

小熊电器 (002959)

2023 年年报点评:

23 年稳健增长，品牌开启新征程

事件:

小熊电器发布 2023 年报: 23 年实现营收 47.12 亿, 同比+14.43%; 归母净利润 4.45 亿, 同比+15.24%, 扣非净利润 3.82 亿, 同比+5.59%; 其中 Q4 实现营收 13.94 亿, 同比-1.79%, 归母净利润 1.30 亿, 同比-11.13%, 扣非净利润 1.13 亿, 同比-8.29%。2023 年拟现金分红 1.86 亿, 分红率 42%。

海外贡献增量，国内控制费用投入

Q4 收入同比-2%，环比降速；其中海外维持较优增长，国内线下预计稳健，国内线上有所下滑。国内线上承压主要有三方面原因：(1) 小家电行业需求依旧偏弱、(2) 以美的为代表的品牌竞争加剧、(3) 传统电商平台促销活动力度下降；在此背景下，由于费用投放效率不高，公司控制投入，国内线上承压下滑。进一步拆分，传统电商天猫/京东下滑压力大，增量渠道抖音随着基数提升，Q4 预计平稳。全年收入 yoy+14%，其中海外同比+106%，占比 8%；国内线下同比+14%，占比 10%；国内线上同比+10%，占比 82%。

Q4 盈利承压，全年盈利能力维稳

Q4 归属净利率同比-0.97pct，主要由于毛利率同比-5.86pct，其明显下滑原因在于：(1) Q4 降价促销，国内线上毛利率承压、(2) 海外/国内线下毛利率全年分别同比-2.53、-3.53pct；(3) 毛利率相对低的海外、国内线下占比提升。Q4 公司积极控费，效果较优，销售/管理费用率分别同比-3.20/-1.08pct。23 年全年归属净利率基本持平，受行业需求偏弱、竞争加剧影响，费用投入效率转低，毛销差同比-0.87pct，其他费用率基本平稳；进一步综合其他因素影响，营业利润率-1.37pct，营业外收支对盈利有所支撑。

18 周年确立新征程，品牌升级&出海

尽管季度间经营有一定波动，但公司 2023 年全年仍实现了收入及业绩的双位数增长，考虑到经营大环境颇具压力，这样的成绩也已不易。今年正值小熊品牌创立十八周年，公司于近期召开了周年大会并确立了清晰的长期发展方向，即品牌升级且积极出海。综合考虑小熊优秀的创新能力及已具备一定基础的品牌实力，长期品牌升级值得期待；此外公司依靠跨境平台，丰富、差异化的创新品类，品牌积极出海长期带来的收入增量也值得关注。

延续双位数增长，维持公司“买入”评级

我们预计公司 2024-2025 年营业收入分别为 53.00、59.95 亿元，同比增速分别为 12.47%、13.12%，归母净利润分别为 4.97、5.64 亿元，同比增速分别为 11.67%、13.41%，EPS 分别为 3.17、3.60 元，2023-2026 年 CAGR 为 13%。鉴于公司创新实力、逐步增强的品牌影响力和海外市场增长潜力，我们给予公司 2024 年 21 倍 PE，目标价 66.58 元，给予公司“买入”评级。

风险提示: 1) 需求大幅不及预期; 2) 原材料价格大幅波动。

行业:	家用电器/小家电
投资评级:	买入 (维持)
当前价格:	54.53 元
目标价格:	66.58 元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	156.85/154.16
流通 A 股市值(百万元)	8,406.33
每股净资产(元)	16.96
资产负债率(%)	49.20
一年内最高/最低(元)	97.70/44.21

股价相对走势



作者

分析师: 管泉森
执业证书编号: S0590523100007
邮箱: guanqs@glsc.com.cn
分析师: 孙珊
执业证书编号: S0590523110003
邮箱: sunshan@glsc.com.cn
分析师: 崔甜甜
执业证书编号: S0590523110009
邮箱: cuitt@glsc.com.cn

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4118	4712	5300	5995	6821
增长率(%)	14.18%	14.43%	12.47%	13.12%	13.78%
EBITDA(百万元)	585	673	912	1028	1132
归母净利润(百万元)	386	445	497	564	643
增长率(%)	36.31%	15.26%	11.67%	13.41%	13.97%
EPS(元/股)	2.46	2.84	3.17	3.60	4.10
市盈率(P/E)	22.1	19.2	17.2	15.2	13.3
市净率(P/B)	3.7	3.2	2.8	2.5	2.1
EV/EBITDA	13.1	9.0	6.7	5.3	4.2

数据来源: 公司公告、iFind, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 04 月 09 日收盘价

相关报告

1、《小熊电器 (002959): 2023 年业绩快报点评: 需求平淡&竞争加剧, 经营短期承压》2024.03.13

图表1：2023年公司收入拆分（单位：亿元）

	2023A				2023H1				2023H2				
	营业收入	营收yoy	毛利率	毛利率yoy	营业收入	营收yoy	毛利率	毛利率yoy	营业收入	营收yoy	毛利率	毛利率yoy	
整体	47.12	14.4%	36.6%	0.2%	23.41	26.7%	37.7%	2.4%	23.71	4.5%	35.5%	-1.8%	
分产品	厨小：电动类	7.13	18.2%	39.7%	1.6%	3.63	33.7%	40.9%	4.4%	3.50	5.6%	38.5%	-1.0%
	厨小：锅煲类	12.04	19.8%	35.6%	0.0%	5.83	35.9%	38.9%	5.2%	6.21	7.9%	32.4%	-4.6%
	厨小：壶类	8.49	12.9%	33.9%	-1.3%	4.37	34.6%	37.0%	5.3%	4.12	-3.7%	30.7%	-7.2%
	厨小：西式	5.68	-17.0%	33.3%	-0.3%	2.98	-13.4%	35.6%	2.3%	2.70	-20.6%	30.7%	-3.1%
	生活小家电	4.85	22.8%	35.3%	-0.6%								
	其他小家电	5.46	67.5%	41.1%	-0.3%	2.51	86.6%	43.6%	2.6%	2.95	54.1%	39.0%	-2.6%
分地区	国内销售	43.42	10.3%	37.1%	0.5%	22.05	23.8%	37.7%	2.4%	21.37	-0.9%	36.6%	-1.1%
	国内-线上	38.66	9.9%	39.0%	1.1%								
	国内-线下	4.76	13.5%	22.3%	-3.5%								
	海外销售	3.70	105.7%	30.5%	-2.5%								

资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表2：2023年及上、下半年的销售费用细项拆分

销售费用细项（亿元）	2023A	2022A	2023H1	2022H1	2023H2	2022H2
整体收入	47.12	41.18	23.41	18.48	23.71	22.69
品牌宣传费	0.57	0.65	0.30	0.25	0.27	0.40
市场促销费	5.43	4.38	2.84	1.76	2.59	2.62
/收入	11.5%	10.6%	12.1%	9.5%	10.9%	11.6%
运输费	0.20	0.17	0.04	0.10	0.17	0.06
职工薪酬	1.37	1.21	0.66	0.53	0.71	0.68
/收入	2.9%	2.9%	2.8%	2.8%	3.0%	3.0%
售后服务费	0.66	0.52	0.32	0.33	0.34	0.19
租赁及仓储费	0.14	0.11	0.04	0.03	0.10	0.08
办公费	0.03	0.00	0.00	0.00	0.03	0.00
差旅费	0.06	0.02	0.03	0.00	0.03	0.01
产品质量保证	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.38	0.24	0.14	0.09	0.24	0.15
销售费用合计	8.84	7.30	4.37	3.10	4.47	4.20
/收入	18.8%	17.7%	18.7%	16.8%	18.8%	18.5%

资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表3：小熊电器 2023A 及 2023Q4 利润表项目

	2023Q4	2022Q4	同比变动	2023A	2022A	同比变动
营业收入	100.00%	100.00%	-	100.00%	100.00%	-
营业成本	68.17%	62.31%	5.86pct	63.39%	63.55%	-0.17pct
毛利率	31.83%	37.69%	-5.86pct	36.61%	36.45%	0.17pct
营业税金及附加	0.68%	0.67%	0.01pct	0.85%	0.66%	0.19pct
销售费用率	15.91%	19.11%	-3.20pct	18.76%	17.72%	1.04pct
管理费用率	2.59%	3.67%	-1.08pct	4.03%	3.75%	0.28pct
研发费用率	2.65%	3.00%	-0.36pct	3.03%	3.34%	-0.31pct
财务费用率	-0.01%	0.15%	-0.16pct	0.11%	-0.10%	0.21pct
其他收益	0.32%	1.30%	-0.98pct	0.32%	0.77%	-0.45pct
投资净收益	1.05%	0.23%	0.82pct	0.53%	0.58%	-0.05pct
公允价值变动净收益	0.06%	-0.01%	0.07pct	0.33%	0.01%	0.33pct
信用减值损失	0.53%	-0.20%	0.73pct	0.20%	-0.06%	0.26pct
资产减值损失	-0.02%	0.52%	-0.54pct	0.37%	0.67%	-0.30pct
资产处置收益	-0.01%	-0.01%	-0.01pct	0.00%	0.00%	0.00pct
营业利润率	10.92%	12.28%	-1.36pct	10.45%	11.82%	-1.37pct
营业外收入	0.22%	0.08%	0.13pct	0.60%	0.13%	0.47pct
营业外支出	0.05%	0.16%	-0.10pct	0.12%	0.90%	-0.78pct
利润总额	11.08%	12.21%	-1.12pct	10.92%	11.05%	-0.12pct
所得税	1.78%	1.93%	-0.16pct	1.47%	1.67%	-0.20pct
净利润	9.31%	10.27%	-0.97pct	9.45%	9.37%	0.08pct
少数股东损益	0.00%	0.00%	0.00pct	0.00%	-0.01%	0.01pct
归属母公司股东净利润	9.31%	10.28%	-0.97pct	9.45%	9.38%	0.07pct

资料来源：公司公告，国联证券研究所

财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2116	1528	1802	2404	3118	营业收入	4118	4712	5300	5995	6821
应收账款+票据	66	157	149	169	192	营业成本	2617	2987	3303	3732	4241
预付账款	32	26	41	46	53	营业税金及附加	27	40	45	51	58
存货	651	620	782	884	1004	营业费用	730	884	1010	1149	1314
其他	750	1545	1550	1557	1566	管理费用	292	332	374	423	481
流动资产合计	3616	3876	4324	5060	5934	财务费用	-4	5	14	7	-1
长期股权投资	5	5	5	5	5	资产减值损失	-28	-17	-20	-22	-25
固定资产	736	777	750	693	605	公允价值变动收益	0	16	0	0	0
在建工程	113	273	228	182	137	投资净收益	24	25	27	27	27
无形资产	299	324	301	311	305	其他	34	5	13	13	12
其他非流动资产	105	131	154	127	127	营业利润	487	492	575	652	743
非流动资产合计	1257	1511	1438	1318	1178	营业外净收益	-32	22	0	0	0
资产总计	4873	5386	5762	6379	7113	利润总额	455	515	575	652	743
短期借款	220	17	0	0	0	所得税	69	69	77	88	100
应付账款+票据	1433	1713	1803	2037	2315	净利润	386	445	497	564	642
其他	380	427	452	511	582	少数股东损益	0	0	0	0	0
流动负债合计	2033	2158	2255	2549	2897	归属于母公司净利润	386	445	497	564	643
长期带息负债	470	466	356	237	120	财务比率					
长期应付款	0	0	0	0	0		2022	2023	2024E	2025E	2026E
其他	3	26	26	26	26	成长能力					
非流动负债合计	474	492	382	264	146	营业收入	14.18%	14.43%	12.47%	13.12%	13.78%
负债合计	2506	2650	2637	2812	3043	EBIT	43.98%	15.34%	13.27%	11.81%	12.61%
少数股东权益	0	0	0	0	-1	EBITDA	35.46%	15.12%	35.38%	12.82%	10.03%
股本	156	157	157	157	157	归属于母公司净利润	36.31%	15.26%	11.67%	13.41%	13.97%
资本公积	934	984	984	984	984	获利能力					
留存收益	1277	1595	1984	2426	2929	毛利率	36.45%	36.61%	37.68%	37.75%	37.82%
股东权益合计	2367	2736	3125	3567	4069	净利率	9.37%	9.45%	9.38%	9.40%	9.42%
负债和股东权益总计	4873	5386	5762	6379	7113	ROE	16.32%	16.27%	15.91%	15.81%	15.79%
现金流量表						ROIC	53.73%	66.18%	80.64%	84.01%	136.59%
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	偿债能力					
净利润	386	445	497	564	642	资产负债率	51.43%	49.20%	45.76%	44.09%	42.79%
折旧摊销	134	153	323	370	390	流动比率	1.8	1.8	1.9	2.0	2.0
财务费用	-4	5	14	7	-1	速动比率	1.4	1.5	1.5	1.6	1.7
存货减少(增加为“-”)	-35	31	-162	-102	-121	营运能力					
营运资金变动	94	73	-60	159	189	应收账款周转率	62.0	30.0	35.5	35.5	35.5
其它	38	-24	144	83	102	存货周转率	4.0	4.8	4.2	4.2	4.2
经营活动现金流	613	685	755	1081	1202	总资产周转率	0.8	0.9	0.9	0.9	1.0
资本支出	-302	-402	-250	-250	-250	每股指标(元)					
长期投资	-23	-10	0	0	0	每股收益	2.5	2.8	3.2	3.6	4.1
其他	410	-745	19	19	19	每股经营现金流	3.9	4.4	4.8	6.9	7.7
投资活动现金流	85	-1157	-231	-231	-231	每股净资产	14.6	17.0	19.4	22.3	25.5
债权融资	680	-207	-128	-118	-117	估值比率					
股权融资	0	1	0	0	0	市盈率	22.1	19.2	17.2	15.2	13.3
其他	82	-4	-123	-130	-139	市净率	3.7	3.2	2.8	2.5	2.1
筹资活动现金流	762	-210	-250	-248	-256	EV/EBITDA	13.1	9.0	6.7	5.3	4.2
现金净增加额	1459	-680	274	602	715	EV/EBIT	16.9	11.6	10.4	8.3	6.3

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 04 月 09 日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼
无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼
 电话：0510-85187583

上海：上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼