

小熊电器 (002959)

证券研究报告

2021年08月27日

刚需品显著增长，底部反转可期

事件: 公司 2021 年 H1 实现营业收入 16.34 亿元，同比-4.89%，19H1-21H1 CAGR 为 17%。归母净利润 1.39 亿元，同比-45.3%，19H1-21H1 CAGR 为 4%；其中 2021Q2 实现营业收入 7.26 亿元，同比-25.72%，归母净利润 0.49 亿元，同比-67.46%。

疫情受益品类有所下滑，刚需品类显著增长

在去年同期疫情高基数的影响下，公司 Q2 营收业绩承压。分品类看，公司发力刚需品，核心品类壶类和锅煲类同比平稳增长分别为 20%和 9.1%，根据生意参谋数据显示，电饭煲和电热水壶品类 Q2 同比分别为 47%和 124%。去年受疫情带动的品类，如电动、电热类 21H1 营收同比分别为 -35.81%和-23.58%，由于需求减弱，下降较为明显。由于厨房小家电行业整体受去年同期高基数的影响，成交水平略显疲态。根据生意参谋数据显示，小熊厨房小家电品类 Q2 成交额同比为-39%，生活电器销额同比平稳增长为 12%。公司上半年积极推出个护按摩类小家电如护眼仪、泡脚桶等产品，同时也尝试推出收纳盒、厨房用具等非电类产品，使基数较小的其他小家电品类同比增长 49.03%，占比也由 20H1 的 3.1%提升至 4.9%。

原材料价格上涨致利润承压，公司增加费用投入

2021 年 H1 公司毛利率为 34.43%，同比-2.06pct，净利率为 8.51%，同比-6.29pct；其中 2021Q2 毛利率为 33.02%，同比-4.12pct，净利率为 6.77%，同比-8.68pct。分品类看，电动类/锅煲类/壶类/西式电器/生活小家电的毛利率分别为 34.43%/33.16%/34.82%/33.7%/30.11%，同比-5.02/-3.31/0.2/-0.22/-2.61pct。由于高基数的影响导致营收增速放缓，叠加原材料价格上涨的因素，使公司成本端承压。公司直接材料成本占主营业务成本的比例较高导致核心业务电动类和锅煲类毛利率下降较为明显。

费用方面，公司 2021 年 H1 销售、管理、研发、财务费用率分别为 15.1%、3.61%、3.68%、-0.4%，同比+2.93、+0.78、+1.34、+0.1pct；其中 21Q2 季度销售、管理、研发、财务费用率分别为 16.34%、4.48%、4.12%、-0.44%，同比+3.56、+1.53、+1.98、-0.12pct。销售费用率上升主要由于品牌宣传费和市场促销费用同比上升 56%和 42%所致，此外由于销售人员增加，职工薪酬同比上涨 42%。管理费用率上升主要由于职工薪酬和折旧与摊销同比增长 46%和 79%所致。研发费用率上升主要由于人员人工同比+31%所致。

投资建议: 公司在去年同期疫情高基数影响下营收增速放缓，叠加原材料价格上涨、人员扩张导致各项费用投入增加等因素的影响下利润端显著承压。公司目前积极推进刚需品类，且获得显著增长，同时公司母婴品类增速较好，未来仍有很大的发展空间。此外下半年公司将逐步消除高基数的影响，增速有望恢复正常水平。基于公司中报的情况，我们适当调整了公司的营收增速和业绩，预计 21-23 年净利润分别为 3.6、4.9、6.1 亿元(21-22 年前值 5.6、7 亿元)，对应动态估值分别 22.8x、17x、13.7x，给予“买入”评级。

风险提示: 新品销售不达预期；原材料波动风险；宏观经济波动风险。

投资评级

行业	家用电器/白色家电
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	52.98 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	156.44
流通 A 股股本(百万股)	76.22
A 股总市值(百万元)	8,288.40
流通 A 股市值(百万元)	4,038.19
每股净资产(元)	12.31
资产负债率(%)	39.38
一年内最高/最低(元)	147.79/49.24

作者

孙谦 分析师
SAC 执业证书编号: S1110521050004
sunqiana@tfzq.com

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

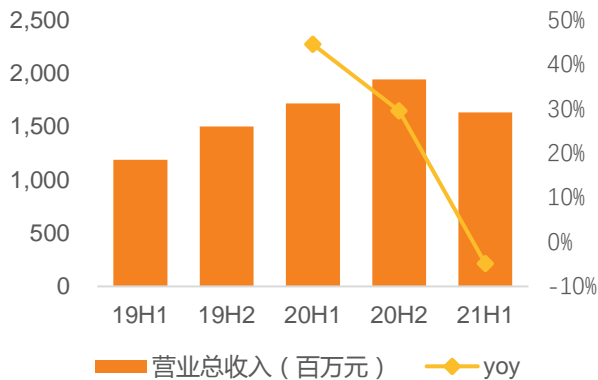
- 《小熊电器-公司点评:销售费用恢复正常水平，Q4 增长较前期放缓》2021-01-27
- 《小熊电器-季报点评:厨小电销售持续向好，营收规模扩张降低费用率》2020-10-29
- 《小熊电器-公司点评:厨房小家电销售持续向好，Q3 业绩继续超预期》2020-10-14

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,687.96	3,659.95	4,026.17	5,107.46	6,250.29
增长率(%)	31.70	36.16	10.01	26.86	22.38
EBITDA(百万元)	475.00	656.26	667.68	709.41	873.06
净利润(百万元)	268.18	428.14	363.83	488.67	607.40
增长率(%)	44.57	59.64	(15.02)	34.31	24.30
EPS(元/股)	1.71	2.74	2.33	3.12	3.88
市盈率(P/E)	30.91	19.36	22.78	16.96	13.65
市净率(P/B)	4.98	4.20	3.81	3.38	2.97
市销率(P/S)	3.08	2.26	2.06	1.62	1.33
EV/EBITDA	14.60	23.56	10.13	7.22	6.48

资料来源: wind, 天风证券研究所

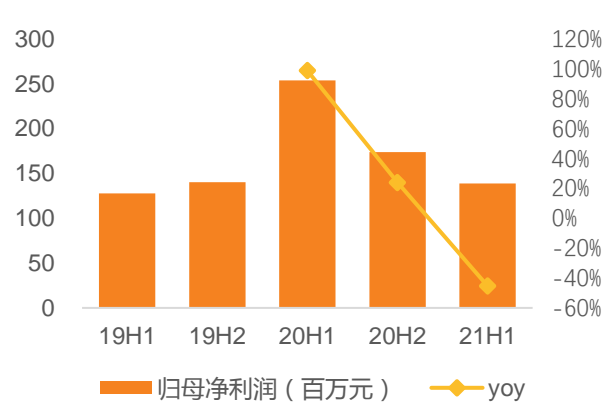
事件: 公司 2021 年 H1 实现营业收入 16.34 亿元, 同比-4.89%, 19H1-21H1 CAGR 为 17%。归母净利润 1.39 亿元, 同比-45.3%, 19H1-21H1 CAGR 为 4%; 其中 2021Q2 实现营业收入 7.26 亿元, 同比-25.72%, 归母净利润 0.49 亿元, 同比-67.46%。

图 1: 公司营收及同比



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 2: 公司利润及同比

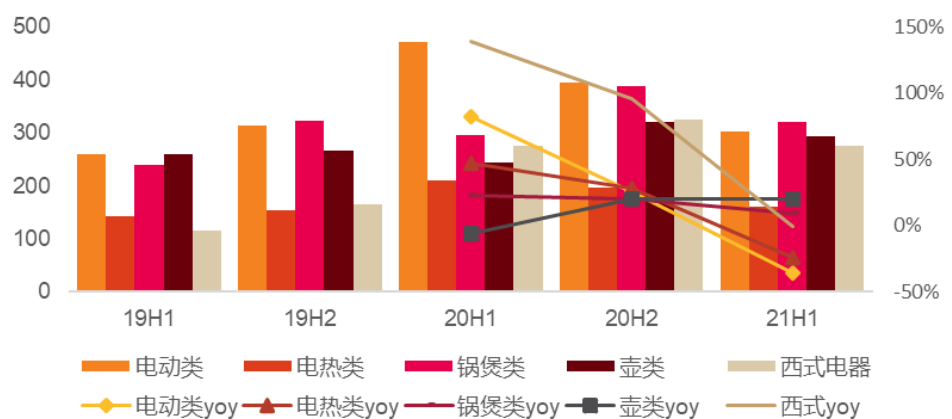


资料来源: wind, 天风证券研究所

疫情受益品类有所下滑, 刚需品类显著增长

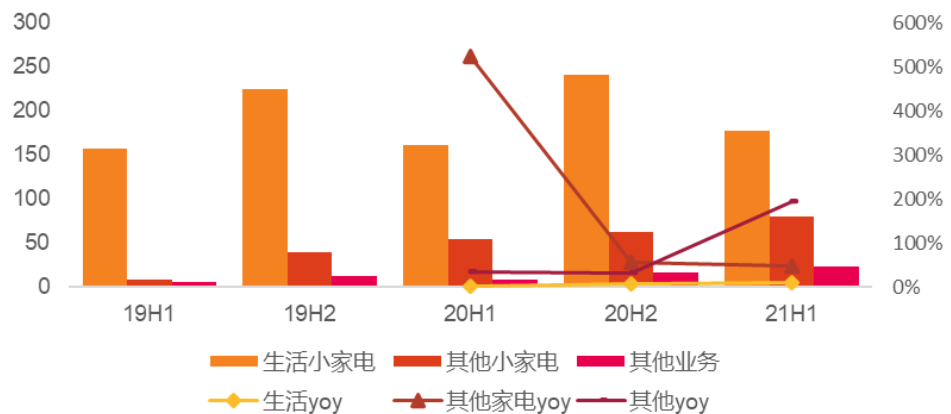
在去年同期疫情高基数的影响下, 公司 Q2 营收业绩承压。分品类看, 公司发力刚需品, 核心品类壶类和锅煲类同比平稳增长分别为 20%和 9.1%, 根据生意参谋数据显示, 电饭煲和电热水壶品类 Q2 同比分别为 47%和 124%。去年受疫情带动的品类, 如电动、电热类 21H1 营收同比分别为 -35.81%和 -23.58%, 由于需求减弱, 下降较为明显。由于厨房小家电行业整体受去年同期高基数的影响, 成交水平略显疲态。根据生意参谋数据显示, 小熊厨房小家电品类 Q2 成交额同比为 -39%, 生活电器销额同比平稳增长为 12%。公司上半年积极推出个护按摩类小家电如护眼仪、泡脚桶等产品, 同时也尝试推出收纳盒、厨房用具等非电类产品, 使基数较小的其他小家电品类同比增长 49.03%, 占比也由 20H1 的 3.1%提升至 4.9%。

图 3: 厨房小家电品类营收及同比 (百万元, %)



资料来源: 公司 20H1、20A、21H1 中报及年报, 天风证券研究所

图 4：除厨房小家电外其他品类营收及同比（百万元，%）

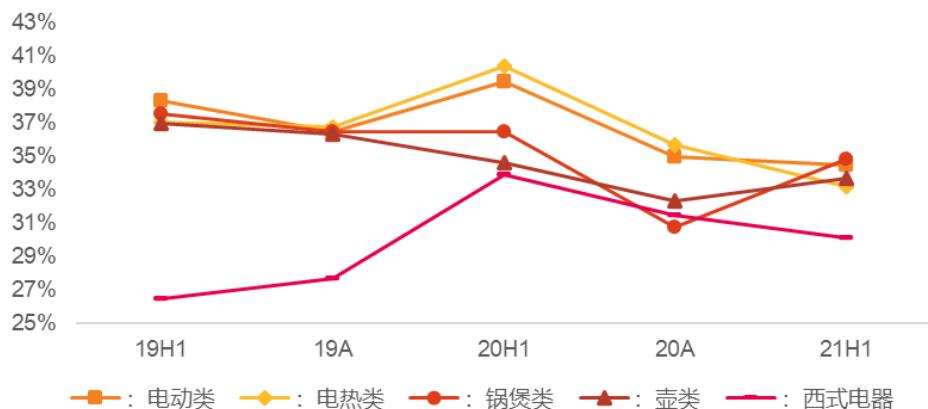


资料来源：公司 20H1、20A、21H1 中报及年报，天风证券研究所

原材料价格上涨致利润承压，公司增加费用投入

2021 年 H1 公司毛利率为 34.43%，同比-2.06pct，净利率为 8.51%，同比-6.29pct；其中 2021Q2 毛利率为 33.02%，同比-4.12pct，净利率为 6.77%，同比-8.68pct。分品类看，电动类/锅煲类/壶类/西式电器/生活小家电的毛利率分别为 34.43%/33.16%/34.82%/33.7%/30.11%，同比-5.02/-3.31/0.2/-0.22/-2.61pct。由于高基数的影响导致营收增速放缓，叠加原材料价格上涨的因素，使公司成本端承压。公司直接材料成本占主营业务成本的比例较高导致核心业务电动类和锅煲类毛利率下降较为明显。

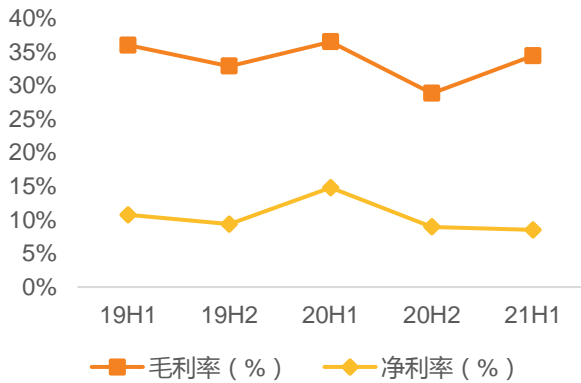
图 5：分业务毛利率水平（%）



资料来源：公司 20H1、20A、21H1 中报及年报，天风证券研究所

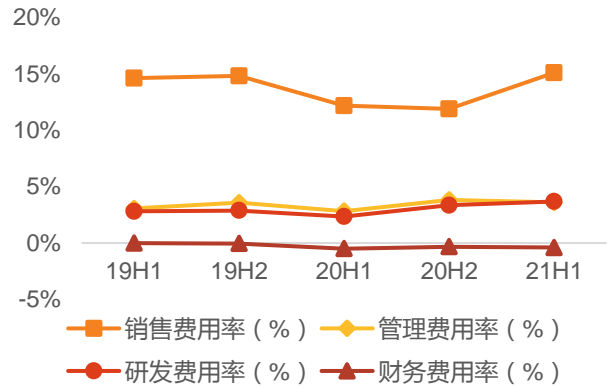
费用方面，公司 2021 年 H1 销售、管理、研发、财务费用率分别为 15.1%、3.61%、3.68%、-0.4%，同比+2.93、+0.78、+1.34、+0.1pct；其中 21Q2 季度销售、管理、研发、财务费用率分别为 16.34%、4.48%、4.12%、-0.44%，同比+3.56、+1.53、+1.98、-0.12pct。销售费用率上升主要由于品牌宣传费和市场促销费用同比上升 56%和 42%所致，此外由于销售人员增加，职工薪酬同比上涨 42%。管理费用率上升主要由于职工薪酬和折旧与摊销同比增长 46%和 79%所致。研发费用率上升主要由于人员人工同比+31%所致。

图 6：公司利润率水平



资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：公司费用率水平



资料来源：wind，天风证券研究所

应收账款有所增加，现金流同比减少

资产负债表方面，公司 2021 年 H1 货币资金+交易性金融资产为 15.71 亿元，同比-4.99%。存货为 4.96 亿元，同比+30.81%，主要是在产品同比上升 128%所致。应收票据和账款合计为 1.74 亿元，同比+68.98%，主要由于公司本期应收款未到结算期所致。周转方面，公司 2021 年 H1 期末存货、应收账款和应付账款的周转天数分别为 86.39、15.79 和 39.25 天，同比+19.43、+4.92 和+6.44 天。

现金流方面，公司 2021 年 H1 经营活动产生的现金流量净额为-2.8 亿元，同比-167.17%，其中购买商品、接受劳务支付的现金流出为 13.4 亿元，同比+31.94%；其中 2021Q2 经营活动产生的现金流量净额为-2.49 亿元，同比-206.79%，其中购买商品、接受劳务支付的现金流出为 7.26 亿元，同比+14.33%。

投资建议

公司在去年同期疫情高基数影响下营收增速放缓，叠加原材料价格上涨、人员扩张导致各项费用投入增加等因素的影响下利润端显著承压。公司目前积极推进刚需品类，且获得显著增长，同时公司母婴品类增速较好，未来仍有很大的发展空间。此外下半年公司将逐步消除高基数的影响，增速有望恢复正常水平。基于公司中报的情况，我们适当调整了公司的营收增速和业绩，预计 21-23 年净利润分别为 3.6、4.9、6.1 亿元（21-22 年前值 5.6、7 亿元），对应动态估值分别 22.8x、17x、13.7x，给予“买入”评级。

风险提示：新品销售不达预期；原材料波动风险；宏观经济波动风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	592.12	973.64	830.68	2,259.31	1,701.64
应收票据及应收账款	130.72	143.80	127.19	42.59	61.66
预付账款	12.32	39.39	4.69	51.31	23.06
存货	431.99	531.78	594.72	803.26	905.77
其他	825.21	1,257.80	712.97	939.94	972.00
流动资产合计	1,992.36	2,946.42	2,270.25	4,096.41	3,664.13
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	136.82	280.77	331.27	343.65	316.17
在建工程	183.35	222.36	169.42	149.65	119.79
无形资产	200.87	195.17	175.66	156.14	136.62
其他	18.82	47.08	34.73	22.38	18.42
非流动资产合计	539.86	745.38	711.07	671.82	590.99
资产总计	2,532.22	3,691.80	2,981.32	4,768.23	4,255.13
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	584.07	1,349.11	349.19	1,906.47	965.13
其他	280.59	367.09	453.21	409.08	497.82
流动负债合计	864.66	1,716.21	802.40	2,315.55	1,462.95
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	2.86	2.75	2.75	2.75	2.75
非流动负债合计	2.86	2.75	2.75	2.75	2.75
负债合计	867.52	1,718.96	805.15	2,318.30	1,465.70
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	120.00	156.00	156.44	156.44	156.44
资本公积	969.71	933.71	933.71	933.71	933.71
留存收益	1,544.70	1,816.84	2,019.73	2,293.48	2,632.98
其他	(969.71)	(933.71)	(933.71)	(933.71)	(933.71)
股东权益合计	1,664.70	1,972.84	2,176.17	2,449.93	2,789.42
负债和股东权益总计	2,532.22	3,691.80	2,981.32	4,768.23	4,255.13

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,687.96	3,659.95	4,026.17	5,107.46	6,250.29
营业成本	1,767.13	2,473.08	2,768.12	3,442.11	4,201.27
营业税金及附加	15.12	23.19	23.83	30.64	37.50
营业费用	395.87	440.22	517.12	689.51	843.79
管理费用	90.09	122.65	151.67	194.08	237.51
研发费用	76.52	105.24	142.73	178.76	218.76
财务费用	(0.86)	(15.17)	(5.33)	(2.55)	(3.13)
资产减值损失	(11.15)	(27.51)	(9.52)	(16.06)	(17.70)
公允价值变动收益	(8.87)	(0.67)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	5.31	26.22	10.77	14.10	17.03
其他	27.01	(7.42)	(1.25)	1.96	0.67
营业利润	331.79	520.13	428.04	574.90	714.59
营业外收入	3.51	2.66	2.85	3.01	2.84
营业外支出	3.23	4.39	3.41	3.68	3.83
利润总额	332.07	518.39	428.04	574.90	714.59
所得税	63.88	90.26	64.21	86.24	107.19
净利润	268.18	428.14	363.83	488.67	607.40
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	268.18	428.14	363.83	488.67	607.40
每股收益 (元)	1.71	2.74	2.33	3.12	3.88

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	31.70%	36.16%	10.01%	26.86%	22.38%
营业利润	38.88%	56.76%	-17.71%	34.31%	24.30%
归属于母公司净利润	44.57%	59.64%	-15.02%	34.31%	24.30%
获利能力					
毛利率	34.26%	32.43%	31.25%	32.61%	32.78%
净利率	9.98%	11.70%	9.04%	9.57%	9.72%
ROE	16.11%	21.70%	16.72%	19.95%	21.78%
ROIC	148.48%	152.33%	-143.50%	74.97%	-84.94%
偿债能力					
资产负债率	34.26%	46.56%	27.01%	48.62%	34.45%
净负债率	-35.57%	-49.35%	-38.17%	-92.22%	-61.00%
流动比率	2.30	1.72	2.83	1.77	2.50
速动比率	1.80	1.41	2.09	1.42	1.89
营运能力					
应收账款周转率	26.89	26.66	29.71	60.16	119.91
存货周转率	7.21	7.60	7.15	7.31	7.31
总资产周转率	1.50	1.18	1.21	1.32	1.39
每股指标 (元)					
每股收益	1.71	2.74	2.33	3.12	3.88
每股经营现金流	2.60	7.72	-3.07	12.32	-1.45
每股净资产	10.64	12.61	13.91	15.66	17.83
估值比率					
市盈率	30.91	19.36	22.78	16.96	13.65
市净率	4.98	4.20	3.81	3.38	2.97
EV/EBITDA	14.60	23.56	10.13	7.22	6.48
EV/EBIT	16.23	23.64	11.54	8.51	7.58

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	268.18	428.14	363.83	488.67	607.40
折旧摊销	51.86	9.49	81.96	106.90	126.87
财务费用	0.00	0.67	(5.33)	(2.55)	(3.13)
投资损失	(5.31)	0.00	(10.77)	(14.10)	(17.03)
营运资金变动	146.47	(61.39)	(910.26)	1,348.31	(940.25)
其它	(54.79)	830.60	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	406.40	1,207.51	(480.57)	1,927.22	(226.14)
资本支出	224.62	179.76	60.00	80.00	50.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(1,223.46)	(884.15)	432.77	(366.23)	(116.75)
投资活动现金流	(998.83)	(704.39)	492.77	(286.23)	(66.75)
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	937.68	15.17	5.78	2.55	3.13
其他	(52.08)	(380.59)	(160.94)	(214.91)	(267.91)
筹资活动现金流	885.59	(365.42)	(155.16)	(212.36)	(264.78)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	293.16	137.70	(142.96)	1,428.63	(557.67)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com