

业绩短期承压，国补驱动下期期待改善

核心观点

- 事件：**公司公告 2024 年三季度报，2024 年前三季度公司实现营收 73.96 亿元，同比下降 6.78%；实现归母净利润 12.02 亿元，同比下降 12.44%。单三季度公司实现营收 26.66 亿元，同比下降 11.07%，实现归母净利润 4.43 亿元，同比下降 18.49%
- 上游低景气度影响短期收入增速，以旧换新政策有望逐步拉升行业需求。**2024 年前三季度公司营收同比下降 11%，降幅较上半年有所扩大，推测主要系上游地产竣工相对疲软、导致整体厨电需求偏弱，2024 年前三季度中国住宅竣工面积累计同比下降 23.9%，较上半年仍有扩大。展望后续，8 月以来全国各地家电以旧换新政策持续加码，带动厨电行业景气度回升，根据奥维云网的统计数据，9 月油烟机/燃气灶/消毒柜/洗碗机/嵌入式微蒸烤零售额同比分别增长 43%/37%/15%/27%/25%，双 11 期间零售额同比分别增长 30%/33%/26%/32%/36%。公司当前在厨电行业的领先优势稳固，根据奥维的统计数据，2024 年 1-9 月公司烟机、灶具市占率稳居第一，洗碗机、蒸烤一体机线下零售份额亦居于市场前列。作为厨电行业龙头企业，公司有望率先享受景气度恢复红利，收入增速或逐步改善。
- 销售费用率提升短期影响盈利能力。**2024 年三季度公司毛利率为 53.18%，同比提升 1.0pct，推测公司持续强化供应链智能化、数字化水平，提升生产效率、降低运营成本以及生产成本。同期公司期间费用率同比提升 2.8pct，其中销售/管理费用率分别提升 2.3pct/0.7pct，销售费用率提升幅度较大主要系行业景气度偏低、竞争加剧背景下费用转化效率有所下降。2024 年三季度公司归母净利率为 16.61%，同比下降 1.5pct。

盈利预测与投资建议

- 适当调整收入、毛利率以及费用率假设，我们预计 2024-2026 年归母净利润分别为 16.73/17.62/18.75 亿元（此前预测为 2024-2025 年为 20.40/22.62 亿元），根据公司给予公司 2025 年 17 倍市盈率估值，对应目标价 31.79 元，维持“买入”评级。

风险提示

- 房地产销售不及预期的风险；原材料价格大幅波动的影响；新品开发不及预期的风险

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	10,272	11,202	10,818	11,399	12,047
同比增长(%)	1.2%	9.1%	-3.4%	5.4%	5.7%
营业利润(百万元)	1,775	1,988	1,920	2,021	2,151
同比增长(%)	15.6%	12.0%	-3.4%	5.3%	6.4%
归属母公司净利润(百万元)	1,572	1,733	1,673	1,762	1,875
同比增长(%)	18.1%	10.2%	-3.4%	5.3%	6.4%
每股收益(元)	1.67	1.84	1.77	1.87	1.99
毛利率(%)	50.0%	50.7%	52.0%	52.2%	52.6%
净利率(%)	15.3%	15.5%	15.5%	15.5%	15.6%
净资产收益率(%)	17.1%	17.1%	15.5%	15.3%	15.0%
市盈率	13.6	12.3	12.8	12.1	11.4
市净率	2.2	2.0	1.9	1.8	1.6

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 买入（维持）

股价（2024 年 12 月 02 日）	22.66 元
目标价格	31.79 元
52 周最高价/最低价	26.15/17.43 元
总股本/流通 A 股（万股）	94,413/93,274
A 股市值（百万元）	21,394
国家/地区	中国
行业	造纸轻工
报告发布日期	2024 年 12 月 03 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	2.67	-5.62	28.53	7.09
相对表现%	0.08	-7.1	7.62	-6.25
沪深 300%	2.59	1.48	20.91	13.34



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

三季度营收增长稳健，新品类加速成长	2023-10-26
二季度收入稳健增长，盈利持续改善	2023-08-23

投资建议

适当调整收入、毛利率以及费用率假设，我们预计 2024-2026 年归母净利润分别为 16.73/17.62/18.75 亿元（此前预测为 2024-2025 年为 20.40/22.62 亿元），对应的 EPS 分别为 1.77/1.87/1.99 元。根据可比公司给予公司 2025 年 17 倍市盈率估值，对应目标价 31.79 元，维持“买入”评级。

表 1：可比公司 2025 年调整后平均市盈率为 17 倍

公司	代码	最新价格(元)	每股收益(元)				市盈率			
			2024/12/2	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E
火星人	300894	15.50	0.61	0.15	0.43	0.50	25.56	104.24	36.01	31.22
浙江美大	002677	8.30	0.72	0.33	0.40	0.46	11.55	25.08	20.61	18.14
华帝股份	002035	8.21	0.53	0.67	0.76	0.84	15.56	12.26	10.87	9.75
苏泊尔	002032	53.30	2.72	2.87	3.12	3.37	19.60	18.55	17.11	15.80
万和电气	002543	10.40	0.76	0.77	0.88	0.98	13.61	13.50	11.89	10.57
	最大值						25.56	104.24	36.01	31.22
	最小值						11.55	12.26	10.87	9.75
	平均数						17.18	34.73	19.30	17.10
	调整后平均						16.26	19.04	16.53	14.83

数据来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

- 房地产销售不及预期的风险。
- 原材料价格大幅波动的影响。
- 新品开发不及预期的风险。

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	5,293	1,985	2,400	3,275	4,286	营业收入	10,272	11,202	10,818	11,399	12,047
应收票据、账款及款项融资	2,571	2,506	2,420	2,550	2,695	营业成本	5,137	5,528	5,198	5,445	5,716
预付账款	178	140	135	142	150	营业税金及附加	79	99	95	100	106
存货	1,610	1,524	1,433	1,501	1,576	营业费用	2,614	3,002	2,931	3,149	3,345
其他	2,593	5,431	5,429	5,432	5,435	管理费用及研发费用	823	857	830	871	921
流动资产合计	12,244	11,587	11,818	12,901	14,143	财务费用	(157)	(189)	(18)	(24)	(33)
长期股权投资	9	8	8	8	8	资产、信用减值损失	249	173	71	46	52
固定资产	1,622	1,721	1,637	2,124	2,134	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	406	360	510	65	68	投资净收益	99	83	78	78	78
无形资产	221	215	202	189	177	其他	149	173	132	132	132
其他	537	2,890	2,885	2,885	2,885	营业利润	1,775	1,988	1,920	2,021	2,151
非流动资产合计	2,795	5,193	5,242	5,271	5,272	营业外收入	3	5	5	5	5
资产总计	15,040	16,780	17,059	18,173	19,415	营业外支出	5	7	7	7	7
短期借款	52	95	95	95	95	利润总额	1,773	1,986	1,918	2,019	2,149
应付票据及应付账款	3,291	3,647	3,430	3,593	3,772	所得税	215	271	262	276	294
其他	1,674	2,231	2,196	2,225	2,298	净利润	1,558	1,715	1,656	1,743	1,856
流动负债合计	5,017	5,973	5,721	5,913	6,165	少数股东损益	(14)	(18)	(18)	(18)	(20)
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1,572	1,733	1,673	1,762	1,875
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.67	1.84	1.77	1.87	1.99
其他	165	176	176	176	176						
非流动负债合计	165	176	176	176	176	主要财务比率					
负债合计	5,182	6,149	5,896	6,088	6,340		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	126	108	90	72	52	成长能力					
实收资本(或股本)	949	949	944	944	944	营业收入	1.2%	9.1%	-3.4%	5.4%	5.7%
资本公积	210	212	417	417	417	营业利润	15.6%	12.0%	-3.4%	5.3%	6.4%
留存收益	8,674	9,462	9,712	10,652	11,662	归属于母公司净利润	18.1%	10.2%	-3.4%	5.3%	6.4%
其他	(100)	(100)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	9,858	10,631	11,163	12,084	13,075	毛利率	50.0%	50.7%	52.0%	52.2%	52.6%
负债和股东权益总计	15,040	16,780	17,059	18,173	19,415	净利率	15.3%	15.5%	15.5%	15.5%	15.6%
						ROE	17.1%	17.1%	15.5%	15.3%	15.0%
						ROIC	15.2%	15.0%	14.9%	14.7%	14.4%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	34.5%	36.6%	34.6%	33.5%	32.7%
净利润	1,558	1,715	1,656	1,743	1,856	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	153	175	142	161	191	流动比率	2.44	1.94	2.07	2.18	2.29
财务费用	(157)	(189)	(18)	(24)	(33)	速动比率	2.11	1.67	1.80	1.91	2.03
投资损失	(99)	(83)	(78)	(78)	(78)	营运能力					
营运资金变动	(625)	(2,103)	(140)	(62)	(31)	应收账款周转率	4.7	3.8	3.6	3.7	3.7
其它	1,114	2,877	171	46	52	存货周转率	2.9	3.4	3.4	3.5	3.5
经营活动现金流	1,945	2,392	1,733	1,786	1,956	总资产周转率	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6
资本支出	(505)	(189)	(191)	(191)	(191)	每股指标(元)					
长期投资	(48)	(35)	0	0	0	每股收益	1.67	1.84	1.77	1.87	1.99
其他	509	(5,052)	78	78	78	每股经营现金流	2.05	2.52	1.84	1.89	2.07
投资活动现金流	(44)	(5,275)	(113)	(113)	(113)	每股净资产	10.31	11.15	11.73	12.72	13.79
债权融资	0	471	0	0	0	估值比率					
股权融资	5	2	200	0	0	市盈率	13.6	12.3	12.8	12.1	11.4
其他	(435)	(909)	(1,406)	(798)	(832)	市净率	2.2	2.0	1.9	1.8	1.6
筹资活动现金流	(430)	(436)	(1,206)	(798)	(832)	EV/EBITDA	9.7	8.7	8.4	7.9	7.4
汇率变动影响	6	1	-0	-0	-0	EV/EBIT	10.6	9.5	9.0	8.6	8.1
现金净增加额	1,476	(3,318)	415	876	1,011						

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。