

内销表现优于行业，外销表现突出

核心观点

事件：公司公告 2023 年年报，2023 年公司实现营收 47.12 亿元，同比增长 14.43%，实现归母净利润 4.45 亿元，同比增长 15.24%；单四季度公司实现营收 13.94 亿元，同比下降 1.79%，实现归母净利润 1.30 亿元，同比下降 11.13%。

- 内销逆势增长，外销表现突出。**收入分地区来看，2023 年公司国内、国外销售分别实现营收 43.42/3.70 亿元，同比分别增长 10%/106%，在国内市场相对疲软的情况下（奥维口径 2023 年厨房小家电零售规模同比下滑 10%），公司内销逆势实现平稳增长；同时公司逐步开始将国内积累的品牌、产品与制造优势拓展至海外市场，海外业务实现高速增长。收入分品类来看，2023 年公司厨房小家电/生活小家电/其他小家电分别实现营收 36.44/4.85/5.46 亿元，同比分别增长 8%/23%/68%，厨房小家电增长稳健，生活小家电以及个护、母婴产品表现亮眼。厨房小家电中锅煲类/电动类以及壶类小家电营收同比分别增长 20%/18%/13%，推测电饭煲、电压力锅、电水壶、榨汁机、破壁机等偏刚需品类贡献主要增量。
- 四季度毛利率承压，销售费用率同比明显下滑。**四季度公司毛利率为 31.83%，同比下降 5.9pct，推测主要系需求疲软、行业竞争加剧背景下公司加大了产品促销力度。同期公司期间费用率为 21.14%，同比下降 4.8pct，其中销售费用率、管理费用率同比分别下降 3.2pct、1.1pct，费用管控效果突出。四季度公司归母净利率为 9.31%，同比下降 1.0pct。
- 全新品牌 IP 发布，公司开始向全球小家电领先企业迈进。**公司于 3 月 27 日举办 18 周年庆典暨新品发布会，同时发布了全新的品牌目标——“立志成为全球小家电领先企业”，持续扩张全球业务版图。除已布局的东南亚市场外，公司也将针对北美、东南亚、中东、欧洲等海外市场制定波次发展的市场开拓策略，逐步建立全渠道产业链，推进多个品牌的本土化运营，稳步扩大市场份额。同时公司还发布了全新 IP 品牌形象以及旗舰级产品逐光套系，突出以用户需求为核心的品牌特征。

盈利预测与投资建议

- 适当调整小家电业务增速假设以及费用率假设，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 4.92/5.49/6.06 亿元（此前预测 2024-2025 年为 5.19/6.12 亿元），对应 EPS 分别为 3.14/3.50/3.86 元。参考可比公司估值法，给予公司 2024 年 19 倍市盈率估值，对应目标价 59.66 元，维持“增持”评级。

风险提示

- 品类创新不及预期的风险；行业竞争加剧的风险；原材料成本大幅上涨的风险。

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,118	4,712	5,258	5,833	6,402
同比增长(%)	14.2%	14.4%	11.6%	10.9%	9.8%
营业利润(百万元)	487	492	546	612	678
同比增长(%)	45.8%	1.1%	11.0%	12.0%	10.7%
归属母公司净利润(百万元)	386	445	492	549	606
同比增长(%)	36.3%	15.2%	10.5%	11.6%	10.3%
每股收益(元)	2.46	2.84	3.14	3.50	3.86
毛利率(%)	36.4%	36.6%	36.8%	37.0%	37.1%
净利率(%)	9.4%	9.4%	9.4%	9.4%	9.5%
净资产收益率(%)	17.4%	17.5%	17.0%	17.1%	17.0%
市盈率	23.3	20.3	18.3	16.4	14.9
市净率	3.8	3.3	3.0	2.7	2.4

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。

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申明。

投资评级 增持（维持）

股价（2024 年 04 月 16 日）	57.5 元
目标价格	59.66 元
52 周最高价/最低价	97.7/44.21 元
总股本/流通 A 股（万股）	15,685/15,416
A 股市值（百万元）	9,019
国家/地区	中国
行业	造纸轻工
报告发布日期	2024 年 04 月 16 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	5.45	-0.81	12.11	-15.84
相对表现%	6.08	0.84	5.74	-1.64
沪深 300%	-0.63	-1.65	6.37	-14.2



证券分析师

李雪君	021-63325888*6069
	lixuejun@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860517020001
	香港证监会牌照：BSW124

联系人

谢雨辰	xieyuchen@orientsec.com.cn
-----	----------------------------

相关报告

营收增长稳健，短期利润承压	2023-10-31
二季度营收延续稳健增长，费用率同比有所提升	2023-08-27
精品化战略深化，公司业绩持续超预期	2023-04-20

投资建议

结合行业需求情况适当调整小家电业务收入增速假设，同时结合公司营销投放力度适当调整费用率假设，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 4.92/5.49/6.06 亿元（此前预测 2024-2025 年为 5.19/6.12 亿元），对应 EPS 分别为 3.14/3.50/3.86 元。结合可比公司估值，给予公司 2024 年 19 倍市盈率估值，对应目标价 59.66 元，维持“增持”评级。

表 1：可比公司 2024 年平均市盈率为 19 倍

公司	代码	最新价格(元) 2024/4/16	每股收益（元）				市盈率			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
苏泊尔	002032	59.35	2.56	2.70	2.95	3.23	23.16	21.96	20.13	18.37
九阳股份	002242	10.79	0.69	0.51	0.65	0.74	15.62	21.27	16.60	14.61
飞科电器	603868	54.68	1.89	2.34	2.74	3.17	28.94	23.36	19.99	17.24
新宝股份	002705	18.71	1.17	1.19	1.39	1.56	16.00	15.76	13.47	11.96
北鼎股份	300824	9.37	0.14	0.22	0.28	0.33	65.11	42.84	32.98	28.56
	最大值						65.11	42.84	32.98	28.56
	最小值						15.62	15.76	13.47	11.96
	平均数						29.77	25.04	20.63	18.15
	调整后平均						22.70	22.20	18.91	16.74

数据来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

- 品类创新不及预期的风险。
- 行业竞争加剧的风险。
- 原材料价格大幅上行的风险。

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	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,116	1,528	2,006	2,543	3,127	营业收入	4,118	4,712	5,258	5,833	6,402
应收票据、账款及款项融资	66	157	175	194	213	营业成本	2,617	2,987	3,321	3,675	4,026
预付账款	32	26	29	32	36	营业税金及附加	27	40	44	49	54
存货	651	620	689	763	835	营业费用	730	884	1,045	1,160	1,273
其他	750	1,545	1,546	1,547	1,548	管理费用及研发费用	292	332	363	401	439
流动资产合计	3,616	3,876	4,446	5,079	5,759	财务费用	(4)	5	(14)	(17)	(21)
长期股权投资	5	5	5	5	5	资产、信用减值损失	25	27	6	8	8
固定资产	726	768	746	1,008	913	公允价值变动收益	0	16	16	16	16
在建工程	113	273	322	3	3	投资净收益	24	25	25	25	25
无形资产	299	324	317	310	303	其他	32	15	15	15	15
其他	117	140	37	11	9	营业利润	487	492	546	612	678
非流动资产合计	1,260	1,511	1,427	1,338	1,233	营业外收入	5	28	28	28	28
资产总计	4,875	5,386	5,873	6,417	6,993	营业外支出	37	6	6	6	6
短期借款	220	17	17	17	17	利润总额	455	515	569	634	700
应付票据及应付账款	1,433	1,713	1,905	2,108	2,310	所得税	69	69	77	86	94
其他	380	427	366	366	366	净利润	386	445	492	549	606
流动负债合计	2,033	2,158	2,289	2,492	2,693	少数股东损益	(0)	0	0	0	0
长期借款	3	0	0	0	0	归属于母公司净利润	386	445	492	549	606
应付债券	457	456	536	536	536	每股收益（元）	2.46	2.84	3.14	3.50	3.86
其他	16	35	9	9	9	主要财务比率					
非流动负债合计	476	492	545	545	545		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
负债合计	2,509	2,650	2,834	3,037	3,239	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入	14.2%	14.4%	11.6%	10.9%	9.8%
实收资本（或股本）	156	157	157	157	157	营业利润	45.8%	1.1%	11.0%	12.0%	10.7%
资本公积	857	909	984	984	984	归属于母公司净利润	36.3%	15.2%	10.5%	11.6%	10.3%
留存收益	1,272	1,593	1,897	2,239	2,613	获利能力					
其他	82	77	0	0	0	毛利率	36.4%	36.6%	36.8%	37.0%	37.1%
股东权益合计	2,367	2,736	3,038	3,380	3,754	净利率	9.4%	9.4%	9.4%	9.4%	9.5%
负债和股东权益总计	4,875	5,386	5,873	6,417	6,993	ROE	17.4%	17.5%	17.0%	17.1%	17.0%
现金流量表						ROIC	16.0%	13.7%	13.5%	13.6%	13.7%
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	偿债能力					
净利润	386	445	492	549	606	资产负债率	51.5%	49.2%	48.3%	47.3%	46.3%
折旧摊销	131	146	171	218	242	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	(4)	5	(14)	(17)	(21)	流动比率	1.78	1.80	1.94	2.04	2.14
投资损失	(24)	(25)	(25)	(25)	(25)	速动比率	1.44	1.50	1.63	1.73	1.82
营运资金变动	306	235	32	98	97	营运能力					
其它	(181)	(122)	42	(8)	(8)	应收账款周转率	35.3	30.2	24.2	24.1	24.0
经营活动现金流	613	685	698	814	891	存货周转率	3.9	4.5	5.0	4.9	4.9
资本支出	(310)	(338)	(163)	(128)	(138)	总资产周转率	1.0	0.9	0.9	0.9	1.0
长期投资	2	(1)	0	0	0	每股指标（元）					
其他	393	(818)	(36)	41	41	每股收益	2.46	2.84	3.14	3.50	3.86
投资活动现金流	85	(1,157)	(199)	(87)	(97)	每股经营现金流	3.93	4.36	4.45	5.19	5.68
债权融资	461	12	80	0	0	每股净资产	15.09	17.45	19.37	21.55	23.93
股权融资	(77)	53	75	0	0	估值比率					
其他	378	(275)	(175)	(190)	(211)	市盈率	23.3	20.3	18.3	16.4	14.9
筹资活动现金流	762	(210)	(20)	(190)	(211)	市净率	3.8	3.3	3.0	2.7	2.4
汇率变动影响	(0)	2	- 0	- 0	- 0	EV/EBITDA	11.4	10.8	9.9	8.6	7.8
现金净增加额	1,459	(680)	478	537	584	EV/EBIT	14.5	14.0	13.1	11.7	10.6

资料来源：东方证券研究所

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 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

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

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。