



Research and
Development Center

新起点，再出发

—小熊电器(002959)公司深度报告

2021 年 08 月 12 日

罗岸阳 首席研究员
S1500520070002
13656717902
luoanyang@cindasc.com

相关研究

1. Q1 毛利率表现超预期，高基数下短期经营承压
2. 事件点评：股权激励顺利落地，21 年承诺目标彰显信心
3. 小熊电器-业绩预告点评：Q4 收入增速有所放缓，短期波动不改长期成长性
4. 深度报告：进击的小熊，会成为小家电的 LineFriends 吗？

证券研究报告

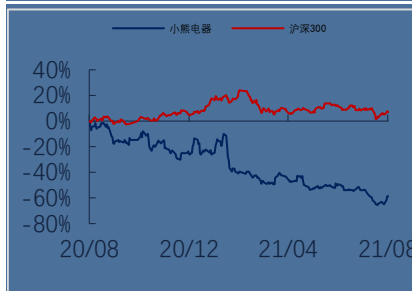
公司研究

公司深度报告

小熊电器 (002959)

投资评级 买入

上次评级 买入



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	60.02
52 周内股价波动区间 (元)	143.46-50.18
最近一月涨跌幅 (%)	-39.98
总股本 (亿股)	1.56
流通 A 股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	93.90

资料来源：信达证券研发中心

新起点，再出发

2021 年 08 月 12 日

本期内容提要：

- ◆ **新品类打开突破空间，个护、生活、清洁将成新增长点。**公司在深耕厨房小家电的同时，积极开拓生活、个护、母婴等新品类，推出了颈部按摩仪、腰椎按摩仪、吸尘器、干衣机等多款个护、生活电器品类新品。21H1 公司生活电器、个护品类淘系线上销额分别同比+51.25%、105.83%；6 月份小熊颈部按摩椅淘系平台排名 11 位，京东平台排名第 8，干衣机上升至第 2 位。公司在新品开拓时专注低渗透率赛道，如母婴、清洁等景气度向上行业，坚持多品类多 SKU 的方式锚定长尾、新兴行业增速。未来，公司凭借其本身不断提升的品牌力、成熟的营销方式和渠道，有望通过更多的新品类支撑公司营业收入持续稳定增长。
- ◆ **品牌出海更进一步，跨境电商酝酿快速落地。**公司海外业务拓展采取线上线下双轮驱动。线上渠道方面，公司主要通过亚马逊和经销商入驻当地家电电商平台。目前，小熊在美国亚马逊平台实现了一定突破，小熊的酸奶机曾登顶细分品类 Best Seller 榜单第一名，煮蛋器、蒸锅均曾进入细分品类 Best Seller 榜单前十；线下渠道方面，公司在多地选择与当地大型经销商合作，在菲律宾、台湾等地家电卖场均实现入驻。
- ◆ **渠道快速去中心化，非淘系新平台显著提升。**针对淘系平台流量下滑现象，公司加大对京东、抖音等多平台的资源倾斜。21Q2 在淘系销售规模下滑的情况下，京东平台小熊生活、厨房、个护销额同比增长 7.46%，京东平台收入规模不断扩大，与淘系平台差距逐渐缩小，21Q1 京东平台销额首次超过了淘系。公司在抖音等平台的投入也初见成效，7 月份小熊抖音直播和电商营业收入单月超过了 1000 万元。
- ◆ **即将迈入基数正常期，股权激励体现公司信心。**2020 年疫情后需求暴涨带来高基数，且对短期内小家电需求存在一定透支，再加上整体宏观经济恢复不及预期消费者购买欲下降，导致 2021H1 增长承压。但随着 Q3 开始公司销售基数回落和消费者需求回暖，公司有望重回正常增长区间。21 年 3 月，公司推出了股权激励计划，解锁条件要求为公司营业收入不低于 40 亿或净利润不低于 5 亿元，在高基数和原材料成本持续上行的情况下，公司设定的业绩解锁目标体现出了公司成长的信心。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 21-23 年营业收入为 44.99/56.35/69.41 亿元，同比+22.9/+25.3/+23.2%，预计 21-23 年公司归母净利润分别为 3.84/4.79/5.76 亿元，分别同比变化 -10.4/+24.8/+20.4%，EPS 分别为 2.45/3.06/3.68 元/股，对应 PE 24.48/19.61/16.29。从估值来看，公司目前处于 2 年历史估值底部，长期来看，看好小家电行业增长空间，公司生活、个护、母婴品类扩张和品牌出海都将支撑公司实现稳定增长，维持“买入”评级。
- ◆ **风险因素：**宏观经济恢复不及预期、行业竞争加剧、原材料价格持续上升、公司新品开拓不及预期、公司海外市场拓展不及预期。

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼

邮编：100031

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	2,688	3,660	4,499	5,635	6,941
增长率 YoY %	31.7%	36.2%	22.9%	25.3%	23.2%
归属母公司净利润 (百万元)	268	428	384	479	576
增长率 YoY%	44.6%	59.6%	-10.4%	24.8%	20.4%
毛利率%	34.3%	32.4%	31.6%	32.6%	32.7%
净资产收益率ROE%	16.1%	21.7%	15.8%	16.1%	16.0%
EPS(摊薄)(元)	1.71	2.74	2.45	3.06	3.68
市盈率 P/E(倍)	40.48	41.42	24.48	19.61	16.29
市净率 P/B(倍)	6.52	8.99	3.87	3.16	2.60

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 08 月 11 日收盘价

目录

一、新品类打开突破空间，个护、生活、清洁将成新增长点	6
1.1 从长尾切入传统厨房核心品类，重构厨房小电结构	6
1.2 生活、个护、清洁等新品类快速崛起	7
二、品牌出海更进一步，跨境电商酝酿快速落地	13
2.1 海外业务营收稳步上升，线上线下同步拓展	13
2.2 政策利好跨境电商，专业化团队成行业发展趋势	14
三、渠道快速去中心化，非淘系新平台显著提升	16
四、基数回落经营重回正轨，公司长期成长确定性强	19
4.1 产品经营策略明确，长期成长确定性强	19
4.2 销售基数回落，即将迈入正常增长期	20
4.3 股权激励顺利落地，21 年承诺目标彰显信心	22
盈利预测、估值与投资评级	23
风险因素	24

表目录

表 1: 公司个护、生活品类现有产品（截至 2021.6）	8
表 2: 小熊淘系、京东平台生活、个护细分品类排名变化情况（市占率均为销额口径）	10
表 3: 小熊生活/个护产品与厨房小电产品价格比较	10
表 4: 小熊天猫清洁电器 SKU	12
表 5: 小熊努力拓展海外市场渠道	13
表 6: 跨境电商相关政策	14
表 7: 小熊电器 2021 年股票期权与限制性股票激励计划考核标准	22
表 8: 小熊电器营业收入预测	23
表 9: 可比公司估值	24

图目录

图 1: 公司营业收入品类细分构成变化（%）	6
图 2: 公司毛利润品类细分构成变化（%）	6
图 3: 淘系厨房电器细分品类规模统计	6
图 4: 淘数据细分品类销量占比（%）	6
图 5: 公司优势厨房长尾小家电品类淘系市占率变化（%）	7
图 6: 厨房电器淘系 CR5 达到 57.4%（2021.07）	7
图 7: 淘系平台小熊传统品类市占率快速提升	7
图 8: 母婴和个护品类小家电收入占比显著提升（%）	8
图 9: 分品类小家电毛利率水平比较（%）	8
图 10: 公司推出多款吸尘类产品	9
图 11: 公司推出多品类按摩产品	9
图 12: 小熊淘系个护销量额变化趋势（台，百元，%）	9
图 13: 小熊淘系生活电器销量额变化趋势（台，百元，%）	9
图 14: 小熊淘宝官方旗舰店厨房烹饪用具销量额（台，元）	10
图 15: 公司非电品类	10
图 16: 2018 年各国吸尘器每百户拥有量（台）	11
图 17: 2018 年国内部分母婴类产品渗透率水平	11
图 18: 家电企业母婴行业布局较少	11
图 19: 专注婴儿喂养核心场景	12
图 20: 公司营业收入构成（按地区分）	13
图 21: 公司海外业务覆盖范围不断扩大	13
图 22: 小熊入驻 SM 家电商场	14
图 23: HTT 线下渠道面广	14
图 24: 小熊多款产品进入亚马逊美国市场 best sellers 榜单	15
图 25: 2021 年亚马逊全球开店站点已经扩大至 14 个国家	15
图 26: 亚马逊加大对虚假评论的打击	15
图 27: 公司线上渠道布局覆盖	16
图 28: 淘宝/京东销量额比例变化	16
图 29: 公司加大京东平台资源投入	17
图 30: 抖音电商 GMV 稳步上升	17
图 31: 小熊电器“宅时光轰趴”	17
图 32: 抖音平台推广商品数对比	18
图 33: 小熊抖音销售额进入 7 月快速增长	18
图 34: 公司对原有产品进行升级推新	19

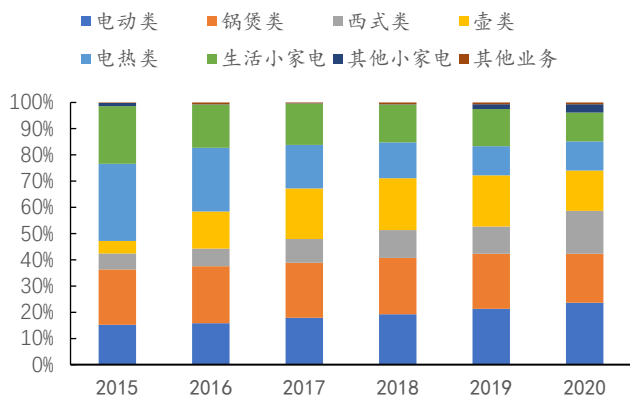
图 35: 小熊与宫西达也联名系列	19
图 36: 携手日本艺术大师大石晓规推出小熊微笑系列产品.....	20
图 37: 小熊通过微信粉丝群发放日常福利.....	20
图 38: 小熊淘宝、京东会员拥有专享优惠.....	20
图 39: 小熊电器营收及增速变化（百万，%）	21
图 40: 行业可比公司分季度营收增速对比（%）	21
图 41: 2021H1 淘系销量及增速（万台，%）	22
图 42: 2021H1 淘系销量及增速（百万元，%）	22

一、新品类打开突破空间，个护、生活、清洁将成新增长点

1.1 从长尾切入传统厨房核心品类，重构厨房小电结构

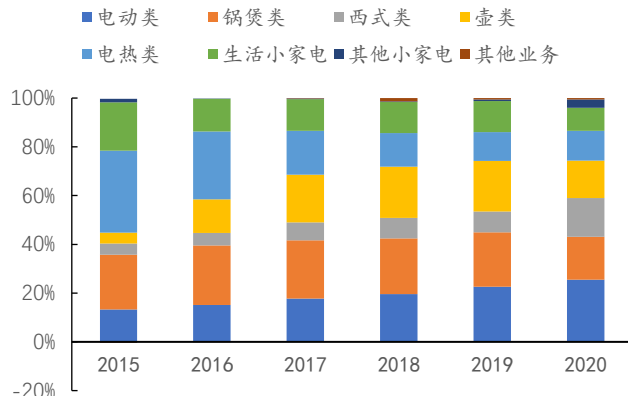
小熊电器是国内创意小家电的知名品牌，成立至今专注于创意小家电的研发、设计、生产及销售。公司从最早从酸奶机起家，随后在厨房小家电领域不断进行品类扩张，打造出电动打蛋器、电热饭盒、多士炉、煮蛋器等优势品类。厨房电器是公司营业收入最主要的构成部分，截至 2020 年底，厨房小家电贡献了 85.17% 的营业收入和 86.60% 的毛利润。

图 1：公司营业收入品类细分构成变化（%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

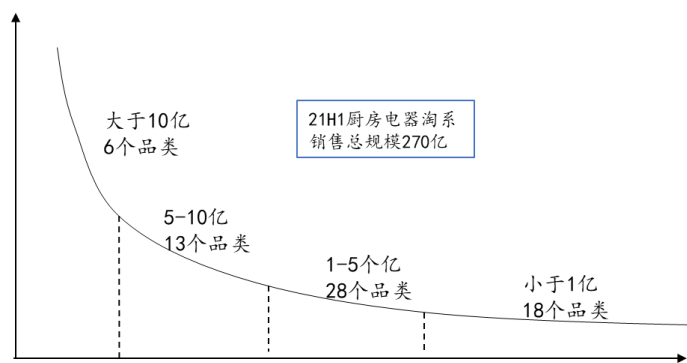
图 2：公司毛利润品类细分构成变化（%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

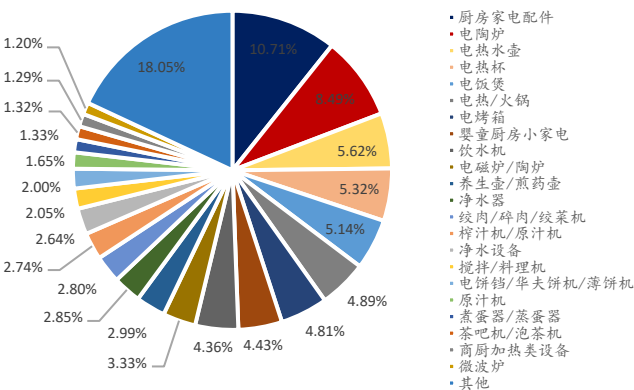
和传统厨房小家电相比，尽管单款长尾小家电市场规模较小，但从整体规模来看，长尾小家电的整体市场存在较大发展空间。根据淘数据厨房电器分类，共有 66 个细分品类，2021 年上半年整体行业规模达到 270 亿元，其中超过 10 亿销售额的细分品类仅有 6 个，小于 5 亿规模的品类共 36 个（54.54%），总规模达 86.68 亿元，且随着更多细分品类的出现，长尾小家电市场规模仍在高速扩张。而小熊擅长长尾品类，公司通过多品类、多 SKU 的方式打造长尾细分领域爆品，极高的品类覆盖率保证了小熊能够充分借力长尾市场发展实现公司业务的快速增长。

图 3：淘系厨房电器细分品类规模统计



资料来源：淘数据，信达证券研发中心

图 4：淘数据细分品类销量占比（%）

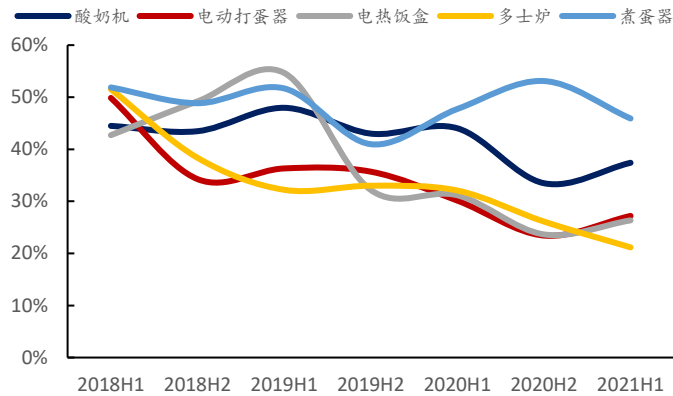


资料来源：淘数据，信达证券研发中心

随着消费者对于细分场景下各类厨房电器的需求不断被发掘，更多品牌进入到市场竞争行列中，2021 年 6 月淘系线上厨房电器品牌数量达到 6511 个，较两年前增加了 2000 多个品牌。20 年疫情带来行业需求快速扩张的同时也带来大量新玩家切入长尾市场，市场竞争显著加剧。从行业集中度来看，厨房电器淘系线上 CR3 为 46.49%，CR5 为 57.40%，除了美

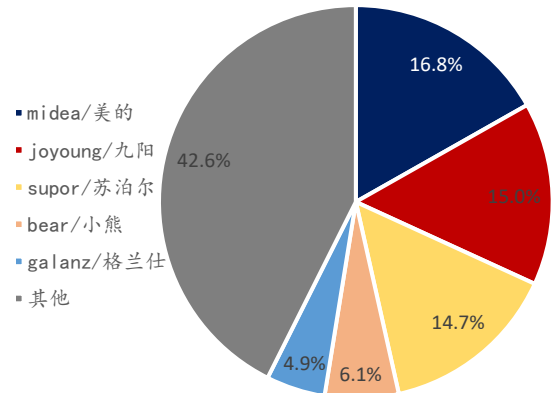
苏九以外各品牌的市占率均小于 10%，小熊紧随其后。今年 7 月，小熊淘系线上销额占 6.1%，较去年同期提高了 0.3pct。高基数和需求回落的双重压力下带来短期市场竞争的加剧，因此小熊在部分长尾品类市场的份额短期内出现一定回落，但仍牢牢把握住头部玩家的地位。

图 5：公司优势厨房长尾小家电品类淘系市占率变化（%）



资料来源：淘数据，信达证券研发中心

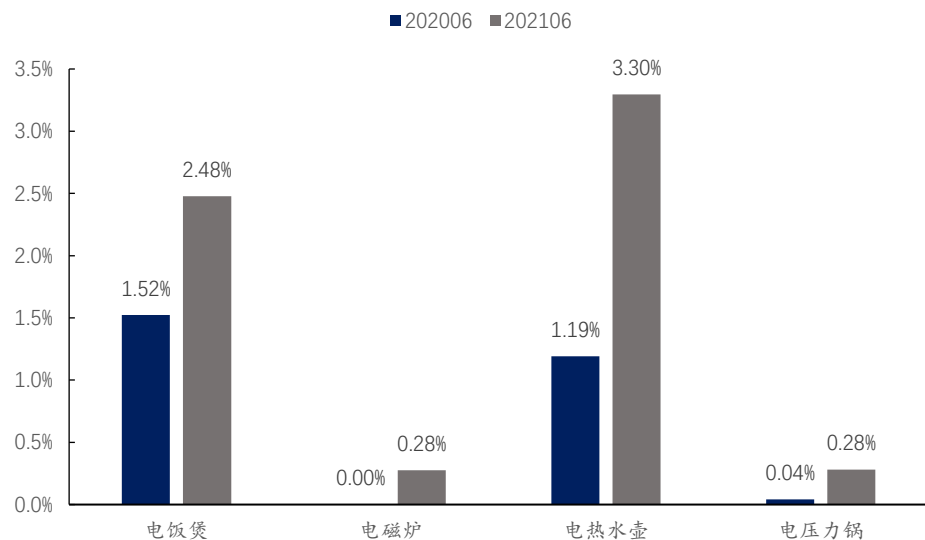
图 6：厨房电器淘系 CR5 达到 57.4%（2021.07）



资料来源：淘数据，信达证券研发中心

小熊在把握长尾品类市场的同时，积极提高公司在传统厨房小电领域的市占率和影响力。厨房小家电行业整体处于快速更迭阶段，行业竞争激励，不进则退。小熊针对传统主流厨房小家电同样努力推陈出新，通过差异化的细分 SKU（如一人食的电饭煲）获取主流品类市场份额，市占率也正稳步提升。根据淘数据，今年 6 月小熊淘系平台电饭煲、电磁炉、电热水壶、电压力锅销售市占额分别同比增加了 0.95、0.28、2.10、0.24pct。未来，小熊凭借其积累的品牌影响力和高效的推新能力，有望进一步提高在传统厨房小电品类中的规模和市占率。

图 7：淘系平台小熊传统品类市占率快速提升



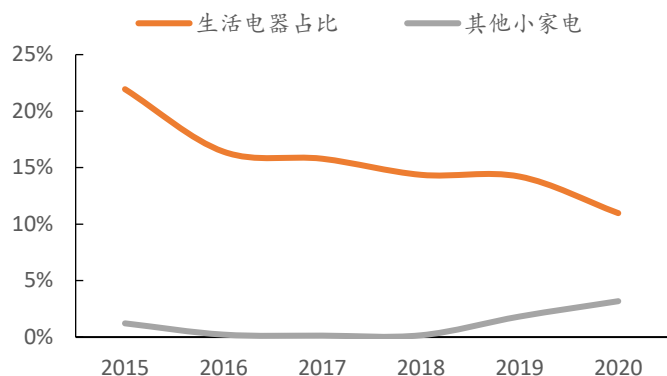
资料来源：淘数据，信达证券研发中心

1.2 生活、个护、清洁等新品类快速崛起

随着居民收入的增加，消费者对于生活质量、健康养生的关注度不断提高，催生出大量生活电器和个护健康电器需求。小熊电器在发展过程中顺应行业发展趋势，推动公司产品品类向

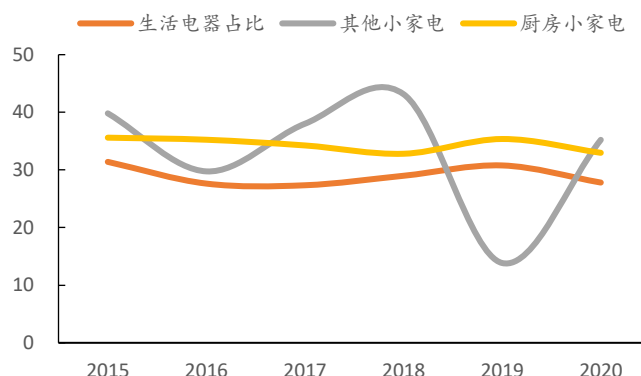
生活电器、个护健康、清洁类拓展。2020 年，生活电器占公司营业收入比重为 10.97%，较 2015 年下降 10.97pct，而其他小家电营收占比在 2020 年提升至 3.18%。从毛利率水平来看，生活电器毛利率水平相比厨房电器低 5pct 左右，而母婴个护类小家电毛利率水平波动较大，2020 年，其他小家电毛利率为 35.22%，分别高出厨房电器和生活家电 2.25、7.41pct。

图 8：母婴和个护品类小家电收入占比显著提升（%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 9：分品类小家电毛利率水平比较（%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

以人为核心，深入挖掘客户需求，推出生活、个护新品类。在公司上市之初，公司生活电器产品主要为加湿器、烘干机等，其他小家电品类较为匮乏。针对国内市场对于生活电器和个护品类渗透率低且需求快速增长的趋势，公司从 2020 年起推出多款吸尘类产品和按摩仪器。新品延续了“萌”家电的路线，兼顾产品颜值和实用功能，一经推出便受到广大消费者的欢迎。

表 1：公司个护、生活品类现有产品（截至 2021.6）

个护品类	颈椎按摩仪	按摩拔肩	脸部补水仪	黑头铲	理发器
	肩背按摩仪	蒸汽足浴盆	体重秤	智能洗手机	卷发棒
	眼部按摩仪	暖宫腰带	化妆镜	洗脸仪	吹风机
	筋膜枪	头部按摩仪	化妆棉	脸部导入仪	负离子梳
母婴用品	热奶器	婴儿辅食机	奶粉盒	婴儿牙刷	
	奶瓶消毒器	奶瓶刷	婴儿指甲剪	婴儿餐具	
	奶瓶夹	吸奶器	婴儿剃头剪		
	加湿器	除湿机	蒸汽拖把	手持吸尘器	除螨仪
生活电器	手持挂烫机	毛球修建	折叠式洗衣机	手持小型吸尘器	厨房蒸汽清洁机器
	电风扇	手持熨斗	干衣机		

资料来源：小熊电器官网，信达证券研发中心

图 10: 公司推出多款吸尘类产品



资料来源: 小熊天猫官方旗舰店, 信达证券研发中心

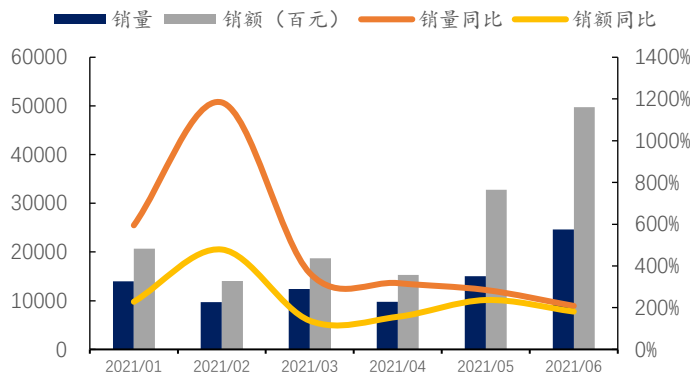
图 11: 公司推出多品类按摩产品



资料来源: 小熊天猫官方旗舰店, 信达证券研发中心

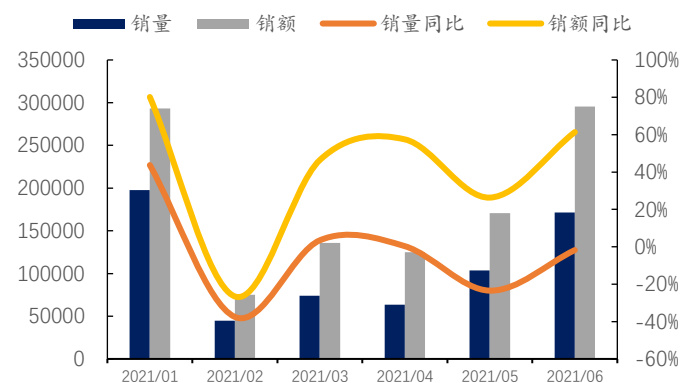
2021 年上半年，受益于生活个护品类行业景气度向上及公司本身品类开拓，小熊淘系个护产品销量额分别同比增长 336.75%、105.83%，生活电器销量额分别同比增长 3.74%、51.25%。今年 618 期间（5.20-6.20），小熊按摩器械品类淘系销量额分别达到 1.3 万台、345.6 万元，分别同比增长 342.14%、386.34%。

图 12: 小熊淘系个护销量额变化趋势（台，百元，%）



资料来源: 淘数据, 信达证券研发中心

图 13: 小熊淘系生活电器销量额变化趋势（台，百元，%）



资料来源: 淘数据, 信达证券研发中心

从细分品类来看，小熊多款个护、生活类产品排名、市占率快速提升。根据淘数据，2021 年 6 月份淘系平台小熊颈部、腰椎按摩仪排名上升至品类 11 位，市占率+0.63%，按摩披肩排名 13，市占率+2.17pct，吸尘器产品排名从 22 名上升至 15 名。京东平台销售中，小熊的按摩器销售目前排名第 8，市占率同比+0.9pct，干衣机上升 3 位排名第二。

表 2: 小熊淘系、京东平台生活、个护细分品类排名变化情况（市占率均为销额口径）

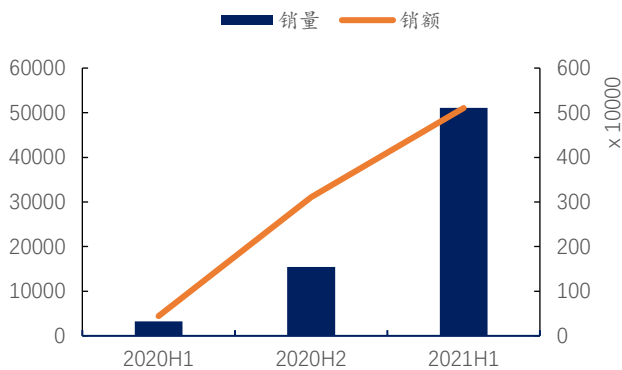
淘系				
	202106 排名	202006 排名	市占率	市占率同比变化
颈部/腰椎按摩器	11	30	1.21%	+0.63pct
按摩披肩	13	29	2.68%	+2.17pct
吸尘器	22	15	0.29%	-0.04pct
干衣机	7	5	6.48%	+2.45pct

京东				
	202106 排名	202006 排名	市占率	市占率同比变化
按摩器	8	11	2.80%	+0.9pct
足浴盆	29	-	0.10%	
干衣机	2	5	14.60%	+4.3pct
吸尘器	16	-	0.50%	

资料来源：淘数据，京东，信达证券研发中心

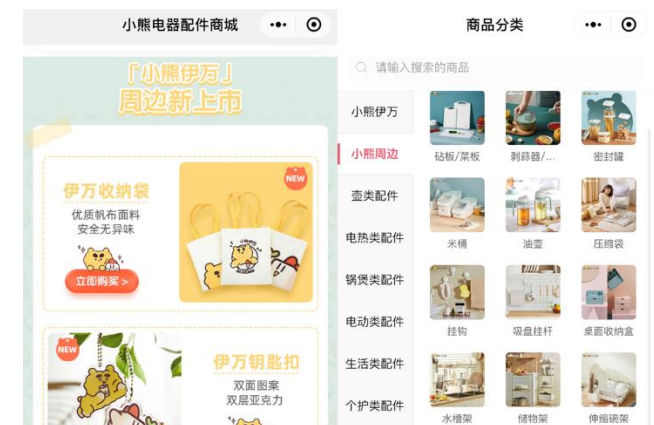
非电品类也是公司营收的新增长点之一。作为创意厨房小家电开创者，小熊围绕厨房推出了一系列砧板、菜板、剥蒜器等厨房非电用品，销售规模也快速上升，在增加公司收入的同时也巩固了小熊在消费者心目中的“创意厨房”的标签。

图 14: 小熊淘宝官方旗舰店厨房烹饪用具销量额（台，元）



资料来源：淘数据，信达证券研发中心

图 15: 公司非电品类



资料来源：小熊配件官方微信商城，信达证券研发中心

生活、个护类产品不仅进一步丰富了小熊的产品矩阵，同时变相推高了公司的产品均价。根据小熊淘宝官方旗舰店，公司热销厨房小家电产品价格普遍较低，煮蛋器、绞肉机、面包机等产品实际到手价格大多小于 100 元。而公司生活、个护类产品均价明显更高，21 年新推出的折叠式洗衣机折扣期到手价位 339 元/件，无线手持吸尘器价格为 499 元，颈部按摩仪价格 179 元。总体来看，小熊在调整产品和定价的过程中，不仅对原有 SKU 进行推新迭代，同时通过生活、个护等相对定价更高的品类带动公司整体价格水平的提升。

表 3: 小熊生活/个护产品与厨房小电产品价格比较

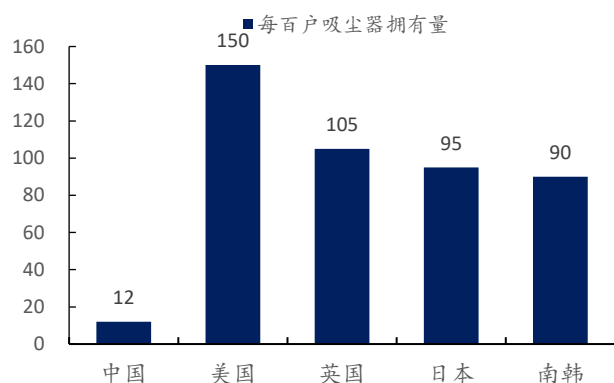
生活/个护电器	价格	厨房电器	价格
颈椎按摩仪	179	1.5L 电热水壶	59
背部按摩枕	249	烤面包机	84
电动按摩蒸汽足浴盆	599	绞肉机	89
折叠式洗衣机	339	煮蛋器	109
无线手持吸尘器	499	多功能分体式小电锅	79

资料来源：淘宝小熊官方旗舰店，信达证券研发中心

小熊母婴个护+非电新品类之所以能够实现快速推广，我们认为主要原因有三点：

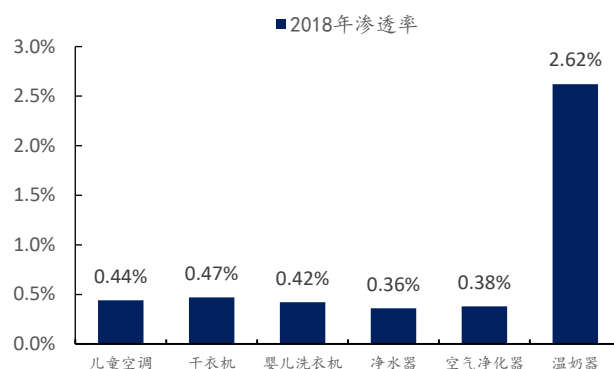
- 1) 渗透率仍处于低位，行业竞争格局分散，发展空间广阔。我国小家电整体渗透率处于低位，以吸尘器为例，2018 年中国每百户保有量仅为 12 台/百户，而美国、英国、日本、韩国分别达到 150、105、95、90 台/每户。渗透率提升和产品升级都将为我国小家电市场带来增量空间，目前生活、个护等品类小家电尚未形成绝对龙头，竞争格局较为分散，小熊凭借其在厨房小家电领域积累的品牌知名度和影响力，有望在生活个护等品类的增长中获得更高的市场份额。

图 16： 2018 年各国吸尘器每百户拥有量（台）



资料来源：JS 环球招股说明书，弗若斯特沙利文，信达证券研发中心

图 17： 2018 年国内部分母婴类产品渗透率水平



资料来源：中研普华，信达证券研发中心

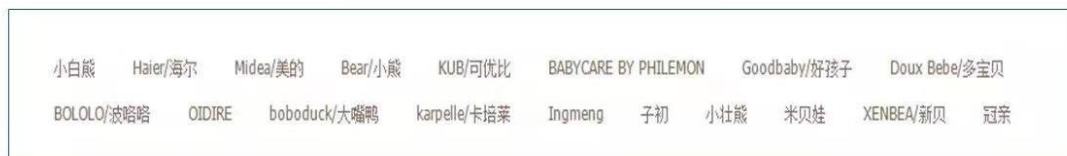
母婴家电市场处于低渗透率、高速扩张阶段，随着 90 后成为生育主力人群，消费者对于母婴家电的重视程度和消费层级均显著提升，未来母婴家电市场规模将进一步扩大。主流家电企业对于母婴小家电布局较少，小熊可凭借其积累多年的小家电生产经验为消费者提供优质产品，获得更高的市场份额。

图 18： 家电企业母婴行业布局较少

京东商城母婴类小家电布局TOP品牌



京东商城母婴类小家电布局TOP品牌



资料来源：奥维云网，信达证券研发中心

- 2) 产品为本，专注细分场景需求。小熊始终坚持通过细分使用场景挖掘消费者的真正需求，以母婴类产品为例，小熊专注“婴童喂养”的核心场景，进一步划分为喂养、辅食、饮食、消毒、护理五大需求，相对应推出不同的产品，充分满足消费者的细分需求。我们认为，小家电企业最终实现可持续发展的基础就是产品力，而小熊通过专注解决客户需

求痛点，研发推出了消费者真正需要的实用性产品，为其实现个护、母婴和非电品类的快速推广打下了坚实的基础。

图 19：专注婴儿喂养核心场景

专注婴童喂养核心场景

小熊婴童用品系列重点关注婴童的精细喂养痛点，基于“婴童喂养”的核心场景，我们致力于研发萌外观、强质感、高性能、高性价比的婴童产品，为宝宝提供0-3岁的全套成长喂养解决方案。



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

3) “萌”家电深入人心，渠道成熟、客户积累助力推新。经过多年积累，小熊电器作为创意小家电的代表企业产品得到大批消费者的认可，通过粉丝社群营销等方法提高了客户黏性。因此，当消费者产生个护、生活小家电需求时，选择小熊的概率明显提高。其次，小熊拥有成熟的销售渠道和营销经验，因此在推新时，相较许多新品牌，可以借助以往渠道和经验，实现产品的快速落地和推广。

以吸尘器为例，近年来清洁电器需求不断提高，行业赛道空间广阔，小熊也顺应趋势推出吸尘器品类。目前，小熊在天猫官方旗舰店中推出了 8 款吸尘器 SKU，通过不同的功率、充电方式、使用方法、尘盒大小满足不同消费者、不同家庭的需求。2020 年小熊吸尘器淘系销售量同比增长 25.87%，市占率提升 0.09pct。

表 4：小熊天猫清洁电器 SKU

产品型号	尘盒容量	重量	额定功率	淘宝标价	产品主打点
XCQ-C04C1	1.0L	0.85kg	400W	169	有线、强劲吸力、三重滤尘、灵活收纳、手持吸尘器
XCQ-B04A1	-	1.1kg	400W	179	轻巧机身、强力吸力、低噪音、多刷头
XCQ-B01A2	300mL	1.1kg	100W	319	续航 40min，三种刷头配置，三重过滤
XCQ-C01F1	1.2L	1.1kg	120W	369	专利涡旋分离技术，无线充电，一机多用，五重过滤
XCQ-C02J1	-	1.46kg	200W	599	消毒、无线大吸力，6 重过滤系统，持久续航
XCQ-C01G1	-	130g	4W	149	手持式小型细毛器
XCQ-B06H1	60mL	600g	70W	259	无线便携、车家两用、双吸头配置、低噪音
XCQ-B04A1	-	1.1kg	400W	179	轻巧机身、强力吸力、低噪音、多刷头
CMY-B03M1	150mL	1.4kg	300W	249	除螨仪、香薰除异味、热风高频拍打、紫外线杀菌
XCQ-C01M1	0.5L	1.35kg	120W	399	除螨仪、四重过滤、UV 杀菌、高频拍打除螨

资料来源：天猫小熊官方旗舰店，信达证券研发中心

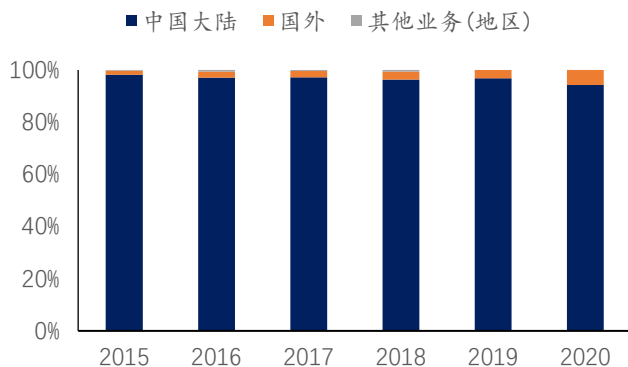
从赛道来看，消费者习惯的养成带来清洁类产品的巨大的市场空间，将成为许多家电品牌的必争之地。而小熊作为具备竞争力的小家电品牌，未来如果选择切入扫地机、洗地机等热门品类，凭借其积累的品牌影响力、成熟的渠道和优秀的营销推广能力，我们认为也会获得大批消费者的认可，也可能成为公司业务重要的增长来源。

二、品牌出海更进一步，跨境电商酝酿快速落地

2.1 海外业务营收稳步上升，线上线下同步拓展

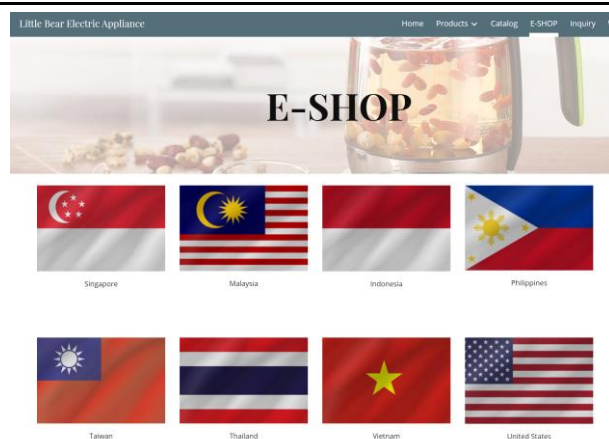
逐步拓展海外销售渠道，海外营收占比稳步提升。近年来，小熊不断拓展海外业务和渠道。2020 年公司海外营业收入 2.09 亿元，同比增长 143.21%，CAGR5 达 79.64%，公司总营收比例增长 2.52pct 达到 5.71%。目前，公司海外业务范围已经扩展至美国、新加坡、马来西亚、印度尼西亚、菲律宾、泰国、越南等国家。

图 20：公司营业收入构成（按地区分）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 21：公司海外业务覆盖范围不断扩大



资料来源：小熊海外官网，信达证券研发中心

海外业务拓展线上线下同步进行。线上渠道方面，主要可以分为独立站和第三方电商平台方式，小熊在马来西亚、印度尼西亚、泰国、越南、美国市场均设立了独立站，可以直接通过当地官网下单进行线上购物。同时公司进驻了亚马逊平台，由公司设立的全资子公司佛山市小熊营销管理有限公司和经销商运营美国当地业务，在新加坡、菲律宾，公司在当地家电电商平台 Powerpac 和 Lazada 设立官网直营店铺。

表 5：小熊努力拓展海外市场渠道

国家	出海渠道方式
新加坡	当地家用电器电商平台 POWERPAC
马来西亚	独立站
印度尼西亚	独立站
菲律宾	通过独家合作伙伴 PACIFIC INNOVATIONS GATEWAY INCORPORATED 在当地电商网站 Lazada 开始官方直营店铺，进入当地线下 SM Appliance Center
台湾	通过 HTT 总代理，进入台湾线下门店销售
泰国	独立站
越南	独立站
美国	独立站、Amazon（直营+经销）

资料来源：小熊海外官方网站，信达证券研发中心

海外线下渠道方面，公司在多地选择与当地大型经销商合作。菲律宾市场，公司与 Pacific Innovations Gateway Incorporated 达成独家合作伙伴协议，在其帮助下进入菲律宾当地家电卖场 SM Appliance Center；台湾市场方面，小熊选择 HTT 作为总代理进行产品推广，HTT 是台湾地区知名 3C 家电经销商，其渠道覆盖台湾 100% 的大型量贩商场和 3C 连锁店。

图 22: 小熊入驻 SM 家电商场


资料来源: Bear Philippines Facebook, 信达证券研发中心

图 23: HTT 线下渠道面广

通 路

STORE

大型
量販店

大潤發 (RT MART)	22家
愛買	15家
特立屋 (B&Q)	27家
好市多 (Costco)	13家
順發 3C	66家
家樂福 (CARREFOUR)	63家

佔全國大型量販店通路商100%

3C
連鎖
通路

燦坤 3C (TKEC)	289家
全國電子	322家
普來利	5家
大同 3C	221家
法雅客 (FNAC)	12家

佔全國3C連鎖通路商100%

资料来源: HTT 官网, 信达证券研发中心

2.2 政策利好跨境电商, 专业化团队成行业发展趋势

2015 年国务院印发《关于促进跨境电子商务健康快速发展的指导意见》, 明确提出支持跨境电子商务发展, 利用“互联网+外贸”实现优进优出, 之后不断推出各类政策助推国内跨境电商的发展。截至 2021 年 6 月, 我国设立/获批设立 105 个跨境电子商务综合试验区。受政策推动, 我国家电企业依靠跨境电商出口规模明显扩大。

表 6: 跨境电商相关政策

时间	发文单位	出口跨境电商政策	内容
2015.3	国务院	《国务院关于同意设立中国（杭州）跨境电子商务综合试验区的批复》	同意设立中国（杭州）跨境电子商务综合试验区
2015.6	国务院	《关于大力发展电子商务加快培育经济新动力的意见》	提出提升跨境电子商务通关效率、推动电子商务走出去
2016.1	国务院	《关于同意在天津等 12 个城市设立跨境电子商务综合试验区的批复》	同意在天津市、上海市、重庆市、合肥市、郑州市、广州市、成都市、大连市、宁波市、青岛市、深圳市、苏州市等 12 个城市设立跨境电子商务综合试验区。
2017.12	商务部	《关于明年起新增 5 座城市适用跨境电商过渡政策》	自 2018 年 1 月 1 日起, 我国将跨境电商过渡期政策使用的范围扩大至合肥、成都、大连、青岛、苏州等 5 个城市。
2018.7	国务院	国务院常务会议决定新设 22 个跨境电商综合试验区	会议决定, 在北京、呼和浩特、沈阳、南宁、兰州、义乌等 22 个城市新设跨境电商综合试验区, 要求以跨境电商为突破口, 在物流、仓储、通关等方面进一步简化流程、精简审批, 完善通关一体化、信息共享等配套政策。
2018.9	财政部 税务总局 商务部 海关总署	《财政部、税务总局、商务部海关总署关于跨境电子商务综合试验区零售出口货物税收政策的通知》	对综试区电子商务出口企业出口未取得有效进货凭证的货物, 同时一定条件的, 试行增值税、消费税免税政策
2019.12	国务院	《国务院关于同意在石家庄等 24 个城市设立跨境电子商务综合试验区的批复》	新增石家庄市温州市、绍兴市、佛山市等 24 个城市设立跨境电子商务综合试验区
2020.1.17	商务部等六部委	《关于扩大跨境电商零售进口试点的通知》	将跨境电商零售进口试点扩大至所有自贸试验区、跨境电商综试区、综合保税区、进口贸易促进创新示范区、保税物流中心（B 型）所在城市（及区域）。
2020.5.6	国务院	《关于同意在雄安新区等 46 个城市和地区设立跨境电子商务综合试验区的批复》	国务院常务会议决定, 在已设立 59 个跨境电商综合试验区基础上, 再新设 46 个跨境电商综合试验区。
2020.6.12	海关总署	《关于开展跨境电子商务企业对企业出口监管试点的公告》	决定在北京、天津、广州等 10 个地方海关开展跨境电商企业对企业出口监管试点, 为跨境电商出口申报、通关提供便利。明确跨境电商 B2B 出口适用范围, 在原有跨境电商代码 9610、1210、1239 基础上新增 9710（跨境电商 B2B 直接出口）、9810（跨境电商出口海外仓）
2020.7.2	商务部	加快推动跨境电商健康有序发展	下一步将继续加大政策、制度、管理和服务创新, 加快推动跨境电商健康有序发展

资料来源: 中国政府网, 信达证券研发中心

在通过跨境电商实现品牌出海的过程中, 2016 年亚马逊推出的全球开店计划为企业提

高了巨大的便利。我国许多企业选择了 FBA 模式,相关产品由亚马逊 FBA 仓库接收后,后续配送、收款、客服和退货等相关服务都由亚马逊完成。目前,小熊在美国亚马逊平台实现了一定突破,小熊的酸奶机曾登顶细分品类 **Best Seller 榜单第一名**,煮蛋器、蒸锅均曾进入细分品类 **Best Seller 榜单前十**

图 24: 小熊多款产品进入亚马逊美国市场 best sellers 榜单



资料来源: Amazon 美国官网, 信达证券研发中心

在 FBA 模式下,商家较难通过寄送空包或虚构快递单号的手段进行刷单。但为了获得更高流量,许多商家通过虚假评论等方式为品牌引流。2021 年 5 月,亚马逊因虚假评论等原因下架了 Mpow、Aukey 等品牌的相关产品,6 月 16 日,亚马逊全球开店官方公众号发布声明表示将继续加强主动管控,对虚假评论阻止到底。

图 25: 2021 年亚马逊全球开店站点已经扩大至 14 个国家



资料来源: 亚马逊全球开店公众号, 信达证券研发中心

图 26: 亚马逊加大对虚假评论的打击

打造值得信任的顾客评论体验

原创 亚马逊全球开店 亚马逊全球开店

6月16日

亚马逊一直秉持客户至尚的理念,为顾客提供丰富的选品、优惠的价格和快捷的配送。我们通过提供满足顾客需求的商品来实现这一愿景,并且赢得顾客、卖家和品牌的信赖。其中,顾客评论是购物体验的

资料来源: 亚马逊全球开店公众号, 信达证券研发中心

随着亚马逊平台对于刷单、虚假评论等行为监管的进一步收紧,更加专业化、本土化的跨境电商团队成为了许多出海企业的选择。许多公司选择成立跨境电商子公司进行专业化运营,2021 年 2 月,美的成立了美的(海南)跨境电商有限责任公司,2021 年 6 月名创优品成立名创优品跨境电商(广州)有限公司。2020 年 11 月,小熊电器成立了广东小熊电子商务有限公司,业务范围涵盖了进出口业务。未来,为了更好拓展海外市场,寻求更了解海外市场的专业人才或成为必经之路。

三、渠道快速去中心化，非淘系新平台显著提升

和国外电商相比，国内电商平台更为成熟且多样化。目前国内电商主要可以分为平台电商、垂直电商和社交电商，平台电商即淘宝、京东、拼多多等，垂直电商专注于细分行业或品类，社交电商则是抖音、快手、微博等借助社交媒介辅助购买和销售的平台。电商是小熊的核心渠道，目前公司在天猫、京东、拼多多、小红书、抖音等平台均进行了渠道布局。

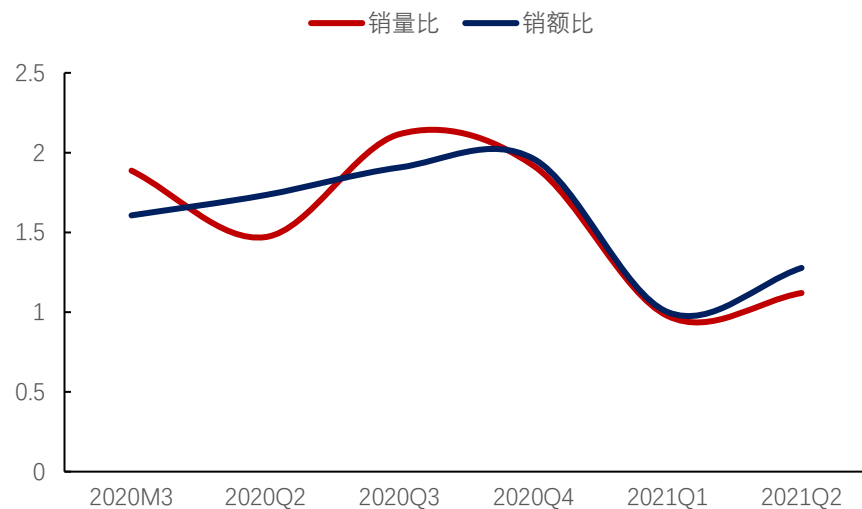
图 27：公司线上渠道布局覆盖



资料来源：小熊电器官网，信达证券研发中心

淘系平台流量流失，京东占比快速提升。小熊作为淘系孵化的品牌，天猫和淘系经销商店铺是小熊早期最主要的销售渠道。在淘系平台上，小熊充分利用淘系流量规则，通过打造长尾品类爆款吸引站内流量，利用单品为品牌引流。2020Q2 淘系平台销量额分别是京东平台的 1.47、1.73 倍，但随着淘系流量规则的变化和本身流量的下降，小熊淘系平台营收占比逐渐下降，京东平台销量额占比快速提升，到 2021 年上半年淘宝和京东两大平台销量额已接近持平。

图 28：淘宝/京东销量额比例变化



资料来源：淘数据、京东，信达证券研发中心

平台去中心化，资源倾斜初见成效。为应对淘系平台流量下滑，公司加大对京东等平台的资源倾斜，初见成效，21Q1 京东平台小熊厨房、生活、个护品类合计销量达 316.7 万，首次超过了淘系平台。在行业整体销售规模下滑和 20Q2 高基数的大背景下，小熊 Q2 淘系平台厨房、生活、个护销额合计同比下滑 20.86%，京东相同口径下 Q2 小熊销额同比增长 7.46%。

图 29：公司加大京东平台资源投入

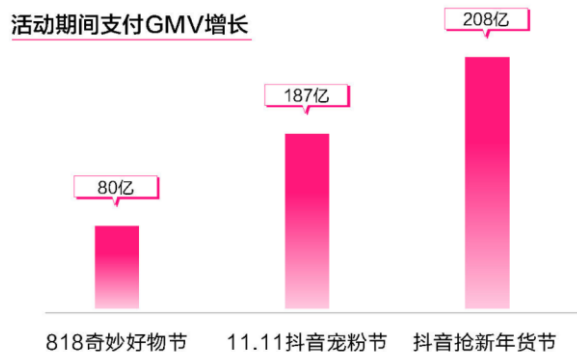


资料来源：小熊电器官方微博，小熊电器京东自营店，信达证券研发中心

我们在去年发布的深度报告中，探讨了小熊和 Linefriends、喜茶等大热品牌之间的共同点，认为小熊电器在具备潮牌体质的同时，又具备传统潮牌所不具备的制造能力，可以通过灵活的方式紧密切合渠道特质。

我们以抖音为例，抖音作为目前最火的短视平台之一，日活平均值可以达到 6 亿左右，成为抖音电商的天然客户群。随着抖音电商的不断发展，各类活动 GMV 也随之扩大，成为社交电商中的佼佼者。和传统平台电商人找货不同，抖音电商采取的方式是以“货”为中心，和快手、淘宝等通过打造头部主播带货的模式也不同，抖音主要是通过优质的短视频内容将消费者引流至商品处。因此对于各品牌商来说，优质的短视频和策划在抖音电商的品台上尤为重要。2020 年，小熊在抖音策划“宅时光轰趴”活动，通过吸引消费者发布小熊产品相关短视频、Vlog 的形式扩大品牌宣传面和影响力，为品牌成功引流。

图 30：抖音电商 GMV 稳步上升



资料来源：抖音电商官网，信达证券研发中心

图 31：小熊电器“宅时光轰趴”

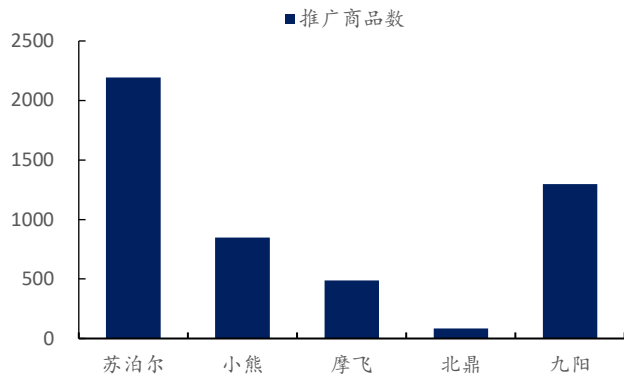


资料来源：小熊官方微博，信达证券研发中心

从内容营销到直播带货，小熊显示出了强大的渠道适应能力。从 2020 年 10 月起，抖音直播开始切断淘宝的外部链接，开启抖音电商的闭环之路，小熊在抖音平台的布局也日趋完善。

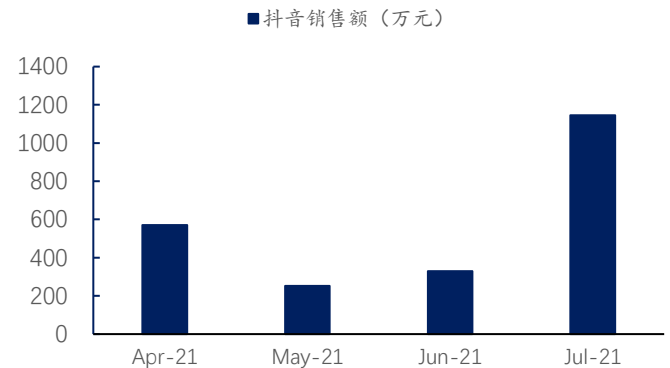
小熊 6 月（6.7-7.6）期间在抖音平台推广产品数量为 848，略低于传统小家电品牌苏泊尔、九阳，明显高出新兴厨房小电品牌摩飞（487）和北鼎（85）。从销售额来看，小熊抖音的直播和电商收入提升明显，2021 年 7 月小熊抖音平台的单月销售额超过了 1000 万元。

图 32：抖音平台推广商品数对比



资料来源：抖音，信达证券研发中心

图 33：小熊抖音销售额进入 7 月快速增长



资料来源：抖音，信达证券研发中心

我们认为，小熊当前多平台流量分布变化的过程中积极调整渠道资源分配，灵活适应各类渠道特质。面对社交电商，继续保持品牌形象外化，发挥“萌家电”流量 IP 的潜质，根据不同平台推出不同活动策划，巩固客户粉丝群体，实现多平台均衡快速发展。

四、基数回落经营重回正轨，公司长期成长确定性强

4.1 产品经营策略明确，长期成长确定性强

小熊作为一家在近几年快速成长并跻身行业第一梯队的小家电公司，它对自身的发展路径有着清晰的规划，通过明确的产品和渠道策略确保公司长期稳定的增长性：

1) 多品类多 SKU，锚定长尾市场增速，分散矩阵有效降低经营波动。在我们之前发布的深度报告中曾讨论过，公司营收按产品拆分来看高度分散化，占比最高的养生壶系列现在营收占比不足 15%，产品矩阵的铺开减少了对单一产品的依赖性，有利于规避单品销量波动的风险。从选品来看，公司主攻的长尾品类赛道增速要明显高于传统品牌，公司针对长尾赛道坚持多品类多 SKU 的方法，可以充分利用行业红利从而锚定其增速。通过这样的方式，公司可以稳定推高公司营收规模，在享受长尾行业增长红利的同时再向传统品类渗透。

2) 不管是长尾品类还是传统主流品类，小熊始终秉持细化用户需求的宗旨进行高效率的产品推新。截至 2020 年年底，公司拥有超过 60 个产品品类、500 多款产品型号对外销售。小熊将养生壶和恒温杯垫产品相结合，并且考虑到现代职场年轻人的实际需求，将无线充电设备融入到了恒温杯垫的设计中，推出了多功能的办公套组，极大满足了职场人的养生与现实需求；在传统厨电品类方面，公司不再单纯通过容量来区分 SKU，今年 4 月小熊推出新的智能柴火元釜电饭煲，对蒸煮技术和触控进行了全新升级。

图 34：公司对原有产品进行升级推新



资料来源：小熊官方微博，小熊厨房电器旗舰店，信达证券研发中心

图 35：小熊与宫西达也联名系列



资料来源：小熊官方微博，信达证券研发中心

3) 读懂年轻人的力量，“萌”家电更近一步，粉丝运营提高用户黏性。小熊电器在 2020 年 9 月发起了“艺术家共创 LAB”项目，旨在传递品牌关于轻松快乐的艺术妙想。在项目的第一波合作中，公日本知名艺术家大石晓规推出“小熊微笑”系列联名产品。2021 年 5 月，公司再次携手知名 IP 霸王龙系列绘本作家宫西达也联名共创的“好好吃系列”新品。通过各种形式的联名推出新品，小熊与年轻人建立更深的情感链接，并为品牌和市场释放出更多势能。

图 36：携手日本艺术大师大石晓规推出小熊微笑系列产品



资料来源：小熊电器官网，信达证券研发中心

粉丝社群运营是小熊与消费者建立联系的另一种方式。消费者可以免费成为京东、淘宝旗舰店的会员，入会后可以获取会员专属价格和福利，以往的消费金额将转化为积分在后续消费中抵扣一定金额。除此以外，小熊还通过微信群的方式进行社群营销，以社群专属优惠券、秒杀商品抢先购、新品优先特价购买等方式吸引消费者，有效提高用户黏性。小家电本身使用周期短、更新换代快，高用户黏性可有利于提高消费者对小熊产品的复购率，支撑公司营收增长的持续性。

图 37：小熊通过微信粉丝群发放日常福利



资料来源：小熊官方公众号，信达证券研发中心

图 38：小熊淘宝、京东会员拥有专享优惠



资料来源：京东、淘宝小熊官方旗舰店，信达证券研发中心

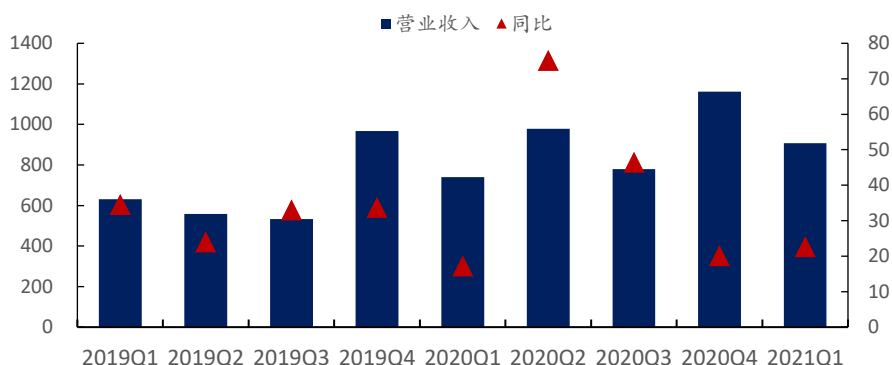
4) 疫情反复巩固消费者居家习惯，刺激居家品类消费。近期各地疫情反复，多地隔离政策对进一步巩固消费者的居家习惯起到正向作用，烹饪、清扫等相关居家品类需求或将又一次得到重视。居家习惯的进一步巩固或将对小熊等厨房、生活、个护类家用电器品牌厂商产生长期推动作用。

4.2 销售基数回落，即将迈入正常增长长期

2020 年的疫情导致国内消费者居家时间变长，侧面导致了我国小家电居家品类内需的爆发，叠加国外疫情反复导致国外小家电产能向国内转移，我国小家电厂商出口需求暴涨。小熊电

器同样受益于此，2020 年营业收入同比增长 36.16%，增速较 2019 年提高 4.47pct。分季度来看，二季度疫情缓和后，公司营收高速反弹同比增长 75.23%，三四季度增速逐步回落，分别同比增长 46.55、20.18%。

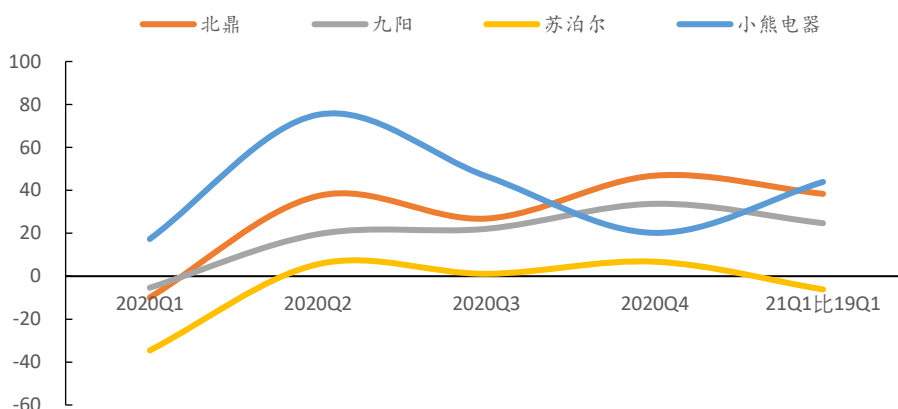
图 39：小熊电器营收及增速变化（百万，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

对比行业可比公司的营收增速变化，我们发现北鼎、九阳、苏泊尔和小熊电器相似，在 2020 年 Q2 营收均出现了大幅反弹，Q3 北鼎和苏泊尔增速明显回落，而九阳的营收增速整体缓慢稳定环比提升。2020Q4 小熊营收同比增长 20.18%，分别低于北鼎、九阳 26.67、13.55pct。

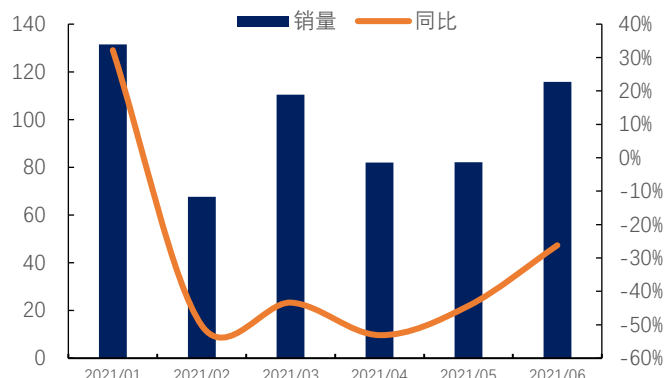
图 40：行业可比公司分季度营收增速对比（%）



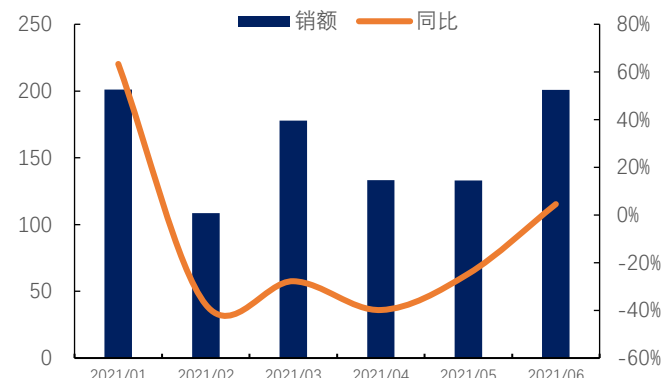
资料来源：万得，信达证券研发中心

从小家电行业来看，我国厨房小电、生活电器、个护电器渗透率均处于低位，渗透率提高带来的行业增长空间巨大。但疫情后国内小家电销量暴涨对短期内的需求存在一定透支。此外，疫情后居民收入增长缓慢，储蓄倾向的提高抑制消费，而许多厨房、生活小电属于可选消费品，因此如 2020 年二三季度的行业高速增长不可长期持续。

2021Q1 公司营收 9.07 亿元，同比增长 22.66%，增速相较北鼎、九阳、苏泊尔并不亮眼，其原因主要在于 2020Q1 疫情期间小熊仍实现了 17.32% 的营收增长，而同期北鼎、九阳、苏泊尔营收增速均为负。公司 2021Q1 较 2019Q1 营业收入增长 43.91%，分别高出北鼎、九阳、苏泊尔 5.54、19.22、50.07pct，处于行业上游，体现出公司稳定可持续增长的能力。

图 41: 2021H1 淘系销量及增速 (万台, %)


资料来源: 淘数据, 信达证券研发中心

图 42: 2021H1 淘系销量及增速 (百万元, %)


资料来源: 淘数据, 信达证券研发中心

4.3 股权激励顺利落地, 21 年承诺目标彰显信心

2021 年 3 月 24 日, 公司发布 2021 年股票期权与限制性股票激励计划, 公司拟向高管、核心骨干员工授予权益总数为 180 万份, 占总股本的 1.15%。其中, 向 124 名核心骨干员工授予 120 万份股票期权, 行权价格为 77.84 元/份; 向欧阳桂蓉、刘奎、邹勇辉及 33 名核心骨干员工授予 60 万股限制性股票, 授予价格为 38.92 元/股。

根据激励计划, 若公司满足解锁条件最低要求, 则 2021 年公司营收及业绩分别同比增长 9.29%、16.82%, 后两年若同样满足激励解锁最低条件, 则 22/23 年营收分别同比增长 25.00%、20.00%, 业绩分别同比增长 20.00%、16.67%。在高基数压力下, 公司 21 年业绩解锁目标彰显成长信心。

表 7: 小熊电器 2021 年股票期权与限制性股票激励计划考核标准

	业绩考核标准	预计最低增长
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。	营收+9.3%或净利润+16.8%
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。	营收+25%或净利润+20%
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。	营收+20%或净利润+16.7%

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

总体来看, 我们认为短期波动不改长期增长逻辑, 产品结构升级和海外市场带来增量空间, 小熊长期发展具有强确定性。疫情后周期受前期基数异常影响, 短期表观增速有所承压, 但从长期来看, 公司对为自身未来可持续增长信心不减, 本次股权激励计划的颁布也验证了这一点。未来公司将继续努力调整产品结构, 母婴个护等高端定位产品占比将持续上升, 新品的研发推出也将有利于推高公司产品均价; 公司重视海外市场开拓, 先后成立数家进出口贸易公司, 未来公司也将继续保持出口代工和自有品牌双线出海思路, 海外市场增量将为公司发展新增助力。

盈利预测、估值与投资评级

我们按照小熊电器的收入结构将业务拆分为厨房小家电、生活小家电以及其他小家电三大类。其中厨房小家电拆分为电动类、锅煲类、壶类、电热类、西式类等，各品类按照量价因子拆分。我们考虑到今年上半年整体消费不及预期，清洁电器等生活电器、个护母婴品类的高速增长等因素，成本方面我们注意到原材料价格上涨带来的毛利水平变化。

综上，我们预计公司 21-23 年营业收入为 44.99/56.35/69.41 亿元，同比+22.9%/+25.3%/+23.2%，预计 21-23 年公司归母净利润分别为 3.84/4.79/5.76 亿元，分别同比变化 -10.4%/+24.8%/+20.4%，EPS 分别为 2.45/3.06/3.68 元/股，对应 PE 24.48/19.61/16.29。

表 8：小熊电器营业收入预测

	2020	2021E	2022E	2023E
总营业收入	3659.00	4498.61	5635.21	6940.89
YoY	36.13%	22.95%	25.27%	23.17%
厨房小家电	3117.00	3528.93	4191.32	4809.37
YoY	39.25%	13.22%	18.77%	14.75%
电动类	865.33	1022.03	1198.85	1362.85
YoY	51.03%	18.15%	17.30%	13.68%
锅煲类	681.84	825.72	968.57	1101.07
YoY	21.15%	21.07%	17.30%	13.68%
壶类	563.12	591.21	656.84	706.10
YoY	7.10%	5.01%	11.10%	7.50%
电热类	406.62	443.71	543.10	630.81
YoY	37.54%	9.02%	22.40%	16.15%
西式类	600.30	646.25	823.96	1008.53
YoY	113.37%	7.71%	27.50%	22.40%
生活小家电	401.37	578.87	759.76	957.30
YoY	5.01%	44.36%	31.25%	26.00%
其他小家电	116.22	355.81	635.12	1105.61
YoY	137.43%	206.73%	78.50%	74.08%
其他业务	25.00	35.00	49.00	68.60
YoY	33.05%	40.00%	40.00%	40.00%

资料来源：信达证券研发中心预测

可比公司估值

估值方面，横向来看目前小熊估值依旧高于九阳、苏泊尔等传统小家电龙头，低于北鼎、倍轻松，处于行业中部。和去年下半年相比，小家电板块上市公司估值普遍回调，小熊目前处于历史两年估值底部，从分位数来看处于 11% 水平。

从长期来看，公司通过在厨房、生活、个护、母婴等品类的持续扩张和品牌出海有望实现公司营收的稳定扩大，品牌影响力的提高和优秀的营销能力将推动公司向小家电行业龙头企业迈进，维持“买入”评级。

表 9: 可比公司估值 (2021.8.11)

证券简称	最新收盘价 (原始币种)	市盈率 PE			每股收益			总收入(亿元)			净利润(亿元)		
		20A	21E	22E	20A	21E	22E	20A	21E	22E	20A	21E	22E
小熊电器	60.02	21.9	24.5	19.6	2.7	2.5	3.1	36.6	45.0	56.4	4.3	3.8	4.8
中位值		38.1	33.3	24.4									
苏泊尔	54.75	34.7	21.2	18.7	2.3	2.6	2.9	184.9	218.0	244.2	18.5	21.1	24.0
新宝股份	21.53	31.2	15.2	12.2	1.4	1.4	1.8	131.1	154.4	179.7	11.2	11.7	14.6
九阳股份	25.69	26.2	19.2	16.9	1.2	1.3	1.5	111.7	125.4	144.7	9.4	10.3	11.6
倍轻松	133.98		69.5	43.1	1.5	1.9	3.1	8.2	12.5	17.6	0.7	1.2	1.9
北鼎股份	23.95	60.5	41.3	31.3	0.5	0.6	0.8	7.0	8.7	10.7	1.0	1.3	1.7

资料来源: 万得, 除小熊外均为 wind 一致性预期, 信达证券研发中心预测

风险因素

宏观经济恢复不及预期、行业竞争加剧、原材料价格持续上升、公司新品开拓不及预期、公司海外市场开拓不及预期等。

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1,992	2,946	3,373	4,311	5,406
货币资金	592	974	1,194	1,909	2,747
应收票据	26	25	30	41	48
应收账款	105	119	157	196	239
预付账款	12	39	35	46	58
存货	432	532	698	858	1,048
其他	825	1,258	1,259	1,262	1,265
非流动资产	540	745	805	866	925
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合计)	137	281	348	415	482
无形资产	201	195	187	180	172
其他	202	269	270	271	271
资产总计	2,532	3,692	4,178	5,177	6,331
流动负债	865	1,716	1,752	2,205	2,716
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	393	1,087	982	1,304	1,641
应付账款	191	262	353	421	520
其他	281	367	416	480	554
非流动负债	3	3	3	3	3
长期借款	0	0	0	0	0
其他	3	3	3	3	3
负债合计	868	1,719	1,755	2,208	2,718
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	1,665	1,973	2,423	2,969	3,613
负债和股东权益	2,532	3,692	4,178	5,177	6,331

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2,688	3,660	4,499	5,635	6,941
同比(%)	31.7%	36.2%	22.9%	25.3%	23.2%
归属母公司净利润	268	428	384	479	576
同比(%)	44.6%	59.6%	-10.4%	24.8%	20.4%
毛利率(%)	34.3%	32.4%	31.6%	32.6%	32.7%
ROE%	16.1%	21.7%	15.8%	16.1%	16.0%
EPS(摊薄)(元)	1.71	2.74	2.45	3.06	3.68
P/E	40.48	41.42	24.48	19.61	16.29
P/B	6.52	8.99	3.87	3.16	2.60
EV/EBITDA	19.58	29.36	18.55	13.63	10.03

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2,688	3,660	4,499	5,635	6,941
营业成本	1,767	2,473	3,075	3,799	4,671
营业税金及附加	15	23	27	34	43
销售费用	396	440	651	845	1,048
管理费用	90	123	148	203	250
研发费用	77	105	164	214	278
财务费用	-1	-15	0	0	0
减值损失合计	-11	-28	0	0	0
投资净收益	5	26	34	36	42
其他	-6	11	17	17	21
营业利润	332	520	483	593	715
营业外收支	0	-2	0	0	0
利润总额	332	518	483	593	715
所得税	64	90	99	114	138
净利润	268	428	384	479	576
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	268	428	384	479	576
EBITDA	395	569	440	547	660
EPS(当年)(元)	1.71	2.74	2.45	3.06	3.68

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金	406	1,208	188	679	797
净利润	268	428	384	479	576
折旧摊销	52	73	8	8	8
财务费用	0	1	0	0	0
投资损失	-5	0	-34	-36	-42
营运资金变动	70	702	-170	229	255
其它	21	3	0	0	0
投资活动现金流	-999	-704	33	36	42
资本支出	-224	-307	-1	-1	0
长期投资	0	-1	0	0	0
其他	-775	-397	34	36	42
筹资活动现金流	886	-365	0	0	0
吸收投资	954	0	0	0	0
借款	-11	0	0	0	0
支付利息或股息	-1	-120	0	0	0
现金流净增加额	293	136	221	714	838

研究团队简介

罗岸阳，家电行业首席分析师。浙江大学电子信息工程学士，法国北方高等商学院金融学&管理学双学位硕士。曾任职于 TP-LINK 硬件研发部门从事商用通信设备开发设计。曾先后任职天风证券家电行业研究员、国金证券家电行业负责人，所在团队 2015、2017 年新财富入围。2020 年 7 月加盟信达证券研究开发中心，从事家电行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东	张琮玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。