

外销短期承压、内销降幅收窄，毛利率有望稳步改善

事件：公司公告 2021 年三季报，2021 年前三季度实现营业收入 107.04 亿元，同比增长 17.43%；实现归母净利润 5.95 亿元，同比下降 34.63%；其中，单三季度实现营业收入 40.60 亿元，同比下降 0.25%；实现归母净利润 2.81 亿元，同比下降 41.45%。

核心观点

- **外销增长短期承压，内销收入同比降幅显著收窄。**（1）外销：2021Q3 实现外销收入约 33.9 亿元（占收入比重约 83%），同比小幅增长 0.3%，主要源于全球疫情影响下国际物流运力紧张、运输成本畸高，叠加国内电力供应紧张等因素影响，导致公司外销增长短期受限；（2）内销：2021Q3 内销收入约 6.7 亿元，同比小幅下滑 3%，去年同期高基数影响下收入增长承压；其中，摩飞、东菱分别实现营业收入约 3.5 亿元、0.4 亿元，与去年同期基本持平，较 2021Q2 同比降幅显著收窄。
- **大宗原材料、国际物流运输成本维持高位，公司盈利水平修复受阻。**2021Q3 公司实现毛利率 17.22%，同比下降 8.81pct（其中运费报关费重分类至成本端影响约 1.5pct）；2021 年 Q3 实现归母净利率 6.91%，同比下降 4.86pct。2021Q3 大宗原材料价格、国际物流运输成本维持高位，叠加人民币兑美元汇率快速升值等影响，公司盈利水平修复受阻；预期伴随公司调价措施落地，新品上市带动高毛利自有品牌回暖，盈利能力或逐步改善。
- **外销有望恢复稳健增长，内销自主品牌有望贡献新增量。**考虑到海外小家电需求仍较为旺盛，依托于自身强大的制造能力与品类矩阵持续扩充，公司外销收入有望恢复稳健增长；内销方面，摩飞积极布局空气净化器、蒸汽拖把等生活类小家电新品，自主品牌四季度收入有望重回正增长区间，后续随着公司新品研发力度、上新速度稳步增加，自主品牌有望持续贡献新增量。

财务预测与投资建议

- 考虑外销出货受阻、国内自主品牌增长压力以及原材料价格高位导致毛利率短期承压等因素，下调 2021-2023 年归母净利润预测至 8.61/10.93/12.72 亿（此前预测为 10.25/13.50/16.07 亿）。可比公司 2021 年调整后平均 PE 为 22 倍，考虑到公司作为全球西式小家电 ODM 龙头企业，研发、制造优势突出，有望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，给予公司 2021 年 25 倍市盈率估值，较可比公司溢价 15%，对应目标价 26.02 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	15,088	16,567	18,168
同比增长(%)	8.1%	44.6%	14.4%	9.8%	9.7%
营业利润(百万元)	784	1,375	1,058	1,343	1,564
同比增长(%)	33.6%	75.3%	-23.1%	26.9%	16.4%
归属母公司净利润(百万元)	687	1,118	861	1,093	1,272
同比增长(%)	36.7%	62.7%	-23.1%	27.0%	16.4%
每股收益(元)	0.83	1.35	1.04	1.32	1.54
毛利率(%)	23.7%	23.3%	19.9%	21.5%	22.3%
净利率(%)	7.5%	8.5%	5.7%	6.6%	7.0%
净资产收益率(%)	16.8%	21.6%	13.7%	15.6%	16.1%
市盈率	27.0	16.6	21.5	17.0	14.6
市净率	4.3	3.1	2.8	2.5	2.2

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。

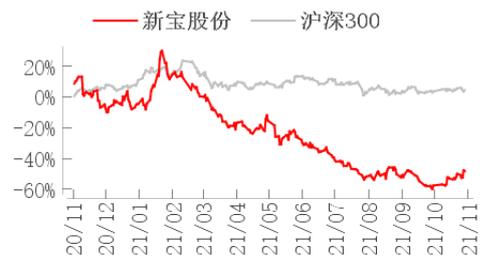


东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年10月29日)	22.43元
目标价格	26.02元
52周最高价/最低价	56.72/17.36元
总股本/流通A股(万股)	82,673/82,297
A股市值(百万元)	18,544
国家/地区	中国
行业	造纸轻工
报告发布日期	2021年11月01日

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	3.5	22.1	7.36	-48.23
相对表现	6.37	18.84	9.61	-53.5
沪深300	-2.87	3.26	-2.25	5.27



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

Q2 出口高景气、内销增长疲弱，业绩短期承压 2021-08-30

承压：

内外销延续高增长，盈利能力短期承压 2021-05-04

投资建议

将外销业务出货受阻、国内自主品牌增长压力以及原材料价格高位导致毛利率短期承压等因素考虑在内，下调公司 2021-2023 年归母净利润预测至 8.61、10.93、12.72 亿(此前预测为 10.25、13.50、16.07 亿)。可比公司 2021 年调整后平均 PE 为 22 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 25 倍市盈率估值，较可比公司溢价 15%，对应目标价 26.02 元，维持“买入”评级。

表 1：可比公司 2021 年调整后平均市盈率为 22 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10月30日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2022E	2023E
苏泊尔	002032.SZ	53.00	2.34	2.25	2.55	2.89	3.23	22.67	23.57	20.80	18.37	16.39	13.2%	12.0%
九阳股份	002242.SZ	23.35	1.07	1.23	1.28	1.45	1.67	21.74	19.06	18.29	16.06	13.96	13.8%	15.1%
小熊电器	002959.SZ	57.15	2.23	2.74	2.18	2.90	3.59	25.57	20.82	26.18	19.73	15.92	32.7%	24.0%
北鼎股份	300824.SZ	18.78	0.40	0.46	0.54	0.69	0.85	46.55	40.68	34.94	27.07	21.98	29.1%	23.1%
美的集团	000333.SZ	68.77	3.47	3.87	4.20	4.75	5.34	19.80	17.76	16.37	14.49	12.88	13.0%	12.5%
	最大值							46.55	40.68	34.94	27.07	21.98	32.7%	24.0%
	最小值							19.80	17.76	16.37	14.49	12.88	13.0%	12.0%
	平均数							27.27	24.38	23.31	19.14	16.23	20.4%	17.3%
	调整后平均							23.33	21.15	21.76	18.05	15.42	18.7%	16.9%

资料来源：Wind，东方证券研究所

表 2：盈利预测调整表

核心假设及盈利预测变动分析表						
人民币百万元（标注除外）						
	2021E	调整前		调整后		
		2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
核心假设						
歌岚、莱卡、百胜图等品牌收入（百万元）	687.32	962.25	1,347.15	490.94	687.32	962.25
变动幅度				-28.57%	-28.57%	-28.57%
国外业务毛利率	18.00%	20.00%	21.00%	16.70%	18.00%	18.50%
变动幅度				-1.30%	-2.00%	-2.50%
摩飞毛利率	41.00%	42.00%	42.00%	40.00%	41.00%	41.00%
变动幅度				-1.00%	-1.00%	-1.00%
分产品盈利预测						
国外业务						
销售收入	11,949.66	12,547.14	13,174.50	11,748.82	12,336.26	12,953.08
变动幅度				-1.68%	-1.68%	-1.68%
毛利率	18.00%	20.00%	21.00%	16.70%	18.00%	18.50%
变动幅度				-1.30%	-2.00%	-2.50%
国内自主品牌						
销售收入	2,552.48	3,396.20	4,352.27	2,358.10	3,123.67	3,970.13
变动幅度				-7.62%	-8.02%	-8.78%
毛利率	34.57%	35.05%	34.63%	34.83%	35.40%	35.07%
变动幅度				0.26%	0.36%	0.44%
国内代工						
销售收入	696.10	807.69	930.64	696.10	807.69	930.64
变动幅度				0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	17.00%	17.00%	17.00%	16.00%	16.00%	16.00%
变动幅度				-1.00%	-1.00%	-1.00%
其他业务（地区）						
销售收入	285.25	299.51	314.48	285.25	299.51	314.48
变动幅度				0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	36.18%	36.18%	36.18%	36.18%	36.18%	36.18%
变动幅度				0.00%	0.00%	0.00%
销售收入合计	15,483.49	17,050.54	18,771.90	15,088.27	16,567.14	18,168.34
变动幅度				-2.55%	-2.84%	-3.22%
综合毛利率	21.02%	23.14%	24.22%	19.87%	21.51%	22.30%
变动幅度				-1.15%	-1.63%	-1.92%
主要财务数据变动分析表						
人民币百万元（标注除外）						
	2021E	调整前		调整后		
		2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
营业收入	15,483.49	17,050.54	18,771.90	15,088.27	16,567.14	18,168.34
变动幅度				-2.55%	-2.84%	-3.22%
营业利润	1,260.21	1,658.90	1,975.02	1,057.98	1,342.99	1,563.80
变动幅度				-16.05%	-19.04%	-20.82%
归属母公司净利润	1,025.13	1,349.62	1,606.91	860.53	1,092.51	1,272.22
变动幅度				-16.06%	-19.05%	-20.83%
每股收益（元）	1.24	1.63	1.94	1.04	1.32	1.54
变动幅度				-16.06%	-19.05%	-20.83%
毛利率（%）	21.02%	23.14%	24.22%	19.87%	21.51%	22.30%
变动幅度				-1.15%	-1.63%	-1.92%
净利率（%）	6.62%	7.92%	8.56%	5.70%	6.59%	7.00%
变动幅度				-0.92%	-1.32%	-1.56%

资料来源：公司公告，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	4,902	5,402	6,540	营业收入	9,125	13,191	15,088	16,567	18,168
应收票据、账款及款项融资	1,141	1,925	2,202	2,417	2,651	营业成本	6,965	10,116	12,090	13,003	14,117
预付账款	30	71	81	89	98	营业税金及附加	65	83	95	104	114
存货	1,464	2,120	2,534	2,725	2,958	营业费用	470	435	481	576	679
其他	692	540	546	550	555	管理费用及研发费用	871	1,094	1,252	1,374	1,507
流动资产合计	5,163	8,940	10,264	11,183	12,803	财务费用	(2)	237	151	202	222
长期股权投资	67	99	99	99	99	资产、信用减值损失	14	53	6	9	10
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	1,058	1,343	1,564
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	14,984	16,548	18,668	营业外支出	7	19	19	19	19
短期借款	143	99	535	99	99	利润总额	795	1,374	1,057	1,342	1,563
应付票据及应付账款	2,509	4,695	5,612	6,036	6,553	所得税	107	219	168	213	249
其他	917	1,532	924	924	924	净利润	688	1,156	889	1,129	1,315
流动负债合计	3,569	6,326	7,071	7,058	7,575	少数股东损益	1	37	29	36	42
长期借款	200	0	1,256	1,951	2,551	归属于母公司净利润	687	1,118	861	1,093	1,272
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.83	1.35	1.04	1.32	1.54
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	8,327	9,009	10,126		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	29	66	94	131	173	成长能力					
股本	801	827	827	827	827	营业收入	8.1%	44.6%	14.4%	9.8%	9.7%
资本公积	1,139	2,055	2,055	2,055	2,055	营业利润	33.6%	75.3%	-23.1%	26.9%	16.4%
留存收益	2,354	3,152	3,682	4,528	5,487	归属于母公司净利润	36.7%	62.7%	-23.1%	27.0%	16.4%
其他	5	4	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	4,328	6,103	6,658	7,540	8,541	毛利率	23.7%	23.3%	19.9%	21.5%	22.3%
负债和股东权益总计	8,151	12,495	14,984	16,548	18,668	净利率	7.5%	8.5%	5.7%	6.6%	7.0%
						ROE	16.8%	21.6%	13.7%	15.6%	16.1%
						ROIC	15.2%	24.5%	13.7%	14.4%	14.5%
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%	55.6%	54.4%	54.2%
净利润	688	1,156	889	1,129	1,315	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	1.45	1.58	1.69
财务费用	(2)	237	151	202	222	速动比率	1.03	1.07	1.08	1.19	1.29
投资损失	25	(33)	0	0	0	营运能力					
营运资金变动	329	1,007	(213)	(5)	26	应收账款周转率	8.6	9.4	7.8	7.7	7.7
其它	189	(50)	140	9	10	存货周转率	5.2	5.5	5.1	4.8	4.9
经营活动现金流	1,444	2,510	1,162	1,565	1,832	总资产周转率	1.2	1.3	1.1	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	1.04	1.32	1.54
其他	(770)	68	0	0	0	每股经营现金流	1.80	3.04	1.41	1.89	2.22
投资活动现金流	(1,167)	(574)	(1,556)	(874)	(759)	每股净资产	5.20	7.30	7.94	8.96	10.12
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	27.0	16.6	21.5	17.0	14.6
其他	(488)	(383)	(45)	(885)	(535)	市净率	4.3	3.1	2.8	2.5	2.2
筹资活动现金流	(301)	559	1,011	(190)	66	EV/EBITDA	14.7	8.1	10.5	8.3	7.2
汇率变动影响	22	(141)	-0	-0	-0	EV/EBIT	18.8	9.1	12.1	9.5	8.2
现金净增加额	(2)	2,354	616	500	1,138						

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，资产管理、私募业务合计持有新宝股份(002705) 占发行量 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