

证券研究报告—动态报告/公司快评

家用电器

小家电 II

小熊电器 (002959)

重大事件快评

买入

(维持评级)

2021年03月28日

股权激励显信心，萌家电怀鸿鹄志

证券分析师：陈伟奇

chenweiqi@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520110004

证券分析师：王兆康

wangzk@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520120004

事项：

小熊电器发布股权激励公告，拟向董事、高管及核心骨干员工共 160 人以定向发行新股的形式授予权益总数 180 万份，占公司总股本的 1.15%。激励计划分为股票期权激励和限制性股票激励两部分，期权激励共含 120 万份股票期权，行权价格为 77.84 元/份，涵盖公司核心骨干员工 124 人；限制性股票激励共 60 万股，授予价格为 38.92 元/股，涵盖公司董事、高管及核心骨干员工共 36 人。期权行权及解除限售分三期，比例为 30%、30%、40%。

考核分公司层面业绩考核和个人考核，公司业绩考核为：1) 第一个考核期，2021 年销售额不低于 40 亿元或净利润不低于 5 亿元；2) 第二个考核期，2021-2022 年累计销售额不低于 90 亿元或累计净利润不低于 11 亿元；3) 第三个考核期，2021-2023 年累计销售额不低于 150 亿元或累计净利润不低于 18 亿元。个人考核为绩效考核，当年实际可行权/解除限售的额度与年度个人绩效考核结果挂钩。

国信家电观点：1) 首建股权激励机制，绑定核心员工利益，彰显公司发展决心。2) 创意小家电尚处于成长期，需求端的个性化、差异化的趋势逐步显现，长尾小家电的空间依然较为广阔。3) 差异化打造长尾小家电龙头：公司立足萌家电、性价比，产品端实现多品类多 SKU 布局，渠道端锚定线上，营销上凸显萌、青春的形象，构建差异化优势。4) 投资建议：虽然公司 2020Q4 营收增速有所放缓，但我们认为，这主要是由于疫情下新兴小家电需求被提前满足所致，行业增长的长期逻辑依然稳健。此次股权激励有望为公司的常态化发展注入新的动力，使公司更专注于长期发展。公司深耕长尾小家电行业 10 余年，锤炼了和行业特质相匹配的能力，产品快速迭代更新，供应链反应快速，线上抢占领先优势，品牌定位年轻化，预计 20-22 年归母净利润 4.29/5.23/6.64 亿，对应 EPS 为 3.57/4.36/5.54 元，对应当前股价 PE 为 22.7/18.6/14.7X，维持“买入”评级。5) 风险提示：行业竞争加剧；原材料价格大幅波动；新品扩展不及预期。

评论：

■ 首建股权激励机制，彰显长远发展决心

股权激励分两类进行，激励力度较大，能有效结合公司与员工的利益，实现公司长期价值的最大化。以公司采用 Black-Scholes 模型计算结果来看，此次股权激励的价值高达 2563 万元（考虑到 3 月 26 日收盘价上涨至 81.15 元/股，期权及限制性股票价值将会大幅上涨）。此次股票授予涵盖的人群较为广泛，涉及董事、高管、核心员工共 160 人，有望产生良好的激励效果，促进公司各业务部门的协调发展。

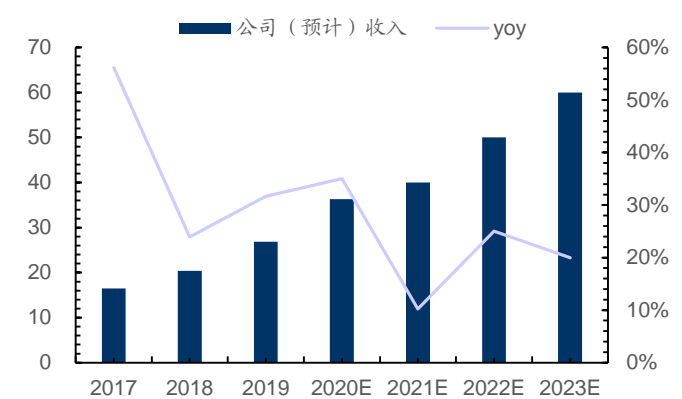
从考核条件上看，此次考核共分 3 年进行，对公司业绩及个人表现都有清晰的要求，促进作用明显。我们认为此次考核的制定是对公司长期发展的综合考量，累计营收或累计利润两者达到其一的目标选择，更强调了公司长期有质量的增长，有利于公司长远价值的实现。如果按目标全部达成计算，2020 年营收和利润增速取业绩预告中值，

2021-2023年公司每年的营收分别为40、50和60亿元，同比增长10.2%、25%和20%；利润每年为5、6和7亿元，同比增长16.6%、20%和16.7%。考虑到新兴小家电行业的成长性和公司在个护、婴童用品等新品类上的开拓，我们认为此次目标的制定是恰当的，具有可行性和强激励性。从摊销费用上来看，在首次授予的期权和限制性股票全部行权的条件下，2021、2022、2023和2024年分摊的总成本分别为940.3万元、982万元、512.6万元和128.3万元，占2019年税前利润的比例为3.5%、3.7%、1.9%和0.5%，对公司利润的影响较小。

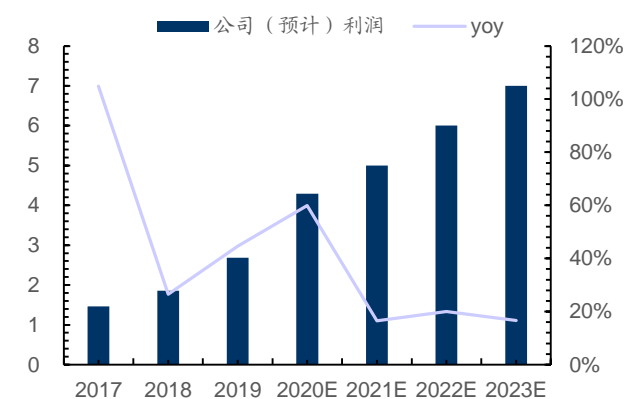
表 1：公司业绩考核目标

行权安排/解除限售期	业绩考核目标	可行权或解除限售数量占比
首次授予股票期权/限制性股票第一个行权/解除限售期	公司需要满足下列两个条件之一：1、公司2021年销售额不低于40亿元；2、公司2021年净利润不低于5亿元。	30%
首次授予股票期权/限制性股票第二个行权/解除限售期	公司需要满足下列两个条件之一：1、公司2021-2022年两年销售额累计不低于90亿元；2、公司2021-2022年两年净利润累计不低于11亿元。	30%
首次授予股票期权/限制性股票第三个行权/解除限售期	公司需要满足下列两个条件之一：1、公司2021-2023年三年销售额累计不低于150亿元；2、公司2021-2023年三年净利润累计不低于18亿元。	40%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 1：考核目标恰好达成时公司收入表现


资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图 2：考核目标恰好达成时公司利润表现


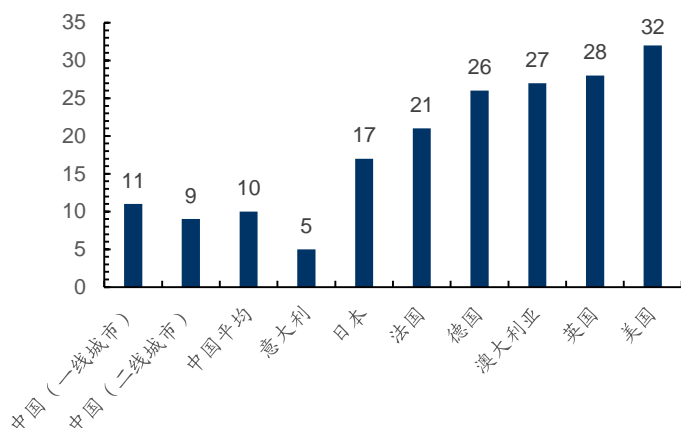
资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

■ 创意小家电行业：需求端蓬勃兴起，市场格局分散

我国正处于消费时代升级的阶段，创意小家电是新消费浪潮下最好的载体之一，细分需求蓬勃兴起。消费能力升级的大背景下，在必选品已基本得到满足之后，可选的小家电将逐渐受到偏爱。而可选品的选择和搭配个人属性更强，使得小家电产品的需求变得更多元化和个性化。单一品类呈现出多元的产品特征，如小型化、年轻化、便捷化等，精准切中细分人群的需求，有效提高转化率。

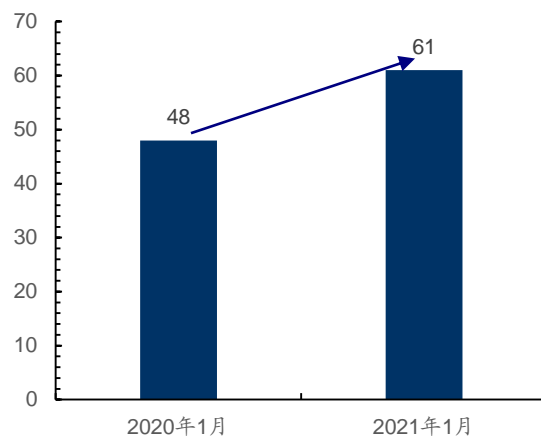
目前来看，我国创意小家电的渗透率依然处于低位，行业发展方兴未艾。根据奥维的数据，目前我国小家电的户均保有量不足10件/户，与发达国家20-30台/户的保有量相比，仍有翻倍以上的成长空间；而根据淘数据，目前厨房小家电共有60多个细分品类，行业的纵深很宽，长尾品类多。且小家电的创新速度较快，新的小家电品类不断出现，如疫情期间异常火爆的消毒砧板等，带动行业空间的持续扩容。未来随着经济水平的不断升级及宣传方式对更广泛人群的有效覆盖（如低成本、更面向下沉市场、形式更有趣的线上小视频等），长尾小家电的渗透率将会持续提升。

图 3：我国小家电户均保有量依然较低



资料来源:奥维云网、国信证券经济研究所整理

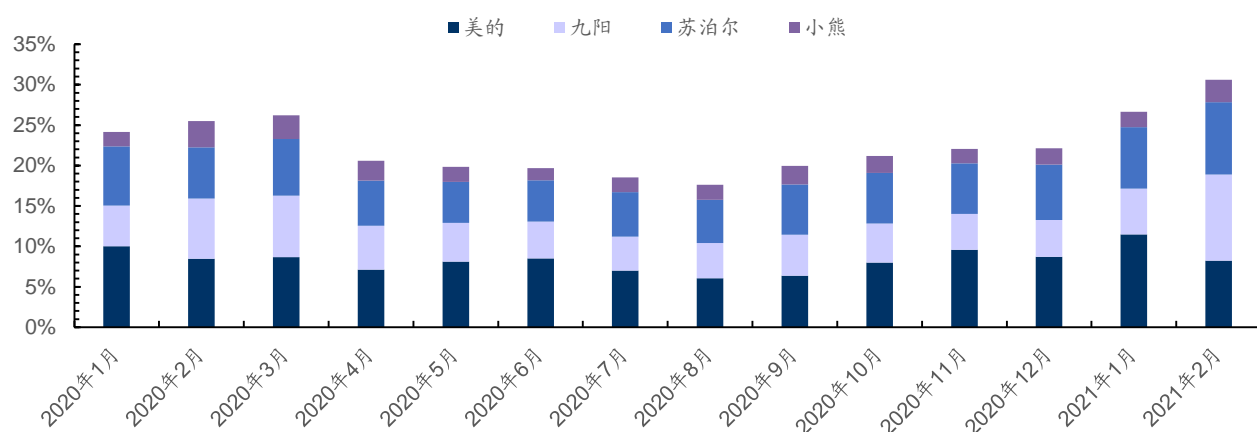
图 4：淘系平台上厨房小家电品类数量增加较快



资料来源:淘数据、国信证券经济研究所整理

从格局上看，目前创意小家电行业集中度较低，行业参与者众多。根据淘数据，我们选取厨房小家电、生活电器和个护小家电作为小家电行业的数据，整体上看，传统小家电龙头美九苏市场份额较为领先，但 2020 年全年销额占比也只有 8.2%、5%和 6%，小熊以 2%的市占率排在第 4。不同品牌在各自的品类上具有一定的领先优势，市场份额非常分散。

图 5：淘系平台上小家电集中度分布较为分散



资料来源:淘数据、国信证券经济研究所整理

■ 构建差异化优势，匹配行业灵活善变

作为创意小家电行业的龙头，公司在过去 10 多年的发展中，深耕长尾小家电行业，逐渐积累起自己的差异化优势。在产品端，公司重视用户研究，持续推出新品，淘汰低效 SKU，实现了多品类、多 SKU 布局，能满足广泛细分人群的需要，尤其是年轻群体；在生产端，公司不断完善工厂布局，实现生产基地从产品研发、工程转化、品质管控、供应链到生产的全链条覆盖，单个生产基地成为产品大类的独立运营体，提高生产反应能力；渠道端，借助先发优势腾飞后，公司借助线上渠道的马太效应构建起较强的壁垒，在扩展线下和海外渠道上不断发力；营销端，公司精准营销，定位年轻群体，传递了小熊“萌”“活力青春”的品牌形象。

疫情期间，公司抓住了居家带来的小家电需求爆发的机会，在直播、抖音等新媒体上表现优异，产品矩阵不断扩大，营收和利润快速增长。展望后续，我们认为公司依然能实现较为稳健的高速发展，疫情促进了长尾小家电的宣传普及和渗透率提升，这一部分需求并不会因为疫情的逝去而消失，只是更快地被满足。小家电便捷了日常生活，行业随着渗透率提升而不断成长的主基调并没有发生变化。此外，长尾小家电品类的更新周期一般在 2 年左右，疫情下的高基数将是未来行业规模的良好基础。

■ 投资建议：萌家电，闯未来

虽然公司 2020Q4 营收增速有所放缓，但我们认为，这主要是由于疫情下新兴小家电需求被提前满足所致，行业增长的长期逻辑依然稳健。此次股权激励有望为公司的常态化发展注入新的动力，使公司更专注于长期发展。公司深耕长尾小家电行业 10 余年，锤炼了和行业特质相匹配的能力，产品快速迭代更新，供应链反应快速，线上抢占领先优势，品牌定位年轻化，预计 20-22 年归母净利润 4.29/5.23/6.64 亿，对应 EPS 为 3.57/4.36/5.54 元，对应当前股价 PE 为 22.7/18.6/14.7X，维持“买入”评级。

■ 风险提示：

行业竞争加剧；原材料价格大幅波动；新品扩展不及预期。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价	EPS			PE			PB
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019
000333.SZ	美的集团	买入	82.01	3.47	3.82	4.30	24	21	19	5.7
002032.SZ	苏泊尔	买入	69.65	2.34	2.25	2.58	30	31	27	8.4
002242.SZ	九阳股份	买入	30.60	1.07	1.22	1.38	28	25	22	6.3
002705.SZ	新宝股份	买入	35.95	0.86	1.39	1.86	42	26	19	6.9
002959.SZ	小熊电器	买入	81.15	2.23	3.57	4.36	36	23	19	7.6

数据来源：Wind、国信证券经济研究所预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	592	1222	944	688
应收款项	136	136	179	235
存货净额	432	548	667	841
其他流动资产	52	82	89	113
流动资产合计	1992	3187	3319	3605
固定资产	320	562	851	1204
无形资产及其他	201	193	185	177
投资性房地产	19	19	19	19
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	2532	3961	4374	5004
短期借款及交易性金融负债	0	2	1	1
应付款项	584	677	876	1095
其他流动负债	281	334	393	514
流动负债合计	865	1013	1270	1610
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	3	3	4	4
长期负债合计	3	3	4	4
负债合计	868	1016	1274	1613
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	1665	1922	2236	2568
负债和股东权益总计	2532	2938	3510	4182

关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	2.23	3.57	4.36	5.54
每股红利	0.01	1.43	1.74	2.77
每股净资产	13.87	16.02	18.63	21.40
ROIC	42%	48%	52%	52%
ROE	16%	22%	23%	26%
毛利率	34%	36%	35%	35%
EBIT Margin	13%	15%	15%	15%
EBITDA Margin	15%	16%	16%	17%
收入增长	32%	35%	20%	25%
净利润增长率	45%	60%	22%	27%
资产负债率	34%	35%	36%	39%
息率	0.0%	1.8%	2.1%	3.4%
P/E	36.3	22.7	18.6	14.7
P/B	5.8	5.1	4.4	3.8
EV/EBITDA	27.1	18.8	15.7	12.5

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2688	3629	4359	5456
营业成本	1767	2334	2830	3542
营业税金及附加	15	24	28	34
销售费用	396	508	610	764
管理费用	167	226	248	294
财务费用	(1)	(18)	(22)	(16)
投资收益	5	3	4	4
资产减值及公允价值变动	5	(4)	(3)	(0)
其他收入	(23)	0	0	0
营业利润	332	554	665	842
营业外净收支	0	1	0	0
利润总额	332	555	666	842
所得税费用	64	126	143	178
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	268	429	523	664

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	268	429	523	664
资产减值准备	1	29	19	26
折旧摊销	48	37	61	85
公允价值变动损失	(5)	4	3	0
财务费用	(1)	(18)	(22)	(16)
营运资本变动	97	30	109	110
其它	(1)	(29)	(19)	(26)
经营活动现金流	408	499	696	860
资本开支	(224)	(303)	(364)	(456)
其它投资现金流	(780)	(420)	(240)	(288)
投资活动现金流	(1004)	(723)	(604)	(744)
权益性融资	954	0	0	0
负债净变化	(11)	0	0	0
支付股利、利息	(1)	(172)	(209)	(332)
其它融资现金流	(2)	2	(1)	0
融资活动现金流	929	(170)	(211)	(332)
现金净变动	333	(393)	(118)	(215)
货币资金的期初余额	259	592	1222	944
货币资金的期末余额	592	199	1103	729
企业自由现金流	198	179	311	389
权益自由现金流	185	194	327	402

相关研究报告

《小熊电器-002959-2020 年业绩预告点评：Q4 增长承压，不减全年风采》——2021-01-27

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032