

# 小家电长尾市场走出来的新物种

——小熊电器 (002959.SZ) 深度报告

家用电器/白色家电



申港证券  
SHENGANG SECURITIES

## 投资摘要:

伴随小家电可选消费发展,长尾市场的崛起为小家电后来者创造成长沃土。过去市场关注大单品而忽略长尾品类,但在长尾理论下小规模单品市场X众多品类数量可得到庞大市场空间,小家电长尾规模占全家电比例 22.9%。在高赛道成长性并规避龙头竞争助力下,长尾市场新物种小熊电器已走在龙头之路上。

**产品端: 广覆盖、深耕需求, 品类滚雪球式积累推高长尾整体优势。**

- 布局 27 小类, 去大单品化下 24 小类占比低于 10%, 多元覆盖长尾品类。
- 以性价比、年轻化、高颜值打造细分产品优势。高性价比战略各产品定价 100 元上下, 锚定冲动消费高热价格区间; 受众集中于 20-29 岁, 单身消费需求下完整布局“一人食”家电; 重视颜值, 外观设计专利达 58%。
- 叠加下超 10 个细分市场已占头部, 积累庞大粉丝群体助力长尾推广。

**渠道端: 筑造领先线上营销体系, 拥抱直播新模式。**乘电商红利, 在成长期领跑线上营销创新, 建立三大销售模式实现全局覆盖补足长尾供应链问题。提升宣传推广投入, 多样投放实现品牌升级。对直播电商新模式热潮迅速响应, 新增直播场次及观看人群屡创新高, 小家电冲动消费属性契合下成长值得期待。

**业绩增速领衔市场, 盈利能力持续优化。**营收、归母净利润 4 年 CAGR 分别为 38.8%、38.9% 领衔市场, 4 年毛利率 32.5%-34.5% 为市场之最, 净利率持续优化至 19 年达 10% 已为同业最高, 20Q1 进一步飙至 13.9% 业绩释放强大。

**扩产项目解决产能不足, 由供给端推动规模升级。**近年各品类产能利用率及产销率达 90% 以上已近饱和, 外协加工及生产占成本比例近 15%。IPO 扩展项目落地将实现销量、营收、利润 3 年 CAGR 达 21.4%/19.7%/22.1%。

**研发加码, 加速架构布局实现长尾高效响应。**研发费用 3 年 CAGR 达 66.6%, 费用率持续提升至 19 年达 2.85%, 重视实用、外观设计提高边际转化率, 2020 年 4 月建深圳研发中心、小熊婴童加速创新布局, 高效响应下年均新品过百。

**净现金周期优化, 成为上下游话语权主导者。**15-19 年净现金周期逐年降低, 资产运营能力提升, 话语权增强, 推动经营现金净额积累 4 年 CAGR 达 54.9%。

**投资建议:** 可选小家电发展下长尾市场崛起, 公司细分高份额及广覆盖下持续积累, 以线上为核心, 研产销相辅下已具龙头潜质, IPO 扩产由供给端推动规模升级, 其长期成长值得极高期待。由疫情及直播影响, 调整预期公司 19-21 年 EPS 为 3.1/3.9/5.1 元, PE 为 45/36/27 倍, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 扩产推进不及预期; 原材料成本大幅上升; 直播推广不及预期;

## 财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	2,041.04	2,687.96	3,317.26	4,018.52	5,084.23
增长率 (%)	23.96%	31.70%	23.41%	21.14%	26.52%
归母净利润 (百万)	185.50	268.18	370.40	464.90	610.81
增长率 (%)	26.57%	44.57%	38.11%	25.52%	31.38%
净资产收益率 (%)	40.35%	16.11%	18.20%	18.60%	19.64%
每股收益 (元)	2.06	2.68	3.09	3.87	5.09
PE	67.47	51.86	45.06	35.90	27.32
PB	27.23	10.02	8.20	6.68	5.36

资料来源: 公司财报、申港证券研究所

评级

买入 (维持)

2020 年 06 月 02 日

秦一超

分析师

SAC 执业证书编号: S1660520050002

qinyichao@shgsec.com

021-20639326

## 交易数据

时间 2020.06.01

总市值/流通市值 (亿元)	166.88/41.72
总股本 (万股)	12,000.0
资产负债率 (%)	33.87
每股净资产 (元)	14.73
收盘价 (元)	139.07
一年内最低价/最高价 (元)	41.1/139.6

## 公司股价表现走势图



资料来源: 申港证券研究所

## 相关报告

1、《小熊电器年报点评报告: 逆市高增 创新多元下研发生产优化可期》2020-04-29

## 内容目录

<b>1. 小家电全面开花 长尾市场成为后来者沃土</b> .....	<b>6</b>
1.1 以日本规律为鉴 中国小家电正处蓬勃发展阶段.....	6
1.2 中国小家电长尾市场觉醒 差异化布局筑后来者沃土 .....	8
<b>2. 产品端：多元化广覆盖深耕需求 积累长尾协同优势</b> .....	<b>13</b>
2.1 公司发展四阶段的选择成就其独特定位 .....	13
2.2 高分散度多元化产品布局实现广覆盖.....	15
2.3 深耕需求 由性价比、年轻化、高颜值打造产品形象 .....	16
2.3.1 专注性价比 低价实用引导冲动消费 .....	17
2.3.2 聚焦年轻群体 为单身经济做“一人食”全品布局 .....	20
2.3.3 颜值至上驱动下公司高度重视外观设计 .....	25
2.4 细分高份额×品类广覆盖 滚雪球式积累成就长尾龙头 .....	27
<b>3. 渠道端：筑造强大线上营销体系 拥抱直播新模式</b> .....	<b>30</b>
3.1 线上电商红利下小家电市场乘风而起.....	30
3.2 以线上渠道为绝对核心 三大模式统筹兼顾.....	32
3.3 大力投入宣传推广 多途径提升品牌力 .....	35
3.4 直播新模式崛起 公司迅速拥抱变化 .....	37
<b>4. 公司业绩高速增长 生产、研发、运营边际突破</b> .....	<b>41</b>
4.1 营收盈利增速领衔市场 盈利能力持续优化.....	41
4.2 供给侧优化 扩产项目推动公司规模升级 .....	43
4.3 研发加码 由创新端推动长尾布局 .....	45
4.4 运营能力大幅提升 成为产业链话语权主导.....	47
<b>5. 盈利预测与投资建议</b> .....	<b>48</b>

## 图表目录

<b>图 1：日本家电普及由必需品向可选消费逐步过渡 (%)</b> .....	<b>6</b>
<b>图 2：2019 年各国小家电品类每千户销量情况 (台)</b> .....	<b>7</b>
<b>图 3：国内小家电保有量有较大提升空间 (件/百户)</b> .....	<b>7</b>
<b>图 4：2019 年各国部分小家电保有率情况 (%)</b> .....	<b>7</b>
<b>图 5：各类家电更换周期情况 (年)</b> .....	<b>8</b>
<b>图 6：各国食品加工类小家电更换周期 (年)</b> .....	<b>8</b>
<b>图 7：淘宝平台各类家电产品市场规模分布 (2019.04-2020.03)</b> .....	<b>9</b>
<b>图 8：淘宝平台长尾小家电市场规模分布</b> .....	<b>10</b>
<b>图 9：家电市场的长尾模型示意图</b> .....	<b>11</b>
<b>图 10：长尾小家电合计规模远超各单一头部市场 (亿元)</b> .....	<b>11</b>
<b>图 11：传统小家电市场规模 (亿元) 及复合增速</b> .....	<b>11</b>
<b>图 12：2020 年 1-4 月各厨房小家电线上销量增速</b> .....	<b>12</b>
<b>图 13：2019 年中国各小家电品类市场规模及十年 CAGR</b> .....	<b>12</b>
<b>图 14：2019 年传统小家电品类 CR3 线上市占率高 (%)</b> .....	<b>13</b>
<b>图 15：2019 年传统小家电品类 CR3 线下市占率高 (%)</b> .....	<b>13</b>
<b>图 16：2019 年单一功能厨房小家电用户拥有比例调查</b> .....	<b>13</b>
<b>图 17：小熊电器成功上市带来品牌关注度的大幅提升</b> .....	<b>14</b>
<b>图 18：小熊电器各主营业务收入及增速变化</b> .....	<b>15</b>
<b>图 19：小熊各产品销售额比例分散度较高 (2018)</b> .....	<b>15</b>

图 20: 公司主要产品营收占比情况 (2018)	16
图 21: 小熊与九阳、苏泊尔部分小家电 SKU 数量对比	17
图 22: “煮蛋器”为例深挖客户需求	17
图 23: 大家电消费及创意小家电冲动消费决策链示意图	18
图 24: 双十一促销中消费者购买不同家电的决策周期 (天)	18
图 25: 双十一促销中消费者购买不同家电时对比竞品数 (个)	18
图 26: 200 元是用户冲动消费的刹车线: 抖音好物榜价格分布	19
图 27: 全国及一线城市城镇居民人均可支配收入 (元)	19
图 28: 小熊各类产品均价大多在 100 元左右 (单位: 元)	19
图 29: 各品牌部分小家电产品均价对比	20
图 30: 小熊厨房旗舰店产品价格占比及相应价格段销量占比 (内: 产品数 外: 销量)	20
图 31: 公司线上直营模式不同价格段的购买次数	20
图 32: 公司线上直营模式不同价格段的客户数量	20
图 33: 小熊电器百度指数人群画像	21
图 34: 2019 年中国厨房料理小家电用户年龄分布情况	21
图 35: 我国粗结婚率与粗离婚率比例变化 (%)	21
图 36: 中国初婚年龄持续增加	21
图 37: 城乡家庭户均人口减小趋向小型化	22
图 38: 单身人口数量及增速	22
图 39: 2018 年发达国家与中国单身人口比例对比情况	22
图 40: 租房群体分布情况	22
图 41: 单身租客“城漂”时间	23
图 42: 单身群体每月人均可支配收入情况 (%)	23
图 43: 单身租客房租占月工资比例	23
图 44: 单身群体选购物品时看重的因素	23
图 45: 中国不同性别单身消费者偏好对比	24
图 46: 两年内“一人食”家电产品订单量高速增长	24
图 47: 线上单功能小容积电烤箱零售额份额变化	24
图 48: 小熊电器各类“一人食”产品	25
图 49: 2019 年消费者对厨房小电器颜值功能关注度 (%)	25
图 50: 小熊电器已有专利结构 (项目数, 比例)	25
图 51: 小熊电器各产品的外观设计专利数量	26
图 52: 小熊电器荣获众多设计类奖项	26
图 53: 各品牌主流电饭煲、电蒸锅外观对比	27
图 54: 养生/煎药壶品牌销售额占比 (2020.4)	27
图 55: 电炖/煮粥锅/文火炉品牌销售额占比 (2020.4)	27
图 56: 加湿器品牌销售额占比 (2020.4)	27
图 57: 绞肉/碎肉机品牌销售额占比 (2020.4)	27
图 58: 煮蛋器/蒸蛋器品牌销售额占比 (2020.4)	28
图 59: 电热饭盒品牌销售额占比 (2020.4)	28
图 60: 电热/火锅品牌销售额占比 (2020.4)	28
图 61: 电动打蛋器品牌销售额占比 (2020.4)	28
图 62: 多士炉品牌销售额占比 (2020.4)	28
图 63: 酸奶机品牌销售额占比 (2020.4)	28
图 64: 各品牌旗舰店最高粉丝数对比 (万人)	29
图 65: 疫情以来旗舰店上新量 (至 2020.5.24)	30

图 66: 疫情以来旗舰店粉丝数变化 .....	30
图 67: 中国网民及手机网民规模 (亿人) .....	31
图 68: 网上实物商品占社会消费品零售总额比例 (累计值) .....	31
图 69: 2015-2018 年中国小家电线上化率逐步递增 .....	31
图 70: 小家电市场线上零售份额变化 .....	31
图 71: 各小家电品类线上零售额占比变化 .....	32
图 72: 不同价段厨房料理小家电用户购买渠道变化 .....	32
图 73: 公司不同销售模式收入占比 .....	32
图 74: 公司不同销售模式毛利率变化 .....	32
图 75: 公司不同线上销售模式运营方式及利润拆分 .....	33
图 76: 公司奖励补贴占营业收入比例 .....	35
图 77: 公司对经销商的奖励占经销商业务收入的比例 .....	35
图 78: 小熊电器对外宣传类费用 (万元) 及费用率变化 .....	36
图 79: 各小家电公司销售费用结构 (内九阳 中苏泊尔 外小熊) .....	36
图 80: 小熊产品在影视剧《醉玲珑》中的广告植入 .....	37
图 81: 小熊电器代言人张艺兴 .....	37
图 82: 小熊电器新媒体平台系列微电影《爱不停炖》 .....	37
图 83: 小熊电器在机场独立屏广告投放 .....	37
图 84: 我国直播用户规模 (亿人) .....	37
图 85: 各直播平台用户性别结构对比 (2020.3) .....	37
图 86: 各直播平台用户年龄结构对比 (2020.3) .....	38
图 87: 各直播平台用户区域结构对比 (2020.3) .....	38
图 88: 我国直播电商市场规模变化及增速 .....	38
图 89: 2019 年在线直播行业用户“直播+”节目观看情况调查 .....	38
图 90: 直播电商购物群体品类偏好 (2020.3.31) .....	39
图 91: 淘宝直播渗透率增幅 Top10 行业 .....	39
图 92: 直播电商品类归类示意图 .....	39
图 93: 95 后成为各种直播平台主力人群 .....	40
图 94: 公司紧跟直播带货潮流趋势 .....	40
图 95: 小熊电器淘宝周度新增直播场次及新增观看人数 (2020.2.10-2020.5.25) .....	40
图 96: 各小家电企业营业总收入 (亿元) 及增速对比 .....	41
图 97: 各小家电企业净利润 (亿元) 及增速对比 .....	42
图 98: 各小家电标的毛利率对比 .....	42
图 99: 各小家电标的净利率对比 .....	42
图 100: 小熊电器主营业务成本拆分 (2018) .....	43
图 101: 小熊电器各大类产能 (万套) 及增速变化 .....	44
图 102: 小熊电器各大类产能利用率及产销率 .....	44
图 103: 小熊电器外协成本 (万元) 及占主营成本比例变化 .....	44
图 104: 公司研发架构 .....	46
图 105: 公司研发流程示意图 .....	46
图 106: 小熊电器近年研发费用及研发费用率 .....	47
图 107: 已有专利结构对比 (内小熊 外九阳) .....	47
图 108: 小熊电器各运营项周转天数 .....	48
图 109: 小熊电器营业周期及净现金周期 (天) .....	48
图 110: 公司经营性活动现金流净额及增速 .....	48

表 1: 2017-2018 年小熊主要品类在天猫商城热销品牌榜月排名情况 .....	29
表 2: 各线上销售模式结算收入确认方式 .....	34
表 3: 公司对不同销售模式的奖励措施 .....	35
表 4: 不同线上销售模式的电商平台推广方式 .....	36
表 5: IPO 募资项目投资情况、效益预估及进度 .....	45
表 6: 由募资项目落地出发对公司业绩带来的预期效益增长情况 .....	45
表 7: 公司盈利预测表 .....	50

小熊电器成立于家电格局初定的 2006 年，彼时家电大战已入尾声白电格局已渐清晰，而小家电中美九苏则已初显锋芒。面对传统品类竞争白热化，小熊另辟蹊径定位在创意小家电等长尾市场。随后在电商狂潮下公司全力打造线上渠道，探索建立了完善的线上营销体系，并凭借挖掘年轻消费者需求、深化品牌形象，在各长尾品类立足、抢占头部，积累庞大用户群体进而反哺新品推广良性循环，至 2019 年 8 月成功上市开启新篇章。

十四年由筚路蓝缕到康庄大道，小熊电器独树一帜的长尾布局发展使其差异化优势集腋成裘，其作为研产销高度长尾化的新物种，在 IPO 后带来的品牌、供给、研发、渠道的全面升级下，有望成就为小家电新龙头。

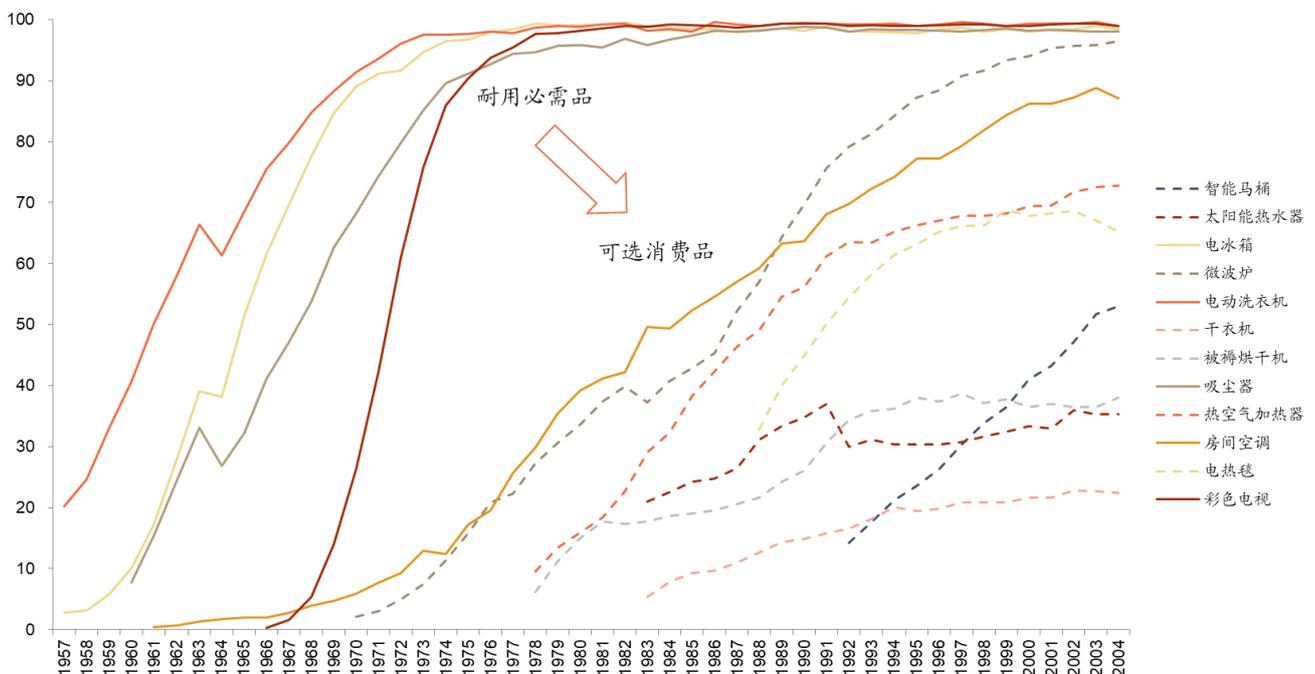
## 1. 小家电全面开花 长尾市场成为后来者沃土

### 1.1 以日本规律为鉴 中国小家电正处蓬勃发展阶段

从历史出发，由刚需的耐用消费品向侧重品质的可选消费品过渡是家电市场发展的必然趋势。在美日韩等各国家电发展规律中，家电最早的意义即劳动替代、生活刚需，而随着消费者可支配收入的提升及必需品的普及，市场品类必然性向可选倾斜。我们以日本家电普及情况为例，

- ◆ **刚需的功能消费先行普及。**自 1957 年至 1975 年左右，日本冰洗、彩电、吸尘器从萌芽发展到全面普及，这一过程中产品刚需功能驱动市场普及。其中吸尘器因日本独特的地板质地及清洁强度而在日本区域形成刚需。而空调则因二十世纪末气候变暖在日本温带地区逐步成为新的必需品。

图1：日本家电普及由必需品向可选消费逐步过渡（%）



资料来源：日本内务府，申港证券研究所

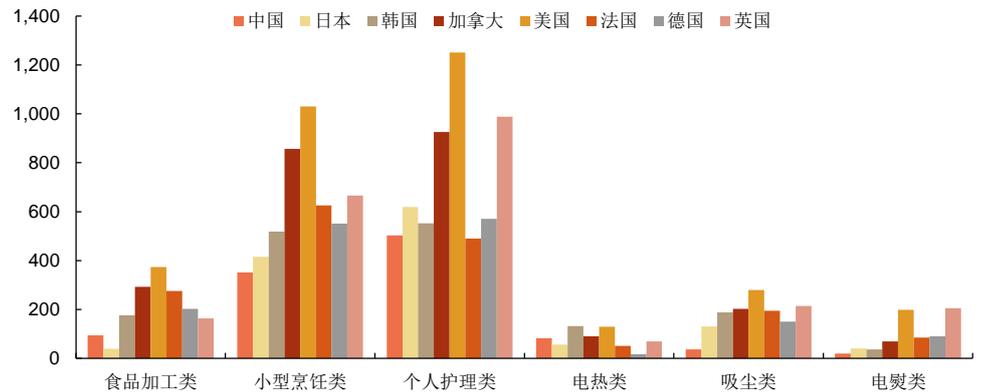
- ◆ **侧重品质的可选消费随后兴起。**1970s 之后日本侧重品质的可选家电开始兴起，一方面家庭可支配收入增长，另一方面家电必需品已基本普及，消费支出结构必然向新品倾斜，在这一阶段日本智能马桶、干衣机、微波炉等产品纷纷普及，其

中微波炉更是实现了由可选小家电向家庭必备家电的地位跨越。因此在大家电普及后，可选消费的小家电市场成为普及成长的主力，这也正是中国近十年逐步进入的阶段。

中国小家电市场正处成长期，较国外成熟市场发展空间庞大。

- ◆ 由增量空间看，我国小家电人均销量较发达国家尚存较大差距。据 Euromonitor 数据，2019 年我国每千户家庭购买的食物加工类、小型烹饪类、个人护理类、电热类、电熨类小家电分别为 94.6、352.1、503、82.7、37.3、19.6 台，较发达的欧美日韩地区仍存在倍数以上的差距，可见我国仍具极大增量潜力。

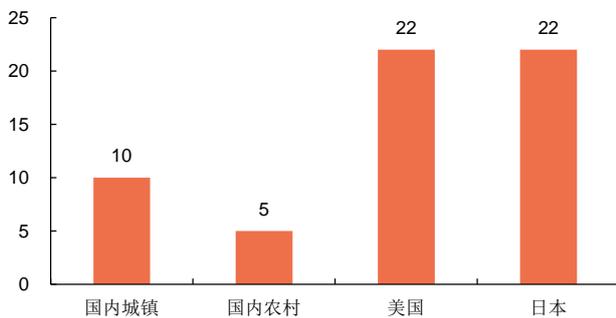
图2：2019 年各国小家电品类每千户销量情况（台）



资料来源：Euromonitor，申港证券研究所

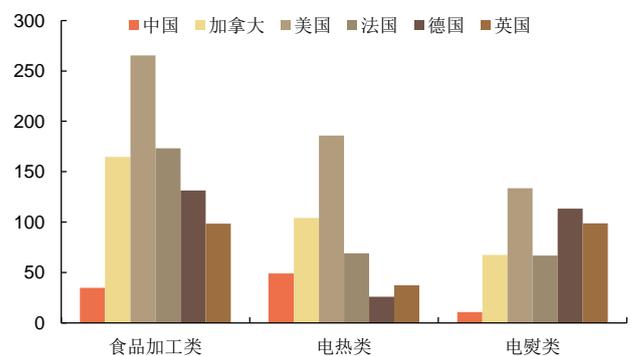
- ◆ 由存量市场看，我国小家电保有量仍具极大提升空间。据 Euromonitor 数据，我国食品加工类、电热类、电熨类等有统计的品类人均保有率仅 34.8%、49.2% 和 10.9%，相较于欧美市场保有率差异巨大，其中美国相应人均保有率高达 265.3%、185.8% 和 133.7%。而由产业信息网数据看，目前国内城乡每百户家庭小家电保有量分别为 10 件和 5 件，相距美日百户保有量达 22 件的平均水平差距显著。

图3：国内小家电保有量有较大提升空间（件/百户）



资料来源：产业信息网，申港证券研究所

图4：2019 年各国部分小家电保有率情况（%）

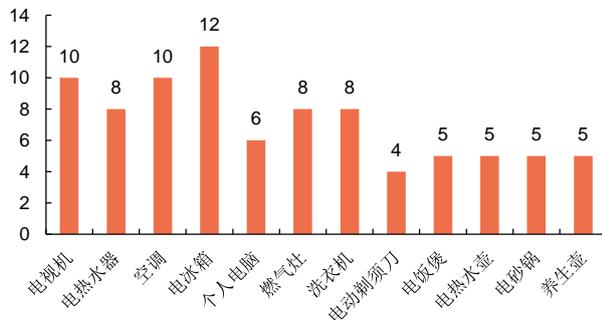


资料来源：Euromonitor，申港证券研究所

另一方面，小家电具备高更换周期的特性，赛道较大家电具较强更新潜力。根据我国《家用电器安全使用年限细则》中的更换周期，相较于白电黑电更换周期达 10 年左右，厨房小家电及个护小家电更换周期仅 4-5 年。更短的更换周期为小家电市场带来更高更新需求，也印证了市场规模具备长效增长的潜力。而根据 Euromonitor

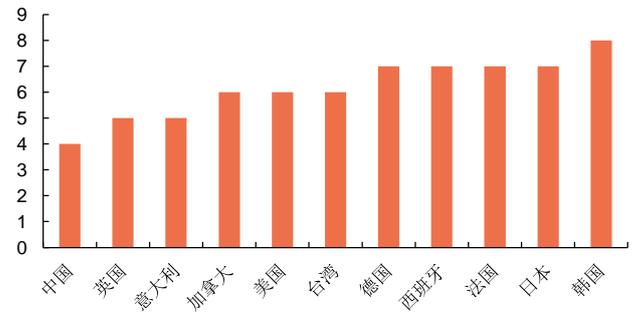
统计, 中国在过去九年间食品加工类小家电更换周期均保持在 4 年左右, 远小于发达国家普遍更换周期的 6-8 年, 这既证明我国市场正处于产品技术高速发展迭代的阶段, 同时高更换频率也印证了市场的高更新需求, 赛道成长性较强。因此多元产品和功能需求、后成长的市场阶段、较快的产品更换周期, 构筑了当下小家电优于大家电的赛道成长性。

图5: 各类家电更换周期情况 (年)



资料来源:《家用电器安全使用年限细则》, 申港证券研究所

图6: 各国食品加工类小家电更换周期 (年)



资料来源: Euromonitor, 申港证券研究所

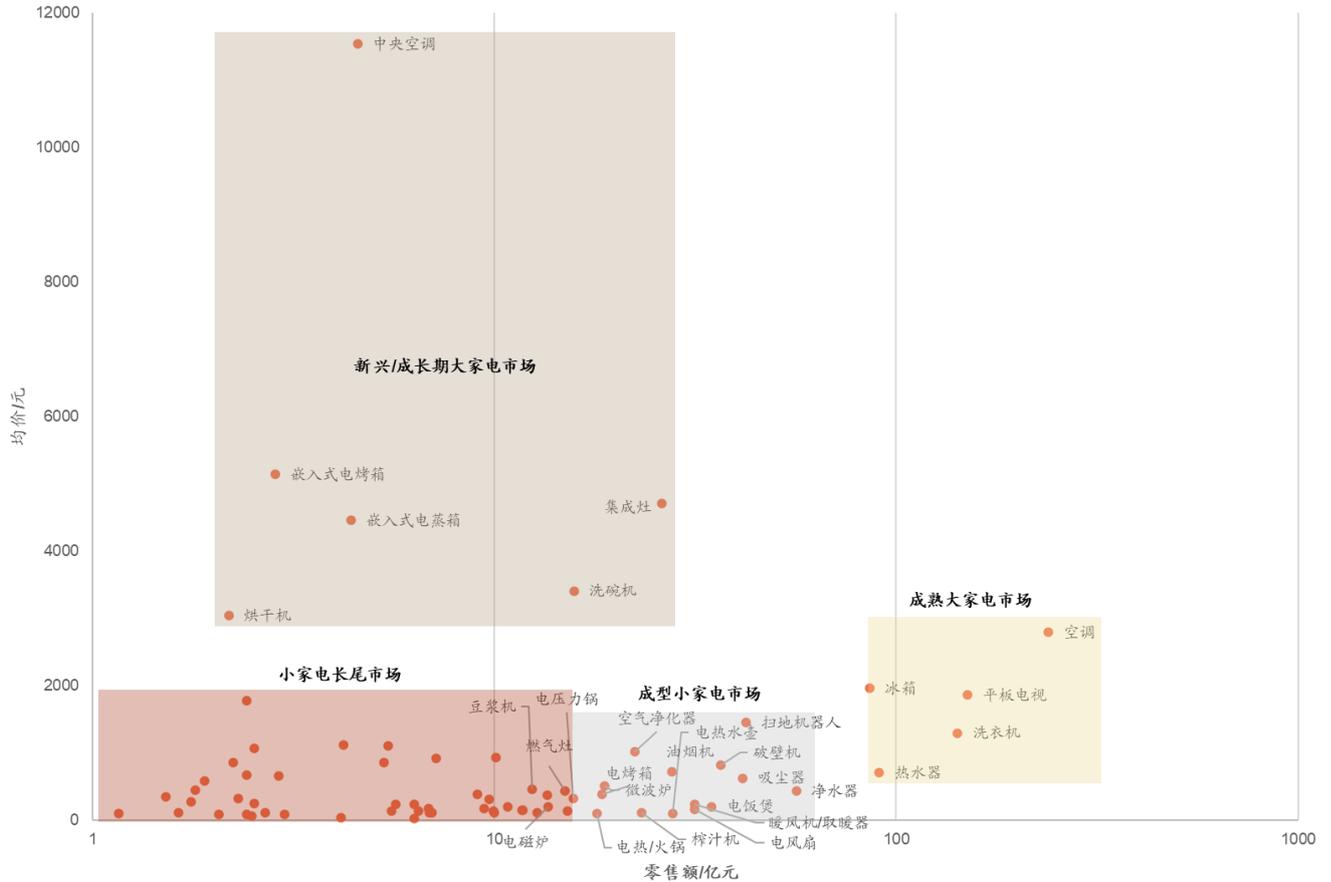
## 1.2 中国小家电长尾市场觉醒 差异化布局筑后来者沃土

目前家电市场自身发展及研究重心, 首先集中于头部的成熟大家电市场, 其次关注于成型小家电龙头, 并开始关注新兴成长期大家电, 却对小规模的众多家电长尾品类的发展及规律探究存在缺失。但众多长尾产品正是继传统小家电普及后的下一崛起赛道, 也正是如小熊电器等后来者得以居上的沃土温床。

以线上全景图看, 当前市场大单品集中于大家电及传统小家电, 小家电长尾市场鲜有关注。我们以淘宝平台 2019 年 4 月到 2020 年 3 月一年内各家电线上数据来全局定位家电产品格局, 因不同品类线上份额差异较大, 对严重依赖线下渠道的品类或存在定位的失真。

- ◆ **成熟大家电市场:** 以空洗冰、电视、热水器等为代表, 平台销售额在百亿级别及以上, 兼具高客单价和庞大市场规模的成熟大家电品类。此外根据奥维 2019 年数据, 各品类中烟灶线上份额最低仅 27%、29.4%, 而空洗冰市场线上占比达 36%、36.1%、38.8%, 小家电更是以线上为主, 因此线上全景图中的大厨电定位偏低, 实际我们认为烟灶规模也较接近成熟大家电范畴。
- ◆ **成型小家电市场:** 代表为市场关注较多、大体量的传统小家电品类, 厨房小家电中电饭煲、热水壶、微波炉等, 生活小家电中的净水器、空气净化器、吸尘器、扫地机等均在此列。其 12 个月平台销售额在 16-55 亿左右, 限于自身客单价 (多在千元以下) 及规模上限 (可选消费未达普及阶段), 单一品类较大家电存在规模级数上的断层。

图7：淘宝平台各类家电产品市场规模分布 (2019.04-2020.03)



资料来源：淘数据，申港证券研究所 注：横轴采用底数为10的对数刻度，以更清晰区分中小规模产品；大家电市场以线下渠道为主，由此淘宝数据看大家电定位存在偏小的失真，尤以厨电中油烟机和燃气灶定位偏小较为严重；零售额及均价均采用2019年4月至2020年3月一年的数据；产品包含淘宝平台下大家电、生活电器、厨房电器等三个品类中销售额过亿的所有产品，但未计入影音电器、个人护理及家庭保健等类型电器。

- ◆ **新兴大家电市场**：是近年在成熟大家电普及后装修过程中推广的大型家电，其客单价均为3000元以上的大型产品，以新式厨电、中央空调、烘干机等为代表，由于发展阶段不同，各品类平台销售额在2-26亿元不等，与成熟大家电规模差距较大，这一类细分产品作为大家电品牌的重要补充和盈利提振的多元化搭配方案，伴随市场教育其规模有望进一步提升。
- ◆ **小家电长尾市场**：除了以上成规模的少数品类市场外，众多小家电品类过去长期处于被忽视的状态，这一产品集群构成了家电的长尾市场。以淘宝平台销售额1-16亿元为范畴具体展开长尾市场的各品类，如养生壶、空气炸锅、打蛋器、电热饭盒等创意小家电，也有体量下滑的豆浆机、榨汁机、电磁炉等传统品类，此外电热/火锅平台受行情波动销售额达到18亿元，但属性上我们也归为长尾概念。此外还有规模在1亿元以下的众多小微品类。

图8：淘宝平台长尾小家电市场规模分布

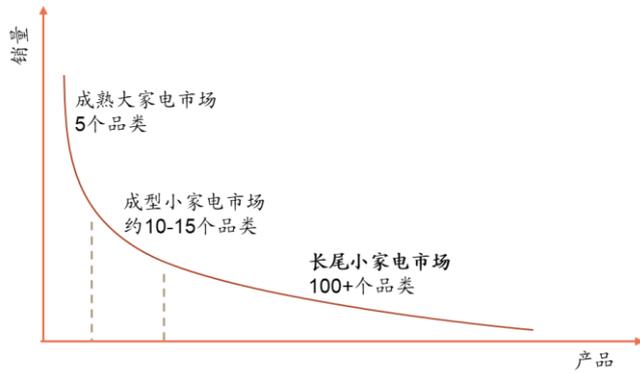


资料来源：淘数据，申港证券研究所 注：即图7中长尾市场部分的展开，具体为平台零售规模介于1亿-16亿之间的品类，价格低于2000元。

由长尾市场的“小与大”，综合构筑可观的市场规模。长尾理论是由克里斯安德森提出的，即只要存储和流通的渠道足够大，需求/销量不大的产品共同占据的市场份额就可以与少数的头部产品所占份额相当乃至更大。其另一角度意义在于富余市场中需求趋向个性化，而能够规模性满足个性化需求的公司最终成为龙头。

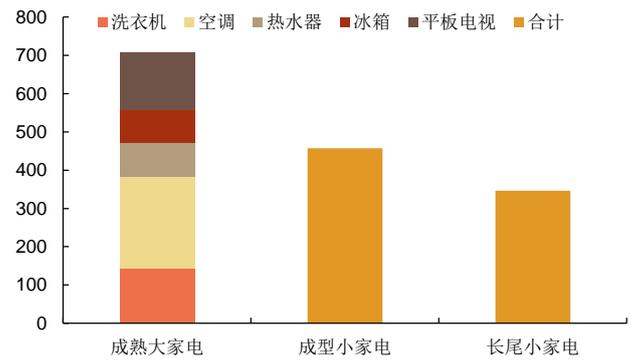
- ◆ 一方面长尾范畴的单一产品本身规模较小，以淘宝平台数据计，长尾产品规模定位在 16 亿元以下，甚至部分不足 1 亿元规模，相较于同口径的头部产品如空调高达 239.3 亿元的规模而言，长尾市场规模较小，市场关注度极低。
- ◆ 另一方面长尾品类众多，相应于市场数量庞大，淘宝数据中介于 1-16 亿之间的小家电品类达有 46 个，低于 1 亿的单独品类则有 30 个，更小的归入“其他”的合并品类则至少 30 个以上，总计过百的长尾品类，数量上远远超出头部品类。
- ◆ “一个小数乘以一个非常大的数字等于一个大数！”长尾小家电淘宝数据合计规模达 346.4 亿元，远超同口径任意单一家电规模，并与包含厨电在内的成型小家电区间总规模同量级，在全家电市场中占比高达 22.9%。事实上为了与小熊电器产品相契合，我们尚未计入淘宝分类中个人护理、影音电器、家庭保健等子行业，否则长尾规模将进一步放大。由淘宝数据各市场对比、产品线上份额偏差、大家电总量数据等粗略长尾小家电全渠道规模可达 1500 亿元。可见长尾小家电具备庞大市场空间，由此土壤发展出的综合性企业同样具有龙头潜力。

图9: 家电市场的长尾模型示意图



资料来源: 申港证券研究所

图10: 长尾小家电合计规模远超各单一头部市场 (亿元)



资料来源: 淘数据, 申港证券研究所 注: 以60亿、16亿两个规模节点划分成熟大家电、成型小家电及长尾小家电三个维度市场

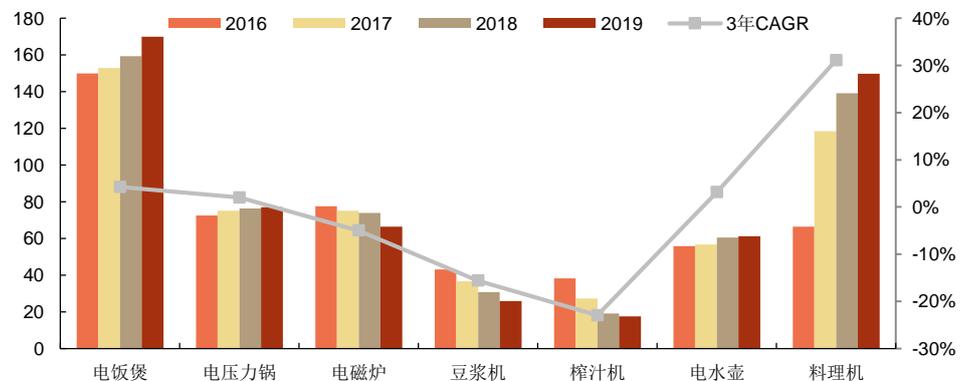
长尾效应实现的基础在于低成本和广渠道，对应小家电市场必须依托线上渠道。

- ◆ **低成本**体现在商品的生产成本和销售成本大幅降低，对于家电而言即柔性化生产及低渠道费用，尤其对销售成本要求较高。这正是我们无法在各类线下门店看到冷门、小众尾部产品的原因，正是线上电商模式成就了长尾发展的可能。
- ◆ **广渠道**则要求商品储存、流通、展示的场地和渠道足够广，同样是只有互联网的普及才造就各小众消费的充分展示，实现选择的多样性。
- ◆ 因此长尾效益正是在线上市场才具实现的可能，对于处于家电长尾赛道的企业而言则需全力发展线上营销模式，这也正是小熊在产品 and 渠道上所进行的成功选择。

相较传统小家电，布局家电长尾市场更易获得赛道成长红利。

- ◆ **传统小家电市场增速多已趋稳。**早期普及的电饭煲、电压力锅、电磁炉、豆浆机、榨汁机、电水壶等传统厨房小家电市场已走过成长期，近三年 CAGR 分别仅为 4.2%、2%、-5%、-15.6%、-22.9%、3.1%，并不具备赛道红利。

图11: 传统小家电市场规模 (亿元) 及复合增速

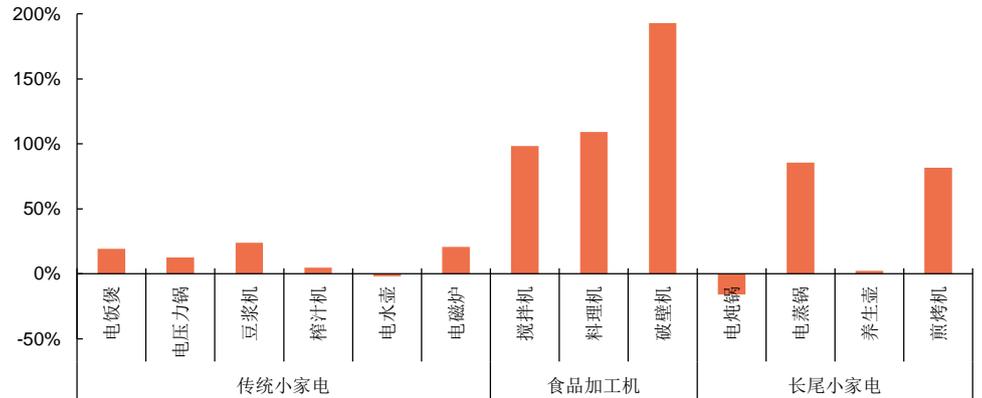


资料来源: 奥维云网, 申港证券研究所

- ◆ **料理机受益技术升级具备长效增长。**传统小家电中仅食品加工类小家电料理机、破壁机等因自身功能技术突破形成代际升级，从而形成长效增速，料理机三年 CAGR 达 31.1%，而在 2020 年 1-4 月疫情期间，食品加工机类产品也保呈现出

100-200%的线上高增趋势。

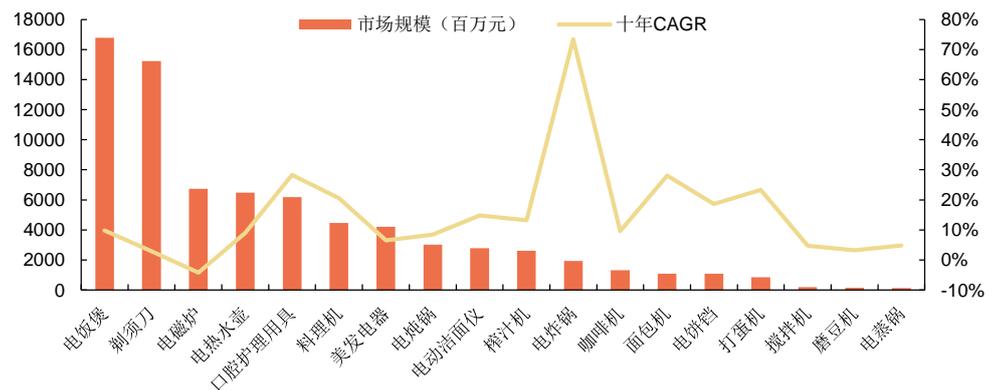
图12: 2020年1-4月各厨房小家电线上销量增速



资料来源: 奥维云网, 申港证券研究所

- ◆ **长尾小家电部分品类享受成长红利。**长尾品类市场多处于低认知度的幼稚期, 易受概念、事件乃至宣传影响而带来市场教育普及, 且冲动消费增速较高。奥维数据显示, 2020年1-4月期电蒸锅、煎烤机线上增速分别高达85.7%和81.8%。苏宁数据在2月5日至3月4日的消费报告中显示电热饭盒销量同比增速1958.6%。其他如空气炸锅、西式果汁机、电烤箱、电火锅等均在疫情期间迎来爆发。因此长尾小家电相较传统小家电市场, 更具备成长潜力, 享受赛道红利。
- ◆ **拉长观察周期, 十年各品类CAGR同样出现分化。**伴随小家电市场规模发展, 传统小家电规模扩张成熟, 增速趋稳, 据Euromonitor数据, 头部的电饭煲、剃须刀、电磁炉、电水壶等CAGR均低于10%, 而长尾市场则因品类需求呈现出不同程度增长, 多品类增速超过20%, 证明其对应需求率先觉醒进入高速成长期。

图13: 2019年中国各小家电品类市场规模及十年CAGR

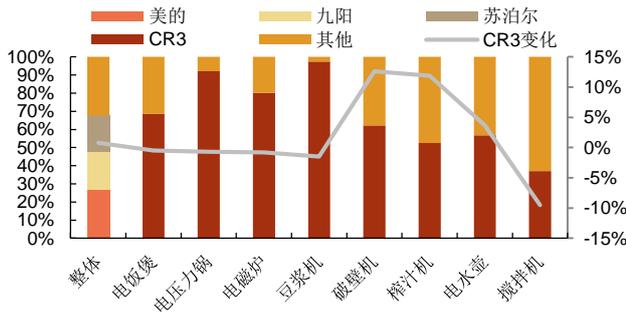


资料来源: Euromonitor, 申港证券研究所

传统小家电“美九苏”格局已趋固化, 发力长尾市场规避正面竞争获得边际成长。

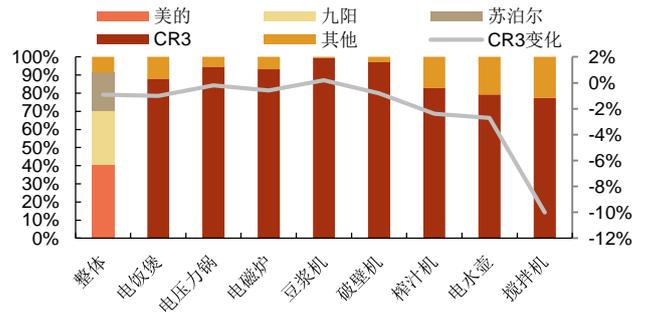
- ◆ **传统小家电“美九苏”寡占, 竞争成本高昂。**2019年传统小家电市场中, 美九苏CR3线上合计占比67.6%, 线下更是高达92.1%, 部分品类渠道CR3更是高达97%以上。传统小家电CR3寡占状态已持续多年, 不论“美九苏”抑或中小玩家, 想要扩大份额需要投入庞大, 面临激烈竞争。

图14: 2019年传统小家电品类 CR3 线上市占率高 (%)



资料来源: 奥维云网、申港证券研究所 注: 整体市场指包含电饭煲、电压力锅、电磁炉、豆浆机、破壁机、榨汁机、搅拌机等在内的市场, CR3 即美九苏

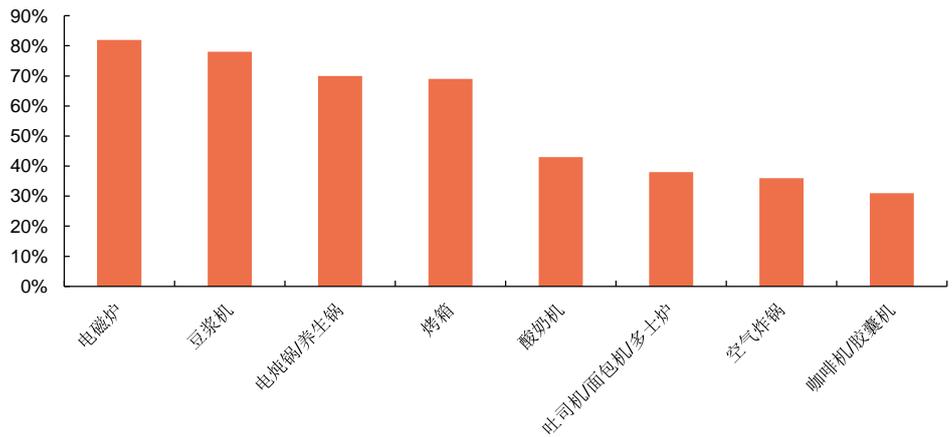
图15: 2019年传统小家电品类 CR3 线下市占率高 (%)



资料来源: 奥维云网、申港证券研究所 注: 整体市场指包含电饭煲、电压力锅、电磁炉、豆浆机、破壁机、榨汁机、搅拌机等在内的市场, CR3 即美九苏

- ◆ **长尾小家电规避头部竞争, 成长期投入更易占据边际份额。**根据艾瑞调查数据, 厨房小家电用户样本中拥有电磁炉、豆浆机等传统小家电比例分为 82%、78%, 而长尾品类酸奶机、多士炉、空气炸锅、咖啡机等拥有比例仅 30-40%, 市场饱和度和度低。尤其在定义创意新品的早期阶段, 可充分规避头部竞争, 同等投入下更易抢占边际份额。

图16: 2019年单一功能厨房小家电用户拥有比例调查



资料来源: 艾瑞 iClick 调研数据, 申港证券研究所

总体而言, 伴随我国家电市场的普及发展, 小家电呈现全面发展趋势。伴随着小家电线上渠道成为主导, 过去市场关注度低的长尾市场规模得以释放, 形成独有的赛道及竞争红利, 小规模、大数量的创意小家电与线上模式的结合, 使其中后来者有望实现长尾效应, 成就新物种的小家电龙头, 而这也正是我们所讨论的小熊电器的主要特征。

## 2. 产品端: 多元化广覆盖深耕需求 积累长尾协同优势

### 2.1 公司发展四阶段的选择成就其独特定位

追溯公司发展过程中的选择与布局, 可将其先后经历分为四个阶段, 前期定位创意小家电, 成长期全力布局线上销售, 品牌积累下形成独特研产销架构, 最终成就当下“创意小家电+互联网”的独特优势。

**初创阶段 (2006年-2008年), 定位创意小家电的产品战略确立:** 这一期间家电大战收尾, 白电三龙头格局确立, 而传统小家电美的、苏泊尔、九阳等已入局数年。在当时竞争环境下, 小熊将产品定位在创意小家电, 即在彼时入局家电长尾市场, 规避直接头部竞争, 以酸奶机、煮蛋器、电蒸锅、电炖盅等产品发家。正是其早期长尾产品定位并一以贯之, 为后续长尾市场份额积累及高速成长打下坚实基础。

**发展创新阶段 (2008年-2013年), All in 线上渠道的探索创新:** 在初创期公司是线上线下同时开展销售, 随后对比后选择将重心放在线上市场。08年之后正是我国电子商务由雏形到爆发的高速发展期, 公司这一阶段将营销 All in 在线上市场, 并先后探索提出“网络授权分销”的电商销售模式及经销代发货模式。

- ◆ “网络授权分销”使公司成为淘宝网最早实行网络授权销售模式的小家电厂商之一, 渠道广覆盖下迅速使产品初期需求扩大, 从而提升销售份额;
- ◆ 经销代发货则是针对其长尾产品布局, 为解决产品供应链压力、降低供应成本而进行的模式创新, 进一步优化了经销商的营销资源, 释放了长尾产品的效益。
- ◆ 历经发展创新阶段, 公司构建了较为完善而具备优势的线上营销体系, 在电商红利爆发过程中得以乘风而上, 销售规模获得飞跃式提升。

**巩固提升阶段 (2013年-2019年), 优化品牌形象, 完善的组织管理体系巩固成型。** 这一期间公司进一步规范优化了“小熊”形象, 年轻化、萌颜值、体贴等品牌辨识度得以加强, 同时研产销协同体系得到完善成型, 并确立了线上为主、线下为辅的全渠道模式, 实现了品牌、产品、销售规模的良性积累。

**全面升级阶段 (2019年至今), 上市资源推动品牌、生产、管理提速升级, 开启长尾新物种的龙头之路。** 成长积累下公司于2019年8月成功上市, 其品牌形象得以全面曝光, 使其在细分市场品牌积累的基础上加速助力形象升阶, 影响力可类比浙江美大初上市后在集成灶市场的地位强化。同时 IPO 资金注入推动其生产能力、运营管理能力、科研能力跨步升级, 结合公司“创意小家电+互联网”战略优势, 开启长尾土壤下的龙头之路。

图17: 小熊电器成功上市带来品牌关注度的大幅提升

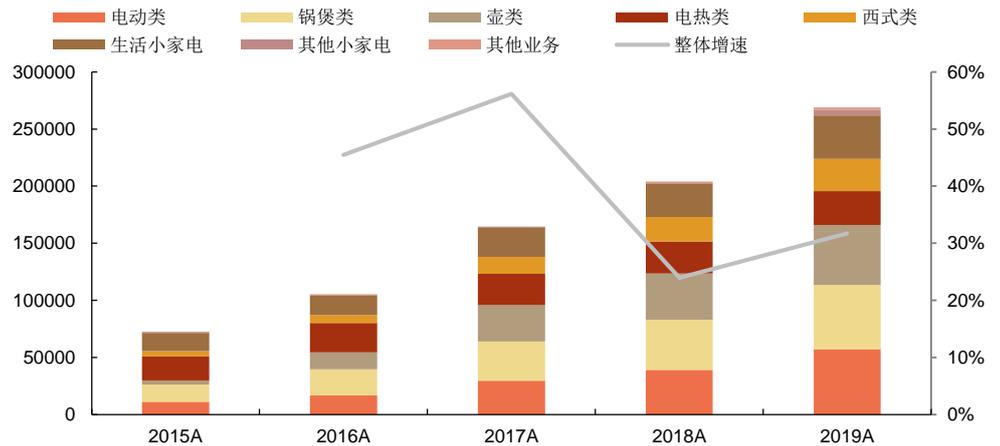


资料来源: 百度指数, 申港证券研究所

## 2.2 高分散度多元化产品布局实现广覆盖

公司实行多元化产品布局，以厨房小家电为主、生活小家电辅助。公司以厨房小家电为核心，下分电动类、锅煲类、壶类、电热类、西式类五项，结合生活小家电共六大类业务，同时其他小家电开拓尝试，广泛开拓、充分覆盖小家电长尾市场。这一多元战略下在长尾市场形成合力，2019 年实现营收 26.9 亿元，15-19 年 4 年 CAGR 高达 38.8%。

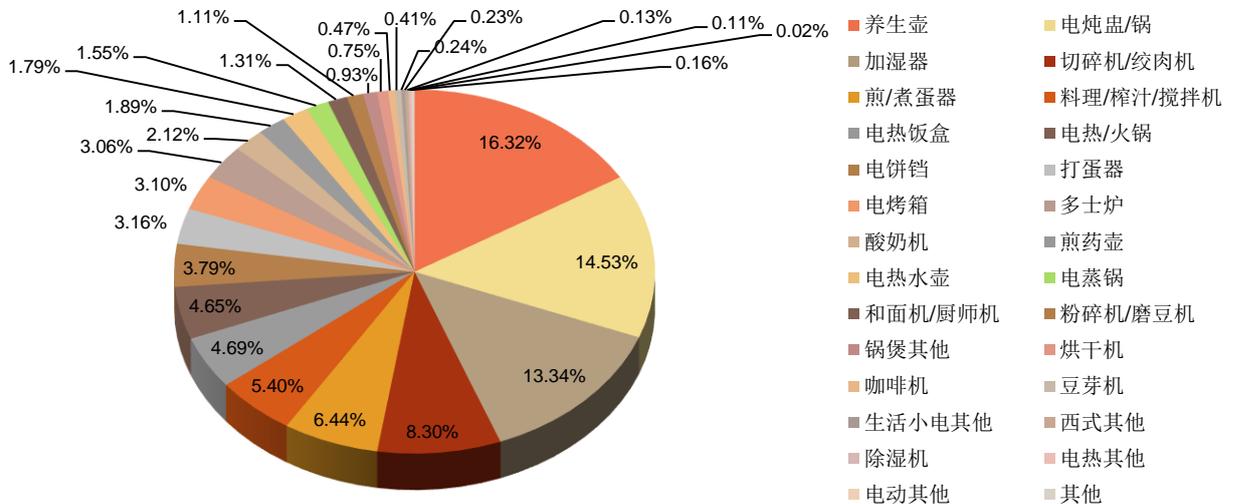
图18：小熊电器各主营业务收入及增速变化



资料来源：公司公告，申港证券研究所

细分产品多样化业务高度分散，广泛覆盖长尾市场。公司在厨房小家电、生活小家电、其他小家电 3 大品类下，划分 6 大类业务，并细分 27 小类(不含其他小家电)。不同于传统的大单品模式，公司单一小类产品收入最高的养生壶占比也仅 16.3%，除养生壶、电炖盅、加湿器外剩余 24 小类业务占比均低于 10%，业务高度分散。至 2019 年底公司有高达 400 款以上型号产品在售，且每年开发新品 100 款以上，从而实现对产品众多的小家电长尾市场的广泛覆盖。

图19：小熊各产品销售额比例分散度较高 (2018)



资料来源：招股说明书，申港证券研究所

图20: 公司主要产品营收占比情况 (2018)



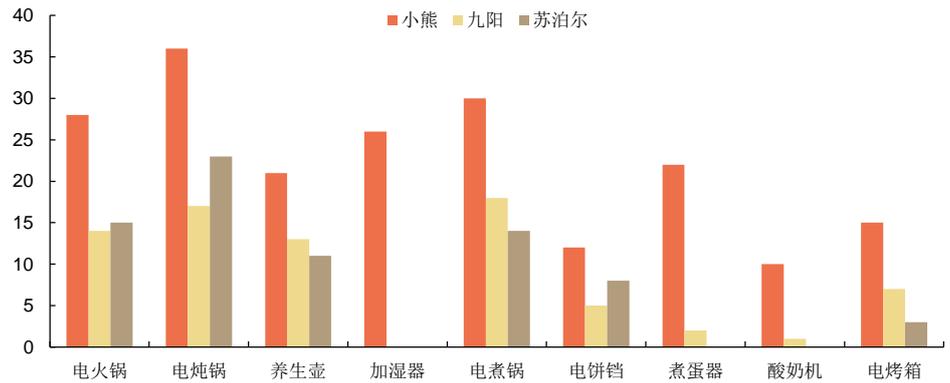
资料来源: 招股说明书, 申港证券研究所

### 2.3 深耕需求 由性价比、年轻化、高颜值打造产品形象

在产品多样化广度覆盖的同时, 公司深耕产品细分需求, 丰富产品密度满足多场景需求。

- ◆ **密集化 SKU 满足细分需求。**对比不同品牌在各类创意小家电布局, 小熊 SKU 量约为其他竞争对手的两倍及以上, 以更丰富的产品功能设计深挖不同场景的细分需求, 这也正是其在家电长尾市场的核心优势所在。

图21: 小熊与九阳、苏泊尔部分小家电 SKU 数量对比



资料来源: 小熊电器官网, 九阳股份官网, 申港证券研究所

- 以煮蛋器为例, 公司深挖用户多场景需求。不同于传统煮蛋器单一蒸煮功能, 小熊在煮蛋器这一小产品下布局了 20 余款产品, 根据鸡蛋成品需求设计的温泉蛋机、大容量可同时蒸煮多类食材的双层煮蛋器、满足预设规划的定时煮蛋器, 从而在丰富的场景下深度挖掘用户需求, 构筑产品功能优势。

图22: “煮蛋器”为例深挖客户需求



资料来源: 申港证券研究所

从全局看, 公司以“需求导向”进行新品设计, 其众多品类的细分逻辑繁多而细致, 难以一一展开。而归纳其对用户需求的产品定位特点, 至少包含高性价比、年轻化、重颜值等三大特色。

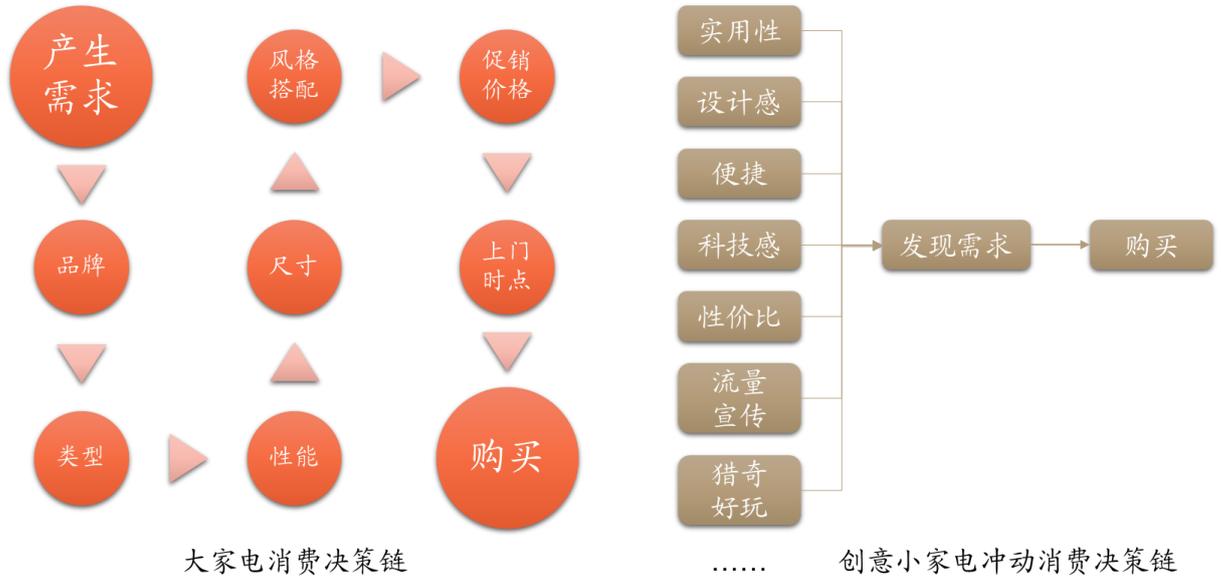
### 2.3.1 专注性价比 低价实用引导冲动消费

长尾小家电产品具备更高冲动消费潜质。不同于刚需的大家电, 作为可选消费的小家电产品具备冲动消费倾向, 而其中位于市场普及早期、客单价较低的长尾小家电则具备更强的冲动消费潜质, 体现在更易受单一因素触发、决策周期更短、对比竞品更少。

- 小家电具备更短决策链, 更易触发冲动消费。冲动消费触发的难易程度在于其决策链的长短, 大家电因客单价高、功能要求高、使用周期长、配送安装难度大等特点, 其决策链需经历品牌、类型、性能、尺寸、风格、价格、上门时点等多环节对比判断, 决策倾向串联思考, 在长链决策过程中极大抑制了冲动消费的可能; 反观小家电功能要求低、购买成本低、试错代价小, 更容易在设计、科技感、性价比、便捷性乃至好玩的驱动下, 因某单一因素触发冲动消费, 是倾向并联思

考的短决策流程。

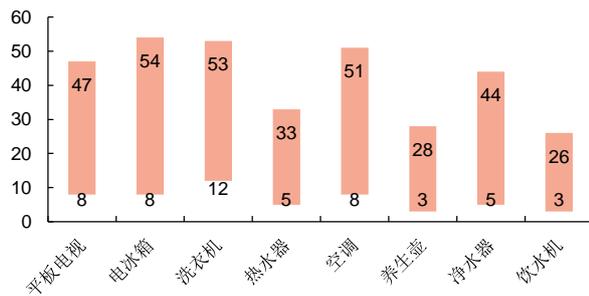
图23：大家电消费及创意小家电冲动消费决策链示意图



资料来源：申港证券研究所

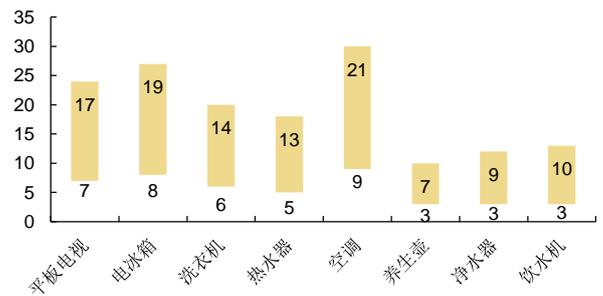
- ◆ **长尾小家电决策周期更短。**据阿里妈妈对 2019 年双十一促销行为的梳理，在促销期消费者购买冰洗空、电视等大家电的决策周期可长达 8-50 天左右，而针对养生壶、饮水机等长尾小家电，决策周期仅需要 3-28 天。
- ◆ **长尾小家电决策时对比竞品数量更少。**在决策过程中白电彩电等大家电往往需要对比 10 余个乃至 20 个竞品才能最终确定购买，而如养生壶一类小家电仅对比 3-7 个竞品即直接完成选购。

图24：双十一促销中消费者购买不同家电的决策周期（天）



资料来源：阿里妈妈，申港证券研究所

图25：双十一促销中消费者购买不同家电时对比竞品数（个）



资料来源：阿里妈妈，申港证券研究所

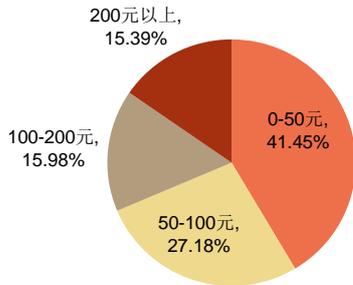
小熊产品坚持高性价比战略，直接高效刺激冲动消费。低价促销是最直接也最基础的消费刺激手段，而小熊产品的定价区间及相对价格优势，为公司在长尾市场持续带来高效的冲动消费效益。

- ◆ **200 元大致为冲动消费的刹车线。**根据卡思数据，抖音好物榜的价格分布基本集中于 200 元以下，0-50 元/50-100 元/100-200 元价位段占比分别为 41.5%、27.2%、16%，合计占比达 84.6%，可见虽然抖音商品价格覆盖较广，但在短视频、直播等推广模式下的冲动消费高度集中在 200 元以下的低价区间，由此判断 200 元

大致为多数商品冲动消费的刹车线。

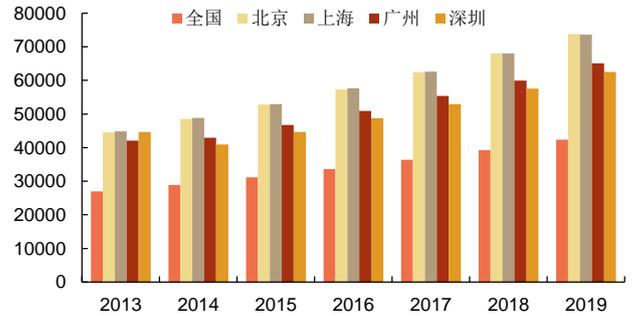
- ◆ **城镇居民可支配收入较高，低试错成本保证冲动消费热度。**近年居民可支配收入持续提升，至2019年城镇整体可支配收入达42359元，其中北上广深居民可支配收入分别达到73849元、73615元、65052元、62522元，即月均5000-6000元的可支配收入。价位100元上下商品，在收入总量下冲动消费试错成本低廉，相当于一顿聚餐、一场电影，由此高性价比的冲动消费市场得以保持高热度。

图26：200元是用户冲动消费的刹车线：抖音好物榜价格分布



资料来源：卡思数据，申港证券研究所

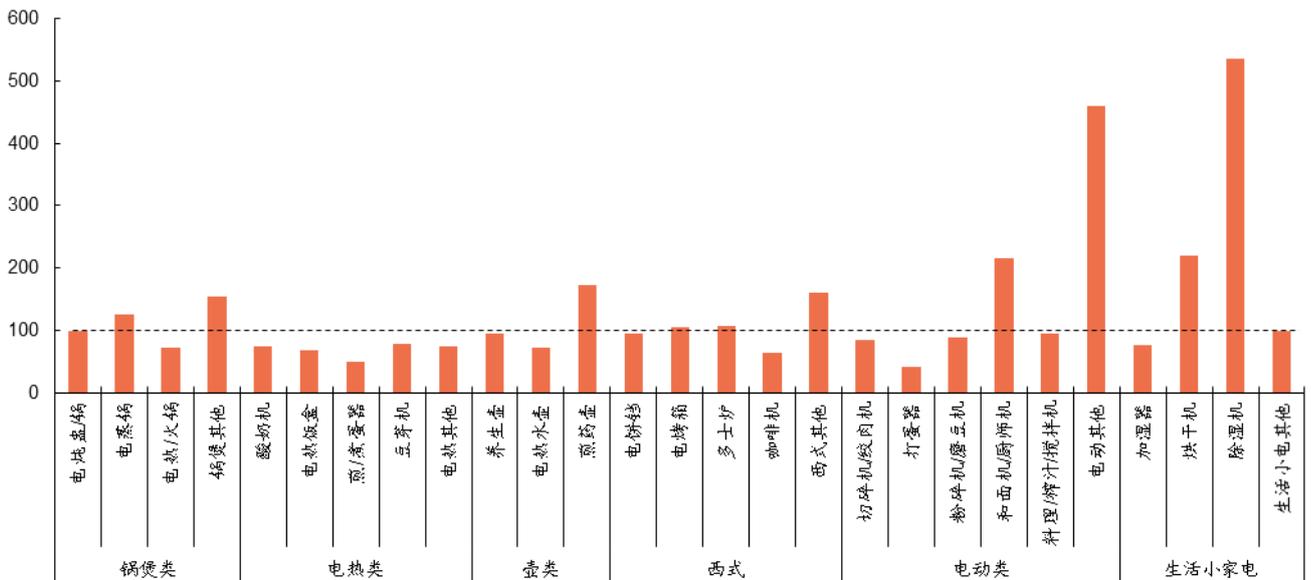
图27：全国及一线城市城镇居民人均可支配收入（元）



资料来源：国家统计局，申港证券研究所

- ◆ **小熊产品出厂均价大多100元以下，锚定冲动消费高热区间。**在小熊电器27个小类产品中，高达17个小类出厂均价在50-100元之间，6小类均价在100-200元之间，另有2类均价仅略高于200元，真正远高出冲动消费刹车线品类仅有2个。考虑小类统计中既有线上直销模式，也有包含经销商/电商平台等中间环节的模式，而后者终端售价在出厂价基础上存在一定加价率，因此产品实际零售均价有小幅上调，但整体来说，公司绝大部分产品定价均在冲动消费的高热区间。

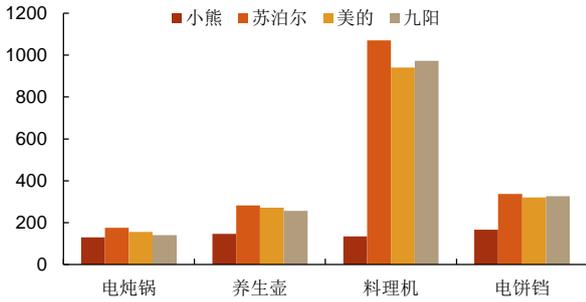
图28：小熊各类产品均价大多在100元左右（单位：元）



资料来源：招股说明书，申港证券研究所

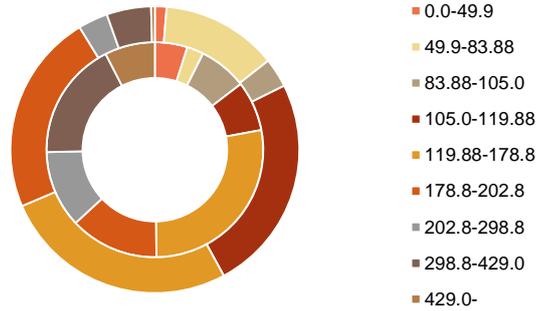
- ◆ **小熊价格较其他品牌更具优势。**据奥维云网20Q1数据，小熊的电炖锅、养生壶、料理机、电饼铛等多类产品具有更高性价比，其他竞品价格均高于小熊，价格增幅在8%-693%不等，同类性能下更高性价比推动消费冲动向小熊倾斜。

图29: 各品牌部分小家电产品均价对比



资料来源: 奥维云网, 申港证券研究所

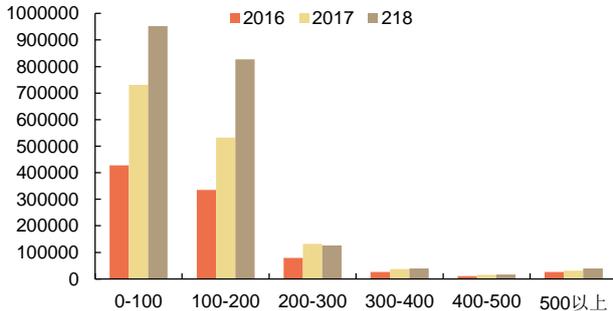
图30: 小熊厨房旗舰店产品价格占比及相应价格段销量占比 (内: 产品数 外: 销量)



资料来源: 淘数据, 申港证券研究所 注: 选取淘宝平台运营时间最久、粉丝群体最高的小熊厨房旗舰店以获取大数据体量。

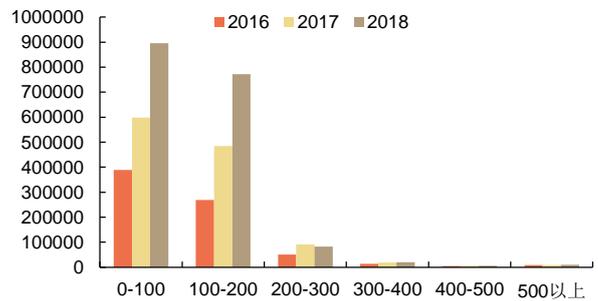
- ◆ **旗舰店低价产品占据主要份额。**从实际店铺销售结构分布也印证了高性价比冲动消费在营销中的主导位置。由淘宝平台公司运营最久、粉丝群体最大的小熊厨房旗舰店 2020 年 4 月数据, 商品定价分布看 200 元以下占比小于 63%, 但销量结构看 100 元以下、200 元以下占比分别高达 91.3%, 其中 100-200 元商品数量约 48.5%所带来的销量占比则高达 73.6%, 低价产品占据主导地位。

图31: 公司线上直营模式不同价格段的购买次数



资料来源: 招股说明书, 申港证券研究所

图32: 公司线上直营模式不同价格段的客户数量



资料来源: 招股说明书, 申港证券研究所

- ◆ **直营店销售价格段主要集中于 200 元以下区间。**公司线上直营模式数据显示, 不论购买次数或客户群体均主要集中在 0-200 元区间, 至 2018 年公司 0-100 元、100-200 元的直营购买次数分别为 95.2 万、82.8 万次, 占直营总次数的 47.6% 和 41.4%; 同期客户数量在 0-100 元和 100-200 元区间为 89.6 万、77.1 万人, 占比分为 50.2% 和 43.2%。高性价比定位引导关注度和消费热情, 实现冲动消费。

### 2.3.2 聚焦年轻群体 为单身经济做“一人食”全品布局

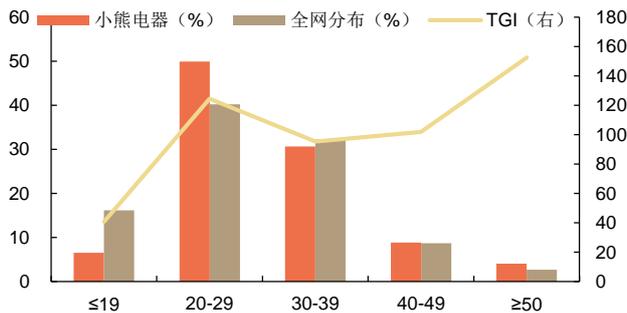
小熊电器受众群体更多集中于 20-29 岁人群。

- ◆ **20-29 岁关注群体占比最高。**根据百度搜索指数, 关注“小熊电器”的人群中 20-29 岁年龄段占比高达 49.9%, 次之 30-39 岁人群占比达 30.7%。
- ◆ **整体中国厨房小家电用户年龄峰值出现在 30-40 岁,**小熊受众年龄结构更倾向年轻化。根据艾瑞对中国使用厨房料理小家电用户的调查, 主要用户群集中在 30-40 岁达 43%, 次之 20-30 岁占比 37%, 相对整体以中青年为主, 小熊受众的

龄结构更年轻化。

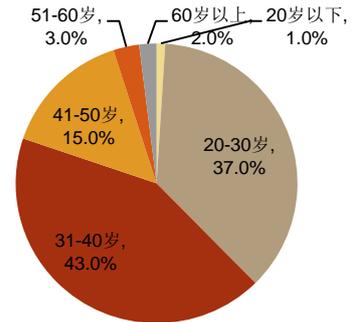
- ◆ **关注小熊的 20-29 岁及 50 岁以上人群 TGI 最高，为品牌高契合年龄段。**考虑到全网网民结构整体分布存在集中，我们可用目标群体指数 (TGI) 来判断品牌的契合群体。这里  $TGI = \text{关注小熊电器某一年龄段人群比例} / \text{全网对应年龄段人群比例} * \text{标准数 } 100$ ，即  $TGI = 100$  为平均水平，而小熊电器在 20-29 岁年龄段 TGI 高达 124.5，50 岁以上人群 TGI 则高达 152.5，显著高于市场平均。倾向年轻场景的功能、颜值设计，以及高性价比带来的优惠刺激，最终成就了小熊品牌在年轻群体和高龄群体中的品牌契合度。

图33：小熊电器百度指数人群画像



资料来源：百度指数，申港证券研究所

图34：2019年中国厨房料理小家电用户年龄分布情况



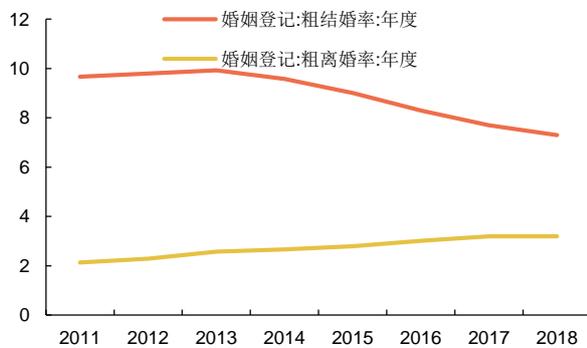
资料来源：艾瑞咨询，申港证券研究所

- ◆ 小熊产品受众的年轻化倾向，与其产品设计高度契合年轻人群使用家电的场景需求密切相关。而其中年轻人群家电消费习惯的最主要变化即来自单身经济的崛起。

单身人口规模正在持续增长，单身群体逐步成为常态。

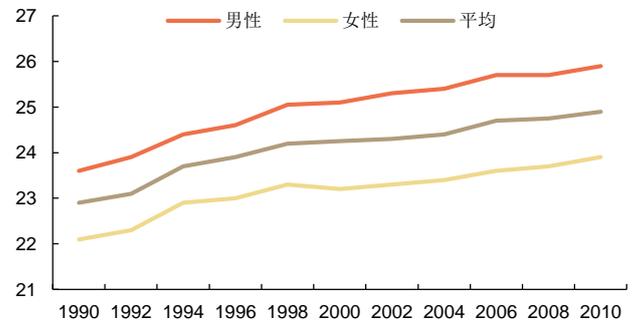
- ◆ **近年结婚率下降，离婚率上升。**据民政局数据，至 2018 年粗结婚率仅 7.3%，较 2013 年下滑 2.62pct；而 2018 年粗离婚率达 3.2%，较 2011 年提升了 1.07pct。
- ◆ **初婚年龄持续后延。**自 1990 年以来，中国男女的初婚年龄分别由 23.6 岁和 22.1 岁持续后延，至 2010 年已分别后延了 2.3 岁和 1.8 岁达到 25.9 岁和 23.9 岁。另据前瞻研究院口径，至 2017 年中国女性平均初婚年龄已达 25.7 岁。

图35：我国粗结婚率与粗离婚率比例变化 (%)



资料来源：民政局，申港证券研究所

图36：中国初婚年龄持续增加

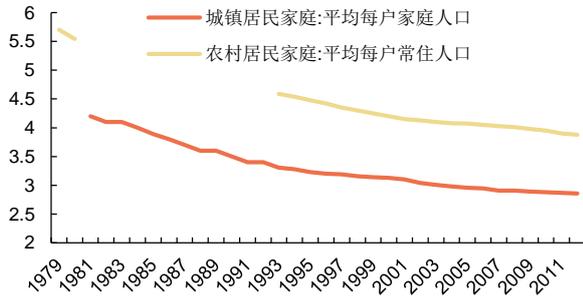


资料来源：民政局，申港证券研究所

- ◆ **城乡家庭户均规模趋向小型化。**我国城镇家庭户均人口 30 年间由 4.2 人下滑至 2012 年的 2.86 人，农村户均人口更是由 5.7 人下滑至 3.88 人，一方面单身人口占比增加，另一方面前期计划生育影响、后续育儿成本上升动力下滑，综合导致

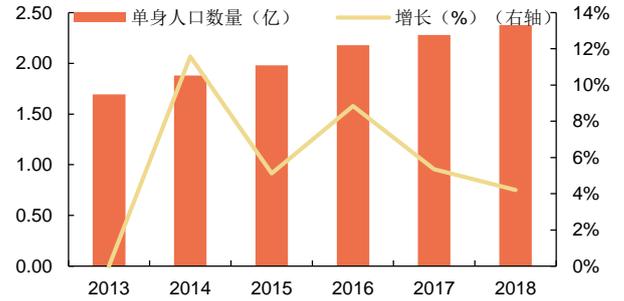
家庭趋向小型化。

图37: 城乡家庭户均人口减小趋向小型化



资料来源: 国家统计局, 申港证券研究所

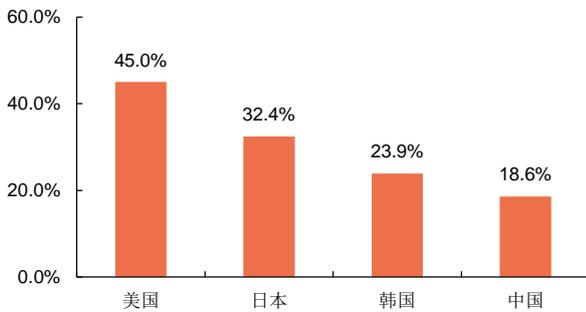
图38: 单身人口数量及增速



资料来源: 前瞻产业研究院, 申港证券研究所

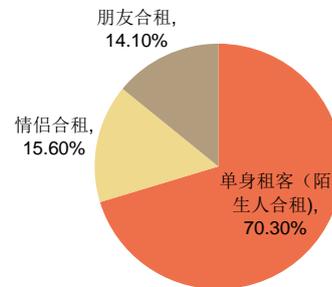
- ◆ 前序各类因素导致, 单身人口规模持续扩大。据前瞻产业研究院数据, 2018 年单身人口已达到 2.38 亿人, 5 年 CAGR 高达 7%。而民政局数据也判断至 2018 年单身人口已突破 2 亿, 独居成年人口超过 7700 万。
- ◆ 单身人口规模后续可能进一步扩张。根据前瞻产业研究院数据, 2018 年中国单身人口比例为 18.6%, 事实上如扣除未成年及高龄人群的基数, 我国中青年单身比例将远高于这一统计值。而同期美国、日本、韩国等国家单身人口占比分别高达 45%、32.4%和 23.9%。伴随着经济发展, 个人经济实力增强, 离婚、晚婚、单身主义的持续发酵, 中国的单身人口比例后续可能进一步增加。因此说, 单身消费者已成为主流消费群体之一, 并有规模进一步扩大的趋势。

图39: 2018 年发达国家与中国单身人口比例对比情况



资料来源: 前瞻产业研究院, 申港证券研究所

图40: 租房群体分布情况

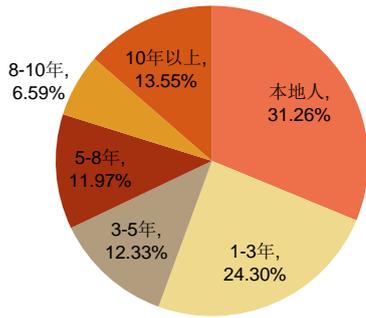


资料来源: 珍爱网, 申港证券研究所

单身住户已成为主流租客群体, 深刻影响小家电使用习惯。

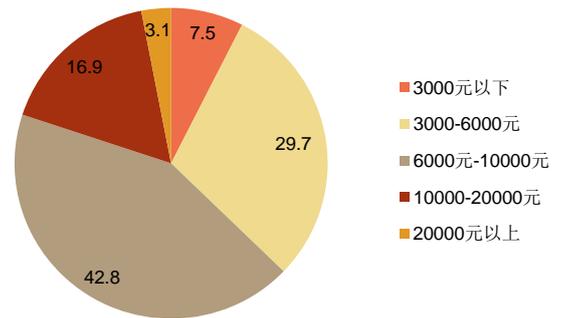
- ◆ 根据珍爱网调查, 在租户群体中, 单身租客(含与陌生人合租)的比例高达 70.3%, 情侣合租、朋友合租的比例分别仅 15.6%和 14.1%, 这意味着众多个人化小家电的使用者仅限一人。
- ◆ 同时单身租客中属于“城漂”(非本地人)占比高达 68.7%, 且城漂 3 年以上的租客占比高达 44.4%, 较长在外独居使其配置个人小家电的驱动力进一步增强。

图41: 单身租客“城漂”时间



资料来源: 珍爱网, 申港证券研究所

图42: 单身群体每月人均可支配收入情况 (%)

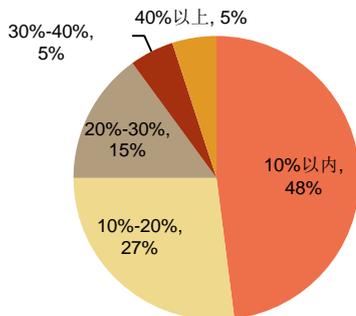


资料来源: 速途研究院, 申港证券研究所

另一方面, 单身群体具有较强的消费能力。

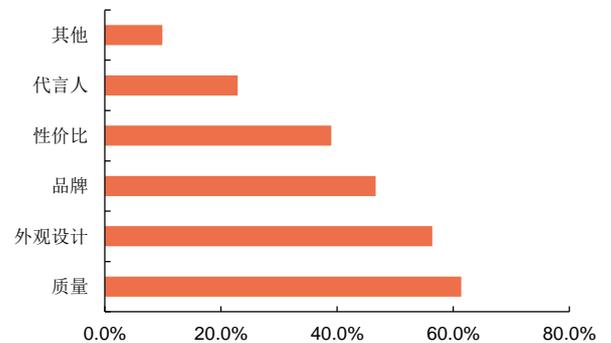
- ◆ **单身群体可支配收入较高。**根据速途研究院数据, 单身群体中每月可支配收入3000-6000元、6000-10000元、10000-20000元的人群占比分别为29.7%、42.8%和16.9%。相对两人以上家庭而言, 单身人群背负债务的比例较轻, 使其实际可支配收入高企。
- ◆ **房租占单人租客工资比例较低, 较多闲置资金流入消费。**据珍爱网统计, 单身租客中“房租占工资比例10%以内”的人群比例高达48%, 而“房租占工资比例30%以内”的人群比例更是高达90%, 剥离较低的住宅成本后, 单身群体有大量闲置资金可流入消费方向。

图43: 单身租客房租占月工资比例



资料来源: 珍爱网, 申港证券研究所

图44: 单身群体选购物品时看重的因素

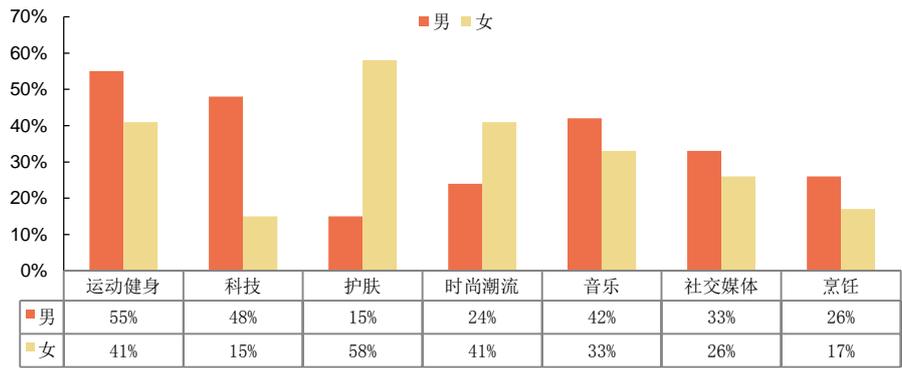


资料来源: 速途研究院, 申港证券研究所

单身消费偏好烹饪、重质量、重外观, 而最本质痛点在于单人需求量。

- ◆ 据英敏特统计, 中国不同性别的单身消费者偏好中烹饪为其中之一, 男女烹饪偏好分别为26%和17%, 此为厨房小家电的消费驱动之一。

图45：中国不同性别单身消费者偏好对比

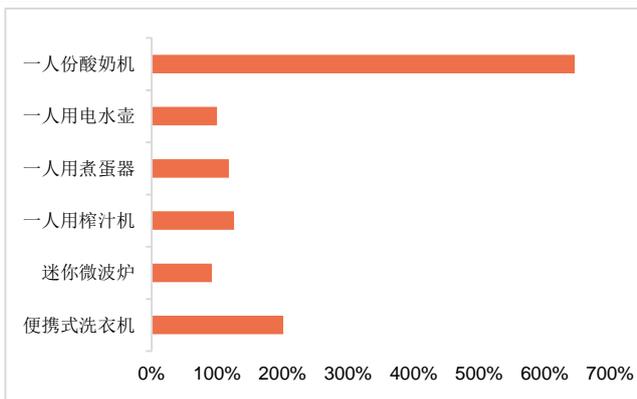


资料来源：英敏特，申港证券研究所

- ◆ 据速途研究院统计，单身群体购物看重要素中，对质量与设计的重视程度居前，分别占比 61.4%和 56.4%。
- ◆ 而事实上，单身消费品最本质的需求痛点就在于单人需求量。以小家电为例，如使用经典的 3-5 人量的电饭煲、料理机，乃至常规的锅灶、蒸烤箱，对于独居者而言即是小家电购买成本上的浪费，也是烹饪食材、精力上的浪费，并造成心理上及使用频次上的排斥。因此“一人食”类家电在单身经济下存在强烈需求。

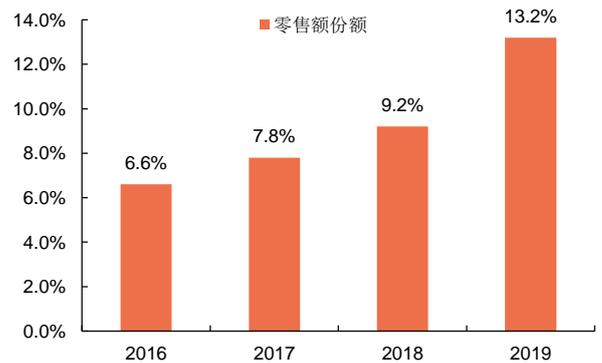
单身消费下“一人食”小家电市场爆发。根据阿里妈妈统计，两年内一人用家电订单量高速增长，一人用酸奶机、电水壶、煮蛋器及迷你微波炉、便携式洗衣机增速分别高达 646%、100%、118%、126%、92%和 201%。而据奥维云网数据，线上小容积的电烤箱的市场份额由 2016 年的 6.6%提升至 2019 年 13.2%实现占比翻倍，可见小容积“一人食”家电的细分需求持续高增。

图46：两年内“一人食”家电产品订单量高速增长



资料来源：阿里妈妈，申港证券研究所

图47：线上单功能小容积电烤箱零售额份额变化



资料来源：奥维云网，申港证券研究所

小熊产品全面布局“一人食”家电，广泛产品布局深挖年轻人群需求。

- ◆ 小熊针对单身场景进行新品开发，现有“一人食”产品包括了电煮锅、电饭煲、养生杯、豆浆机、破壁机、煮蛋器、电烤炉、绞肉机、电炖盅、热水壶、多士炉等众多家电产品，完备的产品布局印证了公司在年轻化需求挖掘上的多年深耕。

图48: 小熊电器各类“一人食”产品



资料来源: 天猫商城, 申港证券研究所

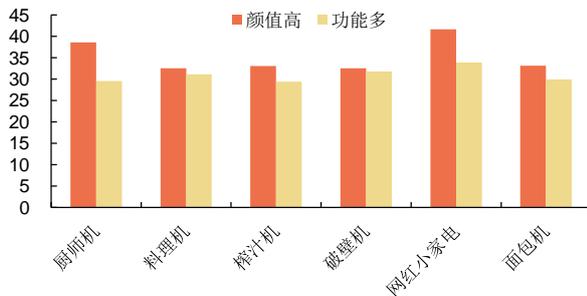
- 事实上公司早在多年前即以学生宿舍场景、单身场景、二人情侣场景为痛点进行需求挖掘、产品设计, 多元细分布局下形成产品联动效果, 并在年轻群体中形成良好品牌力。伴随学生党、初入职场者消费能力增强, 公司积累了大量优质、上升期的用户粉丝群体, 进而具备持续扩大的消费购买力和品牌张力。

### 2.3.3 颜值至上驱动下公司高度重视外观设计

高颜值小家电热度及销售推广上具备较强优势。产品的高颜值带动消费青睐是市场近年的共识。

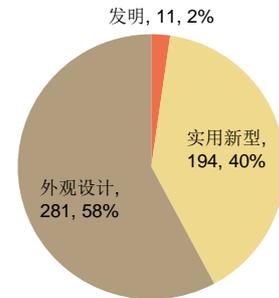
- 根据艾媒统计, 2019年消费者对厨师机、料理机、榨汁机、破壁机、网红小家电、面包机等具高颜值属性的产品关注度达到 32%-42%, 甚至较具备多功能属性的产品平均高出 1-9pct。高颜值直接左右市场推广。
- 此前图 44 中也证明, 单身的年轻人群在消费时对外观设计的看重高达 56.4%, 消费者愿意为产品外观付出更高溢价。

图49: 2019年消费者对厨房小电器颜值功能关注度 (%)



资料来源: 艾媒数据中心, 申港证券研究所

图50: 小熊电器已有专利结构 (项目数, 比例)



资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

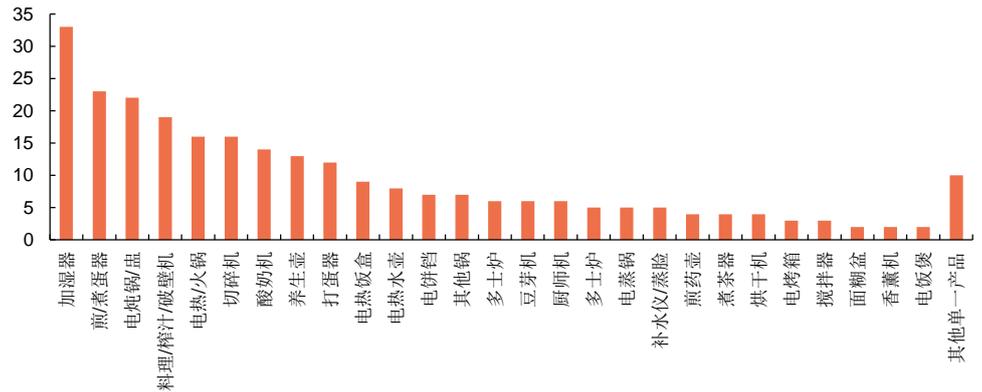
- 而根据 CBNData 对比高颜值婴童用品与其他同类产品, 201707-201906 两年间高颜值产品销量增速达 46%, 较其他产品增速高出 34pct, 颜值优势带来更高竞

争优势。

公司在外观设计上深度创新，各产品设计成果显著。

- ◆ 从专利结构看，小熊尤为重视产品外观设计，上市时共计 486 项专利中，外观设计达 281 项，占比高达 58%。可见公司在设计上的投入力度，这一专利结构与小熊所定位的 50-200 元主体的长尾市场密切相关，低价市场所需核心发明专利相对较少，而设计创新成果则更利于在长尾市场中创造冲动消费，获得高边际收益。

图51：小熊电器各产品的外观设计专利数量



资料来源：招股说明书，申港证券研究所

- ◆ 具体到小类，多产品外观设计专利超 10 款，最多的加湿器产品外观设计专利更高达 33 项，公司为不同场景设计了契合外观，从而保证了消费者闭环选择。

图52：小熊电器荣获众多设计类奖项

序号	荣誉称号	颁发机构	年度
1	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、慧聪家电网	2013
2	中国工业设计十佳创新型企业	中国工业设计协会	2013
3	中国设计红星奖	中国设计红星奖委员会	2013
4	广东厨卫电器产品技术创新奖	广东省家电商会	2015
5	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
6	AWE 艾普兰奖-产品奖	中国家用电器协会	2017
7	中国设计红星奖	中国设计红星奖委员会	2018
8	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
9	中国外观设计优秀奖	国家知识产权局	2018
10	AWE 艾普兰奖-金口碑奖	中国家用电器协会	2018
11	AWE 艾普兰奖-金口碑奖	中国家用电器协会	2019

资料来源：公司公告，申港证券研究所

- ◆ 小熊对其产品设计特色为新颖化、卡通型和亲和型，并融入时尚化、个性化，品牌形象则设定为可爱、体贴和温馨。由各品牌同类产品主流款的外观对比，可明显看出设计理念之间的差异。而自 2013 年以来，小熊的产品设计成果屡次获得设计奖项，受到市场的高度认可。

图53: 各品牌主流电饭煲、电蒸锅外观对比

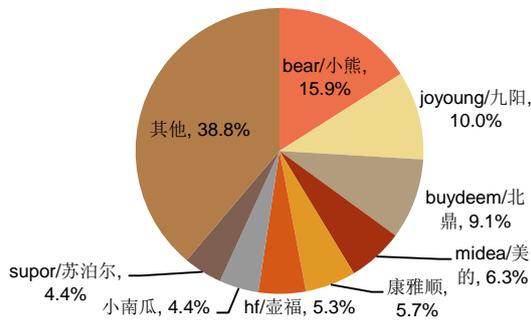


资料来源: 淘宝, 申港证券研究所 注: 为剔除人为选择因素, 均选用各品牌产品在淘宝销量最高的款式

## 2.4 细分高份额×品类广覆盖 滚雪球式积累成就长尾龙头

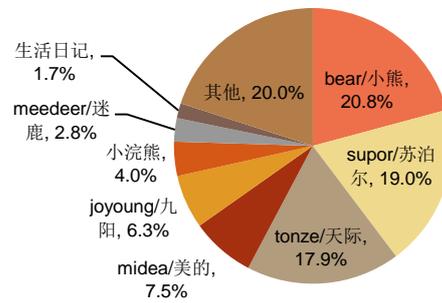
公司从初创伊始定位家电长尾市场, 到专注产品需求痛点, 打造高性价比、年轻化、高颜值的产品特征, 刺激冲动消费, 从而实现与传统小家电龙头截然不同的差异化市场优势, 品类积累, 并最终成就在长尾细分的领袖地位。

图54: 养生/煎药壶品牌销售额占比 (2020.4)



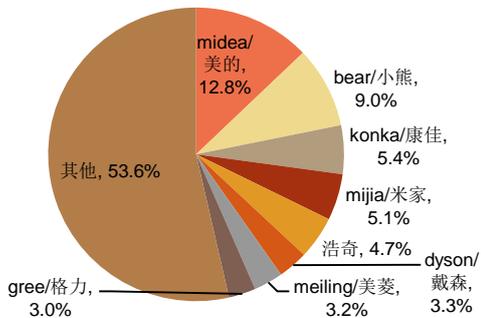
资料来源: 淘数据, 申港证券研究所

图55: 电炖/煮粥锅/文火炉品牌销售额占比 (2020.4)



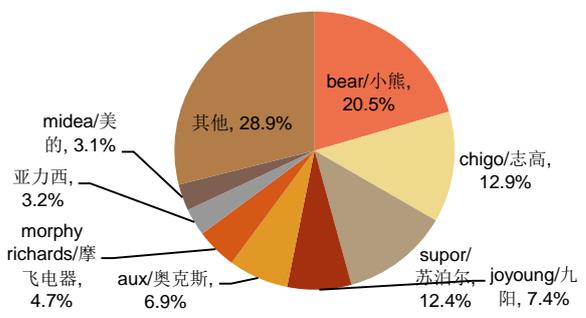
资料来源: 淘数据, 申港证券研究所

图56: 加湿器品牌销售额占比 (2020.4)



资料来源: 淘数据, 申港证券研究所

图57: 绞肉/碎肉机品牌销售额占比 (2020.4)

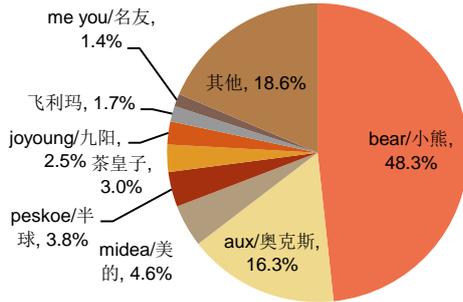


资料来源: 淘数据, 申港证券研究所

公司在所布局的各长尾产品市场已实现稳定头部效应。

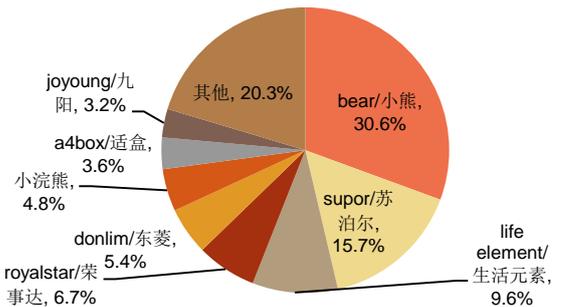
- ◆ 各长尾市场公司产品均占据头部份额。据淘数据 2020 年 4 月数据，小熊在其布局的长尾产品零售额份额均居头部，其中养生/煎药壶 15.9%、电炖/煮粥锅/文火炉 20.8%、加湿器 9%、绞肉/碎肉机 20.5%、蒸/煮蛋器 48.3%、电热饭盒 30.6%、电热/火锅 10.9%、电动打蛋器 29.6%、多士炉 36.5%、酸奶机 42.2%，除加湿器、电热火锅 4 月居第二位外，各品类均强势位居 Top1，部分品类更以远超第二名的份额占据大部分市场需求。

图58: 煮蛋器/蒸蛋器品牌销售额占比 (2020.4)



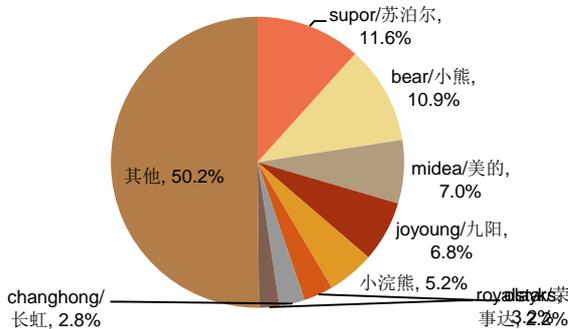
资料来源: 淘数据, 申港证券研究所

图59: 电热饭盒品牌销售额占比 (2020.4)



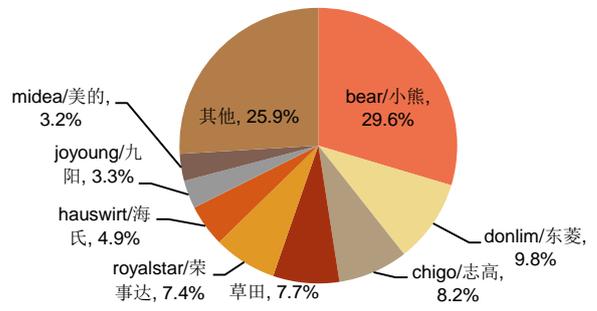
资料来源: 淘数据, 申港证券研究所

图60: 电热/火锅品牌销售额占比 (2020.4)



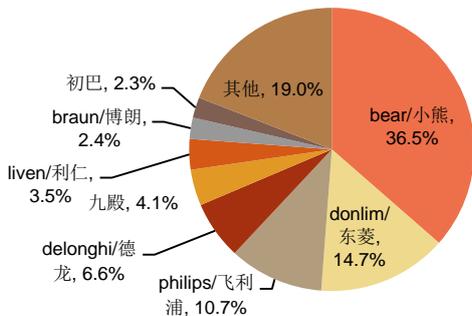
资料来源: 淘数据, 申港证券研究所

图61: 电动打蛋器品牌销售额占比 (2020.4)



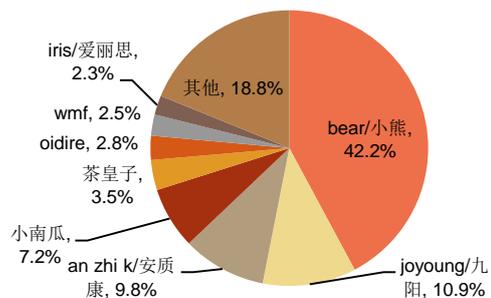
资料来源: 淘数据, 申港证券研究所

图62: 多士炉品牌销售额占比 (2020.4)



资料来源: 淘数据, 申港证券研究所

图63: 酸奶机品牌销售额占比 (2020.4)



资料来源: 淘数据, 申港证券研究所

- ◆ 领先份额持续多年，在长尾市场的强力优势具备持续性。根据生意参谋，2017-

2018年各月度排名中,公司布局的众多小家电始终保持排名第一或至少第二位,长跨度优势证明其在长尾市场已建立的头部地位具有极强稳定性和持续性。

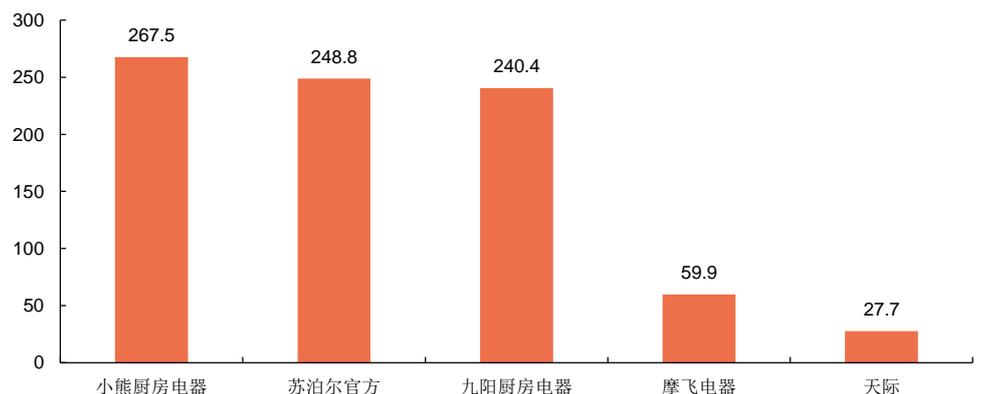
表1: 2017-2018年小熊主要品类在天猫商城热销品牌榜月排名情况

产品名称	2017年度	2018年度
电热饭盒	全年各月均排名第一	全年各月均排名第一
酸奶机	全年各月均排名第一	全年各月均排名第一
煮蛋器/蒸蛋器	全年各月均排名第一	全年各月均排名第一
多士炉	全年各月均排名第一	全年各月均排名第一
电动打蛋器	全年各月均排名第一	全年各月均排名第一
加湿器	全年各月均排名第一	1-3月排名第一、4月排名第二、5-6月排名第一、7-8月排名第二、9-11月排名第一、12月排名第二
电炖/煮粥锅	1-7月排名第二、8月排名第一、9-12月排名第二	1月排名第二、2-12月排名第一
养生/煎药壶	1-10月排名第一、11月排名第二、12月排名第一	全年各月均排名第一
绞肉/碎肉机	1-2月排名第三3-6月排名第二、7-12月排名第一	1-7月排名第一、8月排名第二、9-12月排名第一

资料来源: 招股说明书, 生意参谋, 申港证券研究所

- ◆ **长期细分头部发展积累下大量高黏性粉丝用户群体, 为其开拓其他新品市场提供强大支持。**在已有市场的长期优势为小熊带来优秀口碑, 进而形成了粉丝积累, 以淘宝平台各品牌旗舰店最高粉丝数计, 处于长尾的小熊以粉丝数 267.5 万反超苏泊尔、九阳等小家电龙头, 位居小家电品牌粉丝第一位, 这既证明了其被受众群体高度认可, 同时当公司开拓其他新品市场时, 庞大用户群和强大品牌力助力其迅速完成早期积累, 形成联动竞争优势。

图64: 各品牌旗舰店最高粉丝数对比 (万人)

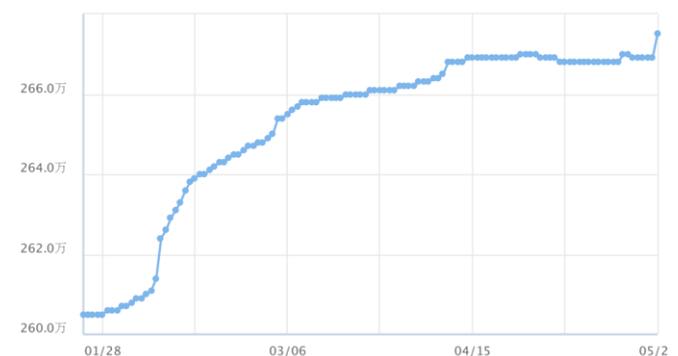


资料来源: 淘数据, 申港证券研究所 注: 各品牌有多个旗舰店, 取其中粉丝数最高的旗舰店进行比较

- ◆ **疫情以来新品推广与粉丝积累相辅相成。**疫情以来尤其三月中旬全面复工后, 公司新品投放速度持续提升加强, 在其此前庞大粉丝基础上迅速在市场铺展引爆, 同时产品热度也带动粉丝数量持续拔高, 持续进行长尾产品市场积累的良性循环。

**图65: 疫情以来旗舰店上新量 (至 2020.5.24)**


资料来源: 淘数据, 申港证券研究所

**图66: 疫情以来旗舰店粉丝数变化**


资料来源: 淘数据, 申港证券研究所

总结来说,公司在长尾市场众多品类中的布局和发展历程,是滚雪球式的优势积累:

1) 规避早期直接在大品类的竞争,着眼于普及程度低、规模较小但数量庞大的长尾品类; 2) 通过深挖产品需求,高性价比、年轻化、高颜值等产品优势实现在细分市场的头部分额,积累产品布局优势、品牌力优势、庞大粉丝客户群体优势,形成具体细分市场的绝对份额优势; 3) 以此优势进一步开拓其他细分品类,逐个占领,逐步实现长尾效益的广覆盖,实现优势扩大、循环积累; 4) 在上市之后伴随资本注入,生产、管理、运营、研发、品牌得到全面升级,进而有望以长尾基础成长为小家电龙头。一言以蔽之,高筑墙,广积粮,缓称王。

### 3. 渠道端: 筑造强大线上营销体系 拥抱直播新模式

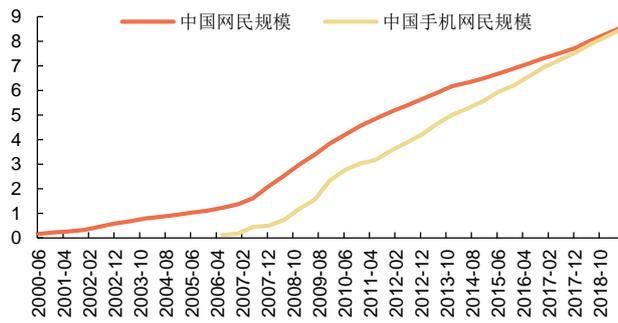
除了产品定位布局之外,小熊电器的高速发展历程离不开其核心的线上渠道战略。其发家时期恰逢国内互联网普及、电商平台雄起,线上红利助力公司实现早期的规模积累,且只有在线上广渠道、低成本条件下公司庞大产品量的长尾模式才得以实现。公司在 All in 线上市场后逐步建立起了完善先进的线上营销体系,与其产品战略高度契合。而在线上红利逐步释放完毕的当下,公司进一步拥抱流量销售,直播新模式下的业务推动值得重点关注。

#### 3.1 线上电商红利下小家电市场乘风而起

互联网普及、市场向线上转移是近十余年消费市场最大的渠道红利。

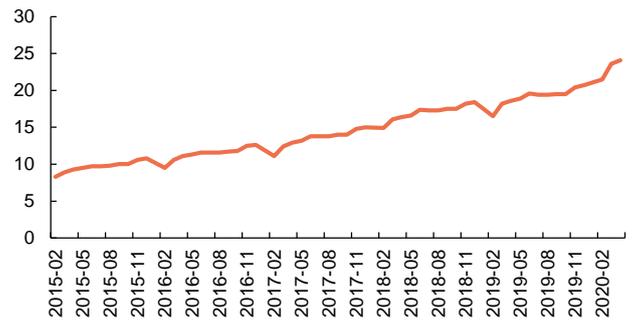
- ◆ **网民规模十余年间高速膨胀。**据中国互联网络信息中心数据,中国网民规模的高速爆发正是在小熊电器成立后的 07 年左右,06 年底网民规模为 1.37 亿,一路扩张至 19 年 6 月已达 8.54 亿之巨;手机网民同样在 07 年后快速成长,06 年底手机网民仅 1701 万人,至 19 年 6 月高达 8.47 亿人。互联网及手机互联网用户规模的庞大,成为线上市场发展的核心基础。
- ◆ **市场整体线上销售比例持续推高。**据国家统计局数据,全市场网上实物商品占社会消费品零售总额的比例在 2015 年 2 月为 8.3%,而至最新 2020 年 4 月该比例已上升至 24.1%,五年间全市场的线上份额实现了 3 倍覆盖,从而造就了各消费品最大的渠道红利。

图67: 中国网民及手机网民规模 (亿人)



资料来源: 中国互联网络信息中心, 申港证券研究所

图68: 网上实物商品占社会消费品零售总额比例 (累计值)

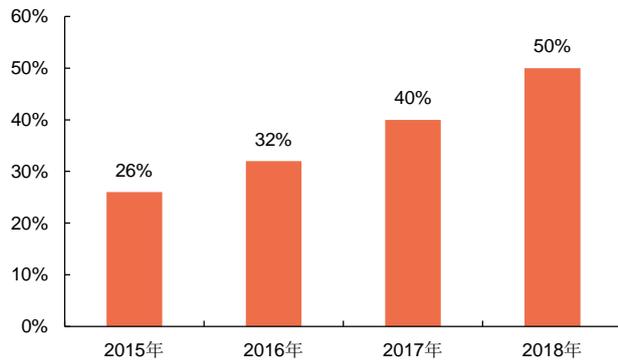


资料来源: 国家统计局, 申港证券研究所

小家电线上渠道乘风而起, 目前线上主战场地位已确立。

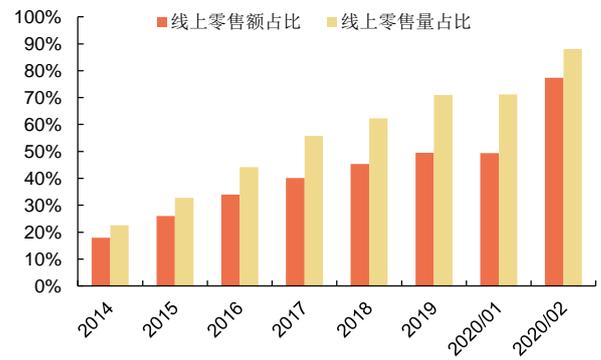
- ◆ **小家电整体市场线上渠道已成主体。**据前瞻产业研究院数据, 至 2018 年国内小家电线上化率已至 50%; 而根据奥维云网统计, 至 2020 年 2 月小家电市场的线上零售额及零售量占比已分别达到 77.4% 和 88%, 成为绝对的主体渠道, 相较 2014 年线上额、量份额分别提升达 59.5pct 和 65.4pct。

图69: 2015-2018 年中国小家电线上化率逐步递增



资料来源: 前瞻产业研究院, 申港证券研究所

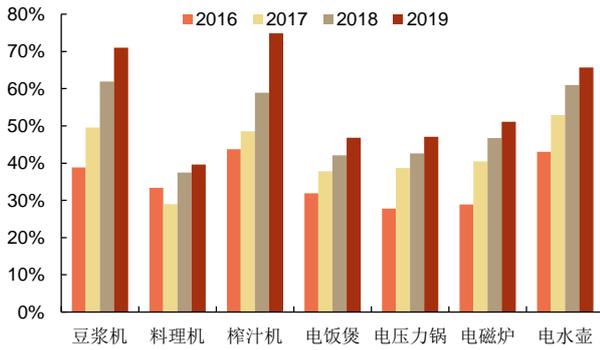
图70: 小家电市场线上零售份额变化



资料来源: 奥维云网, 申港证券研究所 注: 小家电包括: 电饭煲, 电磁炉, 电压力锅, 豆浆机, 料理机, 榨汁机, 电水壶

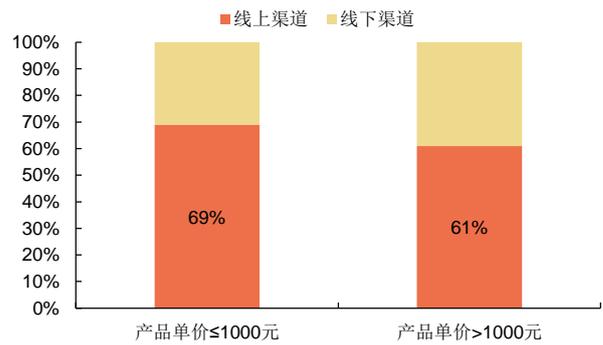
- ◆ **传统小家电品类线上份额均持续提升。**其中料理机、电饭煲、电压力锅、电磁炉等规模相对庞大的品类, 19 年线上份额分别为 39.6%、46.9%、47.1%、51.1%, 而豆浆机、榨汁机、电水壶等规模较小品类则“船小好调头”, 线上占比已达 71%、74.9%、65.7%。16-19 年各传统品类线上份额有 6pct-32pct 不等的提升。

图71: 各小家电品类线上零售额占比变化



资料来源: 奥维云网, 申港证券研究所

图72: 不同价段厨房料理小家电用户购买渠道变化



资料来源: 艾瑞 iClick 调研数据, 申港证券研究所

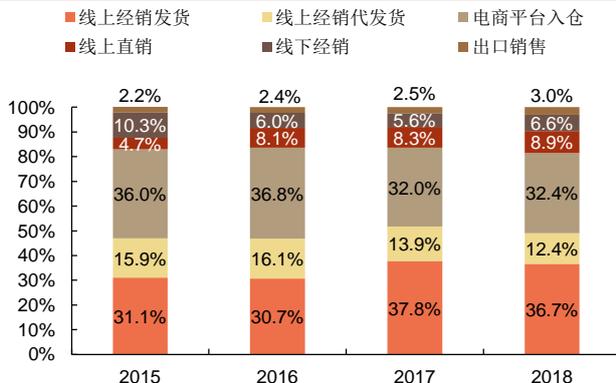
- ◆ **长尾小家电整体线上份额较传统小家电更高。**据艾瑞数据, 单价千元以下的厨房小家电线上占比达 69%, 对应千元以上的产品线上占比为 61%, 低价产品更契合冲动看消费, 具有更高线上销售倾向。且不同于众多传统小家电早期以线下实体营销为主, 众多长尾小家电普及伊始就依托线上市场。因此可判断低均价的长尾小家电市场线上份额应更高于传统品类, 线上是长尾品类的绝对主战场。

### 3.2 以线上渠道为绝对核心 三大模式统筹兼顾

公司深耕线上市场, 已形成线上为绝对核心、线下为辅助的完善销售体系。在公司早期探水对比线上线下模式后, 2008 年左右 All-in 线上战略, 随后 2013 年后逐步探索补足线下辅助定位, 持续营销创新下目前销售体系已趋于完善。

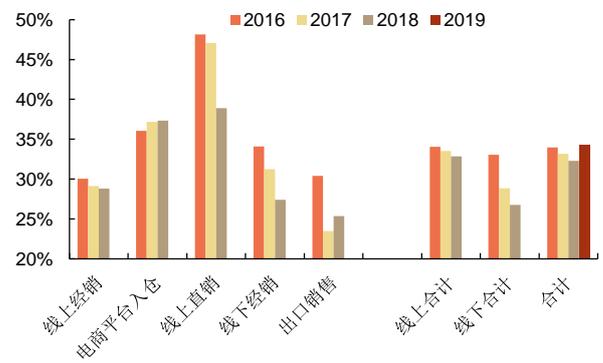
- ◆ **线上为主, 线下为辅。**2015-2018 年公司按渠道划分, 线上业务占比在 87.7%-92% 的绝对主体地位, 线下经销占比 5.6-10.3%, 出口占比 2.2-3%。在可预见的战略中, 公司的线下战略更多为探索、强化, 以品牌推广、打造形象为主的辅助定位。而线上核心渠道又具体可分为线上经销、电商平台入仓、线上直销等三大模式。

图73: 公司不同销售模式收入占比



资料来源: 招股说明书, 申港证券研究所

图74: 公司不同销售模式毛利率变化

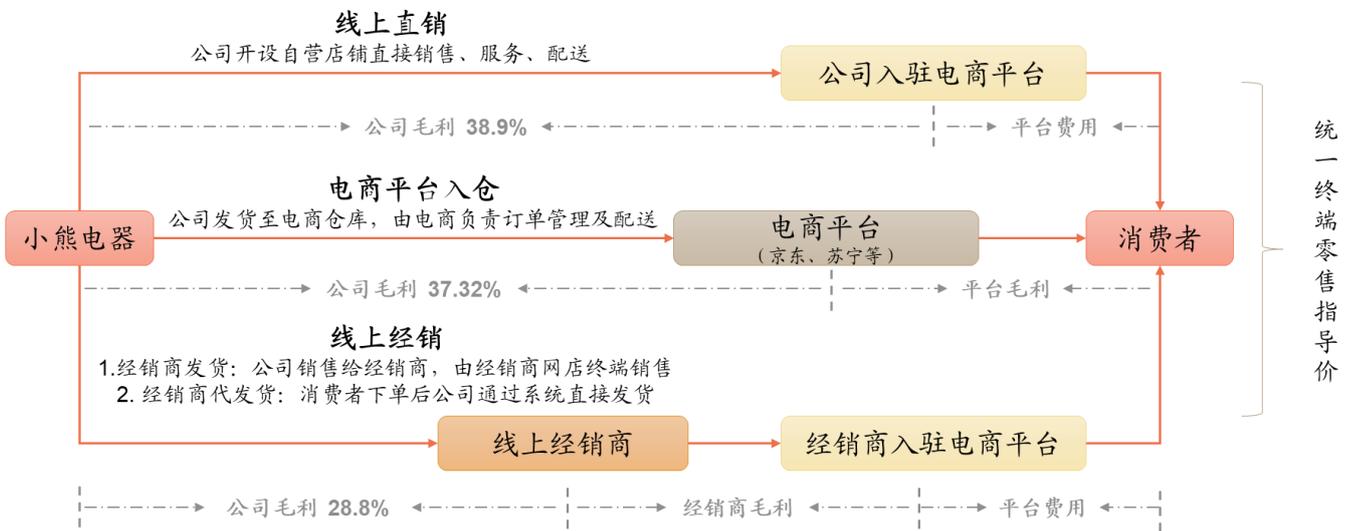


资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

- ◆ **线上经销:** 即授权经销商在电商平台开设店铺销售。公司在早期线上摸索中较早提出“网络授权分销”模式, 是淘宝最早推行网络授权销售的小家电品牌之一。经 2017 年进一步推广完善, 线上经销模式业务占比一致 37% 左右, 毛利率在 29%-30% 之间。其中又具体细分为线上经销商发货和线上经销代发模式。

- ◆ 值得一提的是，线上经销代发模式的创新正契合长尾产品战略。因公司特色的长尾产品覆盖，存在品类众多、新品推广及产能波动等问题，导致传统的向经销商发货，经销存货再销售的模式对经销商资金压力较大。为了使长尾产品战略和营销渠道战略更契合，降低产品供应链成本，2013 年公司开始实施线上经销代发模式，主要针对小众产品，使消费者在经销商线上店铺下单后可由小熊直接发货。从而引流经销商可将重点精力集中于销售优势产品，解决原有小众产品推广不足的问题。16-18 年代发货模式业务占比由 16.1% 下降至 12.4%，随着小众产品规模成长，代发部分业务存在向线上经销商发货模式回流的趋势。
- ◆ 电商平台入仓：主要在京东、苏宁易购、唯品会等专业电商中，这一模式下公司与电商平台对接货款，有电商平台负责订单管理和配送，公司不直接面对终端消费者。至 2018 年电商平台入仓业务占比为 32.4%，其毛利率在 16-18 年间略上升至 37.3%。

图75：公司不同线上销售模式运营方式及利润拆分



资料来源：招股说明书，申港证券研究所 注：各模式下公司毛利率为 2018 年数据

- ◆ **线上直销**：即公司自营直接销售，主要是在天猫商城、京东 POP 等 B2C 平台以公司维度店铺入驻，这一模式下 2018 年规模占比为 12.4%，而因为中间费用少，毛利率居各模式最高，2018 年较前两年有所下滑的情况下仍达到 38.9%。

对比三大类线上模式盈利能力，线上直销>电商平台入仓>线上经销。从公司到消费者之间的中间费用的多寡决定了公司的渠道盈利能力：**线上直销**仅存在平台入驻费用，渠道毛利率最高；**电商平台入仓**涉及电商管理订单、物流配送，平台本身赚取中间利润，渠道毛利率次之；**线上经销**涉及经销商自身赚取利润及经销商入驻平台费用，相对毛利率最低；此外**线上经销代发**模式下的发货价=经销出厂价（即公司成本+公司毛利）+运费+管理费用（经销商利润），通常经销收取的管理费用略低于经销商自发货模式的毛利，相应公司毛利有所提升。

**进一步思考三大类模式的定位及预期变化：**

- ◆ **线上直销提升盈利能力，而更深价值在于市场反馈及营销标杆。**虽然线上直销具备最高理论毛利率，有较强提毛利的作用，但受限于公司人员数量、覆盖密度、服务响应，对于公司目前规模快速扩张的阶段，尚难以成为大份额主流模式。其

更深层次的意义在于使公司可直接通过自营消费行为数据分析, 即时性了解需求及产品不足, 进而快速响应到新品开发和改进, 加速反馈响应到需求挖掘的循环, 是研产销体系中的重要反馈环节。同时线上直销的价格及营销模式可作为整个平台的标杆, 在促销节点及推广过程中起到价格标杆、推广榜样的作用。

- ◆ **电商平台入仓有望优化:** 这是为布局专业电商平台的必然模式, 从而全面覆盖消费群体、保证流量转化, 其业务规模变化与对应专业电商发展关系密切。公司与专业电商之间的合作程度、盈利博弈是其改善的关键, 另一方面电商平台普遍存在账期后延问题, 小熊对接下的京东、唯品会结算后延较短多为 7 个工作日之内, 而苏宁易购、1 号店、平安好医生则均在 30 天之内。伴随公司上市后自身规模体量的提升、品牌力的强化, 产业链话语权增强, 其盈利模式有望进一步优化。

**表2: 各线上销售模式结算收入确认方式**

销售模式	主要平台	涉及主要客户	结算方式	收入确认时点
线上经销	天猫、淘宝、 京东、苏宁 易购	广东哥登网络科技有限公司、广东易积网络股份有限公司等	款到发货, 按本期应付经销商返利额度, 审批经销商申请的临时信用额度	发货后经线上经销商签收确认或交付给指定物流公司后确认
		平台终端消费者	消费者确认收货或系统默认收货后, 系统即时回款	收到货款时确认收入
电商平台入仓	京东、唯品会、苏宁易购	京东商城	收到发票后 7 个工作日结算	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收入
		唯品会	收到发票后 5 个工作日结算	
		苏宁易购	收到发票后 30 个工作日结算	
		1 号店	收到发票后 45 个工作日结算	
		平安好医生	收到发票后 30 个工作日结算	

资料来源: 招股说明书, 申港证券研究所

- ◆ **线上经销模式, 长尾广覆盖需求下的主力渠道, 受益线上变革有望进一步扩张。** 线上经销最大的特点就是将推广的颗粒度细化, 覆盖各类细分渠道。这对于产品长尾定位的小熊而言意义重大, 其中的代发模式主要解决小众、新品、低产能市场供应问题, 经销商对主流优势产品精力强化, 互补实现生产、运营、人力资源的优化, 是契合公司当前高速扩张推广及长期长尾市场的主要模式。而电商平台的多元化, 如拼多多等主体平台入驻、微商兴起、内容营销释放乃至直播带货的爆发崛起, 均属于广义经销的范畴, 为线上模式带来多样化流量引导和盈利空间, 该模式规模有望进一步扩大。

**多元奖励投放, 推动各渠道规模成长。** 除了线上直营以内部考核形式奖惩外, 公司针对电商平台实行毛利保护政策, 对线上/线下经销商实行销售返利、售后补贴及奖励、市场推广补贴奖励政策, 其核心即针对不同渠道主体通过利润反馈巩固、刺激其推广销售热情。

- ◆ 电商平台入仓主要奖励方式为毛利保护, 即当电商平台销售实现的毛利率未达到平台预期, 公司以销售折扣店的方式补足差额, 2018 年电商平台入库模式营收占比 32.4%, 毛利保护投入占营收比例 4.59%, 渠道内激励投入占比 14.2%。

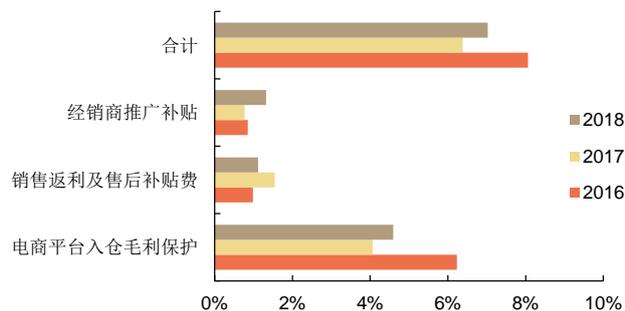
表3: 公司对不同销售模式的奖励措施

销售模式	奖励方式	具体内容	补贴占营收比例	渠道营收占比
电商平台 入仓	毛利保护	当电商平台销售公司产品时, 当期实现的毛利率未达到电商平台预期, 对于差额部分公司以销售折扣的方式给予补足。	4.59%	32.4%
	销售返利	公司每年初与经销商签订年度经销协议, 约定年度销售目标及销售销售返利比例。经销商完成公司当年下达的销售目标后, 公司给予其一定比例的销售返利, 返利在经销商后续进货中以销售折扣方式给予兑现。	0.66%	
线上经销	售后补贴及奖励	经销商退货率在一定范围内, 公司给予其一定的售后补贴及售后奖励。	0.34%	55.6%
线下经销	市场推广补贴	公司根据销售策略, 对经销商部分市场推广活动给予补贴, 对于公司主推产品, 公司会适时加大推广补贴力度, 市场推广补贴在经销商后续进货中以销售折扣方式给予支持。	1.32%	

资料来源: 招股说明书, 申港证券研究所

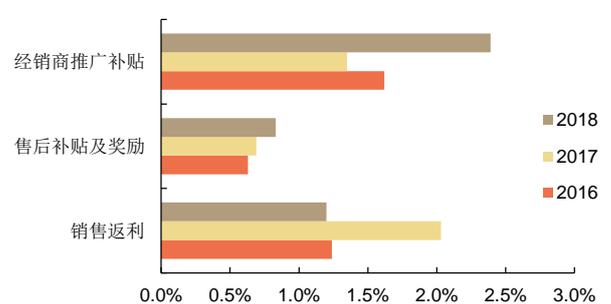
- ◆ 在线上/线下经销模式中, 公司采用销售返利、售后补贴及奖励和市场推广补贴, 分别从达成销售目标、限定退货率和推广活动效果等三个维度给予刺激, 2018 年总经销模式业务营收占比 55.6%, 销售返利、售后补贴、推广补贴投入占营收比例分别为 0.66%、0.34% 和 1.32%, 渠道内激励比例占比 1.2%、0.83%、2.4%, 经销激励方式相对高效、投入产出比相对较高。

图76: 公司奖励补贴占营业收入比例



资料来源: 招股说明书, 申港证券研究所

图77: 公司对经销商的奖励占经销商业务收入的比例



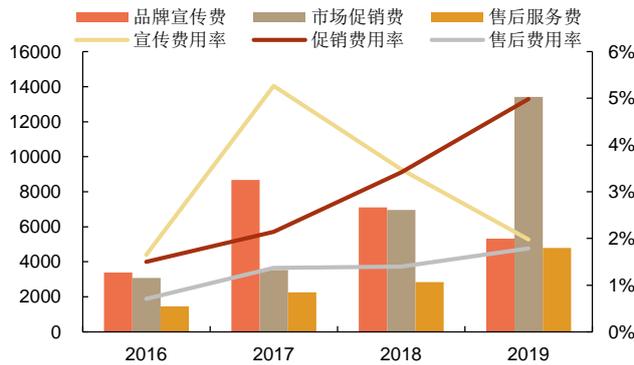
资料来源: 招股说明书, 申港证券研究所

### 3.3 大力投入宣传推广 多途径提升品牌力

公司宣传推广类整体增强, 其中促销费用提升最为显著。

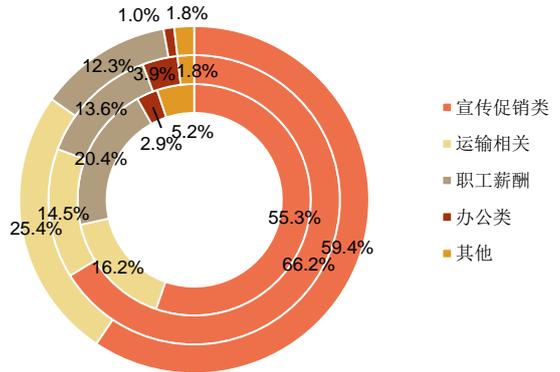
- ◆ 对比各小家电销售费用结构, 由于小熊以线上渠道为绝对主导, 其销售结构中办公类费用占比远低于其他小家电, 而因线上直营、代发货中小单零售占比较高, 相应运输类费用率较高。这一背景下, 小熊宣传促销类费用占比 59.4%, 据中高位水平。
- ◆ 公司宣传推广类费用分为品牌宣传费、市场促销费和售后服务费三类, 2019 年分别为 5325.5、13410.3、4797.9 万元, 各自占营收的费用率为 2%、5%、1.8%。其中品牌宣传类在 2017 年品牌升级中投入较高, 而近年伴随公司长尾产品推广的良性循环, 市场规模及新品投放呈现良性循环, 因此市场促销费用率持续增强, 由 2016 年的 1.5% 提升至 2019 年的 5%, 在宣传推广战略中发挥核心拖动作用。

图78: 小熊电器对外宣传类费用 (万元) 及费用率变化



资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

图79: 各小家电公司销售费用结构 (内九阳 中苏泊尔 外小熊)



资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

公司品牌推广的模式包括电商平台广告投放、影视剧与综艺节目广告植入、明星宣传、新媒体营销、户外广告投放、论坛展会等形式，其中电商平台广告投放具备直接流量转化销售的优越属性，其他投放更多侧重于品牌形象的定位升级。

- ◆ **电商平台广告投放:** 主要因平台而异，线上经销、直销更多在淘宝天猫平台，天猫商城推广模式主要分钻石展位和直通车，前者以图片展示精准定位流量进而推广，后者则通过购买关键词获得优先展现和流量，实现精准营销。电商平台入仓的代表是京东商城，其推广投放主要分框架广告及京准通，前者主要与精通签订框架合同，约定销售额的一定比例作为展示广告的最低限额进行投放，后者则与天猫的流量定位相似。

表4: 不同线上销售模式的电商平台推广方式

销售模式	推广方式
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模式。 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. 直通车产品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，推广产品获得展现和流量，实现精准营销。
线上直销	以京东商城为例，公司在京东的推广投放主要分为框架广告及京准通 1. 框架广告投放是指公司与京东签订框架性广告合同，约定按照销售额的一定比例展示广告的最低限额，并由京东进行投放。 2. 京准通投放于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。

资料来源: 招股说明书, 申港证券研究所

- ◆ **品牌定位升级:** 植入影视方面，公司先后植入影视剧《我是证人》《穿越吧厨房》《时尚男人帮》《醉玲珑》，将产品与剧情结合，激发用户对产品的喜爱，提升品牌认知度和影响力。明星代言方面，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成为小熊电器代言。新媒体营销方面，公司推出双屏观看的微电影《爱不停炖 5》进行宣传创新；户外广告投放方面，公司通过一线城市交通枢纽的大屏、候车亭广告、电梯框架广告等多种形式提升品牌认知。

图80: 小熊产品在影视剧《醉玲珑》中的广告植入



资料来源: 公开资料, 申港证券研究所

图81: 小熊电器代言人张艺兴



资料来源: 公开资料, 申港证券研究所

图82: 小熊电器新媒体平台系列微电影《爱不停炖》



资料来源: 公开资料, 申港证券研究所

图83: 小熊电器在机场独立屏广告投放



资料来源: 公开资料, 申港证券研究所

### 3.4 直播新模式崛起 公司迅速拥抱变化

直播平台快速发展, 直播电商市场飞速崛起。伴随着近年各类直播平台的普及和内容丰富化, 全新的直播电商营销模式成为新的渠道变化弄潮儿。

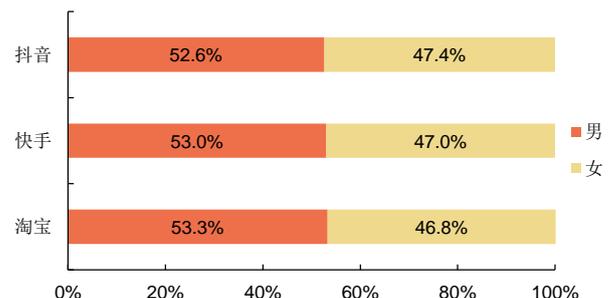
- ◆ **直播用户规模迅速提升。**截至 2020 年 3 月, 中国互联网络中心数据 我国直播用户规模已达 5.6 亿人, 近年提升迅速, 其中电商直播用户达到 2.65 亿。根据易观数据, 2020 年 3 月三大主流平台淘宝、快手、抖音 MAU 分别为 7.6 亿、4.7 亿、5.6 亿。

图84: 我国直播用户规模 (亿人)



资料来源: 国家统计局, 中国互联网络信息中心, 申港证券研究所

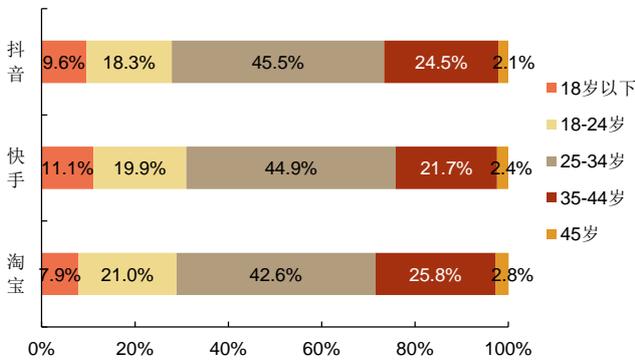
图85: 各直播平台用户性别结构对比 (2020.3)



资料来源: MobTech, 申港证券研究所

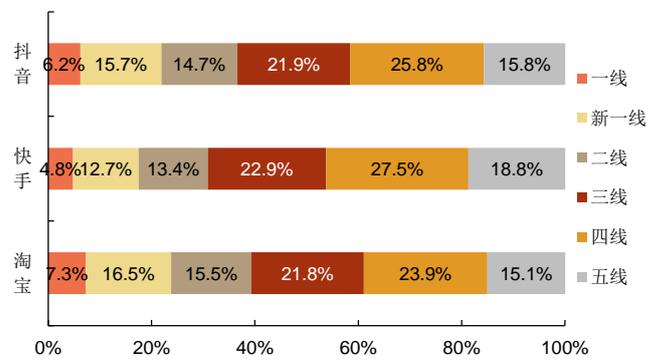
- ◆ **三大直播平台用户结构倾向年轻化、下沉市场。**以三大直播平台抖音、快手、淘宝为例，据 MobTech 数据，用户男性占比略多，比例在 52.6%-53.3% 之间；用户倾向年轻化，34 岁以下群体占比分别为 73.4%、75.9%、71.4%；同时下沉区域具备庞大用户群体，三线及以下城市用户占比 63.5%、69.2%、60.8%。

图86：各直播平台用户年龄结构对比（2020.3）



资料来源：MobTech，申港证券研究所

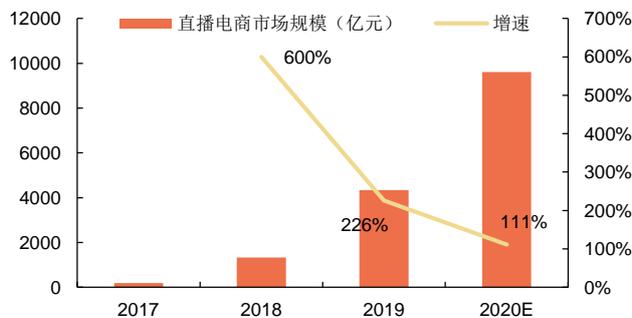
图87：各直播平台用户区域结构对比（2020.3）



资料来源：MobTech，申港证券研究所

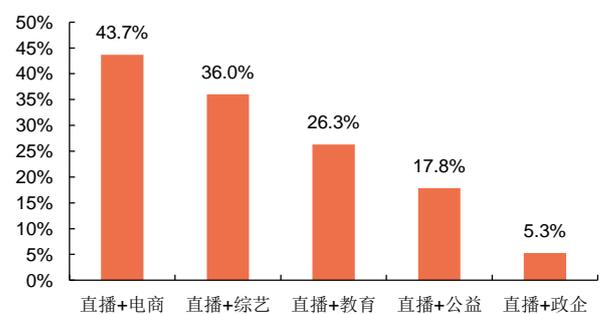
- ◆ **直播电商规模迅速爆发。**近两年直播电商的新销售模式呈现爆发式增长，至 2019 年规模已达 4338 亿元，2018、2019 年规模增速分别达到 600% 和 226%，艾媒数据预计 2020 年将实现 9610 亿元，增速 111%。
- ◆ **“直播+电商”模式成为直播行业最热点方向。**据艾媒统计 2019 年在线直播行业用户对各类节目的观看情况，其中“直播+电商”模式观看比例高达 43.7%，成为各类直播模式中的最热点方向，渠道效益突出。

图88：我国直播电商市场规模变化及增速



资料来源：国家统计局，艾媒数据，申港证券研究所

图89：2019 年在线直播行业用户“直播+”节目观看情况调查



资料来源：艾媒数据中心，申港证券研究所

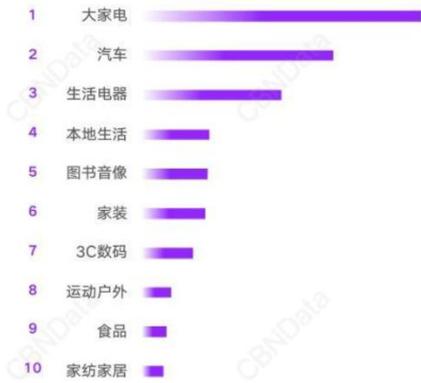
**直播电商中家电产品正处于迅速开发期。**据中消协数据，至 2020 年 3 月 31 日，直播电商购物群体品类偏好中，家电位列第五达到 19.7%，而受益于近期大家电企业快速推动，据 CBNDATA 数据显示淘宝直播渗透率增速 Top10 中大家电和生活电器分别位列第一和第三。

图90: 直播电商购物群体品类偏好 (2020.3.31)



资料来源: 中消协, 申港证券研究所

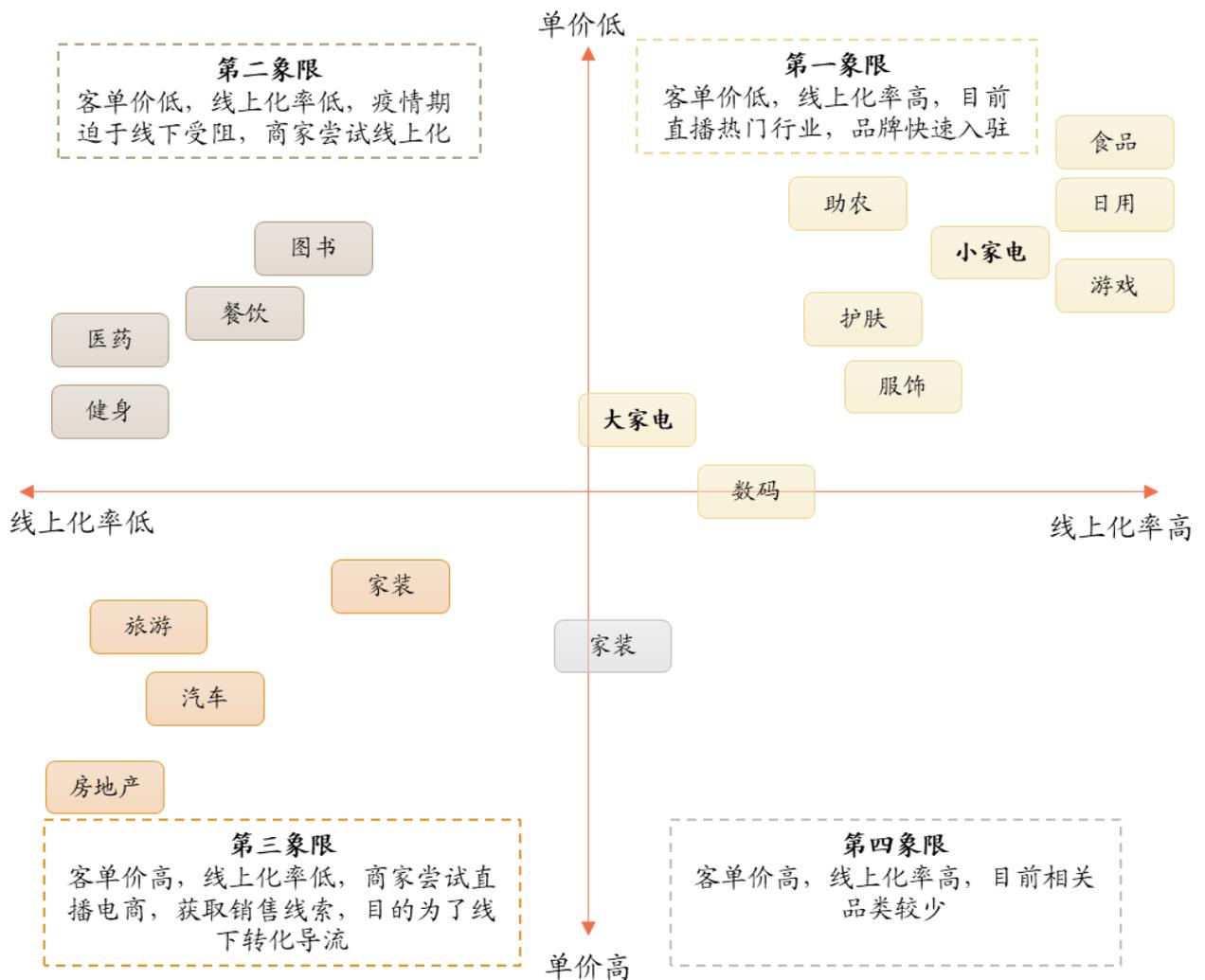
图91: 淘宝直播渗透率增幅 Top10 行业



资料来源: CBNDData, 申港证券研究所

由直播电商契合产品属性出发, 家电尤其是小家电应为高契合的实力产品。直播模式除了核心流量主播的个人引流能力外, 产品价位、线上普及程度的特性也决定了其与直播模式的契合程度。

图92: 直播电商品类归类示意图



资料来源: NResearch, 申港证券研究所

◆ 按照单价及产品线上化率将各类产品分为四大象限, 其中第一象限, 低客单价、  
 敬请参阅最后一页免责声明 39 / 52 证券研究报告

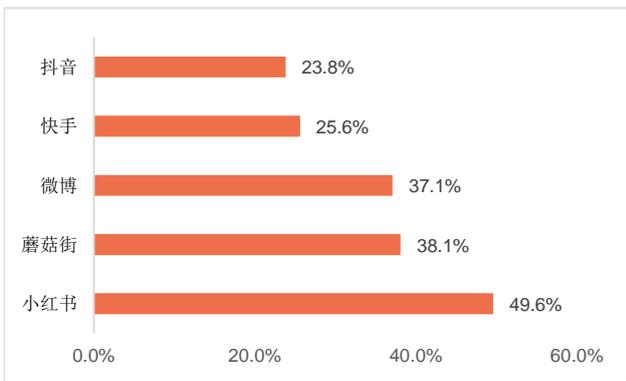
高线上化率的产品具备最契合的直播逻辑，护肤、服饰、日用品均为成功案例。

- ◆ 第二象限低客单价低线上化率的产品因疫情期间线下渠道受阻，商家也开始尝试线上化。第三象限高客单价低线上化率商家则更多是通过直播获得高关注度，实现线下销售的引流效果。
- ◆ 我们对比可知，家电，尤其其中小家电品类，自身具备低价和高线上化率的属性，在直播模式下潜在接受度极高、并易由低价折扣引发冲动消费，是契合直播、引发爆品的高潜力产品赛道。

小熊电器产品本身定位颜值、年轻化推动冲动消费，在直播电商爆发过程中迅速布局，有望借新渠道红利进一步升级。

- ◆ 据易观数据，各种草平台中 95 后等年轻群体已成为主力人群，在抖音、快手、小红书等平台 95 后占比在 23.8%-49.6%之间，重颜值、年轻化的小熊产品与新兴平台的人群具有高契合度。

图93：95 后成为各种草平台主力人群



资料来源：易观研究，申港证券研究所

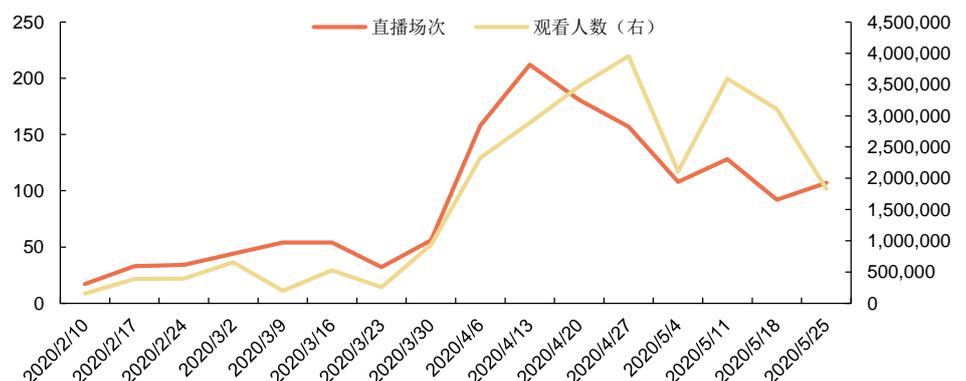
图94：公司紧跟直播带货潮流趋势



资料来源：公开资料，申港证券研究所

- ◆ **公司迅速跟进直播带货热潮。**在直播电商模式高速成长下，公司迅速布局直播带货。以淘宝平台为例，自 2020 年 2 月后小熊品牌直播投入持续提升，尤其 3 月底开始周度新增直播场次迅速攀升，一度达到每周新增 212 场，随着内容规模扩大及品牌在直播渠道的影响力增强，观看人数规模也在三月底开始迅速升级，周度新增观看人数峰值高达 396 万人次。随着产品与新模式磨合的加深，我们对公司在直播电商新赛道的后续表现报以极高期待。

图95：小熊电器淘宝周度新增直播场次及新增观看人数（2020.2.10-2020.5.25）



资料来源: 淘数据, 申港证券研究所

## 4. 公司业绩高速增长 生产、研发、运营边际突破

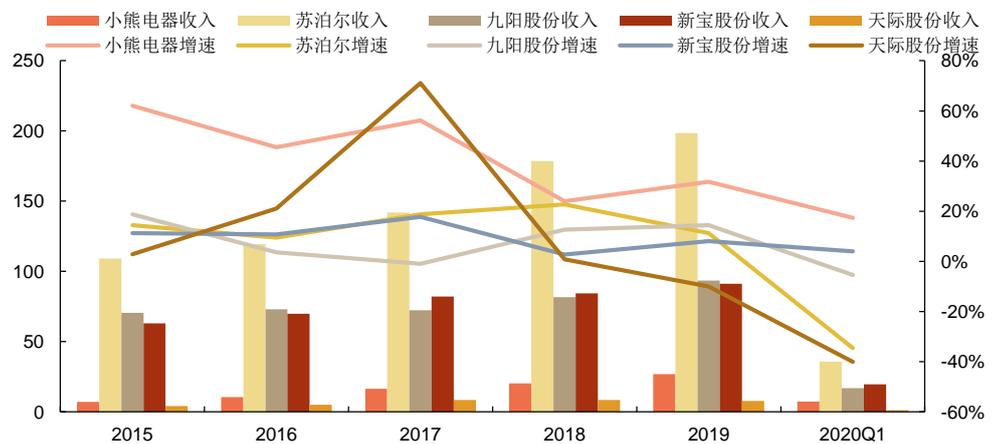
公司在产品上受益于独特的长尾小家电多样布局, 且深挖年轻化、高颜值、高性价比的市场需求; 渠道上乘借线上电商爆发的红利, 并积极拥抱新流量模式, 相辅相成下公司的长尾效益已初具规模, 在产品、渠道上构筑自身的护城河。而在滚雪球式优势积累下, 公司规模迎来高速增长并借此成功上市, 而伴随着资本注入, 公司各组织运营迎来新的升级契机, 进而在战略落地有望成就为核心的小家电龙头。

### 4.1 营收盈利增速领衔市场 盈利能力持续优化

小熊近年营收及盈利成长性引领小家电市场。受益于公司本身发展规模、成长阶段及布局长尾赛道, 小熊近年呈现出增速引领小家电市场的状态。

- ◆ 我们将小熊电器与小家电市场其他企业对比, 除美的集团白电占比过高无法直接对比外, 苏泊尔、九阳为传统小家电龙头, 新宝为 ODM 出身近年以“摩飞”品牌成长的新秀, 天际股份为后进梯队小家电企业。
- ◆ 小熊电器营收增速领衔市场, 20Q1 显著提振市场。至 2019 年小熊营业总收入 26.9 亿元, 四年 CAGR 高达 38.8%, 超出其他各小家电企业达 22pct-32pct, 20Q1 总营收 7.4 亿元, 增速 17.3%, 更是相较其他企业增速超出 13-52pct, 规模持续高速扩张, 是近年规模成长最快的小家电企业。

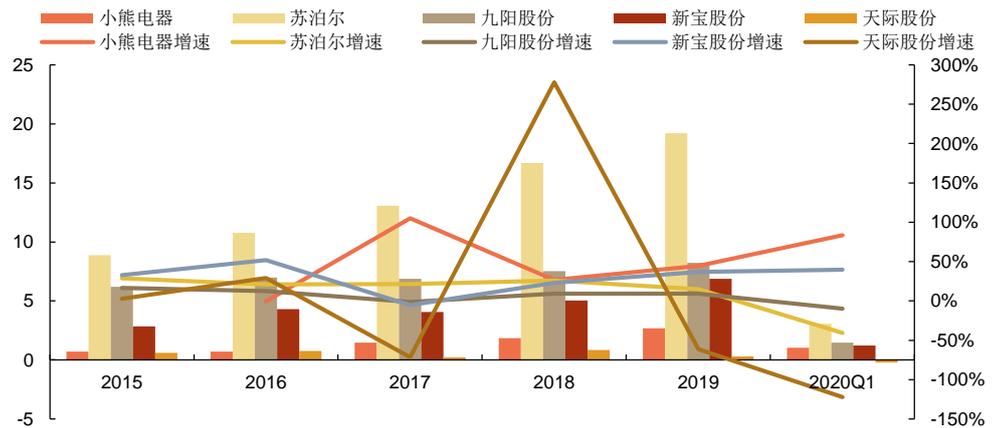
图96: 各小家电企业营业总收入 (亿元) 及增速对比



资料来源: wind, 申港证券研究所

- ◆ 小熊电器归母净利润同步高增引领行业。2019 年公司归母净利润实现 2.68 亿元, 四年 CAGR 达 38.9%, 与营收增速同步, 并较其他各小家电 CAGR 高出 14-53pct, 20Q1 受益于疫情市场, 归母净利润更是实现 1.03 亿元, 增速高达 83.7%, 超过其他品牌增速至少 44pct 以上, 成为疫情下小家电市场盈利增速最快的品牌。

图97: 各小家电企业净利润 (亿元) 及增速对比

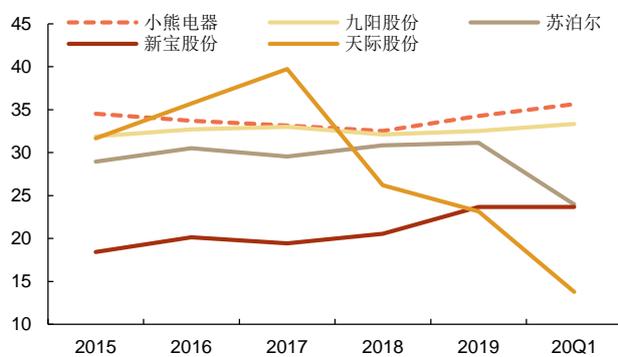


资料来源: wind, 申港证券研究所

小熊电器盈利能力保持高位并边际高效优化, 目前毛利率、净利率已成市场之最。

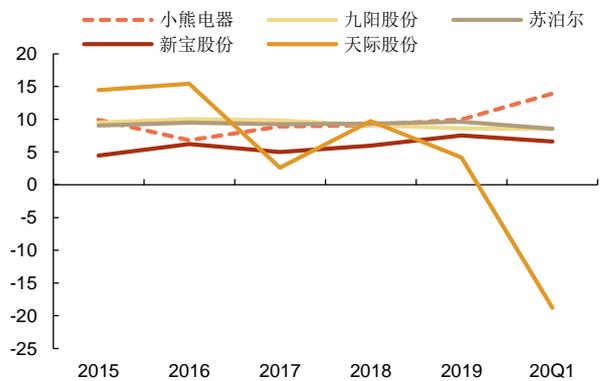
- ◆ 公司的高毛利率为近年小家电之最, 并持续提升。2019 年公司毛利率达 34.3%, 在过去四年间保持 32.5-34.5% 之间, 除天际股份因 2016 年底增加锂电业务而在次年毛利率因非家电因素拔高外, 小熊电器是 2015 年以来各小家电企业的毛利率之最, 同时 2019 及 20Q1 毛利率进一步提升, 至 20Q1 毛利率已达 35.6%, 除了核心产品差异外, 与公司以中间环节较短的线上渠道为核心密切相关。

图98: 各小家电标的毛利率对比



资料来源: wind, 申港证券研究所

图99: 各小家电标的净利率对比



资料来源: wind, 申港证券研究所

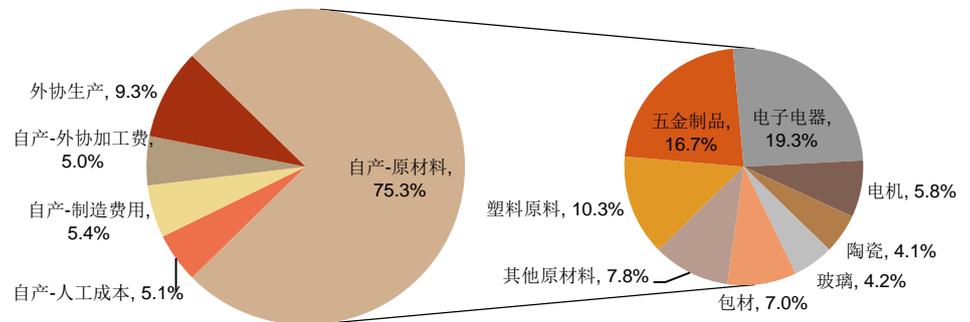
- ◆ 公司净利率 2016 年后持续优化, 目前已远超其他企业。自 2016 年起公司净利率由 6.8% 持续优化提升, 至 2019 年已达到 10%, 成为小家电中净利率最高的企业, 而 20Q1 优势产品在疫情期间爆发获益, 并有部分费用因疫情而延缓、减少支出, 公司净利率更是突破至 13.9%, 远超其他企业至少 5.4pct 以上。

公司营业成本以五金、电子、塑料等原材料为主, 并包含部分外协成本。以 2018 年招股说明书披露的主营业务详细拆分数据来看,

- ◆ 公司原材料占营业成本比例为 75.3%, 其中电子电器、五金制品、塑料原料为主要部分, 各占营业成本的 19.3%、16.7%、10.3%, 其他如包材、电机、玻璃、陶瓷等各占 4-7%, 受益于 2018 年下半年开始多金属及塑料市场价格下调, 公司盈利端也分享红利。

- ◆ 此外值得一提的是公司具有一定外协成本。其具体又要分为两类，**外协加工环节**主要为部分注塑加工、零部件组装、总装装配等工序由第三方外协加工，主要因公司线上模式下受促销节日影响较大，销售旺季生产场地难以完全满足工序需求，因此以外协加工满足生产高峰期产能需求，2018年占比5%，并在2019年年报中归为人工成本及制造费用。我们判断公司受促销而导致的销售波动将长期存在，外协加工会以长期辅助性环节而较稳定存在。
- ◆ **外协生产部分**，主要涉及品类为部分电烤箱、养生壶和咖啡机产品。主要因公司销售规模快速扩张，而自有产能相对不足，为保证产品战略并弥补产能不足，公司择优选择外协生产供应商生产，2018年外协生产占营业成本比例9.3%，2019年提升至10.1%。我们认为随着后续产能扩张项目的推进完工，外协生产部分占比有望下降，进而带动盈利结构的进一步优化。

图100：小熊电器主营业务成本拆分（2018）



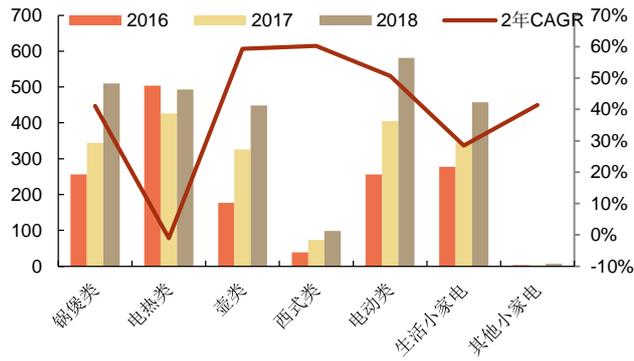
资料来源：招股说明书，申港证券研究所 注：原材料占比计算方式=各项目总采购额占比\*自产原材料比例

## 4.2 供给侧优化 扩产项目推动公司规模升级

公司各大类产能近年持续扩张，产能利用率及产销率接近饱和。

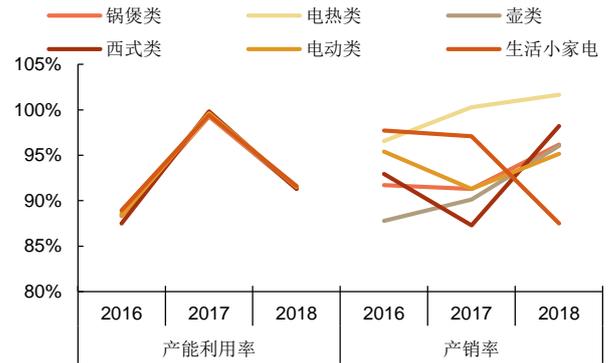
- ◆ **各类产能受市场规模扩大而迅速扩张**。至2018年公司锅煲类、电热类、壶类、西式类、电动类、生活小家电、其他小家电产能分别为510.3、493.5、448.2、98.8、581.7、457.8和6.3万台，2016-2018年产能CAGR分为41.1%/-1%/59.4%/60.2%/50.7%/28.5%/41.4%，受市场规模高速增长压力，公司供给端呈大力扩张状态。
- ◆ **公司多品类产能利用率及产销率接近饱和**。2018年公司六大类产能利用率保持在91%以上；产销率各大类则保持在87.5%-101.6%之间，且在2016-2018年间均保持同等甚至更高的利用效率，公司供给端持续处于接近饱和状态，甚至在一定程度上拖累了公司营收获得更高增速。

图101: 小熊电器各大类产能 (万套) 及增速变化



资料来源: 招股说明书, 申港证券研究所

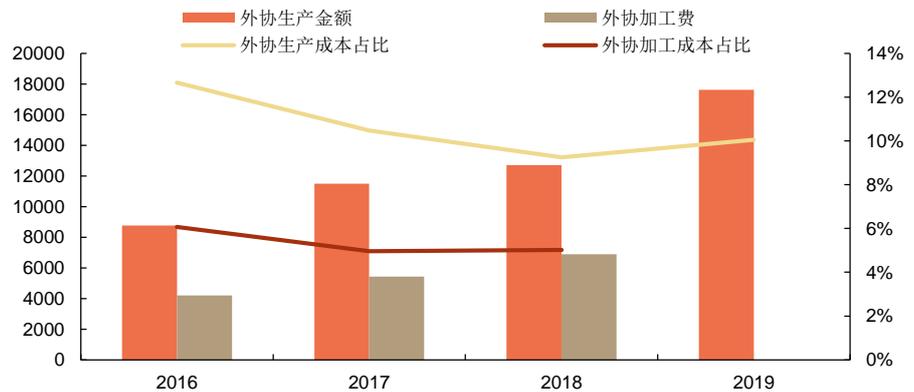
图102: 小熊电器各大类产能利用率及产销率



资料来源: 招股说明书, 申港证券研究所

- ◆ 也正是受限于产能, 公司此前成本中保持较高的外协费用。其中外协加工成本占比在 5-6%之间, 而外协生产成本占比则达到 9.3-12.7%之间, 高比例外协环节一方面拖累了公司盈利能力, 另一方面也降低了沟通管理、供应服务上的效率。

图103: 小熊电器外协成本 (万元) 及占主营成本比例变化



资料来源: 招股说明书, 公司公告, 申港证券研究所 注: 2019 年报未拆分外协加工费

### IPO 推进产能扩张项目, 推动供给端压力大幅释放。

- ◆ 在 2019 年 8 月公司成功上市, 所获资金及自身投入供给投资 10.8 亿元至生产、研发、信息化管理等项目, 其中核心的生产项目包括创意小家电生产建设 (大良五沙)、智能小家电建造基地、创意小家电生产建设 (均安) 等三大项目。
- ◆ 按招股说明书预计, 大良五沙、制造基地、均安项目达产新增产能分别为 1275、765、420 万台, 预估年销售收入增长达 19.1 亿元, 利润增加 2.3 亿元。产能扩张项目落地将极大地缓解公司在市场高速扩张过程中的供给端压力, 释放长尾效益的高速扩张。
- ◆ 按目前披露投资进度, 大良五沙、智能小家电、均安项目投资进度分别为 13.2%、36.3%和 25.5%, 先后预计于 2020 年 10 月及 2020 年上半年完成。

表5: IPO 募资项目投资情况、效益预估及进度

项目类型	项目名称	投资总额 (万元)	达产预计新增 产能 (万台)	预计年销售 收入 (万元)	预计净利 润 (万元)	投资进 度 <sup>1</sup>	完成日期
生产建设 项目	小熊电器创意小家电生产 建设 (大良五沙) 项目	52729.18	1275	99223.5	11909.33	13.21%	2022.06.30
	小熊电器智能小家电制造 基地项目	31313.02	765	59534.1	7145.6	36.31%	2020.10.31
	小熊电器创意小家电生产 建设 (均安) 项目	15877.96	420	32664.08	3920.93	25.52%	2022.05.31 <sup>2</sup>
研发中心 建设项目	小熊电器研发中心建设项 目	3679.92	大幅提升研发实力, 为提高产品品质、优化产 品结构、提高新产品开发能力创造条件		0.39%		2020.12.31
信息化建 设项目	小熊电器信息化建设项目	4325.42	改进公司现有信息系统, 提高综合管理水平, 从而整体上提高公司盈利能力		36.48%		2020.12.31
总计		107925.5	2460	191421.7	22975.86		

资料来源: 招股说明书, 公司公告, 申港证券研究所 注: 1. 以 2019 年 12 月 31 日为节点计算, 投资进度=累计投入金额/投资总额; 2. 均安一期基建基本完工, 为保障持续经营需将现有经营体系搬迁至新建厂房, 二期再拆除重建, 该项目公司拟申请竣工延期。

### 产能扩张项目使公司供给端大幅升级, 有望推动业务高速发展。

- ◆ 我们以 2019 年产能、销量、营收及利润数据为基数, 按招股说明书预期效应, 可推算值 2022 年募资项目落地会使公司产能提升至 6000 万台以上, 销量、营收、利润 3 年 CAGR 分别高达 21.4%、19.7% 和 22.1%。
- ◆ 公司募资的研发和管理项目的落地, 将推动科研成果及信息管理模式的提升, 有望带来产品毛利率及净利率的提升高于测算, 整体实质营收增速及利润增速有望高于效益测算。
- ◆ 这一推算仅按照招股说明书预测数据推算, 仅由供给端提升推断规模增长。未计入外协规模变化、产线人员周转进一步提升、产能利用率和产销率进一步提高以及后续产能项目进一步加码, 因此当后续市场需求超预期爆发下, 公司供给端存在多维超越规划提升的空间。

表6: 由募资项目落地出发对公司业绩带来的预期效益增长情况

	产能 (万台)	销量 (万台)	营收 (亿元)	利润 (亿元)
2018	2596.65	2468.46	20.26	1.86
2019	3600*	3218.99	26.73	2.68
募资预期增量	2460	2238.6	19.14	2.3
2022 年预期	6060	5757	45.87	4.98
3 年 CAGR	19.0%	21.4%	19.7%	22.9%

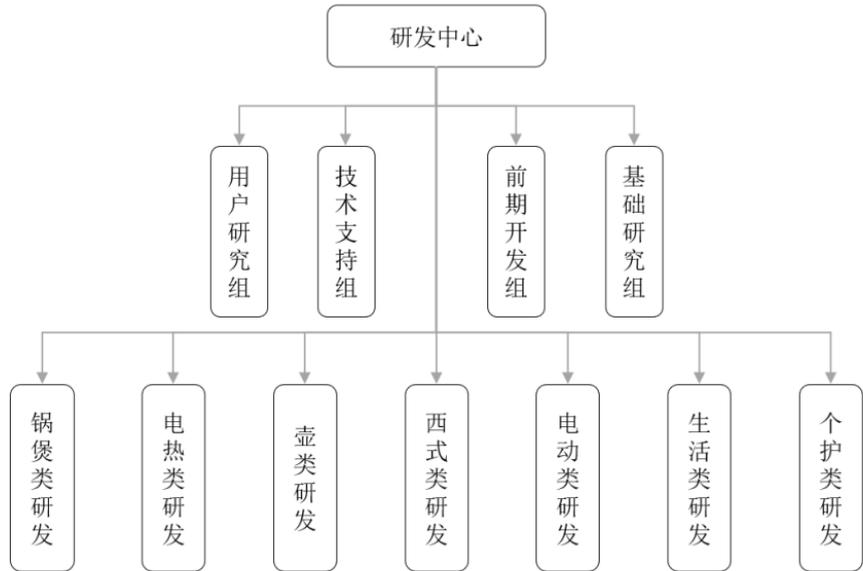
资料来源: 招股说明书, 公司公告, 申港证券研究所 注: 2019 年产能根据披露生产量推算值

### 4.3 研发加码 由创新端推动长尾布局

公司研发架构完备, 以市场需求为导向保持高效研发模式。

- ◆ 公司研发由研发中心负责, 下设前期开发组、基础研究组、用户研究组、技术支持组等对应产品技术的不同研究阶段, 以及设立七大品类研发部门负责具体产品。

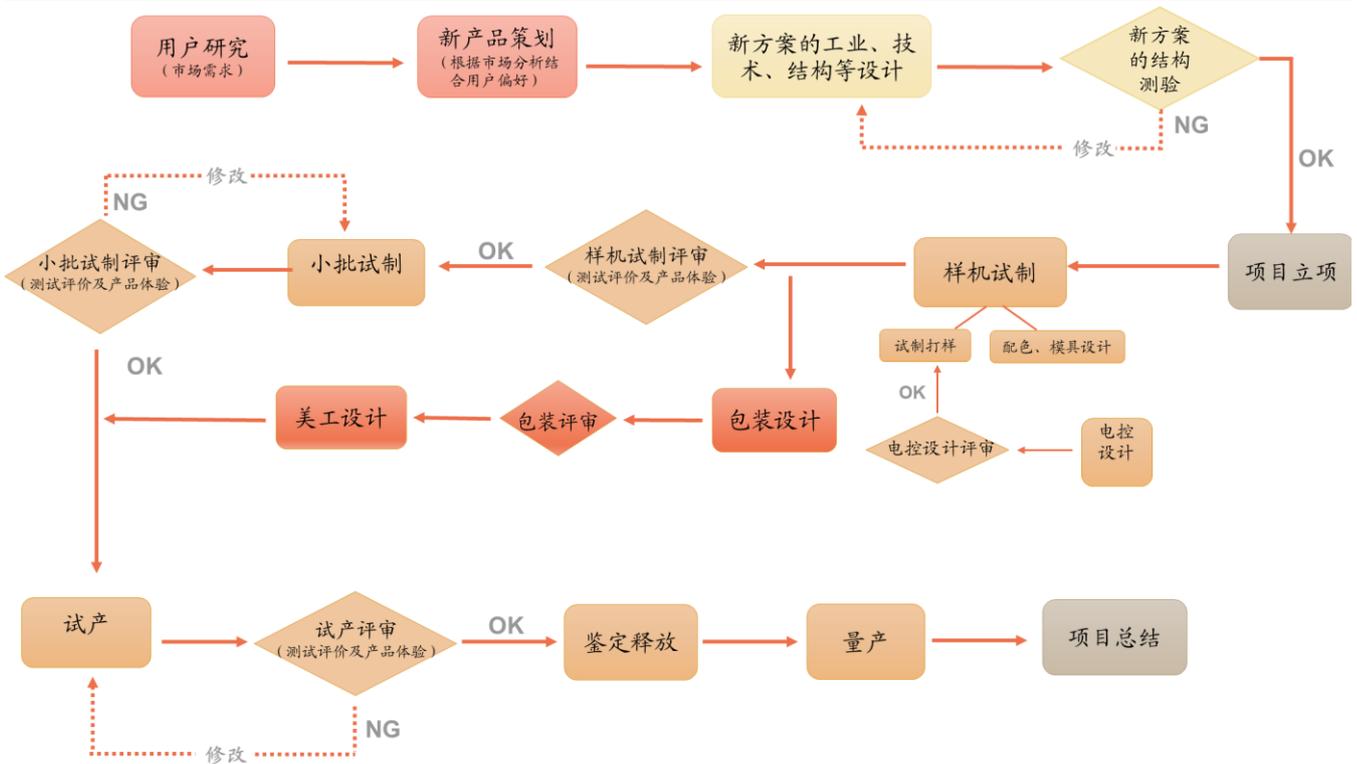
图104: 公司研发架构



资料来源: 招股说明书, 申港证券研究所

- 具体研究流程中, 公司利用线上直销、线上经销代发等渠道模式所全面收集、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, 从而实现以市场需求为导向的高效产品需求挖掘。随后多级设计讨论、样机试制、生产小批试制、试产评审等, 已完成产品功能及生产技术上的迅速落地, 同时其高度重视外观是合计, 专设包装、美工设计环节以保证产品高颜值。综合实现产品需求快速性响应、设计理念契合和及时安全生产。

图105: 公司研发流程示意图

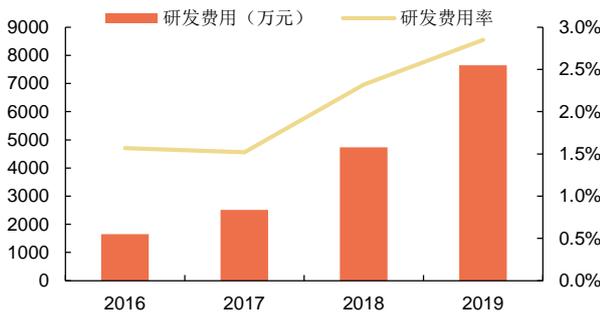


资料来源: 招股说明书, 申港证券研究所

公司研发持续加码，专利结构具备长尾产品市场特色。

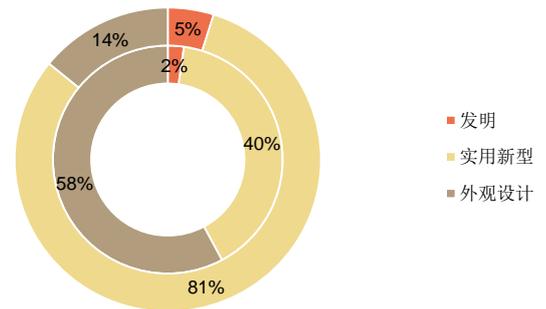
- ◆ 2019 年小熊研发费用达 7651.5 万元，3 年 CAGR 高达 66.6%，公司在研发投入上大力加码研发费用率持续提升，至 2019 年已达 2.85%。
- ◆ 而公司专利结构上，发明、实用新型、外观设计专利占比分别为 2%、40%和 58%，较其他小家电企业而言公司对外观设计极为重视。这与公司产品定位在长尾市场、高性价比、高颜值有关，在定价 200 元以下的主体产品中，发明类专利转化效率有限，而实用新型及外观设计创新更易在功能和外观上获得市场认可，进而推动市场推广。伴随公司研发布局的进一步完善强化，各类专利成果将进一步提升。

图106：小熊电器近年研发费用及研发费用率



资料来源：wind，申港证券研究所

图107：已有专利结构对比（内小熊 外九阳）



资料来源：公司公告，申港证券研究所

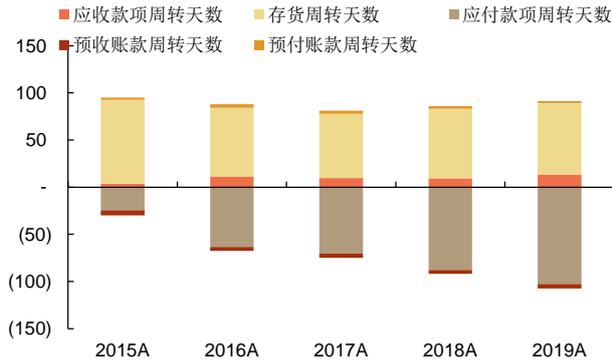
研发多元深化加速推进，研发、产品、渠道协同助力长尾效益。除了 IPO 募资中定位总部的研发中心建设项目的推进外，公司于 2020 年 4 月先后设立了深圳研发中心、小熊婴童等子公司，以加速市场需求、前沿技术的响应，引进对应高端技术和工业设计人才，并优化、细化公司细分业务，加速在个护、母婴等新品类的布局。高效而充分细化的研发体系，依托线上渠道快速全面的客户消费反馈，实现稳定高产的新品输出，研发、产品、渠道的协同定位实现一整套快速响应机制，使公司在长尾市场构筑强有力的护城河。

#### 4.4 运营能力大幅提升 成为产业链话语权主导

净现金周期大幅优化，资产运作效率提升，标志公司已逐步成为产业链主导者。我们以“存货周转天数+应收账款周转天数+预付账款周转天数-应付账款周转天数-预收账款周转天数”为定义的净现金周期为参考衡量公司资本运作，对这一工具的细节展开请详见前期报告《引入净现金周期 探讨家电资产运作效率》。

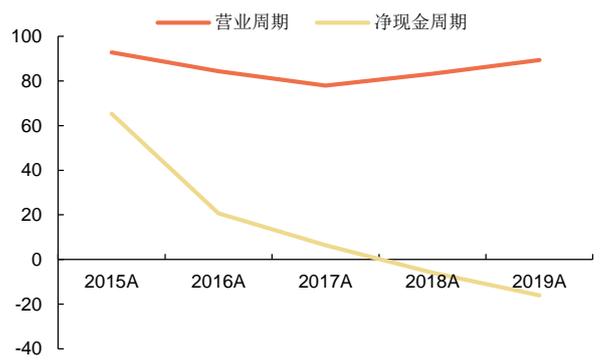
- ◆ 2015 年以来，净现金周期持续大幅优化。公司净现金周期由 2015 年的 20.6 天逐年优化下降，自 2018 年起已转入负值，至 2019 年进一步优化扩大至-16 天。
- ◆ 净现金流周期趋小，直接证明公司资产运营能力大幅提升。尤其公司近两年周期转负，证明公司可通过占用上下游的现金（预收、应付）而完全覆盖自身现金需求（营收、存货、预付），其带来的直接效益即充分推动经营性现金流净额持续积累，至 2019 年底公司经营现金净额实现 4.1 亿元，保持 4 年 CAGR 达 54.9% 的高速持续积累。

图108: 小熊电器各运营项周转天数



资料来源: wind, 申港证券研究所

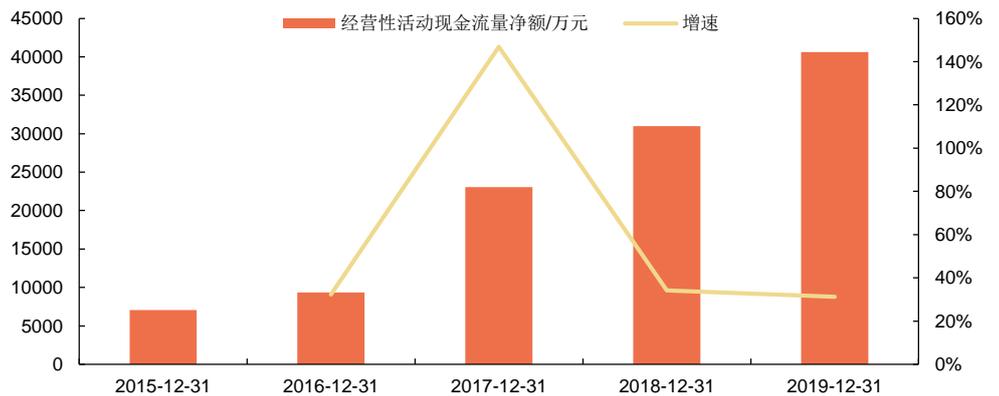
图109: 小熊电器营业周期及净现金周期 (天)



资料来源: wind, 申港证券研究所

- ◆ 公司对上下游话语权大幅增强，成为产业链主导者。净现金流周期大幅转负，意味着公司在上下游现金周转过程中占据话语权的主导地位，这与公司规模扩张、品牌升级和成功上市等因素密切相关，证明公司运营已出现长效优化效果，并有望进一步引导公司在渠道中盈利分配、账期等维度的优化。产业链助力推动公司强势崛起可期。

图110: 公司经营性活动现金流净额及增速



资料来源: wind, 申港证券研究所

## 5. 盈利预测与投资建议

通过对公司长尾产品战略、渠道战略及运营生产架构的分析，我们总结以下预测判断：

- ◆ 公司布局长尾市场，深挖高性价比、年轻化、高颜值的需求痛点，带来综合长效业务增速。其布局长尾的战略，是不同于传统专注大单品的全新模式，其不局限于单一小品类，而是由消费升级、需求细化所带来趋势所驱动的行业级变化，精准定位、已有单品高份额优势、庞大粉丝客户资源基础，已为公司的长尾龙头之路打下坚实基础，由此我们判断其主要小家电品类将保持长效较高增长。
- ◆ 线上拥抱直播等新兴模式及疫情推动带来品类短期增速进一步提升。疫情期间公司电热饭盒、电蒸箱、煎烤机等所在细分市场均受刺激得到爆发成长，且新兴直播模式与小家电产品属性契合，高性价比、高颜值的创意小家电有望受益边际变

化、新兴渠道模式而短期增长加速。

- ◆ **产能扩张项目落地有望推动规模升阶。**近年公司产能利用率及产销率接近饱和，产能不足以逐步限制公司的规模扩张，伴随 IPO 扩产项目在近三年的逐步落地，供给端压力释放下有望进一步提振公司业务成长。
- ◆ **品牌升级、上下游话语权增强推动盈利能力提升。**伴随公司规模扩张、品牌教育及成功上市等带来品牌升级，同时由净现金周期变化可看到 2019 年公司上下游话语权大大加强已成主导，综合有望带来公司产品毛利率稳中有升，以及渠道销售投入比例降低带来的净利率优化。

由此我们判断公司是全新小家电长尾模式下具备长期发展潜力的新物种，有望进一步成长为新兴的小家电龙头，受疫情及直播等因素边际调整，我们预计公司 2020-2022 年营业收入为 33.2、40.2、50.8 亿元，对应增速 23.4%、21.1%和 26.5%，归母净利润为 3.7、4.6、6.1 亿元，增速 38.1%、25.5%、31.4%，对应 EPS 为 3.09、3.87、5.09 元/股，对应 PE 为 45、36、27 倍，维持“买入”评级

表7: 公司盈利预测表

利润表		单位:百万元					资产负债表					单位:百万元					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2041	2688	3317	4019	5084	流动资产合计	684	1992	2760	3660	4774						
营业成本	1378	1767	2157	2593	3251	货币资金	259	592	1793	2576	3481						
营业税金及附加	15	15	19	23	29	应收账款	68	105	120	146	184						
营业费用	286	396	485	584	734	其他应收款	3	6	7	9	11						
管理费用	72	90	108	127	155	预付款项	9	12	14	16	21						
研发费用	47	77	98	122	155	存货	313	432	509	581	729						
财务费用	3	-1	0	6	14	其他流动资产	30	26	33	42	55						
资产减值损失	10	-11	-1	-6	-3	非流动资产合计	375	540	504	452	398						
公允价值变动收益	0	-9	-4	-7	-6	长期股权投资	0	0	0	0	0						
投资净收益	1	5	5	5	5	固定资产	112	137	122	97	67						
营业利润	239	332	459	575	756	无形资产	200	201	196	190	185						
营业外收入	2	4	3	3	3	商誉	0	0	0	0	0						
营业外支出	3	3	3	3	3	其他非流动资产	2	0	1	2	2						
利润总额	239	332	459	576	756	资产总计	1059	2532	3264	4112	5172						
所得税	53	64	88	111	146	流动负债合计	586	865	1066	1284	1564						
净利润	186	268	370	465	611	短期借款	0	0	0	0	0						
少数股东损益	0	0	0	0	0	应付账款	214	191	280	337	422						
归属母公司净利润	186	268	370	465	611	预收款项	23	48	65	83	104						
EBITDA	469	573	505	634	824	一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0						
EPS (元)	2.06	2.68	3.09	3.87	5.09	非流动负债合计	14	3	163	328	498						
主要财务比率						长期借款	11	0	160	325	495						
						应付债券	0	0	0	0	0						
成长能力						负债合计	599	868	1229	1612	2061						
营业收入增长	23.96%	31.70%	23.41%	21.14%	26.52%	少数股东权益	0	0	0	0	0						
营业利润增长	21.15%	38.88%	38.22%	25.49%	31.40%	实收资本(或股本)	90	120	120	120	120						
归属于母公司净利润增长	26.57%	44.57%	38.11%	25.52%	31.38%	资本公积	63	970	970	970	970						
获利能力						未分配利润	291	529	863	1283	1834						
毛利率(%)	32.51%	34.26%	34.98%	35.49%	36.05%	归属母公司股东权益合计	460	1665	2035	2500	3111						
净利率(%)	9.09%	9.98%	11.17%	11.57%	12.01%	负债和所有者权益	1059	2532	3264	4112	5172						
总资产净利润(%)	17.52%	10.59%	11.35%	11.31%	11.81%	现金流量表						单位:百万元					
ROE(%)	40.35%	16.11%	18.20%	18.60%	19.64%	经营活动现金流	310	406	530	620	746						
偿债能力						净利润	186	268	370	465	611						
资产负债率(%)	57%	34%	38%	39%	40%	折旧摊销	33	48	47	52	54						
流动比率	1.17	2.30	2.59	2.85	3.05	财务费用	3	-1	0	6	14						
速动比率	0.63	1.80	2.11	2.40	2.59	应付账款减少	-33	-37	-15	-25	-39						
营运能力						预收账款增加	3	24	17	18	22						
总资产周转率	2.28	1.50	1.14	1.09	1.10	投资活动现金流	-171	-999	510	4	2						
应收账款周转率	40	31	29	30	31	公允价值变动收益	0	-9	-4	-7	-6						
应付账款周转率	11.01	13.28	14.08	13.04	13.40	长期股权投资减少	0	0	0	0	0						
每股指标(元)						投资收益	1	5	5	5	5						
每股收益(最新摊薄)	2.06	2.68	3.09	3.87	5.09	筹资活动现金流	-87	886	160	159	156						
每股净现金流(最新摊薄)	0.57	2.44	10.00	6.52	7.54	应付债券增加	0	0	0	0	0						
每股净资产(最新摊薄)	5.11	13.87	16.96	20.83	25.92	长期借款增加	-25	-11	160	165	170						
估值比率						普通股增加	0	30	0	0	0						
P/E	67.47	51.86	45.06	35.90	27.32	资本公积增加	0	907	0	0	0						
P/B	27.23	10.02	8.20	6.68	5.36	现金净增加额	51	293	1201	783	905						
EV/EBITDA	26.15	28.08	29.82	22.78	16.63												

资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

### 分析师简介

秦一超，家电及轻工首席分析师，2019 年进门财经百佳金牌分析师。浙江大学学士及硕士学位，曾就职于德州仪器任职东亚区域国际家电企业客户经理，具备家电行业产业链深入实业经验及理解研究。2018 年初于东兴证券负责家电行业研究。2019 年 3 月加入申港证券。

### 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

### 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

### 申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

### 申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上