

## 评级：买入（维持）

市场价格：11.3 元

分析师：姚玮

执业证书编号：S0740522080001

Email: yaowei@zts.com.cn

## 公司盈利预测及估值

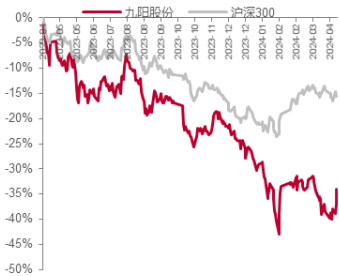
指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	10,177	9,613	9,760	10,487	11,270
增长率 yoy%	-3%	-6%	2%	7%	7%
净利润 (百万元)	530	389	547	601	654
增长率 yoy%	-29%	-27%	41%	10%	9%
每股收益 (元)	0.69	0.51	0.71	0.78	0.85
每股现金流量	0.80	1.00	2.23	1.06	1.14
净资产收益率	16%	11%	14%	15%	17%
P/E	16.4	22.3	15.9	14.4	13.3
P/B	2.6	2.5	2.2	2.2	2.2

备注：股价取自 20240417 收盘价

## 基本状况

总股本(亿股)	7.67
流通股本(亿股)	7.66
市价(元)	11.30
市值(亿)	87
流通市值(亿)	87

## 股价与行业-市场走势对比



## 相关报告

### 公司点评：

《收入向好，关联外销高增》

2023.8.29

《新气象可期》2023.04.02

《静待花开》2022.10.27

《静待景气复苏》2022.03.30

## 投资要点

### ■ 公司披露 2024 一季报：

Q1 收入 20.7 亿 (+9%)，归母 1.3 亿 (+7%)，扣非 1.3 亿 (+7%)  
单季度收入、利润增速均转正，表现优于预期。

### ■ Q1 转正的贡献来源？

**内外销看：**预计内销是核心贡献拉动。我们拆分预计内销收入贡献接近双位数增长，外销约持平。

**分品类看：**核心品类企稳为拐点信号。我们预计 Q1 豆浆机、破壁机、电饭煲均有正向拉动，去年高基数下持续下滑的空气炸锅预计亦有企稳。公司过去 2 年持续处在核心品类豆浆机、破壁机的调整中，当前终于企稳回正，下一阶段可期。

**是否有春节错期、经销补库的影响？**有影响但预计影响不大。后续看随着公司直营化调整，出货、零售增速匹配度将更高。

### ■ 后续如何展望？

**内销：**已经有积极信号。老品类调整结束后，公司增长有望逐步回归正常轨道。

**外销：**观察后续走势。23 年为外销补库高基数，公司 24 年关联外销指引相对不高，同比-24%。Q1 看外销仍在低基数期，对业绩影响不大；后续观察下半年基数提升后公司外销表现。

**净利率：**潜在的超预期可能。公司过去净利率波动较大，23 全年净利率为 4.1%。如果 24 全年净利率能稳定在 24Q1 水平 (6.3%)，则对应较明显的弹性空间。从 Q1 表现看，公司毛利率维持相对平稳，后续观察点仍在于费用端是否能高效投放。

### ■ 投资建议：买入评级

豆浆机、破壁机等业务的企稳可能代表公司表现进入下一阶段，期待后续成长可能。短期由于行业景气波动以及外销高基数影响，调整盈利预测，预计 24-26 年利润 5.5、6.0、6.5 亿 (24、25 年前值 8.7、9.6 亿)，对应 PE16、14、13x，维持买入评级。

### ■ 风险提示：关联交易不及预期、内销景气不及预期

## 盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,431	4,195	4,634	5,104	营业收入	9,613	9,760	10,487	11,270
应收票据	1,145	0	0	0	营业成本	7,127	7,132	7,654	8,215
应收账款	1,010	924	932	968	税金及附加	38	44	49	49
预付账款	41	107	115	123	销售费用	1,426	1,405	1,489	1,578
存货	558	774	801	793	管理费用	381	371	419	451
合同资产	0	0	0	0	研发费用	389	371	419	451
其他流动资产	441	217	233	250	财务费用	-62	-83	-106	-95
流动资产合计	5,627	6,218	6,715	7,238	信用减值损失	-24	-5	-5	-5
其他长期投资	101	101	101	102	资产减值损失	-15	-9	-9	-9
长期股权投资	143	143	143	143	公允价值变动收益	-37	0	20	20
固定资产	611	585	561	540	投资收益	125	30	30	30
在建工程	8	8	8	8	其他收益	69	80	79	79
无形资产	117	110	102	95	营业利润	434	617	680	738
其他非流动资产	1,005	1,005	1,005	1,005	营业外收入	2	4	2	3
非流动资产合计	1,985	1,951	1,920	1,893	营业外支出	5	9	9	9
资产合计	7,612	8,169	8,635	9,131	利润总额	431	612	673	732
短期借款	0	97	226	335	所得税	40	63	69	76
应付票据	1,606	1,261	1,383	1,491	净利润	391	549	604	656
应付账款	1,714	2,140	2,319	2,514	少数股东损益	2	2	2	3
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	389	547	601	654
合同负债	204	176	189	203	NOPLAT	334	475	509	571
其他应付款	120	120	120	120	EPS (按最新股本摊薄)	0.51	0.71	0.78	0.85
一年内到期的非流动负1	19	19	19	19					
其他流动负债	404	400	432	459					
流动负债合计	4,067	4,212	4,688	5,141					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	59	59	59	59					
流动负债合计	59	59	59	59					
负债合计	4,126	4,271	4,747	5,201					
归属母公司所有者权益	3,471	3,881	3,868	3,909					
少数股东权益	15	17	19	22					
所有者权益合计	3,486	3,898	3,888	3,930					
负债和股东权益	7,612	8,169	8,635	9,131					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	763	1,714	811	874
现金收益	403	545	573	633
存货影响	122	-215	-27	8
经营性应收影响	-81	1,173	-6	-36
经营性应付影响	368	81	302	303
其他影响	-48	130	-30	-35
投资活动现金流	100	-14	6	6
资本支出	-29	-44	-44	-44
股权投资	75	0	0	0
其他长期资产变化	54	30	50	50
融资活动现金流	-50	64	-378	-410
借款增加	-12	97	129	109
股利及利息支付	-229	-401	-315	-418
股东融资	0	0	0	0
其他影响	191	368	-192	-101

主要财务比率				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	-5.5%	1.5%	7.5%	7.5%
EBIT增长率	-28.9%	43.5%	7.1%	12.3%
归母公司净利润增长率	-26.5%	40.5%	10.0%	8.7%
<b>获利能力</b>				
毛利率	25.9%	26.9%	27.0%	27.1%
净利率	4.1%	5.6%	5.8%	5.8%
ROE	11.2%	14.0%	15.5%	16.6%
ROIC	16.0%	18.9%	19.5%	20.8%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	54.2%	52.3%	55.0%	57.0%
债务权益比	2.2%	4.5%	7.8%	10.5%
流动比率	1.4	1.5	1.4	1.4
速动比率	1.2	1.3	1.3	1.3
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.3	1.2	1.2	1.2
应收账款周转天数	32	36	32	30
应付账款周转天数	91	97	105	106
存货周转天数	31	34	37	35
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.51	0.71	0.78	0.85
每股经营现金流	0.99	2.23	1.06	1.14
每股净资产	4.53	5.06	5.04	5.10
<b>估值比率</b>				
P/E	22	16	14	13
P/B	2	2	2	2
EV/EBITDA	237	173	163	148

来源: wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。