

小熊电器(002959)

报告日期: 2023年04月17日

## “K型”复苏下的国民品牌养成之路

### ——小熊电器更新报告

#### 投资要点

**核心观点:** 后疫情时代居民消费信心尚未完全恢复, K型消费复苏趋势显著, 小熊顺应当下趋势推行精品化战略, 以高质价比持续拓展大众小家电市场, 我们认为小熊未来不局限于长尾市场, 而是有望成长为国民品牌。

#### □ 收入、业绩增速领跑行业, 23Q1再超市场预期

22Q3、22Q4公司收入、业绩增速大幅领先同行, 22Q3、Q4收入分别同比+16%、+14%, 业绩分别同比+85%、+54%。23Q1业绩预告披露营收预计同比增长25%至30%, 业绩预计同比增长45%至65%。

#### □ 财报高增的背后是公司战略与消费趋势的高度契合

后疫情时代居民消费信心尚未完全修复, 23Q1消费者信心指数仍处于历史低位, 消费趋势呈现疤痕效应下的K型分化。小熊把握消费趋势, 推行精品化战略, 致力于打造好而不贵、高质价比的产品, 加大研发费用及研发人员投入, 积极拓展电饭煲、电水壶、养生壶等大众品市场, 有望成长为国民品牌。

#### □ 国民品牌发展之路: 规格扩张、提质升价

公司通过规格扩张、提质升价两种路径拓展大众市场。以电饭煲、电水壶、养生壶为例, 公司电饭煲从一人食向3L市场(2-6人)进军, 电水壶向1.5L以上市场扩张, 养生壶布局优势规格1.5L的高价位段市场。大众品市场份额提升, 2023年3月电饭煲、电水壶、养生壶在淘系销额占比同比+3pct。

#### □ 布局成效显著, 收入规模、盈利质量双赢

受益规模扩张/质量提升, 公司销售均价提升从而带动规模扩张, 各品类2022年下半年以来持续放量。同时结构优化带动盈利能力显著改善, 各品类毛利率显著提升, 公司整体毛销差增幅领先同行, 归母净利率23Q1预计达到12%以上, 创下21年以来的季度新高。

#### □ 盈利预测与估值

公司精品化战略顺应“K型”消费趋势, 以高质价比持续布局大众品市场, 市场份额持续提升, 我们预计公司2023-2025年营业收入分别为47.46亿元、54.67亿元、62.90亿元, 分别同比+15.26%、+15.19%、+15.06%; 归母净利润分别为5.01亿元、6.12亿元、7.29亿元, 分别同比+29.71%、+22.16%、+19.25%, 对应当前股价PE分别为24x/19x/16x, 维持“买入”评级。

#### □ 风险提示

消费偏好改变; 低端大众品市场竞争加剧; 原材料价格大幅提升。

#### 投资评级: 买入(维持)

分析师: 闵繁皓

执业证书号: S1230522040001

minfanhao@stocke.com.cn

研究助理: 文焯

wenxuan@stocke.com.cn

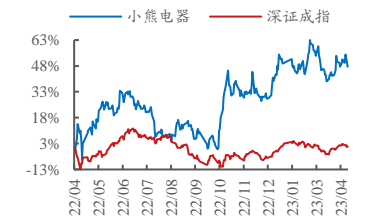
#### 基本数据

收盘价 ¥75.87

总市值(百万元) 11835.92

总股本(百万股) 156.00

#### 股票走势图



#### 相关报告

1 《Q4业绩超预期, 毛利率显著提升》2023.04.07

2 《Q4业绩符合预期, 盈利能力提升》2023.02.18

3 《收入增势良好, 毛利率大幅提升带动业绩超预期——小熊电器2022年三季度报点评》

2022.10.29

#### 财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4117.70	4745.96	5467.09	6290.49
(+/-)(%)	14.18%	15.26%	15.19%	15.06%
归母净利润	386.31	501.08	612.14	729.95
(+/-)(%)	36.31%	29.71%	22.16%	19.25%
每股收益(元)	2.48	3.21	3.92	4.68
P/E	30.64	23.62	19.34	16.21

资料来源: 浙商证券研究所

## 正文目录

1 财报高增的背后——公司战略与消费趋势的高度契合 .....	4
2 “K”型消费复苏，小熊遇东风 .....	4
2.1 居民消费信心尚未完全修复，质价比偏好下呈现 K 型消费复苏 .....	4
2.2 小熊精品化战略确立，走高质价比之路 .....	6
3 国民品牌发展之路：升规提质 .....	7
3.1 路径 1：规格扩张 .....	8
3.2 路径 2：提质升价 .....	10
4 布局成效显著，收入规模、盈利质量双赢 .....	12
5 投资建议 .....	14
6 风险提示 .....	15

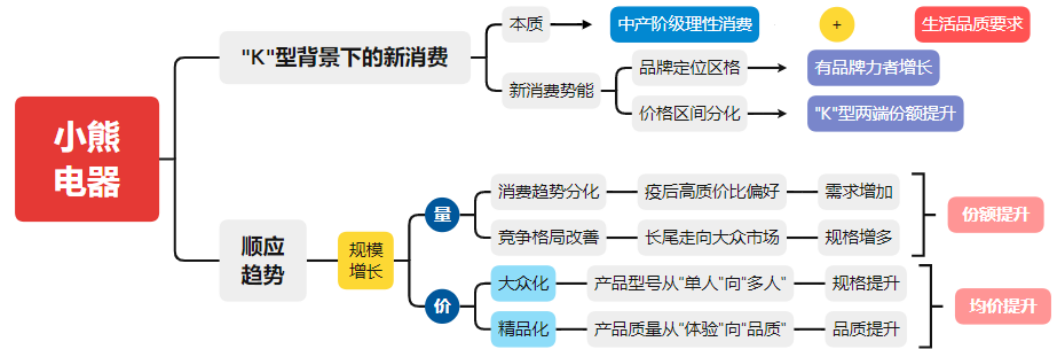
## 图表目录

图 1: 小熊顺应“K”型消费趋势 .....	4
图 2: 2022 年 Q2 起收入增速领跑行业 .....	4
图 3: 2022Q3、Q4 业绩增速领跑行业 .....	4
图 4: 全国居民人均可支配收入增长(季度累计) .....	5
图 5: 新增存款与新增贷款呈现剪刀差(单位: 亿元) .....	5
图 6: 消费者信心尚处于低位 .....	5
图 7: 空气炸锅呈现 K 型消费结构 .....	5
图 8: 小熊电器主流价格带为 50-150 元 .....	6
图 9: 小熊电器品牌定位转变 .....	6
图 10: 小熊电器研发费用率整体呈提升趋势 .....	7
图 11: 研发人员数量、研发人员平均薪酬 2021 年以来明显提升 .....	7
图 12: 公司自产率高(2021 年) .....	7
图 13: 2022 年 3 月养生壶、电饭煲、电水壶营收占比为 23%(淘系) .....	8
图 14: 2023 年 3 月养生壶、电饭煲、电水壶营收占比达 26%(淘系) .....	8
图 15: DFB-P30N5 成为公司电饭煲品类的重要增长极 .....	8
图 16: 3-4L 市场容量较 3L 以下电饭煲市场容量更大(2023Q1, 按销额) .....	8
图 17: 小熊[3L-4L) 电饭煲均价低于行业平均 .....	9
图 18: 1.7L 电水壶市场销量占比高(23Q1) .....	10
图 19: 2022 年小熊 1.7L-2L(不含)电水壶线上销额同比+52.7% .....	10
图 20: 小熊养生壶线上市占率(按销额)稳居第一, 2023 年继续提升 .....	11
图 21: 小熊电饭煲、电水壶、养生壶零售 22H2 均价提升 .....	12
图 22: 小熊电饭煲、电水壶、养生壶 22H2 零售额增幅扩大 .....	12
图 23: 量价拆分来看, 价格提升是公司 2022 年收入规模扩张的主要驱动力 .....	13
图 24: 锅煲类、壶类成为收入增长的主要驱动力 .....	13
图 25: 小熊销额市占率提升(线上) .....	13
图 26: 小熊销量市占率提升(线上) .....	13
图 27: 锅煲类、壶类毛利率 2022 年明显提升 .....	14
图 28: 公司 2022Q3、2022Q4 归母净利率提升 .....	14
表 1: 3L 电饭煲畅销款对比 .....	9
表 2: 公司电热水壶产品迭代 .....	10
表 3: 各公司 1.5L 养生壶(89-99 元价格段)对比 .....	11
表 4: 公司 1.5L 养生壶产品布局情况 .....	12
表 5: 2022Q3、2022Q4 毛销差同比显著提升 .....	14
表附录: 三大报表预测值 .....	16

## 1 财报高增的背后——公司战略与消费趋势的高度契合

小熊的高速增长源自于清晰地战略调整与宏观消费趋势的变化高度拟合，在宏观经济的变化下，小熊精准把握需求的变化，在公司成长的新阶段受益于行业趋势的变化。

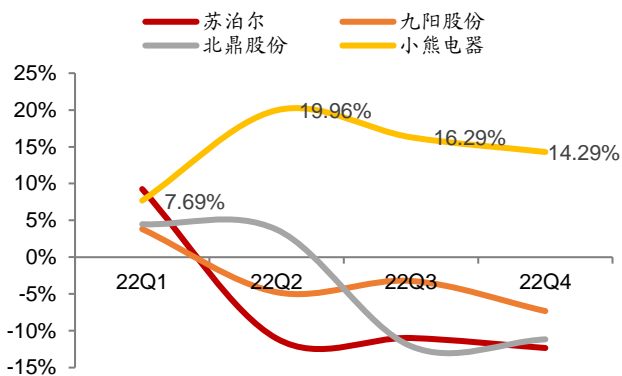
图1：小熊顺应“K”型消费趋势



资料来源：浙商证券研究所

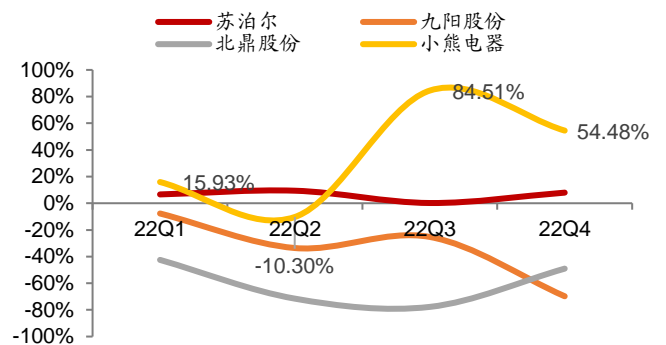
收入、业绩增速 22Q3、Q4 领跑行业，收入增速维持在 15% 左右，业绩 22Q3、22Q4 分别同比大幅+85%、+54%。一季度业绩预告披露 23Q1 收入同比+25%~+30%，业绩同比+45%~+65%，业绩再超市场预期。

图2：2022 年 Q2 起收入增速领跑行业



资料来源：各公司公告，浙商证券研究所

图3：2022Q3、Q4 业绩增速领跑行业



资料来源：各公司公告，浙商证券研究所

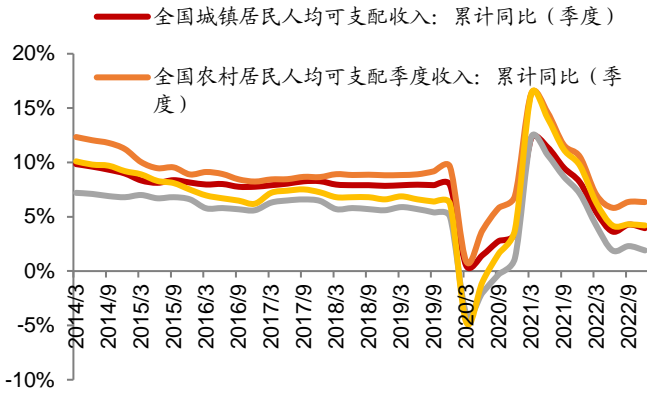
注：22Q2 小熊业绩下滑主要系火灾事故计提损失影响，扣非后归母净利润同比+43.48%。

## 2 “K”型消费复苏，小熊遇东风

### 2.1 居民消费信心尚未完全修复，质价比偏好下呈现 K 型消费复苏

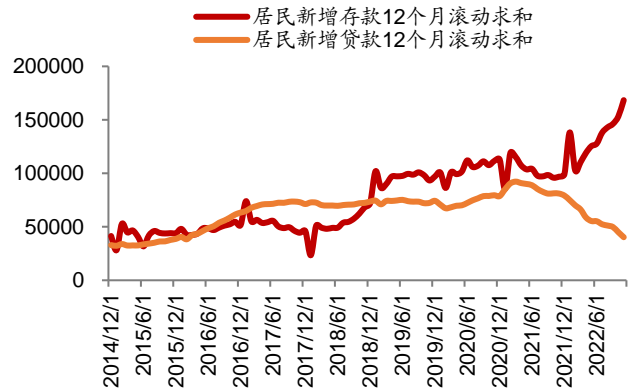
消费能力未降低，消费意愿保守，储蓄意愿增强。2022Q3-Q4，城乡居民人均可支配收入增速修复，2022Q4 全国城镇、全国农村居民人均可支配收入实际 YOY 分别为 1.9%、4.2%。疫情导致居民消费意愿保守，储蓄意愿增强，居民新增存款与新增贷款形成剪刀差，2022 年居民新增存款（TTM）与新增贷款（TTM）背离趋势加大。

图4: 全国居民人均可支配收入增长(季度累计)



资料来源: 国家统计局, 浙商证券研究所

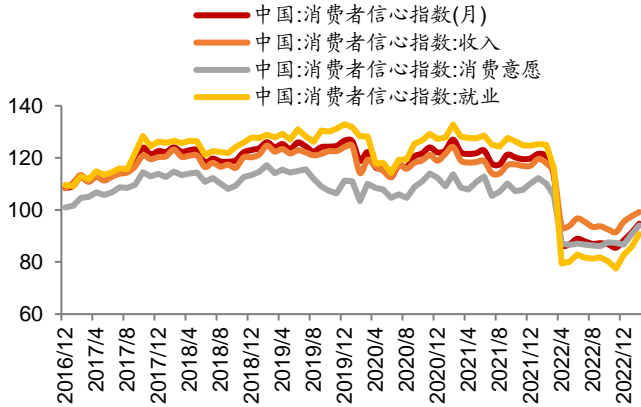
图5: 新增存款与新增贷款呈现剪刀差(单位: 亿元)



资料来源: 国家统计局, 浙商证券研究所

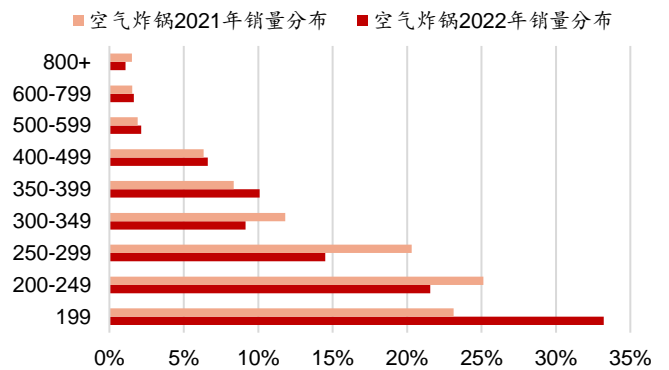
**消费信心修复仍需要时间, 消费复苏呈现疤痕效应下的 K 型分化。**国家统计局数据显示中国消费者对于就业、收入以及消费意愿的信心 2022 年达到低点, 2023Q1 明显修复, 但仍处于低位。消费结构的两极分化明显, 即呈现高性价比与奢侈化的两端高、中间低的 K 型分布结构。一方面, 人们追求高性价比产品, 大量购买消耗品、一般商品和耐久消费品, 但另一方面, 人们愿意支付昂贵的价钱购买艺术品和有设计感的一般生活用品。以厨小电大单品空气炸锅为例, 低端和高端价位段产品销量份额提升。

图6: 消费者信心尚处于低位



资料来源: 国家统计局, 浙商证券研究所

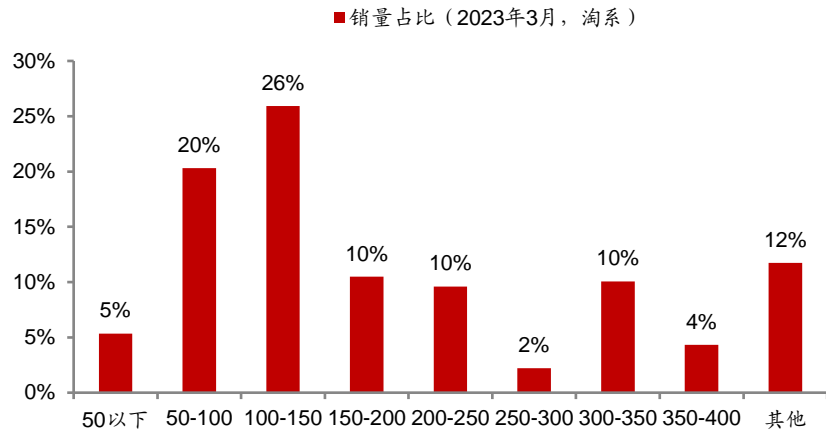
图7: 空气炸锅呈现 K 型消费结构



资料来源: 奥维云网, 浙商证券研究所

**小熊是“K型”下半段的受益者。**在 K 型的下半段, 居民和企业收入受损, 可能导致消费者和企业改变自己的行为模式, 即假设一切回归正常, 消费者未必愿意能放开大胆地花钱, 变得更加“精明”, 既想满足衣食住行的品质需求, 又追求实惠的价格。小熊的产品主打高质价比, 主流价格带位于 50-150 元之间, 在“K 型”下半段竞争优势凸显。

图8: 小熊电器主流价格带为 50-150 元

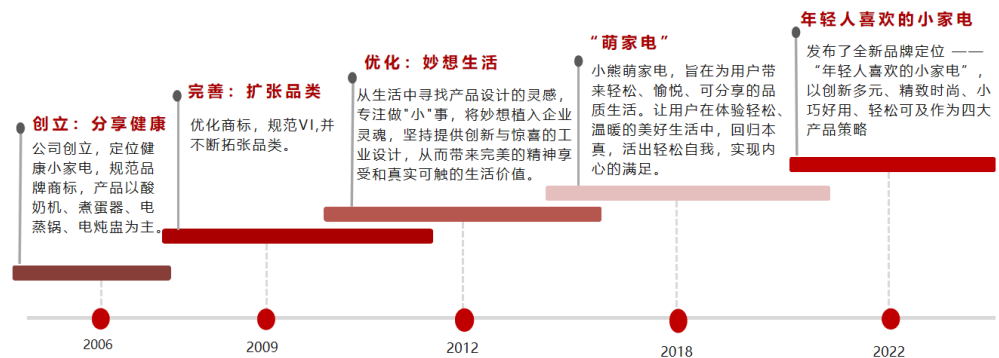


资料来源: 炼丹炉, 浙商证券研究所

## 2.2 小熊精品化战略确立, 走高质价比之路

公司 2018 年的品牌定位为“萌家电”，2022 年 5 月将“年轻人喜欢的小家电”作为新的品牌定位。新定位下，公司提出六大战略布局：创新驱动、产品精品化、用户直达、全球化市场、数字化运营、组织年轻化。公司首提精品化战略，未来将持续提升研发技术能力、自动化生产以及智能化制造水平，推动研发精品化、设计精品化、生产精品化。

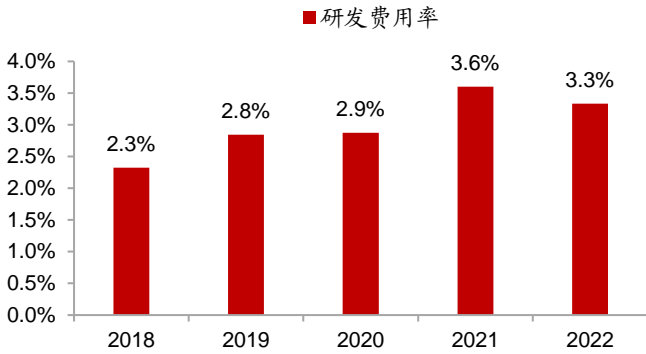
图9: 小熊电器品牌定位转变



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

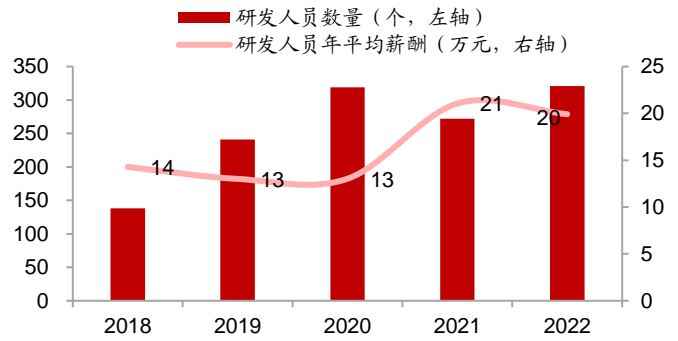
**提升 SKU 效率, 加大研发投入, 保证产品品质。**2022 年公司有近 500 个 SKU, 原先部分 SKU 主要用于电商平台引流, 经济效益较低, 随传统电商平台获客成本加大, 引流型产品效果降低, 公司淘汰此部分低效益 SKU。公司研发投入、研发人员数量及薪酬整体呈提升趋势, 研发费用率由 2018 年的 2.32% 持续提升至 2021 年的 3.60%, 2022 年为 3.30%, 或主要受费用投放节奏及规模效应影响。研发人员数量 2021 年以来明显提升, 研发人员平均薪酬达到 20 万元/年。

图10: 小熊电器研发费用率整体呈提升趋势



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

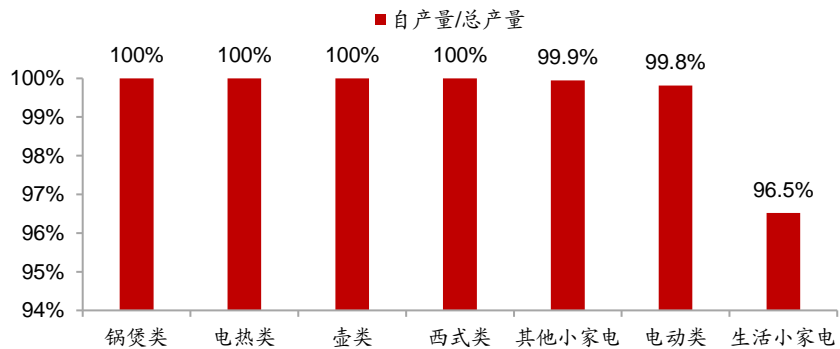
图11: 研发人员数量、研发人员平均薪酬 2021 年以来明显提升



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

**供应链端精益制造, 深加工+自动化、数字化提升效率, 为持续输出精品提供支撑。**公司坚持自主生产战略, 多数品类自产量可达到 95%以上, 2022 年核心零部件电机和模具实现自制, 电源线生产也实现自制, 打造深加工能力。目前公司拥有 5 大智能生产基地, 70 余条生产线, 并拥有 2 条国内顶级水平自动化生产线, 2022 年科技园区新生产基地正式投入使用, 进一步提升制造产能, 此外在公司信息化建设框架下, 制造主体投入了注塑 MES 及品质管理 QMS 系统, 进一步完善制造信息化系统, 提升了制造效率。

图12: 公司自产率高 (2021 年)

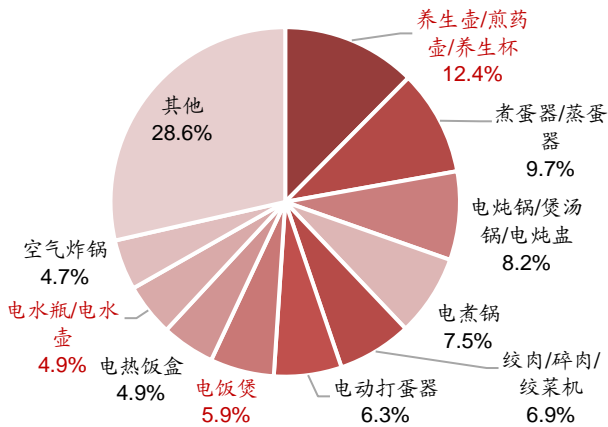


资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

### 3 国民品牌发展之路: 升规提质

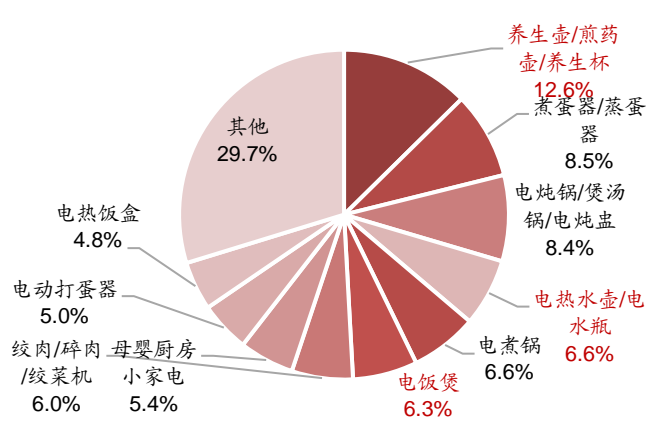
**大众品类收入贡献提升。**炼丹炉数据显示目前养生壶、煮蛋器、电炖锅、电热水壶、电煮锅、电饭煲为公司主要收入来源, 对比 2022 年 3 月, 长尾品类煮蛋器/蒸蛋器、电煮锅、电炖锅仍为公司收入的重要支撑, 值得注意的是, 养生壶、电饭煲、电水壶此类大众品占比明显提升, 三者合计占比从 2022 年 3 月的 23%提升至 2023 年 3 月的 26%。

图13: 2022年3月养生壶、电饭煲、电水壶营收占比为23% (淘系)



资料来源: 炼丹炉, 浙商证券研究所

图14: 2023年3月养生壶、电饭煲、电水壶营收占比达26% (淘系)



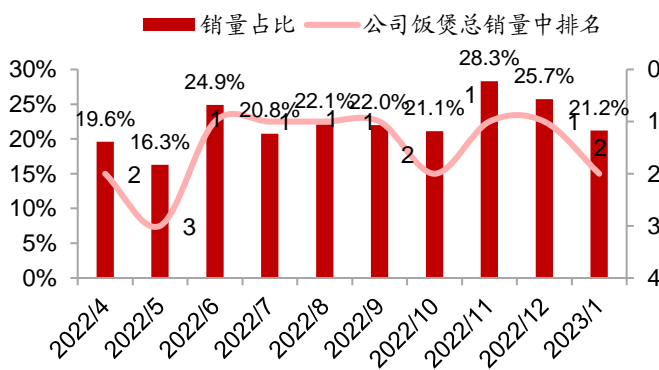
资料来源: 炼丹炉, 浙商证券研究所

我们认为公司大众品拓展的路径主要分为规格扩张及提质升价两方面去实现, 其中电饭煲、电水壶主要为前一种路径, 养生壶主要为后一种路径。

### 3.1 路径1: 规格扩张

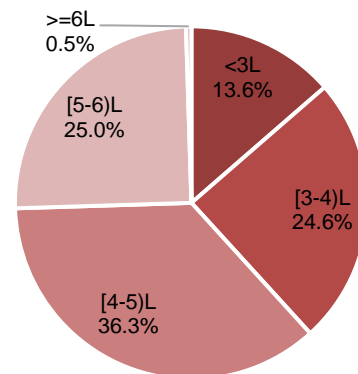
**电饭煲容量提升, 从一人食到3L大容量。**公司原先主打一人食的1.5L小电饭煲, 2022年起拓展至3L容量电饭煲, 炼丹炉数据显示3L电饭煲畅销款P30N5自2022年6月至2023年1月销量占比提升至20%以上, 且销量22年下半年多次位居公司电饭煲类目销量第一。我们认为: 1) 大容量电饭煲的市场空间更足, 奥维云网数据显示3L以下电饭煲23Q1的市场份额为13.6%, 而3-4L电饭煲的销额占比达到了24.6%。2) 公司在3L市场拥有较高质价比, 有望持续抢占市场份额。

图15: DFB-P30N5 成为公司电饭煲品类的重要增长极



资料来源: 炼丹炉, 浙商证券研究所

图16: 3-4L市场容量较3L以下电饭煲市场容量更大(2023Q1, 按销额)

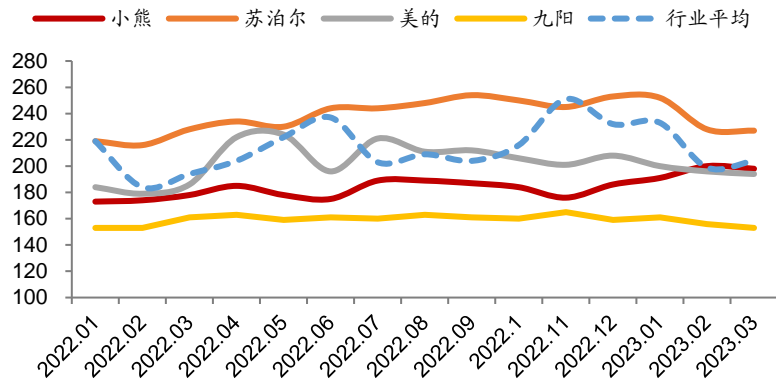


资料来源: 奥维云网, 浙商证券研究所

奥维云网数据显示公司在[3L-4L]电饭煲上在业内较低, 更有竞争力。具体对比各家3L畅销款, 对比九阳, 小熊的畅销款价格略高, 但在性能上更有优势, 功能菜单数、智能烹饪曲线段都较九阳都更高; 对比美的, 小熊的畅销款性能略低于美的, 但是价格相较美的更实惠, 且外观更大众化; 对比苏泊尔, 小熊的畅销款价格明显更低。



图17: 小熊[3L-4L) 电饭煲均价低于行业平均



资料来源: 奥维云网, 浙商证券研究所

表1: 3L 电饭煲畅销款对比

品牌/型号	小熊/DFB-P30N5	九阳/F-30FZ630	美的/MB-RE325	苏泊尔/SF30HC749
图示				
价格	¥179	¥149	¥229	¥379
容量	3L	3L	3L	3L
内胆	黄晶柴火聚能釜胆	铜匠厚釜	匠铜聚能釜胆	精铁球釜内胆
加热方式	底盘加热	底盘加热	底盘加热	底盘加热
控制方式	按键	按键	触屏	触屏
功能菜单数	6	5	11	10
智能烹饪曲线	7段	4段	6段	-
预约时间	12h	24h	24h	24h

资料来源: 京东, 浙商证券研究所

**电水壶推大容量 1.5L 以上大规格新品, 销售表现优异。**

公司畅销旧品为 0.6L 和 1.5L 产品, 公司 2022 年下半年至 2023 年陆续推出 1.7L 的单品。我们认为, 与电饭煲拓展思路类似: 1.7L 的电水壶市场空间更大, 奥维云网数据显示 23Q1 1.7L-2L (不含) 线上销额占整体电水壶品类达到 31.9%, 占比最高。2022 年公司 1.7L-2L (不含) 电水壶线上零售额同比+52.7%。

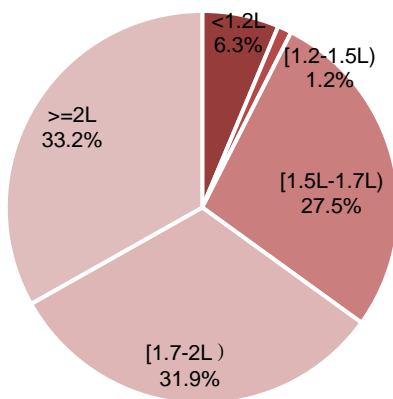
2022 年 1 月公司还曾推出 5L 产品, 累计评价达到 200 万以上水平, 奥维云网数据显示 2023Q1 小熊的 5L 电水壶 ZDH-H50E1 位居电水壶线上销额第 6。

表 2: 公司电热水壶产品迭代

型号	ZDH-A06H1	ZDH-Q15U8	ZDH-C15V7	ZDH-D17K2	ZDH-C17F2	ZDH-D17H1	ZDH-D17M1	ZDH-H30B1	ZDH-H50E1
累计评价数	200 万+	200 万+	200 万+	200 万+	200 万+	200 万+	200 万+	200 万+	200 万+
折后价	129	55	199	69	119	129	179	289	349
示意图									
产品容量	0.6L	1.5L		1.7L			3.0L	5.0L	
功率	500W	1500W	1500W	1800W			1350W	1350W	
内胆材质	304 不锈钢	304 不锈钢	316 不锈钢	304 不锈钢			304 不锈钢		
内胆	一体无缝内胆	-	一体无缝内胆	一体无缝内胆			-	-	
保温功能	4 段保温	-	65°C	-	4 段保温	50°C	50°C	11 段保温	
特点	差旅便携	快速烧水	进口英国温控器	快速烧水	快速烧水	快速烧水	彩钢外观	一键除氯, 智能童锁	
上市时间	Apr-20	Aug-21	May-22	Oct-22	Sep-22	Dec-22	Feb-23	Jun-20	Jan-22

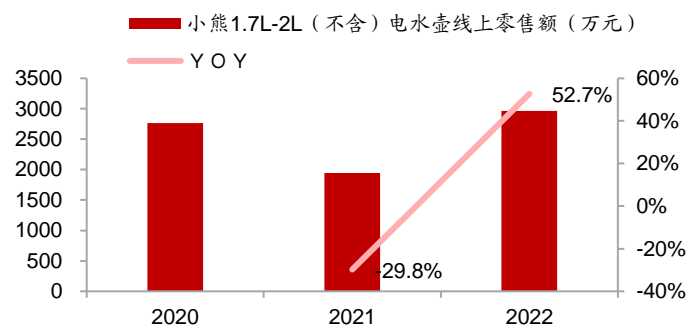
资料来源: 京东, 浙商证券研究所

图 18: 1.7L 电水壶市场销量占比高 (23Q1)



资料来源: 奥维云网, 浙商证券研究所

图 19: 2022 年小熊 1.7L-2L (不含) 电水壶线上销售额同比+52.7%

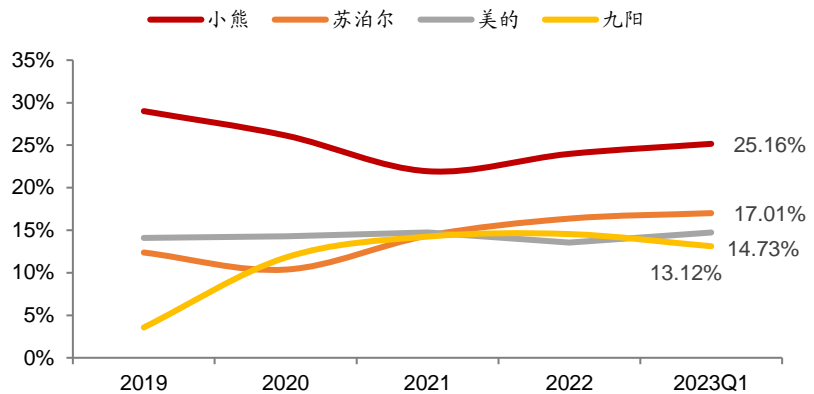


资料来源: 奥维云网, 浙商证券研究所

### 3.2 路径 2: 提质升价

养生壶地位稳固, 市占率持续提升。养生壶是公司的优势大众品类, 2019 年以来线上市占率稳居行业第一, 2023Q1 公司养生壶市占率达到 25.16%, 大幅领先同行, 苏泊尔、美的、九阳同期分别为 17.01%、14.73%、13.12%。




图20: 小熊养生壶线上市占率(按销额)稳居第一, 2023年继续提升



资料来源: 奥维云网, 浙商证券研究所

主流容量段价格带覆盖广泛, 2022年下半年推出价格更高的新品。公司在1.5L养生壶上实现价格带的全面覆盖, 在89-100、100-150、150-200、200元以上均有布局。一方面, 在养生壶核心价位段89-99元公司维持高质价比, 稳固基本盘; 另一方面, 2022年下半年起公司推出109元、159元、299元养生壶, 在保温时长、功率、外观等方面有突破。

表3: 各公司1.5L养生壶(89-99元价格段)对比

型号	九阳-DG1506BQ	苏泊尔-SW15YT01	小熊-YSH-D15V7	美的 MK-Y12Q
折后价	84.9	89	89	85
图片				
容量	1.5L	1.5L	1.5L	1.5L
功率	800W	800W	800W	800W
功能	12	10	16	14
多段保温	40-90°C (11段)	60-180°C (最多8段)	40-90°C(11段)	45-85°C(4段)
保温时长	4-24h	6h	12h	6h
预约时长	24h	9h	9.5h	2-5小时
操作方式	触控式	触控式	触控式	触控式
上市时间	Oct-19	May-21	Feb-22	Feb-23

资料来源: 京东, 浙商证券研究所

表 4: 公司 1.5L 养生壶产品布局情况

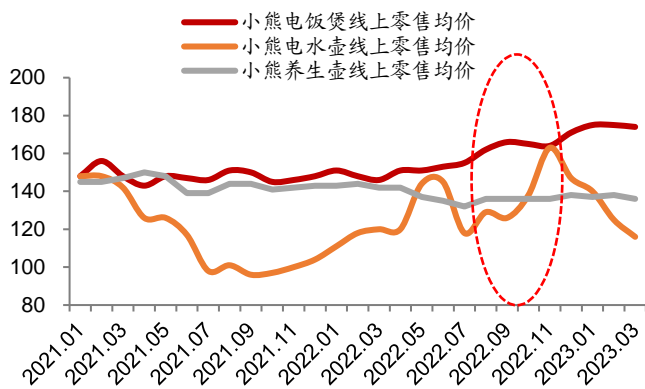
型号	YSH-A15W6	YSH-B18T1	YSH-D15Y1	YSH-E15G1	YSH-D15V7	YSH-D15V9	YSH-E15L7	YSH-E15M1
折后价	159	89.9	99	139	89	109	299	159.2
累计评价数	100 万+	2 万+	5000+	300 万+	300 万+	300 万+	300 万+	300 万+
图片								
容量	1.5L	1.5L	1.5L	1.5L	1.5L	1.5L	1.5L	1.5L
功率	800W	600W	800W	1000W	800W	800W	1000W	800W
功能	20	16	16	8	16	16	8	8
多段保温	40°C-90°C	50°C-80°C	40°C-90°C	40°C-90°C	40°C-90°C	40°C-90°C	40°C-90°C	40°C-90°C
保温时长	12	8	12	12	12	12	24	12
预约时长	9.5	12	9.5	9.5	9.5	9.5	9.5	9.5
温控器	国产	国产	进口	国产	国产	国产	国产	国产
操作方式	旋钮+触控	触控	触控	触控	触控	触控	旋钮+按键	触控
上市时间	2016-10	2020-11	2021-05	2021-11	2022-02	2022-05	2022-09	2022-09

资料来源: 京东, 浙商证券研究所

## 4 布局成效显著, 收入规模、盈利质量双赢

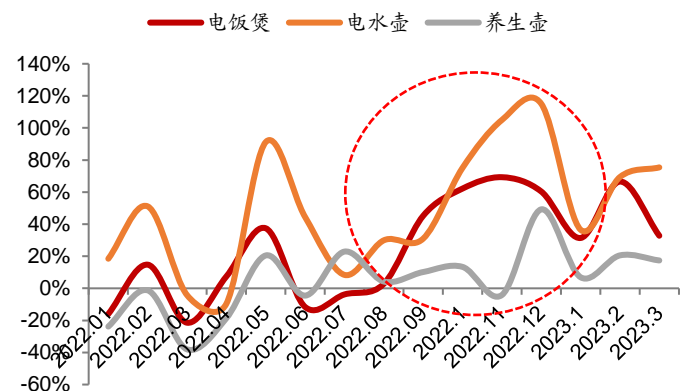
受益规格扩张/质量提升, 销售均价提升, 进而带动规模扩张。自 2022 年下半年提出精品化战略以来, 公司电饭煲、电水壶、养生壶零售均价 2022H2 有所提升, 2023 开年后电饭煲、电水壶均价维持增长, 电水壶均价波动回落, 但仍处于较高水平; 电饭煲、电水壶、养生壶零售额 H2 以来增长提速。

图21: 小熊电饭煲、电水壶、养生壶零售 22H2 均价提升



资料来源: 奥维云网, 浙商证券研究所

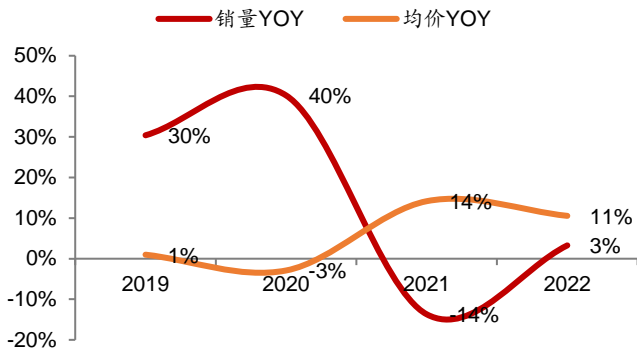
图22: 小熊电饭煲、电水壶、养生壶 22H2 零售额增幅扩大



资料来源: 奥维云网, 浙商证券研究所

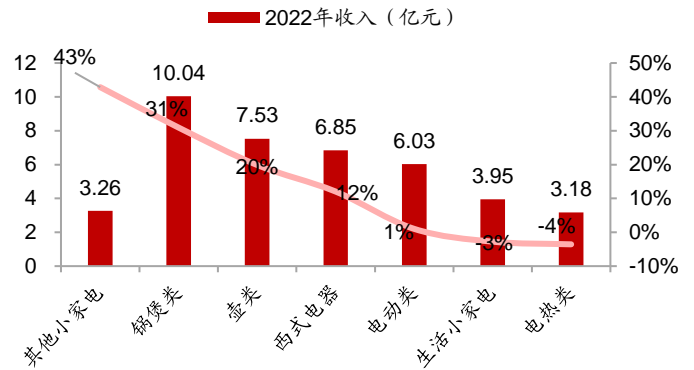
从公司披露口径来看, 均价提升是公司 2022 年收入高增的驱动力, 2022 年公司收入同比+14%, 其中销量、均价分别同比+3%、+11%。从公司自身品类增速来看, 锅煲类、壶类此类更为大众的产品已成为公司增长的主要驱动力, 2022 年分别同比+31%、+20%。

图23: 量价拆分来看, 价格提升是公司 2022 年收入规模扩张的主要驱动力



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

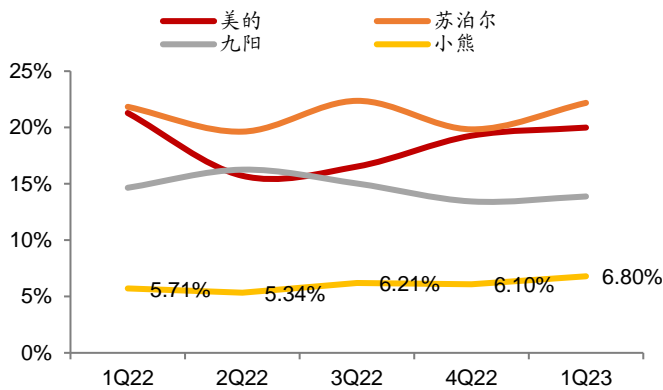
图24: 锅煲类、壶类成为收入增长的主要驱动力



资料来源: 奥维云网, 浙商证券研究所

小熊厨房小家电市场份额提升。2022 年以来小熊线上市场份额整体呈提升趋势, 按销售额计, 从 22Q1 的 5.71% 提升至 23Q1 的 6.80%; 按销量计, 从 22Q1 的 7.46% 持续提升至 23Q1 的 8.85%。

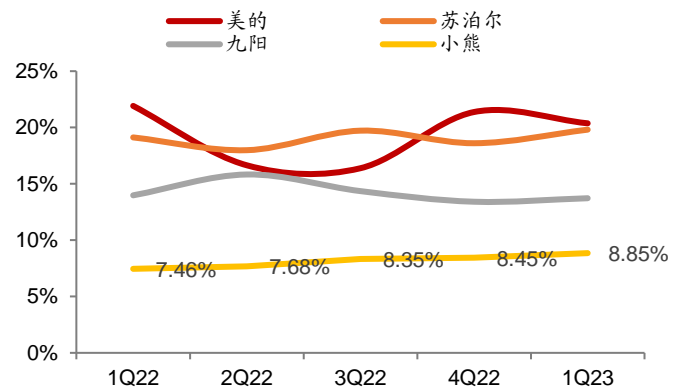
图25: 小熊销额市占率提升 (线上)



资料来源: 奥维云网, 浙商证券研究所

注: 统计类目包括电水壶、电饭煲、电压力锅、豆浆机、煎烤机、电蒸炖锅、咖啡机、空气炸锅、面包加工机、养生壶、料理机、榨汁机、电磁炉

图26: 小熊销量市占率提升 (线上)

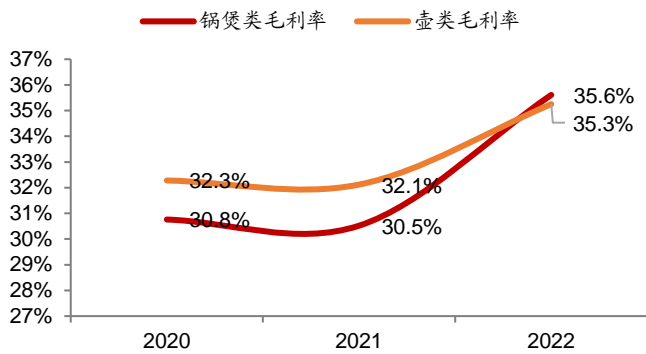


资料来源: 奥维云网, 浙商证券研究所

注: 统计类目包括电水壶、电饭煲、电压力锅、豆浆机、煎烤机、电蒸炖锅、咖啡机、空气炸锅、面包加工机、养生壶、料理机、榨汁机、电磁炉

除带动规模扩张外, 规格扩张、质量提升也推动了产品结构优化, 带动公司盈利能力增强。2022 年公司锅煲类、壶类毛利率分别同比+5.1pct/+3.1pct 至 35.6%/35.3%, 公司整体毛利率水平同比+3.67pct。毛销差从 2022 年下半年起有明显提升, 且增幅在同行中表现较为出色。根据公司披露的业绩预告, 归母净利率 23Q1 预计达到 12% 以上, 创下 21 年以来的季度新高。

图27: 锅煲类、壶类毛利率 2022 年明显提升



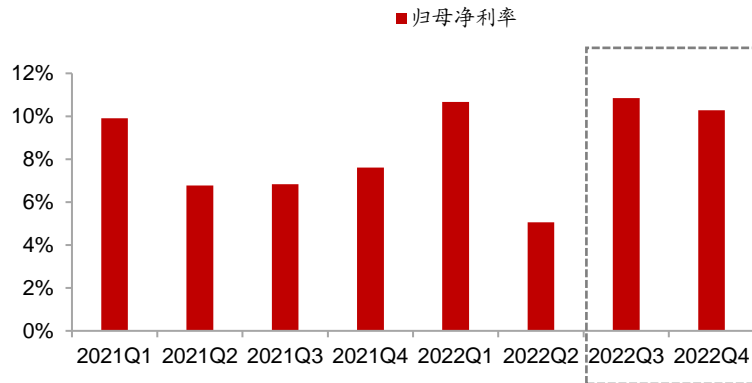
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

表 5: 2022Q3、2022Q4 毛销差同比显著提升

毛销差(%)	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4
苏泊尔	15.83	14.57	13.82	15.92
YOY(pct)	0.86	0.53	0.92	1.28
九阳股份	15.60	11.56	15.00	12.21
YOY(pct)	-0.08	-1.58	-1.93	4.21
北鼎股份	22.03	13.22	12.92	19.46
YOY(pct)	-4.23	-11.34	-10.32	-3.10
小熊电器	21.26	15.52	19.34	18.58
YOY(pct)	-0.19	-1.17	1.85	3.65

资料来源: 各公司公告, 浙商证券研究所

图28: 公司 2022Q3、2022Q4 归母净利率提升



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

## 5 投资建议

公司精品化战略顺应“K型”消费趋势,以高质价比持续布局大众品市场,市场份额持续提升,我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 47.46 亿元、54.67 亿元、62.90 亿元,分别同比+15.26%、+15.19%、+15.06%;归母净利润分别为 5.01 亿元、6.12 亿元、7.29 亿元,分别同比+29.71%、+22.16%、+19.25%,对应当前股价 PE 分别为 24x/19x/16x,维持“买入”评级。

## 6 风险提示

- 1) **消费偏好改变**: 居民消费信心显著回升, 转向高端化消费, 公司高质价比打法的效果将受一定影响。
- 2) **大众品低端市场竞争加剧**: 其他厨房小家电品牌商加大对大众品低端市场的投放, 对公司销售造成影响。
- 3) **原材料价格大幅提升**: 原材料价格大幅提升将对公司的盈利能力造成影响。

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	3616	4161	4716	5872
现金	2116	2187	2673	3728
交易性金融资产	730	1009	945	895
应收账款	66	173	211	256
其它应收款	5	9	9	10
预付账款	32	42	46	51
存货	651	704	797	904
其他	15	38	35	29
<b>非流动资产</b>	1257	1250	1287	1252
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	5	5	5	5
固定资产	726	779	792	734
无形资产	299	325	347	368
在建工程	113	59	60	60
其他	115	82	84	86
<b>资产总计</b>	4873	5411	6003	7124
<b>流动负债</b>	2033	2148	2302	2650
短期借款	220	200	140	187
应付款项	1433	1578	1776	2036
预收账款	0	0	0	0
其他	380	370	386	427
<b>非流动负债</b>	474	413	301	396
长期借款	3	3	3	3
其他	471	409	297	392
<b>负债合计</b>	2506	2560	2602	3046
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司权益	2366	2851	3401	4079
<b>负债和股东权益</b>	4873	5411	6003	7124

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	613	641	915	1148
净利润	386	501	612	730
折旧摊销	133	192	252	310
财务费用	(4)	3	(7)	(16)
投资损失	(24)	(24)	(24)	(24)
营运资金变动	379	22	207	296
其它	(258)	(54)	(127)	(148)
<b>投资活动现金流</b>	85	(472)	(199)	(200)
资本支出	(196)	(173)	(244)	(230)
长期投资	2	0	0	0
其他	279	(300)	45	30
<b>筹资活动现金流</b>	762	(98)	(230)	106
短期借款	220	(20)	(60)	47
长期借款	3	0	0	0
其他	538	(78)	(170)	60
<b>现金净增加额</b>	1460	71	486	1055

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	4118	4746	5467	6290
营业成本	2617	2941	3328	3777
营业税金及附加	27	31	36	42
营业费用	730	860	1010	1181
管理费用	154	183	210	243
研发费用	137	161	188	219
财务费用	(4)	3	(7)	(16)
资产减值损失	(25)	(29)	(33)	(38)
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	24	24	24	24
其他经营收益	32	30	30	30
<b>营业利润</b>	487	591	722	861
营业外收支	(32)	(1)	(1)	(1)
<b>利润总额</b>	455	590	721	860
所得税	69	89	109	130
<b>净利润</b>	386	501	612	730
少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)
<b>归属母公司净利润</b>	386	501	612	730
EBITDA	567	782	963	1150
EPS (最新摊薄)	2.48	3.21	3.92	4.68

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	14.18%	15.26%	15.19%	15.06%
营业利润	45.82%	21.46%	22.14%	19.23%
归属母公司净利润	36.31%	29.71%	22.16%	19.25%
<b>获利能力</b>				
毛利率	36.45%	38.03%	39.12%	39.96%
净利率	9.37%	10.56%	11.20%	11.60%
ROE	17.42%	19.21%	19.58%	19.52%
ROIC	14.15%	16.35%	16.97%	16.66%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	51.43%	47.32%	43.35%	42.75%
净负债比率	8.94%	7.95%	5.52%	6.25%
流动比率	1.78	1.94	2.05	2.22
速动比率	1.46	1.61	1.70	1.87
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.97	0.92	0.96	0.96
应收账款周转率	42.65	47.74	39.51	43.10
应付账款周转率	7.27	7.50	7.89	7.62
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	2.48	3.21	3.92	4.68
每股经营现金	3.93	4.11	5.86	7.36
每股净资产	15.17	18.27	21.80	26.14
<b>估值比率</b>				
P/E	30.64	23.62	19.34	16.21
P/B	5.00	4.15	3.48	2.90
EV/EBITDA	11.98	11.32	8.69	6.44

资料来源：浙商证券研究所



## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>