

Q4 收入增长转正，促销费用高增抢占新平台

2022 年 04 月 09 日

➤ **事件：**2021 年公司实现营业收入 36.06 亿元，同比-1.46%，实现归母净利润 2.83 亿元，同比-33.81%。Q4 公司实现营业收入 12.42 亿元，同比+6.83%，实现归母净利润 0.94 亿元，同比-11.13%。

➤ **Q4 业务环比改善，母婴个护等其他小家电收入占比快速提升。**全年来看，Q1~Q4 公司营收单季度分别同比+22.66/-25.72/-6.29/+6.83%，Q4 收入增长转正。

分产品来看，2021 年公司锅煲类/壶类/西式类/电动类/电热类/生活小家电/其他小家电分别实现营业收入 7.67/6.28/6.11/5.97/3.30/4.07/2.28 亿元，21H2 分别同比 +15.19/+4.73/+3.67/-25.33/-13.76/-4.96/+136.91%。从产品结构来看，21H2 锅煲类/壶类/西式类/电动类/电热类/生活小家电/其他小家电营收占比分别为 22.61/17.00/17.05/14.91/8.59/11.60/7.48%，较 20H2 分别同比 +2.67/+0.51/+0.35/-5.37/-1.53/-0.80/+4.28pct，锅煲类和母婴个护等其他小家电收入增长最为迅速，占比明显提升。

分地区来看，21 年公司国内外收入分别为 33.76/2.30 亿元，同比-2.16/+9.92%，21H2 国内外收入分别同比+1.52/+2.04%。

分销售模式来看，线上销售模式占比 90.09%，同比-0.84pct，全年线上线下收入分别同比-2.37/+7.63%

➤ **调整产品结构与价格缓解成本压力，加大促销费用投入抢占新平台。**

2021 年公司实现毛利率 32.78%，同比+0.35pct，Q4 公司实现毛利率为 29.88%，同比+5.23pct，若考虑运输费用会计准则调整，Q4 毛利率约改善 2.62pct。我们认为公司 Q4 盈利改善的原因在于公司积极调整产品销售结构和价格，21 年营收占比显著提升的个护类产品淘宝/京东 Q4 均价分别同比+35.16/+27.85%，对其他品类也采取推新重新定价等方式缓解成本压力。

分产品来看，2021 年锅煲类/壶类/西式类/电动类毛利率水平分别同比 +2.21/-0.74/+1.93/-0.23pct，生活小家电 21 年毛利率同比+2.77pct。

分地区来看，受原材料、海运、汇率波动等多重不利因素影响，21H2 海外毛利率进一步下滑 11.91pct 至 14.62%，国内市场 H2 毛利率则同比 +3.65pct。

从费用率来看，21 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别同比 +3.31/+0.28/+0.73/-0.04pct，Q4 公司各项费用率分别同比+6.79/-0.70/+0.23/-0.20pct。销售费用的大幅增加主要原因在于公司自营占比的提升和市场促销费用的增加，21 年公司市场促销费用同比增长 48.58%，占营收比例同比+2.89pct。公司联合抖音、咕咚、小红书等多个新兴社交平台开展联合营销活动，实现品牌多维曝光，提升品牌影

响力。

成本上行和费用率的提升使得公司盈利能力出现明显下滑，2021 年公司销售净利率 7.86%，同比-3.84pct，Q4 公司实现净利率 7.60%，同比-1.54pct。

➤ **经营活动产生现金净额减少，周转效率下降。**

1) 期末公司现金+其他流动资产合计 7.21 亿元，同比-29.17%，主要系 21 年经营活动净现金流减少导致；因应收款未到结算期，应收票据和账款合计 1.27 亿元，同比-11.88%；存货合计 6.16 亿元，同比+15.88%，其中原材料/库存商品分别同比+23.77%/+31.58%；期末合同负债合计 0.40 亿元，同比-33.57%，主要原因为公司预收账款的减少。

2) 从周转情况来看，公司存货/应收账款/应付账款周转天数分别同比+15.1/+1.3/+10.1 天，公司通过对上游压款的方式缓解存货和应收账款压力，一定程度上体现出公司的产业地位。

3) 由于公司营业收入规模下滑，2021 年公司经营活动产生的现金流量净额 1.71 亿元，同比-85.83%，Q4 经营性现金净额 4.39 亿元，同比-21.19%。

➤ **调整产品矩阵和结构寻求新增长，新品牌发力清洁环境电器。**公司重点发展个护、母婴等新品类产品，调整公司产品矩阵，提供新增长点的同时优化产品盈利能力。21 年下半年，公司通过高端 Brandt 品牌推出 C02 吸拖一体洗地机，向清洁环境类电器布局，2021 年宝朗电器实现营业收入 102 万元，我们认为未来公司将通过 Brandt 品牌继续推出高端清洁环境电器产品，推动多品牌+多品类的可持续发展。

➤ **盈利预测与投资评级：**我们认为，面对小家电市场日益加剧的竞争，公司积极投入费用抢占新兴社交平台，调整销售模式，不断推出新品类与 SKU，实现品牌升级建设，长期来看将进一步巩固公司优势地位。若新平台前期密集投入结束，公司未来销售费用回归常态，盈利能力或有望明显改善。我们预计公司 22-24 年营业收入为 40.70/47.43/54.70 亿元，同比+12.9/16.5/15.3%，预计 22-24 年公司归母净利润分别为 3.45/4.32/5.05 亿元，分别同比变化+21.8/25.3/16.9%，对应 PE19.50/15.56/13.31 倍，公司目前处于 2 年历史估值底部，长期看好小家电行业增长空间，维持“买入”评级。

➤ **风险因素：**宏观经济下行导致终端需求低迷、公司新品推出不及预期、海外市场开拓不及预期、原材料价格维持高位等

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	3,660	3,606	4,070	4,743	5,470
增长率 YoY %	36.2%	-1.5%	12.9%	16.5%	15.3%
归属母公司净利润 (百万元)	428	283	345	432	505
增长率 YoY%	59.6%	-33.8%	21.8%	25.3%	16.9%
毛利率%	32.4%	32.8%	32.8%	33.0%	33.3%
净资产收益率ROE%	21.7%	13.7%	14.3%	15.2%	15.1%
EPS(摊薄)(元)	2.74	1.82	2.21	2.76	3.23
市盈率 P/E(倍)	41.30	35.16	19.50	15.56	13.31
市净率 P/B(倍)	8.96	4.83	2.79	2.36	2.01

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 04 月 08 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2,946	2,602	3,157	3,894	4,663
货币资金	974	670	1,151	1,749	2,363
应收票据	25	0	16	15	15
应收账款	119	127	142	164	190
预付账款	39	36	38	46	52
存货	532	616	655	763	884
其他	1,258	1,154	1,155	1,157	1,158
非流动资产	745	1,015	938	938	938
长期股权投资	0	6	6	6	6
固定资产(合	281	535	458	458	458
无形资产	195	284	284	284	284
其他	269	190	190	190	190
资产总计	3,692	3,617	4,095	4,831	5,601
流动负债	1,716	1,536	1,669	1,973	2,237
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	1,087	934	1,029	1,238	1,403
应付账款	262	318	325	384	445
其他	367	284	315	351	390
非流动负债	3	12	12	12	12
长期借款	0	0	0	0	0
其他	3	12	12	12	12
负债合计	1,719	1,548	1,681	1,985	2,249
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股 东权益	1,973	2,069	2,414	2,846	3,351
负债和股东权 益	3,692	3,617	4,095	4,831	5,601

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	3,660	3,606	4,070	4,743	5,470
同比(%)	36.2%	-1.5%	12.9%	16.5%	15.3%
归属母公司净 利润	428	283	345	432	505
同比(%)	59.6%	-33.8%	21.8%	25.3%	16.9%
毛利率(%)	32.4%	32.8%	32.8%	33.0%	33.3%
ROE%	21.7%	13.7%	14.3%	15.2%	15.1%
EPS(摊薄)(元)	2.74	1.82	2.21	2.76	3.23
P/E	41.30	35.16	19.50	15.56	13.31
P/B	8.96	4.83	2.79	2.36	2.01
EV/EBITDA	30.07	22.66	12.16	10.65	7.91

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	3,660	3,606	4,070	4,743	5,470
营业成本	2,473	2,424	2,735	3,177	3,648
营业税金及附 加	23	17	21	24	28
销售费用	440	553	635	735	848
管理费用	123	131	151	168	197
研发费用	105	130	147	171	197
财务费用	-15	-16	0	0	0
减值损失合计	-28	-34	0	0	0
投资净收益	26	33	12	24	24
其他	11	-33	12	15	17
营业利润	520	334	407	507	594
营业外收支	-2	-4	0	0	0
利润总额	518	330	407	507	594
所得税	90	46	62	75	88
净利润	428	283	345	432	505
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司 净利润	428	283	345	432	505
EBITDA	556	412	460	469	553
EPS(当 年)(元)	2.74	1.82	2.21	2.76	3.23

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现 金流	1,208	171	470	574	590
净利润	428	283	345	432	505
折旧摊销	76	119	77	0	0
财务费用	0	0	0	0	0
投资损失	-26	-33	-12	-24	-24
营运资金变动	702	-283	59	165	109
其它	27	84	0	0	0
投资活动现 金流	-704	-312	12	24	24
资本支出	-307	-425	0	0	0
长期投资	-1	-6	0	0	0
其他	-397	119	12	24	24
筹资活动现 金流	-365	-12	0	0	0
吸收投资	0	18	0	0	0
借款	0	0	0	0	0
支付利息或股 息	-120	-188	0	0	0
现金流净增 加额	136	-154	482	598	614

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	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	黄夕航	16677109908	huangxihang@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@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。