

小熊电器 (002959.SZ)

受益于内需改善, 有望迎来拐点

核心观点:

- **由创意小家电龙头逐步发展成为国内厨房小家电第四品牌。**过去在消费升级和电商发展背景下, 公司凭借敏锐的洞察力和独特的产品策略, 形成较强的产品力和渠道力, 成为国内发展最为迅速的小家电企业之一。2015-2023年, 8年营业收入以及归母净利的复合增速均为26%, 成长性良好。根据2024年中报, 分产品, 75%以上是厨房小家电, 分地区, 内销收入占比90%以上。2024年由于消费环境趋弱、电商渠道竞争激烈, 公司在2024年前三季度实现收入31.4亿元 (YoY-5%), 归母净利润1.8亿元 (YoY-43%), 短期经营面临挑战。
- **行业需求恢复, 内销为主的小熊具有较大弹性。**国补推出后白电刺激效果显著, 小家电可选属性较强, 复苏节奏慢于大家电, 但部分省市亦将部分厨房小家电品类纳入国补范围, 随着消费力的逐步复苏、产品厂商的持续创新, 厨小电有望恢复良好增长。据2023年年报, 小熊内销收入体量在厨房小家电中排名第四。公司内销占比超90%, 作为厨小电龙头之一, 内销恢复小熊具有较大的弹性。
- **展望2025, 收入端: (1) 刚需品份额有望持续提升; (2) 新兴产品持续开拓贡献增量。**近年来个护、母婴收入占比持续提升, 罗曼收购完成, 有利于个护等新兴市场的拓展。罗曼主打个护产品, 将进一步丰富公司的产品、品牌, 并表也将增厚业绩。**利润端: 具有较大弹性。**据财报, 2024年基数低, 24Q1-3净利率为6.0%, 历史净利率区间约为8-10%, 收入恢复后, 费用率将得到改善, 预计净利率也将修复。
- **盈利预测与投资建议。**预计2024-26年归母净利润同比分别为: -37.9%、38.0%、17.8%。参考可比公司估值, 给予2025年22xPE, 对应合理价值为53.42元/股, 维持“增持”评级。
- **风险提示。**海外业务拓展不顺利, 行业需求疲软, 原材料价格上涨, 竞争格局恶化, 新兴品类低于预期。

盈利预测:

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	4,118	4,712	4,573	4,949	5,372
增长率 (%)	14.2	14.4	-2.9	8.2	8.5
EBITDA (百万元)	586	622	532	686	752
归母净利润 (百万元)	386	445	276	381	449
增长率 (%)	36.3	15.2	-37.9	38.0	17.8
EPS (元/股)	2.48	2.84	1.76	2.43	2.86
市盈率 (P/E)	24.35	18.29	27.58	19.99	16.96
ROE (%)	16.3%	16.3%	9.2%	11.2%	11.7%
EV/EBITDA	13.60	11.42	12.12	8.91	7.45

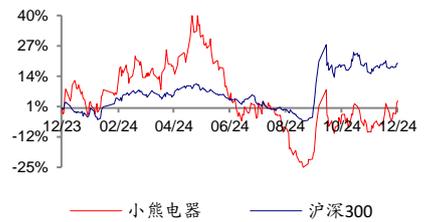
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级	增持
当前价格	48.53元
合理价值	53.42元
前次评级	增持
报告日期	2024-12-25

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	157.06/154.38
总市值/流通市值 (百万元)	7622/7492
一年内最高/最低 (元)	67.00/35.12
30日日均成交量/成交额 (百万)	2.5/113.5
近3个月/6个月涨跌幅 (%)	27.28/-0.66

相对市场表现



分析师:	曾婵
	SAC 执业证号: S0260517050002
	SFC CE No. BNV293
	0755-82771936
	zengchan@gf.com.cn
分析师:	袁雨辰
	SAC 执业证号: S0260517110001
	SFC CE No. BNV055
	021-38003640
	yuanyuchen@gf.com.cn

相关研究:

小熊电器 (002959.SZ):经营	2024-10-31
承压, 期待改善	
小熊电器 (002959.SZ):业绩	2024-09-01
承压, 期待改善	
小熊电器 (002959.SZ):高基	2024-04-26
数下, 收入小幅下滑	

目录索引

一、厨房小家电为主的内销型小家电创意品牌.....	4
（一）分产品：厨房小家电为主，产品矩阵丰富.....	5
（二）分区域：内销为主，积极拓展海外.....	7
二、行业：处于低谷，期待需求改善.....	9
（一）行业处于低谷期，期待改善.....	9
（二）厨房小家电第四品牌，受益于内销恢复.....	11
三、收入端：收购罗曼，进一步丰富品类与品牌.....	13
四、利润端：利润弹性较大.....	15
五、盈利预测和投资建议.....	17
六、风险提示.....	19

图表索引

图 1: 历年收入 (亿元) 以及同比 (%)	4
图 2: 历年归母净利 (亿元) 以及同比 (%)	4
图 3: 历年毛利率、净利率 (%)	5
图 4: 分产品收入 (万元) 以及同比 (%)	6
图 5: 分产品收入占比 (%)	6
图 6: 分产品类别毛利率 (%)	6
图 7: 厨房小家电细分产品毛利率 (%)	6
图 8: 2024H1 公司产品结构	7
图 9: 历年内、外销收入 (万元) 与同比 (%)	8
图 10: 分地区收入占比 (%)	8
图 11: 分地区收入毛利率 (%)	8
图 12: 销售模式	9
图 13: 主要产品历年线上销售额同比增速 (%)	9
图 14: 24Q1-3 家电细分品类零售额累计同比增速	10
图 15: 家电社零数据月度同比 (%)	11
图 16: 2023 年厨房小家电小家电龙头公司内销收入 (%)	12
图 17: 24W49 养生壶线上渠道累计销量份额 (%)	12
图 18: 24W49 电饭煲线上渠道累计销量份额 (%)	12
图 19: 2024 年 1-11 月加湿器线上渠道累计销量份额 (%)	13
图 20: 24W49 电水壶线上渠道累计销量份额 (%)	13
图 21: 24W49 料理机线上渠道累计销量份额 (%)	13
图 22: 24W49 搅拌机线上渠道累计销量份额 (%)	13
图 23: 历年销量与均价同比 (%)	14
图 24: 各项费用率、毛利率、净利率 (%)	16
图 25: 历年销售净利率 (%)	16
表 1: 各省市区扩充的补贴品类	11
表 2: 罗曼智能主要财务数据	15
表 3: 收入分拆表	17
表 4: 毛利率分拆表	18
表 5: 可比公司估值表	18

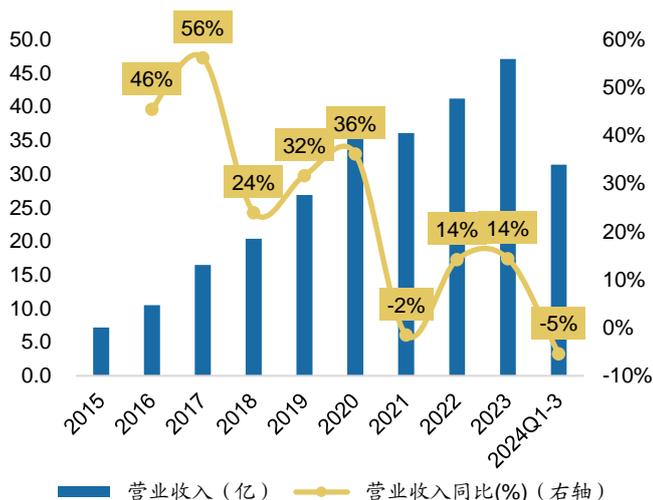
一、厨房小家电为主的内销型小家电创意品牌

公司作为创意小家电龙头，逐步发展成为国内厨房小家电第四品牌。过去在消费升级和电商发展背景下，公司凭借敏锐的洞察力和独特的产品策略，不断开拓新兴市场和线上渠道，形成较强的产品力和渠道力，成为国内发展最为迅速的小家电企业之一，从收入体量来看，已经发展成继美的、苏泊尔、九阳之后的第四大厨房小家电品牌。

2015-2023年，8年营业收入以及归母净利的复合增速均为26%，成长性良好。根据2023年公司年报，实现营业总收入47.1亿元，YoY+14%，归母净利4.5亿元，YoY+15%。2024年由于消费环境趋弱、电商渠道竞争激烈，公司在2024年Q1-3实现收入31.4亿元，同比-5%，实现归母净利1.8亿元，同比-43%，短期经营面临挑战。

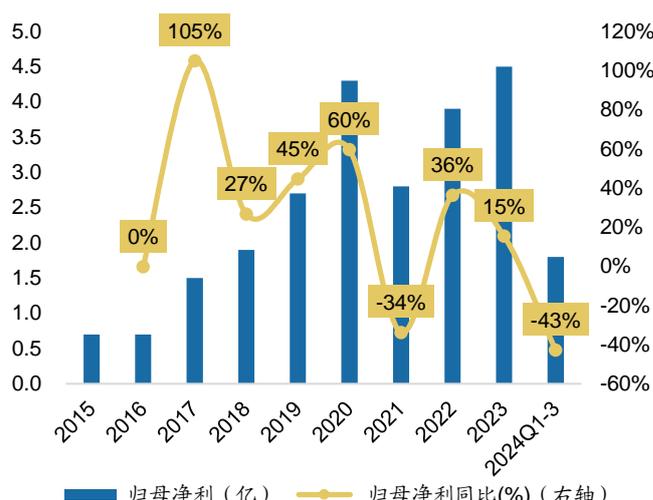
纵观2025年，在补贴政策、消费恢复以及公司成功收入罗曼的情况下，收入端有望改善，同时价格竞争有望趋缓且在规模优势之下，盈利端改善弹性较大。

图 1：历年收入（亿元）以及同比（%）



数据来源：ifind，广发证券发展研究中心

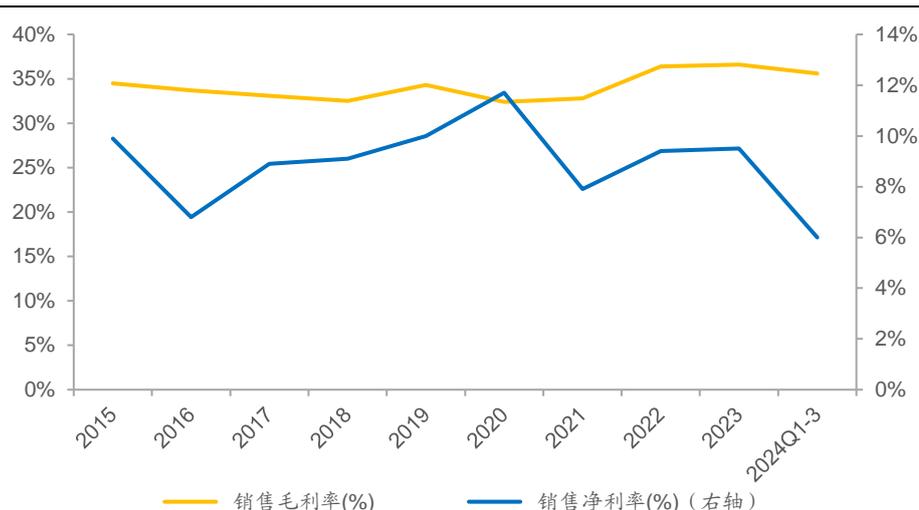
图 2：历年归母净利（亿元）以及同比（%）



数据来源：ifind，广发证券发展研究中心

从过去的八年来看，公司具有较为稳定的盈利能力，毛利率稳定在35%左右，净利率基本处于8-10%区间。2024年在较为特殊的消费环境之下，盈利能力下降较多，我们认为，随着收入端的恢复，盈利端也将逐步恢复。

图 3: 历年毛利率、净利率 (%)



数据来源: ifind, 广发证券发展研究中心

(一) 分产品: 厨房小家电为主, 产品矩阵丰富

公司产品矩阵丰富, 产品型号较多。小熊电器坚持新品开发、多品类协同发展, 旗下产品众多, 可分为厨房、生活及其他小家电三大类别, 包括养生壶、加湿器等几十个细分产品。

厨房类小家电: 主要分为锅煲类、壶类、电热类、西式类和电动类产品, 具体来看, 主要包括养生壶、电饭煲、电水壶、切碎机、电蒸锅、电炖锅等产品;

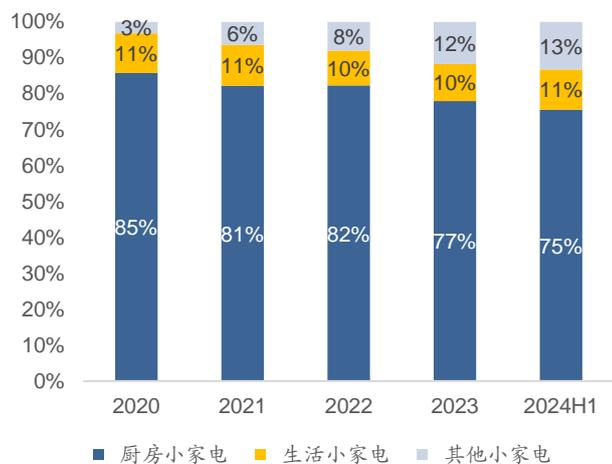
生活类小家电: 主要为加湿器、电风扇、挂烫机、洗衣机、电熨斗等产品;

其他类小家电: 主要为个护和母婴小家电, 如电吹风、调奶器、奶瓶消毒柜等产品。

公司产品品类丰富, 根据2023年年报, 目前有超过80个产品品类、900多款型号产品, 属于多品类小家电公司。

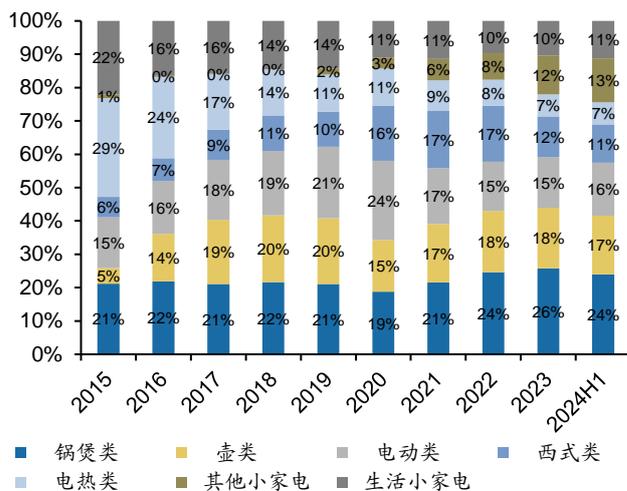
分产品来看, 厨房小家电收入占比最大。根据2024年中报, 2024H1厨房小家电收入占比约75%, 近年来厨房小家电收入占比有所下降, 生活类小家电收入占比基本保持稳定, 2024H1生活类小家电收入占比约11%, 其他类小家电收入占比提升较快, 由2020年占比3%提升至2024H1的13%, 可见公司持续拓展新的品类, 种类持续丰富。

图 4: 分产品收入 (万元) 以及同比 (%)



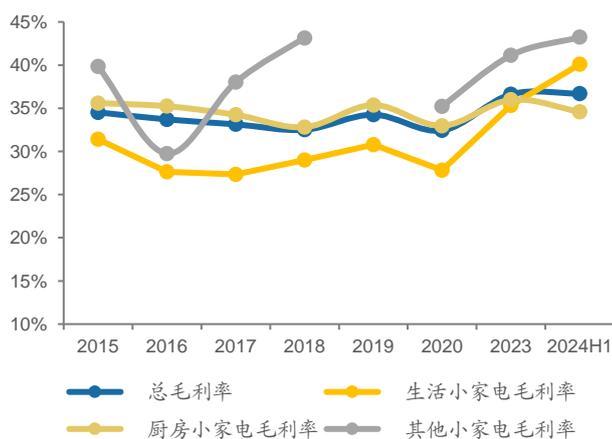
数据来源: ifind, 广发证券发展研究中心

图 5: 分产品收入占比 (%)



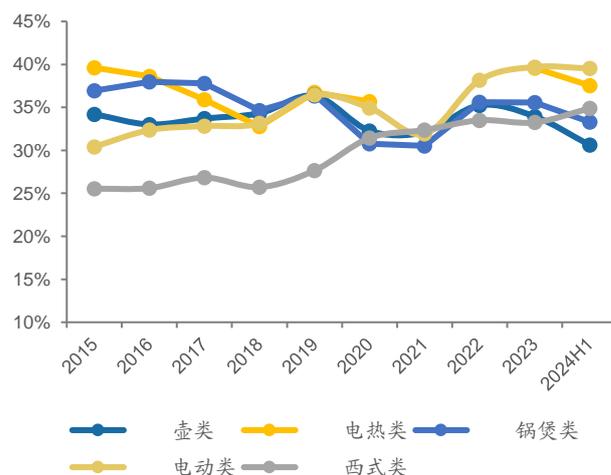
数据来源: ifind, 广发证券发展研究中心

图 6: 分产品类别毛利率 (%)



数据来源: ifind, 广发证券发展研究中心

图 7: 厨房小家电细分产品毛利率 (%)



数据来源: ifind, 广发证券发展研究中心

图 8: 2024H1公司产品结构

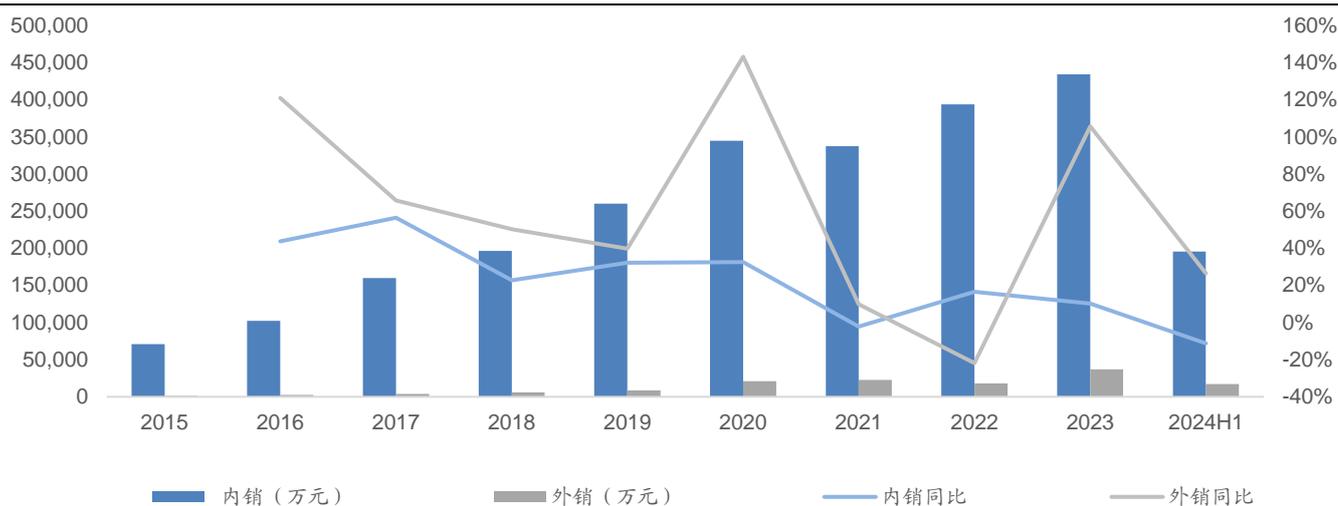


数据来源: ifind, 公司官网, 广发证券发展研究中心

(二) 分区域: 内销为主, 积极拓展海外

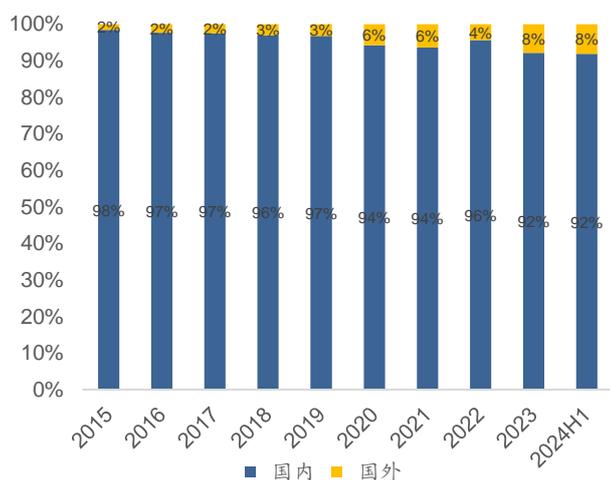
根据2023年年报以及2024年中报, 2023年内销收入43.4亿元, 同比增长10%, 外销收入快速增长, 2023年实现外销收入3.7亿元, 同比增长106%, 收入占比达7.8%, 2024H1外销收入为1.7亿元, 同比增速达27%, 保持较快增长, 占比约8.1%。2024H1内销收入20.6亿元, 同比下滑11%, 今年以来内销承压。

图 9：历年内、外销收入（万元）与同比（%）



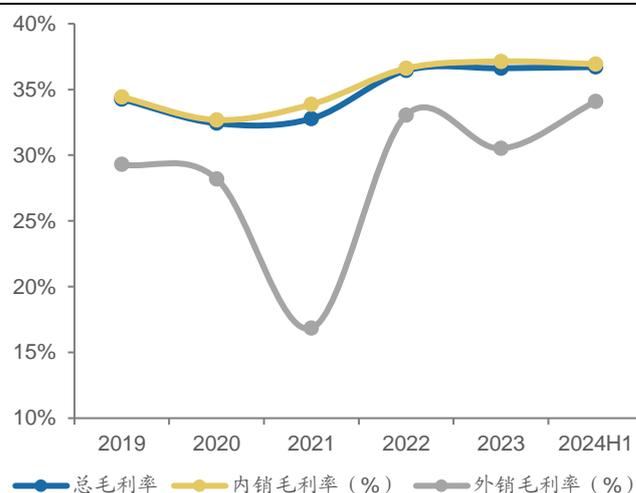
数据来源：ifind，广发证券发展研究中心

图 10：分地区收入占比（%）



数据来源：ifind，广发证券发展研究中心

图 11：分地区收入毛利率（%）



数据来源：ifind，广发证券发展研究中心

（1）内销：内销业务以线上渠道为主，绝大多数收入来自于线上，淘系和京东渠道收入占比较高，其他渠道抖音、拼多多等收入占比低。

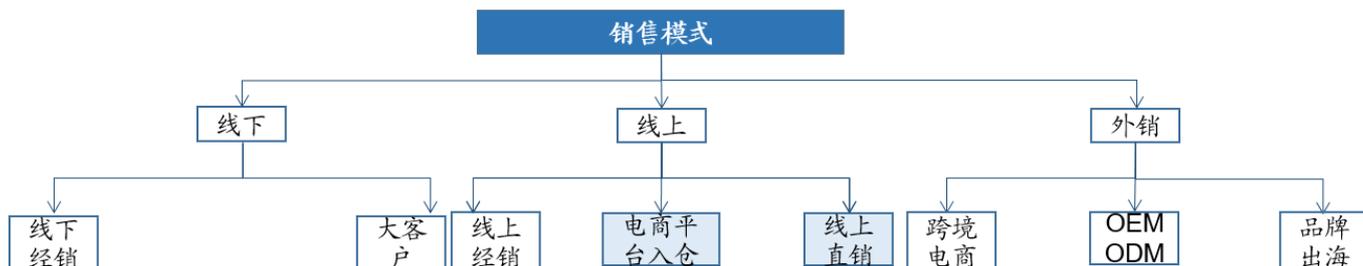
（2）外销：公司拓展海外市场，主要通过以下三个渠道：

跨境电商：主要在欧美地区做跨境电商，通过欧美亚马逊进行销售。已经完成了基础能力的构建，如店铺运营能力、渠道建设等，现在我们更多的是在扩品类。

东南亚品牌出海：公司品牌出海业务相对比较成熟，主要还是以东南亚为主，出口品类和中国本土销售品类相似，但更多的是偏刚需的产品如电饭煲、电炖锅等。另外日本、韩国也有一定市场，小熊品牌与当地市场比较贴近，具有产品力、性价比优势，如豆浆机、切碎机表现良好。

ODM/OEM业务。主要在日本、韩国、美国。公司更侧重自有品牌出海，ODM/OEM作为辅助。

图 12: 销售模式



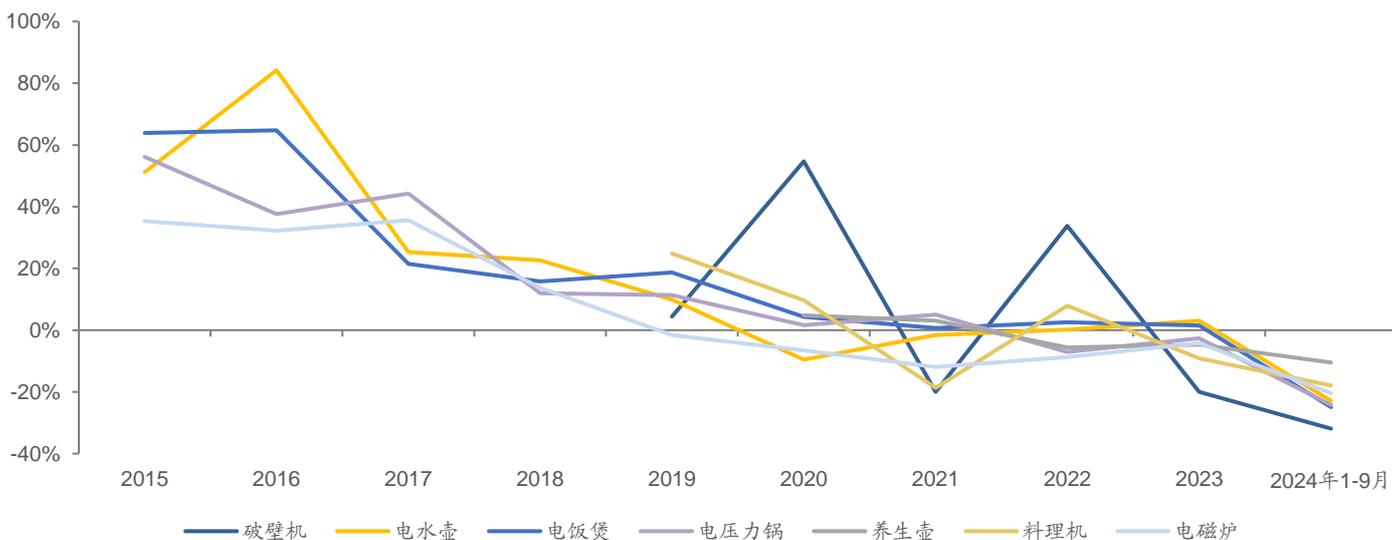
数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

二、行业：处于低谷，期待需求改善

(一) 行业处于低谷期，期待改善

这两年厨房小家电的低谷时期。2015年小家电进入消费升级阶段，量价齐升，实现快速增长。2020年疫情爆发，居家需求催生新兴小家电快速渗透，2021年以后，厨房类（小熊的主力产品）增速持续放缓，2024年承压显著。

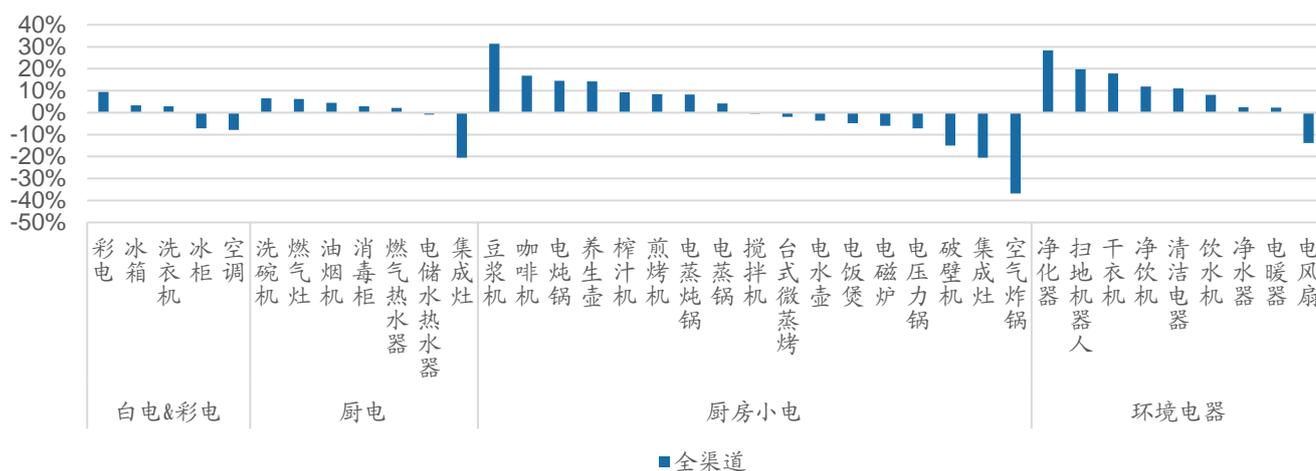
图 13: 主要产品历年线上销售额同比增速 (%)



数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

近期来看，厨房小家电同比仍有小幅下滑。根据奥维云网数据，2024Q1-3厨房小家电全渠道推总零售额同比下滑4.0%左右，表现较好的主要为豆浆机、净化器、干衣机、电炖锅、养生壶，线上零售额分别同比+34.4%、+33.4%、+25.0%、+20.3%、18.6%，但绝大多数产品销售下滑显著。

图14：24Q1-3家电细分品类零售额累计同比增速



数据来源：奥维云网推总，广发证券发展研究中心

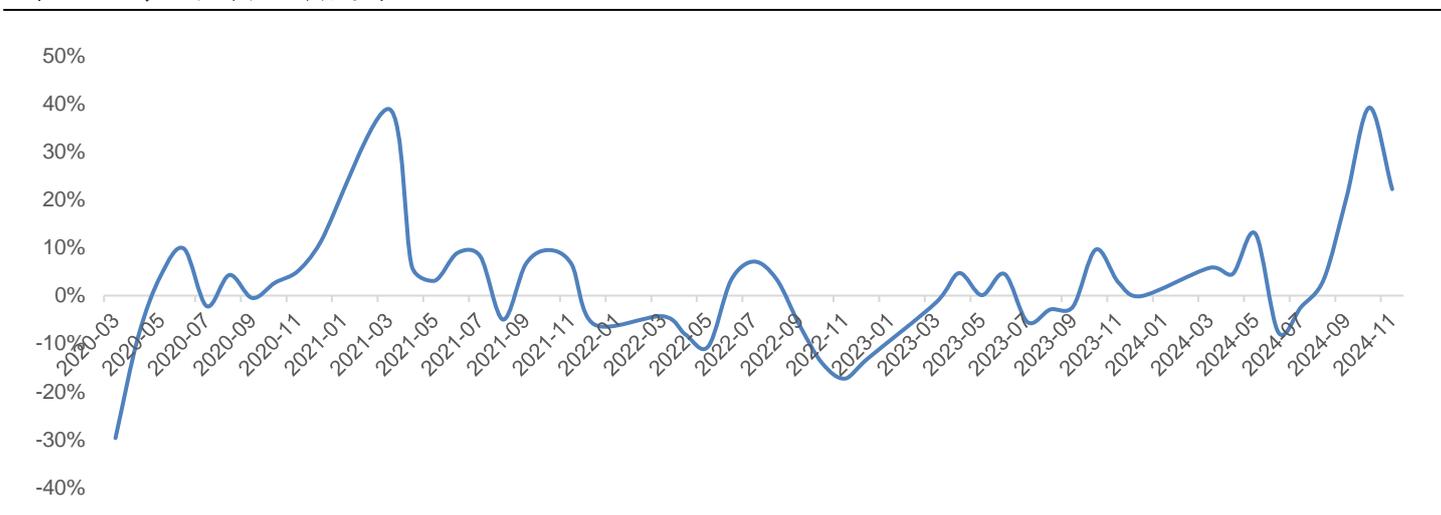
国补推出以后白电刺激效果显著，根据国家统计局发布的社零数据，家用电器与音像制品2024年9-11月零售额同比增速分别为21%、39%、22%。展望2025年，内销消费趋弱的环境下，小家电可选属性较强，复苏节奏慢于大家电，但部分省市亦将部分厨房小家电品类纳入国补范围，随着消费力的逐步复苏、销售渠道的改善以及产品厂商的持续创新，厨房小家电有望恢复良好增长。

表 1: 各省市区扩充的补贴品类

	在中央政策基础上额外新增补贴的品类
河北	净水器、按摩椅、电烤箱、料理机、清洁电器、电饭煲、电吹风
内蒙古	洗碗机、空气净化器、微波炉、电磁炉、电饭煲、电风扇、净水器
吉林	洗碗机、净水机、扫地机、微波炉、电烤箱、电饭煲、智能门锁、空气净化器
黑龙江	净水器、洗碗机、电磁炉、微波炉、电饭煲、智能马桶、淋浴器、蒸烤箱、扫地机、洗地机
上海	坐便器、扫地机器人、吸尘器、空气净化器
江苏	空气净化器、微波炉、电磁炉、电饭煲、电风扇、家用冰吧、洗碗机、净水器、智能马桶
浙江	洗碗机、空气净化器、吸尘器、微波炉、电磁炉、电饭煲、电风扇、净水机
安徽	洗碗机、净水器、淋浴器、干衣机、智能门锁、智能窗帘、智能晾衣架、智能床、取暖器、新风机、洗地机、茶吧机、智能马桶、空气净化器、智能床垫、浴霸、消毒柜、扫地机、破壁机、蒸烤箱、电饭煲、电压力锅、微波炉、饮水机
广西	洗碗机、消毒柜、电饭煲、电烤炉、吸尘器、蒸烤一体机、扫地机、净水器、微波炉、智能门锁、智能马桶
海南	洗碗机、空气净化器、吸尘器、微波炉、电磁炉、电饭煲、电风扇、净水机
四川	投影仪、饮水机、净饮机、净水器、洗碗机、蒸烤箱、消毒柜、空气净化器
贵州	消毒柜、取暖器、饮水机、投影仪、空气净化器、冷柜、按摩椅、打印机、破壁机
西藏	蒸烤箱、微波炉、洗碗机、消毒柜、电饭煲、咖啡机、面包机、净水器、空气净化器、扫地机、吸尘器、投影仪、智能门锁、智能马桶、智能晾衣架、智能淋雨、浴霸、挂烫机、吹风机、电动剃须刀
青海	壁挂锅炉、洗碗机、智能门锁、扫地机器人、空气净化器、电饭煲、微波炉、电磁炉、净水机
宁夏	洗碗机、打印机、空气净化器、电饭煲、微波炉、净水机、扫洗地机、电风扇、电磁炉

数据来源: 商务部, 广发证券发展研究中心

图 15: 家电社零数据月度同比 (%)



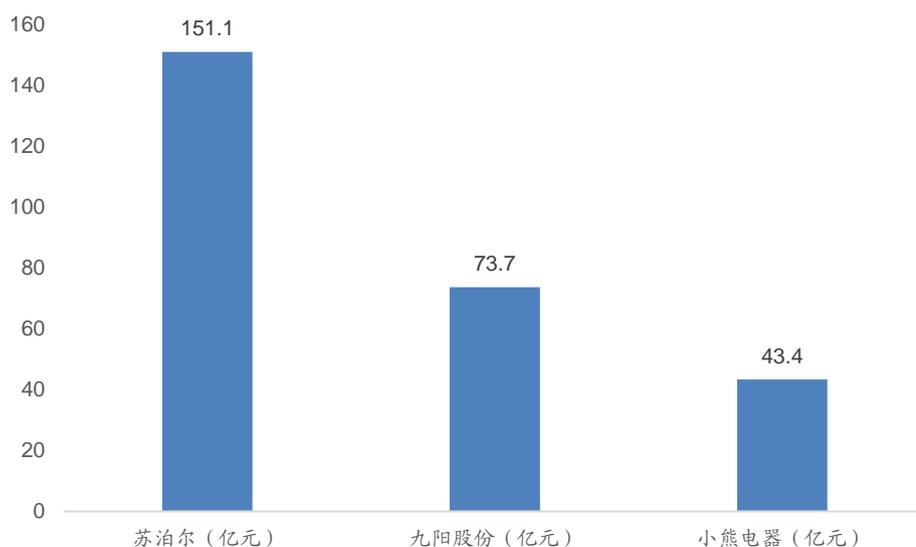
数据来源: ifind, 广发证券发展研究中心

(二) 厨房小家电第四品牌, 受益于内销恢复

从收入体量上来看, 厨房小家电领域, 小熊电器的内销收入体量仅次于美的、苏泊尔、九阳, 排名第四。小熊电器内销业务占比超90%, 内销恢复小熊具有较大的弹性。

从线上销售量份额来看，小熊电器的主要产品的的基本均已进入行业前五，表现最好的是养生壶产品，根据奥维云网数据，24W1-24W49期间，线上销量累计份额为22%，位居第一。作为厨房小家电代表产品电饭煲，小熊在2022年进入以后，也已经栖身前五，根据奥维云网数据，24W1-24W49期间，线上销量累计份额为5%。其他主力产品，搅拌机、加湿器、料理机、电水壶，根据奥维云网数据，24W1-24W49期间，线上销量累计份额分别为16%、12%、6%、4%，分别位居第二、第三、第五、第五。

图 16: 2023年厨房小家电小家电龙头公司内销收入(亿元)



数据来源: ifind, 广发证券发展研究中心

图 17: 24W49养生壶线上渠道累计销量份额(%)

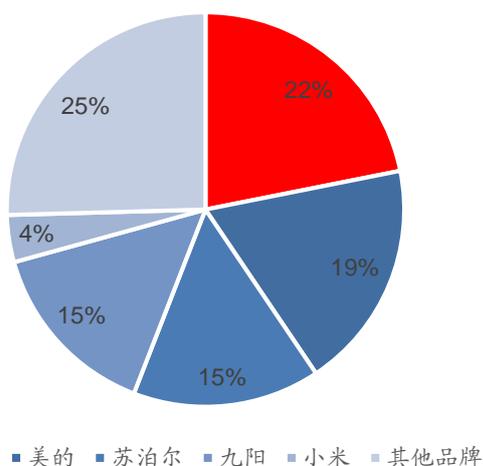
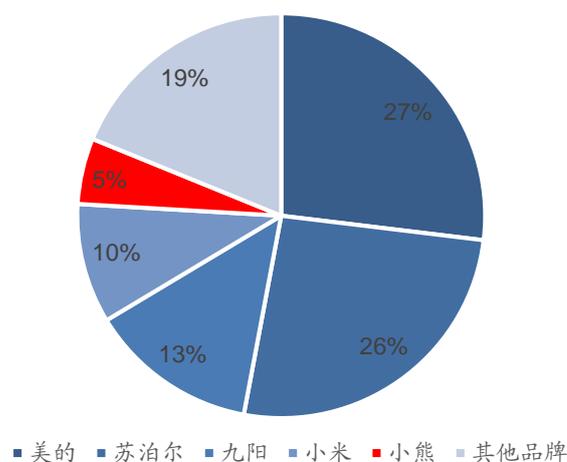


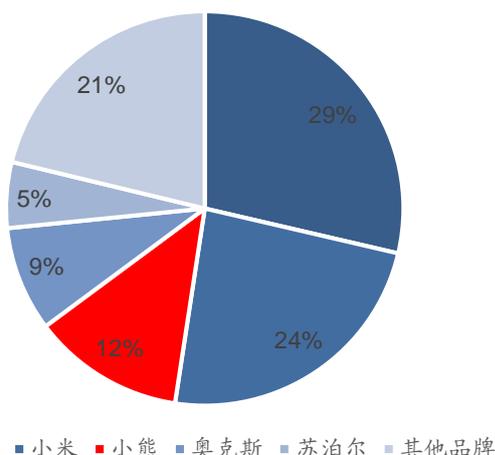
图 18: 24W49电饭煲线上渠道累计销量份额(%)



数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

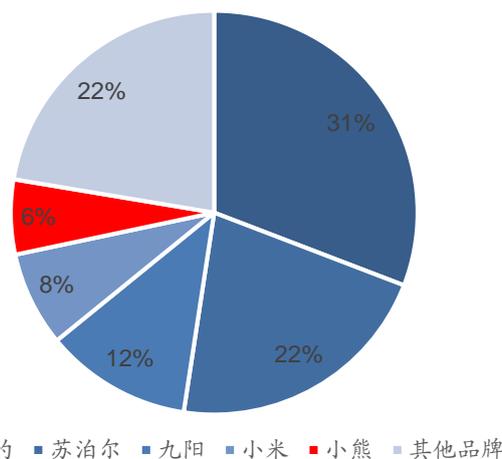
数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

图 19: 2024年1-11月加湿器线上渠道累计销量份额 (%)



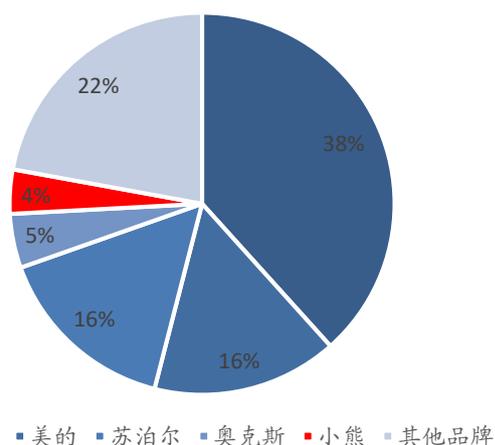
数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

图 20: 24W49电水壶线上渠道累计销量份额 (%)



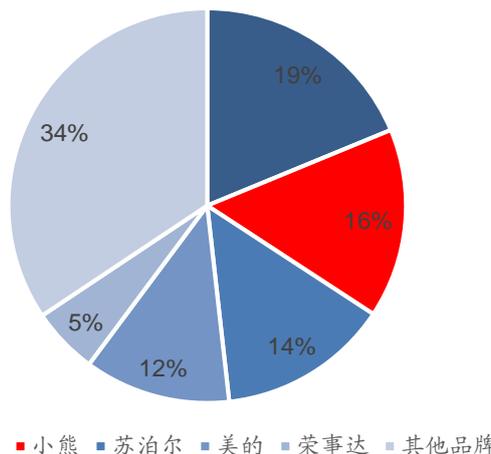
数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

图 21: 24W49料理机线上渠道累计销量份额 (%)



数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

图 22: 24W49搅拌机线上渠道累计销量份额 (%)

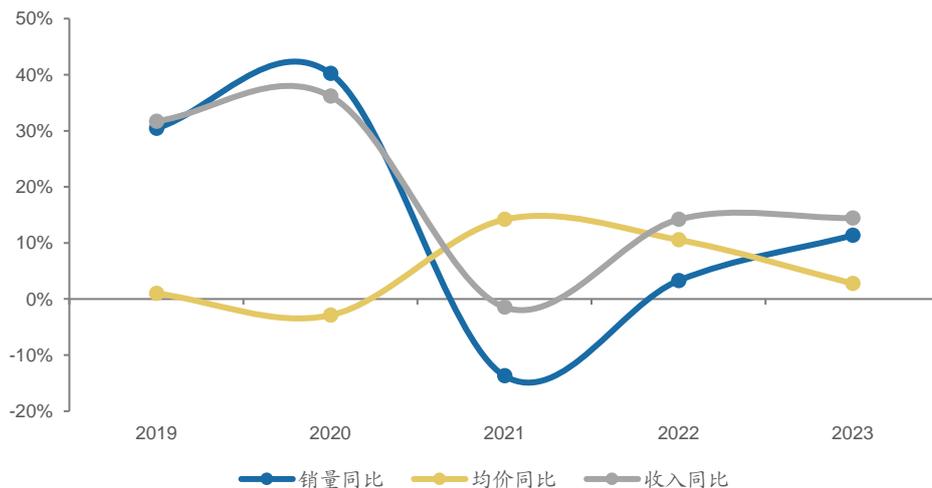


数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

三、收入端：收购罗曼，进一步丰富品类与品牌

收入增速基本均由销量带动，新品拓展为公司的主要增长动力。具体来看公司历年量价情况：2019-2023年期间，仅2021-2022年均价提升显著，分别为14%、11%，主要由于公司在2021-2022年开始推行精品化战略，产品均价全线提升，且公司向刚需品拓展，也带动客单价提升，其余年份收入增速基本均由销量带动，新品拓展为公司的主要增长动力。

图 23: 历年销量与均价同比 (%)



数据来源: ifind, 2019-2023 年年度报告, 广发证券发展研究中心

公司主要依靠拓展新产品带动收入增长。公司近年来新品拓展战略主要分为两大方向:

一方面, 向刚需品去发展。公司会基于小熊品牌的消费用户作为主阵地, 在刚需品类当中找到小熊公司的优势点去切入, 然后进一步扩充产品。我们看到公司的电饭煲产品, 从小容量角度切入, 成功推出以后已经逐步成为公司的拳头产品, 根据奥维云网数据, 24W1-24W49期间, 线上销量累计份额为5%, 电饭煲产品线上销量份额已经进入前五; 洗衣机, 从折叠型、免安装、迷你内衣洗衣机等角度切入, 也在逐步积攒优势。刚需品市场容量大, 产生一定规模后, 有望实现较好的盈利。

另一方面, 持续开拓新兴小家电市场。比如生活电器、环境电器、母婴个护小家电领域, 公司会发掘消费者需求, 积极开拓品类, 有望给公司带来新的增量。

展望2025, 从行业角度来看, 在行业逐步修复中, 作为内销为主厨房小家电第四品牌, 公司收入也将逐步恢复。从公司角度来看, 收入端: (1) 刚需品份额有望持续提升; (2) 新兴产品持续开拓贡献增长点, 近年来个护、母婴收入占比持续提升, 罗曼收购完成, 有利于个护等新兴市场的拓展。同时收购罗曼智能, 将进一步丰富公司的产品、品牌, 为公司的新兴市场拓展, 增加筹码, 为公司收入端贡献新增量。

具体来看:

2024年7月5日公告, 以现金1.54亿元收购广东罗曼智能61.78%的股权, 2024年7月18日公告, 完成股权转让等相关的工商变更登记手续。罗曼智能主打个护类产品, 且外销业务具有一定的优势, 目前收购已经完成, 将进一步丰富公司的产品、品牌以及增强外销业务能力, 同时罗曼收购并表也将增厚小熊的收入和归母净利润。具体来看:

(1) 产品端, 罗曼智能主营业务已覆盖全品类个护小家电产品, 以电动牙刷、高速电吹风等为主要产品。

(2) 品牌端，罗曼在国内市场拥有自己的自主品牌，在个护产品上小有名气。

(3) 业务端，罗曼主要通过ODM/OEM方式为海外市场客户提供产品代工服务，客户中包括诸多全球知名品牌商如日本雅萌、荷兰飞利浦等。

表 2：罗曼智能主要财务数据

	2022	2023	2024	2025	2026
营业收入（万元）	50294.12	50533.46	-	-	-
营业利润（万元）	1747.25	-658.96	-	-	-
净利润（万元）	1750.17	-372.46	-	-	-
经营活动现金流量 净额（万元）	7402.38	3509	-	-	-
目标净利润（万元）	-	-	1500	2500	4000

数据来源：关于收购罗曼控制权的公告，广发证券发展研究中心

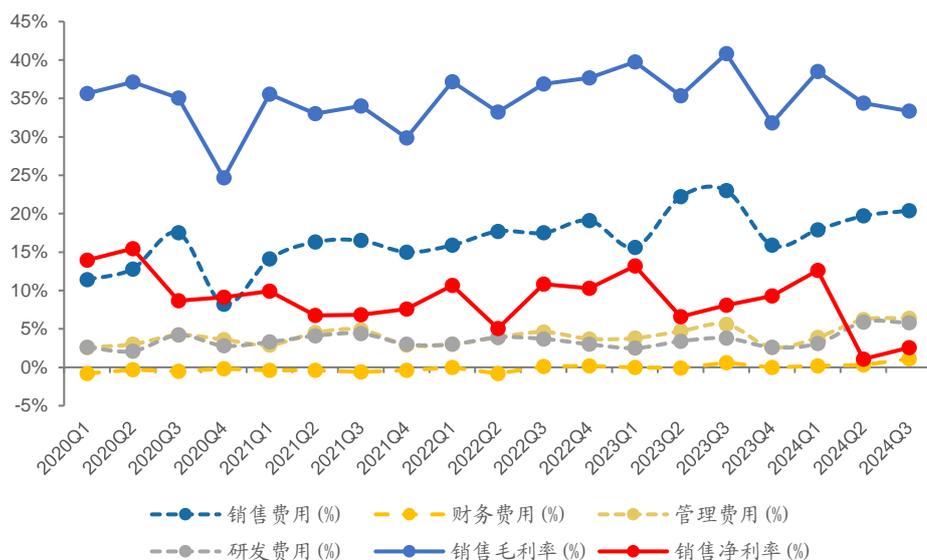
四、利润端：利润弹性较大

2024年利润基数低，24Q1-3净利率约6.0%，公司历史净利率区间基本为8-10%，我们预计2024年净利率水平低于历史区间，2025-2026年预计净利率将稳步修复；

2024年净利率低的原因：（1）收入下滑，规模效应导致成本以及费用率上升；（2）线上渠道平台对品牌压榨加大，ROI进一步走低；（3）品牌间价格竞争激烈；

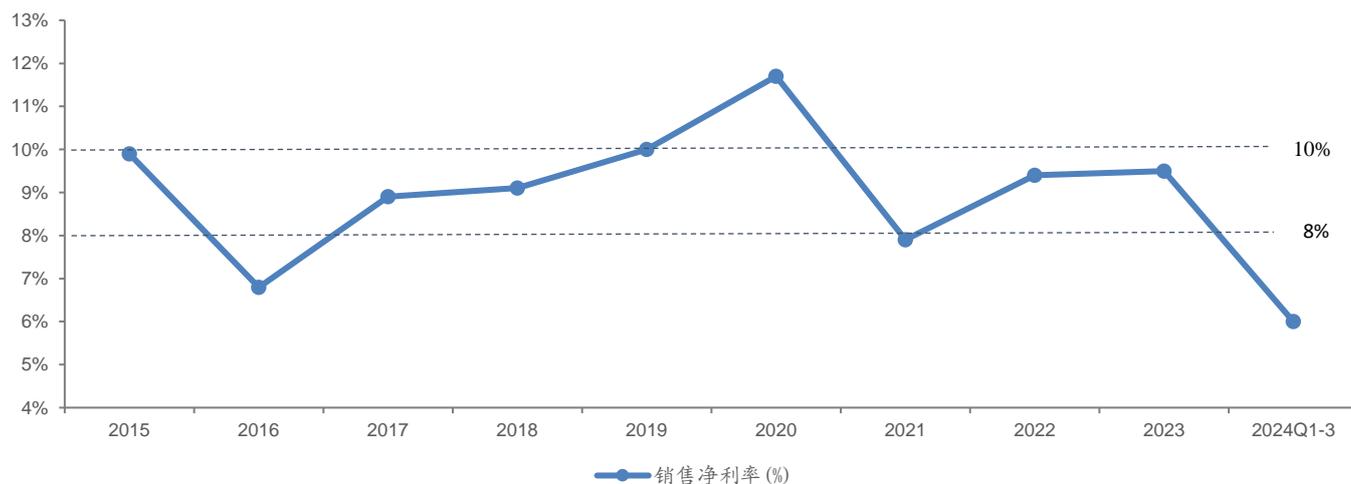
趋势：（1）补贴政策支持之下，品牌间价格竞争预计会明显趋缓；（2）在收入稳步恢复的趋势下，费用率也将逐步恢复正常；（3）公司成立专门团队对线上运营，包括费用投放进行精细化管理，ROI有望超越同行。

图 24: 各项费用率、毛利率、净利率 (%)



数据来源: ifind, 广发证券发展研究中心

图 25: 历年销售净利率 (%)



数据来源: ifind, 广发证券发展研究中心

所以, 我们认为, 如果收入端恢复到良性增长, 费用率有望下降, 净利率将恢复到合理的区间。

五、盈利预测和投资建议

我们按照不同产品做拆分与预测，核心假设如下：

(1)厨房小家电：公司主营为厨房小家电内销业务，在国内消费需求较弱的情况下，我们预计传统厨房小家电业务受行业影响较大，预计今年将出现一定幅度的下滑，明后年假设消费逐步复苏，将有望获得增长，我们预计24-26年厨房小家电收入增速分别为-7%、6%、7%。

(2)生活小家电：公司近年来拓展了越来越多的生活小家电，在整体生活电器收入占比相对较低的情况下，增速将快于厨房类小家电，目前我们预计24-26年生活小家电收入增速分别为6%、8%、8%。

(3)其他小家电：公司拓展的新品类，主要是母婴和个护类小家电产品，近年来收入占比持续提升，增速最快的品类，目前我们预计其他类小家电收入增速分别为15%、18%、16%。

(4)毛利率：短期来看，行业需求较弱，价格竞争激烈，盈利能力承压。具体来看：厨房小家电品类2024年竞争激烈，毛利率有所下降，预计2025-26年毛利率会有所回升，我们预计2024-26厨房小家电毛利率分别为：34.9%、35.2%、35.5%；生活小家电、其他小家电预计2024-26年毛利率保持平稳，我们预计生活小家电2024-26毛利率分别为34%、34%、34%，其他小家电分别为40%、40%、40%。整体来看，未来公司盈利能力有望逐步修复企稳。我们预计24-26年整体毛利率为35.4%、35.7%、36.0%。

(5)费用率：收入端有望恢复增长，由于规模效应，预计销售费用率、管理费用率、研发费用率等均稳中有降。

表3：收入分拆表

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总收入(亿元)	20.4	26.9	36.6	36.1	41.2	47.1	45.7	49.5	53.7
YoY	24%	32%	36%	-1%	14%	14%	-2.9%	6.3%	7.2%
厨房小家电									
收入(亿元)	17.31	22.38	31.17	29.33	33.62	36.43	33.98	36.19	38.79
YoY	26%	29%	39%	-6%	15%	8%	-7%	6%	7%
生活小家电									
收入(亿元)	2.93	3.82	4.01	4.07	3.95	4.85	5.15	5.56	6.00
YoY	13%	30%	5%	1%	-3%	23%	6%	8%	8%
其他小家电									
收入(亿元)	0.03	0.49	1.16	2.28	3.26	5.46	6.27	7.40	8.59
YoY	50%	1422%	138%	96%	43%	68%	15%	18%	16%

数据来源：ifind、广发证券发展研究中心

表4: 毛利率分拆表

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业成本 (亿元)	13.8	17.7	24.7	24.2	26.2	29.8	29.5	31.8	34.4
毛利率	32.5%	34.3%	32.4%	32.8%	36.5%	36.6%	35.4%	35.7%	36.0%
厨房小家电									
毛利率	32.8%	35.4%	33.0%	32.1%	35.7%	36.2%	34.9%	35.2%	35.5%
生活小家电									
毛利率	29.0%	30.8%	27.8%	30.6%	33.0%	35.3%	34.0%	34.0%	34.0%
其他小家电									
毛利率	43.1%	13.9%	35.2%	46.5%	49.5%	41.1%	40.0%	40.0%	40.0%

数据来源: ifind、广发证券发展研究中心

展望2025, 从行业角度来看, 在行业逐步修复中, 作为内销为主厨房小家电第四品牌, 公司收入也将逐步恢复。从公司角度来看, 收入端: (1) 刚需品份额有望持续提升; (2) 新兴产品持续开拓贡献增长点。同时利润端具有一定的弹性。预计2024-26年归母净利润同比分别为: -37.9%、38.0%、17.8%。我们选取小家电公司作为可比公司, 其中苏泊尔、九阳是以厨房小家电为主的综合性小家电龙头, 石头科技、科沃斯为清洁类小家电龙头, 德尔玛和倍轻松为按摩类小家电龙头, 公司业务与九阳和苏泊尔更为接近, 参考可比公司估值, 给予2025年22xPE, 对应合理价值为53.42元/股, 维持“增持”评级。

表5: 可比公司估值表

股票代码	公司名称	现价 (元人民币/股)	每股收益 (元/人民币)		市盈率 (X)	
			2024E	2025E	2024E	2025E
002242.SZ	九阳股份	10.9	0.37	0.51	29.9	21.5
002032.SZ	苏泊尔	53.2	2.88	3.12	18.5	17.0
688169.SH	石头科技	212.7	12.67	14.49	16.8	14.7
603486.SH	科沃斯	48.7	2.13	2.59	22.8	18.8
301332.SZ	德尔玛	10.3	0.33	0.39	31.8	26.3
688793.SH	倍轻松	33.8	0.57	0.96	59.5	35.1
	平均				29.9	22.2

数据来源: ifind、广发证券发展研究中心

注: 股价为 2024-12-25 收盘价, 盈利预测来自于 ifind 一致盈利预测数据。

六、风险提示

（一）海外业务拓展不顺利

公司大力拓展海外渠道，但是公司主要以内销为主，对于海外市场经验不足，在拓展节奏以及拓展效果上存在不确定性，如果海外需求恶化，或者公司产品与海外需求不够匹配，都有可能存在风险。

（二）行业需求疲软

消费需求如果持续不改善，需求持续处于低迷阶段，消费者对于新兴小家电的整体需求可能会更弱，更新换代速度也会放缓，公司收入端都会受到较大的影响，很难恢复到良好的增长。

（三）原材料价格上涨

公司成本中原材料占比较高，如果原材料价格大幅上涨，将导致公司毛利率下降，进而影响公司的归母净利润。

（四）竞争格局恶化

龙头企业加大线上渠道投入，重视电商直播，同时也应用低价促销手段。整体行业竞争格局可能会恶化，公司优势可能被削弱，影响公司产品规模扩大，影响公司份额提升的节奏。

（五）新兴品类低于预期

公司试图开拓母婴、个护新兴市场，与公司主营产品存在不小差异，若新品类推广不及预期将对公司产生负面影响，如果新品的销售不理想，就有可能收入贡献较小，影响公司的成长性。

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	3,616	3,876	3,440	3,828	4,404
货币资金	2,116	1,528	1,193	1,526	2,039
应收及预付	98	183	138	149	162
存货	651	620	566	610	660
其他流动资产	750	1,545	1,543	1,543	1,544
非流动资产	1,260	1,511	1,548	1,557	1,541
长期股权投资	5	5	5	5	5
固定资产	726	768	788	808	828
在建工程	113	273	373	453	513
无形资产	309	333	250	158	62
其他长期资产	108	131	131	131	131
资产总计	4,875	5,386	4,988	5,385	5,945
流动负债	2,033	2,158	1,478	1,492	1,603
短期借款	220	17	0	0	0
应付及预收	1,433	1,713	1,107	1,105	1,195
其他流动负债	380	427	371	387	407
非流动负债	476	492	498	499	499
长期借款	3	0	0	0	0
应付债券	457	456	0	0	0
其他非流动负债	16	35	497	498	498
负债合计	2,509	2,650	1,976	1,991	2,101
股本	156	157	157	157	157
资本公积	934	984	984	984	984
留存收益	1,272	1,593	1,870	2,251	2,701
归属母公司股东权益	2,367	2,736	3,013	3,394	3,844
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	4,875	5,386	4,988	5,385	5,945

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4,118	4,712	4,573	4,949	5,372
营业成本	2,617	2,987	2,953	3,180	3,439
营业税金及附加	27	40	25	27	30
销售费用	730	884	883	871	945
管理费用	154	190	183	193	209
研发费用	137	143	160	163	172
财务费用	-4	5	-27	-27	-36
资产减值损失	28	17	34	40	19
公允价值变动收益	0	16	0	0	0
投资净收益	24	25	0	0	0
营业利润	487	492	367	507	597
营业外收支	-32	22	0	0	0
利润总额	455	515	367	507	597
所得税	69	69	91	125	148
净利润	386	445	276	381	449
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利	386	445	276	381	449
EBITDA	586	622	532	686	752
EPS (元)	2.48	2.84	1.76	2.43	2.86

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	613	685	-123	512	673
净利润	386	445	276	381	449
折旧摊销	134	153	162	172	176
营运资金变动	94	73	-596	-81	28
其它	-1	13	34	40	19
投资活动现金流	85	-1,157	-200	-180	-160
资本支出	-303	-424	-200	-180	-160
投资变动	-23	-11	0	0	0
其他	411	-722	0	0	0
筹资活动现金流	762	-210	-12	1	0
银行借款	750	-190	-17	0	0
股权融资	3	11	0	0	0
其他	9	-31	5	1	0
现金净增加额	1,460	-682	-335	333	513
期初现金余额	458	1,917	1,528	1,193	1,526
期末现金余额	1,917	1,238	1,193	1,526	2,039

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增长	14.2%	14.4%	-2.9%	8.2%	8.5%
营业利润增长	45.8%	1.1%	-25.4%	38.0%	17.8%
归母净利润增长	36.3%	15.2%	-37.9%	38.0%	17.8%
获利能力					
毛利率	36.4%	36.6%	35.4%	35.7%	36.0%
净利率	9.4%	9.5%	6.0%	7.7%	8.4%
ROE	16.3%	16.3%	9.2%	11.2%	11.7%
ROIC	190.7%	196.9%	80.9%	98.9%	132.0%
偿债能力					
资产负债率	51.5%	49.2%	39.6%	37.0%	35.3%
净负债比率	14.0%	9.1%	0.3%	0.3%	0.3%
流动比率	1.78	1.80	2.33	2.57	2.75
速动比率	1.44	1.50	1.93	2.14	2.32
营运能力					
总资产周转率	0.97	0.92	0.88	0.95	0.95
应收账款周转率	42.65	42.18	38.02	38.02	38.02
存货周转率	4.13	4.70	5.21	5.21	5.21
每股指标 (元)					
每股收益	2.48	2.84	1.76	2.43	2.86
每股经营现金流	3.93	4.36	-0.78	3.27	4.29
每股净资产	15.17	17.45	19.18	21.61	24.47
估值比率					
P/E	24.35	18.29	27.58	19.99	16.96
P/B	3.98	2.98	2.53	2.25	1.98
EV/EBITDA	13.60	11.42	12.12	8.91	7.45

广发家电行业研究小组

- 曾 婵：首席分析师，武汉大学经济学硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 袁 雨 辰：资深分析师，上海社科院经济学硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 高 润 鑫：资深分析师，复旦大学资产评估学硕士，同济大学工学学士，2020年进入广发证券发展研究中心。
- 符 超 然：资深分析师，上海财经大学经济学硕士，同济大学工学学士，2021年进入广发证券发展研究中心。
- 陈 尧：高级分析师，新加坡国立大学金融工程专业硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦47 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81号 广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfbzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

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