

证券研究报告—动态报告

家用电器

小熊电器(002959)

买入

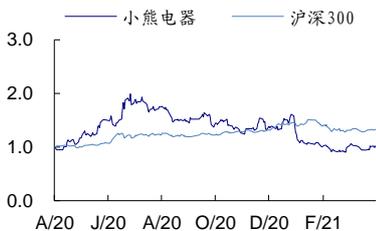
小家电 II

2020 年年报点评&2021 年一季报点评

(维持评级)

2021 年 04 月 30 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	156/76
总市值/流通(百万元)	12,948/6,327
上证综指/深圳成指	3,457/14,398
12 个月最高/最低(元)	165.90/72.40

相关研究报告:

《小熊电器-002959-重大事件快评: 股权激励显信心, 萌家电怀鸿鹄志》——2021-03-29
《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

证券分析师: 陈伟奇

电话: 0755-81982606
E-MAIL: chenweiqi@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520110004

证券分析师: 王兆康

电话: 0755-81983063
E-MAIL: wangzk@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520120004

独立性声明:

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。

财报点评

收入实现穿越, 小熊成长无忧

● 营收维持高增, 高费用投放下盈利承压

公司发布 2020 年年报及 2021 年一季报, 2020 年实现营收 36.60 亿元/+36.16%, 归母净利润为 4.28 亿元/+59.64%, 扣非归母净利润为 3.96 亿元/+48.40%, 拟每 10 股派现金红利 12 元(含税), 分红率为 43.72%。经折算, Q4 实现营收 11.62 亿元/+20.18%, 归母净利润为 1.06 亿元/+5.65%, 扣非归母净利润为 0.95 亿元/-8.92%, 营收位于业绩预告较高区间, 利润位于预告略低区间。2021Q1 实现营收 9.07 亿元/+22.66%, 归母净利润为 0.90 亿元/-12.82%, 扣非归母净利润为 0.83 亿元/-15.97%。Q1 营收延续高速增长, 超出市场预期。

● 西式小家电等迎爆发式增长, 多平台销售全面开花促增长

疫情期间, 新兴小家电需求暴增, 公司作为创意小家电龙头, 各业务收入实现高速增长: 西式厨房小家电收入 6.0 亿元/+113.5%, 电动类厨房小家电收入 8.7 亿元/+51.1%, 电热类厨房小家电收入 4.1 亿元/+37.4%, 锅煲类厨房小家电收入 6.8 亿元/+21.1%。公司国外销售收入 2.1 亿元, 同比大增 143.2%, 近 5 年持续高增长。随着公司加快跨境电商布局, 发力品牌出海, 海外或成为新的增长点。此外, 在淘宝流量扶持政策改变后, 公司积极拓展其他线上平台, 实现稳健增长。

● 全年盈利创新高, Q4 及 Q1 费用投放较高

按可比口径, 2020 年公司毛利率为 34.8%/+0.5pct, 期间费用率为 20.2%/-0.7pct, 净利率达到 11.7%/+1.7pct, 创下上市以来新高。毛利率提升主要来自于 2020H1 较低的原材料价格及销量高增带来的规模效应。但 Q4 及 Q1 费用率边际上升, 盈利能力有所下滑。Q4 及 Q1 毛销差分别为 16.5%/-2.3pct 和 21.4%/-2.8pct, 销售费用投放增加主要源于公司积极扩张其他电商平台, 加大内容营销力度。同时由于募投项目转固增加折旧摊销费用和人员开支, 管理费用率有所上升, 叠加多品类带来的研发投入增加, 公司 Q4 及 Q1 盈利能力有所下滑, 净利率分别为 9.1%/-1.3pct 和 9.9%/-4.0pct。

● 创意小家电龙头成长无忧, 维持“买入”评级

我国小家电行业发展方兴未艾, 小熊以持续的增长证明行业的发展性, 未来有望实现持续增长。我们略微调整公司的盈利预测, 预计 21-23 年净利润为 4.84/5.92/6.94 亿(前值为 5.23/6.64/6.91 亿), 对应 PE 为 26.8/21.9/18.7x, 维持“买入”评级。

● 风险提示: 原材料大幅波动、行业竞争加剧、汇率大幅波动。

盈利预测和财务指标

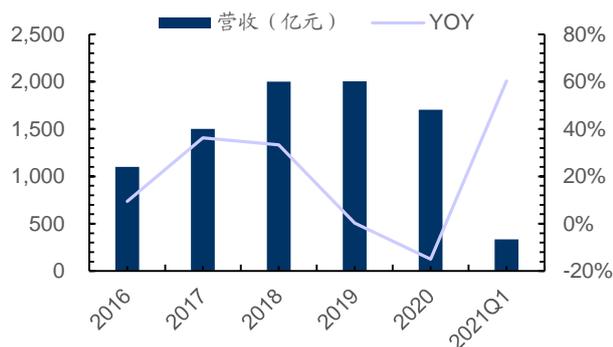
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,688	3,660	4,414	5,279	6,149
(+/-%)	31.7%	36.2%	20.6%	19.6%	16.5%
净利润(百万元)	268	428	484	592	694
(+/-%)	44.6%	59.6%	12.9%	22.4%	17.1%
摊薄每股收益(元)	2.23	2.74	3.10	3.80	4.45
EBIT Margin	12.8%	13.5%	12.1%	12.6%	12.8%
净资产收益率(ROE)	16.1%	21.7%	21.8%	23.6%	24.9%
市盈率(PE)	37.1	30.2	26.8	21.9	18.7
EV/EBITDA	27.7	29.5	24.6	19.9	17.1
市净率(PB)	5.98	6.56	5.85	5.16	4.64

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

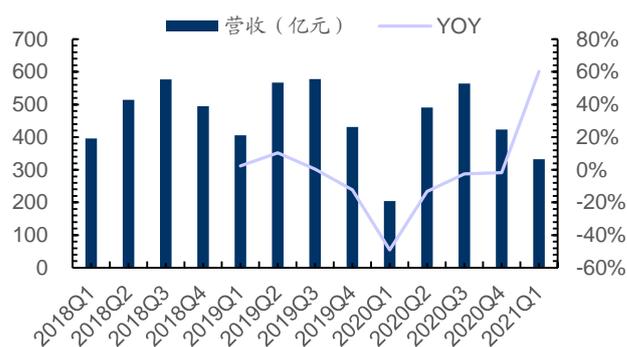
营收维持高增，高费用投放下盈利承压。公司发布 2020 年年报及 2021 年一季报，2020 年实现营收 36.60 亿元/+36.16%，归母净利润为 4.28 亿元/+59.64%，扣非归母净利润为 3.96 亿元/+48.40%，拟每 10 股派现金红利 12 元(含税)，分红率为 43.72%。经折算，Q4 实现营收 11.62 亿元/+20.18%，归母净利润为 1.06 亿元/+5.65%，扣非归母净利润为 0.95 亿元/-8.92%，营收位于业绩预告较高区间，利润位于预告略低区间。2021Q1 实现营收 9.07 亿元/+22.66%，归母净利润为 0.90 亿元/-12.82%，扣非归母净利润为 0.83 亿元/-15.97%。Q1 营收延续高速增长，超出市场预期。

图 1：公司营业收入及同比增速



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：公司单季度营业收入及同比增速



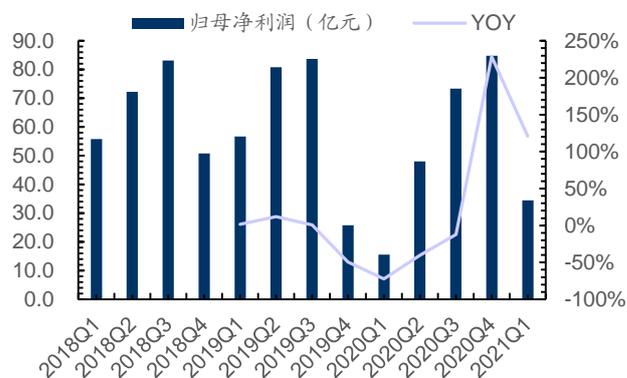
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：公司归母净利润及同比增速



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：公司单季度归母净利润及同比增速



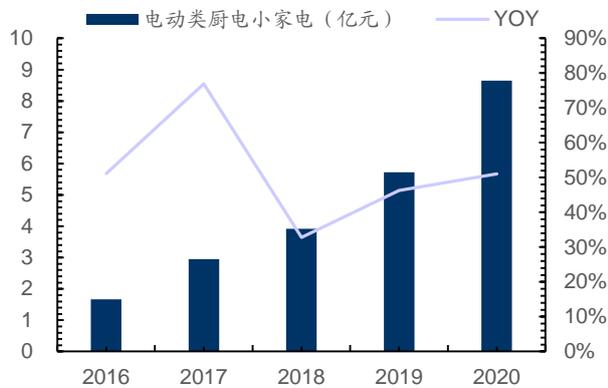
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

西式类小家电等迎爆发式增长，多平台销售全面开花促增长。疫情居家期间，消费者对西式烹饪等兴趣大增，叠加短视频在宣传上的推波助澜，我国新型西式类小家电需求迎来快速发展。公司作为创意小家电龙头，凭借着多年在长尾小家电领域的深耕，新型小家电业务营收实现快速增长。西式厨房小家电业务收入 6.00 亿元/+113.48%，电动类厨房小家电业务收入 8.65 亿元/+51.09%，电热类厨房小家电业务收入 4.07 亿元/+37.41%，锅煲类厨房小家电业务收入 6.82 亿元/+21.13%，壶类厨房小家电业务收入 5.63 亿元/+7.12%，生活小家电收入 4.01 亿元/+5.11%。值得注意的是，公司国外销售收入 2.09 亿元，同比大增 143.23%，近 5 年延续高增长态势，有望成为公司新的增长点。

公司积极拓展其他线上平台，收入增长稳健。作为淘品牌，公司的发展与淘宝等线上平台密不可分，线上收入占比一直在 9 成以上。2020Q4 淘宝流量扶持对小品牌倾斜之后，公司大力开拓其他平台的业务，在京东、拼多多等渠道实现高速增长。淘数据显示，2020Q4 小熊销售额增长 38.5%，2021Q1 销售额同

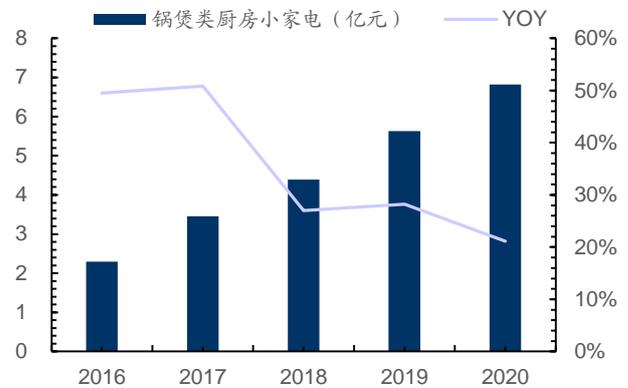
比略持平，对比报表端营收增长，虽然 Q1 有 Q4 确认滞后的影响，但其他平台的
增长是公司 Q1 延续高增长的主要动力源。

图 5: 公司电动类厨电小家电收入及同比增速



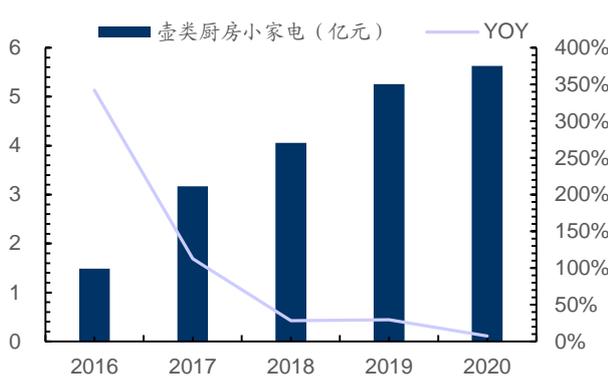
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 公司锅煲类厨房小家电收入及同比增速



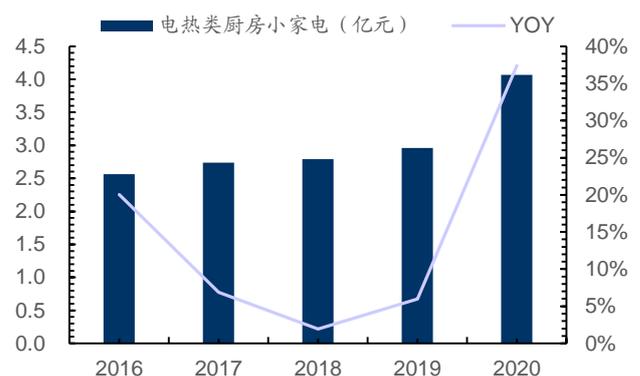
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 7: 公司壶类厨房小家电收入及同比增速



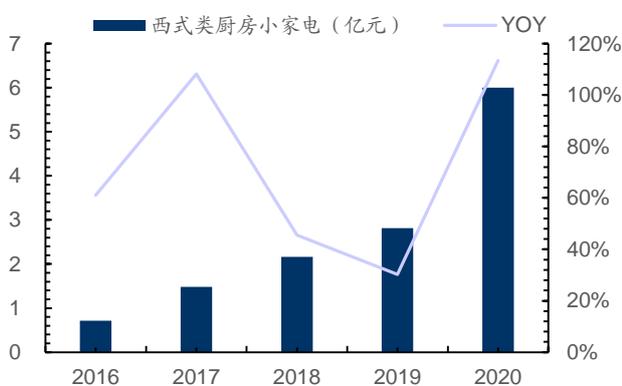
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 公司电热类厨房小家电收入及同比增速



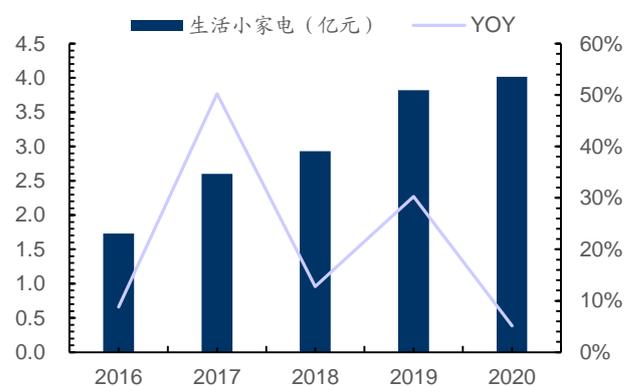
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 9: 公司西式类厨房小家电收入及同比增速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 10: 公司生活小家电收入及同比增速



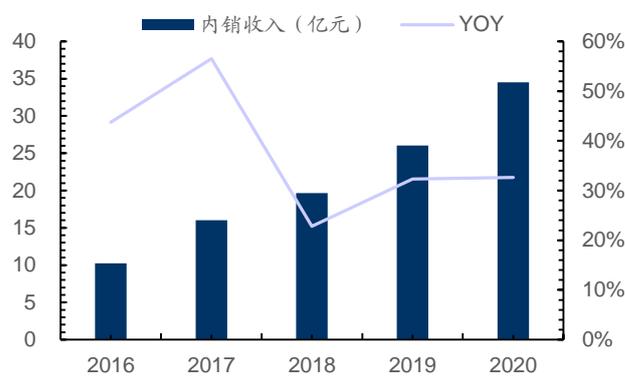
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 11: 公司外销收入实现高速增长



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 12: 公司内销收入及同比增速

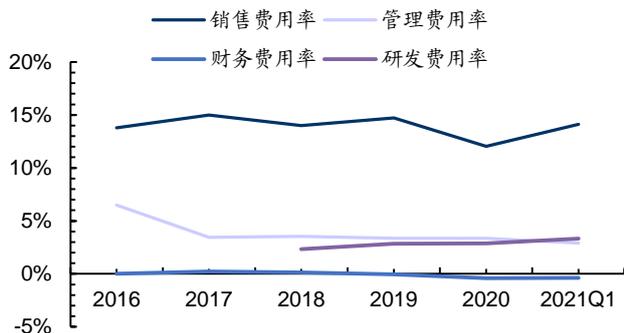


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

全年盈利创新高, Q4 及 Q1 高费用投入下盈利承压。公司 2020 年起执行新的收入准则, 将销售费用中的运输报关费计入营业成本中, 按可比口径, 毛利率为 34.79%/+0.53pct。毛利率提升主要来自于 2020H1 较低的原材料价格及销量增加带来的规模效应。Q4 以后原材料成本上涨使得毛利率承压, 同口径下 Q4 毛利率为 32.07%/-0.35pct, 而 Q1 在非同口径下毛利率只下滑 0.08pct 至 35.56%, 预计同口径下毛利率会有小幅增加。Q1 毛利率上涨主要缘于公司在品类结构上的调整, 基于多年在小家电研发和制造端的积累, 公司在走多产品路线的同时, 亦不断打造精品, 从而实现客单价的提高。2020 年公司西式厨房小家电毛利率同比增加 3.79pct, 精品路线已得到成功实践。此外, 在公司的积极开拓下, 京东自营等其他平台收入占比增加, 由于其他平台业务毛利率较高, 预计对毛利率的提升有积极的影响。

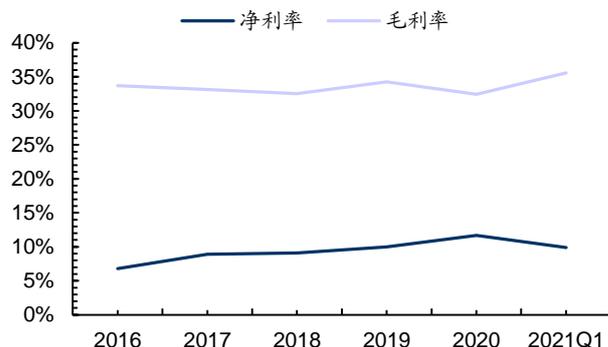
费用率方面, 全年公司费用率有所下滑, 但 Q4 及 Q1 的费用率边际上升。2020 年公司同口径下期间费用率为 20.20%/-0.69pct, 同口径下销售费用率为 14.39%/-0.34pct, 管理费用率为 3.35%, 同比持平, 财务费用率同比下降 0.38pct 至 -0.41%, 研发费用率持续提升至 2.88%/+0.03pct。Q4 公司同口径下期间费用率达到 21.75%/+2.37pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别 +1.19pct/+0.26pct/+0.35pct/-0.15pct。Q1 公司毛利率与销售费用率差值为 21.45%/-2.82pct, 预计同口径下销售费用率增加超过 2.8pct, 管理/研发/财务费用率分别 +0.26pct/+0.71pct/+0.38pct。2020Q4 及 2021Q1 销售费用率的增加主要缘于公司积极扩张其他平台业务, 投入大量的销售费用, 增加内容营销力度, 同时聘请新代言人等广宣投入增加。管理费用率上升主要来自于募投项目转固增加折旧摊销费用和人员, 职工薪资福利同步增加。综合影响下, 公司 2020 年净利率达到 11.70%/+1.72pct, 创下上市以来新高。Q4 净利率为 9.14%/-1.26pct, Q1 净利率为 9.90%/-4.03pct。

图 13: 公司费用率情况



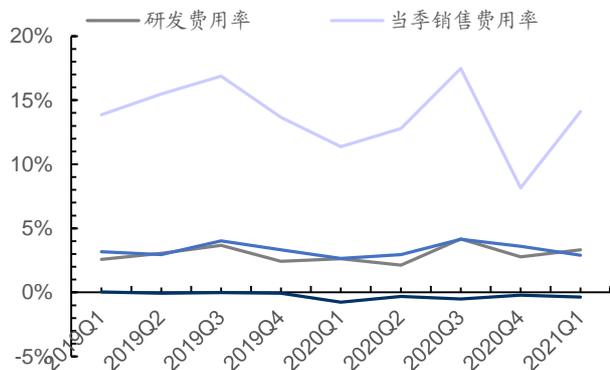
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 14: 公司毛/净利率情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

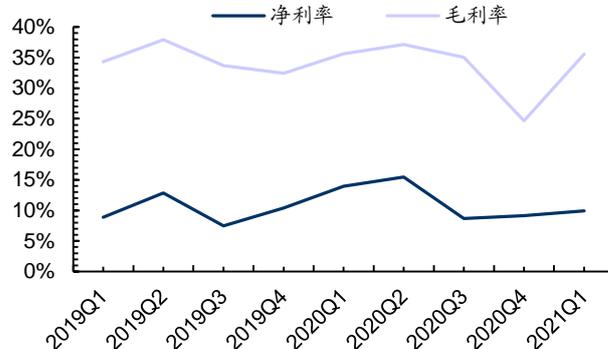
图 15: 公司单季度费用率情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

注: 公司 2020Q4 将销售费用中运输报关费计入营业成本, 产生重溯调整

图 16: 公司单季度毛/净利率情况

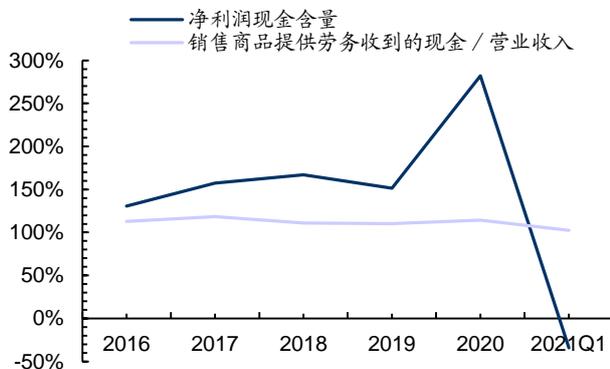


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

注: 公司 2020Q4 将销售费用中运输报关费计入营业成本, 产生重溯调整

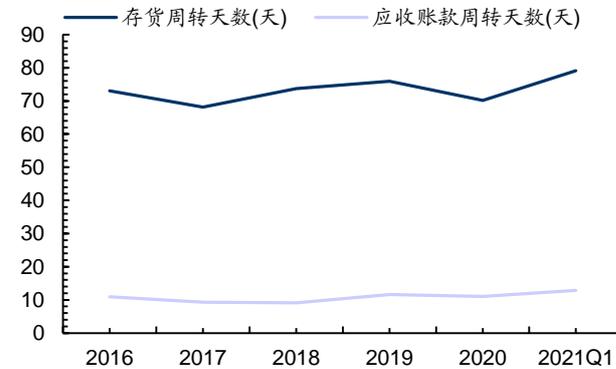
现金流表现优异, 周转积极向好。2020 年公司经营活动现金流量净额为 12.08 亿元/+197.54%, 营业收入的现金含量为 114.17%/+3.89pct, 净利润的现金含量为 282.04%/+130.50pct, 现金流情况良好。周转方面, 公司存货周转天数达到 70.15 天/-5.77 天, 应收账款周转天数为 11.01 天/-0.59 天, 应付账款周转天数为 33 天/-8.23 天, 营业周期为 81.16 天/-6.36 天, 周转显著改善。

图 17: 公司经营性现金流情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 18: 公司流动资产周转情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

创意小家电龙头，差异化优势渐起。公司深耕长尾小家电行业长达十余年，在生产、产品、渠道及营销上垒筑起较强的差异化优势。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，目前已有 60 多个产品品类、500 多款 SKU 对外销售，覆盖多人群多生活场景；生产端，公司不断完善工厂布局，产能稳步扩充，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，提高生产反应能力；渠道端，借助先发优势腾飞后，线上渠道的马太效应为公司构建起较强的壁垒，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，通过“宅食光轰趴”抖音品牌传播、线下硬广投放、小熊伊万自有 IP 运营等项目，以创意互动及数字营销玩法在多平台传递小熊“萌”“活力青春”的品牌形象。

投资建议：创意小家电龙头成长无忧，维持“买入”评级。我国小家电行业发展方兴未艾，小熊以持续的增长证明行业的发展性，未来有望实现持续增长。我们略微调整公司的盈利预测，预计 21-23 年净利润为 4.91/6.01/7.04 亿（前值为 5.23/6.64/6.98 亿），对应 PE 为 26.3/21.5/18.4x，维持“买入”评级。

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	81.55	3.47	3.82	4.30	23	21	19	5.6
002242.SZ	九阳股份	买入	33.88	1.07	1.23	1.31	32	28	26	6.1
002705.SZ	新宝股份	买入	37.94	0.86	1.35	1.67	44	28	23	5.2
002959.SZ	小熊电器	买入	83.00	2.23	2.74	3.10	37	30	27	6.6
002032.SZ	苏泊尔	买入	71.91	2.34	2.25	2.58	31	32	28	8.2

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)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	974	563	506	639	营业收入	3660	4414	5279	6149
应收款项	153	188	238	265	营业成本	2473	2974	3544	4122
存货净额	532	607	700	836	营业税金及附加	23	28	32	39
其他流动资产	85	91	111	133	销售费用	440	605	728	855
流动资产合计	2946	2773	3143	3462	管理费用	228	273	309	346
固定资产	503	800	1153	1548	财务费用	(15)	(15)	(11)	(11)
无形资产及其他	195	187	180	172	投资收益	26	16	21	18
投资性房地产	47	47	47	47	资产减值及公允价值变动	29	17	17	21
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(46)	0	0	0
资产总计	3692	3807	4523	5229	营业利润	520	583	714	838
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	(2)	(1)	(1)	(1)
应付款项	1349	1169	1484	1839	利润总额	518	583	713	837
其他流动负债	367	420	526	598	所得税费用	90	99	121	143
流动负债合计	1716	1590	2009	2438	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	428	484	592	694
其他长期负债	3	3	3	3					
长期负债合计	3	3	3	3	现金流量表 (百万元)				
负债合计	1719	1593	2012	2441	净利润	428	484	592	694
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	16	42	29	35
股东权益	1973	2215	2511	2788	折旧摊销	2	55	85	114
负债和股东权益总计	3692	3807	4523	5229	公允价值变动损失	(29)	(17)	(17)	(21)
					财务费用	(15)	(15)	(11)	(11)
关键财务与估值指标					营运资本变动	690	(200)	286	278
每股收益	2.74	3.10	3.80	4.45	其它	(16)	(42)	(29)	(35)
每股红利	0.77	1.55	1.90	2.67	经营活动现金流	1091	322	946	1064
每股净资产	12.65	14.20	16.09	17.87	资本开支	(231)	(370)	(442)	(515)
ROIC	49%	59%	68%	68%	其它投资现金流	(423)	(120)	(265)	0
ROE	22%	22%	24%	25%	投资活动现金流	(654)	(490)	(707)	(515)
毛利率	32%	33%	33%	33%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	14%	12%	13%	13%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	14%	13%	14%	15%	支付股利、利息	(120)	(242)	(296)	(416)
收入增长	36%	21%	20%	16%	其它融资现金流	184	0	0	0
净利润增长率	60%	13%	22%	17%	融资活动现金流	(56)	(242)	(296)	(416)
资产负债率	47%	42%	44%	47%	现金净变动	382	(410)	(57)	133
息率	0.9%	1.9%	2.3%	3.2%	货币资金的期初余额	592	974	563	506
P/E	30.2	26.8	21.9	18.7	货币资金的期末余额	974	563	506	639
P/B	6.6	5.8	5.2	4.6	企业自由现金流	871	(71)	481	529
EV/EBITDA	29.5	24.6	19.9	17.1	权益自由现金流	1055	(58)	490	538

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

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