



# 供应链管理能力，新消费时代“唯快不破”的重要内功

## ——以小家电行业为例

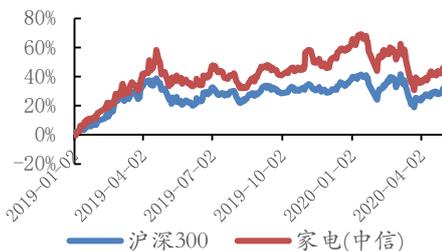
行业评级：增 持

### 主要观点：

报告日期：

2020-05-06

行业指数与沪深300 走势比较



分析师：邹坤

执业证书号：S0010520040001

邮箱：[zoukun@hazq.com](mailto:zoukun@hazq.com)

联系人：谢丽媛

执业证书号：S0010120050004

电话：15802117956

邮箱：[xiely@hazq.com](mailto:xiely@hazq.com)

我们认为，

(1) 在电商、内容平台等快速发展所引领的**新消费时代**，渠道、营销的变化使得一批新进入者能够以较低的成本进入已较为成熟的市场，并获得一定市场份额，在这一过程中，**营销能力（频推爆款的能力）是关键武器**。

(2) 随着过去两年抖音、快手等内容平台、直播电商快速发展，**蓝海已逐渐变红海**，传统龙头品牌开始意识到这一营销模式的重要性，并纷纷进入，传统龙头有较强的资金实力，**新消费时代的竞争即将进入下一阶段**。

(3) 如果说上一阶段比拼的是前台营销能力，随着潮水退去，下一阶段更重要的则是**供应链管理、产品力等中后台能力**。新消费时代的重要变化是**产品快速迭代更新**，对**供应链管理**能力提出巨大挑战。

(4) 在这一阶段，**新进入者**体量小、更轻便，更易于应对**产品快速迭代**，但同时，新进入者的体量决定了其同时面临**产品扩张、渠道扩张、中后台巩固建设**等多方面挑战，原有的**营销能力优势**也面临**流量价格高涨**的风险；相比较而言，传统厂商虽然体量更大、组织架构复杂，面对快速响应的要求调整难度更高，但**传统企业具备较强的资金实力、完善的供应链体系**，如果能够成功完成调整，将会保持**龙头地位**，甚至进入新一轮的**增长**。

因此，**推荐关注多年维持小家电领域龙头地位、且能够顺应时代变迁迅速调整的九阳股份**，如今已形成适应年轻人需求的产品研发体系、适应新消费的快速响应供应链体系和营销模式，预计新消费的发展将为九阳股份带来新一轮增长点。**推荐关注具备较强爆款复制能力的新宝股份**，公司具备多年为海外高端品牌代工经验，供应链体系先进高效、能够快速响应，且旗下摩飞等自主品牌已探索出可复制的爆款模式，随着公司将摩飞的成功复制到旗下其他品牌与产品，未来进一步增长可期。

### 风险提示

疫情影响，人们消费意愿下降的风险；流量红利逐步消失风险。

## 正文目录

前言.....	4
1. 为什么在当前时点研究供应链管理? .....	5
1.1 互联网时代, 小家电的“快消品”属性增强.....	5
1.2 上述变化意味着什么? .....	6
1.2.1 获客: 渠道与营销融合, 所见即所得.....	6
1.2.2 供应链管理: 面临更多挑战.....	7
2. 国内小家电企业供应链管理现状 .....	9
2.1 科普: 超过 70%的周转周期由信息流决定.....	9
2.2 小家电供应链管理模式: 龙头企业已经历多次提效.....	10
2.3 库存数据分析: 信息化和电商是两个关键节点.....	12
3. 九阳股份: 快速调整应对变化的龙头企业 .....	15
4. 投资建议 .....	16
风险提示.....	17

## 图表目录

图表 1 快消品的周转周期更短、更易引起冲动消费 .....	5
图表 2 电商促销节销售占全年电商销售的比例持续提 .....	7
图表 3 拉式供应链周期较长 .....	11
图表 4 C2M 供应链高度敏捷 .....	11
图表 5 部分小家电上市公司供应链模式 .....	12
图表 6 原材料（含委托加工物资）备货周期分两阶段下降 .....	13
图表 7 在产品生产周期 2013 年以来较为稳定 .....	14
图表 8 电商发展对库存商品（产成品）销售周期产生挑战 .....	14

## 前言

直播电商蓝海变红海，新品快速迭代却似乎成为长期趋势，新进入者期冀在变化中抢到一片天地，对原有龙头而言是危机还是契机？

家电行业的供应链其实是相对比较成熟的，为什么在当前时点研究小家电的供应链管理？从14、15年电商崛起，到18、19年抖音、快手等内容平台崛起，小家电“网红爆款”销售逐步常态化，**产品生命周期日渐缩短**。在大家纷纷关注前台“打造爆款”的能力时，我们认为能够后台供应链管理的改变同样不容忽视。虽然新基建为企业们提供了更快更轻的外部物流、信息流、产品流支持，但新消费时代要求企业内部的研究、采购、生产、销售与外界的各类服务提供商共同配合、快速响应。在小家电“快消费”化的新消费时代，**营销能力是水平面之上闪亮的冰山，而供应链管理能力则是水平面下为其提供重要支撑的基础**。当直播电商的红利潮水退去，**后台能力强大、能够顺应时代快速响应的企业将脱颖而出**。

关于新消费时代的小家电供应链管理，我们**基于产业调研和数据拆解解读**从以下几个出发点进行研究：

(1) 爆款意味着在短时间内预支未来几个月的销量，爆款的销售在小家电企业销售额占比到底有多高？供应链管理面临哪些新的挑战？

(2) 新进入者都在踊跃探讨，如何利用新消费的机会打破原有竞争格局，那么原有龙头处境如何？面对快速变化的需求，传统企业庞大的组织架构如何做出快速反应？相比供应链外包的新进入者，谁更有优势？

(3) 小家电企业的供应链管理模式这些年经历了哪些变化？成效如何？。

### 我们的基本结论如下：

(1) 在电商、内容平台等快速发展所引领的**新消费时代**，渠道、营销的变化使得一批新进入者能够以较低的成本进入已较为成熟的市场，并获得一定市场份额，在这一过程中，**营销能力（频推爆款的能力）是关键武器**。

(2) 随着过去两年抖音、快手等内容平台、直播电商快速发展，**蓝海已逐渐变红海**，传统龙头品牌开始意识到这一营销模式的重要性，并纷纷进入，传统龙头有较强的资金实力，**新消费时代的竞争即将进入下一阶段**。

(3) 如果说上一阶段比拼的是前台营销能力，随着潮水退去，**下一阶段更重要的则是供应链管理、产品力等中后台能力**。新消费时代的重要变化是**产品快速迭代更新，对供应链管理提出巨大挑战**。

(4) 在这一阶段，**新进入者体量小、更轻便，更易于应对产品快速迭代**，但同时，新进入者的体量决定了其同时面临产品扩张、渠道扩张、中后台巩固建设等多方面挑战，原有的营销能力优势也面临流量价格高涨的风险；相比较而言，传统厂商虽然体量更大、组织架构复杂，面对快速响应的要求调整难度更高，但**传统企业具备较强的资金实力、完善的供应链体系，如果能够成功完成调整，将会保持龙头地位，甚至进入新一轮的增长**。

# 1. 为什么在当前时点研究供应链管理？

## 1.1 互联网时代，小家电的“快消品”属性增强

很久以前，小家电和家电类似，更多以耐用品的身份满足广大家庭的功能需求。随着消费升级和渠道变迁，小家电逐步经历“快消品化”的过程。小家电“网红爆款”的发展路径大致可概况如下：

(1) 2014 年左右，国人从日本代购电饭煲兴起，主要驱动力是消费升级、对小家电产品力的重视；

(2) 2016 年左右，电商渠道后红利时期，电商不再是低质量的代名词，“双 11”等促销节催生小家电“网红爆款”兴起，代表产品有苏泊尔的电饭煲、水杯，摩飞的便携式榨汁机等，彼时小家电的线上销售占比已达 40%；

(3) 2018-2019 年，抖音、快手等内容平台带动直播电商兴起，电商娱乐化，小家电的低单价、高颜值、新奇有趣的特性与直播带货的场景契合，掀起一波爆款风潮，代表产品有九阳 Line Friends 联名款、摩飞多功能料理锅、小熊创意小家电等，冲动消费在小家电领域占比进一步提升。

而快消品和耐用品的区别主要在于：

图表 1 快消品的周转周期更短、更易引起冲动消费

	快消品	耐用品
产品周转周期	短	长
进入市场的通路	短而宽	长通路为主
消费者购买心态	冲动购买，即兴决策，取决于个人偏好，产品的外观/包装、广告促销、价格、销售点等影响大。	由于使用寿命长、价格相对昂贵，购买行为较为理性，购买决策相对复杂，会仔细比较各品牌的性价比，对品质、功效、售后服务质量有较高要求，通常到规模较大\产品集中的商场进行购买。

资料来源：华安证券研究所整理

所以我们有理由认为，这一变革过程体现出小家电原有的耐用消费品属性逐步降低，快消品属性增强，消费者的消费动机从实用主义向时尚、有趣、提升生活品质变迁。

**快消品属性的提升，使小家电在家庭消费中具备“口红经济”的效应。**(1) 在经济不景气时期，或对于不具备经济实力买房、买车、装修的家庭而言，小家电即是家庭消费中的“口红”，仅几百至几千元即可大幅提升生活品质；(2) 疫情期间，这一效应更加明显，大家宅家无法出门，经济受挫的情况下，人们将注意力集中在家庭，小家电的消费以较低成本带来极大的幸福感提升，从小熊电器、新宝股份一季度亮眼的业绩表现即可看出。

## 1.2 上述变化意味着什么？

如果将小家电的产业体系概括为获客（前台）、产品（中台）、供应链（后台），我们认为变化最为明显的在于获客和供应链管理。

### 1.2.1 获客：渠道与营销融合，所见即所得

从获客角度讲，小家电的渠道和营销逐步融合，销售通路大幅缩短，这一变化过程主要经历了三个时期：

**(1) 线下时期：**品牌营销不断加深消费者印象→消费者有需求时选择渠道购买→看到该品牌产品，有印象，选择购买。从营销到购买行为可能间隔数月甚至几年的时间，企业发起营销后有充足的时间在渠道铺货。

**(2) 电商时期：**植入广告、信息流广告等互联网营销让消费者种草→消费者直接点击链接，加入购物车→消费者有需求时下单购买。企业的备货时间缩短，尤其是在“双11”等促销节，需要在短期内大量备货。

**(3) 直播电商时期：**观看电商直播本身成为娱乐活动，讲解清晰，感染力强→消费者受到感染直接下单。渠道与营销融为一体，企业需要在发起营销前预测销量、完成备货，整个周期仅几天的时间。

当然，关于渠道和营销，还有很多可以深入分析的内容，本篇以供应链为主，在此不进行赘述。

#### 量化来看，这一变化影响有多大？

电商时代，一个“双11”几乎透支了几个月的销售，这个峰值比传统线下销售峰值高很多。传统线下销售的高峰春节、元旦，这一个月的销售可能会相当于前面的两个半月到三个月的销售。而直播电商的兴起，可能会加速这一比例的提升，甚至使得电商促销常态化，留给企业的准备时间更少。

具体量化来看，我们根据淘系数据（淘宝+天猫）进行了测算。全年主要的电商促销节包括“3·8女神节”、“6·18”、“双11”、“双12”。以九阳官方旗舰店的数据为例，2019年，上述4个促销节持续时间依次为5天、7天、4天、1天（以销量结算峰值确定），从销售成果看，“3·8女神节”、“6·18”、“双12”促销期间的销售额和销量均占当月销售额和销量的约50%，而双11促销期间的销售额和销量在当月占比超过90%。因此，我们假设：

**全年电商促销节销售=3月销售\*50%+6月销售\*50%+11月销售\*90%+12月销售\*50%**

基于此，我们以电饭煲和豆浆机为例，计算了美的、九阳、苏泊尔过去三年在电商节的销售占全年线上销售的比例（仅淘系平台），结果如下图所示。据此，我们可得出以下结论：

**(1)2019年**，合计约17天的电商促销节的小家电销量在全年线上销量占比约30%，

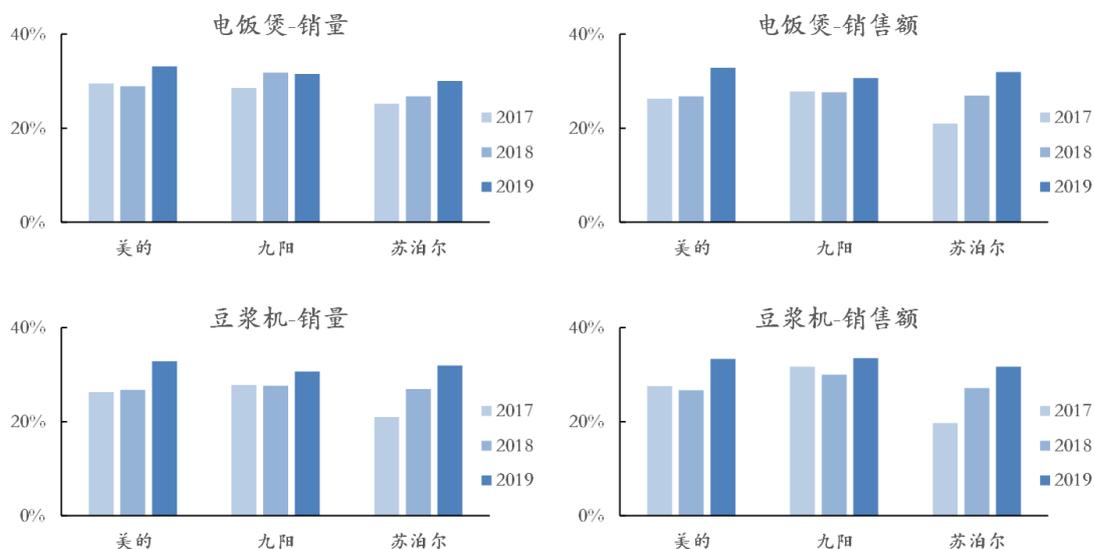
根据奥维云网数据，当年小家电的线上销量占比约 75%，则**电商促销节销量占整体比例超过 20%**；且过去几年，线上销售贡献了主要增速（线下个位数增长）；

(2) 上述比例在 2017 年仅约 25%，根据奥维云网数据，当年小家电线上销量占比约 60%，则**电商促销节销量占整体比例仅约 15%**，两年时间提升迅速。随着电商直播的兴起，尤其是疫情对人们消费习惯的改变，电商促销的销售占比预计进一步提升，并且销量或将更难预测（“双 11”还可通过预定情况预测销量，有一定反应时间），快速周转的“爆款”或将常态化，而非偶然的营销行为。这对供应链管理能力的要求提出了很高的要求。

(3) 从销售额角度看，2019 年和 2017 年电商促销节在全年整体（线上+线下）占比分别 15%和 12%（根据奥维云网数据，2019 年和 2017 年小家电线上销售额占比分别约 50%和 40%，与各公司调研数据基本一致），销售额的占比增速慢于销量，一方面由于更多低单价产品加入促销节，另一方面促销节的竞争激烈、各品牌加强促销力度。

(4) 从美的、九阳、苏泊尔各自的具体数据来看，电商促销节在全年电商销售占比这一指标，销售额的比例基本均与销量持平或略高于销量，这说明**三大龙头企业并没有因为促销节而过多降价、利润受损，在竞争中保持良好健康发展。**

图表 2 电商促销节销售占全年电商销售的比例持续提升



资料来源：淘系数据，华安证券研究所整理

综上，粗略估计，目前小家电行业受到新消费变迁影响、对于供应链管理能力的要求极高，比例约为整体的 20%（销量角度），且这部分贡献较高增速。并且，这部分尚未考虑直播带货的影响，随着电商直播发展，更新周期超短的产品占比将进一步提升，对整体小家电行业的供应链管理能力的形成较大挑战。

## 1.2.2 供应链管理：面临更多挑战

如果说直播带货、萌潮、“快时尚”化、私域流量等一系列性感的词汇让我们看到了新消费时代亮丽的冰山一角，那么海平面下，这种快速更新、快速周转则是由巨大的供应链管理变化所支撑的。需求端的快速更迭为小家电企业供应链管理能力的提升提出了新的要求，主要体现在速度和成本两方面。

### (1) 响应速度要求大幅提升

通过产业调研，我们了解到，

2016-2017年前，小家电的产品开发周期（从设计到产品定型）通常为一年，最短6-8个月；

2018年至今，随着电商、新零售发展，很多产品的这一时间缩短到了2个月，复杂的产品后续会再经历45~60天的模具开模，简单的产品则更快，**最快可达到从研发到上架销售仅1-2个月时间。**

产品生命周期的缩短为供应链带来非常大的挑战，供应链的反应速度要求越来越快。只有能够快速准确预判消费者需求、推出新品、预测爆款销量、并快速供应的公司，才能够在小家电的“快消”时代脱颖而出。

### (2) 成本压力增加

新消费时代变化对供应链成本带来的压力主要来自以下几个方面：

**a) 销售高峰突出。**如上所述，合计约17天的电商促销节的小家电销量在全年线上销量占比约30%。这种集中需求，对供应链是极大挑战，因为要集中供应、集中物流，集中物流对社会物流能力和效率是巨大挑战，集中供应是选择集中生产还是集中库存？直播电商时代，网络主播们以巨大的流量节点支撑，通过直播的驱动，将消费者、电商平台、供应商、加工厂、品牌方、网红机构（MCN）整合到一起，互相协同、快速迭代，形成一个庞大的供应链网络体系，又对供应链各环节产生了新的挑战。

**b) 包装的标准越来越高。**因为线上产品入仓之前，要经过供应链的很多周转环节入电商仓，再通过快递的几个流转环节，到达消费者，诸多节点导致包装标准要非常高。

**c) 品牌渠道总库存加大。**在传统的线下渠道运营中，经销商在每个卖场配三到五台货物。但在电商时代，以九阳为例，仅一家天猫店铺就要入7个仓，每个仓都要铺货，线上仅淘系经销商就有数十家，加之小家电行业主流品牌的SKU基本至少300个。因此，按照这种逻辑，电商渠道各型号产品的总库存非常庞大。

**d) 电商的退货率非常高。**在电商时代，退货率通常高达3%~5%。直播电商中存在大量冲动消费，退货率将更高。

**e) 高峰入仓排队。**虽然菜鸟、京东等仓储企业作为新基建为品牌方提供了仓储外包服务，但在“6·18”、“双11”等电商节入仓非常困难，他们为高峰期准备的仓储资源大幅低于需求，因为如果满足需求，接下来的闲置也会很严重。

f) **动销信息难以获取，难以预测销量。**众所周知，线上动销数据对于品牌商预测销量、洞察消费者需求至关重要。但在经销商制的模式下，品牌数是很难获取全面、实时的动销数据。

## 2. 国内小家电企业供应链管理现状

### 2.1 科普：超过 70% 的周转周期由信息流决定

供应链是产品流、信息流、资金流的集成。响应速度与成本的取舍是供应链管理的一大难点。因此，如何在提升供应链响应速度的同时，降低供应链库存，成为供应链管理能力的体现。

根据刘宝红老师的《采购与供应链管理：一个实践者的角度》，库存主要包括三大类，产生的根源不尽相同，从而对应的降库存方法也不同。

#### (1) 周转库存：信息流是周转周期的主要决定因素

周转库存是指维持正常运转的库存，比如从供应商到公司的生产线，再到销售渠道。比如生产周期为 4 周，则有 4 周的过程库存，运输过程为 2 周，则有 2 周的在途库存。周转库存与需求相匹配，而需求来自于订单或者预测。周转库存产生的根源在于周转周期，**如果要降低周转库存，则需要通过缩短周转周期来实现。**具体而言，可从产品流和信息流两个角度分析。

**产品流（比如产品的采购、生产、调试、安装等具体环节）决定了 20~30% 的周转周期。**一方面可通过缩短供应商的采购前置期来降低，比如在供应商处建立过程库存；另一方面可以通过缩短生产、调试、安装周期来降低，比如实行模块化设计，公司仅做最后的组装与测试。

**其余 70~80% 的周转周期由信息流（比如流程、系统等）决定。**大公司往往会面临“走流程”时间长的问题，从生产到采购、财务、副总、总经理等需要经过层层审批，导致信息流低效。而产品流和资金流由信息流驱动，信息流的周期增长会导致产品流和资金流的周期增长。信息流的优化方式主要在于流程的优化。

#### (2) 安全库存：新品机密与供应商备货的矛盾

安全库存是指应对不确定因素的库存，比如需求波动、补货延误、质量问题等。安全库存的产生根源是不确定因素，是供应链对不确定因素的自然应对，在系统中没有需求，由库存计划水位驱动。**不确定因素的来源主要有两个方面：信息不对称和执行不力。**

信息不对称的一个案例是，品牌商需要导入新品，告知供应商需要多备料，但出于新品研发保密性考虑，又无法提前很久告知具体的料号、用量、上线时间，导致供应商需要多备安全库存，比如对于一般客户，需要备 3~4 周的安全库存，而在这种情

况下可能需要备 10 周的安全库存。库存提升意味着更高的成本，而供应商的成本会以各种方式转嫁给客户。

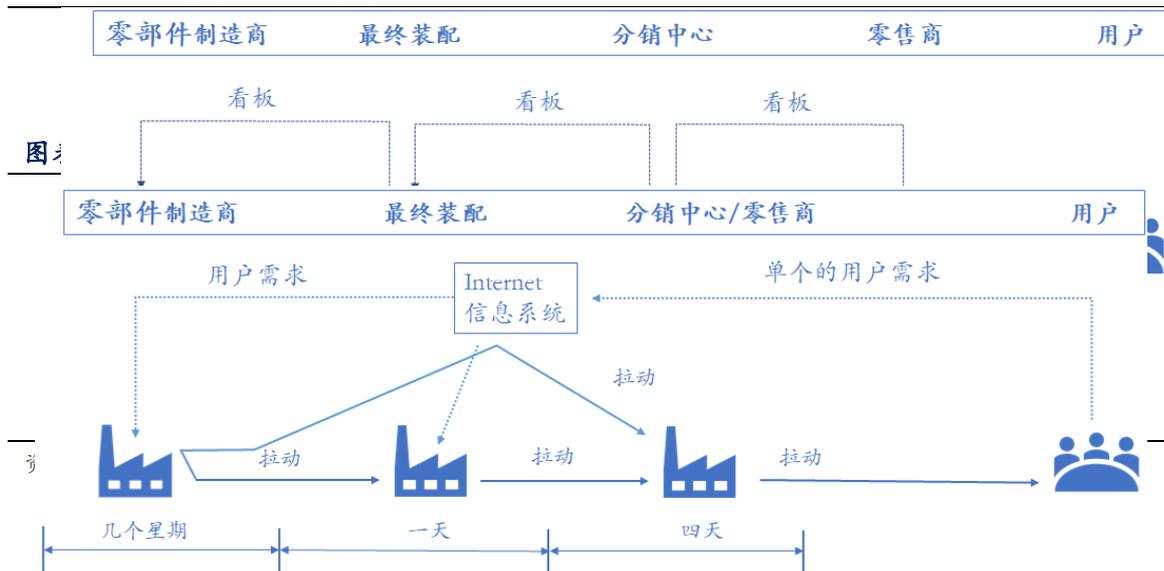
### (3) 多余库存：人的行为

多余库存是指既不是支持正常运转，也不是应对不确定因素的库存，比如订单取消、设计变更、预测失败等造成的呆滞库存，批量采购、批量生产、策略采购等造成的多余库存。多余库存的根源是人的行为，既没有需求，也没有计划水位。

## 2.2 小家电供应链管理模式的演变：龙头企业已经历多次提效

小家电的供应链管理经历了推式、拉式、推拉结合几个阶段，最新探索是 C2M，已有企业开始试水。(1) **推式供应链是以生产为中心**，制造商以提高生产率、降低单件产品成本获利为驱动源进行生产决策，产品生产出来后从分销商逐级推向用户的供应链。在这一供应链形式中，分销商和零售商处于被动接受地位，各企业之间的集成度较低，对需求变动的响应能力较差。在这种运作方式下，供应链上各节点比较松散，追求降低物理功能成本，属卖方市场下供应链的一种表现。由于不了解客户需求变化，这种运作方式的库存成本高，对市场变化反应迟钝。(2) **推式供应链之后的一个时代是拉式供应链，以客户为中心**，比较关注客户需求的变化，并根据客户需求组织生产。在这种运作方式下，供应链各节点集成度较高，有时为了满足客户差异化需求，不惜追加供应链成本，属买方市场下供应链的一种表现。拉式供应链的问题在于，前端有订单后，后端才会组织生产，周期非常长，交货时间通常为几个月。(3) **推拉结合供应链即将拉动式和推动式结合起来形成混合式的供应链模式**，推动部分与拉动部分的接口处被称为“**推拉边界点**”。在“**推拉边界点**”之前，是推动式的大规模通用化半成品生产阶段，有利于形成规模经济。生产按预测进行，中间产品生产出来后就保持中间的这种状态。在“**推拉边界点**”之后，也就是收到客户订单后，根据订单将半成品加工成最终产品，实现快速有效的客户反应。因此，切入点之前是推动式生产阶段，切入点后是拉动式的差异化定制阶段。需求调整的周期通常为两周，月预测之后进行周调整，以减少供应链生产的失误。这一过程并非很顺畅，信息交互准确性和信息加工在实操中难度很高。这其中，核心部分是“**物料计划系统**”，通常由品牌方管控，所有的信息汇总到该系统形成指令，再分散到采购、生产、物流运营、销售等环节。(4) **C2M 是以纯消费者拉动为核心的供应链**，高度敏捷的供应链可以做到低成本实现消费者定制化生产，这种模式对供应链的要求非常高，一方面产品模组化平台需要很强，另一方面需要有组件、大部件、半成品的产品构架能力，可以实现收到消费者的需求后，迅速将半成品制造成成品。这种模式是高度柔性的供应链，目前很少由企业完全采用这种模式。

图表 3 拉式供应链周期较长



资料来源：《物流新闻》公众号，华安证券研究所整理

就目前小家电行业上市公司的供应链模式而言，基本均为推拉结合式供应链。从生产模式的角度讲，以自产为主的企业对于内部信息可更快传达、实现，且具备一定成本优势，以外包为主的企业存货压力更低，可实现更快周转，并可通过供应商考核筛选机制激励上游企业更快响应。从销售模式的角度讲，经销商模式有利于降低企业库存、加速周转，但缺点在于难以及时获得终端销售数据、进行销量预测与消费者洞察，线上渠道尤为明显，部分龙头企业通过经销商代发货的模式解决这一痛点，并与天猫等平台合作实现数据的获取。从组织架构的角度讲，如果采购环节隶属于各品类事业部，有利于各事业部内部快速响应，但成本和效率会受到一定影响，比如会造成不同事业部对同一资源的争抢等情况。

图表 5 部分小家电上市公司供应链模式

公司	生产模式	线上销售模式	线下销售模式	组织架构	供应链管理特点
美的集团	自产	经销商模式为主，加强线上渠道授权管控	代理商制，缩减代理商层级，精简SKU。	平台制与事业部制并行，专设供应链部门为各事业部提供支持	T+3客户订单制
九阳股份	外包为主	经销商模式为主，辅以自建渠道	经销商模式为主，辅以自建渠道	BU制（原先为事业部制）	BU制改革；战略合作供应商
苏泊尔	自产（承接ODM业务）	经销商模式为主，发展苏泊尔自有渠道建设	经销商模式	事业部制	SEB经验赋能，例如SixSigma
新宝股份	自产（承接ODM业务）	经销商模式为主（注重经销商的内容策划能力）	经销商模式为主（注重经销商的内容策划能力）	品牌事业部制，后台环节共享	生产单位按大类分层，标准化程度高，实现大批量快速生产
小熊电器	自产为主，外包为辅	经销与直销结合	经销商模式为主	事业部制	T+13周需求预测，T+3周生产

资料来源：华安证券研究所整理

### 2.3 库存数据分析：信息化和电商是两个关键节点

根据各公司的财报附注信息，存货周转周期可进一步拆分为原材料备货周期、在产品生产周期、库存商品销售周期，体现公司在不同环节的供应链管理变化情况。整体来看，小家电企业的各类存货周转周期在过去二十年呈现明显下降趋势，一方面，上市企业多为龙头企业，自身有较强的实力和动力进行供应链优化、实现降本增效，另一方面，电商的发展带来的产品周转加快、倒闭供应链改革，也是重要因素。此外，这种改善更多存在于原材料备货周期和在产品生产周期，而库存商品周转周期在期间内较为平稳，这是因为，大多数小家电企业已在与渠道商之间的环节实行“以销定产”的订单拉动式，库存商品积压的压力较小，或者说更多由经销商承担，而通过调整与上游供应商之间的推拉关系来优化供应链，因此小家电企业周转效率的提升更多在于原材料、半成品等环节的改善。

从上市较早的小家电龙头美的、苏泊尔、九阳来看，存货周转效率从2006到2015年经历了两个阶段的变化。其中，2006-2011年的优化主要由企业信息化管理、供应链优化所致；2012-2016年电商的发展，对于原材料和在产品周转加快起到积极作用，但对库存商品周转却产生了压力。

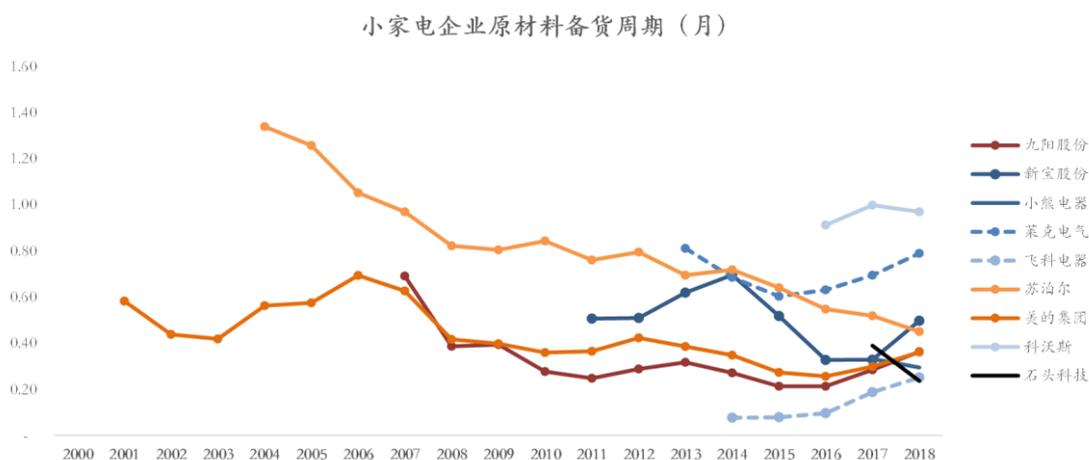
九阳股份2008年开始推行信息化管理，效率明显提升；2011年建立N+1采购模式，引入优势供应商，强调与供应商协同合作，建立产品库存预警机制，2007年上市初期外包产品占比仅20%，随着外包比例提升，原材料库存向供应商转移；2013年，公司开始注重电商渠道，周转周期新一轮下降。

2008 年左右，美的集团持续着力加强事业部组织与流程整合力度，完善供应链管理，通过产品价值链利益捆绑考核、协同沟通、市场压力与品质压力传递等一系列措施，提高市场响应速度和运作效率；2013 年左右，美的集团开始注重电商渠道，并加大自动化设备投入。

苏泊尔 2006 年引入 SAP 的 ERP 信息系统，并全面推行 6s 现场管理，提高劳动生产率，采取各种方法降低因产品改型造成的呆滞物流；2013 年左右开始注重电商渠道。

具体到原材料备货周期，行业平均在半个月左右，2006-2011 和 2011-2016 较为明显地分两阶段下降，第一阶段归功于企业信息化，第二阶段归功于电商红利。承接代工业务的企业承担更多原材料库存，比如科沃斯和莱克电气；生产外包为主的企业原材料库存较低，比如九阳股份和飞科电器。新宝股份 2014 年开始以生产模块的形式改良生产模式，进行平台化整合、自动化投入，加之自主品牌内销占比从 2014 年开始发力，从当年的 8% 增至 2019 年的 18%，原材料备货周期显著下降。

图表 6 原材料（含委托加工物资）备货周期分两阶段下降

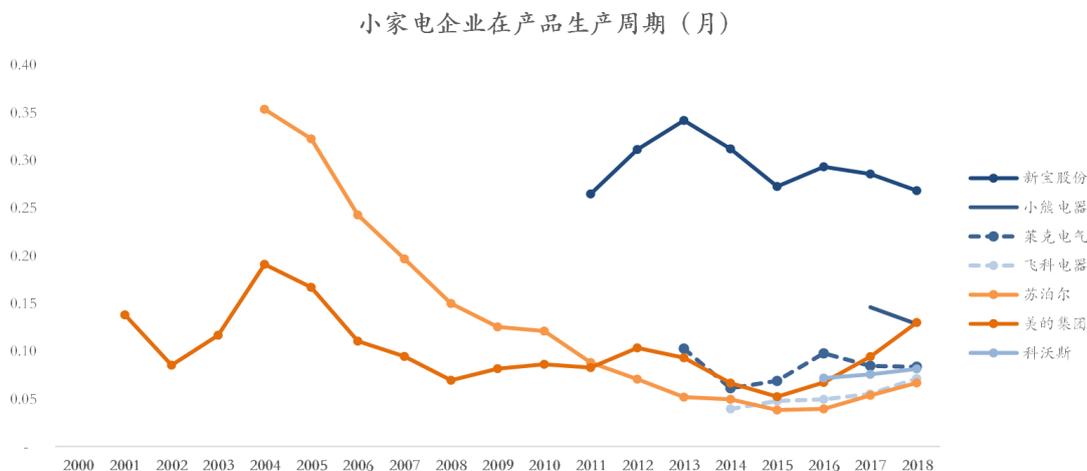


资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

注：科沃斯原材料包括从 ODM 厂商采购的扫地机器人整机，占原材料比例约 20%，导致原材料库存较高。

从在产品生产周期的角度看，行业平均在 3 天左右，下降主要发生在 2004-2011 年，在后期电商时代下降幅度较小，这是因为 2004-2011 年的信息化带来整体效率提升，各类库存都有改善，而大多数企业的库存主要在原材料阶段，电商发展对在产库存影响较小。值得注意的是，新宝股份的在产品生产周期显著高于其他企业，而同样作为承接大量代工业务的企业，新宝的原材料备货周期较低，我们预计主要原因在于，新宝的“推拉边界点”在半成品环节，而非原材料环节，这与新宝“模块化生产”模式也相符，也可以较好解释 2019 年，新宝旗下的摩飞等品牌爆款新品能够快速响应迭代的现象。

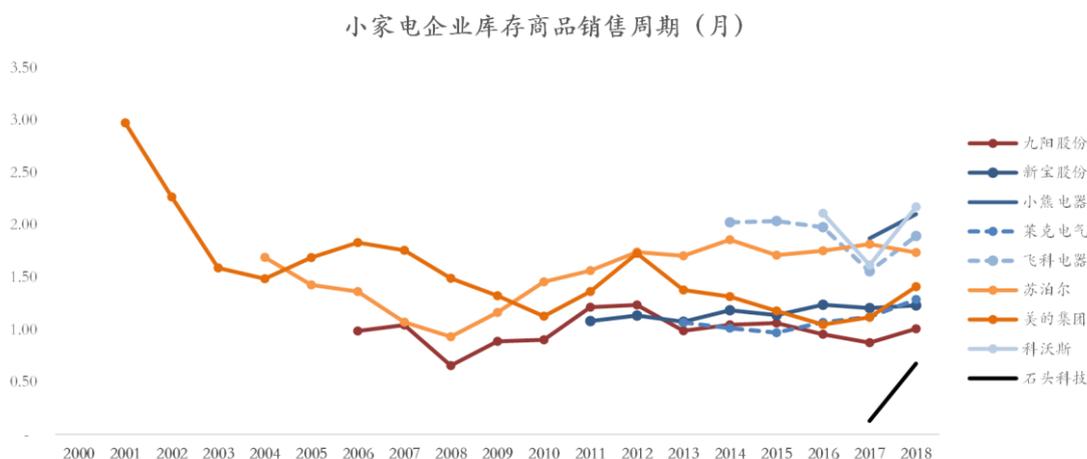
图表 7 在产品生产周期 2013 年以来较为稳定



资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

从库存商品销售周期的角度看，行业平均在 1.5 个月左右。2006 年左右的企业信息化变革对于库存商品周转加速有一定作用。但是**电商发展并没有显著积极作用，甚至带来库存商品增加**，尤其是电商占比较高的小熊电器、新宝股份、科沃斯等库存商品销售周期显著较高，这是因为，电商的发展要求商品更快周转，且“双 11”等促销节使得销售在一年中发生剧烈波动，企业需更多储备“安全库存”以应对电商销售高峰。例如，根据小熊电器招股书，公司在非高峰时期主要采用“预测销售量+安全库存”的存货管理模式，在“双 11”等销售高峰则需提前 1-2 个月备货。因此，**电商的发展，尤其是近期直播电商的发展，对于企业的销量预测能力、存货周转能力提出了极大的挑战。**

图表 8 电商发展对库存商品（产成品）销售周期产生挑战



资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

### 3. 九阳股份：快速调整应对变化的龙头企业

九阳作为小家电领域传统龙头企业，能够在内容平台、直播电商崛起时迅速反应并表现出色，对于处于行业变化中的龙头企业是非常难得的。九阳的迅速反应，一方面表现在前端的营销能力，另一方面，后端涉及供应链的组织结构等调整也是极为重要的，为长期作战打下坚实基础。

#### (1) 组织架构：事业部制调整为 BU 制

公司从 2018 年底、2019 年初将组织架构调整为 BU 制。原先为事业部制，各事业部独立运营，采购资源相对独立，这种模式在原先传统制造业能够很好应对市场需求。但在新消费时代的冲击下，成本、供应链结构等都受到了新的挑战，比如不同事业部对同一资源会有争夺的情况，或者资源难以得到有效利用。2019 年公司将所有事业部集合起来成立了采购中心，对整个供应链进行再造，将优势的资源、供应商进行整合，实现共同发力，产品质量、成本、供应等各方面都有了较为明显的改善。

#### (2) 供应商战略分级管理

对于以生产外包为主的企业，供应商管理能力通常为较大的考验。除了最基础的质量管理，还有响应速度、新品机密等方面的问题。九阳经过多年发展，已与诸多供应商达成战略合作关系。从财报可以看出，从前五大供应商采购的金额占比稳定在 35% 左右，比例较为健康，不存在过度依赖。九阳对不同供应商实现很好的分层管理。其中，前五多为长期合作企业，九阳还通过各种方式与战略供应商深度绑定。例如，长期排名第一、第二的“杭州信多达电子科技有限公司”从 2011 年开始受到九阳 35% 的股权投资。

与战略供应商深度合作，一方面可以加强信任，在有新品计划时迅速告知供应商进行排产，甚至让核心供应商参与到研发设计环节，从制造角度提出优化建议；另一方面，可以形成更好的磨合，降低沟通成本，实现快速响应，并且可以与供应商共同成长，例如上文提到的“杭州信多达电子科技有限公司”以及同样位列前五的“杭州永耀科技有限公司”均具备较强的研发能力，有自己的研发中心和大量自主知识产权专利，供应商具备研发能力，可助力部分新品实现快速迭代。

#### (3) 物流仓储精简化

在原来线下时期，需要快速将产品送到线下每个渠道，因此九阳在全国设立 6 大仓储。电商时代，线上渠道商仓储布局以省甚至重点城市为节点布局，因此九阳作为品牌商不再需要布局很多前置仓，九阳将 6 个仓精简到 3 个仓。

之后，九阳进行了物流节点的精简优化，这一过程经历了三个阶段：

- 直接从生产厂家的生产线到需求的仓库，减少一次中间属地仓入仓动作；
- 对经销商的客户订单进行前置沟通，实现用整车方式直接送到电商平台仓，这一改变带来每个电商节有超过百万元的节省，电商货流效率提升至少 3 天；

- 与天猫合作”地九天长“项目，将电商经销商的商流与货流分开，九阳电商经销商虚拟总仓货权共享，九阳统筹电商的平台预约及整车入仓，把所有经销商的需求统筹在一起，凑成整车入电商平台仓。**设置虚拟仓的这一过程的重要意义在于，九阳可直接获取实时订单信息，从而进行消费者大数据分析、新品研发、销量预测。**小熊电器也有部分订单为经销商通过这种“云下单”的方式进行发货。

#### (4) 信息流优化

因此在信息流方面，九阳直接从电商平台抓取动销数据，进行需求预测，并且，订单通过物流信息控制塔，自动输出从哪个节点出货路径最优，而非由员工主观判断。

## 4. 投资建议

我们认为，

(1) 在电商、内容平台等快速发展所引领的**新消费时代**，渠道、营销的变化使得一批新进入者能够以较低的成本进入已较为成熟的市场，并获得一定市场份额，在这一过程中，**营销能力（频推爆款的能力）是关键武器。**

(2) 随着过去两年抖音、快手等内容平台、直播电商快速发展，**蓝海已逐渐变红海**，传统龙头品牌开始意识到这一营销模式的重要性，并纷纷进入，传统龙头有较强的资金实力，**新消费时代的竞争即将进入下一阶段。**

(3) 如果说上一阶段比拼的是前台营销能力，随着潮水退去，**下一阶段更重要的则是供应链管理、产品力等中后台能力。新消费时代的重要变化是产品快速迭代更新，对供应链管理提出巨大挑战。**

(4) 在这一阶段，**新进入者体量小、更轻便，更易于应对产品快速迭代**，但同时，新进入者的体量决定了其同时面临产品扩张、渠道扩张、中后台巩固建设等多方面挑战，原有的营销能力优势也面临流量价格高涨的风险；相比较而言，传统厂商虽然体量更大、组织架构复杂，面对快速响应的要求调整难度更高，但**传统企业具备较强的资金实力、完善的供应链体系，如果能够成功完成调整，将会保持龙头地位，甚至进入新一轮的增长。**

因此，**推荐关注多年维持小家电领域龙头地位、且能够顺应时代变迁迅速调整的九阳股份**，如今已形成适应年轻人需求的产品研发体系、适应新消费的快速响应供应链体系和营销模式，预计新消费的发展将为九阳股份带来新一轮增长点。我们预计公司2020-2022年收入分别为100.5、118.5、137.6亿元，同比分别+7.4%、+17.9%、+16.2%，归母净利润分别为9.1、11.1、13.1亿元，同比分别+10.6%、+21.6%、+18.2%，当前股价对应2020-2022年PE分别26.43x、21.74x、18.40x，给予增持评级。

**图表 9 九阳股份业绩预测与估值指标**

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8,168.71	9,351.44	10,045.56	11,847.99	13,761.23
增长率(%)	12.71	14.48	7.42	17.94	16.15
EBITDA(百万元)	1,085.90	1,278.10	1,428.13	1,705.08	2,000.31
净利润(百万元)	754.26	824.11	911.64	1,108.45	1,309.63
增长率(%)	9.48	9.26	10.62	21.59	18.15
EPS(元/股)	0.98	1.07	1.19	1.44	1.71
市盈率(P/E)	31.94	29.24	26.43	21.74	18.40
市净率(P/B)	6.32	6.42	5.72	5.03	4.41
市销率(P/S)	2.95	2.58	2.40	2.03	1.75
EV/EBITDA	9.64	13.04	15.89	12.03	10.76

资料来源: Wind, 华安证券研究所

**推荐关注具备较强爆款复制能力的新宝股份**, 公司具备多年为海外高端品牌代工经验, 供应链体系先进高效、能够快速响应, 且旗下摩飞等自主品牌已探索出可复制的爆款模式, 随着公司将摩飞的成功复制到旗下其他品牌与产品, 未来进一步增长可期。我们预计公司 2020-2022 年收入分别为 100.5、109.8、119.8 亿元, 同比分别+10.2%、+9.3%、+9.1%; 归母净利润分别为 8.7、10.5、12.7 亿元, 同比分别+26.5%、21.1%、20.6%; 当前股价分别对应 2020-2022 年 24.60x、20.31x、16.84xPE, 给予增持评级。

**图表 10 新宝股份业绩预测与估值指标**

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8,444.33	9,124.53	10,052.37	10,982.61	11,978.61
增长率(%)	2.70	8.06	10.17	9.25	9.07
EBITDA(百万元)	1,116.27	1,434.20	1,429.85	1,690.50	1,980.92
净利润(百万元)	502.71	687.34	869.13	1,052.83	1,269.42
增长率(%)	23.21	36.73	26.45	21.14	20.57
EPS(元/股)	0.63	0.86	1.08	1.31	1.58
市盈率(P/E)	42.54	31.11	24.60	20.31	16.84
市净率(P/B)	5.48	4.97	4.58	4.17	3.76
市销率(P/S)	2.53	2.34	2.13	1.95	1.79
EV/EBITDA	5.18	7.67	13.32	10.78	9.03

资料来源: Wind, 华安证券研究所

## 风险提示

疫情影响, 人们消费意愿下降的风险; 流量红利逐步消失风险。

## 重要声明

### 分析师声明

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

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

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

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 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。市场基准指数为沪深 300 指数。