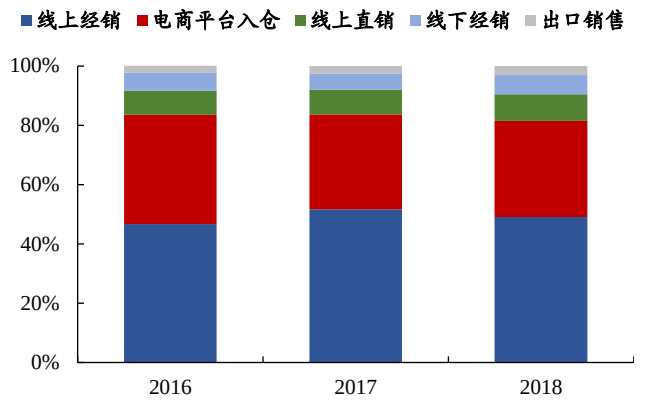
资料来源：Euromonitor，信达证券研究所测算

2.2 渠道东风：社交电商释放新红利，公司多年深耕线上显著受益

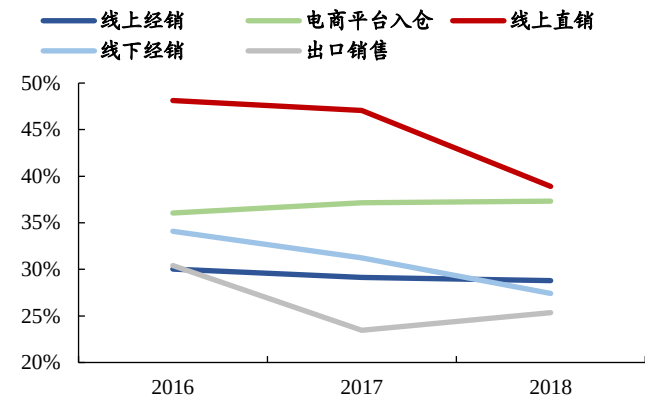
公司自成立以来就以线上渠道作为主要阵地，逐步形成了以线上为主、线下为辅的渠道模式。线上渠道以线上经销、电商平台入库和线上直销三种方式为主，其中 2018 年线上经销销售额占比达到 49.04%，占据公司营收的半壁江山。线上经销非常契合长尾小家电营销，这种“店群模式”帮助公司实现了早期流量积累。而在几种渠道模式中，由于线上直销链条较短，所以毛利率相对更高。公司在树立起品牌形象之后，逐步提升线上直销占比，持续改善盈利能力。

图 7：公司销售以线上渠道为主

图 8：公司各销售渠道毛利率



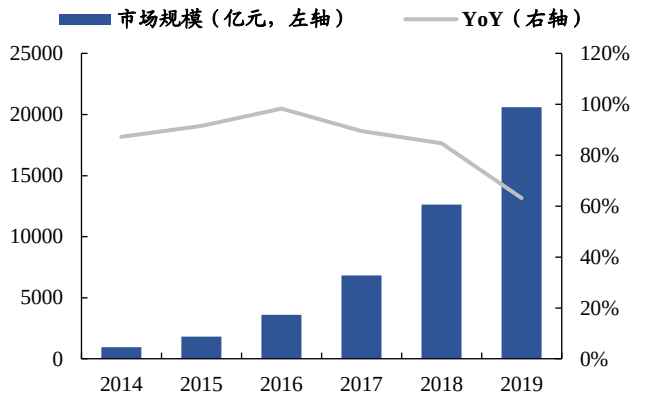
资料来源：公司招股书，信达证券研究所



资料来源：公司招股书，信达证券研究所

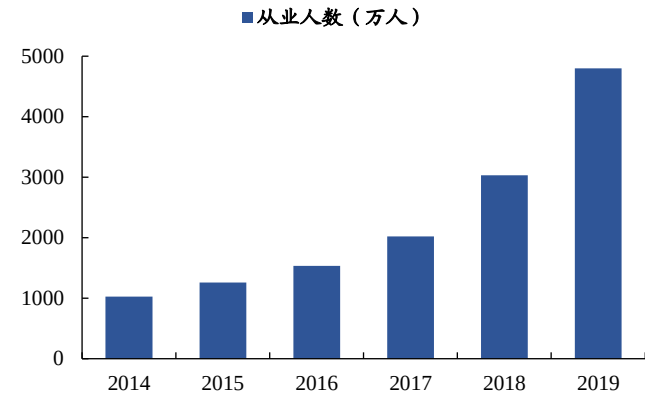
近年来线上渠道业态也在不断发生变化，由于以阿里、京东为代表的传统电商平台获客成本提升，传统电商增长面临瓶颈，社交电商异军突起为行业带来新的红利。据前瞻产业研究院数据，2019 年我国社交电商市场规模超过 2 万亿元，同比增速达到 63.2%，2019 年社交电商从业人数也超过 4800 万人，行业保持快速扩张趋势。

图 9：社交电商市场规模迅速扩张



资料来源：前瞻产业研究院，信达证券研究所

图 10：社交电商从业人数迅速增长



资料来源：前瞻产业研究院，信达证券研究所

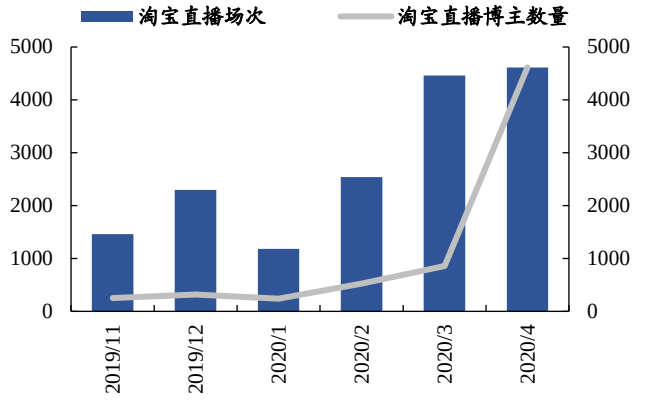
小家电特性与社交电商天然匹配，场景化营销能够为消费者带来更直观的体验，公司深度受益新兴渠道红利。与传统大家电重线下体验的属性不同，小家电往往具备多样化和新颖的设计、相对高频的使用也使其具备一定的社交属性，这些特点都与社交电商渠道天然契合。疫情以来，公司积极加入社交电商大潮，在小红书、微博等社交 APP 上积极进行社区营销，并邀请蓝盈莹等明星参与带货直播，显著提升了品牌知名度，强化了年轻和萌系的品牌形象。此外，公司还在顺德总部成立直播中心，将直播电商定位为公司的常规营销方式之一。我们认为，在社交电商逐步常态化的趋势下，由于公司具备优质设计和鲜明的“萌系”品牌形象，有望在较长时间维度上享受新兴渠道红利。

图 11：公司邀请明星进行带货直播

图 12：公司在小红书上积极进行社区营销



资料来源：新浪微博，信达证券研究所

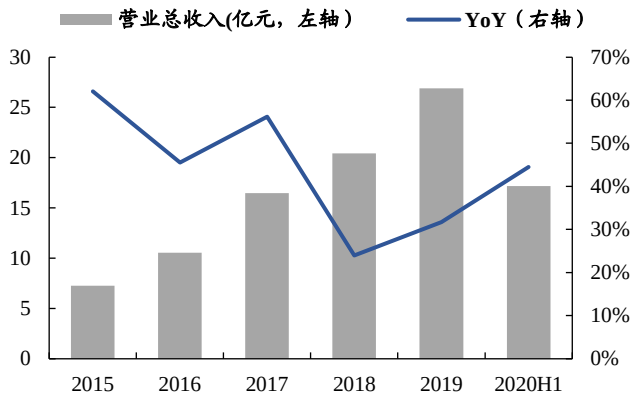


资料来源：小红书，信达证券研究所

3、小熊营收规模快速增长，盈利能力优于同行

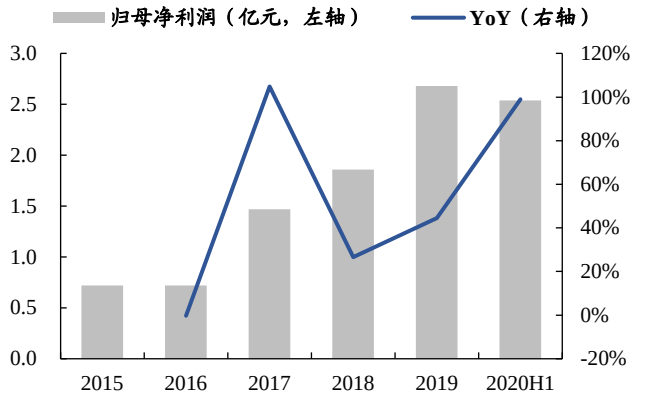
近年来公司收入和归母净利润均实现快速增长，上市后驶入成长快车道。据公司公告，2015 年至 2019 年间，公司营业收入从 7.25 亿元快速提升至 26.88 亿元，年复合增长率高达 38.76%；归母净利润从 0.72 亿元快速提升至 2.54 亿元，年复合增长率高达 138.90%。2020 年 H1 受益疫情宅家需求，包括食品安全在内的多方面因素催化小家电行业展现出高景气度，公司在疫情期间也实现逆势增长，营业总收入和归母净利润分别同比增长 44.51%和 98.93%。

图 13：公司营收收入快速增长



资料来源：公司公告，信达证券研究所

图 14：公司归母净利润快速增长

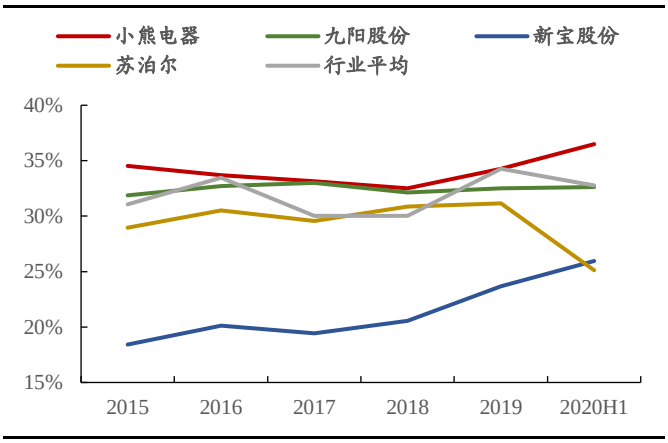


资料来源：公司公告，信达证券研究所

在营收与利润规模迅速提升的过程中，公司也表现出不俗的盈利能力，毛利率与净利率均处于行业前列。据公司公告，2015~2020H1 期间公司毛利率稳中有升，2020 年 H1 达到 36.5%，高于同为小家电龙头的九阳、新宝和苏泊尔（新宝由于出口 OEM 业务占比较高且该部分收入毛利率较低，所以对整体毛利率造成一定拖累）；净利率方面，公司 2020 年 H1 达到 14.8%，而九阳、新宝和苏泊尔等小家电龙头均低于 10%。

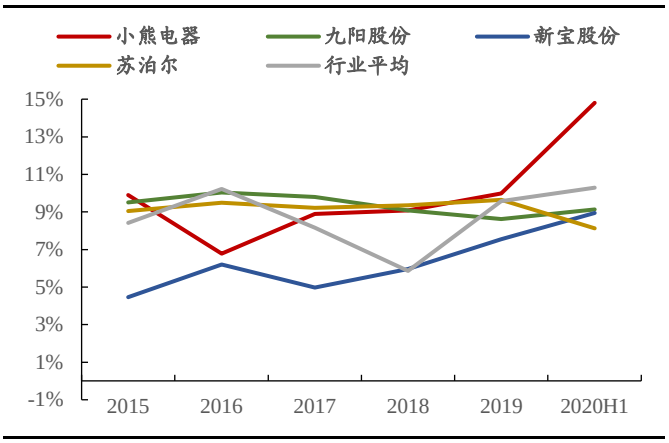
图 15：公司销售毛利率持续提升且优于同行

图 16：公司销售净利率持续提升且优于同行



资料来源：Wind，信达证券研究所

**注：行业平均选取申万小家电分类*

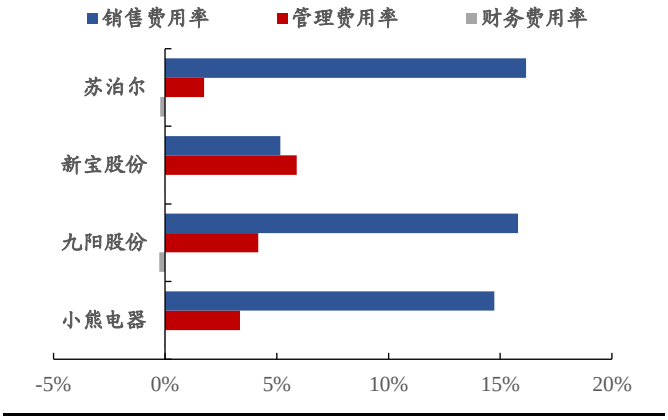


资料来源：Wind，信达证券研究所

**注：行业平均选取申万小家电分类*

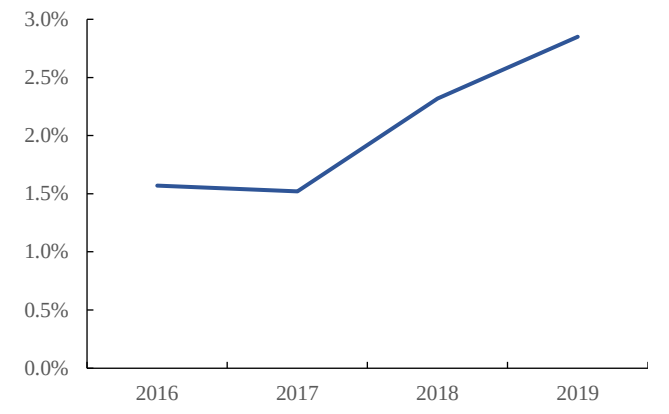
小熊费用端控制良好，重视研发投入，经营风格稳健扎实。从费用端来看，公司三费整体处于合理区间，2019 年公司销售费用率、管理费用率和研发费用率分别为 14.73%、3.35%和 2.85%，和苏泊尔、九阳表现相近，整体也优于新宝（新宝由于 OEM 外销代工业务占比高，所以销售费用率相对较低）。此外，公司研发费用率逐年提升，体现出公司对研发创新的高度重视。

图 17：公司三费整体处于合理区间（2019 年财报）



资料来源：Wind，信达证券研究所

图 18：公司研发费用率持续提升

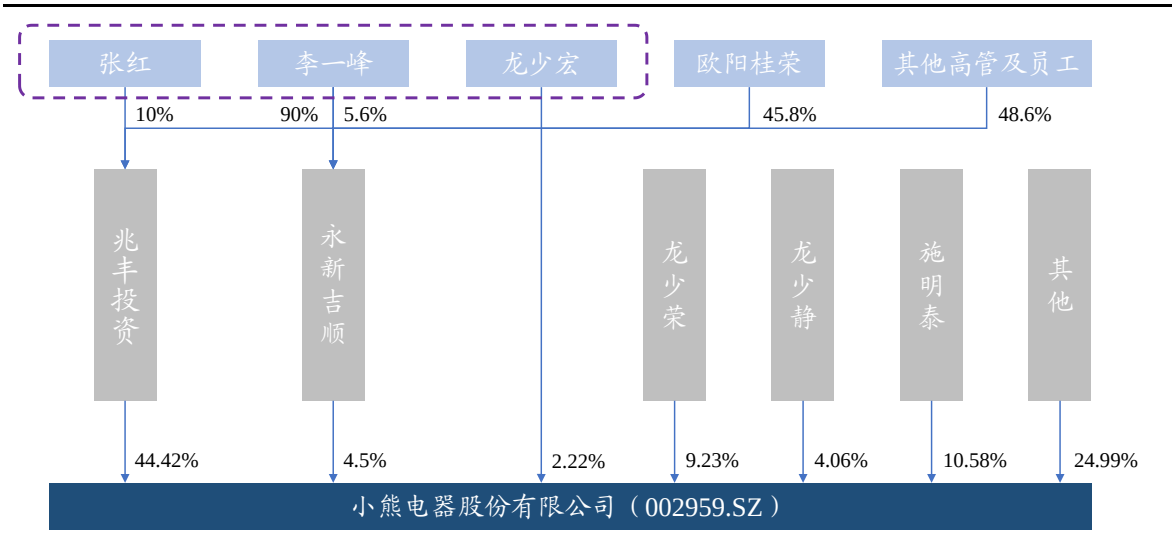


资料来源：公司公告，信达证券研究所

4、家族企业股权集中度高，激励到位团队稳定性强

公司实质为家族企业，实际控制人为李一峰、张红与龙少宏，股权结构稳定且集中度较高。李一峰与张红夫妇通过兆丰投资持有公司 44.4%股权，为公司第一大股东；永新吉顺为员工持股平台，持有公司 4.5%股权，将核心员工与公司利益深度绑定。欧阳桂荣系李一峰表妹，持有永新吉顺 45.8%股权为其第一大股东。其他股东方面，龙少荣、龙少静及施明泰与李一峰均为亲属关系，故公司实质为家族企业，具备较为稳定的治理结构。

图 19：公司实质为家族企业，治理结构稳定



资料来源：公司公告，信达证券研究所

公司股权激励到位，绑定核心人员利益，初创团队保持稳定。公司核心管理人员及技术骨干等均通过永新吉顺平台持股，与公司利益实现深度绑定，故公司核心团队流动性不高，很好地降低了公司管理层面的摩擦成本，有利于维持经营风格的稳定与一致性，团队成员之间协作也更加默契。

表 2：永新吉顺持股情况

合伙人姓名	出资比例	任职情况	合伙人姓名	出资比例	任职情况
李一峰	5.6%	董事长、总经理	曾平	2.0%	个护产品项目部总监
欧阳桂蓉	45.8%	董事、副总经理、小熊营销总经理	吴光锦	2.0%	小熊厨房、勒流富安分公司总经理
刘奎	5.0%	董事会秘书、副总经理、营运管理中心总监	邹勇辉	2.0%	财务负责人
杨欢	5.0%	营销中心市场部设计组	吴妙	1.7%	营销中心电商事业部运营二部营销总监
胡学祥	5.0%	营销中心电商事业部总经理	黄志锦	1.7%	营销中心电商事业部运营一部营销总监
周志树	3.4%	监事、小熊生活、珠海桓韬、龙牌电器总经理	何小莲	1.0%	曾任发行人财务经理
邓财科	3.4%	小熊环境总经理、研发中心总监	陈普群	1.0%	营销中心电商事业部自营一部营销总监
黎志斌	3.4%	监事会主席	彭梅清	1.0%	供应商管理中心总监
贾乐	2.5%	电热电器事业部负责人	杜亚东	1.0%	营销中心新零售事业部大客户部业务总监
梁春霞	2.0%	营销中心市场部总监	刘建明	1.0%	曾任个护产品项目部总监
李广静	2.0%	营销中心电商事业部新电商营销总监	李家林	0.5%	品质管理中心总监
黄艺明	2.0%	大良五沙分公司总经理			

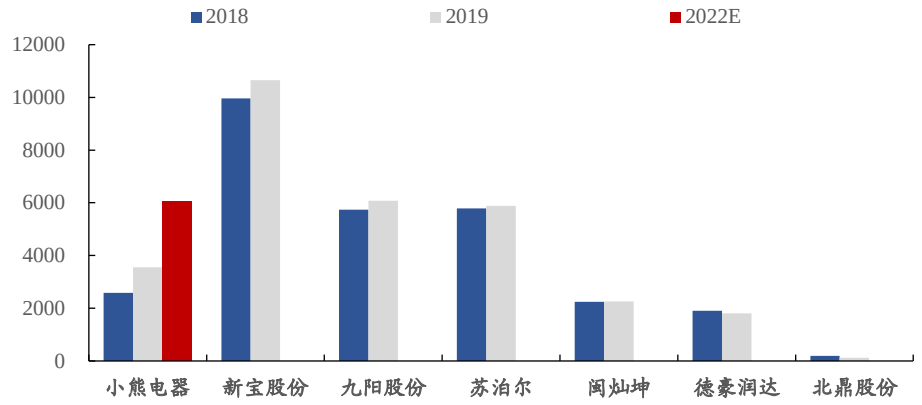
资料来源：公司招股书，信达证券研究所

二、面对美苏九，小熊的核心壁垒在哪里？

1、供应链：稳居行业第一梯队，制造效率有望持续提升

从产能水平来看，公司目前居于行业第一梯队，略小于长期从事海外代工的新宝股份以及传统小家电龙头九阳、苏泊尔，显著优于闽灿坤、德豪润达和北鼎股份等。2020 年 IPO 之后，我们预计公司 2022 年小家电产能有望达到 6060 万台，进一步向行业制造龙头迈进。

图 20：公司小家电产能居于行业第一梯队



资料来源：各公司公告，信达证券研究所

表 3：公司 IPO 募集资金主要用于增加产能

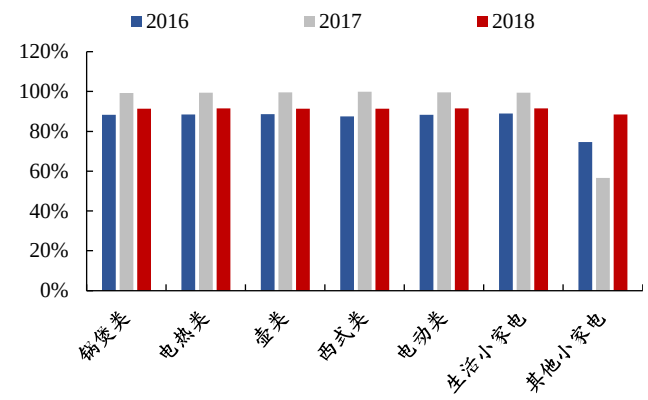
项目类型	项目名称	达产预计新增产能	投资总额	募资投资金额	建设期
生产建设项目	小熊电器创意小家电生产建设（大良五沙）项目	1275 万台	52729.18	40484.87	24
	小熊电器智能小家电制造基地项目	765 万台	31313.02	31313.02	24
	小熊电器创意小家电生产建设（均安）项目	420 万台	15877.96	15877.96	24
研发中心建设项目	小熊电器研发中心建设项目	-	3679.92	3679.92	24
信息化建设项目	小熊电器信息化建设项目	-	4325.42	2325.42	36
合计		2460 万台	107925.50	93681.19	-

资料来源：公司招股书，信达证券研究所

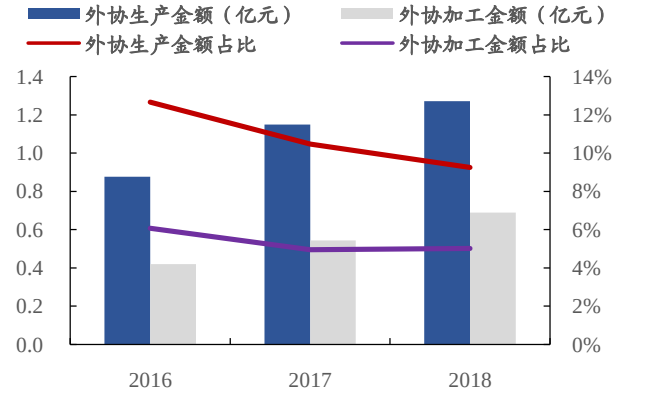
公司积极利用社会优质产能，提升供应链效率。公司产品销路顺畅，大多数产品的产销率都在 90%以上，部分产品甚至超过 100%，这也带动公司产能利用率长期维持接近满产水平。为了提高对市场需求的快速反应能力，公司在募投扩产的同时，也利用外协生产方式等进行产能补充——一般情况下自有产能用于生产需求稳定或公司独创品类，而当公司需要对新品类做出快速反应且存在成熟社会产能时，则采用外协生产方式。自有+外协生产两种模式相结合，使公司供应链效率显著提升。

图 21：公司产能利用率保持较高水平

图 22：公司积极利用社会优质产能提升供应链效率



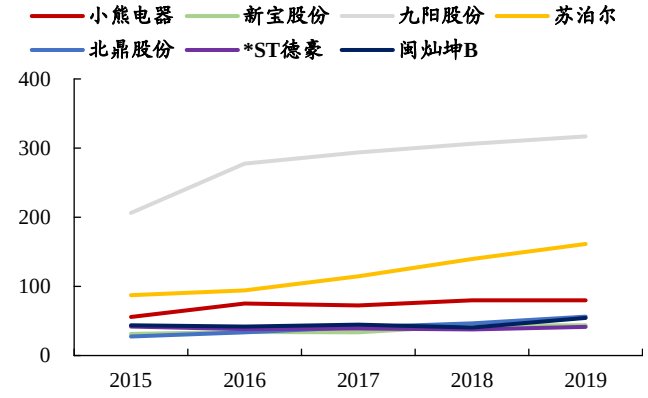
资料来源：公司招股书，信达证券研究所



资料来源：公司招股书，信达证券研究所

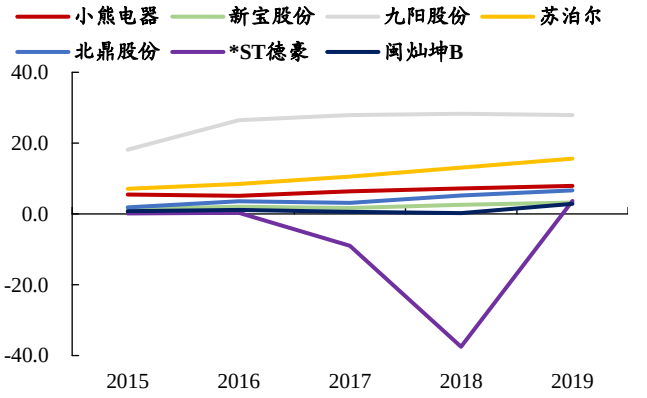
随着制造能力不断增强，公司人均创收与人均创利均逐年上升。据 Wind 数据，公司人均创收从 2015 年的 55.5 万元稳步提升至 2019 年的 79.6 万元，人均创利从 2015 年的 5.5 万元提升至 2019 年的 7.9 万元，经营效率持续提升。

图 23：公司人均创收逐年提升（单位：万元）



资料来源：Wind，信达证券研究所

图 24：公司人均创利逐年提升（单位：万元）



资料来源：Wind，信达证券研究所

公司供应链快速响应能力居于行业前列，已基本具备行业前列的优质制造能力，这也使公司在 SKU 丰富度、设计以及品控等多方面处于行业领先水平。**我们认为，对于九阳及苏泊尔，小熊的人均创收水平仍有较大改善空间；而对比制造龙头新宝，随着公司品类扩张和单品销售规模扩大，以及自动化生产线的进一步完善，规模红利兑现后有望进一步缩小差距。**同时，公司在制造端不断推进零部件标准化及通用模块设计，加强打造柔性供应链体系，也将进一步带来生产制造效率的提升。

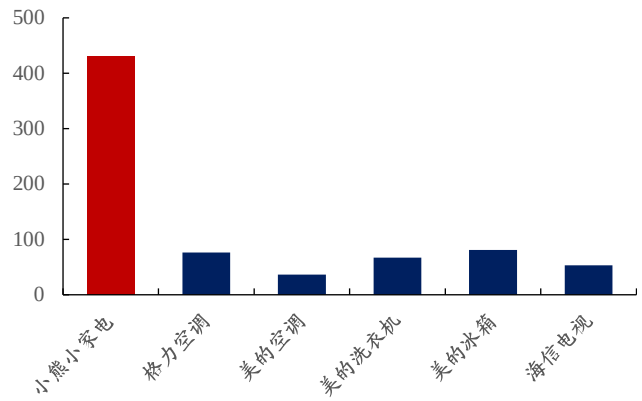
2、卓越的团队能力：快速准确决策，重视研发驱动内生增长

2.1 经营端：董事长专业出身+管理层利益绑定，公司经营效率领先行业

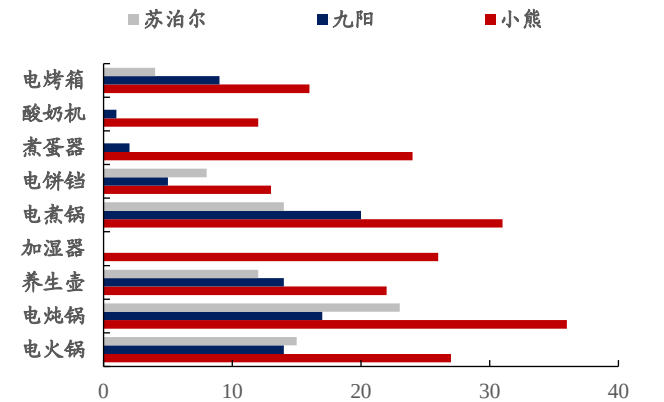
从企业经营的决策频率上来说，小家电行业更加频繁，对企业管理层决策速度和准确度的考验也就更大。小家电行业由于要满足消费者多样化和碎片化需求，所以天然比传统白电、黑电等 SKU 数量更多；而且，在长尾小家电这条赛道上，保持足够快的推新频率和产品丰富度，持续抓住消费者心智已经企业经营的关键所在，这也就需要企业管理层能够长期关注市场需求，且对需求变化足够敏感。

图 25：小家电 SKU 数远多于传统黑电白电（单位：个）

图 26：小熊小家电 SKU 数量多于同行



资料来源：天猫旗舰店，信达证券研究所



资料来源：天猫旗舰店，信达证券研究所

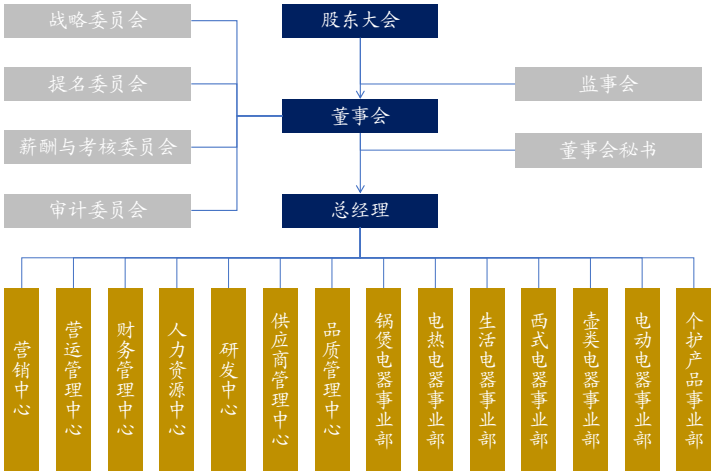
和同为小家电企业的九阳、苏泊尔相比，小熊等聚焦在长尾赛道的企业，品类还是 SKU 数量更为复杂，创新迭代速度更快，这也就意味着管理层每年需要在产品上做出更多决策，同时保证一定的准确性。我们认为，从数据获取渠道和方式来看，目前小家电企业的大数据主要来自于阿里系和京东平台，私域流量相对较少，因此龙头企业之间基本处于同一起跑线。然而，基于企业对于自身品牌定位以及产品结构，以及对于市场需求预判的差异，最终产品立项以及营销决策的结果各不相同，这更进一步反应了长尾赛道对于企业经营决策能力的要求更高。

我们认为，小熊的经营管理团队成熟稳定且能力卓越，并辅以扁平化的制度体系为决策保驾护航：

1）公司创始人李一峰先生专业出身，具备丰富的技术与产业经验，专注实业，目前兼任公司董事长与总经理。李一峰先生毕业于哈尔滨工业大学电器专业，获得四川大学 MBA 学位，历任万宝电器生产技术员、天际股份工程师与副总经理、宝尔电器总经理等职位。由于李一峰先生专业出身，加之多年丰富的小家电行业从业经历，故其具备敏锐的产业洞察力与消费趋势判断力。小熊成立以来的首款酸奶机、豆芽机和煮蛋器等产品均由李一峰先生亲自主持研发，这些产品也获得了市场的广泛认可，这正受益于其对国内小家电需求空白的敏锐察觉以及对未来发展前景的准确判断。

2）公司组织架构相对扁平，决策效率高。公司设置 7 大产品事业部，并设置 7 个与事业部平行的职能中心。以上各事业部与中心均由总经理进行直接管理，减少上下级之间的审批流程，从而提升决策效率。同时，产品事业部制能够提升公司对市场需求的快速反应能力，也有利于各事业部通过长期跟踪用户需求，实现技术积累和增强对用户需求的把握能力，更好地适应小家电市场的竞争环境。

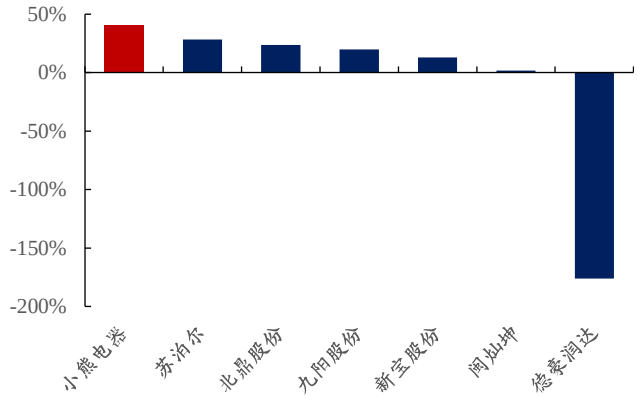
图 27：公司采用扁平化组织架构



资料来源：公司招股书，信达证券研究所

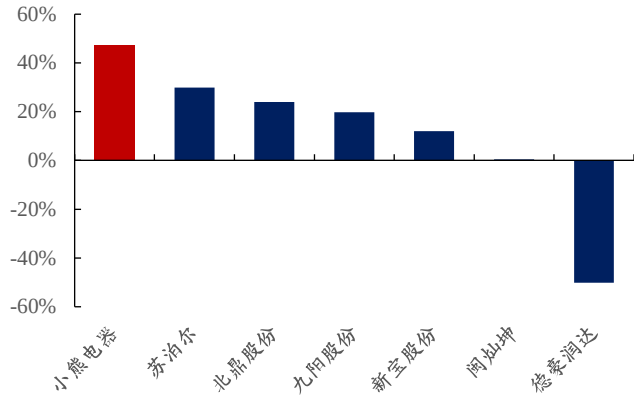
公司优秀的经营与管理能力不断兑现在报表端，表现为领先行业的回报率。由于公司 2019 年 IPO 上市，资产变动较大导致可比性降低，我们选取 2018 年数据与同行公司进行对比，发现公司 ROE 与 ROIC 表现均显著优于同行，进一步细分发现公司资产周转率在可比公司中也处于行业领先地位，高速周转体现了管理层优秀的经营能力。

图 28：公司 ROE 表现行业领先



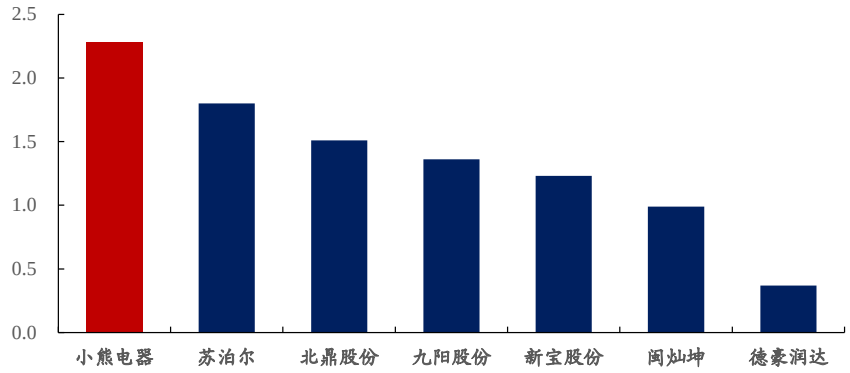
资料来源：Wind，信达证券研究所

图 29：公司 ROIC 表现行业领先



资料来源：Wind，信达证券研究所

图 30：小熊资产周转率处于行业领先位置

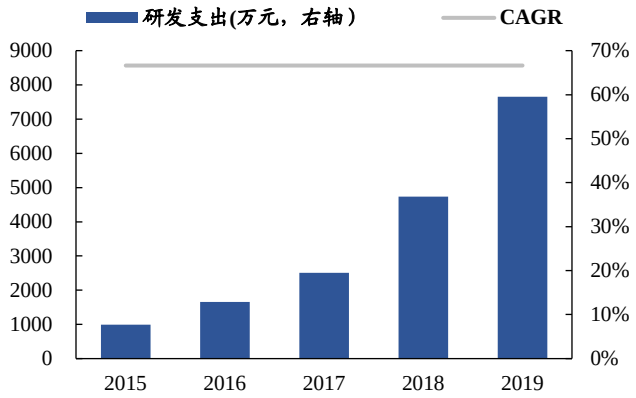


资料来源：Wind，信达证券研究所

2.2 研发端：高度重视人才引进，研发投入稳健提升

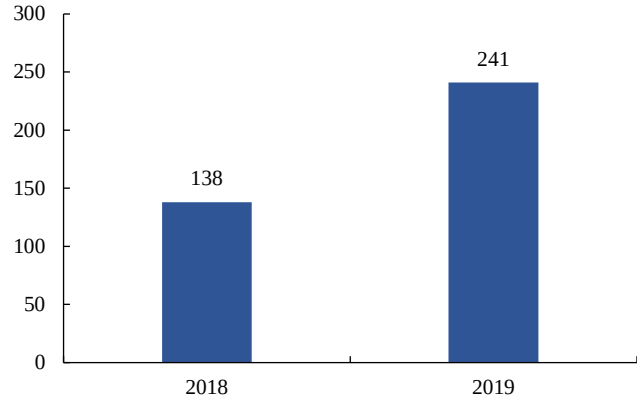
随着品类扩张及创新迭代加快，公司近年来持续研发投入，高度重视技术人才引进。据公司公告，公司研发支出从 2015 年的 992 万元迅速提升至 2019 年的 7653 万元，4 年 CAGR 高达 66.63%。同时，公司研发人员的平均年薪约为 14 万元，高于新宝股份和苏泊尔，研发人员数量也从 2018 年的 138 人快速上升至 241 人，体现公司管理层对研发体系的高度重视。

图 31：公司研发投入快速增长



资料来源：Wind，信达证券研究所

图 32：公司研发人员数量迅速增加



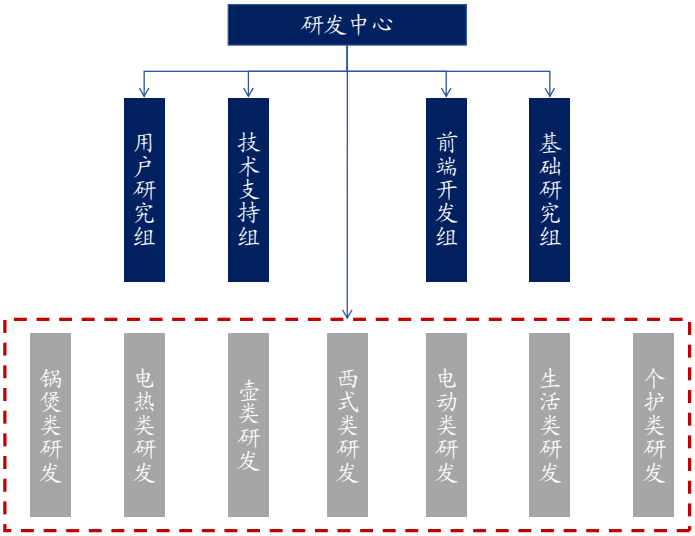
资料来源：Wind，信达证券研究所

研发中心长短期效益结合——基础研究+快速创新。公司研发中心下设多个研究小组，分别承担不同研究职能：

1）用户研究组；2）技术研究组；3）前端开发组；4）基础研究组；5）品类研究组。

例如，品类研究组主要通过跟踪消费趋势，及时开发满足消费者当下细分需求的产品；用户研究组通过对用户需求的深入研究从而提出新的产品概念“引导需求”；基础研究组则通过研究新材质、新工艺和新技术等为公司积蓄长远发展的动力。

图 33：公司研发组织架构



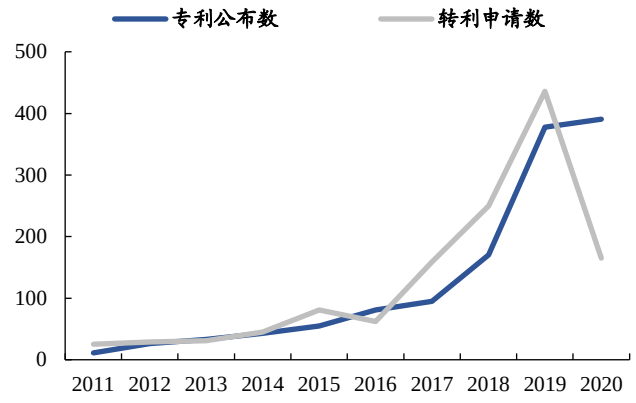
资料来源：公司招股书，信达证券研究所

从研发模式来看，公司全链条人员参与，根据市场反馈推出最优产品，避免研发失败的可能性，同时也能够大幅减少研发过程中的无谓返工等效率损失。从流程上看：

- ✓ **第一轮评审：**各品类事业部通过大数据分析获取消费者需求，之后事业部下属产品经理提出产品创意，经由市场部或销售人员进行产品预演，确定其市场容量和前景；
- ✓ **第二轮评审：**若第一轮评审通过，则再由研发人员进行第二轮评审，验证产品的可研发和可制造性；
- ✓ **评审通过进入研发制造：**如果两轮评审全部通过则正式进入研发与制造过程。

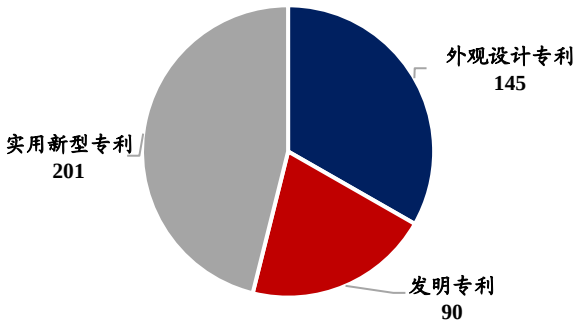
公司加码研发后专利数量迅速增加，并获得多项设计大奖。2016 年公司专利申请数不足 100，2019 年已经达到 436 项，重视研发后效果立竿见影。从专利结构来看，公司以外观设计和实用新型专利为主，也符合公司所处小家电行业的特点。此外，公司屡获“红星奖”“金麦奖”等设计大奖，体现了公司在产品设计能力上的进步。

图 34：公司专利数量迅速增加



资料来源：Wind，信达证券研究所

图 35：公司专利以实用新型和外观专利为主



资料来源：Wind，信达证券研究所

此外，公司在深圳设立研发中心，构筑母婴与个护品类小家电研发的桥头堡，同时作为公司研发体系进一步变革提升的试验田。与传统家电有所不同，母婴与个护品类的小家电家电属性偏弱，而 3C 数码属性更强。公司选址深圳设立研发中心，能够充分利用深圳在电子信息、设计人才等方面更加丰富的优势，同时深圳更具创新氛围，能够作为公司体系流程改革的试验田，更好的实现中长期内部效率的提升。

图 36：公司在深圳设立研发中心



资料来源：公司调研，信达证券研究所

3、跳脱家电维度的差异化：潮牌体质不断显现，会成为小家电的“LineFriends”吗？

我们认为，面对美苏九未来的潜在竞争，除了在供应链效率和团队经营能力上的进一步提升以外，小熊在品牌营销的差异化至关重要。**而小熊未来跳脱出家电维度，通过差异化的品牌定位和粉丝经营，定位向小家电领域的“喜茶”或“Linefirends”迈进，才可更加从容的应对行业竞争。**

事实上，小熊具备成为小家电行业“喜茶”或者“Linefriends”的潜在潮牌体质，且正值公司从小家电向“母婴个护”以及“非电”领域扩张的战略机遇时期。公司紧跟潮流的营销模式也站在高于竞争对手的维度上，精准的客群定位叠加萌系的品牌形象与不断外拓的品类，小熊正在以小家电作为平台，通过差异化走出一条小家电萌潮品牌之路。

案例一：Linefriends 为什么会在中国取得广泛成功？

在分析小熊的营销差异化之前，我们需要先看一下 Linefriends 为什么会在国内取得如此耀眼的成功。Line 是由韩国互联网集团 NHN 旗下的日本子公司 NHN Japan 开发的一款社交应用，不过 2014 年其在中国区的运营被叫停，尽管后来其游戏产品在苹果和安卓应用商店均正常上架，但最终还是由于主应用的缺失而没有顺利铺开。换言之，Line 的主体业务——即时通信和游戏业务在中国境内是失败的，但出人意料的是，缺失核心业务的 Line 却凭借咖啡店、玩偶和其他众多周边产品在中国取得了广泛成功。

进一步分析 Linefriends 如此火爆的原因，我们可以发现：

1）Linefriends 主打的布朗熊已经成为自带流量的 IP 形象，虽然缺少核心服务，但其萌系外观很好地填补了中国缺少专门针对年轻人的 IP 形象这一空白。

2）Linefriends 的产品几乎覆盖了绝大多数的日常用品，甚至包括按摩棒、空气净化器等

小家电产品，这些产品设计也承继布朗熊的萌系风格，而且都很适合拍照发朋友圈，在很大程度上满足了年轻人乐于分享、害怕被潮流落下以及寻求认同感的心理，这也就赋予了这些周边以丰富的社交属性。

图 37：Linefriends 门店排队非常火爆



资料来源：知乎，信达证券研究所

图 38：Linefriends 店内以萌系产品为主



资料来源：知乎，信达证券研究所

为了更牢固地抓住年轻消费群体，Linefriends 与大量消费品牌推出联名款，通过各种各样的方法出现在年轻人感兴趣的地方，不断创造与消费者之间的情感联结，例如与优衣库推出联名 T 恤、与施华洛世奇推出联名手链等等。Linefriends 通过依附于不同产品不断将其品牌形象外化，而且这些产品都具有一个特点——价格不贵且精致，非常符合当下年轻人的消费追求，凭借这些营销策略，Linefriends 的产品属性减弱而文化符号属性得到加强。

图 39：Linefriends 联名优衣库、施华洛世奇



资料来源：知乎，信达证券研究所

图 40：Linefriends 推出各种联名周边产品



资料来源：知乎，信达证券研究所

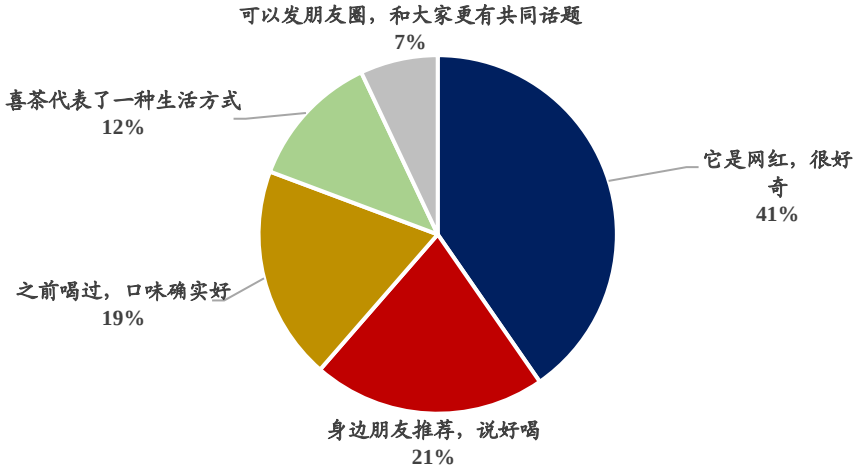
案例二：同样是奶茶，喜茶为什么会成为网红？

和 Linefriends 的成功高度相似，喜茶之所以能够风靡全国成为网红，除产品优势之外，其对目标客群的精准定位、对消费者心智的抓取和品牌形象的塑造方式都可以为我们看小熊提供思路。

根据网络问卷调查结果，我们发现很多人选择喜茶并不是因为其口味更好，而是出于好奇心理或者朋友推荐，更有相当一部分消费者认为喜茶能够代表一种生活方式，也能够作为和大家的共同话题。这也非常符合当下年轻人的消费心理——不只追求单纯的产品物质需求，更

看重消费带来的精神满足。奶茶品牌众多，但只有喜茶做到了这一点。**因此，我们认为喜茶已经跳脱出了传统奶茶或者饮品的竞争领域，转而成为代表一种具备社交属性的消费方式。。**

图 41：消费者喝喜茶的原因问卷调查结果



资料来源：网络问卷调查，信达证券研究所

喜茶之所以能够成为一个潮牌，我们认为核心原因在于其客群的精准定位、对消费者心理的精准把握以及品牌体系化的打造：

1）喜茶定位年轻白领群体，店铺选址多在城市核心的 CBD 商务区，店铺装修风格极具青春活力，将现代元素与茶文化中的禅意元素相结合，从而将品牌价值与年轻青春时尚相关联，极大地迎合了年轻消费群体；

2）精准利用“口红效应”进行营销，青年群体往往收入不高，但又热爱追求时尚，不甘于被潮流落下，一杯喜茶平均 20~30 元左右的价格并不会给年轻人带来消费的心理负担，反而给予年轻人一定心理慰藉；

3）重视品牌体系化打造，喜茶已逐渐向生活方式品类靠拢。喜茶推出了很多带有强烈品牌标记和美学风格的日常用品，包括手机壳、雨伞和 T 恤等，不仅可以帮助喜茶与消费者加强情感联系，还能深度占领消费者心智。

图 42：喜茶店面形象符合白领审美



资料来源：搜狐，信达证券研究所

图 43：品牌形象展现出一定文化特质



资料来源：新浪，信达证券研究所

通过梳理小熊在品牌营销历史，我们能够发现小熊与 Linefriends 和喜茶之间存在诸多相似之处，而且小熊在具备潮牌体质的同时，又具备传统潮牌所不具备的制造能力，我们认为小熊未来或可成长为兼具制造能力和潮牌体质的结合体。

公司具备新渠道的品牌基因，方式灵活+紧密切合渠道特质：

传统电商时期，公司主要在各电商平台投放广告进行品牌宣传，例如天猫平台的钻石展位和直通车，以及京东商城的框架广告和京准通等，均实现了不错的品牌传播效果；除了线上的推广模式之外，公司也积极尝试线下营销方式，例如在电梯、机场等公共场所进行户外广告投放，以及出席中国家电及消费电子博览会和中国品牌论坛。公司早期的营销方式相对传统，但也较好地完成了品牌形象的初步塑造工作。

表 4：公司传统营销模式梳理

推广模式	销售模式	推广方式	费用承担方
电商平台广告投放	线上经销	以天猫商城为例，主要有**钻石展位**和**直通车**等推广方式。 1、钻石展位是以图片为基础，精准定向为核心，面向全网精准流量竞价的展示推广平台。 2、直通车是通过卖家设置与推广商品相关的关键词与出价，在卖家搜索相应关键词时，	公司+经销商（按比例分摊）
	线上直销	商品获得展现和流量，实现精准营销。	公司承担
	电商平台入仓	以京东商城为例，主要分为**框架广告**和**京准通**。 1、框架广告投放是指公司与京东签订框架性广告合同，约定按销售额的一定比例展示广告的最低限额，由京东负责进行投放。 2、京准通投放与在天猫商城投放的钻石展位和直通车业务相似，公司享有自主投放权。	1、电商平台 2、公司承担
户外广告投放	面向所有销售模式	电梯框架广告、机场大屏（LED 大屏，独立式刷屏、行李转盘刷屏）、候车厅广告等。	公司承担
论坛晨会		中国家电及消费电子博览会（AWE）、第三届中国品牌论坛等	公司承担

资料来源：公司招股书，信达证券研究所

随着移动互联网的发展，公司与时俱进采用更加沉浸化的营销方式，开始为产品注入“小确幸”的文化形象。在这一阶段，公司在《我是证人》《穿越吧厨房》等多部影视作品中植入广告，也邀请了张艺兴、蓝盈莹等青年偶像为产品代言，进一步强化年轻品牌形象。此外，公司还拍摄了《爱不停炖》系列微电影，用更沉浸的方式实现了品牌传播。公司通过以上营销方式，既提升了品牌知名度，也使公司品牌形象不断外化，逐步成为一个“青年小确幸”文化符号，而不再只是一个简单的家电品牌标识。

表 5：公司新型营销模式梳理

推广模式	销售模式	推广方式	费用承担方
影视剧与综艺节目广告植入	面向所有销售模式	与影视公司、电视台合作，通过广告植入进行品牌宣传。已植入的影视剧包括**《我是证人》《穿越吧厨房》《时尚男人帮》《醉玲珑》**等	公司承担
明星宣传		**张艺兴：“熊抱张艺兴，共创生日礼”主题活动** **蓝盈莹：“生活复兴，肆意年轻”主题活动**	公司承担
新媒体营销		通过优酷、土豆、微信、微博、百度和美拍等新媒体进行产品营销，现后推出 5 部**《爱不停炖》系列微电影**	公司承担

资料来源：公司招股书，信达证券研究所

图 44：公司通过拍摄《爱不停炖》微电影进行宣传



资料来源：公司招股书，信达证券研究所

图 45：公司邀请青年偶像代言



资料来源：公司招股书，信达证券研究所

社交电商时代，公司品牌形象继续外化，开始具备流量 IP 潜质。近期，公司与小马宝莉和大石晓规等推出联名产品，不断丰富品牌内涵，而且与其他品牌单纯推出联名款不同，小熊更加注重打造自己的品牌符号：

- **标志 1：打造独有品牌文化，培育差异化品牌优势。**近期，公司开始在直播中进行小熊玩偶和围裙等周边植入，开始通过周边塑造独有的品牌形象与品牌文化，这也逐步构成公司区别美九苏等大众品牌的核心差异。**通过此类周边可以拉近与消费者之间的距离，提高品牌曝光率，最终则能够提升消费者对品牌的黏性。**

图 46：公司推出小马宝莉和大石晓规联名产品



资料来源：小熊电器微信公众号，信达证券研究所

图 47：小熊在直播中加入公仔和围裙等周边



资料来源：淘宝，京东，信达证券研究所

- **标志 2：邀请新生代流量偶像担任品牌代言人，紧抓住核心消费客群。**今年 9 月份，公司邀请网剧《传闻中的陈芊芊》男主角丁禹兮担任品牌代言人，取得了良好的品牌宣传效果，在社群媒体上经常可见丁禹兮粉丝晒单公司的小家电产品，而且以女性居多。由此可见，公司对于目标客群的需求把握十分精准，通过邀请新生代流量偶像做品牌代言人，满足目标客群对偶像的追随心理，大幅提升公司在年轻女性用户心中的好感度。

图 48：公司邀请网剧《传闻中的陈芊芊》男主丁禹兮代言



资料来源：新浪微博，小熊电器微信公众号，信达证券研究所

图 49：丁禹兮粉丝在微博晒单小熊产品



资料来源：新浪微博，信达证券研究所

- **标志 3：线上旗舰店粉丝数众多，逐渐从经营产品向经营用户转变。**通过多重营销方式，公司线上旗舰店粉丝数量已十分可观，京东自营旗舰店和天猫官方旗舰店粉丝数量分别达到 323.9 万人和 180 万人，其他几大品类专卖店粉丝数同样众多，例如厨房电器旗舰店粉丝数达到 270 万。相比之下，同为网红小家电的摩飞天猫旗舰店和京东自营旗舰店粉丝数仅 74.9 万和 45.3 万；作为经营大众市场多年的传统品牌，九阳和苏泊尔天猫旗舰店的粉丝数也均在 270 万左右，公司与其并没有太大差距。由此可见，公司“吸粉能力”极强。

表 6：各小家电品牌天猫与京东官方店粉丝数

天猫店铺	粉丝数	京东店铺	粉丝数
小熊电器官方旗舰店	**180 万**	**小熊京东自营旗舰店**	**324.9 万**
小熊厨房电器旗舰店	**270 万**	**小熊官方旗舰店**	**47.8 万**
小熊生活电器旗舰店	**76.3 万**	摩飞京东自营旗舰店	45.3 万
摩飞电器旗舰店	74.9 万	摩飞电器旗舰店	36.2 万
摩飞电器多维互动专卖店	24.1 万	北鼎京东自营旗舰店	42.4 万
北鼎官方旗舰店	92.1 万	北鼎官方旗舰店	34.4 万
九阳官方旗舰店	278 万	九阳京东自营旗舰店	572.2 万
九阳厨房旗舰店	251 万	苏泊尔京东自营旗舰店	323.2 万
苏泊尔官方旗舰店	276 万	苏泊尔官方旗舰店	174.1 万

资料来源：天猫，淘宝，信达证券研究所

在具备大规模粉丝群体之后，如何对粉丝进行有效运营将是更重要的课题，而在这一方面，我们认为公司在粉丝群体规模与单个粉丝贡献上仍有较大的挖掘空间。

根据公司公告及淘数据等进行测算：

小熊历年小家电累计销量在 1.8 亿台左右，假设用户平均购买约 1.8 件，推算得到公司当前的用户数约为 1 亿；

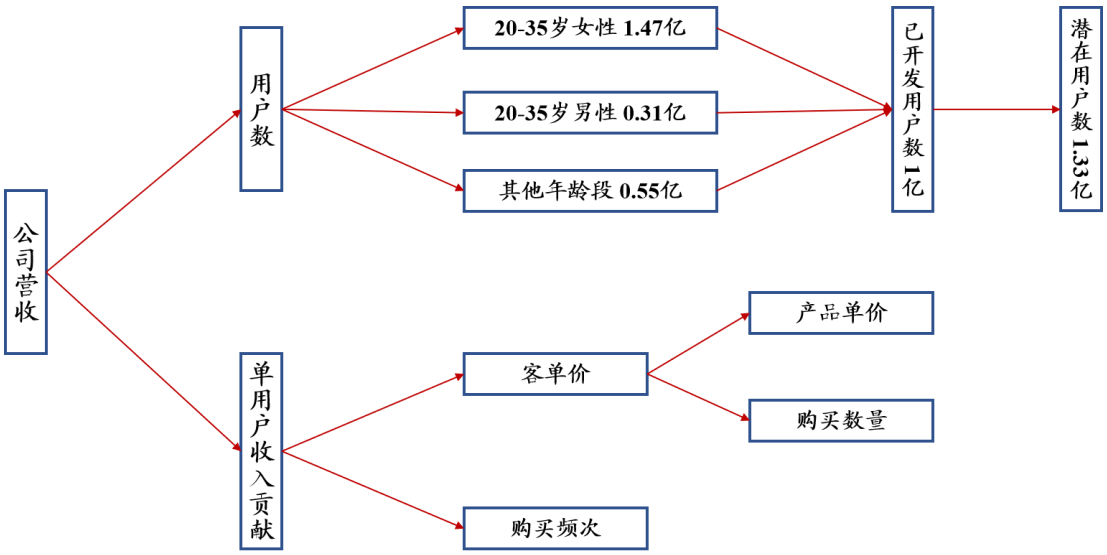
假设公司的目标客户群体为 20-35 岁之间的女性用户，该部分人群在我国人口占比约为 10.8%，约 1.47 亿；假设同年龄段约有 20%男性也为公司目标用户，约 0.31 亿人；假设其他年龄段约 5%为公司目标群体，约 0.55 亿人。**综上测算，我们预计小熊的潜在用户人群**

数量约 2.33 亿人。

因此我们认为，在新增客户开发上，小熊仍有相对于当前 1.3 倍以上的新增用户开拓空间。从 2020 年双十一来看，公司净新增消费者数量超过 2380 万，说明公司在开发新用户上节奏仍然较为顺利。

同时，从单用户收入贡献来看，公司产品价格带虽然一直贯彻性价比战略，但也呈现稳步上移的态势，未来也将驱动营收高增。

图 50：公司通过经营用户营收仍有较大弹性



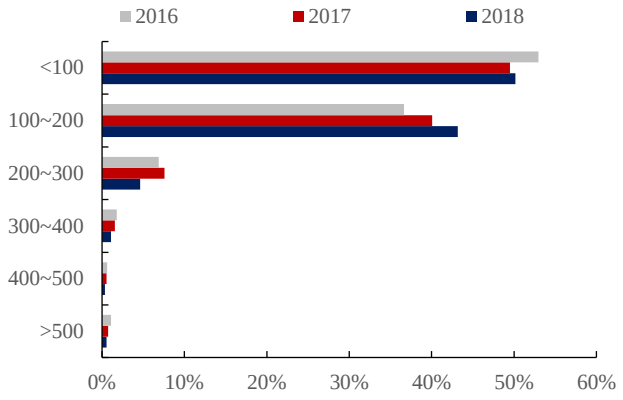
资料来源：信达证券研究所测算

图 51：2020 年双 11 公司净新增消费者 2380 万



资料来源：小熊电器微信公众号，信达证券研究所

图 52：公司产品价格带稳步上移



资料来源：公司公告，信达证券研究所

三、母婴个护+非电新品带来增量空间，海外市场广阔大有可为

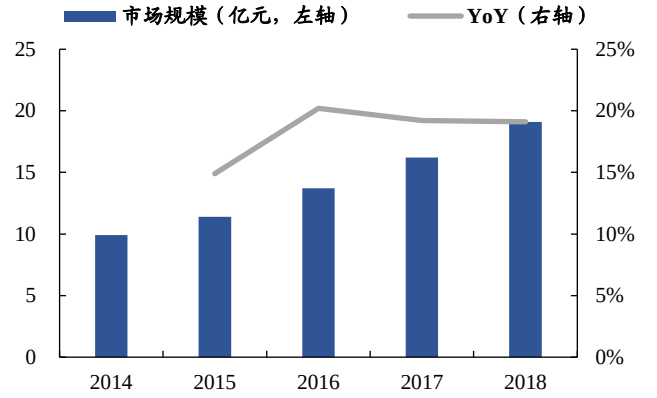
1、母婴个护+非电新品加速放量，新增长点顺利打开

公司通过前期品牌端与制造端积累，差异化优势已完成初步构筑，并开始发挥这种优势向外拓展，开始实现对用户的运营，母婴与个护小家电品类或是公司中期维度上重要的成长点。

1.1 母婴家电行业机会明确，公司可实现用户自然流转

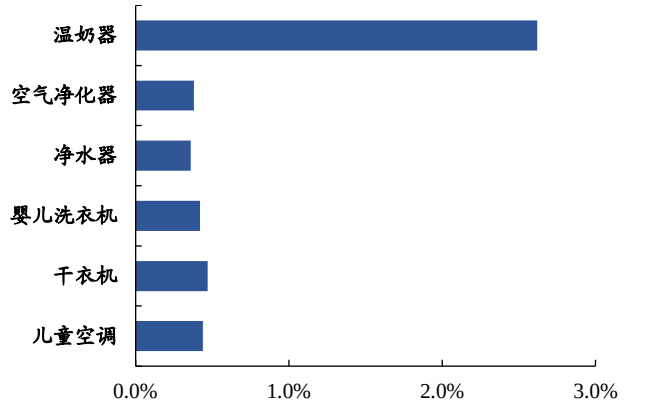
从行业端来看，我国母婴家电市场规模处于迅速扩张时期，据中烟普华数据，我们母婴家电市场规模 2018 年接近 20 亿元，2016 年至 2018 年均保持 20%左右同比增速；同时，目前主要母婴家电的渗透率也处于较低水平，例如温奶器渗透率最高但也仅有 2.62%，其余品类均不足 1%，**行业距离渗透率天花板仍有很远距离，具备较大的成长潜力。**

图 53：母婴家电市场规模处于快速增长时期



资料来源：中研普华，信达证券研究所

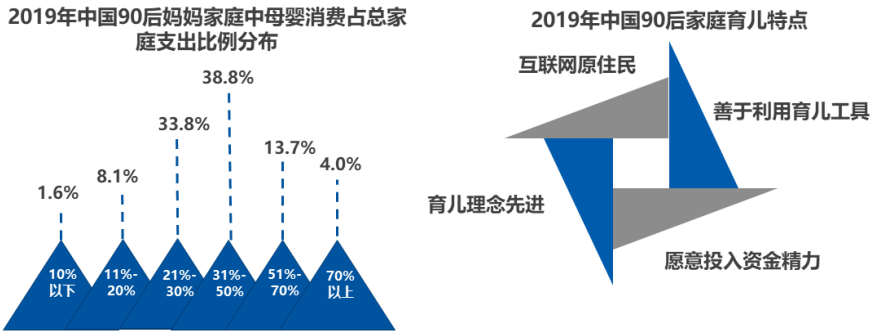
图 54：主要母婴家电渗透率依然偏低



资料来源：中研普华，信达证券研究所

同时，由于 90 后逐渐成为生育主力人群，行业整体消费层次相比以往也有显著提升。据奥维云网和艾瑞咨询数据，约 90.3%的“90 后妈妈”母婴消费支出占家庭支出比例达到 20%以上，同时这部分人群多为互联网原住民，善于育儿且理念先进，愿意投入时间和精力，同时善于使用育儿工具。因此，我们认为母婴家电将会呈量价齐升态势，市场规模稳步扩张。

图 55：90 后育儿观念先进，母婴类占家庭支出比例庞大



资料来源：AVC，信达证券研究所

目前母婴家电市场多为母婴品牌且集中度低，较少有家电企业布局，具备明确机会。小熊是较早布局母婴领域的家电品牌之一，且母婴家电主要受众与其原有客群重合度较高，容易

实现用户在不同品类之间的自然流转。同时，由于小熊具备多年丰富的家电生产经验，所以相比母婴品牌在制造端更具优势。因此，我们认为母婴家电具备成为公司下一个增长点的潜力。

图 56：家电企业目前较少布局母婴品类



资料来源：AVC，信达证券研究所

从产品策略来看，公司并不局限于推出母婴单品，旨在布局母婴用品的全场景生态圈，提供一整套解决方案。目前，公司不仅推出了婴儿吸管杯、婴儿辅食机等饮食小家电，还推出了指甲刀和理发器等多种护理类小家电。公司通过提供一整套母婴解决方案，能够实现对用户的运营，从而形成价值延申。

表 7：公司母婴产品布局全场景

品类	产品名称	价格	品类	产品名称	价格
厨电类	小熊（Bear）电炖锅电炖盅婴儿辅食机	109	其他类	小熊（Bear）婴儿围兜宝宝吃饭全硅胶口水兜	36
其他类	小熊（Bear）奶瓶夹防滑婴儿奶瓶消毒钳夹子	16.9	其他类	小熊（Bear）宝宝学饮杯吸管杯	59
其他类	小熊（Bear）玻璃辅食杯保鲜盒套装	89	其他类	小熊（Bear）婴儿童桌角门窗安全防护条	26
其他类	小熊（Bear）恒温调奶器 1L 温奶器奶瓶消毒器多合一	278	护理类	小熊（Bear）儿童电动牙刷	119
护理类	小熊（Bear）吸奶器手动 4 档吸力吸乳器	59	厨电类	小熊（Bear）恒温调奶器	299
护理类	小熊（Bear）婴儿理发器成人儿童电推剪	109	厨电类	小熊（Bear）料理机婴儿辅食机便携式榨汁机	168
护理类	小熊（Bear）宝宝辅食剪刀	59	厨电类	小熊（Bear）多功能宝宝奶瓶蒸汽消毒锅二合一	209
其他类	小熊（Bear）奶瓶刷婴儿奶瓶刷套装	29	厨电类	小熊（Bear）温奶器婴儿暖奶器消毒器四合一	299

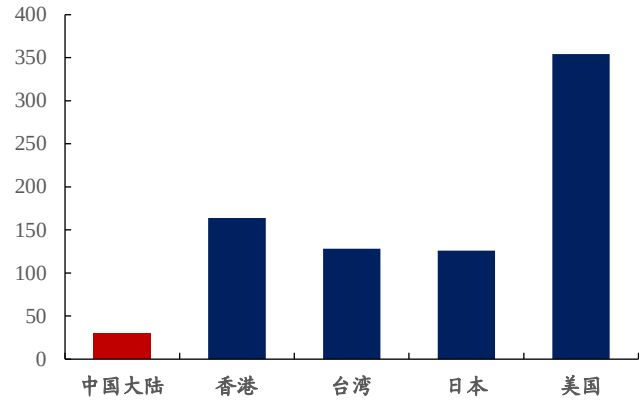
资料来源：小熊电器京东母婴旗舰店，信达证券研究所整理

2.2 个护小家电处于快速渗透期，公司布局正当时

与母婴家电市场非常相似，我国个人护理类小家电市场也处于快速发展时期，渗透率水平相比发达国家也偏低。据中国产业信息网数据，目前我国个人护理类小家电每百户保有量仅 30 台，而香港台湾地区和日本均超过 100 台，美国更是超过 300 台，我国目前的渗透率水平还有较大提升空间。

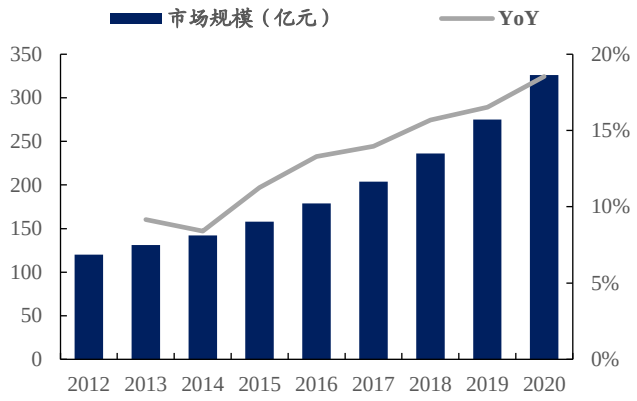
不过，伴随我国经济快速发展和居民收入水平的提升，我国个人护理类小家电的市场规模正处于快速扩张期，预计 2020 年市场规模可以达到 326 亿元，同比增速达到 18.55%。

图 57：我国个护小家电百户保有量依然偏低



资料来源：中国产业信息网，信达证券研究所

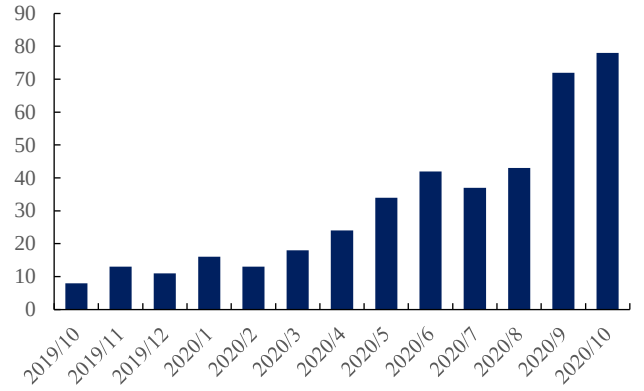
图 58：我国个护小家电市场规模快速扩张



资料来源：中国产业信息网，信达证券研究所

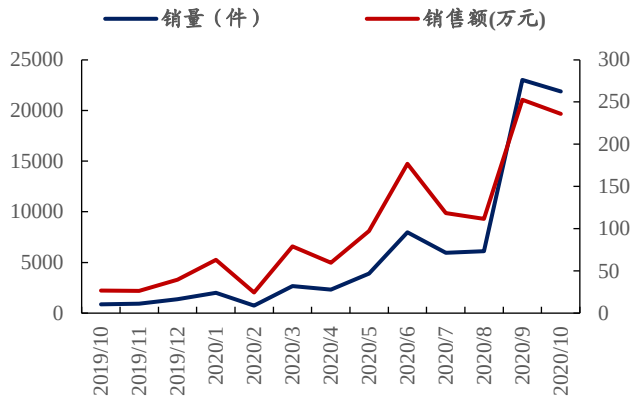
目前，公司不断加快个护产品布局，截止 2020 年 10 月份公司个人护理类单品数量已经超过 70 个，淘系平台销售额也不断增加，从 2019 年 10 月份不足 27 万元快速上升至 2020 年 10 月的 236 万元，逐步成为公司另一大增长点。此外，小熊还积极推出收纳盒、炊具等非电类产品，向家居生活领域自然延伸。

图 59：公司个护单品数量快速增加



资料来源：淘数据，信达证券研究所

图 60：公司个护产品在淘系平台销售额迅速提升

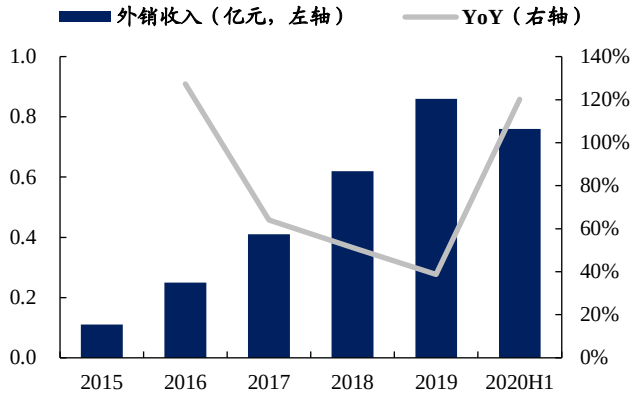


资料来源：淘数据，信达证券研究所

2、海外市场大有可为，成立跨境电商公司彰显发展潜力

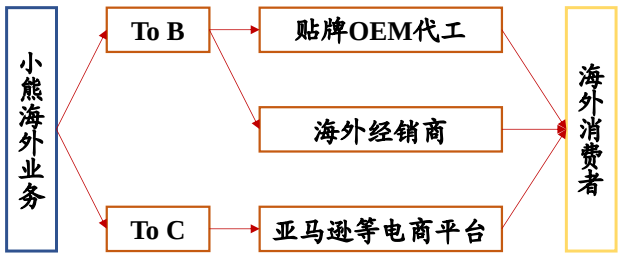
公司高度重视海外市场的开拓，外销收入虽然占比较低，但保持较快增速。据公司公告，2020 年上半年公司实现外销收入 0.76 亿元，同比增长 120.11%，预计 2020 年全年可以实现翻倍增长。从运营模式来看，公司海外业务主要分为 To B 和 To C 两种，其中 To B 业务主要是贴牌 OEM 代工业务以及为通过海外经销商进行销售，To C 业务则使通过亚马逊等电商平台进行销售。

图 61：公司外销收入保持较快增速



资料来源：公司公告，信达证券研究所

图 62：公司海外业务主要运营模式



资料来源：公司调研，信达证券研究所

此外，公司内部也成立了专门从事海外业务的外销部门，地位与内销部门平齐；同时，公司还成立小熊电子商务公司，主要从事跨境电商业务。公司通过代工与自有品牌双线出海，凭借优秀的制造端能力与设计功底，外销亦有望成为成长的又一大助力。

图 63：公司成立小熊电子商务公司以从事跨境电商



公司背景 7 | 司法风险 0 | 经营风险 0 | 公司发展 0 | 经营状况 0 | 知识产权 0 | 历史信息 0

工商信息 | 发生变更时通知我 | 天眼查

法定代表人	陈卓君 他有 3 家公司，分布如下 广东（共3家） 广东小熊婴童用品有限...等	经营状态	存续
		成立日期	2020-11-05
		工商注册号	-
		营业期限	2020-11-05 至 无固定期限
注册资本	1000万人民币	实缴资本	-
统一社会信用代码	91440606MA55H86117	组织机构代码	MA55H8611
纳税人识别号	91440606MA55H86117	纳税人资质	-
公司类型	有限责任公司(法人独资)	行业	商务服务业
核准日期	2020-11-05	登记机关	佛山市顺德区市场监督管理局
人员规模	-	参保人数	-
曾用名	-	英文名称	-
注册地址	广东省佛山市顺德区勒流街道冲鹤村富安工业区（顺德支流北岸片）D-XB-03-02-06-08地块（住所申报）		
经营范围	许可项目：网络文化经营；技术进出口；进出口代理；货物进出口。一般项目：市场营销策划；企业形象策划；广告制作；广告发布（非广播电台、电视台、报刊出版单位）；广告设计、代理；社会经济咨询服务；市场调查（不含涉外调查）；互联网销售（除销售需要许可的商品）；家用电器研发；家用电器销售；家用电器零配件销售；母婴用品销售；日用品销售；信息咨询服务（不含许可类信息咨询服务）；国内贸易代理；非居住房地产租赁；物业管理。(依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动)〓		

资料来源：天眼查，信达证券研究所

盈利预测、估值与投资评级

盈利预测及假设

我们按小熊电器的收入结构将业务拆分为厨房小家电、生活小家电以及其他小家电三大类。其中厨房小家电拆分为电动类、锅煲类、壶类、电热类、西式类等。各品类按照量价因子拆分，考虑今年疫情影响带来的需求波动性以及公司战略业务发展重心，进行收入预测。

其中，考虑母婴个护等新兴品类的高速增长以及传统小家电市场环境及竞争格局等因素，我们预计公司 2020-2022 年收入为 38.5、49.4、65.8 亿元，同比增速为 43.1%、28.3%、33.3%；我们预计 2020-2022 年公司归母净利润为 4.65、5.74、7.61 亿元，同比增速为 73.4%、23.5%、32.6%；对应 EPS 分别为 2.98、3.68、4.88 元/股，PE 为 37.3、30.2、22.8 倍。

表 8：公司主营产品销量预测

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销量（万）	1420.9	2024.3	2468.8	3219.0	4510.9	5688.4	7337.1
厨房小家电	1168.0	1685.3	2094.6	2703.6	3775.9	4610.0	5621.0
电动类	240.4	393.8	510.5	740.2	1169.5	1403.4	1684.1
锅煲类	239.0	355.6	468.9	619.0	773.7	974.9	1218.6
壶类	159.5	325.1	425.4	565.8	582.8	641.1	705.2
电热类	452.8	465.5	472.2	495.8	684.1	855.2	983.5
西式类	76.3	145.3	217.6	282.9	565.8	735.5	1029.7
生活小家电	249.3	337.1	370.1	466.3	489.6	587.5	734.4
其他小家电	3.6	1.8	4.1	49.1	245.4	490.8	981.7

资料来源：公司公告，信达证券研究所

表 9：公司主营产品销量同比增速

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总销量 YoY	42.5%	22.0%	30.4%	40.1%	26.1%	29.0%
厨房小家电	44.3%	24.3%	29.1%	39.7%	22.1%	21.9%
电动类	63.8%	29.6%	45.0%	58.0%	20.0%	20.0%
锅煲类	48.8%	31.9%	32.0%	25.0%	26.0%	25.0%
壶类	103.9%	30.9%	33.0%	3.0%	10.0%	10.0%
电热类	2.8%	1.4%	5.0%	38.0%	25.0%	15.0%
西式类	90.5%	49.7%	30.0%	100.0%	30.0%	40.0%
生活小家电	35.2%	9.8%	26.0%	5.0%	20.0%	25.0%
其他小家电	-48.7%	125.1%	1091.4%	400.0%	100.0%	100.0%

资料来源：公司公告，信达证券研究所

表 10：公司主要产品单价

单价（元）	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
厨房小家电	74.7	81.9	82.7	82.8	83.4	84.1	85.9
电动类	69.3	74.9	76.7	77.4	79.7	81.3	82.5
锅煲类	95.9	97.2	93.6	90.9	89.1	90.0	91.4
壶类	93.3	97.4	95.3	92.9	89.2	87.4	85.7
电热类	56.6	58.9	59.1	59.7	60.8	61.3	61.9
西式类	93.4	102.2	99.2	99.4	104.4	105.4	108.1
生活小家电	69.4	77.1	79.2	81.9	86.0	87.7	90.3
其他小家电	63.9	116.6	77.9	99.5	101.5	102.5	105.0

资料来源：公司公告，信达证券研究所

表 11：公司主营产品单价同比增速

单价 YoY	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
厨房小家电	9.6%	1.0%	0.2%	0.7%	0.9%	2.1%
电动类	8.0%	2.4%	0.9%	3.0%	2.0%	1.5%
锅煲类	1.4%	-3.7%	-2.9%	-2.0%	1.0%	1.5%
壶类	4.3%	-2.1%	-2.6%	-4.0%	-2.0%	-2.0%
电热类	4.0%	0.5%	0.9%	1.8%	0.8%	1.0%
西式类	9.3%	-2.9%	0.2%	5.0%	1.0%	2.5%
生活小家电	11.1%	2.7%	3.4%	5.0%	2.0%	3.0%
其他小家电	82.6%	-33.2%	27.7%	2.0%	1.0%	2.4%

资料来源：公司公告，信达证券研究所

表 12：公司营业总收入拆分及预测

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总收入（亿元）	**10.5**	**16.5**	**20.4**	**26.9**	**38.5**	**49.4**	**65.8**
厨房小家电	8.7	13.8	17.3	22.4	31.5	38.8	48.3
电动类	1.7	2.9	3.9	5.7	9.3	11.4	13.9
锅煲类	2.3	3.5	4.4	5.6	6.9	8.8	11.1
壶类	1.5	3.2	4.1	5.3	5.2	5.6	6.0
电热类	2.6	2.7	2.8	3.0	4.2	5.2	6.1
西式类	0.7	1.5	2.2	2.8	5.9	7.8	11.1
生活小家电	1.7	2.6	2.9	3.8	4.2	5.2	6.6
其他小家电	0.0	0.0	0.0	0.5	2.5	5.0	10.3
其他业务	0.1	0.0	0.1	0.2	0.3	0.4	0.6

资料来源：公司公告，信达证券研究所

表 13：公司营业总收入同比增速

		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总收入 YoY		**56.2%**	**24.0%**	**31.7%**	**43.1%**	**28.3%**	**33.3%**
厨房小家电		58.2%	25.5%	29.3%	40.6%	23.2%	24.5%
	电动类	77.0%	32.8%	46.3%	62.7%	22.4%	21.8%
	锅煲类	50.8%	27.0%	28.2%	22.5%	27.3%	26.9%
	壶类	112.7%	28.1%	29.6%	-1.1%	7.8%	7.8%
	电热类	6.9%	1.9%	6.0%	40.5%	26.0%	16.2%
	西式类	108.2%	45.5%	30.2%	110.0%	31.3%	43.5%
生活小家电		50.2%	12.8%	30.3%	10.3%	22.4%	28.8%
其他小家电		-6.4%	50.5%	1421.5%	410.0%	102.0%	104.8%
其他业务		-27.4%	170.2%	41.5%	50.0%	40.0%	40.0%

资料来源：公司公告，信达证券研究所

可比公司估值

横向比较，小熊估值高于九阳、苏泊尔等传统小家电龙头，略高于同处长尾小家电市场的新宝，远低于北鼎。中期维度来看，公司原有品类的持续扩张以及母婴个护和非电产品的持续放量，都将推动公司保持快速增长；长期来看优秀的营销将塑造更强大的品牌力，公司有望成为更高维度的竞争者，我们首次覆盖给予“买入”评级。

表 14：可比公司估值

股票名称	市值（亿元）	股价（元）	PE			EPS（元/股）			营业总收入（亿元）			归属母公司股东净利润（亿元）		
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
小熊电器	173	111	64.6	37.3	30.2	1.72	2.98	3.68	26.9	38.5	49.4	2.7	4.7	5.7
九阳股份	275	36	23.4	29.8	25.5	1.07	1.19	1.39	93.5	106.1	121.8	8.2	9.2	10.7
苏泊尔	591	72	32.8	30.2	26.1	2.34	2.33	2.70	198.5	197.5	224.4	19.2	19.1	22.2
新宝股份	359	45	19.2	33.0	26.9	0.86	1.35	1.66	91.3	117.5	135.5	6.9	10.8	13.2
北鼎股份	68	32	/	68.6	51.8	0.40	0.45	0.60	5.5	6.5	8.0	0.7	1.0	1.3
飞科电器	238	55	23.9	35.2	32.0	1.57	1.55	1.71	37.6	37.0	40.0	6.9	6.8	7.5
莱克电气	147	36	18.9	25.7	22.4	1.25	1.37	1.57	57.0	59.2	66.0	5.0	5.6	6.5

资料来源：Wind，信达证券研究所

风险因素

行业竞争加剧，新品开拓不及预期，原材料价格大幅上涨等。

资产负债表					单位:百万元
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	6.84	19.92	26.32	34.40	46.06
货币资金	2.59	5.92	10.43	16.24	24.55
应收票据	0.01	0.26	0.20	0.29	0.41
应收账款	0.68	1.05	1.32	1.76	2.35
预付账款	0.09	0.12	0.19	0.23	0.30
存货	3.13	4.32	5.91	7.59	10.11
其他	0.33	8.25	8.27	8.29	8.33
非流动资产	3.75	5.40	7.26	8.86	10.03
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产(合计)	1.12	1.37	2.46	3.60	4.60
无形资产	2.00	2.01	1.98	1.94	1.91
其他	0.63	2.02	2.82	3.32	3.52
资产总计	10.59	25.32	33.58	43.26	56.09
流动负债	5.86	8.65	11.10	14.10	18.31
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	2.11	3.93	4.41	6.00	8.05
应付账款	2.14	1.91	3.25	4.05	5.29
其他	1.61	2.81	3.45	4.05	4.98
非流动负债	0.14	0.03	0.03	0.03	0.03
长期借款	0.11	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.02	0.03	0.03	0.03	0.03
负债合计	5.99	8.68	11.13	14.13	18.34
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	4.60	16.65	22.45	29.13	37.75
负债和股东权益	10.59	25.32	33.58	43.26	56.09

重要财务指标					单位:百万元
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	20.41	26.88	38.46	49.36	65.78
同比(%)	24.0%	31.7%	43.1%	28.3%	33.3%
归属母公司净利润	1.86	2.68	4.65	5.74	7.61
同比(%)	26.6%	44.6%	73.4%	23.5%	32.6%
毛利率(%)	32.5%	34.3%	34.9%	35.2%	35.4%
ROE%	40.4%	16.1%	20.7%	19.7%	20.2%
EPS (摊薄)(元)	1.19	1.72	2.98	3.68	4.88
P/E	93.40	64.60	37.25	30.17	22.76
P/B	37.69	10.41	7.72	5.95	4.59
EV/EBITDA	34.73	32.23	28.14	22.24	16.09

利润表					单位:百万元
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	20.41	26.88	38.46	49.36	65.78
营业成本	13.78	17.67	25.04	31.97	42.47
营业税金及附加	0.15	0.15	0.23	0.30	0.40
销售费用	2.86	3.96	5.33	7.16	9.73
管理费用	0.72	0.90	1.27	1.63	2.14
研发费用	0.47	0.77	1.08	1.43	1.97
财务费用	0.03	-0.01	0.00	0.00	0.00
减值损失合计	0.10	-0.11	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.01	0.05	0.29	0.22	0.33
其他	-0.13	-0.06	0.09	0.12	0.15
营业利润	2.39	3.32	5.88	7.21	9.54
营业外收支	0.00	0.00	-0.03	0.00	0.00
利润总额	2.39	3.32	5.85	7.21	9.54
所得税	0.53	0.64	1.20	1.47	1.93
净利润	1.86	2.68	4.65	5.74	7.61
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	1.86	2.68	4.65	5.74	7.61
EBITDA	2.81	3.95	5.79	7.06	9.24
EPS (当年)(元)	1.19	1.72	2.98	3.68	4.88

现金流量表					单位:百万元
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	3.10	4.06	5.24	6.43	8.32
净利润	1.86	2.68	4.65	5.74	7.61
折旧摊销	0.37	0.52	0.28	0.19	0.18
财务费用	0.02	0.00	0.00	0.00	0.00
投资损失	-0.01	-0.05	-0.29	-0.22	-0.33
营运资金变动	0.74	0.70	0.57	0.72	0.87
其它	0.12	0.21	0.03	0.00	0.00
投资活动现金流	-1.71	-9.99	-1.09	-0.63	-0.01
资本支出	-0.70	-2.24	-1.38	-0.85	-0.35
长期投资	-1.02	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.01	-7.75	0.29	0.22	0.33
筹资活动现金流	-0.87	8.86	0.36	0.00	0.00
吸收投资	0.00	9.54	0.36	0.00	0.00
借款	-0.30	-0.11	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	-0.02	-0.01	0.00	0.00	0.00
现金流净增加额	0.51	2.93	4.51	5.80	8.31

研究团队简介

罗岸阳，分析师 SAC 执业编号：S1500520070002，曾就职于天风证券，国金证券。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	**买入：**股价相对强于基准 20%以上；	**看好：**行业指数超越基准；
	增持：股价相对强于基准 5%～20%；	**中性：**行业指数与基准基本持平；
	持有：股价相对基准波动在±5% 之间；	**看淡：**行业指数弱于基准。
	卖出：股价相对弱于基准 5%以下。	

评级说明

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。