

2018年08月07日

价格厚道，能否感动家电？

——小米生态链企业对家电格局影响有限

看好

相关研究

"7月零售数据下滑过度恐慌，龙头业绩增长确定性依旧" - 《2018/07/30-2018/08/03》家电周报
2018年8月7日

"家电二季度基金持仓维持超配，关注中报业绩超预期公司" - 《2018/7/16-2018/07/20》"家电周报
2018年7月23日

"家电整体维持超配，继续首推白电龙头——2018Q2家电基金持仓分析" 2018年7月23日

证券分析师

周海晨 A0230511040036
zhouhc@swsresearch.com

联系人

史晋星
(8621)23297818x转
shijx@swsresearch.com

本期投资提示：

本文以华米科技（小米手环）、青米科技（插线板）和润米科技（90分旅行箱）三家已上市的小米生态链合作企业为例，洞悉生态链企业如何发挥与小米的协同作用，在各个“蚂蚁市场”中快速抢占市场份额；并据此分析对家电各细分行业的竞争格局扰动，提出我们的思考和建议。

- **“高性价比+单品爆款”击穿蚂蚁市场。**小米生态链企业进入的蚂蚁市场包括行业集中度高、竞争格局分散；定价倍率差异大、消费两极分化；渠道层级复杂、销售费用率高三大特征。从华米、青米和润米报表拆分中，我们发现生态链企业定价倍率（零售价/成本价）通常在1.6左右，加价倍率（零售价/出厂价）在1.3左右，远低于传统小家电企业3.3倍和2.3倍以上的定价倍率和加价倍率；同时借助小米渠道自带流量，生态链企业凭借高性价比的单品爆款，迅速抢占市场份额。
- **研发、生产、销售三位一体提升效率。**生态链企业产品高性价比来自于研发、生产和销售全产业链的高效率：首先，产品定位符合8080原则、聚焦主流用户痛点，设计研发少SKU策略、提升代工生产环节效率，帮助初创企业成功切入产业链；制造端以轻资产运营+生产代工为主，寻找一流供应商提升产品质量稳定性；渠道方面更加扁平化，小米渠道销售产品毛利50:50分成，利润分成机制清晰。小米生态链企业的本质在于直销去掉渠道费用、爆款分摊模具费用、集中采购降低成本，以小博大撬动多个行业资源，为小米品牌保持热度。
- **转化率与零售价反比，新兴领域破局动能大。**经测算小米有效粉丝数量在5000万左右，从零售价和小米粉丝转化率来看，百元级别产品粉丝转化率最高，手环和插线板分别为34%和10%；千元内产品粉丝转化率5%，空气净化器和旅行箱属于此类；千元以上产品转化率只有1%-2%。目前小米生态链企业产品冲击较大的领域集中于新兴品类，收入规模前三的小米系产品分别是电视机、空气净化器和智能手环，销售规模突破20亿元、市占率第一；此外对行业冲击较大的扫地机器人和净水器业务分居市场第二和第三；传统小家电行业插线板、电饭煲、剃须刀等领域竞争格局稳定，行业巨头反击下小米冲击有限。
- **大家电耐用消费品属性、小米爆款策略难奏效。**需求层面看白电和厨电硬件为主，软件和内容营销噱头弱，产品更新周期长、高价低频试错成本高，安装售后渠道依赖程度深、品牌附加值大；供给层面白电龙头研产销一体化，核心零部件自给自足、上下游产业链相对封闭，新进入企业缺乏定价权；厨电前置安装属性决定渠道结构更加复杂，小米低价爆款+线上直销策略难奏效，中期来看代工产能和渠道服务构成瓶颈，长期来看品牌壁垒和研发积累护城河深厚，小米生态链企业冲击有限。
- **推荐传统白电、厨电行业整合上下游产业链、护城河深厚的龙头企业，关注小家电行业具备制造和产品优势的小家电龙头。**短期来看，受地产行业增速回落、三四线棚改货币化收紧预期影响，家电龙头股价表现低迷；中长期来看，我们认为小米等新进入者对家电现有竞争格局扰动有限，龙头企业产品、渠道、品牌竞争壁垒深厚，长期业绩增长确定性高，重申白电龙头美的集团、青岛海尔、格力电器、小天鹅A“买入”投资评级；小家电龙头苏泊尔、飞科电器、九阳股份产品和制造优势突出，关注中报业绩超预期。



申万宏源研究微信服务号

投资案件

结论和投资建议

推荐传统白电、厨电行业整合上下游产业链、护城河深厚的龙头企业，关注小家电行业具备制造和产品优势的小家电龙头。短期来看，受 7 月零售数据下滑、地产行业增速回落、三四线棚改货币化收紧预期影响，家电龙头股价表现低迷；中长期来看，我们认为小米等新进入者对家电现有竞争格局扰动有限，龙头企业产品、渠道、品牌竞争壁垒深厚，长期业绩增长确定性高，重申白电龙头美的集团、青岛海尔、格力电器、小天鹅 A “买入”投资评级；小家电龙头苏泊尔、飞科电器、九阳股份产品和制造优势突出，关注中报业绩超预期；厨电行业翻番空间大，龙头公司老板电器、华帝股份长期成长逻辑清晰，市占率仍有提升空间。

原因及逻辑

小米“价格厚道”的本质在于直销去掉渠道费用、爆款分摊模具费用、集中采购降低成本。生态链企业以小博大撬动多个行业资源，为小米品牌保持热度的原因主要在于两点：选对细分领域+全方位提升效率。

1) “高性价比+单品爆款”击穿蚂蚁市场。小米生态链企业进入的蚂蚁市场包括行业集中度低、竞争格局分散；定价倍率差异大、消费两极分化；渠道层级复杂、销售费用率高三大特征。从华米、青米和润米报表拆分中，我们发现生态链企业定价倍率（零售价/成本价）通常在 1.6 左右，加价倍率（零售价/出厂价）在 1.3 左右，远低于传统小家电企业 3.3 倍和 2.3 倍以上的定价倍率和加价倍率；同时借助小米渠道自带流量，生态链企业凭借高性价比的单品爆款，迅速抢占市场份额。

2) 研发、生产、销售三位一体提升效率。生态链企业产品高性价比来自于研发、生产和销售全产业链的高效率：产品定位符合 8080 原则、聚焦主流用户痛点，设计研发少 SKU 策略、提升代工生产环节效率，帮助初创企业成功切入产业链上游；制造端以轻资产运营+生产代工为主，寻找一流供应商提升产品质量稳定性；渠道方面更加扁平化，小米渠道销售产品毛利 50:50 分成，利润分成机制清晰。

有别于大众的认识

市场认为小米生态链企业的高效打法会对家电行业产生较大冲击，我们认为家电行业区别于蚂蚁市场的地方在于，首先，行业集中度高、寡头垄断市场格局早已形成；其次，小米的爆款策略难以在耐用消费品属性强的大家电领域奏效；第三，电商渠道

扁平化、行业整体加价率不高，低价策略难以奏效。

1) 转化率与零售价反比，新兴领域破局动能大。经测算小米有效粉丝数量在 5000 万左右，从零售价和小米粉丝转化率来看，百元级别产品粉丝转化率最高，手环/插线板皆属于此类；千元内产品粉丝转化率 5%，空净/旅行箱；千元以上产品转化率只有 1%-2%。目前小米生态链企业产品冲击较大的领域集中于新兴品类，收入规模前三的小米系产品分别是电视机、空气净化器和智能手环，销售额突破 20 亿元；此外对行业冲击较大的扫地机器人和净水器业务分居市场第二和第三；传统小家电行业插线板、电饭煲、剃须刀等领域竞争格局稳定，行业巨头反击下小米影响有限。

2) 大家电耐用消费品属性、小米爆款策略难奏效。需求层面看白电和厨电硬件为主，软件和内容营销噱头弱，产品更新周期长、高价低频试错成本高，安装售后渠道依赖程度深、品牌附加值大；供给层面白电龙头研产销一体化，核心零部件自给自足、上下游产业链相对封闭，新进入企业缺乏定价权；厨电前置安装属性决定渠道结构更加复杂，小米低价爆款+线上直销策略难奏效，中期来看代工产能和渠道服务构成瓶颈，长期来看品牌壁垒和研发积累护城河深厚，小米生态链企业冲击有限。

目录

1. “高性价比+单品爆款”击穿蚂蚁市场.....	8
1.1 准入门槛低导致市场竞争格局分散、龙头集中度低.....	8
1.2 消费两级分化、市场参与者定价倍率差异明显.....	9
1.3 渠道层级复杂，销售费用率高.....	11
2. 研发、生产、销售三位一体提升效率.....	13
2.1 设计研发：8080 原则、少 SKU 策略.....	14
2.2 产品生产：寻找一流供应商、轻资产代工为主.....	15
2.3 渠道销售：参股不控股，利润分成机制清晰.....	18
3. 小米生态链企业对家电行业冲击几何？.....	20
3.1 小米粉丝转化率测算：转化率与零售价成反比.....	20
3.2 小家电行业：新兴品类冲击大、成熟品类影响小.....	23
3.3 黑电行业：互联网电视争夺流量入口.....	26
3.4 白电/厨电行业：小米整体冲击有限.....	28
4. 关键启示和投资建议.....	32
4.1 小米生态链对家电企业的启示.....	32
4.2 投资建议：家电行业格局优化，龙头公司受益.....	32

图表目录

图 1: 2017 年空调行业 CR3 零售额份额 72%	8
图 2: 2017 年公牛插线板市场市占率第一	8
图 3: 全球智能可穿戴设备出货量持续快速增长	9
图 4: 2017 年小米跻身全球可穿戴设备市场第二	9
图 5: 小米生态链企业毛利率远低于传统小家电	11
图 6: 小米生态链企业定倍率普遍在 1.7 左右	11
图 7: 华米/青米/润米销售费用率低于行业平均	12
图 8: 小家电龙头销售费用率在 10%-15%	12
图 9: 飞科电器线下渠道网络深厚	12
图 10: 电饭煲线下渠道占据近 2/3 的市场份额	13
图 11: 料理机线下渠道占据 2/3 的市场份额	13
图 12: 小米对生态链企业给予全方位支持	13
图 13: 生产员工占比: 润米>青米>华米	16
图 14: 小米生态链企业整体研发占收入比重高	16
图 15: 青米前五大供应商占比逐步降低	16
图 16: 青米插线板自产比例增加带动毛利率提升	16
图 17: 开润股份自产比例在 60% 以上	17
图 18: 润米营业收入 3 年复合增速 222%	17
图 19: 华米代工生产的小米手环出货量全球第二	17
图 20: 华米开发自主品牌, 小米手环占比下降	17
图 21: 小米之家计划 2019 年开到 1000 家	18
图 22: 小米之家打造高坪效	18
图 23: 华米科技的小米渠道收入占比下降	19
图 24: 自有品牌毛利率逐渐超过小米手环毛利率	19
图 25: 润米 90 分积极布局线上线下、国内国外市场渠道	20
图 26: 商城+米家+有品月独立设备数 6000 万	21
图 27: 米粉节参与人数顶峰在 5740 万	21
图 28: 小米电视阿里线上销量市占率第一	23

图 29: 小米空净阿里线上销量市占率第一	23
图 30: 小米净水器阿里线上销额市占率第四	23
图 31: 米家(小米+石头)扫地机 618 市占率第二	23
图 32: 小米 IH 电饭煲 618 期间排名第五	23
图 33: 小米剃须刀销量市占率第四	23
图 34: 新兴小家电零售额增速高	24
图 35: 小家电零售均价显著低于大家电(元)	24
图 36: 飞科剃须刀外包比例在 60%以上(万只)	25
图 37: 飞科电吹风外包比例在 70%以上(万只)	25
图 38: 新兴小家电品类市场竞争格局未稳、为入局者提供契机	25
图 39: 彩电市场零售增速连续四年负增长	26
图 40: 2017 年以小米为首的智能电视大幅增长	26
图 41: 我国彩电品牌层次结构情况	27
图 42: 线下彩电零售额市占率分散格局不变	27
图 43: 美芝和凌达占空调压缩机销量 56%	30
图 44: 白电龙头规模优势突出	30
图 45: 厨电行业毛利率在家电中最高	30
图 46: 家装+家电双重属性决定渠道更为复杂	30
图 47: 方太、美的领跑油烟机研发专利数量	31
图 48: 厨电分层竞争格局明显	31
图 49: 油烟机零售量 CR3 市占率未过半	31
图 50: 燃气灶零售量 CR3 市占率未过半	31
表 1: 箱包行业 2017 年线上销售 TOP 品牌销售额及市占率情况	9
表 2: 90 分、新秀丽、Rimowa 天猫旗舰店销量对比	10
表 3: 分品牌智能手环、智能手表价格对比	11
表 4: 小米手环聚焦计步、闹钟、睡眠监测三大核心功能	14
表 5: 华米科技产品荣获多项产品研发设计大奖	15
表 6: 润米 90 分旅行箱“少 SKU”策略的核心优势	15
表 7: 青米、润米、华米创始团队背景	16

表 8: 小米实现线上、线下全渠道布局.....	18
表 9: 动力未来（青米科技）四类销售渠道.....	19
表 10: 商城/有品/米家用户画像有别于传统电商.....	21
表 11: 家电相关小米生态链企业一览	22
表 12: 小家电企业代工产能过剩.....	25
表 13: 2018 年上半年 13 家 TV 代工厂出货量明细（单位：万台、%）	27
表 14: 小米在空调领域的三次试水.....	28
表 15: 米家智能空调相较于线上同功能参数的空调产品，价格优势并不明显.....	29
表 16: 家电重点公司盈利预测.....	34

小米自启动上市以来引发的讨论层出不穷，其延“手机周边——智能硬件——生活耗材”的无边界生态链扩张模式也引发各行业竞争格局的扰动分析。本文尝试通过对华米科技（小米手环）、青米科技（插线板）和润米科技（90分旅行箱）三家最成功的小米生态链合作企业为例，洞悉生态链企业如何发挥与小米的协同作用，在各个“蚂蚁市场”中快速抢占市场份额；在此基础上，我们分子行业板块剖析短中长期可能面临的冲击大小；最后借鉴小米生态链企业，在新兴细分市场中寻找具备制造和产品优势的子行业龙头，在传统白电和厨电行业中选择上下游产业链整合、品牌和渠道护城河深厚的龙头企业。

1. “高性价比+单品爆款”击穿蚂蚁市场

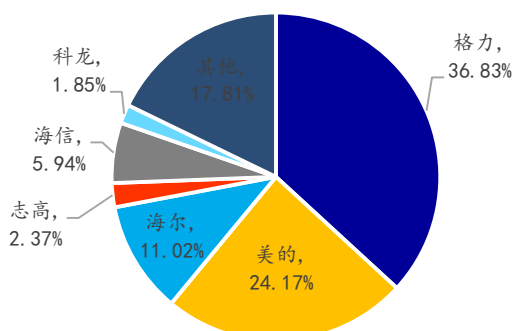
我国众多消费品市场尚处于“蚂蚁市场”规模小、不经济的状态，产能过剩、准入门槛较低的蚂蚁市场，其典型特征包括行业龙头集中度低（竞争格局分散）、定价倍率差异明显（消费两极分化，要么贵要么差）、渠道层级复杂（销售费用率高）等特点。

1.1 准入门槛低导致市场竞争格局分散、龙头集中度低

从供给端来看，成熟的家电市场一般由两到三家巨头垄断 60%-80% 的市场份额，剩下 20%-40% 的份额由二三线品牌瓜分，以空调行业为例，2017 年我国空调行业 CR3 集中度达 72.03%（中怡康）。但目前国内许多行业中巨头垄断力不强，仅占据 15%-30% 的市场份额，剩下的市场由数以万计的小厂商供应与服务，这些小厂商就像是蚂蚁，在被蚂蚁分食的市场里，没有绝对领先的大企业。

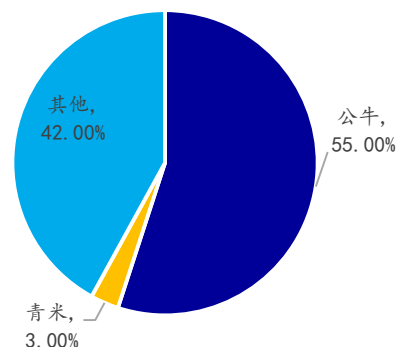
传统行业以插线板市场为例，2017 年我国插线板销量约 2 亿只，排名第一的企业公牛插线板销量达 1 亿多只，市占率达 55%；2017 年 5 月青米（动力未来）收购突破电器后年销量约 600 万只，市占率约 3%。相比插线板，箱包行业是最为典型的蚂蚁市场，中小供应商繁多且缺乏竞争力。据统计，国内箱包企业多达 2 万多家，但规模以上企业数量仅 1252 家，且国内品牌整体实力较弱，只能以量取胜；少数外资品牌占据中高端市场，价格居高不下。

图 1：2017 年空调行业 CR3 零售额份额 72%



资料来源：中怡康、申万宏源研究

图 2：2017 年公牛插线板市场市占率第一



资料来源：小米生态链战地笔记、申万宏源研究

箱包行业龙头集中度极低，CR5 市占率不足 10%。根据淘数据显示，2017 年，我国箱包行业线上销售品牌数据显示，销售额排名第一的七匹狼市占率仅 3.38%；CR5 市占率

仅 9.09%，不足 10%。从下表可以看到，前 20 名品牌之后，剩余超过 80% 的箱包市场上聚集着成千上万的众多杂牌，产品质量杂乱不一，无品牌辨识度。随着新一代消费人群消费理念的升级和线上线下流量成本的提升，有认知度的品牌有望在未来收割杂牌产品的市场份额。

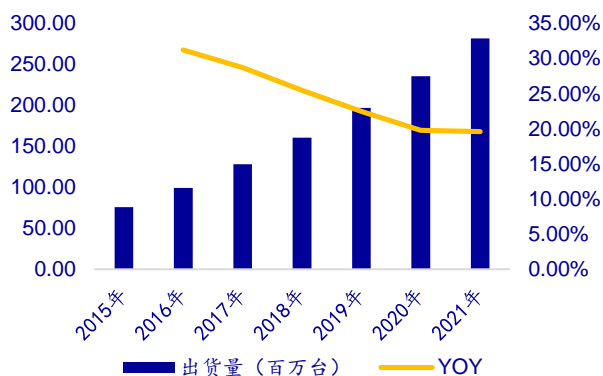
表 1：箱包行业 2017 年线上销售 TOP 品牌销售额及市占率情况

排名	品牌	销售额(万)	市占率	排名	品牌	销售额(万)	市占率
1	七匹狼	56797	3.38%	11	ELLE	13322	0.79%
2	稻草人	31170	1.85%	12	Kipling	11416	0.68%
3	Charles&Keith	24509	1.46%	13	爱华仕	11301	0.67%
4	Coach	22654	1.35%	14	阿玛尼	11205	0.67%
5	花花公子	17645	1.05%	15	汉客	10841	0.64%
6	佐斯登	17212	1.02%	16	Michael Kors	10539	0.63%

资料来源：淘数据、申万宏源研究

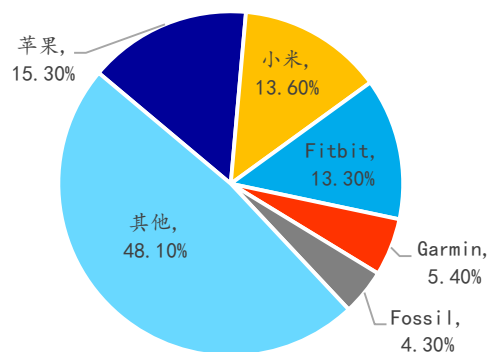
智能可穿戴市场方兴未艾，龙头集中度仍有待提升。根据 Frost&Sullivan 数据，2017 年全球智能可穿戴设备出货量达 1.33 亿只，同比增长 29%；市场规模达 208 亿美元，同比增长 30%。预计智能可穿戴设备未来几年将保持快速发展，到 2021 年智能可穿戴设备的出货量有望达到 2.82 亿只，未来 4 年复合增速达 21%。值得注意的是，智能可穿戴设备市场竞争格局仍较为分散，龙头集中度不高。根据 IDC 数据显示，2017 年智能可穿戴设备总销量第一的苹果 Apple Watch 系列销量为 1770 万支，市占率 15.3%；排名第二的小米销量为 1570 万支，市占率 13.6%；位居第三的 Fitbit 市占率 13.3%。

图 3：全球智能可穿戴设备出货量持续快速增长



资料来源：Frost&Sullivan、申万宏源研究

图 4：2017 年小米跻身全球可穿戴设备市场第二



资料来源：IDC、申万宏源研究

1.2 消费两级分化、市场参与者定价倍率差异明显

从需求端来看，市场参与者定价倍率悬殊导致行业出现“要么贵、要么差”的两极分化局面：低端产品依赖价格竞争维持运营，高端产品高投入高毛利，这种两极分化的消费现象表明定价适中的高性价比产品存在大量市场机会。

我们再以箱包市场为例，目前参与者主要分为两类，1) 海外品牌，如新秀丽、Rimowa 等，主打高端产品线，单价在数千元至上万元之间，位居市占率排名前列。2) 数量众多的国内杂牌，主打低端产品线，单价低质量次，品牌力弱。因此箱包行业在中端、中高端市场存在品牌断档，这为能够提供高性价比、强设计感、价格在数百元至 1500 元的新国货品牌提供了良好的发展契机。

润米 90 分旅行箱极致性价比击穿市场，三年销量超越新秀丽。开润股份控股子公司润米科技于 2015 年成为小米生态链合作企业，开始打造自主品牌“90 分”，通过推出极致性价比的拉杆箱产品打造爆款单品。2017 年天猫双十一期间，90 分以全网销售量超过 16 万只、销售额超过 7000 万元的成绩斩获旅行箱类目 9 个第一；对比 90 分、新秀丽和 Rimowa 天猫旗舰店销量数据，90 分旅行箱近一月销售量 6340 件，远超新秀丽和 Rimowa。公司成立三年箱包销量有望超过在国内深耕 30 年的新秀丽（17 年新秀丽和 90 分旅行箱销量分别为 160 万和 130 万，其中 90 分增速远超新秀丽），其核心逻辑在于提供极致性价比的产品击穿市场，迭代升级提升利润空间。

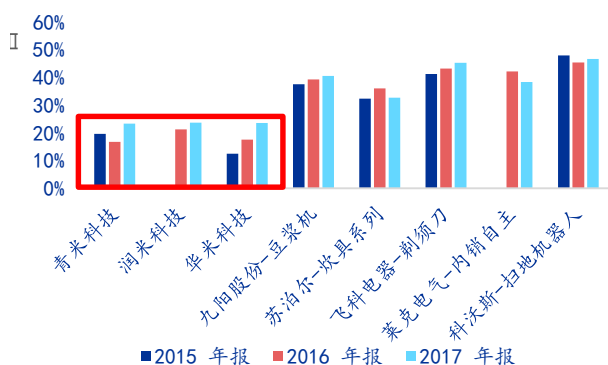
表 2：90 分、新秀丽、Rimowa 天猫旗舰店销量对比

品牌	90 分	新秀丽	Rimowa
产品名称			
20 寸价格	349	1584	3200
近 1 月销量(件)	6340	661	145
上市时间	2017 年秋冬	2015 年春季	2016 年夏季
容积	33L	37L	33L
重量	3.3kg	3.16kg	1.9kg
滚轮		静音万向轮	

资料来源：天猫旗舰店、申万宏源研究

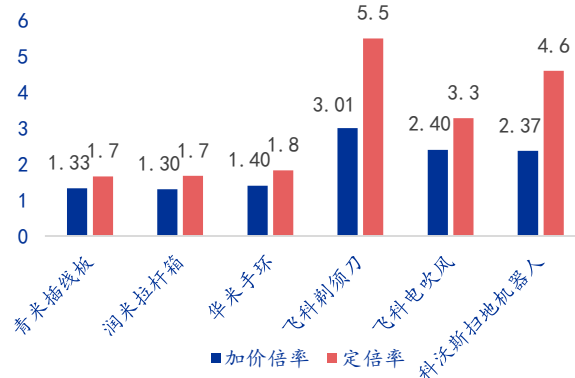
青米科技插线板定倍率 1.65，依靠性价比颠覆“蚂蚁市场”。插线板市场中虽然有公牛集团这样的传统巨头，青米引入 USB 插口后首发当日便火爆售出 24.7 万只，月销量近 100 万只。从定价倍率看，2015 年小米首款插线板成本价 30 元，出厂价 38 元，零售价格约 50 元，加价倍率（零售价/出厂价）仅 1.33 倍，定倍率（零售价/成本价）1.65 左右，远低于飞科、科沃斯等其他小家电上市公司；毛利率方面，未开发自主品牌前公司毛利率不超过 20%，远低于同行业上市小家电公司。根据生态链企业与小米签订的毛利 50:50 分成协议（仅限小米渠道销售），一款插线板以约定的成本价格出售给小米，小米销售后结算到青米对应毛利率 19.7%、小米对应毛利率 24.6%。

图 5：小米生态链企业毛利率远低于传统小家电



资料来源：wind、Bloomberg、申万宏源研究

图 6：小米生态链企业定价倍率普遍在 1.7 左右



资料来源：wind/Bloomberg、中怡康、申万宏源研究；

加价倍率=零售价/出厂价，定价倍率=零售价/成本价

小米手环定价倍率约 1.5，出货量跻身全球第二。小米手环一代 2014 年上市时售价仅 79 元，2015 年全年销量达 1440 万只，一举冲到全球前三。按此测算，小米手环一代加价倍率（零售价/成本价）仅 1.31 倍，定价倍率（零售价/出厂价）约 1.49 倍。华米将受众定位为大众消费者，采用低价策略抢占市场份额，只有 Amazfit2S 等智能运动手表定位中高端。小米手环 2 定价仅为 149 元，而同类智能手环产品价格 500 元甚至千元以上；小米智能手表定价 399 元，而同类产品定价基本在 2000 元以上，和竞品相比形成了巨大的价格优势。高性价比得益于规模采购、自动化生产、单品爆款效应带来的供应链优势。

表 3：分品牌智能手环、智能手表价格对比

产品名称	单价（元）	产品名称	单价（元）
小米手环 2	149	Amazfit 米动手表青春版	399
小米手环 3	169	Amazfit 智能运动手表 2	999
华为荣耀手环	179	Amazfit 智能运动手表 2S	1499
Amazfit 月霜/赤道	199	Fitbit Versa	1698
Amazfit 米动/赤道金	299	Fitbit Ionic	2488
Amazfit 米动健康	699	三星 Gear S3	2599
Fitbit Flex2	798	Garmin vivoactive3	2480
Fitbit Charge2	1298	Garmin Fenix5S	3880
Fitbit Alta HR	1488	Apple Watch Series3	3488

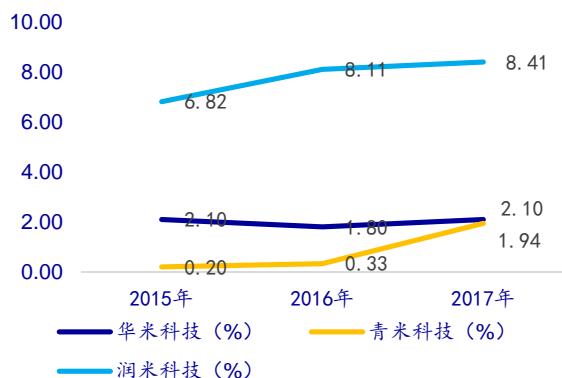
资料来源：天猫旗舰店、京东商城、申万宏源研究

1.3 渠道层级复杂，销售费用率高

生态链合作企业入驻小米线上渠道，简化渠道层级，降低销售费用率。根据华米招股说明书，华米科技只承担自有品牌（Amazfit）产品的广告和营销费用，不承担小米可穿戴产品的费用。2015-2017 年华米科技销售费用率占比分别为 2.1%、1.8% 和 2.1%；在小米线上渠道资源的支持下，动力未来销售费用分别为 25 万、46 万和 510 万，销售费用率占比分别为 0.2%、0.33% 和 1.94%。

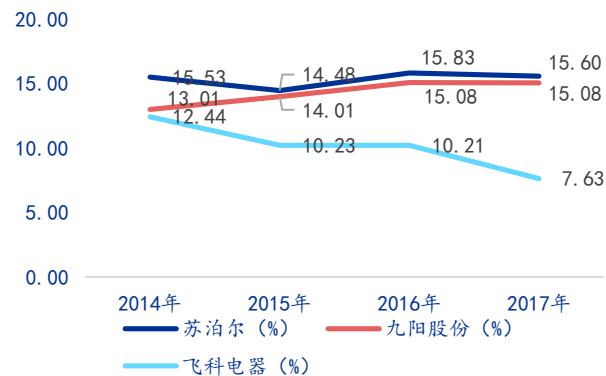
开润股份由于润米收入占比较低（2015-2017 年分别为 10%、30%和 44%），主营业务中包括比重不低的 OEM 和 ODM 业务，因此销售费用率较高。从销售费用的构成明细看，开润股份 2016-2017 年市场平台运营费分别为 174 万和 1356 万，占 B2C 业务（其中润米收入贡献 99%）收入比重只有 0.8%和 2.7%。

图 7：华米/青米/润米销售费用率低于行业平均



资料来源：wind、Bloomberg、申万宏源研究

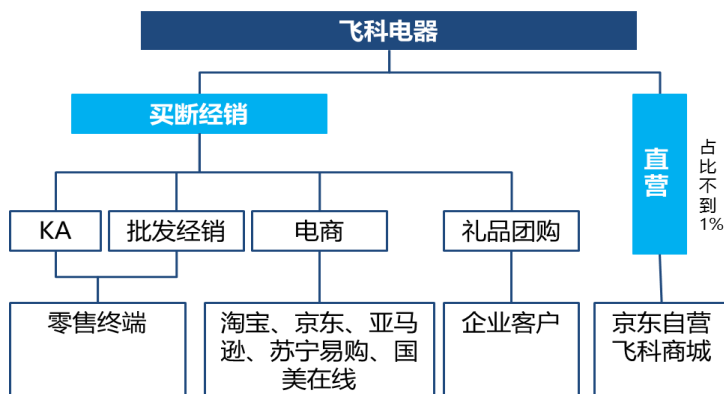
图 8：小家电龙头销售费用率在 10%-15%



资料来源：wind、申万宏源研究

与之相比，传统小家电公司线下分销渠道较为复杂。以飞科电器为例，公司以经销模式为主，渠道构成包括大型商超 KA 渠道、批发经销、礼品团购、电子商务和直营，另外开辟了针对企业客户的礼品团购渠道。截止 2017 年底公司旗下 682 家渠道经销商，包括覆盖全国主要地级以上城市的终端经销商，全国及省市批发分销商、电子商务经销商和发展企事业单位的礼品团购经销商。

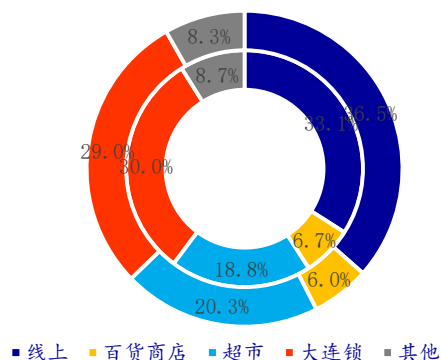
图 9：飞科电器线下渠道网络深厚



资料来源：公司年报、招股说明书、申万宏源研究

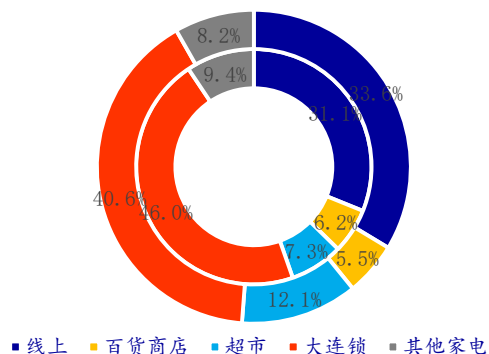
从具体品类来看，以电饭煲和料理机为例，线下渠道仍然占据 2/3 的市场份额，其中大连锁、超市和百货商店依然扮演着重要的角色。一方面，线下复杂的分销渠道构成传统小家电的护城河，另一方面层层分销也带来销售费用率的提升，因此以苏泊尔和九阳为代表的传统小家电龙头公司销售费用率基本稳定在 15%左右。

图 10：电饭煲线下渠道占据近 2/3 的市场份额



资料来源：奥维云网、申万宏源研究；备注：内圈 2017H1, 外圈 2018H1

图 11：料理机线下渠道占据 2/3 的市场份额



资料来源：奥维云网、申万宏源研究；备注：内圈 2017H1, 外圈 2018H1

2. 研发、生产、销售三位一体提升效率

小米生态链企业极致性价比爆款产品的出现，本质上来自产品研发、生产和销售三个环节上提升了传统制造业的效率。对于初创企业，小米利用自身优势提供品牌支持、供应链背书、渠道支持和投融资等全方位服务。在硬件产品方面，小米输出自身成熟的方法论和价值观，包括工业设计、产品定义、品质要求等，用做手机的标准进入各个蚂蚁市场，快速引爆市场需求。

图 12：小米对生态链企业给予全方位支持



资料来源：小米生态链战地笔记、申万宏源研究

小米对生态链企业的管理具体表现为矩阵管理和共同负责制，生态链企业初创期有产品经理和公司负责人两个角色，产品经理会从小米长远利益出发，参与多个生态链企业的产品定义、工业设计、产品品质、用户研究等环节；公司负责人从生态链企业利益角度出发，对孵化的创业公司负责。

2.1 设计研发：8080 原则、少 SKU 策略

(1) 产品定位：遵循 8080 原则，满足 80% 用户的 80% 需求。8080 原则的定位首先聚焦刚需，争取解决产业级痛点，从而使得大众产品高质化、小众产品大众化，前者表现为 IH 电饭煲的产生，后者以小米手环和扫地机器人为代表；其次，8080 原则回归产品核心功能，有助于降低产品价格、降低用户尝鲜门槛，从而打造爆款顺利切入供应链，实现规模效应。

小米手环精准打击，功能聚焦刚需。以华米科技的手环为例，团队运用 8080 原则定义第一代手环，刚需聚焦 3 大核心功能：计步、闹钟、睡眠监测；这提高了产品定义的效率，后续的研发工作也会有明确的目标。因此，在功能层面上华米科技宁减勿加，功能的增加，要考虑两点：第一，它是否增加了不必要的成本。硬件每一个功能的增加，都会直接体现在成本上；第二，即便在不增加成本的情况下，比如只在软件上增加了功能，也要考虑是否属于刚需。

表 4：小米手环聚焦计步、闹钟、睡眠监测三大核心功能

	小米手环 1	小米手环 2	小米手环 3
产品图片			
售价（元）	79	149	169
屏幕类型	无屏幕	OLED 显示屏	OLED 显示屏
感应器	加速传感器	ADI 超低功耗加速度传感器及光电式心律传感器	三轴加速度传感器, PPG 心率传感器
防水防尘	支持防水防尘，防水等级 IP67	支持防水防尘，防水等级 IP67	支持防水，防水等级 5ATM
特性功能	运动监测、智能闹钟唤醒、监测睡眠	时间显示，计步，心率监测，久坐提醒，消息提醒	来电显示，即时消息显示，抬腕亮屏，久坐提醒，振动闹钟，自动计步，解锁手机，睡眠监测，查找手机，心率监测，天气预报，配速提醒，运动里程，表盘更换，浏览通知，计时器等
待机时间	30 天	20 天	20 天

资料来源：中关村在线、申万宏源研究

通过上表小米手环的各项配置参数，我们可以看到其运营完全遵循小米高性价比爆款的产品运营思路：1) 功能设计上，小米手环聚焦计步、闹钟、睡眠监测三大核心功能，去除通话、触控、音乐播放等次要功能；2) 取消屏幕（二代产品技术升级后加入）降低功耗，

实现 30 天超长续航，解决同行产品频繁充电的痛点；3）定价 79 元（二代产品定价 149 元、三代产品 169 元），远低于同行千元以上定价，极大降低产品尝鲜成本。同时，单个产品的个性化和设计感也是华米科技的核心竞争力，荣获多项产品研发设计大奖。

表 5：华米科技产品荣获多项产品研发设计大奖

产品	获奖情况
小米手环 1	2015 年德国红点设计奖
小米手环 2	2017 年德国 iF 工业设计奖
Amazfit 时尚手环	2016 年德国 iF 工业设计奖，2016 年德国红点设计奖
Amazfit 米动手环	2018 年德国 iF 工业设计奖
小米体脂秤	2018 年德国 iF 工业设计奖，日本优良设计奖
Oclean One 智能声波电动牙刷	2018 年德国 iF 工业设计奖
Amazfit 智能运动手表 2/2S	2018 年德国红点设计奖

资料来源：华米科技官网、申万宏源研究

（2）设计研发：深入解决痛点，“少 SKU”策略。少 SKU 从生产层面有利于发挥规模效应，实现从 0 到 1 的突破；从需求层面有助于减少消费者的决策成本，符合以无印良品、好市多为代表的精品消费潮流。

润米 90 分旅行箱的核心竞争力在于用“质”替代“量”，少 SKU 专注极致单品。润米目前仅有 20、24、28 寸 PC 箱和 20 寸金属箱以及 20 寸铝镁合金箱共 5 种极致单品，反观竞争对手动辄上百个 SKU。少 SKU 策略给润米带来提升生产人工效率、降低原材料采购价格、提高仓库物流效率、标准化配件保障售后服务等优势。此外公司在研发方面除内部团队对新材料与创新成型工艺两方面进行深度创新外，对外积极引入外部资源，例如通过与小米生态链纳恩伯联合深度研发推出自平衡智能可跟随行李箱 PUPPY 系列。

表 6：润米 90 分旅行箱“少 SKU”策略的核心优势

核心优势	具体诠释
提升箱包生产人工环节效率	箱包是非标品，放眼全球没有任何一个企业可以实现完全自动化。品类少可以提高箱包生产工人熟练度，确保每一件产品得到最优质的装配与检测。
降低优质原材料采购价格	每个 SKU 的材料、配件都不相同，更少的 SKU 及更大的单品出货量益于“90 分”旅行箱压低上游采购价格。
提高库存、物流配送管理效率	简明的批次使得库存管理与包装物流驾轻就熟
售后保障更佳	通用化的零配件即使出现了质量问题也可以避免出现“无件可换”的售后服务。

资料来源：开润股份招股说明书、申万宏源研究

2.2 产品生产：寻找一流供应商、轻资产代工为主

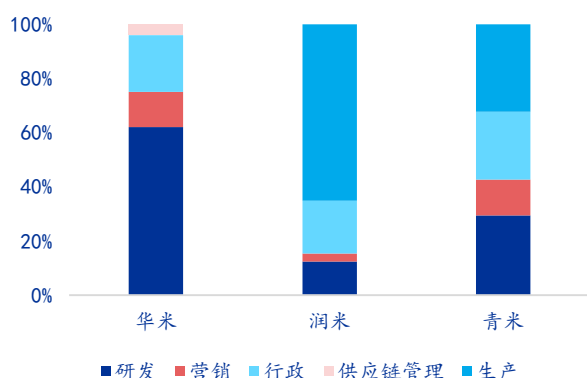
小米生态链企业以轻资产运营为主，生产环节委托代工厂。以插线板和拉杆箱为例，青米科技和润米科技的创始团队分别是专注各自领域多年的代工厂，华米科技的创始人黄汪此前曾自主生产平板电脑和智能手表，整体实力雄厚。

表 7：青米、润米、华米创始团队背景

母公司	创始团队	企业背景
青米	动力未来	林海音、林海峰、林海青三兄弟；分别为动力未来董事长、动力未来总经理和突破电气总经理
润米	开润股份	开润董事长范劲松、润米 CEO 刘苗、硕米科技合伙人高晓敏、硕米科技 CEO 钟治国
华米	华米科技	华米 CEO 黄汪
		智器科技先后生产自主品牌 SmartQ 平板电脑、ZWATCH 智能手表

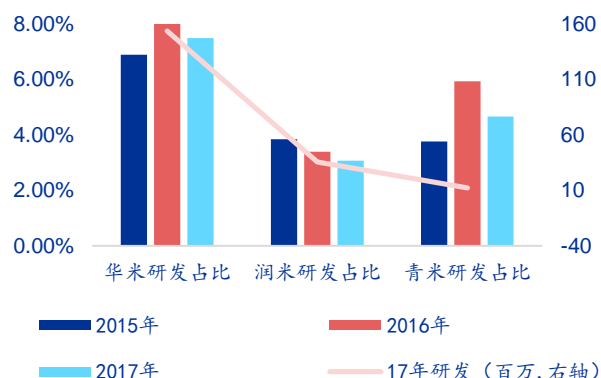
资料来源：申万宏源研究

图 13：生产员工占比：润米>青米>华米



资料来源：公司年报、申万宏源研究

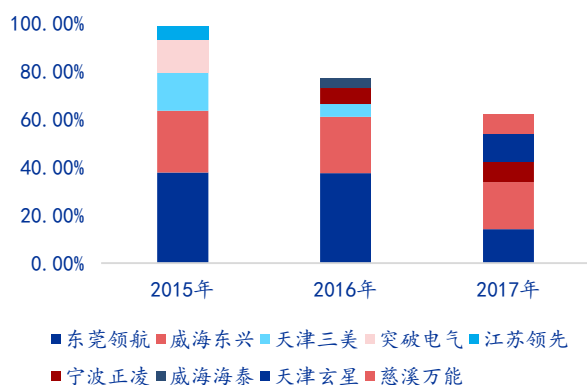
图 14：小米生态链企业整体研发占收入比重高



资料来源：公司年报、申万宏源研究

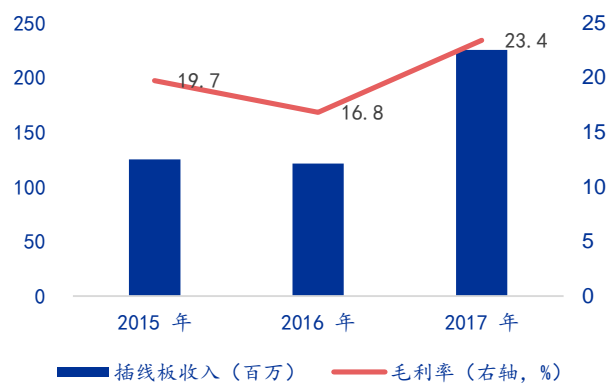
青米科技插线板自产比例 25%，其余由外协厂负责生产。青米一开始在产品生产环节主要由 5 家外协厂商进行加工，成品外采比例达 98%。公司主要负责电换器内部的结构设计、集成路设计，外协厂负责硬件生产及组装，部分重要原材料如铜带组件、电源插头线、塑料外壳等由公司直接采购交给代工厂生产。2017 年 5 月青米收购突破电气后，公司增加自主突破品牌的自产能力，目前自产比例 25%，带动毛利率小幅提升到 23.4%。

图 15：青米前五大供应商占比逐步降低



资料来源：公司年报、申万宏源研究

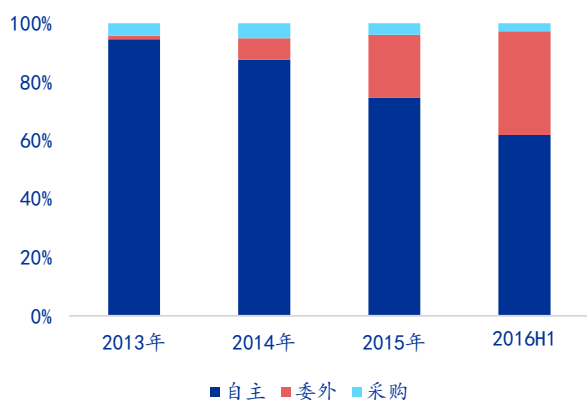
图 16：青米插线板自产比例增加带动毛利率提升



资料来源：公司年报、申万宏源研究

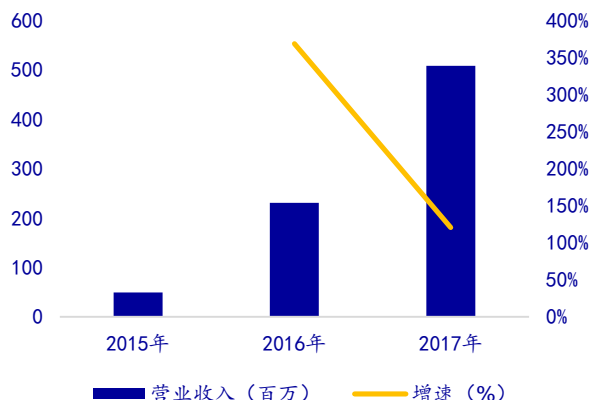
润米科技 90 分自主产品由母公司开润股份自主生产。开润股份 2015 年与小米成立合资公司润米和硕米，开发自主品牌“90 分”旅行箱。开润将通过小米渠道向消费者售卖的自主品牌划分为 B2C 业务；此外公司为联想集团、迪卡侬、华硕电脑和新秀丽等国际品牌代工生产箱包、平板电脑及其配件等业务。生产方面公司自产比例维持在 60% 以上，自主品牌全部自产，委外和采购主要限于平板电脑和手机保护套、鼠标及鼠标垫、杀毒软件等电脑配件等。2017 年开润股份 B2C 业务营业收入达 5.07 亿元，同比增长 120%，营收占比由 29.65% 大幅提升至 43.62%。

图 17：开润股份自产比例在 60% 以上



资料来源：公司公告、申万宏源研究

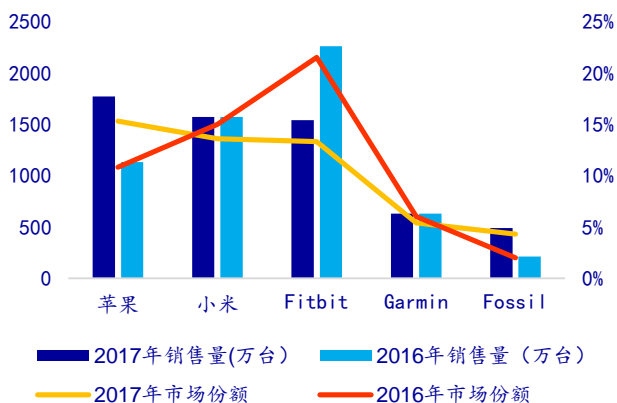
图 18：润米营业收入 3 年复合增速 222%



资料来源：公司年报、申万宏源研究

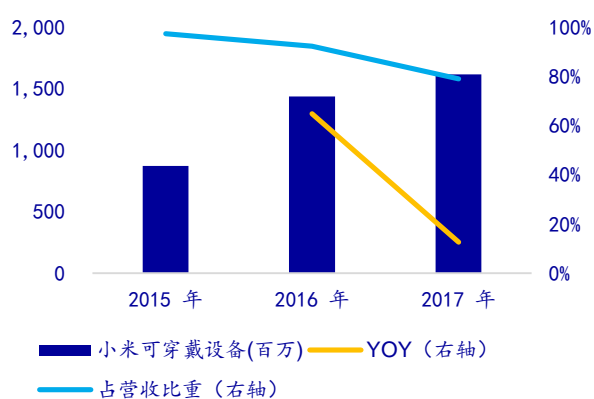
华米科技目前除小米手环外，不断开发自有品牌 Amazfit，生产主要依赖外包代工。2017 年小米手环出货量达 1570 万支，市占率 13.6%，仅次于 Apple Watch；同时，我们也看到华米自有品牌 Amazfit 发展迅速，产品总销量过百万。从收入比重来看，公司对小米的依赖度逐渐下降，2017 年小米智能可穿戴设备占比华米营收 79%，相比 2016 年的 92% 下降 13 个百分点。

图 19：华米代工生产的小米手环出货量全球第二



资料来源：IDC、申万宏源研究；

图 20：华米开发自主品牌，小米手环占比下降



资料来源：公司年报、华米招股说明书、申万宏源研究

2.3 渠道销售：参股不控股，利润分成机制清晰

销售渠道方面，生态链企业借助小米线上线下多个流量渠道进行曝光。小米目前的销售渠道分为线上、线下两块：线上渠道包括小米商城、米家 APP、小米有品三大自营电商平台以及天猫、京东、苏宁易购等第三方电商平台旗舰店；线下渠道主要是小米之家。

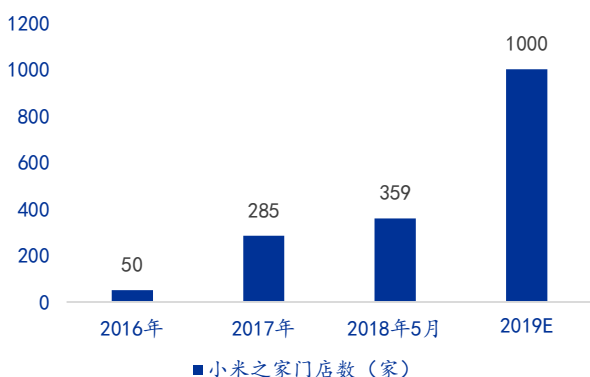
表 8：小米实现线上、线下全渠道布局

时间	名称	特点	售卖产品
线上渠道			
2011.01	小米商城	小米官网	小米全线产品
2014.01	米家 APP	智能硬件管理平台	小米、米家，优质第三方产品
2017.04	小米有品	品质电商	小米、米家，优质第三方产品
2014.12	淘宝小米自营店	第三方平台店铺	小米全线产品
2013.07	天猫小米旗舰店	第三方平台店铺	小米全线产品
2015.05	京东小米官方旗舰店	第三方平台店铺	小米全线产品
2016.04	苏宁易购小米官方旗舰店	第三方平台店铺	小米全线产品
线下渠道			
2015.09	小米之家	官方自营店	小米、米家产品为主
2015.11	小米之家苏宁店	连锁卖场	小米、米家产品为主
2016.07	小米专卖店	合作自营店	小米、米家产品为主
2017	小米之家授权店	小米加盟运营	小米、米家产品为主

资料来源：小米官网、申万宏源研究

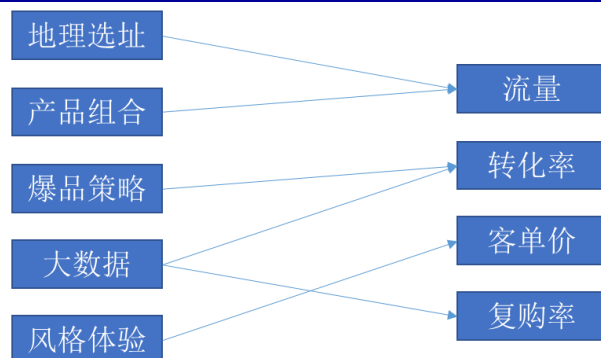
线下小米之家门店凭借 27 万高坪效快速扩张。截止 2018 年 5 月，小米之家线下门店数达 359 家。2017 年小米共覆盖 29 个省/直辖市共 170 个城市，新增 235 家门店，包括 2 家品牌店（深圳旗舰店、上海东方明珠店），累计接待 6713 万人次；小米秉持 Costco 精品化路线，线下门店 SKU 数控制在 200-300 个，基本涵盖小米及生态链公司爆款单品。目前小米之家坪效达 27 万/平方米/年，在全球零售连锁店中排名第二，仅次于排名第一的苹果 40 万/平方米/年，排名第三的是 Tiffany 坪效 20 万/平方米/年。究其原因，主要在于公司围绕流量、转化率、客单价和复购率践行五大新零售战略，包括地理选址、产品组合、爆品策略、大数据支持和统一风格体验等。2017 年小米之家收入达 10 亿美元，我们预计 2018-2019 年小米之家销售额或将超过 250 亿元和 450 亿元。

图 21：小米之家计划 2019 年开到 1000 家



资料来源：小米官网、小米社区、申万宏源研究

图 22：小米之家打造高坪效

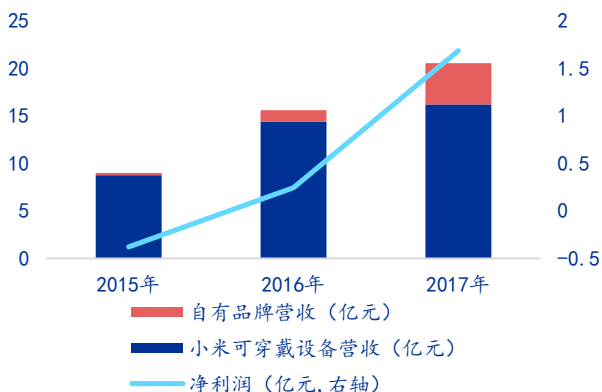


资料来源：小米社区、申万宏源研究

1) 华米科技：小米手环毛利 50:50 分成，渠道费用抽成比例高昂。根据华米与小米签订的销售协议，小米是小米智能可穿戴产品的独家分销商，以制造成本价（包括原材料成本、制造费用、代工商采购专用工具和设备成本及物流费用）购买全部小米手环，通过小米及米家渠道销售后扣除相关费用毛利 50:50 分成，同时终端零售价格由华米和小米共同制定，此外有品渠道对华米自有品牌 AMAZFIT 开放。2015 年第一代小米手环累计销量 1440 万只，平均成本约 52.9 元，公司披露出厂价 60.5 元，即华米入账 7.6 元，终端零售价 79 元，假设小米同样入账 7.6 元，即销售每只手环产生相关费用约 11 元。由此可以大概测算出小米渠道毛利率大致为 23.5%，远高于普通小家电企业 15% 左右的销售费用率。

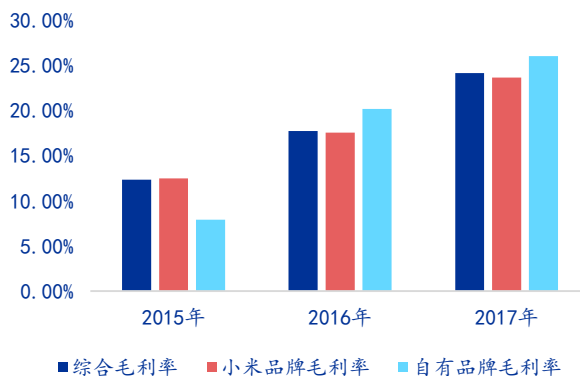
建立自有渠道提升非小米渠道占比，加快国际化扩张步伐。从华米销售渠道来看，目前公司已搭建京东、天猫、亚马逊及官网电商，不断提升非小米渠道占比。2017 年，小米可穿戴设备营收 16.15 亿元，占比 79%，同比下降 13 个 pcts，自有品牌 Amazfit 快速发展；同时公司国际化步伐进一步加大，国际版本的发货量从 2016 年 12.8% 增加到 2017 年的 23.8%，主要聚焦在印度、印度尼西亚、俄罗斯、中东及欧洲市场。随着规模效应及自有品牌迅速放量，公司的盈利能力迎来改善。

图 23：华米科技的小米渠道收入占比下降



资料来源：公司年报、申万宏源研究

图 24：自有品牌毛利率逐渐超过小米手环毛利率



资料来源：公司年报、申万宏源研究

2) 青米科技：小米渠道占比不断降低，预计 2018 年占比 60%。2017 年，青米科技在小米渠道收入达 2.25 亿元，占比 78%，同比下降 6 个 pcts，公司 2017 年收购突破电气后加大开拓线下自有渠道力度，预计 2018 年小米渠道收入占比降低至 60%。公司的销售环节主要包括下表中的四种渠道，同样小米品牌销售毛利采取 50:50 分成，稍有差异的是新国标推出后由于成本上升毛利空间收窄，公司对这部分产品应用补充协议，不再分成。

表 9：动力未来（青米科技）四类销售渠道

序号	类别	销售渠道
①	小米品牌产品（小米插线板）	小米渠道，青米按照约定成本价（包括原材料成本、代工费、模具摊销费、物流费用和其他费用）将插线板销售给小米科技，小米将定制产品销售后获取利润扣掉相关费用与青米按照 50%:50% 分成
②	自主品牌（USB 数据线）	通过经销商渠道等方式销售
③	采用新国标生产的产品	应用补充协议，华米以“成本+约定利润”的价格销售给小米，该部分产品不再以利润分成方式进行分配
④	突破电气品牌产品	收购突破电气后开拓线下直控渠道（商超卖场）、电

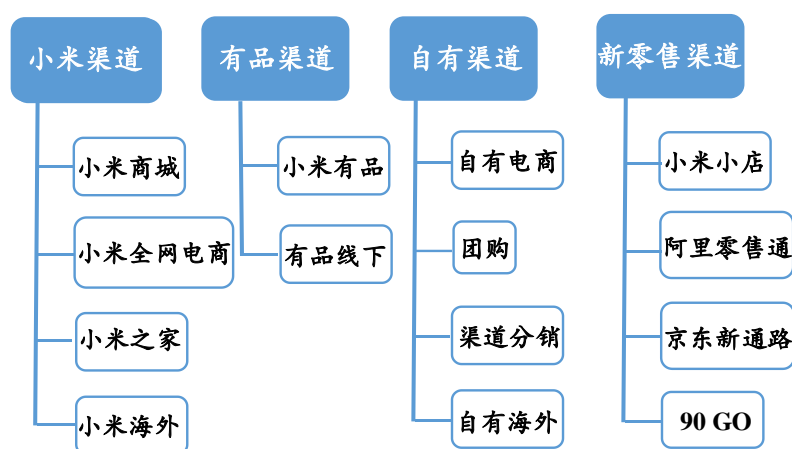
商渠道、经销商渠道、国美代销渠道和智能售货机渠道等。

资料来源：公开转让说明书、公司年报、申万宏源研究

3) 润米 90 分：积极布局垂直渠道、线下渠道和海外渠道，小米渠道依赖降低。

根据润米和小米签订的《业务合作分成协议》，通过小米渠道销售的 90 分自有品牌毛利 50:50 分成；考虑到小米渠道抽成费用较高，公司除了继续深度绑定小米渠道外，积极布局垂直电商渠道、线下和海外渠道，逐步降低小米渠道依赖度。润米科技先后开设了淘宝 90 分品牌自营店、天猫 90 分旗舰店和京东 90 分旗舰店，未来将更多从 90 分自有渠道发力。

图 25：润米 90 分积极布局线上线下、国内国外市场渠道



资料来源：开润股份公司公告、90 分官网、申万宏源研究

显然，自有渠道对生态链企业的长久发展更具吸引力，我们从润米不断降低小米渠道的销售占比；华米建立自有渠道加快扩张步伐；青米收购突破电器后掌握线下直控渠道都可以看出，生态链企业在享受小米渠道红利的同时也在降低小米渠道占比，拓宽渠道提升利润率水平。

3. 小米生态链企业对家电行业冲击几何？

3.1 小米粉丝转化率测算：转化率与零售价成反比

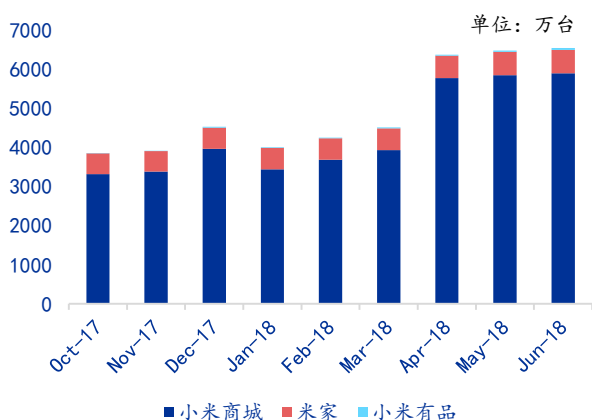
线上渠道我们以小米商城、米家 APP 和小米有品三大自营电商渠道为基础，试图统计出小米粉丝的用户群体数量及其画像，为后续生态链企业销量转化率做铺垫。

根据小米招股书披露，公司目前 MIUI 全球激活用户数突破 3 亿，月活跃用户数 1.9 亿；此外不含智能手机和笔记本电脑，公司 IOT 平台拥有一亿台互联设备。不过考虑到不是每位小米手机用户都会成为潜在的生态链企业产品的有效客户群体，我们需要分析其中的有效粉丝数量，初步统计后我们认为小米有效粉丝数量在 5000-5500 万之间。

具体来看有两种途径可以交叉验证，首先小米除最重要的移动购物平台“小米商城”外，“米家 App”是一个集智能硬件管理、电商和众筹为一体的移动平台，“小米/米家有品”则是小米的特色精品电商 app。根据艾瑞咨询 app 指数统计，“小米商城”、“米家 App”和“小米/米家有品”三大应用手机月活数量分别为 5900 万、600 万和 44 万，由于访问 app 的用户不都是来自小米手机用户，我们综合估算有效粉丝数量下限在 5000 万左右。

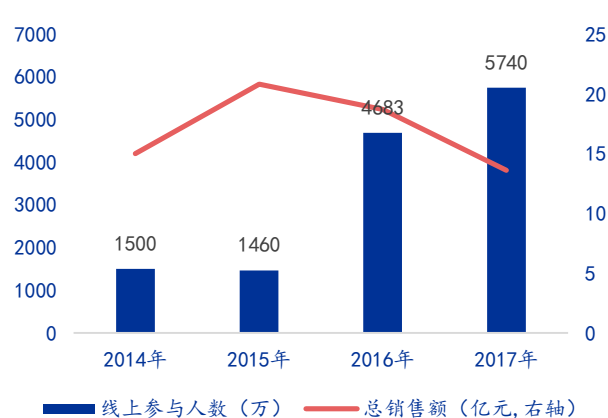
其次，我们统计了历年小米组织的米粉节活动参与人数和成交金额，发现最高峰出现在 2017 年（2018 年末公开相关数据），参与人数达 5740 万（+23%），交易金额同比回落 27%至 13.6 亿元，从单人消费金额回落态势来看，近年来线上参与人次的高峰基本难以超越 2017 年，因此可以大致认为小米有效粉丝数量上限在 5500 万左右。

图 26：商城+米家+有品月独立设备数 6000 万



资料来源：艾瑞移动 app 指数、申万宏源研究

图 27：米粉节参与人数顶峰在 5740 万



资料来源：小米社区、小米官网、申万宏源研究

从用户画像表现来看，小米线上渠道客户群体男女比例基本为 6:4；从年龄阶层来看，26-35 岁的年轻人占比超过一半；从城市占比情况来看，一二线占比过半，基本符合年轻、时尚、科技感强的品牌调性。

表 10：商城/有品/米家用户画像有别于传统电商

	男女比例	年龄阶层	城市分布
小米商城	58%: 42%	26-35 岁为主，占比 51%；19-25 岁和 36-45 岁占比 22%和 20%	一二线占比近 50%
米家有品	62%: 38%		三四线占比提升
天猫/京东	55%: 45%	26-35 岁占比 52%，19-25 岁和 36-45 岁占比 23%和 19%	

资料来源：Talking data、申万宏源研究

通过以上分析，我们以 5000 万作为小米有效粉丝数量进行后续的粉丝转化率测算，根据公开数据搜集，我们统计了家电领域的 10 家小米生态链企业及其主打产品的年销量和零售均价情况，通过“年销量（万）/ 5000（万）”测算该品类的小米粉丝转化率。其中，须眉科技剃须刀在 2018 年 1 月上市，目前销量数据暂无法统计；我们根据阿里平台线上数据推算素士电动牙刷的销量数据，假设天猫渠道占比 40%，可能存在误差，除这两项外其余产品的粉丝转化率具有参考价值。

通过小米生态链企业一览表我们发现产品零售均价和粉丝转化率成反比：百元级别产品如华米手环、青米插线板粉丝转化率最高，分别达 34% 和 10%；千元内产品如智米空气净化器、润米 90 分旅行箱转化率在 5% 左右；千元以上产品如扫地机器人、云米净水器转化率最低，在 1%-2% 水平。

表 11：家电相关小米生态链企业一览

生态链	主打产品	进入时间	年销量(万)	零售均价(元)	收入规模(亿元)	粉丝转化率	行业销量(万)	行业规模(亿元)	市场地位	零售量市占率	零售额市占率
华米	智能手环	Jul-14	1700	138	21	34%	13300	1352	第二	14%	-
小米	电视机	Sep-13	400	1994	61	8%	4752	1521	第一	22%	19%
青米	智能插座	Apr-14	500	52	2	10%	20000	155	-	3%	-
智米	空净	Dec-14	300	828	19	6%	720	170	第一	39%	26%
润米	旅行箱	Sep-15	200	349	5	4%	-	-	-	-	-
云米	净水器	Nov-15	100	1838	14	2%	1300	271	第三	6%	10%
纯米	IH 电饭煲	Apr-16	100	584	4	2%	5115	150	第四	2%	4%
石头	扫地机	Aug-16	60	1750	8	1%	406	56	第二	15%	25%
须眉	剃须刀	Jan-18	-	179	-	-	12000	163	第四	4%	4%
素士	电动牙刷	Jul-16	60	216	1	1%	2053	47	-	3%	-

资料来源：中怡康，奥维云网，淘数据，IDC，申万宏源研究；备注：旅行箱和净水器年销量为累计销量，其他未上市生态链企业年销量和收入规模为大致估算

小米生态链企业一览表揭示了零售均价与粉丝转化率成反比，虽然未来小米生态链企业及其产品会有何发展、对家电产生的影响几何有待持续跟踪和观察，但从目前的数据分析我们有以下结论：

1) 跨界小米生态链企业哪家强？目前收入规模前三的小米系产品（电视机不是生态链企业）分别是小米电视机、空气净化器和智能手环，销售额突破 20 亿元。从市场格局排名来看，造成较大冲击的还有石头科技的扫地机器人和云米的净水器，目前分别位居行业第二和第三位；

2) 从零售价和转化率来看，成熟小家电品类冲击有限。IH 电饭煲由于产品本身价格较高，提升消费者尝鲜门槛，对行业格局影响有限；智能插座和剃须刀单价较低，但由于行业销量太大，且竞争格局相对稳固，公牛和飞科在各自领域寡头垄断优势突出，我们认为影响较小；电动牙刷目前仍处于行业爆发增长阶段，品牌以外资垄断为主，短期难以对现有竞争格局产生较大冲击；

3) 厨电白电冲击微乎其微。除了布局小家电和黑电领域，小米家电还涉猎厨电和白电大家电领域，目前缺乏生态链企业的相关销量数据，总体上我们认为由于白电和厨电试错成本高、更新周期长、对线下渠道售后服务依赖度深，小米形成的冲击最为有限。

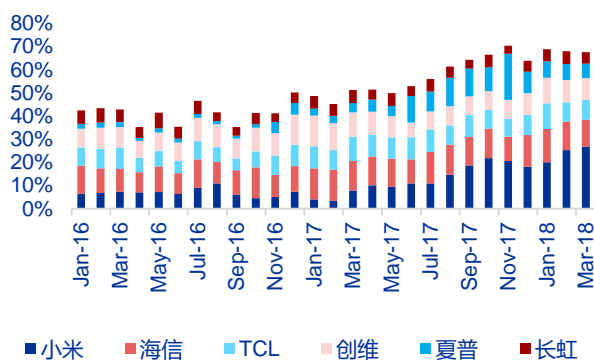
接下来我们将从家电的细分子行业板块剖析中长期可能面临小米生态链企业的冲击大小并分析原因。

3.2 小家电行业：新兴品类冲击大、成熟品类影响小

小米在黑电和小家电领域进行重点布局，但目前看不同品类的发展状况差异较大，因此我们先从产品品类的角度剖析小米生态链企业对家电产生的冲击力大小：

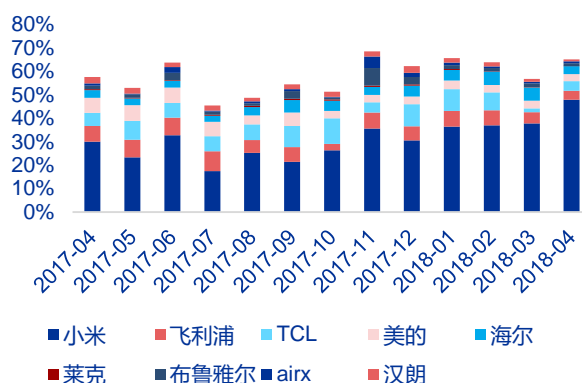
目前小米对行业格局影响较大的是电视机和空气净化器，销量市占率位居市场第一；扫地机器人市场目前小米+石头科技销量市占率第二，仅次于科沃斯。净水器、IH 电饭煲、剃须刀和电动牙刷等品类尚在培育期，目前市场冲击相对有限。

图 28：小米电视阿里线上销量市占率第一



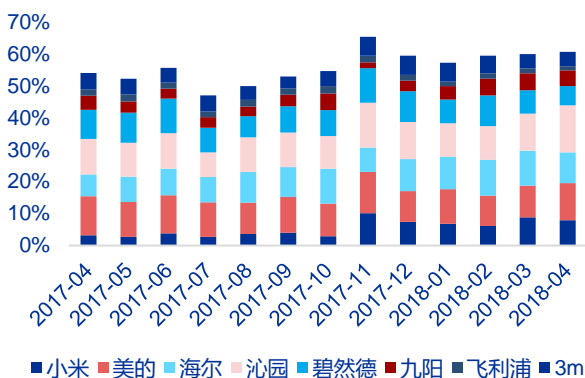
资料来源：云观咨询、申万宏源研究

图 29：小米空净阿里线上销量市占率第一



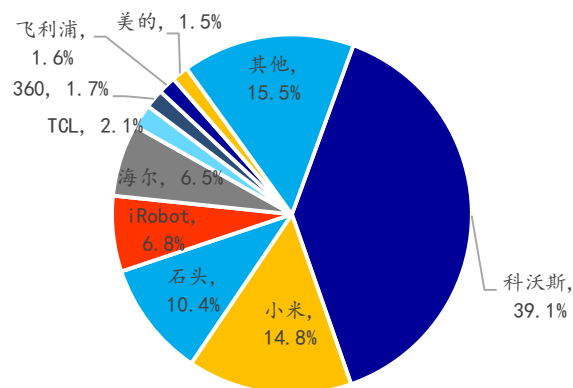
资料来源：淘数据、申万宏源研究

图 30：小米净水器阿里线上销额市占率第四



资料来源：淘数据、申万宏源研究

图 31：米家(小米+石头)扫地机 618 市占率第二



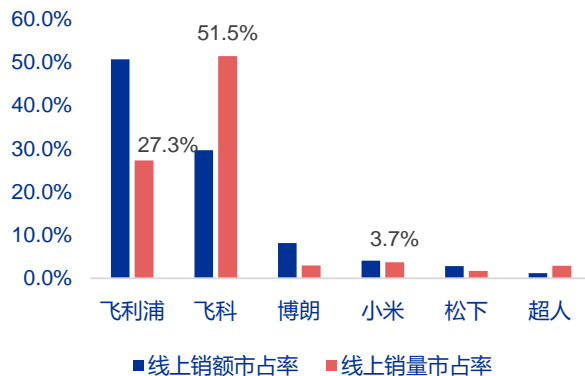
资料来源：中怡康、申万宏源研究

图 32：小米 IH 电饭煲 618 期间排名第五

图 33：小米剃须刀销量市占率第四



资料来源：中怡康、申万宏源研究



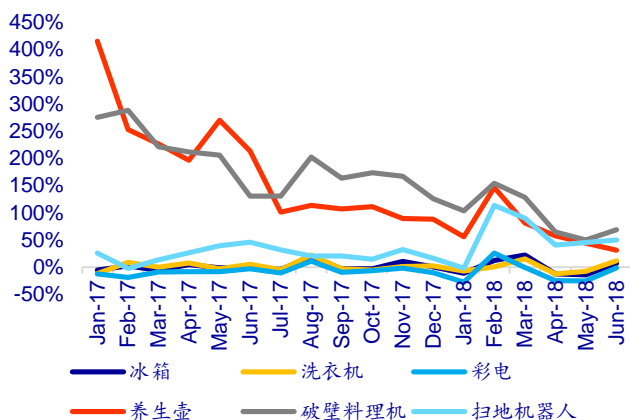
资料来源：中怡康、申万宏源研究

从需求层面来看，试错成本低、更新周期短、顺应消费升级决定了小家电更容易成为小米、网易等互联网企业进入的领域。

- ✓ 小家电品类“低价高频次”的消费属性降低试错成本。小家电品类单价低，大部分均价在几百元，相比大家电上千元的均价，消费者对价格相对更不敏感。
- ✓ 小家电更新周期短、消费者更易于接受新兴事物。相比大家电更新周期长达 8-10 年，小家电更新周期大多在 1-2 年，消费者愿意接受新兴事物。
- ✓ 消费升级方向从必选走向可选，小家电代表享受型生活方式。近年来家电市场消费升级进程中，扫地机器人、空气净化器、IH 电饭煲、破壁料理机等小家电新品层出不穷，技术创新也给新进入者提供契机，新品类增速也显著高于传统家电。

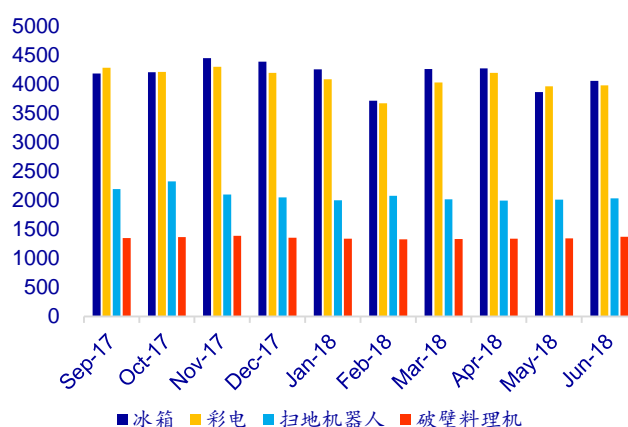
从小米 IoT 布局的系列产品均价看，小米在家电领域产品定价不高，有利于提高粉丝转化率，目前成功切入的空净、净水和扫地机，一方面得益于行业快速爆发带来的机会，另一方面现有市场格局中缺乏强势垄断地位的龙头公司，小米生态链企业凭借其性价比优势和品牌势能快速抢占市场。

图 34: 新兴小家电零售额增速高



资料来源：中怡康、申万宏源研究

图 35: 小家电零售均价显著低于大家电 (元)



资料来源：中怡康、申万宏源研究

从供给层面来看，小家电企业多以代工生产为主，行业产能过剩、进入门槛较低。我国小家电行业经过二十多年的发展已形成了具备相当生产规模和技术水平的生产体系，以新宝股份、德润豪达、莱克电气、闽灿坤为代表的上市公司，多为海外品牌代工。国内剃

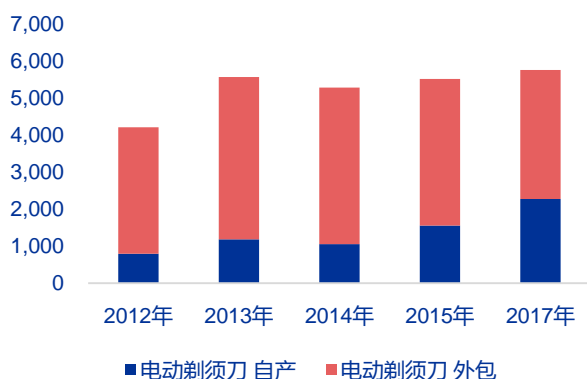
须刀龙头飞科电器同样采用轻资产模式，剃须刀和电吹风的外包比例分别在 60% 和 70% 以上。

表 12: 小家电企业代工产能过剩

企业	代工客户	2017 年收入 (亿元)	2017 外销收入占比
苏泊尔	为法国赛博代工	141.87	26.85%
莱克电气	为优罗普洛、创科实业、飞利浦、伊莱克斯、博世、胡斯华纳和美特达等全球知名企业代工	57.10	66.79%
新宝股份	为 Jarden、Applia、Hamilton Beach、伊莱克斯等国际家电品牌商代工	82.22	85.63%
闽灿坤	小家电代工、出口为主	18.73	96.64%
德润豪达	为美国 ACA 代工	42.03	49.82%
爱仕达	为美国 Calphalon、法国赛博、德国 Berndes 等知名炊具企业代工	30.72	34.64%
奋达科技	为 Farouk Systems、Altec Lansing、Sally Beauty、HOT 等核心客户代工	32.10	66.01%

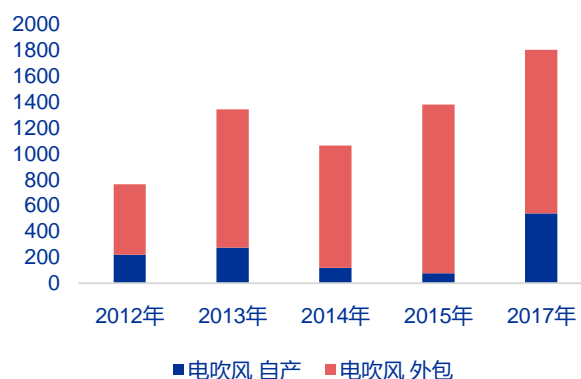
资料来源：公司年报、申万宏源研究

图 36: 飞科剃须刀外包比例在 60% 以上 (万只)



资料来源：公司招股说明书、年报、申万宏源研究

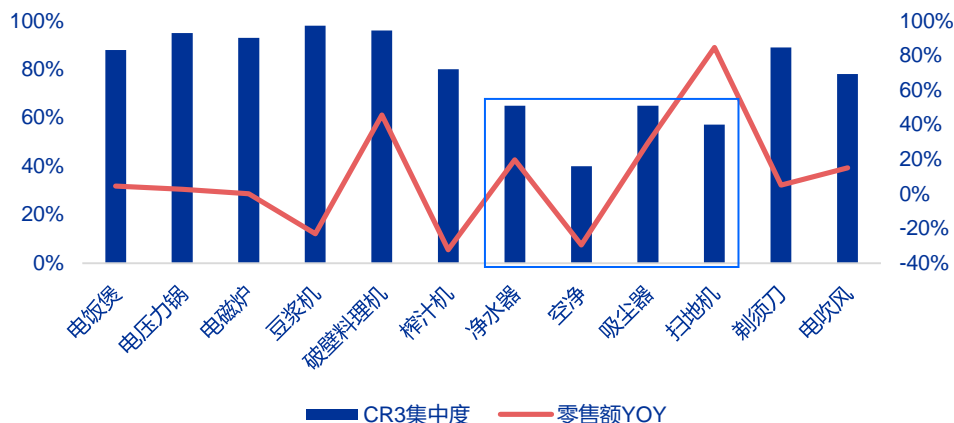
图 37: 飞科电吹风外包比例在 70% 以上 (万只)



资料来源：公司年报、申万宏源研究

从竞争格局层面看，新兴小家电领域竞争格局未定、龙头集中度较低，竞争对手品牌、渠道和产品护城河不高。目前小家电行业中豆浆机、电饭煲等传统厨房小家电龙头集中度较高，但新兴小家电领域竞争格局尚未明晰。总体来说，我们认为小米对新兴小家电品类冲击较大，传统厨房小家电品类（电饭煲/压力锅/电磁炉/豆浆机/料理机/榨汁机）和个护小家电品类（剃须刀/电吹风）影响有限。

图 38: 新兴小家电品类市场竞争格局未稳、为入局者提供契机



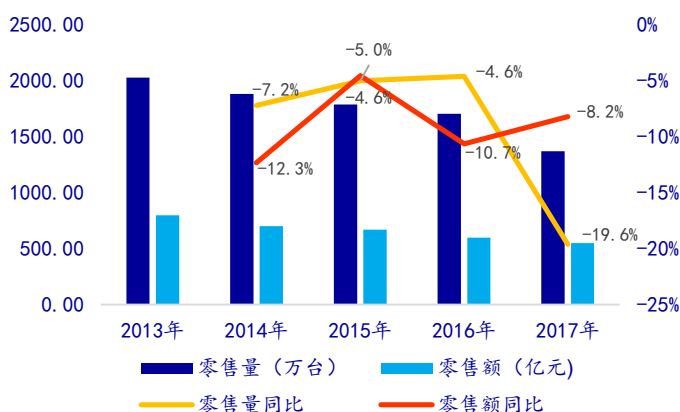
资料来源：中怡康、奥维云网、申万宏源研究

3.3 黑电行业：互联网电视争夺流量入口

从需求层面来看，上游液晶面板占据电视机成本 6-7 成，下游整机厂商硬件差异化不足，互联网电视内容差异化发力空间大。内容资源是互联网电视兴起之初就具备的优势，在内容为王的时代，互联网电视错位竞争、市场份额取得长足进步。比如小米智能电视与优酷、腾讯、爱奇艺等打造影视资源联盟，产品迭代加速，布局逐步完善，不断形成内容差异化优势以满足消费者需求；PPTV 则加码体育，2017 年已经囊括国内外 90% 的体育赛事，同时采取内容共享战略；酷开与爱奇艺、腾讯进行深度合作，同时与多家好莱坞影视公司建立了合作关系。

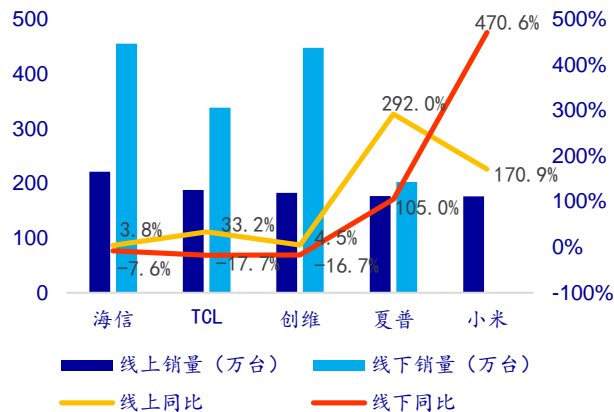
2017 年受上游液晶面板价格暴涨影响，彩电市场进入“寒冬”，中怡康数据显示，2017 年彩电零售量同比下滑 19.6%，零售额同比下滑 8.2%，但以小米为首的智能电视销量却出现了不同程度的逆市增长。根据奥维云网数据，2017 年小米智能电视线上销量同比增长 170.9%，线下销量同比增长 470.6%，这说明国内智能电视的竞争已经从比拼硬件过渡到比拼内容新时代。

图 39：彩电市场零售增速连续四年负增长



资料来源：中怡康、申万宏源研究

图 40：2017 年以小米为首的智能电视大幅增长



资料来源：奥维云网、申万宏源研究

从供给层面来看，彩电制造产能分散、市场集中度不高，加上传统彩电品牌老化严重、转型困难，给小米等互联网电视品牌留下机会。

根据群智咨询数据显示，2018年上半年全球13大TV代工厂出货量4293万台，预计2018年全年出货量将达8850万台，同比增长4.24%；其中前三大代工厂出货量占比46%不到一半，小米电视代工厂包括TCL、瑞轩、纬创、鸿海富士康、新谱电子，分散的TV代工厂为小米等互联网企业进入留下广阔的筛选空间。

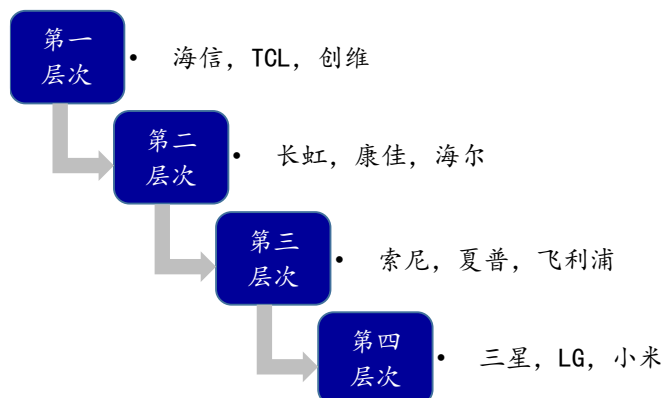
表 13：2018 年上半年 13 家 TV 代工厂出货量明细（单位：万台、%）

品牌	6月出货量	5月出货量	4月出货量	3月出货量	2月出货量	1月出货量	2018年上半年合计	2018年上半年出货量占比
1 富士康 (Foxconn)	140	125	99	110	105	175	754	17.6%
2 TCL SCBC	110	93	91	90	58	82	524	12.2%
3 冠捷 (TPV)	87	130	125	132	99	125	698	16.3%
4 惠科 (HKC)	72	72	50	50	35	43	322	7.5%
5 中新科技 (CNC)	70	81	83	86	45	87	452	10.5%
6 BOE 高创 (BOETV)	69	76	78	82	56	90	451	10.5%
7 康冠 (KTC)	53	51	43	50	22	51	270	6.3%
8 兆驰 (AMTC)	45	50	60	56	25	55	291	6.8%
9 彩迅 (ExpressLUCK)	33	36	31	30	20	42	192	4.5%
10 瑞轩 (Amtran)	25	35	31	30	20	18	159	3.7%
11 启悦 (SQY)	19	17.5	17	15	12	19	99.5	2.3%
12 仁宝 (Compal)	14	15.5	12	12	12	15	80.5	1.9%
13 纬创 (Wistron)								0.0%
合计	737	782	720	743	509	802	4293	100.0%

资料来源：群智咨询、申万宏源研究

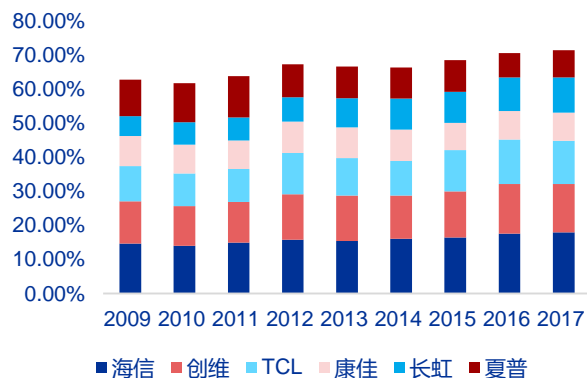
在竞争格局方面，由于消费电子技术变化快、价格竞争激烈、加之国有企业退出困难，传统黑电零散格局一直难以改善。

图 41：我国彩电品牌层次结构情况



资料来源：中商产业研究院、申万宏源研究

图 42：线下彩电零售额市占率分散格局不变



资料来源：中怡康、申万宏源研究

- ✓ **技术变革快：**在消费升级的大环境下，黑电更多地由技术创新驱动，经历了从 CRT 到等离子、液晶的过渡。随着 OLED 显示屏的应用比例逐步增加，智能高清电视渗透率提升迅速，对彩电企业的技术前瞻性和战略预判提出了更高的要求；
- ✓ **行业整合难度大：**我国彩电国有企业居多，行业整合和退出难度较大，长期低价竞争导致彩电市场竞争激烈、格局零散。在智能化发展背景下，传统彩电企业还面临着品牌老化问题，这无疑给小米等互联网企业留下了破局机会。

我们认为彩电作为智慧家庭的流量入口，目前竞争格局尚未完全稳定，小米电视已经逐步从“鲶鱼”角色上升到行业巨头。目前彩电的线上渗透率在 40% 左右，随着小米线下渠道的快速拓展（小米之家开店迅速），或将加速小米电视高速增长。

3.4 白电/厨电行业：小米整体冲击有限

小米在家电领域的布局不仅局限于黑电和小家电，也涉足白电和厨电，但我们认为在传统家电企业已筑起高竞争壁垒的品类中，比如空冰洗和厨卫电器，小米生态链还远未成长到能够冲击成熟大家电板块的阶段，最典型的例子是白电中的空调和厨电中的烟灶。我们依然从细分子行业需求、供给和竞争格局三个层面分析小米模式对白电、厨电不足以形成冲击的原因：

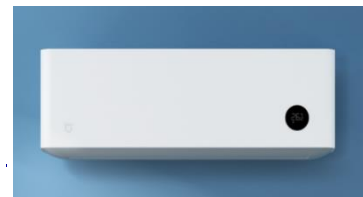
（1）白电行业：研产销一体化，小米难越三座大山

从需求层面来看，白电主要依赖硬件，软件和内容营销亮点较少。不同于彩电行业日新月异的新技术和内容营销差异化优势，白电行业技术更新相对缓慢，主要依赖硬件取得竞争优势。以小米三次进军空调为例，产品定价相比同功能参数的空调品牌并不具有明显竞争优势。核心原因在于，小米在白电上下游产业链中缺乏定价权，长虹空调负责代工和售后，核心零部件压缩机和电机全部依赖对外采购，产品定价缺乏吸引力、大家电更换周期长加大粉丝转化难度，因此很难产生爆款带动销量降低生产成本。

表 14：小米在空调领域的三次试水

时间	名称	性能参数	价格	参与方	产品外观
2015 年 6 月	i 青春 智能云 空调	直流变频、 三级能耗 、WiFi 智控、18dB 静音、26 度环 保温、循环风量 650m ³ /h	2999 元	美的/小 米	
			(1 匹)		
			3399 元 (1.5 匹)		
2017 年 8 月	智米全 直流变 频空调	直流变频、 一级能耗 、R410A 环保冷媒 、米家 APP 智能操 控、OLED 高清显示大屏、 0.1 度精准控温、低至 21dB (A) 超静音、循环风量 700m ³ /h	4399 元	长虹/智 米	

2018 年 7 月	米家互联网空调	直流变频、 三级能效 、米家 APP/小爱同学智控、高效制冷、0.1 度精准控温、低至 22dB (A) 超静音、循环风量 650m ³ /h	1999 元 (另加安装费 200 元)	长虹/小米



资料来源：小米社区、小米商城、智米官网、申万宏源研究

表 15：米家智能空调相较于线上同功能参数的空调产品，价格优势并不明显

品牌	产品名称	性能参数	价格 (元/台)	产品外观
奥克斯	奥克斯空调挂机	APF 变频、 三级能效 、低至 20dB、循环风量 630m ³ /h	1999 (1 匹)	
			2249 (1.5 匹)	
科龙	科龙白骑士 4D 全直流变频	变频、 一级能效 、38dB、循环风量 700m ³ /h	1999 (1 匹)	
			2299 (1.5 匹)	
小米	米家互联网空调	变频、 三级能效 、米家 APP/小爱同学智控、22dB (A) 超静音、循环风量 650m ³ /h	1999 元 (另加安装费 200 元)	

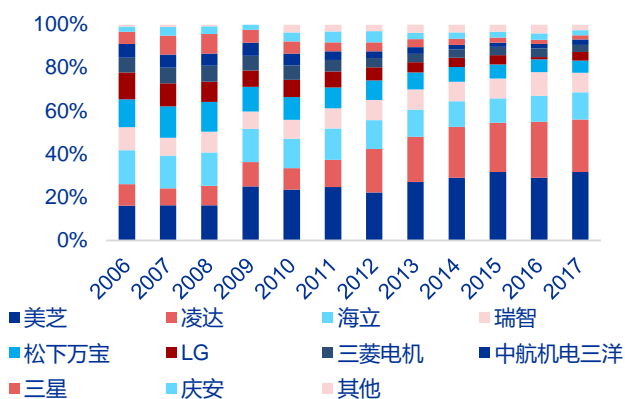
资料来源：京东商城、申万宏源研究

从供给层面来看，白电产业链相对封闭，大厂研产销一体，新进入企业缺乏定价权。以空调为例，格力、美的上游核心零部件压缩机自给自足，旗下凌达和美芝压缩机销量占比行业总销量比重 56%（产业在线，2017 年），其他空调品牌主要依赖采购第三方压缩机，格力近期举牌海立股份，提高关联交易金额至 50 亿，直接锁定海立过半产能，遏制三四线品牌意图明显。考虑到空调旺季供货不足，缺乏核心零部件自给能力的中小品牌或受较大影响；

其次，产业链一体化和整体规模优势有助于实现规模经济，空调第一梯队格力、美的、海尔凭借着行业绝对领先的产销量优势，毛利率基本保持在 30% 以上，二三线品牌空调毛利率基本在 20% 以下；近年来奥克斯借助电商红利弯道超车、产能扩张迅速，整体毛利率看齐一线品牌；

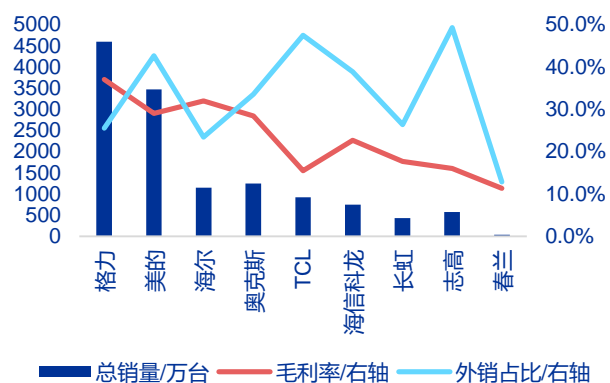
第三，空调销售及安装售后服务对线下渠道网络依赖程度深，龙头企业线下经销商及专卖店网络下沉广，虽然渠道层级复杂提高产品加价倍率，但是深厚的渠道网络有利于保障消费者体验，目前空调整机保修年限普遍在 6-10 年，线下经销商安装及售后保修服务更加到位。从定价来看，小米空调 1.6 倍定加倍率和 1.3 倍加倍率情况来看，也并未比电商渠道优势更加明显。

图 43：美芝和凌达占空调压缩机销量 56%



资料来源：产业在线、申万宏源研究

图 44：白电龙头规模优势突出



资料来源：产业在线、公司年报、申万宏源研究

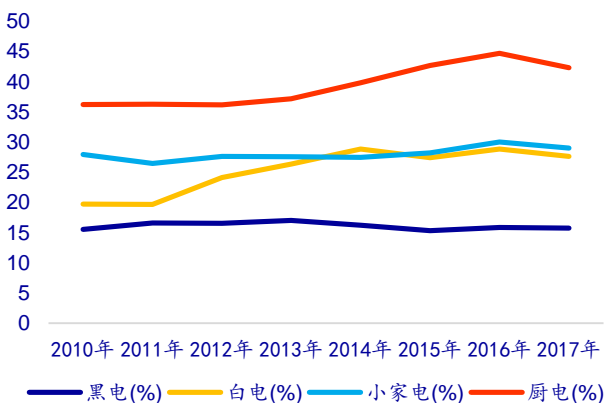
总体来说，目前白电行业寡头垄断明显，龙头公司在制造、渠道、品牌积累的全方位护城河深厚。目前空调、冰箱、洗衣机 CR3 零售量市占率分别达 72%、55%、67%，寡头垄断格局明显。格力、美的、海尔三家白电龙头企业不论在制造能力、渠道网络还是品牌认知度上都处于绝对领先地位，小米对白电行业格局冲击非常有限。

（2）厨电行业：品牌溢价高+前置安装属性，小米挑战难度大

需求层面观察，厨电行业品牌溢价高、前置安装属性决定其对线下渠道经销商依赖程度高，渠道结构复杂决定区域品牌存活较多。

- ✓ **穷看厅堂，富看厨房：**厨电装修属性强，更看重品牌价值，“价格战”不仅难以获得市占率提升，相反会对品牌造成较大的负面影响，因此盈利能力在家电行业中最好。
- ✓ **渠道更复杂：**厨电销售渠道既包括 KA、商超、专卖店等传统家电渠道，也包括建材、橱柜、工程等家装渠道，渠道结构的复杂性加大了品牌厂商渠道拓展的难度和成本，从而为专注某一细分渠道的中小厂商留下存活空间。

图 45：厨电行业毛利率在家电中最高



资料来源：wind、申万宏源研究

图 46：家装+家电双重属性决定渠道更为复杂

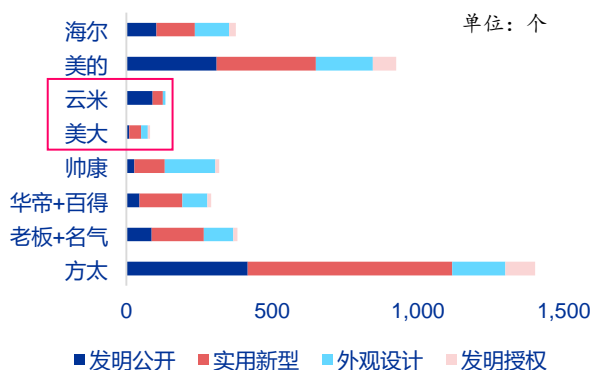


资料来源：产业在线、公司年报、申万宏源研究

从供给层面，厨电整体毛利空间大，新进入者或从细分集成灶和净水机等品类突破，或以综合家电品牌切入。目前来看，新进入企业产品能力和原先积累优势的企业还难以匹

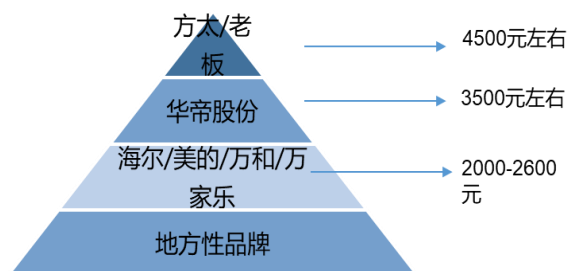
敌，从专利统计来看，目前仍以专业厨电公司和综合家电品牌领跑；其次，目前厨电行业分层竞争格局明显，云米作为新入局品牌，凭借智能差异化的战略，主打性价比路线，但是厨电由于更换周期长、售后保修时间通常在 5-10 年，消费者尝鲜门槛较高，短期内对高端和次高端品牌冲击不大。

图 47：方太、美的领跑油烟机研发专利数量



资料来源：专利汇、申万宏源研究

图 48：厨电分层竞争格局明显

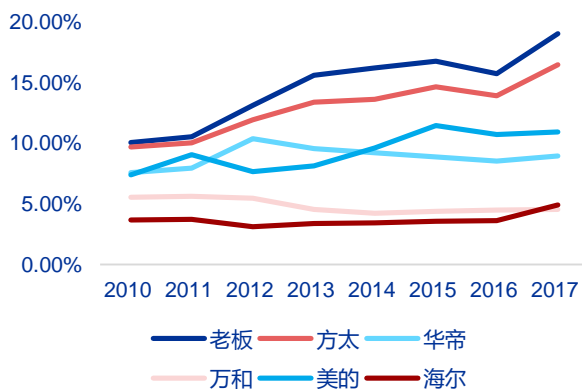


资料来源：中怡康、申万宏源研究

中期来看，代工产能和渠道服务瓶颈难以突破。云米依赖代工模式，缺乏规模效应成本不具有优势；渠道服务线上依赖小米、线下大规模招商打造服务体系尚需时间，而且从线上走向线下更意味着原本轻资产模式加重，渠道效率优势不再。成套销售、硬件带动耗材、智能拉动服务消费等变现方式对于强大的产品矩阵要求更高，目前以美的、海尔为代表的综合家电龙头实力更强。

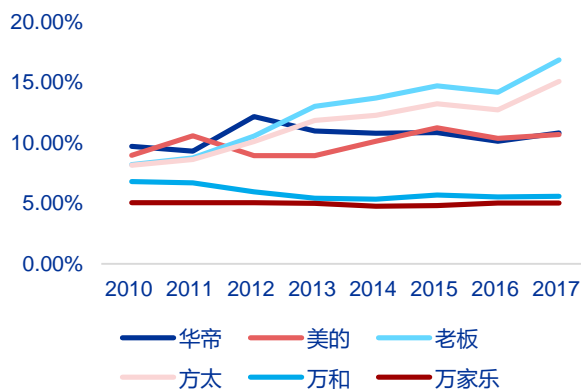
长期来看，品牌壁垒和研发积累难以突破。目前油烟机和燃气灶零售量 CR3 市场份额并未过半，且主要以专业厨电公司为代表，考虑到中怡康数据侧重一二线 KA 渠道，按国家统计局油烟机销量 2300 万台测算，老板的市占率大约 10% 左右，预计行业 CR3 不足 30%。相比品牌号召力和研发积累薄弱的小米冲击，以海尔和美的为代表的综合家电企业发力厨电未来看点更大。

图 49：油烟机零售量 CR3 市占率未过半



资料来源：中怡康、申万宏源研究

图 50：燃气灶零售量 CR3 市占率未过半



资料来源：中怡康、申万宏源研究

4. 关键启示和投资建议

4.1 小米生态链对家电企业的启示

小米模式一方面会影响家电某些细分领域的竞争格局，另一方面给传统家电企业带来新的产品研发理念、经营模式和营销理念等，鲶鱼效应也会倒逼着传统企业不断自我革新、提高竞争力。在之前的第二部分，我们以华米、青米和润米为代表洞悉了生态链企业和小米之间的协同作用，现在再从产品研发、产品生产和销售渠道三个层面总结小米模式值得家电企业借鉴的地方：

(1) 产品研发：抓住细分市场痛点，功能聚焦刚需，回归产品本身。总结小米目前已较为成功的几款家电产品，包括智能电视、空气净化器和扫地机器人等，均是市场竞争格局尚未完全确定且存在现有产品性价比不高、消费者需求未被真正满足的痛点。小米遵循8080原则，产品功能满足80%用户的80%需求，力争解决产业级痛点，从而快速占据市场份额。因此，我们认为准确挖掘市场需求，产品研发回归核心功能以切实解决消费者痛点，都是传统家电企业应该向互联网企业学习的地方。

(2) 产品生产：打通上下游产业链，寻找一流供应商，生产环节委托代工厂。小米生态链企业主要以轻资产运营为主，这与飞科等小家电企业类似。从生产制造端看，小家电的技术壁垒和资本壁垒弱，行业进入门槛低；但是代工企业如何孵化出有影响力的自主品牌，这一点仍要向小米等互联网企业营销学习，目前有相当一部分以代工发家的小家电企业，比如吸尘器代工厂出身的莱克电气、主营西式小家电代工的新宝股份，未来从附加值较低的生产制造走向研发和品牌运营微笑曲线两端值得思考。

(3) 销售渠道：注重线上、线下结合，简化渠道层级、控制销售费用率。传统家电企业线下渠道布局较为完善，但线上布局相对滞后，例如空调行业奥克斯借助电商渠道弯道超车，成功从二线品牌跻身一线梯队，零售市占率看齐海尔；小米生态链企业通过入驻小米线上渠道，同时借助线下小米之家等多个流量渠道进行曝光，大大简化渠道层级，以更高的效率构筑性价比优势。这一点传统家电龙头过去所依赖的大规模制造+大规模分销优势正在逐渐接受挑战，未来线上线下渠道的有机结合，零售终端低库存高周转的转型值得传统家电龙头思考。

4.2 投资建议：家电行业格局优化，龙头公司受益

关注新兴细分市场中具备制造和产品优势的小家电龙头。小家电行业成长性好，消费升级趋势明确，重点关注拓品类能力强、制造规模优势明显、线上线下渠道壁垒深厚的小家电龙头苏泊尔、飞科电器、九阳股份。

持续推荐传统白电、厨电行业整合上下游产业链、护城河深厚的龙头企业。大家电龙头在产品、渠道和品牌等多方面构筑坚实的护城河，具备较高的技术壁垒，公司竞争优势显著，龙头市场地位难以撼动，业绩增长确定性高。小米等新进入者在未来很长一段时间都难以对现有竞争格局产生实质性影响，继续推荐白电龙头美的集团、格力电器、青岛海

尔和小天鹅；厨电行业翻番空间大，龙头公司老板电器、华帝股份长期成长逻辑清晰，市占率仍有提升空间，建议关注。

表 16：家电重点公司盈利预测

代码	名称	评级	8月6日 收盘价	净利润（百万元）			股本 （亿）	每股收益（元/股）			PE		
				2018E	2019E	2020E		2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
000333	美的集团	买入	42.30	21663	24856	28271	66.27	3.27	3.75	4.27	12.9	11	10
000418	小天鹅A	买入	48.26	1887	2298	2762	6.32	2.98	3.63	4.37	16.2	13	11
000651	格力电器	买入	38.83	27650	33559	38666	60.16	4.60	5.58	6.43	8.4	7	6
600690	青岛海尔	买入	15.65	8030	9240	10630	60.97	1.32	1.52	1.74	11.9	10	9
002508	老板电器	买入	24.73	1817	2270	2611	9.49	1.91	2.39	2.75	12.9	10	9
002035	华帝股份	买入	11.32	687	876	1078	8.73	0.79	1.00	1.24	14.4	11	9
002032	苏泊尔	买入	50.15	1581	1939	2338	8.21	1.93	2.36	2.85	26.1	21	18
603868	飞科电器	买入	53.63	930	1055	1198	4.36	2.13	2.42	2.75	25.1	22	20
603355	莱克电气	增持	27.39	518	760	1060	4.01	1.29	1.90	2.64	21.2	14	10
002242	九阳股份	增持	16.27	758	834	959	7.68	0.99	1.09	1.25	16.5	15	13
002050	三花智控	买入	13.68	1489	1730	1943	21.20	0.70	0.82	0.92	19.5	17	15
600060	海信电器	买入	10.42	1423	1630	1881	13.08	1.09	1.25	1.44	9.6	8	7
000100	TCL集团	增持	2.75	3999	4794.8	6236.1	135.50	0.30	0.35	0.46	9.3	8	6

资料来源：wind, 申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

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、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投资标的的邀请或向人作出邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。