

收入端备货前置略低于终端增速，原材料涨价致毛利率降低

投资评级：增持（维持）

报告日期：2021-01-26

主要观点：

● 事件：

小熊电器发布 2020 年度业绩预告，2020 年预计实现营业收入 34.94-37.63 亿元，同增 30%-40%，预计实现归母净利润 4.02-4.56 亿元，同增 50%-70%；对应 20Q4 实现营业收入 9.97-12.66 亿元，同增 3%-31%，实现归母净利润 0.80-1.34 亿元，同比-20%~+33%。

● 收入端备货前置略低于终端增速，原材料涨价致毛利率降低

公司 2020 年预计实现营业收入 34.94-37.63 亿元，同增 30%-40%；对应 20Q4 实现营业收入 9.97-12.66 亿元，同增 3%-31%。根据淘数据，小熊 20Q4 厨房电器、生活电器销售额分别同增 46%、13%，合计销售额同增 40%。Q4 为终端销售旺季，考虑到经销商备货周期，预计部分收入可能提前转移至 Q3，导致 Q4 收入增速或略低于终端零售增速。**分产品看**，小熊养生壶、电热火锅、电炖锅等品类销额占比维持平稳，大单品电饭煲、空气炸锅等占比提升明显，有望由定位长尾细分品类，逐步转型为全品类小家电品牌，天花板扩容显著。**从利润端看**，公司全年毛利率保持相对稳定，预计受原材料涨价影响，Q4 毛利率有所下降。同时受疫情影响，并结合实际发展战略需要，公司对费用投放节奏进行了战略调整，全年销售费用率同比有所下降，Q4 销售费用率有所提升。

● 投资建议

我们预计小熊电器 2020-2022 年的收入分别为 36.99、45.18、59.57 亿元，同比增长 37.6%、22.1%、31.9%，归母净利润分别为 4.35、5.34、7.23 亿元，同比增长 62.2%、22.9%、35.2%，当前股价分别对应 2020-2022 年 46.24x、37.63x、27.83xPE，维持增持评级。

● 风险提示

原材料价格上涨，导致公司利润率在短期内出现较大波动；新品研发不及市场预期；小家电行业竞争加剧，美九苏龙头抢占长尾市场，或将导致公司份额提升困难。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2688	3699	4518	5957
收入同比 (%)	31.7%	37.6%	22.1%	31.9%
归属母公司净利润	268	435	534	723
净利润同比 (%)	44.6%	62.2%	22.9%	35.2%
毛利率 (%)	34.3%	34.5%	34.8%	35.5%
ROE (%)	16.1%	20.7%	20.3%	21.5%
每股收益 (元)	1.72	2.79	3.43	4.63
P/E	40.37	46.24	37.63	27.83
P/B	6.50	9.57	7.62	5.98
EV/EBITDA	19.58	25.68	20.53	14.92

资料来源：wind，华安证券研究所

收盘价 (元)	128.89
近 12 个月最高/最低 (元)	162.13/0.00
总股本 (百万股)	156
流通股本 (百万股)	76.23
流通股比例 (%)	48.87
总市值 (亿元)	201
流通市值 (亿元)	98

分析师：文献

执业证书号：S0010520060002

邮箱：wenxian@hazq.com

联系人：谢丽媛

执业证书号：S0010120050004

邮箱：xiely@hazq.com

联系人：邓颖

执业证书号：S0010120090074

邮箱：dengying@hazq.com

相关报告

1.Q3 业绩再超预期，盈利能力持续提升 2020-10-29

2.小熊电器深度：长尾战场的空间和未来竞争格局新解 2020-09-28

正文目录

1 事件:	4
2 收入端备货前置略低于终端增速, 原材料涨价致毛利率降低.....	4
2 投资建议.....	5
风险提示:	7
财务报表与盈利预测	8

图表目录

图表 1 小熊电器分产品销额占比	4
图表 2 小熊电器分产品均价 (元)	5
图表 3 公司整体收入分季度拆分	6
图表 4 公司归母净利润分季度拆分	6

1 事件:

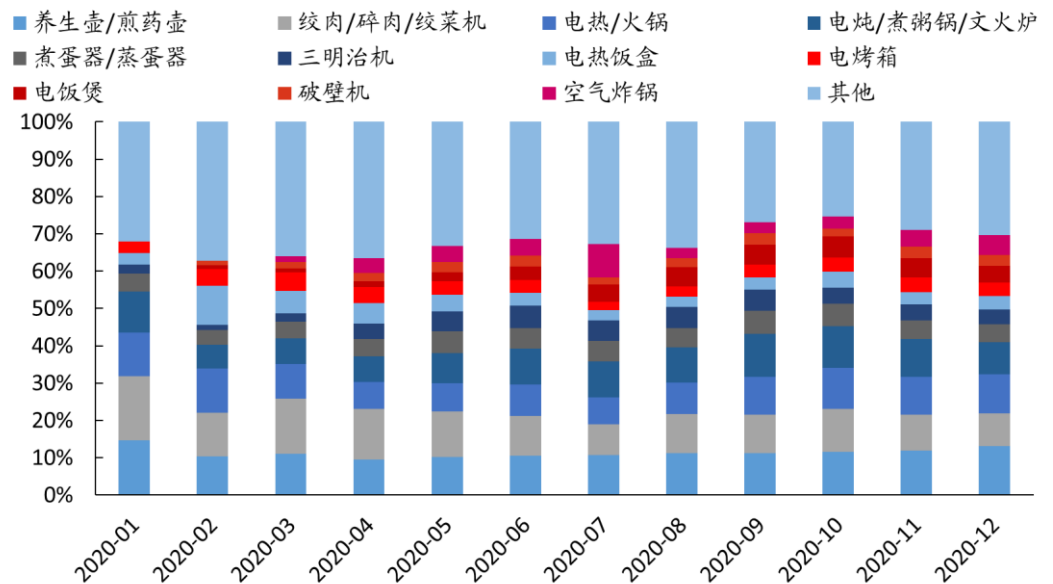
小熊电器发布 2020 年度业绩预告, 2020 年预计实现营业收入 34.94-37.63 亿元, 同增 30%-40%, 预计实现归母净利润 4.02-4.56 亿元, 同增 50%-70%; 对应 20Q4 实现营业收入 9.97-12.66 亿元, 同增 3%-31%, 实现归母净利润 0.80-1.34 亿元, 同比-20%~+33%。

2 收入端备货前置略低于终端增速, 原材料涨价致毛利率降低

公司 2020 年预计实现营业收入 34.94-37.63 亿元, 同增 30%-40%; 对应 20Q4 实现营业收入 9.97-12.66 亿元, 同增 3%-31%。根据淘数据, 小熊 20Q4 厨房电器、生活电器销售额分别同增 46%、13%, 合计销售额同增 40%, 同时在双 11 促销节的大背景下, 线上均价逆势提升, 厨房电器、生活电器 20Q4 均价分别提升 14%、33%。Q4 为终端销售旺季, 考虑到经销商备货周期, 预计部分收入可能提前转移至 Q3, 导致 Q4 收入增速或略低于终端零售增速。

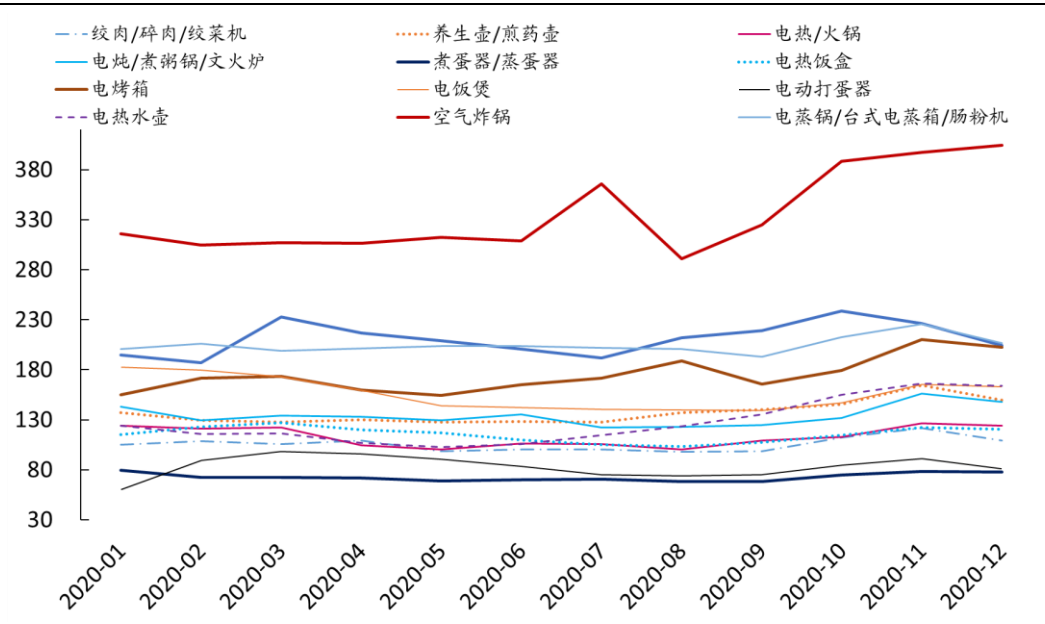
分产品看, 小熊养生壶、电热火锅、电炖锅等品类销额占比维持平稳, 大单品电饭煲、空气炸锅等占比提升明显, 有望由定位长尾细分品类, 逐步转型为全品类小家电品牌, 天花板扩容显著。

图表 1 小熊电器分产品销额占比



资料来源: 淘数据, 华安证券研究所

图表 2 小熊电器分产品均价 (元)



资料来源：淘数据，华安证券研究所

从利润端看，公司全年毛利率保持相对稳定，预计受原材料涨价影响，Q4 毛利率有所下降。同时受疫情影响，并结合实际发展战略需要，公司对费用投放节奏进行了战略调整，全年销售费用率同比有所下降，Q4 销售费用率有所提升。

2 投资建议

小熊电器由定位长尾细分品类，逐步转型为全品类小家电品牌，天花板扩容显著，且均价持续上涨。公司在电商渠道具备先发优势，营销模式、产品研发设计、组织架构等非常适应新消费时代的需求，同时公司后端研发能力、供应链管理等方面也在不断巩固增强，长期具有较强增长潜力。

基于业绩预期，我们对 2021 年公司收入及归母净利润进行具体拆分，并考虑到 2021 年春节受疫情反复的影响，部分外地工作者就地过年，预计有望再次迎来厨房小家电旺盛的需求。我们预计 2021 年 Q1-Q4 公司整体收入相对 2019 年复合收入增速分别为 30%、32%、30%、28%，2021 年 Q1-Q4 归母净利润相对 2019 年复合增速分别为 48%、37%、56%、35%。（注：由于疫情影响带来 2020 各季度基数差异较大，我们进行分季度拆分预测，仅基于历史情况进行合理假设，仍存在较大疫情反复等因素带来实际波动的风险，仅供参考。）

图表 3 公司整体收入分季度拆分

收入(百万元)	Q1	Q2	Q3	Q4	全年
2021E	1065	972	900	1580	4518
2020	740	978	780	1201	3699
2019	630	558	532	967	2688
2018	468	450	400	723	2041
占比	Q1	Q2	Q3	Q4	全年
2021E	24%	22%	20%	35%	100%
2020	20%	26%	21%	32%	100%
2019	23%	21%	20%	36%	100%
2018	23%	22%	20%	35%	100%
增速	Q1	Q2	Q3	Q4	全年
2021相对2019复合	30%	32%	30%	28%	30%
2021E	44%	-1%	15%	32%	22%
2020	17%	75%	47%	24%	38%
2019	35%	24%	33%	34%	32%

资料来源：华安证券研究所测算

图表 4 公司归母净利润分季度拆分

归母净利润(百万元)	Q1	Q2	Q3	Q4	全年
2021E	123	133	97	182	536
2020	103	151	68	111	433
2019	56	72	40	101	268
2018	43	42	35	66	186
占比	Q1	Q2	Q3	Q4	全年
2021E	23%	25%	18%	34%	100%
2020	24%	35%	16%	26%	100%
2019	21%	27%	15%	38%	100%
2018	23%	23%	19%	36%	100%
增速	Q1	Q2	Q3	Q4	全年
2021相对于2019复合	48%	37%	56%	35%	41%
2021E	19%	-12%	44%	64%	24%
2020	84%	111%	70%	11%	61%
2019	32%	71%	15%	52%	45%
净利率	Q1	Q2	Q3	Q4	全年
2021E	12%	14%	11%	12%	12%
2020	14%	15%	9%	9%	12%
2019	9%	13%	7%	10%	10%
2018	9%	9%	9%	9%	9%

资料来源：华安证券研究所测算

我们预计小熊电器 2020-2022 年的收入分别为 36.99、45.18、59.57 亿元，同比增长 37.6%、22.1%、31.9%，归母净利润分别为 4.35、5.34、7.23 亿元，同比增长 62.2%、

22.9%、35.2%，当前股价分别对应 2020-2022 年 46.24x、37.63x、27.83xPE，维持增持评级。

风险提示：

原材料价格上涨，导致公司利润率在短期内出现较大波动；新品研发不及市场预期；小家电行业竞争加剧，美九苏龙头抢占长尾市场，或将导致公司份额提升困难。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2019	2020	2021	2022	会计年度	2019	2020	2021	2022
流动资产	1992	2462	3013	3888	营业收入	2688	3699	4518	5957
现金	592	879	1251	1842	营业成本	1767	2422	2946	3839
应收账款	105	138	171	224	营业税金及附加	15	20	26	33
其他应收款	6	7	9	12	销售费用	396	526	632	864
预付账款	12	16	20	26	管理费用	90	122	152	199
存货	432	578	709	922	财务费用	-1	-14	-10	-8
其他流动资产	845	844	854	862	资产减值损失	-11	-19	-17	-16
非流动资产	540	771	984	1204	公允价值变动收益	9	0	0	0
长期投资	0	-1	-1	-1	投资净收益	5	26	19	29
固定资产	137	191	235	282	营业利润	332	543	665	898
无形资产	201	268	313	366	营业外收入	4	5	6	8
其他非流动资产	202	313	437	557	营业外支出	3	3	3	3
资产总计	2532	3233	3997	5091	利润总额	332	545	668	902
流动负债	865	1118	1342	1708	所得税	64	110	134	180
短期借款	0	0	0	0	净利润	268	435	534	723
应付账款	191	300	349	462	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	673	819	992	1246	归属母公司净利润	268	435	534	723
非流动负债	3	13	18	21	EBITDA	395	568	693	914
长期借款	0	10	15	18	EPS (元)	1.72	2.79	3.43	4.63
其他非流动负债	3	3	3	3					
负债合计	868	1131	1359	1729					
少数股东权益	0	0	0	0	主要财务比率				
股本	120	120	120	120	会计年度	2019	2020	2021	2022
资本公积	970	970	970	970	成长能力				
留存收益	575	1012	1548	2273	营业收入	31.7%	37.6%	22.1%	31.9%
归属母公司股东权	1665	2102	2638	3362	营业利润	38.9%	63.8%	22.4%	35.0%
负债和股东权益	2532	3233	3997	5091	归属于母公司净利	44.6%	62.2%	22.9%	35.2%
					获利能力				
					毛利率 (%)	34.3%	34.5%	34.8%	35.5%
					净利率 (%)	10.0%	11.8%	11.8%	12.1%
					ROE (%)	16.1%	20.7%	20.3%	21.5%
					ROIC (%)	16.7%	19.2%	19.3%	20.3%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	34.3%	35.0%	34.0%	34.0%
					净负债比率 (%)	52.1%	53.8%	51.5%	51.4%
					流动比率	2.30	2.20	2.25	2.28
					速动比率	1.79	1.67	1.70	1.72
					营运能力				
					总资产周转率	1.06	1.14	1.13	1.17
					应收账款周转率	25.59	26.89	26.44	26.59
					应付账款周转率	9.24	8.08	8.43	8.31
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.72	2.79	3.43	4.63
					每股经营现金流	2.61	3.48	3.94	5.35
					每股净资产	10.67	13.47	16.91	21.55
					估值比率				
					P/E	40.37	46.24	37.63	27.83
					P/B	6.50	9.57	7.62	5.98
					EV/EBITDA	19.58	25.68	20.53	14.92

资料来源:公司公告,华安证券研究所

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。