

三季度收入稳健增长，盈利能力基本稳定

核心观点

事件：公司公告 2024 年三季报，2024 年前三季度公司实现营收 165.12 亿元，同比增长 7.45%，同期实现归母净利润 14.33 亿元，同比增长 5.19%。三季度公司实现营业收入 55.48 亿元，同比增长 3.03%，实现归母净利润 4.92 亿元，同比增长 2.22%。

- **三季度内销增速高于行业，外销收入增速受基数影响有所放缓。**2024 年三季度公司实现营收 55.48 亿元，同比增长 3%。拆分地区来看：①内销方面，推测公司三季度内销收入有小幅下降，根据母公司 SEB 公告，SEB 集团 2024 年三季度中国市场收入可比口径下同下降 1.9%，主要系三季度中国小家电市场依旧相对疲软，但公司通过新品以及渠道端的发力继续在线上、线下获取份额，实现了优于行业的表现。②外销方面，我们预计三季度公司外销收入同比有小幅增长，但增速较上半年有所放缓，主要系去年同期基数较高且公司主要外销客户（母公司 SEB）补库基本进入尾声。根据最新关联交易公告，2024 年公司预计向 SEB 集团出售商品约 68.5 亿元，同比增长 17%；截至 10 月 24 日公司关联交易收入同比增长约 23%，因此预计四季度外销收入增速或有承压。
- **三季度毛利率同比小幅回落，净利率基本维稳。**2024 年三季度公司实现毛利率 24.62%，同比下降 0.8pct，推测主要系毛利率相对较低的外销代工业务占比提升。同期公司期间费用率为 13.71%，同比下降 0.5pct，其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别-1.0pct/-0.1pct/+0.2pct/+0.4pct，其中销售费用率下降推测主要系公司在市场环境相对疲软的背景下适当调整了营销费用投入节奏。2024 年三季度公司实现归母净利润率 8.87%，同比小幅下降约 0.1pct，基本稳定。
- **公司积极参与厨小电国补活动，后续内销增速或逐步改善。**在政府发布以旧换新政策后，公司积极参与厨小电国补活动，目前主流线上平台中电饭煲、电压力锅、电烤箱、空气炸锅、破壁机等产品已可使用至高 20%的补贴，产品性价比进一步提升。在政策提振、双 11 大促启动的背景下公司内销增速有望逐步改善。

盈利预测与投资建议

- 适当调整公司内、外销增速假设以及毛利率假设，预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 23.20/24.51/25.58 亿元（此前预测 2024-2025 年为 24.14/26.05 亿元），根据可比公司给予 2024 年 19 倍市盈率估值，对应目标价 54.91 元，维持“增持”评级。

风险提示

- 集团订单增长不及预期；行业价格竞争加剧；原材料价格大幅上行的风险。

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	20,171	21,304	22,784	23,905	25,004
同比增长(%)	-6.6%	5.6%	6.9%	4.9%	4.6%
营业利润(百万元)	2,535	2,681	2,867	3,028	3,158
同比增长(%)	6.3%	5.8%	6.9%	5.6%	4.3%
归属母公司净利润(百万元)	2,068	2,180	2,320	2,451	2,558
同比增长(%)	6.4%	5.4%	6.5%	5.6%	4.3%
每股收益(元)	2.58	2.72	2.89	3.06	3.19
毛利率(%)	25.8%	26.3%	26.3%	26.3%	26.3%
净利率(%)	10.3%	10.2%	10.2%	10.3%	10.2%
净资产收益率(%)	28.2%	32.6%	36.2%	35.6%	33.2%
市盈率	20.9	19.8	18.6	17.6	16.9
市净率	6.1	6.8	6.7	5.9	5.3

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 10 月 28 日）	53.92 元
目标价格	54.91 元
52 周最高价/最低价	64.3/45.7 元
总股本/流通 A 股（万股）	80,154/79,939
A 股市值（百万元）	43,219
国家/地区	中国
行业	造纸轻工
报告发布日期	2024 年 10 月 29 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	1.32	-2.37	6.86	10.97
相对表现%	0.58	-9.4	-9.42	-0.31
沪深 300%	0.74	7.03	16.28	11.28



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
谢雨辰	xieyuchen@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860524090001

相关报告

三季度收入增长提速，业绩表现亮眼	2023-10-27
内销增长稳健，盈利水平持续改善	2023-04-19

投资建议

适当调整公司内、外销增速假设以及毛利率假设，预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 23.20/24.51/25.58 亿元（此前预测 2024-2025 年为 24.14/26.05 亿元），对应 EPS 为 2.89/3.06/3.19 元。根据可比公司我们给予公司 2024 年 19 倍市盈率估值，对应目标价 54.91 元，维持“增持”评级。

表 1：可比公司 2024 年调整后平均 PE 为 19 倍

公司	代码	最新价格(元) 2024/10/28	每股收益 (元)				市盈率			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
小熊电器	002959	45.82	2.84	2.60	2.91	3.27	16.14	17.62	15.73	14.00
新宝股份	002705	14.87	1.20	1.36	1.52	1.69	12.35	10.96	9.77	8.79
北鼎股份	300824	9.08	0.22	0.23	0.28	0.32	41.52	39.65	33.01	28.40
比依股份	603215	16.18	1.07	0.90	1.02	1.19	15.12	17.88	15.81	13.62
九阳股份	002242	11.09	0.51	0.50	0.57	0.64	21.87	22.35	19.37	17.31
	最大值						41.52	39.65	33.01	28.40
	最小值						12.35	10.96	9.77	8.79
	平均数						21.40	21.70	18.74	16.42
	调整后平均						17.71	19.29	16.97	14.98

数据来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

- 集团订单增长不及预期的风险。
- 行业价格竞争加剧的风险。
- 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	3,563	3,548	3,795	4,427	5,275	营业收入	20,171	21,304	22,784	23,905	25,004
应收票据、账款及款项融资	2,190	3,237	3,462	3,632	3,799	营业成本	14,969	15,700	16,785	17,611	18,429
预付账款	340	193	207	217	227	营业税金及附加	131	142	152	160	167
存货	2,495	2,263	2,419	2,538	2,656	营业费用	2,156	2,298	2,389	2,507	2,622
其他	931	795	797	797	798	管理费用及研发费用	790	825	878	893	934
流动资产合计	9,518	10,037	10,679	11,611	12,755	财务费用	(97)	(68)	(21)	(25)	(37)
长期股权投资	62	62	62	62	62	资产、信用减值损失	(23)	20	9	7	7
固定资产	1,303	1,243	1,301	1,323	1,338	公允价值变动收益	1	1	1	1	1
在建工程	12	27	0	0	0	投资净收益	54	49	49	49	49
无形资产	440	429	410	392	373	其他	235	245	225	225	225
其他	1,617	1,309	1,309	1,309	1,309	营业利润	2,535	2,681	2,867	3,028	3,158
非流动资产合计	3,434	3,070	3,082	3,086	3,082	营业外收入	14	15	15	15	15
资产总计	12,953	13,107	13,761	14,697	15,837	营业外支出	4	12	24	24	23
短期借款	0	200	412	200	200	利润总额	2,545	2,685	2,858	3,019	3,150
应付票据及应付账款	3,693	4,441	4,747	4,981	5,213	所得税	479	505	538	568	593
其他	2,022	1,884	1,901	1,989	2,057	净利润	2,066	2,179	2,320	2,451	2,557
流动负债合计	5,715	6,524	7,061	7,170	7,469	少数股东损益	(1)	(0)	(0)	(0)	(0)
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	2,068	2,180	2,320	2,451	2,558
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益 (元)	2.58	2.72	2.89	3.06	3.19
其他	165	200	200	200	200						
非流动负债合计	165	200	200	200	200	主要财务比率					
负债合计	5,880	6,725	7,261	7,371	7,670		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	37	37	36	36	35	成长能力					
实收资本 (或股本)	809	807	802	802	802	营业收入	-6.6%	5.6%	6.9%	4.9%	4.6%
资本公积	26	(315)	(310)	(310)	(310)	营业利润	6.3%	5.8%	6.9%	5.6%	4.3%
留存收益	6,222	5,873	5,991	6,818	7,660	归属于母公司净利润	6.4%	5.4%	6.5%	5.6%	4.3%
其他	(20)	(19)	(19)	(19)	(19)	获利能力					
股东权益合计	7,073	6,382	6,500	7,326	8,167	毛利率	25.8%	26.3%	26.3%	26.3%	26.3%
负债和股东权益总计	12,953	13,107	13,761	14,697	15,837	净利率	10.3%	10.2%	10.2%	10.3%	10.2%
						ROE	28.2%	32.6%	36.2%	35.6%	33.2%
						ROIC	26.7%	30.9%	34.0%	33.5%	31.7%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	45.4%	51.3%	52.8%	50.2%	48.4%
净利润	2,066	2,179	2,320	2,451	2,557	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	121	92	101	109	116	流动比率	1.67	1.54	1.51	1.62	1.71
财务费用	(97)	(68)	(21)	(25)	(37)	速动比率	1.22	1.19	1.17	1.26	1.35
投资损失	(54)	(49)	(49)	(49)	(49)	营运能力					
营运资金变动	2,370	228	(82)	14	(4)	应收账款周转率	8.5	8.6	7.4	7.4	7.3
其它	(1,246)	(348)	8	6	6	存货周转率	5.3	6.5	7.1	7.0	7.0
经营活动现金流	3,160	2,035	2,278	2,506	2,589	总资产周转率	1.5	1.6	1.7	1.7	1.6
资本支出	(82)	(10)	(112)	(112)	(112)	每股指标 (元)					
长期投资	(723)	360	0	0	0	每股收益	2.58	2.72	2.89	3.06	3.19
其他	333	(594)	50	50	50	每股经营现金流	3.91	2.52	2.84	3.13	3.23
投资活动现金流	(472)	(244)	(62)	(62)	(62)	每股净资产	8.78	7.92	8.06	9.10	10.15
债权融资	13	6	0	0	0	估值比率					
股权融资	(21)	(343)	0	0	0	市盈率	20.9	19.8	18.6	17.6	16.9
其他	(2,757)	(2,445)	(1,969)	(1,812)	(1,679)	市净率	6.1	6.8	6.7	5.9	5.3
筹资活动现金流	(2,766)	(2,782)	(1,969)	(1,812)	(1,679)	EV/EBITDA	16.1	15.2	14.0	13.2	12.7
汇率变动影响	30	1	-0	-0	-0	EV/EBIT	16.9	15.7	14.5	13.7	13.2
现金净增加额	(48)	(990)	246	632	848						

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。