

小熊电器 (002959.SZ)

创意小家电领航，年轻人喜欢的小熊

小熊电器 2022-2024 年围绕品牌升级、品类精品化刚需化转型、横向拓宽个护/母婴/生活品类、外延并购罗曼加速出海全球化布局正在结出硕果，国补扩圈提振新消费浪潮、平台反内卷改善利润率帮助下，公司有望穿越宏观经济周期波动在 2025 年重新迎来收获的季节，我们预计公司 2025 年归母净利润增长 48% 至 4.3 亿元，目前 PE/PS 估值仅 17/1.3 倍，首次覆盖给予“强烈推荐”投资评级。

□国补扩圈提振小家电，平台反内卷改善利润率。2025 年两会宣布 3000 亿特别国债，加码两新国补消费刺激政策，品类从去年 8+N 扩圈至 12+N，电饭煲、净水器、微波炉、洗碗机纳入国补清单，奥维统计 2025 年 1-3 月小家电线上零售额同比增长 8.3%。去年消费降级叠加平台内卷，剔除收购影响、小熊利润率 24Q2-24Q3 跌至 0-1%，今年平台反内卷、叠加国补消费刺激，将有效扭转品牌低利润率局面：以抖音为例，3 月初抖音巨量千川被整体并入抖音电商成为二级部门，合并后共同改善商家投流 ROI、广告和自然流量池之间打通，同时降低商品退货率、并全额返还部分退货推广订单带来的广告费。

□品类刚需化、精品化，发力母婴、生活、个护，收购罗曼加快出海。小熊 22 年品类从长尾转型精品、刚需化后，均价从过往 80-90 元升至 100 元以上，SKU 精简带来大单品突破，养生壶、电饭煲、电火锅（叠叠锅）、加湿器、破壁机成长为支柱品类；横向拓品类方面，母婴小家电调奶器快速增长，生活小家电发力 Mini 双腔分区洗衣机实现破圈裂变，个护收购罗曼智能加快海外布局，西式小家电拓展咖啡机品类；全球化运营方面，小熊通过跨境电商、OBM 经销和代工协同，实现规模快速增长，2022-2024 年从不到 2 亿元增至 6.7 亿元，公司对美出口收入占比 5-6%，关税风险可控。

□小熊 25 年经营改善可期，业绩有望困境反转。久谦统计，小熊 25 年 1/2/3 月电商同比增长 16%/16%/33.5%，1-3 月累计电商增长 22%，其中抖音增长 80%，小熊整体表现跑赢小家电大盘。国补改善公司投入产出比，各地品类扩容至小家电后，显著优化竞争环境，公司 24Q4 归母净利率环比改善 5pcts 至 6.6%，经营成效开始显现，其中四季度毛利率同比提升 2.8pcts 至 35%。我们预计公司 25 年产品结构改善拉动盈利修复，费用端受益规模经济，净利率有望持续环比优化。

□首次覆盖给予“强烈推荐”投资评级。我们预测公司 2025-2027 年营业收入同比增长 15%/11%/12%，归母净利润分别为 4.3/5.0/5.7 亿元，同比增长 48%/16%/14%，对应 PE 为 17/15/13 倍。我们首次覆盖小熊电器，参考可比公司 2 倍 PS 或者 25 倍 PE 合理估值，给予公司“强烈推荐”投资评级

□风险提示：海外贸易摩擦引发全球经济衰退，出口转内销带来竞争加剧；原材料价格大幅上涨；国补政策退坡需求透支。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
------	------	------	-------	-------	-------

强烈推荐（首次）

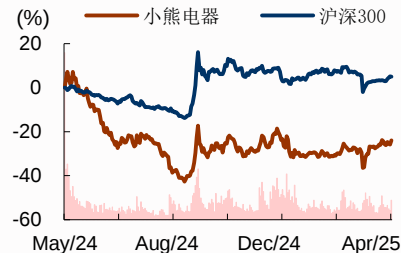
消费品/家电
目标估值：NA
当前股价：46.56 元

基础数据

总股本（百万股）	157
已上市流通股（百万股）	154
总市值（十亿元）	7.3
流通市值（十亿元）	7.2
每股净资产（MRQ）	18.8
ROE（TTM）	9.0
资产负债率	49.5%
主要股东	佛山市兆峰投资有限公司
主要股东持股比例	44.12%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	19	-2	-17
相对表现	15	4	-22



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

史晋星 S1090522010003
shijinxing@cmschina.com.cn
闫哲坤 S1090523070001
yanzhekun@cmschina.com.cn

营业总收入(百万元)	4712	4758	5475	6101	6809
同比增长	14%	1%	15%	11%	12%
营业利润(百万元)	492	351	526	615	706
同比增长	1%	-29%	50%	17%	15%
归母净利润(百万元)	445	288	427	497	568
同比增长	15%	-35%	48%	16%	14%
每股收益(元)	2.84	1.83	2.72	3.16	3.62
PE	16.4	25.4	17.1	14.7	12.9
PB	2.7	2.6	2.4	2.2	2.0

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、 品牌升级：创意小家电领航，年轻人喜欢的小熊	5
二、 产品端：精品化、刚需化，横向拓展品类贡献增量	6
1、 精品化、刚需化转型，提升客单价支撑小熊行稳致远	6
2、 调整组织架构，横向拓展母婴、个护、生活小家电	9
三、 渠道端：全渠道布局，内销社交电商爆发，外销全球化突破	11
1、 内需：线上突破社交电商，线下载力下沉市场	11
2、 外销：收购罗曼智能，品牌出海+品类互补，双轮驱动全球化突破	12
四、 盈利预测：首次覆盖给予“强烈推荐”投资评级	14
五、 风险提示	16

图表目录

图 1：小熊电器成立以来经历四次品牌定位	6
图 2：小熊电器线上平台累计商品数量 22 年后呈下降	7
图 3：小熊电器 2023/2025Q1 均价升级明显（元）	7
图 4：小熊电器厨房电器五大品类拆分（百万元）	8
图 5：小熊电器厨房电器品类同比变化	8
图 6：小熊电器锅煲类拆分	8
图 7：小熊电器壶类产品拆分	8
图 8：小熊电器电动类拆分	8
图 9：小熊电器电热类产品拆分	8
图 10：小熊电器西式类产品	9
图 11：小熊电器 2025 年调整组织架构	9
图 12：小熊电器 2022 年组织架构	10
图 13：小熊电器洗衣机 2024 年迎来快速增长	10
图 14：小熊电器调奶器 2024 年迎来快速增长	11
图 15：小熊电器调奶器销售额市占率 7.2%排第三	11
图 16：小熊电器抖音电商渠道 2024Q4-2025Q1 迎来快速增长	12
图 17：罗曼智能 2024 年收入同比增长 22%（百万元）	13
图 18：罗曼智能 2024 年业绩快速扭亏（百万元）	13

图 19: Usmile 国内电商 GMV 突破 20 亿元	13
图 20: 徕芬国内电商 GMV 突破 29 亿元	13
图 21: 小熊电器历史 PE Band	15
图 22: 小熊电器历史 PB Band	15
表 1: 小熊电器收入拆分关键假设	14
表 2: 小家电估值对比表	15
附: 财务预测表	17

一、品牌升级：创意小家电领航，年轻人喜欢的小熊

前言：小熊 2019 年上市后经历两轮完整的经济周期波动，2019-2021 年疫情刺激需求快速爆发和随之而来的透支下滑，2022 年品牌定位从“萌家电”升级为“年轻人喜欢的小家电”，2022-2024 年在产品精品化+刚需化驱动下，收入规模再次迎来增长，直至 2024 年行业需求下行平台内卷竞争。利润层面，小熊的业绩在两轮经济周期波动分别在 2020/2023 年创下峰值，达到 4.3/4.5 亿元，然而在小家电快速迭代、平台内卷式竞争的外部环境影响下，公司 24 年净利率创历史新低 6.4%。我们回望过去，发现小熊在品牌升级、品类外延并购横向拓宽、出海全球化布局正在结出硕果，公司通过持续努力穿越宏观经济周期波动，有望在 2025 年重新迎来收获的季节。

小熊电器成立于 2006 年，作为一家以“创造力+年轻”为基因的家电企业，初期深耕小而美的长尾小家电赛道，以其多样新奇的产品以及差异化品牌定位闯入由“三巨头”美的、苏泊尔、九阳把持的中国小家电市场，在一片红海中揽获了可观数量的拥簇，并闯荡出属于自己的一片天地，成长为“国民创意小家电”品牌。小熊电器的成功，展示了寡头格局下新兴品牌破局的可能性，映射的是年轻人多样化消费需求、电商渠道对长尾品类的包容并蓄和以需求为主导的新型研发体系三者同频共振的发育历程。成立以来，小熊共经历了四次品牌上的定位：

（1）2006 年：分享健康未来。80 后消费者登场，他们有改善生活的需求，却普遍没有很好的消费力；在三聚氰胺事件、地沟油事件等食品安全问题的催化下，自己在家 DIY 零食逐步成为潮流；线上渠道快速发展，电商平台相较传统线下渠道天然不具有货架成本的阻碍，更适合满足消费者多样化需求。公司在此时期紧抓渠道红利，推出酸奶机、煮蛋器、豆芽机等长尾产品，凭借渠道发展红利成为“淘品牌”中的佼佼者，快速为消费者，尤其是年轻用户所熟知，品牌知名度快速提升。

（2）2012 年：妙想生活。85 后消费者开始逐渐起到重要作用，比起 80 后，他们更具消费力，可选消费需求快速爆发；电商渠道逐步趋于成熟，在这片沃土的培养下，小熊迎来了长尾品类大爆发的品类扩充期，公司逐步将品类扩充至多达 50 余个，SKU 多达几百个，包括打蛋器、切碎机、炖锅、炖盅、烤箱等，以丰富的创新性产品品类满足消费者多样化需求。

（3）2018 年：萌家电。90 后消费者的主场，他们拥有更强的消费力，并且注重产品的体验感，颜值经济开始出现。公司开始强调高颜值和极致的产品体验，注重产品创意和设计能力，公司 2020 年 9 月发起“艺术家共创 LAB”项目计划，陆续携手大石晓规、宫西达也等知名艺术家合作，推出“小熊微笑”、“熠熠星梦”、“绿野仙梦”、“小熊好好吃”等系列产品，有效提升品牌力及消费者粘性。

（4）2022 年：年轻人喜欢的小家电。主力消费者变成了 95 后，00 后开始登场，面对 Z 世代的年轻人，他们更潮流、更时尚、乐于社交、体验至上，更关注产品性价比。针对新世代消费者，公司提出创新多元、精致时尚、小巧好用、轻松可及四大产品战略，坚持以创新的企业基因及年轻的品牌基因，为 Z 世代消费者提供精品化且同时具备高性价比的产品。

图 1：小熊电器成立以来经历四次品牌定位



资料来源：公司官网、公司公告、招商证券

二、产品端：精品化、刚需化，横向拓展品类贡献增量

作为“淘品牌”的佼佼者，小熊在发展初期充分运用电商平台无货架成本的优势，快速布局包括酸奶机、豆芽机、煮蛋器等在内的一系列长尾品类，并凭借富有创造力的企业基因打造了多功能早餐机、涮烤一体机、婴儿冲奶机等创新新品，同时为对长尾品类客户进行充分覆盖，公司通过颜色、功能等方式扩充 SKU。产品端的广覆盖对公司成长初期揽获用户，在以“美苏九”为主导的相对稳固的行业格局中，另辟蹊径“杀”出重围起到了不可磨灭的作用，但随着品类以及 SKU 的逐步增多，品类及 SKU 多元化带来的研发及营销资源浪费，以及对运营端周转效率的拖累愈发明显。同时，2021 年以来小家电市场在经历 2020 年“居家经济”需求透支后的市场景气骤然下滑进一步凸显了产品多元化对盈利端带来的压力，从 2022 年开始小熊在产品端推进精品化、刚需化转型，横向拓展母婴、个护、生活小家电。

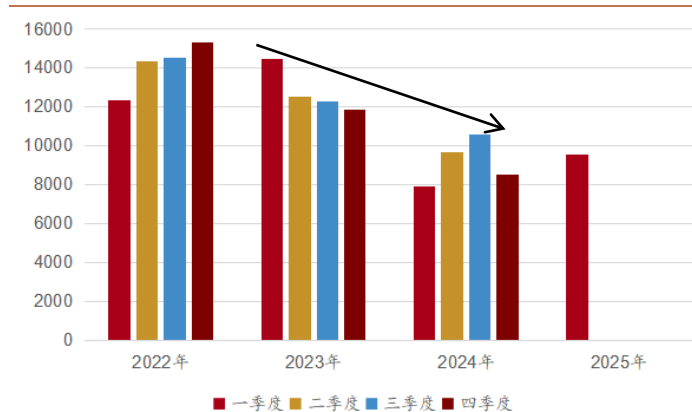
1、精品化、刚需化转型，提升客单价支撑小熊行稳致远

小熊电器过往以差异化打法主攻长尾市场的创意小家电品类，长尾家电市场和传统家电市场不同，主要以精巧创新的产品设计满足不同消费者的个性化需求，销售品类很多，但每种品类的批量都不大，给公司管理和营销效率带来极大的考验。此外，长尾市场一般具有产品均价低的特点，但容易受到宏观经济下行的消极影响，2024 年平台比价内卷加剧情况下，客单价容易进一步受到冲击。从投入产出比角度看，通过持续扩充 SKU 驱动规模增长在边际收益递减下必然遇到增长瓶颈。

公司自 2022 年开始提出精品化改革，根据久谦统计，公司线上电商平台商品数量 2022-2024 年缩减 35%。从单位产品的研发强度来看，小熊集中研发资源，提升研发效率，有助于实现大单品突破，公司最近三年研发投入逐年增长，2022-2024

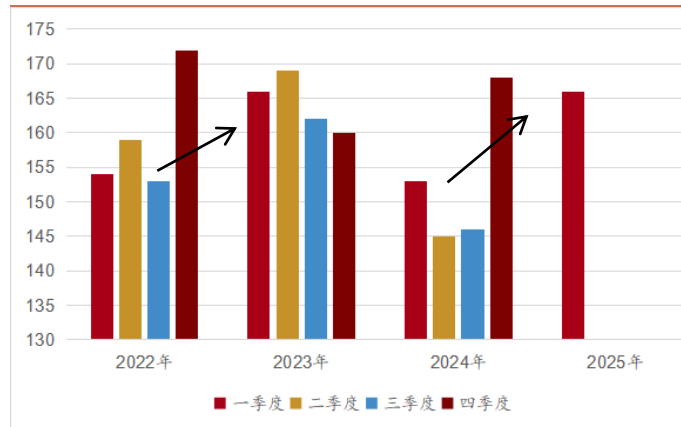
年从 1.37 亿元增长 42%至 1.95 亿元，研发人员数量从 321 增长 78%到 572 名，远高于之前水平。小熊电器在近几年逐步布局刚需品，并且刚需品销售额逐步提高，尤其是养生壶、电饭煲、破壁机、豆浆机、咖啡机等产品，销售额增长很快。竞争层面，24 年 Q4 国补铺开，平台竞争趋缓、流量算法分配重新导向 GMV 优先，小熊客单价也迅速迎来回升。

图 2：小熊电器线上平台累计商品数量 22 年后呈下降



资料来源：久谦（天猫+京东+抖音）、招商证券

图 3：小熊电器 2023/2025Q1 均价升级明显（元）

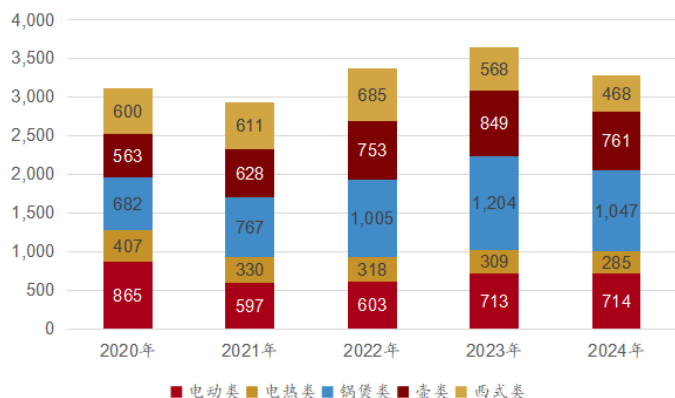


资料来源：久谦（天猫+京东+抖音）、招商证券

公司过往专注厨房品类，其中又划分为锅煲类、电热类、壶类、西式类和电动类五类产品。在经历 2020 年需求大爆发的后疫情时代，2020-2024 年锅煲和壶类是小熊唯二取得增长的品类，其中锅煲过去四年录得 11%双位数增幅，壶类取得 8%复合增长。剖析背后原因，正是归结于精品化、刚需化转型成果；而电动、电热、西式类小家电 2020-2024 年分别录得-5%、-8%和-6%的复合下滑。

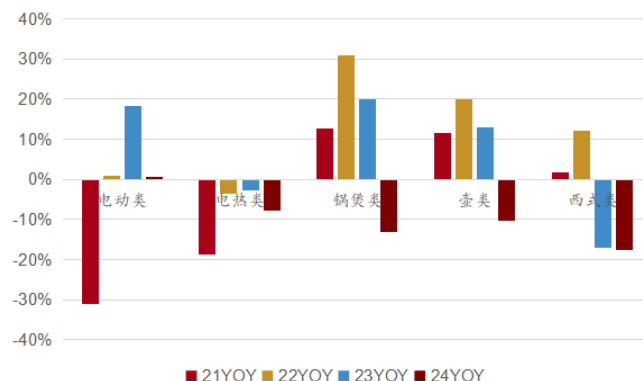
- 锅煲类**：支撑锅煲稳健增长的大单品是**电饭煲**、**电煮锅**、**电蒸锅**等，小熊过往的优势品类电炖锅、电火锅受困于产品功能形态单一、增长面临一定困境；
- 壶类**：**养生壶**和**电热水壶**作为核心大单品，在后疫情时代持续贡献增量；后续茶炉、饮具发展后劲较大；
- 电动类**：第一大单品绞肉机面临阶段下滑压力，**豆浆机**、**破壁料理机**、**榨汁机**、**厨师机**、**原汁机**等大单品逐步进入放量阶段；
- 电热类**：在电热饭盒经历疫情期间需求爆发透支后，**电磁炉**大单品孵化尚需时日；
- 西式类**：煮蛋器、电烤炉进入稳定期，空气炸锅和多功能料理锅面临疫情后需求透支压力（空气炸锅容量分布从之前的 2-10L，缩减为大部分是 5L 左右），**咖啡机**迎来爆发增长，**清洁环电**发展潜力尚未打开。

图 4：小熊电器厨房电器五大品类拆分（百万元）



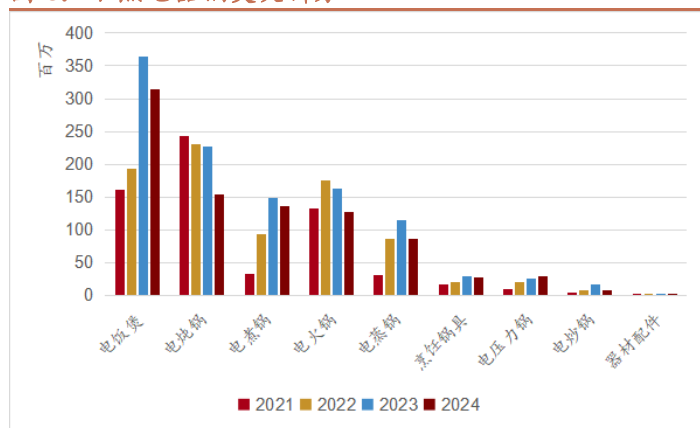
资料来源：公司年报、招商证券

图 5：小熊电器厨房电器品类同比变化



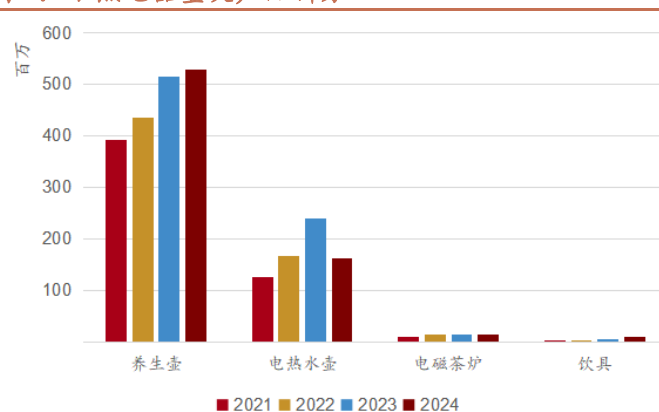
资料来源：公司年报、招商证券

图 6：小熊电器锅煲类拆分



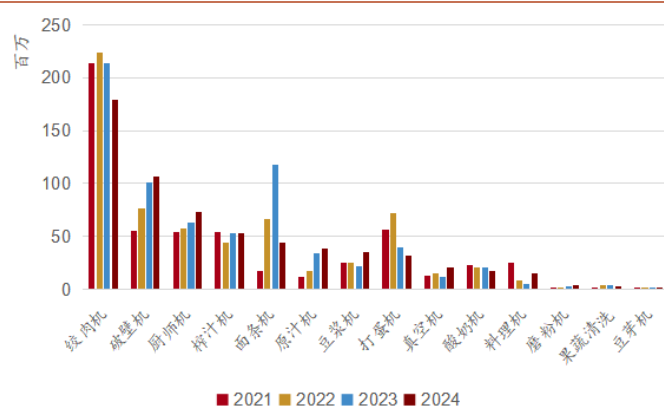
资料来源：久谦、招商证券

图 7：小熊电器壶类产品拆分



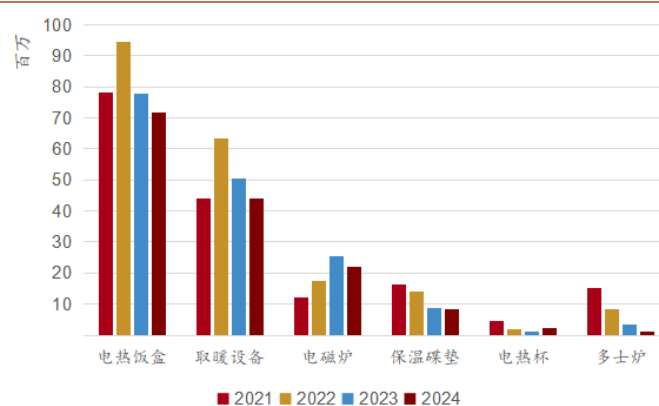
资料来源：久谦、招商证券

图 8：小熊电器电动类拆分



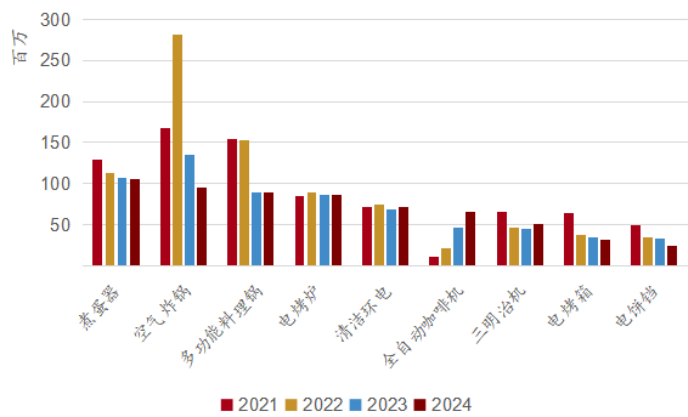
资料来源：久谦、招商证券

图 9：小熊电器电热类产品拆分



资料来源：久谦、招商证券

图 10：小熊电器西式类产品

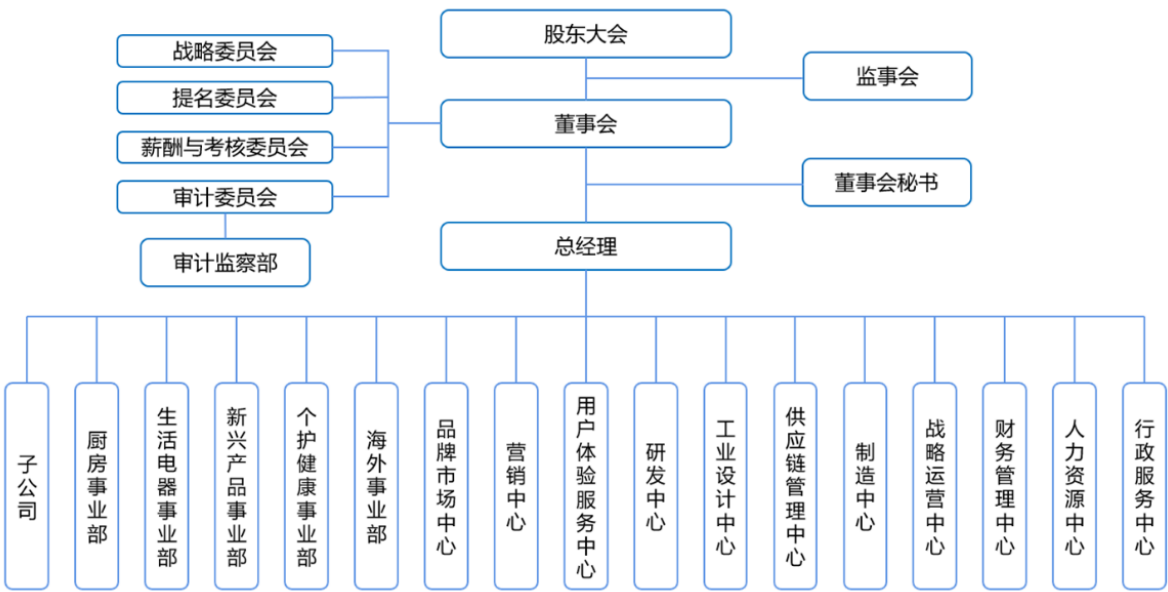


资料来源：久谦、招商证券

2、调整组织架构，横向拓展母婴、个护、生活小家电

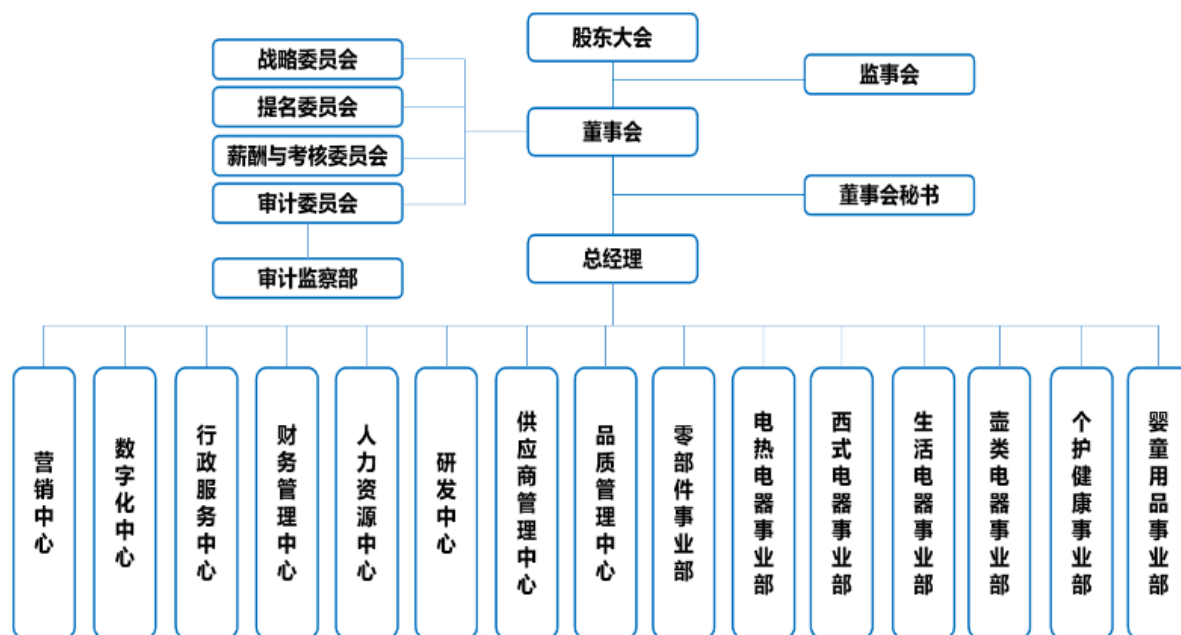
2021 年底，公司撤除了电动电器事业部和锅煲事业部，成立了婴童用品事业部，以调奶器为代表的母婴小家电迎来快速增长；此外公司在 2021 年将个护产品项目部提升至个护健康事业部，2024 年 7 月收购罗曼智能后，个护品类得到进一步加强。此外生活电器除加湿器、净水器外，开始重点突破洗衣机大单品。2025 年公司进一步将电热电器、西式电器、壶类电器合并成为厨房事业部，同时新增新兴产品事业部、海外事业部，大力开拓新航道。

图 11：小熊电器 2025 年调整组织架构



资料来源：公司公告、招商证券

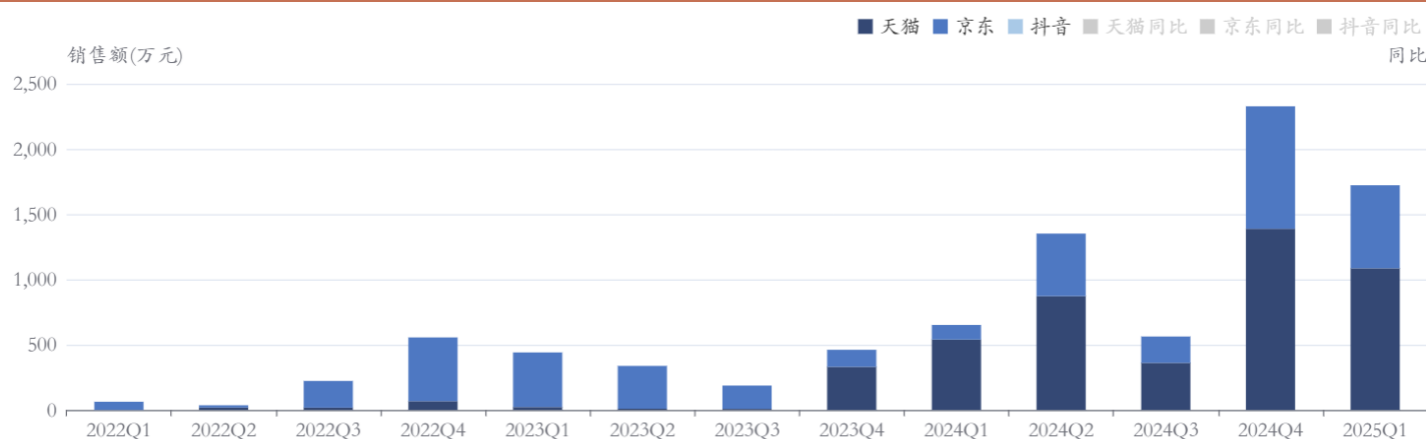
图 12：小熊电器 2022 年组织架构



资料来源：公司公告、招商证券

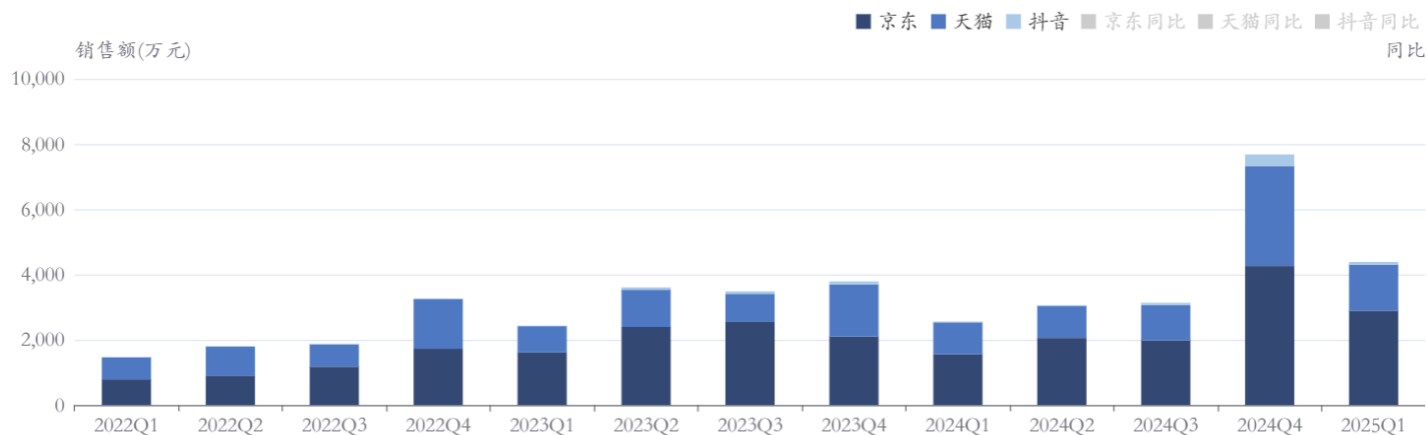
- 个护：罗曼智能 2024 年实现收入 6.14 亿元，同比增长 22%，业绩实现 6883 万元，净利率突破到 11%；
- 生活：以洗衣机为例，小熊凭借双腔分区洗衣机、mini 洗衣机收获破圈增长；
- 母婴：调奶器小熊市场份额 7.2%位列第三，久谦统计 2024 年线上平台零售额同比增长 66%，正在快速爆发增长。

图 13：小熊电器洗衣机 2024 年迎来快速增长



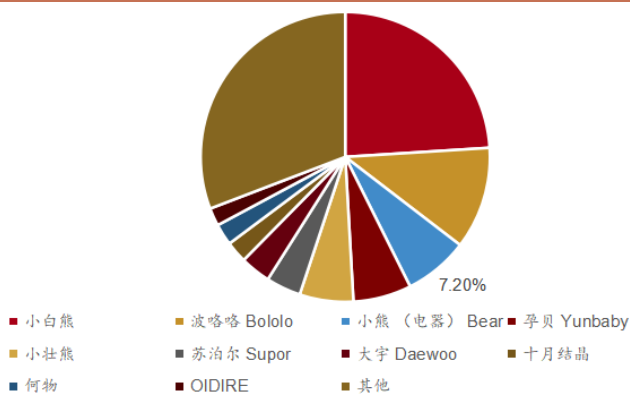
资料来源：久谦（天猫+京东+抖音）、招商证券

图 14：小熊电器调奶器 2024 年迎来快速增长



资料来源：久谦（天猫+京东+抖音）、招商证券

图 15：小熊电器调奶器销售额市占率 7.2%排第三



资料来源：久谦（天猫+京东+抖音）、招商证券

三、渠道端：全渠道布局，内销社交电商爆发，外销全球化突破

2024 年小熊电器发布全新 IP 形象“花耳熊”，强化品牌辨识度，同时在组织架构层面拆分成立营销中心、品牌市场中心、用户体验服务中心，统筹管理公司境内和境外营销业务，强化市场分析、产品规划、品牌推广、客户服务等职能。

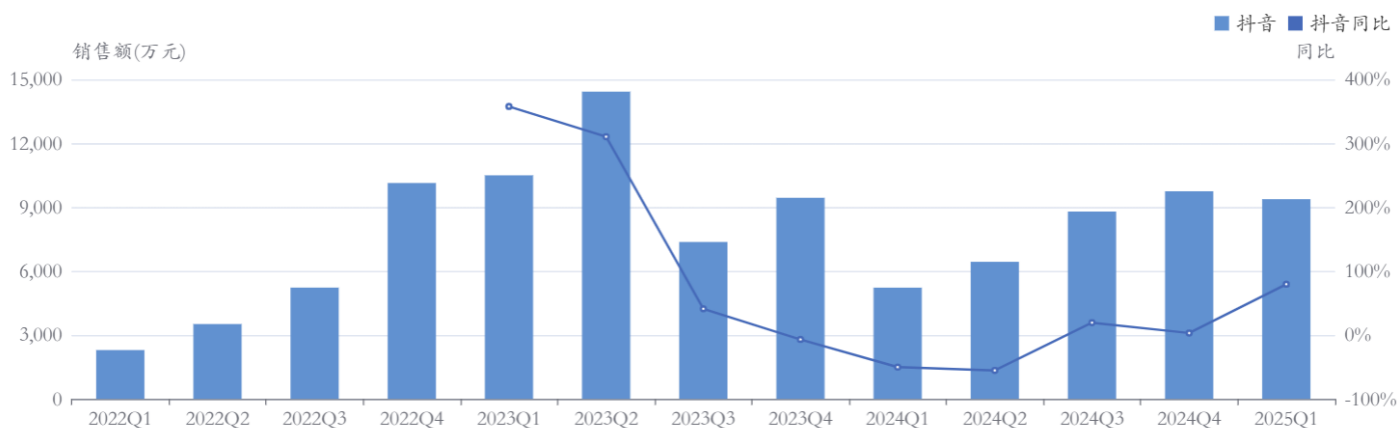
1、内需：线上突破社交电商，线下发力下沉市场

平台反内卷改善利润率。自 2024 年 7 月首提“强化行业自律，防止内卷式恶性竞争”，2025 年 1 月中央经济工作会议指出“综合整治内卷式竞争，规范地方政府和企业行为”，今年 3 月份两会期间人大代表、市场监管总局局长罗文表示，针对平台滥用“仅退款”规则、平台的“自动跟价”“全网最低价”规则、平台收费等现象，今年将着力优化监管方式和手段，大力促进平台经济健康发展。

据 36 氪报道，2024 年年底，抖音电商已经将提升结算率、降低商家经营成本作为 2025 年度核心业务目标。3 月初抖音巨量千川被整体并入抖音电商成为二级

部门，过去巨量千川只对电商广告收入负责，抖音电商负责 GMV，合并后共同改善商家投流 ROI、共同对商家用户体验整体目标负责，广告和自然流量池之间打通，同时降低商品退货率、并全额返还部分退货推广订单带来的广告费。抖音作为新兴渠道是小熊电器重点推进的社交电商渠道，25Q1 在渠道让利支持下小熊社交电商重新恢复爆发增长潜力。

图 16：小熊电器抖音电商渠道 2024Q4-2025Q1 迎来快速增长



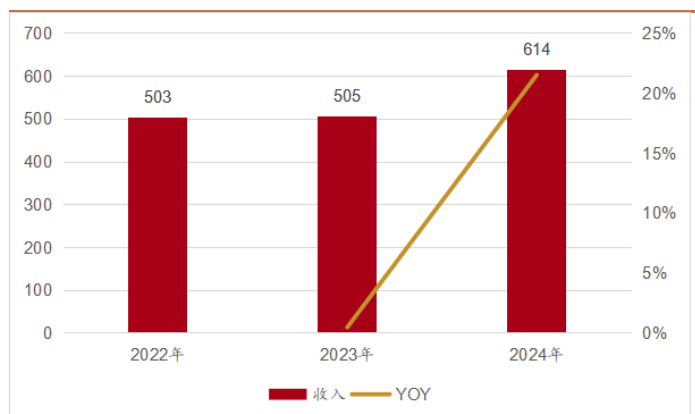
资料来源：久谦（天猫+京东+抖音）、招商证券

除社交电商发力外，小熊线下销售网点开始多渠道包围式战略。2024 年，小熊电器线下实现销售收入 4.77 亿元，根据安心加盟网信息，小熊电器的门店总数为 375 家，线下市场的渗透布局空间广阔。线下经销按照最终客户去向划分为礼品积分渠道、传统经销授权渠道、特色行业销售渠道等。

2、外销：收购罗曼智能，品牌出海+品类互补，双轮驱动全球化突破

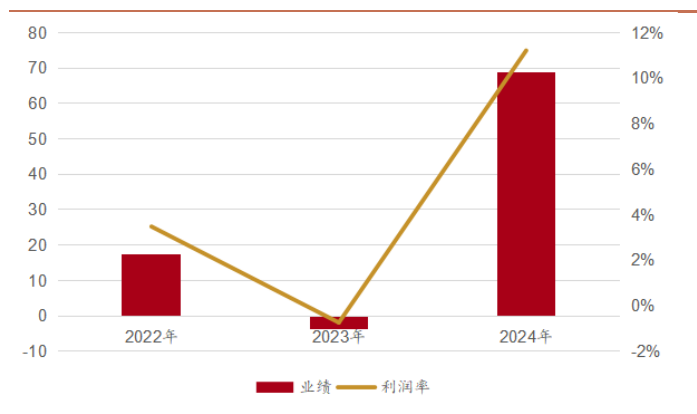
2025 年 7 月小熊 1.54 亿元收购罗曼智能 61.78%股权，对应整体估值 2.5 亿元，相较净资产 1.2 亿元 PB 估值 2.1 倍。罗曼 2010 年成立伊始长期深耕个护小家电，研发团队超 120 人，拥有授权专利超 900 项，其中发明专利超 20 项，关键核心部件高速无刷马达实现自研自产。罗曼个护品类包括电动牙刷、冲牙器、美发护理吹风机、直发器等，经营模式以代工为主占比达 80%，客户包括荷兰飞利浦、日本松下、日本雅萌、法国赛博等全球知名品牌，罗曼自主品牌占比 20%不高但对业绩持续拖累较大，小熊控股后剥离罗曼品牌业务、专注代工发展，实现业绩端快速盈利。

图 17：罗曼智能 2024 年收入同比增长 22%（百万元）



资料来源：公司年报、招商证券

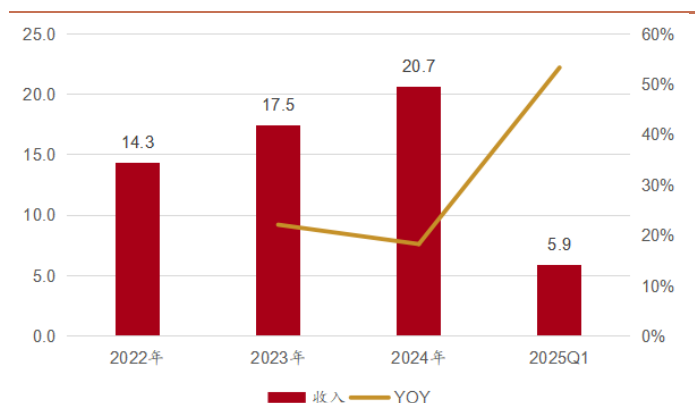
图 18：罗曼智能 2024 年业绩快速扭亏（百万元）



资料来源：公司年报、招商证券

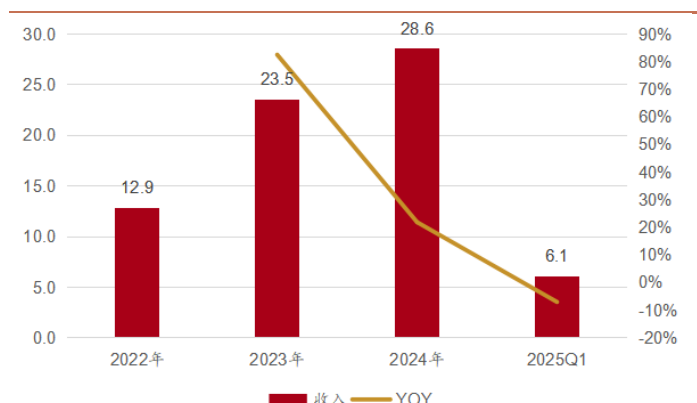
复盘个护小家电网红品牌 Usmile 和徕芬，分别从电动牙刷和高速吹风机突围，国内增长进入瓶颈后，将出海作为重要突破口：1) **Usmile 深耕口腔健康领域**，获得 720 多项专利，2017 年开始布局海外市场，截至 2025 年超过 17 个国家经销商签约合作，入驻俄罗斯 mvideo、日本 Yodobashi、Yamada、Edion、越南欧尚等当地大型中高端零售渠道，共计覆盖 1000+线下门店；线上入驻亚马逊、速卖通等知名电商平台，利用社交媒体平台进行品牌推广，吸引大量粉丝关注，提高品牌曝光度和销售额。2) **徕芬凭借“技术+内容营销”双重打法在高速吹风机领域实现平替戴森的破圈式增长**，2022 年 8 月率先在东南亚 Lazada 上线产品，并很快攀升至吹风机类目排行榜第一，随后迅速入驻 shopee 和 Tik Tok 等平台；2024 年黑五期间徕芬在美国和亚马逊新品榜夺得 top1，欧洲独立站吹风机 GMV 增长 112%。

图 19：Usmile 国内电商 GMV 突破 20 亿元



资料来源：久谦（天猫+京东+抖音）、招商证券

图 20：徕芬国内电商 GMV 突破 29 亿元



资料来源：久谦（天猫+京东+抖音）、招商证券

2025 年虽然面对中美国际贸易环境的不确定性，小熊出海布局开弓没有回头箭。1) **跨境电商**，截至目前公司已经在东南亚、日本、韩国、欧洲、北美等多地部署跨境电商平台，分散出海贸易风险；TikTok 社交媒体种草营销风行海外，跨境 Temu 电商平台用户群体和小熊产品特点完美契合。2) **OEM 经销**，重点突破东南亚市场，据 Statista 统计 2024 年东南亚小家电市场规模 168.8 亿美元，GFK 估计目前我国小家电品牌在东南亚市场占比为 10%左右，较 2023 年增长 2 个百分点，小熊的电饭煲和食物处理器深受东南亚消费者喜爱，潜在增量空间广阔；3) **代工打开国际客**

户潜力。罗曼智能依托海外优质客户资源打开代工业务增量。

四、盈利预测：首次覆盖给予“强烈推荐”投资评级

1、关键假设

国内销售：公司 2025-2027 年线上/线下分别保持 10%/5%复合增长，合计贡献 9% 主业增长；

海外销售：公司 2024 年 8 月收购罗曼智能，2025 年并表增厚预计出口增幅 50%，2026-2027 年保持 20%增长；

毛利率：公司线上毛利率从 37%小幅改善至 39%，线下毛利率从 29%改善至 30% 左右；出口毛利率稳定在 32%。

期间费用：公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 17.8%/4.5%/4%/0%，整体期间费用率稳定在 26.3%。

表 1：小熊电器收入拆分关键假设

亿元	2022 年	2023 年	2024 年	2025E	2026E	2027E
收入合计	4118	4712	4758	5478	6100	6804
YOY	14%	14%	1%	15%	11%	12%
线上	3519	3866	3613	3974	4372	4809
线下	419	476	477	501	526	552
出口	180	370	668	1002	1203	1443
	2022 年	2023 年	2024 年	2025E	2026E	2027E
毛利率	36%	37%	35%	36%	36%	37%
线上	38%	39%	37%	38%	39%	39%
线下	26%	22%	29%	29%	30%	30%
出口	33%	31%	31%	32%	32%	32%
	2022 年	2023 年	2024 年	2025E	2026E	2027E
小熊内生	4118	4712	4468	4802	5357	5987
YOY	14%	14%	-5%	7%	12%	12%
利润	386	445	255	387	449	516
利润率	9.4%	9.4%	5.7%	8.1%	8.4%	8.6%
罗曼智能	503	505	614	676	743	817
YOY		0%	22%	10.0%	10.0%	10.0%
利润	18	-4	69	68	74	82
利润率	3.5%	-0.7%	11.2%	10.0%	10.0%	10.0%
	2022 年	2023 年	2024 年	2025E	2026E	2027E
厨房小家电		3644	3276	3439	3611	3792
个护小家电		132	362	776	893	1017
母婴小家电		190	250	313	391	489
生活小家电		485	560	672	840	1050
其他(补充)		37	107	117	164	230
其他小家电		224	204	160	200	226
	2022 年	2023 年	2024 年	2025E	2026E	2027E
销售费用	17.7%	18.8%	18.2%	17.8%	17.8%	17.8%

管理费用	3.7%	4.0%	5.0%	4.5%	4.5%	4.5%
研发费用	3.3%	3.0%	4.1%	4.0%	4.0%	4.0%
财务费用	-0.1%	0.1%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：招商证券，iFind

盈利预测：我们预计公司 2025-2027 年营业收入恢复双位数增长，归母净利润为 4.3/5.0/5.7 亿元，分别增长 49%/16%/14%。

2、估值对比

我们参照小家电可比公司来看，2025E/2026E 行业 PE 估值中位数在 25/22 倍，均显著高于小熊 17/15 倍估值水平；从 PB 和 PS 角度看，行业公司中位数在 4.95 倍 PB 和 2.49 倍 PS，同样高于小熊 2.5 倍 PB 和 1.5 倍 PS；

从业绩困境反转角度看，小熊 2025 年利润率修复、业绩同比增长 50%，当前估值 17 倍同样 PEG<1。此外，小熊目前 PB 和 PS 估值均处于历史 20%以下分位数。

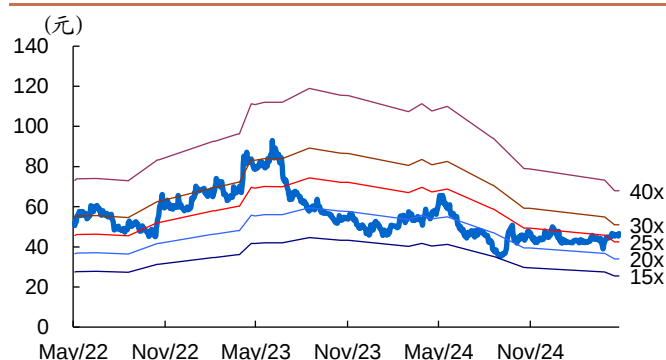
综上，我们首次覆盖小熊电器，参考可比公司，合理估值水平在 2 倍 PS 或者 25 倍 PE，给予公司“强烈推荐”投资评级。

表 2：小家电估值对比表

公司	代码	归母净利润(百万元)			盈利增长率			PE			PB (MRQ)	PS (TTM)	市值 (亿元)
		24	25E	26E	24	25E	26E	24	25E	26E			
小熊电器	002959	288	430	500	-35%	49%	16%	25	17	15	2.54	1.50	73
苏泊尔	002032	2244	2431	2627	3%	8%	8%	21	19	17	6.59	2.00	456
九阳股份	002242	122	307	369	-69%	151%	21%	59	24	20	2.07	0.84	74
北鼎股份	300824	99	118	136	-3%	43%	19%	40	34	30	5.44	4.97	40
飞科电器	603868	458	648	723	-55%	42%	12%	40	25	22	4.95	3.85	159
德尔玛	301332	142	166	187	31%	17%	13%	32	28	25	1.62	1.31	47
倍轻松	688793	10	44	65	-	327%	47%	250	56	38	6.62	2.49	25
荣泰健康	603579	192	205	228	-5%	7%	12%	13	21	19	2.15	2.74	44
平均								65	30	24	4.2	2.6	

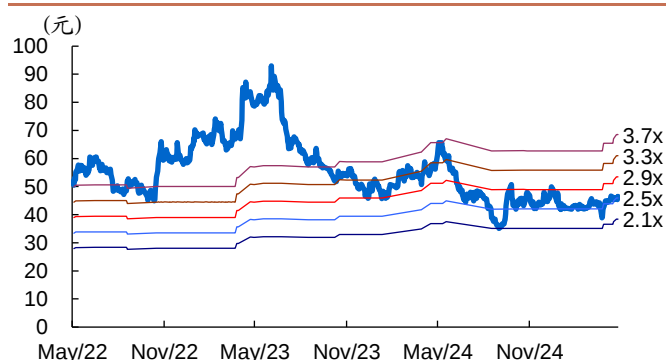
资料来源：iFind、招商证券（盈利预测来源于 ifind 一致预期）

图 21：小熊电器历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 22：小熊电器历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

五、风险提示

- 1) 海外贸易摩擦引发全球经济衰退，国内家电品牌出海受阻或引发国内产能过剩、进而带来行业竞争加剧，导致品牌利润率改善不及预期；
- 2) 政策补贴退坡风险。以旧换新推动以来各地反响很超预期，若 2026 年国补不持续，将对内销造成需求透支等负面影响；
- 3) 原材料价格/海运费大幅上涨、人民币汇率大幅升值。公司原材料成本占比较高，外销占比 14%，原材料价格、海运费大幅上涨、人民币汇率大幅升值，将对企业的盈利能力造成不利影响。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	3876	4235	4269	4498	4863
现金	1528	1668	1504	1559	1723
交易性投资	1493	1161	1161	1161	1161
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	157	258	296	330	369
其它应收款	10	22	26	29	32
存货	620	924	1050	1161	1290
其他	69	202	232	258	288
非流动资产	1511	1918	2315	2642	2912
长期股权投资	5	6	6	6	6
固定资产	768	1305	1752	2123	2431
无形资产商誉	324	396	356	320	288
其他	413	212	201	193	186
资产总计	5386	6154	6583	7140	7775
流动负债	2158	2696	2830	3092	3396
短期借款	17	150	0	0	0
应付账款	1713	1917	2178	2409	2676
预收账款	61	128	145	160	178
其他	366	502	507	523	542
长期负债	492	546	546	546	546
长期借款	0	36	36	36	36
其他	492	510	510	510	510
负债合计	2650	3243	3376	3639	3943
股本	157	157	157	157	157
资本公积金	986	971	971	971	971
留存收益	1593	1695	1964	2226	2521
少数股东权益	0	88	115	147	183
归属于母公司所有者权益	2736	2823	3092	3354	3649
负债及权益合计	5386	6154	6583	7140	7775

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	685	229	772	901	1039
净利润	445	306	454	528	604
折旧摊销	153	179	270	339	397
财务费用	29	24	0	(5)	(5)
投资收益	(25)	(34)	(50)	(50)	(60)
营运资金变动	86	(200)	99	88	104
其它	(3)	(47)	0	0	0
投资活动现金流	(1157)	25	(617)	(617)	(607)
资本支出	(424)	(242)	(666)	(666)	(666)
其他投资	(732)	267	50	50	60
筹资活动现金流	(210)	(174)	(320)	(230)	(268)
借款变动	(148)	32	(163)	0	0
普通股增加	1	0	0	0	0
资本公积增加	48	(15)	0	0	0
股利分配	(125)	(188)	(157)	(235)	(273)
其他	14	(3)	0	5	5
现金净增加额	(682)	80	(164)	55	165

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	4712	4758	5475	6101	6809
营业成本	2987	3079	3497	3868	4297
营业税金及附加	40	49	56	63	70
营业费用	884	864	975	1086	1212
管理费用	190	236	246	275	306
研发费用	143	195	219	244	272
财务费用	5	14	0	(5)	(5)
资产减值损失	(27)	(16)	(5)	(5)	(10)
公允价值变动收益	16	(4)	0	0	10
其他收益	15	16	16	16	16
投资收益	25	34	34	34	34
营业利润	492	351	526	615	706
营业外收入	28	20	20	20	20
营业外支出	6	13	13	13	13
利润总额	515	358	534	623	713
所得税	69	52	80	94	109
少数股东损益	0	18	27	32	36
归属于母公司净利润	445	288	427	497	568

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	14%	1%	15%	11%	12%
营业利润	1%	-29%	50%	17%	15%
归母净利润	15%	-35%	48%	16%	14%
获利能力					
毛利率	36.6%	35.3%	36.1%	36.6%	36.9%
净利率	9.4%	6.0%	7.8%	8.1%	8.3%
ROE	17.5%	10.4%	14.4%	15.4%	16.2%
ROIC	15.9%	10.4%	13.9%	15.1%	15.9%
偿债能力					
资产负债率	49.2%	52.7%	51.3%	51.0%	50.7%
净负债比率	0.6%	3.2%	0.6%	0.5%	0.5%
流动比率	1.8	1.6	1.5	1.5	1.4
速动比率	1.5	1.2	1.1	1.1	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.8	0.9	0.9	0.9
存货周转率	4.7	4.0	3.5	3.5	3.5
应收账款周转率	42.2	22.9	19.8	19.5	19.5
应付账款周转率	1.9	1.7	1.7	1.7	1.7
每股资料(元)					
EPS	2.84	1.83	2.72	3.16	3.62
每股经营净现金	4.36	1.46	4.92	5.74	6.62
每股净资产	17.43	17.97	19.69	21.36	23.24
每股股利	1.20	1.00	1.49	1.74	1.99
估值比率					
PE	16.4	25.4	17.1	14.7	12.9
PB	2.7	2.6	2.4	2.2	2.0
EV/EBITDA	15.3	18.8	11.7	9.8	8.5

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。