

公司研究

必选品类景气，盈利能力修复

——小熊电器（002959.SZ）2021年三季报点评

增持（维持）

当前价：51.40元

作者

分析师：洪吉然

执业证书编号：S0930521070002

021-52523793

hongjiran@ebscn.com

要点

事件：

公司发布2021年三季报：1-3Q21实现营收23.6亿元，YoY-5.3%，较19年同期变化+37.4%；归母净利润1.9亿元，YoY-41.3%，较19年同期变化+12.8%。其中3Q21实现营收7.3亿元，YoY-6.3%，较19年同期变化+37.3%；归母净利润0.5亿元，YoY-26.3%，较19年同期变化+25.3%。

点评：

必选品类景气度较高，公司聚焦单品+发力新兴渠道。分品类看，生意参谋线上数据显示，1-3Q21小熊品牌生活电器/厨房电器销售额同比+4%/-30%，其中3Q21销售额同比-19%/-23%，第三季度主销品类景气度依然承压，主因去年高基数+消费恢复速度较慢+提价抑制需求。今年公司聚焦单品，走精品化路线，更加注重必需品类，其中电热水壶/电饭煲类取得较好增长，1-3Q21销售额分别同比+71%/+42%；在巩固厨房小电优势的基础上，公司大力培育个护、生活、母婴等品类。**分渠道看**，1)线上：公司在抖音、拼多多等新兴渠道发力，通过自播自营方式逐步建立客户群，目前处于销量拉升阶段；2)线下：销售占比正在提升，通过礼品积分渠道与大客户保持友好业务关系；3)海外：主要以代工为主，但自有品牌占比正在提升，公司自有品牌主要在东南亚、韩国和俄罗斯等地，通过当地代理商和电商渠道进行推广。

3Q21盈利能力逐步修复，仍处于消化成本压力之中。1-3Q21公司毛利率34.3%，YoY-1.8pcts，其中3Q21毛利率34.0%，YoY-1.1pcts，第三季度毛利率降幅略有缓解，但仍受原材料成本高企影响。1-3Q21销售费用率YoY+1.7pcts，其中3Q21销售费用率YoY-0.9pcts，主因3Q20基数过高。1-3Q21公司净利率YoY-4.9pcts，其中3Q21净利率降幅缩窄（YoY-1.9pcts）。资产负债表方面，3Q21末公司自有现金14.5亿元，占总资产比达45%，余粮充沛足以抵御寒冬；应收款项较今年初-14%，其中应收票据结算减小较多，较年初-94%。3Q21末应付款项较今年初-27%，其中应付票据较今年初-35%，主因本期银行承兑汇票到期；合同负债较今年初-30%，今年公司整体销售相对疲软，预收款项减少。现金流方面，1-3Q21公司经营性净现金-2.87亿元，主要系销售商品、提供劳务收到的现金同比减少。

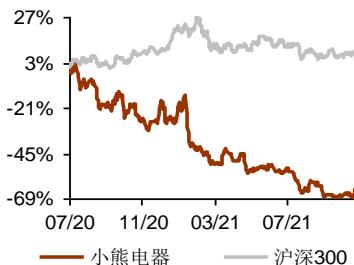
盈利预测、估值与评级：看好创意小家电长期发展，维持公司“增持”评级。小熊电器是创意小家电行业的领先企业，将受益于消费升级趋势，小家电正处于快速发展期，随着公司新媒体渠道资源投入、新品类开拓、海外市场拓展，看好公司长远发展。但考虑到可选消费恢复速度低于预期，以及疫情对经济的影响趋于长期化，我们调降公司2021-23年归母净利润至3.26亿元（-19.3%）、3.95亿元（-16.4%）、4.49亿元（-15.9%），当前股价对应PE为25、20、18倍，维持“增持”评级。

风险提示：原材料成本大幅攀升，小家电行业竞争加剧。

市场数据

| | |
|-------------|--------------|
| 总股本(亿股) | 1.56 |
| 总市值(亿元): | 80.41 |
| 一年最低/最高(元): | 45.60/132.42 |
| 近3月换手率: | 69.02% |

股价相对走势



收益表现

| % | 1M | 3M | 1Y |
|----|------|-------|--------|
| 相对 | 5.64 | -2.25 | -59.74 |
| 绝对 | 6.07 | 0.84 | -54.75 |

资料来源：Wind

相关研报

可选品类暂时乏力，21Q2收入增速回落——
小熊电器（002959.SZ）2021年半年报点评
(2021-08-27)

表 1：公司盈利预测与估值简表

| 指标 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------------|--------|--------|---------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 2,688 | 3,660 | 3,718 | 4,240 | 4,862 |
| 营业收入增长率 | 31.70% | 36.16% | 1.59% | 14.05% | 14.65% |
| 净利润 (百万元) | 268 | 428 | 326 | 395 | 449 |
| 净利润增长率 | 44.57% | 59.64% | -23.94% | 21.42% | 13.54% |
| 股本 (亿股) | 1.20 | 1.56 | 1.56 | 1.56 | 1.56 |
| EPS (元) | 2.23 | 2.74 | 2.09 | 2.53 | 2.88 |
| ROE (归属母公司) (摊薄) | 16.11% | 21.70% | 15.42% | 16.75% | 17.06% |
| P/E | 23 | 19 | 25 | 20 | 18 |
| P/B | 3.7 | 4.1 | 3.8 | 3.4 | 3.0 |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-10-27

图 1：公司单季度营业收入及同比



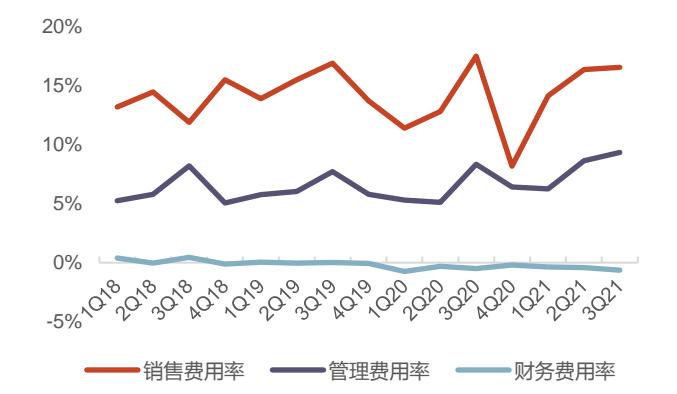
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 2：公司单季度归母净利润及同比



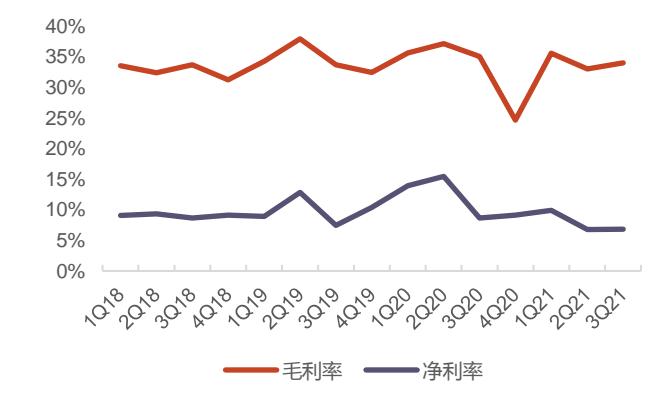
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 3：公司单季度三费率



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 4：公司单季度毛利率和净利率



资料来源：Wind，光大证券研究所

财务报表与盈利预测

| 利润表 (百万元) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | 资产负债表 (百万元) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入 | 2,688 | 3,660 | 3,718 | 4,240 | 4,862 | 总资产 | 2,532 | 3,692 | 3,658 | 4,061 | 4,540 |
| 营业成本 | 1,767 | 2,473 | 2,562 | 2,866 | 3,287 | 货币资金 | 592 | 974 | 1,353 | 1,809 | 2,147 |
| 折旧和摊销 | 48 | 2 | 58 | 78 | 95 | 交易性金融资产 | 780 | 1,203 | 500 | 100 | 10 |
| 税金及附加 | 15 | 23 | 19 | 21 | 24 | 应收账款 | 105 | 119 | 124 | 141 | 162 |
| 销售费用 | 396 | 440 | 558 | 636 | 729 | 应收票据 | 26 | 25 | 4 | 4 | 5 |
| 管理费用 | 90 | 123 | 126 | 144 | 165 | 其他应收款 (合计) | 6 | 9 | 7 | 8 | 10 |
| 研发费用 | 77 | 105 | 112 | 127 | 146 | 存货 | 432 | 532 | 507 | 570 | 653 |
| 财务费用 | -1 | -15 | -20 | -29 | -33 | 其他流动资产 | 39 | 46 | 47 | 61 | 76 |
| 投资收益 | 5 | 26 | 0 | 0 | 0 | 流动资产合计 | 1,992 | 2,946 | 2,556 | 2,708 | 3,079 |
| 营业利润 | 332 | 520 | 400 | 484 | 550 | 其他权益工具 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 332 | 518 | 402 | 488 | 554 | 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 所得税 | 64 | 90 | 76 | 93 | 105 | 固定资产 | 137 | 281 | 396 | 484 | 526 |
| 净利润 | 268 | 428 | 326 | 395 | 449 | 在建工程 | 183 | 222 | 324 | 348 | 314 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 无形资产 | 201 | 195 | 241 | 285 | 329 |
| 归属母公司净利润 | 268 | 428 | 326 | 395 | 449 | 商誉 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EPS(元) | 2.23 | 2.74 | 2.09 | 2.53 | 2.88 | 其他非流动资产 | 0 | - | - | - | - |
| 现金流量表 (百万元) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | 流动资产合计 | 540 | 745 | 1,102 | 1,354 | 1,461 |
| 经营活动现金流 | 406 | 1,208 | 142 | 499 | 593 | 总负债 | 868 | 1,719 | 1,546 | 1,701 | 1,909 |
| 净利润 | 268 | 428 | 326 | 395 | 449 | 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 折旧摊销 | 48 | 2 | 58 | 78 | 95 | 应付账款 | 191 | 262 | 410 | 459 | 526 |
| 净营运资金增加 | 46 | -508 | 219 | 46 | 40 | 应付票据 | 393 | 1,087 | 640 | 716 | 822 |
| 其他 | 44 | 1,285 | -460 | -20 | 10 | 预收账款 | 48 | 0 | 74 | 85 | 97 |
| 投资活动产生现金流 | -999 | -704 | 305 | 75 | -110 | 其他流动负债 | 125 | 153 | 153 | 153 | 153 |
| 净资本支出 | -224 | -307 | -350 | -250 | -150 | 流动负债合计 | 865 | 1,716 | 1,542 | 1,696 | 1,904 |
| 长期投资变化 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他资产变化 | -775 | -398 | 655 | 325 | 40 | 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 融资活动现金流 | 886 | -365 | -67 | -118 | -145 | 其他非流动负债 | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 股本变化 | 30 | 36 | 0 | 0 | 0 | 非流动负债合计 | 3 | 3 | 5 | 5 | 5 |
| 债务净变化 | -11 | 0 | 100 | 0 | 0 | 股东权益 | 1,665 | 1,973 | 2,111 | 2,360 | 2,631 |
| 无息负债变化 | 279 | 851 | -272 | 155 | 208 | 股本 | 120 | 156 | 156 | 156 | 156 |
| 净现金流 | 293 | 136 | 379 | 456 | 338 | 公积金 | 1,016 | 1,012 | 1,012 | 1,012 | 1,012 |
| | | | | | | 未分配利润 | 529 | 805 | 944 | 1,192 | 1,463 |
| | | | | | | 归属母公司权益 | 1,665 | 1,973 | 2,111 | 2,360 | 2,631 |
| | | | | | | 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |

主要指标

| 盈利能力 (%) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | 费用率 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 毛利率 | 34.3% | 32.4% | 31.1% | 32.4% | 32.4% | 销售费用率 | 14.73% | 12.03% | 15.00% | 15.00% | 15.00% |
| EBITDA 率 | 15.3% | 14.9% | 10.3% | 12.5% | 12.7% | 管理费用率 | 3.35% | 3.35% | 3.40% | 3.40% | 3.40% |
| EBIT 率 | 13.4% | 14.7% | 8.8% | 10.7% | 10.7% | 财务费用率 | -0.03% | -0.41% | -0.54% | -0.67% | -0.67% |
| 税前净利润率 | 12.4% | 14.2% | 10.8% | 11.5% | 11.4% | 研发费用率 | 2.85% | 2.88% | 3.00% | 3.00% | 3.00% |
| 归母净利润率 | 10.0% | 11.7% | 8.8% | 9.3% | 9.2% | 所得税率 | 19% | 17% | 19% | 19% | 19% |
| ROA | 10.6% | 11.6% | 8.9% | 9.7% | 9.9% | 每股指标 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| ROE (摊薄) | 16.1% | 21.7% | 15.4% | 16.8% | 17.1% | 每股红利 | 1.00 | 1.20 | 0.94 | 1.14 | 1.30 |
| 经营性 ROIC | 35.0% | 84.2% | 24.0% | 26.7% | 27.7% | 每股经营现金流 | 3.39 | 7.74 | 0.91 | 3.20 | 3.80 |
| 偿债能力 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | 每股净资产 | 13.87 | 12.65 | 13.53 | 15.13 | 16.87 |
| 资产负债率 | 34% | 47% | 42% | 42% | 42% | 每股销售收入 | 22.40 | 23.46 | 23.83 | 27.18 | 31.16 |
| 流动比率 | 2.30 | 1.72 | 1.66 | 1.60 | 1.62 | 估值指标 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 速动比率 | 1.80 | 1.41 | 1.33 | 1.26 | 1.27 | PE | 23 | 19 | 25 | 20 | 18 |
| 归母权益/有息债务 | - | - | 21.11 | 23.60 | 26.31 | PB | 3.7 | 4.1 | 3.8 | 3.4 | 3.0 |
| 有形资产/有息债务 | - | - | 33.55 | 37.10 | 41.43 | EV/EBITDA | 13.1 | 12.2 | 18.2 | 13.3 | 11.2 |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

| 评级 | 说明 |
|---|--|
| 行业及公司评级 | 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 15%； |
| | 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。 |
| 基准指数说明： A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。 | |

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予以通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE