

## 小家电产业链全梳理 长期增长驱动力是什么？

今天要梳理的产业链，具有“快消品”属性，受突发事件影响，其线上化趋势愈加明显。特别是直播带货，更是出了一批“颜值与体验并存”的网红爆款，如：摩飞榨汁杯、法格蒸烤箱、北鼎养生壶、集米即热饮水机等。

龙头 A 涨势颇为惊人，从 20 年 2 月至今，从 39.86 元涨至 161.88 元，涨幅超 306.12%。画风如下：



图：龙头 A 走势

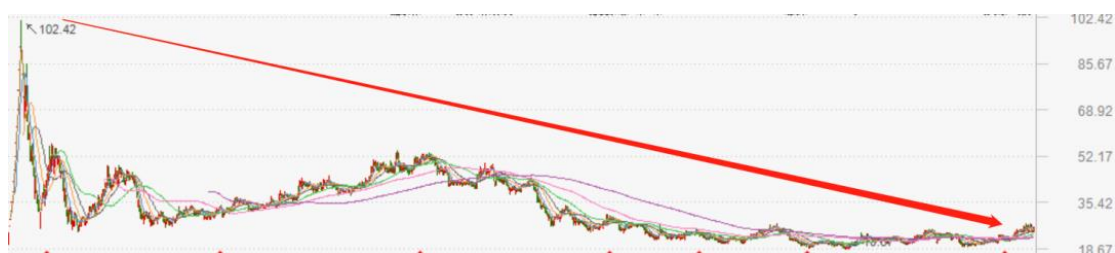
来源：wind

而另一细分赛道的龙头 B，自今年 2 月上市至今，自区间高点 536 元，一路下跌至如今的 380 元，跌幅达到 30%。



图：龙头 B 走势

此外，另一细分赛道的龙头 C，表现则更惨，上市 5 年，自区间高位 102 元，一路跌至如今的 26 元，跌幅达到 74%。



这个领域就是——**小家电产业链**。以上三家龙头，分别对应小熊电器（新型小家电龙头）、石头科技（扫地机器人龙头）、莱克电气（吸尘器龙头）。

好，对小家电这条产业链，几个需要我们解决的问题是：

- 1) 这条产业链，长期增长驱动力是靠什么？未来的行业增速能达到什么样的水平？
- 2) 小家电的竞争格局如何？细分品类下，又是以什么为主？

## (壹)

家用电器行业一般可细分为三个子行业：白色家电、黑色家电、小家电。其中，小家电一般是指除了大功率输出的电器以外的家电，一般这些小家电都占用比较小的电力资源，或机身体积比较小。

小家电一般可分为厨房小家电、家居小家电、个人生活小家电三大类。

小家电类别	小家电产品
厨房小家电	油烟机、燃气灶、消毒柜、洗碗机、电热水器、燃气热水器等相对大电； 电磁炉、微波炉、电饭煲、电压力锅、电烤箱；豆浆机、榨汁机、酸奶机、热水壶、煮蛋器、电饼档等相对小电；
家居小家电	电风扇、加湿器、电暖气；吸尘器、空气净化器、净水器、扫地机器人；挂烫机、除湿机、干衣机等；
个人护理小家电	剃须刀、电吹风、电动牙刷、按摩器、足疗机、洁面仪、美容器等

图：小家电细分类别

来源：中债资信

小家电行业中，上游原材料厂家较为分散，因此话语权较弱；

中游生产环节中，在细分领域具有一定品牌知名度和较广的销售渠道的企业，具有一定竞争优势。比如厨房小家电为主的美的、九阳、苏泊尔；家居小家电为主的石头科技、iRobot、科沃斯等；以个人护理小家电为主的飞利浦、飞科电器、新宝股份等。毛利率大概在 20%至 40%之间。

下游销售环节中，则包括专卖店、超市连锁、电商等。不同渠道的市场掌控能力有所差异，具有一定规模优势的电商渠道，相对传统超市连锁等线下渠道更有话语权。代表公司有京东、苏宁、国美、沃尔玛等。毛利率在 15%至 25% 之间。



图：小家电产业链

来源：塔坚研究

整条产业链看下来，中游生产和下游销售渠道环节上市公司参与度较高。

## (贰)

小家电属于家电行业的一个子分类，所以，这个行业的增长，如果用公式表达的话，我们可以拆解为：

$$\text{小家电行业增速} = (1 + \text{家电行业增速}) \times (1 + \text{小家电渗透率增速}) - 1;$$

从宏观层面来看，家电行业的增速，目前已经进入成熟发展期。

根据国家统计局数据显示，2019 年，家电全行业累计营业收入达到 1.53 万亿元，同比增长 4.31%。截至目前，由于短期内受卫生事件冲击，家电企业延迟复工复产、行业消费信心不足等因素影响，中商产业研究院预测，2020 年，家电行业收入约为 1.45 万亿元，同比下降 5.22%。

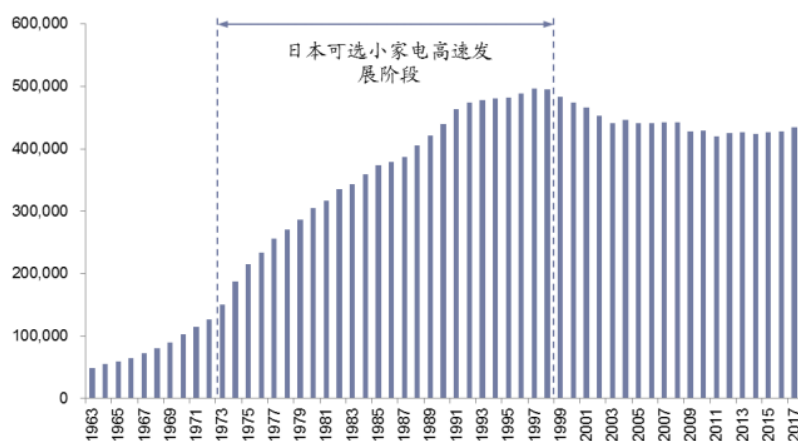
但值得注意的是，家电行业中的小家电，却出现了结构性增长的机会。2019 年，小家电的市场规模为 4015 亿元，2012 年至 2019 年年均复合增长率为 13.3%，增速水平优于家电全行业。

**而小家电领域的驱动力，主要有三：收入水平、城镇化率、消费升级。**

**1、收入水平**——根据日本统计局 2014 年调查数据显示,收入水平高的家庭,其面包机、洗碗机、空气净化器、吸尘器等小家电保有量越高。

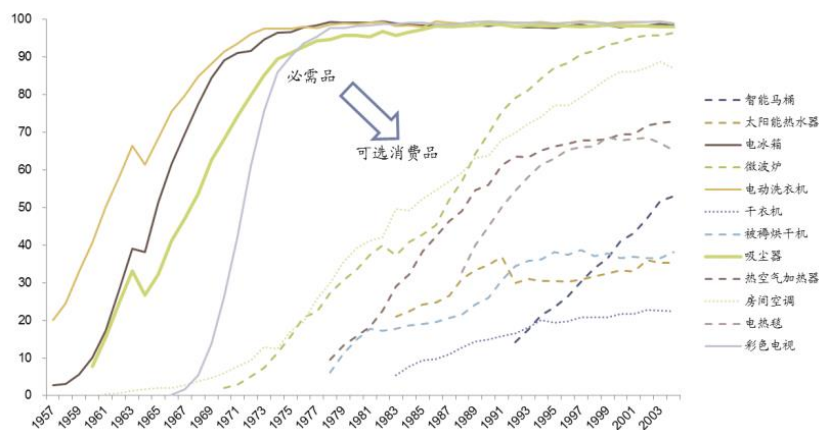
1973 年至 1999 年之间,日本可选小家电处于高速发展阶段。80 年代初,日本人均收入为 16240 国际元(国际元指多边购买力平价比较中,将不同国家货币转换为统一货币的方法称谓),而中国 2017 年人均收入为 15308 国际元。

这表明我国小家电已达到日本 80 年代左右水平,开始步入高速增长期。



图：日本家庭平均月可支配收入

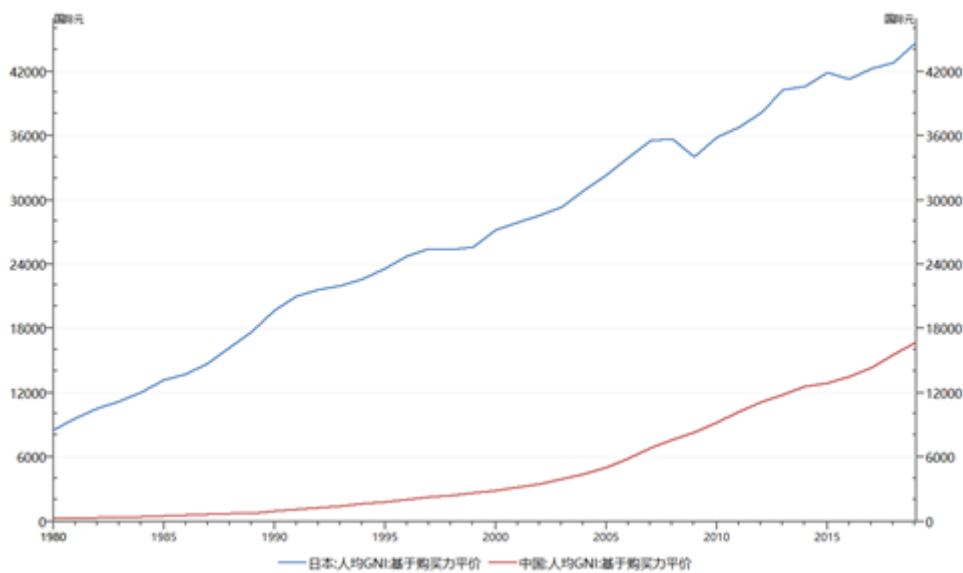
来源：东兴证券



图：日本家电渗透率从必需向可选转移

来源：东兴证券

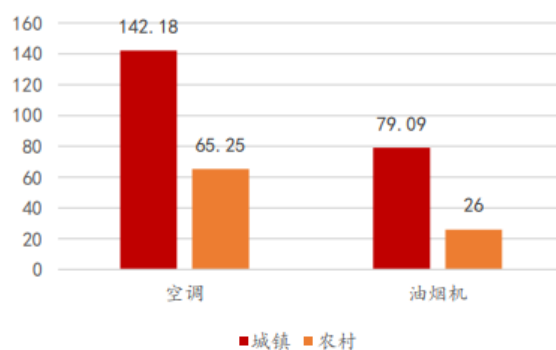
目前，我国人均 GNI 水平仍然处于持续提升阶段，随着收入带动消费水平提升，可选消费属性较强的小家电需求将持续增长。



图：中日人均 GNI (国民总收入)

来源：塔坚研究

**2、城镇化率**——2018 年，我国城市化率达到 59%，仅相当于日本 70 年代左右的城市化率水平。并且，城镇和农村相比，农村的家电保有量明显偏低。城市化率的提高，将带动整体小家电普及率和消费需求进一步提升。



图：城镇农村家电保有量

来源：华西证券

**3、消费升级**——根据艾瑞咨询调研数据显示，我国厨房小家电的主力消费人群，分布在 20 岁至 50 岁之间，用户平均年龄约 35 岁（大致为 1985 年前后出生人群）。这类人群，伴随互联网发展及对外交流的影响，消费观念更为开放。

据奥维云网调查，消费者购买家电的需求关注点中，高科技应用和人性化体验为主要考虑因素，分别占 23%和 20%，而对价格敏感度仅占 1%。新的消费理念极大促进以技术创新、提高生活品质为主导的小家电市场的发展。

另外，对于 95 后、00 后，他们也偏爱新品类，喜欢新潮、升级型产品，如蒸汽拖把、电动牙刷、空气炸锅等小家电。

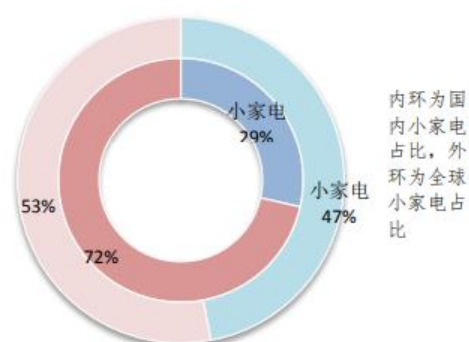


综上，对于进入成熟期的家电行业，我们的增速预期保持平稳，一方面，参考家电行业 2019 年的增速为 4.31%，另一方面，参考家电行业 2020 的线上销售增速 12.81%，此处假设，家电行业总体的增速取二者均值，保持 8.56% 的增速。

接着，核心增长驱动变量——小家电未来渗透率提升，该如何判断和量化？

### (叁)

对比全球水平来看，我国整体小家电的渗透率仅 29%，远低于国际水平 47%。

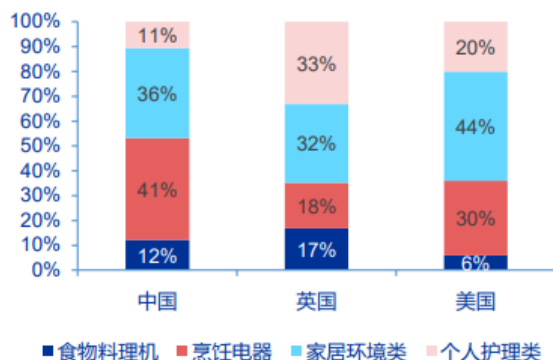


图：小家电市场渗透率

来源：山西证券

从结构来看，中国小家电市场仍以满足饮食需求的厨房小家电为主，占比 53%；而英美小家电市场则以满足生活品质需求的家居和个人护理小家电为主，占比分别达 65%、64%。

因此，我国与成熟国家的小家电渗透率的差异在于家居、个护。

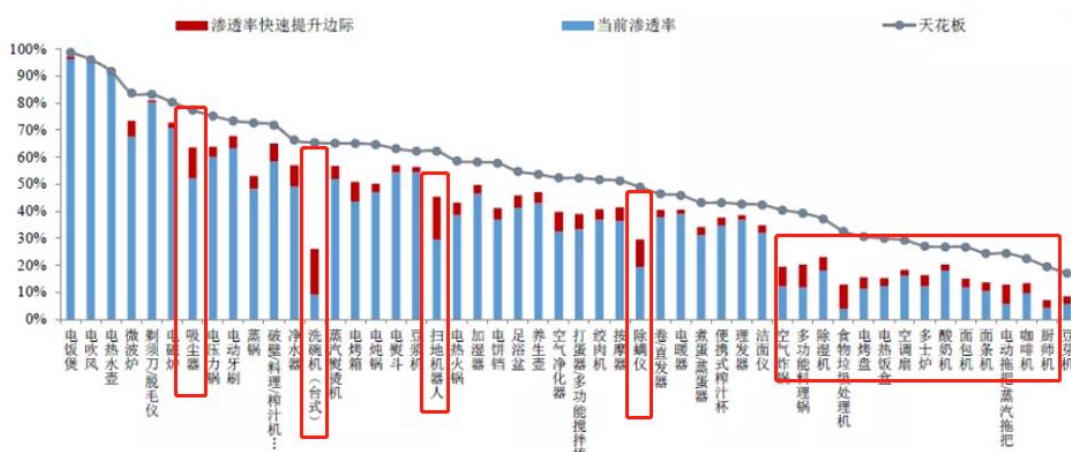


图：中英美小家电品类占比

来源：申万宏源

那么，未来小家电渗透率提升的逻辑下，有哪些值得关注的家居、个护的细分品类？

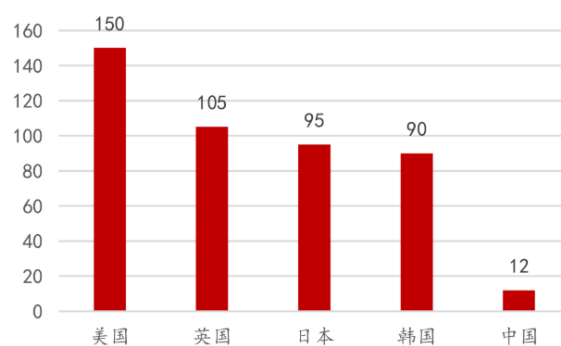
从下图来看，吸尘器、扫地机器人、除螨仪、空气净化器等清洁、个护类产品的渗透率低，未来提升空间都比较大。



图：各产品渗透率及天花板情况

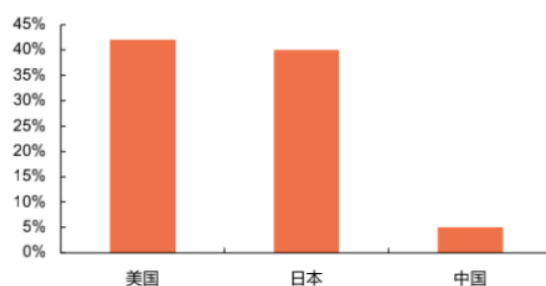
来源：招商证券

目前，我国**空气净化器**渗透率不到 10%；**吸尘器** 2018 年每百户保有量为 12 台左右，渗透率仅 10%左右；**扫地机器人**国内沿海地区渗透率为 5%左右，内陆地区渗透率低至 0.5%，而美国扫地机器人渗透率则为 16%，我国的渗透率均远低于其他国家。**电动牙刷**我国渗透率约为 5%，较美日渗透率 42%、40%，差距巨大。



图：2018 年各国吸尘器百户保有量

来源：华西证券



图：电动牙刷渗透率对比

来源：申港证券

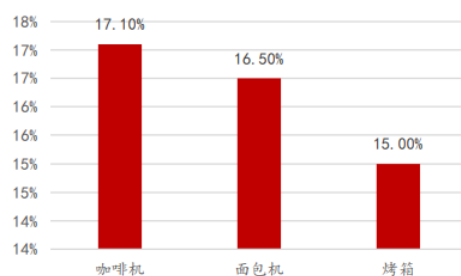
再从当前市场增速上看，空气净化器 2017 年规模约 539 亿元，同比增长 23.4%；吸尘器 2018 年市场规模约 130 亿，同比增长 38%；扫地机器人 2018 年市场规模为 78 亿元，同比增长 49.1%。而电动牙刷规模至 57.3 亿元（2019 年），同比增长 40%以上。

因此，涉及这几个赛道的企业，未来成长性更值得追踪。例如，2019 年上市的石头科技，2017 年至 2019 年，它的收入增速分别为 510.95%、172.72%、37.81%，正处于高速发展期。

**当然，传统厨电赛道，也有一些结构性升级的增长空间。例如，升级厨电产品（破壁机）以及西式小厨电（面包机、咖啡机、烤箱）。**

升级厨电产品，如破壁机——从增速上看，2018 年，我国破壁机市场规模超百亿元，同比增速接近 50%。从渗透率来看，我国豆浆机每百户保有量在 70 多台左右，均价也在不断下降。而破壁机的每百户保有量仅 7 台左右。与美日韩等国家相比（每百户保有量为 30 台至 50 台左右），明显偏低。

西式小厨电——从增速上看，咖啡机、面包机、烤箱等各品类，复合增速均较高，在 15%以上。



图：2014 年-2018 年西式小厨电复合增速

来源：华西证券

另外，今年年初的卫生事件，使得外卖、餐饮受到影响，变相增加了居民在家下厨的机会，为厨电市场创造了新增需求，尤其是那些能够轻松制作出食物的小家电，如煎烤机、电烤箱等。

整体来看，传统小家电趋于扩张成熟、增速趋稳的情况，而新兴小家电的成长空间更大，市场渗透率仍较低，边际效益仍有较快增长。

看到这里，需要思考的是，去年以来，小家电领域诞生了一批网红爆款，如：摩飞榨汁杯、法格蒸烤箱、北鼎养生壶等，这背后的爆品逻辑，是因为什么？

#### (肆)

这和崛起的直播、网红带货的新兴销售模式有关，对传统电商形成了互补。传统第三方经销商，他们更倾向于选择拥有大单品、具有较高知名度的品牌，从

而提高了进入壁垒。而小家电体积小且无需安装，非常适合电商销售，直接减少对线下经销商的依赖。

同时，社交+电商的销售形式，如微博、小红书、抖音、快手，容易产生冲动需求，因为这类消费行为，并不是通过商品搜索，而是基于社交行为。

由于小家电是一个偏功能性的标准品，加上网红产品往往有大量用户口碑积累和博主的推荐，基于信任，消费者愿意选择这种试错成本较低的非计划性产品。

并且，新消费时期，消费者会追求心理层次的满足，网红小家电的场景展示属性，恰好满足了这一点，因此它也开始具有一种展示、炫耀的属性。比如，消费者会愿意在朋友圈里晒戴森吹风机，而很少有人会晒格力空调。

图 5：小家电线上渠道占比（%）及增速（%）

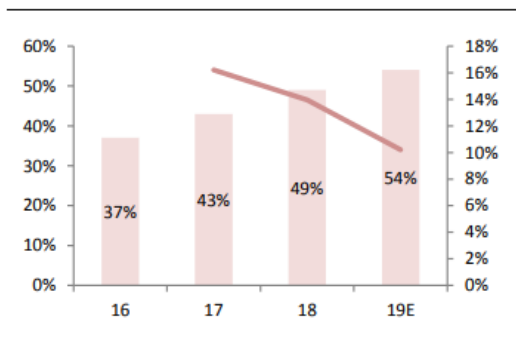
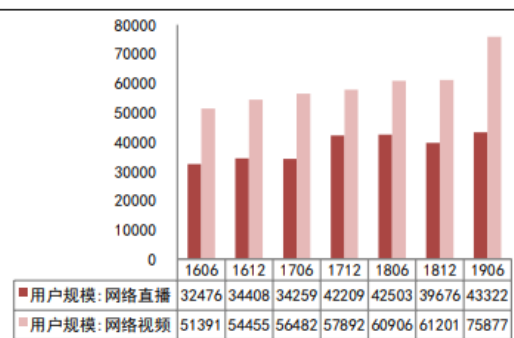


图 6：直播&视频用户规模（万人）

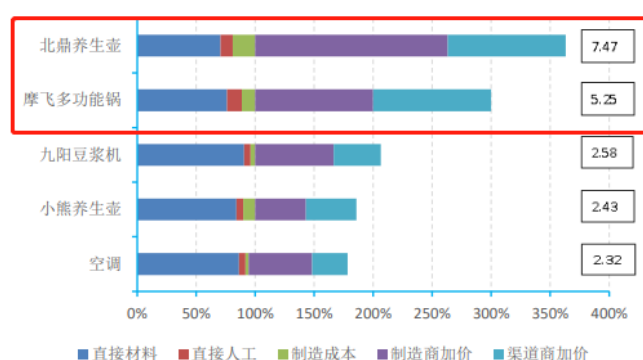


图：小家电线上渠道、直播视频用户规模

来源：山西证券

所以,可以看到,部分网红小家电的价格,比其他家电的价格要高,在制造端、渠道端均有较高的加价率。

例如,北鼎养生壶(北鼎股份)、摩飞多功能锅(英国品牌,生产商为新宝股份)。这些网红小家电,借助渠道营销(种草、网红主播带货等),将价格加价(主要是为了保障营销成本、渠道利润),享受高定价带来的超额收益。



图：家电产品定价对比

来源：东兴证券

但这种加价模式并非是完全可持续性的,归根结底,还是取决于消费者认知(到底愿不愿意付溢价),这个产品是否能让消费者认为“物有所值”。

例如,摩飞榨汁杯(新宝股份旗下),随着传统小家电龙头也开始加入竞争(美的、苏泊尔、九阳、小熊也推出类似产品,且售价更低),摩飞榨汁杯单价一路下行。可见,单一爆款的生命周期较短,先进者能享受到福利,随着竞争者加入,很难再高溢价争夺份额。

图33：传统小家电龙头美九苏开始积极投入内容营销

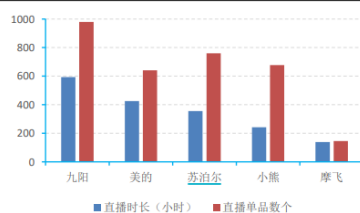
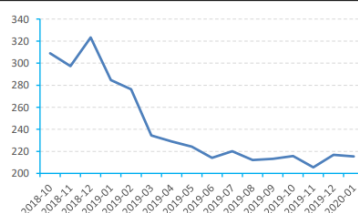


图34：摩飞榨汁杯单价下行 (单位：元)



图：摩飞榨汁杯价格变动情况

来源：东兴证券

从营销来看，各家营销其实差异不大，单纯的内容营销，网红种草这种形式并没有壁垒。真正的壁垒在于消费者自发的口碑扩散。社交电商的本质在于，依托社交裂变式效应扩大用户规模和转化机会，口碑的扩散的核心在于良好的产品力。

**因此，网红爆款始终还是取决于其本身的产品力。而产品力体现在几方面：1) 创新升级；2) 供应链协同和品质控制；3) 产品设计感强**

### 1) 创新升级

这点可以充分对消费者需求进行持续的挖掘和变动，进而不断发掘产品，不断创新升级 (如电饭煲，再到 IH 电饭煲)。因此，这对企业的研发有一定要求。

新宝股份、北鼎股份，均以海外 OEM/ODM 起家，积累了良好的需求挖掘能力。新宝拥有专利超 1700 项，北鼎拥有专利 195 项，研发支出均处于同业较高水平。



图37：新宝和北鼎的研发支出占比均居于行业前列

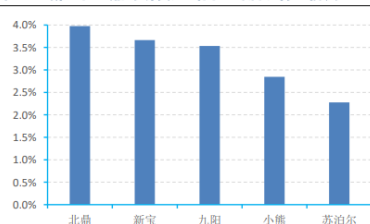
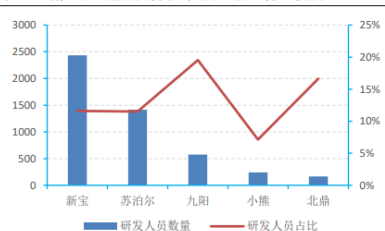


图38：新宝和北鼎的研发人员占比居于行业前列



图：研发情况对比

来源：东兴证券

## 2) 供应链协同和品质控制

爆款，往往需要在短期内快速发量铺货，因此，供应链需要快速反应。而产品的质量和性能稳定，会直接影响用户使用感受和口碑，因此，对于零部件供应的品质需更高要求。那么，谁能在产业链上延伸或能自给自足核心零部件，则能力更强。目前，新宝已经向产业链上游延伸，北鼎也具有自配套核心零部件的能力。

## 3) 产品设计感强

由于网红小家电普遍有社交、展示的属性。据艾媒数据调查，消费者对网红小家电的颜值关注度更高，达到 41.66%，而功能关注度为 33.92%。

因此，产品的外观冲击、设计感能否吸引消费者眼球很重要。高颜值能使产品推广范围和深度也变高。像**小熊电器**，以“萌家电”定位，其外观设计专利占比超过一半。



图：小熊外观专利情况

来源：开源证券

因此，判断爆款小家电的重点在于：颜值高、功能创新多。

综上所述，在新需求和新渠道裂变红利下，我国小家电的渗透率仍处于一个上升期。我们认为，小家电的渗透率会逐渐接近国际水平 47%，复合增速为 4%。

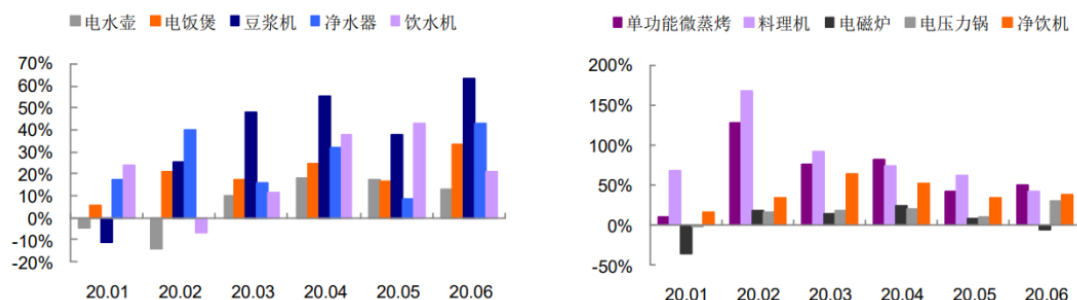
研究至此，根据前文公式整体测算下来，小家电这条产业链，未来十年的行业增长大约在年化 12.9%左右。

## (伍)

对小家电产业链，后续跟踪时，我们需要关注一下几个行业高频数据：

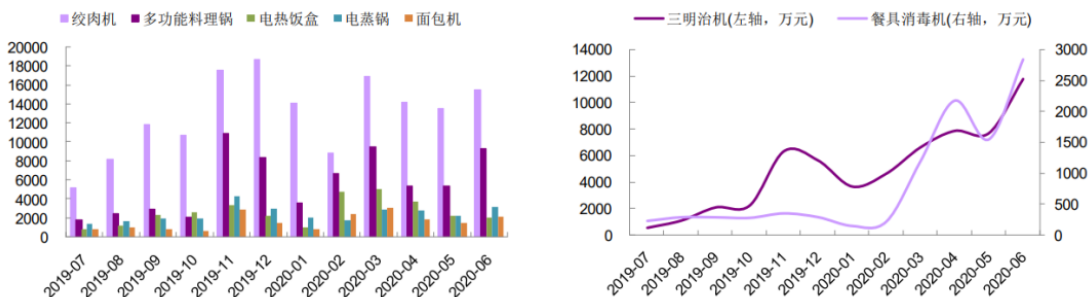
**1) 产品线上零售数据**——从其零售额及增速情况，判断行业景气度水平和需求弹性。以 2020Q2 部分代表品类为例：根据奥维云网数据，2020Q2 厨房小家电品类中，大多数品类，都保持较高速度增长，特别是料理机、单功能微蒸

烤等，增速在 50%以上。同时，部分品类从负增长转为正增长，如电水壶、饮水机。



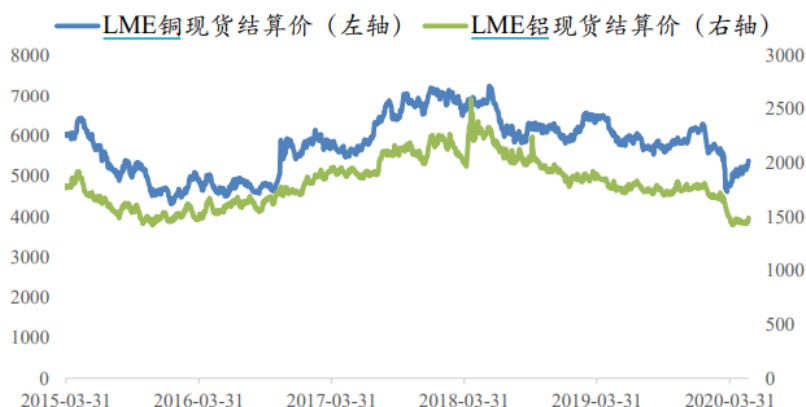
图：部分厨房品类线上零售额增速 来源：光大证券

此外，创新品类在突发卫生事件催化下，加速发展。比如绞肉机、多功能料理锅、电热饭盒、面包机等，Q1 和 Q2 均接近甚至超过 2019 年四季度旺季的销售规模。而三明治机、餐具消毒机等更是持续大幅提升，其中，三明治机淘宝系月销售额超过 1 亿元，餐具消毒机月销已经接近 3000 万元。所以，从上述销量和增速的变化上看，目前，整体小家电行业景气度向上，月度销量数据向好。



图：创新品类销售额 来源：光大证券

**2) 原材料价格**——铜、铝、钢、塑料为家电产品主要原材料，原材料为营业成本重要构成，价格走势将明显影响产品市价和各企业利润表现。目前来看，原材料价格同比全数下行，成本下降，有助于小家电的盈利水平提升。



图：铜铝价格走势（单位：美元/吨） 来源：wind、华安证券

图表 18 塑料价格走势



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 19 钢材价格走势



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 20 TDI 价格走势



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 21 MDI 价格走势



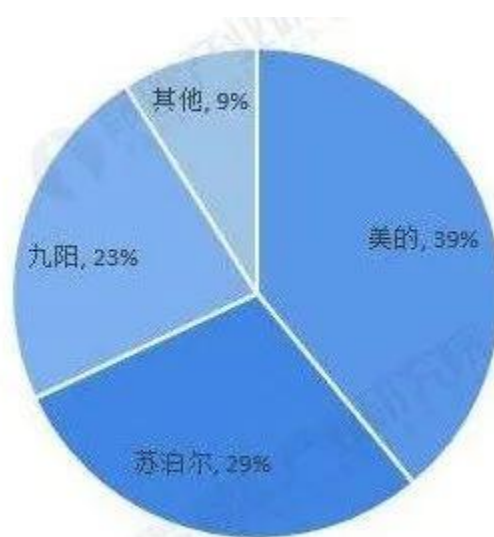
资料来源：wind，华安证券研究所

图：塑料、钢材价格走势 来源：wind、华安证券

另外，对于小家电保有量，也可作为跟踪指标，但该指标不算高频，可作为长期行业增长趋势的验证。

## (陆)

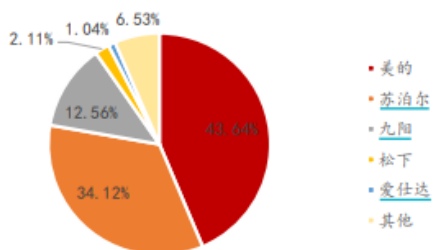
看完以上宏观和行业的情况之后，我们来看看产业链上的竞争格局情况。这里，小家电产业链上游较为分散，主要来看其中游、下游环节。先来看中游-生产。我们按照渗透率高低，分为传统小家电、新兴小家电来看——传统小家电包括电饭煲、电压力锅、豆浆机等，新兴小家电则是酸奶机、美容仪、养生壶等。传统小家电方面，目前主要由美的、苏泊尔、九阳占据主要份额，三者市场占有率合计高达 91%。



图：传统小家电竞争格局 来源：前瞻产业研究院

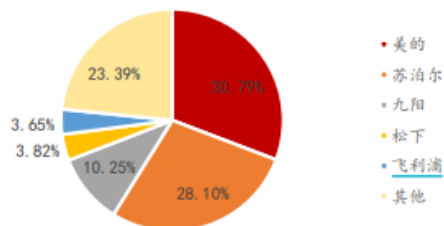
细分产品上，九阳在豆浆机更具优势，约占市场份额 78%。此外，它在其他厨房水料小家电（破壁机、榨汁机、食品加工机）也具有明显优势，例如，九阳榨汁机的市占率为 40%，食品加工机的市占率达 47.3%，均位居首位。而美的和苏泊尔两家在电饭煲、电压力锅、电磁炉三大品类市场份额绝对领先，CR2 合计分别达到近 70%、80%、70%左右。

图 28 电饭煲品牌线下零售额份额（2018 年）



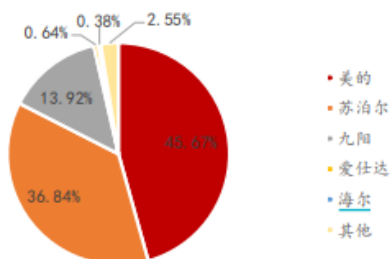
资料来源：奥维云网，华西证券

图 29 电饭煲品牌线上零售额份额（2018 年）



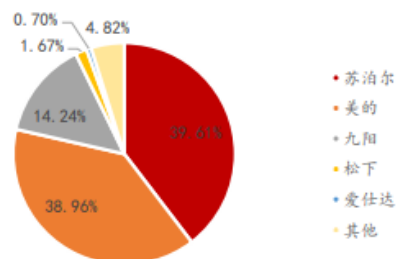
资料来源：奥维云网，华西证券

图 30 电压力锅品牌线下零售额份额（2018 年）



资料来源：奥维云网，华西证券

图 31 电压力锅品牌线上零售额份额（2018 年）



资料来源：奥维云网，华西证券

图 32 电磁炉品牌线下零售额份额（2018 年）

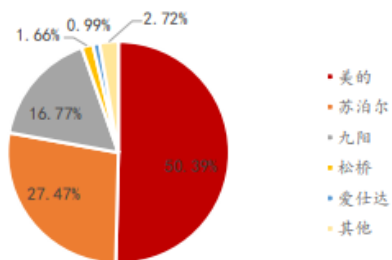


图 40 九阳榨汁机零售额份额第一（2018.11）

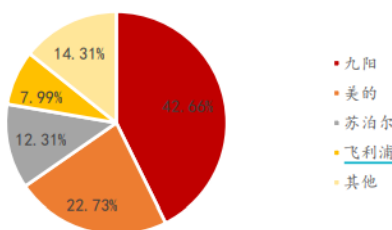


图 33 电磁炉品牌线上零售额份额（2018 年）

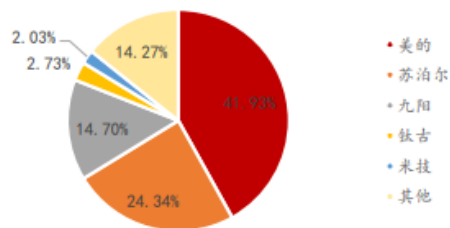
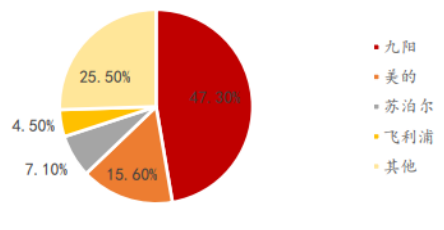


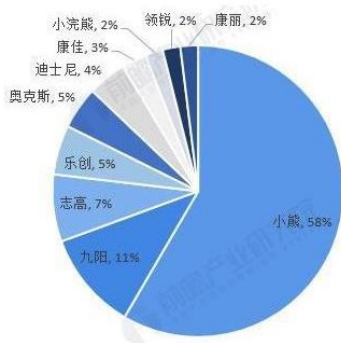
图 41 九阳食品加工机整体零售额份额第一（2018）



图：各品类市占率 来源：华西证券

新兴小家电方面，品类相对多样化，主要通过线上渠道打开市场，格局相对传统小家电，较为分散。拿个护小家电对比，电动牙刷以飞利浦为主（网络销售占比 33.3%），其次是欧乐 B 为 13.2%。美容仪则是雅萌占 25%、松下 24%、Tripollar 17%。

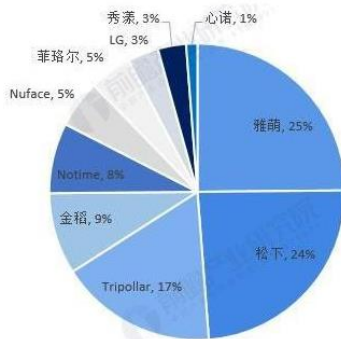
图表4：酸奶机市场竞争格局(单位：%)



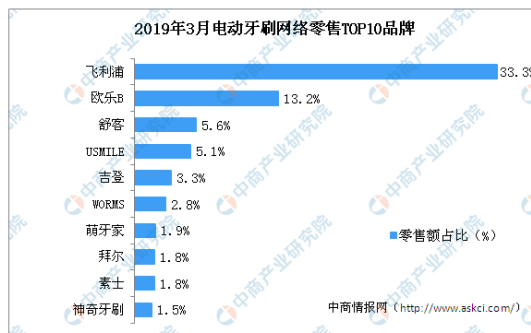
资料来源：ZDC 前瞻产业研究院整理

©前瞻经济学人APP

图表5：美容仪市场竞争格局(单位：%)



图：美容仪竞争格局来源：前瞻产业研究院



图：电动牙刷份额 来源：中商情报网

家居小家电中，吸尘器目前 CR3 份额仅为 28%，美的 12%、科沃斯 11%、戴森 5%；空气净化器 CR3 份额 51%，其中以小米 36%居首。

图 43 吸尘器市场零售量份额相对分散

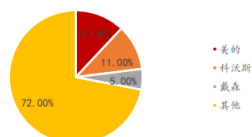
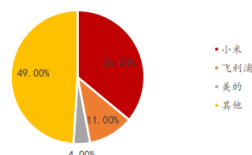


图 44 空气净化器市场小米、飞利浦份额居前



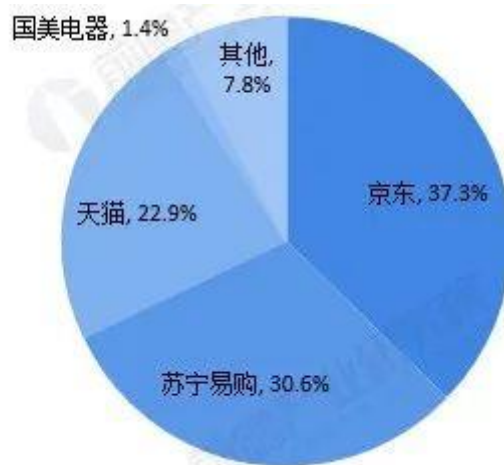
图：吸尘器、空气净化器市占率 来源：华西证券

综上所述，传统小家电中格局相对稳固，以美、苏、阳为代表，形成寡头垄断格局，品牌、技术已有积累，难以被对手突破。他们深耕传统核心品类，主要在产品创新升级上下功夫，拓宽受众、提升档次。而新兴小家电则相对分散，细分领域各有新主。由于品类众多，鱼龙混杂，因此，新兴小家电需要通过产品差异化（高颜值、功能创新）、快速渗透（供应链）去建立一定优势。

## (柒)

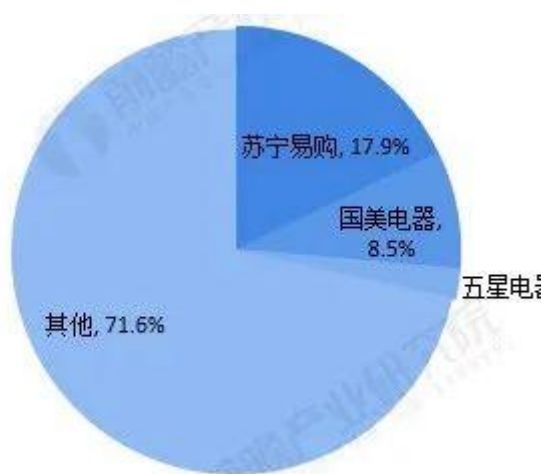
再看下游-销售。2019 年，在家电行业的线上市场渠道竞争中，京东、苏宁的销售份额占比较大，分别为 37.3%、30.6%，合计占比接近 70%。其次是天猫，占比达 22.9%。





图：家电线上渠道竞争格局 来源：前瞻产业研究院

在线下市场渠道竞争中，苏宁和国美的销售份额占比较大，分别为 17.9%、8.5%，合计占比约 25%。



图：线下市场渠道竞争格局 来源：前瞻产业研究院

由此可见，我国家电行业线上市场销售渠道的集中度较高，线下渠道较为分散。考虑到天猫、苏宁、国美的逻辑差于京东，格局已经比较明确，此处不再

展开讨论。

(捌)

好，以上看完后，我们再继续深入，梳理一下这条产业链图谱。

	证券简称	总市值[交易日期]最新收盘日[币种]人民币[单位]亿元	总资产回报率ROA[报告期]2019年报[单位]%	投入资本回报率ROIC[报告期]2019年报[单位]%	净资产收益率[报告期]2019年报[单位]%	营业收入[同比增长率]最新一期(MRQ)[单位]%	未来3年营业收入复合增长率[单位]%	未来3年净利润复合增长率[单位]%	销售毛利率[报告期]2019年报[单位]%	销售净利率[报告期]2019年报[单位]%	市盈率PE[交易日期]最新[财年]最新[财年]2019[单位]倍	市现率PCF[交易日期]最新[财年]最新[财年]2019[单位]	大股东合计质押数占持股数比例[交易日期]最新收盘日	评级机构家数[截止日期]最新
中游	厨房小家电													
	爱仕达	28.87	3.66	3.72	5.86	-45.80			36.24	3.74	22.50	-32.86	60.07	1
	圣莱达	14.02	0.31	-73.19	-55.19	-87.14			-25.10	-140.65	-10.87	-35.86	90.16	
	苏泊尔	636.37	20.23	30.13	30.13	-34.49	8.58	9.85	30.72	9.71	33.15	-381.91		23
	九阳股份	260.61	13.31	21.79	21.79	-5.27	13.27	14.20	32.18	8.66	31.62	103.08	80.00	34
	小熊电器	217.54	18.49	25.12	25.25	17.26	26.65	33.56	33.89	10.03	81.12	74.17		24
	北鼎股份	73.63	1.32	31.26	21.61	-9.73	11.75	19.69	46.32	12.05	111.94	140.84		4
	美的集团	4291.24	10.89	20.08	26.21	-23.04	6.68	9.87	28.42	9.10	17.72	34.36	9.72	34
	石头科技	257.37	57.10	71.69	71.69	-29.57	17.74	22.18	35.82	18.71	32.88	115.96		17
	家居小家电													
科沃斯	164.46	3.58	4.63	4.86	-22.66	12.66	67.46	37.86	2.30	136.25	-293.66		16	
IROBOT	165.16	11.71	14.37	14.37	-18.99			44.80	7.03	27.69	21.67		1	
莱克电气	104.06	12.04	16.25	16.80	-19.55	4.73	9.14	26.23	8.88	20.72	14.40		7	
新宝股份	336.54	10.56	15.48	16.76	4.12	13.35	25.61	23.12	7.60	48.96	-20354.37	18.40	24	
个人护理小家电														
飞科电器	245.11	24.64	26.21	26.22	-15.87	5.57	7.07	38.18	18.31	35.74	-32.86		13	
飞利浦	3091.49	6.51	6.68	9.46	0.19			45.55	6.02	33.82	-150.08			
京东	7615.68	6.15	14.67	17.21	20.75	17.62	53.04	14.63	2.06	54.95	277.77		24	
步步高	117.92	2.50	1.21	2.30	-2.02	12.75	28.55	23.54	0.93	68.24	-518.86	53.93	9	
百联股份	379.58	4.04	4.73	5.54	-30.93	-4.29	-2.91	20.27	1.81	42.68	16.00		1	
家家悦	249.87	7.74	15.36	16.23	39.07	18.03	20.32	21.58	2.94	54.61	-46.89	4.18	21	
沃尔玛	26174.33	9.97	11.46	20.22	8.63			24.69	2.90	25.16	212.84		4	
苏宁易购	1053.90	7.51	7.74	11.66	-7.17	12.33	-26.19	14.19	3.48	10.71	-8.57	15.37	18	
国美零售	221.62	-1.22	-7.04	-20.17	-7.57	2.16	20.51	15.32	-4.93	-8.50	-11.25		3	
亚马逊	104609.30	8.02	13.73	21.95	26.39	17.60	80.03	40.99	4.13	129.12	353.15		4	

图：产业链图谱 来源：塔坚研究

从图谱中可以看出，产业链上需要重点关注的是中游生产商（由于 Q1 受突发卫生事件影响，消费受到影响，大部分企业增速为负）。其中，中游各家的营业收入同比增速、历史复合增速如下：

收入增速	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	5年复合增速
爱仕达	1.67	13.08	20.72	6.23	9.18	9.99
圣莱达	-30.24	-10.75	22.40	27.07	-35.05	-8.86
苏泊尔	14.36	9.38	18.85	22.77	11.23	15.79
九阳股份	18.65	3.51	-1.02	12.99	14.59	9.50
小熊电器		45.48	56.29	23.92	31.92	38.76
北鼎股份	12.07	17.67	8.44	14.56	-9.23	8.26
美的集团	-2.36	14.86	51.48	7.84	7.15	14.43
石头科技(4年)			509.25	172.07	38.03	184.30
科沃斯	16.30	21.67	38.57	25.52	-6.84	18.05
IROBOT	10.76	7.11	33.80	23.61	11.11	16.87
莱克电气	-5.49	8.97	30.70	2.60	-2.75	6.08
新宝股份	11.28	10.58	17.62	2.65	8.23	9.97
飞科电器	15.81	20.42	14.41	3.41	-5.35	9.32
飞利浦	13.34	45.88	2.05	1.92	7.51	-1.85

图：各家收入增速 来源：塔坚研究

**传统小家电中（美、苏、阳），总体复合增速在 16% 以下。其中，表现较好的为苏泊尔。** 苏泊尔——得益于国内消费升级、海外 SEB 订单的持续转移，公司内销和出口业务稳步增长。同时，产品方面，除了不断推出技术升级新品，同时开发新品类（如复古风格迷色系、北欧风格 woodson 系列）迎合年轻消费群体；还不断向新兴品类延伸，培育新的增长点。

**而新兴小家电中，总体复合增速跨度较广，在 10% 至 184.3% 之间。其中，表现较好的为石头科技、小熊电器；表现较差的为飞利浦（业务较多，不纳入对比）。**

小熊电器——以差异化产品切入小家电市场（如酸奶机），以高颜值、高性价比、多 SKU 的特性抢占市场，业绩增长迅速。并且，在销售渠道管理上，采用“经销商代发”模式（消费者在经销商网点下单后，公司通过系统获取订单信息，根据地址直接发货），使经销商数量快速扩张，累计规模。

石头科技——扫地机器人的赛道，渗透率提升、收入增长的空间很大。并且，其前期借由小米模式迅速打开市场，17 年推出自主品牌减少米家品牌产品，从走高性价比的中低端段向中高端转移。公司研发能力强，“去小米化”成效显著，目前已具备独立品牌能力，随着其海外销售、自主品牌占比逐渐提升，业绩增长较好。

北鼎股份——2019 年北鼎股份增长为负，是因为大客户摩飞电器、惠而浦集团、美康雅集公司采购额减少导致外销（OEM/ODM）业务下降（内销业务仍实现正增长），影响总体收入增速下滑。

(玖)

分析完历史增速情况，我们来看下代表公司的回报情况：

2019年	ROA	ROE	ROIC	剔除现金ROIC
石头科技	57.10	71.69	71.69	-1263.03
苏泊尔	20.23	30.13	30.13	50.98
飞科电器	24.64	26.22	26.21	43.73
小熊电器	18.49	25.25	25.12	85.78
九阳股份	13.31	21.79	21.79	48.01
北鼎股份	17.92	21.61	21.61	67.20
美的集团	10.89	26.21	20.08	17.25
莱克电气	12.04	16.80	16.25	35.85
新宝股份	10.56	16.76	15.48	65.92
IROBOT	11.71	14.37	14.37	15.80
飞利浦	6.51	9.46	6.68	7.42
科沃斯	3.58	4.86	4.63	9.50
爱仕达	3.66	5.86	3.72	5.93
圣莱达	-41.26	-55.19	-55.19	-65.10

图：回报情况 来源：塔坚研究

从回报层面看，小家电领域的回报都挺高，特别是石头科技、小熊电器、新宝股份、北鼎股份、苏泊尔、九阳股份。其中，石头科技的 ROE 目前高达 71%，且 ROIC 为负，主要是因为收入增速极快，使得总资产周转率很高，

未来 ROE 会逐渐回归合理水平。然后，我们继续来看，利润率和周转率水平如何。先看经营利润情况：

2019年	总营业收入	净利润	经营活动产生的现金流量净额	毛利率%	净利率%	管理费用率%	销售费用率%	所得税率%
爱仕达	35.23	1.28	0.08	36.24	3.74	5.92	21.54	-0.85
圣莱达	0.94	-1.29	-0.90	-25.10	-140.65	57.35	1.52	
苏泊尔	197.30	19.20	17.33	30.72	9.71	1.75	16.25	15.74
九阳股份	93.04	8.24	12.53	32.18	8.66	4.18	15.87	14.27
小熊电器	26.73	2.68	4.06	33.89	10.03	3.37	14.81	19.24
北鼎股份	5.46	0.66	0.82	46.32	12.05	7.78	22.49	11.75
美的集团	2776.60	242.11	385.90	28.42	9.10	3.43	12.47	15.54
石头科技	41.85	7.83	7.55	35.82	18.71	1.42	8.45	15.38
科沃斯	52.75	1.21	2.62	37.86	2.30	6.23	23.35	16.04
IROBOT	84.83	5.96	9.09	44.80	7.03	6.84	19.11	13.69
莱克电气	56.58	5.02	12.08	26.23	8.88	4.22	7.30	13.36
新宝股份	90.59	6.87	14.44	23.12	7.60	5.92	5.19	13.43
飞科电器	37.33	6.86	4.67	38.18	18.31	3.24	10.43	24.95
飞利浦	1522.62	91.21	158.73	45.55	6.02	3.24	24.03	22.04

图：经营数据 来源：塔坚研究

从盈利水平来看，新兴小家电的净利率，比传统小家电的净利率略高。这是因为传统小家电渗透率相对较高，需求增长较新兴小家电相对趋缓。又以线上+线下渠道结合（新兴小家电几乎都是线上），因此增加了营销、运营管理费用，导致净利率较低。

综上，以“高增速+高回报”来看，符合这两个条件的，有几家：

小熊电器、石头科技、苏泊尔。

(拾)

再看核心资产和资产周转情况：

资产类	爱仕达	圣莱达	苏泊尔	九阳股份	小熊电器	北鼎股份	美的集团	石头科技	科沃斯	IROBOT	莱克电气	新宝股份	飞科电器	飞利浦
固定资产	12.01	0.11	9.09	6.81	1.37	0.37	216.65	0.67	7.75	5.31	9.01	19.41	6.25	
存货	9.08	0.02	22.48	10.86	4.32	0.63	324.43	2.97	10	11	6.15	14.64	6.93	27.73
应收款项	8.91	0.46	17.97	2.06	1.05	0.4	186.64	1.99	9.27	10.21	9.35	9.93	5.71	45.54
商誉	1.04						282.07			8.3				86.54
无形资产	2.98		4.66	1.23	2.01	0.06	154.84	0.06	0.89	0.86	1.52	5.27	2.13	34.66
负债类	爱仕达	圣莱达	苏泊尔	九阳股份	小熊电器	北鼎股份	美的集团	石头科技	科沃斯	IROBOT	莱克电气	新宝股份	飞科电器	飞利浦
应付账款	8.45	0.14	30.11	18.73	1.91	0.32	425.36	2.82	10.69	8.12	8.77	8.68	7.38	20.89
预收账款	0.72	0.02	11.07	4.5	0.48	0.05	162.32	0.08	1.15	0.66	2.51	0.4		
带息负债	14.02						484.6		1.95	2	3.43			425.71
净营运资本	9.09	0.90	36.2	6.61	6.52	0.48	488.84	11.02	4.42	10.64	0.96	0.79	10.94	122.23
单位效益	爱仕达	圣莱达	苏泊尔	九阳股份	小熊电器	北鼎股份	美的集团	石头科技	科沃斯	IROBOT	莱克电气	新宝股份	飞科电器	飞利浦
收入/存货	3.88	47.11	8.78	8.57	6.19	8.66	8.56	14.09	5.28	7.71	9.20	6.19	5.39	54.91
净利润/存货	0.14	-64.46	0.85	0.76	0.62	1.04	0.75	2.64	0.12	0.54	0.82	0.47	0.99	3.29
现金流/存货	0.01	-44.79	0.77	1.15	0.94	1.31	1.19	2.54	0.26	0.83	1.96	0.99	0.67	5.72

图：资产负债情况 来源：塔坚研究

这条产业链的核心资产主要是存货。由于小家电具备“快消品”属性且以线上渠道（电商）为主，因此，存货的情况能反映其供应链管理的状态。通常来说，小家电整体存货细分项目：原材料备货周期，行业均值在半个月左右；在产品生产周期，行业平均 3 天左右；库存周期，行业均值在 1.5 个月。从图上来看，单位效益较好的为石头科技（飞利浦由于转型医疗服务，小家电业务占比较小，故不考虑），其每单位的存货，可以带来 14.09 元的收入、2.6 元的利润、2.54 元的现金流。然后，对比资产周转效率：

2019年	总资产周转率	固定资产周转率	存货周转率	应收账款周转率
爱仕达	0.71	6.52	2.59	3.63
圣莱达	0.31	7.82	6.70	2.03
苏泊尔	1.76	19.41	5.93	9.34
九阳股份	1.32	13.13	6.88	4.64
小熊电器	1.49	11.53	4.74	26.73
北鼎股份	1.32	13.28	3.90	10.40
美的集团	0.98	22.65	6.38	9.99
石头科技	2.58	72.03	8.53	14.21
科沃斯	1.24	8.00	3.02	5.77
IROBOT	1.44	18.25	4.16	7.87
莱克电气	1.15	5.88	6.35	5.05
新宝股份	1.19	4.32	5.26	8.41
飞科电器	1.01	3.77	3.67	6.68
飞利浦	0.73	8.51	3.89	4.54

图：周转率情况 来源：塔坚研究

整体来看，总资产周转率表现较好的是石头科技、苏泊尔，两者的固定资产周转率、存货周转率均较好，其一说明固定资产使用效率高，其二说明库存情况，

产品周转较快，供应链管理环节优秀。其中，石头科技采用全代工、轻资产模式运营，这使得其保持了较高的资产周转率。同时，专注于研发设计，战略合作小米+打造自由品牌，拥有较强的品牌竞争力，运营效率高，产品不愁卖。苏泊尔产品结构优化，传统线下维持稳定，线上持续发散，增加爆款。加之生产成本持续下降、低成本渠道，公司营运能力表现不错，产品周转较快。

研究完以上信息，我们来总结一下小家电产业链的基本面：

以上，为本行业报告部分内容。近期我们新开辟了基金笔记、宏观笔记、产业链梳理笔记三个研究系列。如需获取全部行业笔记、基金笔记、宏观笔记、建模笔记，请扫描下方二维码订阅**专业版报告库**。一分耕耘一分收获，只有厚积薄发的硬核分析，才能在关键时刻洞见未来。



扫码阅读优塾核心产品

专业版估值研报库

如需了解更多，请添加工作人员微信：ys\_dsj

**【版权与免责声明】** 1) 关于版权：版权所有，违者必究，未经许可，不得以任何形式进行翻版、拷贝、复制。2) 关于内容：我们只负责财务分析、产业研究，内容观点仅供参考，不支持任何形式的决策依据，也不支撑任何形式的投资建议。本文是基于公众公司属

性，根据其法定义务内向公众公开披露的财报、审计、公告等信息整理，不为未来的变化做背书，未来发生的任何变化均与本文无关。我们力求信息准确，但不保证其完整性、准确性、及时性。市场有风险，研究需谨慎。3) 关于主题：财务建模报告工作量巨大，仅覆盖部分重点行业及案例，不保证您需要的所有案例都覆盖，请谅解。4) 关于平台：优塾团队所有内容以微信平台为唯一出口，不为任何其他平台内容负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。





前沿报告库是中国新经济产业咨询报告共享平台。行业范围涵盖新一代信息技术、5G、物联网、新能源、新材料、新消费、大健康、大数据、智能制造等新兴领域。为企事业单位、科研院所、投融资机构等提供研究和决策参考。



扫一扫免费  
获取海量报告

