

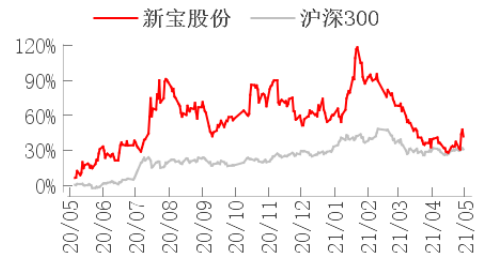
内外销延续高增长，盈利能力短期承压



投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年04月30日)	37.44元
目标价格	44.86元
52周最高价/最低价	57.95/25.7元
总股本/流通A股(万股)	82,673/79,612
A股市值(百万元)	30,953
国家/地区	中国
行业	造纸轻工
报告发布日期	2021年05月04日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	7.7	1.46	-27.16	42.01
相对表现	8.49	2.2	-25.17	25.45
沪深300	-0.79	-0.74	-1.99	16.56



资料来源: WIND、东方证券研究所

证券分析师 李雪君
021-63325888*6069
lixuejun@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860517020001

证券分析师 吴瑾
021-63325888*6088
wujin@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860520080001

相关报告

三季度外销表现强劲，内销延续高增长 2020-10-27

全球小家电 ODM 龙头，摩飞爆品模式助力内销快速放量 2020-09-30

事件: 公司公告 2020 年年报及 2021 年一季报, 2020 年实现营业收入 131.91 亿元, 同比增长 44.57%; 实现归母净利润 11.18 亿元, 同比增长 62.73%。2021 年一季度公司实现营业收入 32.10 亿元, 同比增长 64.09%; 实现归母净利润 1.70 亿元, 同比增长 36.80%。

核心观点

- **外销强劲增长延续，国内自主品牌、ODM 代工共同驱动内销快速扩张。**(1) 外销: 海外疫情带动小家电需求快速提升, 公司依托强大研发、制造能力实现外销高增长, 2020 年外销收入约 101.7 亿 (占收入比重约 77%), 同比增长 39%; 2021Q1 外销收入约 24.3 亿, 同比增长约 71% (2020Q2-Q4 增速分别约 25%/46%/89%), 延续高增长态势; (2) 内销: 2020 年内销收入 30.2 亿, 同比增长约 67%; 其中, 摩飞/东菱/ODM 代工及其他收入分别约 15/3/12 亿, 同比增长约 130%/25%/36%; 2021Q1 实现内销收入约 7.3 亿, 同比增长 46%, 其中摩飞/东菱/ODM 代工及其他收入同比增长 40%/-23%/112%, 摩飞品牌持续快速增长, 国内 ODM 代工规模亦有快速扩张。
- **原材料成本上行，盈利能力短期承压。**2021Q1 公司实现毛利率 19.03%, 同比-4.64pct (运费报关费重分类至成本端影响约 2pct); 实现归母净利率 5.30%, 同比-1.06pct, 原材料成本上行叠加收入端调价存滞后期 (约半年), 造成盈利能力短期承压; 伴随调价逐步落地, 2021Q2 起盈利或将改善。
- **外销有望维持稳健增长，内销自主品牌矩阵高成长可期。**疫情后海外市场恢复常态, 扩品类+提份额下外销料稳健增长; 内销通过“爆款产品+内容营销”模式, 自有品牌有望依托摩飞成功经验由“1”复制至“N”, 高成长可期。

财务预测与投资建议

- 预测公司 2021-2023 年归母净利润为 12.79/14.79/16.40 亿(此前预测 2021-2022 年为 12.68/14.82 亿)。可比公司 2021 年调整后平均 PE 为 25 倍, 公司作为全球西式小家电 ODM 龙头, 研发、制造优势积淀打造强大供应链平台, 有望依托产品与渠道侧的高效联动, 持续孵化出有竞争力的新品, 给予 2021 年 29 倍 PE 估值(维持溢价 15%), 目标价 44.86 元, 维持“买入”评级。

风险提示

- 国内新品创新能力不足导致盈利不达预期、估值下滑的风险; 海外小家电品牌 ODM 订单需求不达预期的风险

公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	9,125	13,191	16,190	17,722	19,401
同比增长(%)	8.1%	44.6%	22.7%	9.5%	9.5%
营业利润(百万元)	784	1,375	1,572	1,818	2,016
同比增长(%)	33.6%	75.3%	14.3%	15.6%	10.9%
归属母公司净利润(百万元)	687	1,118	1,279	1,479	1,640
同比增长(%)	36.7%	62.7%	14.3%	15.6%	10.9%
每股收益(元)	0.83	1.35	1.55	1.79	1.98
毛利率(%)	23.7%	23.3%	22.9%	24.0%	24.5%
净利率(%)	7.5%	8.5%	7.9%	8.3%	8.5%
净资产收益率(%)	16.8%	21.6%	19.6%	19.6%	18.8%
市盈率	41.5	25.5	22.3	19.3	17.4
市净率	6.6	4.7	4.1	3.5	3.1

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测, 每股收益使用最新股本全面摊薄计算,

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格, 据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突, 不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

投资建议

将原材料成本上行及调价滞后等因素考虑在内,我们预测公司 2021-2023 年归母净利润为 12.79、14.79、16.40 亿(此前预测 2021-2022 年为 12.68、14.82 亿)。可比公司 2021 年调整后平均 PE 为 25 倍,考虑到公司作为全球西式小家电 ODM 龙头企业,研发、制造优势积淀打造强大供应链平台,有望依托产品侧与渠道侧的高效联动,持续孵化出有竞争力的新品,以摩飞为代表的内销自主品牌矩阵高成长可期,我们给予公司 2021 年 29 倍市盈率估值,较可比公司溢价 15%,对应目标价 44.86 元,维持“买入”评级。

表 1: 可比公司 2021 年调整后平均市盈率为 25 倍

公司	代码	最新价格(元)	每股收益(元)					市盈率					一致预期净利润增速		
		2021年5月2日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2020E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
苏泊尔	002032.SZ	75.40	2.34	2.34	2.58	2.92	3.30	32.25	32.25	29.25	25.83	22.84	14.6%	13.2%	13.1%
九阳股份	002242.SZ	31.80	1.07	1.07	1.35	1.53	1.74	29.61	29.61	23.51	20.76	18.31	10.4%	13.2%	13.4%
小熊电器	002959.SZ	73.00	2.23	2.23	3.32	4.18		32.67	32.67	22.01	17.48		20.9%	25.9%	
北鼎股份	300824.SZ	26.07	0.40	0.40	0.60	0.80	1.01	64.63	64.63	43.18	32.60	25.70	30.8%	32.4%	27.0%
美的集团	000333.SZ	80.17	3.47	3.47	4.20	4.68		23.09	23.09	19.07	17.12		8.8%	11.4%	
	最大值							64.63	64.63	43.18	32.60	25.70	30.8%	32.4%	27.0%
	最小值							23.09	23.09	19.07	17.12	18.31	8.8%	11.4%	13.1%
	平均数							36.45	36.45	27.40	22.76	22.28	17.1%	19.2%	17.8%
	调整后平均							31.51	31.51	24.92	21.36	22.84	15.3%	17.5%	13.4%

资料来源: Wind, 东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,836	4,285	5,260	6,053	7,467	营业收入	9,125	13,191	16,190	17,722	19,401
应收票据、账款及款项融资	1,141	1,925	2,362	2,586	2,831	营业成本	6,965	10,116	12,483	13,468	14,653
预付账款	30	71	87	96	105	营业税金及附加	65	83	101	111	122
存货	1,464	2,120	2,616	2,822	3,071	营业费用	470	435	575	693	820
其他	692	540	549	554	559	管理费用及研发费用	871	1,094	1,343	1,470	1,610
流动资产合计	5,163	8,940	10,874	12,111	14,032	财务费用	(2)	237	149	197	214
长期股权投资	67	99	99	99	99	资产、信用减值损失	14	53	11	9	11
固定资产	1,941	2,318	3,664	4,131	4,998	公允价值变动收益	25	123	0	0	0
在建工程	253	356	444	654	307	投资净收益	(25)	33	0	0	0
无形资产	527	519	500	481	461	其他	44	45	45	45	45
其他	199	262	13	0	0	营业利润	784	1,375	1,572	1,818	2,016
非流动资产合计	2,988	3,554	4,721	5,365	5,865	营业外收入	18	18	18	18	18
资产总计	8,151	12,495	15,595	17,476	19,897	营业外支出	7	19	19	19	19
短期借款	143	99	531	99	99	利润总额	795	1,374	1,571	1,817	2,015
应付票据及应付账款	2,509	4,695	5,794	6,251	6,801	所得税	107	219	250	289	321
其他	917	1,532	924	924	924	净利润	688	1,156	1,321	1,528	1,695
流动负债合计	3,569	6,326	7,249	7,274	7,824	少数股东损益	1	37	43	49	55
长期借款	200	0	1,256	1,951	2,551	归属于母公司净利润	687	1,118	1,279	1,479	1,640
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.83	1.35	1.55	1.79	1.98
其他	54	66	0	0	0						
非流动负债合计	254	66	1,256	1,951	2,551	主要财务比率					
负债合计	3,823	6,391	8,505	9,225	10,375		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	29	66	108	157	212	成长能力					
股本	801	827	827	827	827	营业收入	8.1%	44.6%	22.7%	9.5%	9.5%
资本公积	1,139	2,055	2,055	2,055	2,055	营业利润	33.6%	75.3%	14.3%	15.6%	10.9%
留存收益	2,354	3,152	4,100	5,212	6,429	归属于母公司净利润	36.7%	62.7%	14.3%	15.6%	10.9%
其他	5	4	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	4,328	6,103	7,090	8,251	9,522	毛利率	23.7%	23.3%	22.9%	24.0%	24.5%
负债和股东权益总计	8,151	12,495	15,595	17,476	19,897	净利率	7.5%	8.5%	7.9%	8.3%	8.5%
						ROE	16.8%	21.6%	19.6%	19.6%	18.8%
						ROIC	15.2%	24.5%	18.9%	17.7%	16.7%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	46.9%	51.2%	54.5%	52.8%	52.1%
净利润	688	1,156	1,321	1,528	1,695	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	215	194	195	230	259	流动比率	1.45	1.41	1.50	1.66	1.79
财务费用	(2)	237	149	197	214	速动比率	1.03	1.07	1.13	1.27	1.39
投资损失	25	(33)	0	0	0	营运能力					
营运资金变动	329	1,007	(288)	5	32	应收账款周转率	8.6	9.4	8.1	7.6	7.6
其它	189	(50)	145	9	11	存货周转率	5.2	5.5	5.2	4.8	4.9
经营活动现金流	1,444	2,510	1,522	1,969	2,210	总资产周转率	1.2	1.3	1.2	1.1	1.0
资本支出	(399)	(611)	(1,572)	(874)	(759)	每股指标(元)					
长期投资	1	(31)	15	0	0	每股收益	0.83	1.35	1.55	1.79	1.98
其他	(770)	68	0	0	0	每股经营现金流	1.80	3.04	1.84	2.38	2.67
投资活动现金流	(1,167)	(574)	(1,556)	(874)	(759)	每股净资产	5.20	7.30	8.44	9.79	11.26
债权融资	197	1	1,056	695	601	估值比率					
股权融资	(10)	941	0	0	0	市盈率	41.5	25.5	22.3	19.3	17.4
其他	(488)	(383)	(47)	(996)	(638)	市净率	6.6	4.7	4.1	3.5	3.1
筹资活动现金流	(301)	559	1,009	(301)	(37)	EV/EBITDA	24.7	13.6	12.9	11.0	9.9
汇率变动影响	22	(141)	-0	-0	-0	EV/EBIT	31.5	15.3	14.3	12.2	11.1
现金净增加额	(2)	2,354	974	794	1,414						

资料来源：东方证券研究所

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有新宝股份(002705，买入) 股票达到相关上市公司已发行股份 1%以上。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者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口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn