

新消费风来，寻找下一个小家电明星公司

——小家电行业深度研究

行业深度

◆属于小家电的新消费时代来了

2018年之前小家电行业的投资机会乏善可陈,但我们越来越感觉到:属于小家电的新消费时代正在到来。需求端,随着城市年轻人进入第三消费时代,各类满足细分需求的可选品类崛起;流量端,内容和社交流量多元的变现方式根本性地改变了过往的营销与渠道。不仅仅是化妆品,消费各个领域都开始涌现出全新的明星品牌,小家电的风口来了。

◆新消费怎样改变了小家电产业链?

需求维度:“大单品”和“小爆品”两类新机会。小家电的保有量将上升,“大单品”的品类扩容将把市场规模再扩大2-3倍,成熟“大单品”的升级需求也很旺盛。与此同时,社交电商打破物理半径限制,挖掘引爆过往小众的需求,“小爆品”的需求爆发力比以往更强。

竞争维度:制造-渠道的二元壁垒被打破,竞争要素变化,驱动“产品-通路-品牌”三个维度的方法论升级。1) 产品端:在用户信息和行为快速数字化的背景下,消费者需求被迅速反馈至研发与生产端,产品的迭代速度大幅加快,C2B模式初现端倪。2) 渠道端,正在从过去单一的线下第三方渠道变得碎片化和开放化,过去绑定单一大渠道的效果将大打折扣。3) 品牌端,新媒体的蓬勃发展使得大众媒体不再垄断话语权,消费者对于品牌内涵也有了更丰富的诉求,考验品牌的消费者洞察能力。

◆如何选到下一个小家电明星公司?

新的小家电产业趋势下,需要全新的经营能力和组织方式,我们概括为“新组织方式下的三重合力”:1) **产品力**:既需要对需求的敏锐洞察,也需要研发团队的落地能力,同时需要建立快速迭代创新的灵活机制和柔性供应链的配合。2) **营销力**:把握新流量的风口圈粉新用户,留存并运营用户实现品牌沉淀。3) **渠道力**:积极拥抱合适的新渠道,构建全渠道策略。4) **组织架构**:从传统粗放的研发-制造-渠道分销的组织方式,过渡到面向消费者的扁平化、精细化的矩阵式架构。

传统品牌和新锐品牌都有机会进一步发展壮大,比拼的既是过去的资源禀赋和优势,也是面向未来的升级进化速度。

◆投资建议:

小家电的新消费时代来临,新需求的机会越来越清晰,小家电行业将诞生一批明星公司,首次给予小家电行业“买入”评级。个股推荐分为传统品牌和新锐品牌两个阵营:

1) **传统品牌**:只有在过去产品和渠道优势的基础上积极变革,提高组织的灵活性和活力,把握新需求、新渠道、新品牌的机遇,才能开启第二曲线,推荐九阳股份。建议关注苏泊尔、飞科电器、莱克电气。

2) **新锐品牌**:需要在新消费的势能之上,形成多元化的渠道网络,注重用户的留存和运营,并且在产品端往“大单品”靠拢,才有突破增长天花板的潜质。推荐新宝股份;首次覆盖并推荐小熊电器、石头科技。

◆**风险分析**:新消费动能低于预期的风险;供给端产品创新乏力的风险。

重点公司盈利预测与估值表

证券代码	公司名称	股价(元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			18A	19E	20E	18A	19E	20E	
002242	九阳股份	27.84	0.99	1.07	1.26	28	26	22	买入
002705	新宝股份	19.38	0.62	0.86	1.04	31	23	19	买入
002959	小熊电器	81.05	2.06	2.17	2.76	39	37	29	增持
688169	石头科技	421.52	6.15	15.66	14.79	69	27	29	买入

资料来源:Wind,光大证券研究所预测,股价时间为2020年3月4日

小家电行业:买入(首次)

分析师

金星(执业证书编号:S0930518030003)

021-52523878

jinxing@ebsec.com

甘骏(执业证书编号:S0930518030002)

021-52523877

ganjun@ebsec.com

王奇琪(执业证书编号:S0930519050001)

021-52523880

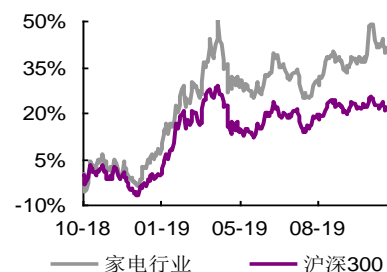
wangqq@ebsec.com

王彦玮(执业证书编号:S0930519100001)

021-52523879

wangyw@ebsec.com

行业与上证指数对比图



资料来源:Wind

投资聚焦

研究背景

我们研究了美国、日本、韩国等国的家电消费变迁史，对于小家电行业的发展，都指向一个共同的结论：**随着收入水平的提升，家电消费将从功能消费阶段进入品质消费阶段，以小家电为主的家电品类将成为消费的新方向。**

我们持续跟踪研究小家电行业，16-18年，除了苏泊尔之外，小家电行业的投资机会乏善可陈，但2019年后，小熊电器在2018年20亿规模基础上依然获得30%以上的同比增速，新宝股份和九阳股份经营都出现向上拐点，小家电爆品频出成为社交电商的选品方向，都让我们越来越感觉到：**属于小家电的新消费时代或许来了。**

我们不同于市场的观点

通过对化妆品、食品以及小家电多个消费领域变化的观察思考，我们认为小家电行业景气度的提升并非特例，而是在城市年轻人进入“第三消费时代”的“新需求”红利和内容社交的“新流量”红利的共同影响下，诸多新消费细分赛道同时开始崛起，并涌现出一批明星品牌。从“新需求”和“新流量”的角度来看，小家电的风口来了。

具体而言，**新消费对小家电产业链的影响包括需求和竞争两个维度。**

需求维度，新消费将给小家电带来“大单品”和“小爆品”两类新机会，小家电的保有量将上升，“大单品”的品类扩容将把市场规模再扩大2-3倍，成熟“大单品”的升级需求也很旺盛。与此同时，受益于社交电商等“新流量”渠道的挖掘和推广，“小爆品”的需求爆发力比以往更强。

竞争维度：进入新消费时代，消费者对产品、渠道、品牌各个维度的要求都和过去不同，小家电产业链的各个环节将被深度改造。过去的壁垒被打破，关键成功要素面临重塑，企业的经营能力也需要相应升级。

小家电的新消费时代，产品、渠道、品牌各竞争要素分别在发生什么变化，需要企业拥有怎样新的经营能力和组织方式？我们概括为“**新组织方式下的三重合力**”。

产品力：持续打造爆品的基础设施。无论是“大单品”的扩容升级，还是“小爆品”的精彩纷呈，产品力都是最重要的根基。小家电产品的创新壁垒较快消费品更高，并且有快速迭代创新能力才能掌握定价权，想要成功实践爆品打法，还要自建或者深度绑定具备快速响应能力的供应链体系。

营销力：洞察消费者，借力新流量。新媒体的蓬勃发展使得大众媒体不再垄断话语权，而消费者对于品牌内涵也有了更丰富的诉求。最近几年崛起的新锐消费品牌的创始团队有一个共同点，即数据驱动的消费者洞察能力，并且有强大的执行力，把握住了新流量的风口，率先补强营销端的小家电企业较容易脱颖而出。

渠道力：构建全渠道策略，推动新零售转型。小家电渠道正在从过去单一的线下第三方渠道变得碎片化和开放化，过去绑定单一大渠道的效果将大打折扣，无论是想要保住市场份额的传统品牌，还是希望从0到1的新锐品牌，积极拥抱合适的新渠道，都将成为聪明的选择，同时，不同渠道间的界限和分工越来越模糊，构建全渠道策略势在必行。

组织架构：无论是产品还是营销，产业链变化都比过去要快，关键成功要素都回归到消费者洞察驱动，为此小家电公司的组织架构也要从工厂-渠道-消费者单向推动的2B架构，向消费者导向的2C架构转变。

投资建议

小家电的新消费时代来临，新需求的机会越来越清晰，小家电行业将诞生一批明星公司，首次给予小家电行业“买入”评级。

传统品牌和新锐品牌都有机会进一步发展壮大，比拼的既是过去的资源禀赋和优势，也是面向未来的升级进化速度。因此，**应该动态地跟踪评估每家公司的经营战略和组织架构，以及相应的产品、渠道、品牌竞争力的变化。**

个股推荐分为传统品牌和新锐品牌两个阵营：

1) 传统品牌：高刚需“大单品”逐渐进入成熟期，过去线下渠道和品牌传播的高壁垒也在快速下降，传统品牌只有在过去产品和渠道优势的基础上积极变革，**提高组织的灵活性和活力，把握新需求、新渠道、新品牌的机遇，才能开启第二曲线。**

推荐经营思路和组织架构率先转变、经营周期向上的**九阳股份**。

建议关注围绕“大单品”持续扩张、行稳方能致远的**苏泊尔**；手握现金牛业务，新战略逐步落地的**飞科电器**；产品研发能力强，围绕产品能力不断扩张边界的**莱克电气**。

2) 新锐品牌：新消费赋予了新锐品牌崛起的时间窗口，我们将会看到更多新的明星品牌，更长远的视角，能够在新消费的势能之上，**形成多元化的渠道网络，注重用户的留存和运营，并且在产品端设法往“大单品”靠拢的新锐品牌有突破增长天花板的潜质。**

推荐敏锐洞察新消费机会，内销品牌打法逐渐成型的新**宝股份**；首次覆盖并推荐品类扩张思路从“小爆品”向“大单品”靠拢的创新标杆**小熊电器**；首次覆盖并推荐已卡位清洁电器赛道，产品创新能力出众的**石头科技**。

行业重点上市公司盈利预测、估值与评级

证券代码	公司名称	收盘价(元)	EPS(元)				P/E(x)				投资评级	
			18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E	本次	变动
002242	九阳股份	27.84	0.99	1.07	1.26	1.45	28	26	22	19	买入	维持
002705	新宝股份	19.38	0.62	0.86	1.04	1.24	31	23	19	16	买入	维持
002959	小熊电器	81.05	2.06	2.17	2.76	3.21	39	37	29	25	增持	首次
688169	石头科技	421.52	6.15	15.66	14.79	16.84	69	27	29	25	买入	首次
002032	苏泊尔	72.60	2.04	2.34	2.60	3.11	36	31	28	23	买入	维持
603868	飞科电器	35.37	1.94	1.77	1.81	1.97	18	20	20	18	增持	维持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2020年3月4日

目 录

1、 新消费的沃土，小家电的风口来了.....	8
1.1、 新需求红利：城市年轻人的“第三消费时代”.....	9
1.2、 新流量红利：内容 X 社交，玩转“新流量”.....	11
1.3、 小家电的新需求/新流量在哪里？.....	14
2、 新消费如何改造小家电产业链？.....	19
2.1、 产品：“大单品”扩容升级，“小爆品”精彩纷呈.....	19
2.2、 渠道：从集中和封闭走向碎片和开放.....	25
2.3、 品牌：不仅仅是品类定位和品质可靠.....	32
2.4、 总结：新消费对需求和竞争两个维度的改变.....	37
3、 如何选到下一个小家电明星公司？.....	39
3.1、 产品力：持续打造爆品的基础设施.....	39
3.2、 营销力：洞察消费者，借力新流量.....	42
3.3、 渠道力：构建全渠道策略，推动新零售转型.....	44
3.4、 组织架构：从 2B 架构转向 2C 架构.....	45
3.5、 传统品牌和新锐品牌，谁转身更快？.....	47
4、 投资建议.....	50
4.1、 行业判断及投资机会.....	50
4.2、 重点公司跟踪：九阳股份.....	51
4.3、 重点公司跟踪：新宝股份.....	52
4.4、 首次覆盖公司：小熊电器.....	53
4.5、 首次覆盖公司：石头科技.....	60
5、 风险分析.....	65

图表目录

图 1：2019 年天猫双 11 众多新锐品牌脱颖而出	8
图 2：年轻人愿意为提高生活品质和提升自我而借贷消费	10
图 3：消费者对新产品/新品牌的消费意愿大幅提高	10
图 4：新品牌的崛起往往是抓住了新流量的红利窗口期	11
图 5：社交类和内容类 app 占据上网时长的 2/3	12
图 6：社交电商全景框架图	13
图 7：2019 年社交电商市场规模预计达到 2 万亿元	13
图 8：社交和内容电商对消费者的影响越来越大	14
图 9：小家电成为满足品质生活向往的重要工具和载体	15
图 10：80%以上消费者在社交电商有非计划性购物	16
图 11：非计划性购物场景源于主动推荐	16
图 12：卖货方式从货架模式向主动推荐转变	16
图 13：小家电相关产品成为社交电商变现的潜力品类	17
图 14：小家电成为社交电商变现金矿的三大优势	18
图 15：厨房小家电各品类零售额分布示意图	19
图 16：中国厨房小家电零售规模稳步增长	19
图 17：苏泊尔的电饭煲内胆已经迭代到第十代	20
图 18：成熟的小家电“大单品”存量零售额合计规模接近 1000 亿元	20
图 19：国内小家电的新品类空间打开	21
图 20：成熟“大单品”的升级需求同样旺盛	22
图 21：针对潜在需求，新品类被不断创新出来	23
图 22：小熊电器是“小爆品”创新的标杆	23
图 23：小熊电器典型产品需求的脉冲性（单位：百万元）	24
图 24：小熊电器产品收入构成的长尾化（2018 年）	24
图 25：苏泊尔国内销售以第三方渠道为主（2017 年）	25
图 26：中国小型烹饪电器渠道比较集中（2018 年）	25
图 27：厨房小家电新品牌较难快速完成主流渠道的渗透	26
图 28：厨房小家电线下 CR3 从 2012 年的 77% 上升至 2017 年的 90%	26
图 29：大部分小家电品类线上零售量占比已经超过 60%	27
图 30：线上电饭煲份额集中度明显低于线下	28
图 31：线上料理机份额集中度明显低于线下	28
图 32：小家电渠道格局越来越碎片化	28
图 33：从 0 到 1 的小家电新品牌，往往都是赌对了新渠道	29
图 34：社交电商的流量是去中心化的	29
图 35：“网红”榨汁机更容易吸引到消费者	30
图 36：“网红”榨汁杯的制造商和渠道都有更高的利润率	31

图 37：“好空调，格力造”只强调两件事	32
图 38：美的、苏泊尔和九阳三个品牌差异并不大	32
图 39：消费者追求更丰富的品牌内涵	33
图 40：2019 年初，九阳发布“悦享健康”的全新品牌主张	34
图 41：九阳成为邓伦代言的唯一家电品牌	34
图 42：#邓伦的盲盒#在微博引发大量关注	35
图 43：邓伦在“萌潮厨房”主题街区跟粉丝互动	35
图 44：2017 年苏泊尔在数字化渠道的投入占比已接近 50%	35
图 45：场景式文案和展示更能刺激购买欲望	36
图 46：KOL 评测让消费者“种草”	36
图 47：利用美食博主强化产品的“网红”属性	36
图 48：利用李佳琦实现需求的集中引爆	37
图 49：主动晒单创造“大家都在用”的感觉	37
图 50：小家电以功能创新为主，壁垒更高	39
图 51：戴森吸尘器持续围绕电机进行迭代升级	40
图 52：爆品需求爆发力强，红利窗口期短	41
图 53：“爆品”对供应链的快速响应能力要求更高	41
图 54：宝洁系创业者成功创办了大量热门的新消费品牌	42
图 55：完美日记和 HFP 等品牌依赖营销端的深刻洞察力	42
图 56：完美日记和 HFP 等品牌崛起依赖营销端洞察力和执行力	43
图 57：营销力：把握风口，沉淀品牌	43
图 58：消费者的全渠道决策比例越来越高（以服饰消费为例）	44
图 59：九阳从 2018 年开始推动渠道的新零售转型	45
图 60：过去是制造和渠道单向推动的 2B 架构	46
图 61：未来属于消费者导向的 2C 架构	46
图 62：苏泊尔“铁三角”会议是典型的 2C 导向组织方式	47
图 63：行业参与者可分为传统品牌和新锐品牌两大阵营	48
图 64：小熊开辟中国创意小家电新赛道	53
图 65：小熊电器是第一批全面拥抱互联网的小家电品牌	53
图 66：小熊电器主要品类营收占比	54
图 67：小熊电器主要品类毛利占比	54
图 68：小熊电器线上线下销售额占比	54
图 69：小熊电器国内外市场收入占比	54
图 70：小熊 2019 年收入增速较 2018 年回升	54
图 71：小熊 2019 年净利润增速较 2018 年回升	54
图 72：针对潜在需求，新品类被不断创新出来	55
图 73：小熊通过诸多“小爆品”实现超过 20 亿的收入	55
图 74：小熊的创新产品线上市占率很高	55

图 75：品类扩张成为小熊电器未来增长的主要驱动力	56
图 76：小熊电器加湿器收入不断突破	56
图 77：小熊电器品类创新思路正在向“大单品”靠拢	56
图 78：小熊电器线上直销的毛利率并不高	57
图 79：小熊电器各品类均价分布	57
图 80：张艺兴为小熊品牌代言	57
图 81：户外实体广告投放	57
图 82：石头科技旗下产品上市时间表	60
图 83：石头科技是国内扫地机大众化的重要推手	61
图 84：石头科技发展和融资的里程碑	61
图 85：石头 H6 手持吸尘器再次证明石头在产品端的开拓创新能力	63
表 1：日本消费社会的四个阶段以及消费特征	9
表 2：消费新品牌的品牌理念契合城市年轻人的消费理念	11
表 3：阿里和京东的获客成本已经不低（单位：元）	12
表 4：消费新品牌抓住了不同社交电商等新流量平台	14
表 5：美国和日本家电消费变迁史	15
表 6：内容电商的信息丰富度和可互动性越来越强	16
表 7：潜力“大单品”的扩容将带来接近 2000 亿的增量零售市场	21
表 8：从需求和竞争角度对小家电新机会的分类	24
表 9：过去数据可得性差、割裂的状况正在好转	25
表 10：厨房小家电品牌内销定倍率在 2.5 左右	26
表 11：历届央视标王大部分为大众品牌	32
表 12：从需求和竞争角度对小家电新机会的分类	37
表 13：新消费对小家电产业链竞争要素的改变	38
表 14：新锐消费品品牌有成熟的供应链基础	39
表 15：出彩的创新产品都来自产品出身的团队	40
表 16：传统品牌在新消费时代的长处和不足	49
表 17：新锐品牌在新消费时代的长处和不足	49
表 18：小熊电器收入拆分预测（亿元）	58
表 19：小熊电器分业务毛利率拆分预测	58
表 20：小熊电器可比公司估值表	59
表 20：石头科技的渠道结构（单位：万元）	62
表 22：石头科技创始团队均为技术研发和产品经理出身	62
表 23：石头科技收入拆分预测（亿元）	64
表 24：石头科技分业务毛利率拆分预测	64
表 25：石头科技可比公司估值表	65

1、新消费的沃土，小家电的风口来了

最初引发二级市场对新消费关注的是化妆品领域新品牌的崛起，上市公司珀莱雅、丸美股份纷纷因为行业高景气和积极拥抱新营销受市场追捧，化妆品新品牌也风头正劲，完美日记完成新一轮融资，估值超过 10 亿美元，HFP、植观等新品牌销售额也快速突破 10 亿元……

消费领域开始涌现出一批全新的明星品牌。不仅仅是化妆品，消费新品牌的涌现正在不同赛道发生，比如瓶装饮料领域的元气森林，新式茶饮领域的喜茶、奈雪的茶，咖啡领域的瑞幸、三顿半，2019 天猫双 11 启动发布会上，天猫首次对外公布了“新品牌战略”，5 万个新品牌首次参与，其中 11 个新锐品牌拿下品类排行榜第一，更有完美日记等 6 个新品牌单日成交超过 1 亿。

图 1：2019 年天猫双 11 众多新锐品牌脱颖而出



资料来源：天猫，光大证券研究所

经过分析和总结，我们发现崭露头角的新品牌主要做对了两件事：抓住新需求+把握新流量。

1) 把握住了城市年轻人蠢蠢欲动但未被满足的“新需求”，打造对应产品，匹配有调性的营销内容。

2) 利用“新流量”渠道做高 ROI 的营销，快速引爆新品销售，从而占领或刷新消费者的心智。

1.1、新需求红利：城市年轻人的“第三消费时代”

近几年关于中国消费升级 or 消费降级的讨论颇多，但因为对于升级/降级定义本身就有分歧，并且概念又太过宽泛，对消费研究没有太强的指导意义。相比之下，三浦展的《第四消费时代》一书中对日本二战后消费发展四个阶段的详尽总结或许更有借鉴意义。

表 1：日本消费社会的四个阶段以及消费特征

	第一消费社会	第二消费社会	第三消费社会	第四消费社会
社会背景	战争期间 大城市的中产阶级诞生	战后经济高速增长 一亿中产阶级	进入低增长阶段 泡沫经济贫富差距扩大	经济长期不景气 人口减少，消费市场缩小
国民价值观	重视国家	重视家庭	重视个人	重视社会
消费取向	西方化 大城市倾向	大量消费 大的就是好的 大城市倾向 美式倾向	个性化 多样化 差别化 品牌倾向 大城市倾向 欧式倾向	无品牌倾向 朴素倾向 休闲倾向 日本倾向 本土倾向
消费主题	文化时尚	私家车 私人住宅 三大神器 3C	从注重数量到注重质量	共享

资料来源：三浦展《第四消费时代》，光大证券研究所整理

对照来看，因为中国人口众多，消费阶段和能力分化大，对应日本第一到第四消费社会特征的都大有人在，但大多数城市年轻人正展现出“第三消费时代”的典型特征：

1) 开始重视个人的价值，向往“更好的自己”和“更高品质的生活”，消费安全感上升，为自己消费的意愿增强。

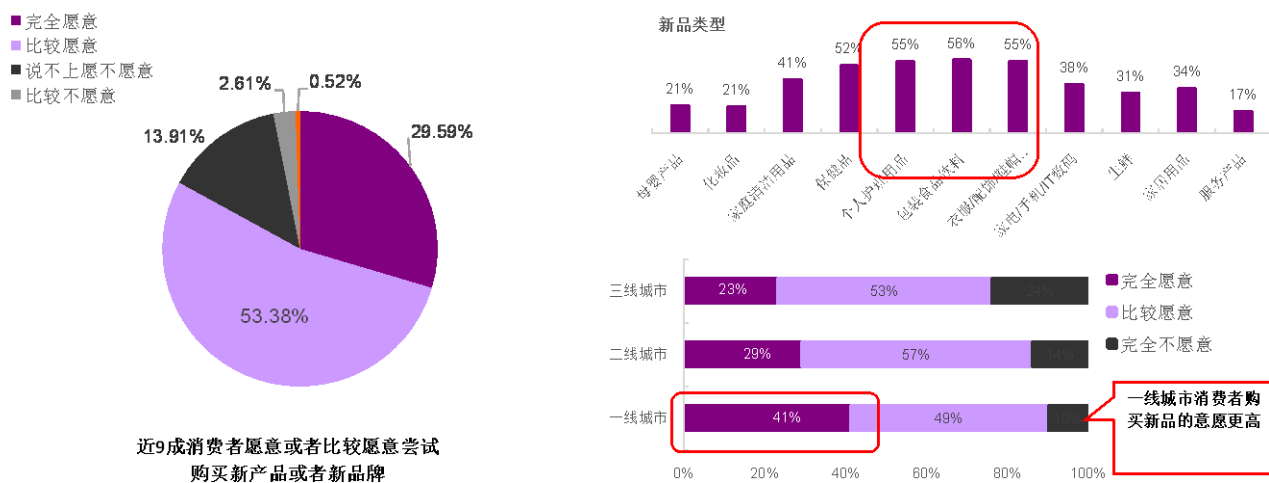
图 2：年轻人愿意为提高生活品质和提升自我而借贷消费

互联网分期消费	信用卡	互联网小额借贷
•基本生活用度 62%	•提升生活品质 64%	•提升生活品质 57%
•提升生活品质 61%	•基本生活用度 55%	•基本生活用度 53%
•休闲娱乐 55%	•休闲娱乐 48%	•休闲娱乐 48%
•恋爱/社交 29%	•运动健身保健 30%	•技能培训 35%
•运动健身保健 27%	•工作学习 28%	•运动健身保健 33%
•工作学习 26%	•技能培训 28%	•恋爱/社交 30%
•技能培训 24%	•恋爱/社交 24%	•工作学习 27%

资料来源：尼尔森《中国消费年轻人负债状况报告》(2019)，光大证券研究所

2) 追求个性化、多样化、差别化的品牌消费，对大规模标准化的产品无感，希望通过独特的产品彰显个性。

图 3：消费者对新产品/新品牌的消费意愿大幅提高



资料来源：尼尔森 (2019)，光大证券研究所

从“新需求”红利的角度，现象级的消费新品牌并不神秘，他们旨在契合城市年轻人的新消费理念，领先“传统品牌”一步，去满足“个人提升”“生活品质”和“个性表达”等新消费需求。

表 2：消费新品牌的品牌理念契合城市年轻人的消费理念

新品牌	细分市场	品牌理念
完美日记	彩妆	美不设限，倡导年轻一代不被外界标签束缚，而是努力的突破自我，积极地探索人生更多的可能，遇见更优秀的自己。
HFP	护肤品	“以成分，打动肌肤”，从消费者肌肤诉求出发，用简洁的态度追求本质护肤功效，精简配方不作冗余添加。
奈雪的茶	新式茶饮	坚持为现代人提供“一杯好茶，一口软欧包”的美好生活体验，期望成为中国茶走向世界的推动者。
元气森林	瓶装饮料	无糖专门家，精选全球上等原料，给你最元气的口感体验。
三顿半	速溶咖啡	一直在探索星球风味，呈现自然本真的丰富，希望通过创新的咖啡产品，不断构建精品咖啡的消费场景，呈现更为日常的新咖啡生活方式。

资料来源：各公司官网，光大证券研究所整理

1.2、新流量红利：内容 X 社交，玩转“新流量”

淘品牌、小米生态链品牌、小红书品牌、抖音品牌、直播品牌……

新品牌的崛起背后有一个共性机遇：新流量的红利窗口期。从 PC 端中心化的淘宝/京东流量，到移动端社交和内容为王的流量迁移，消费者的注意力和时间在不断迁移，造就了一波波新流量洼地和一个个红利窗口期，以及一批批敏锐的受益品牌。

图 4：新品牌的崛起往往是抓住了新流量的红利窗口期



新锐品牌，往往是抓住了新流量的红利窗口期

资料来源：光大证券研究所

2013 年之前淘宝/京东借此完成了流量的垄断，成为巨大的中心化流量平台。得益于网络、物流、支付等基础设施的完善，电子商务在中国快速发展，使得交易效率大幅提升，很多生意实现了在线化，

“淘品牌”是借助淘宝从 0 到 1 的“新流量”红利崛起的一批新品牌。但随着大量新商家的进驻，“新流量”的供给跟不上需求的增长，淘宝的流量越来越贵，品牌方流量投放的 ROI 开始快速下降，“新流量”红利快速消退。

表 3：阿里和京东的获客成本已经不低（单位：元）

	阿里巴巴	京东
2014	70	82
2015	150	124
2016	412	142
2017	333	226
2018	306	1503

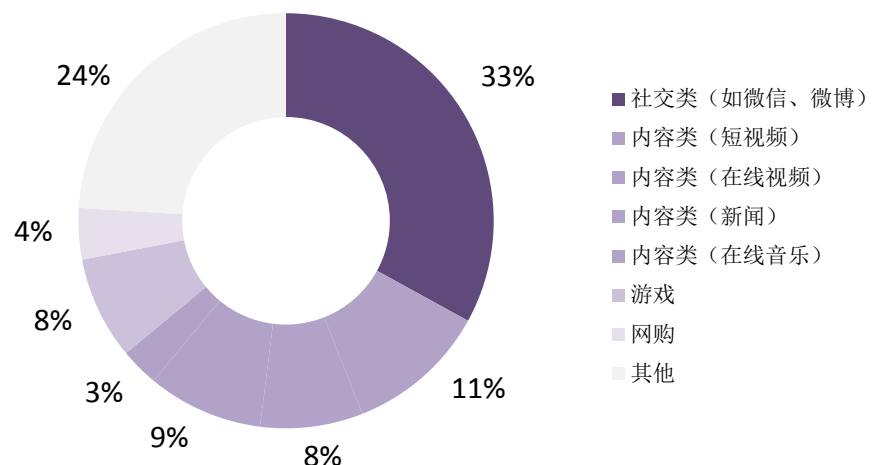
资料来源：各公司公告，光大证券研究所

注：获客成本的计算方法为公司当年销售费用/当年新增活跃消费用户数，由于京东在 2018 年全年轻新增活跃用户 0.13 亿，故获客成本大幅提升。

2013 年后，互联网用户的时间开始快速从 PC 端迁移到移动端，入口被一个个独立的 App 取代，搜索引擎对流量的垄断被打破，流量的分布从集中化走向个性化和场景化。

从移动互联网用户的使用时长分布来看，内容类和社交类 app 占据了用户大部分的时间，这是电商内容化和社交化的大背景。

图 5：社交类和内容类 app 占据上网时长的 2/3

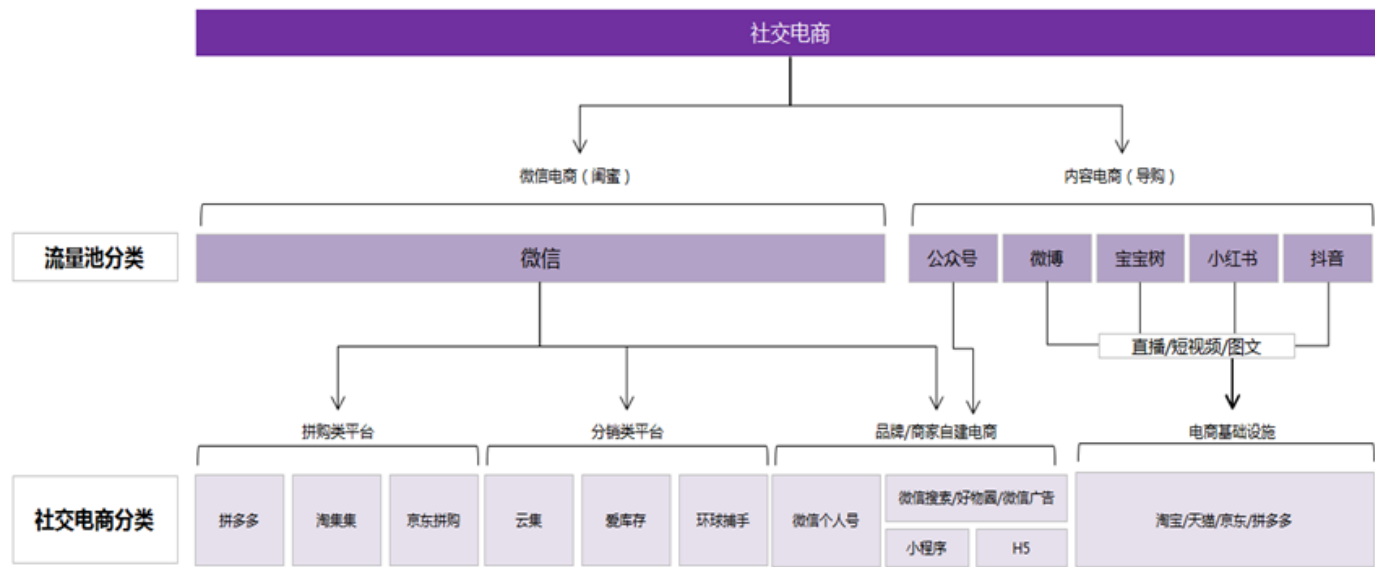


资料来源：QuestMobile（2019），光大证券研究所

光大证券互联网团队在社交电商专题报告《社交电商：流量红利末期的新机会》、直播电商专题报告《直播电商：一切刚刚开始，未来无限可能》中提到，在电商获客成本高企的背景下，电商流量来源开始向社交平台泛化，

社交流量分为**关系链流量**和**优质内容流量**，最近很火的直播电商本质上也是基于优质内容流量的线上导购模式。

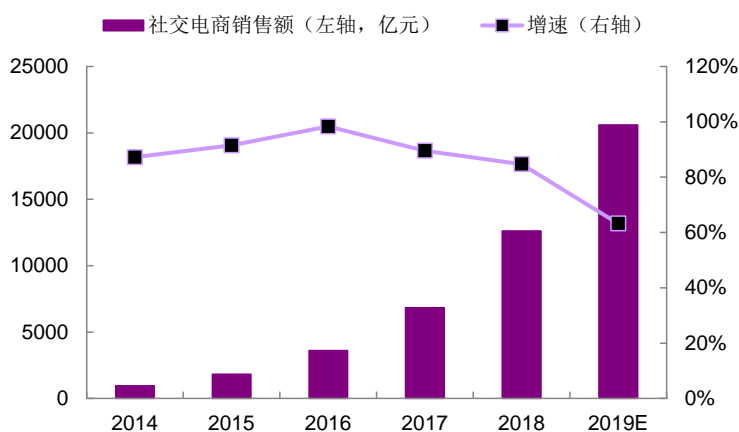
图 6：社交电商全景框架图



资料来源：光大证券研究所

根据中国互联网中心的报告，2018 年中国社交电商销售额已经突破万亿，而 2019 年市场规模预计达到 20605.8 亿元，同比增速高达 63.2%，在我国全国网上零售额 106324 亿元中占比接近 20%。

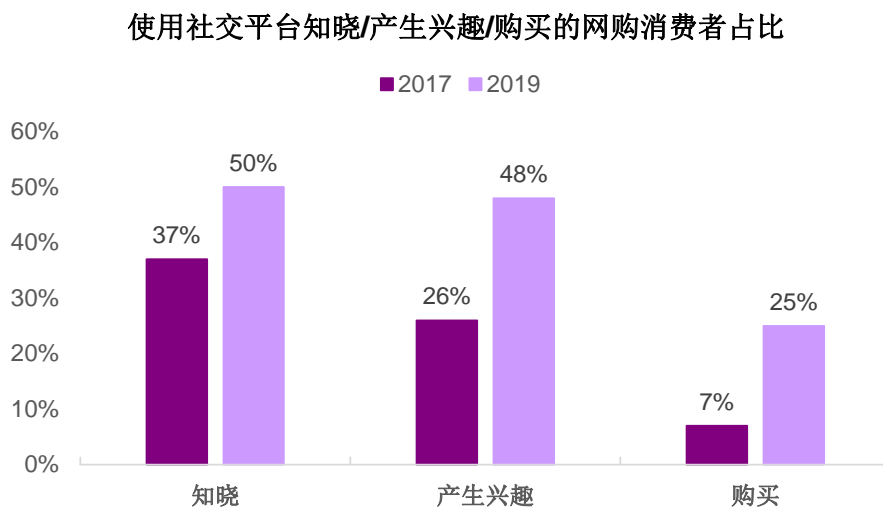
图 7：2019 年社交电商市场规模预计达到 2 万亿元



资料来源：创奇社交电商研究中心预测，光大证券研究所

社交和内容电商对消费者的影响越来越大。根据麦肯锡的跟踪统计，2017-2019 年，通过社交平台知晓/产生兴趣/购买的消费者占比分别提高了 35%/85%/3.6 倍。

图 8：社交和内容电商对消费者的影响越来越大



资料来源：麦肯锡，光大证券研究所

从新流量红利的角度，现象级的消费新品牌也不神秘，他们抓住了这一波社交电商的新流量红利，实现了超高的转化和爆发性的增长，比如 HFP 的微信公众号投放，完美日记的小红书投放，花西子押注李佳琦……

表 4：消费新品牌抓住了不同社交电商等新流量平台

新品牌	细分市场	新流量平台
完美日记	彩妆	小红书/微信
HFP	护肤品	微信公众号
奈雪的茶	新式茶饮	微信朋友圈
花西子	彩妆	淘宝直播（李佳琦）

资料来源：光大证券研究所整理

这一波社交电商新流量的涌现融合了内容和社交，对于消费品的需求刺激、品牌塑造、供应链等都具有颠覆性的影响，并且形式仍然在不断进化和升级，这一波新锐品牌已经展现出比淘品牌更强的创新性和生命力。

1.3、小家电的新需求/新流量在哪里？

1.3.1、新需求：小家电成为品质生活的载体

综合美国、日本、韩国等国的家电消费变迁史来看，随着收入水平的提升，家电消费将从功能消费阶段开始进入品质消费阶段，产品从高刚需的功能家电（以大家电为主）向非必需的品质家电（以小家电为主）延伸。

表 5：美国和日本家电消费变迁史

指标名称	美国家电消费变迁史			日本家电消费变迁史		
	第一阶段	第二阶段	第三阶段	第一阶段	第二阶段	第三阶段
对应年份	1900 年~1949 年	1950 年~1989 年	1990 年至今	1955 年~1974 年	1975 年~1995 年	1996 年至今
城镇化率 (%)	40%~64%	64%~78%	78%~81%	56%~76%	76%-78%	79%-91%
GDP CAGR (%)	4.9%	7.8%	4.5%	15.7%	6.4%	0.1%
人均可支配收入 (USD)	<1500	1500~16000	17000~43000	<5000	6000~15000	13000~15000
GNI (USD)	<3000	3000~24000	24000~56000	<5000	5000~40000	30000~50000
品类特征	电力普及后, 1930 年冰洗开始快速普及	电视、空调、厨房、生活电器快速普及	空净、个护等代表健康生活的品类保持较快增速	冰箱、洗衣机、电风扇、彩电、吸尘器快速普及	空调、微波炉、取暖机、暖风机、热水器	洗碗机、干衣机、空气净化器、智能马桶盖等

资料来源：各国统计局，光大证券研究所

小家电成为品质生活的重要工具和载体。除了我们都熟悉的电饭煲、电水壶等“刚需”品类之外，年轻人正在寻找那些代表“品质生活”的新品类，知乎上关于“小家电推荐”的相关问题合计浏览量已经超过 800 万次，这无疑是一块刚刚起步的增量市场。

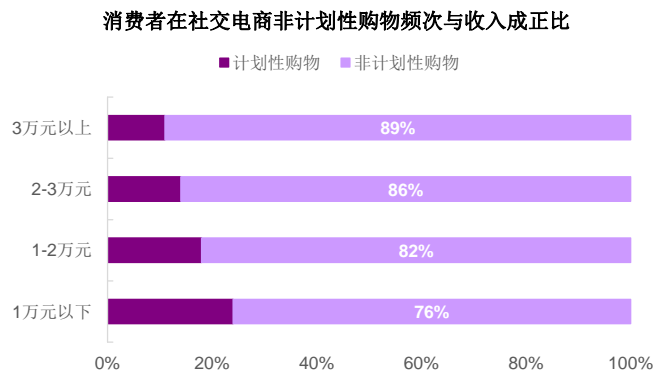
图 9：小家电成为满足品质生活向往的重要工具和载体



资料来源：知乎，光大证券研究所，截图时间为 2020 年 1 月

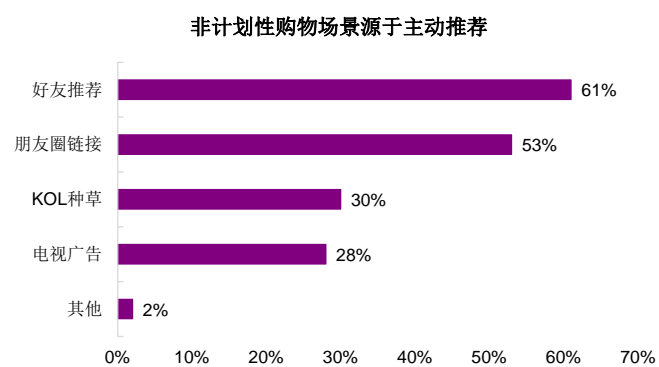
根据尼尔森的研究，消费水平提升等多因素带动非计划性购物需求占比快速上升，背后是个性化和多样化的需求增加。和“基本款”大单品消费的高度成熟和计划性相比，小家电“新需求”需要给消费者“种草”，是非计划性的。

图 10: 80%以上消费者在社交电商有非计划性购物



资料来源: 尼尔森 (2019), 光大证券研究所

图 11: 非计划性购物场景源于主动推荐



资料来源: 尼尔森 (2019), 光大证券研究所

1.3.2、新流量: 主动推荐崛起, 发掘小家电金矿

传统电商的供给已经极大丰富, 一旦货架过大, 可供选择的商品太多, 呈现的信息过于杂乱, 反而不利于消费者做决策, 而内容和社交电商的卖货的方式从货架模式变为主动推荐, 更有利于刺激非计划性的小家电新需求。

图 12: 卖货方式从货架模式向主动推荐转变



资料来源: QuestMobile, 光大证券研究所

从最早的图文、音频, 到视频, 再到现在当红的直播, 内容创业的形式在不断演进, 因此内容电商的信息丰富度和可互动性越来越强, “种草”和销售转化效率也越来越高。

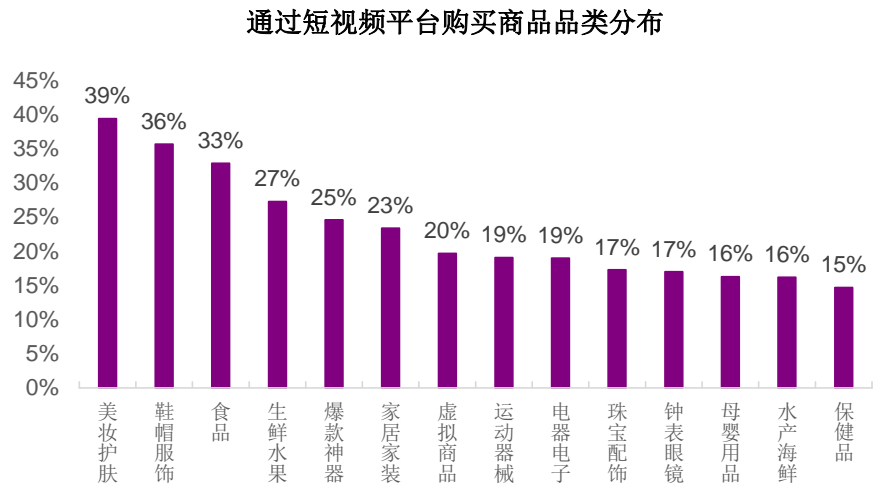
表 6: 内容电商的信息丰富度和可互动性越来越强

内容形式	代表平台	信息丰富度	可互动性
图文	微博、微信公众号	低	低
音频	得到、喜马拉雅	低	低
短视频	哔哩哔哩	中	中
长视频	抖音、快手	高	中
直播	淘宝直播	高	高

资料来源: 光大证券研究所

在“新流量”平台进行电商变现的初期，美妆护肤、鞋帽服饰占据商品榜单榜首，食品+生鲜水果等生活必需品紧随其后，跟小家电相关的爆款神器、电器电子类目也位列商品榜前十。

图 13：小家电相关产品成为社交电商变现的潜力品类

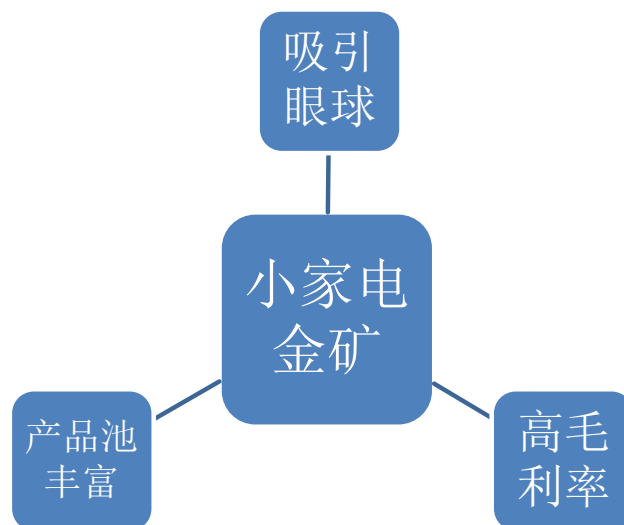


资料来源：QuestMobile（2019），光大证券研究所

小家电之所以有潜力成为内容和社交平台进行电商变现的金矿，源于以下三大优势：

- **吸引眼球：**小家电创新产品自带的独特的功能、良好用户体验、品牌背后的故事等等，有利于带货达人们充分发挥其内容创作能力，吸引到消费者的注意力，并转化销售。
- **产品池丰富：**小家电的更新频率在家电中属于最高的，并且由于创新空间较大，可以实现产品池的快速扩张，刺激消费者短期多次购买。
- **高毛利率：**由于小家电产品的创新性和相对较低的单价，消费决策的价格敏感性不高，可以给渠道提供的毛利空间较大，能够吸引新渠道资源的汇聚。

图 14：小家电成为社交电商变现金矿的三大优势



资料来源：光大证券研究所

因此，新消费风已来，当小家电“新需求”遇上社交电商“新流量”，两者有望产生乘法效应，刺激小家电市场快速扩容，并成就一批小家电明星品牌。

2、新消费如何改造小家电产业链？

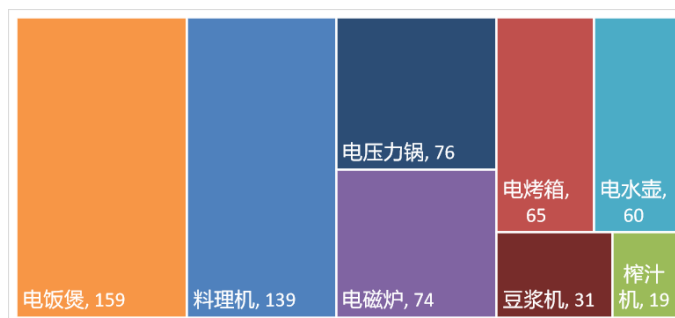
小家电行业迎来新消费机遇，小家电产业链的产品、渠道、品牌各个环节也将被深度改造。过去的壁垒被打破，关键成功要素面临重塑，企业能力也需要快速升级。

2.1、产品：“大单品”扩容升级，“小爆品”精彩纷呈

2.1.1、过去是属于高刚需大单品的时代

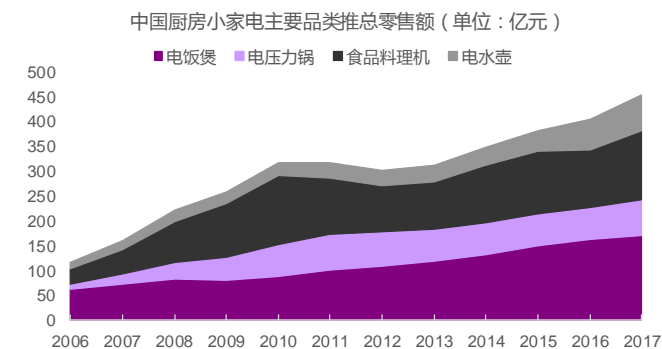
刚需“大单品”机会明确，龙头提前卡位好赛道。电饭煲、电水壶等厨房小家电是最早走入中国家庭的小家电产品，由于可见的市场规模很大，并且成长空间非常确定，因此美的、苏泊尔和九阳三大品牌在厨房小家电领域的卡位很早，且投入非常坚决。

图 15：厨房小家电各品类零售额分布示意图



资料来源：奥维云网，光大证券研究所，2019年，单位：亿元

图 16：中国厨房小家电零售规模稳步增长



资料来源：中怡康，光大证券研究所

“美九苏”在基本款大品类上全面布局，持续深耕。“美九苏”（美的、九阳、苏泊尔，下同）在这些核心品类上均积极布局，且有研发团队能够持续深耕，比如都针对电饭煲如何煮出更好吃的米饭不断深研，苏泊尔的内胆技术已经迭代到第十代，在这些基本款大品类上，“美九苏”均能领先市场推出创新产品或及时跟进，并且在高中低价位段都有产品线布局。

图 17：苏泊尔的电饭煲内胆已经迭代到第十代



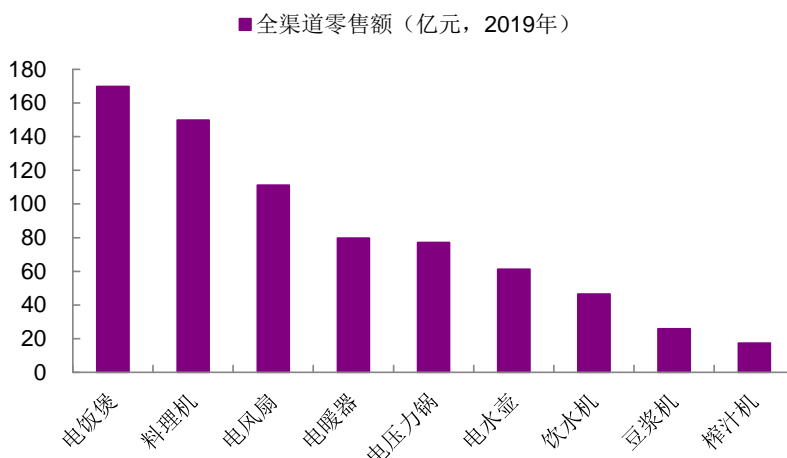
资料来源：苏泊尔官网，光大证券研究所

因此，由于厨房小家电的市场机会较为确定，“美九苏”卡位较早，并且在核心大品类上积极布局，持续深耕，传统的厨房小家电大品类留给其他品牌的产品突围机会很有限。

2.1.2、“大单品”的扩容和升级

当前小家电“大单品”保有量有限。小家电中已经有一些渗透率很高的“大单品”，比如电饭煲、电水壶、饮水机、电风扇、电暖气、剃须刀、吹风机等，城镇渗透率估计都已经很高，但规模最大的电饭煲推总零售额规模才 170 亿元，小家电单品零售额规模在 50 亿以上的屈指可数，中国家庭的小家电保有量依然较低。

图 18：成熟的小家电“大单品”存量零售额合计规模接近 1000 亿元

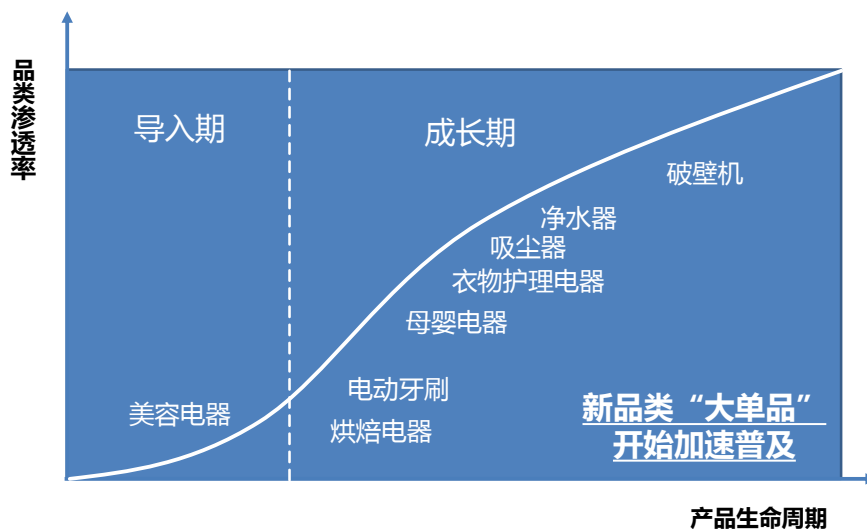


资料来源：奥维云网，光大证券研究所

小家电“大单品”的品类扩容正在进行时。从海外经验看，进入“第三消费时代”，随着消费人群的变迁和消费水平的提升，小家电保有量将上升，更多“大单品”开始普及，这些“大单品”渗透率空间比较明朗，而国内渗透率已开始提升：

- **厨房电器**：破壁机、净水器、烘焙电器等。
- **生活电器**：吸尘器、空净（新风）、衣物护理电器、母婴电器等。
- **个护电器**：口腔清洁电器（电动牙刷、水牙线）、美容电器等。

图 19：国内小家电的新品类空间打开



资料来源：光大证券研究所绘制

小家电“大单品”市场规模将再扩容 2-3 倍。我们分别对上述潜力“大单品”的城镇和农村的渗透率，更新周期和单价进行预测，从而大致估算潜在市场规模，结果显示上述潜力“大单品”的扩容将带来接近 2000 亿的增量零售市场，其中多个品类的零售规模已经或即将超过目前规模最大的电饭煲。

表 7：潜力“大单品”的扩容将带来接近 2000 亿的增量零售市场

	品类	城镇渗透率	农村渗透率	综合渗透率	保有家庭数亿户	户均购买量	更新周期	年销量万件	平均价格元	市场空间 (E) 亿元	2019 年零售规模亿元
厨房电器	破壁机	50%	20%	41%	1.9	1	3	6357	300	191	150
	净水器	60%	20%	48%	2.2	1	5	4465	2000	893	309
	烘焙电器	30%	5%	23%	1.0	2	2	10465	100	105	/
生活电器	吸尘器	70%	10%	52%	2.4	1.2	5	5805	1000	580	200
	空净	30%	10%	24%	1.1	1	5	2233	1000	223	91
	衣物护理	60%	20%	48%	2.2	1	4	5582	300	167	/
	母婴电器	70%	20%	55%	2.6	2	10	5116	100	51	/
个护电器	口腔清洁	60%	10%	45%	2.1	2	3	13954	300	419	/
	美容电器	20%	5%	16%	0.7	1	3	2403	1000	240	/
合计										2870	<1000

资料来源：奥维云网，光大证券研究所预测

成熟“大单品”的升级需求旺盛。除了潜力“大单品”的普及之外，因为新消费人群的生活习惯和场景也在变化，新消费者对成熟“大单品”也有了新的升级需求，市场上已经有不少产品在小型化、无线化、便捷化、多功能等方向上做了有趣的探索：

- **便捷性**：帮助人们偷懒省事的新特性能够解决消费者痛点，比如免清洗的豆浆机和破壁机。
- **小型化**：单身人群增加，使得小容积厨房电器成为新需求，一人食小厨电崭露头角。
- **多功能**：年轻人居住面积小，单一功能小家电的使用频率又偏低，多功能产品成为一种解决方案，养生壶因其多功能脱颖而出。
- **设计感**：所谓“设计感”可以体现为：1、外观美，颜值就是正义；2、人性化设计，让人感动的小细节；3、质感，取决于材料和加工工艺等，没有设计感的产品已经很难打动消费者。

.....

对于潜在需求的挖掘是永无止境的，未来成熟“大单品”的升级会持续进行，并创造出结构性的新需求增量。

图 20：成熟“大单品”的升级需求同样旺盛

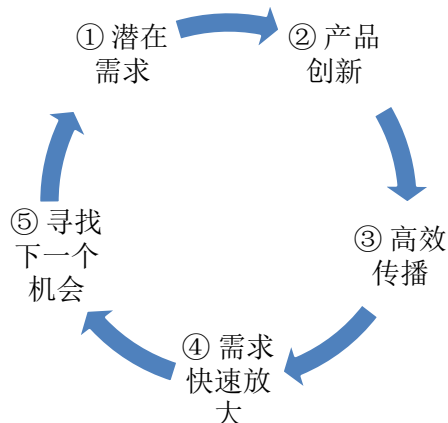


资料来源：天猫，光大证券研究所

2.1.3、“小爆品”的精彩纷呈

除了“大单品”的扩容和升级外，针对潜在需求，很多创新品类被发明出来，比如酸奶机、煮蛋器、电热饭盒等等，这些需求过去比较“小众”，但受益于社交电商等“新流量”渠道的挖掘和推广，短期需求爆发力也较强，容易产生“小爆品”。

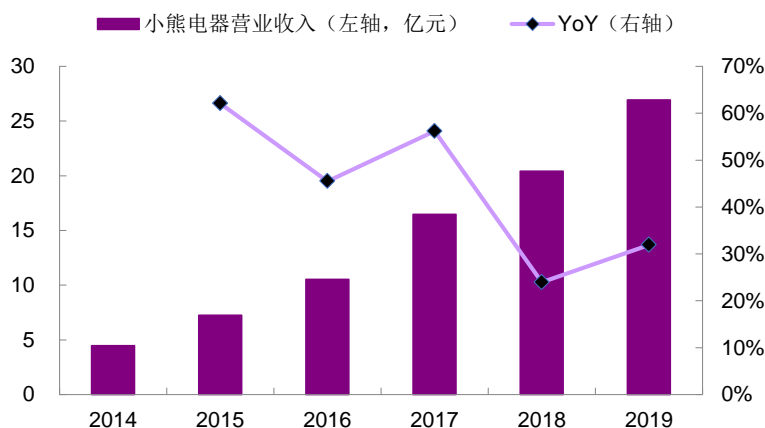
图 21：针对潜在需求，新品类被不断创新出来



资料来源：光大证券研究所绘制

小熊电器是“小爆品”创新的标杆。虽然“小爆品”单品零售市场规模不大，但通过持续创新迭代，扩充产品池，根据业绩快报，小熊电器 2019 年依然保持了 32% 的同比增速，收入规模达到 27 亿元。

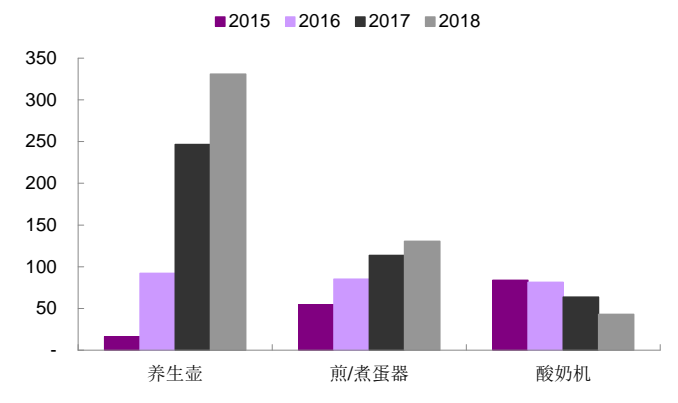
图 22：小熊电器是“小爆品”创新的标杆



资料来源：Wind，光大证券研究所

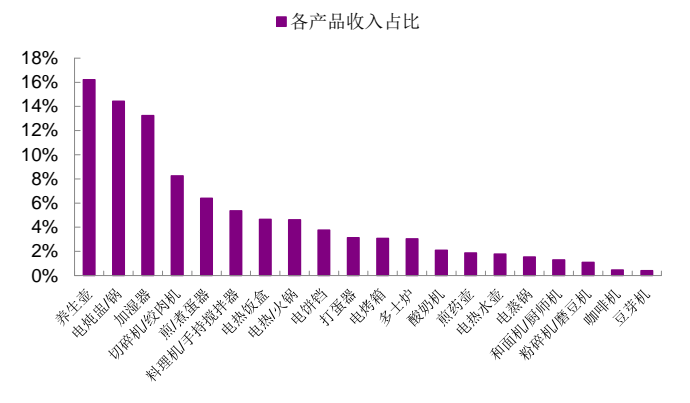
“小爆品”的需求特点是脉冲性和长尾化。“小爆品”需求的脉冲性较强，产品生命周期较短，通常单品零售规模天花板较低，为了保持增长，需要不断地洞察需求，推陈出新。虽然单个“小爆品”的需求相对“大单品”较小，但品类创新扩展的空间较大，呈现明显的长尾分布。

图 23: 小熊电器典型产品需求的脉冲性 (单位: 百万元)



资料来源: 小熊电器公告, 光大证券研究所

图 24: 小熊电器产品收入构成的长尾化 (2018 年)



资料来源: 小熊电器公告, 光大证券研究所

2.1.4、“大单品”和“小爆品”机会的差异

从资本市场的角度来看, 小家电“大单品”和“小爆品”两类机会的需求空间、需求确定性、创新门槛、竞争格局等方面有明显差异:

- **“大单品”机会:** 无论是布局未来有明确空间的“大单品”, 还是围绕成熟“大单品”做创新, 需求空间相对明确、稳定, 但在成熟产品上做差异化创新的难度更大, 参与竞争者普遍实力较强, 竞争强度较大;
- **“小爆品”机会:** “小爆品”单品需求空间呈现长尾化, 脉冲性, 品类创新的突破点较多, 单一品类的竞争者实力也相对较弱, 品类成长期竞争强度较弱, 后期因门槛相对较低, 强度变大。

表 8: 从需求和竞争角度对小家电新机会的分类

两类机会	典型产品	需求空间	需求确定性	创新门槛	竞争强度
“大单品”	吸尘器、破壁机	单品空间大	需求稳定	创新门槛高	强
“小爆品”	酸奶机、面条机	单品长尾化	需求脉冲性	创新门槛低	弱

资料来源: 光大证券研究所

2.1.5、产品迭代加快, C2B 模式初现端倪

小家电线上销售占比普遍已达 60~70%以上, 在用户信息和行为快速数字化的背景下, 消费者需求被迅速反馈至研发与生产端, 产品的迭代速度大幅加快, C2B 模式初现端倪。

表 9：过去数据可得性差、割裂的状况正在好转

两类机会	过去	现在
线下	IT 系统不完善 加盟商不用系统	加盟改直营/类直营 IT 系统普及度提升
线上	线上数据割裂 公司之间不打通 大公司内部也不打通	大公司“中台化”打通内部数据 阿里系/腾讯系公司加强协同
整合	线上线下数据未能打通	互联网巨头帮助品牌商打通渠道数据

资料来源：光大证券研究所

2.2、渠道：从集中和封闭走向碎片和开放

过去，线下第三方渠道的集中和封闭赋予了传统小家电品牌极高的渠道壁垒，但新渠道的出现开始打破这一壁垒，并赋予新品牌弯道超车的机会。

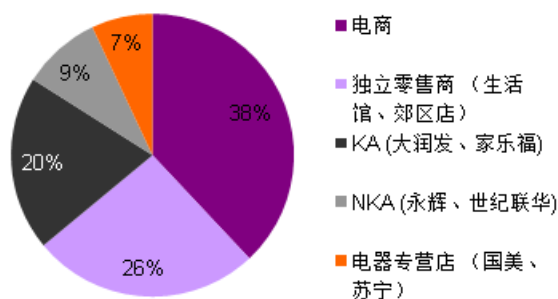
渠道的背后是消费人群，随着渠道的碎片化和开放化的趋势越来越明朗，无论是想要保住市场份额的传统品牌，还是希望从 0 到 1 的新锐品牌，积极拥抱新渠道成为必选项。

2.2.1、过去线下第三方渠道壁垒很高

电商渠道出现之前，小家电渠道以线下第三方渠道为主。在电商渠道崛起之前，小家电线下渠道以第三方渠道为主，包括 KA（家乐福等）、NKA（永辉等）、3C（苏宁等），专卖店等多种渠道。

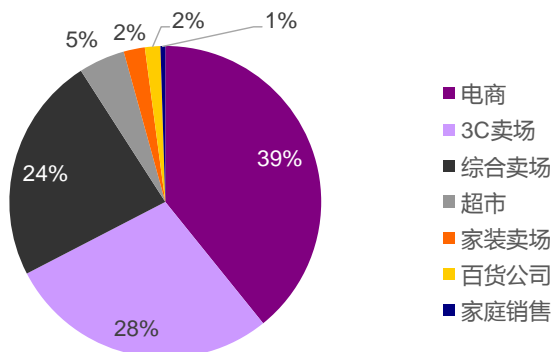
从苏泊尔的渠道构成和 Euromonitor 监测的小型烹饪电器的渠道构成可以一窥究竟。

图 25：苏泊尔国内销售以第三方渠道为主（2017 年）



资料来源：公司资料，光大证券研究所

图 26：中国小型烹饪电器渠道比较集中（2018 年）



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

第三方渠道的运营需要兼顾规模和盈利能力。大规模进驻第三方渠道不仅需要一大笔固定投入，包括进场费、装修费等，还需要留有足够的毛利空间支撑渠道运营。

因此，为了让经销商能赚到钱，保障其在第三方渠道的持续经营，厨房小家电龙头一方面通过不断拓宽产品线，做大渠道销售规模，另一方面通过产品创新和品牌塑造，保障渠道盈利能力。

以苏泊尔和九阳为例，两家龙头公司给经销商的平均出厂折扣为六折，再叠加公司内销超过30%的毛利率，厨房小家电内销定倍率（不含税零售价/成本）平均能达到2.5倍左右，即零售价（不含税）是BOM成本的2.5倍。

表 10：厨房小家电品牌内销定倍率在 2.5 左右

	公司内销毛利率	渠道毛利率	定倍率
苏泊尔	32%	40%	2.5
九阳	33%	40%	2.5

资料来源：Wind，公司调研，光大证券研究所

因此，新品牌较难快速完成主流渠道的渗透：一方面在产品线布局的完整性上要弱于“美九苏”，另一方面产品端和品牌端的积淀不足以支撑 2.5 倍的定倍率。

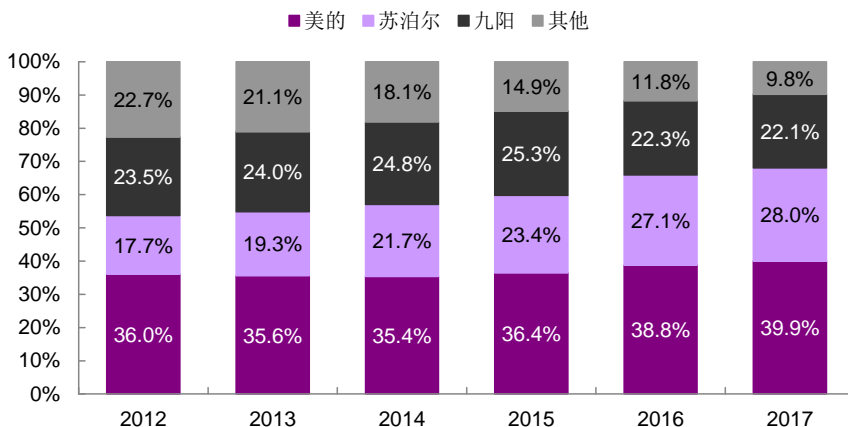
图 27：厨房小家电新品牌较难快速完成主流渠道的渗透



资料来源：光大证券研究所绘制

过去十年，厨房小家电数百亿的零售市场始终被“美九苏”（美的、九阳、苏泊尔）三家（CR3，下同）牢牢把控，并且集中度不断提升，根据中怡康线下零售监测，厨房小家电领域的 CR3 从 2012 年的 77%一路上升至 2017 年的 90%，大部分品类 CR3 达到 80%以上。

图 28：厨房小家电线下 CR3 从 2012 年的 77%上升至 2017 年的 90%



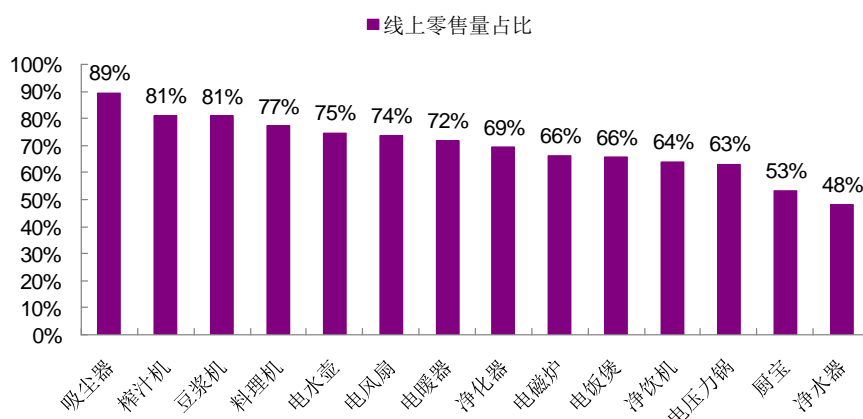
资料来源：中怡康线下监测，光大证券研究所

厨房小家电线下集中度的不断提高与产品端突围机会有限相关，但更重要的是，“美九苏”深度绑定线下第三方渠道，其在渠道端构筑的规模壁垒越来越高，几乎无法逾越。

2.2.2、渠道走向碎片化和开放化

由于基础设施建设与互联网的发展，各种形式的电商发展迅猛，消费者获取商品的途径更加多样便捷。由于体积小、且无需安装，小家电非常适合电商渠道销售，因此小家电产品的线上销售占比快速上升，根据奥维云网推算，2019年大部分小家电品类线上零售量占比已经超过60%。

图 29：大部分小家电品类线上零售量占比已经超过 60%

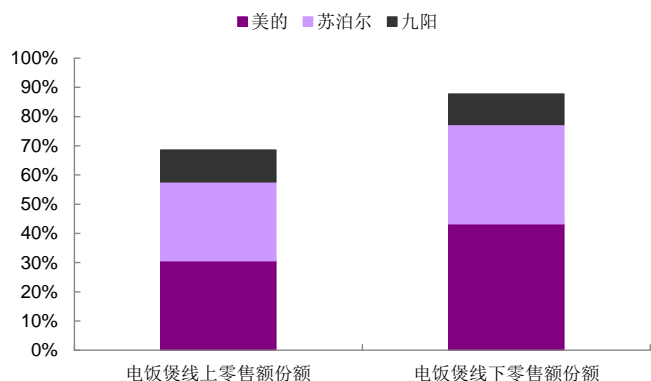


资料来源：奥维云网，光大证券研究所，时间：2019年

电商的发展对过去集中而封闭线下渠道体系是一次巨大的冲击，和线下第三方渠道展位有限不同，淘宝和京东的展位可以理解为无限多，因此对所有品牌都是开放的。

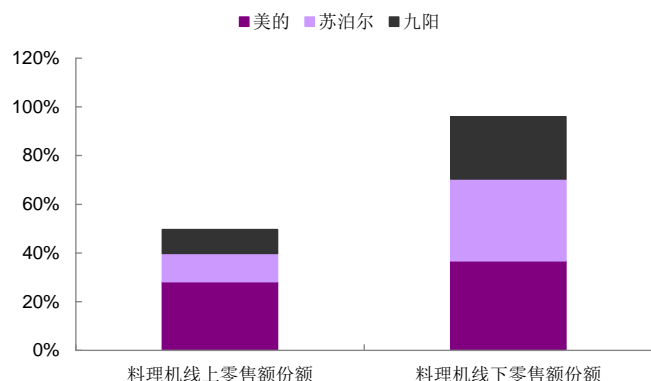
电商的渠道门槛大幅下降，使得中小品牌有了突围的机会，小家电线上渠道的集中度要明显低于线下，即使是电饭煲、料理机两个大单品，线上CR3分别为68.5%和49.7%，而线下CR3高达87.8%和96.0%。

图 30：线上电饭煲份额集中度明显低于线下



资料来源：奥维云网，光大证券研究所，时间：2019 年

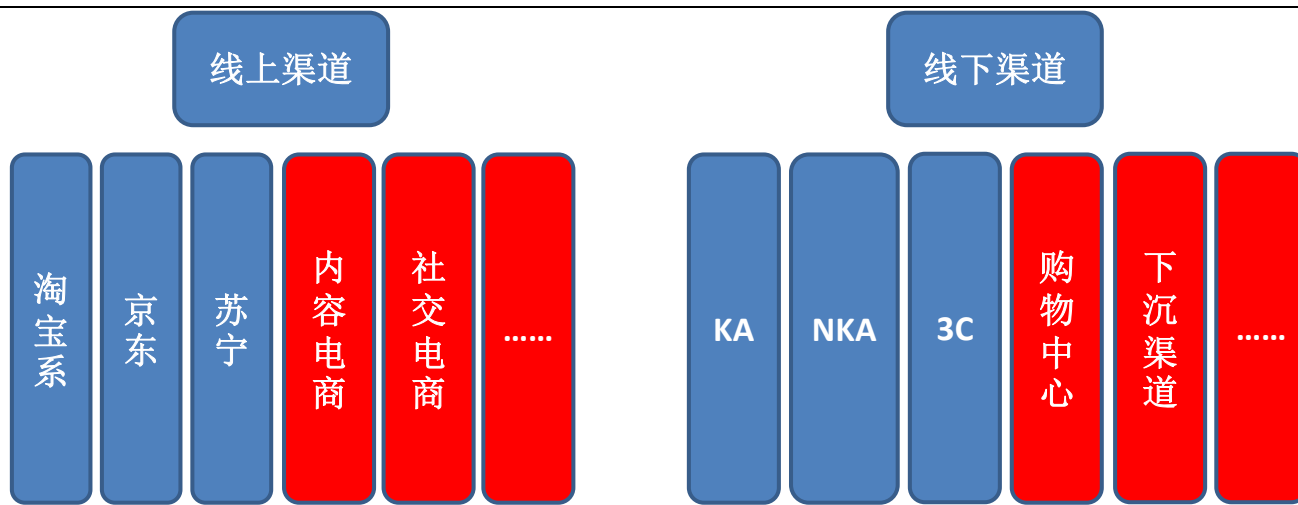
图 31：线上料理机份额集中度明显低于线下



资料来源：奥维云网，光大证券研究所，时间：2019 年

在淘宝、京东等大型中心化电商之后，基于内容、社交等新流量红利的新电商平台在不断涌现，同时线下购物中心和下沉渠道也在努力攫取新流量，使得渠道格局相较过去进一步碎片化。

图 32：小家电渠道格局越来越碎片化



资料来源：光大证券研究所绘制

如果回顾过去从 0 到 1 的小家电新品牌，往往都是选对了新渠道。新渠道初期流量红利明显，同时门槛较低，对新品牌天然友好，而新品牌也比老品牌更重视新渠道，更乐于借助新渠道的力量。

小熊从 2008 年开始运营以淘宝为代表的传统电商渠道，借助淘宝系流量红利快速崛起。米家 IoT 设备依靠的是小米的自有流量。而摩飞积极拥抱各类新兴的社交/内容平台的新流量。

图 33：从 0 到 1 的小家电新品牌，往往都是赌对了新渠道



资料来源：光大证券研究所绘制

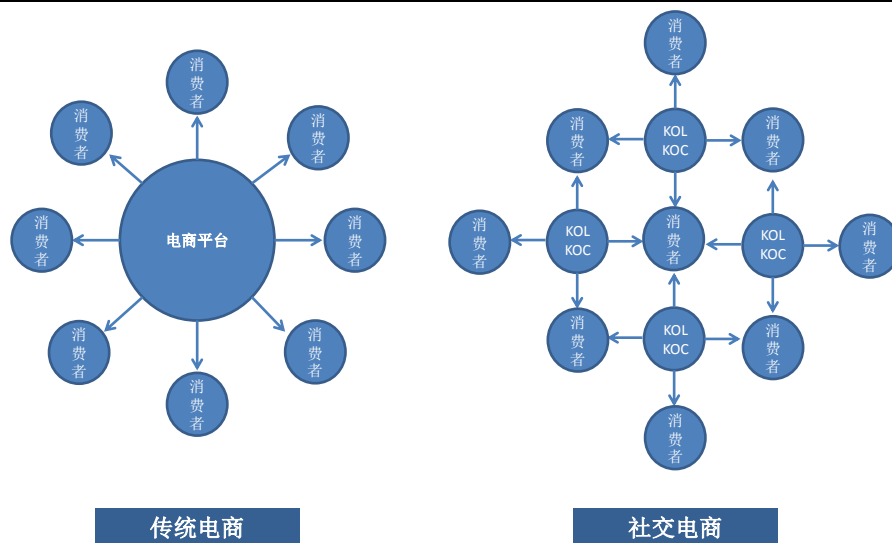
不同渠道的背后是不同的消费场景，随着消费场景的多元化，渠道的碎片化趋势会越来越明显，绑定单一大渠道的效果将大打折扣，甚至成为拥抱新渠道的阻碍。

无论是想要保住市场份额的传统品牌，还是希望从 0 到 1 的新锐品牌，积极拥抱合适的新渠道，都将成为聪明的选择。

2.2.3、如何利用社交电商打造“网红”小家电？

无论是小红书、公众号种草，还是李佳琦直播带货，爆品迭出的社交电商风口利好怎样的小家电产品？和淘宝等平台流量的中心化不同，社交电商的流量是去中心化的，依靠社交关系和优质内容进行传播推荐，并促进购买，社交关系和优质内容背后是一个个节点，依靠的是个体的力量。

图 34：社交电商的流量是去中心化的



资料来源：光大证券研究所绘制

什么样的小家电产品能够吸引到不同 KOL/KOC 来带货呢？

- 1) **卖点鲜明**：无论是独特的功能、优秀的用户体验、设计，还是品牌背后的故事和情感，必须要在短时间内吸引到消费者，并且有利于内容创作者的进一步发挥。
- 2) **口碑上佳**：每个 KOL/KOC 都是个人品牌，爱惜羽毛者所推荐的产品必须口碑上佳、品质过关、服务到位，这些是产品的基本功；
- 3) **高佣金**：渠道资源天然就是逐利的，社交电商这样高度开放的渠道会自发地向高佣金的产品汇聚，而能够给得起高佣金的基础是产品本身毛利率要够高。

以榨汁机为例，我们来看**普通榨汁机**和适合社交电商渠道的**“网红”榨汁杯**产品和产业链价值分配有何不同？

社交电商爆品便携榨汁杯的**“充电便携”新卖点**能够快速吸引到消费者，其更**时尚的外观设计和场景展示**也有利于 KOL/KOC 的创作发挥。

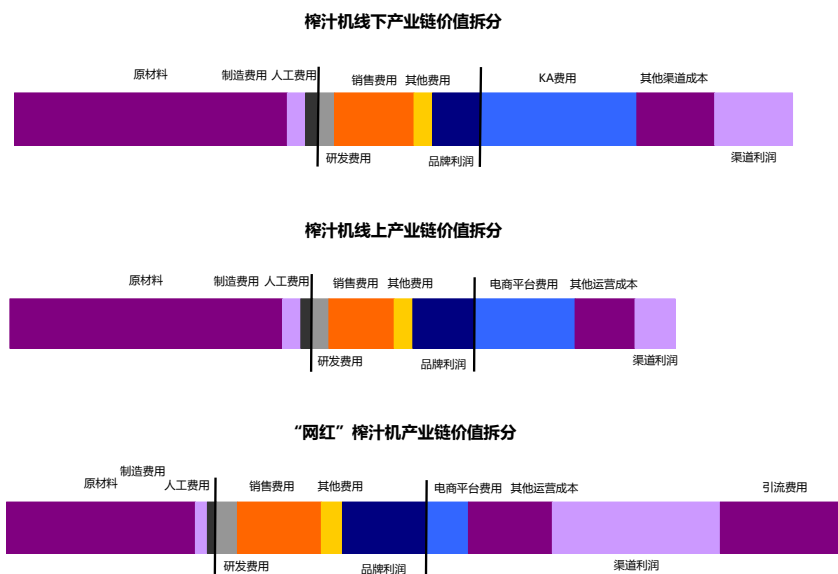
图 35：“网红”榨汁机更容易吸引到消费者



资料来源：淘宝网，光大证券研究所

除此之外，由于其独特卖点和“网红”属性，消费者对随行榨汁杯的定价并不敏感，定价高于普通榨汁机，从而**制造商和渠道都有更高的利润率**，因此不同渠道都会主动寻求跟制造商合作，制造商也有足够的资源继续打造下一款爆品。

图 36：“网红”榨汁杯的制造商和渠道都有更高的利润率



资料来源：Wind，产业链调研，光大证券研究所绘制

2.3、品牌：不仅仅是品类定位和品质可靠

2.3.1、过去的家电品牌只强调两件事

过去的家电品牌只强调两件事：1、品类定位；2、品质可靠。

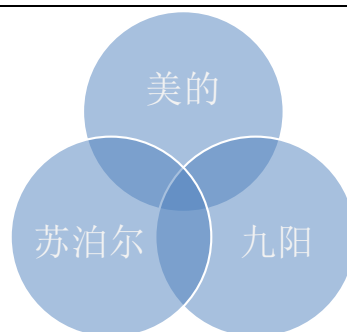
最典型的就是格力的知名广告语，“好空调，格力造”，小家电品牌同样如此，对于消费者来说，除了品类和品质之外，很难说清楚美的、苏泊尔和九阳这三个小家电品牌到底有什么区别？

图 37：“好空调，格力造”只强调两件事



资料来源：百度图片，光大证券研究所

图 38：美的、苏泊尔和九阳三个品牌差异并不大



消费者对三个品牌的认知相似

资料来源：光大证券研究所

这与第二消费时代的消费特征是匹配的，家电消费处于从无到有的阶段时，消费者最重要的诉求是品质，最先出现在消费者视野内，代表品质的品牌最容易占领消费者的心智。

过去电视台、纸媒等传统大众媒体垄断了传播途径和话语权，因此，过去的品牌投放策略就是在传统大众媒体不断强化品类定位和品质可靠这两件事，由于电视广告等传统媒体投放的壁垒较高，投放渠道基本被大众品牌所垄断，财力有限的小品牌被边缘化。

表 11：历届央视标王大部分为大众品牌

历届央视标王							
2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
步步高	娃哈哈	娃哈哈	熊猫手机	蒙牛	宝洁	宝洁	宝洁
2008	2009	2010	2011	2012	2013	2016	2017
伊利	纳爱斯	蒙牛	美的	茅台	剑南春	翼龙贷	云南白药

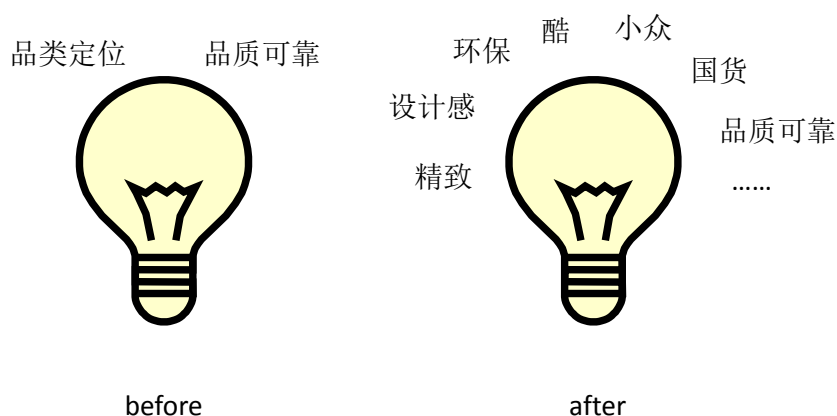
资料来源：腾讯网，光大证券研究所

2.3.2、消费者追求更丰富的品牌内涵

进入“第三消费时代”，城市消费者开始追求个性化、多样化、差异化的品牌消费，希望通过独特的品牌彰显个性，这在已经迎来新消费浪潮的小家电领域会体现得更为明显。

对应消费需求的变化，小家电品牌的内涵也亟需升级，和过去单一的品质主张不同，怎样的品牌内涵更能吸引到消费者将不再有标准答案，定义和传播新的品牌内涵，获得新消费者的认可，成为小家电公司成功的重要一环。

图 39：消费者追求更丰富的品牌内涵



资料来源：光大证券研究所

我们来看九阳品牌升级的案例，虽然仍在路上，但我们认为九阳试图通过新的品牌主张传递的信息，已经体现出对消费者的精准洞察，并得到消费者的认可。

九阳：用全新的品牌内涵圈粉年轻人

2019年初，九阳发布“悦享健康”的全新品牌主张，是九阳品牌升级的重要一步。公司表示：“九阳希望通过轻巧、时尚的产品，智能、便捷的美好体验，机料结合的科学搭配，让健康的生活方式充满喜悦和吸引力，变得极致便捷和舒适，给国民带来营养最大化、动手最小化、体验享受化。”

在“健康”的基础上，九阳通过新的品牌主张希望向消费者传递的还有“极致便捷”“享受”等品牌内涵，将新产品的升级方向高度概括后传递给消费者，为九阳赢得更多年轻消费者的共鸣。

图 40：2019 年初，九阳发布“悦享健康”的全新品牌主张



资料来源：公司官网，光大证券研究所

邓伦是 2019 年最具商业价值的男明星之一，早在 19 年 3 月，在发布“悦享健康”的新品牌主张的同时，九阳宣布将代言人换为邓伦，成功占得先机，成为邓伦代言的唯一家电品牌。

图 41：九阳成为邓伦代言的唯一家电品牌



资料来源：腾讯娱乐白皮书，光大证券研究所

19 年双 11 期间，九阳携手邓伦推出了 4 款“萌潮厨房”邓伦手办，搭配 8 款定制产品在淘宝端独家发售，同时在杭州开放“萌潮厨房”主题街区，街区里还配有巨型盲盒机，邓伦也到现场跟粉丝互动。官方旗舰店里 Ksolo 无人清洗豆浆机，line friends 联名款都人气十足，种草无数，可以说为品牌加分不少。

图 42: #邓伦的盲盒#在微博引发大量关注



资料来源: 新浪微博, 光大证券研究所

图 43: 邓伦在“萌潮厨房”主题街区跟粉丝互动

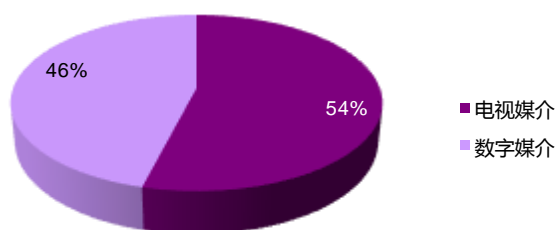


资料来源: 新浪微博, 光大证券研究所

2.3.3、品牌和消费者的沟通方式新媒体化

如今, 随着各类新型数字化媒介的崛起, 数字化媒介取代大众媒体成为品牌触达消费者的主要方式, 比如苏泊尔广告投放中数字化媒介的投入比例 2017 年就已经接近 50%, 相信现在已远超这一比例。

图 44: 2017 年苏泊尔在数字化渠道的投入占比已接近 50%



资料来源: SEB 集团公告, 光大证券研究所

传统媒体为王的时代, 话语权集中, 并且传播途径往往是单向的, 品牌和消费者之间的关系是单向的输出-接收关系。新媒体的发展, 使得消费品公司有层出不穷的新手段实现与消费者有趣互动, 下文我们将以摩飞的案例说明。

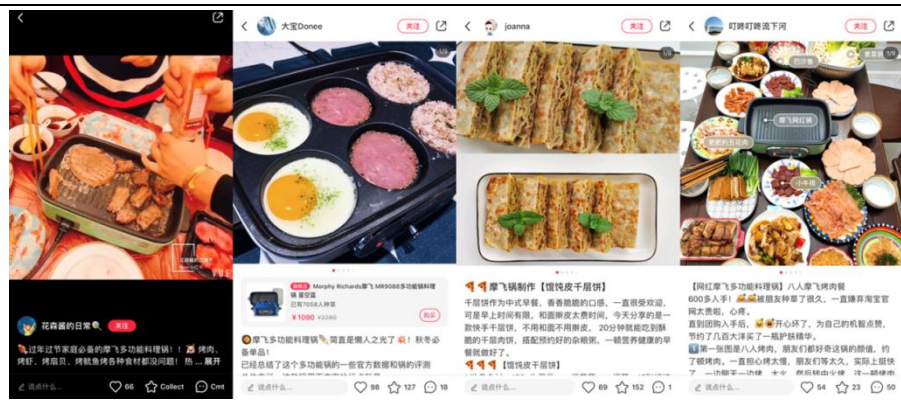
摩飞: 打造“网红”产品

摩飞是新晋“网红”小家电品牌, 其厉害之处不仅在于能打造出好产品, 而且能够使其引爆成为“网红”产品, 用较低的成本刷出最大的存在感。摩飞内部培养了一支新媒体运营团队, 创新地采用“内容经理制”, 积

累了一套从内容出发，引爆“网红”产品的方法论：

- **第一步：前期投入，做好优质内容储备。**围绕产品设计宣传文案、菜谱等，联系 KOL 评测、演示，为集中推广做好内容储备，包括场景式文案和第三方评测等，这些更有“代入感”和“客观性”的文案相较“硬广”更能刺激购买欲望；

图 45：场景式文案和展示更能刺激购买欲望



资料来源：小红书，光大证券研究所

- **第二步：集中“刷屏”种草，强化“网红”属性。**调用小红书、微博、微信、短视频社区等一切可调用的资源，集中投放达到“刷屏”的效果，让用户从不同渠道反复接受产品信息，迅速强化产品的“网红”属性，让用户“种草”。

图 46：KOL 评测让消费者“种草”



资料来源：小红书，光大证券研究所

图 47：利用美食博主强化产品的“网红”属性



资料来源：小红书，光大证券研究所

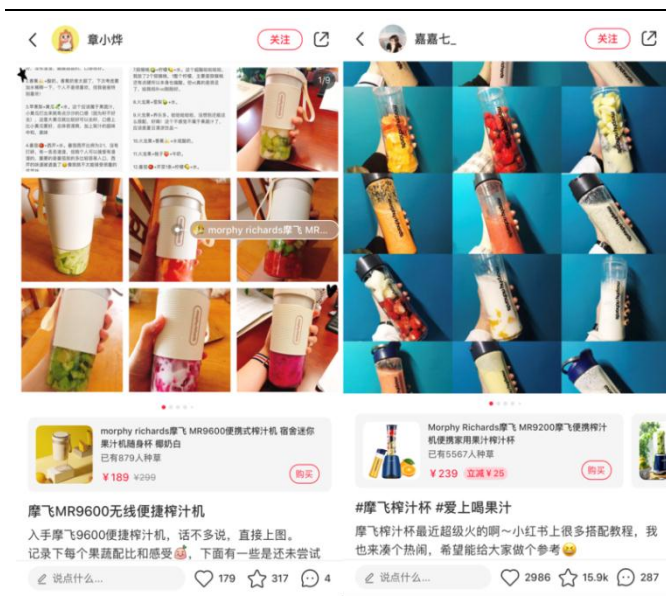
- **第三步：全渠道引爆销售，依靠口碑继续扩散。**通过拥抱电商平台、线下团购等各种渠道，将前期成功种草的消费需求集中引爆，并通过“大家都在用”“红得有道理”等正向口碑继续向不同圈层引爆，真正实现产品的“网红化”。

图 48：利用李佳琦实现需求的集中引爆



资料来源：淘宝直播，光大证券研究所

图 49：主动晒单创造“大家都在用”的感觉



资料来源：小红书，光大证券研究所

在互联网新媒体时代，掌握跟消费者高效沟通互动的方法，找到流量洼地，将可以创造出“爆炸式”的推广效果，使得营销工作事半功倍。

2.4、总结：新消费对需求和竞争两个维度的改变

需求维度：“大单品”和“小爆品”两类新机会。进入新消费时代，小家电将成为品质生活的重要工具和载体，小家电的保有量将上升，小家电“大单品”的品类扩容将把市场规模再扩大 2-3 倍，成熟“大单品”的升级需求也很旺盛。与此同时，受益于社交电商对小众需求的挖掘和推广，“小爆品”的需求爆发力比以往更强，针对潜在需求，很多创新品类被发明出来。

表 12：从需求和竞争角度对小家电新机会的分类

两类机会	典型产品	需求空间	需求确定性	创新门槛	竞争强度
“大单品”	吸尘器、破壁机	单品空间大	需求稳定	创新门槛高	强
“小爆品”	酸奶机、面条机	单品长尾化	需求脉冲性	创新门槛低	弱

资料来源：光大证券研究所整理

竞争维度：制造-渠道的壁垒被打破，竞争要素变化，驱动“产品-通路-品牌”三个维度的方法论升级。新消费时代消费者对产品、渠道、品牌各个维度的要求都和过去不同，因此，企业经营各个维度的方法论也需要相应升级。

产品端：高刚需“大单品”普及接近尾声，产品重心应侧重在如何把握“大单品”升级扩容和“小爆品”精彩纷呈的两类新机会。在用户信息和行

为快速数字化的背景下，消费者需求被迅速反馈至研发与生产端，产品的迭代速度大幅加快，C2B 模式初现端倪。

渠道端：过去深度绑定线下第三方渠道形成的壁垒在快速下降，无论是想要保住市场份额的传统品牌，还是希望从 0 到 1 的新锐品牌，积极拥抱新渠道成为必选项。

品牌端：品类定位和品质可靠不再是品牌的唯二内涵，新消费者对品牌的内涵有更为丰富的期待，和消费者的沟通方式也变得更为有趣、多样。定义和传播新的品牌内涵，获得新消费者的认可，成为小家电公司成功的重要一环。

表 13：新消费对小家电产业链竞争要素的改变

产业链竞争要素	产品	渠道	品牌
过去	持续深耕 高刚需大单品	深度绑定 线下第三方渠道	品类定位 品质可靠
改变	两类新机会的把握 产品迭代速度加快	渠道的碎片和开放 新渠道不可忽视	更丰富的品牌内涵 更有趣的用户互动

资料来源：光大证券研究所

3、如何选到下一个小家电明星公司？

下一个小家电明星公司在哪里？是我们已经熟知的行业龙头，还是刚刚崭露头角的新锐品牌？我们的答案是都有机会。

小家电的新消费时代，需要怎样的经营能力和组织方式？我们概括为“新组织方式下的三重合力”。

3.1、产品力：持续打造爆品的基础设施

3.1.1、小家电产品壁垒较快消品更高

新锐化妆品和快消品品牌可以在短时间内快速崛起，除了依靠其营销端的能力外，还有一个重要原因是彩妆和快消品的需求天然存在，产品创新主要集中在外包装、口味/气味、颜色等，创新的技术门槛并不高，依靠大牌代工厂等成熟供应链就可以开发出优质的产品。

表 14：新锐消费品品牌有成熟的供应链基础

新锐品牌	品类	创始人背景	供应链基础
完美日记	彩妆	快消品	韩国科丝美诗、意大利莹特丽、上海臻臣等
元气森林	饮料	互联网	日本东洋饮料（常熟）

资料来源：光大证券研究所整理

只有解决消费者痛点的小家电创新才有市场。小家电的“新需求”并不像快消品是天然就存在的，消费者想要的绝不仅仅是换个包装的产品，只有真正的功能创新产品才能创造出真实可持续的市场需求。

图 50：小家电以功能创新为主，壁垒更高



资料来源：光大证券研究所

小家电的创新壁垒更高。要持续创造出受市场欢迎的小家电新品，既需要产品经理对需求的敏锐洞察，也需要研发团队的落地能力，创新的难度和

壁垒更高。因此，目前为止市面上较为出彩的小家电创新产品大多来自产品出身的团队，而非快消品出身，核心能力侧重营销的团队。

表 15：出彩的创新产品都来自产品出身的团队

创新产品	团队	创始人背景
无线手持吸尘器	戴森	工程师，发明家
酸奶机、早餐机等	小熊电器	小家电工程师
米家扫地机	石头科技（小米生态链）	产品经理
养生壶	北鼎	小家电 ODM 龙头
摇摇杯、多功能料理锅	摩飞（新宝股份）	小家电 ODM 龙头

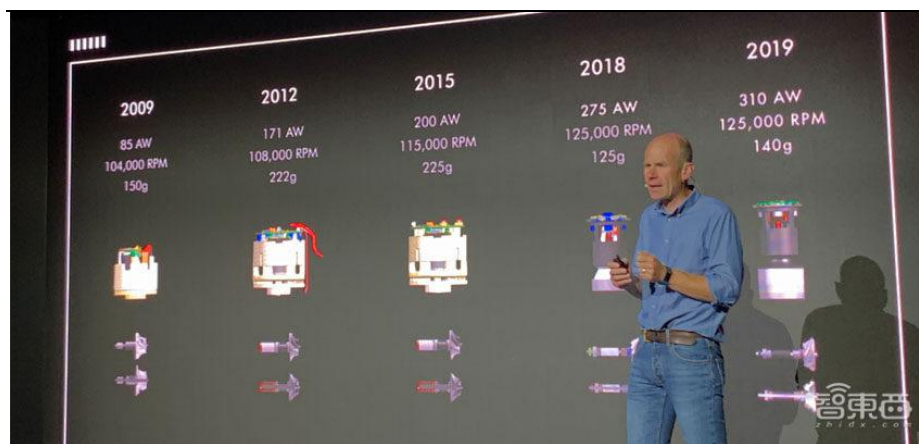
资料来源：光大证券研究所整理

3.1.2、快速迭代创新才能掌握定价权

有快速迭代创新能力才能掌握定价权。创新产品开辟出全新的市场，从而能够率先占领消费者的心智，并且在一段时间内避免来自模仿者的竞争，但因为技术壁垒没有那么多高，并非一劳永逸，只有持续推出差异化的创新产品，才能掌握定价权。

无论是无线吸尘器、养生壶还是随行杯等明星品类，虽然上市之后模仿者众，但戴森、北鼎和摩飞依然掌握着很强的定价权，享受较高的品牌溢价，一方面源于其品牌的先发优势和持续投入，另一方面跟持续迭代创新保持的产品优势密不可分。

图 51：戴森吸尘器持续围绕电机进行迭代升级

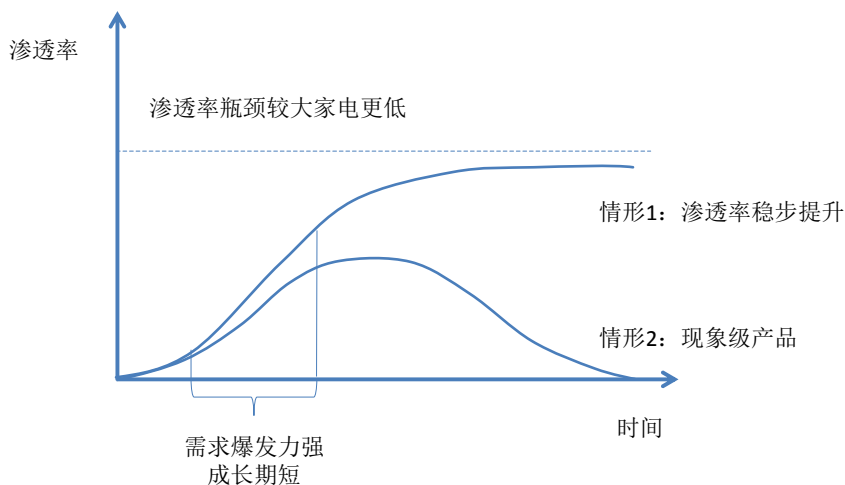


资料来源：智东西，光大证券研究所

3.1.3、“爆品”需要快速响应供应链支持

“爆品”需求爆发力强，红利窗口期短。相比大家电产品生命周期中长达数十年的快速成长期，大部分小家电品类，尤其是创新产品，需求爆发力较强，但成长期较短，因此“爆品”红利窗口期较短。

图 52：爆品需求爆发力强，红利窗口期短

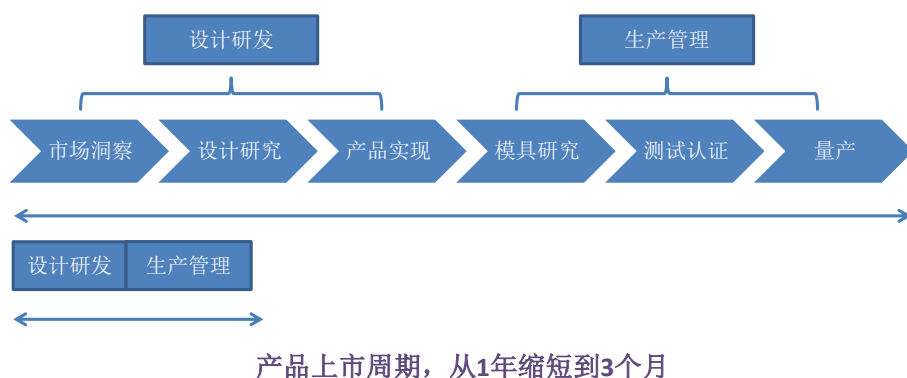


资料来源：光大证券研究所绘制

因此，仅仅打造出需求快速爆发的“爆品”是不够的，如果供应链无法快速响应，需求将旁落竞争对手，创新给他人做了嫁衣，供应链的快速响应能力决定能够以多快的速度放量，获取多少新品红利，又给跟进的竞争对手留下多少机会。

因此，想要成功打造“爆品”，最好自建或者深度绑定具备快速响应能力的供应链体系。

图 53：“爆品”对供应链的快速响应能力要求更高



资料来源：光大证券研究所绘制

产品力是持续打造“爆品”的基础设施。1) 小家电的产品创新壁垒高于一般快消品，既需要产品经理对需求的敏锐洞察，也需要研发团队的落地能力，产品出身的团队更容易成功。2) 创新并非一劳永逸，只有保持产品的快速迭代创新，才能掌握定价权。3) 供应链的快速响应能力决定能够获得多少新品红利，又给跟进的竞争对手留下多少机会，最好自建或者深度绑定具备快速响应能力的供应链体系。

3.2、营销力：洞察消费者，借力新流量

如果观察最近几年崛起的新锐消费品牌的创始团队，有一个共同特征：**宝洁系**。完美日记、HFP、植观等大量热门的新消费品牌出自宝洁系创业者之手。

图 54：宝洁系创业者成功创办了大量热门的新消费品牌



资料来源：美丽说，光大证券研究所

什么能力成就了宝洁系创业者在新消费领域的亮眼表现？

大部分宝洁系创业者认为宝洁提供了最重要的训练：**数据驱动的消费者洞察能力**。这跟我们观察总结的消费者导向的 2C 模式不谋而合，未来成功的消费品公司的战略一定是基于持续精准的消费洞察。

以化妆品行业的完美日记和 HFP 为例，无论是产品卖点的精准定义，还是率先攫取微信公众号、小红书、微信私域流量等流量红利，完美日记和 HFP 在内容营销投放上的高 ROI，需要以数据分析为基础，体现的都是**营销端的深刻洞察力**。

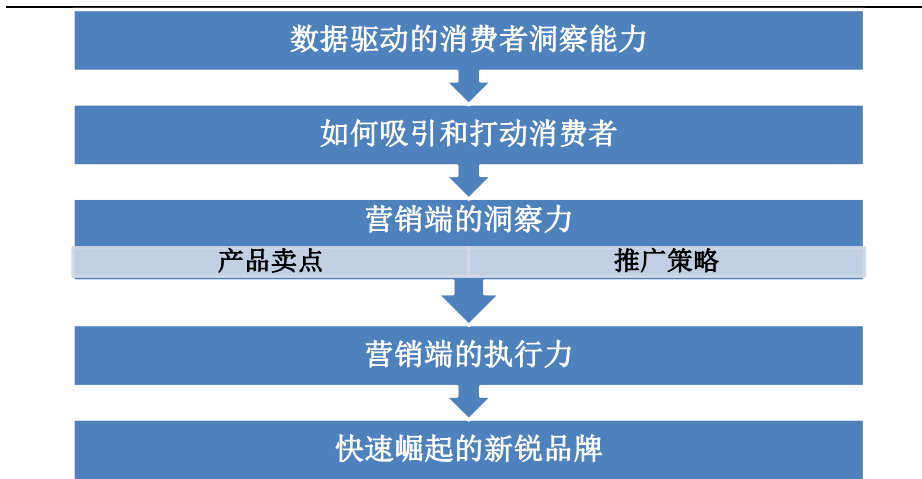
图 55：完美日记和 HFP 等品牌依赖营销端的深刻洞察力



资料来源：光大证券研究所

在短时间内迅速成为网红品牌，强大执行力也不可或缺。据聚美丽统计，16-18年间，HFP在近1600个公众号上投放了约一万篇软文，且基本为自己制作的高水准文案。据增长黑客统计，截至19年8月，完美日记通过和达人合作，推动内容自创，在小红书上有多达12万条相关笔记。

图 56：完美日记和 HFP 等品牌崛起依赖营销端洞察力和执行力

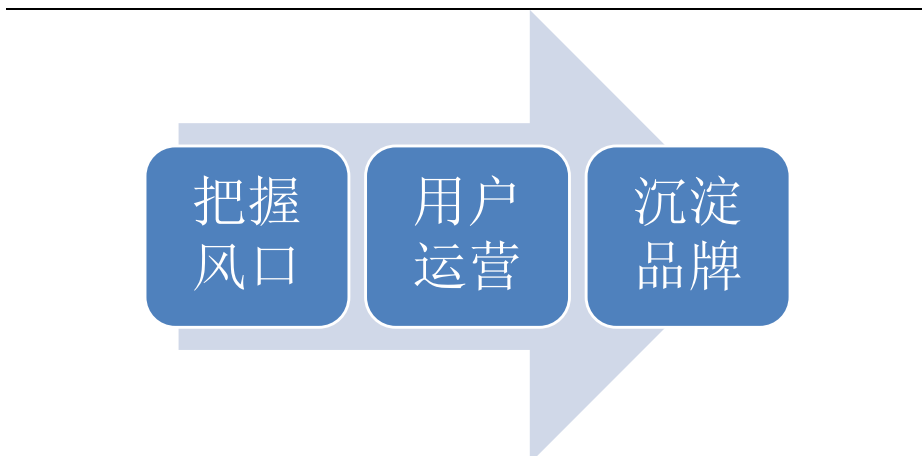


资料来源：光大证券研究所

营销端的风口和红利转瞬即逝，一方面，需要培养营销端的深刻洞察力和强大执行力才可保持把握风口的领先优势，另一方面，在新流量的获取之外，不能忽略对用户的留存和运营，唯有实现口碑的沉淀，才能实现从新锐品牌到真正品牌的转身。

目前来看，小家电企业营销端的能力没有快消品那么突出，因此，在风口之下，率先补强营销端的小家电企业较容易脱颖而出。

图 57：营销力：把握风口，沉淀品牌



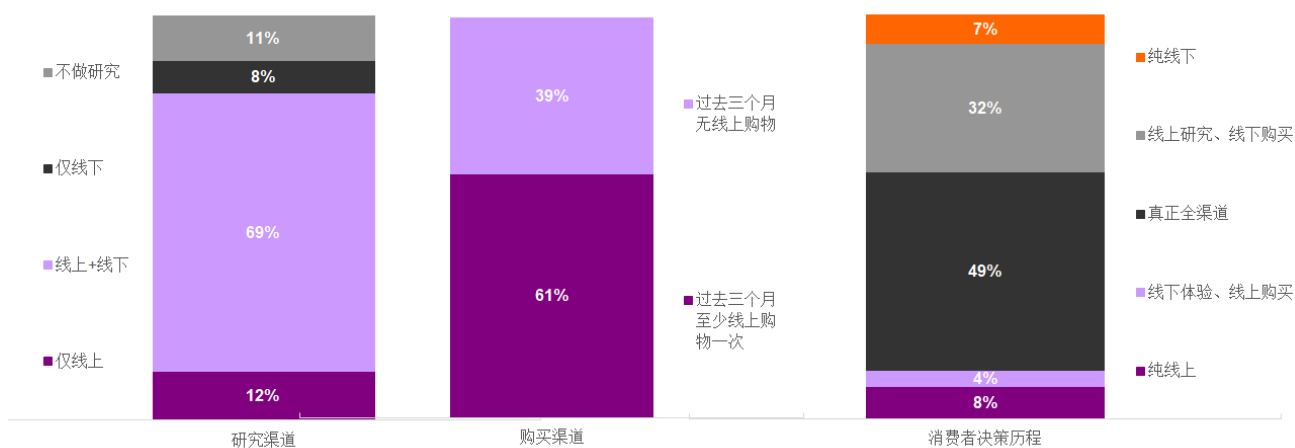
资料来源：光大证券研究所绘制

3.3、渠道力：构建全渠道策略，推动新零售转型

电商一度让线下门店受到巨大冲击，小家电线下经销商步履维艰，但2017年后新零售的提法开始流行，线下门店的价值重新被认知，对于小家电品类而言，最终在线上成交占比超过50%是大概率事件，但影响消费决策的绝不仅仅是线上渠道。

根据麦肯锡的研究，服饰消费者同时运用线上和线下渠道进行消费决策的比例已经越来越高，未来小家电消费也会如此，消费者对小家电产品和品牌的了解、研究、下单可能是通过不同渠道完成的，有可能在小红书被种草，到购物中心逛街时顺便体验，最后在线上下单，不同渠道间的界限和分工越来越模糊，构建全渠道策略势在必行。

图 58：消费者的全渠道决策比例越来越高（以服饰消费为例）



资料来源：麦肯锡（2019），光大证券研究所

九阳从2018年开始推动渠道的新零售转型，一方面和经销商合作新建独立门店，实现门店的数字化转型，另一方面从2019年开始自营天猫旗舰店，完成了线上线下部分渠道的直营直控后，围绕用户进行全渠道运营成为可能。

图 59：九阳从 2018 年开始推动渠道的新零售转型



资料来源：九阳路演材料（2019），光大证券研究所

线上渠道的开放性使得渠道成型相对容易，但中国线下渠道的渗透需要依靠稳定的经销商团队，这并非一日之功，需要有经验的渠道管理团队、稳定的渠道利益以及时间的积累。

3.4、组织架构：从 2B 架构转向 2C 架构

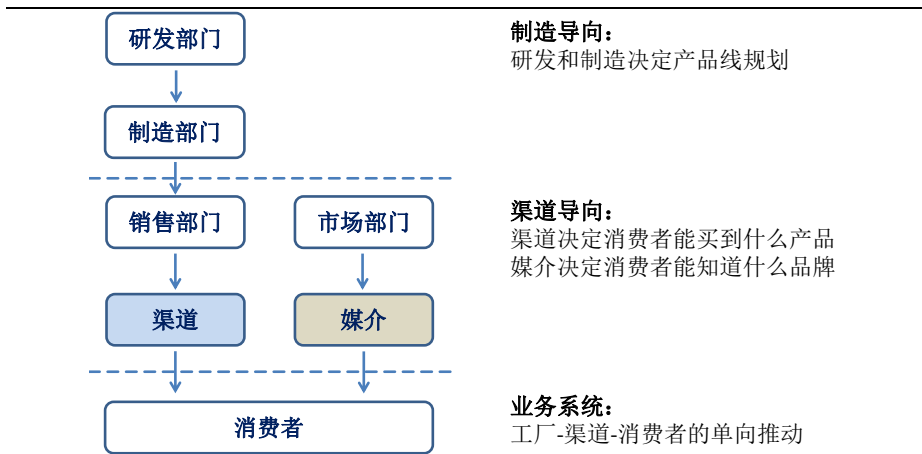
无论是产品还是营销，产业链变化都比过去要快，能否对变化快速感知、学习、决策、执行、反馈变得至关重要，这取决于组织架构的设计是否符合时代的需要。

3.4.1、过去是制造和渠道单向推动的 2B 架构

过去小家电产业链的关键成功要素是制造和渠道，强大的制造能力保障了产品的品质可靠和性价比，而渠道的广度和深度则保障了产品能够通过深度分销体系触达尽可能多的消费者。

因此，企业的业务系统是制造和渠道导向的，制造端什么样的产品最规模经济，渠道端什么产品最好卖，利润最高，决定了消费者有什么产品可选，产业链条是从工厂-渠道-消费者的单向推动，制造商本质上是与渠道商做生意，靠渠道推动消费者购买，制造商和消费者基本没有直接沟通。

图 60：过去是制造和渠道单向推动的 2B 架构



资料来源：光大证券研究所绘制

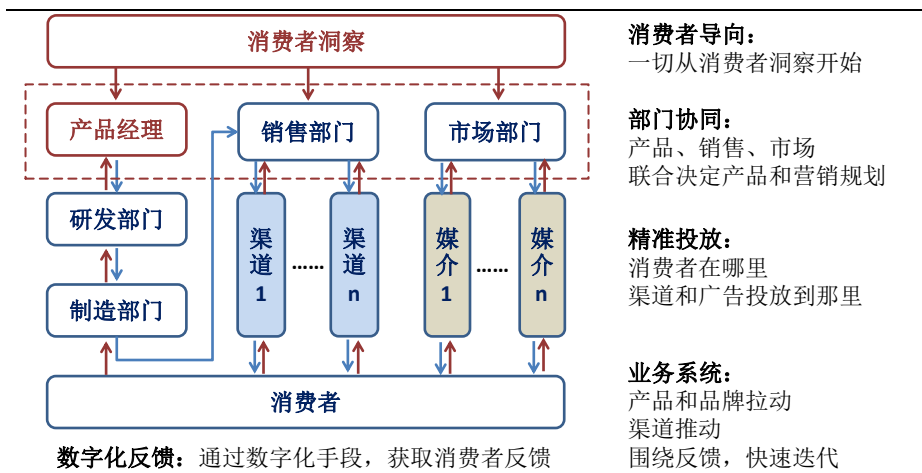
3.4.2、未来属于消费者导向的 2C 架构

进入新消费时代，无论是产品、渠道还是品牌，关键成功要素都回归到消费者洞察驱动，为此小家电公司的组织架构也在向 2C 导向的矩阵式架构转型。

消费者导向的 2C 架构和过去传统的 2B 架构的差异：

- 1) 业务部门的一切工作从消费者洞察开始；
- 2) 产品、销售、市场部门需要协同决定产品和营销规划；
- 3) 产品、渠道、媒介都更碎片化，为了快速反应，内部组织需要小型化；
- 4) 通过数字化手段，及时获取消费者反馈，快速迭代。

图 61：未来属于消费者导向的 2C 架构

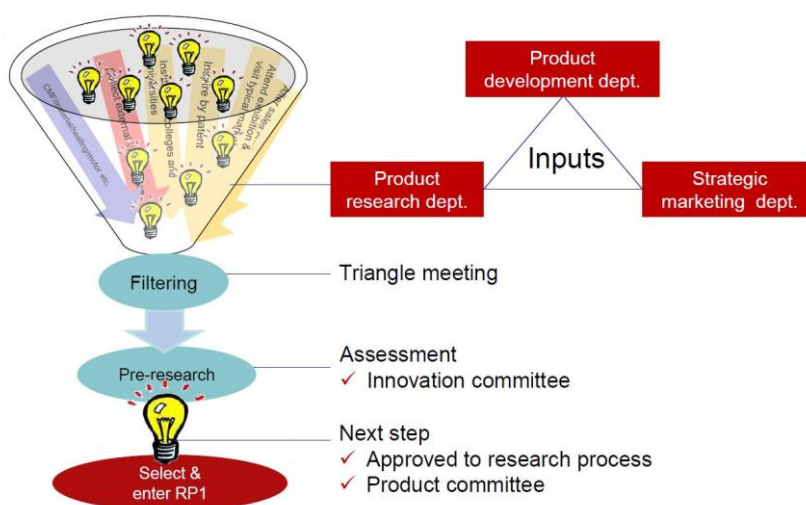


资料来源：光大证券研究所绘制

小家电公司成功的关键变成拥有能打动消费者的产品，再利用新媒体和新渠道高效地触达和影响消费者。组织架构从工厂-渠道-消费者单向推动的2B架构，向消费者导向的2C架构转变。

苏泊尔产品研发体系的案例可以很好地说明2C的组织架构是如何发挥作用的，苏泊尔的新品立项首先广泛收集市场机会和各方的创新想法，然后通过产品开发部门、产品研究部门和战略市场部联合组成的“铁三角”会议一致通过，面向市场，同时由研发、市场部协同决策，以确保新品能够吸引到足够多的消费者。

图 62：苏泊尔“铁三角”会议是典型的2C导向组织方式



资料来源：SEB 集团，光大证券研究所

组织架构需要跟战略目标和商业模式匹配，需要依靠团队领袖高屋建瓴的设计和推动，因此在新消费时代，为了更好地适应产业链的变化，小家电团队领袖的战略思考和对组织架构变革的推动力变得至关重要。

3.5、传统品牌和新锐品牌，谁转身更快？

概括来讲，我们认为在小家电的新消费时代，要成为小家电明星公司，经营能力和组织方式应符合“新组织方式下的三重合力”要求，这也是寻找下一个小家电明星公司的标准。

小家电行业的参与者大体可分为传统品牌和新锐品牌两大阵营，传统品牌包括美的、苏泊尔、九阳、飞科、莱克等久负盛名的传统品牌，而新锐品牌包括小熊、摩飞、科沃斯、石头、Shark 等快速突围的新锐品牌。

图 63：行业参与者可分为传统品牌和新锐品牌两大阵营



资料来源：各公司官网，光大证券研究所

在新消费面前，客观上两个阵营的优势和资源禀赋各有不同，但更重要的是谁能更好地适应未来的发展，成为消费者的选择。

对于行业龙头和新锐品牌，我们总结了这两个阵营各自在不同竞争维度较为共性的长处和不足，供市场理解参考，个体情况可能有较大差异。

3.5.1、传统品牌：如何把握新机会

产品：传统品牌过去的成功靠的是在高刚需“大单品”上的深耕，研发、采购、制造各个环节都有成熟的团队和体系，**研发深度和品控能力强于一般新锐品牌**。但对于新品机会的把握可能不够灵活，尤其是组织架构上**很难兼顾对“小爆品”机会的捕捉**。

渠道：已经拥有长期稳定的经销商团队和渠道网络，**在线下渠道的布局依然是销售的有力保障**，但新老渠道之间的协调问题可能阻碍对新渠道的开拓和拥抱，**错失新渠道红利**，导致市场份额的长期被动下降。

品牌：品牌“老化”是传统品牌普遍面临的挑战，过去积累的知名度和美誉度已经不足以吸引新消费者，如何丰富品牌内涵，并高效地向不同消费人群传递，是传统品牌市场部需要培养的新能力。

组织架构：过去垂直一体化的事业部架构和工厂-渠道-消费者单向推动的经营模式相匹配，但因为组织链条过长，考核不细致，激励不充分，对于市场的变化感知较慢，推动变化更难。如何推动组织架构和未来战略配套升级，**保障组织的灵活性和活力**，成为对管理层的最重要考验。

因此，对于传统品牌来说，如何在过去产品和渠道优势的基础上，**提高组织的灵活性和活力，从而把握住新需求、新渠道、新品牌的机会**，是最主要的经营能力提升方向。

表 16: 传统品牌在新消费时代的长处和不足

传统品牌	长处	不足
产品	研发深度、品控能力	新机会把握
渠道	线下布局	新渠道开拓
品牌	知名度、美誉度	品牌“老化”
组织架构	推动力强	链条过长，反应较慢

资料来源：光大证券研究所整理

3.5.2、新锐品牌：如何突破天花板

产品：对“小爆品”的需求机会较为敏锐，但需求空间和确定性都不如“大单品”，想要突破增长天花板，最好尝试突破“大单品”市场，并需要在研发深度和品控能力上多下功夫。

渠道：往往借助新渠道红利而起，因而对单一渠道的依赖度较高，想要扩大影响力和覆盖面，必须逐步搭建多元化的渠道网络，形成稳定的经销商群体。

品牌：新锐品牌的崛起依靠新流量追逐新用户，一旦新流量的风停了，新品牌的势能可能戛然而止。因此，在不断收获新用户的同时，新锐品牌也需要注意用户留存和运营。

组织架构：新锐品牌通常团队规模较小，创始人/老板直接管理，组织上更为灵活，对外界的变化反应更快。但想要快速扩张，多产品线、渠道体系的管理难度上升，如何通过组织架构的设计，均衡分配资源，充分激励团队，保障各团队齐头并进，成为新锐品牌的挑战。

因此，对于新锐品牌来说，如何在通过新需求、新渠道、新品牌取得的势能之上，形成多元化的渠道网络，注重新用户留存和运营，并且在产品端设法往“大单品”靠拢，努力突破增长天花板，是最重要的经营能力提升方向。

表 17: 新锐品牌在新消费时代的长处和不足

新锐品牌	长处	不足
产品	“小爆品”机会把握	增长有明显天花板
渠道	借助新渠道红利	单一渠道依赖度较高
品牌	吸引新用户	依赖新流量红利
组织架构	灵活，反应快	扩张难度大

资料来源：光大证券研究所整理

传统品牌和新锐品牌无疑都不愿错过新消费的机遇，新一轮的竞争不可避免，比拼的既是过去的资源禀赋和优势，也是面向未来的升级进化速度。

4、投资建议

4.1、行业判断及投资机会

小家电的新消费时代来临，新需求的机会越来越清晰，小家电行业有可能诞生一批明星公司，首次给予小家电行业“买入”评级。

传统品牌和新锐品牌都有机会进一步发展壮大，比拼的既是过去的资源禀赋和优势，也是面向未来的升级进化速度。因此，**应该动态地跟踪评估每家公司的经营战略和组织架构，以及相应的产品、渠道、品牌竞争力的变化。**

个股推荐分为传统品牌和新锐品牌两个阵营：

1) **传统品牌**：高刚需“大单品”逐渐进入成熟期，过去线下渠道和品牌传播的高壁垒也在快速下降，传统品牌只有在过去产品和渠道优势的基础上积极变革，**提高组织的灵活性和活力，把握新需求、新渠道、新品牌的机遇，才能开启第二曲线。**

推荐经营思路和组织架构率先转变、经营周期向上的**九阳股份**。

建议关注围绕“大单品”持续扩张、行稳方能致远的**苏泊尔**；手握现金牛业务，新战略逐步落地的**飞科电器**；产品研发能力强，围绕产品能力不断扩张边界的**莱克电气**。

2) **新锐品牌**：新消费赋予了新锐品牌崛起的时间窗口，我们将会看到更多新的明星品牌，更长远视角，能够在新消费的势能之上，**形成多元化的渠道网络，注重用户的留存和运营，并且在产品端设法往“大单品”靠拢的新锐品牌有突破增长天花板的潜质。**

推荐敏锐洞察新消费机会，内销品牌打法逐渐成型的新**宝股份**；首次覆盖并推荐品类扩张思路从“小爆品”向“大单品”靠拢的创新标杆**小熊电器**。

4.2、重点公司跟踪：九阳股份

4.2.1、对新一轮增长充满信心，20Q2 看全年将更明朗

我们对于九阳开启新一轮增长充满信心，一方面基于公司经营思路的转向后，已经培育出两个中长期增长点，有望支撑公司延续较快增长：

- 1) 创新的 SKY 系列提升中高端市场竞争力；
- 2) 和“兄弟公司” SharkNinja 的协同成长。

另一方面基于新战略，公司 2019 年初推动内部组织架构变革，以配合新战略的高效落地，考核细化、激励充分的组织架构开始释放活力。

业绩展望：20Q2 看全年将更明朗。2020Q1，虽然公司线上销售保持较好势头，但线下销售和短期出口不可避免受到冲击，预计给业绩带来一定压力。不过，厨房小家电是成熟的高刚需产品，短期需求的压抑会带来后续需求的反弹，并且 2020 年将是公司经营转向后集中展现成效的一年，因此，随着疫情结束，销售回暖是大概率事件，到 20Q2 看全年或许一切会变得更为明朗。

4.2.2、盈利预测、估值与评级

公司收入端多点开花齐头并进，产品创新和品牌升级效果显现，真实盈利能力稳步提升。我们对于九阳开启新一轮增长充满信心，20Q1 业绩不可避免受冲击，但疫情只是小波澜，20Q2 看全年将更明朗。维持 2019-21 年 EPS 预测为 1.07/1.26/1.45 元，对应 PE 为 26/22/20 倍，维持“买入”评级。

4.2.3、风险提示

- 1、国内需求不及预期；
- 2、新品牌本土化较慢；
- 3、市场竞争加剧。

九阳股份业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	7,248	8,169	9,351	10,520	11,904
营业收入增长率	-0.9%	12.7%	14.5%	12.5%	13.2%
净利润（百万元）	689	754	824	968	1,110
净利润增长率	-1.26%	9.48%	9.22%	17.46%	14.74%
EPS（元）	0.90	0.98	1.07	1.26	1.45
ROE（归属母公司）（摊薄）	19.27%	19.80%	20.49%	24.12%	25.54%
P/E	32	28	26	22	19
P/B	6.1	5.7	5.4	5.4	5.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 3 月 4 日

4.3、重点公司跟踪：新宝股份

4.3.1、小家电领域的隐形冠军，研发和制造能力一流

新宝的厨房小家电出口收入规模已经遥遥领先竞争对手，是中国出口规模最大的小家电企业之一，订单结构中 80% 以上来自 ODM 订单，多年服务客户的 ODM 经验积淀为：1) 设计研发能力；2) 生产管理能力和制造能力。除此之外，公司的研发和制造能力正在从厨房小家电向家居电器和个护电器等更多品类扩张，是小家电领域的隐形冠军。

4.3.2、国内品牌布局已久，乘内容电商之风爆发

公司已通过东菱 (Donlim) 品牌耕耘国内市场近十年，专注于西式烘焙电器。2014 年，公司作为摩飞 ODM 生产商，开始代理英国摩飞品牌的国内销售，定位高端西式小家电市场，2019 年摩飞品牌乘内容电商之风打造摇摇杯、多功能料理锅等多款“网红”爆品，收入随之快速增长，摩飞品牌成为小家电新消费的旗手。

4.3.3、内有研发制造，外有营销赋能，有望形成新品牌矩阵

我们认为小家电的创新壁垒较消费品更高，要把握小家电新消费红利，首先要拥有深厚积淀的研发团队，并且自建或者深度绑定成熟的柔性供应链，新宝的研发制造能力是有力的支撑。

摩飞的营销力和渠道力是靠团队多年对新消费的摸索和前瞻布局，终于迎来收获期，未来公司希望通过外部引进+内部培养相结合，利用灵活的组织方式，快速强化旗下各品牌的营销力和渠道力，利用对新流量的敏锐捕捉，快速放大产品力，期待新宝旗下更多品牌乘新消费之风崛起。

4.3.4、盈利预测、估值与评级

我们认为，摩飞品牌的成功是公司对新消费机会的敏锐洞察和成功实践，随着内销品牌事业部战略成形，新宝旗下更多品牌有望乘新消费之风崛起。维持 19-21 年 EPS 预测为 0.86/1.04/1.24 元，对应 PE 为 23/19/16 倍，公司厚积薄发，有望成为小家电新消费的旗手，维持“买入”评级。

4.3.5、风险提示

1、人民币汇率大幅升值影响盈利能力；2、内销品牌业务创新乏力；3、“爆品”模式的模仿者增加，竞争加剧。

新宝股份业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	8,222	8,444	9,125	10,409	11,600
营业收入增长率	17.71%	2.70%	8.05%	14.07%	11.45%
净利润 (百万元)	408	503	687	832	991
净利润增长率	-5.33%	23.21%	36.70%	21.00%	19.16%
EPS (元)	0.50	0.62	0.86	1.04	1.24
ROE (归属母公司) (摊薄)	10.94%	12.88%	15.96%	17.47%	18.73%
P/E	39	31	24	19	16
P/B	4.3	4.1	3.6	3.3	3.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 3 月 4 日

4.4、首次覆盖公司：小熊电器

4.4.1、小熊电器：创意小家电+互联网，开创新赛道

小熊电器开辟中国创意小家电新赛道。公司成立于2006年，产品工程师出身的创始人意识到80后崛起带动创意小家电需求快速增长，从酸奶机开始，连续打造了煮蛋器、电热饭盒、电炖锅等诸多创意小家电，作为先驱者开辟了中国创意小家电的新赛道。

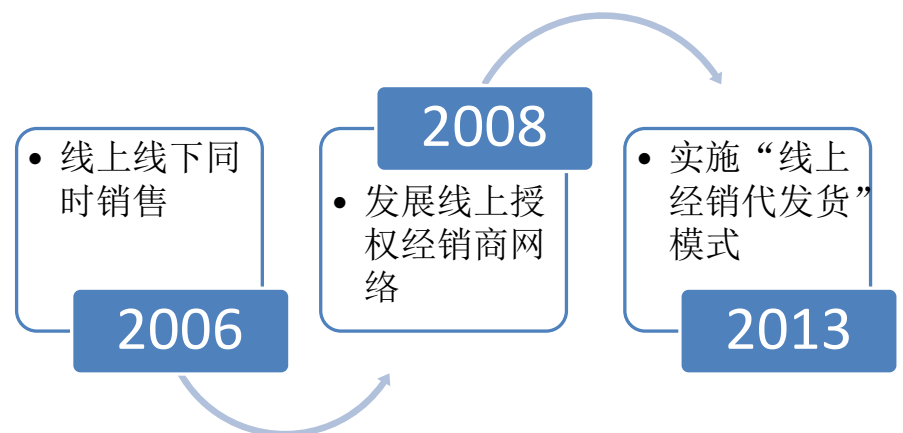
图 64：小熊开辟中国创意小家电新赛道



资料来源：天猫，光大证券研究所

小熊是第一批全面拥抱互联网的小家电品牌。小熊电器2006年成立初期同时通过线上线下开展销售。2008年，由于小家电电商销售势头初显，公司抓住机会在淘宝上实施“网络授权分销”模式，基本切换到线上销售。2013年，公司为了减轻经销商资金压力和运营成本，又拓展了“线上经销代发模式”。截至2018年，公司共有673家经销商，大部分在线上。

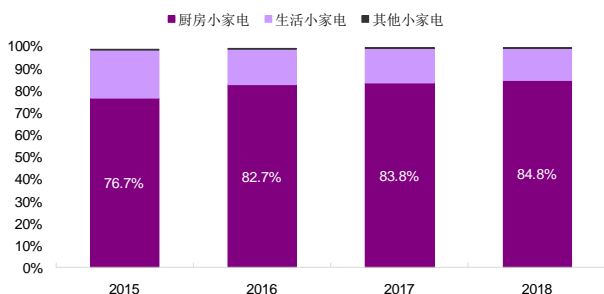
图 65：小熊电器是第一批全面拥抱互联网的小家电品牌



资料来源：招股说明书，光大证券研究所绘制

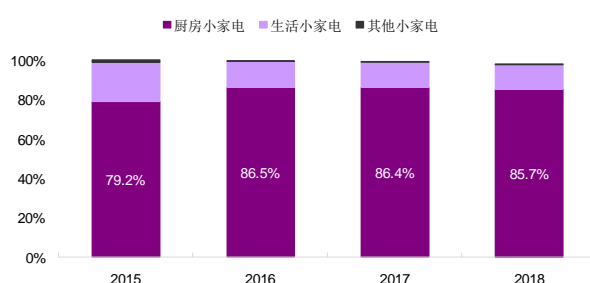
分品类来看，厨房小家电为主要收入来源。公司主力品类厨房小家电收入持续增长，2018 年收入占比达到 85%，生活小家电占比 14%，毛利结构和收入结构类似。

图 66：小熊电器主要品类营收占比



资料来源：招股说明书，光大证券研究所

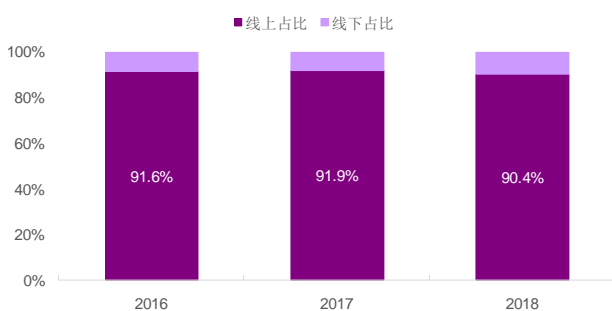
图 67：小熊电器主要品类毛利占比



资料来源：招股说明书，光大证券研究所

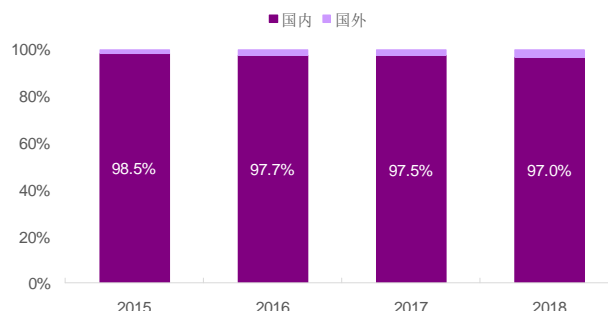
分渠道来看，公司专注于国内线上市场。公司线上销售占比始终高达 90% 以上，2018 年国内市场收入占比 97%，目前专注于国内线上市场，出口收入占比略有提升。

图 68：小熊电器线上线下销售额占比



资料来源：招股说明书，光大证券研究所

图 69：小熊电器国内外市场收入占比



资料来源：招股说明书，光大证券研究所

公司 2019 年业绩增速较 2018 年回升。2018 年公司实现营业收入 20.4 亿元，同比+24%，净利润 1.9 亿元，同比+27%。根据公司业绩快报，2019 年营业收入增速环比提升至 32%，收入规模达到 27 亿元，净利润 2.6 亿元，同比+40%。

图 70：小熊 2019 年收入增速较 2018 年回升

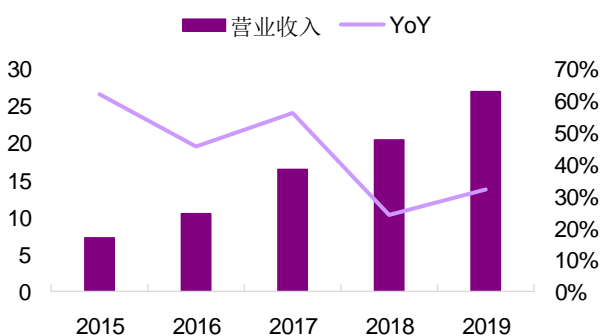
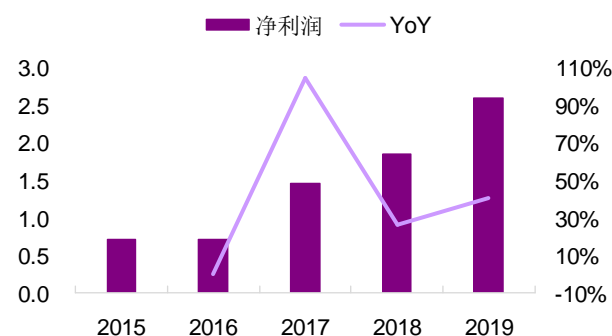


图 71：小熊 2019 年净利润增速较 2018 年回升



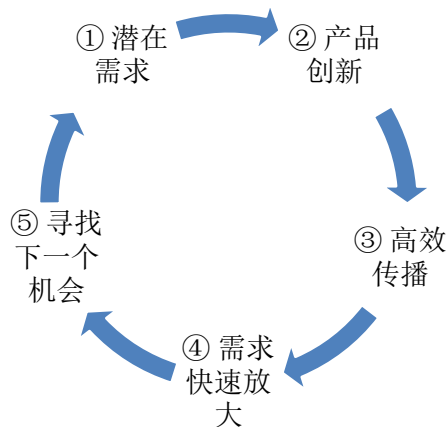
资料来源：Wind，光大证券研究所

资料来源：Wind，光大证券研究所

4.4.2、“小爆品”的快速创新机制

通过创新“小爆品”满足消费者品质生活的细分需求。年轻消费者对于品质生活的需求催生出很多更为细分化、个性化的小家电需求，小熊电器从酸奶机开始，通过不断的产品创新挖掘消费者的细分需求。

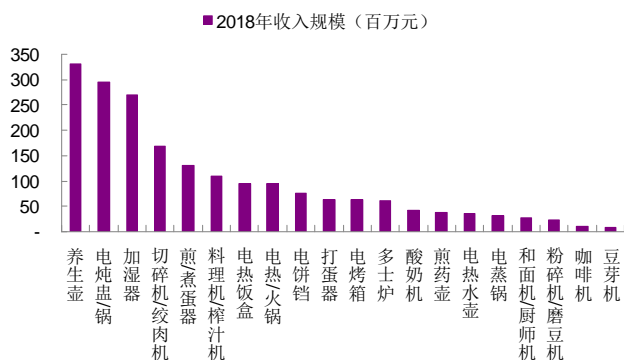
图 72：针对潜在需求，新品类被不断创新出来



资料来源：光大证券研究所绘制

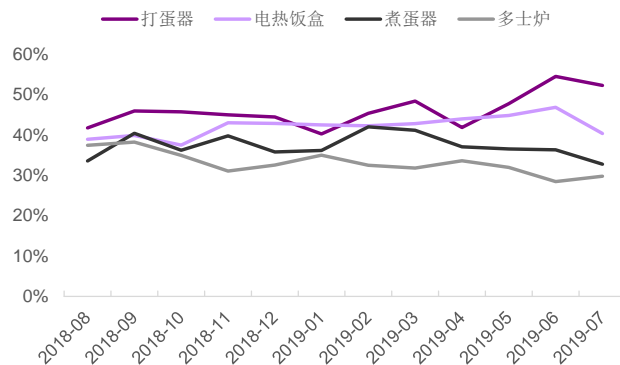
依靠快速创新机制，统治“小爆品”市场。小熊是创意小家电市场的先驱者，通过多年实践积累了一套“小爆品”快速创新机制，多个产品团队平行推进创新，产品端十分高产，并且凭借先发优势，在各创新产品中市占率遥遥领先，根据淘数据显示，打蛋器、电热饭盒、多士炉、煮蛋器等产品线上销量份额均超过 30%。

图 73：小熊通过诸多“小爆品”实现超过 20 亿的收入



资料来源：招股说明书（2018 年），光大证券研究所

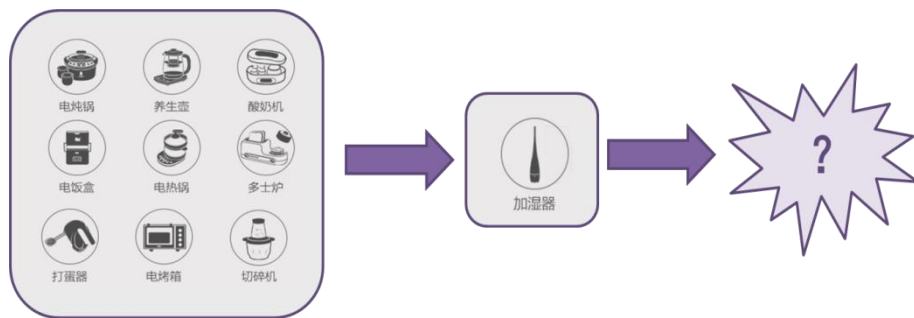
图 74：小熊的创新产品线上市占率很高



资料来源：淘数据，光大证券研究所

品类扩张成为未来增长的主要驱动力。在厨房小家电之外，公司已经开始向生活、个护类小家电进行试探，目前已经推出加湿器、烘干机、除湿机、吸尘器等生活家电，洁面仪、补水仪等个人护理家电。

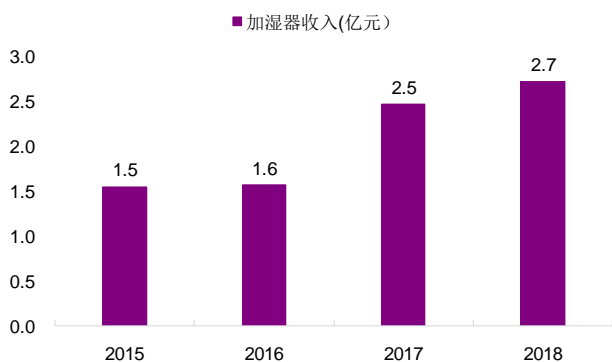
图 75：品类扩张成为小熊电器未来增长的主要驱动力



资料来源：招股说明书，光大证券研究所绘制

加湿器已取得成功，品类创新向“大单品”靠拢。公司 2016 年开拓了加湿器品类，并上线了诸多不同功能的 SKU，单品逐渐放量，2018 年收入已经突破 2.7 亿元。从小熊电器最近的新品可以看出，其品类创新思路正在从“小爆品”向“大单品”靠拢，比如电饭煲、吸尘器和养生壶。

图 76：小熊电器加湿器收入不断突破



资料来源：招股说明书，光大证券研究所

图 77：小熊电器品类创新思路正在向“大单品”靠拢

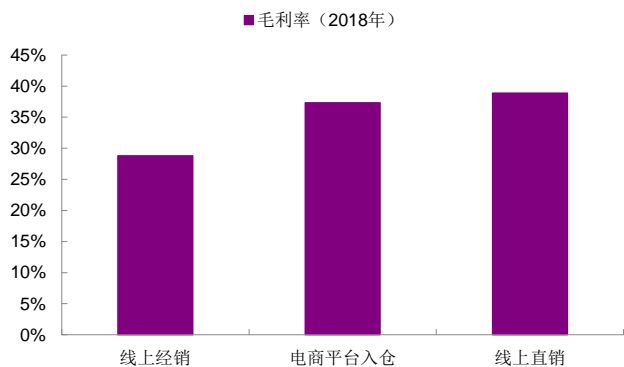


资料来源：天猫，光大证券研究所

4.4.3、高性价比却别具一格，品牌升级在路上

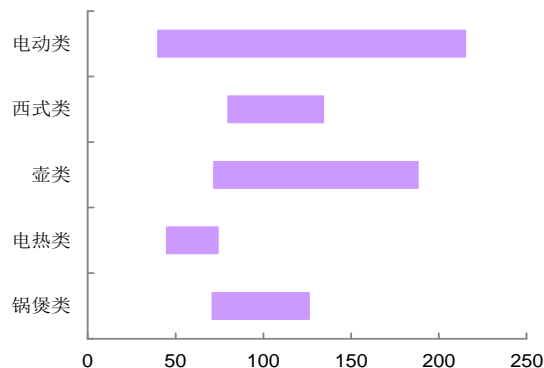
从价位段和加价率来说，小熊走的是高性价比路线，产品零售价普遍在 50~200 元之间，2018 年公司线上直销渠道的毛利率仅为 39%，即线上不含税零售价平均仅为成本的 1.67 倍，制造商+流通环节加价率很低。

图 78：小熊电器线上直销的毛利率并不高



资料来源：招股说明书，光大证券研究所

图 79：小熊电器各品类均价分布



资料来源：天猫商城，光大证券研究所，注：2019 年统计

虽然主打性价比，但小熊很重视产品设计。从外观来看，采用了大量的“圆润型”设计，在产品颜色方面，以暖色调为主，鲜明有活力，很能吸引年轻人眼球。

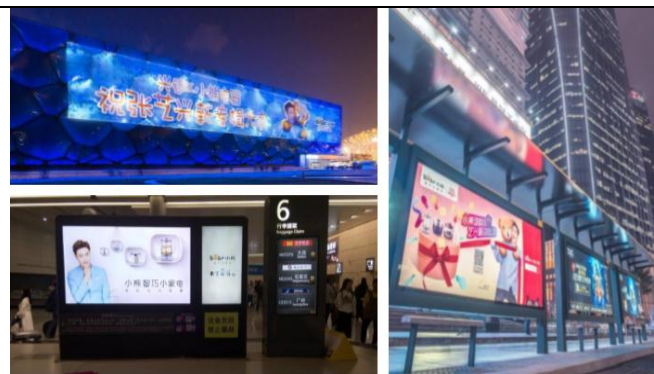
小熊品牌的内涵也在不断升级。从健康、快乐生活、妙想生活再到萌家电，小熊品牌的诉求在不断随着消费者需求而升级，同时小熊利用新媒体渠道做了立体化投放，包括影视及综艺节目植入、明星代言和户外实体广告投放等，独具特色的品牌形象深入人心。

图 80：张艺兴为小熊品牌代言



资料来源：天猫商城，光大证券研究所

图 81：户外实体广告投放



资料来源：招股说明书，光大证券研究所

受制于目前主打性价比的品牌定位和较低的渠道毛利，小熊的渠道拓展空间受到较大限制，因此，未来小熊能否通过品牌升级，解决渠道毛利率空间不足的问题，从而赢得新渠道的青睐，将是公司实现渠道突破的很重要一步。

4.4.4、盈利预测与估值

我们对公司分部收入的核心假设如下：

厨房小家电：公司主营业务厨房小家电在想更刚需的品类扩展，预计继

续保持快速增长，新生产基地的建成将进一步扩充产能，强化在该领域的统治地位。我们预计2019-2021年厨房小家电业务收入增速分别为34%/25%/18%。

生活小家电：加湿器单品规模已经较大，假设小熊加湿器收入稳健增长。此外公司向烘干机、吸尘器等其他生活小家电品类扩展较快，预计整体收入增长较快，预计2019-2021年生活小家电业务收入增速分别为17%/10%/9%。

除此之外，公司品类扩展还有较大空间，包括个护电器等，其他小家电业务收入预计保持较快增长，但收入贡献暂时不大。

基于以上对公司经营情况的假设，我们预计公司2019-2021年收入规模分别为26.9/33.2/38.9亿元，增速分别为32%/23%/17%。

表 18：小熊电器收入拆分预测（亿元）

	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	26.9	33.2	38.9
YoY	32%	23%	17%
厨房小家电	23.3	29.1	34.3
YoY	34%	25%	18%
生活小家电	3.4	3.8	4.1
YoY	17%	10%	9%
其他小家电	0.0	0.1	0.1
YoY	50%	40%	30%

资料来源：光大证券研究所预测

我们对公司分部毛利率的核心假设如下：

厨房小家电：随着品类拓展到更高均价，更刚需的产品，厨房小家电毛利率预计稳中有升。

生活小家电：随着生活小家电单品规模提升，毛利率进入提升阶段。

基于以上对公司分业务毛利率的假设，我们预计公司2019-2021年毛利率分别为33.7%/33.9%/33.9%，呈现稳中有升的态势。

表 19：小熊电器分业务毛利率拆分预测

	2019E	2020E	2021E
主营业务毛利率	33.7%	33.9%	33.9%
厨房小家电	34.3%	34.4%	34.4%
生活小家电	29.6%	30.0%	30.0%
其他小家电	40.0%	41.0%	41.0%

资料来源：光大证券研究所预测

我们选取国内厨房小家电相关上市公司苏泊尔、九阳股份、新宝股份作为可比公司，苏泊尔、九阳股份、新宝股份当前对应未来两年的PEG分别为1.9、1.6、1.0，小熊电器当前对应未来两年的PEG为1.4，高于新宝股份，但低于苏泊尔和九阳股份。

表 20：小熊电器可比公司估值表

证券	公司	收盘价	EPS(元)				P/E(x)				CAGR	PEG
代码	名称	(元)	18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E	19-21 (E)	20 (E)
002032	苏泊尔	72.60	2.04	2.35	2.68	3.08	36	31	27	24	14%	1.9
002242	九阳股份	27.84	0.99	1.08	1.24	1.42	28	26	22	20	15%	1.6
002705	新宝股份	19.38	0.62	0.86	1.02	1.20	31	23	19	16	18%	1.0
	平均值						32	26	23	20	16%	1.5
002959	小熊电器	81.05	2.06	2.17	2.76	3.21	39	37	29	25	22%	1.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，A股可比公司盈利预测为Wind一致预期，收盘价时间为2020年3月4日

4.4.5、投资建议

小熊电器开创了创意小家电新赛道，并且已经形成了“小爆品”的快速创新机制和别具一格的品牌形象，随着品类扩张方向朝“大单品”靠拢，品牌形象不断升级，公司有望继续突破增长的天花板。我们预计公司2019-2021年的EPS为2.17/2.76/3.21元，当前股价对应19-21年PE分别为37/29/25倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

4.4.6、风险提示

1、行业竞争加剧；2、新品拓展较慢导致成长性低于预期。

小熊电器业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1,647	2,041	2,692	3,324	3,891
营业收入增长率	56.2%	24.0%	31.9%	23.5%	17.0%
净利润（百万元）	147	186	260	331	385
净利润增长率	104.9%	26.6%	40.1%	27.4%	16.3%
EPS（元）	1.63	2.06	2.17	2.76	3.21
P/E	49	39	37	29	25
P/B	26.3	15.7	5.8	5.1	4.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2020年3月4日

4.5、首次覆盖公司：石头科技

4.5.1、创业 6 年，收入突破 42 亿

石头科技 2014 年 7 月才成立，2016 年就因为米家扫地机器人的发布而一战成名，2017 年一鼓作气发布自有品牌石头扫地机器人，2018 年发布小瓦品牌扫地机，补充随机/半规划产品线，2019 年发布米家和石头新款扫地机，同时联合小米推出米家手持无线吸尘器，在扫地机之外增加吸尘器品类布局。

图 82：石头科技旗下产品上市时间表



资料来源：石头科技官网，小米有品，光大证券研究所

石头科技是国内扫地机大众化的重要推手。2016 年以前，扫地机由于体验一般，且价格较贵，一直是小众产品。2016 年，随着米家扫地机的发布，全局规划式扫地机大幅提升的产品体验和 1699 元的售价使得扫地机的口碑开始在消费者之间传播，扫地机真正从小众开始走向大众。

图 83：石头科技是国内扫地机大众化的重要推手



资料来源：光大证券研究所整理

扫地机产品上市 4 年不到，收入突破 42 亿。2016 年，米家扫地机上市仅一个季度，石头科技营业收入就突破 1 亿元，2017 年，米家扫地机和石头扫地机共同拉动收入超过 10 亿元，2018 年，石头科技营业收入已经突破 30 亿元，2019 年收入一举突破 42 亿元。

图 84：石头科技发展和融资的里程碑



资料来源：公司公告，光大证券研究所

4.5.2、起于米家，兴于石头

2019 年，石头科技的收入构成主要分为两部分：1) 和小米合作的米家扫地机系列和米家手持无线吸尘器；2) 自有品牌石头扫地机系列。石头依靠小米的流量红利而起，但为了避免对小米的过度依赖，石头在通过跨境电

商等新渠道快速扩大石头品牌销售，根据招股书披露的截至 2019H1 的数据来看，小米模式收入占比为 43%，已经低于 50%，预计未来石头自主品牌销售占比会进一步提高。

表 21：石头科技的渠道结构（单位：万元）

销售模式	2019H1		2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
小米模式销售								
小米模式	91405	43%	152917	50%	101095	90%	18313	100%
自主品牌销售								
线上销售								
线上 B2C 平台（第三方）	24134	11%	39001	13%	6503	6%		
线上 B2C 平台（官网）	127	0%	207	0%	46	0%		
电商平台入仓	16059	8%	35280	12%	1992	2%		
小计	40320	19%	74487	24%	8540	8%		
线下销售								
线下经销	80761	38%	77323	25%	2240	2%		
线下直销	45	0%	45	0%	7	0%		
小计	80806	38%	77368	25%	2246	2%	-	-
合计	212531	100%	304772	100%	111882	100%	18313	100%

资料来源：招股说明书，光大证券研究所

4.5.3、产品型团队，不断创造惊喜

除了有小米的流量红利帮衬之外，石头在创业六年中创造的奇迹核心来源于其产品能力，及背后年轻的产品型团队。以昌敬为代表的创始团队均来自全球知名的互联网、软硬件企业，均为技术研发和产品经理出身，一路走来埋首产品，不改初心。

表 22：石头科技创始团队均为技术研发和产品经理出身

姓名	职位	出生年份	曾任职公司
昌敬	董事长、总经理	1982	遨游天下、微软、腾讯（高级产品经理）、百度（高级经理）
毛国华	董事、副总经理	1973	中科院软件研究所、微软、百度
吴震	董事、副总经理	1980	英特尔、迈威半导体、微软（项目经理）
万云鹏	董事、副总经理	1980	华为（产品经理）
张志淳	监事会主席	1972	华为（硬件产品经理、海外主管、专家组组长）

资料来源：招股说明书，光大证券研究所

石头 H6 手持吸尘器再度带来惊喜。2020 年 1 月在 CES 发布的石头品牌首款手持吸尘器 H6 开创性地在吸尘器上使用了聚合物锂电池，从而将低速档续航时间推升至 90 分钟，并且保持产品重量仅为 3 磅，再次证明了其在产品端的开拓创新能力。

图 85：石头 H6 手持吸尘器再次证明石头在产品端的开拓创新能力



资料来源：smarthopping.guide，光大证券研究所

4.5.4、盈利预测与估值

我们对公司分部收入的核心假设如下：

扫地机器人：公司米家品牌扫地机增速放缓，预计19年/20年/21年分别增长12.7%/10%/5.4%，但石头品牌随着渠道和区域的扩张而高速增长，预计19年/20年/21年依然保持47%/25%/15%的较快增长，小瓦品牌均价19年大幅下降，销售有起色，预计19年/20年/21年分别增长27%/24%/7%。我们预计2019-2021年扫地机收入增速整体增长30%/19%/11%。

手持吸尘器：公司米家手持吸尘器从2019年已经开始放量，预计2019年实现收入2.5亿元左右，预计2020-2021年保持较快增长，增速分别为26%/19%。石头品牌手持吸尘器于2020年初上市，产品竞争力较强，预计2020-2021年收入分别突破2.8亿元/5.5亿元，手持吸尘器整体收入2019-2021年分别达到2.5/6.0/6.9亿元，成为重要的收入增量。

基于以上对公司经营情况的假设，我们预计公司2019-2021年收入规模分别为42/53/59亿元，增速分别为38%/26%/12%。

表 23：石头科技收入拆分预测（亿元）

	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	42.0	52.8	59.0
YoY	37.8%	25.7%	11.5%
扫地机器人	39.1	46.4	51.6
YoY	29.9%	18.7%	11.0%
石头品牌	21.7	27.1	31.2
YoY	46.9%	25.0%	15.0%
米家品牌	16.2	17.8	18.8
YoY	12.7%	10.0%	5.4%
小瓦品牌	1.2	1.5	1.5
YoY	27.1%	23.5%	6.5%
手持无线吸尘器	2.5	6.0	6.9
YoY		200.0%	15.9%
石头品牌	0.0	2.8	5.5
YoY			200.0%
米家品牌	2.5	3.2	52.0
YoY		26.1%	18.8%

资料来源：光大证券研究所预测

我们对公司分部毛利率的核心假设如下：

扫地机器人：石头品牌毛利率因19年新品提价以及海外销售均价较高而有所提升，预计随着产品成熟，毛利率有小幅下行可能，米家产品较为成熟，毛利率预计保持稳定，小瓦毛利率保持在28-29%水平。

手持无线吸尘器：石头品牌定价较高，预计2020年开售后毛利率较高，并且保持稳定，米家产品毛利率预计保持稳定。

基于以上对公司分业务毛利率的假设，我们预计公司2019-2021年毛利率分别为33.6%/34.1%/32.6%，基本保持稳定。

表 24：石头科技分业务毛利率拆分预测

	2019E	2020E	2021E
主营业务毛利率	33.6%	34.1%	32.6%
清洁电器			
扫地机器人	33.6%	34.1%	32.6%
石头品牌	50.0%	48.0%	47.0%
米家品牌	14.5%	14.5%	14.5%
小瓦品牌	29.0%	28.0%	28.0%
手持无线吸尘器	14.5%	29.1%	10.4%
石头品牌	46.0%	46.0%	46.0%
米家品牌	14.5%	14.0%	14.0%
配件	51.4%	50.0%	50.0%
其他产品		40.0%	45.0%

资料来源：光大证券研究所预测

我们选取国内清洁电器相关上市公司科沃斯、莱克电气和国外扫地机龙

头iRobot作为可比公司，石头科技PE水平高于可比公司平均，略低于同行业竞争对手科沃斯。

表 25：石头科技可比公司估值表

证券代码	公司名称	收盘价(元)	EPS(元)				P/E(x)				
			18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E	
603486	科沃斯	23.47	1.27	0.47	0.70	1.00	18	50	34	24	
603355	莱克电气	22.98	1.05	1.22	1.37	1.53	22	19	17	15	
	IRBT	iRobot	49.15	3.07	2.97	1.97	2.77	16	17	25	18
	平均值						19	28	25	19	
688169	石头科技	421.52	6.15	11.74	14.83	16.71	69	36	28	25	

资料来源：光大证券研究所预测，A股可比公司盈利预测为Wind一致预期，美股可比公司为Yahoo Finance一致预期，收盘价为2020年3月4日

4.5.5、投资建议

石头科技创业6年收入突破42亿元，除了有小米的流量红利帮衬之外，石头在创业六年中创造的奇迹核心来源于其产品能力，及背后年轻的产品型团队。公司产品正在从扫地机向市场空间更大的吸尘器扩展，市场区域从中国走向全球，成长空间清晰，预计将保持较快增长。

我们预计公司2019-2021年EPS为15.66/14.79/16.84元。当前股价对应19-21年PE分别为28/29/26倍，PE估值略高于可比公司，考虑到科创板整体估值较高，且公司业绩增速预期较快，成长性好于可比公司，首次覆盖，给予“买入”评级。

石头科技业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,119	3,051	4,205	5,336	6,414
营业收入增长率	511.0%	172.7%	37.8%	26.9%	20.2%
净利润(百万元)	67	308	782.86	985.85	1,122.94
净利润增长率	-696.1%	359.1%	154.5%	25.9%	13.9%
EPS(元)	55.83	6.15	15.66	14.79	16.84
P/E	8	69	27	29	25
P/B	1.9	30.9	14.6	4.5	4.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2020年3月4日，注：2019年EPS按照2019年底股本计算。

4.5.6、风险提示

1、米家品牌份额被其他小米生态链公司挤占；2、产品出海的专利风险。

5、风险分析

1、新消费动能低于预期的风险。新消费发展趋势已较为明朗，但发展动能可能受到新渠道发展、消费能力、消费意愿等影响，短期可能低于预期；

2、供给端产品创新乏力的风险。新消费带来小家电潜在需求的增加，但需求的增长需要依靠供给端产品创新的拉动，若产品创新乏力，则需求增长可能低于预期。

行业重点上市公司盈利预测、估值与评级

证券代码	公司名称	收盘价(元)	EPS(元)				P/E(x)				投资评级	
			18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E	本次	变动
002242	九阳股份	27.84	0.99	1.07	1.26	1.45	28	26	22	19	买入	维持
002705	新宝股份	19.38	0.62	0.86	1.04	1.24	31	23	19	16	买入	维持
002959	小熊电器	81.05	2.06	2.17	2.76	3.21	39	37	29	25	增持	首次
688169	石头科技	421.52	6.15	15.66	14.79	16.84	69	27	29	25	买入	首次
002032	苏泊尔	72.60	2.04	2.34	2.60	3.11	36	31	28	23	买入	维持
603868	飞科电器	35.37	1.94	1.77	1.81	1.97	18	20	20	18	增持	维持

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2020 年 3 月 4 日

行业及公司评级体系

评级	说明
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 15%；
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。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

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。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究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的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼