小熊电器（002959.SZ）

2020 年 08 月 28 日

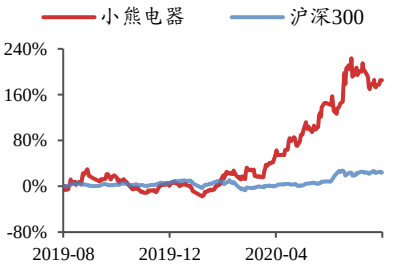
业绩接近预告上限，看好渠道、品类、产能扩张

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2020/8/27
当前股价(元)	142.83
一年最高最低(元)	165.90/52.22
总市值(亿元)	222.81
流通市值(亿元)	108.88
总股本(亿股)	1.56
流通股本(亿股)	0.76
近 3 个月换手率(%)	212.92

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-Q2 业绩再超市场预期，预计全年维持高增速》-2020.7.14

《公司首次覆盖报告-创意小家电龙头企业，未来成长空间广阔》-2020.6.28

吕明（分析师）
lvming@kysec.cn
证书编号：S0790520030002

孟昕（联系人）
mengxin@kysec.cn
证书编号：S0790120040004

● **2020H1 业绩增幅接近预告上限，维持“买入”评级**

收入端 2020H1 公司实现营收 17.17 亿（+44.51%），其中 2020Q2 实现营收 9.78 亿（+75.23%），环比提升 32.21%，在二季度疫情逐步趋缓的情况下，公司营收同比、环比实现大幅提升主要系公司积极抓住需求变化，持续拓品类、进行产品迭代带来的内生性增长所致。利润端 2020H1 归母净利润 2.54 亿元（+98.93%），接近预告利润上限，2020Q2 归母净利润 1.51 亿（+110.89%），环比提升 46.59%。随着线上渠道的快速发展，店铺直播逐渐常态化，小家电行业景气度有望维持全年。上调盈利预测，预计 2020-2022 年归母净利润为 5.10/6.23/8.08 亿（前值 4.54/5.80/7.20 亿），对应 EPS 为 3.27/4.00/5.18 元（2.91/3.72/4.62）元，当前股价对应 PE 为 44x/36x/28x，维持“买入”评级。

● **毛利率持续提升、费用管控良好，盈利能力进一步提升**

2020H1 公司销售毛利率为 36.50%，较 2019H1 提升 0.5pct，主要系一季度原材料价格下滑所致。2020Q2 销售毛利率为 37.14%，环比提升 1.5pct，在原材料价格回暖的背景下，我们预计系高毛利率的其他小家电（母婴小家电、个人护理小家电）占比提升所致。2020H1 公司费用管控良好，期间费用率较 2019H1 下降 3.68pc。2020H1 公司净利率 14.8%，较 2019H1 提升 4.05pct。其中 2020Q2 净利率 15.45%，较 2019H1 提升 2.61pct，环比 2020Q1 提升 1.52pct。

● **继续看好公司扩渠道、扩品类、扩产能三重增长逻辑**

1）扩渠道：积极采取全渠道运营策略。线上：在站内渠道优势的基础上，进一步通过对于社交人群需求分析，精准匹配产品，提升在社交内容渠道的销售规模。线下：与各大连锁终端系统建立稳定的合作关系，积极参与渠道下沉。2）扩品类：公司以消费者为导向，借用各类数据平台，精准把握趋势，并进行快速响应。当前母婴小家电为重点拓展领域，未来有望向全品类拓展。3）扩产能：前期规划产能逐步落地，后续公司将持续推进信息化与自动化建设。

● **风险提示：** 原材料价格波动风险，产能推进不及预期

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,041	2,688	3,823	4,950	6,341
YOY(%)	24.0	31.7	42.2	29.5	28.1
归母净利润(百万元)	186	268	510	623	808
YOY(%)	26.6	44.6	90.1	22.2	29.6
毛利率(%)	32.5	34.3	35.2	35.7	36.1
净利率(%)	9.1	10.0	13.3	12.6	12.7
ROE(%)	40.4	16.1	24.8	24.0	24.2
EPS(摊薄/元)	1.19	1.72	3.27	4.00	5.18
P/E(倍)	120.1	83.1	43.7	35.7	27.6
P/B(倍)	48.5	13.4	10.8	8.6	6.7

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目　录

1、 收入端：内生性品类增长带动收入提升 3
2、 盈利能力：费用管控良好，业绩增幅接近预告上限 4
3、 未来展望：扩渠道、扩品类、扩产能 5
3.1、 扩渠道：积极采取全渠道运营策略 5
3.2、 扩品类：精准把握客户需求，快速响应进行品类扩张 6
3.3、 扩产能：规划产能逐步释放，持续推进信息化与自动化建设 6
4、 风险提示 6
附：财务预测摘要 7

图表目录

图 1： 2020H1 收入端同比增速稳步提升 3
图 2： 2020Q2 收入端环比提升 3
图 3： 2020Q2 毛利率环比提升 1.5pct 4
图 4： 2020Q2 原材料价格开始逐步回升 4
图 5： 2020H1 公司期间费用率较 2019H1 下滑 3.68pct 4
图 6： 2020H1 公司销售净利率稳步提升 5
图 7： 2020H1 归母净利润同比提升 98.93% 5
图 8： 小家电线上销售占比持续提升 5
图 9： 破壁机、搅拌机、煎烤机在 2020H1 实现较快增长 6

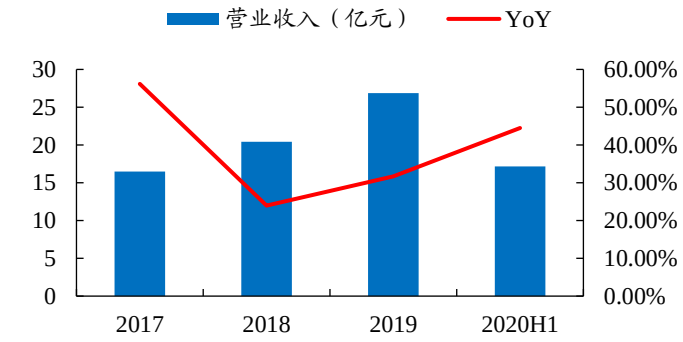
表 1： 其他小家电、西式小家电、电动类厨房小家电推动整体收入端增长 3

1、 收入端：内生性品类增长带动收入提升

我们认为，在 Q2 疫情逐步趋缓的情况下，公司营收同比、环比实现较大幅度提升主要是因为公司积极抓住外部需求变化，持续拓品类、进行产品迭代所致。在破壁机、电饼铛、母婴小家电、个人护理小家电等品类的带动下，公司收入端实现快速增长。

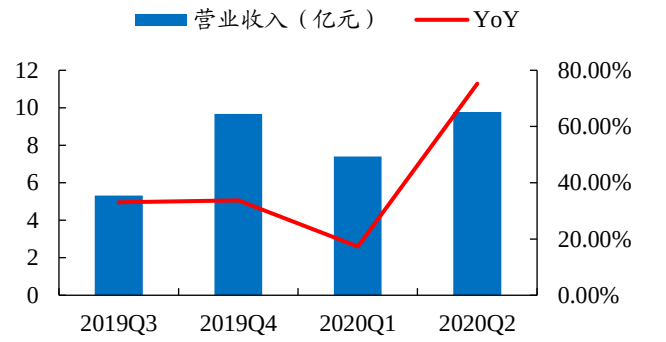
2020H1 公司收入端增长显著。2020H1 公司实现营收 17.17 亿（+44.51%），其中 2020Q2 实现收入 9.78 亿（+75.23%），环比提升 32.21%。

图1：2020H1 收入端同比增速稳步提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2020Q2 收入端环比提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

分品类来看，其他小家电、西式小家电、电动类厨房小家电同比提升 524.71%、139.27%、81.88%，推动整体收入快速增长。

（1） 2020H1 其他小家电品类收入 0.54 亿元，同比增长 524.71%，一方面系前期基数较低，另一方面系公司抓住外部需求变化，积极拓展母婴小家电、个人护理小家电。

（2） 2020H1 西式厨房小家电实现收入 2.76 亿，同比增长 139.27%，主要系 Q2 新品电饼铛等深受消费者喜爱。

（3） 2020H1 电动类厨房小家电实现 4.71 亿，同比增长 81.88%，主要系 Q2 新品破壁机、绞肉机等销量较好。

表1：其他小家电、西式小家电、电动类厨房小家电推动整体收入端增长

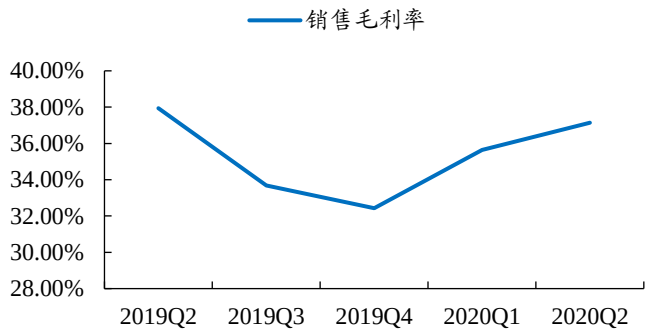
	2020H1 收入	同比	占比	占收入比重较 2019H1 提升
厨房小家电：电动类	4.71	81.88%	27.45%	5.64%
厨房小家电：电热类	2.1	47.25%	12.24%	0.23%
厨房小家电：锅煲类	2.95	22.62%	17.16%	-3.06%
厨房小家电：壶类	2.43	-6.14%	14.14%	-7.64%
厨房小家电：西式类	2.76	139.27%	16.06%	6.36%
生活小家电	1.61	1.90%	9.35%	-3.91%
其他小家电	0.54	524.71%	3.14%	2.41%
其他业务	0.08	35.34%	0.47%	-0.03%

数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 盈利能力：费用管控良好，业绩增幅接近预告上限

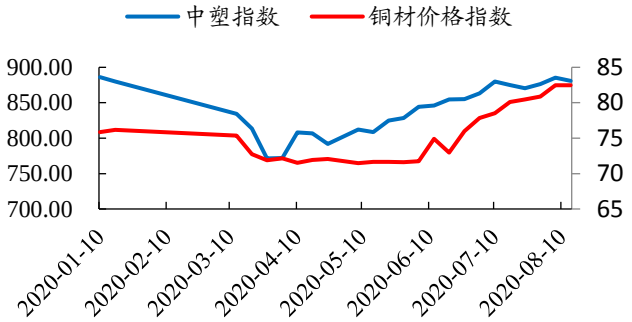
2020H1 公司销售毛利率为 36.50%，较 2019H1 提升 0.5pct，我们认为主要系一季度原材料价格大幅下滑所致。2020Q2 公司销售毛利率为 37.14%，环比提升 1.5pct，在二季度原材料价格回暖的背景下，我们预计系高毛利率的其他类小家电（母婴小家电、个人护理小家电）占比提升所致。

图3：2020Q2 毛利率环比提升 1.5pct



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2020Q2 原材料价格开始逐步回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

2020H1 公司期间费用率较 2019H1 下降 3.68pct。

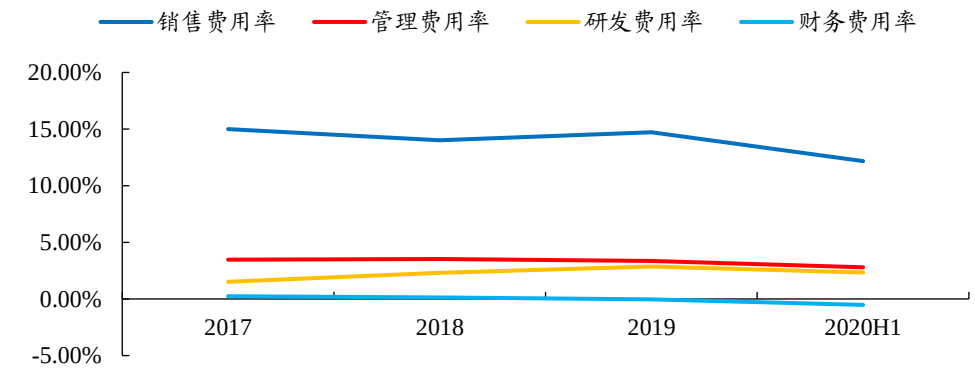
（1） 2020H1 销售费用率为 12.17%，较 2019H1 下降 2.47pct。从销售费用绝对值来看，2020H1 销售费用额同比提升 20.35%，主要系市场促销费大幅提升所致。

（2） 2020H1 管理费用率为 2.80%，较 2019H1 下降 0.23pct。

（3） 2020H1 研发费用率为 2.33%，较 2019H1 下降 0.45pct，从研发费用额来看，公司重视产品创新，持续加大研发投入，过去三年研发投入复合增速均在 60%以上。

（4） 2020H1 财务费用率为-0.52%，较 2019H1 下降 3.68pct，主要系利息收入增加所致。

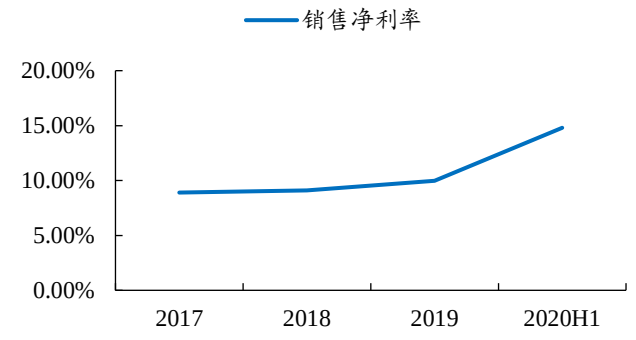
图5：2020H1 公司期间费用率较 2019H1 下滑 3.68pct



数据来源：Wind、开源证券研究所

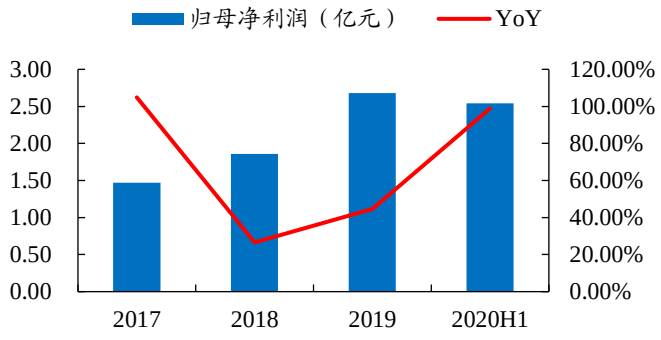
毛利率提升、费用率下滑，公司盈利能力进一步提升。2020H1 公司净利率 14.8%，较 2019H1 提升 4.05pct。其中 2020Q2 净利率 15.45%，较 2019H1 提升 2.61pct，环比 2020Q1 提升 1.52pct。2020H1 归母净利润 2.54 亿元（+98.93%），接近业绩预告上限，其中 2020Q2 归母净利润 1.51 亿（+110.89%），环比提升 46.59%。

图6：2020H1 公司销售净利率稳步提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2020H1 归母净利润同比提升 98.93%



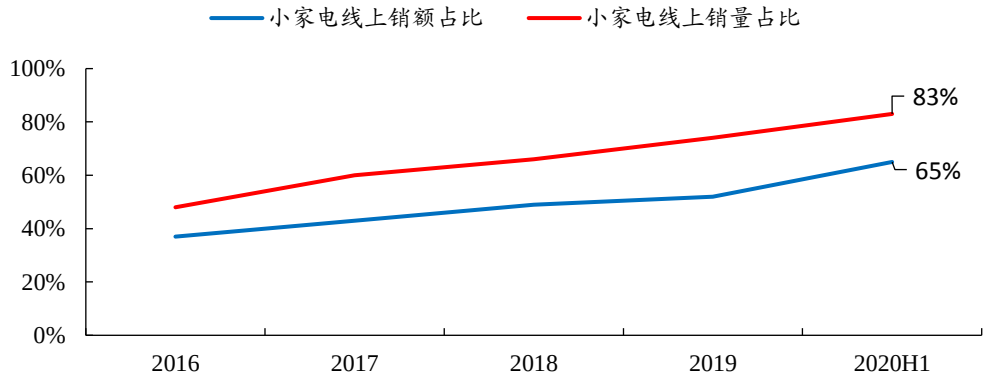
数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 未来展望：扩渠道、扩品类、扩产能

3.1、 扩渠道：积极采取全渠道运营策略

积极采取全渠道运营策略。根据奥维云网数据，2020H1 小家电线上销量、销额占比分别为 83%、65%，线上销售比例进一步提升。线上渠道中，公司在原有站内渠道优势的基础上，进一步通过对于社交人群需求分析，精准匹配产品，提升在社交内容渠道的销售规模。线下渠道与苏宁、京东、国美等各大连锁终端系统建立稳定的合作关系，积极参与渠道下沉项目合作，逐步提升小熊产品在乡镇级市场的市场曝光率。

图8：小家电线上销售占比持续提升



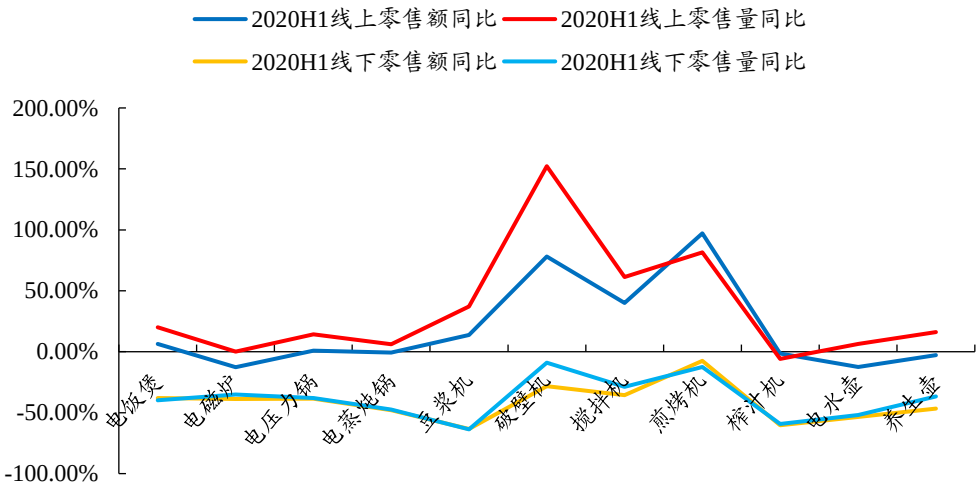
数据来源：奥维云网、开源证券研究所

3.2、 扩品类：精准把握客户需求，快速响应进行品类扩张

内生性高增长验证公司持续扩品类能力。根据奥维云网数据，2020H1 破壁机、搅拌机、煎烤机均实现快速增长。公司以消费者为导向，借用各类数据平台，精准把握趋势，并进行快速响应。在 2020Q2 推出新品破壁机、绞肉机等厨房小家电类产品，深受消费者青睐。

扩品类至母婴及个人护理小家电，当前母婴小家电为重点拓展领域，未来有望向全品类拓展。

图9：破壁机、搅拌机、煎烤机在 2020H1 实现较快增长



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

3.3、 扩产能：规划产能逐步释放，持续推进信息化与自动化建设

截止报告期末，创意小家电生产建设（均安）一期基建项目已基本完成，现有经营体系陆续搬迁至新建厂房；创意小家电生产建设（大良五沙）项目一期之一基建项目已基本完成，设备购置仍在进行；另外投入了智能小家电制造基地建设，研发中心建设项目，以满足公司多品类、高速增长的销售规模需求。

在扩产能的同时，公司持续推进信息化制造。在制造精益化、自动化、信息化框架下，加大了围绕品质改善、工艺突破、效率驱动三维度，从单工序简易自动化、单一品类的自动化、注塑自动化、电子 AI、MST 等自动化的投入，并基于 IT 化运作优化现有 ERP 系统，投入了 SRM 系统，端到端的全流程 MES 信息化系统。后续基于公司未来发展所具备的竞争优势，扩大核心零部件的生产能力、核心工程技术能力构建与人才队伍的储备，在智能制造方面，始终围绕以精益为基础，同步推进信息化与自动化建设，持续实施精益化、自动化、信息化、打造品质稳定、柔性交付、成本最优的智能化数字化工厂。

4、 风险提示

原材料价格波动风险，产能推进不及预期

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	684	1992	2580	3258	4315
现金	259	592	884	1335	2012
应收票据及应收账款	69	131	98	195	189
其他应收款	3	6	7	9	11
预付账款	9	12	18	21	29
存货	313	432	763	883	1261
其他流动资产	30	819	811	814	814
非流动资产	375	540	610	669	728
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	112	137	194	227	254
无形资产	200	201	237	278	312
其他非流动资产	63	202	180	164	162
资产总计	1059	2532	3190	3927	5044
流动负债	586	865	1130	1319	1689
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	424	584	831	987	1326
其他流动负债	161	281	299	333	363
非流动负债	14	3	6	7	9
长期借款	11	0	3	5	6
其他非流动负债	2	3	3	3	3
负债合计	599	868	1136	1327	1698
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	90	120	156	156	156
资本公积	63	970	934	934	934
留存收益	307	575	885	1378	1974
归属母公司股东权益	460	1665	2055	2600	3346
负债和股东权益	1059	2532	3190	3927	5044

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	310	406	513	628	854
净利润	186	268	510	623	808
折旧摊销	37	52	44	63	81
财务费用	3	-1	-9	-15	-23
投资损失	-1	-5	-2	-8	-4
营运资金变动	74	70	-31	-38	-12
其他经营现金流	11	22	2	3	3
投资活动现金流	-171	-999	-114	-116	-140
资本支出	70	224	70	59	59
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-101	-774	-44	-57	-80
筹资活动现金流	-87	886	-107	-61	-38
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	-25	-11	3	2	2
普通股增加	0	30	36	0	0
资本公积增加	0	907	-36	0	0
其他筹资现金流	-62	-40	-110	-63	-39
现金净增加额	51	293	292	451	677

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2041	2688	3823	4950	6341
营业成本	1378	1767	2479	3184	4052
营业税金及附加	15	15	26	33	42
营业费用	286	396	489	644	824
管理费用	72	90	88	168	229
研发费用	47	77	88	151	186
财务费用	3	-1	-9	-15	-23
资产减值损失	10	-11	0	0	0
其他收益	8	5	0	0	0
公允价值变动收益	0	-9	-2	-3	-3
投资净收益	1	5	2	8	4
资产处置收益	-0	0	0	0	0
营业利润	239	332	662	790	1031
营业外收入	2	4	3	13	5
营业外支出	3	3	2	2	2
利润总额	239	332	663	801	1034
所得税	53	64	154	177	226
净利润	186	268	510	623	808
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	186	268	510	623	808
EBITDA	269	366	685	831	1065
EPS(元)	1.19	1.72	3.27	4.00	5.18

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	24.0	31.7	42.2	29.5	28.1
营业利润(%)	21.2	38.9	99.6	19.2	30.6
归属于母公司净利润(%)	26.6	44.6	90.1	22.2	29.6
获利能力					
毛利率(%)	32.5	34.3	35.2	35.7	36.1
净利率(%)	9.1	10.0	13.3	12.6	12.7
ROE(%)	40.4	16.1	24.8	24.0	24.2
ROIC(%)	38.2	15.2	23.9	22.9	22.9
偿债能力					
资产负债率(%)	56.6	34.3	35.6	33.8	33.7
净负债比率(%)	-54.0	-35.6	-42.9	-51.1	-59.9
流动比率	1.2	2.3	2.3	2.5	2.6
速动比率	0.6	1.7	1.6	1.8	1.8
营运能力					
总资产周转率	2.3	1.5	1.3	1.4	1.4
应收账款周转率	38.1	26.9	33.4	33.8	33.0
应付账款周转率	4.1	3.5	3.5	3.5	3.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.19	1.72	3.27	4.00	5.18
每股经营现金流(最新摊薄)	1.99	2.61	3.29	4.02	5.48
每股净资产(最新摊薄)	2.95	10.67	13.17	16.67	21.45
估值比率					
P/E	120.1	83.1	43.7	35.7	27.6
P/B	48.5	13.4	10.8	8.6	6.7
EV/EBITDA	81.9	57.1	30.1	24.3	18.3

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn