

小熊电器 (002959.SZ) 2022Q4 盈利能力提升,精品战略+内部提效有望继续带动业绩增长

2023年04月08日

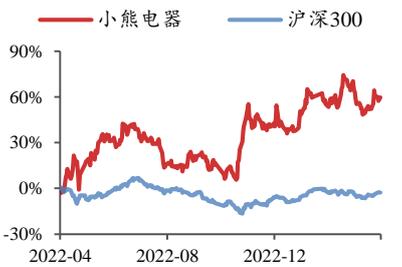
投资评级: 买入 (维持)

——公司信息更新报告

日期	2023/4/7
当前股价(元)	70.99
一年最高最低(元)	76.99/41.82
总市值(亿元)	110.75
流通市值(亿元)	110.65
总股本(亿股)	1.56
流通股本(亿股)	1.56
近3个月换手率(%)	53.34

吕明 (分析师)	周嘉乐 (分析师)	陆帅坤 (联系人)
lvming@kysec.cn	zhoujiale@kysec.cn	lushuaikun@kysec.cn
证书编号: S0790520030002	证书编号: S0790520030002	证书编号: S0790121060033

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《Q4 业绩符合预期,关注大单品份额提升和拓展空间——公司信息更新报告》-2023.2.17

《2022Q3 业绩超预期,精品战略驱动盈利边际向上——公司信息更新报告》-2022.10.28

《2022Q2 业绩超预期,看好产品升级驱动盈利提升——公司信息更新报告》-2022.9.1

● **2022Q4 盈利能力提升,看好 2023 年业绩持续提升,维持“买入”评级**
2022 年公司实现营收 41.18 亿元 (+14.18%), 归母净利润 3.86 亿元 (+36.31%)。2022Q4 营收 14.19 亿元 (+14.29%), 归母净利润 1.46 亿元 (+54.48%), 扣非归母净利润 1.23 亿元 (+39.67%), 产品结构升级叠加原材料成本回落带动盈利提升。根据年报我们上调 2023-2024 年盈利预测,并新增 2025 年盈利预测,预计 2023-2025 年归母净利润 4.73/5.56/6.42 亿元(2023-2024 年原值为 4.55/5.36 亿元),对应 EPS 为 3.03/3.56/4.11 元,当前股价对应 PE 分别为 23.1/19.6/17.0 倍,考虑到精品战略和内部提效驱动盈利提升,品类/渠道拓展显效,维持“买入”评级。

● **精品战略驱动各品类 2022 年恢复较高增长,线下礼品积分渠道快速放量**
分品类看,2022 年公司锅煲类/电热类/壶类/西式类/电动类/生活小家电/其他小家电应收同比分别 +30.91%/-3.56%/+19.87%/+12.03%/+1.01%/-2.77%/+42.87%, 2022H2 营收同比分别 +29.14%/-1.4%/+27.59%/+1.25%/+12.55%/+2.3%/+29.61%, 锅煲类/其他小家电保持较高增速,壶类/电动类增速环比 H1 提升明显,西式类增速环比 H1 下降。分区域看,2022 年国内/国外营收同比分别 +16.6%/-21.8%。2022H2 公司国内/国外营收同比分别 +17.4%/-16.9%。分销售模式看,2022 年公司线上/线下营收同比分别 +8.3%/+67.66%,系礼品积分渠道拉动。

● **2022Q4 毛销差持续提升,精品战略+直营化带来效率提升**
2022 年毛利率 36.45% (+3.67pct), 2022Q4 毛利率 37.69% (+7.81pct),较大提升主要系产品结构升级及成本回落。费用端,2022 年销售/管理/研发/财务费用率同比分别 +2.39pct/+0.12pct/-0.27pct/+0.36pct,直营化带动销售费用率提升以及毛销差提升,财务费用率提升主要系计提可转债利息费用。综合影响下 2022 年扣非净利率 8.79% (+1.63pct), 2022Q4 扣非净利率 8.69% (+1.58pct)。

● **风险提示:** 新品拓展不及预期;行业竞争加剧;原材料价格上涨等。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,606	4,118	4,751	5,473	6,225
YOY(%)	-1.5	14.2	15.4	15.2	13.7
归母净利润(百万元)	283	386	473	556	642
YOY(%)	-33.8	36.3	22.4	17.5	15.5
毛利率(%)	32.8	36.4	37.4	38.1	38.5
净利率(%)	7.9	9.4	10.0	10.1	10.3
ROE(%)	13.7	16.3	17.4	17.7	17.5
EPS(摊薄/元)	1.82	2.48	3.03	3.56	4.11
P/E(倍)	38.5	28.3	23.1	19.6	17.0
P/B(倍)	5.3	4.8	4.1	3.6	3.1

数据来源: 聚源、开源证券研究所

目 录

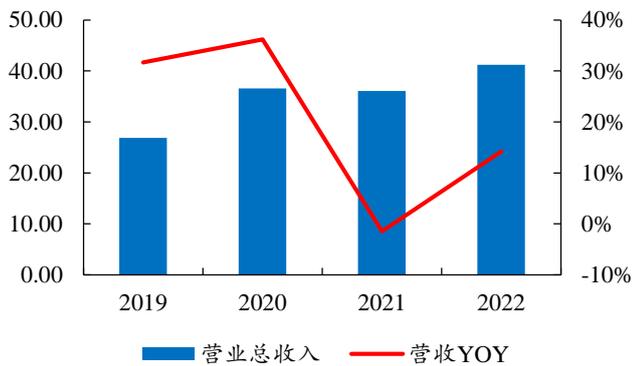
1、精品战略与原材料成本回落共振，2022Q4 盈利能力持续提升.....	3
2、2022Q4 毛销差持续提升，精品战略+直营化带来效率提升.....	4
3、盈利预测与投资建议.....	5
4、风险提示.....	5
附：财务预测摘要.....	6

图表目录

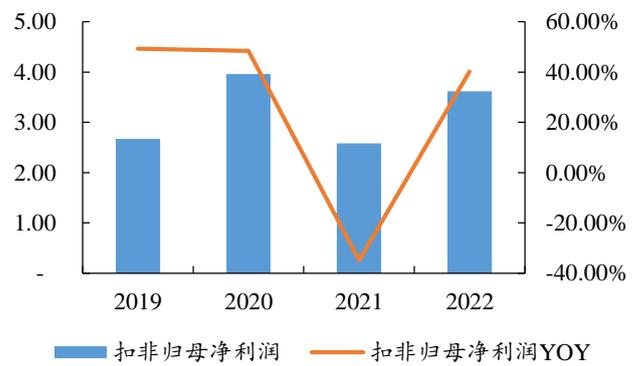
图 1：2022 年公司实现营收 41.18 亿元（+14.18%）.....	3
图 2：2022 年扣非归母净利润 3.62 亿元（+40.19%）.....	3
图 3：2022Q4 实现营收 14.19 亿元（+14.29%）.....	3
图 4：2022Q4 实现扣非归母净利润 1.23 亿元（+39.67%）.....	3
图 5：2022 年公司扣非后净利率 8.79%（+1.63pct）.....	4
图 6：2022Q4 公司扣非后净利率 8.69%（+1.58pct）.....	4
图 7：2022 年公司期间费用率 24.71%（+2.6pct），其中销售费用率同比+2.39pct.....	5
图 8：2022Q4 公司期间费用率 25.93%（+5.48pct），其中销售费用率同比+4.16pct.....	5

1、精品战略与原材料成本回落共振，2022Q4 盈利能力持续提升

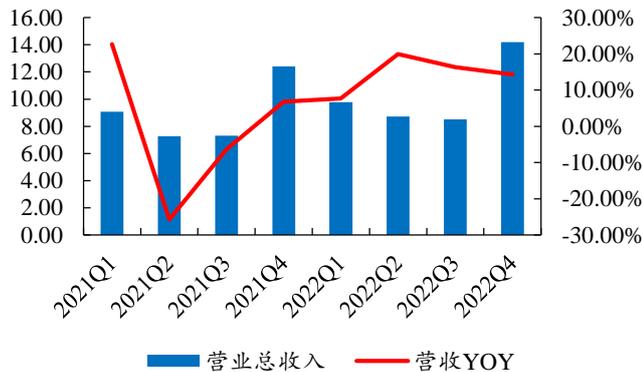
2022 年公司实现营收 41.18 亿元(+14.18%)，归母净利润 3.86 亿元(+36.31%)，扣非归母净利润 3.62 亿元(+40.19%)。单季度来看，2022Q4 实现营收 14.19 亿元(+14.29%)，归母净利润 1.46 亿元(+54.48%)，扣非归母净利润 1.23 亿元(+39.67%)。单季度利润差异主要来自于政府补助，2022Q4 计入当期损益的政府补助金额为 0.18 亿元，占营收比例同比+0.6pct。2022 年在精品化战略持续推进以及原材料成本回落的背景下，公司收入和利润相较于 2021 年迎来较高恢复性增长，盈利能力提升明显。

图1：2022 年公司实现营收 41.18 亿元 (+14.18%)


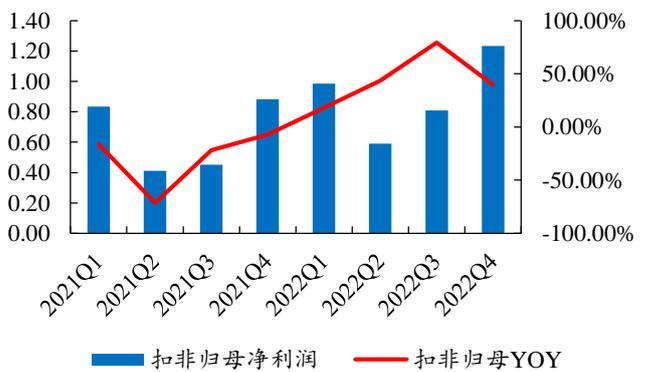
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2022 年扣非归母净利润 3.62 亿元 (+40.19%)


数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2022Q4 实现营收 14.19 亿元 (+14.29%)


数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2022Q4 实现扣非归母净利润 1.23 亿元 (+39.67%)


数据来源：Wind、开源证券研究所

收入按品类拆分：2022 年公司锅煲类/电热类/壶类/西式类/电动类/生活小家电/其他小家电分别实现营收 10.05/3.18/7.53/6.85/6.03/3.95/3.26 亿元，同比分别 +30.91%/-3.56%/+19.87%/+12.03%/+1.01%/-2.77%/+42.87%，生活小家电外各品类增速较 2021 年提升。2022H2 锅煲类/电热类/壶类/西式类/电动类/生活小家电/其他小家电分别实现营收 5.76/1.67/4.28/3.41/3.31/2.34/1.91 亿元，同比分别 +29.14%/-1.4%/+27.59%/+1.25%/+12.55%/+2.3%/+29.61%，锅煲类/其他小家电保持较高增速，壶类/电动类增速环比 H1 提升明显，西式类增速环比 H1 下降。锅煲增长主要系电饭煲等拉动，壶类增长主要系高单价恒温热水壶新品拉动，电动类增长主要系破壁机等拉动，其他小家电增长主要系个护、母婴等拉动。

表1: 2022 年公司锅煲类/电热类/壶类/西式类/电动类/生活小家电/其他小家电营收同比分别+30.91%/-3.56%/+19.87%/+12.03%/+1.01%/-2.77%/+42.87%

分品类	2021	2022	2022H1	2022H2	2022H1 yoy	2022H2 yoy
锅煲类	7.67	10.05	4.29	5.76	33.36%	29.14%
电热类	3.30	3.18	1.51	1.67	-5.83%	-1.40%
壶类	6.28	7.53	3.25	4.28	11.01%	27.59%
西式类	6.11	6.85	3.44	3.41	25.23%	1.25%
电动类	5.97	6.03	2.72	3.31	-10.21%	12.55%
生活小家电	4.07	3.95	1.61	2.34	-9.30%	2.30%
其他小家电	2.28	3.26	1.34	1.91	67.22%	29.61%

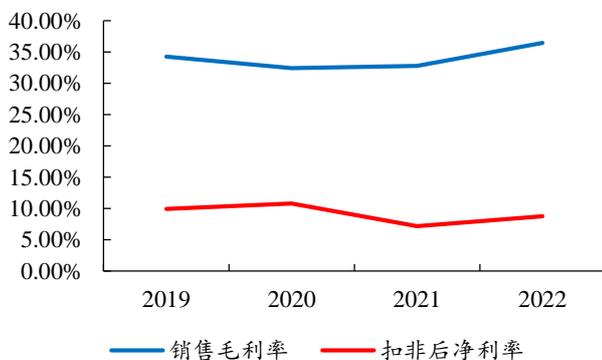
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

收入按区域拆分, 2022 年公司国内/国外分别实现营收 39.38/1.8 亿元, 同比分别+16.6%/-21.8%。2022H2 公司国内/国外分别实现营收 21.57/1.12 亿元, 同比分别+17.4%/-16.9%。**收入按销售模式拆分**, 2022 年公司线上/线下分别实现营收 35.19/5.99 亿元, 同比分别+8.3%/+67.66%, 线下高增长主要系礼品积分渠道拉动。

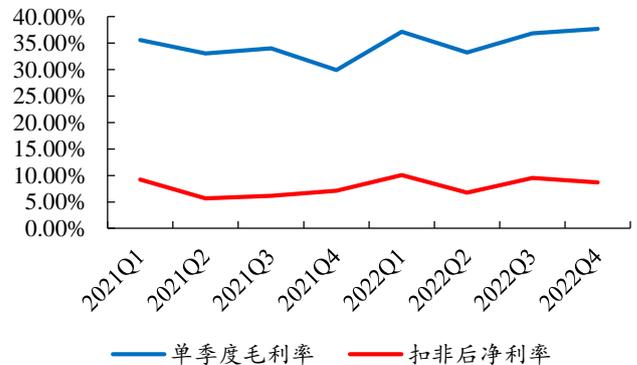
2、2022Q4 毛销差持续提升, 精品战略+直营化带来效率提升

(1) 毛利率: 2022 年公司毛利率 36.45% (+3.67pct), 2022Q4 毛利率 37.69% (+7.81pct), 产品结构升级和原材料成本回落共振带动 2022Q4 毛利率较大幅度提升。**分品类来看**, 2022 年公司锅煲类/壶类/西式类/电动类小家电毛利率分别为 35.61%/35.25%/33.5%/38.16%, 同比分别+5.09pct/+3.13pct/+1.14pct/+6.25pct, 2022H2 同比分别+8.39pct/+8.15pct/+2.51pct/+10.19pct。**分销售模式来看**, 2022 年公司线上/线下毛利率分别为 37.89%/27.99%, 同比分别+3.53pct/+9.56pct。**分区域来看**, 2022 年公司国内销售毛利率为 36.6%, 同比+2.73pct, 2022H2 同比+5.02pct。

(2) 净利率: 2022 年公司净利率 9.38% (+1.52pct), 扣非净利率 8.79% (+1.63pct), 单季度来看 2022Q4 公司净利率 10.28% (+2.67pct), 扣非净利率 8.69% (+1.58pct)。得益于公司精品战略下毛利率提升以及效率提升, 2022Q4 盈利能力延续提升趋势。此外, 2022Q4 计入当期损益的政府补助金额为 0.18 亿元, 占营收比例同比+0.6pct, 带动公司净利率较大幅度提升。

图5: 2022 年公司扣非后净利率 8.79% (+1.63pct)


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

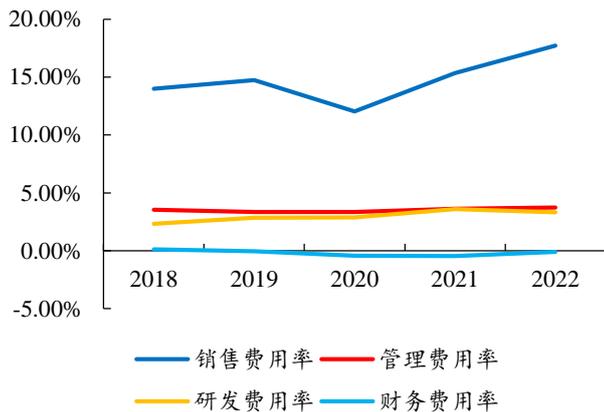
图6: 2022Q4 公司扣非后净利率 8.69% (+1.58pct)


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

(3) 费用端: 精品战略持续推进带动公司毛销差持续提升。2022 年公司销售/

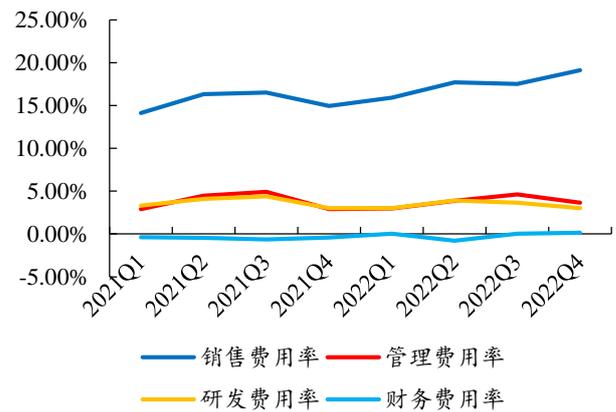
管理/研发/财务费用率分别为 17.72%/3.75%/3.34%/-0.1%，同比分别 +2.39pct/+0.12pct/-0.27pct/+0.36pct，2022Q4 公司销售/管理/研发/财务费用率同比分别 +4.16pct/+0.77pct/-0.02pct/+0.57pct。销售费用增加主系本期自营占比增加以及品牌宣传投入增加，2022Q4 毛销差+3.65%，增幅环比 Q3 提升，自营占比提升提高费用投放效率；财务费用增加主系本期计提可转债利息费用所致；研发费用率降低系精品战略推动。

图7：2022 年公司期间费用率 24.71% (+2.6pct)，其中销售费用率同比+2.39pct



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图8：2022Q4 公司期间费用率 25.93% (+5.48pct)，其中销售费用率同比+4.16pct



数据来源：公司公告、开源证券研究所

(3) 现金流：2022 年公司经营性现金流净额 6.13 亿元 (+258.34%)，同比较大提升主要系报告期内销售商品、提高劳务收到的现金增加所致；投资活动现金流净额 0.85 亿元 (+127.12%)，主要系本期现金管理方式调整所致；筹资活动现金流净额 14.59 亿元 (+6599.35%)，主要系本期可转债募集资金到账和取得信用借款所致。

(4) 营运能力：2022 年年末公司存货 6.51 亿元，较 2021 年年末增加 5.62%，存货周转天数 87 天，同比增加 2 天，维持相对稳定。2022 年年末应收账款 0.66 亿元，较 2021 年年末减少 47.62%，主要系本期客户回款增加所致，应收账款周转天数 8 天，同比减少 4 天，回款能力保持健康状况。

3、盈利预测与投资建议

2022 年公司实现营收 41.18 亿元(+14.18%)，归母净利润 3.86 亿元(+36.31%)。2022Q4 营收 14.19 亿元 (+14.29%)，归母净利润 1.46 亿元 (+54.48%)，扣非归母净利润 1.23 亿元 (+39.67%)，产品结构升级叠加原材料成本回落带动盈利提升。根据年报我们上调 2023-2024 年盈利预测，并新增 2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润 4.73/5.56/6.42 亿元 (2023-2024 年原值为 4.55/5.36 亿元)，对应 EPS 为 3.03/3.56/4.11 元，当前股价对应 PE 分别为 23.1/19.6/17.0 倍，考虑到精品战略和内部提效驱动盈利提升，品类/渠道拓展显效，维持“买入”评级。

4、风险提示

新品拓展不及预期；行业竞争加剧；原材料价格上涨等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2602	3616	4111	4614	5216
现金	670	2116	2365	2867	3208
应收票据及应收账款	127	66	156	100	192
其他应收款	7	5	9	7	11
预付账款	36	32	46	44	59
存货	616	651	788	851	1001
其他流动资产	1146	745	745	745	745
非流动资产	1015	1257	1320	1387	1456
长期投资	6	5	3	1	-1
固定资产	535	726	770	826	887
无形资产	284	299	321	335	353
其他非流动资产	190	227	226	225	217
资产总计	3617	4873	5431	6001	6672
流动负债	1536	2033	2330	2568	2804
短期借款	0	220	220	220	220
应付票据及应付账款	1252	1433	1616	1857	2068
其他流动负债	284	380	494	492	516
非流动负债	12	474	386	298	210
长期借款	0	460	373	285	197
其他非流动负债	12	13	13	13	13
负债合计	1548	2506	2716	2866	3014
少数股东权益	0	0	-0	-0	-1
股本	156	156	156	156	156
资本公积	951	934	934	934	934
留存收益	979	1272	1573	1940	2362
归属母公司股东权益	2069	2366	2715	3135	3659
负债和股东权益	3617	4873	5431	6001	6672

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	171	613	498	868	707
净利润	283	386	473	555	641
折旧摊销	118	133	80	91	104
财务费用	-16	-4	10	11	13
投资损失	-33	-24	-28	-28	-27
营运资金变动	-283	94	-40	234	-26
其他经营现金流	102	28	3	4	2
投资活动现金流	-312	85	-119	-133	-149
资本支出	426	303	145	160	175
长期投资	-6	-23	2	2	2
其他投资现金流	120	411	25	24	24
筹资活动现金流	-12	762	-130	-233	-217
短期借款	0	220	0	0	0
长期借款	0	460	-88	-88	-88
普通股增加	0	-0	0	0	0
资本公积增加	17	-17	0	0	0
其他筹资现金流	-29	99	-42	-145	-129
现金净增加额	-154	1459	249	501	341

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3606	4118	4751	5473	6225
营业成本	2424	2617	2972	3385	3825
营业税金及附加	17	27	28	31	38
营业费用	553	730	874	1029	1183
管理费用	131	154	192	211	233
研发费用	130	137	178	204	233
财务费用	-16	-4	10	11	13
资产减值损失	-34	-28	-20	-20	-20
其他收益	12	32	19	21	24
公允价值变动收益	-1	0	-1	-1	-0
投资净收益	33	24	28	28	27
资产处置收益	-7	-0	-2	-3	-2
营业利润	334	487	561	667	769
营业外收入	2	5	3	3	4
营业外支出	6	37	5	5	5
利润总额	330	455	560	665	768
所得税	46	69	87	110	127
净利润	283	386	473	555	641
少数股东损益	-0	-0	-0	-0	-0
归属母公司净利润	283	386	473	556	642
EBITDA	428	569	573	678	781
EPS(元)	1.82	2.48	3.03	3.56	4.11

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	-1.5	14.2	15.4	15.2	13.7
营业利润(%)	-35.8	45.8	15.3	18.8	15.3
归属于母公司净利润(%)	-33.8	36.3	22.4	17.5	15.5
获利能力					
毛利率(%)	32.8	36.4	37.4	38.1	38.5
净利率(%)	7.9	9.4	10.0	10.1	10.3
ROE(%)	13.7	16.3	17.4	17.7	17.5
ROIC(%)	12.9	12.1	12.2	13.1	13.5
偿债能力					
资产负债率(%)	42.8	51.4	50.0	47.8	45.2
净负债比率(%)	-32.3	-60.6	-61.9	-72.3	-73.7
流动比率	1.7	1.8	1.8	1.8	1.9
速动比率	1.2	1.4	1.4	1.4	1.5
营运能力					
总资产周转率	1.0	1.0	0.9	1.0	1.0
应收账款周转率	29.4	42.6	42.6	42.6	42.6
应付账款周转率	8.4	7.3	7.3	7.3	7.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.82	2.48	3.03	3.56	4.11
每股经营现金流(最新摊薄)	1.10	3.93	3.19	5.56	4.53
每股净资产(最新摊薄)	13.26	14.65	16.88	19.57	22.93
估值比率					
P/E	38.5	28.3	23.1	19.6	17.0
P/B	5.3	4.8	4.1	3.6	3.1
EV/EBITDA	21.4	15.4	14.8	11.7	9.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

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（underperform）	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（underperform）	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，属于商业秘密材料，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

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

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
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