Q3 业绩再超预期，盈利能力持续提升

投资评级：增持（维持）

报告日期：2020-10-29

收盘价（元）	118.00
近 12 个月最高/最低（元）	162.13/54.11
总股本（百万股）	156
流通股本（百万股）	76
流通股比例（%）	48.86
总市值（亿元）	184
流通市值（亿元）	90

分析师：虞晓文

执业证书号：S0010520050002

电话：18505739789

邮箱：yuxw@hazq.com

联系人：谢丽媛

执业证书号：S0010120050004

电话：15802117956

邮箱：xiely@hazq.com

相关报告

1.长尾战场的空间和未来竞争格局新解 2020-09-28

主要观点：

- **事件**

小熊电器发布 2020Q3 季报，2020 年前三季度实现营业收入 24.98 亿元，同比+45.14%，实现归母净利润 3.22 亿元，同比+92.04%；对应 Q3 是实现营业收入 7.80 亿元，同比+46.55%，实现归母净利润 0.68 亿元，同比+69.99%。

- **淡季加大品牌宣传力度，Q3 营收增速超预计**

2020 年前三季度实现营业收入 24.98 亿元，同比+45.14%，对应 Q3 实现营业收入 7.80 亿元，同比+46.55%。我们认为，**一方面**，公司长尾品类 Q3 延续高景气度；**另一方面**，公司在三季度通过多种方式加大品牌宣传力度，淡季不淡。

- **产品结构优化带动盈利能力改善，销售规模增长致费用率有所增加**

公司 2020 年前三季度实现**净利率** 12.89%，同比+3.15pct，对应 Q3 净利率 8.68%，同比+1.20pct。

- **现金流水平优异，库存情况改善**

公公司 Q3**销售商品收到现金**9.30 亿元，Q3 经营活动产生净现金流 2.33 亿元，现金流水平优异。

- **投资建议**

在市场空间充足的前提下，小熊的**前端和后端能力都非常优秀**，足以支撑其实现增长。随着电商、内容营销崛起，新消费时代来临，小家电行业从过去的“渠道为王”逐步转向以产品和营销为核心竞争壁垒的竞争格局。小熊设立之初即从电商渠道切入，一方面占据**先发优势**，另一方面也致使其**营销模式、产品研发设计、组织架构等都非常适应该时代的需求，随着公司发展，小熊在后端研发能力、供应链管理能力等方面也在不断巩固增强。**

我们长期看好小熊所在的赛道以及其自身各方面能力在该环境下为其带来的增长潜力。我们预计公司 2020-2022 年分别实现**营业收入 38.21、49.28 、64.85 亿元，对应增速分别 42.2 %、29.0 %、31.6 %**，预计公司**归母净利润分别 4.82 、5.85 、7.89 亿元，对应增速分别 79.6 %、21.4 %、34.9%**，对应 **EPS 分别为 3.09、3.75、5.06 元/股**，当前股价对应 2020-2022 年分别 38.21 x、31.48x、23.33xPE，维持增持评级。

- **风险提示**

原材料价格波动，导致公司毛利率在短期内出现较大波动；新品研发不及预期。

● 重要财务指标 单位:百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2688	3821	4928	6485
收入同比（%）	31.7%	42.2%	29.0%	31.6%
归属母公司净利润	268	482	585	789
净利润同比（%）	44.6%	79.6%	21.4%	34.9%
毛利率（%）	34.3%	35.7%	35.6%	36.2%
ROE（%）	16.1%	22.4%	21.4%	22.4%
每股收益（元）	1.72	3.09	3.75	5.06
P/E	40.37	38.21	31.48	23.33
P/B	6.50	8.57	6.73	5.22
EV/EBITDA	19.58	20.92	16.85	12.19

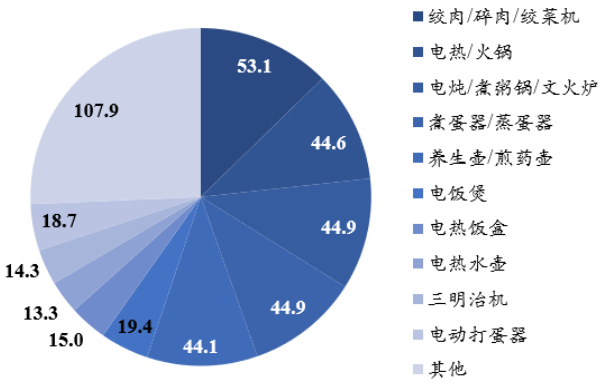
资料来源： wind，华安证券研究所

1 淡季加大品牌宣传力度，Q3 营收增速超预期

2020 年前三季度实现营业收入 24.98 亿元，同比+45.14%，对应 Q3 实现营业收入 7.80 亿元，同比+46.55%。根据淘数据，公司 Q3 单季度 7-9 月厨房电器类和生活电器类销额增速同比+34%、+30%和+35%，其中，厨房电器类延续上半年高增态势，增速更快，7-9 月增速分别达到 42%、34%和 44%。我们认为，**一方面**，公司长尾品类 Q3 延续高景气度；**另一方面**，公司在三季度通过多种方式加大品牌宣传力度，淡季不淡。

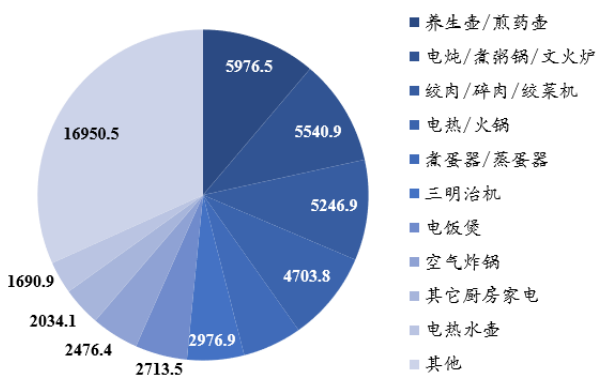
分品类看，公司**厨房电器类** Q3 单季度销售量 top3 分别为：绞肉机（12.6%）、电炖锅（10.7%）和电热火锅（10.6%），销售额 top3 分别为：养生壶（11.4%）、电炖锅（10.4%）和绞肉机（9.8%），厨房电器类整体较为均衡，对某一单品的依赖度较低；**生活电器类** Q3 单季度销售量 top3 分别为：加湿器（49.8%）、手持挂烫机（13.8%）和电风扇（12.7%），销售额 top3 分别为：加湿器（42.1%）、手持挂烫机（13.0%）和吸尘器（11.0%），生活电器类对加湿器的依赖度显著较高；**个人护理类** Q3 单季度销售量 top3 分别为：按摩器材（40.5%）、体重秤（36.9%）和保健护具（9.6%），销售额 top3 分别为按摩器材（60.6%）、体重秤（15.7%）和保健护具（13.0%），个人护理类中按摩器材的贡献度显著较高。

图表 1 公司厨房电器类 Q3 销售量情况（万件）（淘系平台）



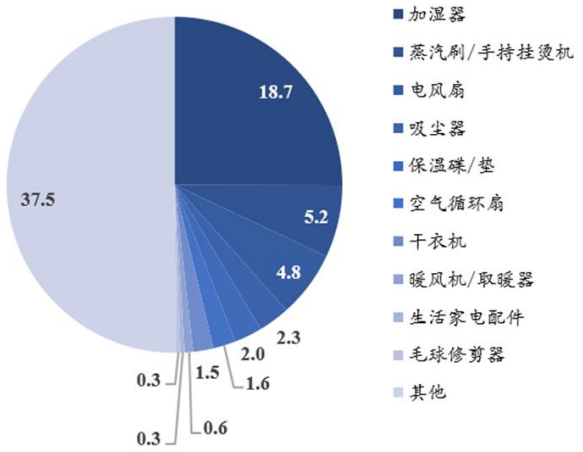
资料来源：淘数据，华安证券研究所

图表 2 公司厨房电器类 Q3 销售额情况（万元）（淘系平台）



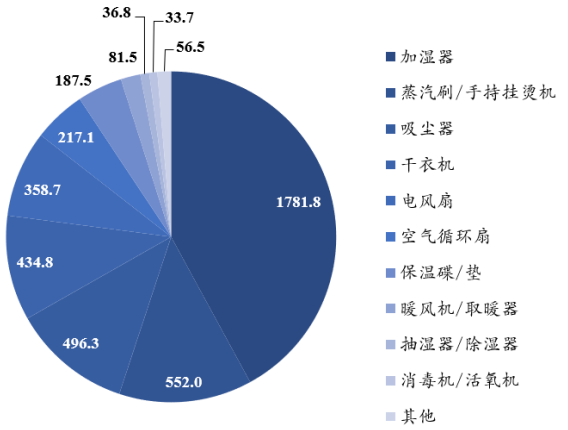
资料来源：淘数据，华安证券研究所

图表 3 公司生活电器类 Q3 销售量情况（淘系平台）



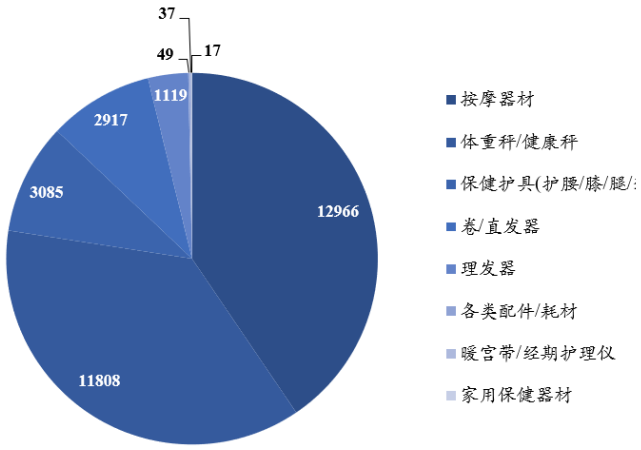
资料来源：淘数据，华安证券研究所

图表 4 公司生活电器类 Q3 销售额情况（淘系平台）



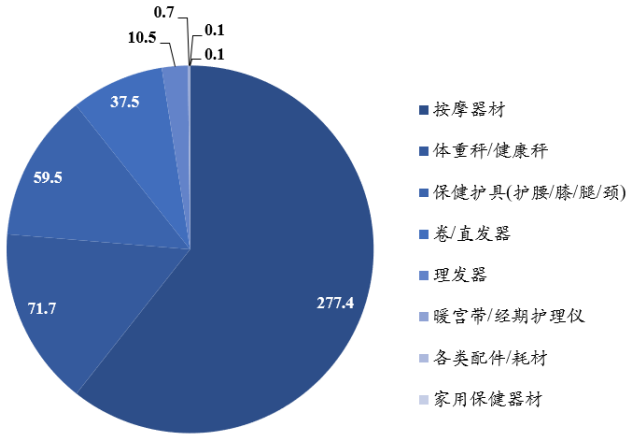
资料来源：淘数据，华安证券研究所

图表 5 公司个人护理类 Q3 销售量情况（淘系平台）



资料来源：淘数据，华安证券研究所

图表 6 公司个人护理类 Q3 销售额情况（淘系平台）



资料来源：淘数据，华安证券研究所

2 产品结构优化带动盈利能力改善，销售规模增长致费用率有所增加

2020 年前三季度实现**净利率** 12.89%，同比+3.15pct，对应 Q3 净利率 8.68%，同比+1.20pct。具体来看，公司 Q3 实现**毛利率** 35.06%，同比+1.38pct，**一方面**，在去年促销让利的低价格基数上，今年部分商品均价所有提升；**另一方面**，受益于公司产品结构优化，毛利率实现结构性提升，其中，西式小家电毛利率提升相对更多。公司 Q3 **销售费用率** 17.47%%，同比+0.58pct，公司 Q3 **管理/研发/财务费用率** 同比+0.13pct/+0.49pct/-0.50pct，主要因公司销售规模增长和新品研发投入加大，导致费用率有所增加。

3 现金流水平优异，库存情况改善

公司 Q3 **销售商品收到现金** 9.30 亿元，Q3 经营活动产生净现金流 2.33 亿元，现金流水平优异。**应收账款+应收票据** 2020 前三季度余额合计为 1.14 亿元，占营收比例 4.56%，相比去年同期降低 0.73pct，销售回款情况向好；公司 2020 年前三季度**存货**为 5.34 亿元，占营收比例 21.40%，相比去年同期降低 2.56pct，存货周转率较去年同期提升 0.24 次，库存情况改善。

4 投资建议

在市场空间充足的前提下，小熊的**前端和后端能力都非常优秀**，足以支撑其实现增长。随着电商、内容营销崛起，新消费时代来临，小家电行业从过去的“渠道为王”逐步转向以产品和营销为核心竞争壁垒的竞争格局。小熊设立之初即从电商渠道切入，一方面占据**先发优势**，另一方面也致使其**营销模式、产品研发设计、组织架构等都非常适应该时代的需求，随着公司发展，小熊在后端研发能力、供应链管理能力等方面也在不断巩固增强。**

我们长期看好小熊所在的赛道以及其自身各方面能力在该环境下为其带来的增长潜力。我们预计公司 2020-2022 年分别实现**营业收入 38.21、49.28、64.85 亿元，对应增速分别 42.2 %、29.0 %、31.6 %**，预计公司**归母净利润分别 4.82、5.85、7.89 亿元，对应增速分别 79.6%、21.4 %、34.9%**，对应 **EPS 分别为 3.09、3.75、5.06 元/股**，当前股价对应 2020-2022 年分别 38.21 x、31.48x、23.33xPE，维持增持评级。

风险提示：

原材料价格波动，导致公司毛利率在短期内出现较大波动；新品研发不及预期。

财务报表与盈利预测

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1992	2525	3206	4177
现金	592	928	1368	2032
应收账款	105	142	186	244
其他应收款	6	7	10	13
预付账款	12	17	22	28
存货	432	586	764	994
其他流动资产	845	844	857	866
非流动资产	540	771	984	1204
长期投资	0	-1	-1	-1
固定资产	137	191	235	282
无形资产	201	268	313	366
其他非流动资产	202	313	437	557
资产总计	2532	3296	4191	5381
流动负债	865	1135	1437	1834
短期借款	0	0	0	0
应付账款	191	304	377	498
其他流动负债	673	831	1061	1336
非流动负债	3	13	18	21
长期借款	0	10	15	18
其他非流动负债	3	3	3	3
负债合计	868	1147	1455	1855
少数股东权益	0	0	0	0
股本	120	120	120	120
资本公积	970	970	970	970
留存收益	575	1059	1645	2436
归属母公司股东权	1665	2148	2735	3526
负债和股东权益	2532	3296	4191	5381

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	406	578	672	890
净利润	268	482	585	789
折旧摊销	52	61	55	57
财务费用	0	0	1	1
投资损失	-5	-40	-30	-44
营运资金变动	70	58	48	78
其他经营现金流	219	441	550	721
投资活动现金流	-999	-251	-237	-228
资本支出	-224	-291	-265	-271
长期投资	0	-1	-2	-2
其他投资现金流	-775	40	30	44
筹资活动现金流	886	10	4	2
短期借款	0	0	0	0
长期借款	-11	10	5	3
普通股增加	30	0	0	0
资本公积增加	907	0	0	0
其他筹资现金流	-40	0	-1	-1
现金净增加额	293	336	439	664

利润表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2688	3821	4928	6485
营业成本	1767	2456	3175	4140
营业税金及附加	15	22	30	38
销售费用	396	533	715	966
管理费用	90	129	167	219
财务费用	-1	-5	-2	-3
资产减值损失	-11	-19	-17	-16
公允价值变动收益	9	0	0	0
投资净收益	5	40	30	44
营业利润	332	612	736	991
营业外收入	4	5	7	9
营业外支出	3	3	3	3
利润总额	332	614	739	996
所得税	64	132	154	207
净利润	268	482	585	789
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	268	482	585	789
EBITDA	395	633	760	996
EPS（元）	1.72	3.09	3.75	5.06

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	31.7%	42.2%	29.0%	31.6%
营业利润	38.9%	84.4%	20.2%	34.7%
归属于母公司净利	44.6%	79.6%	21.4%	34.9%
获利能力				
毛利率（%）	34.3%	35.7%	35.6%	36.2%
净利率（%）	10.0%	12.6%	11.9%	12.2%
ROE（%）	16.1%	22.4%	21.4%	22.4%
ROIC（%）	16.7%	20.8%	20.3%	21.0%
偿债能力				
资产负债率（%）	34.3%	34.8%	34.7%	34.5%
净负债比率（%）	52.1%	53.4%	53.2%	52.6%
流动比率	2.30	2.23	2.23	2.28
速动比率	1.79	1.69	1.68	1.72
营运能力				
总资产周转率	1.06	1.16	1.18	1.21
应收账款周转率	25.59	26.89	26.44	26.59
应付账款周转率	9.24	8.08	8.43	8.31
每股指标（元）				
每股收益	1.72	3.09	3.75	5.06
每股经营现金流薄）	2.61	3.70	4.31	5.71
每股净资产	10.67	13.77	17.53	22.60
估值比率				
P/E	40.37	38.21	31.48	23.33
P/B	6.50	8.57	6.73	5.22
EV/EBITDA	19.58	20.92	16.85	12.19

资料来源：公司公告，华安证券研究所

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）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，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沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 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；

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。市场基准指数为沪深 300 指数。