

# 小家电新消费板块及明星标的的下一步的关注点

## ——小家电新消费研究（3）

行业动态

### ◆疫情加速消费线上化，小家电高景气度延续

疫情期间小家电线上化迁移加速，考虑到“6·18”大促导致的需求后移，4-5月小家电线上增长依然强劲。基于对于消费者和品牌商的双重效率优势，小家电消费进一步线上化的趋势明确，根据奥维云网推算，2020年小家电行业线上零售量占比可能超过80%。

小家电消费的加速线上化也吸引了更多品牌的加入。作为典型的供给创造需求的行业，更多新老品牌有望进一步丰富供给侧的创新产品和营销方案，并刺激需求增长，小家电新消费的高景气度有望延续。

### ◆进入下半场，供给侧格局判断将更为重要

瞄准小家电新消费机会的公司越来越多，更多新锐品牌和美的等“巨无霸”的进场，将会不可避免地搅动一些细分市场和公司，供给侧格局的判断将变得更为重要。

小家电新消费机会中的关键成功要素是“产品力”，即构建研发体系和供应链体系的系统性优势。其次，因为渠道、营销端的红利变化很快，没有固定的套路和玩法，考验的是新型组织架构下团队的积极性和灵活性。最后，品牌对于用户心智的占领，将成为较难颠覆的护城河。

### ◆重点公司跟踪：下一步的突破方向和进展

股价和估值的快速上涨伴随着相关个股成长性预期的快速向上修正，不同公司的成长战略和路径并不相同，我们分别对九阳股份、新宝股份和小熊电器近期的零售数据、经营亮点和未来的突破方向做了梳理和讨论。

**九阳股份：有望借助线上优势挖掘更多新增长点。**九阳过去几年在线上渠道积累的优势淋漓尽致地体现出来，公司在线上的优势有望助推多个新品类突围，比如炊具和清洁电器，打开成长空间。

**新宝股份：打造小家电新消费品牌孵化平台。**创新方法论更清晰，上新节奏加快，出现下一个“大爆品”的概率在提升，值得期待。新宝逐步构建起强大的中后台能力，有望孵化更多小家电新消费品牌，拥有多品牌矩阵+持续产品输出能力将拥有更为确定和更大空间的成长潜力。

**小熊电器：品类扩张战略清晰，探索能力边界。**品类扩张是小熊电器打开成长空间的核心战略，公司已经对此有详尽和严密的思考和设计，而公司对于研发和品牌两大竞争力的强化，将决定其品类扩张的速度和边界。

### ◆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。

证券代码	公司名称	股价(元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			19A	20E	21E	19A	20E	21E	
002242	九阳股份	31.64	1.07	1.26	1.45	30	25	22	买入
002705	新宝股份	32.04	0.86	1.08	1.31	37	30	24	买入
002959	小熊电器	99.90	2.23	2.43	2.82	45	41	35	增持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2020年6月12日

## 小家电行业：买入

### 分析师

金星 (执业证书编号：S0930518030003)

021-52523878

[jinxing@ebsec.com](mailto:jinxing@ebsec.com)

甘骏 (执业证书编号：S0930518030002)

021-52523877

[ganjun@ebsec.com](mailto:ganjun@ebsec.com)

王奇琪 (执业证书编号：S0930519050001)

021-52523880

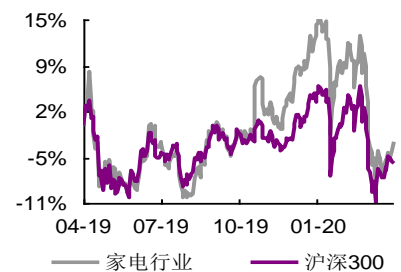
[wangqq@ebsec.com](mailto:wangqq@ebsec.com)

王彦玮 (执业证书编号：S0930519100001)

021-52523879

[wangyw@ebsec.com](mailto:wangyw@ebsec.com)

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

### 相关研报

- 扫地机行业又火了？核心看产品能否“出圈”——扫地机器人行业跟踪研究  
..... 2020-05-24
- “网红”品牌的秘密：为好产品加“新杠杆”——小家电新消费研究（2）  
..... 2020-04-19
- 新消费风来，寻找下一个小家电明星公司——小家电行业深度报告  
..... 2020-03-04

## 目 录

1、 疫情加速消费线上化，小家电高景气度延续.....	3
2、 进入下半场，供给侧格局判断将更为重要.....	6
3、 重点公司跟踪：下一步的突破方向和进展.....	9
3.1、 九阳股份：有望借助线上优势挖掘更多新增长点.....	9
3.2、 新宝股份：打造小家电新消费品牌孵化平台.....	13
3.3、 小熊电器：品类扩张战略清晰，探索能力边界.....	17
4、 风险分析.....	19

我们之前已通过《新消费风来，寻找下一个小家电明星公司》《“网红”品牌的秘密：为好产品加“新杠杆”》两篇小家电新消费系列研究报告，阐述了小家电行业正在发生的变化以及相应的投资机会，新宝、九阳、小熊等公司的股价表现表明市场对小家电新消费逻辑的认可度已经颇高。

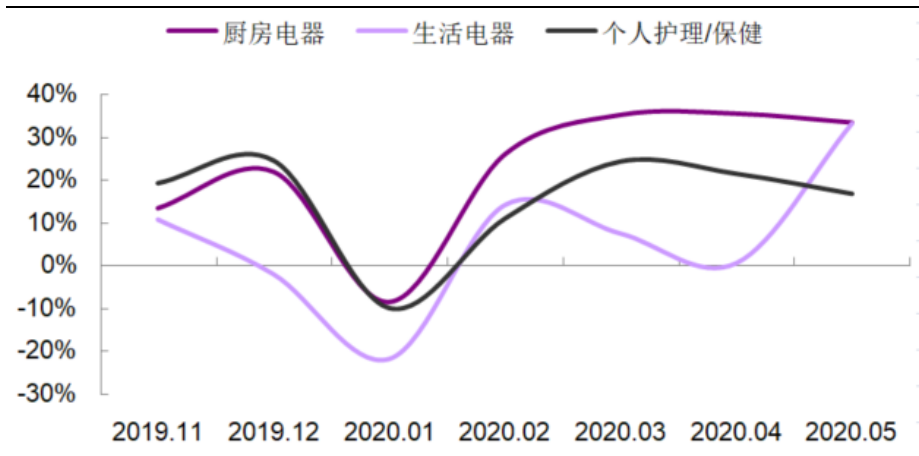
随着疫情接近尾声，小家电新消费的高景气度能否持续，竞争格局将如何演绎？对于小家电公司而言，今年股价的核心驱动因素是什么，进一步突破的方向和进展如何，未来的重要观察点是什么？这篇报告给出了我们的思考。

## 1、疫情加速消费线上化，小家电高景气度延续

这一轮小家电新消费机会出现的大背景是在中国城市消费者迎来第三消费时代之际，一批小家电品牌抓住新渠道和新营销的红利窗口，以差异化的产品为抓手，实现了一波高速增长。典型的代表为摩飞品牌，其率先采用内容/社交营销，打造了便携榨汁杯、多功能锅等网红爆品，收入从2018年不到2亿大幅增长到2019年的6.5亿元，2020年以来继续保持翻倍以上增长。

疫情成为加速线上化的催化剂，疫情后小家电高景气度延续。疫情期间小家电线下消费受抑制的同时，线上化迁移加速，2月起线上销售持续高增长，即使4月开始电器连锁等线下终端已经基本恢复正常营业，线上零售增速并未出现趋势性回落，考虑到“6·18”大促导致的需求后移，4-5月小家电线上增长强劲。

图 1：进入 20Q2 小家电线上零售额增速并未出现回落



资料来源：独道指数，光大证券研究所整理

根据对九阳、小熊、摩飞等新消费品牌线上零售的跟踪，各品牌线上零售的景气度也依然较高。根据淘数据监测，5月九阳、小熊、摩飞淘宝系零售额分别同比+52%、+60%、+121%，继续保持较快增长。

表 1：小家电新消费品牌淘宝系单月零售额增速

	九阳	小熊	摩飞
2020-01	14%	-12%	121%
2020-02	77%	60%	680%
2020-03	86%	70%	387%
2020-04	66%	94%	152%
2020-05	52%	60%	121%

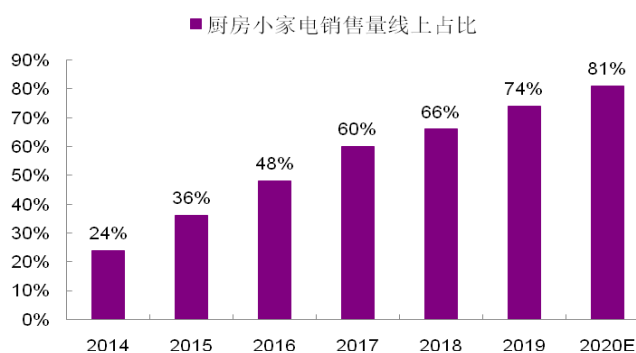
资料来源：淘数据，光大证券研究所

根据我们的观察，基于线上渠道对于消费者和品牌商的双重效率优势，小家电消费进一步线上化的趋势明确：

**1、消费者选购效率：**由于体积小、且无需安装，小家电天然适合电商渠道销售，疫情是一次全面的消费者教育，即使过去依赖线下渠道的消费者也体会到线上选购小家电的效率优势，使得线上化再次加速。

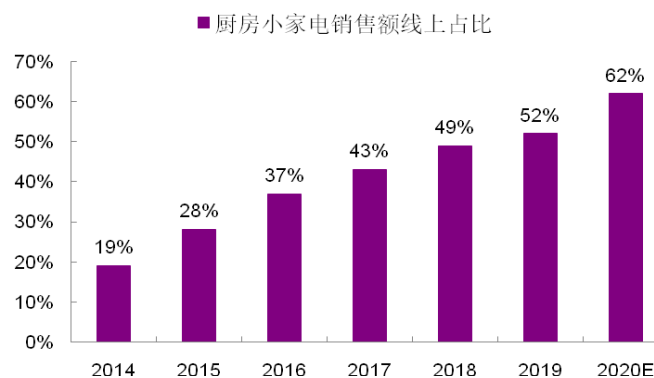
小家电产品的线上销售占比在持续上升，根据奥维云网推算，2020年小家电行业线上零售量占比可能超过80%。

图 2：2020 年厨房小家电销量线上占比预计达 81%



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

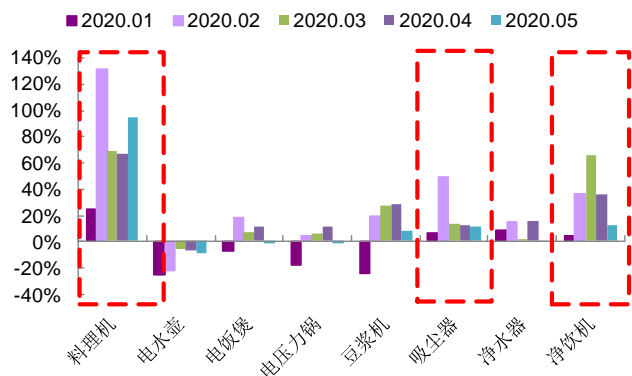
图 3：2020 年厨房小家电销售额线上占比预计达 62%



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

**2、品牌商运营效率：**过去传统电商（天猫、京东）的销售转化主要集中在高性价比定位的传统产品，2019年以来，由于内容/社交营销平台（小红书、抖音、快手等）和工具（直播、私域流量运营等）的兴起，我们看到品牌商积极拥抱新兴平台和工具，结果是多功能锅、三明治机等新兴可选品类快速渗透，直播等新兴营销方式成为标配，品牌触达/转化消费者的效率大幅提高。

图 4：2020 年以来部分新兴可选品类增长很好



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

图 5：小家电品牌已全面拥抱直播 (618 小电直播榜单)

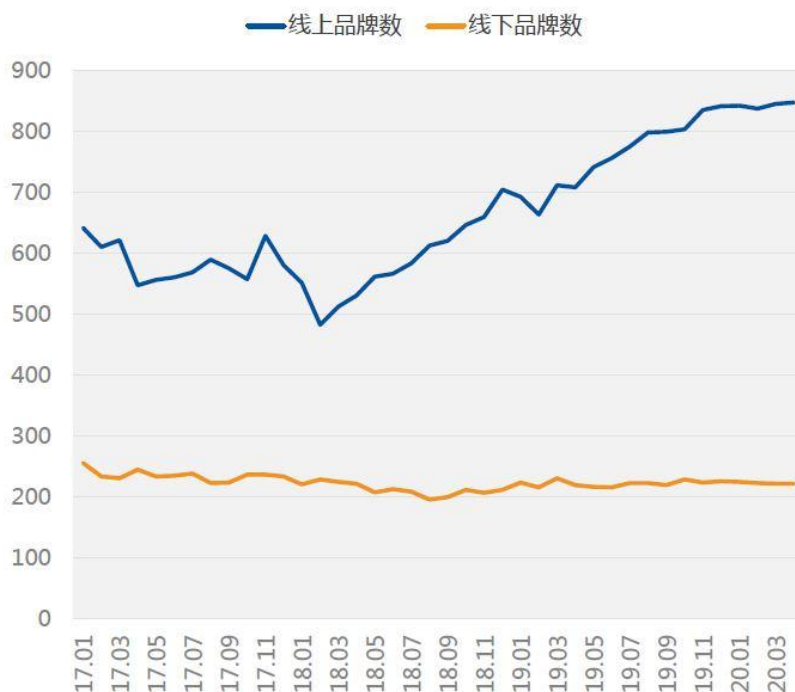


资料来源：淘宝直播，光大证券研究所

综合来看，在疫情的催化之下，小家电消费加速线上化：1) 在消费者心目中，线上渠道成为小家电购物的第一选择。2) 在品牌商心目中，线上渠道突破卖货平台的单一作用，成为品牌商消费者洞察-新品开发-内容种草-社交转化-用户运营的全链路平台。

小家电消费的加速线上化也吸引了更多品牌的加入。根据奥维云网统计，厨房小家电线上品牌数从 2018 年初的 500 个快速上升到 2020 年 4 月的 850 个，两年间线上品牌数增加近 70%。

图 6：厨房小家电领域线上品牌数量快速增加



资料来源：奥维云网，光大证券研究所整理

作为典型的供给创造需求的行业，更多新老品牌有望借助线上零售基础设施在需求捕捉、营销转化、用户运营上的优势，进一步丰富供给侧的创新产品和营销方案，并刺激需求增长，小家电新消费的高景气度有望延续。

## 2、进入下半场，供给侧格局判断将更为重要

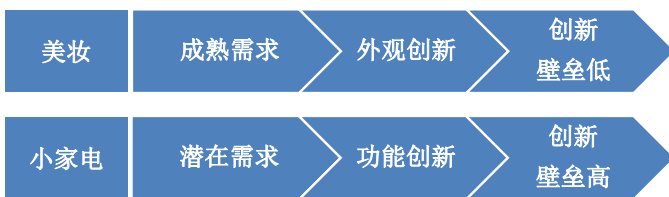
在新需求和新流量红利的叠加下，小家电行业整体仍处在新消费红利期，但如果流量迁移的速度放缓，而瞄准小家电新消费机会的公司越来越多，到底应该投资哪些公司？——供给侧格局的判断将变得更为重要。

美的在 2020 年初的股东交流会中提到对于小家电业务管理层和战略的调整，我们有望在 2020Q3 开始陆续看到美的新型小家电品类的上市，并成立新的西式小家电公司，探索西式产品的中国机会。小家电行业“巨无霸”的进场将会不可避免地搅动一些细分市场和公司，这对于我们理解供给侧格局有很重要的意义。

小家电新消费机会中的关键成功要素是“产品力”，但并非单一产品的成本优势或技术壁垒，而是“构建研发体系和供应链体系的系统性优势”。

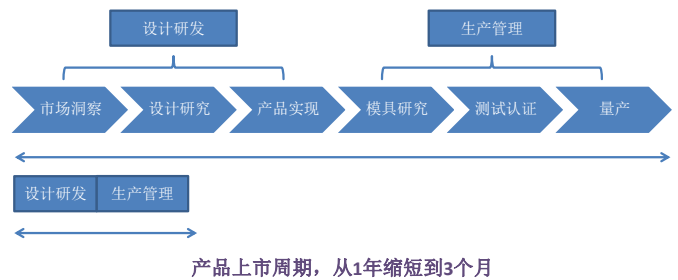
- 研发体系：1) 持续创新能力；2) 快速跟进能力。
- 供应链体系：1) 成本；2) 品控；3) 柔性能力。

图 7：小家电产品持续创新的难度较大



资料来源：光大证券研究所绘制

图 8：“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

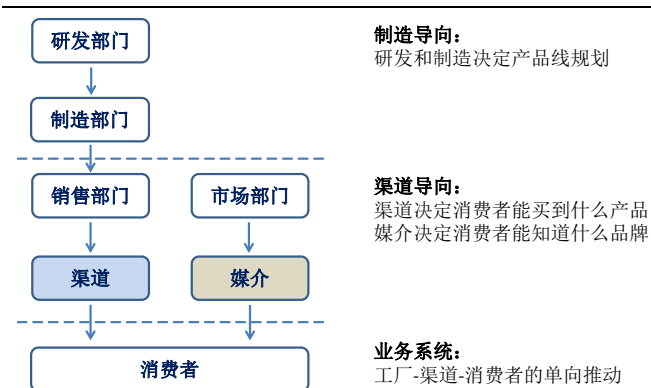
对于不同定位的企业而言，保持竞争优势对于研发体系和供应链体系的能力要求略有区别：

- 对于创新驱动的企业而言，研发体系的持续创新能力和供应链体系的柔性能力至关重要。
- 对于跟随战略的企业而言，研发体系的快速跟进能力和供应链体系的成本优势和品控优势更为重要。

其次，因为渠道、营销端的红利变化很快，没有固定的套路和玩法，考验的是新型组织架构下团队的积极性和灵活性。

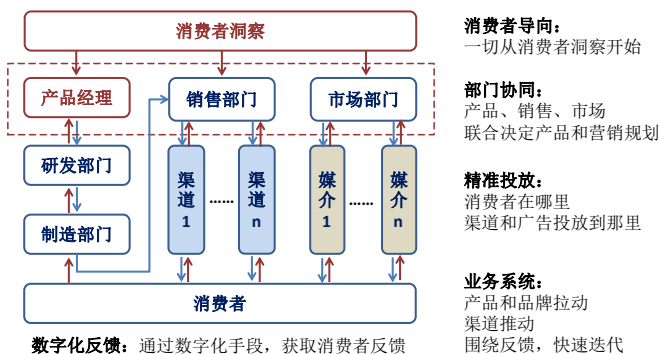
快速学习、洞察消费者需求和注意力的变化，找到合适的“外部杠杆”，才能使得营销的投入产出比最大化。

图 9：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

图 10：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

最后，品牌对于用户心智的占领，将成为较难颠覆的护城河。

消费者对品牌的诉求在发生巨大的变化，品牌竞争的维度变得更为多元，不同的品牌逐渐沉淀并体现出其独特的品牌调性，并在对应消费人群心智中产生潜移默化的作用。

不同时期诞生的小家电品牌表现出不同消费阶段对品牌的诉求：

- 1) **小家电品牌 1.0**：美的/苏泊尔/九阳多年累积的品牌影响力，即使渠道结构发生剧烈的变化，但仍然具有强大的认知优势，并起到品质背书的作用；
- 2) **小家电品牌 2.0**：小熊也通过十多年来在淘宝等线上渠道的深耕，建立起作为年轻人的高性价比品牌的认知优势，体现为更高的线上营销效率；
- 3) **小家电品牌 3.0**：北鼎、摩飞等品牌已经部分体现出消费者对品牌的更高阶需求，满足第三消费时代下的自我认知需要和社交需要。

图 11：不同的品牌沉淀并体现出其独特的品牌调性



资料来源：光大证券研究所绘制

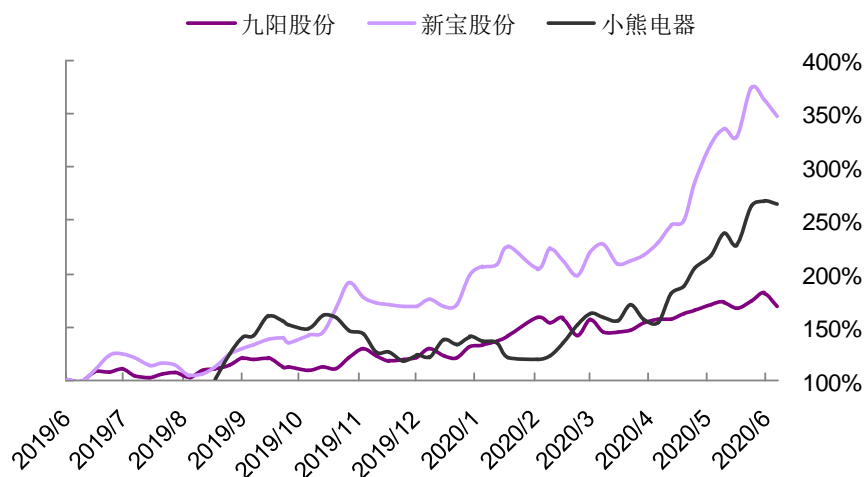
随着行业红利的消退和竞争的演进，供给侧格局的判断将越来越重要，真正能够把握住小家电行业发展脉搏，找准定位，并构筑其能力圈的小家电公司将体现出更强的长期确定性，这类企业正是我们寻找的有望实现持续增长，并保持较好盈利能力的小家电明星公司。



### 3、重点公司跟踪：下一步的突破方向和进展

在小家电新消费板块景气度持续提升的过程中，新消费个股均已在短时间内实现较大涨幅，2019年6月以来，九阳股份、新宝股份和小熊电器累计上涨70%、247%、165%，其中2020年以来分别上涨41%、104%、98%。

图 12：小家电新消费个股均已快速上涨



资料来源：Wind，光大证券研究所，注：选取2019年6月至2020年6月12日周度收盘价

股价和估值的快速上涨对应的是对相关个股成长性预期的快速向上修正，不同公司的成长战略和路径并不相同，这些预期能否兑现，甚至继续超预期，我们分别对九阳股份、新宝股份和小熊电器近期的经营亮点和未来的突破方向做了梳理和讨论。

#### 3.1、九阳股份：有望借助线上优势挖掘更多新增长点

##### 3.1.1、经营亮点：线上持续高增长，展现系统性优势

2020年以来，疫情后需求的全面线上化使得九阳过去几年在线上渠道积累的优势淋漓尽致地体现出来，根据淘数据，20Q1九阳零售额增长59%，进入20Q2，4-5月九阳零售额分别同比+66%，+52%，无论是跟自己比，还是跟竞争对手比，九阳的线上表现都十分亮眼。

表 2：九阳品牌淘宝系销售数据一览

月份	销量 (件)	YoY	销售额 (万元)	YoY	累计销量 (件)	YoY	累计销售额 (万元)	YoY
2020-05	2320098	101%	50403	52%	11083976	105%	249644	59%
2020-04	2370910	118%	52037	66%	8763878	106%	199241	61%
2020-03	3115685	158%	67180	86%	6392968	102%	147204	59%
2020-02	1716863	103%	43412	77%	3277283	67%	80024	41%
2020-01	1560420	40%	36612	14%	1560420	40%	36612	14%

资料来源：淘数据，光大证券研究所整理

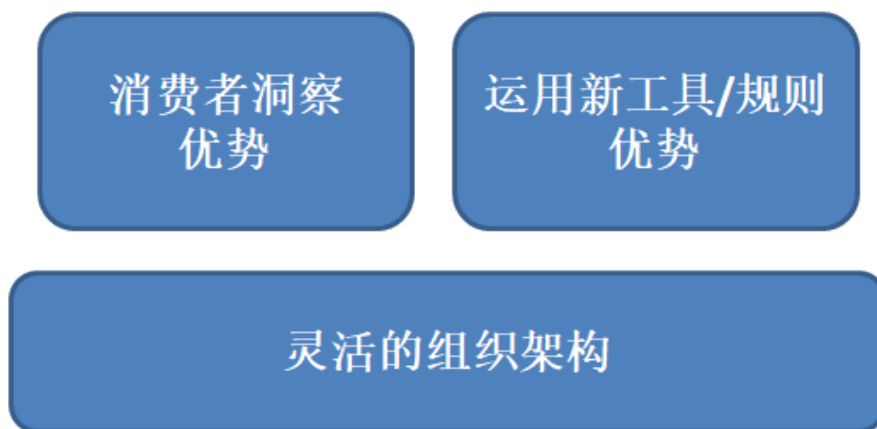
九阳在线上渠道表现出的系统性优势主要来自于两个维度：

1) **消费者洞察的优势**：基于消费者洞察的前瞻布局对抓住新消费者起到了至关重要的作用，比如利用 IP 联名款引流，设立一人食的品牌独奏等；

2) **运用新工具/新规则的优势**：在新零售浪潮中对新工具/新规则的率先运用，使得九阳在线上运营中占得先机，比如全面拥抱直播工具，把天猫旗舰店收归自营等。

**一切的支撑：灵活的组织架构**。九阳为什么能接连抓住 IP 联名、直播、等新营销风口，除了对变化的敏锐和开放态度外，还有赖于实行 BU 制后更灵活的组织架构，在激励机制更清晰的同时，决策链条更短，执行力更强。

图 13：九阳在线上渠道表现出的系统性优势主要来自于两个维度



资料来源：光大证券研究所绘制

### 3.1.2、后续看点：线上优势有望助力多品类突围

市场给予九阳的估值要明显低于其他受益新消费的小家电个股，核心原因可能在于认为其短期业绩弹性不够大，如果仅看传统厨房小家电业务，市场需求较为成熟，且 CR3 已经较高，能够保持 10% 左右的增长已属不易。

**炊具是不错的赛道，但九阳过去苦于渠道无法突破。**炊具市场需求稳定，且规模不小，过去以线下渠道为主，苏泊尔和爱仕达构筑了较强的渠道壁垒，两家公司炊具业务规模稳步增长的同时，因为更好的竞争格局，毛利率保持在 40% 左右，盈利能力显著好于小家电品类。但九阳在炊具渠道基础较弱，一直没能突破。

表 3：炊具市场需求稳定且盈利能力不错

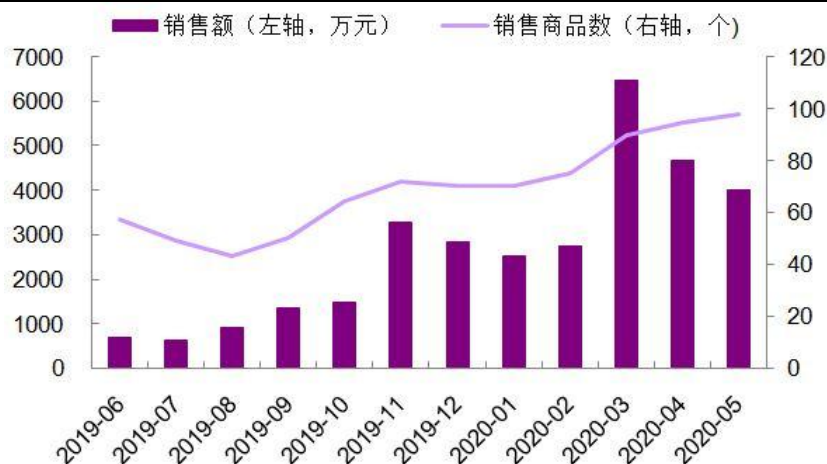
	2018	2019
苏泊尔炊具内销收入 (亿元)	38	39
爱仕达炊具收入 (亿元)	26	27
苏泊尔炊具内销毛利率	41%	41%
爱仕达炊具毛利率	42%	42%

资料来源：Wind，光大证券研究所测算

**绕开渠道壁垒，九阳有望从线上突围。**疫情后需求的全面线上化使得九阳有机会在炊具品类上有所突破，从淘数据监测来看，九阳厨具旗舰店（以

销售炊具和厨房工具为主) 销售额在疫情期间取得较大突破, 单店销售 2019 年双 11 期间才 3000 万+, 2020 年 3 月突破 6000 万。

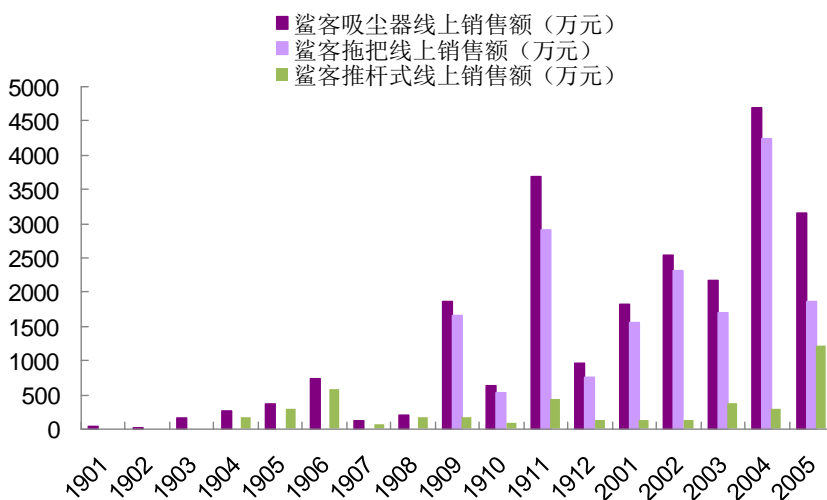
图 14: 九阳厨具旗舰店销售额在疫情期间取得较大突破



资料来源: 淘数据, 光大证券研究所

**鲨客 (Shark) 品牌也取得从 0 到 1 的突破。**鲨客进入中国后先选择在线下铺渠道, 见效较慢, 收入真正快速突破是依靠线上销售, 19 年 9 月蒸汽拖把开始在线上快速放量, 疫情期间销售额进一步提升, 5 月推杆式吸尘器新品 X2 销售额也快速增长。

图 15: 鲨客 (Shark) 品牌在线上取得从 0 到 1 的突破



资料来源: 奥维云网, 光大证券研究所

因此, 在全面线上化的背景下, 在线上拥有系统性优势的九阳如鱼得水, 有望在多个品类上实现突破, 发掘出更多新增长点。若这些新增长点落地较快, 业绩存在超预期的可能。

### 3.1.3、投资建议

疫情后需求的全面线上化使得九阳过去几年在线上渠道积累的优势快速体现出来, 线上表现十分亮眼, 业绩在疫情后恢复也较快。维持 20-22 年 EPS 预测为 1.26/1.45/1.64 元, 对应 PE 分别为 25/22/19 倍, 公司在线上的

优势有望助推多个新品类突围，打开成长空间，若这些新增长点落地较快，业绩存在超预期的可能，维持“买入”评级。

**风险提示：**1、国内需求恢复不及预期；2、关联交易出口持续低于预期；3、市场竞争加剧。

#### 业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	8,169	9,351	10,520	11,904	13,352
营业收入增长率	12.71%	14.48%	12.50%	13.16%	12.16%
净利润（百万元）	754	824	965	1,112	1,258
净利润增长率	9.48%	9.26%	17.09%	15.29%	13.05%
EPS（元）	0.98	1.07	1.26	1.45	1.64
ROE（归属母公司）（摊薄）	19.80%	21.96%	22.58%	24.07%	25.21%
P/E	32	30	25	22	19
P/B	6.4	6.5	5.7	5.3	4.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2020年6月12日

## 3.2、新宝股份：打造小家电新消费品牌孵化平台

### 3.2.1、经营亮点：内销爆品继续放量，上新节奏加快

**2020H1 出口订单保持稳定。**2020Q1 公司出口订单交付（收入确认）同比下降 8%左右，但出口订单并未因疫情受到明显影响，订单交付延后到 2020Q2，根据对订单的跟踪来看，预计 2020Q2 公司出口订单依然稳定。

**疫情下多功能锅等爆品继续放量。**疫情发生后摩飞品牌零售继续快速增长，尤其是多功能锅需求激增，2020Q1 摩飞收入 3 亿元左右，同比增长 380%。根据淘数据监测，4-5 月摩飞品牌在淘宝系的零售额依然保持翻倍以上增长。

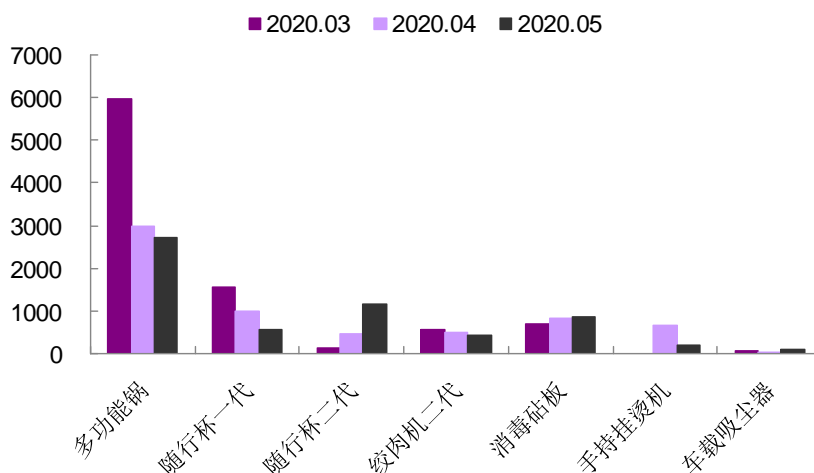
表 4：摩飞品牌淘宝系销售数据一览

月份	销量 (件)	YoY	销售额 (万元)	YoY	累计销量 (件)	YoY	累计销售额 (万元)	YoY
2020-05	199487	73%	7833	121%	787678	154%	35639	221%
2020-04	194562	96%	7646	152%	588191	202%	27806	269%
2020-03	226297	285%	10907	387%	393629	313%	20160	347%
2020-02	93638	683%	5904	680%	167332	360%	9253	307%
2020-01	73694	202%	3349	121%	73694	202%	3349	121%

资料来源：淘数据，光大证券研究所整理

**多功能锅后，下一个“大爆品”在哪？**2019 年以来摩飞品牌销售额的快速增长主要系便携榨汁杯和多功能锅两个“大爆品”的快速放量，2020 年以来多功能锅受益疫情销量再次快速增长，但 4 月后多功能锅单品零售额有所回落，后续摩飞品牌零售额增长能否再加速，取决于能否找到下一个“大爆品”。

图 16：摩飞品牌能否加速增长取决于下一个“大爆品”（单位：万元）



资料来源：淘数据，光大证券研究所，注：零售额统计自淘宝系摩飞品牌前 40 大 SKU

方法论更清晰，上新节奏加快。2020 年以来，摩飞已经连续推出了随行杯二代、砧板消毒机、手持挂烫机、轻食机等一系列新品，新品上市的速度明显加快，成功率在上升。目前来看，2020 年上市的新品中**随行杯二代增长较快，正在取代随行杯一代成为第二大单品**，除此之外，消毒砧板和绞肉机二代表现都不错。

图 17：2020 年以来摩飞新品上市的速度明显加快



资料来源：天猫，光大证券研究所整理

下一个“大爆品”值得期待。目前阶段，摩飞品牌的销售增长和品牌沉淀主要依靠一款又一款的新品驱动，尤其是“大爆品”策略取得了巨大的成功，在新品方法论更清晰，上新节奏加快的背景下，出现下一个“大爆品”的概率在提升，值得期待。

### 3.2.2、后续看点：作为产品赋能平台，孵化更多新品牌

新宝凭借过去 20 多年在 OEM/ODM 行业积累的研发和供应链能力，在厨房电器、生活电器、婴儿电器、个护电器、制冷电器等几大类目都具备研发和制造创新产品的能力。

新消费红利下，对于在新消费领域有敏锐嗅觉和丰富创业经验的团队，切入小家电领域可能是下一个黄金机会，而对于创业企业而言最难快速构建的是产品力，新宝通过多年代工积累，强大的中后台团队可以从产品力维度赋能创业品牌，形成共赢。摩飞品牌在品类上专注厨房电器和生活电器，在人群上定位一二线的年轻消费群体，新宝内销品牌事业部的其他新品牌还有巨大的成长空间。

图 18：新宝内销品牌事业部还有多个不同定位的品牌



资料来源：天猫，光大证券研究所

我们已经看到摩飞摸索出来的创新方法论在东菱品牌身上焕发活力，东菱一系列创新产品让人耳目一新，在功能创新的基础上，产品设计、宣传调性也非常懂年轻人的喜好，2019H2 东菱品牌恢复增长，2020Q1 实现收入 0.7 亿元，同比增长 20%。

图 19：摩飞的创新方法论在东菱品牌身上焕发活力



资料来源：天猫，光大证券研究所

除此之外，LAICA 莱卡、鸣盏等品牌也已经有多款创新产品储备，无论是产品功能还是外观都有出彩之处。

图 20：LAICA 莱卡品牌旗下新品



资料来源：天猫，光大证券研究所

图 21：鸣盏品牌旗下新品



资料来源：天猫，光大证券研究所

摩飞之外新品牌的成功一方面将为新宝股份的业绩增长再添新动能，另一方面也将证明新宝利用长期积淀的研发和供应链能力打造新品牌孵化平台的想法并非空中楼阁，拥有多品牌矩阵+持续产品输出能力的新宝股份将拥有更为确定和更大空间的成长潜力。

### 3.2.3、投资建议

疫情下多功能锅等爆品继续放量，业绩弹性较大，2020 年创新方法论更清晰，上新节奏加快，出现下一个“大爆品”的概率在提升，值得期待。维持 20-22 年 EPS 预测为 1.08/1.31/1.54 元，对应 PE 分别为 30/24/21 倍，新宝在代工领域的多年积累使其构建起强大的中后台能力，有望作为赋能平

台，孵化更多小家电新消费品牌，届时，拥有多品牌矩阵+持续产品输出能力的新宝股份将拥有更为确定和更大空间的成长潜力，维持“买入”评级。

**风险提示：**1、内销品牌收入增速短期波动，2、出口订单出现大幅下滑。

#### 业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	8,444	9,125	10,119	11,324	12,398
营业收入增长率	2.70%	8.06%	10.90%	11.91%	9.48%
净利润（百万元）	503	687	866	1,052	1,232
净利润增长率	23.21%	36.73%	26.00%	21.52%	17.03%
EPS（元）	0.62	0.86	1.08	1.31	1.54
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.88%	15.99%	17.88%	19.31%	20.08%
P/E	52	37	30	24	21
P/B	6.7	6.0	5.3	4.7	4.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2020年6月12日

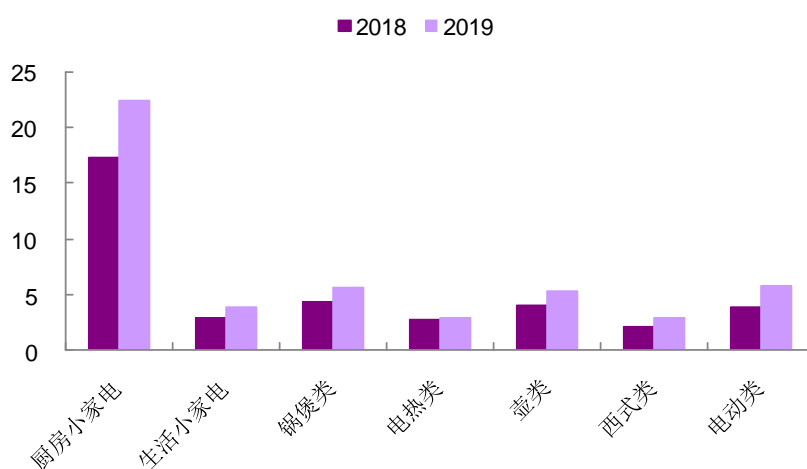


### 3.3、小熊电器：品类扩张战略清晰，探索能力边界

#### 3.3.1、经营亮点：品类扩张顺利，疫情推动创意电器普及

2019年，小熊电器收入增速从前一年的24%回升至32%，主要受益于其在新品研发和品类扩张上的成功，锅煲类、电热类、壶类、电动类、生活小家电和其他新兴品类增速均有所提升。

图 22：小熊电器各产品线均实现较好增长（单位：亿元）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

疫情期间在家做饭需求的增加推动早餐机、电热饭盒等新兴厨房品类的普及。根据淘数据，2020年1月，小熊电器的线上销售有所回落，但疫情后2月起创意厨房电器品类需求大幅上升，20Q1小熊线上零售额增长38%，进入20Q2，4-5月小熊线上零售额分别同比+94%，+60%，依然保持较好的增长势头。

表 5：小熊品牌淘宝系销售数据一览

月份	销量 (件)	YoY	销售额 (万元)	YoY	累计销量 (件)	YoY	累计销售额 (万元)	YoY
2020-05	1611244	60%	19238	60%	8178636	54%	101163	52%
2020-04	1874999	92%	23519	94%	6567392	53%	81925	51%
2020-03	2124267	70%	26304	70%	4692393	41%	58406	38%
2020-02	1504184	63%	19013	60%	2568126	24%	32102	20%
2020-01	1063942	-8%	13089	-12%	1063942	-8%	13089	-12%

资料来源：淘数据，光大证券研究所整理

### 3.3.2、后续看点：长期品类扩张战略日益清晰，能力边界在哪？

小熊电器的品类扩张策略和能力升级的方向已经日益清晰。在 2019 年度投资者交流会上，董事长围绕这两块内容做了清晰且相当有洞见的回答，要点如下：

#### 关于品类扩张：

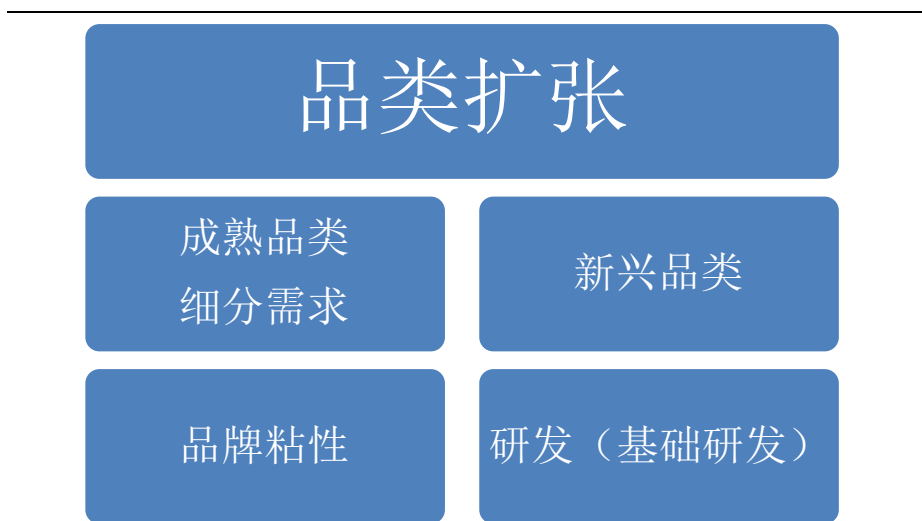
- **母婴、个护**两个品类相对比较新兴，从用户群的角度来看和小熊是高度吻合的，所以切入的过程还算比较顺畅。
- 小熊也会去抓**成熟大品类**，电饭煲、水壶等近几年已经着手布局，小熊还是会依托核心用户，**进行细分需求的挖掘**。
- 和**传统大品牌的品类之间会慢慢交叉和重叠**，会聚焦资源，守住核心关键品类。
- 在**产品细分上会有个度**，并不是一味地细分下去，已经在关于 SKU 数量和单个 SKU 的产出上做了一些管控。

#### 关于能力升级：

- 研发费用分为两部分，一部分服务于近期的产品，另一部分目前会单独剥离基础研发团队，**强化基础研究**。
- 小家电品类都是动态的，但如果从品牌来看，**就很清晰，品牌会有相对的稳定性**，头部品牌的集中度实际上在提升，需要建立对于用户的运营和管理，品牌的构建。

可以看到，小熊未来品类扩张的方向主要为：**1) 新兴品类；2) 主打细分需求的成熟品类**。为此需要强化研发能力，尤其是过去较弱的基础研发，与此同时，小熊希望借助**品牌对用户的粘性**，提高品类扩张的成功率，尽量降低小家电品类变化较快的风险。

图 23：小熊电器各产品线均实现较好增长（单位：亿元）



资料来源：公司交流，光大证券研究所绘制

品类扩张是小熊电器打开成长空间的核心战略，公司管理层已经对此有详尽和严密的思考和设计，但在此过程中，**将不可避免地遇到来自竞争对手的竞争，或主动或被动，因此，公司对于研发和品牌两大竞争力的强化，将决定其品类扩张的速度和边界。**

### 3.3.3、投资建议

2019年，小熊电器在**新品研发和品类扩张上的成功**使得收入增速回升至32%，2020年以来受益于疫情对需求和盈利能力的提振作用，零售和业绩表现超预期，上调20/21年净利润预测为3.79/4.39亿元（原为3.31/3.85亿元），新增22年净利润预测为5.03亿元，因2020年6月以资本公积金每10股转增3股，总股本从1.2亿股增加至1.56亿股，对应20-22年EPS预测为2.43/2.82/3.22元，对应PE分别为41/35/31倍，品类扩张是小熊电器打开成长空间的核心战略，公司管理层已经对此有详尽和严密的思考和设计，而**公司对于研发和品牌两大竞争力的强化，将决定其品类扩张的速度和边界。**维持“增持”评级。

◆**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。

#### 业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2,041	2,688	3,408	4,114	4,663
营业收入增长率	24.0%	31.7%	26.8%	20.7%	13.3%
净利润（百万元）	186	268	379	439	503
净利润增长率	26.6%	44.6%	41.3%	15.9%	14.5%
EPS（元）	2.06	2.23	2.43	2.82	3.22
ROE（归属母公司）（摊薄）	40.35%	16.11%	19.70%	19.87%	19.81%
P/E	48	45	41	35	31
P/B	19.6	7.2	8.1	7.0	6.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2020年6月12日

## 4、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