

2023年08月28日

小熊电器（002959.SZ）

公司快报

家电 | 小家电III

增持-B(首次)

投资评级

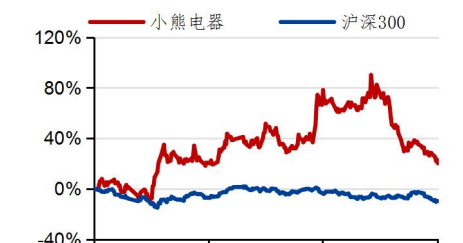
股价(2023-08-25)

60.00 元

交易数据

总市值（百万元）	9,394.32
流通市值（百万元）	9,386.02
总股本（百万股）	156.57
流通股本（百万股）	156.43
12个月价格区间	88.68/47.11

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-5.22	-23.02	33.65
绝对收益	-7.75	-26.91	24.5

分析师

吴东炬

 SAC 执业证书编号：S0910523070002
 wudongju@huajinsc.cn

报告联系人

王颖

 SAC 执业证书编号：S0910123080010
 wangying5@huajinsc.cn

相关报告

精品化策略卓有成效，营销加码拖累业绩

事件：公司发布 2023 年半年报。根据公告，23H1 公司实现营业收入 23.41 亿元，同比增长 26.68%，实现归母净利润 2.37 亿元，同比增长 59.66%，实现扣非后归母净利润 2.06 亿元，同比增长 30.90%；单季度来看，23Q2 公司实现营业收入 10.90 亿元，同比增长 25.11%，实现归母净利润 0.72 亿元，同比增长 62.96%，实现扣非后归母净利润 0.55 亿元，同比增长-6.86%。

投资要点

◆ **精品化战略持续见效，Q2 收入延续较快增长。**Q2 消费复苏进度减缓，小厨电行业整体有所承压，根据魔镜数据，Q2 小厨电天猫京东平台销额同比下降 15.1%，根据奥维云网全渠道推总数据，Q2 小厨电（包含咖啡机、电饭煲等 15 个品类）销额同比下降 9%；尽管行业竞争同步加剧，但公司借助于精品化战略，精简 sku、发力大单品、巩固长尾优势，最终实现逆势增长，Q2 整体收入同比+25.11%。从具体品类来看，根据奥维云网，23Q2 公司电饭煲/破壁机/电水壶线上份额分别为 3.2%/3.0%/8.6%，同比+0.5pct/+1.8pct/+2.4pct。上半年，公司电动类/电热类/锅煲类/壶类/西式电器分别同比+33.67%/+6.67%/+35.89%/+34.62%/-13.40%，生活小家电/其他小家电同比+43.63%/+86.64%，除西式电器外其余品类均有较好增长。分渠道来看，根据久谦中台，Q2 小熊品牌天猫平台销额同比增长 5.3%，京东同比增长 61.3%，抖音同比增长约 233%，抖音渠道增势迅猛、未来有望持续贡献增量，与此同时，公司积极开拓线下及海外销售渠道，23H1 海外收入同比+102.37%，长期有望打开新的增长空间。

◆ **Q2 营销投放加码，盈利能力略有承压。**23H1/Q2 公司毛利率为 37.71%/35.35%，同比提升 2.40pct/2.14pct，预计主要得益于产品结构优化、原材料价格下降等。Q2 公司营销费用投放加码，23Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别为 22.25%/4.70%/3.42%/-0.10%，同比+4.56pct/+0.83pct/-0.50pct/+0.70pct，销售费用率显著提升，主要由市场促销费增加所致；净利润端，23H1/23Q2 净利率为 10.11%/6.59%，同比+2.10pct/+1.55pct，但考虑到去年同期受到火灾影响，营业利润率或更能反映公司 Q2 盈利能力，根据财报，23Q2 营业利润率为 6.31%，同比下降 3.9pct，盈利能力有所承压。23H1/Q2 经营性净现金流为 2.22/0.12 亿元，较去年同期分别增长+18.5%/+141%。

◆ **投资建议：**公司精品化战略持续收效，基于较强的品牌力、产品力和研发设计能力，公司经营有望持续向好。预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 48.56/55.60/61.85 亿元，同比增长 17.9%/14.5%/11.2%，归母净利润 4.57/5.29/6.02 亿元，同比增长 18.2%/15.9%/13.7%，对应 EPS 分别为 2.92/3.38/3.84 元，首次覆盖，给予“增持-B”评级。

◆ **风险提示：**市场需求不及预期，新品表现不及预期，行业竞争加剧等。



财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,606	4,118	4,856	5,560	6,185
YoY(%)	-1.5	14.2	17.9	14.5	11.2
净利润(百万元)	283	386	457	529	602
YoY(%)	-33.8	36.3	18.2	15.9	13.7
毛利率(%)	32.8	36.4	37.3	38.3	39.0
EPS(摊薄/元)	1.81	2.47	2.92	3.38	3.84
ROE(%)	13.7	16.3	16.9	17.1	16.9
P/E(倍)	33.1	24.3	20.6	17.7	15.6
P/B(倍)	4.5	4.1	3.6	3.1	2.7
净利率(%)	7.9	9.4	9.4	9.5	9.7

数据来源：聚源、华金证券研究所

一、盈利预测

分业务来看：

- (1) 厨房小家电业务：公司积极推行精品化战略，精简 sku 提高经营效率，同时借助于差异化策略逐步发力电饭煲、破壁机、电水壶等大单品，实现份额和毛利率有效提升，预计 2023-2025 年厨房小家电业务收入增速分别为 12.29%、12.24%、8.48%，毛利率分别为 37.0%、38.0%、38.5%。
- (2) 生活小家电业务：包含加湿器、小型洗衣机、取暖器等，公司持续推出时尚、好用的创意小家电，新品驱动下该业务有望实现较快增长，预计 2023-2025 年生活小家电业务收入增速分别为 30%、15%、15%，毛利率分别为 33%、33.5%、34%。
- (3) 其他小家电业务：包含个护、母婴、净水小家电和厨具等，个护、母婴赛道成长性更优，公司凭借强大的品牌力和领先的创意设计能力，有望持续推出新品拉动收入增长，预计 2023-2025 年其他小家电业务收入增速分别为 65%、30%、25%，毛利率分别为 43%、44%、45%。

表 1：公司业绩拆分及盈利预测（百万元）

		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
厨房小家电	营业收入	3,117.21	2,933.30	3,363.05	3776.49	4238.54	4598.14
	YOY	39.26%	-5.90%	14.65%	12.29%	12.24%	8.48%
	毛利率	32.97%	32.21%	36.00%	37.0%	38.0%	38.5%
	占比	85.17%	81.34%	81.67%	77.76%	76.24%	74.34%
	电动类	营业收入	865.33	596.78	602.80	717.34	852.20
		YOY	51.09%	-31.03%	1.01%	19%	8%
		毛利率	34.94%	31.91%	38.16%	39.30%	40.30%
		占比	23.64%	16.55%	14.64%	14.77%	13.78%
	电热类	营业收入	406.62	330.03	318.28	334.20	360.93
		YOY	37.41%	-18.84%	-3.56%	5%	6%
		毛利率	35.69%	36.61%	40.28%	37.50%	38.50%
		占比	11.11%	9.15%	7.73%	6.88%	6.19%
	锅煲类	营业收入	681.84	767.47	1,004.69	1,205.63	1,525.12
		YOY	21.13%	12.56%	30.91%	20%	10%
		毛利率	30.76%	30.52%	35.61%	37.00%	39.00%
		占比	18.63%	21.28%	24.40%	24.83%	24.66%
	壶类	营业收入	563.12	627.87	752.60	903.12	993.43
		YOY	7.12%	11.50%	19.87%	20%	10%
		毛利率	32.28%	32.12%	35.25%	37.00%	38.50%
		占比	15.39%	17.41%	18.28%	18.60%	17.35%
	西式电器	营业收入	600.30	611.15	684.67	616.20	708.63
		YOY	113.48%	1.81%	12.03%	-10%	8%
		毛利率	31.45%	32.36%	33.50%	34.0%	34.5%
		占比	16.40%	16.95%	16.63%	12.69%	12.37%
生活小家电	营业收入	401.37	406.51	395.26	513.84	590.91	679.55

		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
	YOY	5.11%	1.28%	-2.77%	30%	15%	15%
	毛利率	27.81%	30.58%	35.96%	33.00%	33.50%	34.00%
	占比	10.97%	11.27%	9.60%	10.58%	10.63%	10.99%
其他小家电	营业收入	116.22	227.96	325.68	537.37	698.58	873.22
	YOY	137.89%	96.14%	42.87%	65%	30%	25%
	毛利率	35.22%	41.72%	41.39%	43.0%	44.0%	45.0%
	占比	3.18%	6.32%	7.91%	11.07%	12.57%	14.12%
其他业务	营业收入	25.15	38.57	33.71	28.66	31.52	34.05
	YOY	33.82%	53.39%	-12.59%	-15%	10%	8%
	毛利率	26.0%	46.3%	39.4%	46.8%	47.3%	48.0%
	占比	0.69%	1.07%	0.82%	0.59%	0.57%	0.55%
营业收入		3,659.95	3,606.34	4,117.70	4,856.35	5,559.55	6,184.95
YOY		36.16%	-1.46%	14.18%	17.94%	14.48%	11.25%
毛利率		32.43%	32.78%	36.45%	37.3%	38.3%	39.0%

资料来源: wind, 华金证券研究所

二、可比公司估值

公司主要负责研发、设计、生产和销售创意小家电,目前产品以厨房小家电为主。为便于对比分析,我们选取业务内容相似的上市公司九阳股份、苏泊尔、北鼎股份、新宝股份(以上4家均以厨房小家电为主营业务)作为可比公司,进行估值对比。公司具备较强的品牌力和创意设计能力,有望持续推出创意好物拉动需求增长,与此同时,公司积极推行精品化战略,淘汰低效益sku提高经营效率,借助差异化策略发力大单品市场,并积极开拓个护、母婴等成长性更优赛道,业绩潜能有望逐步释放。

表 2: 可比公司估值

公司代码	公司简称	总市值(亿元)	归母净利润(亿元)				PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	TTM	2023E	2024E	2025E
002242	九阳股份	105.85	5.30	7.28	8.44	9.48	21.84	14.54	12.54	11.17
002032	苏泊尔	377.94	20.68	22.47	24.85	27.57	18.75	16.82	15.21	13.71
300824	北鼎股份	30.48	0.47	0.98	1.22	1.43	49.13	31.24	24.94	21.26
002705	新宝股份	135.75	9.61	10.29	11.80	13.11	14.73	13.19	11.50	10.35
	平均	-	9.01	10.25	11.58	12.90	26.11	18.95	16.05	14.12
002959	小熊电器	93.94	3.86	4.57	5.29	6.02	21.02	20.57	17.75	15.61

资料来源: wind, 华金证券研究所(可比公司数据来自wind一致预期,截止日期2023年8月25日)

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2602	3616	4146	4492	5022
现金	670	2116	2359	2759	3027
应收票据及应收账款	127	66	161	99	191
预付账款	36	32	48	43	58
存货	616	651	824	837	990
其他流动资产	1154	750	755	752	756
非流动资产	1015	1257	1358	1448	1543
长期投资	6	5	3	1	-1
固定资产	535	726	806	887	964
无形资产	284	299	321	336	354
其他非流动资产	190	227	228	225	226
资产总计	3617	4873	5505	5940	6565
流动负债	1536	2033	2417	2552	2799
短期借款	0	220	220	220	220
应付票据及应付账款	1252	1433	1692	1828	2043
其他流动负债	284	380	506	504	536
非流动负债	12	474	388	301	214
长期借款	0	460	375	288	201
其他非流动负债	12	13	13	13	13
负债合计	1548	2506	2806	2853	3014
少数股东权益	0	0	-0	-0	-0
股本	156	156	157	157	157
资本公积	951	934	934	934	934
留存收益	979	1272	1553	1887	2277
归属母公司股东权益	2069	2366	2699	3087	3552
负债和股东权益	3617	4873	5505	5940	6565

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	171	613	468	722	570
净利润	283	386	457	529	602
折旧摊销	118	133	57	65	57
财务费用	-16	-4	-28	-35	-48
投资损失	-33	-24	-22	-26	-26
营运资金变动	-283	94	4	188	-17
其他经营现金流	102	28	1	2	2
投资活动现金流	-312	85	-138	-131	-129
筹资活动现金流	-12	762	-88	-191	-174

每股指标(元)

每股收益(最新摊薄)	1.81	2.47	2.92	3.38	3.84
每股经营现金流(最新摊薄)	1.09	3.92	2.99	4.61	3.64
每股净资产(最新摊薄)	13.21	14.59	16.71	19.19	22.16

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3606	4118	4856	5560	6185
营业成本	2424	2617	3045	3430	3773
营业税金及附加	17	27	34	44	49
营业费用	553	730	898	1056	1194
管理费用	131	154	194	222	247
研发费用	130	137	146	183	216
财务费用	-16	-4	-28	-35	-48
资产减值损失	-70	-25	-47	-60	-71
公允价值变动收益	-1	0	0	0	0
投资净收益	33	24	22	26	26
营业利润	334	487	556	640	725
营业外收入	2	5	3	3	3
营业外支出	6	37	13	15	18
利润总额	330	455	546	628	711
所得税	46	69	90	99	109
税后利润	283	386	457	529	602
少数股东损益	-0	-0	-0	-0	-0
归属母公司净利润	283	386	457	529	602
EBITDA	428	569	564	641	703

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	-1.5	14.2	17.9	14.5	11.2
营业利润(%)	-35.8	45.8	14.2	15.1	13.3
归属于母公司净利润(%)	-33.8	36.3	18.2	15.9	13.7
获利能力					
毛利率(%)	32.8	36.4	37.3	38.3	39.0
净利率(%)	7.9	9.4	9.4	9.5	9.7
ROE(%)	13.7	16.3	16.9	17.1	16.9
ROIC(%)	12.8	12.1	12.5	13.1	13.4
偿债能力					
资产负债率(%)	42.8	51.4	51.0	48.0	45.9
流动比率	1.7	1.8	1.7	1.8	1.8
速动比率	1.2	1.4	1.3	1.4	1.4
营运能力					
总资产周转率	1.0	1.0	0.9	1.0	1.0
应收账款周转率	26.7	42.6	42.6	42.6	42.6
应付账款周转率	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9
估值比率					
P/E	33.1	24.3	20.6	17.7	15.6
P/B	4.5	4.1	3.6	3.1	2.7
EV/EBITDA	17.9	12.7	12.4	10.2	8.8

资料来源：聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

吴东炬声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn