小熊电器（002959.SZ）

创意小家电龙头企业，未来成长空间广阔

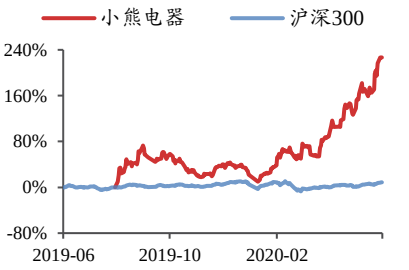
2020 年 06 月 25 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

日期	2020/6/24
当前股价(元)	123.00
一年最高最低(元)	140.33/41.10
总市值(亿元)	191.88
流通市值(亿元)	47.97
总股本(亿股)	1.56
流通股本(亿股)	0.39
近 3 个月换手率(%)	347.05

股价走势图



数据来源：贝格数据

吕明（分析师）

lvming@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

● 创意小家电龙头企业，首次覆盖给予“买入”评级

小熊电器是国内创意小家电龙头企业，搭乘电商红利，以差异化切入小家电赛道，并通过娱乐化营销手段吸引更多年轻消费者。看好公司扩品类、全渠道覆盖、产能扩张带来的成长空间。预计公司 2020-2022 年归母净利润为 3.65/4.54/5.71 亿元，对应 EPS 为 2.34/2.91/3.66 元，当前股价对应 PE 为 53/42/34 倍,考虑公司业绩增速高于同行业可比公司，给予一定估值溢价，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 渠道、产品、营销全方位发力，实现业绩快速增长

渠道端：以线上为主，积极把握传统电商红利。首创“经销商授权”模式规范电商渠道，并借助信息化管理系统打造“经销商代发货”模式，使经销商数量在“有序”中快速扩张。多年来积累了大量消费者数据，为后续“以消费者为导向进行新品研发”打下基础。此外公司主动协调各经销商主推商品，提升整体运营效率。由于公司较早开展在传统电商领域拓展，其站内流量优势明显。

产品端：通过差异化品类切入小家电赛道，并逐步形成以“非刚需”类小家电为主，充分满足用户细分需求，同时产品符合高颜值、高性价比、多 SKU 的特性。从收入结构来看，各品类收入相对均衡，在一定程度上提升了公司业绩的稳定性。

营销端：早期主要通过电商平台广告投放，近年来通过创意植入影视剧、综艺节目、明星代言等手段进行品牌营销，以娱乐化营销的方式大幅提升在年轻群体中的知名度，在渠道多元化的时代也积极利用各类新媒体渠道进行营销。

● 扩品类、扩渠道、扩产能，未来空间广阔

1）扩品类至母婴及个人护理小家电，当前母婴小家电为重点拓展领域，未来有望向全品类拓展。2）扩渠道：未来公司将充分利用经销商、海外客户资源，实现全渠道运营，加速线上线下融合，新兴线上渠道及线下渠道迎来增长。3）扩产能：公司目前已接近“满产满销”，根据 IPO 募资项目规划，生产建设项目占比 93.59%。未来随着新建产能落地，公司有望创造更高经济效益。

● 风险提示：原材料价格波动风险，产能扩张不及预期

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,041	2,688	3,314	4,082	5,019
YOY(%)	24.0	31.7	23.3	23.2	22.9
归母净利润(百万元)	186	268	365	454	571
YOY(%)	26.6	44.6	36.0	24.5	25.8
毛利率(%)	32.5	34.3	35.0	35.2	36.0
净利率(%)	9.1	10.0	11.0	11.1	11.4
ROE(%)	40.4	16.1	19.1	19.9	20.4
EPS(摊薄/元)	1.19	1.72	2.34	2.91	3.66
P/E(倍)	103.4	71.5	52.6	42.3	33.6
P/B(倍)	41.7	11.5	10.0	8.4	6.9

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 小熊电器：“创意小家电+互联网”模式领导品牌 4
1.1、 发展历程：以“差异化”打开市场，搭乘电商快车实现快速发展 4
1.2、 收入拆分：厨房小家电是公司核心产品，整体线上收入占比较高 5
1.3、 生产模式：自主生产为主，外协生产、加工为辅 6
1.4、 股权结构：结构稳定，创始人夫妇及一致行动人持股 46.89% 6
1.5、 财务分析：盈利能力稳步提升，疫情催化公司业绩 7
2、 复盘：搭乘电商红利，高颜值、高性价比下实现快速增长 9
2.1、 渠道：搭乘电商快速发展红利，站内流量优势明显 9
2.2、 产品：以差异化切入，高颜值、高性价比、多 SKU 收获大批粉丝 10
2.3、 营销：紧跟时代脚步，娱乐化营销吸引更多年轻群体 14
3、 未来：品类、渠道、产能全面扩张，成长空间可期 16
3.1、 扩品类：积极布局母婴、个人护理品类，重点发力母婴 16
3.2、 扩渠道：从传统电商渠道逐步走向全渠道 19
3.3、 扩产能：募资项目新增产能有望创造更高的经济效益 20
4、 盈利预测 21
4.1、 关键假设 21
4.2、 盈利预测与估值 22
5、 风险提示 22
附：财务预测摘要 23

图表目录

图 1： 以“差异化”起步，借力电商渠道实现快速发展 4
图 2： 厨房小家电仍是公司业务重心 5
图 3： 2018 年公司线上收入占比为 90.41%，其中线上经销占比 49.04% 5
图 4： 外协生产、加工占比逐渐降低 6
图 5： 实际控制人持股 46.89%，股权结构稳定 6
图 6： 疫情下公司收入端表现出较强韧性 7
图 7： 2018 年公司产品销售以线上渠道为主 7
图 8： 2019 年全年及 2020Q1 塑料价格持续下降 7
图 9： 受益于原材料价格下降，毛利率持续提升 7
图 10： 疫情带来公司期间费用率显著下降 8
图 11： 小熊电器销售净利率持续提升 8
图 12： 伴随净利率提升，归母净利润保持较快增长 8
图 13： 小熊电器固定资产占总资产比例低于同行业竞争对手 9
图 14： 小熊电器创立初期，网购用户规模快速提升 9
图 15： 小熊酸奶机多集中在 200 元以下价位 11
图 16： 小熊电器核心产品特色 12
图 17： 高颜值的产品设计吸引大批粉丝 13
图 18： 外观设计专利占比过半 13
图 19： 2018 年前十大品类收入占比超 80%，且第 4-10 名品类收入占比较为平均 14
图 20： 利用突发事件，在主流媒体宣传“健康”理念 14

图 21: 酸奶事件曝光后，小熊酸奶机搜索量快速提升 14
图 22: 小熊电器《爱不停炖》系列微电影 15
图 23: “创意中插”网剧《醉玲珑》提升品牌知名度 16
图 24: 冠名剧版醉玲珑，阅读量超过 30 亿 16
图 25: 小熊电器将厨具融入综艺，实现边看边买 16
图 26: 小熊电器在《我是证人》全国巡演中品牌露出 16
图 27: 公司品类扩张具有一定规划性，当前重点布局母婴类小家电 17
图 28: 2020 年 618 期间备孕产品销售同比大幅提升，年底有望迎来“婴儿潮” 17
图 29: 目前母婴小家电布局 TOP 品牌仍以母婴企业为主 18
图 30: 关注小熊电器的人群中，80 后、90 后占比达 78.98% 18
图 31: 小熊电器已在母婴家电领域推出众多产品 19
图 32: 小熊母婴微信公众号推出婴儿食谱 19
图 33: 线上渠道开始逐步裂变 19
图 34: 近年来公司产销率始终维持在 90%以上 21

表 1: 产品销售单价未出现大幅变动 7
表 2: 2019 小熊电器 ROE 处于行业较高水平 8
表 3: 线上经销商之间“有序”竞争 10
表 4: 酸奶单价高于 UHT 奶 11
表 5: 目前仍以“非刚需”类小家电为主 12
表 6: 小熊电器产品具有一定性价比 12
表 7: 部分细分品类 TOP20 线上畅销机型中，小熊领先于竞争对手 13
表 8: 小熊电器 IPO 后募集资金主要用于生产建设项目扩大产能 21
表 9: 小家电公司估值情况：小熊电器估值低于同行业可比公司 22

1、 小熊电器：“创意小家电+互联网”模式领导品牌

1.1、 发展历程：以“差异化”打开市场，搭乘电商快车实现快速发展

小熊电器成立于 2006 年 3 月，是一家结合互联网大数据进行创意小家电产品研发、设计、生产和销售，并在销售渠道与互联网深度融合的“创意小家电+互联网”企业。回顾小熊的发展，可以分为三个阶段：

（1） 初创阶段（2006 年-2008 年）

公司起步阶段以“差异化”叩开小家电市场大门。我们认为公司初期的“差异化”定位主要体现在产品、销售渠道、消费群体、品牌定位四个方面。产品端，公司选择了当时的“新鲜产品”酸奶机作为第一款产品。渠道端，公司以当时的“非主流”互联网渠道作为主要销售渠道。消费群体则定位于伴随互联网成长的 80 后。品牌定位为“健康小家电”。

（2） 发展创新阶段（2009 年-2013 年）

搭乘电商快车，扩品类、加速线上经销商发展。我们认为，这一阶段的创新主要体现在两方面：产品端，公司开始扩品类，涉足加湿器、蒸脸仪、母婴系列。渠道端，提出“网络授权分销”模式，通过线上实现经销商授权及供货。2013 年，为减轻经销商资金压力、公司新品产能不足、长尾产品推广不足的问题，同时减少产品流转过程和物流成本，公司实行线上经销代发货模式，即公司可以获得线上经销商的订单信息并直接供货给消费者，这种低成本高效率的拓展方式使经销商数量及公司的市场份额快速提升。品牌定位由“健康小家电”转向“快乐小家电”。

（3） 巩固提升阶段（2013 年至今）

借力大数据精准定位用户需求，加速发展。在本阶段，公司通过分析自身积累的客户网购数据，深耕细分产品，研发推出多种符合消费者不同场景需求的产品，目前已有 400 多种 SKU。品牌定位完成了由“快乐”“妙想”到“萌”关键词的转变，强化品牌形象及辨识度。

图1：以“差异化”起步，借力电商渠道实现快速发展

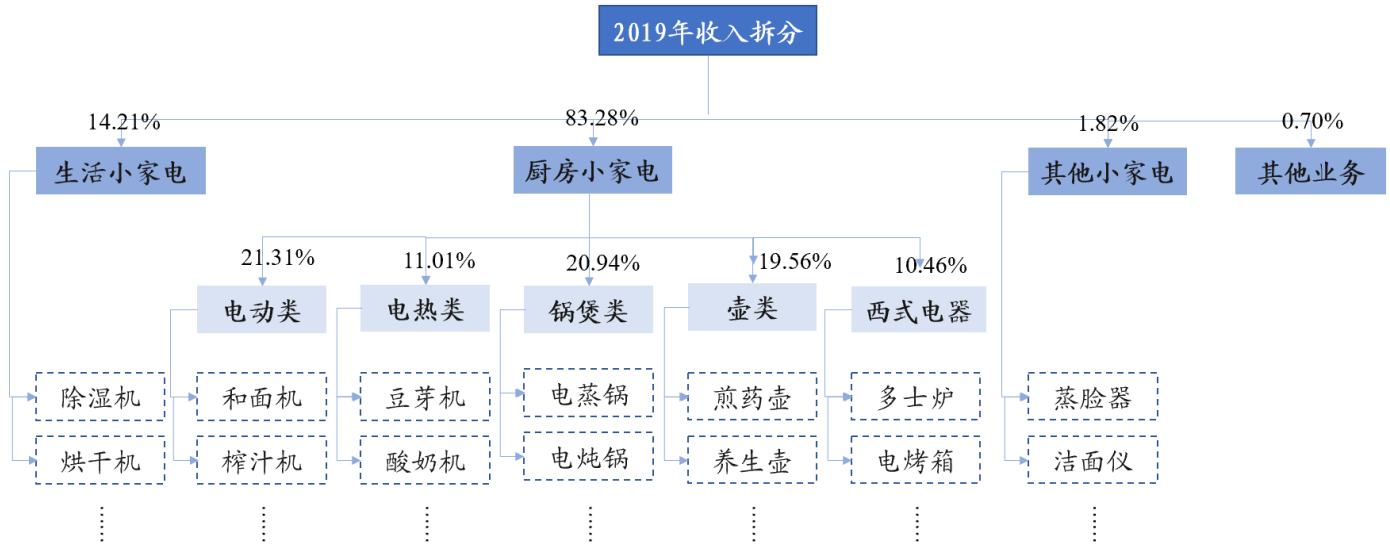
	2006-2008 初创阶段	2009-2013 发展创新阶段	2013-至今 巩固提升阶段
渠道	由于线上发展较线下表现强劲，故公司以互联网作为主要的销售渠道	2008年，建立“线上授权经销”模式 2009年正式开通淘宝商城旗舰店 2013年，实行线上经销代发货模式	确定线上销售为主、线下销售为辅的销售模式。线上积极开拓新媒体社交销售渠道，线下稳步打入一二级市场。
产品	酸奶机起步，逐步拓展到煮蛋器、电蒸锅、电炖盅	品类逐步扩展至加湿器、蒸脸器、母婴系列产品	产品涉及到电饼铛、榨汁机、养生壶等，目前涵盖400+SKU
品牌	“健康小家电”	“快乐小家电”、“Inspired Life妙想生活”	由“妙想”到“萌家电”，着力强化品牌形象及辨识度

资料来源：公司官网、招股说明书、开源证券研究所

1.2、 收入拆分：厨房小家电是公司核心产品，整体线上收入占比较高

2019 年厨房小家电收入占比 83.28%，仍是公司业务重心。公司产品可以分为三个大类：厨房小家电、生活小家电、其他小家电，其中 2019 年厨房小家电收入占比约 83.28%，包括电炖盅/锅、酸奶机、电热饭盒、养生壶、咖啡机、绞肉机等。生活小家电包括加湿器、烘干机等。其他小家电则以蒸脸器、洁面仪为主。

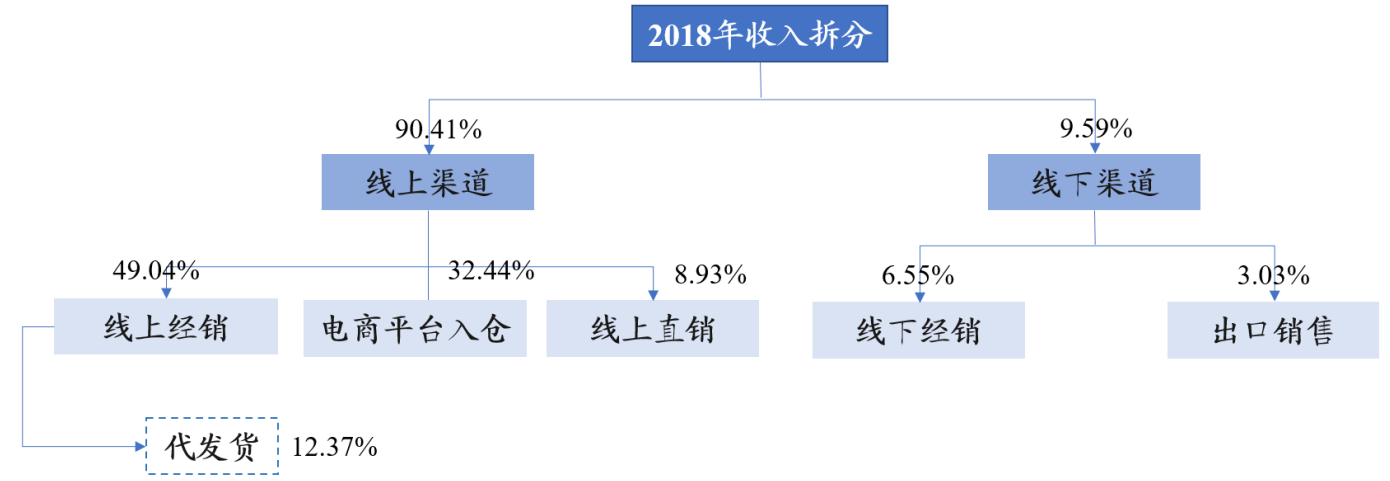
图2：厨房小家电仍是公司业务重心



数据来源：Wind、开源证券研究所

从渠道来看，公司销售渠道以线上销售为主。根据招股说明书，2016-2018 年公司线上销售占收入比重分别为 91.60%、91.93%、90.41%。线上销售主要通过线上经销、电商平台入仓、线上直销三种方式在天猫、京东、唯品会、拼多多等电商进行布局，其中线上经销是公司线上销售的主要方式，2018 年线上经销占比 49.04%。线下与苏宁、京东、国美、沃尔玛、大润发、家乐福等各大连锁终端系统，银行、航空等积分兑换渠道等建立稳定的合作关系。

图3：2018 年公司线上收入占比为 90.41%，其中线上经销占比 49.04%

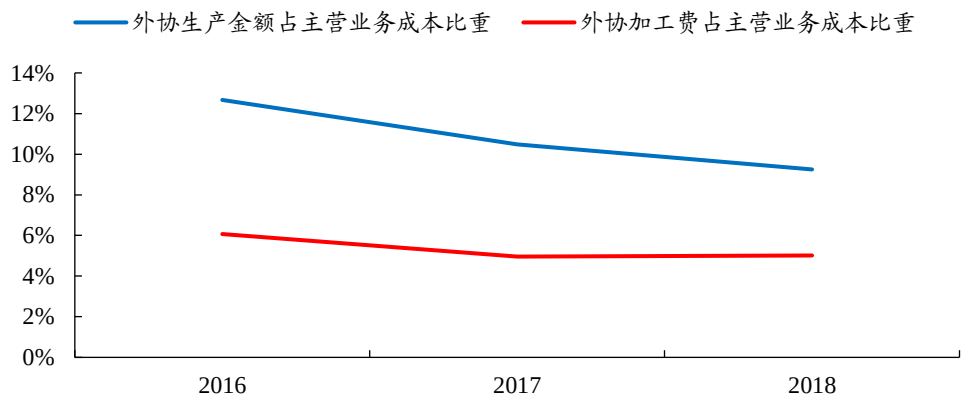


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、 生产模式：自主生产为主，外协生产、加工为辅

生产端以自制为主，IPO 后将进一步加大自制规模。公司的生产模式以自主生产为主，外协生产和外协加工为辅。根据招股书，目前厨房小家电、生活小家电大部分由公司自主生产，部分养生壶、咖啡机等由第三方外协生产，部分注塑加工、零部件组装等由第三方外协加工。IPO 后，公司将重点投入生产建设项目，预计新增 2460 万台小家电产能。

图4：外协生产、加工占比逐渐降低

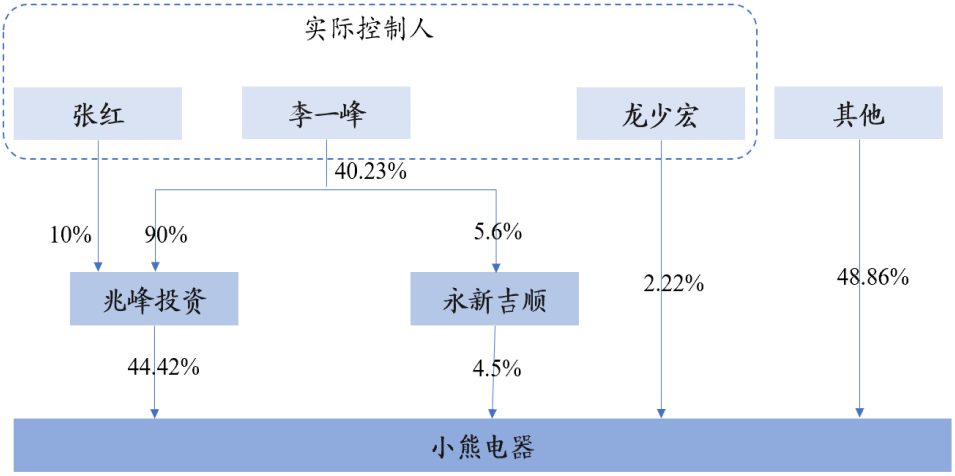


数据来源：招股说明书、开源证券研究所

1.4、 股权结构：结构稳定，创始人夫妇及一致行动人持股 46.89%

公司股权结构稳定，实际控制人为创始人李一峰夫妇及龙少宏。公司创始人李一峰及其妻子张红通过兆峰投资持有小熊电器 44.42%的股份，为小熊电器的第一大股东。公司实际控制人李一峰夫妇及龙少宏共计持股 46.89%，股权结构稳定。

图5：实际控制人持股 46.89%，股权结构稳定

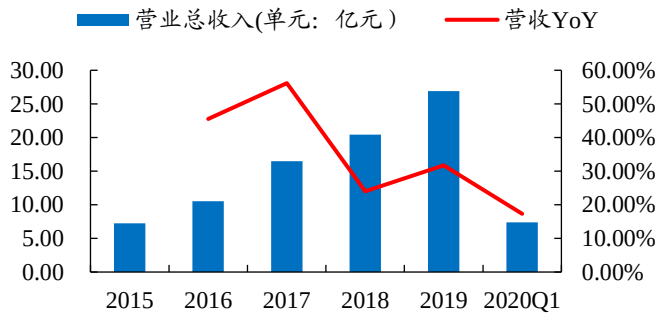


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.5、 财务分析：盈利能力稳步提升，疫情催化公司业绩

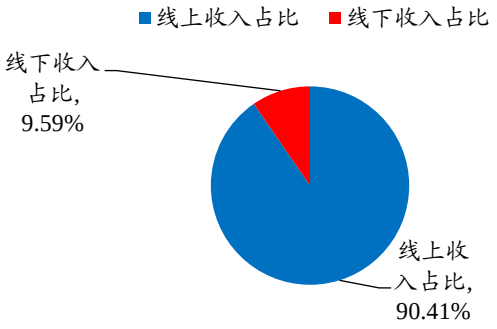
厨房、生活小家电业务推动公司整体收入稳步提升，疫情下公司收入展现较强韧性。2019 年公司实现收入 26.88 亿（+31.70%），分产品来看，厨房小家电、生活小家电分别实现收入 22.38 亿（+29.28%）、3.82 亿（+30.28%），2015-2019 年收入 CAGR 为 38.78%，保持稳定增长。2020Q1 公司实现营收 7.4 亿（+17.32%），在疫情背景下依旧表现出较强的业务韧性，我们认为主要系疫情下居家时间变长带来小家电需求提升，同时公司以线上销售为主，在物流恢复后受疫情影响相对较小所致。

图6：疫情下公司收入端表现出较强韧性



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2018 年公司产品销售以线上渠道为主



数据来源：Wind、开源证券研究所

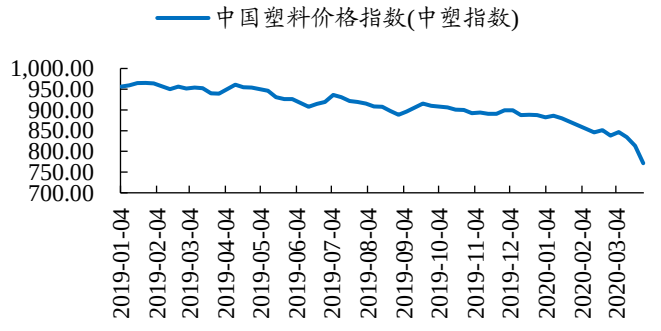
原材料价格下滑带来毛利率提升，伴随产品结构动态调整公司毛利率有望维持较高水平。2019 年公司毛利率为 34.26%，较 2018 年同期提升 1.75pct，在销售单价未出现较大变化的情况下，我们认为主要系产品原材料塑料价格下降所致。从产品结构来看，受益于原材料价格下降，厨房、生活小家电毛利率分别提升 2.56pct、1.78pct，带动公司整体毛利率提升。2020Q1 公司毛利率较 2019Q1 提升 1.35pct 至 35.64%。未来随着公司对产品收入结构进行动态调整，毛利率有望维持较高水平。

表1：产品销售单价未出现大幅变动

-	2017	2018	2019
主营业务收入（亿元）	16.42	20.28	26.69
销量（万件）	2024.30	2468.76	3218.99
平均单价（元）	81.10	82.14	82.92

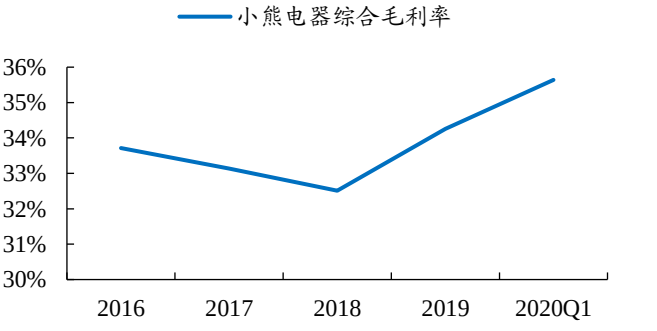
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2019 年全年及 2020Q1 塑料价格持续下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

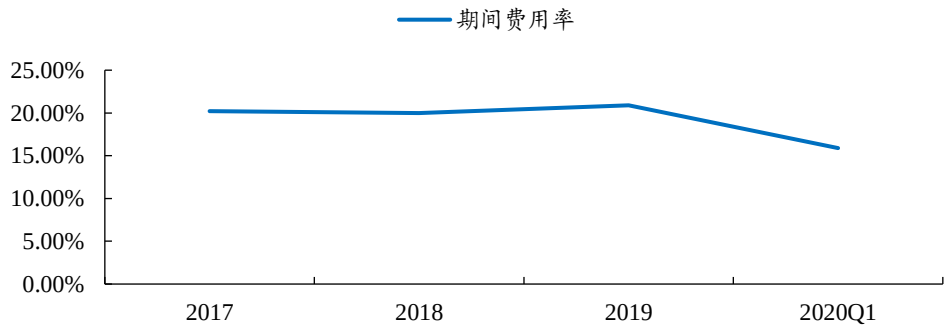
图9：受益于原材料价格下降，毛利率持续提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

费用控制合理，疫情致费用率大幅下降。2019 年公司期间费用率为 20.89%，较 2018 年同期提升 0.91pct，其中销售费用率为 14.73%，较 2018 年同期提升 0.73pct，主要系市场促销费大幅提升所致。2020Q1 由于疫情影响，一季度的家电促销活动推迟，公司广告投入低于预算，销售费用率较 2018 年同期降低 2.49pct 至 11.37%。

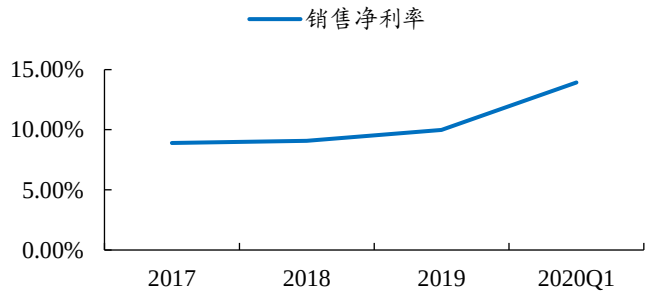
图10：疫情带来公司期间费用率显著下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

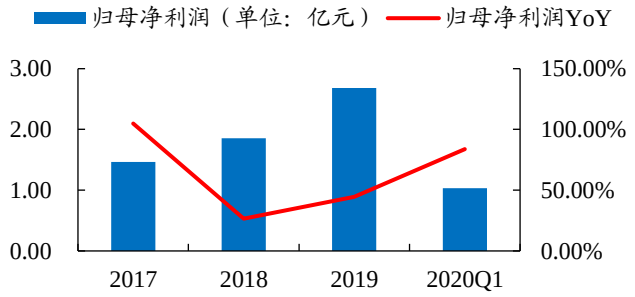
公司盈利能力显著提升。受益于毛利率提升，费用率管控得当，2019 年公司净利率较 2018 年提升 0.89pct 至 9.98%，对应归母净利润 2.68 亿（+44.57%），高于收入增速。2020 一季度在疫情背景下，公司盈利能力再次提示，净利率较 2018 年提升 5.03pct 至 13.93%，对应归母净利润 1.03 亿（+83.66%）。

图11：小熊电器销售净利率持续提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：伴随净利率提升，归母净利润保持较快增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

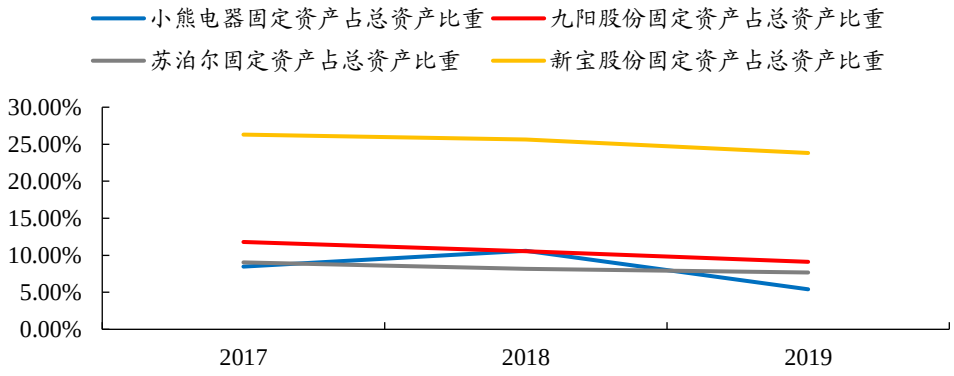
高净利率带来高于同行的 ROE 水平。我们将可比公司 ROE 进行杜邦分解后发现，小熊电器的高 ROE 主要源于其高净利率及相对较高的资产周转率。高净利率主要源于原材料价格下行带来毛利率提升及优秀的费用管控能力；高资产周转率主要系公司部分产品采用外协代工，其固定资产占总资产比重低于竞争对手所致。

表2：2019 小熊电器 ROE 处于行业较高水平

	ROE(%)	权益乘数	资产周转率（次）	销售净利率（%）
小熊电器	25.25	1.69	1.50	9.98
九阳股份	21.79	1.87	1.32	8.81
新宝股份	16.76	1.86	1.19	7.53
苏泊尔	30.13	1.76	1.77	9.67

资料来源：开源证券研究所、wind

图13：小熊电器固定资产占总资产比例低于同行业竞争对手



数据来源：Wind、开源证券研究所

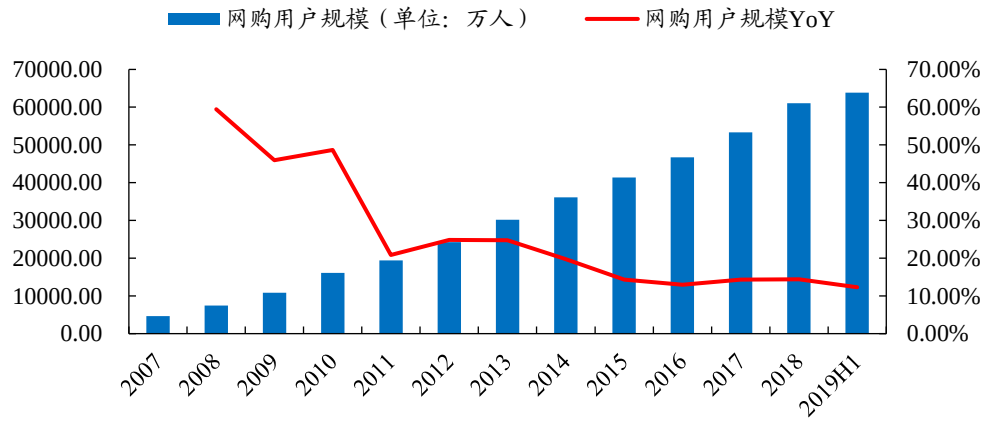
2、 复盘：搭乘电商红利，高颜值、高性价比下实现快速增长

2.1、 渠道：搭乘电商快速发展红利，站内流量优势明显

渠道端，公司以线上为主，积极把握电商发展红利，实现快速增长。首创“经销商授权”模式规范电商渠道。借助信息化管理系统打造“经销商代发货”模式，使经销商数量在“有序”中快速扩张，同时积累了大量消费者数据，为后续“以消费者为导向进行新品研发”打下基础。此外，公司通过协调各经销商主推商品，避免同质化恶性竞争，提升品牌整体运营效率。由于公司较早开展在传统电商领域拓展，其站内流量优势明显。

积极把握电商发展红利，以线上销售为主。公司创立初期正值国内电商快速发展阶段，根据中国互联网络信息中心数据，2007-2010 年国内网购用户规模复合增长率为 51.23%。结合小家电产品具备单价低、体积小、易运输、操作简洁、无需上门安装等适合线上销售的特性，小熊电器在创立初期便采取线上销售为主的模式，积极把握电商行业快速增长的发展机遇，重点通过互联网线上推广来销售产品。

图14：小熊电器创立初期，网购用户规模快速提升



数据来源：中国互联网络信息中心、开源证券研究所

首创“线上经销授权”模式，规范电商渠道。由于早期电商渠道鱼龙混杂，如果放任山寨厂商盗版，大量低端劣质的产品将会对公司产生不利影响。为了加强线

上渠道管控，公司规定“三个钻”以上资质的淘宝卖家才有资格成为小熊电器的经销商。同时，对指定的经销商实行“线上授权”，并提供“线上授权防伪证书”，使消费者能够在小熊电器官网查询到授权网店。

经销商代发货模式结合信息化管理系统，经销体系在“有序”中实现快速扩张。2013 年，公司开始实施线上经销代发货模式，即消费者在经销商网店下单后，公司通过富润系统获取订单信息，并根据订单地址直接发货给消费者。在这种模式下：

（1） 经销商资金压力、物流成本显著降低，长尾产品推广不足问题得到有效解决，经销商数量快速提升。

（2） 小熊电器对经销商管控加强，防止“窜货乱价”现象，同时可以获得大量消费者数据，为后续“以消费者为导向进行新品研发”打下基础。

线上经销商之间“有序”竞争，形成合力共同开拓市场。我们选取小熊电器在淘宝上的部分经销商，对单店销量最高的三种产品进行统计发现，不同经销商单店销量最高产品几乎没有重复，经销商存在主推产品，如小熊妙想专卖店销量 TOP3 的产品全是酸奶机及其周边产品，小熊思遥专卖店以封口机销售为主等。通过合理有序的安排主推产品，可以避免经销商之间产生恶性同质化竞争，从而提升品牌整体运营效率。

表3：线上经销商之间“有序”竞争

经销商	销量 TOP 3 单品		
小熊妙想专卖店	小熊迷你小型酸奶机	双歧杆菌（制奶用）	酸奶发酵剂
小熊慕熙专卖店	绞肉机	榨汁杯	煎药壶
小熊清致专卖店	USB 小风扇	煮蛋器	迷你养生壶
小熊悠品专卖店	养生壶	绞肉机	迷你电饭煲
小熊荣裕专卖店	打蛋器	煮茶器	加湿器
小熊爱贝比专卖店	多功能锅	加热电饭盒	小电火锅
小熊永维专卖店	电热饭盒	迷你电饭煲	婴儿辅食机
小熊百洋专卖店	电蒸锅	电煮锅	电炖盅
小熊盛通专卖店	家用烤箱	小炖盅	迷你电饭煲
小熊思遥专卖店	封口机 B01B1	抽空包装袋	封口机 A01F1
小熊米淘专卖店	辅食机	电饼铛	养生壶

资料来源：淘宝网、开源证券研究所（截止 2020 年 6 月 24 日）

2.2、 产品：以差异化切入，高颜值、高性价比、多 SKU 收获大批粉丝

产品端通过差异化品类切入小家电赛道，并逐步形成以“非刚需”类小家电为主，充分满足用户细分需求，同时产品符合高颜值、高性价比、多 SKU 的特性。从收入结构来看，各品类收入相对均衡，在一定程度上提升了公司业绩的稳定性。

小熊电器创立初期，传统品类小家电市场已是一片红海。根据九阳、苏泊尔等招股说明书，部分小家电品牌早已在主流小家电品类赛道取得先发优势，其中（1）电磁炉：2007 年美的、九阳和苏泊尔市场份额将近 50%；（2）料理机和榨汁机：2007 年九阳、飞利浦和西贝乐占据前三甲的位置，市场份额将近 40%；（3）豆浆机：2007 年主要由九阳占据，市场份额超过 80%；（4）压力锅：苏泊尔早在 2003 年市场占有率便达到 47.04%。

小熊电器以酸奶机作为首款产品切入小家电市场。面对小家电的红海市场，公司选择酸奶机作为首款产品，并获得成功，我们认为利基单品酸奶机的成功主要源于以下三点：

（1） **电商渠道的快速发展为酸奶机这类“长尾”产品提供了发展空间。**从商家角度来看，电商渠道的发展使商家不再受制于店铺面积、货柜大小，更愿意“摆放”利基产品。从消费者角度来看，电商的发展降低了利基产品的搜索成本。

（2） **酸奶机解决了消费者对于低温酸奶消费的痛点。**低温酸奶相较于牛奶，其乳糖、蛋白质更易被消化、吸收，并能提供维生素、矿物质、SOD 及其他抗氧化物质等补充，是一种优质的健康产品，但单价高、销售半径有限、储藏条件较高均会带来一定的消费不便，而高性价比的酸奶机则完美的解决了上述痛点。

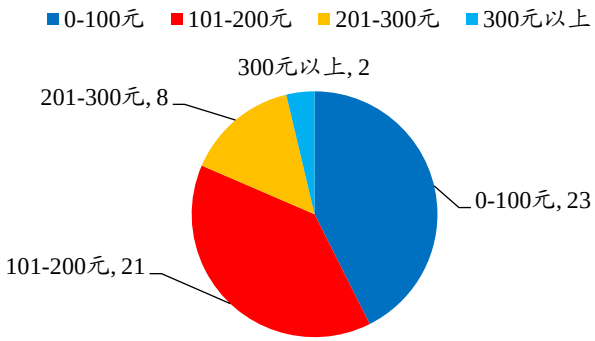
表4：酸奶单价高于 UHT 奶

产品系列	产品	2004 年零售价范围
UHT 奶	纯牛奶、高钙奶、精品奶等	1.36-2.42 元（250ML）
酸奶	原味酸奶、草莓味酸奶等	0.85-2.50 元（125 克）
乳饮料	早餐奶、绿豆爽等	1.45-2.00 元（250ML）

资料来源：开源证券研究所

（3） **高颜值、高性价比、多 SKU 的特性帮助小熊酸奶机快速抢占市场。**酸奶机并非小熊电器发明。公司创立初期，市场上的酸奶机通常以 300-500 元的价格在礼品渠道流通，而创始团队通过成本优化、技术改良、优化外观设计，把酸奶机做到了 100 元以下的价格段，以高颜值、高性价比的优势快速打开了酸奶机市场。根据中关村产品报价平台统计，在平台 176 款酸奶机中，小熊品牌酸奶机达 54 款，且多集中在 200 元以下价位。高性价比、多 SKU 的特性也覆盖了更多人群。

图15：小熊酸奶机多集中在 200 元以下价位



数据来源：中关村产品报价、开源证券研究所

通过酸奶机成功的案例，我们对小熊电器产品端的核心要点进行归纳总结：

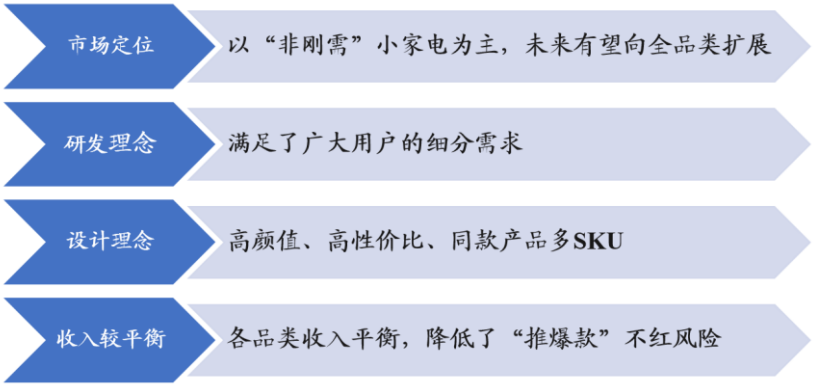
（1） 市场定位：目前以非刚需类小家电为主，未来有望向全品类拓张；

（2） 研发理念：满足了广大用户的细分需求；

（3） 设计理念：高颜值、高性价比、同款产品多 SKU;

（4） 从品牌整体来看，各品类收入均衡，降低了“推爆款”不成功的风险;

图16：小熊电器核心产品特色



资料来源：开源证券研究所

目前产品以“非刚需”小家电为主，充分满足客户细分需求。在酸奶机获得成功后，公司又进一步挖掘用户细分需求，扩展品类至养生壶、电炖盅、电热饭盒、绞肉机、煮蛋器等“非刚需”小家电品类。以电热饭盒为例，解决了上班族自带午餐时微波炉加热造成食物水分、口感流失的细分痛点；肠粉机解决了广东消费者对于便携式肠粉机的需求；豆芽机解决了消费者对于安全豆芽的需求;

表5：目前仍以“非刚需”类小家电为主

产品品类	占 2018 年收入比重
养生壶	16.21%
电炖盅	14.43%
加湿器	13.25%
切碎机/绞肉机	8.25%
煎/煮蛋器	6.40%
料理机/榨汁机/手持搅拌器	5.36%
电热饭盒	4.66%
酸奶机	2.10%
合计	**70.66%**

数据来源：小熊电器招股说明书、开源证券研究所

在产品的设计理念上，小熊电器秉承着“高性价比、高颜值、多 SKU”的特性:

（1） 高性价比：根据奥维云网 2019 年线上产品均价数据，小熊电器的产品具有一定性价比。

表6：小熊电器产品具有一定性价比

品类	小熊单价	行业均价
电炖盅/锅	143	144
料理机	104	159
榨汁机	142	462
电烤箱	194	354
电热水壶	101	98

品类	小熊单价	行业均价
养生壶	142	132
电蒸锅	191	212

数据来源：奥维云网、开源证券研究所

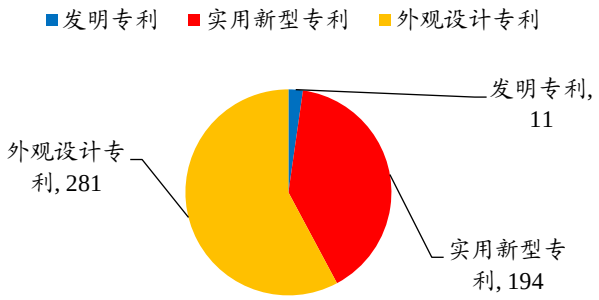
（2） **高颜值：**公司不断加强产品外观设计，打造高颜值产品。根据招股说明书数据，公司 486 项专利中，外观设计专利占比达 281 项，占比过半。

图17：高颜值的产品设计吸引大批粉丝



资料来源：小熊电器公众号

图18：外观设计专利占比过半



数据来源：招股说明书、开源证券研究所

（3） **多 SKU 的特性可以覆盖更多消费者选择，更受消费者欢迎。**以电热饭盒为例，天猫小熊厨房电器旗舰店共有 9 款在售产品，包括专为女生饭量设计的饭盒、能暖汤的电热饭盒、可以煮小火锅的电热饭盒等多种品类，充分满足不同消费者的需求。我们统计奥维云网 2019 年线上各品类 TOP20 畅销机型可以发现，小熊电器在部分细分品类入围 SKU 数量领先于竞争对手。

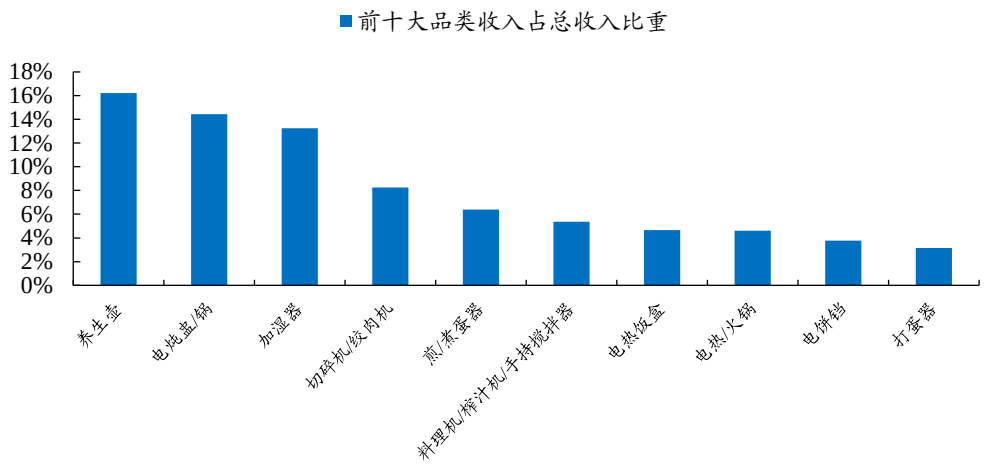
表7：部分细分品类 TOP20 线上畅销机型中，小熊领先于竞争对手

品类	小熊	排名第二品牌	排名第三品牌
电蒸锅	6	4	4
电炖锅	7	6	1
养生壶	7	4	3

数据来源：奥维云网、开源证券研究所

各品类收入平衡，在一定程度上提升了公司业绩的稳定性。根据招股说明书，2018 年收入前十品类收入占比合计超 80%，其中除了养生壶、电炖盅/锅、加湿器外，其他品类收入占比均不超过 10%。我们认为，相对平衡的收入占比，弱化了单品上市不及预期对于品牌整体的影响，从而保证了业绩的稳定性。此外，通过动态调整各品类收入占比，公司毛利率有望维持在较高水平。

图19：2018 年前十大品类收入占比超 80%，且第 4-10 名品类收入占比较为平均



数据来源：招股说明书、开源证券研究所

2.3、 营销：紧跟时代脚步，娱乐化营销吸引更多年轻群体

小熊电器早期营销主要通过电商平台广告投放进行，由于受众群体整体偏向年轻化，近年来也通过创意性植入影视剧、综艺节目，合作明星进行品牌传播，以娱乐化营销的方式大幅提升在年轻群体中的知名度，在渠道多元化的时代公司也积极利用新媒体渠道进行营销。

小熊电器早期的品牌营销主要通过电商平台广告投放进行。公司在天猫、京东、唯品会等平台直接投放广告，如天猫商城钻石展位、直通车，京东商城的框架广告及京准通等方式，实现精准营销。根据创始人在“吴晓波财经频道”中的访谈，早在 2009 年，小熊电器就和阿里妈妈进行（阿里的广告投放平台）深度合作。

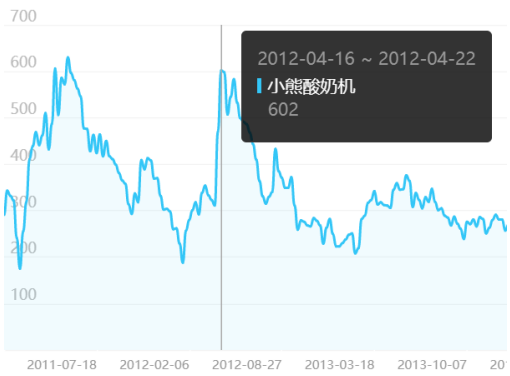
利用突发事件，在主流媒体宣传“健康”理念。2012 年 4 月 9 日，央视主持人赵普在微博上爆料，一些不良酸奶厂商为了降低成本，使用皮革厂的皮革屑、烂皮革作为生产原材制作工业明胶，替代酸奶中的食用明胶。小熊电器充分利用这次“突发事件”，在央视网、搜索首页等流量主页大力宣传酸奶机，突出“健康”理念，其“小熊酸奶机”的百度搜索指数也迅速攀升，带来品牌知名度的快速曝光。

图20：利用突发事件，在主流媒体宣传“健康”理念



资料来源：央视网

图21：酸奶事件曝光后，小熊酸奶机搜索量快速提升



资料来源：百度指数

积极利用新媒体进行品牌宣传。在营销载体逐渐“去中心化”的背景下，小熊

电器充分利用优酷、微博、微信、美拍、直播等新媒体渠道进行品牌推广，其温情微电影《爱不停炖》系列共有 5 部，围绕亲情、爱情、友情等情感为主题，打造出多部高口碑微电影，拉近与消费者的距离。2015 年在庆祝品牌成立 9 周年活动中，公司推出《爱不停炖 5》，需要采用双屏观看模式，需要两部手机合并在一起才能观看完整视频，将“爱 9 在一起”的主题从标题变为互动方式。

图22：小熊电器《爱不停炖》系列微电影



资料来源：小熊电器招股说明书

创意性植入影视剧、综艺节目，合作明星进行品牌传播，以娱乐化营销的方式大幅提升品牌知名度。

（1） 热播剧《醉玲珑》中，小熊电器以“创意中插”的方式将广告内容与剧集内容深度结合，利用剧中人物在广告中进行代入，消除观众对广告产生的抵抗情绪，在品牌露出的同时，提升消费者对小熊品牌的好感度。此外，小熊电器通过冠名主话题“剧版醉玲珑”，累计实现 31.8 亿次曝光，极大提升品牌知名度。

（2） 在综艺节目《穿越吧厨房》中，小熊电器以花式口播、边看边买等多种方式进行全方位品牌传播。双 11 前夕，将综艺中露出的小熊全系产品融入视频《史上最难方言版 PPAP》实现 300 多万播放量，为双 11 造势。

（3） 在电影《我是证人》中，小熊电器作为官方创意合作伙伴，拿下独家明星资源。粉丝通过关注小熊，就能最快获得明星拍摄情况、获得剧组同款礼物，甚至与明星面对面的机会。吸引大批杨幂、鹿晗粉丝关注并参与话题讨论，取得良好的传播效果。

（4） 在粉丝经济时代，小熊电器积极合作明星进行品牌营销，让品牌形象在年轻群体心智中逐渐建立。2017 年 3 月与黄磊创立的黄小厨推出联名产品，并积极参与黄小厨线下亲子烹饪大赛、noob 市集等活动，强化品牌印象。2017 年 8 月，公司以“熊抱张艺兴，共创生日礼”活动主题宣告张艺兴为小熊电器代言人，在互动活动中，粉丝用小熊电器为张艺兴“做生日餐”就可以与明星“同框”，这一波长达两周的“熊抱”应援引发数千万年轻消费者与小熊电器互动。2019 年公司邀请明星蓝盈莹、彭昱畅分别举行两场营销活动。

图23：“创意中插”网剧《醉玲珑》提升品牌知名度



资料来源：优酷

图24：冠名剧版醉玲珑，阅读量超过 30 亿



资料来源：微博

图25：小熊电器将厨具融入综艺，实现边看边买



资料来源：优酷

图26：小熊电器在《我是证人》全国巡演中品牌露出



资料来源：小熊电器官网

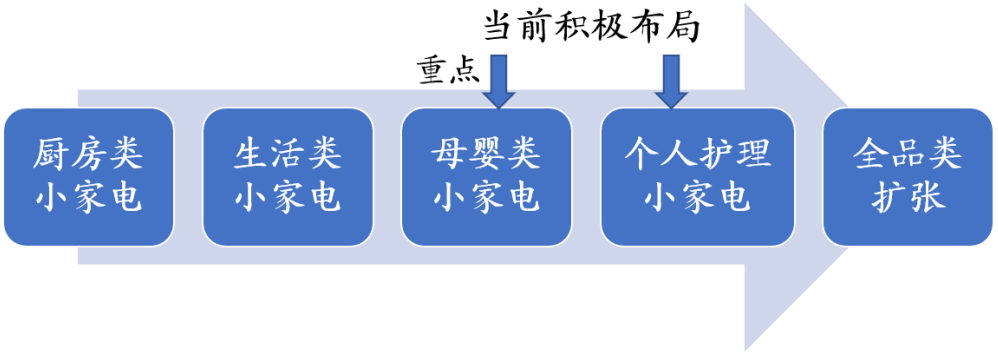
3、 未来：品类、渠道、产能全面扩张，成长空间可期

3.1、 扩品类：积极布局母婴、个人护理品类，重点发力母婴

由于公司大部分品类属于细分赛道，受众群体相对较少，单品空间存在明显天花板，因此持续、稳定地推出受消费者欢迎的产品是公司亟待解决的问题。我们认为，除了通过渠道端积累的大量消费者数据为导向进行新品研发，提升产品受欢迎程度，产品端多 SKU 覆盖更多消费群体以外，拓品类至母婴、个人护理，甚至全品类领域，是公司未来发展的重要动力。

扩品类至母婴及个人护理小家电，当前母婴小家电为重点拓展领域，未来有望向全品类拓展。回溯公司品类扩张历程，从厨房类小家电起步，扩张至生活类小家电，目前将品类扩张至母婴及个人护理类小家电，其中母婴类小家电为当前重点布局领域，未来有望向全品类拓展。从发展趋势来看公司扩品类的节奏与行业发展趋势相匹配，同时在一定程度上也代表着国内消费升级的方向。随着未来公司规模、资源逐步提升，有望实现全品类扩张。

图27：公司品类扩张具有一定规划性，当前重点布局母婴类小家电



资料来源：开源证券研究所

为什么在当前时点重点布局母婴小家电？

第四波婴儿潮正加速赶来。婴儿潮往往具有周期性，每隔 20-30 年便会重复一次。建国以来，国内共出现三次婴儿潮，第一次、第二次婴儿潮分别出现在建国后、三年自然灾害结束后，与特定历史时期有关。第三次婴儿潮出现在 1986-1990 年之间，主要系第二次婴儿潮人口进入生育期所致。考虑到晚婚等因素，第三代婴儿潮出生人口目前已进入生育旺盛期。另一方面，根据天猫发布的《疫情后中国人生活的 8 个改变》，在 2020 年 618 期间，一些备孕产品销售同比大幅提升，2020 年底有望迎来第四轮婴儿潮。

图28：2020 年 618 期间备孕产品销售同比大幅提升，年底有望迎来“婴儿潮”



数据来源：天猫、阿里健康、开源证券研究所

目前母婴家电市场集中度较低，且以母婴品牌为主。根据奥维云网统计，目前母婴家电品牌集中度较低，在庞大的母婴家电市场需求中，仍以母婴企业为主，如“小白熊”、“小壮熊”、“贝亲”等，主流家电企业布局相对较少。我们认为造成这种情况的一个重要原因在于母婴品牌已提前精准定位受众群体，从其他品类导入小家电品类时容易获得更高的转化率。但另一方面，由于母婴家电行业生态还不完善，相关标准、规范还未建立，母婴品牌切入母婴小家电赛道时往往在质量、可靠性等问题上较传统家电企业存在劣势。

图29：目前母婴小家电布局 TOP 品牌仍以母婴企业为主



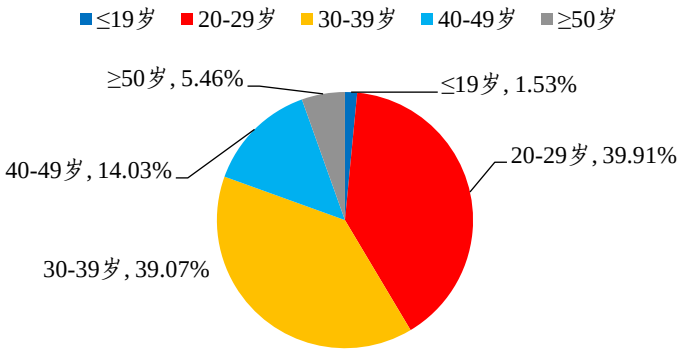
资料来源：奥维云网

小熊电器切入母婴家电赛道具有一定优势：

（1） 与传统家电企业相比，小熊电器消费群体主要定位于伴随互联网成长的 80 后、90 后。根据百度指数，关注小熊电器的人群中，80、90 后占比高达 78.98%，而 85 后目前正处于生育的黄金年龄，与母婴家电的消费人群具有较高的匹配度。另一方面，“萌家电”的品牌定位也更贴近母婴家电。

（2） 与母婴企业相比，小熊电器作为家电企业，在产品品质、质量上占有一定优势。

图30：关注小熊电器的人群中，80 后、90 后占比达 78.98%



数据来源：百度指数、开源证券研究所

近期小熊电器已开始重点布局母婴品类。2020 年 3 月 28 日，小熊电器公告披露，公司以自有资金 1000 万元投资设立全资子公司--广东小熊婴童用品有限公司（暂定名），由小熊电器创始人李一峰担任法定代表人。2020 年 4 月 27 日注册公众号“小熊萌仔”（现更名“小熊母婴”），并于 6 月初开始积极运营“小熊母婴”公众号，在种菜母婴类产品的同时，提供婴儿辅食食谱，吸引更多潜在客户群体。目前小熊电器在母婴家电领域已推出奶粉盒、调奶器、辅食机、硅胶围兜等，看好公司未来在母婴小家电的成长空间。

图31：小熊电器已在母婴家电领域推出众多产品



资料来源：小熊母婴微信公众号

图32：小熊母婴微信公众号推出婴儿食谱



资料来源：小熊母婴微信公众号

个人护理小家电正处于开拓期。除母婴类小家电外，公司也积极布局个人护理类小家电。从小熊个人护理旗舰店来看，共包含化妆镜、补水仪、蒸脸器、直卷发棒、洁面仪、美甲器 6 个品类，伴随消费升级及颜值经济驱动，且受众群体与目前小熊电器消费群体具有较高重合度，未来有望成为公司新的增长点。

3.2、 扩渠道：从传统电商渠道逐步走向全渠道

线上渠道从传统的站内（淘宝、京东等）渠道逐渐向多元化发展。随着近年来网速提升，流量资费降低，线上渠道从过去单一的传统电商逐步裂变为短视频、直播、社群平台、播放平台内置商城等多种形式。一些新兴渠道，如小红书、抖音、快手等用户数量实现快速增长。根据 2020 年新榜大会小红书生态合作负责人透露，截至 2019 年 12 月小红书社区单日曝光次数已经超过 45 亿，2019 年相比 2018 年，整体活跃用户增长 4.4 倍，男性活跃用户则增长了 14.5 倍。

图33：线上渠道开始逐步裂变



资料来源：奥维云网

新兴线上渠道更注重品销结合，推广效果往往更快、更高效。在新兴线上渠道

如小红书、抖音、快手等渠道销售的同时也是曝光、提高品牌知名度的重要途径。在新兴线上渠道进行内容推广，我们认为优势有两点：

（1） **推广更高效，产品利润更丰厚：**新兴线上渠道的内容推广往往能使站内、站外的销量、流量形成共振，其推广速度会快于仅在传统电商内部直接投放。另一方面小家电生命周期往往只有 2-3 年，越到后期盈利空间越低，因此在新兴线上渠道进行适量推广，有助于提升推广效率，形成更丰厚的利润空间。

（2） **成长性较好：**新兴线上渠道投放会吸引站外流量到传统电商渠道进行搜索和购买，而淘宝则以关键词搜索为排名基准，其关键词搜索越多，产生的成交率也越高，产品排名也会更加靠前。

小熊电器的产品特性适合在新兴线上渠道进行推广。我们认为新兴线上渠道的推广需要满足以下三点：

（1） **新奇产品：**小熊电器作为创意小家电品牌，其产品如酸奶机、电热饭盒、煮蛋器等等往往是非刚需类“新奇产品”，在内容渠道更容易吸引消费者眼球，提升从流量到销量的转化率。

（2） **高颜值设计：**产品颜值越高，其推广深度和推广范围度也会变高，而小熊产品无论从“萌家电”的品牌定位还是重视外观的产品设计均符合“高颜值”的特性。

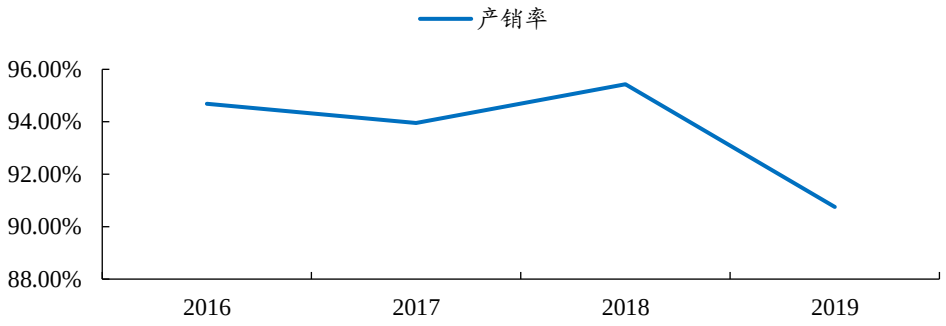
（3） **品质可靠：**由于新兴线上渠道中大量粉丝都可以参与讨论，如果产品功能性不够强，往往会得到很多粉丝的质疑，从而影响品牌推广。小熊电器卓越的产品品质及完善的售后服务也符合品类拔尖的特性。

新兴线上渠道及线下渠道有望迎来新增长点。根据招股说明书，目前公司线上销售渠道主要以第三方 B2C 平台（天猫商城、京东 POP 店）、电商平台入仓（京东、唯品会、苏宁易购、平安好医生等）、线上经销为主。新兴线上渠道占比较低，未来仍有较大增长空间。同时，公司未来将充分利用经销商、海外客户资源及经验优势，将产品渗透至线下流通渠道，实现全渠道运营，加速线上线下融合发展。

3.3、 扩产能：募资项目新增产能有望创造更高的经济效益

高产销率下，产能基本已达到上限。根据招股说明书及 2019 年年报，公司近年来产销率始终维持在 90%以上，而另一方面 2016-2018 年公司平均产能利用率为 93.12%，面对产品的畅销，主动扩充生产能力、提升技术含量及自动化生产水平，成为公司收入增长的重要路径。

图34：近年来公司产销率始终维持在 90%以上



数据来源：招股说明书、2019 年报、开源证券研究所

IPO 项目后新增产能有望带动收入规模提升。根据小熊电器招股说明书披露，其 IPO 后募资用途主要用于生产建设项目、研发中心建设项目、信息化建设项目，从募资投资金额来看，生产建设项目占比 93.59%。2019 年小熊电器创意小家电生产建设（均安）项目第一期建设已完成，小熊电器创意小家电生产建设（大良五沙）项目和小熊电器智能小家电制造基地项目已于 2019 年开工建设。项目建成后，公司产能扩大将有助于充分发挥公司的综合优势，提高公司市场占有率，创造更高的经济效益。

表8：小熊电器 IPO 后募集资金主要用于生产建设项目扩大产能

项目类型	项目名称	投资总额	募资投资金额	建设期（月）
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	52729.18	40484.87	24
	小熊电器智能小家电制造基地项目	31313.02	31313.02	24
	小熊电器创意小家电生产建设（均安）项目	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
合并		107925.50	93681.19	

数据来源：招股说明书、开源证券研究所

4、 盈利预测

4.1、 关键假设

（1）母婴品类扩张、全渠道布局、扩大产能推动公司整体营收增长，2020-2022 年收入增速分别为 23.3%，23.2%，22.9%;

（2）伴随高毛利率的母婴产品逐步打开市场，公司通过动态调整品类，公司毛利率有望逐步提升，2020-2022 年毛利率分别为 35.0%，35.2%，36.0%。费用率保持

稳定;

4.2、 盈利预测与估值

小熊电器是国内创意小家电龙头企业，发展初期搭乘国内电商红利，以差异化品类切入小家电赛道，并通过娱乐化营销手段吸引更多年轻消费者。我们看好公司扩品类至母婴家电、实现全渠道覆盖、产能扩张带来的成长空间。

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 3.65/4.54/5.71 亿元，对应 EPS 为 2.34/2.91/3.66 元，当前股价对应 PE 为 53/42/34 倍，考虑到公司业绩增速高于同行业可比公司，给予一定估值溢价。

首次覆盖，给予“买入”评级。

表9：小家电公司估值情况：小熊电器估值低于同行业可比公司

证券代码	证券简称	收盘价	归母净利润增速（%）				PE（倍）			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
002705.SZ	新宝股份	35.39	37	33	20	23	81	61	51	41
002032.SZ	苏泊尔	69.61	15	3	15	11	30	29	25	22
002242.SZ	九阳股份	37.04	9	12	16	14	65	58	50	44
			A 股平均				59	49	42	36
002959.SZ	小熊电器	123.00	45	36	25	26	67	53	42	34

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2020/06/24，除新宝股份、小熊电器外，其他公司均使用 Wind 一致预期数据）

5、 风险提示

1）原材料价格波动风险;

2）产能扩张进度不及预期;

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	684	1992	2255	2851	3427
现金	259	592	752	1075	1516
应收票据及应收账款	69	131	68	174	130
其他应收款	3	6	5	8	8
预付账款	9	12	14	18	21
存货	313	432	607	761	939
其他流动资产	30	819	811	814	814
非流动资产	375	540	580	622	660
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	112	137	171	192	205
无形资产	200	201	237	278	312
其他非流动资产	63	202	173	152	143
资产总计	1059	2532	2836	3473	4088
流动负债	586	865	922	1182	1287
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	424	584	646	865	969
其他流动负债	161	281	276	317	317
非流动负债	14	3	5	6	7
长期借款	11	0	2	3	4
其他非流动负债	2	3	3	3	3
负债合计	599	868	926	1188	1293
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	90	120	156	156	156
资本公积	63	970	934	934	934
留存收益	307	575	797	1156	1577
归属母公司股东权益	460	1665	1909	2285	2794
负债和股东权益	1059	2532	2836	3473	4088

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	310	406	350	479	592
净利润	186	268	365	454	571
折旧摊销	37	52	41	56	69
财务费用	3	-1	-9	-12	-17
投资损失	-1	-5	-2	-8	-4
营运资金变动	74	70	-47	-13	-31
其他经营现金流	11	22	2	3	3
投资活动现金流	-171	-999	-82	-92	-107
资本支出	70	224	40	42	38
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-101	-774	-41	-50	-69
筹资活动现金流	-87	886	-109	-64	-44
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	-25	-11	2	1	1
普通股增加	0	30	36	0	0
资本公积增加	0	907	-36	0	0
其他筹资现金流	-62	-40	-111	-65	-45
现金净增加额	51	293	159	323	441

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2041	2688	3314	4082	5019
营业成本	1378	1767	2155	2647	3214
营业税金及附加	15	15	23	27	33
营业费用	286	396	465	569	710
管理费用	72	90	118	143	188
研发费用	47	77	88	141	163
财务费用	3	-1	-9	-12	-17
资产减值损失	10	-11	0	0	0
其他收益	8	5	0	0	0
公允价值变动收益	0	-9	-2	-3	-3
投资净收益	1	5	2	8	4
资产处置收益	-0	0	0	0	0
营业利润	239	332	473	572	728
营业外收入	2	4	3	13	5
营业外支出	3	3	2	2	2
利润总额	239	332	475	583	731
所得税	53	64	110	129	160
净利润	186	268	365	454	571
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	186	268	365	454	571
EBITDA	269	366	495	612	762
EPS(元)	1.19	1.72	2.34	2.91	3.66

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	24.0	31.7	23.3	23.2	22.9
营业利润(%)	21.2	38.9	42.6	20.9	27.3
归属于母公司净利润(%)	26.6	44.6	36.0	24.5	25.8
获利能力					
毛利率(%)	32.5	34.3	35.0	35.2	36.0
净利率(%)	9.1	10.0	11.0	11.1	11.4
ROE(%)	40.4	16.1	19.1	19.9	20.4
ROIC(%)	38.2	15.2	18.3	18.9	19.3
偿债能力					
资产负债率(%)	56.6	34.3	32.7	34.2	31.6
净负债比率(%)	-54.0	-35.6	-39.2	-46.9	-54.0
流动比率	1.2	2.3	2.4	2.4	2.7
速动比率	0.6	1.7	1.7	1.7	1.9
营运能力					
总资产周转率	2.3	1.5	1.2	1.3	1.3
应收账款周转率	38.1	26.9	33.4	33.8	33.0
应付账款周转率	4.1	3.5	3.5	3.5	3.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.19	1.72	2.34	2.91	3.66
每股经营现金流(最新摊薄)	1.99	2.61	2.24	3.07	3.80
每股净资产(最新摊薄)	2.95	10.67	12.24	14.65	17.91
估值比率					
P/E	103.4	71.5	52.6	42.3	33.6
P/B	41.7	11.5	10.0	8.4	6.9
EV/EBITDA	70.4	48.7	35.6	28.3	22.2

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835