

Q4 业绩稳健增长，线下渠道复苏明确

2023年4月7日

- **事件：**2022年公司实现营业收入41.18亿元，同比+14.18%，实现归母净利润3.86亿元，同比+36.31%。
- **Q4 增长稳健，线下渠道复苏明显。**Q4公司实现营业收入14.19亿元，同比+14.29%，实现归母净利润1.46亿元，同比+54.48%。分产品看，22H2 电饭煲类/西式类/壶类/电动类/电热类厨房小电营收分别同比+29.14/+1.25/+27.59/+12.55/-1.40%，生活小家电和其他小家电收入下半年分别同比+2.30/29.61%。分地区来看，22H2公司国内外销售收入分别同比+17.39/-16.93%。分渠道来看，2022年公司线上线下渠道收入分别同比+8.30/67.66%，线下渠道复苏明显，占22年公司营业收入的比重达到14.55%，同比+4.64pct。
- **Q4 盈利能力改善，加大销售费用投入。**Q4公司实现毛利率37.69%，同比+7.81pct，分产品来看，电饭煲类/西式类/壶类/电动类厨房小电H2毛利率分别同比+8.38/2.50/8.15/10.19pct，分地区看，22年下半年国内/国外毛利率分别同比+5.03/16.97pct。从费用率来看，Q4公司销售/管理/研发费用率分别同比+4.16/+0.77/-0.02%。虽然公司在四季度加大了销售费用的投放，但受益于毛利率的大幅提升，公司Q4归母净利润率仍同比+2.67pct至10.28%。
- **货币资金充足，应收账款周转效率小幅提升。**1) 2022年期末货币资金+交易性金融资产合计28.47亿元，较期初+61.35%，主要系22年可转债募集资金到账和经营性净现金增加所致；应收票据及应收账款合计0.66亿元，较期初-47.63%，主要系22年客户回款所致；期末存货合计6.51亿元，较期初+5.61%；22年期末固定资产合计7.26亿元，较期初+35.59%，主要系22年新增厂房转固所致。2) Q4经营活动产生的现金流净额为3.07亿元，较上年同比-30.07%，我们认为主要是购买商品、接受劳务支付的现金增加所致。3) 2022年公司存货/应收账款/应付账款周转天数分别同比+1.91/-3.82/+6.42天，公司应收账款周转效率小幅提升。
- **分红回报股东，精品化战略利好长期发展。**2022年公司拟向全体股东每10股派发8元，现金分红总额达到1.24亿元，分红率为20.95%，符合公司在成长期且有重大资金支出安排时的最低分红比例要求。我们看好小熊电器精品化的产品战略和制造升级策略，有利于实现公司营收和盈利的长期稳定增长。根据鲸参谋数据，Q1小熊京东平台销售额同比+25.21%，我们认为随着公司线下渠道的进一步复苏，公司有望延续22年的增长趋势。
- **盈利预测和投资评级：**我们预计公司23-25年营业收入为48.35/55.73/63.07亿元，同比+17.4/15.3/13.2%，预计23-25年公司归母净利润分别为4.88/5.65/6.41元，分别同比变化+26.4/15.8/13.3%，对应PE22.35/19.30/17.03倍，维持“买入”评级。

➤ **风险因素：**小家电消费需求不及预期、新品推出不及预期、原材料价格上涨、汇率波动等

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	3,606	4,118	4,835	5,573	6,307
增长率 YoY %	-1.5%	14.2%	17.4%	15.3%	13.2%
归属母公司净利润 (百万元)	283	386	488	565	641
增长率 YoY%	-33.8%	36.3%	26.4%	15.8%	13.3%
毛利率%	32.8%	36.4%	35.7%	35.8%	35.8%
净资产收益率ROE%	13.7%	16.3%	15.4%	15.6%	15.5%
EPS(摊薄)(元)	1.82	2.48	3.13	3.62	4.11
市盈率 P/E(倍)	35.16	24.35	22.35	19.30	17.03
市净率 P/B(倍)	4.83	3.98	3.45	3.02	2.64

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2023年4月6日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	2,602	3,616	4,313	4,930	5,270	
货币资金	670	2,116	2,867	3,380	3,578	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	127	66	124	116	147	
预付账款	36	32	42	46	53	
存货	616	651	672	780	883	
其他	1,154	750	608	608	610	
非流动资产	1,015	1,257	1,439	1,561	1,685	
长期股权投资	6	5	7	7	8	
固定资产(合)	535	726	733	798	811	
无形资产	284	299	351	385	428	
其他	190	227	348	370	437	
资产总计	3,617	4,873	5,752	6,491	6,955	
流动负债	1,536	2,033	2,113	2,401	2,355	
短期借款	0	220	220	220	220	
应付票据	934	1,031	1,108	1,226	1,110	
应付账款	318	402	384	496	530	
其他	284	380	401	459	495	
非流动负债	12	474	474	474	474	
长期借款	0	3	3	3	3	
其他	12	471	471	471	471	
负债合计	1,548	2,506	2,586	2,875	2,829	
少数股东权益	0	0	0		-1	
归属母公司股东权益	2,069	2,366	3,166	3,617	4,127	
负债和股东权益	3,617	4,873	5,752	6,491	6,955	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	3,606	4,118	4,835	5,573	6,307	
同比(%)	-1.5%	14.2%	17.4%	15.3%	13.2%	
归属母公司净利润	283	386	488	565	641	
同比(%)	-33.8%	36.3%	26.4%	15.8%	13.3%	
毛利率(%)	32.8%	36.4%	35.7%	35.8%	35.8%	
ROE%	13.7%	16.3%	15.4%	15.6%	15.5%	
EPS(摊薄)(元)	1.82	2.48	3.13	3.62	4.11	
P/E	35.16	24.35	22.35	19.30	17.03	
P/B	4.83	3.98	3.45	3.02	2.64	
EV/EBITDA	22.66	13.47	13.10	10.33	9.02	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	3,606	4,118	4,835	5,573	6,307	
营业成本	2,424	2,617	3,111	3,581	4,051	
营业税金及附加	17	27	29	34	38	
销售费用	553	730	822	947	1,072	
管理费用	131	154	172	198	224	
研发费用	130	137	164	189	214	
财务费用	-16	-4	0	0	0	
减值损失合计	-34	-28	-25	-15	-15	
投资净收益	33	24	34	33	32	
其他	-33	35	27	22	28	
营业利润	334	487	573	664	752	
营业外收支	-4	-32	0	0	0	
利润总额	330	455	573	664	752	
所得税	46	69	85	99	112	
净利润	283	386	488	565	641	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
归属母公司净利润	283	386	488	565	641	
EBITDA	412	593	667	796	890	
EPS(当年)(元)	1.82	2.48	3.13	3.62	4.11	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	171	613	590	898	613	
净利润	283	386	488	565	641	
折旧摊销	119	134	130	173	183	
财务费用	0	12	0	0	0	
投资损失	-33	-24	-34	-33	-32	
营运资金变动	-283	94	-26	179	-193	
其它	84	11	32	15	15	
投资活动现金流	-312	85	-135	-261	-275	
资本支出	-425	-303	-317	-294	-306	
长期投资	-6	-23	148	0	-1	
其他	119	411	34	33	32	
筹资活动现金流	-12	762	296	-125	-140	
吸收投资	18	3	0	0	0	
借款	0	750	0	0	0	
支付利息或股息	-188	-94	-110	-125	-140	
现金流净增加额	-154	1,459	751	512	198	

研究团队简介

罗岸阳，家电行业首席分析师。浙江大学电子信息工程学士，法国北方高等商学院金融学&管理学双学位硕士。曾任职于TP-LINK硬件研发部门从事商用通信设备开发设计。曾先后任职天风证券家电行业研究员、国金证券家电行业负责人，所在团队2015、2017年新财富入围。2020年7月加盟信达证券研究开发中心，从事家电行业研究。

尹圣迪，家电行业研究助理。伦敦大学学院区域经济学硕士，布达佩斯考文纽斯大学经济学双硕士，对外经济贸易大学金融学学士，西班牙语双学位。2022年加入信达证券，从事家用电器行业研究，主要覆盖白电、小家电、零部件板块。

尤子吟，团队成员。伦敦大学学院金融学硕士，经济学与商业学学士。于2022年加入信达证券，从事家用电器行业研究，主要覆盖清洁电器、厨电板块。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com

华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准20%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。