

家用电器

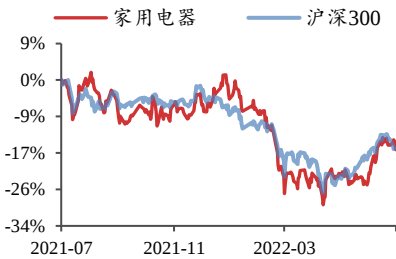
2022 年 07 月 18 日

供给恢复带动需求回暖，盈利见底，估值有望修复

——行业深度报告

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

- 《行业点评报告-大宗价格回调利好家电板块利润率改善，叠加需求复苏，继续看好板块反弹》-2022.6.28
- 《行业点评报告-可选消费板块 618 大促数据全解析》-2022.6.26
- 《行业点评报告-可选消费板块 618 开门红数据全解析》-2022.6.5

吕明（分析师）

lvming@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

周嘉乐（分析师）

zhoujiale@kysec.cn

证书编号：S0790522030002

陆帅坤（联系人）

lushuaikun@kysec.cn

证书编号：S0790121060033

● 复盘 2021 年：供需疲软，成本高企致行业景气下滑，渠道分流致淘系承压

渠道红利减退、供需疲弱以及各企业业绩承压明显等因素致行业 2021 年估值中枢下行、机构持股比例下降。回顾 2021 年我们认为原因有三：（1）需求端在疫情透支背景下较为疲弱，供给端各企业上新动力减弱，供需疲弱使得 2021 年整体销售情况不佳。（2）成本压力致各企业业绩承压。2020 年的繁荣吸引众多中小品牌入局，加大了 2021 年行业竞争压力，流量成本高企。叠加原材料成本上涨以及人民币升值等外部负面因素频现，2021 年各企业利润率达到历史低位。（3）渠道分流致淘系增长压力凸显。受流量分流至京东、抖音等渠道影响，对于各企业来说 2021 年淘系流量竞争更加激烈，整体增长压力明显。

● 竞争格局向好，行业呈弱复苏趋势，有望在业绩修复中走出情绪底、估值底

在行业景气持续承压，成本高企的背景下，2022 年以来大部分小品牌开始陆续退出竞争，加上美的主动收缩非核心业务，行业竞争趋于缓和。随着需求透支效应减弱叠加进入低基数，阿里厨房小电下滑幅度环比收窄。在行业竞争趋于缓和以及疫情缓解的背景下，各企业开始积极发力产品、渠道、品牌营销端以获取更多流量，带动了 618 大促期间行业整体需求复苏，阿里、京东厨房小电行业 618 期间销售额同比分别+1.63%/+8.63%。短期来看，供给恢复拉动需求向好，原材料成本企稳回落带来利润弹性，行业有望在需求回暖和业绩修复中走出情绪底、估值底。长期来看，抖音作为各品牌新的布局重点，相较于京东渠道毛利率及 ROI 水平较低，随着自然流量的积累以及针对性产品布局落地，利润率存改善空间。

● 推荐标的：短期关注盈利恢复弹性及确定性，长期关注新品类和新渠道成长性

苏泊尔：外销重新定价+线上直营化+所得税优惠重新复评，短期盈利修复确定性较强。（1）2022 年年初公司与 SEB 重新签订合同，预计外销毛利率将重回 18%，若原材料价格下降，预计带来的毛利率修复更高。（2）2020 年公司开始推进 DTC 改革，旗舰店收回直营后渠道利润重新分配，我们测算直营比例每提升 5%，将带来 0.33%净利率的提升。（3）2020 年底高新技术企业资质到期，2021 年及 2022Q1 税率提升明显，如果后续重新复评落地，税率下降或释放部分利润。长期来看，抖音渠道步入收获期，达到盈亏平衡点后有更多资源投入发展扩大规模，提价后利润率有望改善。此外，渠道改革下传统优势品类及长尾品类份额均有所提升，油烟机、集成灶、洗地机等大单品已占据一定份额，长期成长性较优。

新宝股份：收入端受新品以及 618 大促拉动，2022Q2 内销有望边际改善。2022 年 618 期间摩飞、东菱天猫销售额同比分别+33.17%/+74.58%，京东销售额同比分别+29.48%/+63.66%，叠加同期低基数，预计 2022Q2 内销边际改善。业绩端受益原材料价格回落、人民币贬值以及外销提价，带来较大恢复弹性。收购摩飞商标权彰显公司发展自主品牌决心，摩飞品牌净利率 14%左右，高于公司整体并且相对稳定，随着摩飞收入占比的提高，长期来看盈利能力抗风险能力或得到提升。

● **风险提示：**行业竞争加剧；行业需求持续疲弱；原材料价格反弹上涨等。

目 录

1、 供给恢复带动需求回暖，盈利见底，估值有望修复.....	4
1.1、 复盘 2021 年：供需疲软、成本高企致业绩承压，渠道分流特征凸显.....	4
1.1.1、 需求透支叠加成本高企等负面因素，厨房小电行业业绩、估值中枢下行.....	4
1.1.2、 传统电商平台流量红利调整：京东率先回暖，新兴电商销售占比快速提升.....	6
1.2、 当前时点：竞争格局向好，产品、营销、渠道齐发力，行业整体呈弱复苏趋势.....	7
1.3、 展望未来：短期看业绩修复，中期看渠道红利+新老品类交替.....	15
1.3.1、 原材料企稳回落，短期业绩修复确定性较强.....	15
1.3.2、 中长期把握行业细分品类周期红利+渠道红利.....	17
2、 推荐标的：短期关注盈利恢复弹性及确定性，长期关注品类和渠道扩张成长性.....	22
2.1、 苏泊尔：渠道改革+品类扩张先行，短期盈利修复确定性较强，长期具备 α 成长.....	22
2.1.1、 推荐逻辑一：外销重新定价+线上直营化+所得税优惠重新复评，短期盈利修复确定性较强.....	22
2.1.2、 推荐逻辑二：抖音渠道步入收获期，多元化品类矩阵完善，长期成长性凸显.....	24
2.2、 新宝股份：618 亮眼表现带动内销改善，收购摩飞利好长期成长.....	26
2.3、 小熊电器：短期业绩弹性较优，品牌焕新赋能长期发展.....	28
3、 盈利预测与投资建议.....	29
4、 风险提示.....	29

图表目录

图 1： 受线下低迷及线上需求透支影响，2021 年厨房小家电全渠道规模同比下滑明显.....	4
图 2： 2021 年线上及线下厨房小电上新机型数量降低.....	4
图 3： 刚需品类增长稳健，空气炸锅、电蒸锅等低渗透品类延续亮眼增长.....	4
图 4： 需求疲软、成本高企、人民币升值等负面因素致 2021 年各企业业绩承压明显.....	5
图 5： 2013 年消费向线上转移，2018 年新兴渠道叠加疫情红利均带动行业业绩估值双升，当前时点看估值已达历史低位.....	5
图 6： 2022Q1 厨房小家电行业机构持股比例为 49.53%，降至历史最低点.....	6
图 7： 2021 年渠道分流现象显著，淘宝月活增速放缓，以抖音为代表的新兴渠道月活增长加速.....	6
图 8： 2021 年下半年京东厨房小电行业率先回暖.....	7
图 9： 2020Q3 以来京东厨房小电销售占比呈上升趋势.....	7
图 10： 厨房小电线上销售平台呈现多元化，小家电新兴电商占比提升至约 30%.....	7
图 11： 成本高企、竞争加剧背景下 2022 年以来厨房小电整体及细分品类在售品牌数量有所下降.....	8
图 12： 2021 年下半年以来厨房小电行业均价进入上升通道，2022 年以来涨价幅度较为明显.....	8
图 13： 中高价格带成为行业增长主要驱动力，行业由价格竞争转向价值竞争.....	8
图 14： 2021 年下半年以来各品牌商终端动销 SKU 数量提升明显.....	10
图 15： 经销转直营，释放渠道利润支撑盈利提升.....	11
图 16： 小熊、苏泊尔京东市占率稳步提升，2022 年以来九阳份额同比提升.....	12
图 17： 苏泊尔、小熊阿里市占率稳步提升，2022Q1 九阳份额同比下滑环比收窄.....	12
图 18： 短期疫情扰动致 2022M3-M4 同比下滑，2022M5 恢复正增长，618 拉动天猫 6 月份实现正增长.....	13
图 19： 2022 年 618 期间厨房小电整体零售额同比+5.4%，空气炸锅、电蒸锅、煎烤机等为增长主要驱动力.....	14
图 20： 2022 年 618 期间京东厨房小电整体零售额同比+8.23%，空气炸锅、多功能锅、电烧烤炉等为增长主要动力.....	14
图 21： 2022 年 618 期间天猫厨房小家电整体零售额同比+1.63%，空气炸锅、咖啡机、电蒸锅等为增长主要动力.....	14
图 22： 2021Q2 各企业增速放缓或下滑，2022Q2 进入低基数.....	15

图 23: 随着疫情趋缓, 延后性需求释放带动厨小电线上销售逐步回暖.....	15
图 24: 随着原材料价格企稳回落, 过往两轮成本回落后行业毛利率修复明显.....	15
图 25: 面对需求快速转变的厨房小家电行业, 关键在于保持持续创新力, 提高市场洞察力从而把握细分品类发展红利.....	18
图 26: 随着流量积累, 抖音平台家电行业转化效率提升.....	18
图 27: 2021 年抖音平台家电行业流量增长明显.....	18
图 28: 相较于传统渠道, 当前抖音平台格局较为分散.....	19
图 29: 抖音平台各厨房小家电品类均价较传统渠道低.....	19
图 30: 品牌自播成本主要来自于运营成本及投放费用, 达人带货存在商品佣金成本.....	20
图 31: 各品牌抖音渠道产品均价较低, 但整体呈上升趋势.....	20
图 32: 苏泊尔、小熊、九阳等厨房小家电品牌直通车 ROI 约 7-10.....	21
图 33: 外销毛利率稳定在 18% 左右, 2017 和 2021 年两次原材料上涨周期中毛利率下降至 18% 以下.....	22
图 34: 2021 年公司直销毛利率约 40%, 显著高于分销及出口代工业务.....	23
图 35: 预计整体直营比例每提升 2%, 将带来 0.13% 净利率提升.....	23
图 36: 2020 年底所得税优惠到期致 2021 年及 2022Q1 所得税率提升明显.....	23
图 37: 2021 年以来抖音、京东渠道占比提升明显.....	24
图 38: 2022 年 618 抖音平台公司零售额份额达 10.6%.....	24
图 39: 京东渠道传统优势产品以及长尾产品份额均有所提升.....	24
图 40: 公司阿里渠道炊具市占率由 2021Q1 的 6.42% 提升至 2022Q1 的 10.57%.....	24
图 41: 生活电器、厨卫大电京东渠道零售额占比稳步提升, 整体发展均衡.....	25
图 42: 2022Q1 洗地机京东渠道零售额占比提升至 5%.....	26
图 43: 2022Q1 集成灶京东渠道零售额占比提升至 12%.....	26
图 44: 公司在油烟机、燃气灶、集成灶、洗地机等大单品领域已抢占一定市场份额.....	26
图 45: 相较于行业, 公司厨卫大电和清洁电器主打低价位段 (单位: 元).....	26
图 46: 摩飞净利率保持 14% 左右, 高于公司整体并且相对稳定.....	28
表 1: 2022 年以来各大品牌商持续推新, 主打智能、多功能、新材料等卖点.....	9
表 2: 2021 年小熊电器、新宝股份受原材料涨价影响较大.....	16
表 3: 中性预期价格上涨 3%, 综合原材料成本上涨 1% 的情况下小家电行业毛利率提升 1.33pct.....	16
表 4: 中性预期均价提升 5%, 原材料成本同比+0%, 小熊电器 2022 年毛利率同比+2.2pct.....	17
表 5: 中性预期均价提升 3%, 原材料成本同比-1%, 新宝股份 2022 年毛利率同比+2.73pct.....	17
表 6: 苏泊尔等小家电品牌京东渠道和抖音渠道销售占比稳步提升.....	18
表 7: 预计高毛利率以及低佣金率的品牌能够获取较好利润率水平.....	20
表 8: 预计毛利率提升至 20-30%、ROI 提升至 5-8 后利润率会有较明显改善.....	21
表 9: 中性预期 2022 年外销收入增长 5%, 毛利率恢复至 18.2%, 则外销毛利同比+28%.....	22
表 10: 假设抖音外其他渠道利润率提升至 9%, 占比提升利好长期利润率提升.....	24
表 11: 受新品拉动, 618 期间摩飞、东菱、百胜图表现较为亮眼.....	27
表 12: 切入电饭煲、电水壶等大单品领域, 2021Q2-Q4 取得较好增长.....	28
表 13: 小家电板块标的盈利预测.....	29

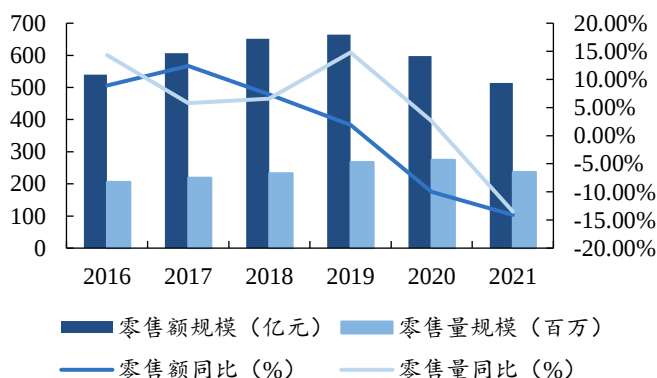
1、供给恢复带动需求回暖，盈利见底，估值有望修复

1.1、复盘 2021 年：供需疲软、成本高企致业绩承压，渠道分流特征凸显

1.1.1、需求透支叠加成本高企等负面因素，厨房小电行业业绩、估值中枢下行

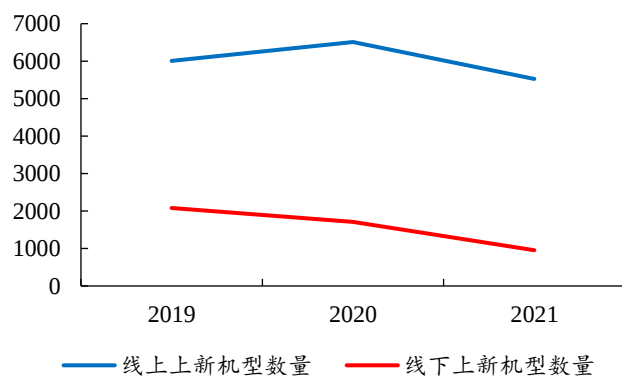
2021 年供需表现疲软致厨房小家电行业整体承压明显。需求端，2020 年新冠疫情影响下，“宅经济”带动厨房小家电行业需求快速透支，奥维云网全渠道推总数据显示，厨房小家电 12 个品类合计线上零售额同比下滑 9.7%。供给端，需求疲弱背景下行业玩家上新动力减弱，奥维云网监测数据显示，2021 年小家电品类上新数量较 2019、2020 年均有所下降，此外新品销售占比对比以往也呈下降趋势。

图1：受线下低迷及线上需求透支影响，2021 年厨房小家电全渠道规模同比下滑明显



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

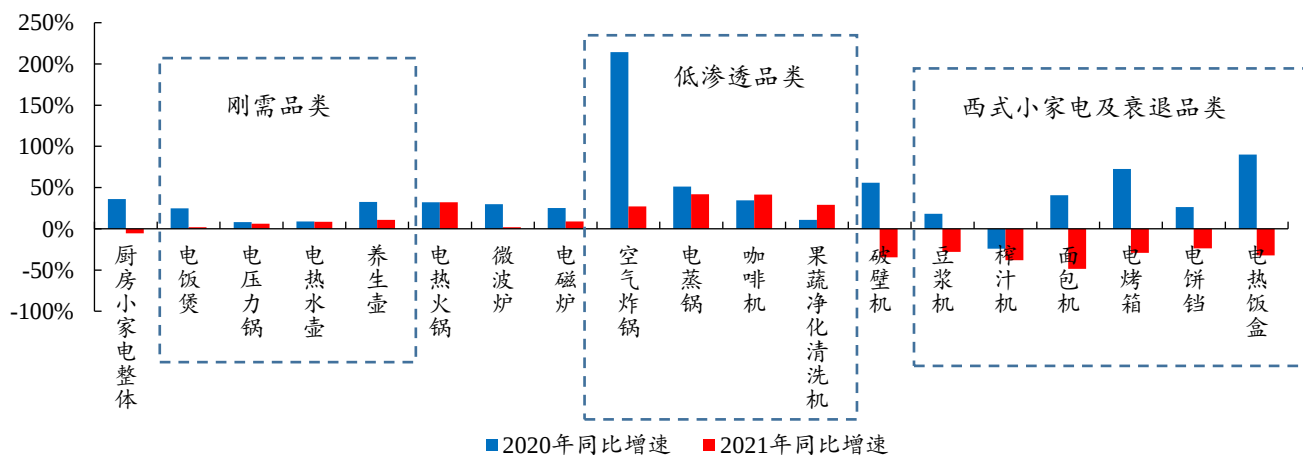
图2：2021 年线上及线下厨房小电上新机型数量降低



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

从各个品类增速情况来看，刚需品类电饭煲、电压力锅、电水壶等增长表现出较强韧性，根据魔镜数据，2021 年刚需品类在 2020 年较高增长下仍实现稳健增长。相反地，电烤箱、面包机等西式小家电在需求透支下增速回调明显，此外榨汁机、豆浆机等衰退品类缺乏长期增长动力，表现相对较差。空气炸锅、电蒸锅、咖啡机、果蔬净化清洗机等品类在低渗透以及较好市场需求下延续高增长态势。

图3：刚需品类增长稳健，空气炸锅、电蒸锅等低渗透品类延续亮眼增长



数据来源：魔镜数据、开源证券研究所

成本侧原材料涨价，汇率侧人民币升值加上赛道拥挤导致 2021 年厨房小家电行业整体业绩承压。2020 年小家电行业景气上行催生众多中小品牌入局，随着后疫情时代需求透支，赛道拥挤致线上流量费用高企，加上 2021 年下半年以来大宗原材料价格上涨以及人民币汇率升值，使得各企业内外销业绩持续承压，利润率中枢下行。考虑到会计准则变更，从毛销差角度来看，2021Q1-Q4 各企业毛销差同比均有不同程度下滑，其中以外销代工为主的新宝股份在 2021Q2 起人民币大幅升值的背景下毛销差同比较大幅度下滑。

图4：需求疲软、成本高企、人民币升值等负面因素致 2021 年各企业业绩承压明显

毛销差同比变动	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1
小熊电器	3.84%	1.90%	0.80%	-2.27%	-2.82%	-2.68%	-0.11%	-1.55%	-0.19%
苏泊尔	-2.23%	-1.04%	-1.08%	3.68%	1.60%	0.93%	-0.85%	-4.33%	0.86%
九阳股份	-0.06%	-0.03%	-2.23%	-1.63%	-3.74%	-2.88%	0.14%	-4.51%	-0.09%
新宝股份	3.03%	3.95%	0.84%	-1.21%	-2.56%	-8.31%	-6.75%	-3.28%	-1.73%
北鼎股份	7.16%	5.03%	4.92%	-1.24%	-6.62%	-4.73%	-3.67%	-2.00%	-4.23%
净利率同比变动	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1
小熊电器	5.03%	2.61%	1.20%	-1.26%	-4.03%	-8.68%	-1.85%	-1.54%	0.75%
苏泊尔	-0.84%	0.38%	0.03%	0.90%	1.25%	-0.97%	-0.95%	-2.55%	-0.19%
九阳股份	-0.30%	-0.57%	-1.35%	0.36%	-0.75%	0.85%	0.06%	-4.85%	-0.83%
新宝股份	1.84%	3.41%	1.92%	-1.96%	-0.96%	-6.05%	-4.93%	-0.39%	-0.51%
北鼎股份	6.63%	1.84%	4.43%	-0.45%	-2.60%	-2.04%	-4.60%	0.71%	-7.36%

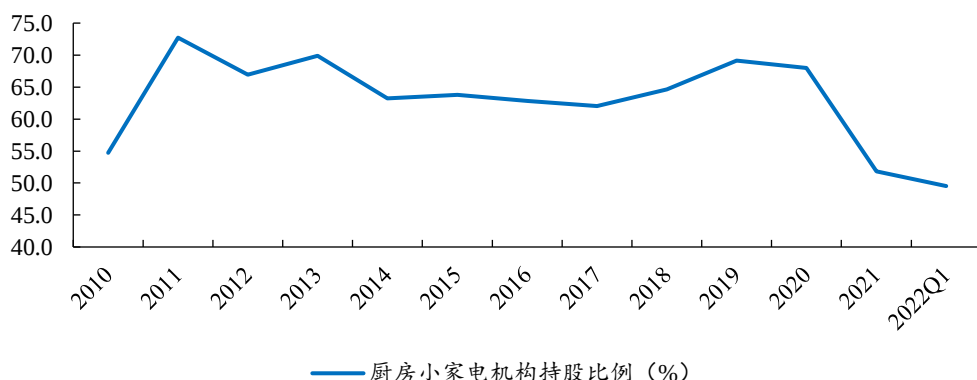
数据来源：Wind、开源证券研究所

渠道红利减退，行业景气下行叠加各企业业绩承压，市场担忧行业未来成长性，使得估值呈中枢下行趋势，机构持股比例降至历史低位。回顾 2012 年以来厨房小家电行业发展，2013 年消费向线上转移，2018 年新兴渠道叠加疫情红利均带动厨房小家电行业迎来快速发展，渠道驱动的小熊、摩飞品牌快速增长，同时带动行业估值中枢上行。高基数叠加需求透支等因素，2021 年以来行业景气下行带动估值中枢下行。此外，2022Q1 厨房小家电行业机构持股比例降至 49.53%，达历史低位。

图5：2013 年消费向线上转移，2018 年新兴渠道叠加疫情红利均带动行业业绩估值双升，当前时点看估值已达历史低位



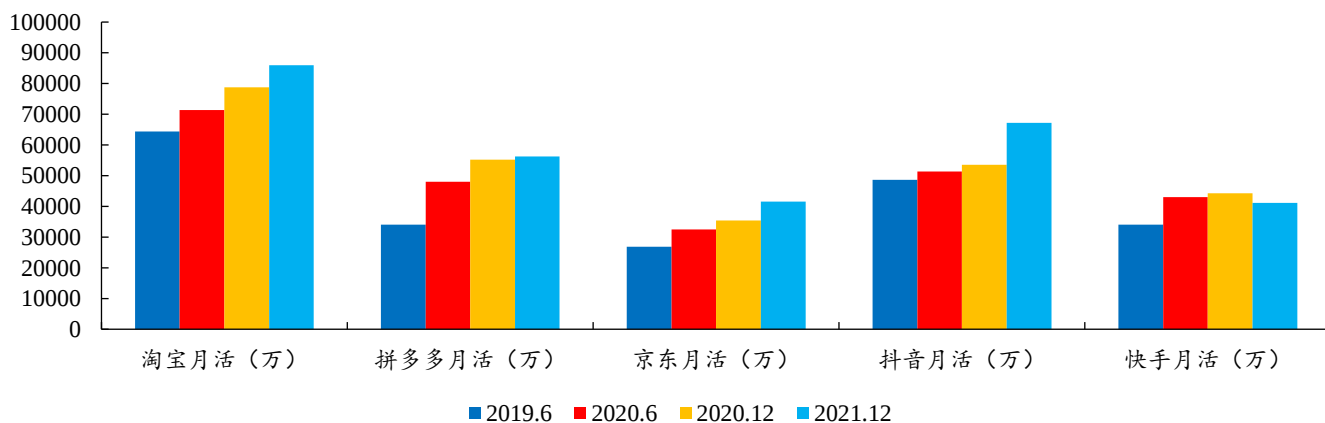
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2022Q1 厨房小家电行业机构持股比例为 49.53%，降至历史最低点


数据来源：Wind、开源证券研究所

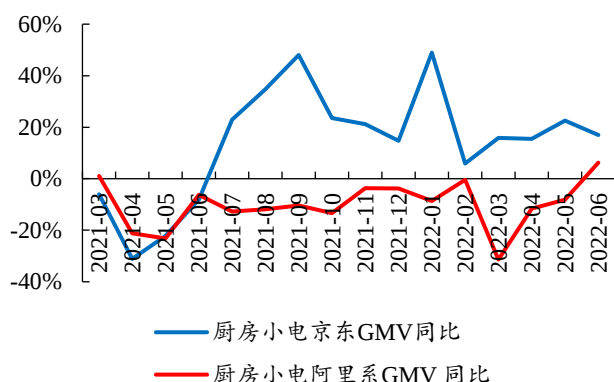
1.1.2、传统电商平台流量红利调整：京东率先回暖，新兴电商销售占比快速提升

传统电商平台流量红利褪去，抖音、拼多多等新兴渠道月活增长显著。根据 QuestMobile 数据显示，2019.6-2021.12 淘宝、拼多多、京东、抖音和快手月活跃用户数规模分别+33.55%/+65.33%/+54.84%/+38.19%/+20.69%，其中 2020 年 12 月-2021 年 12 月淘宝、拼多多、京东、抖音和快手月活跃用户数规模分别+9.2%/+1.9%/+17.4%/+25.4%/-0.7%。2019-2020 年传统电商平台红利及疫情红利之下淘宝月活规模增长明显，但 2021 年渠道分流现象逐步显现，以抖音为代表的新兴渠道月活规模快速增长，另外值得注意的是京东作为专业电商平台月活增长保持稳健，流量较为稳定。

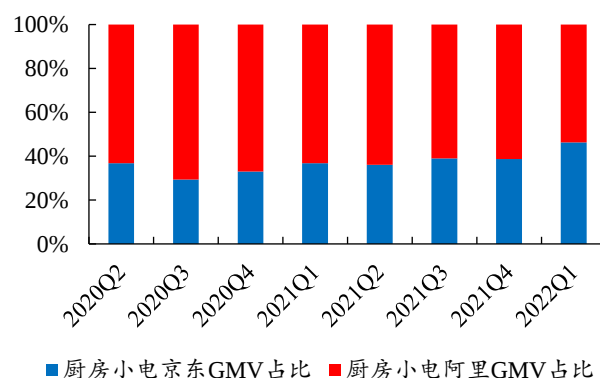
图7：2021 年渠道分流现象显著，淘宝月活增速放缓，以抖音为代表的新兴渠道月活增长加速


数据来源：QuestMobile、开源证券研究所

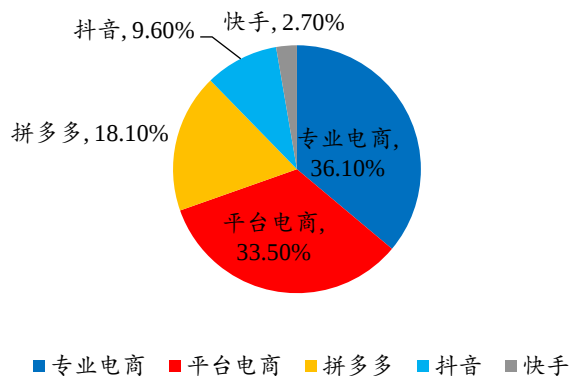
电商 GMV 与流量以及成交转换率关联度较强，渠道分流背景下 2021 年京东、抖音渠道销售占比持续提升。行业维度上看，相较于阿里渠道，2021 年下半年京东厨房小家电行业率先回暖，占比由 2020Q2 的 37% 提升至 2022Q1 的 46%。全线上渠道来看，奥维云网数据显示 2022Q1 京东/阿里/拼多多/抖音/快手厨房小家电规模占比分别为 36.1%/33.5%/18.1%/9.6%/2.7%，新兴渠道占比约 30%。

图8：2021年下半年京东厨房小电行业率先回暖


数据来源：京东旗舰店、开源证券研究所

图9：2020Q3以来京东厨房小电销售占比呈上升趋势


数据来源：京东旗舰店、魔镜数据、开源证券研究所

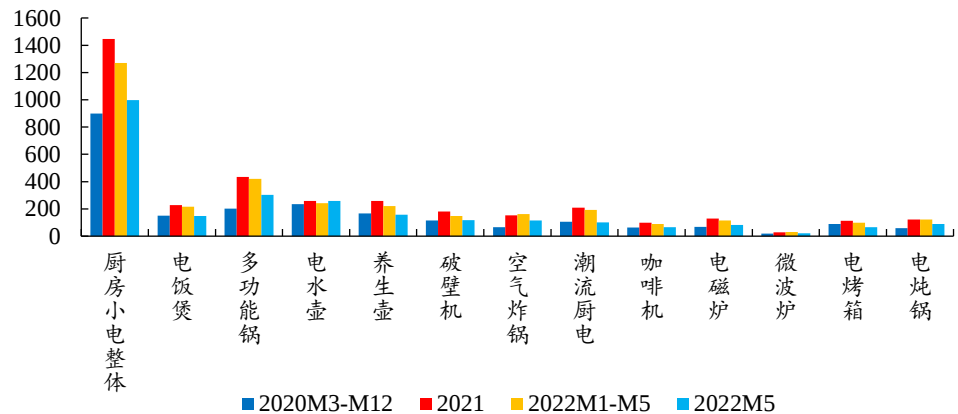
图10：厨房小电线上销售平台呈现多元化，小家电新兴电商占比提升至约30%


数据来源：奥维云网、开源证券研究所

1.2、当前时点：竞争格局向好，产品、营销、渠道齐发力，行业整体呈弱复苏趋势

中小品牌出清利于竞争格局改善，行业涨价逐步落地。正如前文所述，2020年疫情红利下众多中小品牌入局厨房小家电领域，2021年京东在售小家电品牌较2020年有较大幅度增加，加剧行业竞争。竞争加剧叠加市场需求疲软、原材料涨价，各品牌商提价策略相对保守。但随着行业景气持续承压，成本高企，2022年以来大部分小品牌开始陆续退出竞争，2022年5月京东在售小家电品牌有较大幅度下降，此外随着美的开始主动缩减非核心业务，行业整体竞争趋于缓和。随着行业竞争趋于缓和，2021年下半年开始各品牌开始进行结构性调整，行业均价进入上行通道，2022Q1提价明显。

图11：成本高企、竞争加剧背景下 2022 年以来厨房小电整体及细分品类在售品牌数量有所下降



数据来源：京东旗舰店、开源证券研究所

图12：2021 年下半年以来厨房小电行业均价进入上升通道，2022 年以来涨价幅度较为明显

	厨房小电整体	电饭煲	多功能锅	电水壶	养生壶	空气炸锅	咖啡机	电磁炉	微波炉	电烤箱	电炖锅
2021-03	27.63%	2.49%	24.14%	4.07%	3.61%	26.46%	2.99%	0.99%	1.44%	3.35%	2.92%
2021-04	6.88%	3.28%	21.36%	4.07%	0.72%	0.94%	15.48%	0.49%	0.95%	20.66%	2.37%
2021-05	12.20%	5.98%	21.72%	8.06%	4.90%	9.47%	4.75%	5.39%	2.44%	25.42%	4.09%
2021-06	6.05%	3.48%	4.95%	6.61%	0.66%	21.04%	0.57%	6.25%	3.61%	5.91%	3.47%
2021-07	2.99%	3.90%	4.55%	0.00%	19.67%	3.51%	13.01%	4.37%	10.14%	5.70%	2.99%
2021-08	2.94%	3.20%	2.95%	1.71%	20.47%	4.03%	11.56%	2.90%	9.26%	23.78%	4.17%
2021-09	0.81%	2.60%	4.97%	1.64%	8.45%	5.91%	4.98%	13.57%	13.74%	11.21%	10.24%
2021-10	3.66%	10.28%	9.95%	1.61%	11.27%	3.33%	5.33%	13.37%	14.96%	11.66%	10.06%
2021-11	1.67%	2.95%	3.81%	3.68%	3.45%	3.24%	32.81%	11.27%	15.80%	3.68%	12.99%
2021-12	4.98%	5.11%	0.00%	3.94%	0.70%	7.24%	25.54%	10.34%	10.48%	13.91%	9.60%
2022-01	1.91%	4.39%	0.50%	0.75%	2.05%	3.35%	24.22%	7.34%	13.18%	11.46%	8.79%
2022-02	5.77%	5.65%	5.02%	6.67%	2.07%	8.53%	21.64%	4.31%	2.97%	24.57%	5.59%
2022-03	4.78%	2.43%	1.22%	0.85%	1.45%	1.47%	52.19%	13.24%	8.73%	25.77%	11.45%
2022-04	5.22%	1.19%	1.23%	5.93%	1.44%	2.08%	12.25%	11.71%	8.41%	44.53%	11.52%
2022-05	9.42%	9.32%	10.97%	7.89%	2.21%	10.53%	21.59%	15.03%	12.25%	41.67%	13.41%

数据来源：京东旗舰店、开源证券研究所

随着供给端各品牌商推新卖贵，需求端疫情影响下高收入人群对厨房小家电关注度提升，中高端市场迎来结构性增长。从厨房小电行业整体来看，2022M5 中端、中高端以及高端价格带贡献主要增长，增速分别达 57%、30%、28%，而中低端市场增长相对乏力，我们认为主要系其定位客群消费需求在疫情影响之下受到较大程度抑制所致。细分品类来看，电饭煲、电烤箱、电水壶、微波炉、电炖锅等品类中高端产品增速高于中低端产品，反映行业逐步由价格竞争转向价值竞争，利好品牌、产品竞争力强劲的龙头企业发展。

图13：中高价格带成为行业增长主要驱动力，行业由价格竞争转向价值竞争

	厨房小电整体	电饭煲	电烤箱	电水壶	养生壶	空气炸锅	咖啡机	电磁炉	微波炉	电炖锅	电饼铛
低端价格带	-2%	17%	-45%	-48%	32%	59%	-90%	3%	-27%	-61%	34%
中低价格带	4%	-4%	-32%	9%	2%	201%	6%	-20%	16%	3%	88%
中间价格带	57%	50%	-16%	8%	33%	359%	-11%	39%	6%	-1%	18%
中高价格带	30%	31%	55%	22%	-26%	490%	9%	12%	28%	48%	69%
高端价格带	28%	62%	219%	25%	-32%	113%	20%	55%	50%	40%	126%
整体增长	23%	22%	-6%	9%	6%	276%	6%	10%	0%	10%	24%

	面包机	电压力锅	电烧烤炉	绞肉机	多功能锅	豆浆机	酸奶机	煮蛋器	电热饭盒	电陶炉	打蛋器
低端价格带	11%	-47%	12%	32%	-15%	-77%	51%	11%	146%	16%	232%
中低价格带	-8%	-71%	129%	-2%	57%	79%	-40%	37%	-33%	-51%	148%
中间价格带	-82%	-23%	50%	29%	69%	20%	-24%	-22%	-2%	48%	141%
中高价格带	181%	21%	106%	15%	56%	-33%	98%	-3%	54%	139%	190%
高端价格带	398%	-22%	161%	186%	206%	176%	110%	23%	16%	-12%	53%
整体增长	33%	-30%	83%	23%	65%	16%	18%	-6%	9%	27%	144%

数据来源：京东旗舰店、开源证券研究所

行业逐渐走向价值竞争，各家企业也在积极发力产品、渠道、品牌营销端以获取更多流量，并通过结构化升级提升盈利能力：

(1) 产品端，2022 年以来厨房小家电品牌纷纷开启产品更新迭代。例如苏泊尔推出新一代炒菜机器人；九阳围绕“太空科技”概念推出多款空气炸锅、榨汁机以及净水器新品，并推出新一代全自动茶吧机；小熊巩固厨房小家电的同时进一步深化母婴电器品类布局；摩飞成功打造便携果汁杯爆款产品并创新推出双胆多功能电饭煲；东菱则围绕电动力类推出新款咖啡机以及佐料机。从终端动销 SKU 数量也可以发现，2021 年下半年以来各大品牌商终端 SKU 数量增长明显，或主要系加大终端产品推广力度所致。

表1：2022 年以来各大品牌商持续推新，主打智能、多功能、新材料等卖点

苏泊尔						
产品名	球釜电饭煲 FC665	小 C 自动炒菜机器人	茶吧机 CBJ22	多功能蒸炖锅	破壁机 SP532S	即热式饮水机 25T
产品图						
核心卖点	电饭煲 5.0 时代降低蒸煮时长+风冷防溢技术提高米饭饱满度+16 钟菜单烹饪功能+蓝钻内胆不粘锅	多功能烹饪+支持上蒸下炒+引导做菜+自动称重+空气炸功能+华为鸿蒙连接	钢化玻璃面板易清洁+双壶双出水口+智能遥控操作+支持 5 段温度调控+大容量储物柜	支持上蒸下炖+2100W 猛火速蒸+10L 大容量+NFC 云食谱+智能保温及预约功能	冷热双打+免滤+12h 预约+蒸汽清洗	一秒速热+八档控温支持多种饮品冲泡+3 档水量调节
售价	359	4599	1049	799	529	399
九阳						
产品名	低糖电饭煲 40FY33	全自动茶吧机 JCM85	太空系列空气炸锅 VF736	豆福发不用手洗破壁豆浆机 K530	太空系列榨汁机	太空系列热净净
产品图						
核心卖点	三步低糖程序还原糖含量降低 41%+原釜内胆+860W 大火力	全自动懒人模式可自动补水并烧水保温+智能水位识别+极简美学契合家居装修风格+5 档温度调控+内置电子冰胆实现冷饮自由	太空科技立体热风循环加热技术避免反复开盖翻面+可视窗口+氧化锌抗菌技术+蒸汽嫩炸+9 叶螺旋扇叶提	自制豆饮（专属豆花功能）+不用手洗+NFC 智能食谱	全息触控彩屏+氧化锌抗菌技术+一键高温清洗+热烘除菌+7 重降噪技术	微智能芯片一秒出热水+7 档温度体哦呵空+航天抑菌科技+智能触控龙头
售价	299	999	609	1299	749	3999
小熊						
产品名	无烟电烧烤炉	可视大容量空气炸	全自动智能速蒸蒸锅	便携即热式饮水机	台式饮水机	多功能电压力锅

锅

产品图



核心卖点

2000W 速烤+分离式烤网易拆卸+双区烧烤+五级旋钮+可拆接油盘

5.5 英寸大视窗+微电脑智能触控+不沾易洁炸篮+NTC 精准控温+5L 大容量设计

上蒸下炖+10 秒出蒸汽+10L 大容量+5 大炖养菜单+1500w 大功率+12h 预约

3 秒速热+7 档温度调控+便携易收纳+适用瓶装水桶装水+智能童锁设计

11 段温度调控+双模式煮水+5L 大容量+一键除氯+可视化水尺

多功能烹饪+5 层厚质内胆+1300W 大功率+一锅双盖+4L 大容量+5 大预设菜单+24h 预约

售价

169

349

399

499

349

369

摩飞

东菱

产品名

胖吨吨便携运动果汁杯

多功能电饭煲 MR8500

即热式茶饮机 MR6089

研磨一体咖啡机 DL5700

分离式果蔬净化器

百味佐料机

产品图片



核心卖点

一杯双盖支持榨果汁+40 秒鲜榨+1L 大容量+Tritan 材质+10 杯续航+适用多重充电方式

电饭煲/和面内胆+系统自动识别内胆+3L 大容量+智能醒面/和面机

泡茶饮水二合一+三秒速热+4 档温度调控+透明茶仓+自主倒茶

研磨一体+PID 智能控温+15 档触控研磨+可拆豆仓

分离双仓+无线设计+荤素双仓+感应充电

无线便携+套娃式一体收纳+绞肉/佐料双刀配置

售价

269

-

799

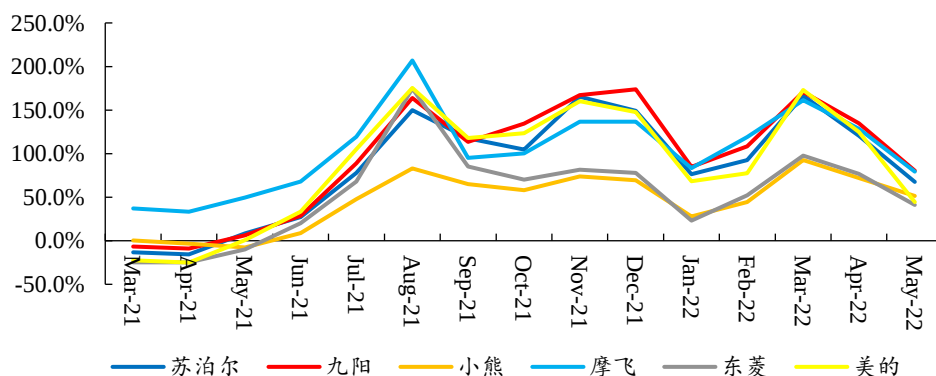
3999

549

299

资料来源：各品牌京东旗舰店、开源证券研究所

图14：2021 年下半年以来各品牌商终端动销 SKU 数量提升明显

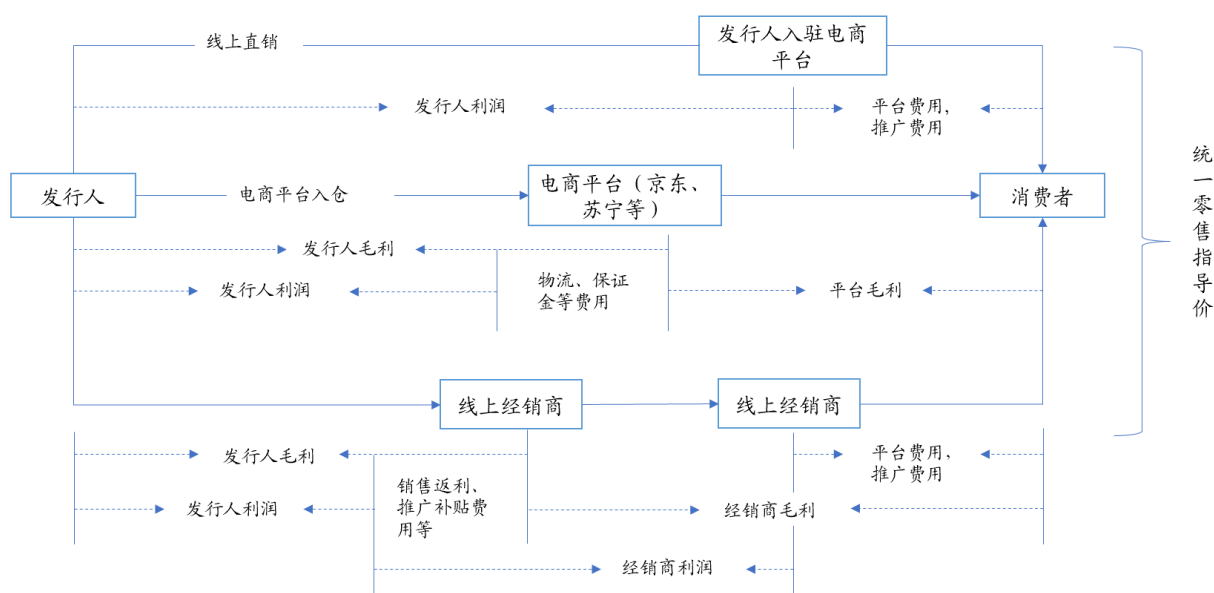


数据来源：各品牌京东旗舰店、开源证券研究所

(2) 品牌营销端，以小熊为代表的品牌商持续推进品牌升级。2022 年小熊进行了新一轮品牌策略转型，品牌理念由“萌家电”转向“年轻人喜欢的小家电”，面向更广阔、消费力更强的年轻群体，同时对产品创新、外观设计和功能性提出更高要求，品牌延展性或得到逐步体现。

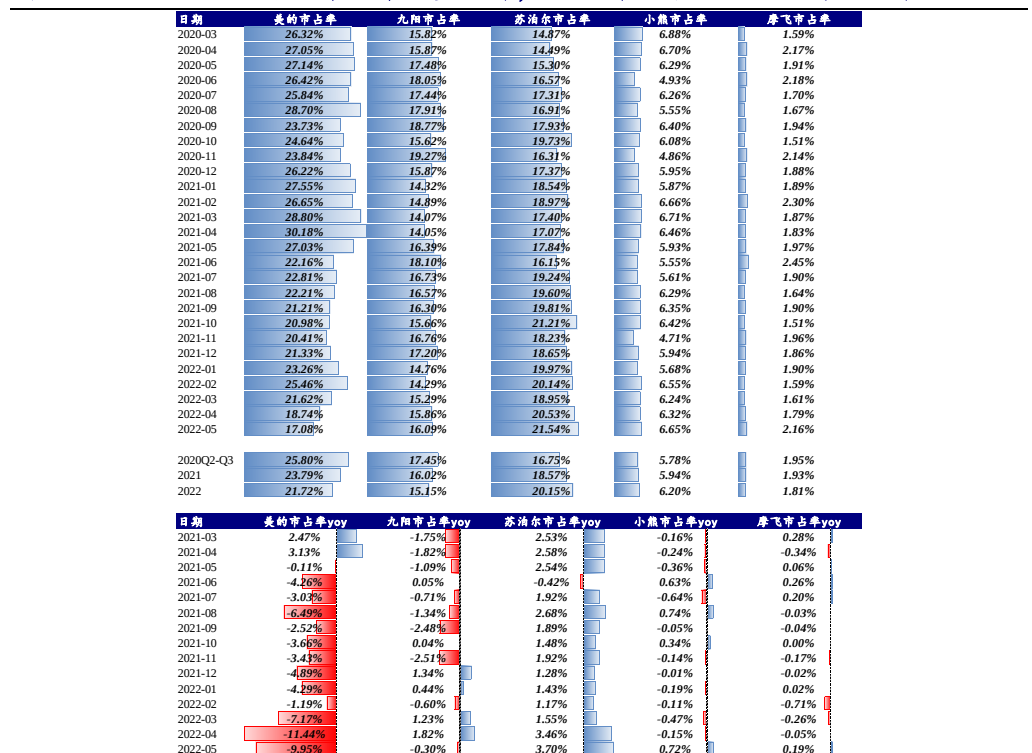
(3) 渠道端，以九阳、苏泊尔、小熊为代表的品牌商积极推进渠道改革以提高渠道效率。2020 年苏泊尔率先推动 DTC 渠道改革，先后收回了天猫、京东 POP 官方旗舰店，2021 年 7 月收回了炊具官方旗舰店，预计后续会继续提高直营化占比。2020 年小熊对天猫平台经销体系进行调整，天猫官旗直营化后提升了整体运营效率。2021Q4 九阳将以往经销商出货考核改为零售动销考核，同时提出一盘货模式，能够减少经销商仓储物流费用、减少资金占款，更有助于经销商进行市场推广来抢占份额。一盘货、DTC 改革、零售动销考核均有助于公司更好管理库存，观察终端动销情况，减少去库存带来的资源浪费。

图15：经销转直营，释放渠道利润支撑盈利提升

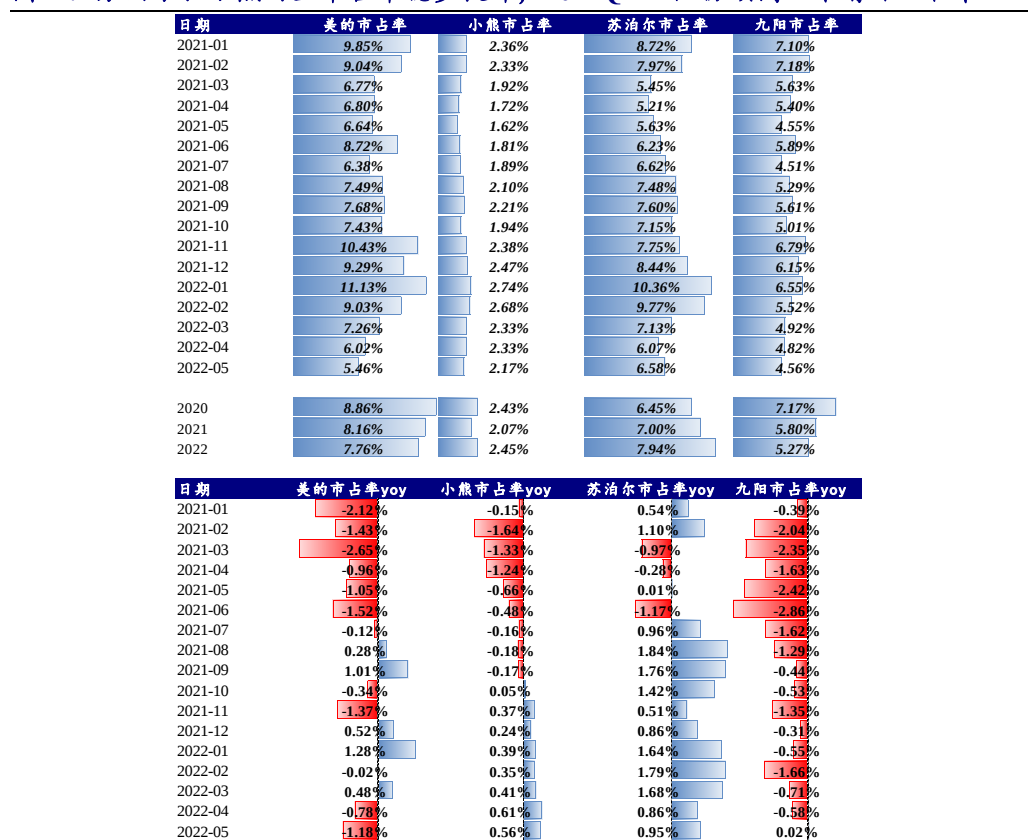


资料来源：开源证券研究所

传统电商渠道改革释放渠道效率，价值竞争环境下龙头品牌市场份额趋势性提升。正如前文所述，旗舰店收回直营后提价动作会更加统一，一盘货模式下节省的仓储物流费用能够用于市场推广，零售动销考核能够减少出货考核下去库存带来的资源浪费。从各品牌京东和阿里市场份额变化趋势中可以看出，2020 年小熊、苏泊尔渠道体系调整以来，京东和阿里渠道市场份额稳步提升，其中 2021 年下半年以来份额提升较为明显。九阳 2021 年年底渠道改革以来京东份额同比提升，阿里份额下降幅度环比收窄。

图16: 小熊、苏泊尔京东市占率稳步提升, 2022 年以来九阳份额同比提升


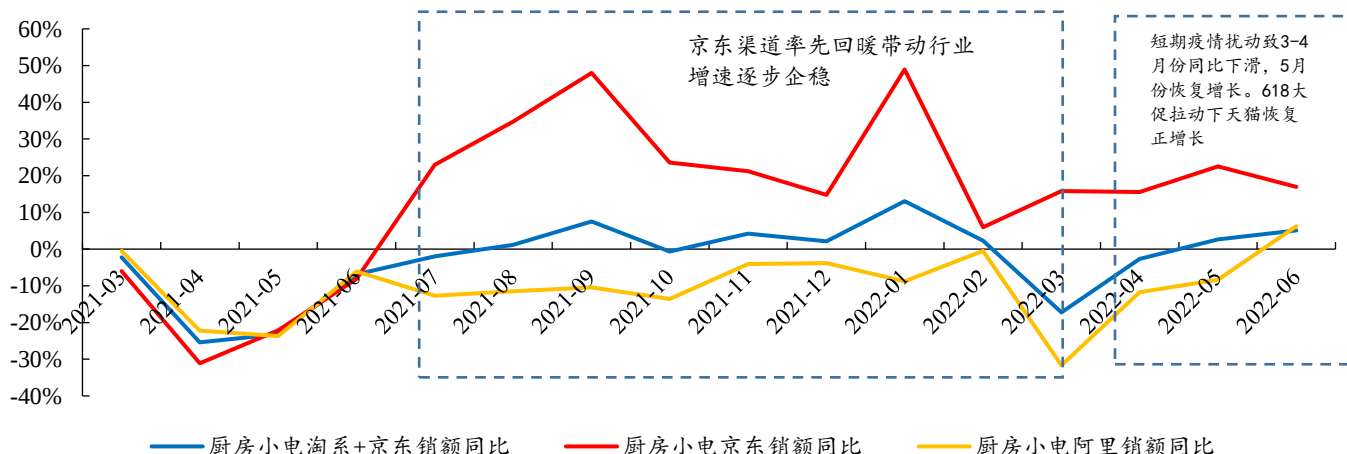
数据来源: 京东旗舰店、开源证券研究所

图17: 苏泊尔、小熊阿里市占率稳步提升, 2022Q1 九阳份额同比下滑环比收窄


数据来源: 魔镜数据、开源证券研究所

京东厨房小电行业增长稳健，需求透支效应减弱叠加进入低基数，5月份阿里厨房小电下滑幅度收窄，618大促拉动阿里恢复正增长。正如前面所述，2021年渠道分流下京东保持较好增长态势，虽然阿里渠道厨房小电下滑较大，但整体来看厨房小电行业增长逐步企稳，2022年1月、2月阿里+京东厨房小电销额同比分别+13%、+2%。3-4月份受深圳、上海疫情影响，阿里厨房小电下滑明显，随着疫情逐步趋缓阿里渠道下滑幅度收窄，带动5月份整体销额增长回正，同比+3%。随着供给端各品牌商持续推新，618大促期间阿里渠道厨房小家电行业规模同比+6.25%，需求有所恢复。

图18：短期疫情扰动致2022M3-M4同比下滑，2022M5恢复正增长，618拉动天猫6月份实现正增长

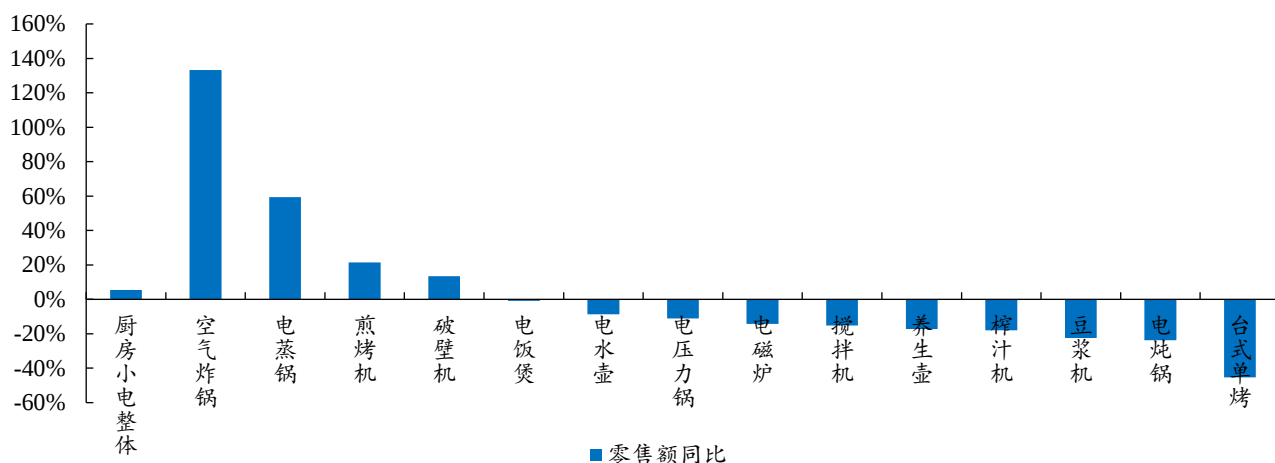


数据来源：魔镜数据、京东旗舰店、开源证券研究所

618释放弱复苏信号，行业增长结构性分化明显，多功能以及改善生活品质的单品取得较好增长。奥维云数据显示，2022年618期间传统渠道厨房小家电线上零售额规模同比+5.4%，行业整体呈现弱复苏态势。分品类来看，空气炸锅成为增长主力，零售额同比+133.3%，电蒸锅、煎烤机、破壁机零售额分别同比+59.3%/+21.4%/+13.4%。分渠道来看，京东整体增长稳健，阿里整体回归正增长：（1）天猫数据显示，2022年618期间厨房小电整体零售额同比+1.63%。其中空气炸锅、咖啡机、果蔬净化清洗机、电蒸锅和多功能锅实现较高正增长。相反传统大单品以及食物料理机等表现相对疲软。（2）京东数据显示，2022年618期间厨房小电整体零售额同比+8.23%，增长稳健。其中空气炸锅、多功能锅、电烧烤炉、电烤箱和咖啡机取得较好增长。

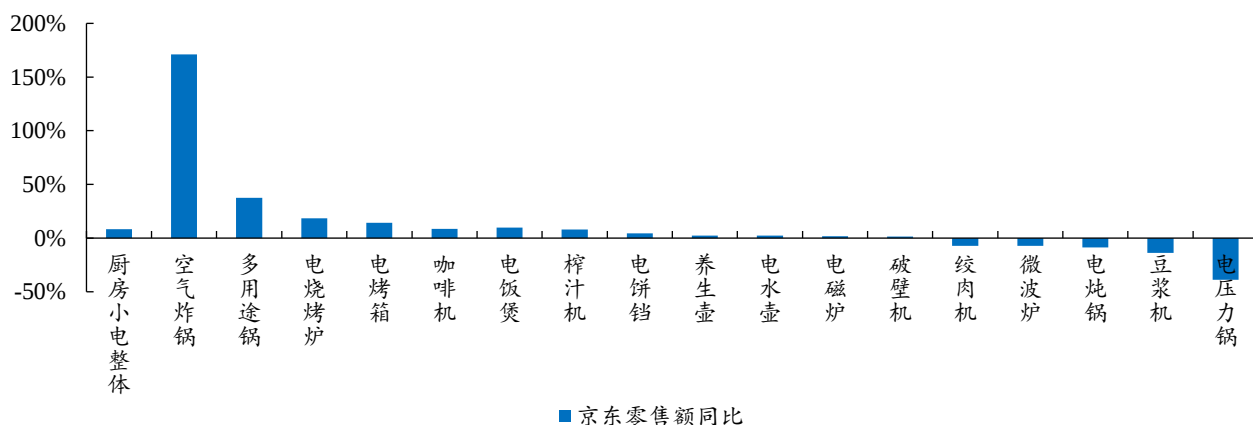
展望后续，短期疫情多发刺激厨房小家电需求释放的逻辑仍存，随着各品牌商发力营销和产品创新，预计厨房小电销售或有望逐步回归常态化增长。

图19：2022年618期间厨房小电整体零售额同比+5.4%，空气炸锅、电蒸锅、煎烤机等为增长主要驱动力



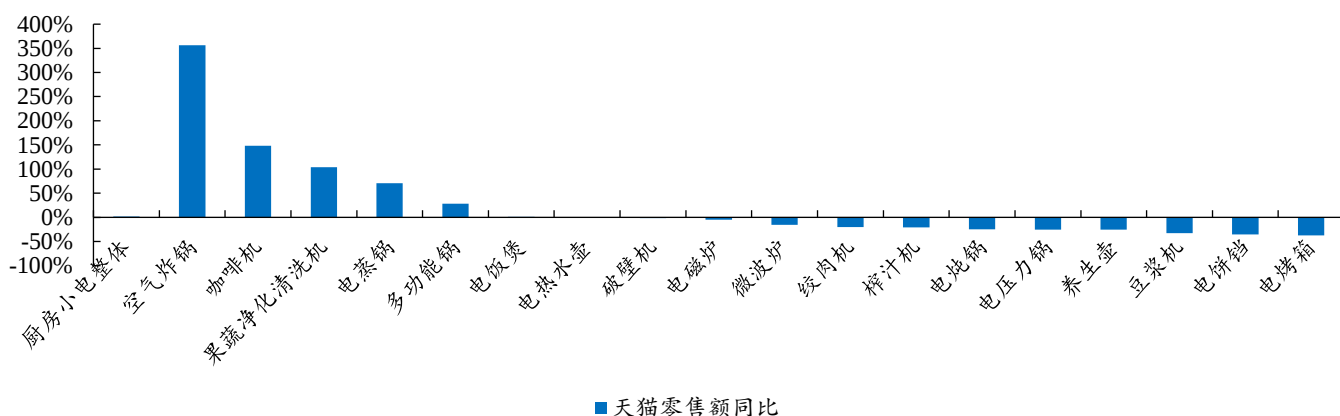
数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图20：2022年618期间京东厨房小电整体零售额同比+8.23%，空气炸锅、多功能锅、电烧烤炉等为增长主要动力



数据来源：京东旗舰店、开源证券研究所

图21：2022年618期间天猫厨房小家电整体零售额同比+1.63%，空气炸锅、咖啡机、电蒸锅等为增长主要动力



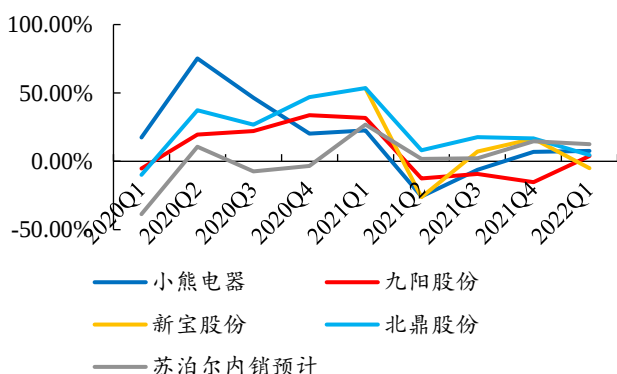
数据来源：魔镜数据、开源证券研究所

1.3、展望未来：短期看业绩修复，中期看渠道红利+新老品类交替

1.3.1、原材料企稳回落，短期业绩修复确定性较强

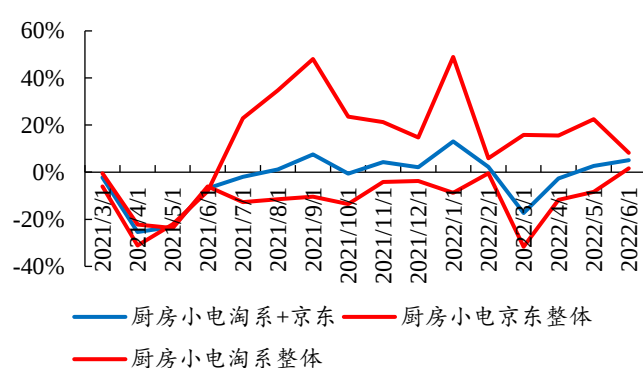
收入端，2022Q2 行业各公司陆续进入低基数，叠加 618 期间行业整体呈复苏趋势，预计 2022Q2 收入增长存韧性。受需求透支以及同期高基数影响，2021Q2 起各公司营收增速放缓明显。此外，从线上阿里和京东数据来看，随着疫情趋于缓和，延后性需求得以释放，4 月份以来厨房小家电行业线上销售逐步回暖，4/5 月份阿里+京东销售额同比分别+2.62%/+5.09%。

图22：2021Q2 各企业增速放缓或下滑，2022Q2 进入低基数



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

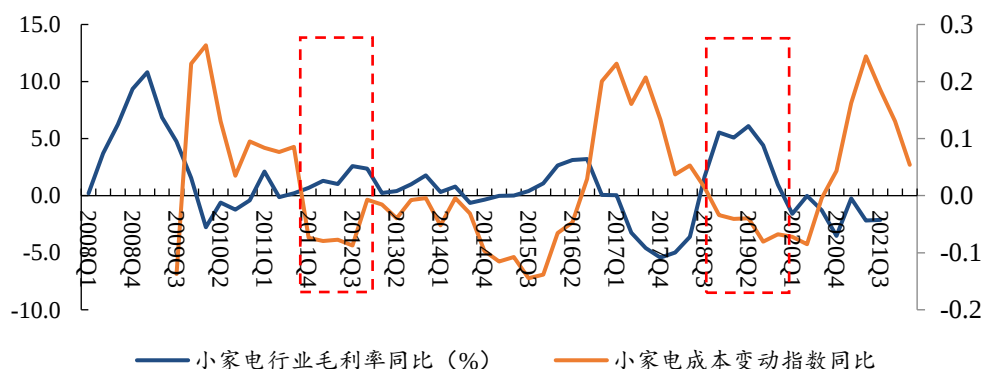
图23：随着疫情趋缓，延后性需求释放带动厨小电线上销售逐步回暖



数据来源：魔镜数据、开源证券研究所（注：6 月份数据以 618 数据代替）

业绩端，随着竞争格局优化，价值竞争带动行业均价上行，叠加原材料价格回落，预计 2022Q2 起业绩将边际修复。根据小家电成本结构构造成本变动指数，行业角度上看，2009Q4-2011Q3 以及 2016Q4-2017Q3 成本上涨期间毛利率呈同比下滑趋势，随着原材料价格同比回落，2011Q4-2012Q4 以及 2018Q4-2019Q3 行业毛利率修复明显。行业个股上看，2021 年原材料上涨致小熊电器、新宝股份单位原材料成本同比分别+10.48%、18.23%，其中小熊电器在产品结构升级带动下毛利率较为稳定，新宝股份外销提价相对延迟，整体毛利率受成本影响承压明显。

图24：随着原材料价格企稳回落，过往两轮成本回落行业毛利率修复明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

表2：2021 年小熊电器、新宝股份受原材料涨价影响较大

	2020	2021	yoy
小熊电器			
毛利率	32.94%	33.36%	0.42pct
产品均价	81.1	92.6	14.17%
单位外协加工+外协生产+原材料成本	48.91	54.04	10.48%
单位人工成本	3.1	4.0	31.57%
单位制造费用	2.4	3.6	50.87%
新宝股份			
毛利率	23.06%	17.26%	-5.80pct
产品均价	95.6	101.2	5.94%
单位原材料成本	55.0	65.0	18.23%
单位人工成本	10.2	9.8	-4.17%
单位制造费用	6.5	6.8	4.68%
单位其他费用	1.9	2.2	18.10%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

测算 2022Q2 原材料价格回落对行业毛利率的弹性，中性预期涨价幅度 3% 的情况下毛利率同比+1.33pct。根据小家电原材料成本结构测算 2022Q2 小家电行业综合原材料成本同比约+0.86%，较 2022Q1 增幅继续环比收窄。通过敏感性分析，中性预期涨价幅度 3% 的情况下小家电行业毛利率提升约 1.33pct。个股层面，2021 年新宝股份和小熊电器毛利率受原材料上涨影响较大，随着原材料成本压力缓解，预计业绩修复空间较大。此外，以出口代工为主的新宝股份还将受益于人民币贬值，短期业绩弹性空间较大。

表3：中性预期价格上涨 3%，综合原材料成本上涨 1% 的情况下小家电行业毛利率提升 1.33pct

小家电行业		2022Q2 涨价幅度				毛利率相较于 2021Q2 同比变动			
		0.00%	1.00%	3.00%	5.00%	0.00%	1.00%	3.00%	5.00%
综合原材料成本同比涨跌幅	-0.50%	31.77%	32.45%	33.76%	35.02%	0.34%	1.02%	2.33%	3.59%
	0.00%	31.43%	32.11%	33.43%	34.70%	0.00%	0.68%	2.00%	3.27%
	0.50%	31.09%	31.77%	33.10%	34.37%	-0.34%	0.34%	1.66%	2.94%
	1.00%	30.75%	31.43%	32.76%	34.04%	-0.69%	0.00%	1.33%	2.61%
	1.50%	30.40%	31.09%	32.43%	33.72%	-1.03%	-0.34%	1.00%	2.29%
	2.00%	30.06%	30.75%	32.10%	33.39%	-1.37%	-0.68%	0.67%	1.96%
	2.50%	29.72%	30.41%	31.76%	33.06%	-1.71%	-1.02%	0.33%	1.63%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表4：中性预期均价提升 5%，原材料成本同比+0%，小熊电器 2022 年毛利率同比+2.2pct

小熊电器 2022 年毛利率同比变动		2022 年原材料成本同比变动						
		-3.00%	-1.00%	0.00%	2.00%	4.00%	6.00%	8.00%
2022 年均价变动	-3.00%	-1.31%	-2.52%	-3.12%	-4.32%	-5.52%	-6.73%	-7.93%
	-1.00%	0.06%	-1.12%	-1.71%	-2.89%	-4.07%	-5.25%	-6.42%
	0.00%	0.73%	-0.44%	-1.02%	-2.19%	-3.36%	-4.53%	-5.69%
	1.00%	1.38%	0.22%	-0.35%	-1.51%	-2.67%	-3.82%	-4.98%
	3.00%	2.65%	1.51%	0.95%	-0.19%	-1.32%	-2.45%	-3.59%
	5.00%	3.87%	2.75%	2.20%	1.09%	-0.03%	-1.14%	-2.25%
	7.00%	5.04%	3.95%	3.40%	2.31%	1.22%	0.13%	-0.96%
	9.00%	6.17%	5.10%	4.56%	3.49%	2.42%	1.35%	0.28%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表5：中性预期均价提升 3%，原材料成本同比-1%，新宝股份 2022 年毛利率同比+2.73pct

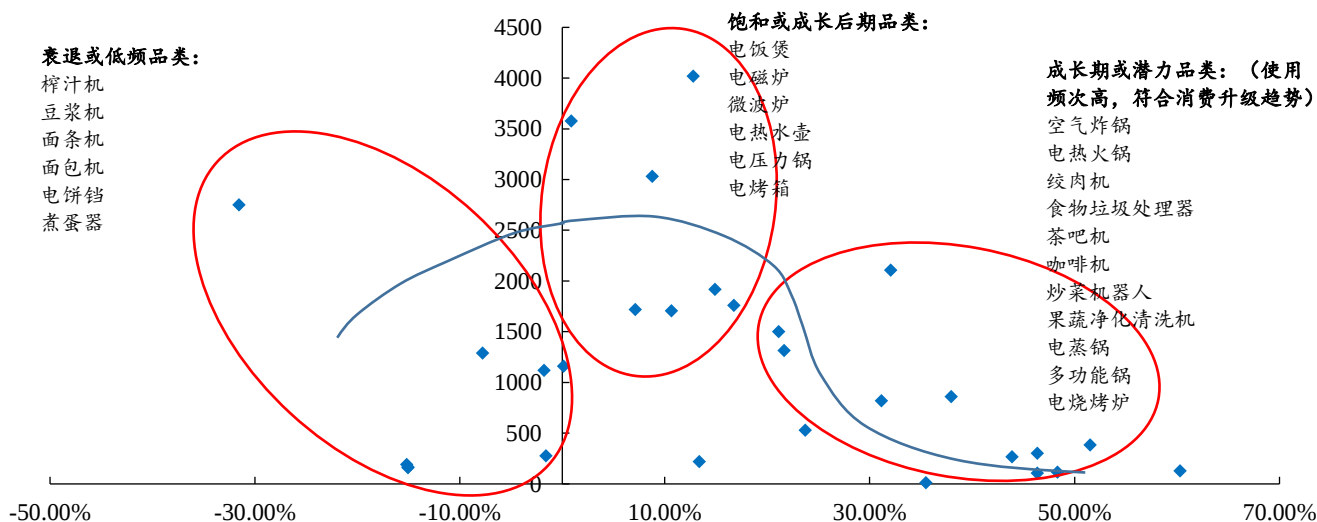
新宝股份 2022 年毛利率同比变动		2022 年原材料成本同比变动						
		-3.00%	-1.00%	0.00%	2.00%	4.00%	6.00%	8.00%
2022 年均价变动	-3.00%	-0.90%	-2.22%	-2.89%	-4.21%	-5.53%	-6.86%	-8.18%
	-1.00%	0.79%	-0.51%	-1.16%	-2.45%	-3.75%	-5.05%	-6.34%
	0.00%	1.61%	0.33%	-0.32%	-1.60%	-2.88%	-4.17%	-5.45%
	1.00%	2.41%	1.14%	0.51%	-0.77%	-2.04%	-3.31%	-4.58%
	3.00%	3.97%	2.73%	2.10%	0.86%	-0.39%	-1.64%	-2.88%
	5.00%	5.47%	4.25%	3.64%	2.42%	1.19%	-0.03%	-1.25%
	7.00%	6.92%	5.72%	5.12%	3.92%	2.72%	1.52%	0.32%
	9.00%	8.31%	7.13%	6.54%	5.36%	4.19%	3.01%	1.83%

数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3.2、中长期把握行业细分品类周期红利+渠道红利

小家电行业技术壁垒相对低，品类繁杂，中长期成长关键在于保持持续创新能力，提高市场洞察力从而把握细分品类发展红利。对于各企业而言，一方面需要把握厨房小家电细分品类发展红利，当前时点来看使用频次高、符合消费升级趋势品类具备较好发展潜力。面对需求快速转变的市场，抓住细分品类发展红利一定程度上能够对冲来自其他品类需求的下降，保持经营质量的稳定。从当前细分市场表现来看，空气炸锅、咖啡机、茶吧机、果蔬净化清洁机、餐具消毒剂等使用频次较高，符合消费升级趋势的品类正逐步崭露头角，具备一定成长潜力。另一方面积极尝试向生活小家电、母婴小家电等其他领域拓展。因此，以苏泊尔、小熊电器、九阳股份为代表的小家电品牌积极推动线上渠道直营化，并向生活电器等领域拓展。

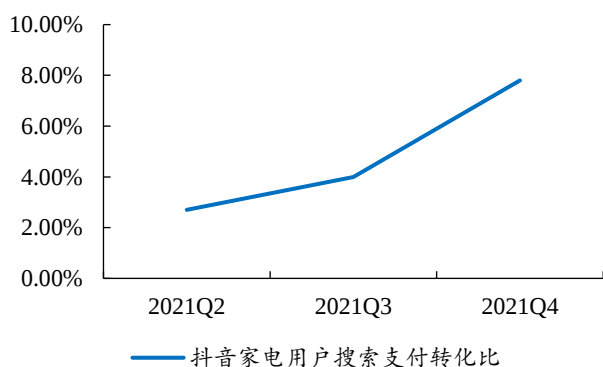
图25：面对需求快速转变的厨房小家电行业，关键在于保持持续创新力，提高市场洞察力从而把握细分品类发展红利



数据来源：魔镜数据、开源证券研究所（横轴代表2019-2021年规模复合增速，纵轴代表2019年市场规模）

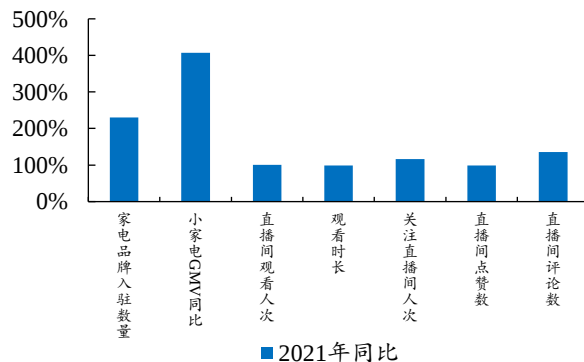
渠道分流背景下，抖音为品牌成长提供新的阵地，正逐渐成为家电品牌布局重点。2021年起家电品牌在抖音平台布局更加频繁，家电品牌入驻数量同比增长230%，小家电/大家电GMV同比分别+407%/+847%。同时，随着流量的积累，转化效率也在提升，2021年抖音带货家电产品的直播间在观看人次、观看时长等指标均有明显增长，从转化效率来看，家电用户搜索支付转化比由2021Q2的2.7%上升至2021Q4的7.8%。品牌维度上看，各品牌抖音渠道占比稳步提升，2022M4-M5苏泊尔/九阳/小熊/摩飞抖音渠道GMV占比分别提升至6%、4%、2%、21%。

图26：随着流量积累，抖音平台家电行业转化效率提升



数据来源：巨量算数、开源证券研究所

图27：2021年抖音平台家电行业流量增长明显



数据来源：巨量算数、开源证券研究所

表6：苏泊尔等小家电品牌京东渠道和抖音渠道销售占比稳步提升

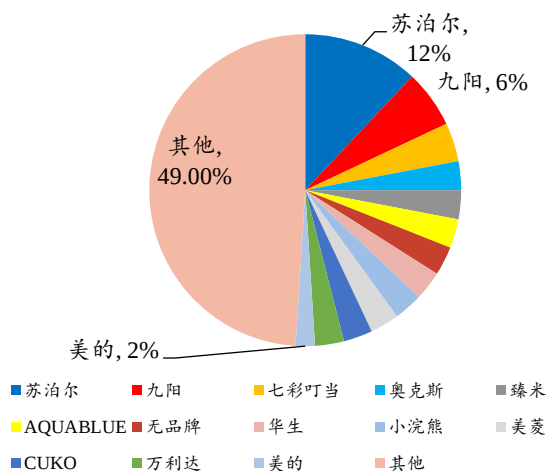
	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022M4-M5
京东整体	40%	40%	40%	45%	44%
淘系整体	54%	52%	52%	45%	45%
苏泊尔各渠道占比					
抖音整体	2%	5%	4%	5%	6%
拼多多整体	5%	4%	4%	6%	5%

九阳各渠道占比	京东整体	40%	43%	43%	48%	45%
	淘系整体	55%	48%	48%	40%	43%
	抖音整体	1%	3%	4%	4%	4%
	拼多多整体	5%	6%	6%	8%	8%
小熊各渠道占比	京东整体	44%	44%	42%	49%	44%
	淘系整体	53%	51%	52%	43%	48%
	抖音整体	0%	2%	3%	2%	2%
	拼多多整体	3%	2%	2%	6%	6%
摩飞各渠道占比	京东整体	29%	31%	29%	41%	38%
	淘系整体	70%	64%	63%	49%	41%
	抖音整体	1%	6%	8%	10%	21%

数据来源：魔镜数据、开源证券研究所

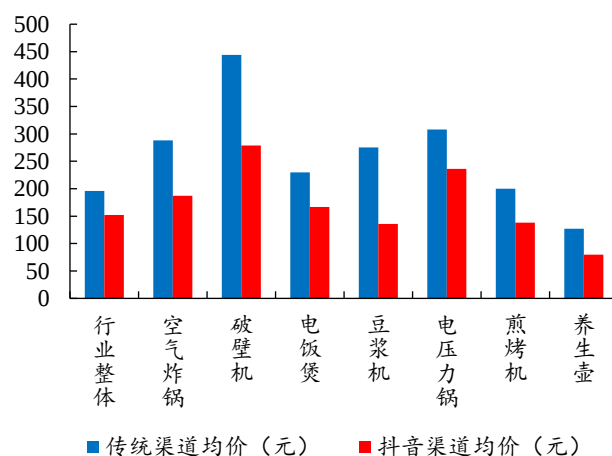
当前抖音渠道仍面临着利润低，投入产出比不高等问题。从行业竞争格局上看，目前抖音厨房小家电市场集中度较低，2022 年 1-4 月苏泊尔、九阳市场份额分别为 12%、6%，传统渠道龙头美的份额 2%，相较于传统电商渠道，头部品牌在抖音渠道市场份额成长空间较大。从产品角度上看，归因于渠道特点，当前抖音平台产品价格较传统电商渠道更低，奥维云数据显示，抖音渠道厨房小家电产品均价 152 元，低于传统渠道的 196 亿元，各个品类产品均价也低于传统电商渠道。

图28：相较于传统渠道，当前抖音平台格局较为分散



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

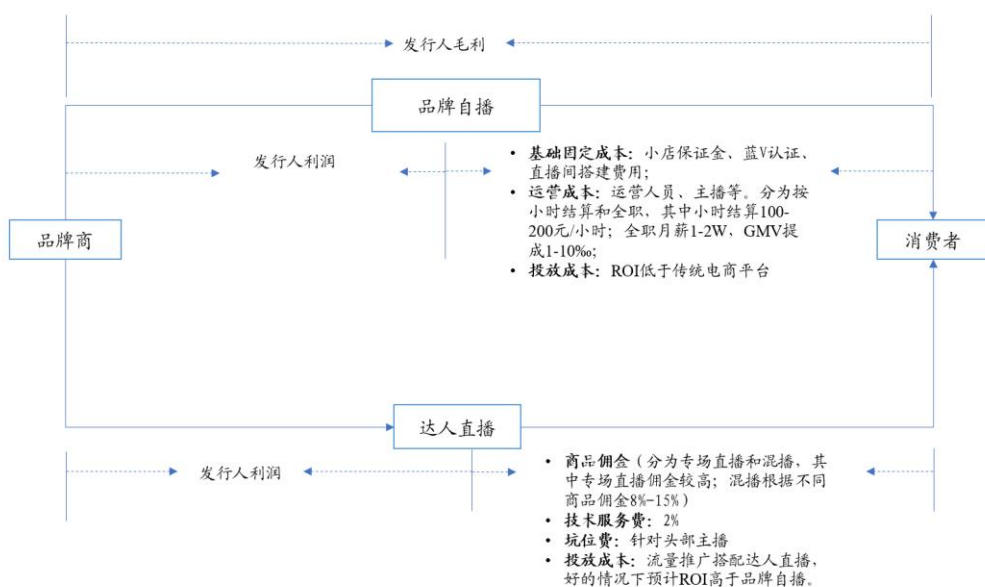
图29：抖音平台各厨房小家电品类均价较传统渠道低



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

抖音平台销售主要分为达人直播和品牌自播，其中达人直播佣金率较高，品牌自播整体 ROI 水平较低且存在日常固定运营成本。从直播成本结构来看，品牌自播包括前期开店固定成本、人员固定费用、投放费用；达人直播带货包括商品佣金、精选联盟技术服务费、坑位费（针对头部达人，中腰部达人坑位费相对较低）、投放费用（流量推广搭配合适的达人直播，好的情况下预计 ROI 高于品牌自播）。考虑到达人直播佣金率较高并且部分达人存在较高坑位费，若整体 ROI 表现不佳，预计利润率水平较品牌自播低。简单测算各品牌抖音渠道利润率水平，仅考虑佣金费用和广告投放费用，假设品牌自播和达人直播 ROI 水平分别为 4 和 6，预计较高毛利以及较低佣金率的品牌能够获取较好利润率水平。

图30：品牌自播成本主要来自于运营成本及投放费用，达人带货存在商品佣金成本



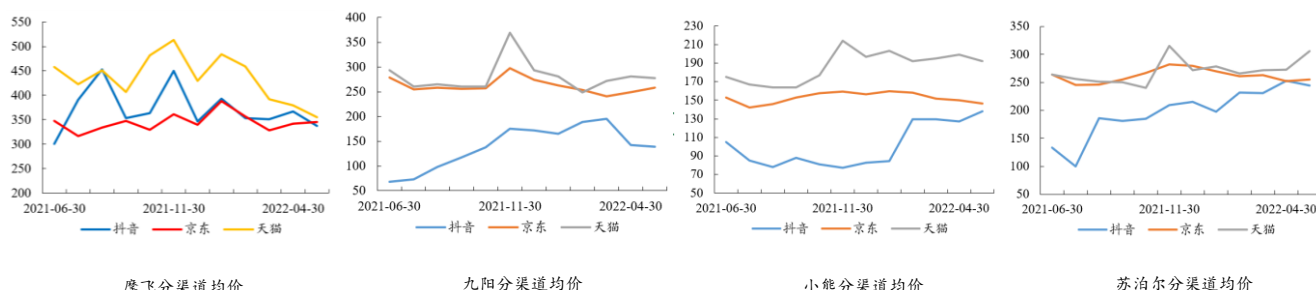
资料来源：开源证券研究所

表7：预计高毛利率以及低佣金率的品牌能够获取较好利润率水平

	品牌 1	品牌 2	品牌 3
品牌自播销售额（万元）	35620.8	4741	2841.3
达人直播销售额（万元）	12396.1	3038	1258.3
毛利率	25%	30%	28%
达人直播佣金率	10%	7%	8%
品牌自播 ROI	4	4	4
达人直播 ROI	6	6	6
整体利润率	-0.57%	5.48%	3.03%

数据来源：抖音平台、开源证券研究所

图31：各品牌抖音渠道产品均价较低，但整体呈上升趋势

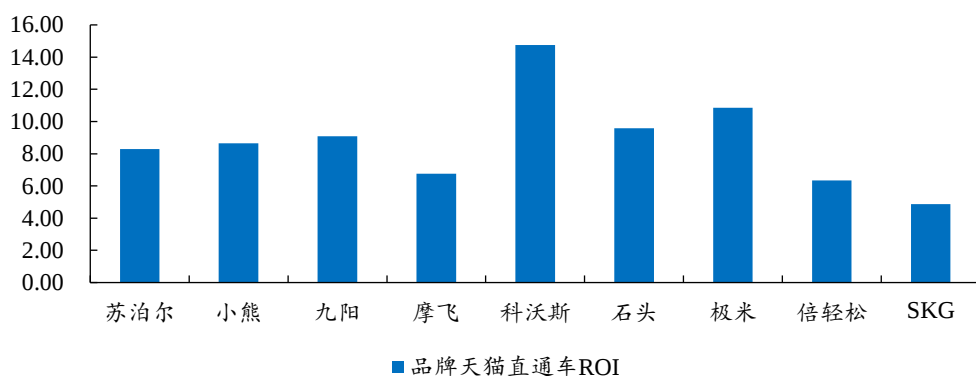


数据来源：京东旗舰店、魔镜数据、开源证券研究所

如何看抖音渠道利润率发展？（1）毛利率存在提升空间，相较于传统渠道，并且参考摩飞发展，我们认为抖音渠道仍有销售高客单价产品的基础，九阳、小熊、苏泊尔等品牌抖音渠道产品均价仍有提升空间，产品结构优化的背景下预期毛利率向好。（2）ROI 存在提升空间，仅考虑天猫直通车推广以及品牌关键词搜索支付转化

率，预计厨房小家电品牌 ROI 水平为 7-10，科沃斯、石头和极米 ROI 相对较高，当前抖音渠道数码电器 ROI 约 1: 5，相较于天猫平台仍有提升空间。以苏泊尔为例对抖音渠道建立简单盈利模型，品牌自播仅考虑投放费用，达人带货仅考虑佣金率和投放费用。测算苏泊尔带货商品整体佣金率 10.25%（仅根据精选联盟佣金率测算，因此与实际情况会有一定误差），品牌自播占比 70%左右。通过敏感性分析毛利率和 ROI 变动对利润率影响，当毛利率提升至 20%以上，或 ROI 提升至 5 以上，利润率会得到较为明显改善。值得注意的是，此处品牌自播仅考虑投放费用，若考虑日常运营及人工固定成本，在月销售额较低的情况下预计品牌自播利润率低于达人直播带货。

图32：苏泊尔、小熊、九阳等厨房小家电品牌直通车 ROI 约 7-10



数据来源：天猫旗舰店、开源证券研究所（注：仅考虑天猫直通车推广以及品牌关键词搜索支付转化率，可能会高于实际 ROI 水平）

表8：预计毛利率提升至 20-30%、ROI 提升至 5-8 后利润率会有较明显改善

抖音渠道整体利润率		品牌整体 ROI					
		3	4	5	6	7	8
品牌整体毛利率	10%	-26.41%	-18.07%	-13.07%	-9.74%	-7.36%	-5.57%
	15%	-21.41%	-13.07%	-8.07%	-4.74%	-2.36%	-0.57%
	20%	-16.41%	-8.07%	-3.07%	0.26%	2.64%	4.43%
	25%	-11.41%	-3.07%	1.93%	5.26%	7.64%	9.43%
	30%	-6.41%	1.93%	6.93%	10.26%	12.64%	14.43%

数据来源：抖音平台、开源证券研究所

随着流量的积累以及直播间支付转化效率的提升，有望摄取更多自然流量，实现良性循环，提升整体 ROI 水平。直播过程中，抖音会根据直播间用户停留时长、评论、点击率和转化率综合打分，直播效率较高的直播间将得到更多自然流量，新进入的自然流量一部分形成转化，一部分沉淀为私欲流量，有助于提升公司整体 ROI 水平。以 GPM 指标（千次观看成交金额）为例，高 GPM 或能带来更多自然流量从而形成部分成交，观察各头部品牌 GPM 趋势可以发现苏泊尔、摩飞旗舰店 GPM 稳步提升，一定程度上反映直播效率的提升。展望后续，随着各品牌在抖音平台自然流量的累计以及打法的成熟，加上产品结构调整，利润率改善空间较大。

2、推荐标的：短期关注盈利恢复弹性及确定性，长期关注品类和渠道扩张成长性

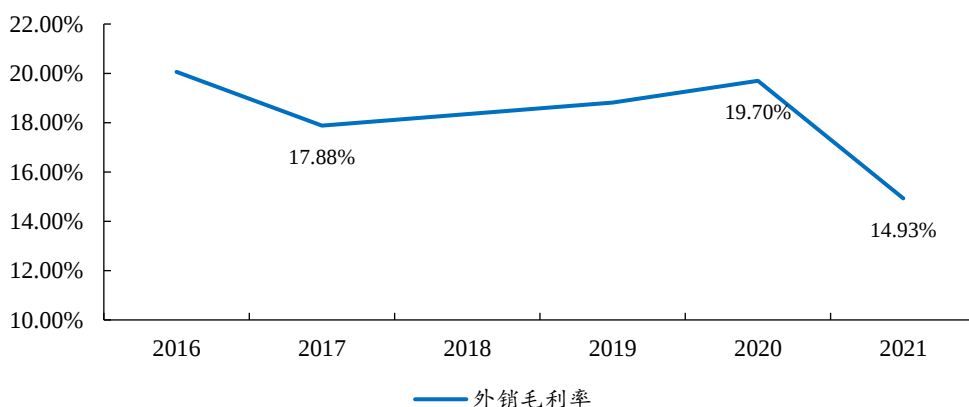
2.1、苏泊尔：渠道改革+品类扩张先行，短期盈利修复确定性较强，长期具备α成长

2.1.1、推荐逻辑一：外销重新定价+线上直营化+所得税优惠重新复评，短期盈利修复确定性较强

外销重新定价、线上直营化、所得税优惠重新复评等因素利好盈利持续提升。

(1) 外销重新定价支撑毛利恢复。公司与 SEB 关联交易一般在年初签订合同时约定毛利率水平为 18%，2021 年原材料大幅上涨的背景下，外销毛利率受损较大。2022 年年初公司与 SEB 重新签订合同，按照当期成本外销毛利率将重回 18%，考虑到原材料价格下降，预计毛利率弹性将更大。SEB 关联交易占公司外销收入 90%，定价调整相对可控，预计外销毛利率恢复确定性较高。

图33：外销毛利率稳定在 18%左右，2017 和 2021 年两次原材料上涨周期中毛利率下降至 18%以下



数据来源：苏泊尔公司公告、开源证券研究所

表9：中性预期 2022 年外销收入增长 5%，毛利率恢复至 18.2%，则外销毛利同比+28%

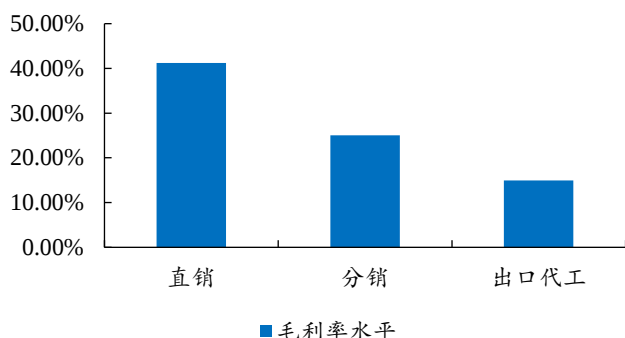
2022 年外销毛利同比		2022 年外销增速					
		0%	3%	5%	7%	10%	12%
2022 年外销毛利率	18%	20.56%	24.18%	26.59%	29.00%	32.62%	35.03%
	18.20%	21.90%	25.56%	28.00%	30.44%	34.09%	36.53%
	18.40%	23.24%	26.94%	29.40%	31.87%	35.57%	38.03%
	18.60%	24.58%	28.32%	30.81%	33.30%	37.04%	39.53%
	18.80%	25.92%	29.70%	32.22%	34.74%	38.51%	41.03%

数据来源：苏泊尔公司公告、开源证券研究所

(2) 内销直营化释放渠道利润。公司 2020 年开始线上直营化改革，先后收回天猫、京东 POP 电器官方旗舰店，2021 年炊具官方旗舰店收回直营。2021 年公司直销毛利率水平约 40%，显著高于分销和外销业务。假定直销和分销费用投放出产出比

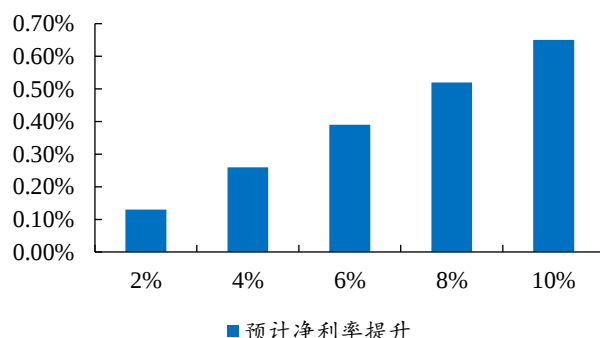
相同，不考虑各项销售返利测算渠道毛利率、利润率分别约 12.9%、6.6%。收回直营后渠道利润重新分配至公司，预计直营比例每提升 5%，将带来 0.33% 净利率的提升。2021 年公司直营收入占总营收比例约 8.5% (+6.3pct)，预计后续直营占比将继续提升。考虑到线上直营化后品牌商对终端消费需求变化感知更加灵敏，费用投放效果或高于分销模式，或将进一步释放利润空间。

图34：2021 年公司直销毛利率约 40%，显著高于分销及出口代工业务



数据来源：苏泊尔公司公告、开源证券研究所

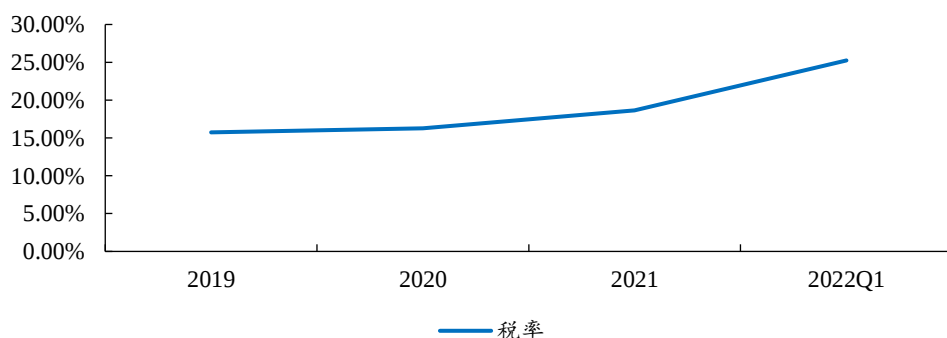
图35：预计整体直营比例每提升 2%，将带来 0.13% 净利率提升



数据来源：苏泊尔公司公告、开源证券研究所

(3) 高新技术企业重新复评，税率有望下降。2020 年底公司高新技术企业资质到期，不再享受所得税优惠背景下 2021 年及 2021Q1 税率同比分别+2.37pct、+4.15pct，所得税占营收比例同比分别+0.14pct、+0.63pct。高新技术企业每三年重新复评一次，如果后续高新技术企业重新复评认证通过，税率有望回到 16% 左右，带动利润率边际修复。

图36：2020 年底所得税优惠到期致 2021 年及 2022Q1 所得税率提升明显

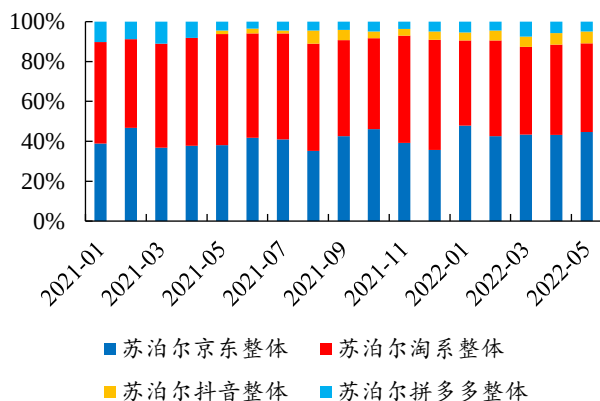


数据来源：Wind、开源证券研究所

2020 年起积极推进渠道改革，DTC 改革配合一盘货模式释放线上渠道效率，2021 年 4 月新任总经理上任带来快消品管理经验，整体线上竞争力加强。(1) 线上多元化渠道发展领先行业，抖音、京东均有较好增长。618 期间公司凭借电饭煲等品类在抖音渠道零售额份额达 10.5%。(2) 线上推行一盘货模式，将线上经销商转为代运营商，公司通过菜鸟和京东物流进行配送，帮助经销商节约的仓储物流费用能够用来市场推广抢占份额。此外不占库存的情况下经销商或更愿意推广中高端产品，利好利润率提升。线上渠道改革以来，公司传统优势产品以及长尾产品份额均有所提升，京东平台厨房小家电行业份额由 2020Q2 的 16% 提升至 2022Q1 的 20%。炊具方面，2021 年收回官方旗舰店并推行一盘货模式，阿里渠道市占率由 2021Q1 的

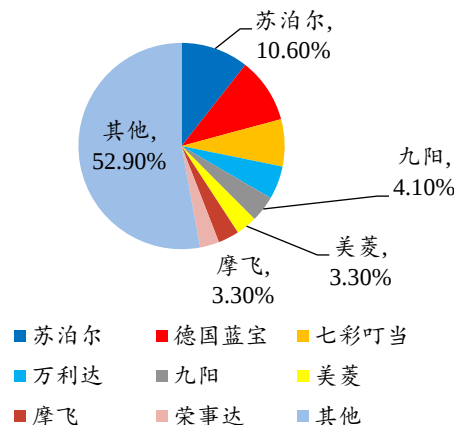
6.42%提升至 2022Q1 的 10.57%。

图37：2021 年以来抖音、京东渠道占比提升明显



数据来源：魔镜数据、开源证券研究所

图38：2022 年 618 抖音平台公司零售额份额达 10.6%



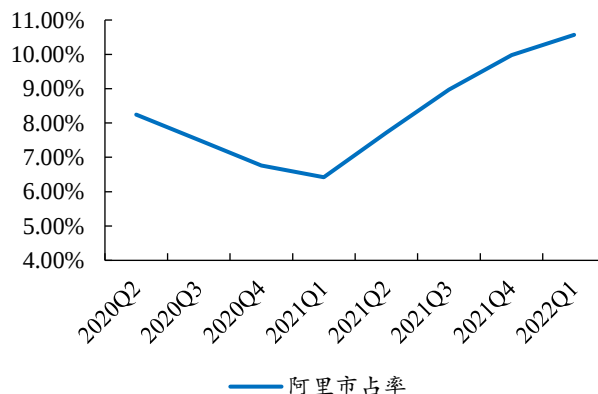
数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图39：京东渠道传统优势产品以及长尾产品份额均有所提升

	苏泊尔厨电整体	电饭煲	电压力锅	电水壶	豆浆机	破壁机	电炖锅	多功能锅
2020Q2	16%	31%	34%	15%	8%	16%	20%	14%
2020Q3	17%	33%	39%	17%	11%	14%	21%	21%
2020Q4	18%	33%	44%	16%	14%	14%	22%	23%
2021Q1	18%	30%	44%	17%	12%	14%	23%	19%
2021Q2	17%	31%	36%	15%	11%	15%	22%	16%
2021Q3	20%	35%	44%	16%	11%	12%	26%	20%
2021Q4	19%	37%	47%	13%	11%	11%	23%	22%
2022Q1	20%	36%	46%	16%	14%	14%	27%	21%
	养生壶	空气炸锅	电烤箱	电饼铛	绞肉机	电火锅	电热饭盒	电热锅
2020Q2	8%	0%	5%	30%	20%	23%	5%	0%
2020Q3	10%	4%	7%	27%	18%	24%	7%	0%
2020Q4	12%	7%	5%	26%	18%	27%	10%	0%
2021Q1	15%	14%	7%	28%	21%	28%	13%	1%
2021Q2	14%	17%	6%	30%	15%	27%	13%	1%
2021Q3	16%	20%	7%	33%	20%	30%	11%	3%
2021Q4	13%	20%	7%	35%	20%	28%	11%	4%
2022Q1	17%	20%	9%	36%	24%	31%	8%	6%

数据来源：京东旗舰店、开源证券研究所

图40：公司阿里渠道炊具市占率由 2021Q1 的 6.42% 提升至 2022Q1 的 10.57%



数据来源：魔镜数据、开源证券研究所

2.1.2、推荐逻辑二：抖音渠道步入收获期，多元化品类矩阵完善，长期成长性凸显

抖音渠道步入收获期，达到盈亏平衡点后有更多资源投入发展扩大规模，提价后利润率有望改善。2021 年公司率先发力抖音渠道，预计当前抖音占公司线上比重约 5%，并且逐步达到盈亏平衡。前文我们强调在抖音渠道 ROI 以及毛利率提升的背景下，预计抖音渠道利润率仍有较大提升空间，长期来看毛利率若提升至 30%，ROI 提升至 6，抖音渠道利润率或提升至高单位数。假设抖音以外渠道利润率保持在 8%，敏感性测算抖音渠道营收比例提升至 4-14%，利润率提升至 2-10%，则公司整体利润率变动区间为-0.68pct-0.44pct。但若抖音外渠道利润率长期呈提升趋势至 9%，预期公司整体利润率整体提升 0.88pct-2.1pct。

表10：假设抖音外其他渠道利润率提升至 9%，占比提升利好长期利润率提升

抖音渠道利润率贡献（假设抖音外渠道利润率保持 8%）		抖音渠道利润率				
		2%	4%	6%	8%	10%
抖音渠道占公司	4%	-0.08%	0.00%	0.08%	0.16%	0.24%

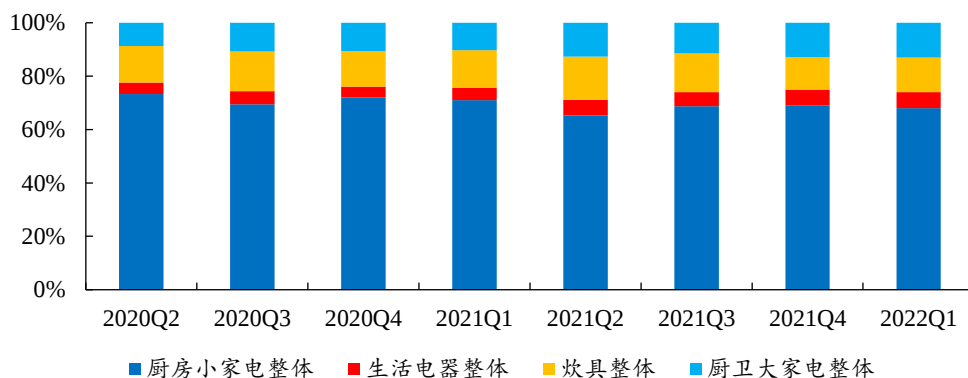
营收比例	6%	-0.20%	-0.08%	0.04%	0.16%	0.28%
	8%	-0.32%	-0.16%	0.00%	0.16%	0.32%
	10%	-0.44%	-0.24%	-0.04%	0.16%	0.36%
	12%	-0.56%	-0.32%	-0.08%	0.16%	0.40%
	14%	-0.68%	-0.40%	-0.12%	0.16%	0.44%

抖音渠道利润率贡献（假设抖音外渠道利润率长期提升至9%）		抖音渠道利润率				
		2%	4%	6%	8%	10%
抖音渠道占公司 营收比例	4%	0.88%	0.96%	1.04%	1.12%	1.20%
	6%	0.90%	1.02%	1.14%	1.26%	1.38%
	8%	0.92%	1.08%	1.24%	1.40%	1.56%
	10%	0.94%	1.14%	1.34%	1.54%	1.74%
	12%	0.96%	1.20%	1.44%	1.68%	1.92%
	14%	0.98%	1.26%	1.54%	1.82%	2.10%

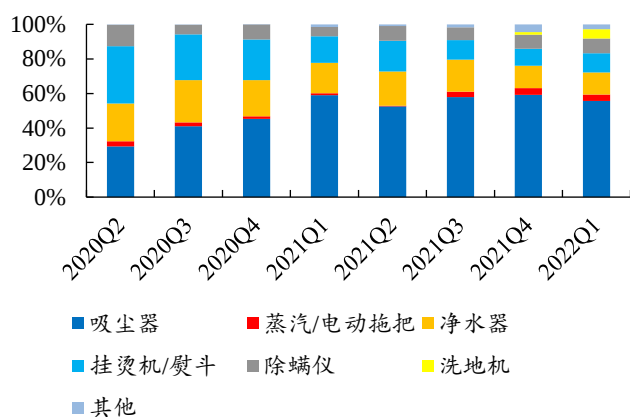
数据来源：苏泊尔公司公告、开源证券研究所

多元化品类矩阵布局完善，生活电器、厨卫大电销售占比提升。一级行业角度上看，公司在巩固厨房小家电和炊具市场地位的同时，京东渠道生活电器和厨卫大电零售额占比分别由2020Q2的4%、8%提升至2022Q1的6%、12%，整体发展更为均衡。细分品类上看，生活电器方面切入洗地机领域，厨卫大电方面切入集成灶领域，获得较好发展，2022Q1洗地机零售额占生活电器比例上升至5%，集成灶零售额占厨卫大电比例上升至12%。

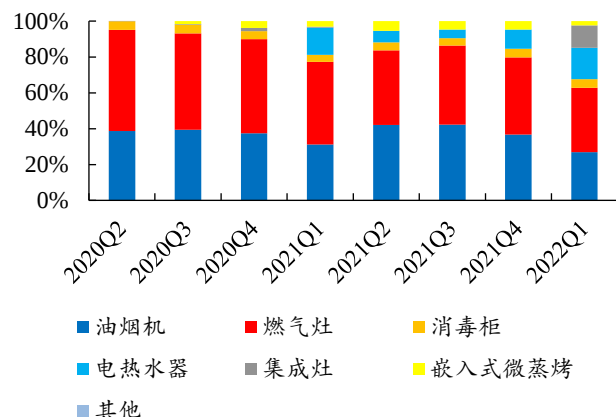
图41：生活电器、厨卫大电京东渠道零售额占比稳步提升，整体发展均衡



数据来源：京东旗舰店、开源证券研究所

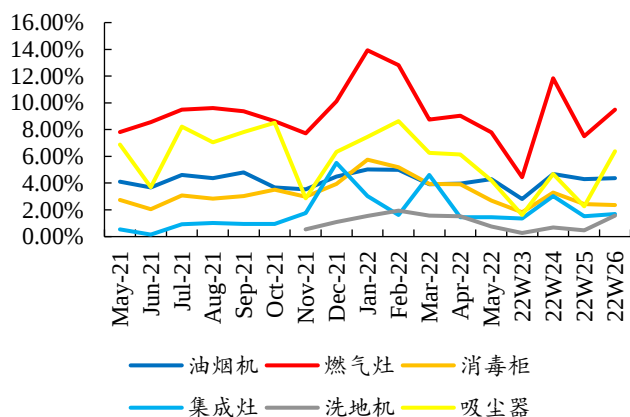
图42：2022Q1 洗地机京东渠道零售额占比提升至 5%


数据来源：京东旗舰店、开源证券研究所

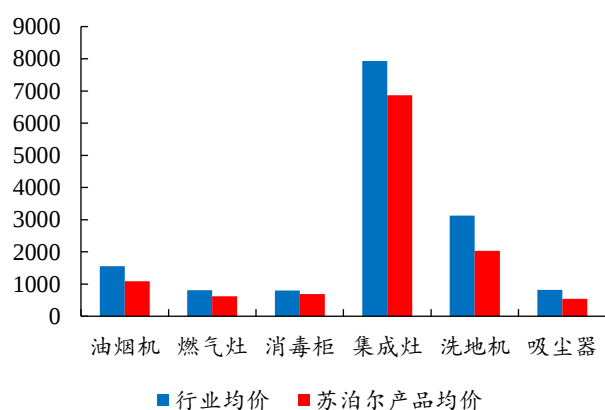
图43：2022Q1 集成灶京东渠道零售额占比提升至 12%


数据来源：京东旗舰店、开源证券研究所

展望后续，伴随竞争格局优化，预计渠道改革红利仍将较好巩固厨房小家电和炊具行业地位，关注厨卫大电以及生活电器领域发展，特别是洗地机、集成灶等高成长品类带来新一轮成长周期。公司积极布局油烟机、燃气灶、集成灶、吸尘器、洗地机等大单品领域，主要针对低价位段市场布局，低价策略快速抢占市场份额。2022W26 公司洗地机、集成灶线上零售额份额分别达 1.58%、1.68%。2022 年 1-6 月公司集成灶、油烟机、消毒柜、清洁电器线上零售额同比分别+362%、+11%、+15%、+20%，多品类发展稳健。

图44：公司在油烟机、燃气灶、集成灶、洗地机等大单品领域已抢占一定市场份额


数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图45：相较于行业，公司厨卫大电和清洁电器主打低价位段（单位：元）


数据来源：奥维云网、开源证券研究所

2.2、新宝股份：618 亮眼表现带动内销改善，收购摩飞利好长期成长

收入端受新品以及 618 大促拉动，2022Q2 内销有望边际改善。魔镜数据显示，天猫 618 期间摩飞、东菱不考虑满减下的厨房电器销售额同比分别+33.17%、+74.58%，百胜图销售额规模达 1943 万元，新品拉动作用明显，咖啡机、佐料机以及果蔬消毒净化机新品为东菱高增长主要驱动力。京东渠道方面，618 期间摩飞、东菱厨房小电销售额同比分别+29.48%、+63.66%，其中佐料机和果蔬消毒净化机新品带来较大增量。2021Q2 内销进入低基数，预计在 618 大促拉动下 2022Q2 公司内销增长压力将得到缓解。

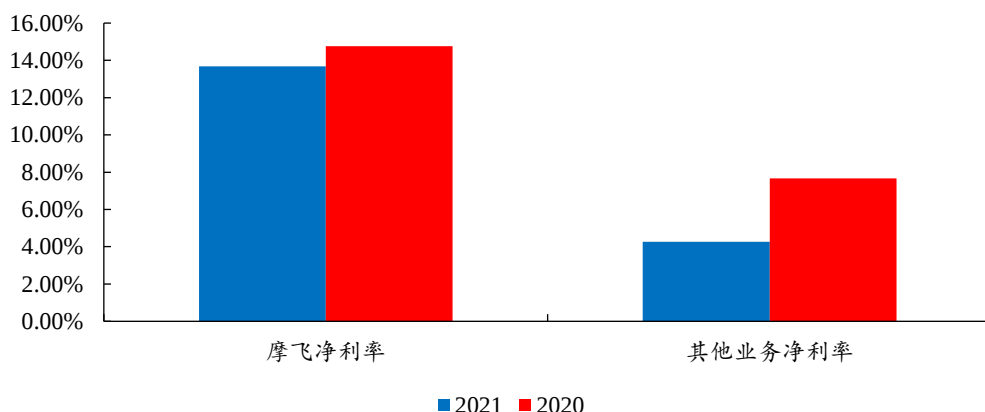
表11：受新品拉动，618 期间摩飞、东菱、百胜图表现较为亮眼

	2021 年京东 618	2022 年京东 618	
	销售额	销售额	同比
摩飞品牌整体	6665.8	8631	29%
多功能锅	2478.9	2889.7	17%
榨汁杯	987.6	1222.8	24%
绞肉机	726	1100.5	52%
果蔬消毒净化机	-	522.1	-
东菱品牌整体	1286.6	2105.6	64%
果蔬消毒净化机	-	707.2	-
咖啡机	474.7	565.4	19%
佐料机	-	207.6	-
面包机	301.1	506	68%
	2021 年天猫 618	2022 年天猫 618	
	销售额	销售额	同比
摩飞品牌整体	6569	8748	33.17%
东菱品牌整体	1098	1916	74.58%
果蔬消毒净化机	-	647	-
咖啡机	138	475	243.69%
佐料机	-	478	-
百胜图品牌整体	81	1943	2308.66%

数据来源：京东旗舰店、魔镜数据、开源证券研究所

业绩端受益原材料价格回落、人民币贬值以及外销提价，预计恢复弹性较大。前文我们提到 2021 年人民币升值以及原材料价格上涨对公司利润率造成较大冲击，2022Q2 来看，人民币对美元平均即期汇率较 2021Q2 贬值 2.36%，核心原材料成本同比增速环比收窄明显。人民币贬值一方面带来外币净资产的汇兑收益，另一方面报表端增速或高于实际增速。2021 年公司单位原材料成本同比+18%，中性预期 2022 年均价提升 3%，原材料成本同比-1%，则毛利率同比+2.73pct。

收购摩飞商标权彰显公司发展自主品牌决心，长期来看内外销业务有望实现均衡发展，盈利可提升。2022 年 6 月 7 日公司与 MORPHY RICHARDS LIMITED 签署《谅解备忘录》，公司将直接购买 MR 在中国境内及英国、爱尔兰、新西兰和澳大利亚摩飞商标等。此外在爱尔兰、新西兰和澳大利亚将以品牌授权或分销的形式开展海外业务。本次收购完成后，预计公司将获得摩飞国内长期运营权，无须担心授权到期问题，利好摩飞国内长期发展。摩飞定位中高端，2020、2021 年净利率分别达到 14.76%、13.67%，利润率高于公司整体并相对稳定，随着摩飞营收占比的提升，长期盈利抗负面因素能力有望提升。

图46：摩飞净利率保持 14%左右，高于公司整体并且相对稳定


数据来源：新宝股份公司公告、开源证券研究所

2.3、小熊电器：短期业绩弹性较优，品牌焕新赋能长期发展

产品结构以及渠道结构优化的背景下 2022Q1 净利率同比率先回正，预期 2022Q2 产品均价以及直营占比仍有提升空间，短期业绩弹性较优。正如前文所述，2022Q1 公司在原材料高位运行的背景下净利率同比+0.75%，领先行业修复，主要系 2021 年以来公司持续推进产品结构升级策略以及高毛利直营占比提升所致。我们预计 2022 年公司还将继续受益产品均价提升，中性预期均价提升 5%，原材料成本同比+0%，小熊电器 2022 年毛利率将同比提升 2.2pct，若原材料价格下降，则业绩弹性将更大。

长尾领域切入电饭煲等大单品领域，凭借小型等差异化特征摄取一定市场份额，多元化品类布局完善，或逐步摆脱长尾品类带来的成长限制。随着行业龙头布局长尾品类，公司长尾市场份额受到挤压，但随着公司发力电饭煲、空气炸锅、电水壶等大单品领域，或推升公司整体成长空间，摆脱长尾品类带来的成长限制。2021Q2-Q4 公司电饭煲、电水壶、空气炸锅京东渠道零售额同比分别+72%、+115%、+105%。

表12：切入电饭煲、电水壶等大单品领域，2021Q2-Q4 取得较好增长

	2020Q2-Q4		2021Q2-Q4		同比
	零售额规模（亿元）	零售额份额	零售额规模（亿元）	零售额份额	
电饭煲	0.47	1.9%	0.80	2.7%	72%
电压力锅	0.03	0.1%	0.08	0.4%	202%
电水壶	0.33	2.5%	0.71	4.6%	115%
破壁机	0.23	0.9%	0.19	1.0%	-14%
养生壶	1.74	32.3%	1.74	26.3%	0%
绞肉机	1.30	29.9%	1.08	23.2%	-17%
空气炸锅	0.26	4.7%	0.53	3.9%	105%
多功能锅	1.21	12.4%	1.86	15.5%	53%
电烤箱	0.23	2.4%	0.20	2.7%	-12%
酸奶机	0.14	70.7%	0.09	56.4%	-33%
电饼铛	0.32	5.0%	0.23	4.0%	-28%
面包机	0.10	5.6%	0.10	8.0%	1%
煮蛋器	0.43	73.4%	0.46	68.2%	7%

2020Q2-Q4			2021Q2-Q4		
电炖锅	0.85	27.0%	0.94	26.2%	11%
电烧烤炉	0.38	22.7%	0.44	25.2%	16%
厨房小家电整体	10.72	5.8%	11.68	5.8%	9%

数据来源：京东、开源证券研究所

积极调整组织架构顺应行业趋势，聚焦个护及婴童用品领域。2021 年底公司重新调整组织架构，取消了锅煲电器、电动电器事业部，新增婴童用品、零部件事业部，并将个护产品项目部升级为个护健康事业部，将管理运营等中后台支持部门改为“数字化中心”。我们预计数字化中心将进一步提升公司终端消费者洞察力，在产品周期红利中快速跟进。个护以及婴童领域的布局为公司长期发展带来更多可能性。

品牌焕新定位更广阔消费客群，契合产品结构性升级举措，有利于提升长期竞争力。2022 年 5 月，公司提出品牌战略升级规划，品牌定位由原先的“萌家电”转换为“年轻人喜欢的小家电”。经营战略上公司提出“创新驱动、产品精品化、用户直达、全球市场化、数字化运营、组织年轻化”六个方向。我们认为品牌定位“年轻人喜欢的小家电”将进一步扩大受众群体，此外配合组织架构调整，精益化 SKU 运营，公司整体营销能力、数字化能力将得到提升，长期来看有利于竞争力提升。

3、盈利预测与投资建议

推荐渠道改革+品类扩张先行，短期盈利修复确定性较强的苏泊尔；推荐外部改善下利润弹性较大，收购摩飞利好长期成长的新宝股份；建议关注品牌战略升级的小熊电器以及渠道改革稳步推进的九阳股份。

表13：小家电板块标的盈利预测

公司名称	评级	PE			净利润增长率 (%)			2022-2024 预测净利润 CAGR (%)	总市值 (亿元)
		2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E		
苏泊尔	买入	18.0	15.7	13.8	21.20	14.40	14.00	14.2	423
新宝股份	买入	16.2	14.4	12.3	36.20	13.00	17.20	15.1	175
小熊电器	买入	27.2	22.3	18.8	16.70	21.60	18.90	20.2	91
九阳股份	买入	16.9	15.0	13.1	10.80	13.20	14.30	13.8	140

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价截至 2022 年 7 月 15 日）

4、风险提示

行业竞争加剧；行业需求持续疲弱；原材料价格反弹上涨等。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn