

收入延续较快增长，盈利能力有所改善

核心观点

事件：公司公告 2024 年年报，2024 年公司实现营业收入 7.54 亿元，同比增长 13.28%，实现归母净利润 0.70 亿元，同比下降 2.59%；单四季度公司实现营业收入 2.47 亿元，同比增长 28.17%，实现归母净利润 0.31 亿元，同比增长 61.20%。

- **四季度自主品牌内、外销延续增长态势，代工业务稳健增长。**2024 年公司自主品牌国内/自主品牌海外/代工业务分别实现营收 5.23/0.64/1.67 亿元，同比分别增长 5%/95%/22%。2024Q1/Q2/Q3/Q4 公司营收同比分别增长-7%/+8%/+22%/+28%，收入增速呈现环比逐季修复态势。单四季度来看，公司自主品牌/代工业务同比分别增长 28%/27%，自主品牌业务延续增长态势、代工业务表现相对稳健。自主品牌分区域拆分，2024 年四季度自主品牌国内/海外业务收入同比分别增长 21%、210%，增速环比均有提升。国内业务增速回暖主要系公司自 2024 年二季度开始加大营销、研发投入，叠加四季度行业需求在“以旧换新”政策下有所改善；海外业务同比加速增长主要系公司自三季度开始聚焦发力核心区域、核心渠道与核心品类。
- **运营效率提升，四季度公司盈利能力同比改善。**2024 年四季度公司毛利率为 45.9%，同比下降约 8.6pct，推测主要系会计政策调整（影响约 3.5pct），同时渠道、产品结构变化对公司毛利率亦有一定负面影响。同期公司销售费用率可比口径下同比下降 4.3pct，推测主要系国补背景下营销费用转化效率有所提升；四季度公司管理、研发费用率同比分别下降 1.2、2.1pct，主要系销售收入增长释放规模效应，同时内部降本增效深化亦有一定正向影响。2024 年四季度公司净利率为 12.4%，同比提升 2.5pct，盈利能力有所回升。
- **“以旧换新”政策持续加码，公司自主品牌业务有望保持增长势头。**2025 年家电以旧换新政策延续，在 2024 年传统 8 大品类的基础上将微波炉、电饭煲纳入全国通补范围，同时部分地方政府补贴所覆盖的小电品类更为宽泛；政策加码背景下，受益于自身中高端定位，公司蒸锅、养生壶、电饭煲等核心电器品类有望保持良好的增长势头，带动自主品牌内销业务稳健发展。同时伴随着海外渠道调整完成，核心区域、渠道的集中发力或推动公司自主品牌海外业务加速放量。

盈利预测与投资建议

- 适当调整自主品牌、代工业务收入，调整自主品牌毛利率与整体费用率假设，下调销售费用率假设，预计 2025-2027 年公司归母净利润为 0.84/0.95/1.06 亿元（此前预测 2025-2026 年公司归母净利润分别为 0.91/1.02 亿元），对应的 EPS 分别 0.26/0.29/0.32 元，给予 DCF 目标估值 11.04 元，维持“增持”评级。

风险提示

- 新品推广或消费意愿恢复不达预期的风险；海外需求不达预期的风险；行业竞争加剧的风险。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	665	754	869	966	1,068
同比增长(%)	-17.3%	13.3%	15.3%	11.1%	10.6%
营业利润(百万元)	85	74	90	101	113
同比增长(%)	72.3%	-13.2%	21.4%	12.5%	11.6%
归属母公司净利润(百万元)	71	70	84	95	106
同比增长(%)	51.9%	-2.6%	21.3%	12.5%	11.6%
每股收益(元)	0.22	0.21	0.26	0.29	0.32
毛利率(%)	50.7%	46.9%	48.1%	48.0%	47.9%
净利率(%)	10.7%	9.2%	9.7%	9.8%	9.9%
净资产收益率(%)	9.8%	9.6%	11.7%	12.7%	13.9%
市盈率	48.0	49.3	40.6	36.1	32.3
市净率	4.6	4.9	4.6	4.5	4.4

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（2025年03月31日）	10.49 元
目标价格	11.04 元
52 周最高价/最低价	11.45/6.39 元
总股本/流通 A 股（万股）	32,634/31,605
A 股市值（百万元）	3,423
国家/地区	中国
行业	造纸轻工
报告发布日期	2025 年 04 月 02 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	6.61	13.65	7.26	43.38
相对表现%	7.82	13.72	8.47	33.49
沪深 300%	-1.21	-0.07	-1.21	9.89



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

四季度自主品牌压力延续，盈利能力稳定改善	2024-03-29
三季度代工业务表现突出，自主品牌收入承压	2023-10-24
二季度收入增速承压，盈利水平持续改善	2023-08-18

盈利预测与投资建议

结合行业整体需求变化以及公司渠道策略适当调整自主品牌、代工业务收入，调整自主品牌毛利率与整体费用率假设，下调销售费用率假设，预计 2025-2027 年公司归母净利润为 0.84/0.95/1.06 亿元（此前预测 2025-2026 年公司归母净利润分别为 0.91/1.02 亿元），对应的 EPS 分别 0.26/0.29/0.32 元，给予公司 DCF 目标估值 11.04 元，维持“增持”评级。

表 1：我们给予公司 DCF 目标估值 11.04 元

目标价敏感性分析							估值假设	
		永续增长率Gn(%)						
WACC (%)	11.04	1.0%	2.0%	3.0%	4.0%	5.0%	所得税税率T	25.00%
	5.54%	12.45	14.78	18.94	28.51	73.49	永续增长率Gn(%)	3.00%
	6.04%	11.28	13.05	15.99	21.79	38.76	无风险利率Rf	1.88%
	6.54%	10.33	11.71	13.87	17.72	26.57	无杠杆影响的β系数	0.8139
	7.04%	9.54	10.64	12.28	14.99	20.36	考虑杠杆因素的β系数	0.8817
	7.54%	8.87	9.76	11.04	13.03	16.60	市场收益率Rm	8.91%
	8.04%	8.30	9.03	10.04	11.56	14.07	公司特有风险	0.00%
	8.54%	7.81	8.41	9.23	10.41	12.26	股权投资成本 (Ke)	8.08%
	9.04%	7.38	7.88	8.55	9.49	10.90	债务比率D/(D+E)	10.00%
	9.54%	7.00	7.42	7.98	8.74	9.84	债务利率rd	3.60%
						WACC	7.54%	

数据来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

- 新品推广或消费意愿恢复不达预期的风险。
- 海外需求不达预期的风险。
- 行业竞争加剧的风险。

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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	336	358	462	471	507	营业收入	665	754	869	966	1,068
应收票据、账款及款项融资	23	50	57	64	70	营业成本	328	400	451	502	556
预付账款	9	15	18	20	22	营业税金及附加	5	5	6	6	7
存货	107	112	127	141	156	营业费用	180	209	236	258	286
其他	365	212	215	216	218	管理费用及研发费用	103	99	116	128	136
流动资产合计	841	747	878	912	973	财务费用	(6)	(7)	(1)	(1)	(1)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	(2)	1	0	1	1
固定资产	52	54	55	52	48	公允价值变动收益	2	(0)	(0)	(0)	(0)
在建工程	5	2	0	0	0	投资净收益	8	7	7	7	7
无形资产	14	12	10	8	6	其他	18	21	23	23	23
其他	58	162	81	80	80	营业利润	85	74	90	101	113
非流动资产合计	129	230	146	140	134	营业外收入	0	1	1	1	1
资产总计	969	978	1,024	1,052	1,108	营业外支出	1	0	0	0	0
短期借款	68	54	54	54	81	利润总额	85	74	90	101	113
应付票据及应付账款	56	71	80	89	98	所得税	7	5	6	6	7
其他	75	96	99	102	104	净利润	78	70	84	95	106
流动负债合计	200	221	233	245	284	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	78	70	84	95	106
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益 (元)	0.22	0.21	0.26	0.29	0.32
其他	27	52	52	52	52						
非流动负债合计	27	52	52	52	52	主要财务比率					
负债合计	227	273	286	297	336		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
实收资本 (或股本)	326	326	326	326	326	营业收入	-17.3%	13.3%	15.3%	11.1%	10.6%
资本公积	159	143	158	158	158	营业利润	72.3%	-13.2%	21.4%	12.5%	11.6%
留存收益	257	235	254	270	287	归属于母公司净利润	51.9%	-2.6%	21.3%	12.5%	11.6%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	743	704	738	754	772	毛利率	50.7%	46.9%	48.1%	48.0%	47.9%
负债和股东权益总计	969	978	1,024	1,052	1,108	净利率	10.7%	9.2%	9.7%	9.8%	9.9%
						ROE	9.8%	9.6%	11.7%	12.7%	13.9%
						ROIC	8.4%	7.8%	10.3%	11.2%	12.1%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	23.4%	28.0%	27.9%	28.3%	30.3%
净利润	78	70	84	95	106	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	12	11	14	11	11	流动比率	4.20	3.38	3.77	3.72	3.43
财务费用	(6)	(7)	(1)	(1)	(1)	速动比率	3.65	2.86	3.20	3.13	2.86
投资损失	(8)	(7)	(7)	(7)	(7)	营运能力					
营运资金变动	34	(8)	(15)	(13)	(14)	应收账款周转率	21.3	20.3	15.9	15.7	15.6
其它	37	52	77	1	1	存货周转率	2.7	3.5	3.6	3.6	3.6
经营活动现金流	147	110	152	85	95	总资产周转率	0.7	0.8	0.9	0.9	1.0
资本支出	1	(3)	(5)	(5)	(5)	每股指标 (元)					
长期投资	0	0	0	0	0	每股收益	0.22	0.21	0.26	0.29	0.32
其他	(245)	70	7	7	7	每股经营现金流	0.45	0.34	0.47	0.26	0.29
投资活动现金流	(245)	67	2	2	2	每股净资产	2.28	2.16	2.26	2.31	2.36
债权融资	(18)	9	0	0	0	估值比率					
股权融资	2	(17)	15	0	0	市盈率	48.0	49.3	40.6	36.1	32.3
其他	(72)	(139)	(65)	(78)	(61)	市净率	4.6	4.9	4.6	4.5	4.4
筹资活动现金流	(89)	(146)	(50)	(78)	(61)	EV/EBITDA	32.2	37.4	28.3	26.5	24.0
汇率变动影响	2	4	-0	-0	-0	EV/EBIT	37.2	43.7	32.9	29.4	26.3
现金净增加额	(184)	35	104	9	36						

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。