小熊电器深度：长尾战场的空间和未来竞争格局新解

投资评级：增持（首次）

报告日期：2020-09-28

收盘价（元）	118.35
近 12 个月最高/最低（元）	162.13/54.11
总股本（百万股）	156
流通股本（百万股）	156
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	185
流通市值（亿元）	185

分析师：虞晓文

执业证书号：S0010520050002

电话：

邮箱：yuxw@hazq.com

联系人：谢丽媛

执业证书号：S0010120050004

电话：

邮箱：xiely@hazq.com

相关报告

主要观点：

- **公司主战场空间大、风险低，未来成长可期。**

我们将 40 个小家电品类按照使用频率和潜在渗透率两个维度分为四个大类，并针对 40 个品类逐一详细测算各品类发展空间，发现小熊主打的高量低频（C 类）和长尾低频（D 类）仍有非常大的发展空间，尤其是长尾低频（D 类）属于各大龙头品牌介入意愿较低的品类，公司未来成长可期。

- **前端：抓住“渠道为王”向“产品与营销为王”时代转折点的红利**

公司凭借率先进入电商渠道的先发优势，抓住“渠道为王”向“以产品和营销为关键竞争壁垒”的时代转折机遇，充分享受时代转折红利，以高颜值的产品优势和营销能力，不断在更年轻的消费者群体中迭代，提前占领未来主流消费人群的心智。

- **后端：扁平化组织架构+自主研发+自主生产，构筑核心竞争力**

后端高效的组织能力是前端实现“攻城略地”的重要保障。小熊采用扁平化的组织架构，有效精简了沟通层级，保障了公司应对市场变化的机动性和灵活性。通过坚持自主研发和自主生产，不断沉淀技术实力，使得公司产品品控和使用体验持续优化，社会声誉亦稳步提升。

- **投资建议**

我们预计公司 2020-2022 年分别实现营业收入 36.9、47.6、62.9 亿元，对应增速分别 37.1%、29.3%、32.0%，预计公司归母净利润分别 4.8、5.8、7.8 亿元对应增速分别 78.0%、22.3%、34.1%，对应 EPS 分别为 3.06、3.74、5.02 元/股，当前股价对应 2020-2022 年分别 44.5x、36.4x、27.1xPE，给予增持评级。

- **风险提示**

原材料价格波动，竞争格局加剧风险；新品研发不及市场预期。

- **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2019	2020	2021	2022
营业收入	2688	3685	4764	6287
收入同比（%）	31.7%	37.1%	29.3%	32.0%
归属母公司净利润	268	477	584	783
净利润同比（%）	44.6%	78.0%	22.3%	34.1%
毛利率（%）	34.3%	36.4%	36.0%	36.5%
ROE（%）	16.1%	22.3%	21.4%	22.3%
每股收益（元）	1.72	3.06	3.74	5.02
P/E	40.37	44.45	36.35	27.11
P/B	6.50	9.90	7.77	6.04
EV/EBITDA	19.58	24.03	19.50	14.30

资料来源： wind，华安证券研究所

正文目录

引言 5
1 市场空间：小熊定位市场尚处蓝海 5
1.1 小熊的定位：精准且细分 5
1.2 小熊的目标市场：从狭义年轻女性到广义城镇家庭 9
1.3 市场空间测算：40 单品 4 大类分析详细测算 11
1.4 小家电的基本竞争格局：传统小家电 VS 新兴小家电 16
2 前端：抓住“渠道为王”向“产品与营销为王”时代转折点的红利 19
2.1 渠道端：乘电商的风而起 20
2.2 营销端：潮流适应者，多方式种草，打造品牌软实力 23
3 后端：扁平化组织架构+自主研发+自主生产，构筑核心竞争力 25
3.1 组织架构：扁平化，机动性和灵活性高 25
3.2 研发端：自主研发+自主生产，牢牢把握企业命脉 26
3.3 供应链端：高效有序，灵活适应需求变化 28
4 公司基础信息 31
4.1 股权结构与管理层简介 31
4.2 基本财务数据 32
5 投资建议 35
风险提示： 38
财务报表与盈利预测 39

图表目录

图表 1 小熊电器多品类贡献收入增速（亿元）.....6
图表 2 小熊电器部分在售产品.....6
图表 3 公司京东旗舰店在销品类 SKU 梳理.....7
图表 4 公司均价在 50-150 元区间的产品占比超 7 成.....8
图表 5 公司 50~200 元区间产品销售量占比 82%.....8
图表 6 苏泊尔、九阳、美的、小熊前十热销宝贝销量及均价分布（按销售量）.....8
图表 7 2008-2018 年中国 25-35 岁女性人口增长 24%.....9
图表 8 新中国第三波婴儿潮：1985-1995 年.....9
图表 9 2000-2018 年高校女生数量逐年攀升，2009 年女生占比首超 50%.....10
图表 10 人均可支配收入的快速提升，激发人们对品质生活的美好追求.....10
图表 11 基于潜在渗透率和使用频率的主流小家电类别划分.....12
图表 12 小家电分类及对应的参数假设.....13
图表 13 小家电 25-35 岁女性用户市场空间测算.....14
图表 14 小家电全中国城镇家庭用户市场空间测算.....16
图表 15 传统小家电线竞争格局稳固，美九苏三家鼎立（销量）.....17
图表 16 传统小家电线竞争格局稳固，美九苏三家鼎立（销售额）.....17
图表 17 新兴小家电竞争格局分散，小熊脱颖而出（销量）.....18
图表 18 新兴小家电竞争格局分散，小熊脱颖而出（销量）.....18
图表 19 不同小家电企业的毛利率对比.....19
图表 20 不同小家电企业的净利率对比.....19
图表 21 小熊电器渠道模式.....20
图表 22 线上渠道贡献公司超过 90%的营收，占据绝对主导地位.....21
图表 23 渠道毛利率：线上直销 > 电商平台入仓 > 线上经销 > 线下经销 > 出口销售.....21
图表 24 2016-2018 年公司渠道毛利率及总体毛利率.....22
图表 25 小家电企业应收账款周转天数对比.....22
图表 26 公司营销模式梳理.....23
图表 27 公司与新媒体合作推出《爱不停炖》系列微电影.....23
图表 28 公司在影视剧《醉玲珑》中软性植入产品广告.....23
图表 29 2015-2019 年公司销售费用不断攀升，但销售费用率基本保持稳定.....24
图表 30 2016-2018 年小熊电器销售费用结构.....24
图表 31 公司组织架构.....25
图表 32 公司研发流程图.....26
图表 33 小家电企业研发费用率对比.....27
图表 34 小家电企业研发人员薪酬对比.....27
图表 35 小家电企业专利申请量对比.....28
图表 36 小熊电器获奖情况.....28
图表 37 不同生产模式出货量占比.....29
图表 38 小熊电器富润系统.....30
图表 39 小家电企业原材料备货周期对比.....30
图表 40 小家电企业在产品生产周期对比.....31
图表 41 小家电企业存货周期对比.....31

图表 42 公司股权结构 32
图表 43 2015-2019 年公司营业收入及增速（亿元） 32
图表 44 2015-2019 年公司归母净利润及增速（亿元） 32
图表 45 塑料价格指数持续走低 33
图表 46 公司受益于原材料价格下跌，毛利率情况得到改善 33
图表 47 公司销售费用率维持在 15%水平，与九阳、苏泊尔表现相近 34
图表 48 公司管理费用率维持在 6%水平，优于多数可比公司 34
图表 49 公司财务费用率维持在 0%水平，与可比公司表现基本相近 35
图表 50 公司 2019 年 ROE 水平处于行业前列 35
图表 51 小熊电器业务拆分预测 37

引言

小熊电器乘电商的风从细分品类切入小家电市场，可谓已获得了阶段性成功。品类众多、不确定性较高，小熊电器未来的增长如何具体预测？大单品龙头是否会切入细分品类、威胁小熊的生存？细分品类还有多大的发展空间？小熊的核心竞争优势是什么？资本市场向小熊电器抛来上述疑问，本篇报告将对这些问题进行重点分析。

我们在本篇报告中将 40 个小家电品类按照使用频率和潜在渗透率两个维度分为四个大类，并针对 40 个品类逐一详细测算各品类发展空间，发现小熊主打的高量低频（C 类）和长尾低频（D 类）仍有非常大的发展空间，尤其长尾低频（D 类）属于各大龙头品牌介入意愿较低的品类。

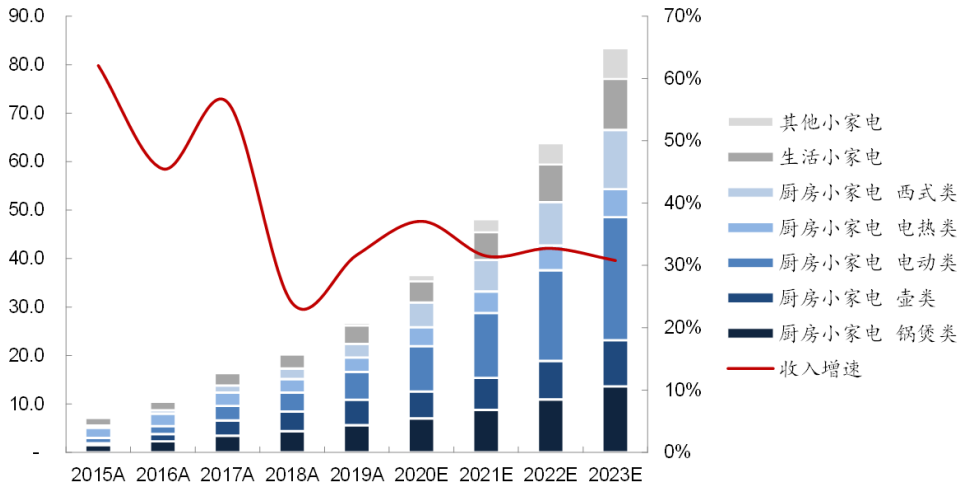
1 市场空间：小熊定位市场尚处蓝海

小熊作为小家电行业的新兴品牌，从竞争激烈的传统小家电市场突出重围、另起山头，本身值得深究。本节首先梳理了小熊的产品现状，指出小熊产品**定位的独到之处**。在市场空间方面，**虽然目前小熊定位主要在 25-35 岁女性群体，但随着公司发展以及公司的客户群体逐步成长为中国主力消费家庭，我们认为公司未来的受众是全中国的家庭**，因此我们从**狭义和广义两个角度**，对小熊所处的**行业空间进行测算**，并展望小熊的发展空间。最后，我们梳理了小家电行业的竞争现状并分析**小熊的生存环境。**

1.1 小熊的定位：精准且细分

公司产品矩阵丰富多元，主要分为厨房小家电、生活小家电和母婴个护等其他小家电，其中，厨房小家电包括锅煲类、电热类、壶类、西式类和电动类五类。2009 年，公司开始涉足环境清洁、母婴和个人护理市场，相继推出加湿器、辅食机、蒸脸器等新品，不断扩充品类。目前，**公司在售的小家电品类超过 30 种，SKU 超过 400 个（京东旗舰店在售 42 个品类，平均每个品类对应约 6 个 SKU），年推新或更新 SKU 超过 100 个。截至 2020Q2，公司已迭代 70 多个 SKU，预计全年将实现迭代 120-130 个。**

图表 1 小熊电器多品类贡献收入增速（亿元）



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 2 小熊电器部分在售产品



资料来源：小熊电器天猫旗舰店，华安证券研究所

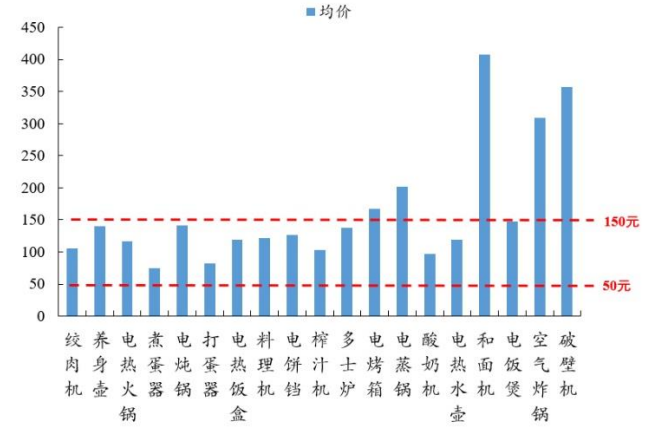
图表 3 公司京东旗舰店在销品类 SKU 梳理

一级类目	二级类目	三级类目	四级类目	价格区间	SKU数量
厨房小家电	电热类	酸奶机	酸奶/米酒/泡菜	89-158	4
			酸奶/米酒/奶酪	299	1
		冰淇淋机	雪糕/冰淇淋	199	1
		黑蒜机	黑蒜	429	1
		煮蛋器	鸡蛋	59-119	5
		蛋卷机	鸡蛋卷/热狗	89-129	2
		电热饭盒	煮饭/蒸饭	109-249	9
		合计			23
	壶类	养生壶	煮茶	119-199	14
			煮茶/炖燕窝	259-399	4
		电热水壶	热水壶/烧水壶	89-199	9
		饮水机	即热式饮水	399	1
		合计			28
	锅煲类	电炖盅	小容量/炖汤/煮粥/辅食	99-199	15
		电炖锅	大容量/炖汤/煮粥	219-299	7
			焖锅/快炖锅	369-399	3
		电压力锅	电压力锅/辅食锅	299	1
		电蒸锅	蒸锅/蒸笼	169-299	5
		电炒锅	煎/炒/炖/焖/煮	149	2
		电煮锅	煮面锅	89-199	11
		电火锅	多功能电火锅	138-189	6
		多功能料理锅	电烤炉/电烤盘/电火锅	169-299	2
		电饭煲	多功能按键式	139-199	6
			多功能触控式	249-299	3
			IH电饭煲/触控式	399	2
		合计			63
	电动类	辅食机	迷你绞肉机/宝宝辅食	109-139	5
		绞肉机	绞肉/辅食/碎肉	149-199	6
			绞肉/搅馅灌肠/碎肉	299	2
		榨汁机	便携式mini/辅食机/奶昔机	99-199	16
			焖烧杯/保温杯/小马宝莉联名款	219	1
		料理棒	料理棒/辅食棒/搅拌棒	279	1
		粉碎机	研磨/粉碎药材或五谷	149-279	3
		豆浆机	mini家用/免滤智能搅拌机	219	1
			多功能/榨汁/破壁/搅拌/辅食	249	2
		破壁机	智能预约加热/多功能	599-699	2
		合计			39
	西式类	电烤箱	入门级烤箱	109	2
			多功能烤箱/蒸烤一体	229-299	6
			蒸汽湿烤/蒸烤一体	399	1
			微蒸烤/发酵/消毒一体机	1999	1
		空气炸锅	多功能/大容量/电炸锅	319-349	2
		打蛋器	打蛋/奶油打发/和面	69-169	7
			全自动打蛋/带桶/奶油打发/和面	249	1
		多士炉	烤面包	169	1
			烤面包/煎蛋/煮蛋	199-299	3
		电饼铛	入门级	89-169	7
			加大加深/双面加热	179-219	4
			多用途/面包机/三明治机/电热锅	329	1
		电烧烤炉	多功能/电烤炉/电火锅	199-249	5
			多功能/无烟/烧烤/料理/火锅/煎锅	449-599	2
		咖啡机	滴漏式	139	1
			泵压式	299	1
			全自动	499-549	2
		和面机	一次可揉面2-3.5L	269-349	2
			一次可揉面5-7L	499-599	3
			多功能/厨师机/揉面机/打蛋器	699-749	2
		合计			54
生活小家电	环境类	加湿器	加湿/香薰/静音	99-189	15
			加湿/香薰/静音/除菌	199-269	5
			加湿/香薰/静音/除菌/遥控	339-399	3
			多功能/数码显示屏	599	2
		吸尘器	手持立式便携式	199-299	2
			手持立式/除螨	399	1
			无线手持/车载车用	699	1
		除湿机	除湿量10L	699	1
			除湿量16L	1119	1
	日用类	电风扇	便携手持	69	2
			桌面小型	79-129	4
			落地大风量	179-199	3
		烘干机	立柜式	339-369	2
		干衣机	桶式	599-699	2
		挂烫机	家用手持	99-179	3
		取暖器	家用迷你	149-199	4
		合计			51
其他小家电	日用类	毛球修剪器	去毛球/刮毛器/剃毛器	79	1
总计					259

资料来源：小熊电器京东旗舰店，华安证券研究所（注：不同颜色的同款产品录为 1 个 SKU）

公司定位精准，牢牢占据 50-150 元中低价位销售区间，通过在该空白价位段打造龙头品牌，实现快速增长。据淘系平台数据，从出售产品均价来看，2019M7 至 2020M6 期间，公司超 7 成热销产品均价落于 50-150 元区间。从销售情况来看，约 82%的出售产品均价落于 50-200 元区间，其中，50-100 元、100-150 元、150-200 的产品销量占比分别为 39.1%、28.9%和 13.8%，占据销量主体。

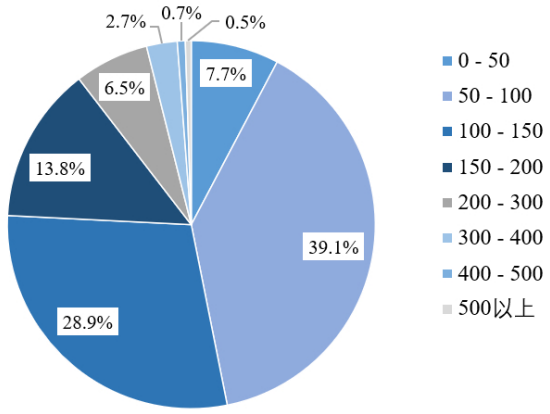
图表 4 公司均价在 50-150 元区间的产品占比超 7 成



资料来源：淘数据，华安证券研究所

注：数据期限为 2019 年 8 月至 2020 年 7 月

图表 5 公司 50~200 元区间产品销售量占比 82%

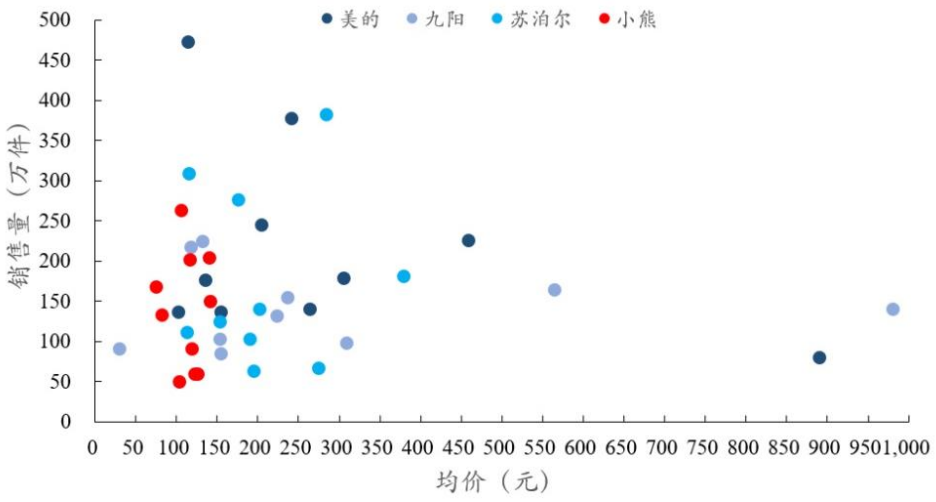


资料来源：淘数据，华安证券研究所

注：数据期限为 2019 年 8 月至 2020 年 7 月

作为一个新兴品牌，小熊定位精准集中，有利于其快速形成较强的品牌力，而不同品类的销量规模相近，则有利于其进一步实现品类扩张。与美九苏的十大热销品类对比来看，小熊热销产品价位段分布更为集中，最高价差仅为 66 元，且不过度依赖某一单品，不同品类间的销量差值较小。这些特征与公司独特的市场定位相吻合，即：通过深度挖掘目标群体的细分、可选需求，以差异化竞争策略为导向，立足于创意小家电利基市场，以高性价比的产品满足小众的、个性化的用户需求。

图表 6 苏泊尔、九阳、美的、小熊前十热销宝贝销量及均价分布（按销售量）



资料来源：淘数据，华安证券研究所

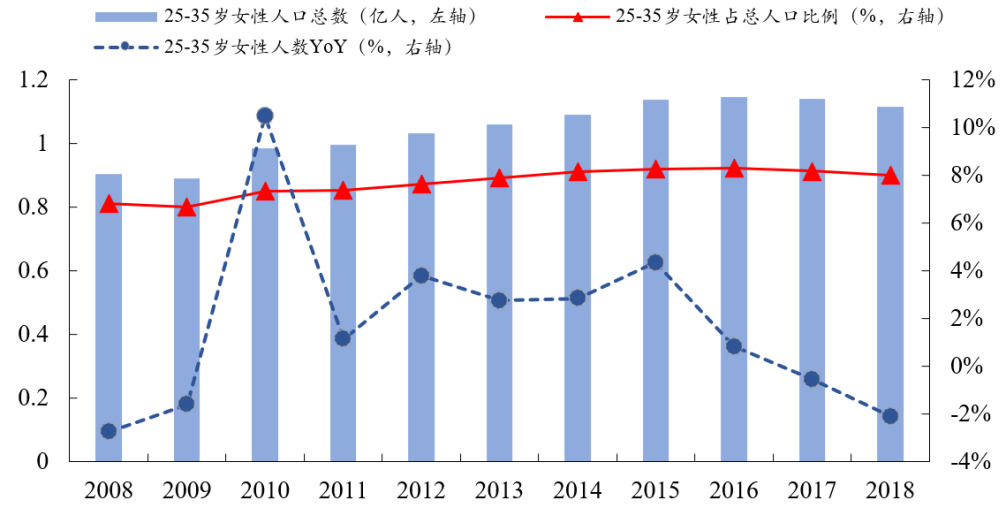
注：数据期限为 2019 年 8 月至 2020 年 7 月

1.2 小熊的目标市场：从狭义年轻女性到广义城镇家庭

小熊从 80 后开始切入年轻群体市场，目前主要目标人群可定位为人数约为 1 亿人的 25-35 岁女性，并不断向更年轻的用户迭代，比如 90 后、00 后，随着这些年轻群体组建家庭、步入中年、成为主力消费群体，小熊的目标空间将有望扩展至全中国的约 3 亿户城镇家庭。

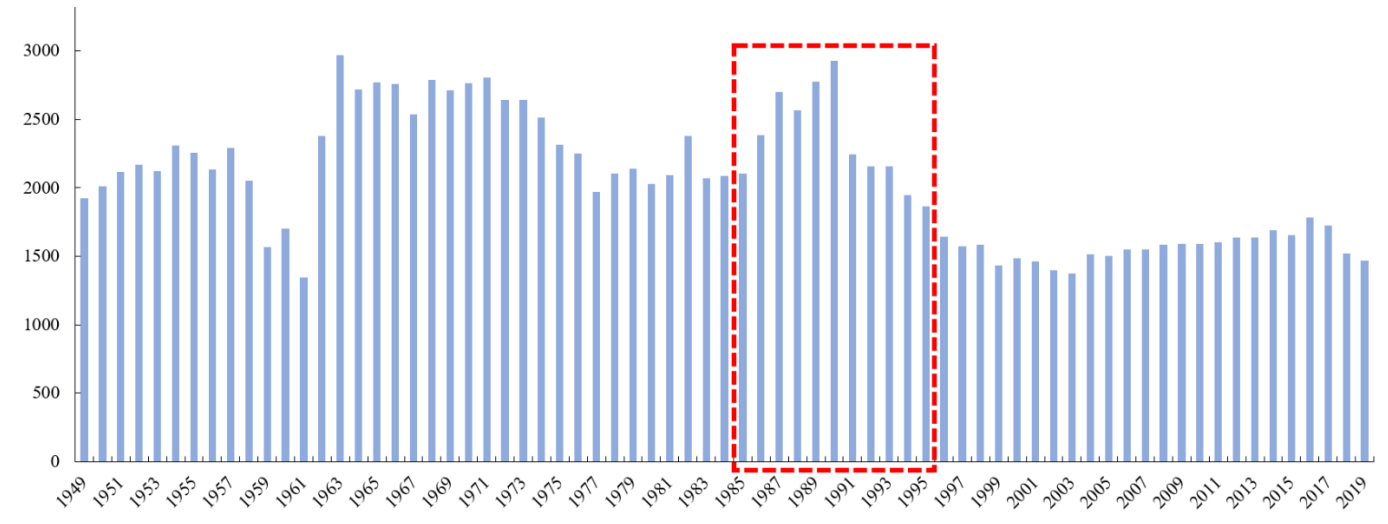
公司当前的目标人群主要定位为 25-35 岁女性，截至 2018 年，该部分人群基数已达 1.12 亿人，占总人口的 8%。受益于第三波婴儿潮，2008-2018 年 25-35 岁女性人口增长进入较为明显的上升期，从 0.90 亿人增长 24%至 1.12 亿人。25-35 岁女性人口占比亦得以提升，至 2018 年，占比已达到总人口的 8%。

图表 7 2008-2018 年中国 25-35 岁女性人口增长 24%



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

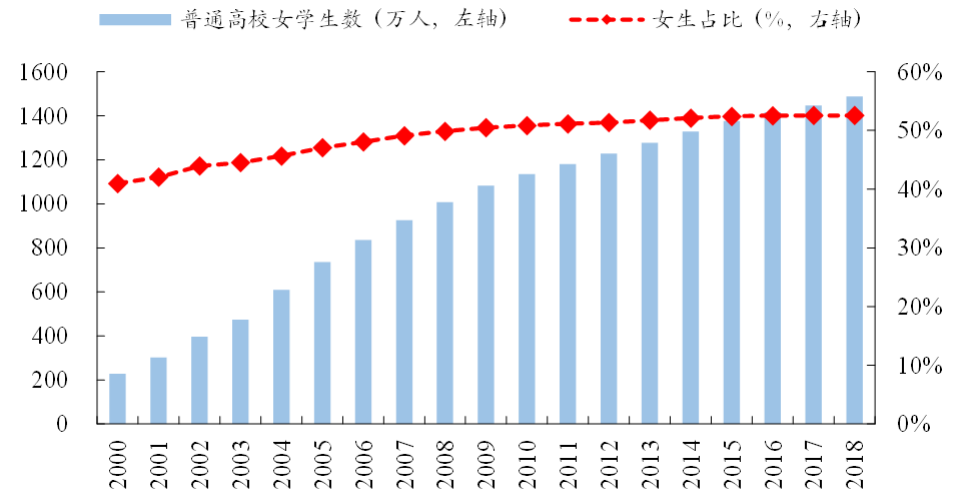
图表 8 新中国第三波婴儿潮：1985-1995 年



资料来源：新浪财经，华安证券研究所

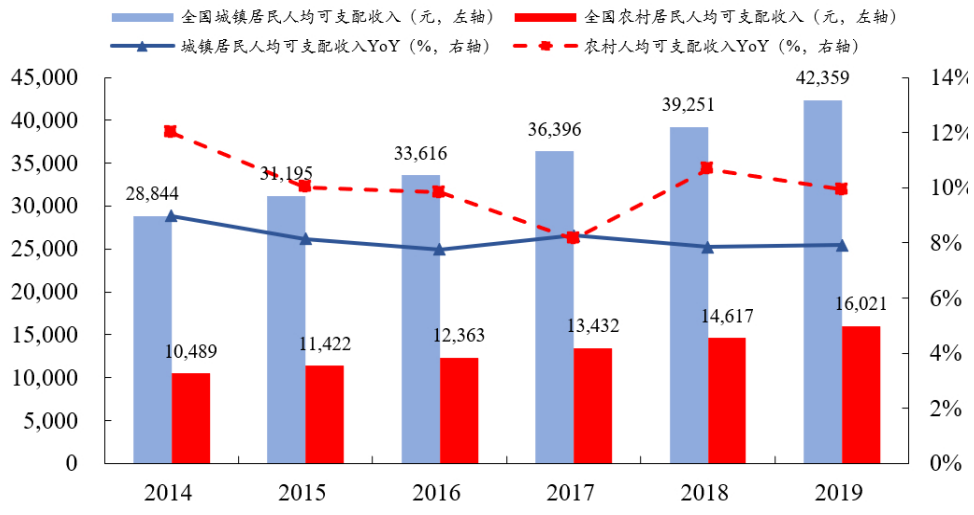
相较 35 岁以上消费者群体，25-35 岁女性消费者普遍拥有**良好的成长环境和教育条件**，学历偏高，追求格调生活，注重生活品质，健康饮食的意识较强，对养生产品的关注亦超出一般预期。而且伴随收入的快速增长，她们的**购买力不断增强**，冲动型消费亦随之增加，计划性消费减少，表现为买东西更加随性，小件商品喜欢就会随手购买。同时，因平时消费多用于吃饭、唱歌、喝茶、自驾游等娱乐社交活动，这部分群体的社交消费比例亦相对较高。

图表 9 2000-2018 年高校女生数量逐年攀升，2009 年女生占比首超 50%



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

图表 10 人均可支配收入的快速提升，激发人们对品质生活的美好追求



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

在消费习惯上，25-35 岁女性消费者在关注温饱和基本功能的基础上，更加关注产品颜值、品质和社交属性，倾向于选择高颜值、高性价比的网红产品，并且希望通过使用小家电产品，简化和优化日常生活。

（1）注重颜值。女性审美从关注自身到不断外化、延展到所触及之物，“颜值即正义”、“颜值经济”，均反映出女性消费中产品颜值占据的重要地位，同时为颜值买单亦体现出女性消费中感性的一面。

（2）注重品质。追求产品品质则体现女性消费中理性的一面，一定程度上这也与 25-35 岁女性普遍高学历的特征相符。

（3）注重社交属性。调查结果显示，对于认可的产品，80 后、90 后女性更愿意分享给身边好友。产品是否好玩、有趣、值得分享，正逐渐成为影响女性消费的重要因素。

1.3 市场空间测算：40 单品 4 大类分析详细测算

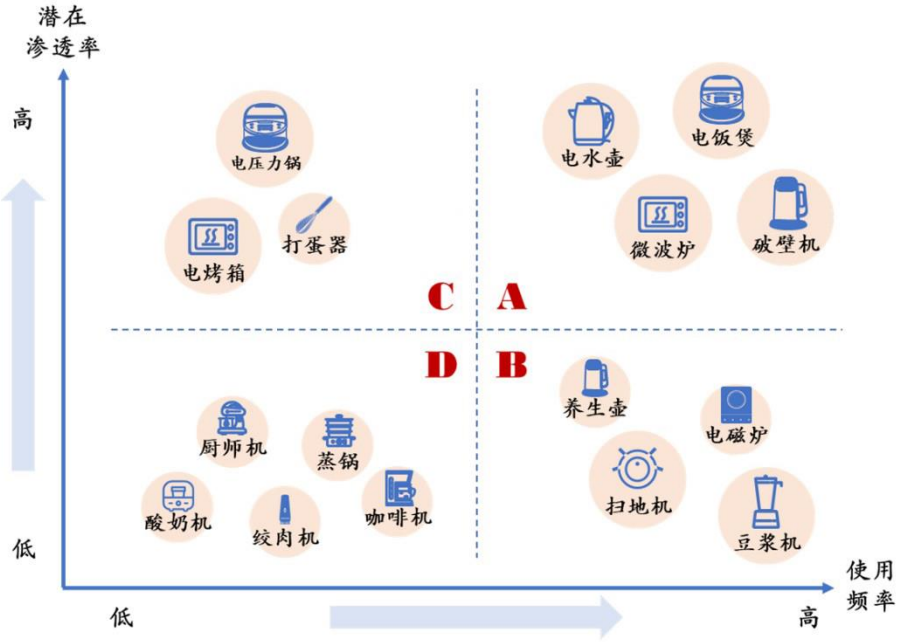
我们分别针对 **25-35 岁年轻女性**和**全中国城镇家庭**的小家电市场空间进行了测算，将**共计约 40 个细分品类**根据**潜在渗透率**和**使用频率**分为 4 大类产品，分别假设**成熟期的渗透率和更新周期**，并对这 40 个细分品类的市场**空间逐一进行计算**，最后假设小熊在各大类产品的市场份额并**测算小熊的收入规模空间。**

小家电细分品类众多，小熊目前专注长尾细分品类，为方便划分，我们根据潜在渗透率和使用频率将小家电品类划分为 ABCD 四类，如下图所示。值得说明的是，**潜在渗透率表示在当前中国经济环境下该品类成熟时所能达到的渗透率水平**，即 B 类和 D 类属于受到经济水平限制、地域气候差别、性别差别、生活习惯差别等因素影响，一定时间内（比如 10 年）难以达到全民普及的品类，或者受到替代品的影响，渗透率已出现下降趋势的品类（比如电磁炉）。

说明：

- **A 类**属于**常规意义的“大单品”**，已发展较为成熟；
- **B 类**由于使用频率较高，随着经济发展或其他因素，**未来有望成长为大单品**，使用频率高意味着单做该品类可获得一定规模优势和竞争壁垒，因此已存在一些细分单品龙头；
- **C 类**虽然使用频率不高，但受众广、普适性强，潜在渗透率较高，属于有望成为“虽不常用、但家家必备”的品类，使用频率低决定其更新周期较长，**复购的可能性较低，更多来自新增需求，是小熊重点关注的品类，但传统小家电龙头也多有涉足，竞争不可谓不激烈；**
- **D 类**基本完全属于长尾细分品类，兼具使用频率低和潜在渗透率低的特性，市场空间有限，属于**传统小家电龙头品牌涉足意愿较低的品类**，是**最符合小熊发展战略的品类**，因此**预计小熊在 D 类品类有望取得较高的市场份额。**

图表 11 基于潜在渗透率和使用频率的主流小家电类别划分



资料来源：华安证券研究所整理

核心假设和数据说明：

- 狭义市场指以 **25-35 岁年轻女性**消费者为目标用户，目标用户人数约 **1 亿人**；广义市场指以**全中国城镇家庭**为目标用户，目标用户约 **3 亿户家庭**。

- 根据上述分类，我们对各类的参数进行假设，如下表所示。其中，“渗透率”指该品类在目标用户中每百户（人）拥有的比例；“更新周期”假设使用频率高的频率更新周期更短；“市场份额”指成熟期小熊的销量在该市场的份额假设，粗略保守假设**小熊在**低渗透率、低使用频率的**长尾品类（D 类）渗透率最高**，重点布局的**高量低频品类（C 类）渗透率次之**，在较为成熟的高渗透率、高使用频率的**大单品品类（A 类）渗透率最低。**

- 行业年销量和销售额数据，个别大单品来自奥维全渠道数据，大部分品类根据淘数据销量估算全渠道销量（假设全渠道*60%=线上，线上*50%=淘系平台），均价取淘数据均价；淘数据为 2019 年 8 月-2020 年 7 月数据，包含疫情期间影响，因此**个别品类会出现年销售数据过高的情况**。

- 一些品类存在较强的替代效应，例如破壁机和豆浆机、电炖锅和电压力锅、吸尘器和扫地机器人等，因此**估计的市场空间一定概率会略高于实际情况**。
- 我们测算的是成熟期的年销量和销售额，很多新兴品类在快速发展的初期保有量提升带来新增需求快速放量，因此会存在 19 年销量或销售额高于成熟期市场空间的情况，为合理现象。

图表 12 小家电分类及对应的参数假设

所属类别	说明	成熟期渗透率假设	更新周期假设（年）	成熟期小熊销量市场份额假设	
				狭义市场	广义市场
A	高渗透率、高使用频率	80%	4	5%	3%
B	低渗透率、高使用频率	30%	4	10%	5%
C	高渗透率、低使用频率	70%	7	25%	10%
D	低渗透率、低使用频率	20%	7	50%	30%

资料来源：华安证券研究所假设

（1）狭义市场空间测算：来自年轻女性的 130 亿元，长尾低频品类贡献最高

我们首先对 25-35 岁年轻女性用户所在的狭义市场空间进行了测算，测得成熟期该市场的年销量空间分别为 3.4 亿台，**对应小熊的销量空间约为 6000 万台**，根据小熊目前各品类在淘系平台均价，**估计销售额空间约 130 亿元。**

其中，小熊的战略主攻品类 C 类和 D 类贡献最高，C 类（高量低频）贡献主要销量（3000 万台，占比近半），D 类（长尾低频）次之（1700 万台）。

图表 13 小家电 25-35 岁女性用户市场空间测算

一级类目	所属类别	品类名称	成熟期渗透率预计	更新周期（年）	狭义市场（25-35岁女性）		淘系小熊均价/淘系行业均价	小熊空间		
					成熟期保有量预计（万台）	成熟期年销量预计（万台）		小熊销量份额估计	小熊销量空间（万台）	小熊销售额空间（亿元）
电热类	A	微波炉	80%	4	8000	2000	0.50	5%	100	3
	B	电磁炉	30%	4	3000	750	1.29	10%	75	2
	C	电烤箱	70%	7	7000	1000	0.42	25%	250	4
	C	电饼铛/可丽饼机	70%	7	7000	1000	0.80	25%	250	3
	C	煮/蒸蛋器	70%	7	7000	1000	1.23	25%	250	2
	D	电热饭盒	20%	7	2000	286	1.02	50%	143	2
	D	酸奶机	20%	7	2000	286	1.10	50%	143	1
	D	豆芽机	20%	7	2000	286	2.03	50%	143	2
电动类	B	豆浆机	30%	4	3000	750	0.55	10%	75	2
	A	破壁机	80%	4	8000	2000	0.63	5%	100	5
	C	电动打蛋器	70%	7	7000	1000	1.01	25%	250	2
	D	绞肉机	20%	7	2000	286	2.09	50%	143	1
	D	榨汁机	20%	7	2000	286	0.93	50%	143	1
	D	面条机	20%	7	2000	286	0.50	50%	143	5
西式类	D	多士炉	20%	7	2000	286	0.82	50%	143	2
	D	咖啡机	20%	7	2000	286	0.16	50%	143	2
	D	厨师机/和面机	20%	7	2000	286	0.42	50%	143	6
壶类	A	电热水壶	80%	4	8000	2000	1.12	5%	100	1
	B	养生壶/煎药壶	30%	4	3000	750	1.01	10%	75	1
锅煲类	C	电炖/煮粥锅	70%	7	7000	1000	0.98	25%	250	4
	A	电饭煲	80%	4	8000	2000	0.79	5%	100	2
	C	电压力锅	70%	7	7000	1000	0.92	25%	250	7
	D	电蒸锅	20%	7	2000	286	0.79	50%	143	3
	C	电热/火锅	70%	7	7000	1000	1.17	25%	250	3
	C	空气炸锅	70%	7	7000	1000	0.85	25%	250	8
	C	多功能料理锅	70%	7	7000	1000	0.28	25%	250	6
日用类	D	食物垃圾处理机	20%	7	2000	286	0.10	50%	143	3
	B	饮水机	30%	4	3000	750	0.90	10%	75	2
环境类	B	电动拖把	30%	4	3000	750	0.90	10%	75	7
	B	空气净化器	30%	4	3000	750	0.50	10%	75	4
	B	扫地机器人	30%	4	3000	750	0.50	10%	75	5
	D	抽湿器/除湿器	20%	7	2000	286	0.83	50%	143	10
	A	吸尘器	80%	4	8000	2000	0.37	5%	100	2
	C	加湿器	70%	7	7000	1000	0.63	25%	250	2
个护类	A	电吹风	80%	4	8000	2000	0.90	5%	100	1
	B	颈椎/腰椎按摩器	30%	4	3000	750	0.90	10%	75	2
	B	除螨仪	30%	4	3000	750	1.31	10%	75	3
	C	卷/直发器	70%	7	7000	1000	1.10	25%	250	3
	C	理发器	70%	7	7000	1000	1.17	25%	250	3
A类合计（大单品）			480%	4	48000	12000	0.77	5%	600	14
B类合计（小众高频）			270%	4	27000	6750	1.11	10%	675	28
C类合计（高量低频）			840%	7	84000	12000	0.95	25%	3000	47
D类合计（长尾低频）			240%	7	24000	3429	0.62	50%	1714	38
总计：			**1830%**	**5**	**183000**	**34179**	**0.85**	**18%**	**5989**	**127**

资料来源：淘数据，奥维云网，国家统计局，华安证券研究所测算

（2）广义市场空间测算：现有品类仍有望带来 40 亿元收入增长空间

长期来看，中国 3 亿户城镇家庭对于小熊的市场空间具有更重要的意义，因此我们将在这部分进行更加详细的分析，并对比目前小熊已有的各品类销量和销售额情况。

根据我们的测算，在成熟期，中国 3 亿户城镇家庭对应的小家电销量空间约为 10 亿台，19 年销量规模约为 7 亿台，**对应销售额空间约为 4000 亿元，19 年销售额规模约为 1900 亿元**，仍有较大增长空间。在 **19 年的 1900 亿元规模中**，A 类（大单品）为 676 亿元，**其余规模合计约 1200 亿元均为小熊的主要目标市场**，其中 **D 类（长尾低频）仅 152 亿元，增长潜力最大，成熟期空间约为 530 亿元。**

根据我们测算出的结果，成熟期 10 亿台销量规模对应平均每户 18 台小家电的保有量，其中 A 类（大单品）4.8 台、B 类（小众高频）2.7 台、C 类（高量低频）8.4 台、D 类（长尾低频）2.4 台，我们认为该测算结果较为符合常理。

根据我们假设的成熟期小熊销量份额，**小熊的销量空间约为 9000 万台，整体销量份额约 9%，对应销售额空间约为 190 亿元。**其中，D 类（长尾低频）预计将贡献主要收入，约 70 亿元，C 类（高量低频）次之，约 60 亿元。

从小熊 19 年销量、出货端收入、零售端销售额情况来看，年销量约 2900 万台，**零售额约 33 亿元，其中 A/B/C/D 类分别为 1/7/16/10 亿元**，C、D 类贡献主要收入，与我们的假设相符。**从小熊有数据的 20 个品类零售额来看，有 5 个品类已接近或超过我们假设的零售额空间，3 个品类占零售额空间为 50%~75%，其余 12 个品类仍有较大的发展空间**。现有品类有望带来的增量零售额空间约为 60 亿元，其余 100 亿元将来自其他品类扩张。

根据小熊出货端收入/零售额约为 65%，则可以得出结论：小熊现有品类年收入未来有望增至约 60 亿元，该部分可认为确定性相对较强；新品类扩张还有望为其带来 65 亿元的年收入增长空间，由于新品类扩张的方向难以确定，所以该部分相对具备一定的不确定性。

图表 14 小家电全中国城镇家庭用户市场空间测算

一级类目	所属类别	品类名称	成熟期渗透率预计	淘系行业均价（元）	更新周期（年）	广义市场（中国城镇家庭）					淘系小熊均价/淘系行业均价	小熊空间			小熊19年情况		
						成熟期保有量预计（万台）	成熟期年销量预计（万台）	2019年全渠道销量估计（万台）	成熟期年销售额预计（亿元）	2019年销售额估计（亿元）		小熊销量份额估计	小熊销量空间（万台）	小熊销售额空间（亿元）	年销量估计（万台）	年出货收入估计（亿元）	年零售额估计（亿元）
电热类	A	微波炉	80%	514	4	24000	6000	1379	308	71	0.50	3%	180	4.63			
	B	电磁炉	30%	199	4	9000	2250	2649	45	67	1.29	5%	113	2.88			
	C	电烤箱	70%	395	7	21000	3000	1917	119	76	0.42	10%	300	5.01	80	0.80	1.34
	C	电饼铛/可丽饼机	70%	158	7	21000	3000	2698	47	43	0.80	10%	300	3.78	110	1.00	1.39
	C	煮/蒸蛋器	70%	60	7	21000	3000	1448	18	9	1.23	10%	300	2.22	290	1.40	2.15
	D	电热饭盒	20%	117	7	6000	857	924	10	11	1.02	30%	257	3.06	160	1.00	1.90
	D	酸奶机	20%	86	7	6000	857	218	7	2	1.10	30%	257	2.44	60	0.40	0.57
	D	豆芽机	20%	76	7	6000	857	127	7	1	2.03	30%	257	3.96	10	0.10	0.15
电动类	B	豆浆机	30%	441	4	9000	2250	591	99	26	0.55	5%	113	2.71			
	A	破壁机	80%	747	4	24000	6000	1921	448	144	0.63	3%	180	8.47			
	C	电动打蛋器	70%	83	7	21000	3000	1374	25	11	1.01	10%	300	2.52	220	1.00	1.85
	D	绞肉机	20%	43	7	6000	857	764	4	3	2.09	30%	257	2.31	300	2.60	2.70
	D	榨汁机	20%	110	7	6000	857	360	9	18	0.93	30%	257	2.62	170	1.70	1.73
	D	面条机	20%	673	7	6000	857	138	58	9	0.50	30%	257	8.65			
西式类	D	多士炉	20%	168	7	6000	857	359	14	6	0.82	30%	257	3.55	70	0.80	0.97
	D	咖啡机	20%	947	7	6000	857	278	81	26	0.16	30%	257	3.86	18	0.10	0.27
	D	厨师机/和面机	20%	975	7	6000	857	202	84	20	0.42	30%	257	10.41	16	0.40	0.65
壶类	A	电热水壶	80%	105	4	24000	6000	3574	63	41	1.12	3%	180	2.12	60	0.40	0.71
	B	养生壶/煎药壶	30%	136	4	9000	2250	3915	31	53	1.01	5%	113	1.55	480	5.00	6.62
锅煲类	C	电炖/煮粥锅	70%	143	7	21000	3000	2273	43	33	0.98	10%	300	4.20	350	3.00	4.90
	A	电饭煲	80%	203	4	24000	6000	3254	122	130	0.79	3%	180	2.90	19		0.31
	C	电压力锅	70%	323	7	21000	3000	2015	97	77	0.92	10%	300	8.88			
	D	电蒸锅	20%	256	7	6000	857	392	22	10	0.79	30%	257	5.19	30	0.40	0.61
	C	电热/火锅	70%	100	7	21000	3000	6512	30	65	1.17	10%	300	3.51	150	1.00	1.76
	C	空气炸锅	70%	374	7	21000	3000	1273	112	48	0.85	10%	300	9.57			
	C	多功能料理锅	70%	808	7	21000	3000	291	242	24	0.28	10%	300	6.87			
日用类	D	食物垃圾处理机	20%	1842	7	6000	857	58	158	11	0.10	30%	257	4.74			
	B	饮水机	30%	294	4	9000	2250	1510	66	44	0.90	5%	113	2.98			
环境类	B	电动拖把	30%	1090	4	9000	2250	184	245	20	0.90	5%	113	11.04			
	B	空气净化器	30%	992	4	9000	2250	764	223	76	0.50	5%	113	5.58			
	B	扫地机器人	30%	1416	4	9000	2250	1080	319	153	0.50	5%	113	7.97			
	D	抽湿器/除湿器	20%	860	7	6000	857	410	74	35	0.83	30%	257	18.31	0.3	0.02	0.02
	A	吸尘器	80%	635	4	24000	6000	2327	381	148	0.37	3%	180	4.28			
	C	加湿器	70%	147	7	21000	3000	2704	44	40	0.63	10%	300	2.79	270	2.00	2.51
个护类	A	电吹风	80%	139	4	24000	6000	10284	83	143	0.90	3%	180	2.25			
	B	颈椎/腰椎按摩器	30%	251	4	9000	2250	2909	56	73	0.90	5%	113	2.54			
	B	除螨仪	30%	294	4	9000	2250	1125	66	33	1.31	5%	113	4.33			
	C	卷/直发器	70%	115	7	21000	3000	5634	35	65	1.10	10%	300	3.81			
	C	理发器	70%	102	7	21000	3000	3847	31	39	1.17	10%	300	3.57			
A类合计（大单品）			480%	297	4	144000	36000	22739	1406	676	0.77	3%	1080	25	79	0	1
B类合计（小众高频）			270%	370	4	81000	20250	14726	1150	545	1.11	5%	1013	42	480	5	7
C类合计（高量低频）			840%	165	7	252000	36000	31985	842	528	0.95	10%	3600	57	1470	10	16
D类合计（长尾低频）			240%	359	7	72000	10286	4232	527	152	0.62	30%	3086	69	834	8	10
总计：			1830%	258	5	549000	102536	73682	3926	1901	0.85	9%	8778	192	2863	23	33

资料来源：淘数据，奥维云网，国家统计局，华安证券研究所测算

注：①19 年行业销量和销售额中，蓝色数字为奥维云网全渠道销售数据，其余为淘数据 2019 年 8 月-2020 年 7 月数据，存在一定口径差异；②均价列，红色字体为根据其他品类平均值估计的比例；③小熊 19 年情况为根据历年细分品类数据及 19 当年各大品类数据测算估计的结果。

1.4 小家电的基本竞争格局：传统小家电 VS 新兴小家电

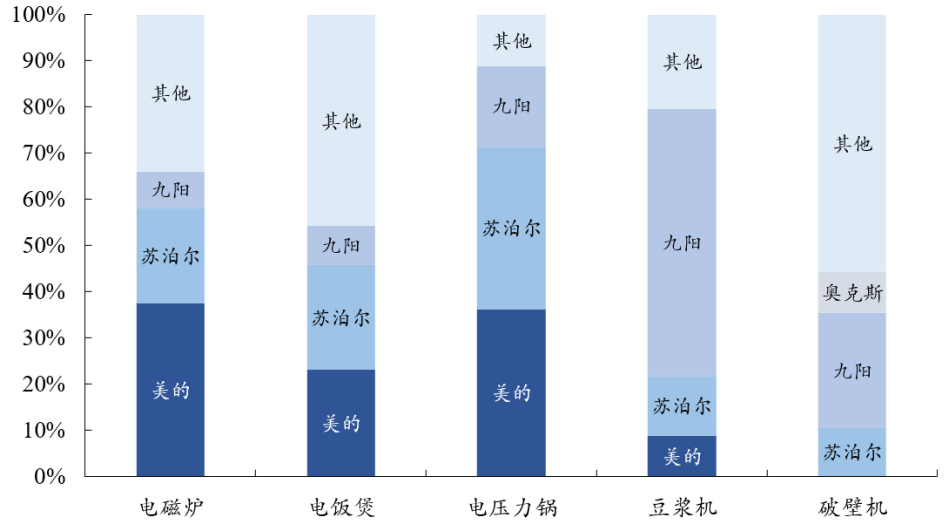
在传统小家电市场中，“三巨头”美的、九阳和苏泊尔经过多年竞争，凭借差异化产品重心，最终圈定各自能力圈，形成三足鼎立格局。在现有的多款小家电成熟品类中，“三巨头”合计市场份额占比达 60%~80%，市场地位牢不可破。小熊电器作为小家电行业新秀，如何在高集中度的小家电行业中突破重围并成功立足，值得深究。**这节，我们梳理了小家电行业的基本竞争格局，分别从市场集中度和盈利能力两个角度，对比传统小家电企业和新兴小家电企业的市场表现。**

（1）市场份额：小熊在多个创意小家电占据高地

传统小家电市场竞争充分，格局稳固，美九苏三家鼎立。传统小家电品类主要包括电磁炉、电饭煲、电压力锅、豆浆机、料理机、破壁机等，在国内发展较早，市

场竞争较为充分，基本已实现 CR3 约 60%~80%的市场集中度，在多个品类中呈现美九苏三家鼎立的竞争格局。

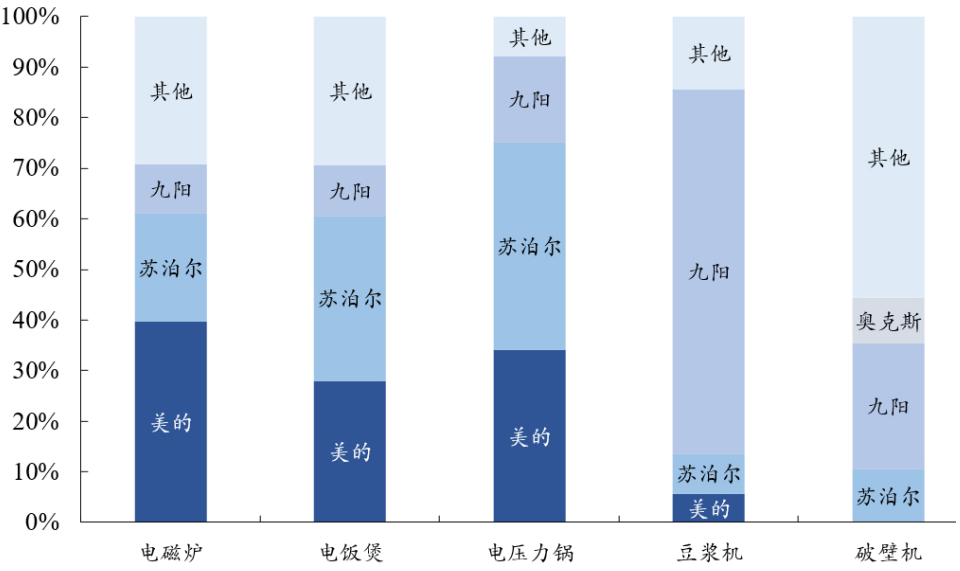
图表 15 传统小家电线竞争格局稳固，美九苏三家鼎立（销量）



资料来源：淘数据，华安证券研究所

注：淘数据 2019 年 8 月-2020 年 7 月合计数据。

图表 16 传统小家电线竞争格局稳固，美九苏三家鼎立（销售额）

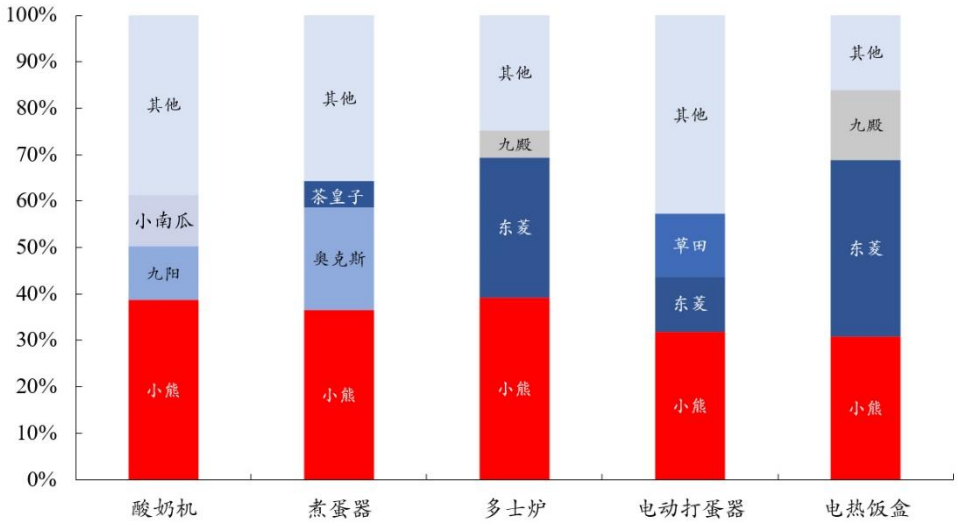


资料来源：淘数据，华安证券研究所

注：淘数据 2019 年 8 月-2020 年 7 月合计数据。

新兴小家电市场蓝海竞争，格局分散，小熊电器脱颖而出。根据淘系平台数据，创意小家电由于尚处于发展初期、品类不成熟，集中度较高，单品类 CR3 主要介于 60%~80%之间，但涉及品牌众多，大多品牌仅在 1~2 个单品中占据优势，整体市场中尚未形成类似传统小家电的稳定竞争格局。**唯独小熊电器在多个品类中均表现优异，市占率达 30%~40%**，竞争优势明显，是当之无愧的新兴创意小家电龙头。

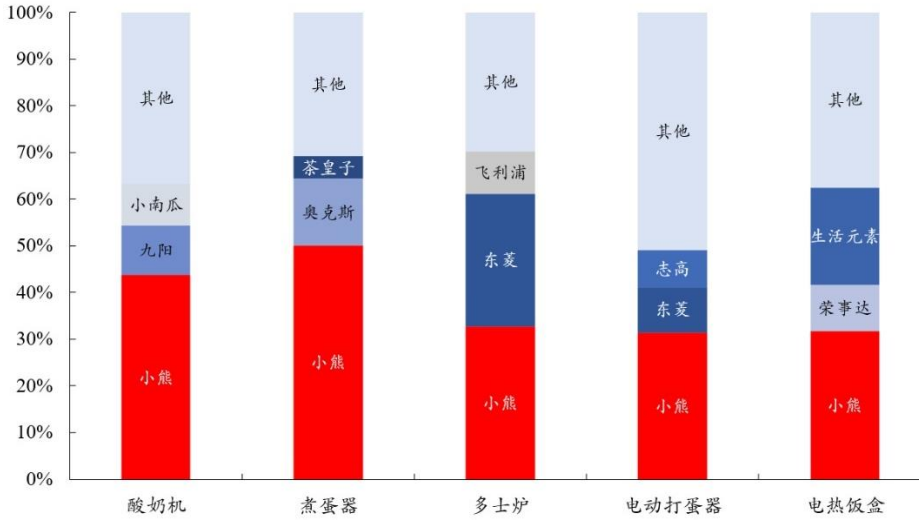
图表 17 新兴小家电竞争格局分散，小熊脱颖而出（销量）



资料来源：淘数据，华安证券研究所

注：淘数据 2019 年 8 月-2020 年 7 月合计数据。

图表 18 新兴小家电竞争格局分散，小熊脱颖而出（销售额）



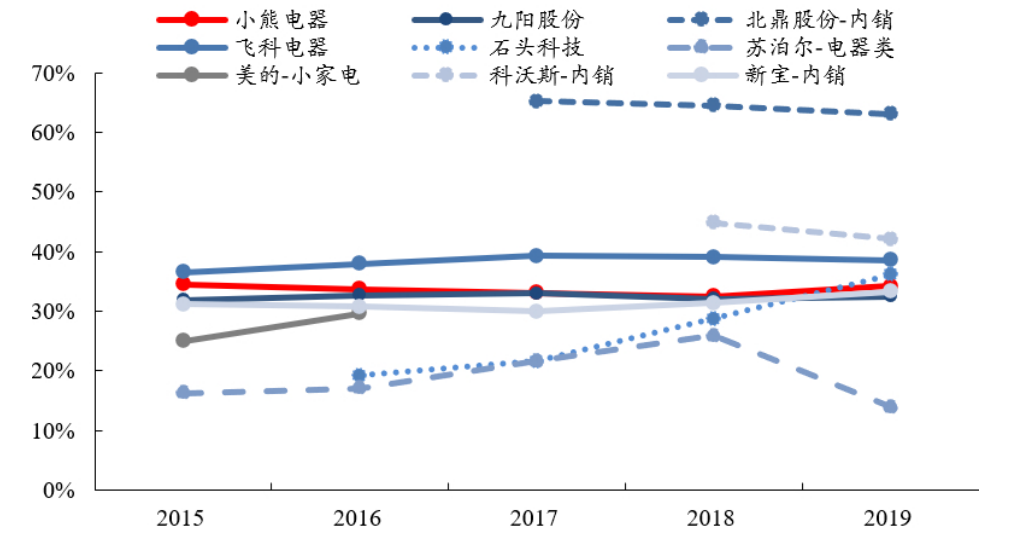
资料来源：淘数据，华安证券研究所

注：淘数据 2019 年 8 月-2020 年 7 月合计数据。

（2）盈利能力：不输各大龙头

2015-2019 年小熊的毛利率水平基本保持稳定，维持在 35%左右，与传统小家电龙头九阳和新兴品牌新宝（内销）表现较为相近。北鼎由于内销定位较高，且主要采用线上直销模式，毛利率显著较高。小熊定位亲民，价格基数较低，随着增长带来的规模效应及品牌效应带来的提价能力，毛利率未来仍有可观的提升空间。

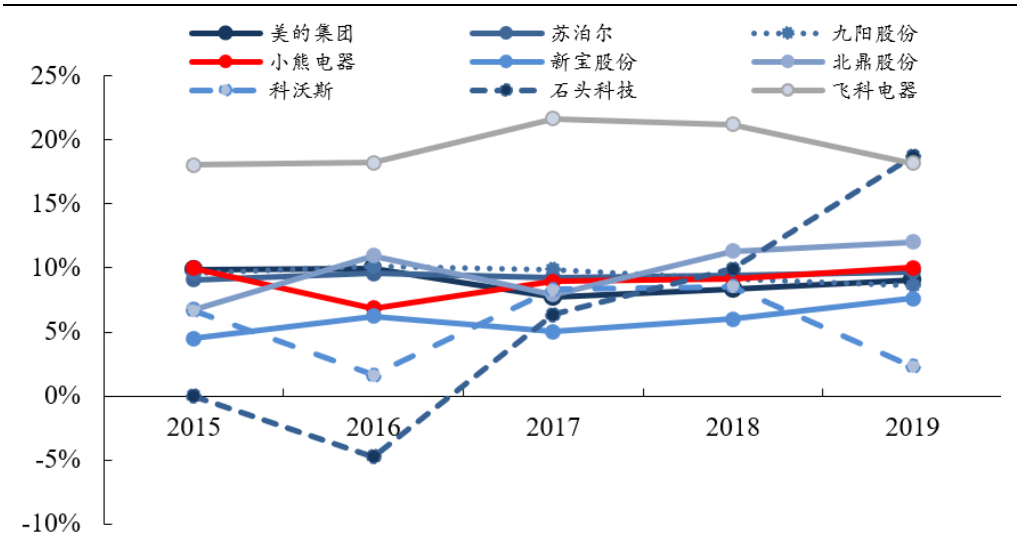
图表 19 不同小家电企业的毛利率对比



资料来源：wind，华安证券研究所

2015-2019 年小熊的净利率维持在 10%左右，与九阳和苏泊尔相近，介于新宝和北鼎之间。我们认为，在主打高性价比产品策略下，小熊能获得与行业头部企业相近的净利率，既体现了其产品的赛道优势，亦验证了其商业模式的可行性。

图表 20 不同小家电企业的净利率对比



资料来源：wind，华安证券研究所

2 前端：抓住“渠道为王”向“产品与营销为王”时代转折点的红利

随着互联网发展以及抖音快手等内容平台崛起，小家电的“快消品”属性日益增强，注重颜值的冲动消费占比逐步提升。小家电乃至整体消费行业的渠道变化，给了新进入者较大的发展机会。一方面，线上消费占比日益提升，**率先进入电商渠道的小熊电器占据了先发优势**；另一方面，覆盖面甚广的线上平台给了所有品牌近乎平等的展示机会，

行业竞争格局从过去的“渠道为王”逐步转向以产品和营销为关键竞争壁垒，能够抓住消费者心智的产品具备更大优势，而**小熊电器则抓住这一行业转折点，凭借高颜值的产品优势和营销能力，不断在更年轻的消费者群体迭代，占领未来主流消费人群的心智。**

2.1 渠道端：乘电商的风而起

（1）渠道模式：线上渠道营收占比 90%，占据绝对主导

目前，公司已形成以线上渠道为主、线下渠道为辅的全渠道运营模式。但在诞生之初，小家电的线下渠道群强环伺，公司作为初创企业难以插足，加之主营长尾细分产品，受众需求少且分散，广泛触达难度大，在此“内忧外患”交困之际，公司把握机遇拥抱电商，成为小家电电商首批“吃蟹人”，一举助推公司成功搭乘电商发展快车，在已是红海的家电市场跻身立足，并逐步发展壮大。具体来看，公司的线上渠道可细分为**线上经销、线上直销和电商平台入仓**三种主要模式，其中，线上经销模式又可划分为线上经销发货和线上经销代发货。2015-2018 年，公司线上渠道营收占比始终保持 88%~92%高位，占据绝对主导地位。

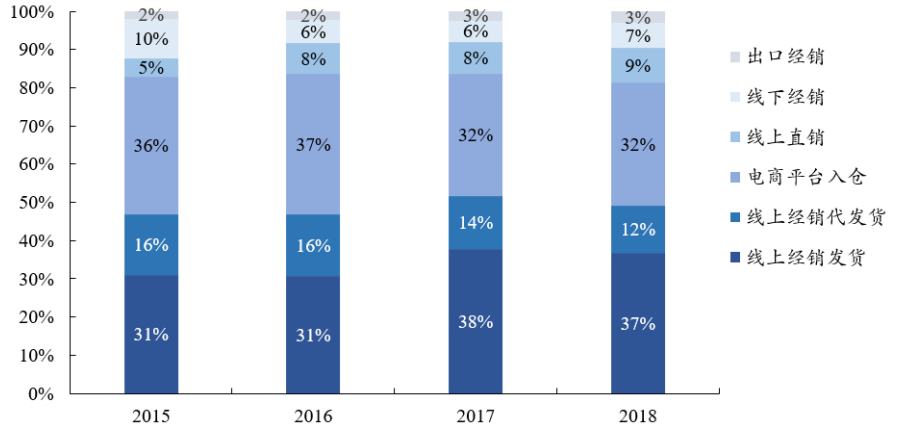
图表 21 小熊电器渠道模式

销售模式	主要客户	收入确认时点	营销主体	运输主体	售后服务主体
线上经销	广东哥登网络 广东易积网络	发货后经经销商确认或交付给指定物流公司后确认。	公司和经销商（按比例分摊）	**经销商发货模式：**经销商。 **经销代发货模式：**公司。	公司
线上直销	消费者	公司发货10天后，消费者确认收货或系统默认收货后确认。	公司	公司	公司
电商平台入仓	天猫商城 京东商城 苏宁易购 唯品会 平安好医生	根据合同约定对账时间，收到电商平台的确认清单核对无误后确认。	电商平台	电商平台的自有物流或第三方物流。	一般为电商平台，公司按照与电商平台签署的合同，负责部分产品售后。

资料来源：公司招股书，华安证券研究所

2015-2018 年公司线上经销的营收占比基本维持稳定，线上经销代发货营收占比则呈现缓慢下降趋势。其中，2017 年线上经销发货营收占比有明显攀升，同比增长 7 个 pct 至 38%，相较而言，线上经销代发货营收占比下降 2 个 pct，且有逐渐下降趋势，**是否由公司代发货是经销商自行选择的结果，我们认为代发货占比下降体现了经销商对小熊品牌认可度提升，经销商承担库存的意愿提升，甚至部分热销品类或面临需要“抢货”的情况。**

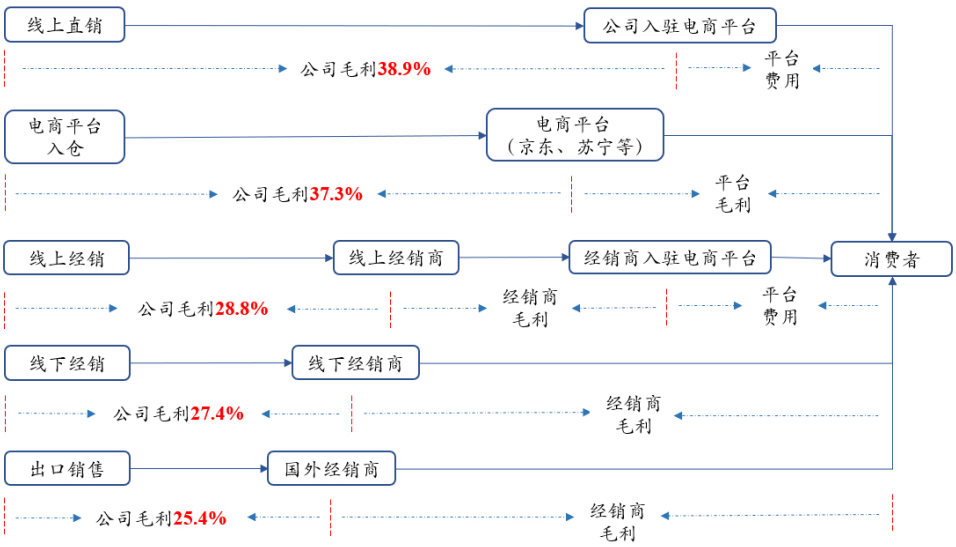
图表 22 线上渠道贡献公司超过 90%的营收，占据绝对主导地位



资料来源：公司招股书，华安证券研究所

分渠道看，公司线上直销毛利率最高，其次是电商平台入仓，然后是线上经销和线下经销，出口销售毛利率最低。总体上，随着中间环节的增加，公司出于让利，渠道毛利率均有所下调。

图表 23 渠道毛利率：线上直销 > 电商平台入仓 > 线上经销 > 线下经销 > 出口销售



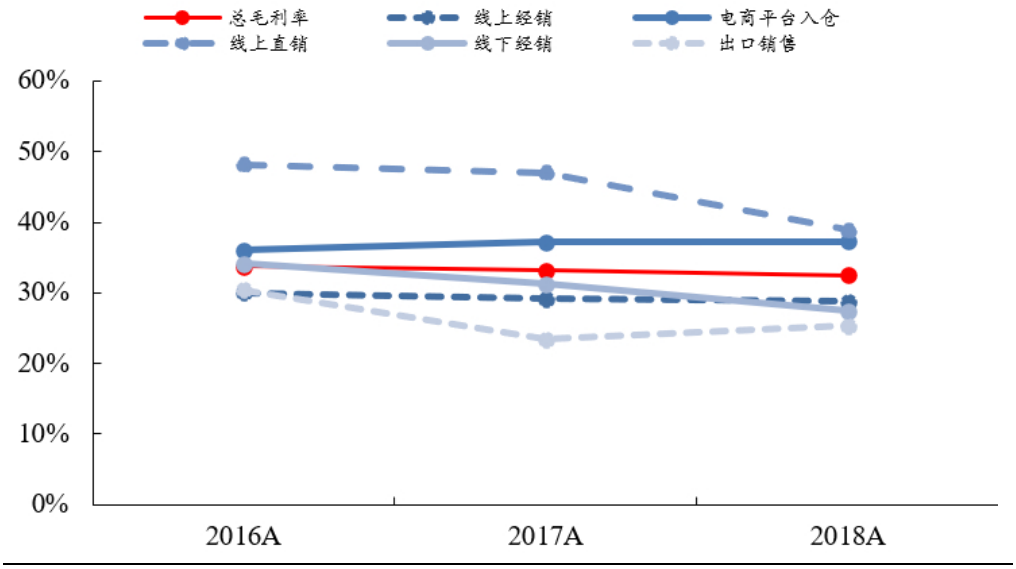
资料来源：公司招股书，华安证券研究所

（2）渠道效率：毛利率水平整体持稳，应收账款周转居行业领先

渠道毛利率方面，公司总体毛利率基本保持稳定，不同渠道毛利率表现各异。其中，公司线上直销模式的毛利率下降幅度最为明显，从 2006 年的 48.1%减少 9.2 个 pct 至 2018 年的 38.9%，主要系降价促销方式推广新品所致；线下经销的毛利率下降幅度次之，从 2016 年的 34.1%减少 6.7pct 至 2018 年的 27.4%，主因公司为了扩大和稳固经销商队伍，增加对经销商的推广补贴、销售返利及售后补贴等投入；电商平台入仓的毛利率出现边际改善，从 2016 年的 36.0%提升 1.3 个 pct 至 2018 年的 37.3%，反映出公

司对电商平台议价能力的增强；线上经销的毛利率波动较小，从 2016 年的 30.1%减少 1.2 个 pct 至 2018 年的 28.8%，下降原因主要为线上降价促销所致。

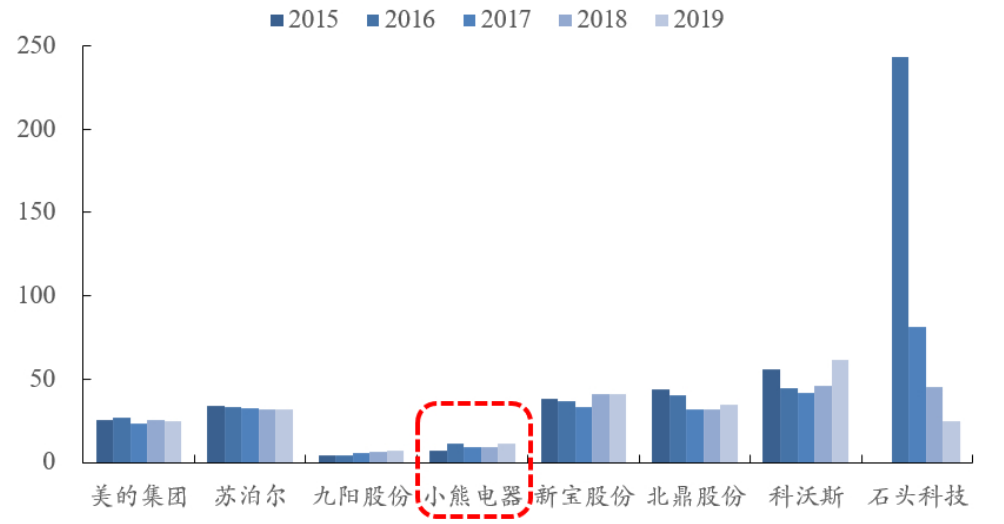
图表 24 2016-2018 年公司渠道毛利率及总体毛利率



资料来源：公司招股书，华安证券研究所

应收账款周转天数方面，公司处于行业领先水平，仅次于九阳股份。这主要得益于公司线上渠道为主的销售模式，在该模式下，公司规定各电商平台按照合同约定日期结算账款，其他经销商则以款到发货为主。考虑到与公司合作的电商平台资金实力普遍较强，逾期还款情况较少，而在款到发货模式下经销商的应收账款余额较小，因此，公司的应收账款周转天数较短、周转速度较快、总体质量较好，持续为公司经营提供稳定的现金流。

图表 25 小家电企业应收账款周转天数对比



资料来源：wind，华安证券研究所

2.2 营销端：潮流适应者，多方式种草，打造品牌软实力

公司重视品牌和市场营销工作，专设市场部负责品牌推广和维护，通过多种方式进行品牌宣传。回望历程可发现，公司的营销模式顺应潮流、不断出新，始终与电商行业发展深度关联。在**传统电商时期**，公司主要通过天猫和京东等电商平台进行品牌推广，推广方式包括天猫的钻石展位、直通车和京东的框架广告、京准通等。而在直接、硬性地广告投放之外，公司还通过与影视公司和电视台合作，在多部影视剧中软性植入广告，并连续拍摄 5 部以亲情、爱情等为主题的《爱不停炖》系列微电影，润物细无声地以“内容种草”方式培育了众多潜在需求用户；到了**直播电商时期**，抖音、快手、小红手等新兴渠道用户数量实现井喷式增长，公司产品因外观新奇、颜值高且品质可靠，与新兴渠道特性相符，为公司打造爆款产品提供了绝佳路径。2020 年上半年，受益于疫情影响，公司多款产品成功“出圈”，实现大幅增长。

图表 26 公司营销模式梳理

推广模式	销售模式	推广方式	承担方式
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、钻石展位是以图片展示为基础，精准定向为核心，面向全网精准流量实时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和出价，在买家搜索相应关键词时，商品获得展现和流量，实现精准营销。	公司+经销商（按比例分摊）
	线上直销		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，公司享有投放自主权。	1、电商平台 2、公司
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
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
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。先后推出**5部《爱不停炖》系列微电影**。	公司
户外广告投放		**电梯框架广告**、**机场大屏**（LED大屏、独立式刷屏、行李转盘刷屏）、**候车亭广告**等。	公司
论坛展会		**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

资料来源：公司招股书，华安证券研究所

图表 27 公司与新媒体合作推出《爱不停炖》系列微电影



资料来源：公司招股书，华安证券研究所

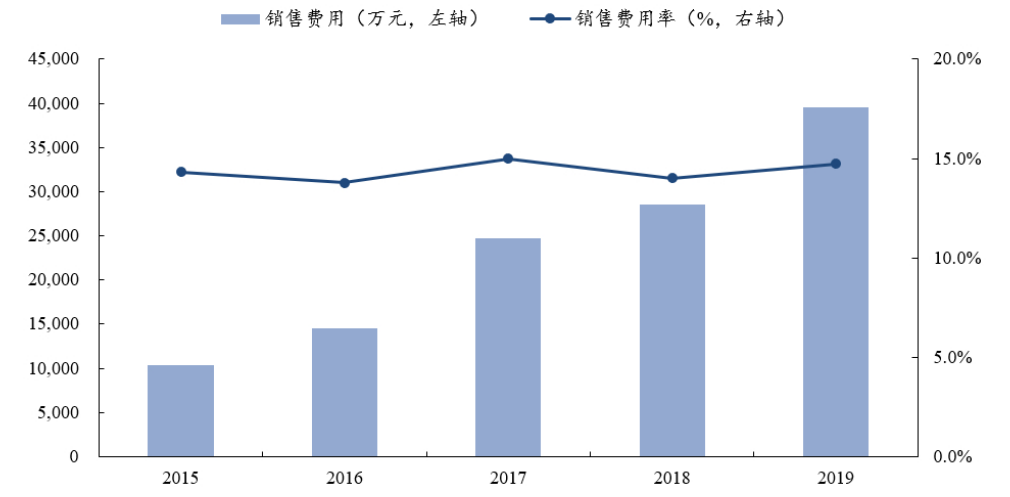
图表 28 公司在影视剧《醉玲珑》中软性植入产品广告



资料来源：公司招股书，华安证券研究所

在产品和营销为王的时代，公司深谙其道，重视营销投入，虽然收入高速增长，但依然维持 14%~15%的销售费用率。公司的销售费用从 2015 年的 1.04 亿元增至 2019 年的 3.96 亿元，年均复合增速高达 56.2%。

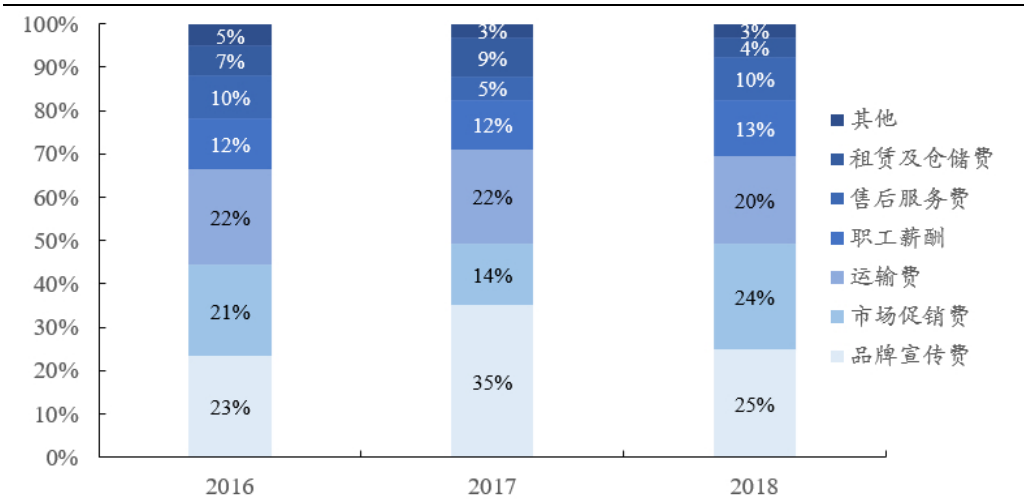
图表 29 2015-2019 年公司销售费用不断攀升，但销售费用率基本保持稳定



资料来源：wind，华安证券研究所

从销售费用结构来看，2016-2018 年公司职工薪酬、运输费、市场促销费和品牌宣传费合计占比达 80%。其中，2017 年公司加强了自有品牌的推广力度，在明星宣传、户外广告投放和电商平台广告等方面加大投入，致使该年度的品牌宣传费较上一年增加显著，提升 12 个 pct 至 35%；2018 年公司加大了市场促销力度，市场促销费占比同比增加 10 个 pct 至 24%。

图表 30 2016-2018 年小熊电器销售费用结构



资料来源：公司招股书，华安证券研究所

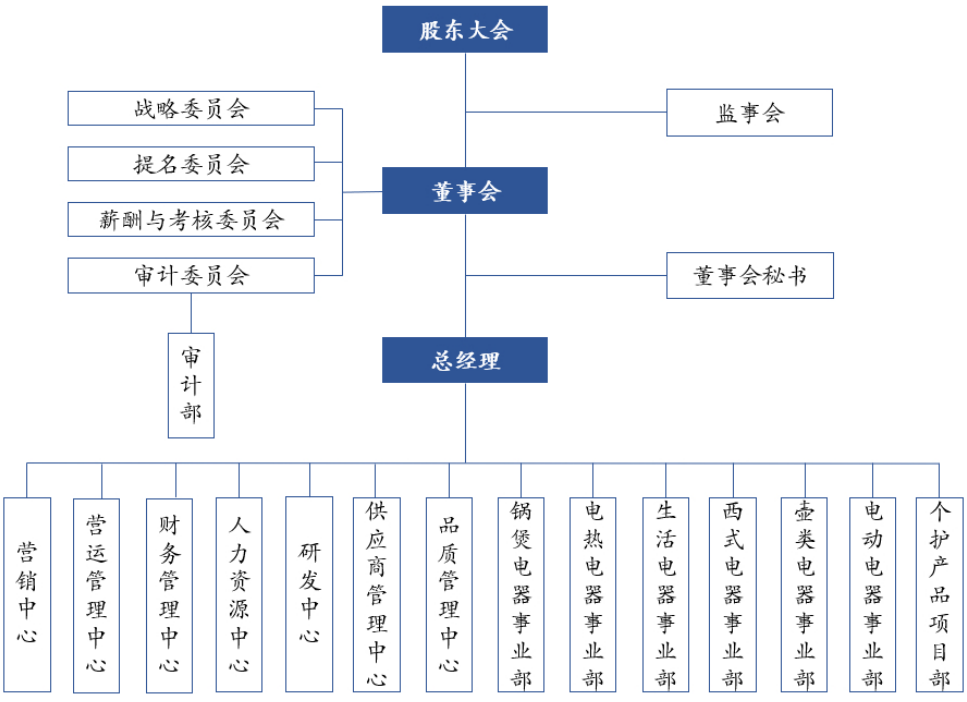
3 后端：扁平化组织架构+自主研发+自主生产，构筑核心竞争力

后端高效的组织能力是前端实现“攻城略地”的重要保障。小熊采用扁平化的组织架构，有效精简了沟通层级，保障了公司应对市场变化的机动性和灵活性。通过坚持自主研发和自主生产，不断沉淀技术实力，使得公司产品品控和使用体验持续优化，社会声誉亦稳步提升。

3.1 组织架构：扁平化，机动性和灵活性高

公司采用扁平化的组织架构，由总经理直管各事业部，并与事业部平行设置 7 大中心，包括营销中心、营运管理中心、财务管理中心、人力资源中心、研发中心、供应链管理中心和品质管理中心。

图表 31 公司组织架构



资料来源：公司招股书，华安证券研究所

为何公司采取这一组织架构，在相对独立的事业部之外又成立各个统一的运营管理中心？我们认为，这主要取决于公司独特的市场定位和销售渠道。具体来说，**从市场定位角度看，**公司定位于长尾小家电利基市场，尚处于蓝海竞争，但却使美的、九阳、苏泊尔等传统小家电巨头逐渐意识其重要性，并加紧布局的业务版块，所以**创新能力和快速反应能力是决定公司能否继续保持竞争优势的重要因素**。而产品创新不是无本之木、无源之水，它建立在长期跟踪用户需求、把握需求变化风向和痛点的基础之上，因此，**采取独立的产品事业部制有助于公司在核心品类方面积累技术实力和夯实需求把握能力；从销售渠道角度看，**公司以线上渠道为主，目前，线上渠道正处于电商和直播电商交际期，渠道和营销融合的趋势愈加明显，销售通路相较以往大幅缩短，消费高峰亦愈

加突出（详情可参阅《供应链管理能力，新消费时代“唯快不破”的重要内功——以小家电行业为例 | 华安家电轻工》），**此等变化倒逼小家电企业必须实现快速周转，而快速周转能力是考验企业供应链统筹的综合能力**，牵涉方包括品牌方、供应商、加工厂、电商平台、物流等供应链上下游不同机构，因此，**公司通过设置统一的服务部门，便于打通事业部间的沟通壁垒，实现跨部门间的快速决策，而通过总经理扁平化直管架构，则有利于公司快速统筹服务部门和生产部门的对接，精简上下层级之间的审批流程，增强公司响应需求的机动能力。**

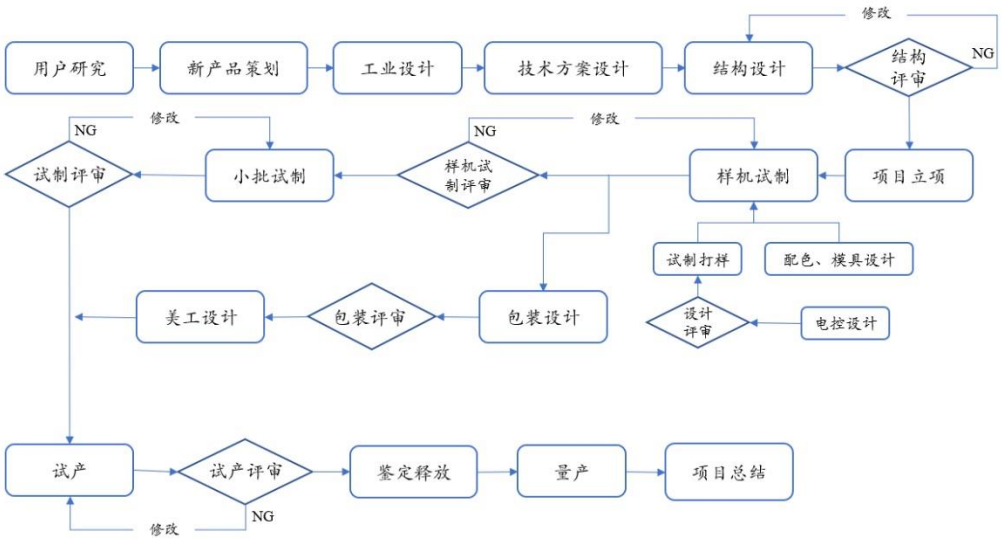
3.2 研发端：自主研发+自主生产，牢牢把握企业命脉

产品研发是企业构筑护城河的重要抓手，公司自成立以来，始终坚持自主生产和自主研发，研发投入逐年加大。其中，在研发费用方面，2016-2019 年从 1653 万元增长 362.9%至 7652 万元，三年 CAGR 高达 66.6%；研发人员薪酬方面，2018-2019 年人均工资分别为 14.3 万元和 13.0 万元，2019 年出现的小幅下滑主要系人员扩张速度较快所致；研发效果方面，公司和产品近年来连续获得多项国内外荣誉和奖项，包括“中国工业设计十佳创新型企业”、“中国设计红星奖”、“普拉格奖”、“AWE 艾普兰奖—产品奖”等知名奖项。

（1）研发流程：需求导向，层层把控

公司研发主要以市场需求为导向，满足消费者在不同生活场景、工作场景中对小家电的使用需求。公司利用多年积累的客户网购数据，对客户人群属性、生活方式和产品属性偏好等进行多维分析，有效指导公司进行需求调研、市场分析、新产品研发、产品推广和改进，不断推出深受消费者喜爱的产品。公司研发由研发中心负责，研发中心下设前期开发组、基础研究组、用户研究组、技术支持组和各品类研发部门。研发流程具体如下图：

图表 32 公司研发流程图



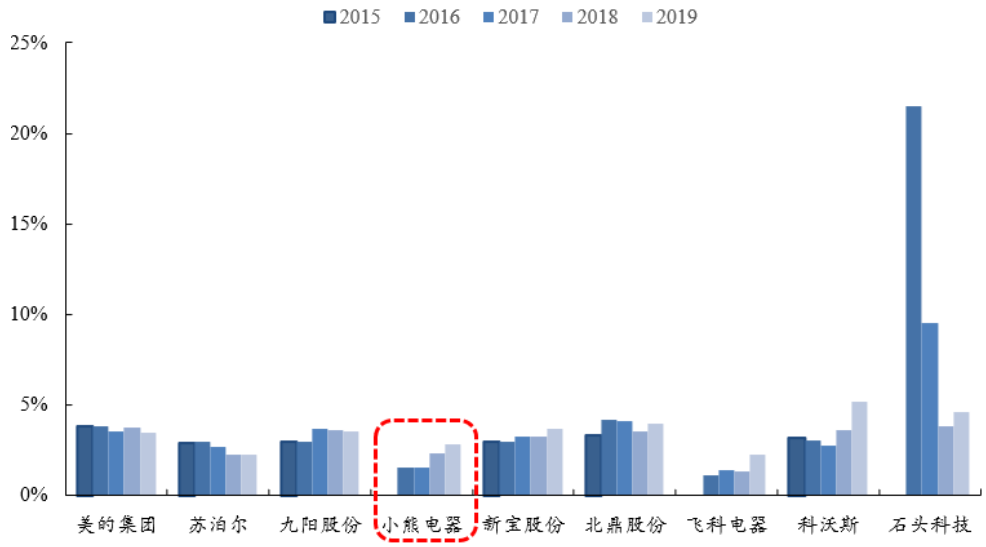
资料来源：公司招股书，华安证券研究所

（2）研发投入：资金持续加码，研发费用率抵进行业前端

公司愈发重视产品研发，研发投入不断加码。虽然过去小熊主打高性价比产品，但

近两年来公司对研发的重视程度也在日益提升。研发费用方面，2019 年公司研发费用达 7652 万元，3 年 CAGR 高达 66.6%，研发费用率达 2.85%，超过小家电行业头部公司苏泊尔，略低于九阳、新宝和北鼎。2019 年公司上市后，拟再投入 3600 多万元募集资金用于建设研发中心，研发投入持续增长。

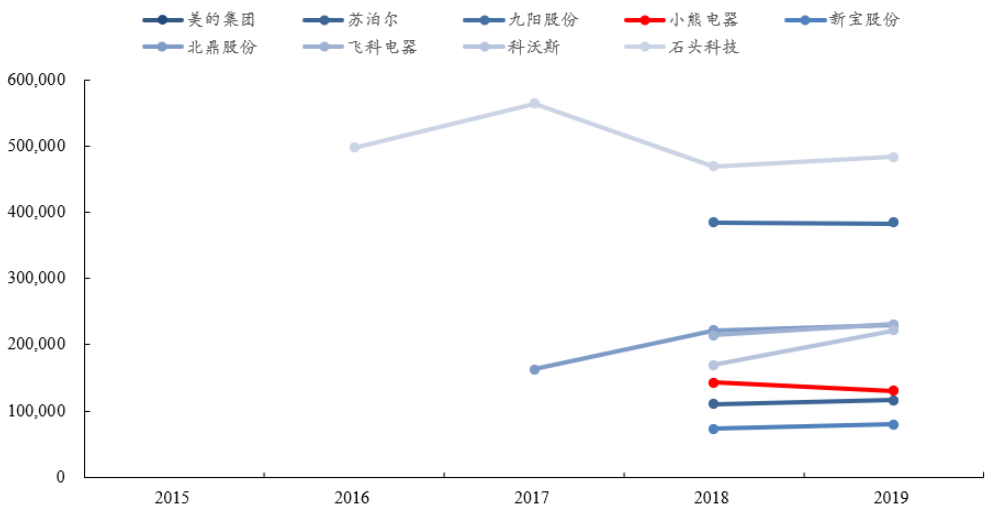
图表 33 小家电企业研发费用率对比



资料来源：wind，华安证券研究所

研发人员薪酬方面，2018-2019 年，小熊研发人员平均薪酬在 13-14 万之间，在可比公司中高于苏泊尔，低于九阳。创始人李一峰本身是技术工程师出身，注重技术研发，并曾在公开采访中表示，“在人员配置上，其他岗位都有人员规划的预算，但工程技术人员是不设限的”，显示出公司高层对研发人员的高度重视。

图表 34 小家电企业研发人员薪酬对比

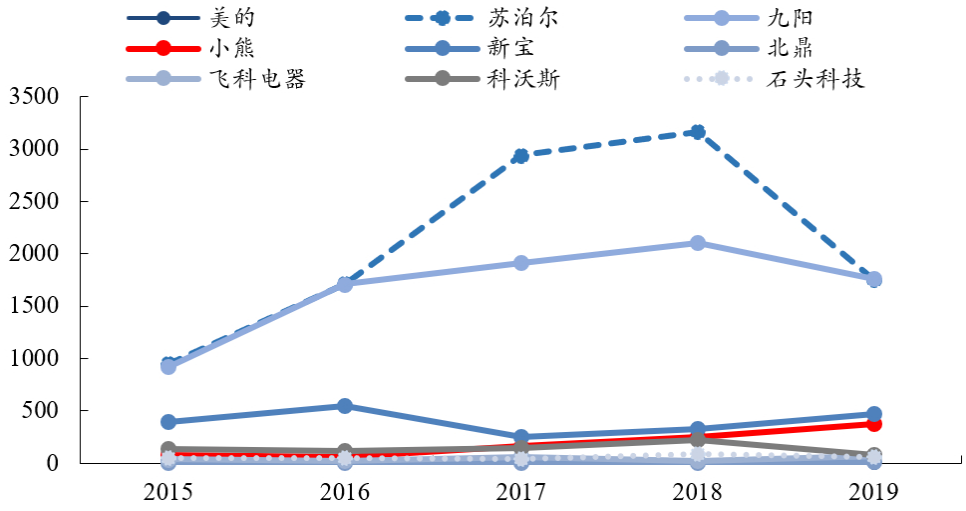


资料来源：wind，华安证券研究所

（3）研发效果：频获肯定，公司和产品屡获大奖

研发成果频获市场肯定，公司和产品屡获大奖。2015-2019 年公司专利申请量由 81 项增至 378 项，4 年 CAGR 高达 47%，截至 2019 年，小熊共拥有专利 486 项，其中，发明专利 11 项、实用新型 194 项，外观设计 281 项。近年来，公司或产品先后荣获多种奖项，包括“中国工业设计十佳创新型企业”、“中国设计红星奖”、“普拉格奖”、“AWE 艾普兰奖—产品奖”等国内知名设计奖项。

图表 35 小家电企业专利申请量对比



资料来源：佰腾网，华安证券研究所

注：美的数据使用“美的”+“小家电”双重检索所得。

图表 36 小熊电器获奖情况

年度	奖项	颁发机构
2013	2012-2013年度中国家电行业外观设计奖	广东家电产业公共信息服务平台
2013	中国工业设计十佳创新型企业	中国工业设计协会
2013	中国设计红星奖	中国设计红星奖委员会
2015	广东厨卫电器产品技术创新奖	广东省家电商会
2017	金麦奖-2017年度品质类大奖-家电类	浙江日报报业集团、淘宝天下
2017	AWE艾普兰奖-产品奖	中国家用电器协会
2018	中国设计红星奖	中国设计红星奖委员会
2018	第九届“省长杯”工业设计大赛优胜奖	广东省工业设计协会
2018	中国外观设计优秀奖	国家知识产权局
2018	AWE艾普兰奖-金口碑奖	中国家用电器协会
2019	AWE艾普兰奖-金口碑奖	中国家用电器协会

资料来源：公司招股书，华安证券研究所

3.3 供应链端：高效有序，灵活适应需求变化

此节我们主要通过同行对比，从原材料备货、在产品生产和存货周转三个角度分析了小熊供应链管理的模式及效果

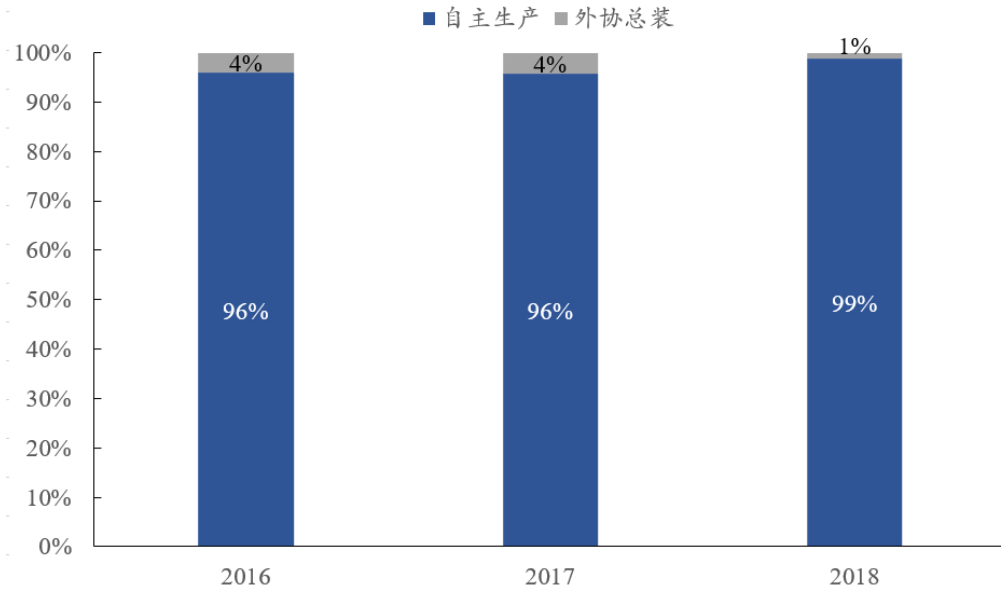
（1）供应链模式：以市场为导向，充分协调各方力量

我们梳理了小熊从“研发-生产-出货”整个流程：

从研发模式来看，公司成立有专门的用户研究组，负责用户需求挖掘，为产品投放市场的预期表现出谋划策。另外，公司在产品的设计、试制、试产和量产等环节亦设置了多轮评审机制，通过严格把控新品质量，降低公司产品上市风险。

从生产模式来看，公司以自主生产为主、外协生产和外协加工为辅，坚持做互联网小家电企业中的“实业型品牌”。目前公司的厨房小家电和生活小家电的大部分产品均由自主生产，部分电烤箱、养生壶和咖啡机产品由第三方外协生产，部分注塑加工、零部件组装、总装装配等工序由第三方外协加工。2016-2018 年公司自主生产占比均达 95%以上，且保持高位提升趋势，公司制造能力不断增强。

图表 37 不同生产模式出货量占比

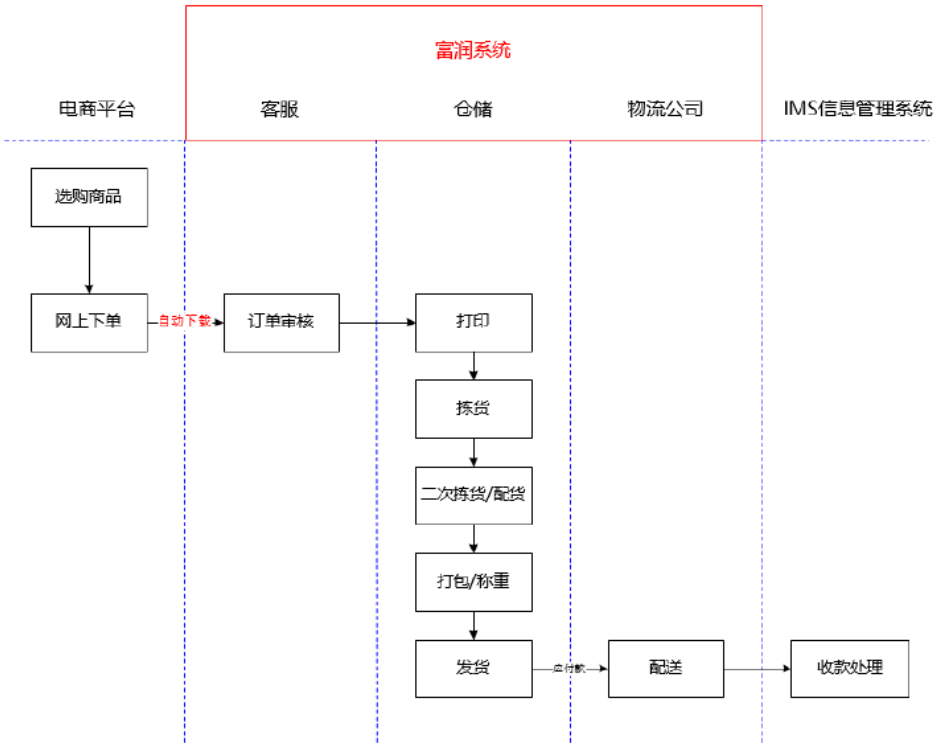


资料来源：公司招股书，华安证券研究所

从出货模式看，主要可分为公司发货、经销商发货和公司代发货，分别对应公司的直销渠道、经销商渠道和经销商代发货渠道。其中，经销商代发货销售模式为公司首创，于 2013 年正式推广使用，在该模式下，消费者在公司线上经销商的网店下单后，公司通过自建的富润系统能够实时获取订单信息，并根据信息绕过经销商、直接向消费者发货。该模式对于减轻经销商资金压力、公司新品上市产能不足及长尾产品推广不足等问题，同时减少产品流转过程和物流成本，起到十分重要的作用。2018 年，公司经销商代发货模式的销售收入达 2.5 亿元，占比 12.4%。

值得指出的是，经销商可根据自身情况决定是否选择代发货模式。在产品畅销期，受益于良好的产品销售和回款预期，以及相比代发货模式更高的渠道毛利率，经销商选择自己承担存货和发货的占比较高且日益提升。

图表 38 小熊电器富润系统

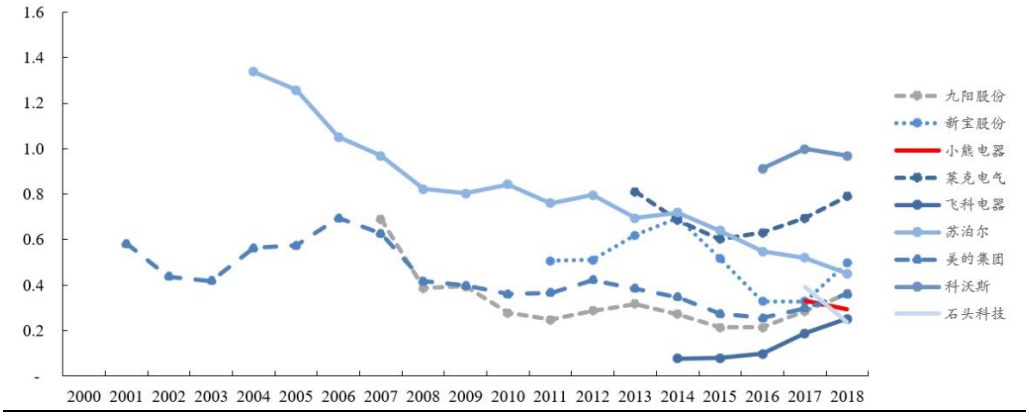


数据来源：公司招股书，华安证券研究所

（2）供应链效率：高效有序，整体处于行业前端

从原材料备货周期的角度看，行业平均备货周期为 0.5 个月，2018-2019 年小熊分别实现 0.33、0.29 个月，优于可比公司中的美的、九阳、苏泊尔和新宝。这主要得益于公司设立了统一的供应商管理中心，建立了完善的供应商甄选制度，使原材料采购效率得以提升。

图表 39 小家电企业原材料备货周期对比

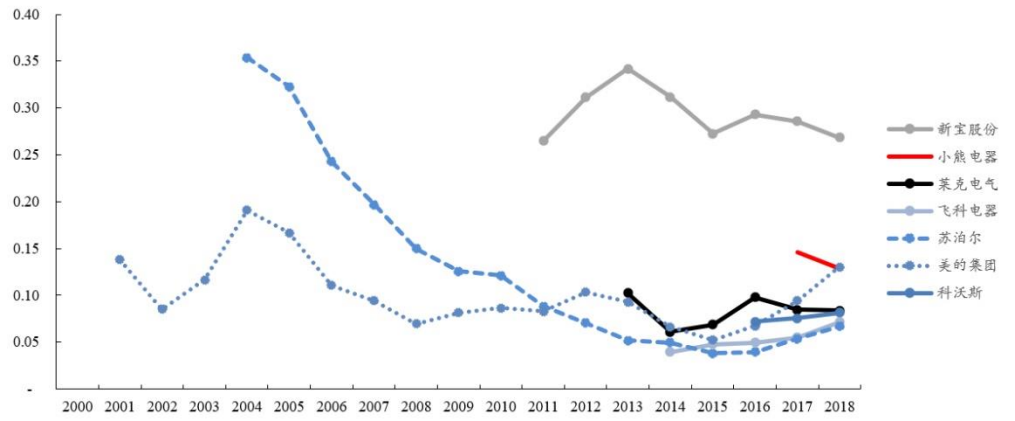


资料来源：华安证券研究所整理

从在产品生产周期的角度看，行业平均生产周期为 0.1 个月，2018-2019 年小熊分别实现 0.15、0.13 个月，在产品生产周期在行业中处于较高水平。2019 年公司上市募

集资金拟投资项目中将信息化建设项目列入其中，待该项目投产后，将进一步优化公司的生产效率，缩短在产品生产周期。

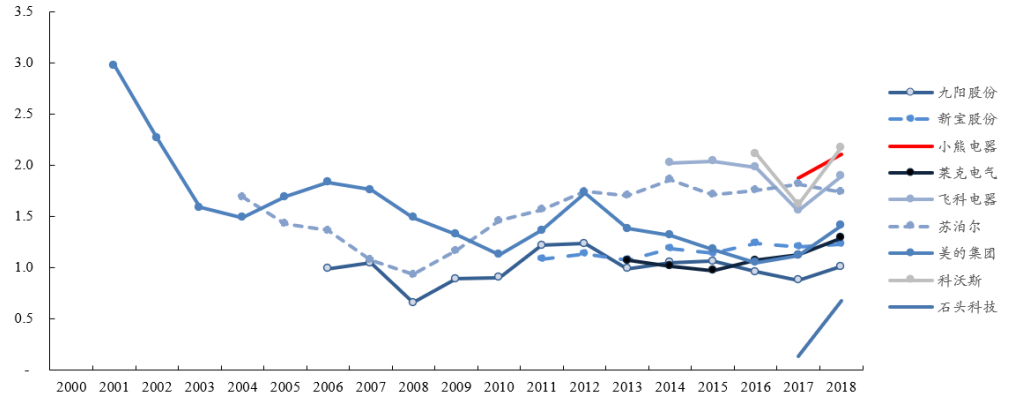
图表 40 小家电企业在产品生产周期对比



资料来源：华安证券研究所整理

从存货周转周期角度看，行业平均销售周期为 1.5 个月，2018-2019 年小熊分别实现 1.87、2.10 个月，显著高于可比公司。我们认为主要原因在于公司以线上销售为主，且采用“预测销售量+安全库存”的存货管理模式，使得公司需要在“618”、“双 11”等销售高峰期前 1-2 个月备货，拉长了公司的销售持续时间，导致整体销售周期较长。

图表 41 小家电企业存货周期对比



资料来源：华安证券研究所整理

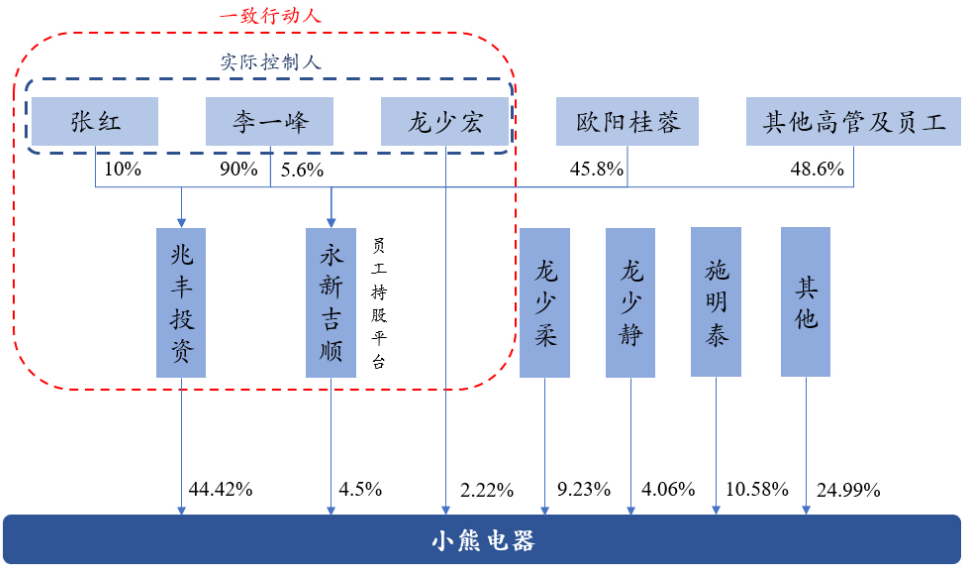
4 公司基础信息

4.1 股权结构与管理层简介

公司股权结构稳定，实际控制人为李一峰、张红夫妇及龙少宏。李一峰、张红夫妇通过兆丰投资间接持有公司 44.42%的股份，为公司第一大股东，并与永新吉顺、龙少宏构成一致行动人。永新吉顺为公司的员工持股平台，直接持有公司 4.5%的股权，深度绑定公司和高管及核心员工利益。欧阳桂蓉为永新吉顺第一大股东，直接持有 45.8%的股份，现任公司董事、副总经理，系李一峰表妹。

2006 年，创始人李一峰创建小熊电器，至今担任公司董事长、总经理。李一峰本科毕业于哈尔滨工业大学电器专业，有丰富的家电行业从业经验，曾历任万宝电器生产技术员，天际电器工程师、品质部经理、副总经理，以及宝尔电器总经理。

图表 42 公司股权结构

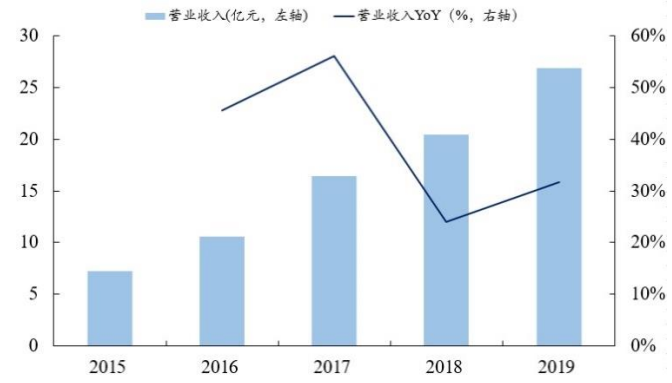


资料来源：公司招股书，华安证券研究所

4.2 基本财务数据

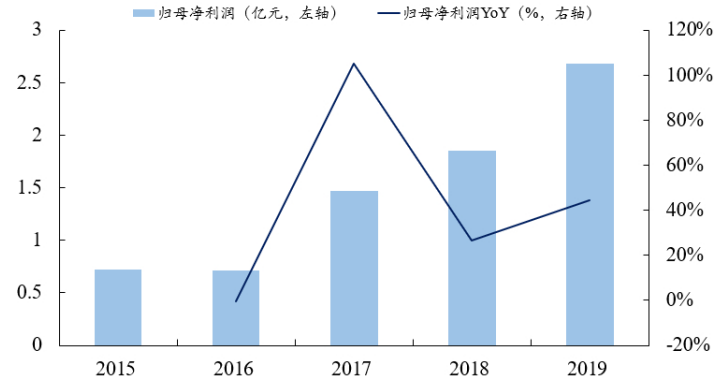
2015-2019 年，公司营收 CAGR 达 38.8%，归母净利润 CAGR 达 38.9%，显著高于其他小家电可比公司。2020Q1 公司实现营收/归母净利润 7.40 亿元/1.03 亿元，同比增长 17.5%/83.9%，在疫情背景下实现逆势增长，这主要源于疫情和食品安全问题等多因素共同作用下，激发出人们对健康生活的更高追求，而小家电对于提升生活品质具有显著的“口红效应”，得以乘风而起，加速渗透到千家万户。

图表 43 2015-2019 年公司营业收入及增速（亿元）



资料来源：wind，华安证券研究所

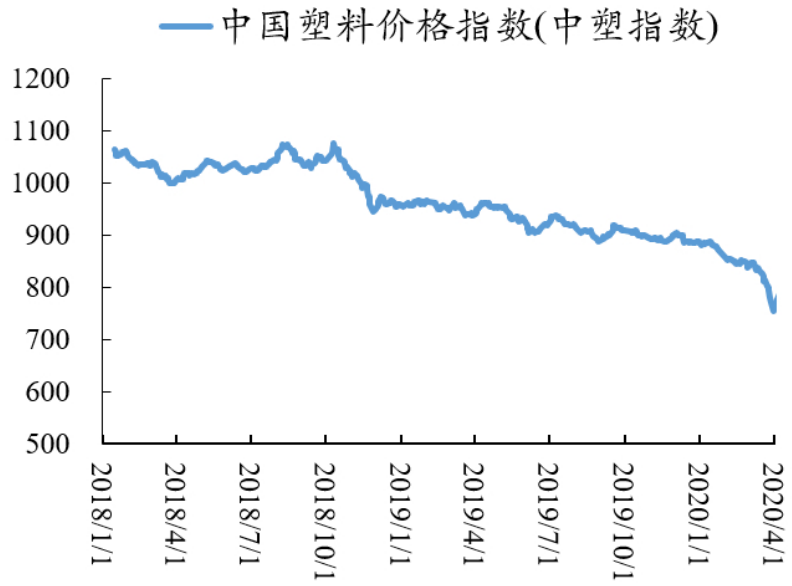
图表 44 2015-2019 年公司归母净利润及增速（亿元）



资料来源：wind，华安证券研究所

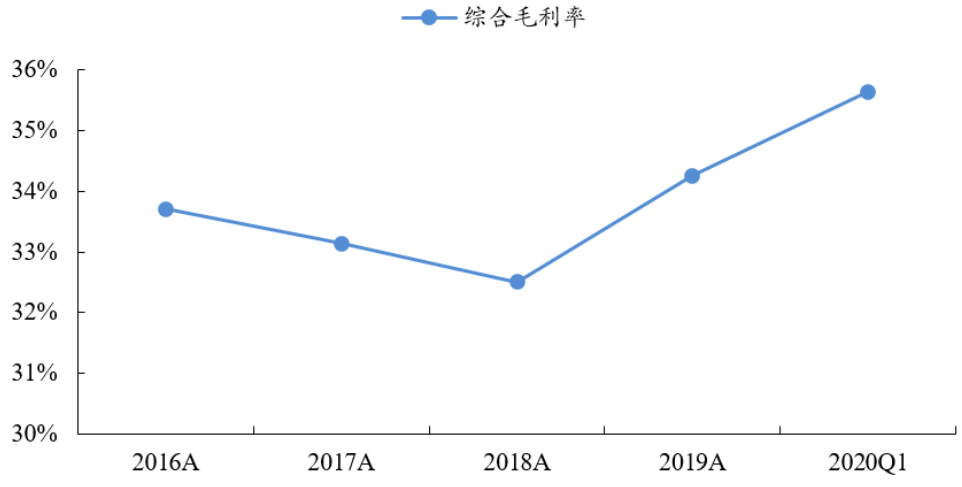
受益于原材料价格下跌，公司毛利率持续提升。2020Q1 公司实现毛利率 35.64%，同比提升 1.35pct，在产品价格未出现较大变化情况下，我们认为这主要系产品原材料塑料价格下降所致。未来随着公司对产品收入结构的动态调整，以及公司发展带来的规模效应，毛利率维持在较高水平的情况有望延续。

图表 45 塑料价格指数持续走低



资料来源：wind，华安证券研究所

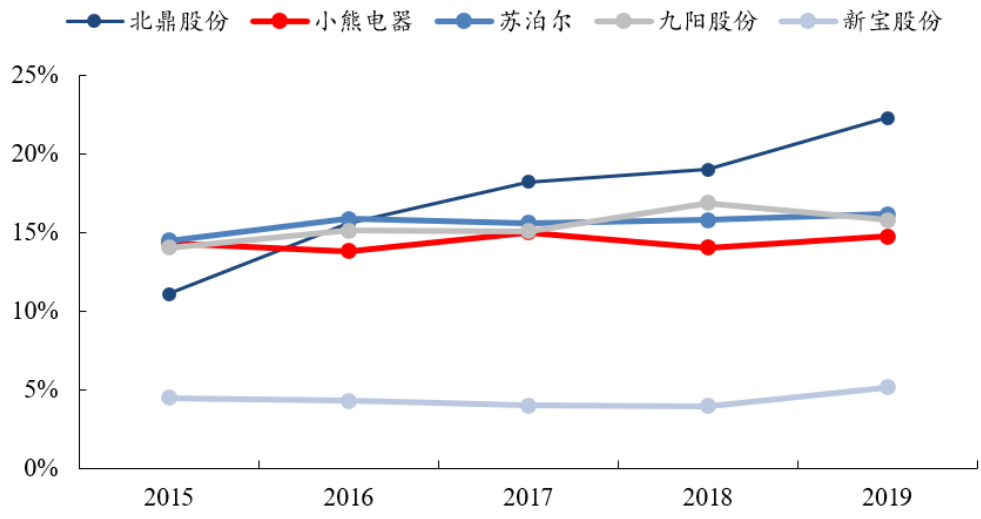
图表 46 公司受益于原材料价格下跌，毛利率情况得到改善



资料来源：wind，华安证券研究所

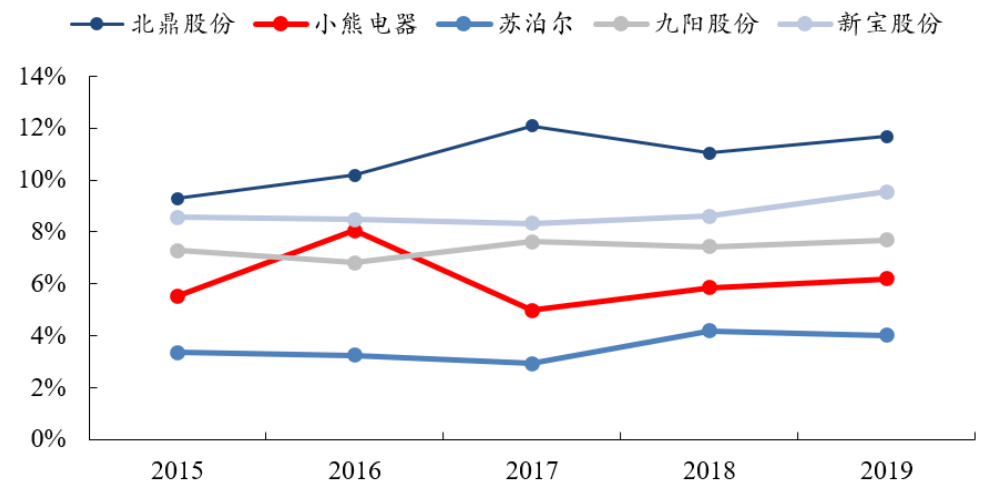
公司三费控制合理。2015-2019 年公司销售、管理和财务费用率基本保持平稳，分别维持在 15%、6%和 0%上下浮动，在可比公司中与传统小家电龙头苏泊尔、九阳表现相近，整体优于创意小家电新秀北鼎和新宝，展现出公司扎实稳健的经营风格。

图表 47 公司销售费用率维持在 15%水平，与九阳、苏泊尔表现相近



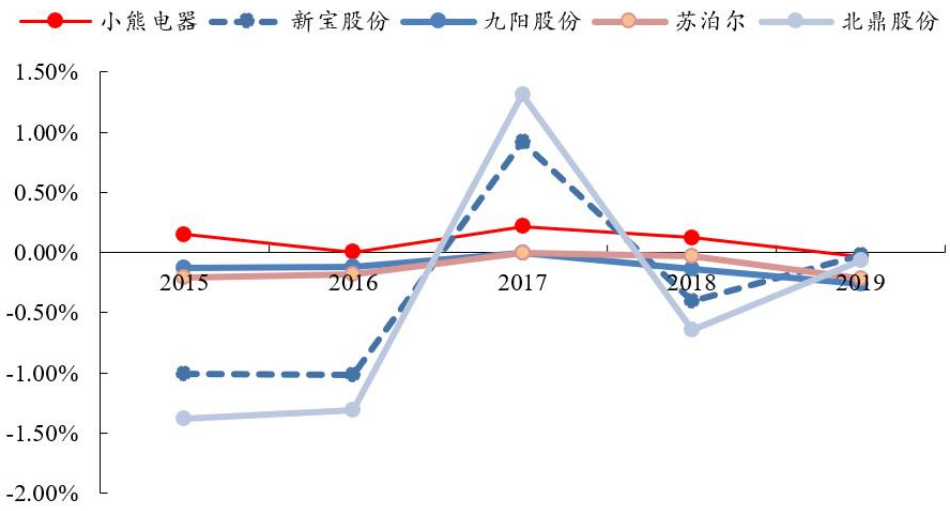
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 48 公司管理费用率维持在 6%水平，优于多数可比公司



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 49 公司财务费用率维持在 0%水平，与可比公司表现基本相近



资料来源：wind，华安证券研究所

2019 年公司 ROE 达 25.2%，在可比公司中高于北鼎、九阳和新宝，低于苏泊尔，处于行业领先水平。拆分来看，高 ROE 主因公司较高的资产周转率和销售净利率，高资产周转率主要系公司采用外协代工，固定资产占比低于可比公司；高销售净利率则得益于公司较高的毛利率和控制合理的费用率。

图表 50 公司 2019 年 ROE 水平处于行业前列

	ROE（%）	=	销售净利率(%)	×	总资产周转率(次)	×	权益乘数
小熊电器	25.2	=	9.98	×	1.50	×	1.69
北鼎股份	21.6	=	11.93	×	1.33	×	1.36
九阳股份	21.8	=	8.62	×	1.32	×	1.87
新宝股份	16.8	=	7.55	×	1.19	×	1.86
苏泊尔	30.1	=	9.65	×	1.77	×	1.76

资料来源：wind，华安证券研究所

5 投资建议

根据我们的测算，小熊目前主要定位的**25-35 岁女性用户目标群体的市场空间**约为年销售额 130 亿元（小熊销量份额 18%的前提下），**对应出货端收入约 85 亿元**，较 19 年的 27 亿元年收入仍有较大提升空间；而长期来看，小熊的目标用户不仅局限于年轻女性，而是**全国 3 亿户城镇家庭**，小家电在该市场的潜在空间约为 **4000 亿元**，其中小熊的销售额有望增至 190 亿元，**对应出货端收入有望增至约 120 亿元，其中 60 亿元来自现有品类，其余超过 60 亿元来自新品类扩张。**

在市场空间充足的前提下，小熊的**前端和后端能力都非常优秀**，足以支撑其实现增长。随着电商、内容营销崛起，新消费时代来临，小家电行业从过去的“渠道为王”逐步转向以产品和营销为核心竞争壁垒的竞争格局。小熊设立之初即从电商渠道切入，一方面占据**先发优势**，另一方面也致使其**营销模式、产品研发设计、组织架构等都非常适应该**

时代的需求，随着公司发展，小熊在后端研发能力、供应链管理能力等方面也在不断巩固增强。

我们长期看好小熊所在的赛道以及其自身各方面能力在该环境下为其带来的增长潜力。我们预计公司 2020-2022 年分别实现**营业收入 36.9、47.6、62.9 亿元，对应增速分别 37.1%、29.3%、32.0%**，预计公司**归母净利润分别 4.8、5.8、7.8 亿元对应增速分别 78.0%、22.3%、34.1%**，对应 **EPS 分别为 3.06、3.74、5.02 元/股**，当前股价对应 2020-2022 年分别 44.5x、36.4x、27.1xPE，给予增持评级。

图表 51 小熊电器业务拆分预测

			2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
厨房小家电	锅煲类	收入（亿元）	2	3	4	6	7	9	11	14
		yoy	49.5%	50.8%	27.0%	28.2%	25.1%	24.7%	24.6%	24.6%
		销量（万台）	239	356	469	595	729	896	1,100	1,350
		yoy		48.8%	31.9%	26.8%	22.7%	22.8%	22.8%	22.7%
		均价（元）	96	97	94	95	97	98	99	101
		yoy		1.4%	-3.7%	1.1%	2.0%	1.5%	1.5%	1.5%
		单位成本（元）	59	60	61	60	62	63	64	66
		yoy		1.7%	1.3%	-1.7%	3.0%	1.9%	1.9%	2.0%
		毛利率	38.0%	37.8%	34.6%	36.5%	35.8%	35.6%	35.3%	35.0%
	壶类	收入（亿元）	1	3	4	5	6	7	8	9
		yoy	341.8%	112.7%	28.1%	29.6%	5.2%	19.8%	18.8%	17.7%
		销量（万台）	159	325	425	546	565	666	780	904
		yoy		103.9%	30.8%	28.4%	3.4%	18.0%	17.0%	16.0%
		均价（元）	93	97	95	96	98	99	101	102
		yoy		4.3%	-2.1%	1.0%	1.7%	1.5%	1.5%	1.5%
		单位成本（元）	63	65	63	61	64	64	65	66
		yoy		3.3%	-3.0%	-2.1%	4.0%	1.0%	1.0%	1.0%
		毛利率	33.0%	33.7%	34.3%	36.3%	34.9%	35.3%	35.6%	35.9%
	电动类	收入（亿元）	2	3	4	6	9	13	18	24
		yoy	51.2%	77.0%	32.8%	46.3%	63.3%	35.7%	41.0%	36.5%
		销量（万台）	240	394	510	733	1,169	1,537	2,105	2,799
		yoy		63.8%	29.6%	43.6%	59.5%	31.5%	36.9%	33.0%
		均价（元）	69	75	77	78	80	83	85	87
		yoy		8.1%	2.4%	1.9%	2.4%	3.2%	3.0%	2.6%
		单位成本（元）	47	50	51	50	50	51	52	53
		yoy		7.3%	1.9%	-3.2%	1.0%	2.0%	1.8%	1.5%
		毛利率	32.4%	32.8%	33.1%	36.5%	37.3%	38.1%	38.8%	39.5%
	电热类	收入（亿元）	3	3	3	3	4	4	5	6
		yoy		6.9%	2.0%	5.9%	32.1%	9.8%	15.5%	13.2%
		销量（万台）	453	465	472	526	696	754	862	964
		yoy		2.8%	1.4%	11.5%	32.2%	8.4%	14.3%	11.9%
		均价（元）	57	59	59	56	56	57	58	58
		yoy		4.0%	0.5%	-5.0%	0.0%	1.3%	1.1%	1.2%
		单位成本（元）	35	38	40	36	34	35	35	35
		yoy		8.6%	5.5%	-10.6%	-3.4%	0.6%	0.5%	0.6%
		毛利率	38.6%	35.9%	32.8%	36.7%	38.9%	39.3%	39.6%	40.0%
	西式类	收入（亿元）	1	1	2	3	5	6	8	11
		yoy	60.9%	108.1%	45.5%	30.2%	82.3%	26.3%	31.3%	29.3%
		销量（万台）	76	145	218	281	502	627	816	1,044
		yoy		90.5%	49.7%	29.2%	78.5%	25.0%	30.0%	28.0%
		均价（元）	93	102	99	100	102	103	104	105
		yoy		9.3%	-2.8%	0.8%	2.1%	1.0%	1.0%	1.0%
		单位成本（元）	70	75	74	72	69	69	70	70
		yoy		7.5%	-1.4%	-1.8%	-4.5%	0.5%	0.5%	0.5%
		毛利率	25.6%	26.8%	25.7%	27.7%	32.4%	32.7%	33.1%	33.4%
生活小家电		收入（亿元）	2	3	3	4	4	6	8	11
		yoy	8.8%	50.2%	12.8%	30.3%	13.6%	32.6%	35.7%	34.6%
		销量（万台）	249	337	370	478	532	692	921	1,215
		yoy		35.2%	9.8%	29.1%	11.5%	30.0%	33.0%	32.0%
		均价（元）	69	77	79	80	81	83	85	86
		yoy		11.1%	2.7%	1.0%	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%
		单位成本（元）	50	56	56	55	55	55	56	56
		yoy		11.5%	0.4%	-1.6%	-0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
		毛利率	27.6%	27.3%	29.0%	30.8%	32.4%	33.3%	34.3%	35.3%
其他小家电		收入（亿元）	0	0	0	0	1	3	4	6
		yoy	-73.9%	-8.7%	52.4%	1428.1%	160.6%	106.0%	64.8%	44.2%
		销量（万台）	4	2	4	60	135	270	432	605
		yoy		-50.1%	128.6%	1365.5%	124.4%	100.0%	60.0%	40.0%
		均价（元）	64	117	78	81	94	97	100	103
		yoy		82.9%	-33.3%	4.3%	16.2%	3.0%	3.0%	3.0%
		单位成本（元）	45	72	44	70	60	61	63	64
		yoy		61.4%	-38.9%	58.0%	-13.9%	2.0%	2.0%	2.0%
		毛利率	29.8%	38.0%	43.1%	13.9%	36.2%	36.8%	37.4%	38.0%
合计		**收入（亿元）**	**11**	**16**	**20**	**27**	**37**	**48**	**63**	**82**
		yoy	45.5%	56.2%	24.0%	31.7%	37.1%	29.3%	32.0%	29.6%
		销量（万台）	**1,421**	**2,024**	**2,469**	**3,219**	**4,303**	**5,443**	**7,014**	**8,881**
		yoy		42.5%	22.0%	30.4%	33.7%	26.5%	28.9%	26.6%
		均价（元）	74	81	83	84	86	88	90	92
		yoy		9.6%	1.6%	1.0%	2.6%	2.2%	2.4%	2.4%
		单位成本（元）	49	54	56	54	54	56	57	58
		yoy		11.3%	2.6%	-2.1%	0.1%	2.7%	1.7%	1.6%
		毛利率	**34.4%**	**33.4%**	**32.7%**	**34.8%**	**36.4%**	**36.0%**	**36.5%**	**37.0%**

资料来源：华安证券研究所测算

风险提示：

由于原材料价格波动，导致公司毛利率在短期内出现较大浮动风险；美九苏等头部企业加速进入公司主营市场，导致竞争格局加剧风险；新品研发不及市场预期，导致股价在短期内出现较大波动风险。

财务报表与盈利预测

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2019	2020	2021	2022
流动资产	1992	2476	3149	4105
现金	592	913	1350	2006
应收账款	105	137	180	236
其他应收款	6	7	9	12
预付账款	12	16	21	27
存货	432	560	733	958
其他流动资产	845	844	855	865
非流动资产	540	771	984	1204
长期投资	0	-1	-1	-1
固定资产	137	191	235	282
无形资产	201	268	313	366
其他非流动资产	202	313	437	557
资产总计	2532	3247	4134	5309
流动负债	865	1090	1386	1774
短期借款	0	0	0	0
应付账款	191	290	361	480
其他流动负债	673	800	1025	1293
非流动负债	3	13	18	21
长期借款	0	10	15	18
其他非流动负债	3	3	3	3
负债合计	868	1103	1404	1795
少数股东权益	0	0	0	0
股本	120	120	120	120
资本公积	970	970	970	970
留存收益	575	1054	1640	2425
归属母公司股东权	1665	2144	2730	3514
负债和股东权益	2532	3247	4134	5309

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2019	2020	2021	2022
经营活动现金流	406	573	677	892
净利润	268	477	584	783
折旧摊销	52	61	55	57
财务费用	0	0	1	1
投资损失	-5	-30	-23	-34
营运资金变动	70	47	47	76
其他经营现金流	219	447	550	717
投资活动现金流	-999	-262	-244	-239
资本支出	-224	-291	-265	-271
长期投资	0	-1	-2	-2
其他投资现金流	-775	30	23	34
筹资活动现金流	886	10	4	2
短期借款	0	0	0	0
长期借款	-11	10	5	3
普通股增加	30	0	0	0
资本公积增加	907	0	0	0
其他筹资现金流	-40	0	-1	-1
现金净增加额	293	321	437	656

利润表 单位:百万元

会计年度	2019	2020	2021	2022
营业收入	2688	3685	4764	6287
营业成本	1767	2345	3047	3992
营业税金及附加	15	22	29	37
销售费用	396	510	681	924
管理费用	90	125	162	213
财务费用	-1	-5	-2	-3
资产减值损失	-11	-19	-17	-16
公允价值变动收益	9	0	0	0
投资净收益	5	30	23	34
营业利润	332	606	734	983
营业外收入	4	5	7	9
营业外支出	3	3	3	3
利润总额	332	608	738	988
所得税	64	131	154	206
净利润	268	477	584	783
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	268	477	584	783
EBITDA	395	642	769	1003
EPS（元）	1.72	3.06	3.74	5.02

主要财务比率

会计年度	2019	2020	2021	2022
成长能力				
营业收入	31.7%	37.1%	29.3%	32.0%
营业利润	38.9%	82.7%	21.1%	33.8%
归属于母公司净利	44.6%	78.0%	22.3%	34.1%
获利能力				
毛利率（%）	34.3%	36.4%	36.0%	36.5%
净利率（%）	10.0%	13.0%	12.3%	12.4%
ROE（%）	16.1%	22.3%	21.4%	22.3%
ROIC（%）	16.7%	21.2%	20.6%	21.2%
偿债能力				
资产负债率（%）	34.3%	34.0%	34.0%	33.8%
净负债比率（%）	52.1%	51.4%	51.4%	51.1%
流动比率	2.30	2.27	2.27	2.31
速动比率	1.79	1.74	1.73	1.76
营运能力				
总资产周转率	1.06	1.13	1.15	1.18
应收账款周转率	25.59	26.89	26.44	26.59
应付账款周转率	9.24	8.08	8.43	8.31
每股指标（元）				
每股收益	1.72	3.06	3.74	5.02
每股经营现金流	2.61	3.67	4.34	5.72
每股净资产	10.67	13.74	17.50	22.53
估值比率				
P/E	40.37	44.45	36.35	27.11
P/B	6.50	9.90	7.77	6.04
EV/EBITDA	19.58	24.03	19.50	14.30

资料来源：公司公告，华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。