

## 小熊电器 (002959.SZ) 买入 (首次评级)

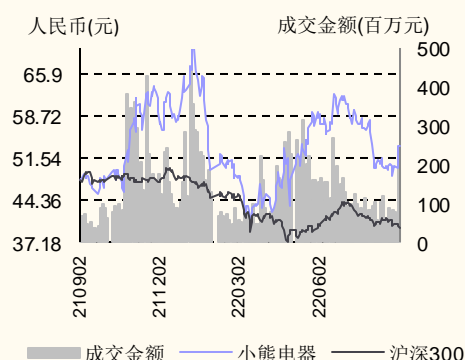
## 公司深度研究

市场价格 (人民币): 53.48 元

目标价格 (人民币): 62.00 元

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	1.56
已上市流通 A 股(亿股)	0.76
总市值(亿元)	83.43
年内股价最高最低(元)	70.28/39.53
沪深 300 指数	4044
深证成指	11712



## 困境与破局——战略升级开启新征程

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,660	3,606	4,180	4,927	5,679
营业收入增长率	36.16%	-1.46%	15.91%	17.87%	15.26%
归母净利润(百万元)	428	283	343	437	507
归母净利润增长率	59.64%	-33.81%	20.93%	27.58%	16.07%
摊薄每股收益(元)	2.744	1.812	2.197	2.803	3.253
每股经营性现金流净额	7.74	1.09	2.98	3.89	4.54
ROE(归属母公司)(摊薄)	21.70%	13.70%	14.98%	17.14%	17.78%
P/E	41.30	35.26	24.34	19.08	16.44
P/B	8.96	4.83	3.65	3.27	2.92

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **小熊的困境与破局:** 新定位开启发展新征程。**1) 定位:** 小熊定位于创意小家电龙头, 繁荣过后长尾品类增长存些许瓶颈, 与头部品牌亦展开全面竞争。**破局:** 小熊调整明晰品牌定位, 聚焦年轻化、坚持性价比的同时, 推进产品精品化升级。性价比区间内的产品升级有望推动盈利向上, 另外公司积极推进供应链升级、强化深加工能力, 以支撑精品化策略。**2) 多 SKU 管理:** 以往公司注重推新速度, 每年保持 100 余款新品推出, 目前公司规模已突破 36 亿元, 有 500 余款产品对外销售, 多 SKU 下公司管理难题显现。**破局:** 公司调整组织架构, 理顺权责关系, 且注重 SKU 效益管理, 精简低效益产品数量。**3) 渠道红利:** 过往受益于淘系红利快速发展, 目前传统电商流量红利消退, 过往依靠众多产品占据搜索位获取流量的优势有所削弱。**破局:** 深耕产品、品牌同时顺势布局抖音等新渠道, 短期贡献相对有限, 但经验积累、玩法逐步成熟, 后续或有望贡献增量。
- **市场困扰: 行业空间还有多少?** 根据我们的测算成熟期中国 3 亿户城镇家庭对应的小家电销售额空间约为 4400 亿元 (目前约 1500 亿元), 粗略测算成熟期小熊终端年销售额空间约 200 亿元 (报表端或约 130 亿元), 未来发展空间充足。
- **破局成效逐步显现, 经营质量提升。** 22H1 公司收入同比+13%, 扣非归母同比+26%, 盈利能力如期修复。营运加速, 22H1 公司存货周转加快 (较同期约-2 天), 应收账款周转加速 (较同期-5 天), 应付账款周转天数+6 天, 主要周转指标向好。

## 投资建议

- 公司积极求变顺应市场趋势, 具备快速捕捉市场且自适调整的能力, 契合第三消费时代对企业的要求。我们预计 2022-2024 年公司营业总收入分别为 41.80、49.27、56.79 亿元, 同比分别+15.91%、+17.87%、+15.26%, 预计 2022-2024 年归母净利润分别为 3.43、4.37、5.07 亿元, 同比分别+20.93%、+27.58%、+16.07%。当前股价对应 2022-2024 年 PE 分别为 24x、19x、16x。我们选取九阳股份等主要小家电企业作为可比公司并参考历史估值, 给予公司 2022 年 28 倍 PE 估值, 对应目标价 62.0 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

## 风险

- 新品表现不及预期, 行业竞争加剧风险, 原材料价格大幅上涨风险。

谢丽媛 分析师 SAC 执业编号: S1130521120003  
xieliyuan@gjzq.com.cn

贺虹萍 分析师 SAC 执业编号: S1130522010004  
hehongping@gjzq.com.cn

邓颖 联系人  
dengying@gjzq.com.cn

## 内容目录

引言 .....	4
1. 小熊的困境：定位适配削弱，多 SKU 管理难题，渠道红利消退 .....	4
1.1 定位：21 年行业景气趋弱，头部品牌正面竞争 .....	5
1.2 管理半径：创意长尾品类众多，SKU 管理面临难题 .....	7
1.3 渠道红利：传统渠道流量趋稳，抖音布局尚未放量 .....	8
2. 市场困扰：厨房小家电还有多少空间？ .....	9
2.1 第三消费个性化需求凸显，对企业提出更高要求 .....	9
2.2 短期疲软不改成长属性，厨房小家电空间充足 .....	10
3. 求变的小熊：持续战略精准前瞻 .....	12
3.1 组织架构：调整应对新阶段管理半径难题 .....	14
3.2 产品精耕：坚持创新多元产品，精品化趋势突显 .....	15
3.3 供应链升级：构建精益制造优势，数字赋能提升效率 .....	16
3.4 曙光显现：新定位下小熊调整成效显著 .....	16
3.5 后续展望：原材料回落叠加调整成效，H2 盈利修复可期 .....	18
4. 盈利预测&投资建议 .....	20
5. 风险提示 .....	23

## 图表目录

图表 1：21 年经营承压收入端下滑 1% .....	5
图表 2：21 年归母净利润承压同比下滑 34% .....	5
图表 3：20Q1-22Q2 公司营业总收入及同比 .....	5
图表 4：20Q1-22Q2 公司归母净利润及同比 .....	5
图表 5：21 年以来国内线上厨小电多数品类表现较为疲软 .....	6
图表 6：20 年厨小电市场零售品牌数量明显攀升 .....	6
图表 7：线上淘系厨房小家电主要品牌均价（元） .....	7
图表 8：淘系厨房小家电小熊主要聚焦性价比价位段 .....	7
图表 9：淘系电饭煲品类小熊品牌聚焦 100-300 元价位 .....	7
图表 10：淘系养生壶品类小熊品牌聚焦 100-300 元价位 .....	7
图表 11：小熊电器覆盖厨房、生活、个护与母婴用品 .....	7
图表 12：小熊电器官方旗舰店热销前 200 款产品销额占比超 90% .....	8
图表 13：互联网各细分行业用户使用总时长占比 .....	8
图表 14：抖音电商小熊品牌运营渐入佳境 .....	9
图表 15：抖音渠道小熊近 90 天热销产品榜单 .....	9
图表 16：第三消费时代需求端注重个性化、品质化及小众化 .....	10
图表 17：基于潜在渗透率和使用频率的主流小家电类别划分 .....	11
图表 18：小家电全中国城镇家庭用户市场空间测算 .....	12
图表 19：小熊电器品牌定位调整至年轻人喜欢的小家电 .....	13

图表 20: 小熊电器组织架构.....	14
图表 21: 21 年公司销量同比下滑 14%.....	15
图表 22: 21 年产品结构升级推动下均价提升 14%.....	15
图表 23: 公司研发流程图.....	15
图表 24: 2019-22H1 主要小家电公司研发费用率.....	15
图表 25: 小熊电器注重颜值、外观设计专利超 800 项.....	16
图表 26: 22Q2 小熊电器营收增速实现逆势加速.....	16
图表 27: 22H1 小熊电器内销收入增速领先主要可比公司.....	16
图表 28: 22H1 小熊电器毛利率有所恢复.....	17
图表 29: 22H1 小熊电器销售费用率提升明显.....	17
图表 30: 22H1 小熊电器管理费用率较为平稳.....	17
图表 31: 22H1 小熊电器营业利润率明显修复.....	17
图表 32: 22H1 小熊电器存货周转加快.....	17
图表 33: 22H1 小熊电器应收账款周转加快.....	17
图表 34: 22H1 小熊电器应付账款周转天数增加.....	18
图表 35: 2016-22H1 公司主要细分品类销售额（亿元）.....	18
图表 36: 近年来公司非厨品类贡献提升.....	18
图表 37: 22 年 1-7 月线上电饭煲小熊销额占比 2.5%.....	19
图表 38: 22 年 1-7 月线上电水壶小熊销额占比 5.2%.....	19
图表 39: 线上小熊品牌电饭煲、水壶等零售规模已超过部分优势长尾品类.....	19
图表 40: 22H1 公司锅煲、西式、壶类品类收入同比增速较优.....	20
图表 41: 分季度公司毛利率走势.....	20
图表 42: 分季度公司净利率走势.....	20
图表 43: 公司盈利预测拆分.....	22
图表 44: 主要可比公司估值表.....	23

## 引言

繁荣过后，厨小电景气趋弱，小熊亦遭遇自身发展瓶颈，市场对小家电市场及小熊的发展空间存疑。本篇报告我们主要回答两个问题：1）剖析小熊的困境及破局之路；2）测算小家电市场及小熊的发展空间。

### 困境 VS 破局：新定位下小熊开启发展新征程

- ✓ **定位：**小熊电器定位于创意小家电龙头，繁荣过后长尾品类增长存些许瓶颈，与头部品牌亦展开全面竞争。
  - **破局：**小熊调整明晰品牌定位，聚焦年轻化、坚持性价比的同时推进产品精品化升级。性价比区间内的产品升级有望推动盈利向上，另外公司积极推进供应链升级、强化深加工能力，以支撑精品化策略。
- ✓ **多 SKU 管理：**以往公司注重推新速度，每年保持 100 余款新品推出，目前公司年营收规模已突破 36 亿元，有 500 余款产品对外销售，多 SKU 下资源分配难度更高，管理难题显现。
  - **破局：**公司调整组织架构，理顺权责关系，且注重 SKU 效益管理，精简低效益产品数量。
- ✓ **渠道红利：**小熊淘品牌出身过往受益于淘系红利，目前传统电商流量红利消退，过往依靠众多产品占据搜索位获取流量的优势有所削弱。
  - **破局：**公司深耕产品、品牌的同时顺势布局抖音等新渠道，短期贡献相对有限，但经验积累、玩法逐步成熟，后续或有望贡献增量。

**小家电及小熊空间：**根据我们的测算，成熟期中国 3 亿户城镇家庭对应的小家电销售额空间约为 4400 亿元（目前约 1500 亿元），成熟期小熊终端年销售额空间约 200 亿元（报表端或约 130 亿元），未来发展空间充足。

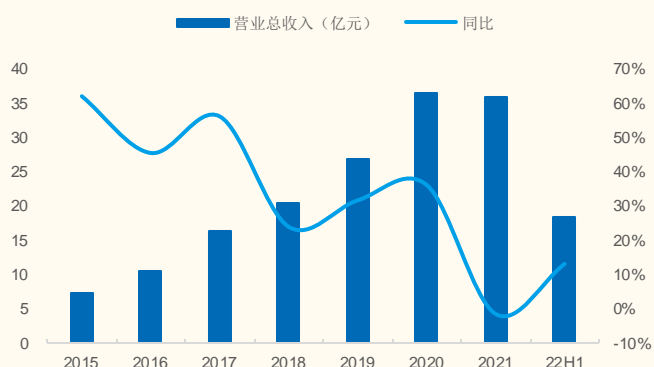
**曙光显现，新定位下小熊调整成效显著。**22 年以来公司持续深化破局之路，经营质量有所提升，22H1 公司收入同比+13%，扣非归母同比+26%，其中 Q2 收入同比+20%，扣非归母同比+43%，盈利修复顺畅。

## 1. 小熊的困境：定位适配削弱，多 SKU 管理难题，渠道红利消退

**冉冉新星，疫情推动小熊 20 年大放异彩。**小熊作为创意小家电龙头，坚持多样化的产品策略，搭乘线上电商渠道的快速增长红利，2015-2019 年期间公司收入与归母净利润均实现 39%的复合增长。2020 年在疫情加速推动居家烹饪需求释放，厨房小家电尤其是新兴品类在线上渠道迎来快速增长，公司作为线上渠道为主导的创意小家电龙头经营表现连续多季度超预期（20Q1/Q2/Q3 业绩增速分别：+84%、+111%、+70%）。

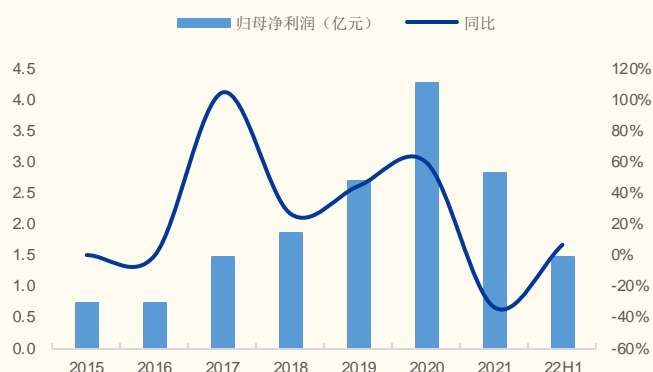
**繁荣过后，21 年外部环境承压+公司自身发展瓶颈，经营有所承压。**20Q4 以来市场环境逐步严峻，前期长尾小家电的热销吸引了众多品牌的入局导致行业竞争明显加剧，且家电主要原材料价格持续大幅上涨，严峻压力之下小熊电器内部亦开始重构转型，21 年外部环境压力+内部调整下小熊经营表现有所承压，收入 36.06 亿元，同比下滑 1.5%，归母净利润 2.83 亿元，同比下滑 33.8%。

图表 1: 21 年经营承压收入端下滑 1%



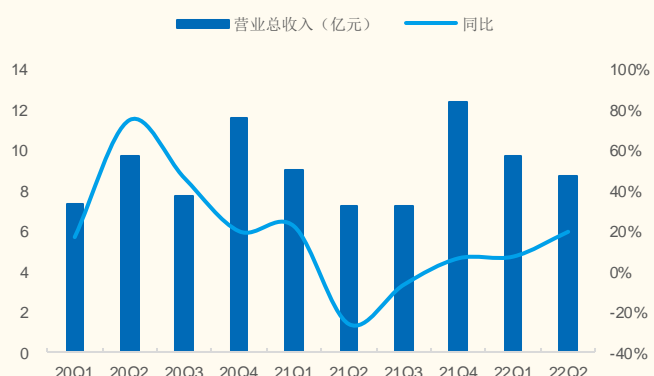
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 2: 21 年归母净利润承压同比下滑 34%



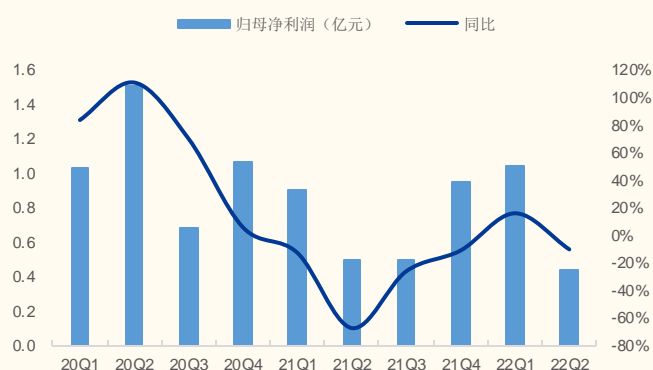
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 3: 20Q1-22Q2 公司营业总收入及同比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 4: 20Q1-22Q2 公司归母净利润及同比



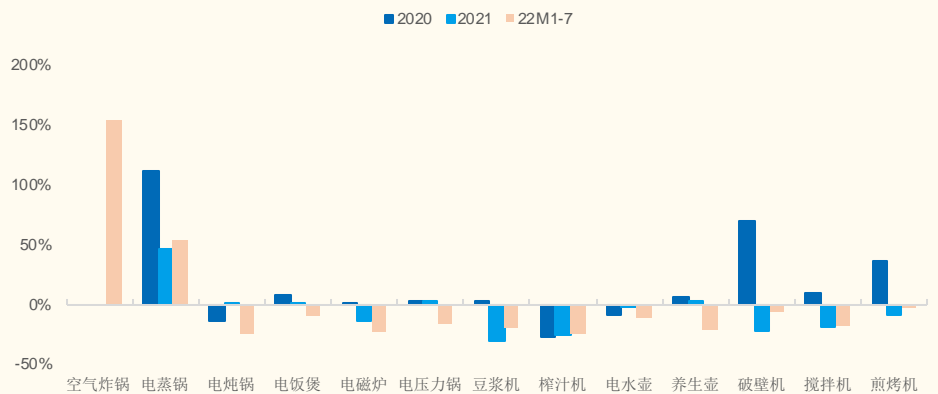
来源: 公司公告, 国金证券研究所

### 1.1 定位: 21 年行业景气趋弱, 头部品牌正面竞争

经历过 20 年市场繁荣后, 厨小电行业景气度趋弱, 多数品类表现有所承压。20 年疫情推动居家烹饪需求释放, 厨小电尤其新兴品类线上迎来快速增长, 奥维云网数据 20 年线上厨小电多数品类均实现增长, 其中破壁机 (+69%)、煎烤机 (+36%) 销额表现优异; 繁荣过后的 21 年受部分需求透支及高基数的影响, 厨房小家电行业景气度趋于弱势, 20 年崛起火热的品类多数有所承压 (破壁机-22%, 煎烤机-9%)。22 年以来疫情影响厨房小家电线上销售运输, 除空气炸锅与电蒸锅外多数品类表现仍略显疲软。



图表 5: 21 年以来国内线上厨小电多数品类表现较为疲软



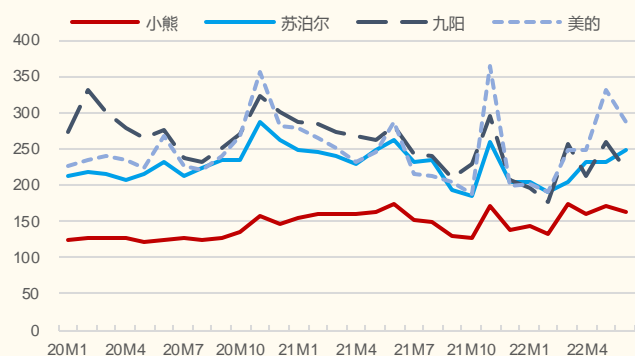
来源：奥维云网，国金证券研究所

20 年厨小电的繁荣吸引了众多品牌入局，长尾市场趋于同质化竞争。20 年线上渠道长尾品类持续热销，头部品牌苏泊尔、九阳、美的亦开始重视长尾品类，但在长尾品类上多选择代工企业外协生产。另外厨小电的繁荣吸引了众多小品牌的布局，奥维云网数据显示 20 年小家电零售品牌数量明显攀升，但 21 年竞争环境激烈+原材料压力，市场亦出清部分中长尾品牌。

图表 6: 20 年厨小电市场零售品牌数量明显攀升

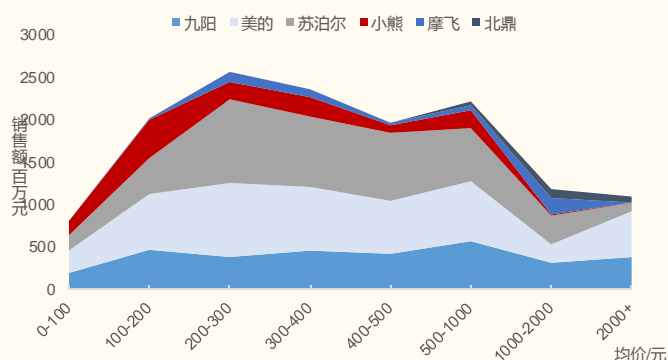


图表 7：线上淘系厨房小家电主要品牌均价（元）



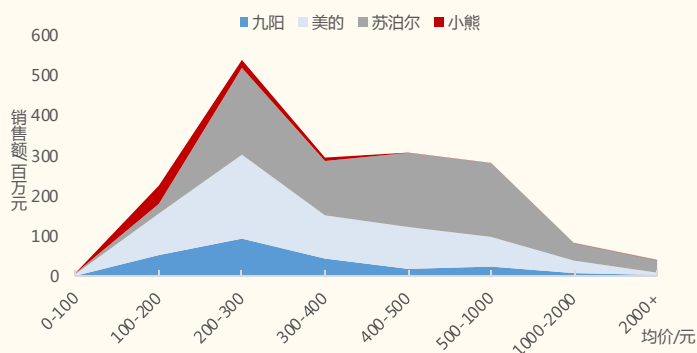
来源：炼丹炉，国金证券研究所

图表 8：淘系厨房小家电小熊主要聚焦性价比价位段



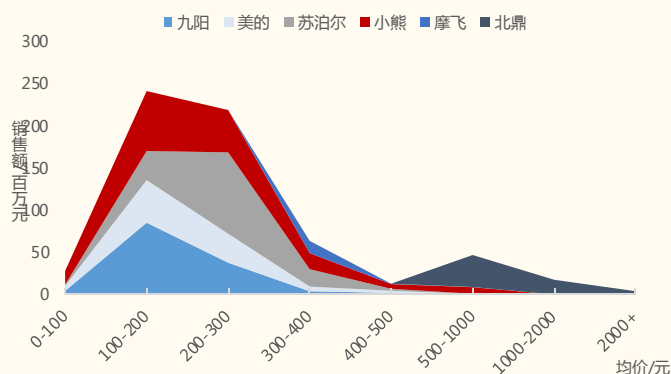
来源：炼丹炉，国金证券研究所；备注：统计 21 年 7 月至 22 年 6 月销售额

图表 9：淘系电饭煲品类小熊品牌聚焦 100-300 元价位



来源：炼丹炉，国金证券研究所；备注：统计 21 年 7 月至 22 年 6 月销售额

图表 10：淘系养生壶品类小熊品牌聚焦 100-300 元价位



来源：炼丹炉，国金证券研究所；备注：统计 21 年 7 月至 22 年 6 月销售额

## 1.2 管理半径：创意长尾品类众多，SKU 管理面临难题

小熊定位创意小家电，每年保持快速上新速度，目前产品超 60 个品类，500 多款型号。小熊以酸奶机起家，发展至今覆盖厨房小家电、生活小家电和其他小家电，产品超 60 个品类，已基本覆盖各类主流刚需与长尾创意小家电产品。目前小熊在长尾品类优势突出，煮蛋器、酸奶机、电热饭盒、电烤炉、打蛋器、吐司机等品类份额居前。

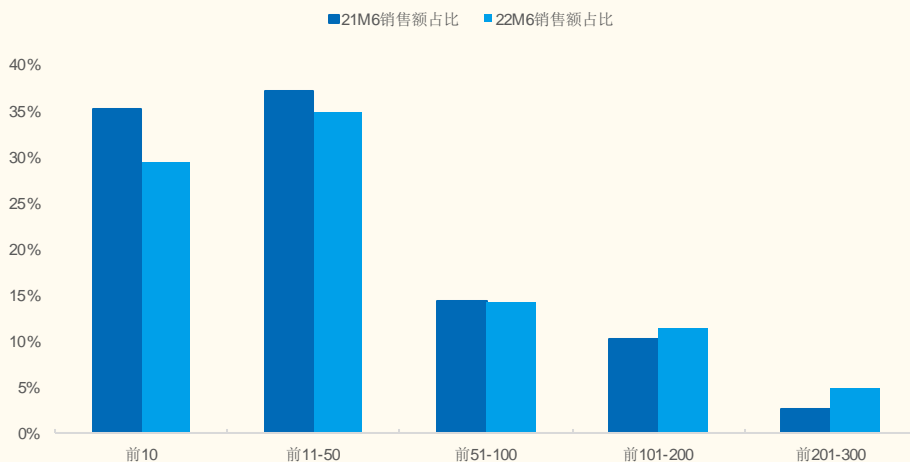
图表 11：小熊电器覆盖厨房、生活、个护与母婴用品



来源：天猫小熊官方旗舰店，国金证券研究所

过往依靠细分长尾扩张增长，繁荣过后 SKU 管理难题显现。以往公司注重推新速度，每年保持 100 余款新品推出，目前公司年度营收规模已突破 36 亿元，有 500 余款产品对外销售，多 SKU 下资源分配难度更高，管理难题显现。21 年公司开始注重单产品的产出效益，对无效益的 SKU 进行价值管理与精简。根据炼丹炉数据显示，21 年 6 月小熊天猫旗舰店内热销的前十款产品销额贡献超 35%，前 200 款销额占比高达 97%，部分产品 SKU 效益贡献相对弱势，但管理上仍耗费较多精力，目前公司已进行组织架构调整理顺权责关系，应对 SKU 管理难题。

图表 12：小熊电器官方旗舰店热销前 200 款产品销额占比超 90%



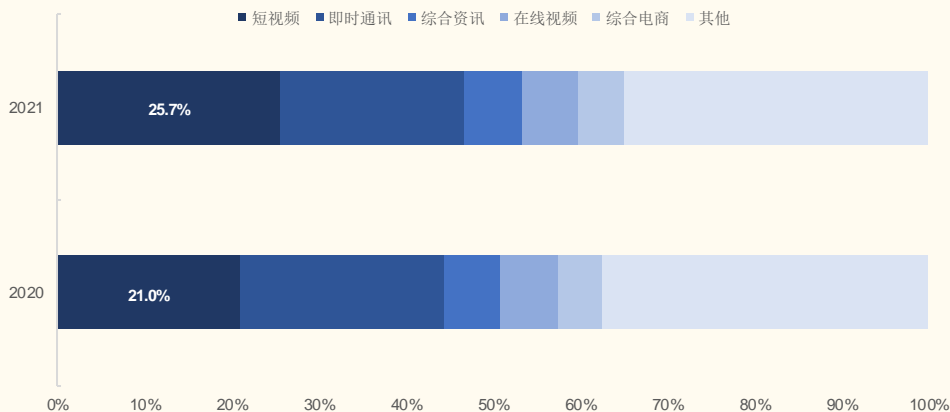
来源：炼丹炉，国金证券研究所

### 1.3 渠道红利：传统渠道流量趋稳，抖音布局尚未放量

近年来传统电商渠道流量趋于平稳，而内容电商快速兴起，其中抖音依托海量用户规模+强用户粘性具备较好的电商业务发展基础，21 年以来抖音加强电商业务布局，明确兴趣电商定位，电商业务迎来快速爆发增长。22 年以来抖音延续高增趋势，国金数字未来实验室显示 22Q1 抖音电商渠道成交额同比 133%，表现明显领先于其他主要电商渠道。

小熊淘系品牌出身，淘系流量红利见顶影响线上表现。传统电商流量红利消退，淘系平台表现相对弱势，小熊过往依靠众多长尾细分产品占据渠道搜索位置获取用户流量的优势有所削弱，21 年线上销售表现有所承压，小熊亦加速谋求渠道与产品的改变。

图表 13：互联网各细分行业用户使用总时长占比

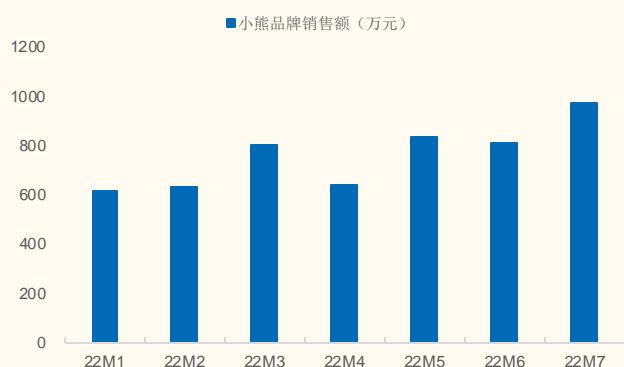


来源：Quest Mobile，国金证券研究所



小熊顺势布局抖音，短期贡献相对有限，尚未明显放量，但经验积累、玩法逐步成熟。此前小熊在抖音主要以营销推广投放、链转外部电商平台为主，随着抖音加大扶持力度及公司完善渠道布局考虑，21年开始小熊顺势加码抖音渠道。目前小熊在抖音渠道以自播为主，热销产品主要为空气炸锅、电煮锅等产品，抖音兴趣电商的逻辑下对选品有较高要求，公司亦在逐步摸索平台模式打法，并推出适配渠道的产品。目前短期来看，公司抖音渠道的收入贡献仍相对较低（预计小个位数），但作为新渠道抖音增速迅猛，公司的投入有望完善渠道布局，亦有望贡献一定的收入增量。

图表 14：抖音电商小熊品牌运营渐入佳境



来源：蝉妈妈，国金证券研究所

图表 15：抖音渠道小熊近 90 天热销产品榜单



来源：蝉妈妈，国金证券研究所

## 2. 市场困扰：厨房小家电还有多少空间？

### 2.1 第三消费个性化需求凸显，对企业提出更高要求

我们参考《第四消费时代》的做法，将中国消费社会划分为三个阶段，通过对比认为目前我国正处于第三消费社会早期，基本消费逻辑与日本当时非常相似，即开始重视个人，注重更高的物质享受以及精神需求，追求个性化。而小家电恰好是满足个性化需求、提高生活品质的重要产物，小家电的成长才刚刚开始。

- ✓ **第一消费社会（1949-1985）：**探索初期，波动较大。人口增速较高，大家庭占比高，居民消费逻辑上重视国家，一线城市率先消费；
- ✓ **第二消费社会（1985-2015）：**中国经济进入高速增长期，平均实际增速约10%，处于基础消费品保有量大幅提升、大量消费、批量生产的阶段。居民消费逻辑转向重视家庭，满足物质需求为先，偏大众化消费；
- ✓ **第三消费社会（2015 年至今）：**中国经济趋于稳定增长，平均实际增速约6.7%。个性化、小型化、精神需求、品质消费走上消费历史舞台，小众细分逐步取代大众化。

图表 15: 中国消费社会模型 vs 日本

日本				中国				中日差异分析	
	起点	终点	状态	起点	终点	状态			
	1912	1941		1949	1985				
第一消费社会	GDP增速	1912 1941	平均4%, 波动较大	1949 1982	平均7%, 波动较大	中国略高于日本且后期趋稳			
	人均GDP	1912 1941	<\$100	1949 1981	<\$200				
	第一产业占比	1912 1941	35→20%	1949 1985	50→28%				
	第二产业占比	1912 1941	25→40%	1949 1980	20%→48%				
	第三产业占比	1912 1941	40%	1949 1984	30%				
	人口	1912 1941	增加, 增速1~1.5%	1949 1975	增加, 增速2~3%	中国建国后鼓励生育导致人口增速更高			
	一线人口占比	1912 1941	8%	1949 1985	8%				
	出生率	1912 1941	3~3.5%	1949 1981	3~4%				
	老年人口占比	1912 1941	5%	1949 1985	4.5%				
	城镇化率	1912 1941	<40%	1949 1985	<25%	中国作为农业大国, 城镇化慢于日本; 统计受户籍制度影响			
第二消费社会	家庭结构	1912 1941	>60%	1949 1985	>65%	中国城镇化慢导致家庭占比更高			
	大家庭	1912 1941	30%	1949 1985	30%				
	核心家庭	1912 1941	<6%	1949 1985	<4%				
	独居	1912 1941	<1%	1949 1985	<0.4%				
	离婚率	1912 1941		1949 1985					
	价值观	1912 1941	重视国家	1949 1985	重视国家				
	消费观	1912 1941	一线城市率先消费	1949 1985	一线城市率先消费				
	消费观	1912 1941	一线城市率先消费	1949 1985	一线城市率先消费				
	消费观	1912 1941	一线城市率先消费	1949 1985	一线城市率先消费				
	消费观	1912 1941	一线城市率先消费	1949 1985	一线城市率先消费				
第三消费社会	GDP增速	1945 1974	平均9%, 高速增长	1985 2015	平均10%, 高速增长	中国略高于日本			
	人均GDP	1945 1974	\$100→6000	1985 2015	\$200→8000				
	第一产业占比	1945 1974	20→6%	1985 2015	28→8%	中国人口红利致工业化程度高于日本			
	第二产业占比	1945 1974	稳定在30~35%	1985 2015	稳定在40~50%				
	第三产业占比	1945 1974	45→60%	1985 2015	30→50%				
	人口	1945 1974	增加, 增速1~1.5%	1976 2005	增加, 增速0.6~1.5%				
	一线人口占比	1945 1974	5%→10%	1986 2015	8%→11%	中国1982年开始计划生育			
	出生率	1945 1974	3.5→2%	1982 2015	2.2→1.2%				
	老年人口占比	1945 1974	5%→8%	1985 2015	5%→10%	中国作为农业大国, 城镇化慢于日本; 统计受户籍制度影响			
	城镇化率	1945 1974	35%→70%	1985 2015	20%→55%				
第四消费社会	家庭结构	1945 1974		1985 2015	60→20%	改革开放催生更多核心家庭			
	大家庭	1945 1974	50→20%	1985 2015	30→65%	中国改革开放后, 女性就业率远高于日本			
	核心家庭	1945 1974	40→60%	1985 2015	6→15%				
	独居	1945 1974	10→20%	1985 2015	0.4→2.8%				
	离婚率	1945 1974	0.7~1%	1985 2015					
	价值观	1945 1974	重视家庭	1985 2015	重视家庭				
	消费观	1945 1974	满足物质需求, 从0到1, 大众化	1985 2015	满足物质需求, 从0到1, 大众化				
	消费观	1945 1974	满足物质需求, 从0到1, 大众化	1985 2015	满足物质需求, 从0到1, 大众化				
	消费观	1945 1974	满足物质需求, 从0到1, 大众化	1985 2015	满足物质需求, 从0到1, 大众化				
	消费观	1945 1974	满足物质需求, 从0到1, 大众化	1985 2015	满足物质需求, 从0到1, 大众化				

来源: 国金证券研究所

图表 16: 第三消费时代需求端注重个性化、品质化及小众化

时代	经济	指标	婴儿潮一代	婴儿潮二代	婴儿潮三代 (8590后)	Z世代 (95后)
主流价值观			政治的, 理论的	理论的, 经济的	经济的, 审美的	审美的, 社会的
			思想保守传统	注重理想, 渴望成功, 物质主义	崇尚个性, 追求自我, 物质主义	有想法有创意, 敢于表达自我
第一消费社会 (1949-1985)	经济	年龄段	1950-1954出生			
	起步	生活状态	生于大家庭, 条件艰苦			
	消费					
	改革	年龄段	青少年	1962-1973出生		
	开放	生活状态	经历文革、改革开放等	生于大家庭, 条件艰苦		
	消费		“三转一响”			
	经济	年龄段	中年	青少年	1986-1995出生	
	高增	生活状态	努力奋斗, 见证繁荣	放开高考, 改革开放, 迁徙创业 (农村→城市)	生于核心家庭	
	消费	基础耐用品	基础耐用品	基础耐用品	家里第一次买家电	
	全球	年龄段	中老年	中年	青少年	1995-2005出生
第二消费社会 (1985-2015)	第二	生活状态	和子女同住	组建核心家庭; 物质主义, 消费欲望强	去大城市求学、迁移 (城市→一线城市), 见证互联网兴起, 消费欲望强	生于核心家庭, 生于互联网时代
	消费	高阶耐用品	高阶耐用品	高阶耐用品	追求大众化名牌消费	家里应有尽有
	经济	年龄段	老年	中老年	中年	青年
	趋稳	生活状态	和子女同住	夫妻居住, 积蓄给孩子买房, 物质主义	女性独立, 未婚倾向, 独居倾向, 购房压力大 (6个钱包), 消费欲望强	女性独立, 未婚倾向, 独居倾向, 追求精神, 不再一味渴望经济增长, 回归二线城市, 注重品质生活
	消费	品质消费, 健康消费	品质消费, 细分消费, 注重颜值	品质消费, 细分消费, 注重颜值	注重颜值、个性化, 品质消费, 细分消费, 精神需求	消费欲望强烈, 追求小众化, 精神需求, 注重个性

来源: 国金证券研究所

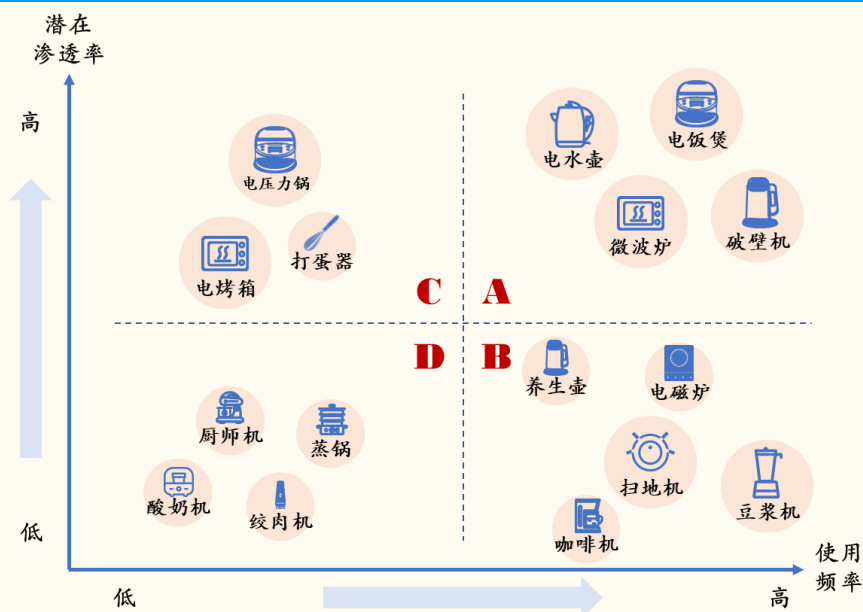
## 2.2 短期疲软不改成长属性, 厨房小家电空间充足

21 年小家电表现疲软并未打破长期成长属性, 长期来看小家电市场空间充足。

小家电细分品类众多，小熊目前专注长尾细分品类，我们根据潜在渗透率和使用频率将小家电品类划分为 ABCD 四类，市场空间测算的核心指标包括渗透率及更新周期，其中更新周期与使用频率相关（预计频率越高，更新周期越短），具体来看：

- ✓ A 类：高渗透率+高使用频率，常规意义的“大单品”，已发展较为成熟；我们假设 A 类成熟期渗透率为 80%，更新周期假设为 4 年；
- ✓ B 类：使用频率较高，随着经济发展或其他因素，未来有望成大单品，已存在一些细分单品龙头；我们假设 B 类成熟期渗透率为 30%，更新周期假设为 4 年；
- ✓ C 类：使用频率不高，但受众广、普适性强，潜在渗透率较高，有望成为“虽不常用、但家家必备”的品类，使用频率低决定其更新周期较长，复购的可能性较低，更多来自新增需求，是小熊重点关注的品类，但传统小家电龙头也多有涉足，竞争激烈；我们假设 C 类成熟期渗透率为 70%，更新周期假设为 7 年；
- ✓ D 类：属于长尾细分品类，兼具使用频率低和潜在渗透率低的特性，市场空间有限，传统小电龙头品牌涉足意愿相对较低，符合小熊发展战略的品类，预计小熊在 D 类品类有望取得较高的市场份额；我们假设 C 类成熟期渗透率 20%，更新周期假设为 7 年。

图表 17：基于潜在渗透率和使用频率的主流小家电类别划分



来源：国金证券研究所

### 小家电空间测算：

**前提：**根据炼丹炉数据（21 年 8 月-22 年 7 月）估算全渠道销量（假设全渠道\*60%=线上，线上\*50%=淘系平台），均价取炼丹炉均价，三方监测数据或存在偏离的情况。

**结论：**根据我们的测算，成熟期中国 3 亿户城镇家庭对应的小家电销量空间约为 10 亿台，近 1 年销量规模约为 6 亿台，对应销售额空间约为 4400 亿元，近 1 年销售额规模约为 1500 亿元，仍有较大增长空间。近 1 年的 1500 亿元规模中，A 类（大单品）为 523 亿元，其余规模合计约 1000 亿元均为小熊的主要收入来源，其中 D 类（长尾低频）仅 89 亿元，增长潜力较大，成熟期空间约为 283 亿元。

### 小熊空间测算：

**前提：**此前我们已分析 C 类和 D 类预计为小熊的主要品类，预计小熊在低渗透率、低使用频率的长尾品类（D 类）份额最高，重点布局的高量低频品类（C

类) 份额次之, 在较为成熟的高渗透率、高使用频率的大单品品类(A 类) 份额相对低, 具体我们假设小熊在 D 类品类销量份额达 30%, 在 C 类品类销量份额达 10%, 在 B 类和 A 类分别为 5%和 3%。

**结论:** 根据我们假设的成熟期小熊销量份额, 小熊的销量空间约为 8500 万台, 整体销量份额约 8%, 对应销售额空间约为 200 亿元。其中, D 类(长尾低频) 和 C 类(高量低频) 贡献突出, 分别约 63 亿元和 62 亿元。

根据小熊出货端收入/零售额约为 65%, 则可以得出结论: 小熊未来出货端年收入有望达 130 亿元, 其中现有品类年收入有望增至约 60 亿元, 该部分可认为确定性相对较强; 新品类扩张还有望为其带来 70 亿元的年收入增长空间, 由于新品类扩张的方向难以确定, 所以该部分相对具备一定的不确定性。

**图表 18: 小家电全中国城镇家庭用户市场空间测算**

一级类目	所属类别	品类名称	成熟期渗透率 预计	淘系行业 均价 (元)	更新 周期 (年)	广义市场(中国城镇家庭)					淘系小熊均 价/淘系行业 均价	小熊空间		
						成熟期保有 量预计 (万台)	成熟期年销 量预计(万 台)	近1年全渠道 销量估计 (万台)	成熟期年销售 额预计(亿 元)	近1年 销售额估计 (亿元)		小熊销量份 额估计	小熊销量 空间(万 台)	小熊销售 额空间(亿 元)
电热类	A	微波炉	80%	488	4	24000	6000	1146	293	56	1.01	3%	180	8.92
	B	电磁炉/陶炉	30%	201	4	9000	2250	2048	45	41	1.17	5%	113	2.65
	C	电烤箱	70%	452	7	21000	3000	766	136	35	0.42	10%	300	5.67
	C	饼铛/华夫饼机/薄饼	70%	158	7	21000	3000	1159	48	18	0.94	10%	300	4.47
	C	煮/蒸蛋器	70%	61	7	21000	3000	970	18	6	1.43	10%	300	2.61
	D	电热饭盒	20%	110	7	6000	857	439	9	5	1.07	30%	257	3.02
	D	酸奶机/酵素机	20%	99	7	6000	857	102	8	1	1.26	30%	257	3.20
	D	蔬菜机/豆芽机	20%	51	7	6000	857	39	4	0	2.74	30%	257	3.58
电动类	B	豆浆机	30%	301	4	9000	2250	630	68	19	0.94	5%	113	3.19
	A	破壁机	80%	490	4	24000	6000	1502	294	74	0.85	3%	180	7.47
	C	电动打蛋器	70%	73	7	21000	3000	550	22	4	0.95	10%	300	2.08
	D	绞肉机/碎肉宝	20%	30	7	6000	857	800	3	2	2.58	30%	257	1.96
	D	榨汁机/原汁机	20%	169	7	6000	857	1247	15	21	0.87	30%	257	3.80
	D	面条机	20%	494	7	6000	857	46	42	2	0.74	30%	257	9.43
西式类	D	多士炉/早餐机	20%	166	7	6000	857	111	14	2	0.63	30%	257	2.70
	B	咖啡机	30%	1541	4	9000	2250	278	347	43	0.13	5%	113	2.30
	D	厨师机/和面机	20%	1047	7	6000	857	106	90	11	0.39	30%	257	10.44
壶类	A	电热水壶/电水瓶	80%	100	4	24000	6000	6586	60	66	1.28	3%	180	2.31
	B	养生壶/煎药壶/养生壶	30%	125	4	9000	2250	2763	28	35	1.16	5%	113	1.63
锅煲类	C	电炖锅/煲汤锅/电炖盅	70%	154	7	21000	3000	1372	46	21	0.98	10%	300	4.54
	A	电饭煲	80%	213	4	24000	6000	4514	128	96	0.69	3%	180	2.64
	C	电压力锅	70%	308	7	21000	3000	1368	92	42	1.02	10%	300	9.44
	D	煮锅/台式电蒸箱/肠粉机	20%	277	7	6000	857	546	24	15	0.71	30%	257	5.08
	C	电热火锅/煎锅	70%	91	7	21000	3000	5014	27	46	1.49	10%	300	4.08
	C	空气炸锅	70%	307	7	21000	3000	2852	92	88	1.09	10%	300	10.03
	C	多功能料理锅/盘	70%	740	7	21000	3000	217	222	16	0.30	10%	300	6.61
日用类	B	食物垃圾处理机	30%	2060	4	9000	2250	50	464	10	0.10	5%	113	2.32
	B	饮水机	30%	202	4	9000	2250	628	45	13	2.28	5%	113	5.17
环境类	B	电动拖把/电动扫把	30%	635	4	9000	2250	60	143	4	1.09	5%	113	7.82
	B	空气净化器	30%	1116	4	9000	2250	513	251	57	0.63	5%	113	7.96
	B	扫地机器人	30%	2254	4	9000	2250	915	507	206	0.20	5%	113	5.07
	D	抽湿器/除湿器	20%	862	7	6000	857	337	74	29	0.90	30%	257	19.97
	A	吸尘器	80%	589	4	24000	6000	1833	353	108	0.42	3%	180	4.49
	C	加湿器	70%	154	7	21000	3000	1857	46	29	0.81	10%	300	3.73
个护类	A	电吹风	80%	166	4	24000	6000	7443	99	123	0.58	3%	180	1.74
	B	颈椎/腰椎按摩器	30%	294	4	9000	2250	1732	66	51	0.83	5%	113	2.76
	B	除螨仪	30%	298	4	9000	2250	1088	67	32	0.80	5%	113	2.68
	C	卷/直发器	70%	133	7	21000	3000	3800	40	51	1.58	10%	300	6.31
	C	理发器	70%	87	7	21000	3000	2293	26	20	1.06	10%	300	2.77
A类合计(大单品)			480%	227	4	144000	36000	23025	1228	523	1.12	3%	1080	28
B类合计(小众高频)			330%	477	4	99000	24750	10705	2031	511	0.74	5%	1238	44
C类合计(高量低频)			840%	169	7	252000	36000	22218	816	375	1.03	10%	3600	62
D类合计(长尾低频)			200%	236	7	60000	8571	3772	283	89	1.04	30%	2571	63
总计:			1850%	251	5	555000	105321	59720	4357	1498	0.92	8%	8489	197

来源: 炼丹炉, 国家统计局, 国金证券研究所

### 3. 求变的小熊: 持续战略精准前瞻



积极顺应市场变化，四次品牌定位跃升。面对多变的市场环境，公司积极求变，顺应市场趋势，具备快速捕捉市场且自适调整的能力，契合第三消费时代对企业的要求，具体来看：

- ✓ **2006年-2011年：分享健康未来。**初创期以酸奶机、煮蛋器等创意小家电为主，当期由于三聚氰胺等事件消费者尤为注重食品安全，且电商亦处于起步发展期，公司定位于分享健康未来并依托互联网销售开始渐成规模；
- ✓ **2012年-2017年：妙想生活。**电商发展趋于成熟，消费者注重品质生活，公司持续扩充创意产品数量；
- ✓ **2018年-2021年：萌家电。**多元差异需求凸显、颜值经济崛起，公司持续深挖消费者的多元需求，推出众多长尾品类并注重产品外观设计，此阶段公司保持快速拓新速度，每年推出 100 个左右的新品；
- ✓ **2022年新定位：年轻人喜欢的小家电。**电商流量趋于平稳，过往众多细分长尾产品占据搜索入口的优势削弱，过多产品数量提升管理难度，21 年厨小电行业景气度较为弱势。困境之下公司积极求变，22 年升级新定位致力成为年轻人喜欢的小家电品牌，相应产品端调整为精品化策略，更加注重产品的质感、设计、多元趋势等。

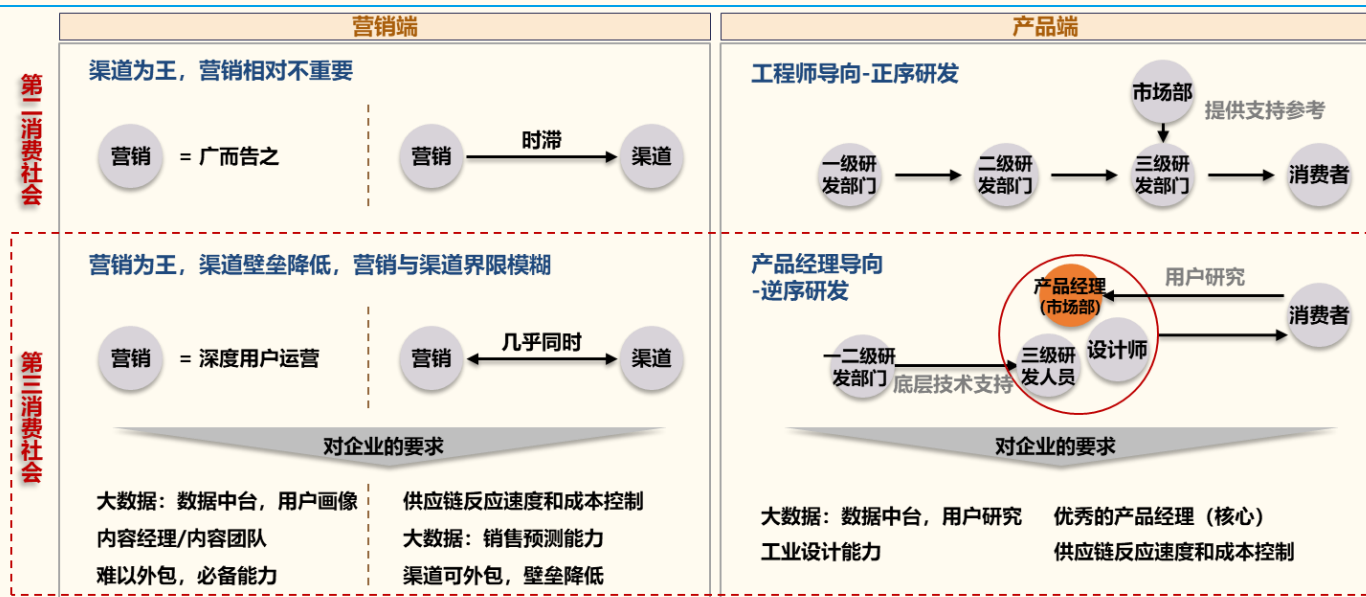
**图表 19：小熊电器品牌定位调整至年轻人喜欢的小家电**

2006年 分享健康未来	2012年 妙想生活	2018年 萌家电	2022年 年轻人喜欢的小家电
<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ <b>目标人群：80后</b>（新兴消费人群促使非主流产品需求增加）</li> <li>✓ 公司初创期以酸奶机、煮蛋器等创意小家电为主，当期由于三聚氰胺等事件消费者尤为注重食品安全，且电商亦处于起步发展期，公司定位于分享健康未来，并依托互联网销售开始渐成规模</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ <b>目标人群：85后</b>（年轻人更具消费力，新兴品类爆发，打蛋器，炖盅，早餐机，烤箱等）</li> <li>✓ 小熊品类超过50个，sku几百个，支撑小熊高速增长，</li> <li>✓ <b>1亿→10亿</b></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ <b>目标人群：90后</b>（颜值经济）</li> <li>✓ 多元差异需求凸显、颜值经济崛起，公司持续深挖消费者的多元需求，推出玉子烧日式煎蛋器等众多长尾品类并注重产品外观设计，此阶段公司保持快速拓新速度，每年推出100个左右的新品</li> <li>✓ <b>10亿→30亿</b></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ <b>目标人群：00后</b></li> <li>✓ 相应产品端调整为精品化策略，更加注重产品的质感、设计、多元趋势等。</li> <li>✓ <b>突破30亿门槛（定位瓶颈，管理瓶颈）</b></li> </ul>
<b>新品类需求起步</b>	<b>细分需求</b>	<b>情绪需求，个性化</b>	<b>需求导向 ★ 场景化，品质化，个性化</b>

来源：公司官方微信公众号，国金证券研究所



图表 17: 第三消费社会企业变革要求



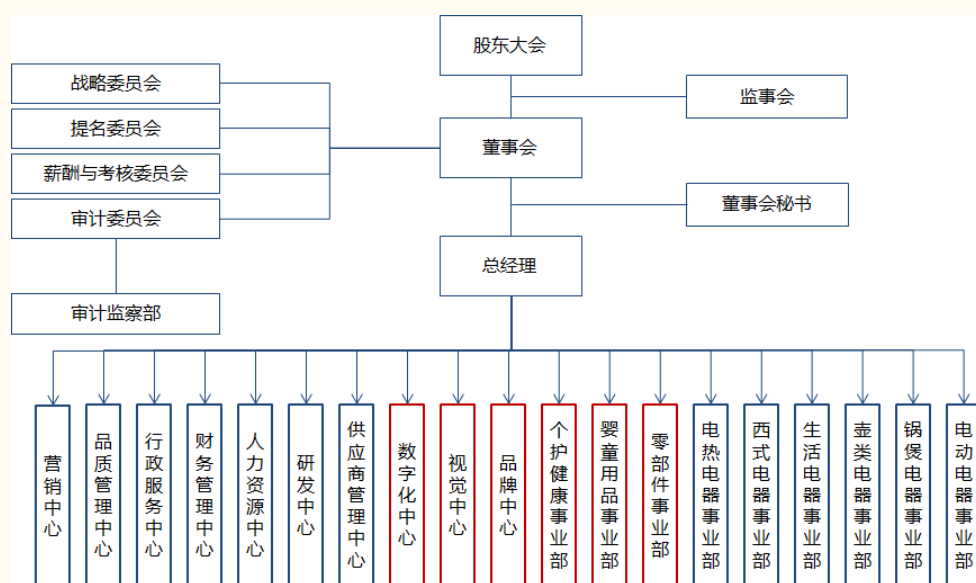
来源：国金证券研究所

### 3.1 组织架构：调整应对新阶段管理半径难题

**组织架构先行调整。**21 年 12 月公司为优化管理提升效率，对组织架构进行调整，本轮调整主要**新增“数字化中心”、“视觉中心”、“品牌中心”**，单设个护健康事业部、婴童用品事业部及零部件事业部等，由原先 6 个电器事业部+2 个产品项目部调整为 12 个电器事业部+6 个营销部等，进一步细化组织架构应对市场趋势变化。

此轮调整为公司品牌战略升级规划打好内部底层建筑，数字化中心突显公司对数字化能力构建的重视，视觉中心有助于更好助推产品精品化策略；6 个事业部调整为 12 个事业部，进一步重视加强婴童、个护等品类的拓展布局。

图表 20: 小熊电器组织架构



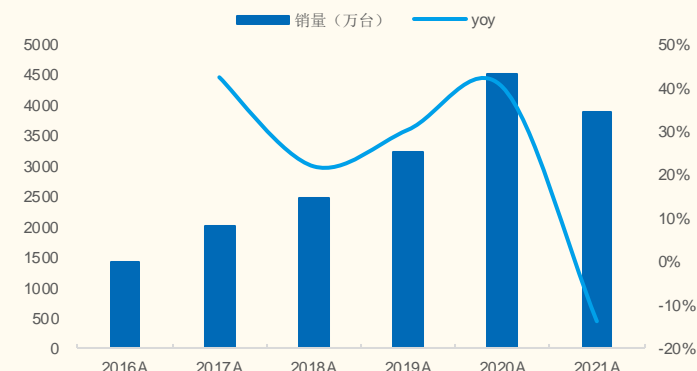
来源：公司公告，国金证券研究所

### 3.2 产品精耕：坚持创新多元产品，精品化趋势突显

**坚持多样化产品策略。**公司仍将坚持多样化产品策略，新定位下公司将更加关注年轻人。以人为中心洞察人的成长历程，挖掘人在成长历程中不同阶段的不同差异化需求，公司将关注年轻人场景探索，主要包括饮食场景、居家场景、办公场景、育儿场景、差旅场景等。

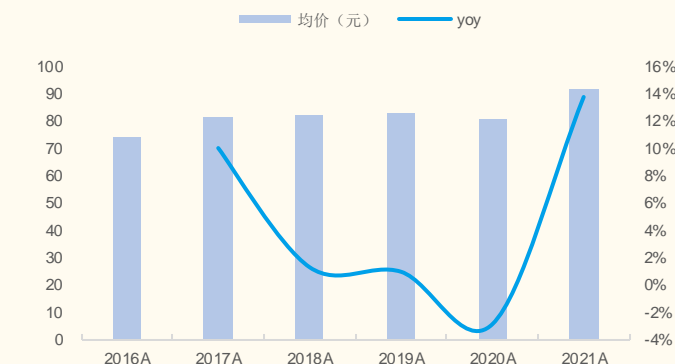
**产品精品化趋势显现。**公司以往追求产品上新速度与数量，在传统货架电商时代以更多入门款产品占据搜索位置、吸引用户流量；目前传统电商流量进入稳定期，公司对产品结构进行调整，放弃相对低质量产品的销售，精简产品的开发数量，向精品化方向靠拢，产品升级方面更加注重细节、精致程度与品质感，有助于产品均价提升。公告显示 2021 年公司报表端均价 92 元，同比+14%。

图表 21：21 年公司销量同比下滑 14%



来源：公司公告，国金证券研究所

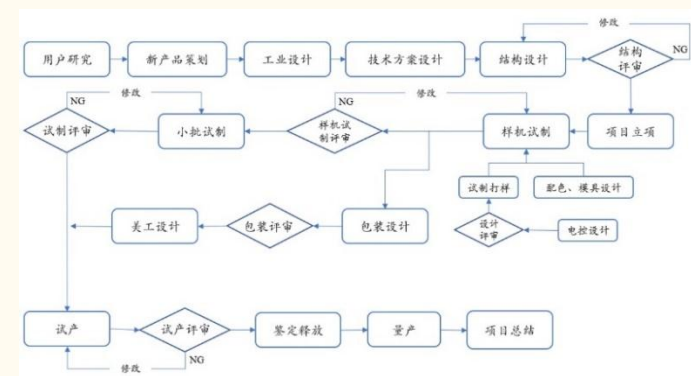
图表 22：21 年产品结构升级推动下均价提升 14%



来源：公司公告，国金证券研究所

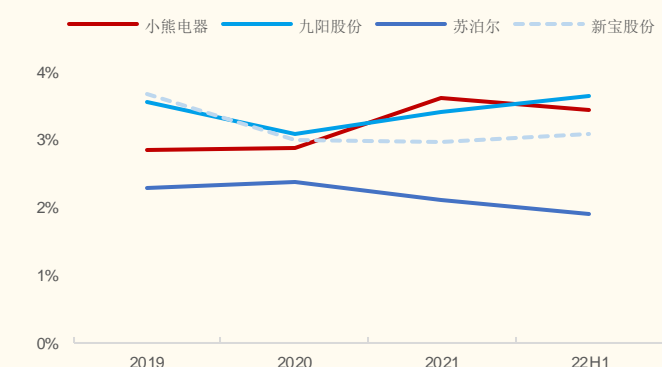
**加强研发投入，保持“用户中心”驱动创新优势。**公司研发主要以市场需求为导向，利用多年积累的客户网购数据，对客户人群属性、生活方式和产品属性偏好等进行多维分析，有效指导公司进行需求调研、市场分析、新产品研发、产品推广和改进。另近年来公司积极加码研发创新，22H1 公司研发投入占营收比重为 3.44%，领先于主要可比厨房小家电企业。

图表 23：公司研发流程图



来源：公司公告，国金证券研究所

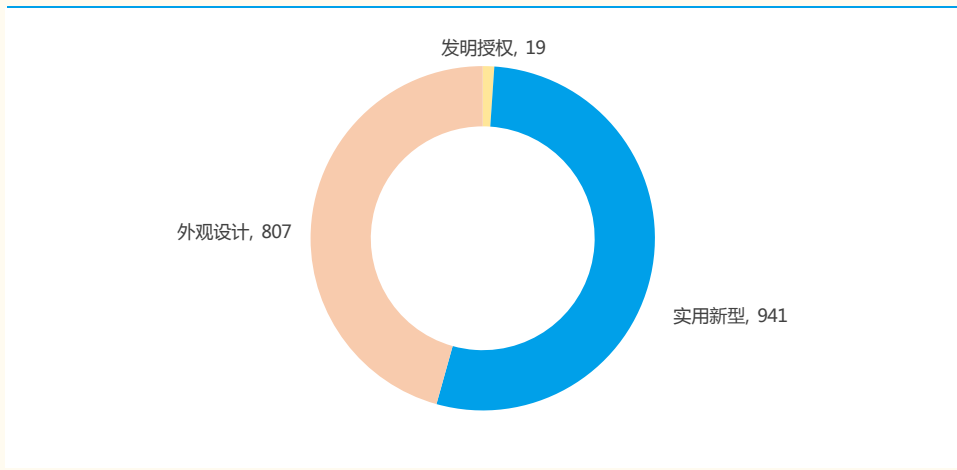
图表 24：2019-22H1 主要小家电公司研发费用率



来源：公司公告，国金证券研究所

**设计创新优势突出，为精品化策略奠定坚实基础。**公司向来注重产品设计创新能力的积累，国家知识产权局数据显示公司专利数超 1700 项（发明类统计发明专利授权），其中外观设计专利超 800 项，表明公司对产品颜值的重视。另外公司的设计能力获得业界的认可，研发设计方面具备较强优势，曾多次荣获“中国工业设计十佳创新型企业”、“中国设计红星奖”、“普拉格奖”、“AWE 艾普兰奖-产品奖”等国内知名设计奖项。

图表 25：小熊电器注重颜值、外观设计专利超 800 项



来源：国家知识产权局，国金证券研究所

### 3.3 供应链升级：构建精益制造优势，数字赋能提升效率

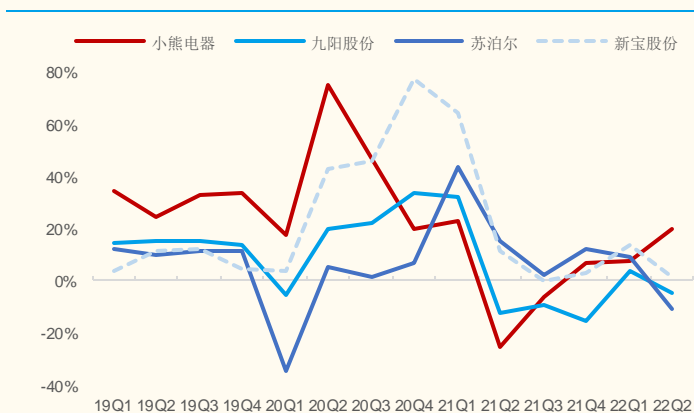
公司已经有五大智能生产基地、五大专业化工厂，更多服务于产品技术的专业性、产品品质的稳定性、供应链的快速反应能力。同时公司也打造了属于自己的零部件制造基地，已实现核心零部件的自制（提升深加工能力，过去是总装），有助于实现产品品质更高阶、更稳定的状态，亦支撑小熊精品化战略（产品性价比+精品属性兼具）。

**数字化赋能提升运营效率，加速产品创新。**21 年底的组织架构调整中公司单独设立数字化中心，目前已实现数字化工厂和整体业务链的全数字化、高效及精准运营。未来公司希望数据化持续赋能四个主要方向：1）消费者（通过数字化能力洞察消费者需求），2）经销商（提升精准营销能力，降低营运成本），3）生态合作伙伴（产业协同），4）供应商（高效协同，降本增效）。

### 3.4 曙光显现：新定位下小熊调整成效显著

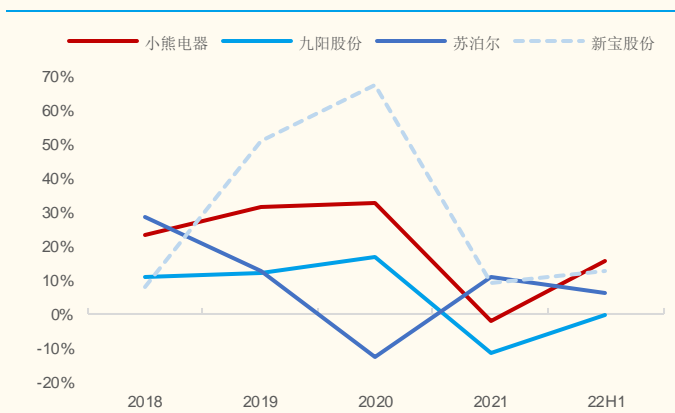
**破局成效逐步显现，22H1 经营质量提升。**22H1 公司调整后财报披露，经营质量有所提升。上半年公司实现营业收入 18.48 亿元，同比+13.1%，其中内销收入+15.7%，表现明显优于主要可比公司（九阳内销-0.3%，苏泊尔内销+6.3%，新宝内销+12.3%）。

图表 26：22Q2 小熊电器营收增速实现逆势加速



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 27：22H1 小熊电器内销收入增速领先主要可比公司

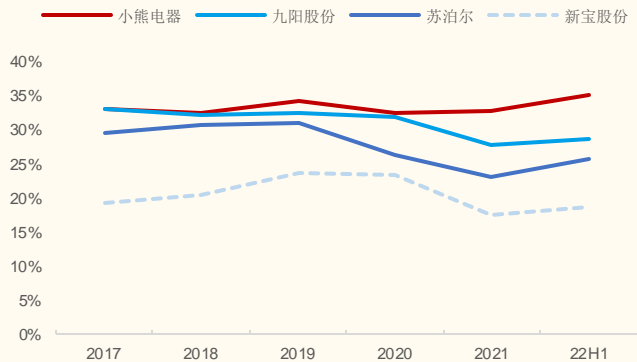


来源：公司公告，国金证券研究所

**调整顺畅，盈利能力如期修复。**随着公司产品精品化策略的推进及内部对经营效益的愈发注重，H1 公司的盈利能力如期修复。22H1 小熊电器毛利率 35.3%，

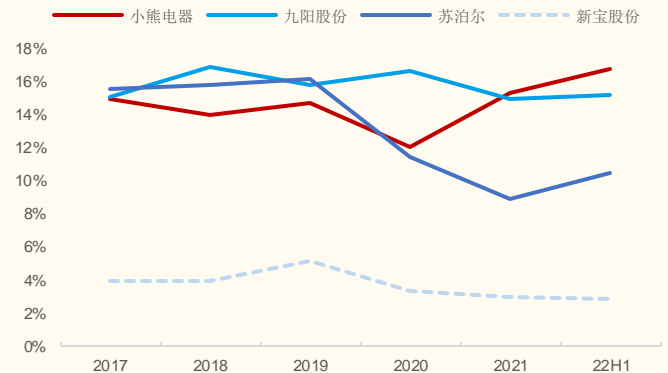
同比+0.9pct，亦领先主要可比公司，费率方面销售费率有所提升，管理、研发费率较为平稳，营业利润率 11.8% (+1.5pct)，盈利修复较为明显，但受火灾影响导致减少利润总额 0.34 亿元，使得净利率略有下降 (8.0%，-0.5pct)。

图表 28: 22H1 小熊电器毛利率有所恢复



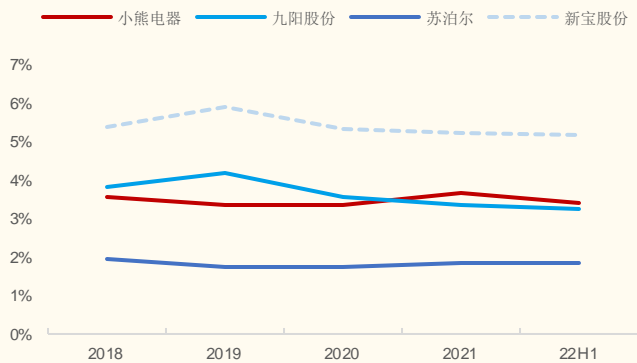
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 29: 22H1 小熊电器销售费用率提升明显



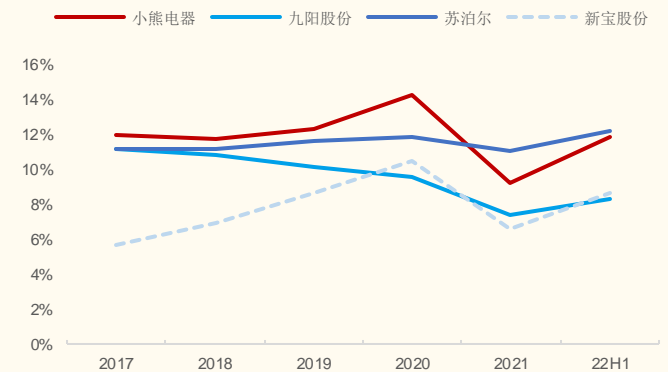
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 30: 22H1 小熊电器管理费用率较为平稳



来源：公司公告，国金证券研究所

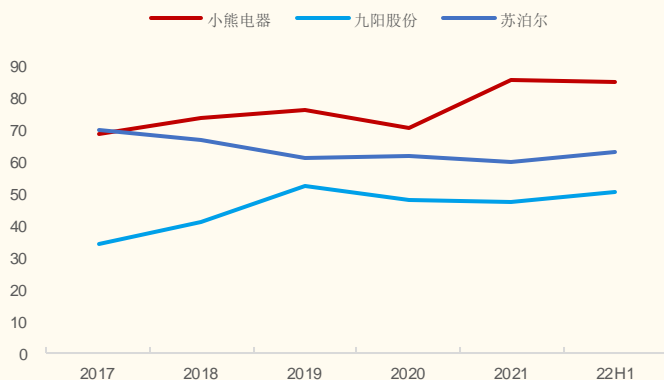
图表 31: 22H1 小熊电器营业利润率明显修复



来源：公司公告，国金证券研究所

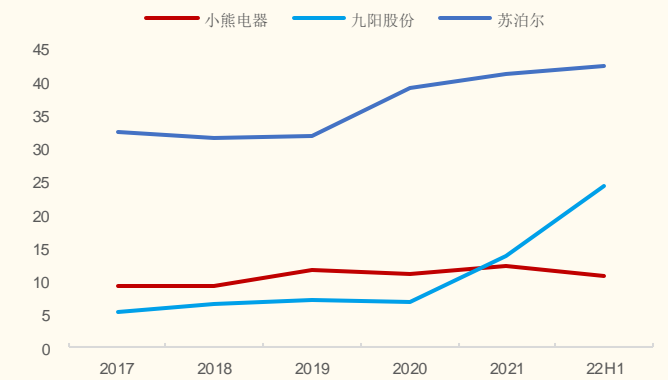
**经营提质，营运效率加速。**调整过后公司更加注重经营质量，22H1 公司营运效率改善明显，其中存货周转加快，周转天数 85 天 (21H1: 86 天)；应收账款周转加速，天数 11 天 (21H1: 16 天)；应付账款周转天数 46 天 (21H1: 39 天)，营运主要指标有所向好。

图表 32: 22H1 小熊电器存货周转加快



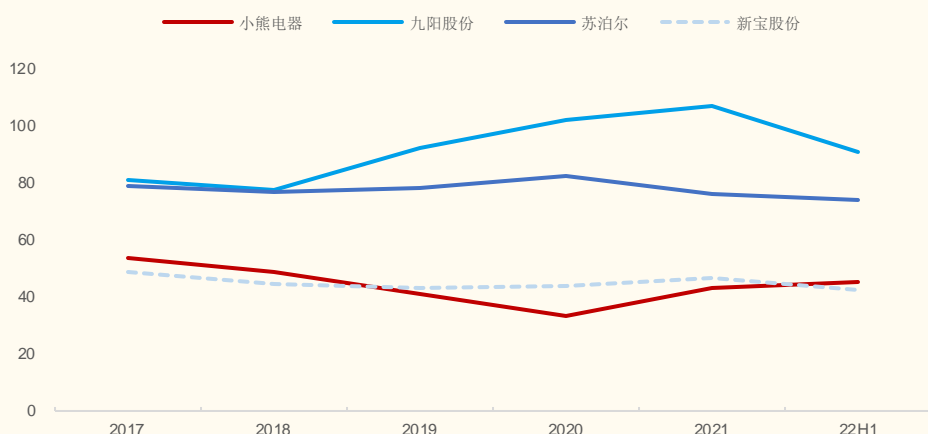
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 33: 22H1 小熊电器应收账款周转加快



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 34: 22H1 小熊电器应付账款周转天数增加

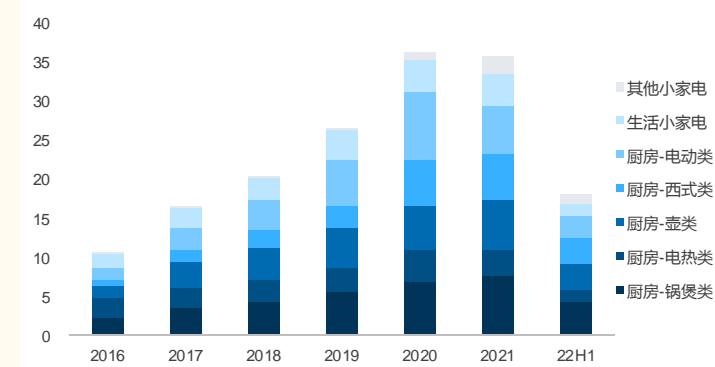


来源：公司公告，国金证券研究所

### 3.5 后续展望：原材料回落叠加调整成效，H2 盈利修复可期

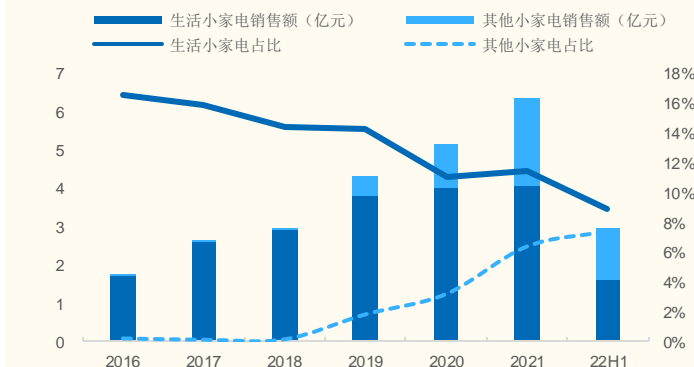
品类拓展逐步获效，非厨收入贡献提升。公司坚持多品类拓展战略，近年来公司加码布局母婴、个护健康品类，多元化拓展已初获成效，22H1 公司非厨类家电收入占比 16%，其中其他小家电收入 1.34 亿元，实现高速增长（同比 +67%），收入贡献提升明显（22H1：7%，同比+5pct）。

图表 35: 2016-22H1 公司主要细分品类销售额（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 36: 近年来公司非厨品类贡献提升

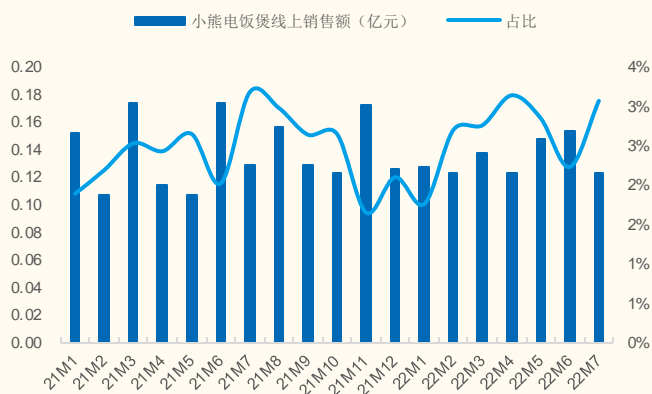


来源：公司公告，国金证券研究所

饭煲、水壶等品类拓展已显成效。2021 年公司加大主流品类的布局力度，希冀满足品牌消费者需求的同时为公司收入贡献一定增量。目前小熊电器天猫官方旗舰店内电饭煲 SKU 数约 19 款，价格区间在 109~399 元，其中店铺内热销型为迷你元气小饭煲，外观设计延续年轻化特色且容量设定偏向小容量家庭，契合小熊品牌消费者的需求偏好。目前公司饭煲、水壶等品类拓展已开始显现成效，奥维云网数据显示 22 年 1-7 月线上小熊品牌电饭煲和电水壶销售额分别达 0.94 亿元和 0.88 亿元，占该品类市场份额分别达 2.54% 和 5.17%。

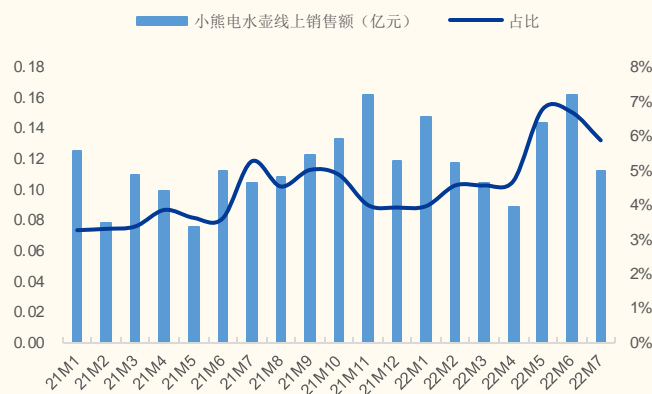


图表 37: 22 年 1-7 月线上电饭煲小熊销额占比 2.5%



来源: 奥维云网, 国金证券研究所

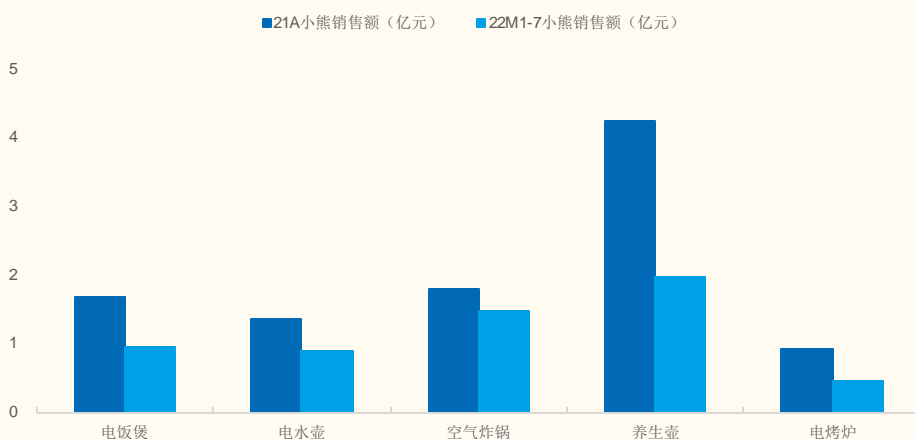
图表 38: 22 年 1-7 月线上电水壶小熊销额占比 5.2%



来源: 奥维云网, 国金证券研究所

小熊电饭煲、电水壶等主流品类收入贡献有望超部分优势长尾品类。小熊在电饭煲和电水壶等主流刚需品类的市场份额仍相对较低, 但收入贡献有望超过部分优势品类。奥维云网数据显示, 21 年线上小熊电饭煲和电水壶销售额分别 1.66 亿元和 1.34 亿元, 已超过电烤炉 (0.93 亿元) 等优势长尾品类。另公司招股说明书披露, 2018 年煮蛋器、电热饭盒、酸奶机等产品销售额约 1.3 亿元、1.0 亿元和 0.4 亿元, 若按所在类目电热类年增速估计, 21 年规模或均低于 1.6 亿元, 其中酸奶机或贡献约 0.5 亿元收入, 预计已低于电饭煲、水壶等品类贡献。

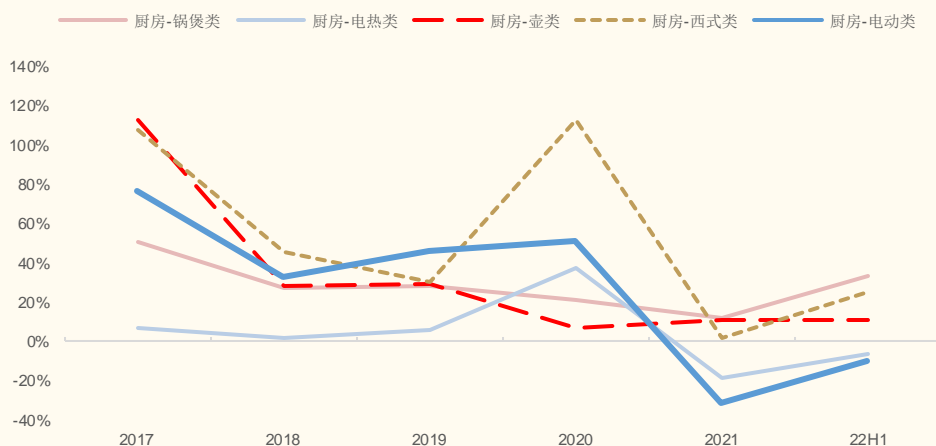
图表 39: 线上小熊品牌电饭煲、水壶等零售规模已超过部分优势长尾品类



来源: 奥维云网, 国金证券研究所

此前市场对小熊切入电饭煲等主流刚需品类存在部分质疑, 主要担忧主流刚需品类市场格局中美的、苏泊尔和九阳龙头地位已较为稳固, 小熊切入非优势领域获取份额的可能性。我们认为小熊切入电饭煲、水壶等刚需品类: 1) 契合公司创意多元的产品策略, 在产品设计上小熊从自身用户群体需求角度出发挖掘差异化需求, 为核心用户提供相匹配的产品; 2) 电饭煲等刚需品类市场充裕, 尽管小熊获取的份额相对较低, 但贡献的收入规模增量亦较为可观。22H1 公司锅煲类和壶类品类收入实现双位数增长, 预计亦受益于电饭煲水壶等刚需品类的拓展获效。

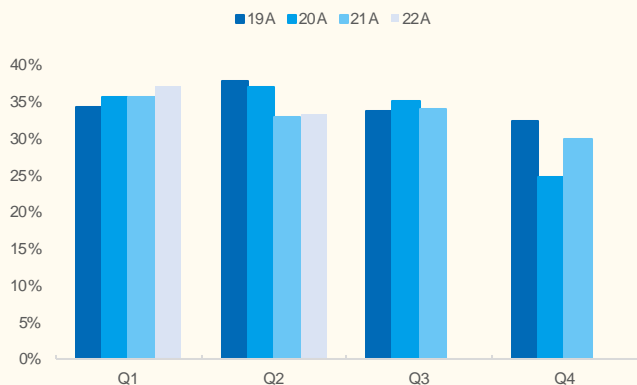
图表 40: 22H1 公司锅煲、西式、壶类品类收入同比增速较优



来源：公司公告，国金证券研究所

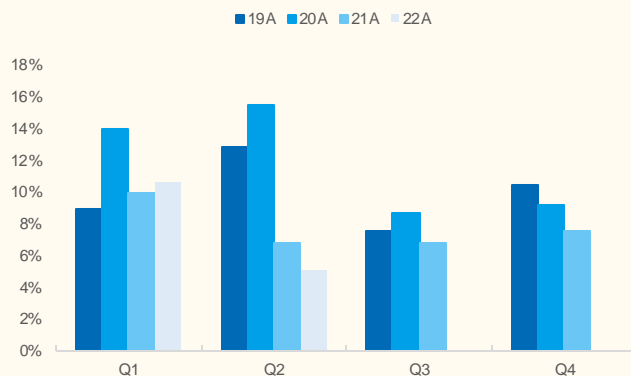
原材料扰动业绩承压，年内盈利修复可期。受行业景气度及原材料价格上涨影响，21Q2 开始公司经营表现明显承压，21Q2/Q3/Q4 公司净利率同比分别下滑 8.7、1.9 和 1.5pct。目前原材料价格已有所回落，22M7 铜、铝、钢和塑料的价格同比分别-17%、-6%、-28%和-3%，7 月底价格较年初分别-15%、-8%、-8%和-7%。随着原材料价格的回调、公司产品结构的升级及内部控费提效，年内盈利修复可期，22H1 公司经营已有恢复，营业利润率同比+1.5pct 提升至 11.8%。

图表 41: 分季度公司毛利率走势



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 42: 分季度公司净利率走势



来源：公司公告，国金证券研究所

#### 4. 盈利预测&投资建议

收入端：公司创意小家电龙头地位巩固，坚持多元化产品策略积极拓新，预计 22-24 年营收有望实现+16%、+18%、+15%的增长，具体来看：

- ✓ 积极加强非厨电器品类布局，我们预计未来生活小家电和其他小家电有望实现较好增长，其中生活电器：预计 22-24 年收入增速分别为+2%、+23%、+20%，其他小家电：受益于母婴个护品类的加码，预计 22-24 年收入增速分别为+50%、+35%、+28%；
- ✓ 厨房西式类：空气炸锅红利突出，推动西式类快速增长，预计 22-24 年收入增速分别为+25%、+20%、+15%；
- ✓ 厨房锅煲类和壶类受益于主流刚需的切入有望表现较优，预计 22-24 年锅煲类收入增速分别为+29%、+15%、+13%，壶类收入增速分别为+14%、+15%、+13%；

- ✓ 厨房电动类和电热类今年需求较为平淡，随着后续疫情趋缓有望复苏。我们预计 22-24 年电动类收入增速分别为-3%、+13%、+12%，电热类收入增速分别为 0%、+13%、+12%。

**费用端：销售费用率：**公司每年保持较高的推新频率，叠加小家电行业竞争较为充分，将持续加码营销投入，我们预计 22-24 年销售费率分别为 16.6%、17.2%、17.4%。**管理费用率：**公司规模扩张但同时注重费率管控，有望保持平稳态势，预计 22-24 年管理费率分别为 3.5%、3.5%、3.5%；**研发费用率：**公司仍将持续推出创新产品，后续研发费用率料将保持小幅提升，预计 22-24 年研发费率分别为 3.6%、3.8%、3.8%。

**利润端：**21 年受原材料价格上涨影响公司盈利承压较为明显，目前原材料价格有所回落且公司产品端推进精品化策略，业绩端表现有望优于收入端，预计 22-24 年净利率分别为 8.2%、8.9%、8.9%。

**图表 43：公司盈利预测拆分**

单位：百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>厨房电动类</b>					
收入（百万元）	865	597	577	652	730
yoy	51%	-31%	-3%	13%	12%
毛利率	35%	32%	34%	34%	34%
<b>厨房电热类</b>					
收入（百万元）	407	330	329	371	416
yoy	37%	-19%	0%	13%	12%
毛利率	36%	35%	36%	36%	36%
<b>厨房锅煲类</b>					
收入（百万元）	682	767	986	1,134	1,282
yoy	21%	13%	29%	15%	13%
毛利率	31%	31%	32%	32%	32%
<b>厨房壶类</b>					
收入（百万元）	563	628	713	820	927
yoy	7%	11%	14%	15%	13%
毛利率	32%	32%	31%	32%	32%
<b>厨房西式类</b>					
收入（百万元）	600	611	765	918	1,055
yoy	113%	2%	25%	20%	15%
毛利率	31%	32%	33%	33%	34%
<b>生活小家电</b>					
收入（百万元）	401	407	417	513	616
yoy	5%	1%	2%	23%	20%
毛利率	28%	31%	33%	33%	33%
<b>其他小家电</b>					
收入（百万元）	116	228	341	460	589
yoy	138%	96%	50%	35%	28%
毛利率	35%	43%	49%	49%	49%
<b>其他业务</b>					
收入（百万元）	25	39	52	58	64
yoy	34%	53%	34%	12%	10%
毛利率	26%	46%	48%	48%	48%
<b>营业总收入</b>					
收入（百万元）	3,660	3,606	4,180	4,927	5,679
yoy	36%	-1%	16%	18%	15%
毛利率	32.4%	32.8%	34.2%	34.7%	34.9%
<b>费用率</b>					
销售费用率	12.0%	15.3%	16.6%	17.2%	17.4%
管理费用率	3.4%	3.6%	3.5%	3.5%	3.5%
研发费用率	2.9%	3.6%	3.6%	3.8%	3.8%

来源：国金证券研究所

我们预计 2022-2024 年公司营业总收入分别为 41.80、49.27、56.79 亿元，同比分别+15.91%、+17.87%、+15.26%，预计 2022-2024 年归母净利润分别为 3.43、4.37、5.07 亿元，同比分别+20.93%、+27.58%、+16.07%。当前股价对应 2022-2024 年 PE 分别为 24x、19x、16x。我们选取九阳股份等主要小家电企业作为可比公司并参考历史估值，给予公司 2022 年 28 倍 PE 估值，对应目标价 62.0 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

**图表 44：主要可比公司估值表**

公司名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)					PE (X)			
			2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
苏泊尔	45.97	372	18.5	19.4	22.2	25.3	28.5	19.1	16.8	14.7	13.0
九阳股份	15.94	122	9.4	7.5	8.1	9.3	10.5	16.4	15.0	13.1	11.6
新宝股份	19.18	159	11.2	7.9	11.0	12.7	14.5	20.0	14.5	12.5	10.9
平均								18.7	15.8	13.8	12.2
小熊电器	53.48	83	4.3	2.8	3.4	4.4	5.1	29.4	24.3	19.1	16.4

来源：wind，国金证券研究所；备注：PE 采用 2022 年 9 月 1 日收盘价计算

## 5. 风险提示

**新品表现不及预期：**公司持续推出创新产品，存在新品拓展及销售表现不及预期的风险；

**行业竞争加剧风险：**随着众多新加入者进入行业，可能存在竞争加剧致使收入增长不及预期，利润率降低的风险；

**原材料价格大幅上涨风险：**原材料价格大幅上涨将带来明显的成本压力。



**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	2,688	3,660	3,606	4,180	4,927	5,679
增长率		36.2%	-1.5%	15.9%	17.9%	15.3%
主营业务成本	-1,767	-2,473	-2,424	-2,749	-3,220	-3,697
%销售收入	65.7%	67.6%	67.2%	65.8%	65.3%	65.1%
毛利	921	1,187	1,182	1,431	1,708	1,982
%销售收入	34.3%	32.4%	32.8%	34.2%	34.7%	34.9%
营业税金及附加	-15	-23	-17	-19	-23	-26
%销售收入	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-396	-440	-553	-696	-849	-988
%销售收入	14.7%	12.0%	15.3%	16.6%	17.2%	17.4%
管理费用	-90	-123	-131	-147	-174	-200
%销售收入	3.4%	3.4%	3.6%	3.5%	3.5%	3.5%
研发费用	-77	-105	-130	-151	-185	-216
%销售收入	2.8%	2.9%	3.6%	3.6%	3.8%	3.8%
息税前利润 (EBIT)	343	496	352	418	476	551
%销售收入	12.8%	13.5%	9.8%	10.0%	9.7%	9.7%
财务费用	1	15	16	14	15	23
%销售收入	0.0%	-0.4%	-0.5%	-0.3%	-0.3%	-0.4%
资产减值损失	-14	-30	-70	-20	-3	-3
公允价值变动收益	-9	-1	-1	0	0	0
投资收益	5	26	33	24	26	26
%税前利润	1.6%	5.1%	10.0%	6.0%	5.1%	4.4%
营业利润	332	520	334	436	514	597
营业利润率	12.3%	14.2%	9.3%	10.4%	10.4%	10.5%
营业外收支	0	-2	-4	-33	0	0
税前利润	332	518	330	403	514	597
利润率	12.4%	14.2%	9.1%	9.6%	10.4%	10.5%
所得税	-64	-90	-46	-60	-77	-90
所得税率	19.2%	17.4%	14.0%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	268	428	283	343	437	507
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	268	428	283	343	437	507
净利率	10.0%	11.7%	7.9%	8.2%	8.9%	8.9%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	268	428	283	343	437	507
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	66	101	189	103	98	108
非经营收益	2	-24	-19	8	-26	-26
营运资金变动	70	702	-283	11	99	119
经营活动现金净流	406	1,208	171	465	607	709
资本开支	-224	-307	-425	-244	-185	-155
投资	0	-1	-6	0	0	0
其他	-775	-397	119	24	26	26
投资活动现金净流	-999	-704	-312	-220	-159	-129
股权募资	954	0	18	14	0	0
债权募资	-11	0	0	0	0	0
其他	-58	-365	-29	-138	-176	-204
筹资活动现金净流	886	-365	-12	-124	-176	-204
现金净流量	293	136	-154	121	273	376

来源：公司年报、国金证券研究所

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	592	974	670	787	1,057	1,430
应收款项	150	154	134	149	176	202
存货	432	532	616	643	753	865
其他流动资产	818	1,287	1,182	1,189	1,200	1,208
流动资产	1,992	2,946	2,602	2,768	3,185	3,705
%总资产	78.7%	79.8%	71.9%	70.7%	71.9%	74.1%
长期投资	1	2	8	8	8	8
固定资产	320	503	643	752	831	871
%总资产	12.6%	13.6%	17.8%	19.2%	18.8%	17.4%
无形资产	205	224	337	355	367	379
非流动资产	540	745	1,015	1,148	1,242	1,296
%总资产	21.3%	20.2%	28.1%	29.3%	28.1%	25.9%
资产总计	2,532	3,692	3,617	3,916	4,427	5,001
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	616	1,387	1,313	1,360	1,569	1,802
其他流动负债	248	329	223	254	294	330
流动负债	865	1,716	1,536	1,615	1,863	2,132
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	3	3	12	13	13	13
负债	868	1,719	1,548	1,627	1,876	2,146
普通股股东权益	1,665	1,973	2,069	2,288	2,551	2,855
其中：股本	120	156	156	156	156	156
未分配利润	529	805	901	1,106	1,369	1,673
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	2,532	3,692	3,617	3,916	4,427	5,001

**比率分析**

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	2.235	2.744	1.812	2.197	2.803	3.253
每股净资产	13.873	12.646	13.222	14.668	16.350	18.301
每股经营现金净流	3.387	7.740	1.094	2.979	3.894	4.543
每股股利	1.000	1.200	0.600	0.879	1.121	1.301
回报率						
净资产收益率	16.11%	21.70%	13.70%	14.98%	17.14%	17.78%
总资产收益率	10.59%	11.60%	7.83%	8.75%	9.88%	10.15%
投入资本收益率	16.65%	20.75%	14.61%	15.51%	15.87%	16.41%
增长率						
主营业务收入增长率	31.70%	36.16%	-1.46%	15.91%	17.87%	15.26%
EBIT增长率	41.14%	44.38%	-29.04%	18.78%	14.05%	15.76%
净利润增长率	44.57%	59.64%	-33.81%	20.93%	27.58%	16.07%
总资产增长率	139.09%	45.79%	-2.02%	8.26%	13.05%	12.97%
资产管理能力						
应收账款周转天数	11.8	11.2	12.4	12.2	12.2	12.2
存货周转天数	77.0	71.1	86.4	88.0	88.0	88.0
应付账款周转天数	41.8	33.5	43.7	38.0	37.0	37.0
固定资产周转天数	18.6	28.0	54.2	49.3	41.8	35.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-82.42%	-110.33%	-85.26%	-82.20%	-84.33%	-88.40%
EBIT利息保障倍数	-397.6	-32.7	-21.4	-29.0	-30.9	-23.9
资产负债率	34.26%	46.56%	42.80%	41.55%	42.38%	42.90%

### 市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	12	15	25	37	90
增持	5	5	7	11	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.29	1.25	1.22	1.23	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

### 投资评级的说明：

买入：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 5%－15%；

中性：预期未来 6－12 个月内变动幅度在 -5%－5%；

减持：预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整,亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的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,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密,只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具,本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告,则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议,国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有,保留一切权利。

**上海**

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402