

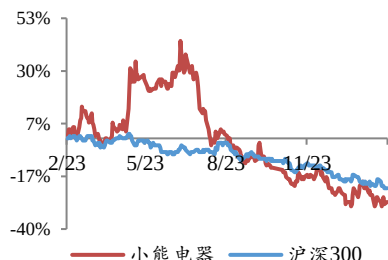
营收逆势高增，加码渠道布局

投资评级：买入（首次）

报告日期：2024-02-06

收盘价（元） 48.08
近 12 个月最高/最低（元） 94.84/46.58
总股本（百万股） 157
流通股本（百万股） 154
流通股比例（%） 98.28
总市值（亿元） 75
流通市值（亿元） 74

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：陈姝

执业证书号：S0010522080001

相关报告

主要观点：

● 营收逆势大幅跑赢大盘，经营韧性凸显

公司以自主品牌“小熊”为核心，采用“创意小家电+互联网”的模式，布局多元品类，目前已有超过 60 个品类、500 多款产品型号对外销售。23 年行业整体景气度虽略有波动，但公司仍跑出较强 α ，营收实现稳健增长。根据奥维云，23Q1-3 小家电零售额同比下降 9.6%，但 23Q1-3 公司实现营收 33.2 亿元，同比+23.0%；扣非归母净利润 2.7 亿元，同比+12.8%。其中 Q3 单季收入 9.8 亿元，同比+14.9%；扣非归母净利润 0.6 亿元，同比-22.5%。

● 刚需品类持续突破，渠道优化推动收入、盈利能力长期提升

发力刚需品类熨平短期景气度波动。分品类看，公司积极突破传统刚需品类，锅煲类、壶类、电动类主流产品份额提升拉动 Q3 营收逆势增长。中长期看，精品化战略、布局母婴高增长品类等举措有望保障品牌力和竞争力持续提升。

渠道结构优化提升毛利率，新兴渠道拓流推高费用率。一方面，公司渠道持续优化，高毛利率的自营渠道占比提升、原材料降本红利带动下，23Q3 毛利率 40.8%，同比+4.0pp，达到历史新高的同时延续同比提升趋势。另一方面，23Q3 公司期间费用率 33.10%，同比+7.2pp，主要系公司布局抖音、小红书等新兴渠道，推高同期销售费用率+5.5pp 至 20%。23Q3 公司归母净利率 8.1%，同比-2.8pp。我们认为，后续渠道结构逐步稳定，费用投放将回归常态，公司收入和盈利能力均有望提升。

● 投资建议

预计 23-25 年收入分别为 49.81、57.15、64.43 亿元，对应增速分别为 21.0%、14.7%、12.7%；归母净利润分别为 4.61、5.48、6.44 亿元，对应增速分别为 19.3%、18.9%、17.4%；对应 PE 分别为 16.36、13.76、11.72x。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

行业竞争加剧，原材料价格大幅波动，外销不及预期，汇率波动风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4118	4981	5715	6443
收入同比 (%)	14.2%	21.0%	14.7%	12.7%
归属母公司净利润	386	461	548	644
净利润同比 (%)	36.3%	19.3%	18.9%	17.4%
毛利率 (%)	36.4%	38.4%	38.0%	38.0%
ROE (%)	16.3%	17.0%	16.9%	16.5%
每股收益 (元)	2.48	2.94	3.49	4.10
P/E	24.35	16.36	13.76	11.72
P/B	3.98	2.79	2.32	1.94
EV/EBITDA	13.47	8.75	6.31	4.93

资料来源：wind，华安证券研究所

注：数据截至 2024 年 2 月 5 日

正文目录

1 营收逆势大幅跑赢大盘，经营韧性凸显	4
2 刚需品类持续突破，渠道优化推动收入、盈利能力长期提升	4
3 投资建议	4
风险提示	5
财务报表与盈利预测	6

图表目录

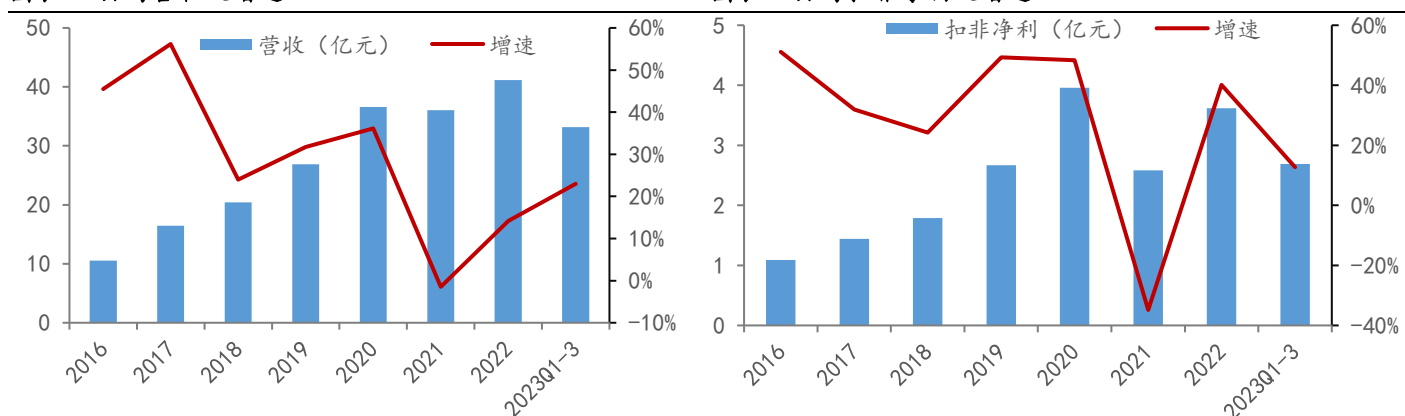
图表 1 公司营收及增速.....	4
图表 2 公司扣非净利及增速.....	4

1 营收逆势大幅跑赢大盘，经营韧性凸显

公司以自主品牌“小熊”为核心，采用“创意小家电+互联网”的模式，布局多元品类，产品覆盖厨房小家电、生活小家电、个人护理小家电、婴童小家电四大品类，目前已有超过 60 个品类、500 多款产品型号对外销售。23 年行业整体景气度虽略有波动，但公司仍跑出较强 α ，营收实现稳健增长。根据奥维云，23Q1-3 小家电零售额同比下降 9.6%，但 23Q1-3 公司实现营收 33.2 亿元，同比+23.0%；扣非归母净利润 2.7 亿元，同比+12.8%。其中 Q3 单季收入 9.8 亿元，同比+14.9%；扣非归母净利润 0.6 亿元，同比-22.5%。

图表 1 公司营收及增速

图表 2 公司扣非净利及增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

资料来源: wind, 华安证券研究所

2 刚需品类持续突破，渠道优化推动收入、盈利能力长期提升

发力刚需品类熨平短期景气度波动。分品类看，公司积极突破传统刚需品类，锅煲类、壶类、电动类主流产品份额提升拉动 Q3 营收逆势增长，跑赢行业。中长期看，精品化战略、布局母婴高增长品类等举措有望保障品牌力和竞争力持续提升。

渠道结构优化提升毛利率，新兴渠道拓流推高费用率。一方面，公司渠道持续优化，高毛利率的自营渠道占比提升、原材料降本红利带动下，23Q3 毛利率 40.8%，同比+4.0pp，达到历史新高的同时延续同比提升趋势。另一方面，23Q3 公司期间费用率 33.10%，同比+7.2pp，主要系公司布局抖音、小红书等新兴渠道，推高同期销售费用率+5.5pp 至 23.0%，管理、研发、财务费用率分别同比+1.0pp、+0.1pp、+0.6pp，整体略微上行。23Q3 公司归母净利率 8.1%，同比-2.8pp。我们认为，后续渠道结构逐步稳定，费用投放将回归常态，公司收入和盈利能力均有望提升。

3 投资建议

预计 2023-2025 年收入分别为 49.81、57.15、64.43 亿元，对应增速分别为 21.0%、14.7%、12.7%；归母净利润分别为 4.61、5.48、6.44 亿元，对应增速分别为 19.3%、18.9%、17.4%；对应 PE 分别为 16.36、13.76、11.72x。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

行业竞争加剧，原材料价格大幅波动，外销不及预期，汇率波动风险。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	3616	4217	5182	6003	营业收入	4118	4981	5715	6443
现金	2116	2399	3360	3937	营业成本	2617	3070	3541	3994
应收账款	66	214	101	248	营业税金及附加	27	45	49	55
其他应收款	5	17	6	19	销售费用	730	984	1100	1224
预付账款	32	42	47	53	管理费用	154	224	251	284
存货	651	776	898	987	财务费用	-4	2	3	-6
其他流动资产	745	769	770	758	资产减值损失	-28	0	0	0
非流动资产	1257	1332	1426	1532	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	5	5	5	5	投资净收益	24	25	29	32
固定资产	726	777	846	929	营业利润	487	542	645	757
无形资产	299	327	354	379	营业外收入	5	0	0	0
其他非流动资产	227	224	221	219	营业外支出	37	0	0	0
资产总计	4873	5549	6608	7535	利润总额	455	542	645	757
流动负债	2033	2372	2885	3168	所得税	69	81	97	114
短期借款	220	330	458	596	净利润	386	461	548	644
应付账款	402	359	546	478	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	1411	1683	1881	2095	归属母公司净利润	386	461	548	644
非流动负债	474	474	474	474	EBITDA	593	679	810	948
长期借款	3	3	3	3	EPS (元)	2.48	2.94	3.49	4.10
其他非流动负债	471	471	471	471	主要财务比率				
负债合计	2506	2846	3358	3642	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	156	156	156	156	营业收入	14.2%	21.0%	14.7%	12.7%
资本公积	934	934	931	931	营业利润	45.8%	11.4%	18.9%	17.4%
留存收益	1277	1614	2162	2806	归属于母公司净利	36.3%	19.3%	18.9%	17.4%
归属母公司股东权	2366	2703	3249	3893	获利能力				
负债和股东权益	4873	5549	6608	7535	毛利率 (%)	36.4%	38.4%	38.0%	38.0%
现金流量表					净利率 (%)	9.4%	9.3%	9.6%	10.0%
单位:百万元					ROE (%)	16.3%	17.0%	16.9%	16.5%
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	ROIC (%)	12.7%	12.6%	12.6%	12.3%
经营活动现金流	613	541	1129	788	偿债能力				
净利润	386	461	548	644	资产负债率 (%)	51.4%	51.3%	50.8%	48.3%
折旧摊销	134	160	191	229	净负债比率 (%)	105.9%	105.3%	103.3%	93.5%
财务费用	12	33	39	45	流动比率	1.78	1.78	1.80	1.89
投资损失	-24	-25	-29	-32	速动比率	1.44	1.43	1.46	1.56
营运资金变动	94	-89	380	-97	营运能力				
其他经营现金流	304	549	168	741	总资产周转率	0.97	0.96	0.94	0.91
投资活动现金流	85	-210	-256	-303	应收账款周转率	42.65	35.50	36.26	36.92
资本支出	-303	-235	-285	-335	应付账款周转率	7.27	8.07	7.83	7.81
长期投资	-23	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	411	25	29	32	每股收益	2.48	2.94	3.49	4.10
筹资活动现金流	762	-48	87	93	每股经营现金流薄)	3.91	3.45	7.20	5.02
短期借款	220	110	128	138	每股净资产	15.17	17.23	20.72	24.82
长期借款	3	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	24.35	16.36	13.76	11.72
资本公积增加	-17	0	-2	0	P/B	3.98	2.79	2.32	1.94
其他筹资现金流	556	-158	-39	-45	EV/EBITDA	13.47	8.75	6.31	4.93
现金净增加额	1459	283	960	578					

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

注:数据截至 2024 年 2 月 5 日

分析师与研究助理简介

分析师：陈姝，英国华威大学金融硕士，食品科学与工程专业本科，曾任职于长城证券，水晶球团队成员。

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 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。