

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

小熊电器 (002959)

投资评级 买入

上次评级 买入

罗岸阳 家电行业首席分析师

执业编号: S1500520070002

邮箱: luoanyang@cindasc.com

尹圣迪 家电行业分析师

执业编号: S1500524020001

邮箱: yinshengdi@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

小熊电器：业绩短期承压，海外及新品贡献增量

2024年4月9日

- **事件：**23年公司实现营业收入47.12亿元，同比+14.43%，实现归母净利润4.45亿元，同比+15.24%。
Q4公司实现营业收入13.94亿元，同比-1.79%，实现归母净利润1.30亿元，同比-11.08%。
- **收入增长跑赢行业，海外收入实现翻倍，线下渠道快速增长。**
厨房小家电：23年公司厨房小家电中电动类/电热类/锅煲类/壶类/西式电器收入分别为7.1/3.1/12.0/8.5/5.7亿元，分别同比+18.24%、-2.83%、+19.84%、12.85%、-16.99%，西式小家电销售下滑明显。
生活小家电：23年实现收入4.85亿元，同比+22.80%，占公司营收比例同比提升0.60pct至10.30%
其他小家电：23年实现收入5.46亿元，同比+67.54%，占公司营收比例提升3.68pct至11.58%。
分地区来看，23年公司国内外收入分别为43.42/3.70亿元，分别同比+10.27%、+105.66%，公司将国内积累的品牌力、产品力、制造力优势拓展至海外市场，公司海外业务取得突破。
分渠道来看，23年公司线上线下收入分别为38.66/8.46亿元，分别同比+9.88/+41.18%。
- **盈利能力小幅改善。**23年公司实现毛利率36.61%，同比+0.17pct，分品类来看，23年电动小家电毛利率同比提升1.55pct，锅煲类、壶类、西式小家电、生活小家电和其他小家电毛利率均有所下滑。
Q4公司实现毛利率31.83%，同比-5.86%，我们认为Q4毛利率的下降或与促销期间公司产品结构变化有关。
从费用率角度来看，23年公司销售/管理/研发/财务费用率分别同比+1.04/+0.28/-0.31/+0.21pct，Q4费用率分别同比-1.88/-0.50/-0.25/-0.05pct。23年公司实现归母净利润率9.45%，同比+0.07pct，Q4尽管毛利率下滑明显，但受益于费用率的减少，Q4公司归母净利润率小幅下滑0.97pct至9.31%。
- **存货水平小幅下降，应收款大幅增加。**
1) 23年期末货币资金+交易性金融资产合计30.21亿元，同比+6%；应收票据及账款合计1.57亿元，同比+137%，应收票据及账款的大幅度增加主要原因为应收款未到结算期所致；期末存货合计6.20亿元，同比-5%；23年期末公司合同负债合计6082万元，同比+33%，主要因为预收客户的货款增加，体现了公司良好的收入增长潜力。
2) 23年经营性活动产生的现金流净额为6.85亿元，同比+11.64%。

- **分红:** 2023 年度公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 12 元, 现金分红总额 1.86 亿元, 分红率为 41.86%。
- **积极布局新品类, 期待公司海外业务放量。** 23 年公司积极拓展咖啡机、宠物喂食机等新品类, 不断寻找小家电行业新增量。在海外方面, 公司聚焦欧亚市场, 建立海外大客户体系, 我们认为公司在品牌、产品和制造方面都具有一定的优势, 海外市场有望成为公司未来发展的重要增长点
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 24-26 年营业收入分别为 52.94/58.73/64.14 亿元, 分别同比+12.3/10.9/9.2%; 归母净利润 5.12/5.80/6.57 亿元, 分别同比+15.1/13.3/13.3%, 对应 PE 为 16.52/14.58/12.88 倍, 维持“买入”评级。
- **风险因素:** 原材料价格波动、海内外需求不及预期、新品研发不及预期、单一品类收入依赖性较高、行业竞争加剧、汇率波动等。

| 重要财务指标 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入(百万元) | 4,118 | 4,712 | 5,294 | 5,873 | 6,414 |
| 增长率 YoY % | 14.2% | 14.4% | 12.3% | 10.9% | 9.2% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 386 | 445 | 512 | 580 | 657 |
| 增长率 YoY% | 36.3% | 15.2% | 15.1% | 13.3% | 13.3% |
| 毛利率% | 36.4% | 36.6% | 36.5% | 36.8% | 37.0% |
| 净资产收益率ROE% | 16.3% | 16.3% | 17.1% | 17.4% | 17.7% |
| EPS(摊薄)(元) | 2.48 | 2.85 | 3.27 | 3.70 | 4.19 |
| 市盈率 P/E(倍) | 24.35 | 18.25 | 16.52 | 14.58 | 12.88 |
| 市净率 P/B(倍) | 3.98 | 2.98 | 2.82 | 2.53 | 2.28 |

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2024 年 4 月 8 日收盘价

| 资产负债表 | | 单位:百万元 | | | | |
|----------------|-------|--------|-------|-------|-------|--|
| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | |
| 流动资产 | 3,616 | 3,876 | 3,930 | 4,331 | 4,538 | |
| 货币资金 | 2,116 | 1,528 | 1,639 | 2,039 | 2,256 | |
| 应收票据 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 应收账款 | 66 | 157 | 174 | 194 | 212 | |
| 预付账款 | 32 | 26 | 34 | 35 | 39 | |
| 存货 | 651 | 620 | 635 | 707 | 770 | |
| 其他 | 750 | 1,545 | 1,449 | 1,356 | 1,262 | |
| 非流动资产 | 1,260 | 1,511 | 1,577 | 1,666 | 1,724 | |
| 长期股权投资 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 | |
| 固定资产(合计) | 726 | 768 | 804 | 849 | 866 | |
| 无形资产 | 299 | 324 | 344 | 366 | 387 | |
| 其他 | 230 | 413 | 424 | 447 | 466 | |
| 资产总计 | 4,875 | 5,386 | 5,507 | 5,998 | 6,261 | |
| 流动负债 | 2,033 | 2,158 | 2,018 | 2,163 | 2,065 | |
| 短期借款 | 220 | 17 | 0 | 0 | 0 | |
| 应付票据 | 1,031 | 1,377 | 1,197 | 1,271 | 1,107 | |
| 应付账款 | 402 | 336 | 368 | 407 | 443 | |
| 其他 | 380 | 427 | 452 | 485 | 515 | |
| 非流动负债 | 476 | 492 | 492 | 492 | 492 | |
| 长期借款 | 3 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 其他 | 473 | 492 | 492 | 492 | 492 | |
| 负债合计 | 2,509 | 2,650 | 2,510 | 2,655 | 2,557 | |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 归属母公司股东权益 | 2,367 | 2,736 | 2,997 | 3,342 | 3,705 | |
| 负债和股东权益 | 4,875 | 5,386 | 5,507 | 5,998 | 6,261 | |

| 重要财务指标 | | 单位:百万元 | | | | |
|------------|-------|--------|-------|-------|-------|--|
| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | |
| 营业总收入 | 4,118 | 4,712 | 5,294 | 5,873 | 6,414 | |
| 同比(%) | 14.2% | 14.4% | 12.3% | 10.9% | 9.2% | |
| 归属母公司净利润 | 386 | 445 | 512 | 580 | 657 | |
| 同比(%) | 36.3% | 15.2% | 15.1% | 13.3% | 13.3% | |
| 毛利率(%) | 36.4% | 36.6% | 36.5% | 36.8% | 37.0% | |
| ROE% | 16.3% | 16.3% | 17.1% | 17.4% | 17.7% | |
| EPS(摊薄)(元) | 2.48 | 2.85 | 3.27 | 3.70 | 4.19 | |
| P/E | 24.35 | 18.25 | 16.52 | 14.58 | 12.88 | |
| P/B | 3.98 | 2.98 | 2.82 | 2.53 | 2.28 | |
| EV/EBITDA | 13.47 | 11.64 | 10.78 | 8.92 | 7.68 | |

| 利润表 | | 单位:百万元 | | | | |
|-----------------|-------|--------|-------|-------|-------|--|
| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | |
| 营业总收入 | 4,118 | 4,712 | 5,294 | 5,873 | 6,414 | |
| 营业成本 | 2,617 | 2,987 | 3,361 | 3,712 | 4,040 | |
| 营业税金及附加 | 27 | 40 | 32 | 40 | 42 | |
| 销售费用 | 730 | 884 | 995 | 1,104 | 1,206 | |
| 管理费用 | 154 | 190 | 222 | 241 | 257 | |
| 研发费用 | 137 | 143 | 159 | 176 | 192 | |
| 财务费用 | -4 | 5 | -35 | -40 | -48 | |
| 减值损失合计 | -28 | -17 | -16 | -11 | -11 | |
| 投资净收益 | 24 | 25 | 26 | 29 | 32 | |
| 其他 | 35 | 21 | 16 | 18 | 19 | |
| 营业利润 | 487 | 492 | 586 | 676 | 765 | |
| 营业外收支 | -32 | 22 | 10 | -2 | -2 | |
| 利润总额 | 455 | 515 | 596 | 674 | 763 | |
| 所得税 | 69 | 69 | 84 | 93 | 106 | |
| 净利润 | 386 | 445 | 512 | 580 | 657 | |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 归属母公司净利润 | 386 | 445 | 512 | 580 | 657 | |
| EBITDA | 593 | 612 | 678 | 775 | 871 | |
| EPS(当年)(元) | 2.48 | 2.85 | 3.27 | 3.70 | 4.19 | |

| 现金流量表 | | 单位:百万元 | | | | |
|----------------|-------|--------|-------|-------|-------|--|
| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | |
| 经营活动现金流 | 613 | 685 | 496 | 792 | 653 | |
| 净利润 | 386 | 445 | 512 | 580 | 657 | |
| 折旧摊销 | 134 | 153 | 154 | 175 | 194 | |
| 财务费用 | 12 | 29 | 14 | 14 | 14 | |
| 投资损失 | -24 | -25 | -26 | -29 | -32 | |
| 营运资金变动 | 94 | 73 | -176 | 39 | -193 | |
| 其它 | 11 | 9 | 18 | 13 | 13 | |
| 投资活动现金流 | 85 | -1,157 | -96 | -138 | -122 | |
| 资本支出 | -303 | -424 | -224 | -263 | -249 | |
| 长期投资 | -23 | -11 | 101 | 100 | 100 | |
| 其他 | 411 | -722 | 27 | 24 | 27 | |
| 筹资活动现金流 | 762 | -210 | -288 | -254 | -314 | |
| 吸收投资 | 3 | 11 | 0 | 0 | 0 | |
| 借款 | 750 | 34 | -17 | 0 | 0 | |
| 支付利息或股息 | -94 | -127 | -194 | -254 | -314 | |
| 现金流净增加额 | 1,459 | -680 | 111 | 400 | 217 | |

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。

尹圣迪，家电行业分析师。伦敦大学学院区域经济学硕士，布达佩斯考文纽斯大学经济学双硕士，对外经济贸易大学金融学学士，西班牙语双学位。2022 年加入信达证券，从事家用电器行业研究，主要覆盖白电、小家电、零部件板块。

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15%以上； | 看好 ：行业指数超越基准； |
| | 增持 ：股价相对强于基准5%~15%； | 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。