

► **成长复盘：积极改革，精品化战略效果显著。**公司在2020年上半年经历了戴维斯双击后，由于高基数+原材料价格上涨，2020年Q4公司进入了业绩调整期，业绩与股价双承压。2021年下半年起，外部环境逐渐回暖，公司内部积极改革，多举措实施开源节流，公司业绩复苏态势显著，2023Q1营收同比增长28%，在精品化战略的引导下步入品牌重塑期，公司作为长尾精品王者未来可期。

► **小家电造就大空间，竞争格局进一步优化。**1) 应用场景出发，产品与品类创新推动发展：横向看，基于新场景开发和旧场景延伸拓展新品类，通过品类叠加扩大市场规模，是小家电行业主要增长动力。纵向看，产品内部升级形成了产品多元特点。2) 行业集中度提升，格局进一步优化：随着流量竞争加剧、电商红利见顶、产品技术门槛提高，中小企业逐步出清，市场迎来整合的机会。根据欧睿数据，2020-2022年小家电行业CR3分别为29%/29%/31%。

► **产品端优势：深耕长尾市场多元化布局，精品化战略表现亮眼。**公司坚守多元化方针，传统品类与长尾品类共同发力，品类分布较为分散。在精品化战略的引导下，公司在固有强势品类上不断进行产品升级迭代，均价提升显著，重塑精品化品牌形象。根据魔镜数据，2022年小熊淘系平台均价同比+23.2%，进而带动销额增速同比+18.3%。与此同时，公司仍重视长尾品类发展，持续开拓创新品类，并凭借高质价比与长尾精品标签在新品类里占据领先市场份额。

► **渠道端优势：线上渠道运营优势显著，多元化营销精准投放。**公司从线上渠道起家，借助电商红利实现了早期积累，随后又逐步建立了完善的线上销售体系，积极拥抱直播带货、内容运营等新模式，线上渠道运营优势显著。公司在传统电商流量见顶的趋势下，一方面积极优化传统电商经销商体系，另一方面发力新兴电商，已在抖音等平台建立以自营团队为主的直播体系。

► **成长空间：布局高增长品类，母婴赛道有望成为新增长极。**1) 正值蓝海，母婴小家电市场成长可期：电商快速发展&政策利好巩固母婴消费确定性。家电企业技术更迭满足了更多细分需求，母婴消费逐渐家电化，带动母婴小家电市场增长，根据中怡康数据，2022年母婴家电市场零售额为350亿元，同比+25%。2) 发力母婴，前瞻布局有望开启新增长曲线：小熊发力母婴小家电，SKU数量持续提升，同时，小熊母婴厨房小家电销额增速领先行业，小熊凭借高质价比标签持续开拓母婴小家电市场，该业务有望成为公司成长新引擎。

► **投资建议：**预计公司2023-2025年营收分别为49.43、59.14、70.06亿元，同比增长20.0%、19.6%、18.5%；归母净利润分别为4.78、5.82、6.89亿元，同比增长23.8%、21.8%、18.3%，目前股价对应PE 27x、22x、19x。公司产品/品牌/渠道优势突出，母婴业务发展迅速，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**新品表现不及预期，行业竞争加剧，原材料成本上涨。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业营收(百万元)	4,118	4,943	5,914	7,006
增长率(%)	14.2	20.0	19.6	18.5
归属母公司股东净利润(百万元)	386	478	582	689
增长率(%)	36.3	23.8	21.8	18.3
每股收益(元)	2.47	3.06	3.72	4.40
PE	34	27	22	19
PB	5.5	4.8	4.2	3.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为2023年5月26日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格：

83.64元



分析师 汪海洋

执业证书：S0100522100003

邮箱：wanghaiyang@mszq.com

分析师 王刚

执业证书：S0100522020001

邮箱：wanggang_yjy@mszq.com

相关研究

1.小熊电器(002959.SZ) 2022 年年报点评：业绩表现亮眼，精品化战略效果显著-2023/04/08

2.小熊电器(002959.SZ) 2022 年三季报点评：品牌升级加快成长，盈利能力显著改善-2022/10/28

目录

1 公司概况：创意不息，长尾精品王者正青春	3
1.1 发展历程：历经起伏，创意小家电龙头正当时	3
1.2 股权结构：股权集中，管理层具备丰富行业经验	4
1.3 业务结构：厨房小家电为最大营收来源，线上销售为主	5
1.4 财务分析：营收大幅回暖，盈利能力显著改善	7
2 行业分析：场景思维出发，“小而美”造就大空间	9
2.1 应用场景出发，产品与品类创新推动发展	9
2.2 竞争格局优化，长尾精品王者小熊崛起	12
3 产品端优势：深耕长尾市场多元化布局，精品化战略表现亮眼	13
3.1 多元化布局方针未变，大众与长尾市场齐发力	13
3.2 精品化战略成效显著，产品升级重塑品牌形象	14
3.3 品类拓展思路清晰，高质价比标签成就长尾份额王者	16
4 渠道端优势：线上渠道运营优势显著，多元化营销精准投放	19
4.1 全渠道运营能力突出，紧跟流量趋势发力新兴电商	19
4.2 营销投入持续加大，多样化布局精准聚焦年轻群体	21
5 成长空间：布局高增长品类，母婴赛道有望成为新增长极	24
5.1 正值蓝海，母婴小家电市场成长可期	24
5.2 发力母婴，前瞻布局有望开启新增长曲线	26
6 盈利预测与投资建议	28
6.1 盈利预测假设与业务拆分	28
6.2 估值分析与投资建议	29
7 风险提示	30
插图目录	32
表格目录	33

1 公司概况：创意不息，长尾精品王者正青春

1.1 发展历程：历经起伏，创意小家电龙头正当时

抓住电商风口和细分市场空缺，入局小家电行业。2006年，小熊电器诞生于全球家电之都广东顺德。初创时期，在已经是红海的家电市场中，公司以酸奶机、煮蛋器等创意小家电为切入口，在此基础上不断拓展细分品类。与此同时，国内正处于电商启动期，公司主动构建电商渠道，逐步形成了以互联网为依托的销售模式。在不断的探索中，形成了在产品渠道和互联网深度融合的“互联网+创意小家电”经营模式。从品牌战略看，紧跟消费社会变化趋势，精准定位消费者需求，2022起公司将品牌战略调整为“年轻人喜欢的小家电”。从品类拓展看，由长尾切入，并逐步提升在传统厨房电器的影响力，持续拓展生活、个护、母婴品类。从渠道和营销看，抓住了每一次渠道变革的风口，营销宣传打造独特品牌形象。

公司上市后经历了疫情期间的需求高增及后来的业绩承压，之后通过积极改革调整，复苏态势显著并走上了精品化战略之路。2019年8月，小熊电器正式在港交所挂牌上市，2019年底开始的疫情封控增加了居家时长，导致需求高增。公司在股市中经历了戴维斯双击后，由于高基数+原材料价格上涨，2020年Q4公司进入了业绩震荡期，业绩与股价承压。2021年下半年起，在外部环境逐渐回暖，公司内部积极改革，多举措实施开源节流的影响下，公司业绩复苏态势显著，并在精品化战略的引导下步入品牌重塑期，公司作为长尾小家电精品王者未来可期。

图1：小熊发展历程

	品牌初创期 2006-2010	线上扩张期 2011-2017	业绩高增期 2018-2020Q3	业绩震荡期 2020Q4-2021H1	战术调整期 2021H2-2022H1	品牌重塑期 2022H2至今
外部环境	传统家电行业步入成熟期，家电下乡、以旧换新政策挽救过剩产能；小家电行业逐步发展；淘宝、天猫等传统电商平台崛起	新兴长尾品类加速发展；电商全面爆发，2016年线上渠道零售额同比增长57%	19年底疫情爆发，居家办公逐渐常态化；直播电商扶摇直上，抖音和快手双雄并起	疫情持续导致消极情绪蔓延，居民消费力回落；原材料价格步入上行通道	传统小家电市场增长放缓，新兴小家电表现亮眼；原材料涨价因素逐渐消除	细分需求市场爆发式增长，小家电行业呈现多元化趋势；原材料价格企稳
品牌战略	2006-2010 分享健康生活 2009-2010 快乐生活，家有小熊	Inspired Life 妙想生活	2018-2021 萌家电		2022-至今 年轻人喜欢的小家电	
品类&产品	初创期以酸奶机、煮蛋器等创意小家电为主，后布局生活小家电和母婴小家电	2017年厨房小家电营收13.80亿元，同比+58.16%；小熊在厨房小家电市场份额3.4%，排名第4	产品线流畅，色彩活泼，造型更小巧时尚，产品外观特色鲜明		2021年下半年，实施“精品化”战略，精简现有品类的同时开发新兴品类	稳固传统强势品类并持续迭代升级，打造精品；发力母婴小家电等高增长品类
渠道&营销	2008年尝试“线上授权经销”的商业模式	2013年实施线上经销代发模式；2015年与天猫战略合作规模达到5亿元，同时不断入驻新兴电商平台	发力新兴社交电商，通过平台广告、影视作品植入等方式营销宣传	加速布局海外市场，通过Facebook账号在海外市场进行引流和宣传，21H1国外收入同比+23.59%	加大促销费用投入抢占抖音、小红书、拼多多等新兴平台市场份额	实现全渠道运营和多元化精准营销，发力新兴渠道

资料来源：小熊电器官网，wind，民生证券研究院

时移世变，穿越疫情周期看小熊改革韧性。从上市至今，公司股价波动经历了四个阶段，既经历了疫情初期的需求激增，也经历了业绩承压和改革成果初现的阶段。走出疫情周期的小熊，改革成果显著，迎来业绩大幅改善，彰显细分龙头韧性。

2019Q3-2019Q4 上市初期：这一阶段投资者对长尾品类市场空间存疑，同时小家电行业高度成熟，投资者对于小熊打破现有竞争格局取得一定市场份额的能力存在顾虑。该阶段市场未给予公司长期成长性以溢价。

2020Q1-2020Q3 业绩高增期：疫情增加了居家时长，小家电产品需求得到快速释放，同时电商购物也在疫情催化下加速渗透，且疫情初期，消费者普遍乐观，购买力较强。小熊作为细分赛道龙头充分受益，迎来估值和盈利双增。

2020Q4-2021Q3 业绩震荡期：疫情长期持续导致购买力疲软，叠加高基数和原材料涨价，小熊业绩承压，估值中枢下行，遭受戴维斯双杀。

2021Q4-至今，改革成果初现：公司积极推行降本增效改革，实施精品化战略，优化产品结构和组织架构，同时原材料价格边际改善，23Q1 业绩大幅回升，归母净利润同比增长 58.3%。

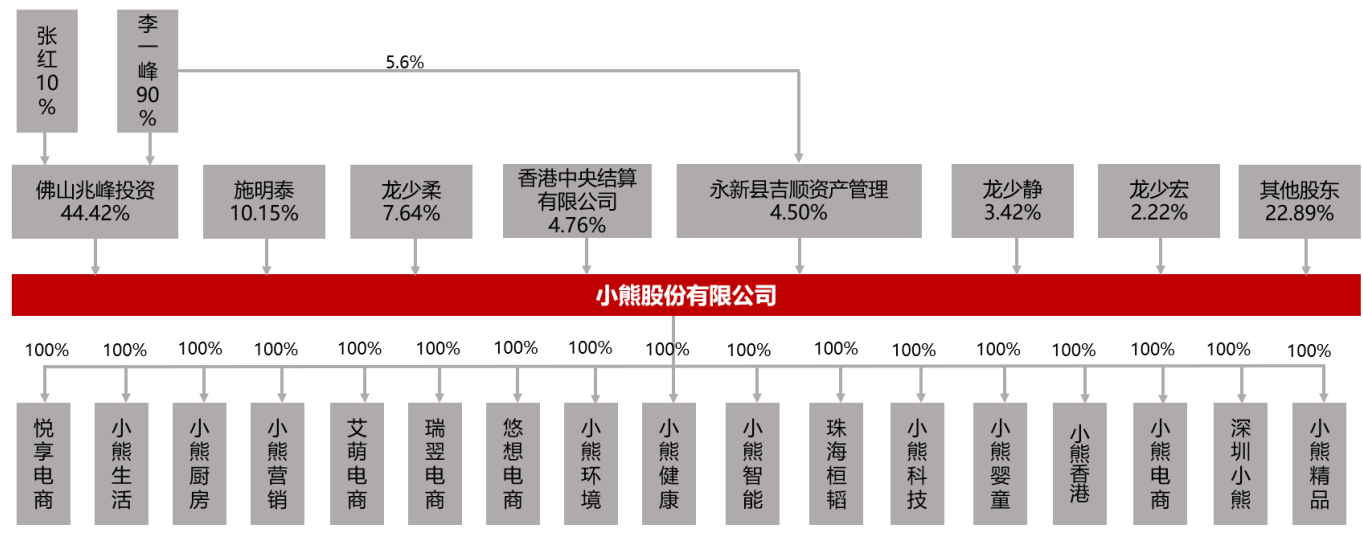
图2：小熊股价走势复盘



资料来源：wind，民生证券研究院

1.2 股权结构：股权集中，管理层具备丰富行业经验

股权结构集中。小熊电器股权结构集中，公司实际控制人为创始人李一峰。截至 2022 年年底李一峰和张红夫妇合计持股比例达到了 44.42%。永新吉顺是公司专设的员工持股平台，23 名自然人通过该平台持有公司 4.5%的股权，深度绑定管理层和股东的利益。

图3：小熊电器股权结构集中（截至 2022 年底）


资料来源：wind，民生证券研究院

管理层具备丰富行业经验。小熊电器的创始人、公司董事长兼总经理李一峰，毕业于哈尔滨工业大学电器专业，后在四川大学获得 MBA 学位。他曾在万宝电器、天际电器、宝尔电器等公司历任工程师、总经理等职位，具有 10 余年丰富的家用电器产品设计与团队管理经验。

表1：核心管理层家电行业背景深厚

姓名	职位	任职年限	主要履历
李一峰	董事长、总经理	17 年	1993 年 7 月至 1995 年 4 月任万宝电器集团公司家用电器工业公司生产技术员；1995 年 5 月至 2004 年 10 月历任广东天际电器股份有限公司工程师、品质部经理、副总经理；2005 年 5 月至 2006 年 3 月任广州宝尔电器有限公司总经理；2006 年 3 月至今在本公司工作
欧阳桂蓉	董事、副总经理	17 年	2002 年 3 月至 2004 年 3 月历任中国联合网络通信股份有限公司番禺分公司技术部助理、区域经理；2005 年 6 月至 2006 年 3 月任广州宝尔电器有限公司销售经理；2006 年 3 月至今在本公司工作
刘奎	副总经理、董事会秘书	6 年	2003 年 5 月至 2005 年 12 月，历任佛山市顺德区高新技术产业开发总公司项目经理、招商部主任；2005 年 12 月至 2012 年 10 月，任佛山市顺德海尔电器有限公司副董事长兼副总经理；2012 年 11 月至 2015 年 2 月，任佛山市顺德海尔电器有限公司副董事长；2013 年 1 月至 2017 年 1 月任顺德区产业服务创新中心常务副总裁；2017 年 2 月至今在本公司工作，现任公司副总经理、董事会秘书
邹勇辉	财务总监	5 年	2012 年 3 月至 2013 年 10 月任宁波三星医疗电气股份有限公司财务部经理；2013 年 10 月至 2014 年 10 月任广州万居隆科技有限公司财务经理；2014 年 10 月至 2015 年 2 月任佛山市顺德区澳互企业管理咨询有限公司顾问；2015 年 3 月至 2015 年 8 月任南昌欧菲光科技有限公司高级财务经理；2015 年 8 月至 2017 年 8 月任深圳万生堂实业有限公司财务负责人；2017 年 8 月至今在本公司工作

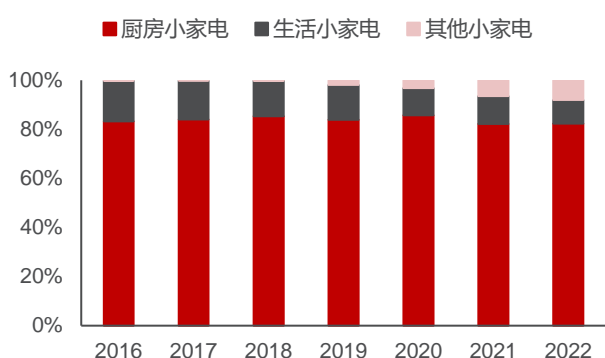
资料来源：wind，民生证券研究院

1.3 业务结构：厨房小家电为最大营收来源，线上销售为主

分品类看，厨房小家电为核心品类。公司主营业务营收以厨房小家电为主，截至 2022 年年底厨房小家电营收占比为 81.67%，此外公司也销售生活小家电和其他小家电。厨房小家电主要包括锅煲类、西式类、壶类、电动类和电热类五大类。

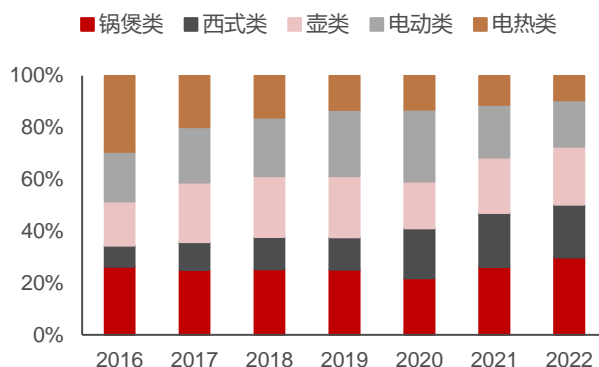
截至 2022 年年底，锅煲类/壶类/西式类占厨房小家电的比重分别为 24.40%/18.28%/16.63%，品类占比接近。

图4：2016-2022 分业务营收占比



资料来源：wind，民生证券研究院

图5：2016-2022 厨房小家电细分品类占比



资料来源：wind，民生证券研究院

以个体“人”为核心思路提升用户体验，实现多品类多维度发展。小熊电器将用户画像从“家”转变为“人”，以个体的“人”作为用户需求挖掘的核心思路，以提升用户体验为小熊生活家居电器的内核。在此核心思路下实施多品类发展战略，结合研发设计优势，从消费需求出发，覆盖多维消费需求，实现产品品类多样化。小熊电器敏锐地捕捉到年轻消费群体对生活电器和个护健康电器需求，积极顺应行业发展趋势，推动公司产品品类向生活电器、个护健康和清洁类拓展，以满足消费者不断增长的多元细分需求。

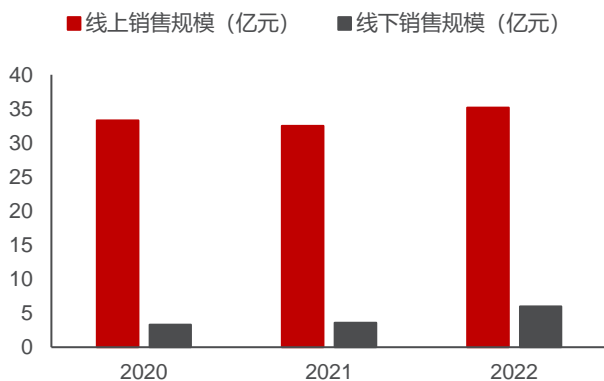
图6：公司产品线从厨房小电器向生活小家电、其他小家电拓展



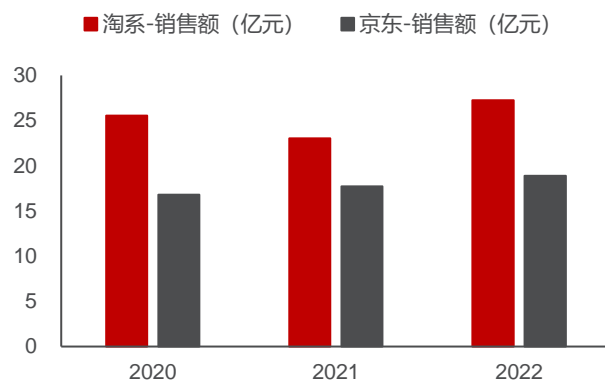
资料来源：公司官网，wind，民生证券研究院

分渠道看，线上营收占比较高。自成立以来，线上销售一直是公司最主要的销售方式，2020/2021/2022 年线上销售营收占比高达 90.93%/90.09%/85.45%。公司秉承互联网思维，抓住主流电商平台的流量红利，快速布局线上渠道。目前，

公司线上销售方式包括线上经销、电商平台入仓和线上直销三种，并与与天猫商城、京东商城和唯品会等主流电商平台均建立了良好的合作关系，同时积极拓展小红书、抖音、拼多多等新兴渠道。

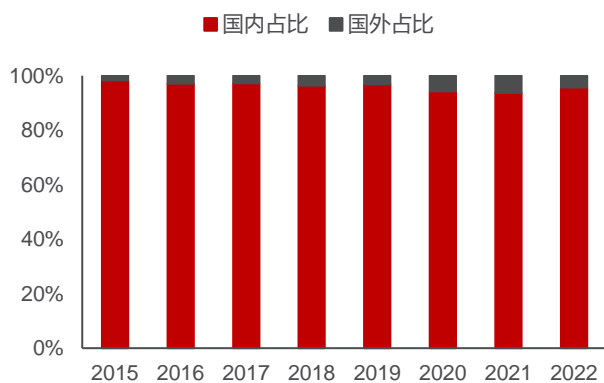
图7：小熊以线上销售为主


资料来源：wind，民生证券研究院

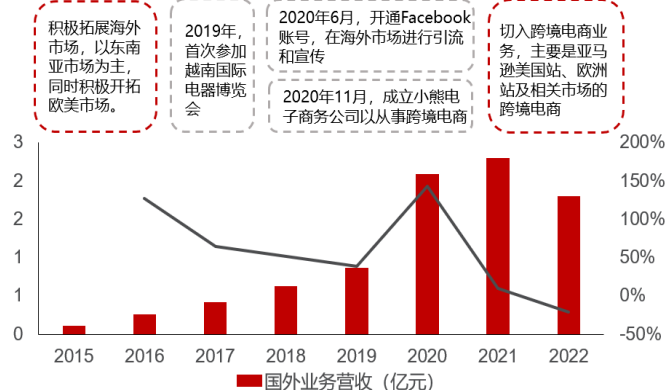
图8：小熊淘系平台与京东平台销售情况


资料来源：魔镜数据，民生证券研究院

分地区看，海外业务有上升趋势，但仍以国内市场为主。小熊电器以国内市场为主战场，目前国内营收占总营收的比例较大。截至2022年年底，国内销售营收占比达到95.64%。近年来，公司积极化解国内市场占比较高的风险，逐步开拓海外市场，海外市场的营收比重有所提升，从2015年的1.57%提升至2022年的4.35%。

图9：小熊海外营收占比较低


资料来源：wind，民生证券研究院

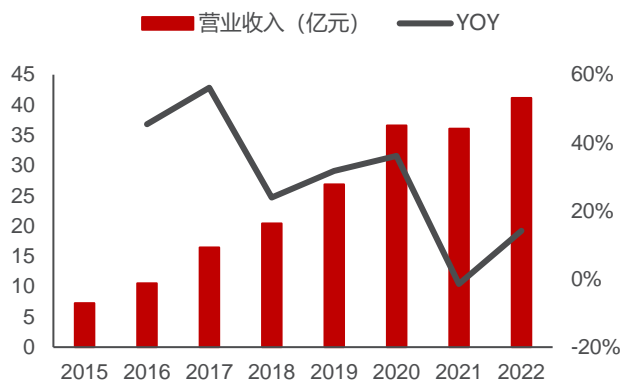
图10：海外业务布局历程


资料来源：慧聪展览，天眼查，Facebook，wind，民生证券研究院

1.4 财务分析：营收大幅回暖，盈利能力显著改善

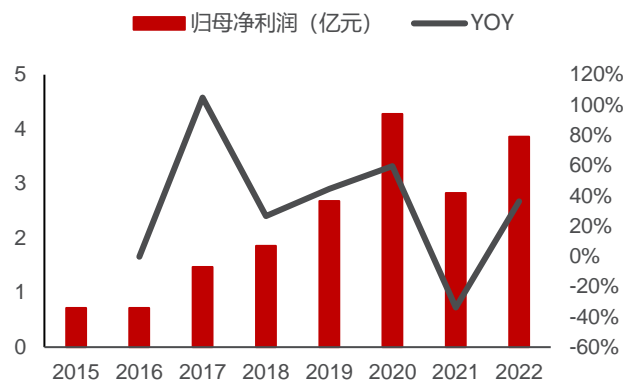
公司营收端、利润端增速大幅回暖。受高基数、消费疲软影响，2021年公司营收和归母净利润有所下滑，2022年均大幅改善。1) 营收端：2022年实现营收41.18亿元，同比上升14.18%，预计后续随着消费进一步复苏、渠道协同升级、精品化战略推进，公司营收有望进一步提升。2) 利润端：2022年实现归母净利润3.86亿元，同比上升36.31%，归母净利润改善，主要系规模上升、产品结构优化及原材料价格周期性回落等因素共同影响所致。

图11: 2015-2022 年营收及同比增速



资料来源: wind, 民生证券研究院

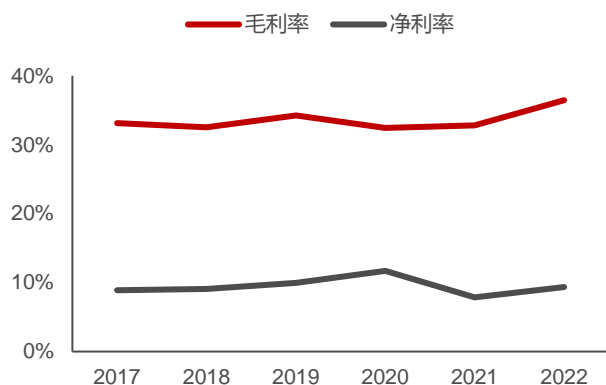
图12: 2015-2022 归母净利润及增速



资料来源: wind, 民生证券研究院

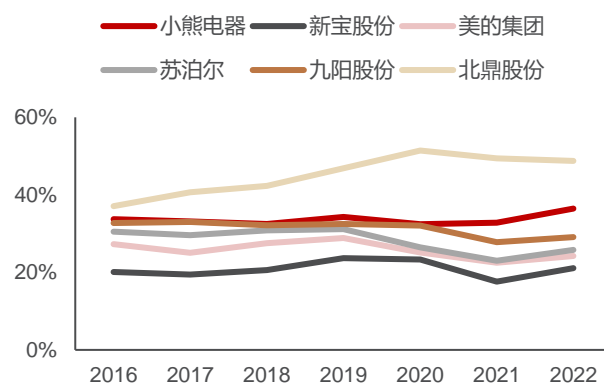
盈利能力显著改善, 毛利率相较同业处于较高水平。公司盈利能力显著改善, 2022 年毛利率 36.45%, 同比上升 3.67pct; 2022 年净利率 9.37%, 同比上升 1.51pct, 原因系原材料价格下降, 成本压力有所缓解, 同时公司持续优化产品结构, 实施精品化升级。

图13: 2022 年盈利能力显著提升



资料来源: wind, 民生证券研究院

图14: 2017-2022 毛利率相较同业处于较高水平



资料来源: wind, 民生证券研究院

2 行业分析：场景思维出发，“小而美”造就大空间

2.1 应用场景出发，产品与品类创新推动发展

场景思维触达消费者多元需求，小家电呈现品类多元&产品多元特点。以厨房小家电为例，厨房场景的缩小趋势带来了年轻人下厨场景边界的外延拓展，小家电企业利用场景营销引发了消费者的共鸣，表达产品卖点的同时触动消费者情绪。1) 从横向来看，基于新场景的开发和旧场景的延伸来拓展新品类，并通过多元品类的叠加来扩大市场规模，是小家电行业的主要增长动力。以美食生活为例，通过外向延展“下午茶”、“聚餐”等场景，开拓了养生壶和多功能火锅等新品类。2) 从纵向来看，产品内部的换代升级形成了小家电市场产品多元的特点。

图15：洞察场景需求，拓展细分场景，创新研发产品

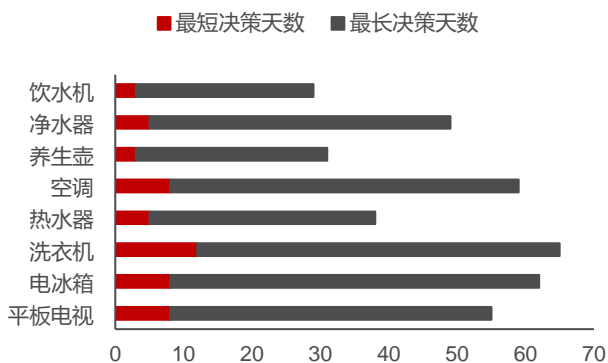


注：销售额数据为淘系+京东销售额，其中办公生活销售额为养生壶、煮茶器、咖啡机、电饭煲、电热饭盒、电炖锅、空气净化器、电风扇、加湿器、按摩仪、筋膜枪类目销售额加总；美容生活销售额为淘系电吹风、卷/直发器、理发器、体重秤、美容美体仪器以及除按摩椅外的京东个护健康销售额加总；资料来源：小熊电器官网，小熊电器淘宝旗舰店，魔镜数据，民生证券研究院

- ✓ **美食生活：新兴厨房小家电崛起，功能集成化是品类发展趋势。**在厨房小家电行业整体低景气下，新兴厨房小家电表现亮眼，空气炸锅、养生壶等新兴小家电产品逆势增长。功能集成化产品的适用场景更多、性价比更高、节省更多摆放空间，是未来厨房小家电产品的发展趋势。根据魔镜数据，2022年厨房小家电淘系+京东销售额为1124亿元（除去母婴厨房小家电），2020-2022年复合增长率1%。
- ✓ **居家生活：“宅经济”驱动行业扩容，智能化为品类调整趋势。**“宅经济”催生了生活电器的需求，根据魔镜数据，2022年生活小家电淘系+京东销售额为879亿元，2020-2022年复合增长率6%。随着信息技术的发展，未来生活小家电将以智能化为发展趋势，实现人机对话、智能控制、自动运行等功能。
- ✓ **办公生活：办公小家电助力实现高效办公&精致办公。**办公室小家电可以增加工作效率，提升办公生活便利性，使得办公室越来越有“居家感”。根据魔镜数据，2022年，办公小家电淘系+京东销售额为359亿元，2020-2022年复合增速4%。
- ✓ **美容生活：“颜值经济”催化个护细分品类创新，朝便捷、舒适方向迈进。**消费者的个护需求越来越精细化，这诞生了越来越多的细分品类机会，美容仪、筋膜枪、冲牙器等新兴品类表现突出。“根据魔镜数据，2022年，美容&个护小家电淘系+京东销售额为533亿元，2020-2022年复合增速3%。个护&美容小家电整体朝着便捷、舒适的方向迈进。
- ✓ **母婴生活：育儿观念转变催生母婴消费需求，母婴消费向家电化方向演绎。**年轻父母对子女的育儿理念在不断演变，更加科学、精细、积极的育儿方式，促进了更多高品质母婴产品的需求。母婴家电虽然仍处于市场培育期，未来母婴消费将向家电化方向发展。根据魔镜数据，2022年，母婴小家电淘系+京东销售额为26亿元，2020-2022年复合增速89%。

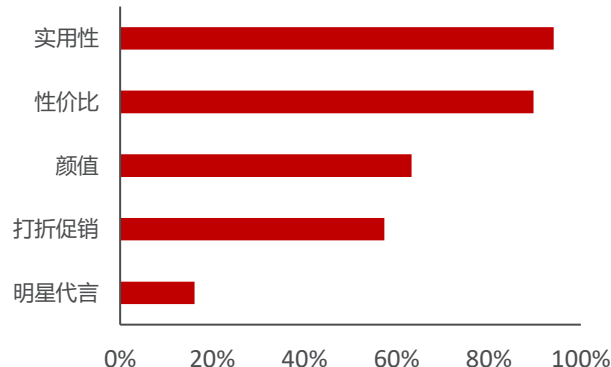
长尾市场具备快消属性，符合年轻用户消费心智。对比大家电，小家电的消费价格区间更低、竞品数量更少、决策成本时间更短，具有较强的快消属性。具有上述属性的长尾市场也更贴近年轻人追求性价比、决策周期较短的消费习惯。由于审美水平的提高，部分年轻消费者在消费时更注重“外观设计”因素，根据明亮公司数据，有63%的大学生在购物时会考虑“颜值”因素。因此，对于小家电企业来说，长尾市场具有重要的战略意义。在这样的市场环境下，品牌定位于年轻人、产品主打性价比+高颜值、以线上渠道为主的小熊脱颖而出，与众多年轻消费者高度契合，深受年轻人喜爱。

图16: 双十一消费者长尾家电的决策周期(天)更短



资料来源: 阿里妈妈, 民生证券研究院

图17: “颜值”为大学生购买商品的重要驱动因素



资料来源: 明亮公司, 民生证券研究院

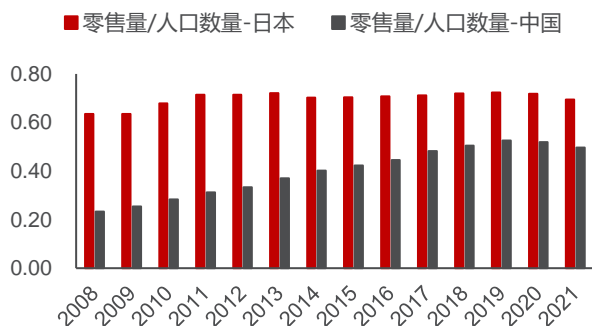
表2: 小熊电器产品外观设计多次获奖

年份	荣获称号
2013年	小熊电器获得“2012-2013年度家电外观设计奖”殊荣。
2013年	中国工业设计十佳创新型企业
2013年	中国设计红星奖
2018年	中国设计红星奖
2018年	第九届“省长杯”工业设计大赛优胜奖
2018年	中国外观设计优秀奖
2021年	电饭盒荣获2021年中国外观设计优秀奖

资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

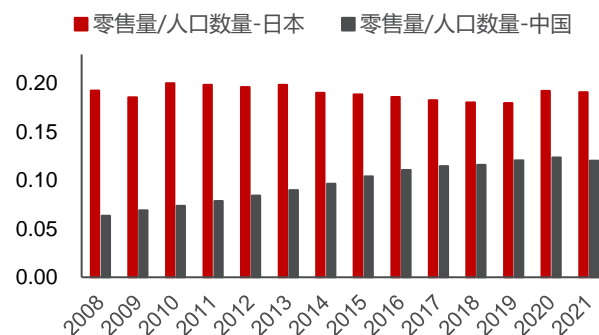
鉴外知中, 国内小家电市场空间广阔。中国消费社会的发展进程比日本晚约30年, 类比日本, 中国正处于第三消费社会初期的黄金时代。根据欧睿数据, 2021年日本/中国小家电零售量与人口数量之比分别为0.70/0.50, 中短期内, 国内小家电行业成长性确定。日本进入第四消费社会后小家电的消费仍有增长, 小家电零售量/人口数量从2008年的0.63提升到了2021年的0.70, 若中国未来迈入第四消费社会, 小家电的消费仍会有所增长, 长期内中国小家电市场的规模具备较大增长空间。

图18: 中日小家电零售量与人口数量之比(台/人)



资料来源: 欧睿, wind, 民生证券研究院

图19: 中日厨房小家电零售量与人口数量之比(台/人)

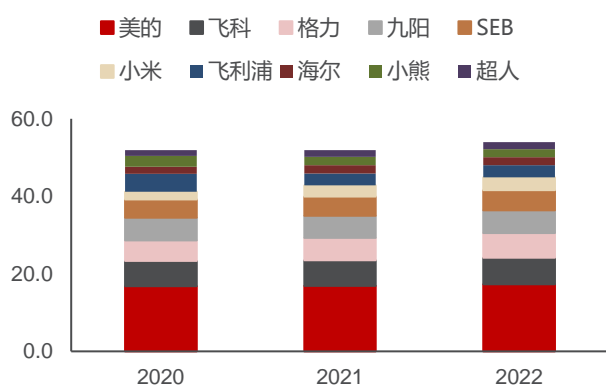


资料来源: 欧睿, wind, 民生证券研究院

2.2 竞争格局优化，长尾精品王者小熊崛起

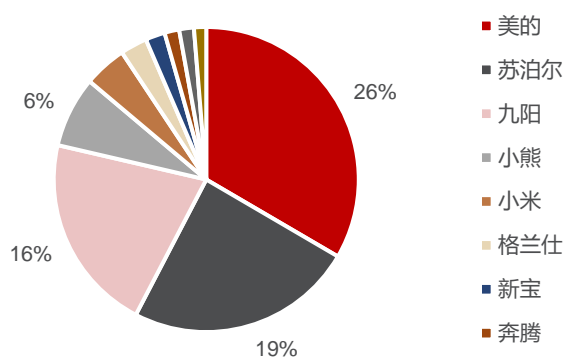
小家电行业集中度进一步提升，竞争格局进一步优化。小家电行业市场集中度进一步提升，2020-2022年CR3的市场份额分别为28.6%/29.3%/30.5%。传统小家电龙头美九苏在电饭煲、电压力锅、微波炉、电水壶等成熟品类深耕多年，已经形成了较为强势的市场地位。厨房小家电行业集中度较高，短期内竞争格局稳定，2022年CR3和CR5的市场份额分别为61%和70%，小熊份额排名仅次于美九苏，位列第四。

图20：2020-2022年中国小家电市场CR10 (%)



资料来源：欧睿，民生证券研究院

图21：2022年中国厨房小家电市场CR10



资料来源：欧睿，民生证券研究院

行业格局优化，头部品牌强者恒强。小家电市场长期处于同质化竞争状态，市场参与主体众多，产品创新&品类创新乏力，近年来随着流量竞争加剧、电商红利见顶、产品技术门槛提高、原材料成本浮动等多重因素的影响，面临成本侧和需求侧双重压力的中小小家电企业被淘汰出局的风险加大，市场未来存在逐步出清、整合的机会，头部企业优势显著，龙头地位巩固。

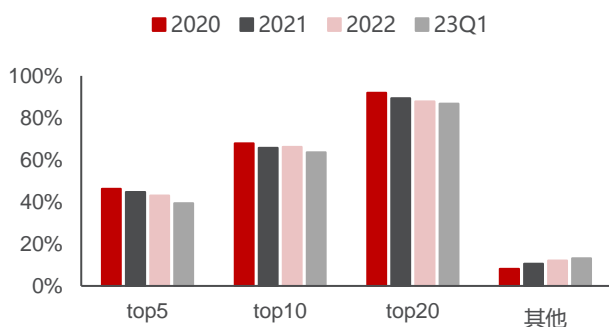
小熊凭借长尾品类和性价比脱颖而出，细分赛道龙头优势显著。美的、苏泊尔、九阳等传统龙头企业仍以传统小家电为主，专注于性价比+长尾品类的创意小家电公司较少，小熊在该领域有先发优势且无直接竞争对手，2022年其在厨房小家电的市场份额排名第四。市场中并未出现能够做具备性价比长尾小家电的潜在竞争对手，短期内小熊的核心优势将继续保持，其在厨房小家电的市场份额将进一步增长。

3 产品端优势：深耕长尾市场多元化布局，精品化战略表现亮眼

3.1 多元化布局方针未变，大众与长尾市场齐发力

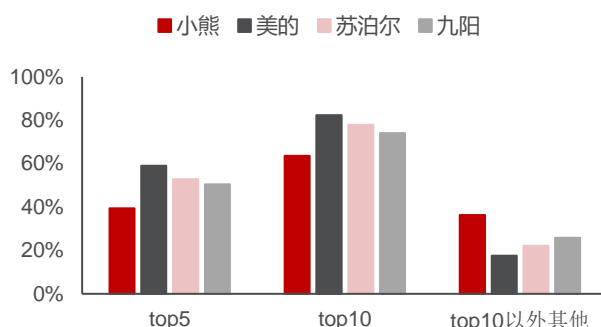
公司坚持多元化布局方针，品类分布较为分散。不同于其他小家电公司打造大单品策略，小熊坚守多元化覆盖小家电市场方针，深耕长尾市场，品类分布较为分散。根据魔镜数据，2020-2023Q1，公司淘系平台厨小电 top5、top10、top20 品类（按销额排名）销额占比均呈下降趋势，品类集中度走低。与美的/苏泊尔/九阳相比，小熊品类集中度较低，长尾布局特点显著。

图22：2020-23Q1 小熊品类集中度情况（按销额）



资料来源：魔镜数据，民生证券研究院

图23：小熊与美九苏相比，品类分布较为分散



资料来源：魔镜数据，民生证券研究院

公司大众与长尾市场共同发力，刚需品类稳份额+新品类拓市场并举。根据魔镜数据，2022年5月-2023年4月小熊淘系平台厨小电按销额排名前十的品类中，养生壶/电热水壶/空气炸锅/电饭煲这样的大众品类占比达 32.6%，其余长尾品类占比为 32.7%，大众品类与长尾品类份额接近。

表3：2022年5月-2023年4月小熊电器淘系平台厨房小电销额 top10 销售数据

类目	分类	销售额 (百万元)	销售额同比	销售额占比	销量 (万台)	销量同比	均价 (元)	均价同比
养生壶/煎药壶/养生杯	大众	279.6	24.6%	150.5	15.6%	185.7	7.8%	12.4%
电热水壶/电水瓶	大众	183.4	128.5%	81.7	35.1%	224.6	69.1%	8.1%
电炖锅/煲汤锅/电炖盅	长尾	177.2	1.5%	89.4	-2.4%	198.3	4.0%	7.9%
空气炸锅	大众	158.7	-17.4%	31.2	-22.4%	508.1	6.4%	7.0%
母婴厨房小家电	长尾	134.0	102.0%	37.1	67.2%	361.7	20.8%	6.0%
电热火锅/煎锅	长尾	124.5	-17.2%	42.3	-54.7%	294.0	82.8%	5.5%
绞肉/碎肉/绞菜机	长尾	123.1	0.2%	90.4	-5.9%	136.1	6.5%	5.5%
电饭煲	大众	114.0	13.1%	54.2	-1.7%	210.3	15.0%	5.1%
电煮锅	长尾	91.2	570.3%	56.7	438.5%	160.9	24.5%	4.1%
煮蛋器/蒸蛋器	长尾	84.1	-22.4%	80.3	-14.7%	104.7	-9.0%	3.7%

资料来源：魔镜数据，民生证券研究院

3.2 精品化战略成效显著，产品升级重塑品牌形象

公司精品化战略效果亮眼，均价提升带动规模上行。公司于 2021 年实行精品化战略，精简 SKU，同时对产品进行升级创新，重塑品牌形象，产品均价随之上行，带动规模扩张。根据魔镜数据，对公司 2019-2022 年淘系与京东平台销售额进行量价分析可发现，2019-2020 年公司销额增长主要由销量增长拉动，2021 年由于高基数及需求疲软，销量大幅下滑进而带动销额下滑，此时公司均价已因精品化战略出现明显提升，2022 年延续均价提升态势，进而带动 2022 年销额增速同比转正。

表4：公司 2019-2022 年销售额量价分析

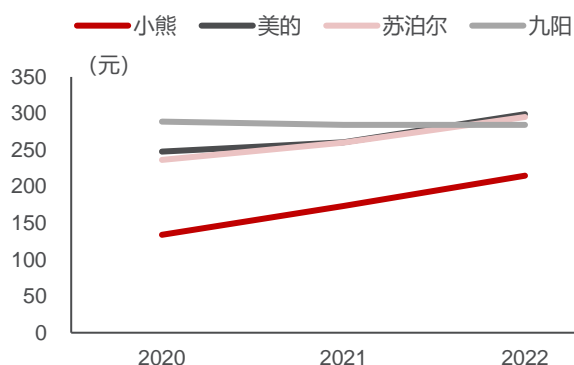
淘系平台						
年度	销售额 (亿元)	销售额 YOY	销量 (万台)	销量 YOY	均价 (元)	均价 YOY
2019	19.5	19.3%	1641.6	21.0%	118.8	-1.4%
2020	25.6	31.2%	1950.7	18.8%	131.1	10.4%
2021	23.0	-9.9%	1354.5	-30.6%	170.0	29.7%
2022	27.2	18.3%	1300.7	-4.0%	209.4	23.2%

京东平台						
年度	销售额 (亿元)	销售额 YOY	销量 (万台)	销量 YOY	均价 (元)	均价 YOY
2019	11.58	40.52%	787.68	45.20%	147	-3.22%
2020	16.81	45.16%	1158.60	47.09%	145	-1.31%
2021	17.71	5.37%	1156.00	-0.22%	153	5.61%
2022	18.91	6.74%	1174.58	1.61%	161	5.06%

资料来源：魔镜数据，民生证券研究院

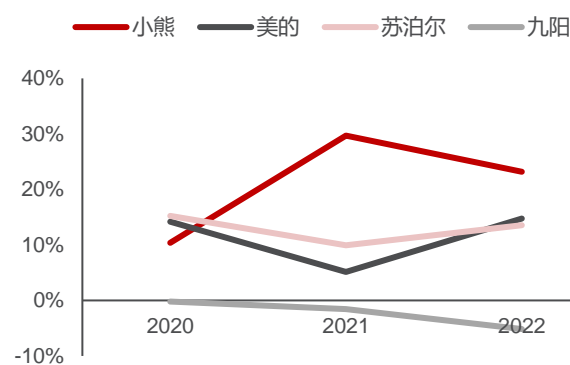
公司均价提升势能强劲，与同业价差逐渐缩小。公司以高性价比特性立足小家电市场，产品均价明显低于传统小家电公司美的、苏泊尔、九阳。公司实施精品化战略后，积极进行产品升级创新，尤其在养生壶、电水壶、电饭煲、破壁机等大众品类上进行功能及容量上的升级，均价提升效果显著，均价同比增速远高于美的/苏泊尔/九阳，且均价差距逐渐缩小。

图24：小熊淘系平台均价低于美九苏，但价差逐渐缩小



资料来源：魔镜数据，民生证券研究院

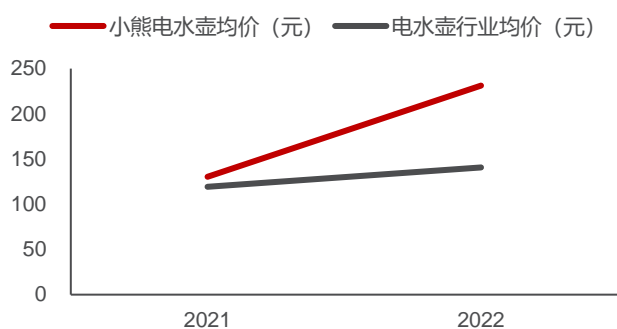
图25：小熊淘系平台均价同比增速远高于美九苏



资料来源：魔镜数据，民生证券研究院

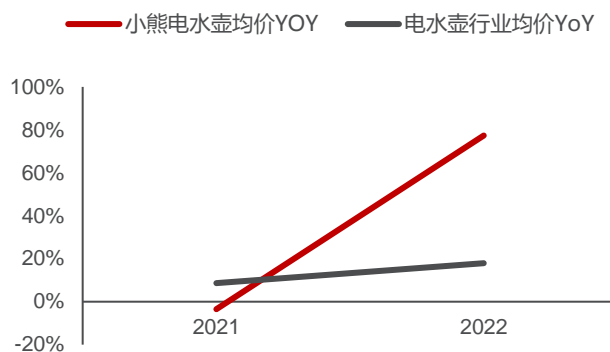
产品创新升级不断，头部刚需品类均价提升带动市占率稳步提升。公司持续践行精品化战略，在传统强势品类上不断进行产品创新迭代，从容量及性能上持续升级，带动均价及销售提升。小熊刚需品类电水壶、电饭煲、破壁机 2022 年均价同比增速均高于行业，带动小熊市场份额进一步提升。根据魔镜数据（淘系+京东平台数据合计），小熊电水壶、电饭煲、破壁机 2022 年市占率分别为 4.90%、2.30%、1.55%，同比+2.05pct、+0.11pct、+0.40pct。

图26：小熊电水壶均价与电水壶行业均价



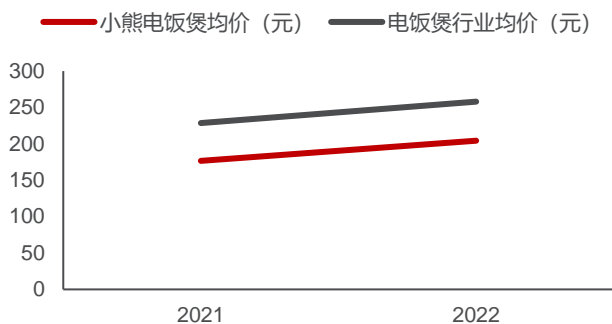
注：均价数据为淘系平台数据
资料来源：魔镜数据，民生证券研究院

图27：小熊电水壶均价 YoY 与电水壶行业均价 YoY



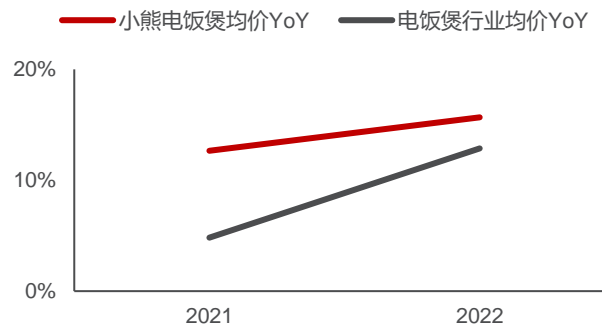
注：均价 YoY 数据为淘系平台数据
资料来源：魔镜数据，民生证券研究院

图28：小熊电饭煲均价与电饭煲行业均价



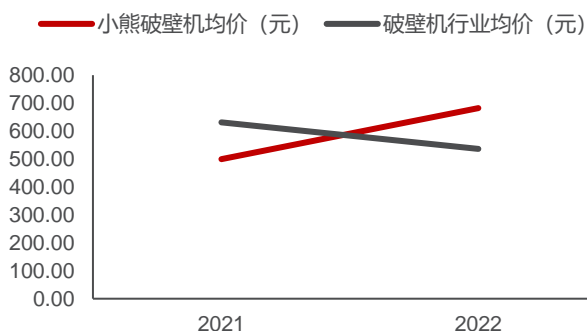
注：均价数据为淘系平台数据
资料来源：魔镜数据，民生证券研究院

图29：小熊电饭煲均价 YoY 与电饭煲行业均价 YoY



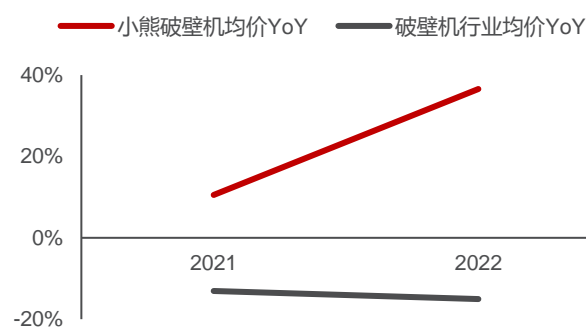
注：均价 YoY 数据为淘系平台数据
资料来源：魔镜数据，民生证券研究院

图30：小熊破壁机均价与破壁机行业均价



注：均价数据为淘系平台数据
资料来源：魔镜数据，民生证券研究院

图31：小熊破壁机均价 YoY 与破壁机行业 YoY



注：均价 YoY 数据为淘系平台数据
资料来源：魔镜数据，民生证券研究院

以电水壶为例，公司不断精进产品性能与外观。电热水壶作为小熊最突出的刚需品类之一，其产品迭代最突出的特点是保温功能，不断增加保温的能力和温度的不同选项，以供消费者自由选择所需保温的水温。其次，产品也重视电水壶加热的速度/效率，主要表现在不同容量对应选择效率较高的功率，基本实现 5 分钟内快速烧水，不是一味的增加功率。同时，材质作为小熊电热水壶的突出优势之一也在不断创新，从 304 不锈钢之后改用加厚 304 不锈钢（塑料+304 不锈钢），以增加电水壶的安全性和加热效率。除此之外，电水壶产品迭代也在颜色、壶身、附加功能等创新，以满足不同顾客、不同场景下对电水壶的需求。

图32：小熊电水壶分型号参数对比

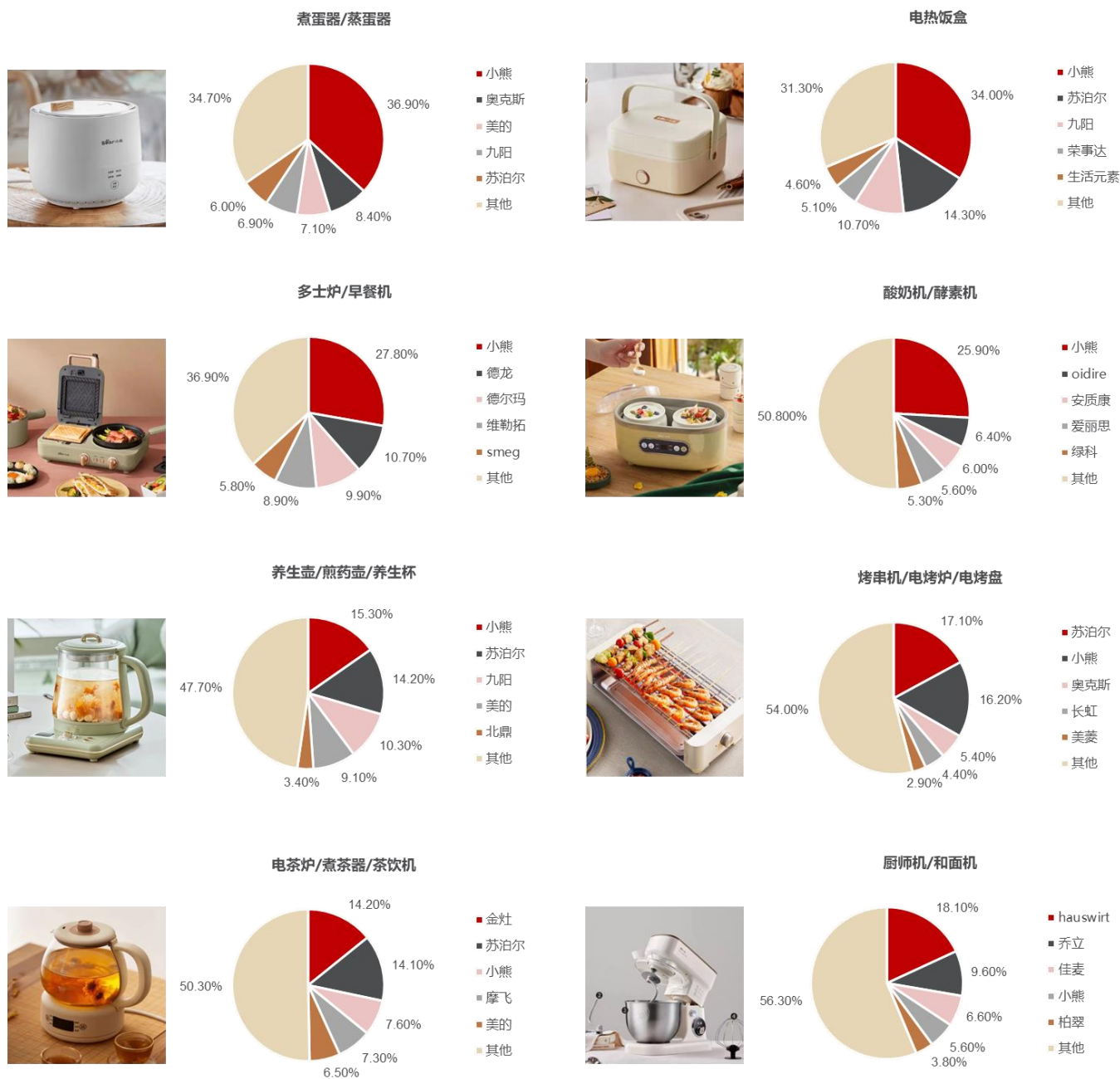
型号	ZDH-A06H1	ZDH-C15C1	ZDH-Q17H5	ZDH-C17V3	ZDH-H30B1	ZDH-H50E1
产品外观						
价格 (元)	129	159	109	349	319	409
上市时间	2020 年 4 月	2022 年 5 月	2021 年 11 月	2021 年 12 月	2021 年 9 月	2022 年 1 月
容量	0.7L	1.5L	1.7L		3L	5L
额定功率	500W	1500w	1800W	1500W	1350w	1350W
保温	12h 保温	一键保温		11 段保温		
内胆	304 不锈钢+无缝内胆	316 不锈钢	304 不锈钢+无缝内胆		加厚 304 不锈钢	
特点	小巧轻盈，易收纳	进口英国 STRIX 温控器		快速烧水、数码实时显温		一键除氯，智能童锁

资料来源：小熊电器淘宝官方旗舰店，民生证券研究院

3.3 品类拓展思路清晰，高质价比标签成就长尾份额王者

小熊品类拓展思路清晰，在众多长尾市场占据领先地位。公司具备较强的前瞻性品类研发实力，能够捕捉市场潜在需求进行品类创新，凭借高性价比+高颜值标签获得领先市场份额。公司积极把握市场契机，成功开创了酸奶机品类，并且是酸奶机市占率第一的公司；此外，公司还不断结合市场需求对现有品类进行创新迭代，例如将煮蛋器逐步演变出新品类早餐机，以满足消费者中西式早餐的多样化需求，小熊在淘系平台的多士炉/早餐机市占率为 27.8%，排名第一。此外，小熊还研发了煮蛋器、电热饭盒、烤串机等新品类，份额均处于领先地位。

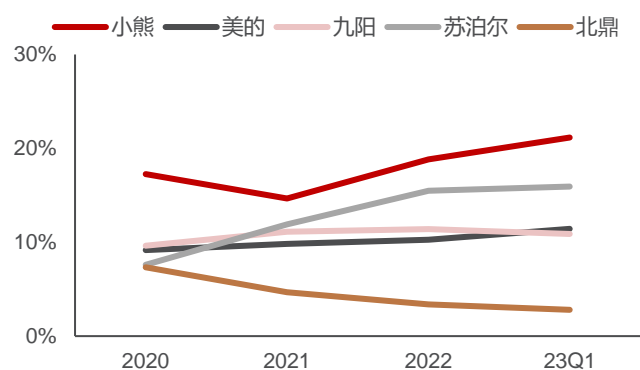
图33：2022 年小熊在淘系创新品类细分市场市占率领先



资料来源：魔镜数据，公司官网，民生证券研究院

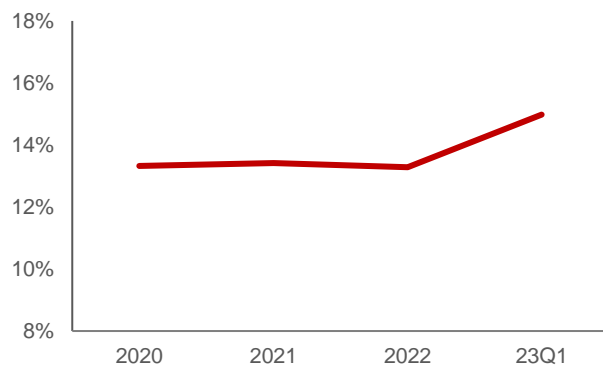
高质价比标签成就小熊长尾份额王者。小熊凭借出色的品类创新能力、高性价比与高颜值形象已成长为消费者心中的长尾小家电国民品牌。亲民的价格与品质的体验相融合让小熊被贴上了“高质价比”标签，此标签一方面让小熊在原优势小家电品类份额稳固，同时马太效应让小熊在长尾小家电新品类中更有机会抢占消费者心智，在新品类中获得更高的市场份额。小熊以养生壶的出圈，凭借精准的品牌定位与产品设计，小熊养生壶多年蝉联市占率第一，且养生壶为公司贡献销额比重最大品类，公司凭借养生壶的先发优势，小熊在后续的“一人食”电煮锅、面条机、电热饭盒等新品类中仍占据领先市场份额。

图34：小熊养生壶 2020-23Q1 均销额市占率第一



注：数据来源为淘系平台+京东平台数据
资料来源：魔镜数据，民生证券研究院

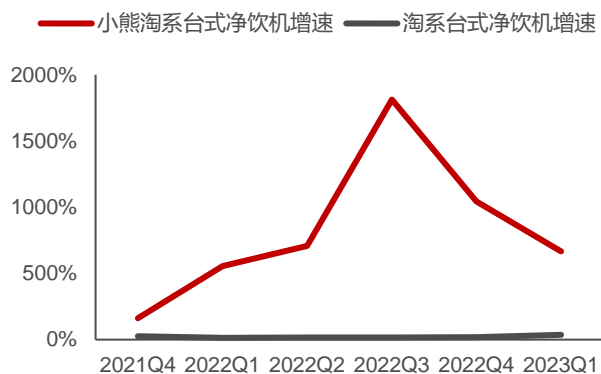
图35：小熊养生壶销额占小熊总销额比重



注：数据来源为淘系平台+京东平台数据
资料来源：魔镜数据，民生证券研究院

积极拓展新品类，优秀研发生产能力助力新品类高速增长。除巩固现有品类外，小熊积极发力拓展新品类，高速增长新品类成为拉动业绩增长的新引擎。凭借优异的研发生产能力，小熊的台式净饮机、咖啡机等新品类快速发展，淘系销售额增速远高于行业增速。2023年Q1小熊淘系台式净饮机销额同比增长665%，远高于行业的销额增速36%。

图36：小熊淘系台式净饮机销售额增速领先行业



注：数据来源为淘系平台
资料来源：魔镜数据，民生证券研究院

图37：小熊台式净饮机图片展示



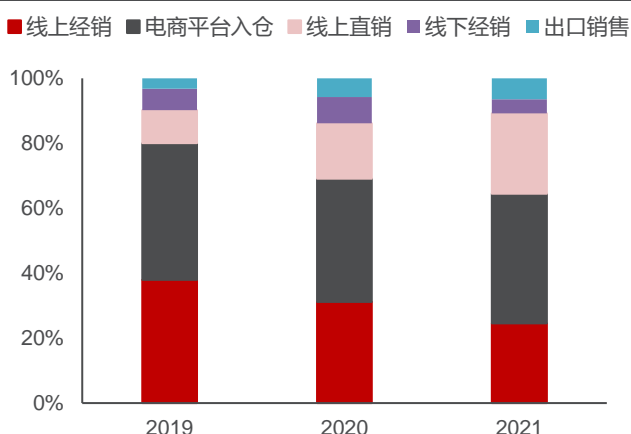
资料来源：小熊电器淘宝官方旗舰店，民生证券研究院

4 渠道端优势：线上渠道运营优势显著，多元化营销精准投放

4.1 全渠道运营能力突出，紧跟流量趋势发力新兴电商

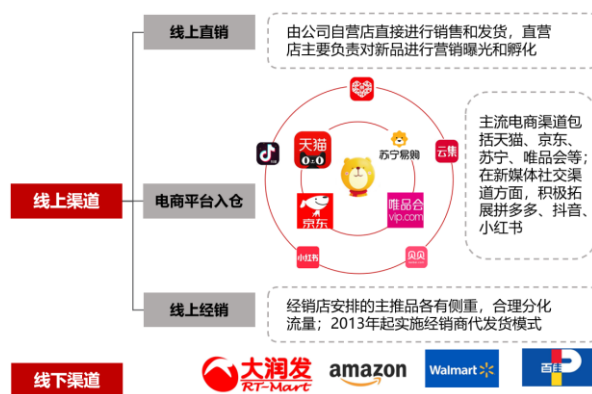
公司以线上渠道为主，丰富完善全渠道布局。2022 年公司线上、线下收入比重分别为 85%、15%，线上渠道仍为公司主力渠道。公司线上渠道主要通过线上经销、电商平台入仓和线上直销方式，覆盖天猫商城、京东商城和唯品会等主流电商平台和拼多多、抖音等新兴电商平台进行销售；同时，公司布局线下、海外销售渠道，与苏宁、沃尔玛、大润发等连锁终端建立合作关系，充分利用经销商或海外客户的资源和经验优势，将产品渗透至线下流通渠道，实施全渠道运营的销售模式，加速线上线下融合发展。

图38：2019-2021 年公司分渠道销售占比收入



资料来源：可转换公司债券募集说明书，民生证券研究院

图39：公司多样化布局销售渠道



资料来源：wind，民生证券研究院

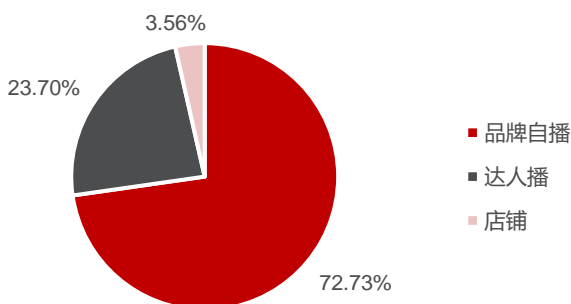
传统电商流量见顶，公司直营比例提升并积极优化经销商体系。公司较早精耕于小家电市场，电商渠道崛起之时，小熊乘线上渠道红利，取得了亮眼的成长表现。随着电商红利逐渐衰退见顶，公司积极进行渠道改革，逐步提升线上直营比例，积极优化经销商体系。公司线上直销占比逐步上升，从 2019 年的 10.51% 上升至 2021 年的 24.81%。由于线上直销业务免去经销商环节，毛利率高于经销业务，直销占比提升一定程度上提振公司毛利率水平。对于旗下热销产品，针对不同经销商采取不同主推策略，合理安排各经销商主推产品，各经销商之间错位竞争，有效避免潜在的恶性竞争问题，集中店铺资源，实现多品类、多 SKU 流量曝光和长尾品类全面覆盖；新产品则主要交给官方旗舰店进行运营和宣传，产品成熟后下放给各大经销商，巩固线上渠道优势。

表5：2023年4月小熊淘系经销商主推产品

	TOP1	TOP2	TOP3
小熊永维专卖店	电热饭盒	电饭煲	咖啡机
小熊珺哈专卖店	养生壶	烧水壶	电炖盅
小熊清致专卖店	绞肉机	电热饭盒	煮蛋器
小熊米淘专卖店	煎蛋器	煮蛋器	辅食机
小熊尚拓专卖店	煮蛋器	榨汁机	电蒸锅
小熊慕熙专卖店	绞肉机	电炖盅	电热饭盒
小熊荣裕专卖店	打蛋器	煮茶器	电饭煲

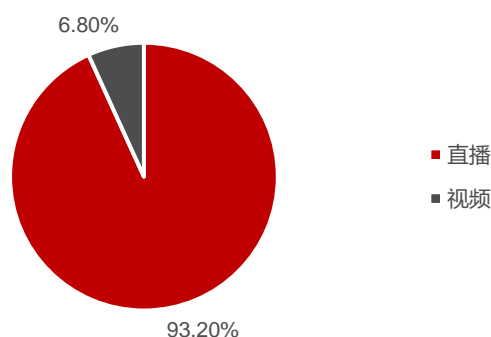
资料来源：淘宝，民生证券研究院绘制

公司紧跟流量趋势，积极发力新兴电商。小家电市场属于典型的长尾市场，长尾市场的需求具有产品品类丰富、需求周期短、迭代速度快的主要特征，产品可替代性较强，消费者的忠诚度相对较低，直播模式下容易由低价折扣引发冲动消费。2020年后“短视频+直播+社群平台”等新营销模式逐渐兴起，公司紧跟时势加大布局力度，已在抖音等平台建立以自营团队为主的直播体系。目前公司在抖音带货方式以直播为主，带货渠道主要依赖品牌自播和达人播，热销产品包括压面机、电煮锅、空气炸锅等。短期来看，抖音渠道规模占比较小，但增速迅猛，未来有望成为重要增长点。

图40：公司抖音带货渠道占比


注：统计时间段为 2022.10.04-2023.4.11

资料来源：蝉妈妈，民生证券研究院

图41：公司抖音带货方式占比


注：统计时间段为 2022.10.04-2023.4.11

资料来源：蝉妈妈，民生证券研究院

风云际遇，新渠道兴起和流量规则变化带来新品牌崛起。线上渠道和流量的发展经历了几次变迁：1) 电商发展早期，以淘宝、天猫和京东等传统电商平台为主，这一时期流量主要通过搜索引擎、淘宝内部推荐来获得；2) 社交电商兴起，以抖音、小红书、拼多多为主，这些平台通过算法推荐、社交传播、短视频等方式获取流量，更加注重用户个性化需求；3) 流量碎片化时代，流量成本更高，流量获取更加注重用户画像和兴趣标签，流量分配机制更加复杂和多样化，马太效应更强。渠道的变迁反映了流量的变迁，其核心是营销方式的变迁。在电商渠道流量获取成本不断提升、流量碎片化的趋势下，企业需要不断学习新的营销方式，提升全渠道运营能力，才能把握新渠道蕴含的机会。

表6：中国电商渠道发展历程及流量规则变化

	线下渠道	线上传统电商	社交电商&内容电商
代表平台	苏宁、国美	淘宝、天猫、京东	抖音、小红书、拼多多
流量规则变化	通过实体店、广告宣传、会员卡营销、团购等方式提高进店率	流量主要通过搜索引擎、淘宝内部推荐等渠道获取。商家需要付出一定的广告费用才能获取更多的曝光和流量，流量分配的机制比较单一，主要由平台来掌控	通过算法推荐、社交传播、短视频等方式获取流量，并将流量分配给不同的商家和内容创作者。社交电商平台更加注重用户个性化需求。
优势小家电品牌	美的、九阳、苏泊尔	小熊、飞科	小熊、摩飞
品牌壁垒	深耕线下渠道多年，旗舰店在一二线城市基本实现全覆盖	利用淘宝流量精准定位年轻人，“萌”形象贴近年轻消费者喜好，IP联名扩大品牌知名度	小红书推文精准定位核心人群；达人直播带货扩大知名度；种草视频营造社交属性和氛围感

资料来源：民生证券研究院绘制

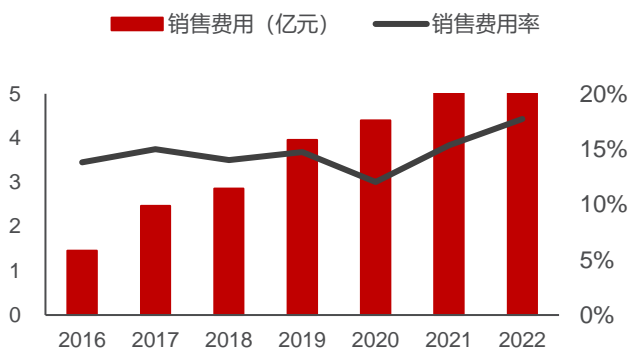
流量碎片化时代，强者恒强效应凸显。流量碎片化时代下，通过搜索引擎、社交媒体、短视频、直播等多种渠道获取流量已成为常态。此时，流量获取更加注重用户画像和兴趣标签，流量分配机制更加复杂和多样化，流量进一步分化，千人千面流量机制将消费者划分为不同细分圈层，用户画像和兴趣标签更加多样。大品牌更容易在细分赛道出圈，小品牌要获得较大的声量变得更加困难。

流量分化叠加流量转化率下降，小熊占据有利地位。在流量分化和流量转化率下降的趋势下，竞争加剧，头部品牌强者恒强，中部小品牌由于流量劣势逐渐出清。小熊从线上渠道起家，借助电商红利实现了早期积累，随后又逐步建立了完善的线上销售体系，积极拥抱直播带货、内容运营等新模式，线上渠道优势显著。

4.2 营销投入持续加大，多样化布局精准聚焦年轻群体

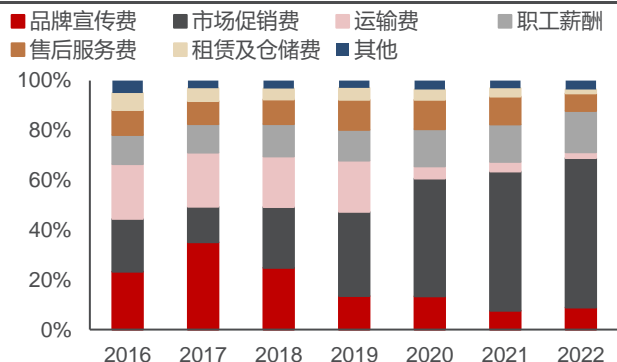
营销投入持续增长，销售费用水平逐步提升。公司持续重视营销投入，销售费用水平从2016年的1.45亿元增长至2022年的7.30亿元，CAGR高达30.85%。销售费用率方面，2022年由于直营占比增加，公司继续加大市场促销费及品牌宣传力度，公司销售费用率达到17.72%。其中，2022年公司品牌宣传费、市场促销费合计占销售费用比重68.9%，同比+33.5pct。

图42：2016-2022年公司销售费用率变化



资料来源：wind，民生证券研究院

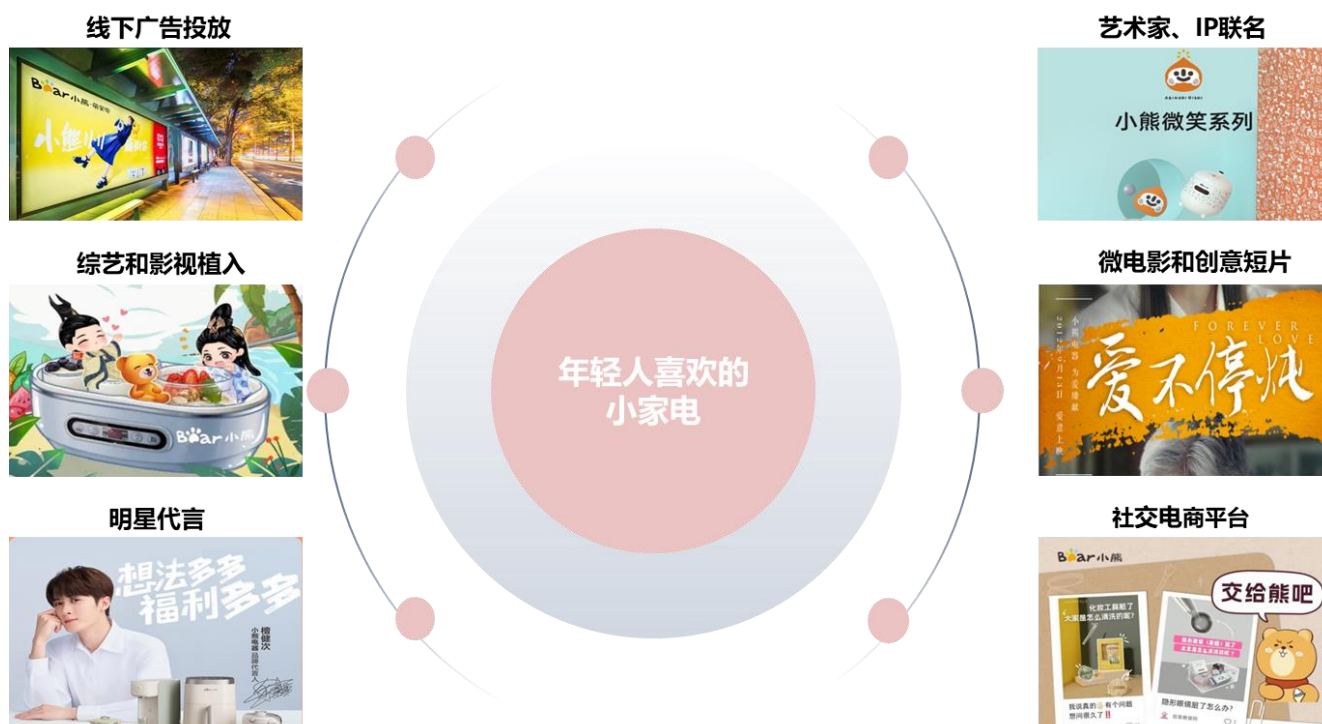
图43：2016-2022年公司销售费用组成情况



资料来源：wind，民生证券研究院

全线布局营销渠道，实现年轻群体精准覆盖。作为“创意小家电+互联网”领先企业之一，小熊电器定位当代年轻群体，对年轻人喜好的精准洞察，成为年轻人的小家电潮流趋势风向标。公司积极转变传统平台营销策略，为了近距离接近消费者，获得年轻人青睐，在私域能力方面投入大量的精力运作，采用手段包括但不限于传统广告投放、电商平台直播宣传、明星代言、影视及综艺节目植入、微电影及创意短片、艺术家 IP 联名等途径，积极推广“小熊”自主品牌，在抖音、小红书、微博等年轻人主流社交平台实现全面覆盖，专注做“年轻人喜欢的小家电”。

图44：营销渠道全线布局，精准覆盖目标群体



资料来源：百度、抖音、小红书、公司官网，民生证券研究院

以抖音电商渠道为例，公司积极布局抖音渠道，重视品牌宣发，截至 2023 年 4 月，小熊抖音官方旗舰店粉丝突破 193 万，位居行业前列。公司商品矩阵丰富，新兴产品 SKU 持续增加，并且重视抖音平台直播渠道，在关联达人、关联视频等数据上相较同业处于较高水平，未来市场份额有望进一步拓展。

表7：抖音渠道主要小家电品牌数据对比

	小熊	苏泊尔	九阳	美的	摩飞	北鼎
粉丝数量	193.6w	149.3w	158.5w	164.6w	41.8w	18.6w
商品数量	2146	4165	2698	5607	624	198
平均客单价	182.46	211.6	220.49	1002.28	388.43	1416.44
关联达人	5619	1.2w	4035	5643	2731	216
关联小店	50	149	197	230	38	6
关联直播	1.1w	3.5w	1.3w	3.8w	8379	1536
关联视频	8674	3.1w	6174	6731	4160	219

注：统计时间段为 2022.11.09-2023.5.7

资料来源：蝉妈妈，民生证券研究院

全天候、周期性直播引流，带货转化率有望进一步提升。根据蝉妈妈数据，小熊直播间在 2022.11.09-2023.5.7（180 天）直播场次 193 场，基本完成了全天直播覆盖，直播时间段从早 8 点至晚上 24 点，平均时长 15 小时，不间断直播推广产品，培养用户观看习惯，持续汇聚流量并提高用户留存率。

表8：抖音渠道主要家电品牌直播数据分析

	小熊	苏泊尔	九阳	美的	摩飞	北鼎
直播场次	193	204	194	211	278	251
场均观看	13.1w	9.8w	3.4w	2.4w	0.4w	1.0w
带货转化率	0.79%	1.20%	0.82%	0.37%	1.06%	0.62%
场均销量	1000~2500	1000~2500	250~500	75~100	25~50	50~75
场均销额	10w~25w	25w~50w	7.5w~10w	25w~50w	1w~2.5w	10w~25w
场均 UV 价值	1.37	3.37	2.34	13.91	5.31	10.5

注：统计时间段为 2022.11.09-2023.5.7

资料来源：蝉妈妈，民生证券研究院

短视频持续引流，打造专属粉丝社群。短视频平台让碎片化时代的触网体验得到更好的保障，打破了消费的时间和空间局限，成为各大企业争夺流量的高地。对比各品牌近半年发布的短视频，小熊抖音渠道视频数量、平均点赞量均位居前列，实现了较好的短视频引流效果。小熊积极参与抖音话题讨论，其中“让微笑继续”、“大地时装秀”、“宅时光轰趴”话题共收获 6.4 亿、2.8 亿、1.3 亿次播放。此外，小熊抖音短视频合集《熊の好物》、《熊の早餐》、《熊の减脂》以及《熊の大地时装秀》等系列均获得可观的视频播放量。

图45：小熊抖音主要参与话题讨论



资料来源：抖音，民生证券研究院

图46：小熊抖音主要短视频合集



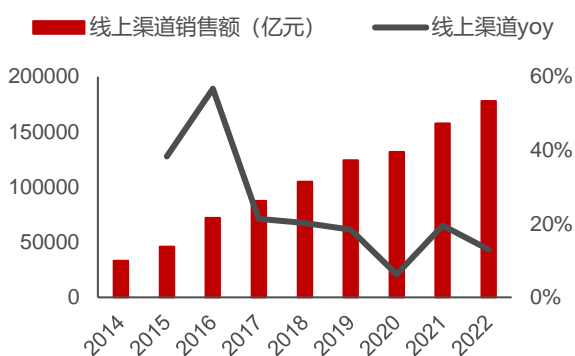
资料来源：抖音，民生证券研究院

5 成长空间：布局高增长品类，母婴赛道有望成为新增长极

5.1 正值蓝海，母婴小家电市场成长可期

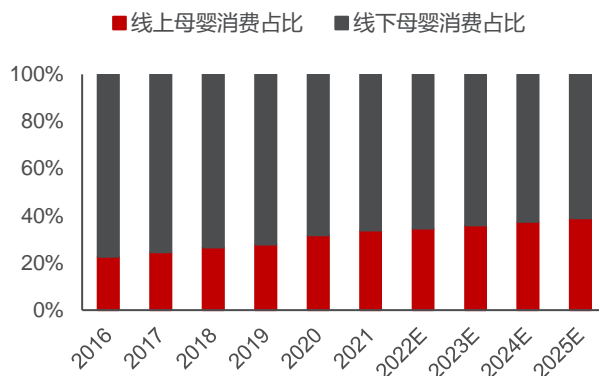
供给端：互联网快速发展进一步赋能母婴消费。母婴消费者由于身体和出行不便等原因，更依赖电商平台消费。我国线上电商快速发展，为母婴线上消费提供了技术支持，促进了母婴线上消费的发展，母婴消费的线上占比持续提升。根据艾瑞咨询数据，线上母婴消费占比预计由2016年的23%提升至2025年的39%。

图47：中国电商渠道快速发展



资料来源：欧睿，民生证券研究院

图48：母婴电商消费份额持续提升



资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

政策端：政策利好巩固母婴消费确定性。“二孩”、“三孩”政策的推出释放了更多新的消费需求，新生婴儿的增量有望使整个母婴产业链需求量有所提升，“宝宝经济”将成为母婴产业新增长点。同时，2022年1月起实施的3岁以下婴幼儿照护专项附加扣除政策进一步给母婴产业释放了利好消息。

表9：母婴消费政策梳理

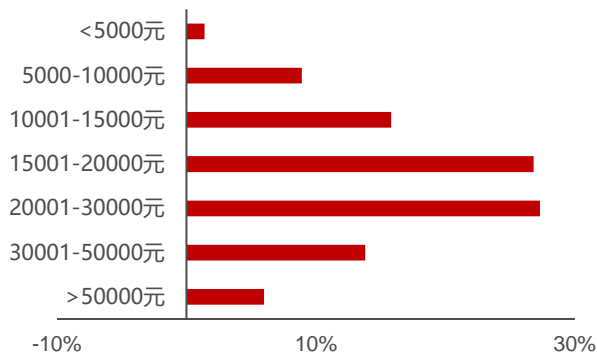
时间	部门/地方	文件/活动	内容
2022.04	国务院办公厅	《关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》	国务院办公厅印发《关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》。
2022.03	国务院	《关于落实<政府工作报告>重点工作分工的意见》	鼓励地方开展绿色智能家电下乡和以旧换新。
2021.12	发改委	《关于振作工业经济运行推动工业高质量发展的实施方案的通知》	鼓励有条件的地区开展农村家电更新行动，实施家具家装下乡补贴和新一轮汽车下乡，促进农村居民耐用消费品更新换代。
2021.06	国务院	《关于优化生育政策促进人口长期均衡发展的决定》	提出“研究推动将3岁以下婴幼儿照护费用纳入个人所得税专项附加扣除”
2021.03	国务院	《关于落实<政府工作报告>重点工作分工的意见》	“稳定增加汽车、家电等大宗消费”，重点工作“点名”家电消费，扩大家电内需。
2021.02	国务院	《关于加快建立健全绿色低碳循环发展经济体系的指导意见》	完善废旧家电回收处理体系，推广典型回收模式和经验做法。

资料来源：国务院，发改委，民生证券研究院

需求端：收入提升带动母婴消费增长。随着人均收入水平的提升，育儿家庭的

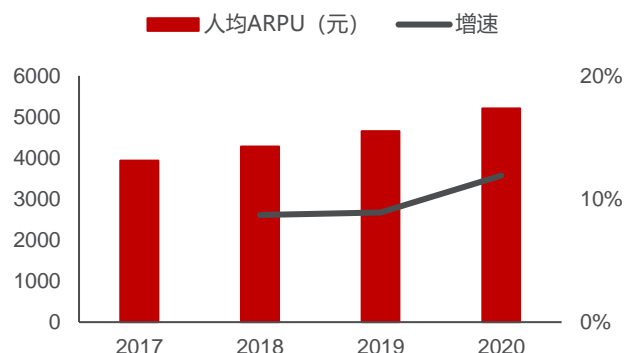
收入也有所增长, 2021 年约有 5 成母婴家庭月收入在 2 万元以上。母婴家庭收入的增长带动了母婴消费支出的增加, 2020 年中国母婴家庭人均育儿 ARPU 首次超过 5000 元, 同比增速 11.9%, 母婴家庭的消费支出逐年提升。

图49: 2021 年中国母婴人群家庭月收入分布



资料来源: 艾瑞咨询, 民生证券研究院

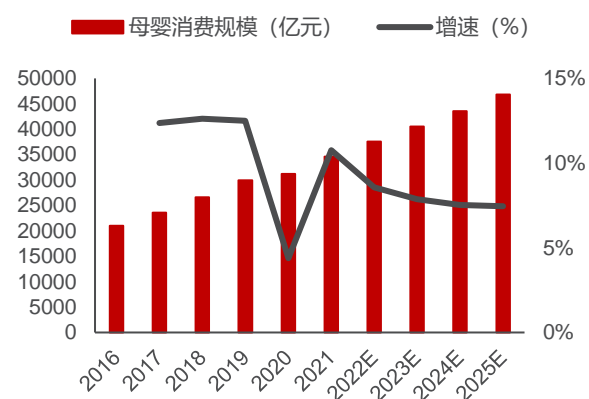
图50: 中国母婴家庭育儿人均 ARPU 及增速



资料来源: 比达咨询, 民生证券研究院

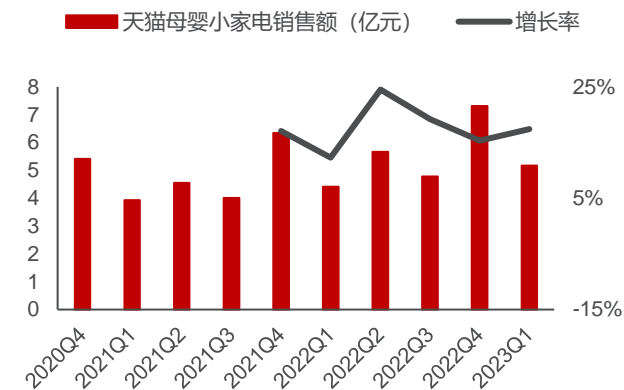
母婴消费市场前景广阔, 母婴小家电市场成长可期。根据艾瑞数据, 2021 年中国母婴消费规模达 34591 亿元, 预计到 2025 年将达到 46797 亿元。母婴消费呈现家电化趋势, 厂商不断更迭技术, 为消费者提供更加多元、实用的产品, 从供给端促进了母婴家电的消费。以小熊恒温水壶为例, 利用微电脑技术控制水温, 外置感温探头和 NTC 控温, 并且电子屏幕实时显示温度, 方便冲调。母婴家电市场成长可期, 根据中怡康数据, 超过 90% 的孕期女性都关注过母婴家电产品, 2022 年母婴家电市场零售额可达到 350 亿元, 同比增长 25%。

图51: 母婴消费市场前景广阔



资料来源: 艾瑞咨询, 民生证券研究院

图52: 天猫母婴小家电增速亮眼

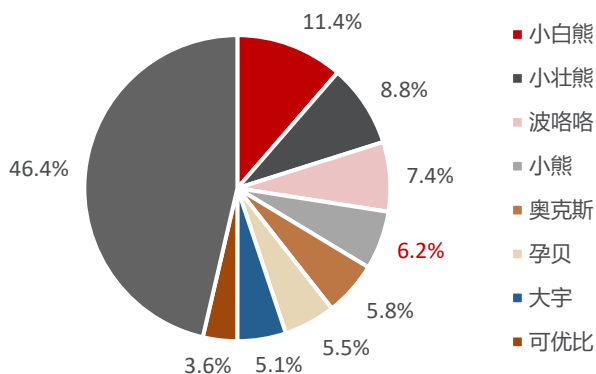


资料来源: 魔镜数据, 民生证券研究院

竞争格局高度分散, 小熊凭借高质价比优势乘势而上。母婴小家电尚处发展初期, 品牌集中度较低, 市场份额前三的品牌分别为小白熊 (11%)、小壮熊(9%)、波咯咯(7%)。小熊天猫市场份额排名第四 (6%), 与前几名的市场份额相差不大。而小熊天猫母婴厨房小家电的增速势头迅猛, 有望赶超竞争对手。2022 年天猫母婴厨房小家电市场份额前十的企业中, 既有传统小家电企业苏泊尔、奥克斯等, 也有新兴小家电企业小熊, 还有大量的母婴品牌如小白熊、小壮熊、波咯咯、oidire

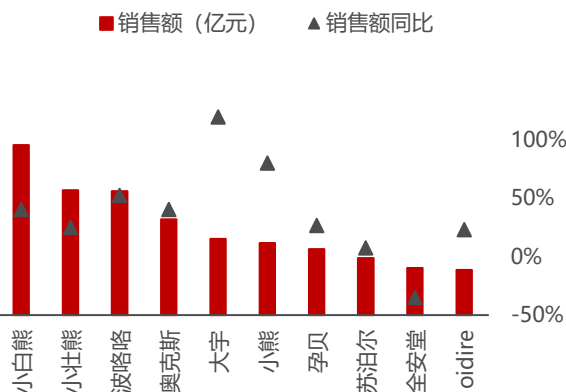
等。小壮熊、奥克斯、小熊性价比较高，而小白熊、波咯咯、大宇主打中高端市场。公司有望凭借高质价比优势与精品化标签在母婴小家电市场进一步提升市场份额。

图53：23Q1 淘系母婴厨房小家电竞争格局



资料来源：魔镜数据，民生证券研究院

图54：2022 年小熊天猫母婴厨小电销额及增速较高

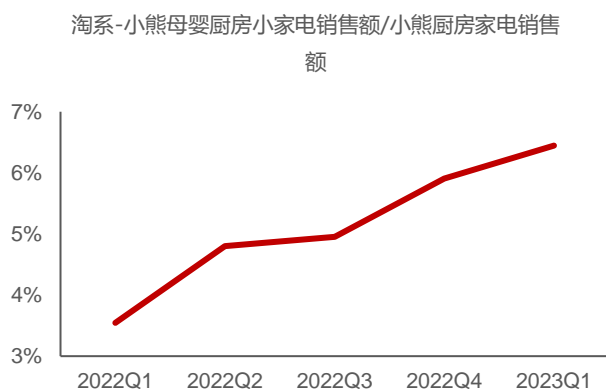


资料来源：魔镜数据，民生证券研究院

5.2 发力母婴，前瞻布局有望开启新增长曲线

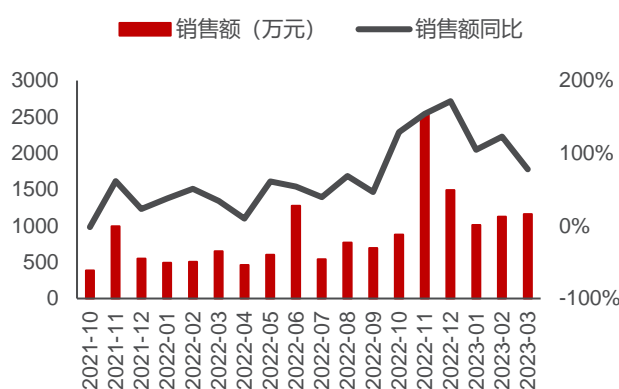
小熊发力母婴小家电，持续拓展 SKU。2022 年小熊发力母婴家电赛道，小熊淘系母婴厨房小家电与小熊淘系厨房电器销售额占比持续上升，母婴业务销售额比重逐步扩大。与此同时，小熊积极拓展 SKU，根据魔镜数据，小熊在天猫母婴厨房小家电的宝贝数量从 2020.10 的 107 件拓展到 2023.02 的 289 件。

图55：小熊母婴厨房小家电销售额占比持续提升



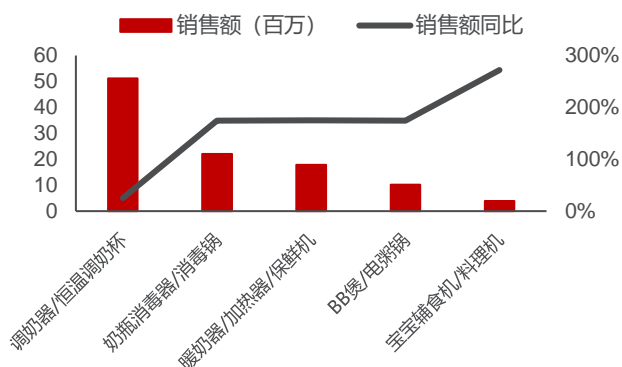
资料来源：魔镜数据，民生证券研究院

图56：小熊天猫母婴厨房小家电增速亮眼



资料来源：魔镜数据，民生证券研究院

多赛道布局，调奶瓶类规模领先，辅食机类增长潜力大。从小熊母婴小家电品类看，2022 年销售规模排名前三为调奶器/恒温调奶杯、奶瓶消毒器/消毒锅和暖奶器/加热器/保鲜机；增速排名前三为宝宝电奶锅/辅食锅、奶瓶清洗机/全自动清洗消毒机、宝宝恒温饭盒/恒温碗/恒温餐盘，是具有增长潜力的品类。

图57：2022 小熊淘系销售额前 5 母婴厨房小家电品类


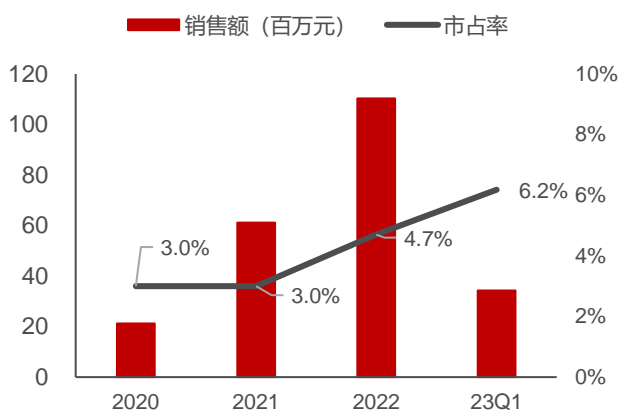
资料来源：魔镜数据，民生证券研究院

图58：2022 年母婴品类市场份额、增速及均价

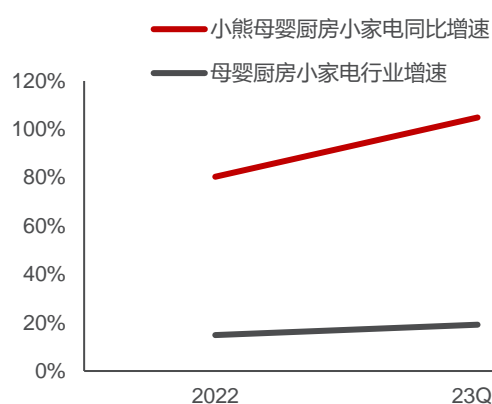
类目	市场份额	同比增速	均价 (元)
调奶器/恒温调奶杯	40.62%	0.81%	212.67
奶瓶消毒器/消毒锅	25.97%	5.55%	504.44
暖奶器/加热器/保鲜机	17.75%	26.07%	259.25
宝宝辅食机/料理机/食物搅拌机	6.05%	250.54%	179.35
电动奶粉搅拌机/摇奶器	3.69%	156.42%	221.52
BB煲/电粥锅	2.83%	48.16%	213.24
宝宝恒温饭盒/恒温碗/恒温餐盘	1.80%	599.53%	286.57
宝宝电奶锅/辅食锅	0.48%	36423.46%	106.78
奶瓶清洗机/全自动清洗消毒机	0.24%	604.80%	1908.76
自动泡奶机	0.15%	194.01%	1592.03
宝宝蒸蛋机/煮蛋器	0.07%	8.51%	92.25

资料来源：魔镜数据，民生证券研究院

小熊母婴小家电增速领先行业，有望成为新增长极。小熊淘系母婴厨房小家电的市占率从 2020 年的 3% 逐步提升至 2023 年 Q1 的 6%，市占率提升显著。2022 年与 2023 年 Q1 小熊母婴厨房小家电销售额增速领先于行业增速，小熊增速分别为 80%/105%，远高于行业的 15%/19%。小熊凭借高质价比标签持续开拓母婴小家电市场，母婴小家电有望成为公司成长新引擎。

图59：小熊淘系母婴小家电市占率逐年上升


资料来源：魔镜数据，民生证券研究院

图60：小熊母婴厨房小家电增速领先行业


资料来源：魔镜数据，民生证券研究院

6 盈利预测与投资建议

6.1 盈利预测假设与业务拆分

我们主要对公司的主要品类收入做出预测：**1) 厨房小家电**：厨房小家电为公司的营收占比最大品类，公司持续精品化战略，不断进行产品升级与品类拓展创新，我们预计整体厨房小厨电业务 23-25 年收入分别为 39.36/45.60/52.36 亿元，同比分别+17.03%/15.87%/14.81%。**2) 生活小家电**：公司持续拓宽品类覆盖，我们预计整体生活小家电业务 23-25 年收入分别为 4.35/5.00/5.75 亿元，同比分别+10.0%/15.0%/15.0%。**3) 其他小家电**：其他小家电包含母婴、个护小家电等，其中公司母婴小家电发展速度较快，潜力较大，带动整体其他小家电规模提升，我们预计其他整体其他小家电业务 23-25 年收入分布为 5.22/7.82/10.95 亿元，同比分别为+60.0%/50.0%/40.0%。

表10：小熊电器分品类营收预测（亿元）

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	36.60	36.06	41.18	49.43	59.14	70.06
YOY	36.16%	-1.46%	14.18%	20.03%	19.65%	18.47%
按品类拆分						
厨房小家电（锅煲类）收入	6.82	7.67	10.05	11.76	13.52	15.55
YOY	21.13%	12.56%	30.91%	17.00%	15.00%	15.00%
占比	18.63%	21.28%	24.40%	23.50%	23.44%	29.70%
厨房小家电（壶类）收入	5.63	6.28	7.53	10.09	12.61	15.14
YOY	7.12%	11.50%	19.87%	34.00%	25.00%	20.00%
占比	15.39%	17.41%	18.28%	16.19%	15.44%	28.91%
厨房小家电（电动类）收入	8.65	5.97	6.03	6.63	7.30	8.03
YOY	51.09%	-31.03%	1.01%	10.00%	10.00%	10.00%
占比	23.64%	16.55%	14.64%	10.87%	8.96%	15.33%
厨房小家电（电热类）收入	4.07	3.30	3.18	3.34	3.51	3.68
YOY	37.41%	-18.84%	-3.56%	5.00%	5.00%	5.00%
占比	11.11%	9.15%	7.73%	7.01%	6.39%	7.03%
厨房小家电（西式类）收入	6.00	6.11	6.85	7.54	8.67	9.97
YOY	113.48%	1.81%	12.03%	10.00%	15.00%	15.00%
占比	16.40%	16.95%	16.63%	19.53%	20.33%	19.03%
生活小家电收入	4.01	4.07	3.95	4.35	5.00	5.75
YOY	5.11%	1.28%	-2.77%	10.00%	15.00%	15.00%
占比	10.97%	11.27%	9.60%	9.05%	8.63%	8.20%
其他小家电收入	1.16	2.28	3.26	5.22	7.82	10.95
YOY	137.89%	96.14%	42.87%	60.00%	50.00%	40.00%
占比	3.18%	6.32%	7.91%	12.24%	14.86%	15.64%
其他业务收入	0.25	0.39	0.34	0.51	0.71	1.00
YOY	33.82%	53.39%	-12.59%	50.00%	40.00%	40.00%
占比	0.69%	1.07%	0.82%	1.61%	1.96%	1.43%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

6.2 估值分析与投资建议

我们选取苏泊尔、九阳股份、新宝股份、北鼎股份作为可比公司。

1) 苏泊尔：苏泊尔为全球炊具、厨房小家电龙头企业。公司目前已覆盖厨房小家电、炊具、厨卫电器与家居生活电器四大品类，形成“电器+炊具”双轮驱动的收入格局。2022 年实现营收 201.71 亿元，同比-6.55%。

2) 九阳股份：从单一豆浆机品类起家，逐步转型生活品质小家电，向清洁电器品类扩张，成长为品质生活小家电龙头品牌。2022 年实现营收 101.77 亿元，同比-3.45%。

3) 新宝股份：公司专注于小批量多品种的小家电生产，为小家电行业出口龙头企业。公司是从事设计研发、生产、销售小家电产品的企业之一，覆盖厨房电器、家居护理电器、婴儿电器、制冷电器、个护美容电器等多类目小家电产品。2022 年实现营收 136.96 亿元，同比-8.15%。

4) 北鼎股份：公司以国际品牌 OEM/ODM 外销业务起家，后战略转型自主高端品牌，推出热销产品养生壶，为高端养生小家电领军者。2022 年实现营收 8.05 亿元，同比-4.98%。

23/24 年可比公司平均 PE 为 20x/17x，我们预计小熊电器 23/24 年 EPS 分别为 3.06/3.72，对应 PE 为 27x/22x，高于行业可比公司平均水平。相比可比公司，公司估值较高主要系精品化战略引导下的品牌升级、创意小家电的龙头地位以及较高的成长空间。根据 23-25 年小熊电器与可比公司净利润 CAGR，我们得出小熊电器 PEG (2024E) 为 1.12，低于可比公司平均 PEG (2024E) =1.16，显示小熊电器成长性较优。

表11：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)				23-25 CAGR	PEG 2024E
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E		
002032.SZ	苏泊尔	47.42	2.56	2.83	3.13	3.46	18.52	16.76	15.15	13.71	10.57%	1.43
002242.SZ	九阳股份	15.68	0.69	0.95	1.10	1.24	22.72	16.51	14.25	12.65	14.25%	1.00
002705.SZ	新宝股份	17.03	1.16	1.27	1.45	1.59	14.68	13.41	11.74	10.71	11.89%	0.99
300824.SZ	北鼎股份	10.15	0.14	0.30	0.37	0.45	72.50	33.83	27.43	22.56	22.47%	1.22
	可比公司平均	/	/	/	/	/	32.11	20.13	17.14	14.91	/	1.16
002959.SZ	小熊电器	83.64	2.47	3.06	3.72	4.40	33.86	27.33	22.48	19.01	19.99%	1.12

资料来源：wind，民生证券研究院预测；

注：可比公司数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2023 年 5 月 26 日

公司在深耕厨房小家电的同时，积极开拓生活、个护、母婴等新品类，母婴、清洁赛道景气度向上；同时，在精品化战略的引导下步入品牌重塑期，公司作为长尾精品王者未来可期。我们看好公司中长期业绩向上弹性，维持“推荐”评级。

7 风险提示

1) **新品表现不如预期。**公司持续推出创新产品，存在新品推广和销售不及预期的风险。

2) **行业竞争加剧。**随着行业众多新加入者进入行业，可能存在竞争加剧导致收入增长不及预期，利润率降低的风险。

3) **原材料成本上涨。**若当前原材料价格持续上涨，成本压力继续向上，公司盈利能力将受影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	4,118	4,943	5,914	7,006
营业成本	2,617	3,202	3,834	4,544
营业税金及附加	27	30	35	42
销售费用	730	830	976	1,156
管理费用	154	178	213	252
研发费用	137	178	213	252
EBIT	459	536	656	776
财务费用	-4	-17	-16	-20
资产减值损失	-28	-41	-49	-58
投资收益	24	44	53	63
营业利润	487	556	677	801
营业外收支	-32	0	0	0
利润总额	455	556	677	801
所得税	69	78	95	112
净利润	386	478	582	689
归属于母公司净利润	386	478	582	689
EBITDA	593	711	923	1,147

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,116	2,084	2,410	2,846
应收账款及票据	66	173	206	245
预付款项	32	48	58	68
存货	651	775	928	1,100
其他流动资产	750	771	773	776
流动资产合计	3,616	3,851	4,375	5,034
长期股权投资	5	5	5	5
固定资产	726	988	1,202	1,405
无形资产	299	319	339	359
非流动资产合计	1,257	1,583	1,862	2,128
资产合计	4,873	5,434	6,238	7,162
短期借款	220	220	220	220
应付账款及票据	1,433	1,649	1,975	2,340
其他流动负债	380	369	419	476
流动负债合计	2,033	2,239	2,613	3,036
长期借款	3	4	4	4
其他长期负债	471	470	470	470
非流动负债合计	474	475	475	475
负债合计	2,506	2,713	3,088	3,511
股本	156	156	156	156
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2,367	2,721	3,150	3,651
负债和股东权益合计	4,873	5,434	6,238	7,162

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	14.18	20.03	19.65	18.47
EBIT 增长率	56.47	16.79	22.56	18.15
净利润增长率	36.31	23.79	21.78	18.29
盈利能力 (%)				
毛利率	36.45	35.21	35.17	35.14
净利润率	9.38	9.68	9.85	9.83
总资产收益率 ROA	7.93	8.80	9.34	9.62
净资产收益率 ROE	16.32	17.58	18.49	18.87
偿债能力				
流动比率	1.78	1.72	1.67	1.66
速动比率	1.44	1.34	1.29	1.26
现金比率	1.04	0.93	0.92	0.94
资产负债率 (%)	51.43	49.93	49.51	49.02
经营效率				
应收账款周转天数	5.88	13.00	13.00	13.00
存货周转天数	90.78	93.00	93.00	93.00
总资产周转率	0.97	0.96	1.01	1.05
每股指标 (元)				
每股收益	2.47	3.06	3.72	4.40
每股净资产	15.12	17.38	20.12	23.33
每股经营现金流	3.92	3.56	6.27	7.70
每股股利	0.80	0.98	1.19	1.41
估值分析				
PE	34	27	22	19
PB	5.5	4.8	4.2	3.6
EV/EBITDA	19.68	16.45	12.32	9.54
股息收益率 (%)	0.96	1.17	1.43	1.69

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	386	478	582	689
折旧和摊销	134	176	267	371
营运资金变动	94	-105	124	136
经营活动现金流	613	557	981	1,205
资本开支	-303	-504	-546	-637
投资	-23	0	0	0
投资活动现金流	85	-458	-492	-573
股权募资	3	0	0	0
债务募资	750	1	-1	0
筹资活动现金流	762	-132	-163	-196
现金净流量	1,459	-32	325	436

插图目录

图 1: 小熊发展历程.....	3
图 2: 小熊股价走势复盘.....	4
图 3: 小熊电器股权结构集中 (截至 2022 年底)	5
图 4: 2016-2022 分业务营收占比.....	6
图 5: 2016-2022 厨房小家电细分品类占比.....	6
图 6: 公司产品线从厨房小电器向生活小家电、其他小家电拓展.....	6
图 7: 小熊以线上销售为主.....	7
图 8: 小熊淘系平台与京东平台销售情况.....	7
图 9: 小熊海外营收占比较低.....	7
图 10: 海外业务布局历程.....	7
图 11: 2015-2022 年营收及同比增速.....	8
图 12: 2015-2022 归母净利润及增速.....	8
图 13: 2022 年盈利能力显著提升.....	8
图 14: 2017-2022 毛利率相较同业处于较高水平.....	8
图 15: 洞察场景需求, 拓展细分场景, 创新研发产品.....	9
图 16: 双十一消费者长尾家电的决策周期 (天) 更短.....	11
图 17: “颜值”为大学生购买商品的重要驱动因素.....	11
图 18: 中日小家电零售量与人口数量之比 (台/人)	11
图 19: 中日厨房小家电零售量与人口数量之比 (台/人)	11
图 20: 2020-2022 年中国小家电市场 CR10 (%)	12
图 21: 2022 年中国厨房小家电市场 CR10.....	12
图 22: 2020-23Q1 小熊品类集中度情况 (按销额)	13
图 23: 小熊与美九苏相比, 品类分布较为分散.....	13
图 24: 小熊淘系平台均价低于美九苏, 但价差逐渐缩小.....	14
图 25: 小熊淘系平台均价同比增速远高于美九苏.....	14
图 26: 小熊电水壶均价与电水壶行业均价.....	15
图 27: 小熊电水壶均价 YoY 与电水壶行业均价 YoY	15
图 28: 小熊电饭煲均价与电饭煲行业均价.....	15
图 29: 小熊电饭煲均价 YoY 与电饭煲行业均价 YoY	15
图 30: 小熊破壁机均价与破壁机行业均价.....	15
图 31: 小熊破壁机均价 YoY 与破壁机行业 YoY.....	15
图 32: 小熊电水壶分型号参数对比.....	16
图 33: 2022 年小熊在淘系创新品类细分市场市占率领先.....	17
图 34: 小熊养生壶 2020-23Q1 均销额市占率第一.....	18
图 35: 小熊养生壶销额占小熊总销额比重.....	18
图 36: 小熊淘系台式净饮机销售额增速领先行业.....	18
图 37: 小熊台式净饮机图片展示.....	18
图 38: 2019-2021 年公司分渠道销售占比收入.....	19
图 39: 公司多样化布局销售渠道.....	19
图 40: 公司抖音带货渠道占比.....	20
图 41: 公司抖音带货方式占比.....	20
图 42: 2016-2022 年公司销售费用率变化.....	21
图 43: 2016-2022 年公司销售费用组成情况.....	21
图 44: 营销渠道全线布局, 精准覆盖目标群体.....	22
图 45: 小熊抖音主要参与话题讨论.....	23
图 46: 小熊抖音主要短视频合集.....	23
图 47: 中国电商渠道快速发展.....	24
图 48: 母婴电商消费份额持续提升.....	24
图 49: 2021 年中国母婴人群家庭月收入分布.....	25
图 50: 中国母婴家庭育儿人均 ARPU 及增速.....	25
图 51: 母婴消费市场前景广阔.....	25
图 52: 天猫母婴小家电增速亮眼.....	25
图 53: 23Q1 淘系母婴厨房小家电竞争格局.....	26
图 54: 2022 年小熊天猫母婴厨小电销额及增速较高.....	26

图 55: 小熊母婴厨房小家电销售额占比持续提升	26
图 56: 小熊天猫母婴厨房小家电增速亮眼	26
图 57: 2022 小熊淘系销售额前 5 母婴厨房小家电品类	27
图 58: 2022 年母婴品类市场份额、增速及均价	27
图 59: 小熊淘系母婴小家电市占率逐年上升	27
图 60: 小熊母婴厨房小家电增速领先行业	27

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 核心管理层家电行业背景深厚	5
表 2: 小熊电器产品外观设计多次获奖	11
表 3: 2022 年 5 月-2023 年 4 月小熊电器淘系平台厨房小电销额 top10 销售数据	13
表 4: 公司 2019-2022 年销售额量价分析	14
表 5: 2023 年 4 月小熊淘系经销商主推产品	20
表 6: 中国电商渠道发展历程及流量规则变化	21
表 7: 抖音渠道主要小家电品牌数据对比	22
表 8: 抖音渠道主要家电品牌直播数据分析	23
表 9: 母婴消费政策梳理	24
表 10: 小熊电器分品类营收预测 (亿元)	28
表 11: 可比公司 PE 数据对比	29
公司财务报表数据预测汇总	31

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026