



# 小熊电器 (002959.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 收入延续快增，短期费用投入加大

### 业绩简评

2023年7月13日公司披露半年报业绩预告,预计上半年实现营收23.1~24.0亿元,同比+25%~+30%;实现归母净利润2.2~2.4亿元,同比+50%~+65%;实现扣非归母净利润2.0~2.3亿元,同比+30%~+45%。其中,预计Q2实现营收10.6~11.5亿元,同比+22~+32%;实现归母净利润0.58~0.80亿元,同比+30%~+81%,对应归母净利率区间5.0%~7.5%;实现扣非归母净利润0.54~0.77亿元,同比增长-9%~+31%,对应扣非归母净利率区间4.7%~7.3%。

### 经营分析

性价比定位+精品化策略下公司收入增速持续领先于行业。2023国内消费环境有所承压,公司主打性价比产品,坚定实施精品化战略,产品均价持续提升,凭借创新的产品研发设计、优质的产品品质和良好的产品体验,持续向消费者推出具有差异化的小家电产品,收入端仍处于积极增长阶段。今年以来公司在巩固优势品类的基础上,持续发力刚需品类,根据国金数字lab数据,Q2小熊品牌电水壶、电饭煲品类线上GMV同比均实现接近100%增长;根据公司官微,618期间公司实现总销售额3.4亿,全网总销量突破280万台,其中优势品类如养生壶、电煮锅、电热饭盒等均实现全网销售额TOP1的成绩。

Q2归母净利率区间略低于预期,主因618大促期间各品牌竞争加剧,公司费用投入较高,以及抖音渠道占比提升。公司自2021年底调整组织架构,2022年推进产品品牌多维度升级,持续精简SKU、提升自营渠道占比、加之今年原材料价格处于低位,毛利率提升明显;但由于今年618期间各平台与品牌间竞争明显加剧、AWE参展费用投入、抖音渠道快速增长(目前抖音渠道投入产出比低于传统电商渠道,根据国金数字lab数据,小熊品牌Q2抖音渠道GMV同比增长300%以上),导致Q2公司销售费用投入较高,单季度净利率水平有所下滑。下半年公司将更注重费用投放把控,随抖音渠道持续运营,未来投入产出比有望提升,结合公司精品化策略与数字化升级持续推进,看好公司长期经营提质增效。

### 盈利预测、估值与评级

预计公司2023-2025年实现归母净利4.8/5.8/6.8亿元,同比+24.1%/+20.7%/+17.9%,公司现价对应PE为24.3/20.1/17.1x,维持“买入”评级。

### 风险提示

消费复苏不及预期;行业竞争加剧;原材料价格波动。

国金证券研究所

分析师:苏晨(执业S1130522010001)

suchen@gjzq.com.cn

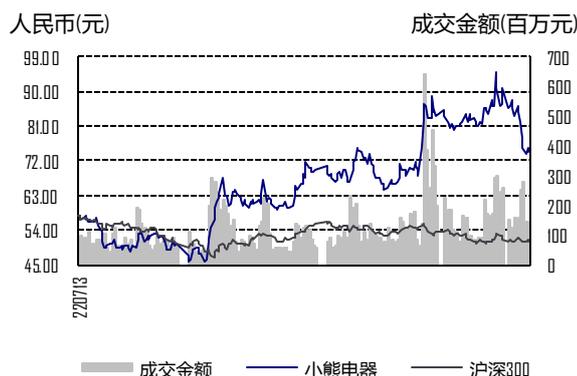
联系人:鲍秋宇

baoqueyu@gjzq.com.cn

市价(人民币):74.38元

### 相关报告:

- 《战略升级经营提质,业绩表现显超预期-小熊电器3Q22业绩点评》,2022.10.28
- 《困境与破局——战略升级开启新征程-小熊电器深度》,2022.9.2



### 公司基本情况(人民币)

| 项目             | 2021    | 2022   | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|----------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)      | 3,606   | 4,118  | 4,937  | 5,714  | 6,523  |
| 营业收入增长率        | -1.46%  | 14.18% | 19.90% | 15.73% | 14.15% |
| 归母净利润(百万元)     | 283     | 386    | 480    | 579    | 682    |
| 归母净利润增长率       | -33.81% | 36.31% | 24.13% | 20.72% | 17.90% |
| 摊薄每股收益(元)      | 1.812   | 2.476  | 3.063  | 3.697  | 4.359  |
| 每股经营性现金流净额     | 1.09    | 3.93   | 3.88   | 6.00   | 7.27   |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 13.70%  | 16.32% | 18.22% | 19.06% | 19.42% |
| P/E            | 35.26   | 24.36  | 24.30  | 20.13  | 17.07  |
| P/B            | 4.83    | 3.98   | 4.43   | 3.84   | 3.32   |

来源:公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

|              | 2020   | 2021   | 2022   | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 主营业务收入       | 3,660  | 3,606  | 4,118  | 4,937  | 5,714  | 6,523  |
| 增长率          |        | -1.5%  | 14.2%  | 19.9%  | 15.7%  | 14.2%  |
| 主营业务成本       | -2,473 | -2,424 | -2,617 | -3,106 | -3,593 | -4,094 |
| %销售收入        | 67.6%  | 67.2%  | 63.6%  | 62.9%  | 62.9%  | 62.8%  |
| 毛利           | 1,187  | 1,182  | 1,501  | 1,831  | 2,121  | 2,429  |
| %销售收入        | 32.4%  | 32.8%  | 36.4%  | 37.1%  | 37.1%  | 37.2%  |
| 营业税金及附加      | -23    | -17    | -27    | -32    | -37    | -42    |
| %销售收入        | 0.6%   | 0.5%   | 0.7%   | 0.7%   | 0.7%   | 0.7%   |
| 销售费用         | -440   | -553   | -730   | -908   | -1,040 | -1,174 |
| %销售收入        | 12.0%  | 15.3%  | 17.7%  | 18.4%  | 18.2%  | 18.0%  |
| 管理费用         | -123   | -131   | -154   | -185   | -214   | -245   |
| %销售收入        | 3.4%   | 3.6%   | 3.7%   | 3.8%   | 3.8%   | 3.8%   |
| 研发费用         | -105   | -130   | -137   | -168   | -194   | -222   |
| %销售收入        | 2.9%   | 3.6%   | 3.3%   | 3.4%   | 3.4%   | 3.4%   |
| 息税前利润 (EBIT) | 496    | 352    | 452    | 538    | 635    | 746    |
| %销售收入        | 13.5%  | 9.8%   | 11.0%  | 10.9%  | 11.1%  | 11.4%  |
| 财务费用         | 15     | 16     | 4      | -3     | 2      | 8      |
| %销售收入        | -0.4%  | -0.5%  | -0.1%  | 0.1%   | 0.0%   | -0.1%  |
| 资产减值损失       | -30    | -70    | -25    | -15    | -6     | -6     |
| 公允价值变动收益     | -1     | -1     | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 投资收益         | 26     | 33     | 24     | 31     | 36     | 41     |
| %税前利润        | 5.1%   | 10.0%  | 5.2%   | 5.5%   | 5.3%   | 5.1%   |
| 营业利润         | 520    | 334    | 487    | 565    | 682    | 804    |
| 营业利润率        | 14.2%  | 9.3%   | 11.8%  | 11.5%  | 11.9%  | 12.3%  |
| 营业外收支        | -2     | -4     | -32    | -1     | -1     | -1     |
| 税前利润         | 518    | 330    | 455    | 564    | 681    | 803    |
| 利润率          | 14.2%  | 9.1%   | 11.0%  | 11.4%  | 11.9%  | 12.3%  |
| 所得税          | -90    | -46    | -69    | -85    | -103   | -121   |
| 所得税率         | 17.4%  | 14.0%  | 15.1%  | 15.1%  | 15.1%  | 15.1%  |
| 净利润          | 428    | 283    | 386    | 479    | 579    | 682    |
| 少数股东损益       | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 归属于母公司的净利润   | 428    | 283    | 386    | 480    | 579    | 682    |
| 净利率          | 11.7%  | 7.9%   | 9.4%   | 9.7%   | 10.1%  | 10.5%  |

现金流量表 (人民币百万元)

|          | 2020  | 2021 | 2022  | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------|-------|------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润      | 428   | 283  | 386   | 479   | 579   | 682   |
| 少数股东损益   | 0     | 0    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 非现金支出    | 101   | 189  | 159   | 174   | 210   | 260   |
| 非经营收益    | -24   | -19  | -26   | 0     | -16   | -21   |
| 营运资金变动   | 702   | -283 | 94    | -47   | 164   | 214   |
| 经营活动现金净流 | 1,208 | 171  | 613   | 606   | 936   | 1,134 |
| 资本开支     | -307  | -425 | -303  | -411  | -431  | -461  |
| 投资       | -1    | -6   | -23   | -6    | -7    | -7    |
| 其他       | -397  | 119  | 411   | 31    | 36    | 41    |
| 投资活动现金净流 | -704  | -312 | 85    | -386  | -402  | -427  |
| 股权募资     | 0     | 18   | 3     | -71   | 0     | 0     |
| 债权募资     | 0     | 0    | 750   | -220  | 0     | 0     |
| 其他       | -365  | -29  | 9     | -167  | -193  | -224  |
| 筹资活动现金净流 | -365  | -12  | 762   | -458  | -193  | -224  |
| 现金净流量    | 136   | -154 | 1,459 | -238  | 342   | 484   |

资产负债表 (人民币百万元)

|          | 2020  | 2021  | 2022  | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金     | 974   | 670   | 2,116 | 1,875 | 2,214 | 2,695 |
| 应收款项     | 154   | 134   | 71    | 183   | 211   | 241   |
| 存货       | 532   | 616   | 651   | 734   | 820   | 901   |
| 其他流动资产   | 1,287 | 1,182 | 777   | 801   | 807   | 814   |
| 流动资产     | 2,946 | 2,602 | 3,616 | 3,592 | 4,053 | 4,651 |
| %总资产     | 79.8% | 71.9% | 74.2% | 70.4% | 70.0% | 70.5% |
| 长期投资     | 2     | 8     | 29    | 35    | 42    | 49    |
| 固定资产     | 503   | 643   | 839   | 1,044 | 1,225 | 1,388 |
| %总资产     | 13.6% | 17.8% | 17.2% | 20.5% | 21.2% | 21.0% |
| 无形资产     | 224   | 337   | 348   | 394   | 435   | 475   |
| 非流动资产    | 745   | 1,015 | 1,257 | 1,509 | 1,740 | 1,951 |
| %总资产     | 20.2% | 28.1% | 25.8% | 29.6% | 30.0% | 29.5% |
| 资产总计     | 3,692 | 3,617 | 4,873 | 5,101 | 5,792 | 6,602 |
| 短期借款     | 0     | 0     | 221   | 1     | 1     | 1     |
| 应付款项     | 1,387 | 1,313 | 1,487 | 1,676 | 1,922 | 2,223 |
| 其他流动负债   | 329   | 223   | 324   | 319   | 359   | 390   |
| 流动负债     | 1,716 | 1,536 | 2,033 | 1,996 | 2,282 | 2,614 |
| 长期贷款     | 0     | 0     | 3     | 3     | 3     | 3     |
| 其他长期负债   | 3     | 12    | 471   | 471   | 471   | 471   |
| 负债       | 1,719 | 1,548 | 2,506 | 2,470 | 2,756 | 3,089 |
| 普通股股东权益  | 1,973 | 2,069 | 2,366 | 2,631 | 3,036 | 3,514 |
| 其中：股本    | 156   | 156   | 156   | 156   | 156   | 156   |
| 未分配利润    | 805   | 901   | 1,194 | 1,530 | 1,935 | 2,412 |
| 少数股东权益   | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | -1    |
| 负债股东权益合计 | 3,692 | 3,617 | 4,873 | 5,101 | 5,792 | 6,602 |

比率分析

|             | 2020     | 2021    | 2022    | 2023E   | 2024E   | 2025E   |
|-------------|----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 每股指标        |          |         |         |         |         |         |
| 每股收益        | 2.744    | 1.812   | 2.476   | 3.063   | 3.697   | 4.359   |
| 每股净资产       | 12.646   | 13.222  | 15.170  | 16.806  | 19.394  | 22.445  |
| 每股经营现金净流    | 7.740    | 1.094   | 3.931   | 3.883   | 6.002   | 7.270   |
| 每股股利        | 1.000    | 1.200   | 0.600   | 0.922   | 1.113   | 1.312   |
| 回报率         |          |         |         |         |         |         |
| 净资产收益率      | 21.70%   | 13.70%  | 16.32%  | 18.22%  | 19.06%  | 19.42%  |
| 总资产收益率      | 11.60%   | 7.83%   | 7.93%   | 9.40%   | 9.99%   | 10.34%  |
| 投入资本收益率     | 20.75%   | 14.61%  | 12.58%  | 14.76%  | 15.42%  | 15.93%  |
| 增长率         |          |         |         |         |         |         |
| 主营业务收入增长率   | 36.16%   | -1.46%  | 14.18%  | 19.90%  | 15.73%  | 14.15%  |
| EBIT 增长率    | 44.38%   | -29.04% | 28.57%  | 18.90%  | 18.16%  | 17.44%  |
| 净利润增长率      | 59.64%   | -33.81% | 36.31%  | 24.13%  | 20.72%  | 17.90%  |
| 总资产增长率      | 45.79%   | -2.02%  | 34.71%  | 4.68%   | 13.55%  | 13.98%  |
| 资产管理能力      |          |         |         |         |         |         |
| 应收账款周转天数    | 11.2     | 12.4    | 8.6     | 13.0    | 13.0    | 13.0    |
| 存货周转天数      | 71.1     | 86.4    | 88.4    | 88.0    | 85.0    | 82.0    |
| 应付账款周转天数    | 33.5     | 43.7    | 50.2    | 50.0    | 52.0    | 55.0    |
| 固定资产周转天数    | 28.0     | 54.2    | 64.3    | 61.5    | 58.3    | 54.6    |
| 偿债能力        |          |         |         |         |         |         |
| 净负债/股东权益    | -110.33% | -85.26% | -91.50% | -81.49% | -81.80% | -84.38% |
| EBIT 利息保障倍数 | -32.7    | -21.4   | -111.9  | 155.5   | -366.8  | -94.1   |
| 资产负债率       | 46.56%   | 42.80%  | 51.43%  | 48.42%  | 47.58%  | 46.78%  |

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|----|-----|-----|-----|-----|-----|
|    |     |     |     |     |     |

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

| 序号 | 日期         | 评级 | 市价    | 目标价         |
|----|------------|----|-------|-------------|
| 1  | 2022-09-02 | 买入 | 53.48 | 62.00~64.00 |
| 2  | 2022-10-28 | 买入 | 51.83 | N/A         |

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

| 上海                        | 北京                        | 深圳                        |
|---------------------------|---------------------------|---------------------------|
| 电话：021-60753903           | 电话：010-85950438           | 电话：0755-83831378          |
| 传真：021-61038200           | 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn | 传真：0755-83830558          |
| 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn | 邮编：100005                 | 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn |
| 邮编：201204                 | 地址：北京市东城区建内大街26号          | 邮编：518000                 |
| 地址：上海浦东新区芳甸路1088号         | 新闻大厦8层南侧                  | 地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心   |
| 紫竹国际大厦7楼                  |                           | 18楼1806                   |



**【小程序】**  
国金证券研究服务



**【公众号】**  
国金证券研究