

2017年09月02日

新宝股份 (002705.SZ)

公司动态分析

证券研究报告

小家电

## 订单在手，收入无忧

■ **事件：**近日，我们与公司领导进行了深入交流。在外销方面，受益于新兴市场的快速发展，新宝订单数量大幅提升；内销市场，东菱、摩飞发展态势良好，收入规模持续扩大。随着创新产品占比提升，产品结构不断优化，公司业绩有望实现快速增长。

■ **在手订单充足，收入增长无忧：**根据公司公告，新宝预计 1-9 月业绩 YoY-10%~+20%，增速略低于市场预期。公司调低 Q3 盈利预测，主要是考虑到原材料价格上涨、人民币升值的影响。目前，新宝经营状况良好，订单数量充足，根据公司公告，新宝预计全年营业收入同比增速可达 15%+，而外部因素仅短期拖累业绩。考虑到产品结构及价格调整已于 Q3 实施，我们预计，公司业绩增长有望回到快车道。

■ **专业品牌快速增长，新兴市场潜力大：**根据半年报，2017H1 公司内销收入 YoY+34.0%，实现快速增长。其中，东菱、摩飞品牌发展态势良好。根据公司公告，新宝预计东菱 2017 年全年收入 YoY+25%；而摩飞有望实现翻番式增长，全年收入达到 1.5 亿元。外销方面，公司加大对于新兴市场的推广力度，东南亚、南美等地区订单实现快速增长。随着新项目的逐步开展，海外业务高速增长有望延续。

■ **拓展产品品类，优化产品结构：**在保持西式家电龙头地位的同时，公司积极拓展产品品类。根据公司公告，健康美容电器外销已经实现出货，针对内销的专业品牌也计划于 2017H2 或 2018H1 推出，为公司收入端带来新的增长点；此外，创新产品占比已增至 15%左右，拉动公司盈利能力进一步提升。

■ **多举措抵御汇兑损失：**根据半年报，受人民币升值影响，2017H1 公司汇兑损失达 2543.0 万元，拖累当期业绩。若排除汇兑损益因素，经推算，2017H1 公司业绩 YoY+80.6%。为减弱币值波动的负面影响，新宝计划采取集中结汇、交易远期合约等措施，并对产品价格进行调整。随着各项举措逐步落地，我们预计，公司业绩增速将有所改善。

■ **投资建议：**新宝股份是我国西式小家电龙头，以面包机、咖啡机为代表的产品市占领先；在此基础上，公司积极拓展产品品类，不断提升创新产品占比，加之电商渠道的快速发展，公司业绩增长确定性较强。我们预计公司 2017 年-2019 年的 EPS 分别为 0.65/0.88/1.15 元，首次给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 19.36 元，对应 2018 年 22 倍的动态市盈率。

■ **风险提示：**人民币大幅升值，原材料价格上涨

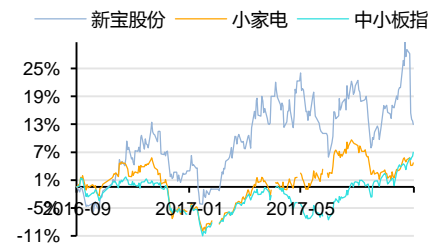
投资评级 **买入-A**  
维持评级

6 个月目标价：**19.36 元**  
股价 (2017-09-01) **14.00 元**

### 交易数据

总市值(百万元)	11,388.13
流通市值(百万元)	2,979.63
总股本(百万股)	813.44
流通股本(百万股)	212.83
12 个月价格区间	13.38/20.35 元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-7.74	-9.08	7.4
绝对收益	-3.31	6.56	14.21

张立聪 分析师  
SAC 执业证书编号：S1450517070005  
zhangli@essence.com.cn

### 相关报告

新宝股份：茁壮成长的内销/张立聪 2017-08-28

100,000,000	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	63.1	69.9	86.9	109.4	139.9
净利润	2.8	4.3	5.3	7.2	9.3
每股收益(元)	0.35	0.53	0.65	0.88	1.15
每股净资产(元)	2.90	3.27	4.16	4.56	5.01

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	40.2	26.4	21.4	15.7	12.2
市净率(倍)	4.8	4.3	3.4	3.1	2.8
净利润率	4.5%	6.2%	6.1%	6.6%	6.7%
净资产收益率	12.0%	16.2%	15.7%	19.3%	22.9%
股息收益率	1.2%	1.9%	2.3%	3.5%	4.9%
ROIC	16.5%	27.6%	32.6%	34.0%	74.9%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 交流背景

- 根据公司公告：2017H1，公司营业收入 YoY+25.9%。其中，外销收入 YoY+24.8%，内销收入 YoY+34.0%。从外销渠道来看，新兴市场增长较快，北美市场增长相对较慢。考虑到人民币升值及原材料价格上涨，公司调低了 Q3 业绩增速，预计 1-9 月业绩增速在-10%至 20%之间；从收入端来看，全年可保持 15%的增速。

## Q&A

### 公司经营

Q: 2017 年 6 月-8 月，人民币升值较快，原材料涨价幅度也较大，公司有何应对措施？

- 主要是做产品改善和效率改善，包括对于创新产品的投入以及一些新项目的引入。
- 公司从 2017Q3 开始进行产品结构和价格的调整。

Q: 2016H2 业绩增速较快的原因是什么？2017 年这些因素是否有所变化？

- 从 2016H2 延续到 2017H1，订单数量都很充足，这是收入规模增长的原因。
- 在产品生产、效率改善方面，今年基本没有变化。

Q: 2017Q3 业绩预估偏低，除去人民币升值和原材料价格上升影响，还有没有其他原因？

- 主要是上述原因。公司运作情况正常，产量和效率都处于良好水平，业绩只是受外部环境影响。

Q: 2017H1 收入 YoY+25%，全年能否维持这一增速？

- 今年收入增速较高，一方面是企业竞争力加强，订单数量增多；二是外部环境好转，欧洲经济复苏。鉴于 2016Q3 是高峰期，2017Q3 增速较 H1 可能略有下滑，但全年 15% 以上的收入增速还是可以实现的。

Q: 公司对于报价调整的周期是多久？

- 在外部环境发生变化，例如成本上升、汇率波动时，公司会及时进行价格调整。由于每年新产品占比达到 30% 以上，公司对于旧产品和大客户采取定时谈价的方式，因此价格有一定的延续周期。

### 外销

Q: 除价格外，还有哪些因素促进 2017H1 外销快速增长？2018 年这一高增长态势能否延续？

- 公司加大了对新兴市场的推广力度，东南亚、南美等市场增速较快。公司订单数量增速超过了行业增速。
- 明年的情况尚不确定。现在新项目比较多，达到历史高峰。

### 内销

Q: 内销方面，毛利率与净利率的水平如何？

- 内销毛利较外销高，但是销售费用也比外销多一些，净利率不会显著高于外销。
- 内销净利率：东菱的净利率约为 7%-8%，摩飞的净利率在 15% 左右。

Q: 摩飞在国内市场的销售规模有多大？今后线下的布局？

- 摩飞在国内全年的销售目标是 1.5 亿元。
- 线下仍是专注于在中高端百货进行推广。

Q: 各品牌的增速有多少? 线上占比有多高?

- 东菱增长态势良好, 摩飞增长更快, 接近于翻番的水平。内销方面, 东菱与摩飞合计, 电商占比约为 60%。

## 新品

Q: 个护产品的发展进度如何?

- 个护产品已经研发完成, 其中, 电动牙刷已经在海外销售。大规模上市时间在 2017 年年底或是 2018 年年初。

Q: 美容小家电方面的进展如何?

- 美容小家电方面, 公司计划在 2017H2 或 2018H1 推出一个新的品牌。而在出口端 (OEM/ODM) 已经出货。

Q: 目前创新产品的占比达到多少?

- 占比约为 15%。创新产品毛利率在 20% 以上, 由于成本上涨影响, 公司将优先对其进行提价。

## 财务

Q: 2017H1 公司毛利率能够保持稳定的主要因素?

- 2017H1 人民币升值速度较为缓慢, 在公司报价所用基础汇率比较低的情况下, 对毛利率影响不大。
- 毛利率保持稳定, 主要是公司对产品结构做了调整, 以及 Q2 原材料价格有一段低潮期。

Q: 根据历年数据, 下半年销售费用和管理费用合计的费用率低于上半年, 原因是什么?

- 上半年存在春节假期, 通常一个月中有 20 多天没有生产, 所以产量低于下半年, 但是费用水平相当。
- 2017H1, 由于外部环境的变化, 公司有意识地进行费用管控, 费用率控制效果不错。

Q: 2017 年全年汇兑损失在什么区间?

- 全年汇兑损失水平难以预估, 7 月份单月汇兑损失在 1100 万左右。

## 其他

Q: 员工持股计划进度如何?

- 已经获得临时股东大会通过, 争取在 Q3 有更多的进展。

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
100,000,000	2015	2016	2017E	2018E	2019E	100,000,000	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	63.1	69.9	86.9	109.4	139.9	<b>成长性</b>					
减:营业成本	51.4	55.8	68.1	85.2	108.7	营业收入增长率	11.3%	10.7%	24.4%	25.9%	27.9%
营业税费	0.4	0.5	0.6	0.8	1.0	营业利润增长率	32.0%	54.7%	22.6%	36.2%	30.5%
销售费用	2.8	3.0	4.3	5.5	7.7	净利润增长率	32.9%	52.0%	23.6%	34.8%	30.0%
管理费用	5.4	5.9	7.0	8.7	10.8	EBITDA 增长率	3.8%	34.1%	34.1%	24.9%	24.4%
财务费用	-0.6	-0.7	0.4	0.1	-0.1	EBIT 增长率	3.4%	63.9%	48.8%	30.1%	28.3%
资产减值损失	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	NOPLAT 增长率	3.8%	66.4%	49.9%	29.3%	28.3%
加:公允价值变动收益	-0.1	0.1	0.0	0.0	-0.0	投资资本增长率	-0.7%	27.2%	23.8%	-41.7%	17.9%
投资和汇兑收益	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	净资产增长率	8.7%	12.3%	27.5%	9.6%	10.1%
<b>营业利润</b>	3.6	5.5	6.7	9.2	12.0	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	毛利率	18.4%	20.1%	21.6%	22.0%	22.3%
<b>利润总额</b>	3.7	5.6	6.9	9.3	12.1	营业利润率	5.6%	7.9%	7.8%	8.4%	8.6%
减:所得税	0.9	1.3	1.5	2.1	2.7	净利润率	4.5%	6.2%	6.1%	6.6%	6.7%
<b>净利润</b>	2.8	4.3	5.3	7.2	9.3	EBITDA/营业收入	8.5%	10.3%	11.1%	11.0%	10.7%
						EBIT/营业收入	4.6%	6.9%	8.2%	8.5%	8.5%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	71	69	58	45	35
货币资金	10.7	8.4	11.8	23.8	25.3	流动营业资本周转天数	-12	-11	5	-2	-9
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	163	165	164	175	173
应收账款	7.6	7.1	11.2	11.2	16.7	应收账款周转天数	41	38	38	37	36
应收票据	0.3	0.7	0.8	1.2	1.5	存货周转天数	47	44	42	41	40
预付账款	0.2	0.2	0.3	0.3	0.5	总资产周转天数	257	259	244	236	220
存货	7.4	9.6	10.4	14.2	16.6	投资资本周转天数	77	79	79	55	35
其他流动资产	2.9	8.9	10.0	11.0	12.0	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	12.0%	16.2%	15.7%	19.3%	22.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	6.1%	8.0%	8.4%	9.0%	10.3%
长期股权投资	0.2	0.4	0.4	0.4	0.4	ROIC	16.5%	27.6%	32.6%	34.0%	74.9%
投资性房地产	-	0.2	0.2	0.2	0.2	<b>费用率</b>					
固定资产	12.7	14.0	13.8	13.6	13.8	销售费用率	4.4%	4.3%	4.9%	5.0%	5.5%
在建工程	1.0	1.4	1.1	0.6	0.5	管理费用率	8.6%	8.5%	8.0%	8.0%	7.7%
无形资产	2.7	2.6	2.4	2.3	2.2	财务费用率	-1.0%	-1.0%	0.4%	0.1%	-0.1%
其他非流动资产	0.7	1.0	0.9	0.9	1.0	三费/营业收入	12.0%	11.7%	13.3%	13.1%	13.1%
<b>资产总额</b>	46.3	54.4	63.3	79.9	90.7	<b>偿债能力</b>					
短期债务	1.1	-	-	-	-	资产负债率	48.7%	51.0%	46.3%	53.4%	54.8%
应付账款	7.0	10.3	9.2	15.8	16.7	负债权益比	95.0%	103.9%	86.4%	114.4%	121.2%
应付票据	10.7	13.6	14.8	21.2	25.3	流动比率	1.29	1.26	1.52	1.45	1.46
其他流动负债	3.7	3.8	5.4	5.6	7.7	速动比率	0.96	0.91	1.16	1.12	1.13
长期借款	-	-	0.0	-	-	利息保障倍数	-4.62	-6.74	18.62	100.49	-134.21
其他非流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	22.6	27.7	29.4	42.6	49.7	DPS(元)	0.16	0.27	0.33	0.48	0.69
少数股东权益	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	分红比率	46.8%	50.8%	50.0%	55.0%	60.0%
股本	4.4	5.7	8.1	8.1	8.1	股息收益率	1.2%	1.9%	2.3%	3.5%	4.9%
留存收益	19.1	20.8	25.7	29.0	32.7						
<b>股东权益</b>	23.7	26.7	34.0	37.2	41.0						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	2.8	4.3	5.3	7.2	9.3	EPS(元)	0.35	0.53	0.65	0.88	1.15
加:折旧和摊销	2.5	2.5	2.5	2.7	3.0	BVPS(元)	2.90	3.27	4.16	4.56	5.01
资产减值准备	0.1	0.0	-	-	-	PE(X)	40.2	26.4	21.4	15.9	12.2
公允价值变动损失	0.1	-0.1	0.0	0.0	-0.0	PB(X)	4.8	4.3	3.4	3.1	2.8
财务费用	0.2	0.1	0.4	0.1	-0.1	P/FCF	71.9	-262.8	88.9	7.1	16.0
投资损失	-0.2	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2	P/S	1.8	1.6	1.3	1.0	0.8
少数股东损益	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	EV/EBITDA	15.4	12.2	10.5	7.4	5.9
营运资金的变动	2.3	-3.0	-4.6	8.1	-2.3	CAGR(%)	36.7%	29.4%	36.0%	36.7%	29.4%
<b>经营活动产生现金流量</b>	7.6	9.6	3.5	17.9	9.8	PEG	1.1	0.9	0.6	0.4	0.4
<b>投资活动产生现金流量</b>	-4.2	-10.0	-1.7	-1.8	-2.8	ROIC/WACC	1.7	2.8	3.3	3.5	7.6
<b>融资活动产生现金流量</b>	-2.7	-2.5	1.6	-4.1	-5.5	REP	3.6	1.8	1.4	2.1	0.8

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

张立聪声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	章政	021-35082861	zhangzheng@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	北京联系人	王秋实	010-83321351
田星汉		010-83321362	tianxh@essence.com.cn
李倩		010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
张莹		010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	巢莫雯		

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034