

三季度业绩承压，期待后续修复

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 61.82 亿元，同比下降 8.84%，实现归母净利润 0.98 亿元，同比下降 73.02%。单三季度公司实现营收 17.95 亿元，同比下降 27.12%，实现归母净利润-0.77 亿元，同比转负。

- 内销需求疲软、外销高基数下增速承压。**三季度公司实现营收 17.95 亿元，同比下降 27%，拆分地区来看：①当前中国厨小电市场仍处于低景气度时期，根据奥维云网的统计数据，2024 年前三季度中国厨小电整体零售额同比下降 4.6%、单三季度同比下降 2.7%，在行业需求疲软的背景下预计公司内销收入有所下降。②外销方面，考虑到海外补库进入尾声且去年同期基数相对较高，预计公司三季度外销业务承压。此外，公司近期上调全年关联交易金额约 184 万美元至 2.31 亿美元，调整后较去年实际发生金额下降 20.5%；同时公司新增向关联方提供研发服务关联交易，预计发生金额为 2400 万元。
- 费用率增加，三季度盈利水平同比下降。**2024 年三季度公司实现毛利率 21.85%，同比下降 0.6pct，推测主要系行业竞争加剧、铜等原材料价格提升。同期公司期间费用率为 27.89%，同比提升 10.7pct，其中销售/管理/研发费用率同比分别提升 8.1/1.2/1.5pct，推测主要系在内需低迷的背景下费用转化能力弱化。三季度公司归母净利率为-4.31%，同比下降 9.0pct，盈利承压。
- 拟出售甲壳虫智能股权，提升整体盈利能力。**公司于近期发布公告，考虑到当前行业市场环境变化以及标的公司仍处于投入期等因素，公司拟以 1.69 亿元向 Honeycomb Robotics (HK) Limited 出售其持有的深圳甲壳虫智能有限公司（晓舞品牌）约 68.4517% 的股权，预计实现投资收益约 3500 万元。

盈利预测与投资建议

- 结合行业需求情况适当调整内外销收入假设，结合收入结构适当调整毛利率与费用率假设，预计 2024-2026 年公司归母净利润为 1.64/3.61/3.87 亿元（此前预计 2024/2025 为 6.35/7.01 亿元），对应的 EPS 分别 0.21/0.47/0.50 元，根据可比公司给予 2025 年 24 倍市盈率估值，对应目标价 11.28 元，维持“增持”评级。

风险提示

- 研发创新能力不足导致品类扩张进度不达预期；行业竞争加剧；原材料价格大幅波动的风险。

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	10,177	9,613	8,740	9,254	9,810
同比增长(%)	-3.5%	-5.5%	-9.1%	5.9%	6.0%
营业利润(百万元)	591	434	185	405	433
同比增长(%)	-23.6%	-26.6%	-57.3%	118.2%	6.9%
归属母公司净利润(百万元)	530	389	164	361	387
同比增长(%)	-28.9%	-26.6%	-57.8%	120.2%	7.1%
每股收益(元)	0.69	0.51	0.21	0.47	0.50
毛利率(%)	29.1%	25.9%	24.8%	25.6%	25.5%
净利率(%)	5.2%	4.0%	1.9%	3.9%	3.9%
净资产收益率(%)	14.0%	11.5%	4.6%	9.6%	9.6%
市盈率	15.8	21.6	51.1	23.2	21.7
市净率	2.5	2.4	2.3	2.2	2.0

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 11 月 19 日）	10.94 元
目标价格	11.28 元
52 周最高价/最低价	13.88/8.68 元
总股本/流通 A 股（万股）	76,702/76,571
A 股市值（百万元）	8,391
国家/地区	中国
行业	造纸轻工
报告发布日期	2024 年 11 月 19 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-3.78	3.8	7.15	-20.09
相对表现%	-1.12	2.48	-11.32	-31.55
沪深 300%	-2.66	1.32	18.47	11.46



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

营收增速回暖，期待盈利改善	2023-11-03
二季度营收恢复增长，盈利相对承压	2023-08-30
营收短期承压，四季度盈利小幅改善	2023-04-19

盈利预测与投资建议

结合行业需求情况适当调整内外销收入假设，结合收入结构适当调整毛利率与费用率假设，预计 2024-2026 年公司归母净利润为 1.64/3.61/3.87 亿元（此前预计 2024/2025 为 6.35/7.01 亿元），对应的 EPS 分别 0.21/0.47/0.50 元。根据可比公司，我们给予公司 2025 年 24 倍市盈率估值，对应目标价 11.28 元，维持“增持”评级。

表 1：可比公司 2025 年调整后平均市盈率为 24 倍

公司	代码	最新价格(元)	每股收益(元)				市盈率			
			2024/11/18	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E
苏泊尔	002032	52.56	2.72	2.87	3.11	3.37	19.33	18.30	16.88	15.59
小熊电器	002959	43.50	2.84	1.95	2.33	2.68	15.34	22.27	18.65	16.24
北鼎股份	300824	9.81	0.22	0.20	0.26	0.31	44.86	50.03	37.94	31.90
石头科技	688169	217.78	11.10	12.15	13.79	16.05	19.61	17.93	15.79	13.57
利仁科技	001259	22.18	0.29	0.27	0.30	0.31	77.34	82.06	74.60	71.36
	最大值						77.34	82.06	74.60	71.36
	最小值						15.34	17.93	15.79	13.57
	平均数						35.30	38.11	32.77	29.74
	调整后平均						27.93	30.20	24.49	21.25

数据来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

- 研发创新能力不足导致品类扩张进度不达预期的风险。
- 行业竞争加剧的风险。
- 原材料价格大幅波动的风险。

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	1,570	2,431	2,534	2,857	3,184	营业收入	10,177	9,613	8,740	9,254	9,810
应收票据、账款及款项融资	2,512	2,268	2,062	2,183	2,315	营业成本	7,217	7,127	6,574	6,880	7,305
预付账款	15	41	37	39	41	营业税金及附加	55	38	35	37	39
存货	680	558	515	539	572	营业费用	1,593	1,426	1,471	1,419	1,504
其他	159	328	321	325	330	管理费用及研发费用	766	770	670	709	724
流动资产合计	4,936	5,627	5,469	5,944	6,443	财务费用	(65)	(62)	(22)	(22)	(22)
长期股权投资	218	143	143	143	143	资产、信用减值损失	41	39	13	12	14
固定资产	637	611	667	714	760	公允价值变动收益	(95)	(37)	(9)	(9)	(9)
在建工程	25	8	0	0	0	投资净收益	28	125	125	125	125
无形资产	121	117	111	104	98	其他	88	71	71	71	71
其他	1,139	1,105	1,105	1,105	1,105	营业利润	591	434	185	405	433
非流动资产合计	2,139	1,985	2,026	2,066	2,106	营业外收入	1	2	2	2	2
资产总计	7,075	7,612	7,495	8,010	8,548	营业外支出	9	5	5	5	5
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	583	431	182	402	430
应付票据及应付账款	2,924	3,320	3,062	3,205	3,403	所得税	61	40	17	38	40
其他	748	747	728	739	751	净利润	523	391	165	364	389
流动负债合计	3,673	4,067	3,791	3,944	4,154	少数股东损益	(7)	2	1	3	2
长期借款	0	0	44	88	132	归属于母公司净利润	530	389	164	361	387
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.69	0.51	0.21	0.47	0.50
其他	76	59	56	56	56						
非流动负债合计	76	59	100	144	188	主要财务比率					
负债合计	3,748	4,126	3,891	4,088	4,342		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	13	15	16	19	21	成长能力					
实收资本(或股本)	767	767	767	767	767	营业收入	-3.5%	-5.5%	-9.1%	5.9%	6.0%
资本公积	585	600	668	668	668	营业利润	-23.6%	-26.6%	-57.3%	118.2%	6.9%
留存收益	1,922	2,082	2,131	2,445	2,728	归属于母公司净利润	-28.9%	-26.6%	-57.8%	120.2%	7.1%
其他	40	22	22	22	22	获利能力					
股东权益合计	3,327	3,486	3,604	3,921	4,206	毛利率	29.1%	25.9%	24.8%	25.6%	25.5%
负债和股东权益总计	7,075	7,612	7,495	8,010	8,548	净利率	5.2%	4.0%	1.9%	3.9%	3.9%
						ROE	14.0%	11.5%	4.6%	9.6%	9.6%
						ROIC	12.4%	9.8%	4.1%	9.0%	8.9%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	53.0%	54.2%	51.9%	51.0%	50.8%
净利润	523	391	165	364	389	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	60	59	14	15	16	流动比率	1.34	1.38	1.44	1.51	1.55
财务费用	(65)	(62)	(22)	(22)	(22)	速动比率	1.15	1.24	1.30	1.36	1.40
投资损失	(28)	(125)	(125)	(125)	(125)	营运能力					
营运资金变动	91	567	(29)	(10)	24	应收账款周转率	15.3	10.6	8.5	9.2	9.2
其它	30	(66)	19	21	23	存货周转率	8.2	11.0	11.5	12.1	12.0
经营活动现金流	610	763	23	243	305	总资产周转率	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2
资本支出	(52)	(7)	(55)	(55)	(55)	每股指标(元)					
长期投资	(27)	85	0	0	0	每股收益	0.69	0.51	0.21	0.47	0.50
其他	307	22	116	116	116	每股经营现金流	0.80	1.00	0.03	0.32	0.40
投资活动现金流	228	100	61	61	61	每股净资产	4.32	4.53	4.68	5.09	5.46
债权融资	(0)	(12)	44	44	44	估值比率					
股权融资	(351)	15	68	0	0	市盈率	15.8	21.6	51.1	23.2	21.7
其他	(977)	(53)	(93)	(26)	(82)	市净率	2.5	2.4	2.3	2.2	2.0
筹资活动现金流	(1,328)	(50)	19	18	(38)	EV/EBITDA	10.6	14.5	35.1	15.6	14.6
汇率变动影响	(1)	(8)	-0	-0	-0	EV/EBIT	11.8	16.8	38.2	16.3	15.2
现金净增加额	(490)	805	103	322	328						

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。