

供应链国际化、品类扩张双轮驱动公司新成长

2025年3月20日

新宝股份 (股票代码: 002705)

推荐 首次评级

分析师

何伟

☎: 021-2025-7811

✉: hewei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130525010001

刘立思

☎: 010-8092-7655

✉: liulisi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130524070002

杨策

☎: 010-80927615

✉: yangce_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520050005

市场数据

2025-3-19

股票代码	002705.SZ
A股收盘价(元)	16.45
上证指数	3,426.43
总股本(万股)	81,188
实际流通A股(万股)	80,816
流通A股市值(亿元)	132.94

相对沪深300表现图



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

- **推荐新宝股份:** 市场普遍担忧美国关税政策对出口企业的负面影响。然而,我们认为市场订单将向那些拥有国际化供应链能力的龙头集中,新宝股份将从中受益。此外,新宝凭借技术积累,已经成功地扩展到更多小型消费电器品类。
- **公司股价目前处于相对低位:** 1) 回顾 2019 年至 2021 年上半年,公司股价曾经经历一轮迅猛上涨。新宝的摩飞品牌在小家电领域率先采用“爆款产品+内容营销”的策略,并深化了“产品经理+内容经理”双轮驱动的运行机制。在 2017 年至 2021 年,摩飞品牌实现了爆发式增长,赢得了市场的广泛认可。2020 年至 2021 年上半年,受疫情影响,中国及欧美地区的居家类需求激增,公司内外销均实现快速增长。2) 从 2021 年下半年至 2022 年,公司股价遭遇戴维斯双杀。一方面,欧美小家电需求经历大幅去库存周期;另一方面,中国市场购买力不足,2021 年至 2024 年小家电需求持续低于预期,尤其对定位高端的摩飞影响更显著。3) 2023 年至 2024 年,公司股价在底部徘徊。但 2024 年营收已创新高。
- **全球小型消费电器供应链龙头,技术驱动品类持续扩张:** 1) 新宝是中国小家电供应链龙头,最初以西式厨房小家电为主。过去十年,新宝持续拓展产品线,在家居护理电器(如吸尘器)、个人护理美容电器(如电动牙刷)、商用电器(如商用咖啡机)、婴儿电器(如暖奶器)以及制冷电器(如制冰机)等领域均已形成规模,并开始进军宠物电器、高端智能园林工具等新品类拓展。2) 新宝主要以 ODM 为主,注重技术的积累与创新,建立了四级研发体系。为了进一步吸引和培养人才,新宝于 2024 年末在深圳成立研究院,专注于人工智能等前沿技术在小型消费电器领域的应用研究,以增强其专业产品的创新能力和市场竞争力。
- **美国的关税政策正促使小家电供应链集中度上升:** 1) 2018 年以来,美国关税政策促使中国家电龙头加快供应链全球化建设,小家电产能主要转向东南亚。2018 至 2024 年,美国对多种小家电频繁实施暂时性的关税豁免或降低,导致大量小家电订单尚未完全转移到东南亚。2) 新宝有先进的数字化供应链管理能力和自动化制造技术。2019 年起,新宝在印尼投资并积累经验。2023 年末,新宝成立印尼东菱,加速印尼产能扩张,预计 2Q2025 开始投产。3) 欧美主流品牌大多为新宝客户,包括德龙、飞利浦、必胜、SEB、西门子、伊莱克斯以及星巴克(商用咖啡机)等。随着中国出口至美国的产品关税提升,欧美品牌将更倾向于将订单集中于新宝、美的、德昌、富佳、莱克等已实现供应链国际化的供应商。
- **小家电市场需求结构变化,自主品牌调结构:** 1) 新宝公司实施多品牌矩阵战略,旗下拥有东菱、摩飞、百胜图、鸣盏、歌岚等多个自主品牌以及海外合作品牌。受内销需求不足影响,2022 年以来各品牌之间此消彼长,2023 年公司品牌业务同比-6%,占营收比重 18%。预计到 2025 年,整体市场表现将趋于稳定。2) 2017 年至 2021 年,摩飞品牌迅速崛起成为市场领先者。由于消费者购买力减弱,摩飞品牌在 2023 年和 2024 年连续下滑。东菱品牌定位于性价比,与当前市场需求相契合,实现持续增长。同时,公司积极推广以半自动意式咖啡机为核心的百胜图品牌,近些年受益于中国咖啡消费市场的成长。
- **投资建议:** 我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 10.50/12.41/14.71 亿元,2024-2026 CAGR 18.3%,高于市场预期;EPS 分别为 1.29/1.53/1.81 元。公司当前股价对应 2025 10.8x P/E,按 A 股可比公司,以及公司历史 PE 估值均值,我们预计公司估值可恢复到 2025 15~17x P/E,首次给予“推荐”评级。

- **风险提示：**小家电市场需求不足的风险，市场竞争加剧的风险，汇率波动的风险。

主要财务指标预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	14,647	16,821	19,005	21,765
收入增长率%	6.9	14.8	13.0	14.5
归母净利润(百万元)	977	1,050	1,241	1,471
利润增速%	1.6	7.5	18.2	18.5
摊薄 EPS(元)	1.19	1.29	1.53	1.81
PE	13.8	12.7	10.8	9.1

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

目录

Catalog

一、 公司股份调整充分，处于底部位置	4
(一) 新宝历史上经历多轮成长，但 2021-2024 年蛰伏	4
(二) 2020-2024 年，欧美小家电经历一轮补库存-去库存-恢复周期	5
二、 供应链优势明显，积极推动国际化和品类扩张	7
(一) 小家电供应链龙头	7
(二) 领先的小家电自动化智造能力、数字化供应链管理	8
(三) 应对关税风险，印尼产能建设加速	11
(四) 四级研发体系、双层研发机制	12
(五) 小型家用电器领域品类扩张	12
三、 美国关税风险，家电产业链国际化趋势	14
(一) 2018 年以美国关税风险反复出现，2025 年进一步加强	14
(二) 中国企业加速产业链国际化布局，小家电主要布局东南亚	14
四、 品牌矩阵战略，时代需求变动下表现不一	16
(一) 品牌矩阵战略	16
(二) 摩飞品牌的兴起	16
(三) 东菱品牌发展	18
(四) 抓住咖啡流行趋势，依托咖啡供应链能力，力推百胜图品牌	19
五、 可比公司对比，公司估值处于低位	21
(一) 相比小家电可比公司，新宝 ROE 可继续提升	21
(二) 新宝处于历史估值区间偏低位置	21
(三) 绝对估值：股价合理区间在 22.14~27.64 元	23
六、 风险提示	24

一、公司股价调整充分，处于底部位置

（一）新宝历史上经历多轮成长，但 2021-2024 年蛰伏

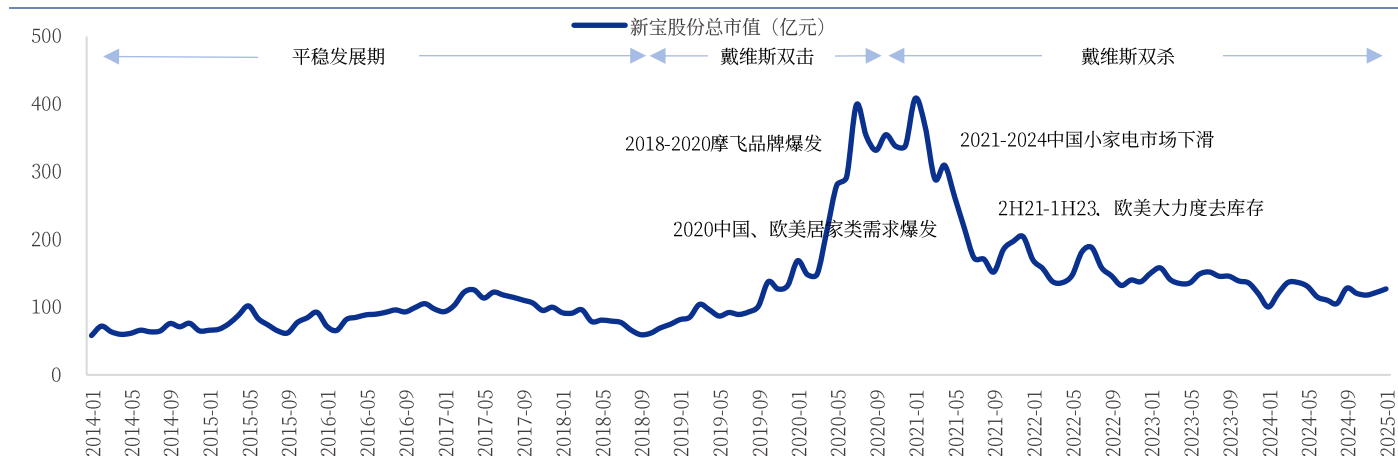
自新宝于 2014 年上市以来，经历了 2014-2018 年的稳定发展期；随后在 2019 年至 2021 年上半年实现了快速发展，期间股价实现了戴维斯双击。这一增长的推动力主要来自于摩飞品牌的崛起以及 2020 年疫情引发的欧美和中国市场对居家类产品需求的激增。

（1）摩飞品牌的崛起。公司原本是小家电 OEM/ODM 龙头，品牌业务占比较小。尽管如此，公司始终致力于通过品牌矩阵的方式探索品牌业务的发展。新宝的摩飞品牌在小家电领域率先采用了“爆款产品+内容营销”的策略，并进一步深化了“产品经理+内容经理”双轮驱动运营模式。从 2017 年到 2021 年，摩飞品牌实现了快速的增长，其在小红书上的营销方式在当时的家电市场中独树一帜。摩飞品牌的收入从 2017 年的 1.15 亿元迅速增长至 2021 年的 12.43 亿元，并在 2022 年达到顶峰。由于摩飞品牌定位高端，拥有较高的毛利率和利润率，公司的综合毛利率在 2018-2020 年保持在较高水平，进而推动了净利润率的提升。2017-2020 年归母净利润 CAGR 达到了 40%。

（2）2020 年疫情导致欧美、中国居家类需求的爆发，小家电市场明显受益。一方面，中国内销市场实现了快速增长；另一方面，出口业务也实现了迅猛增长。2020 年新宝的出口额同比增长了 41%，达到 102 亿元；内销额同比增长了 80%，达到 30 亿元。

2021 年公司股价大幅下跌。疫情引发的欧美和中国居家类需求的爆发在 2021 年上半年开始显现出疲态。中国市场购买力不足，2021-2024 年的小家电零售市场连续低于预期。在欧美小家电市场，2021 年下半年需求开始下滑，随后进入了长达两年的大力度去库存周期。出口市场直到 2023 年下半年才恢复正常。在此期间，公司 2021 年的估值大幅下跌，2022-2024 年的股价在底部徘徊。

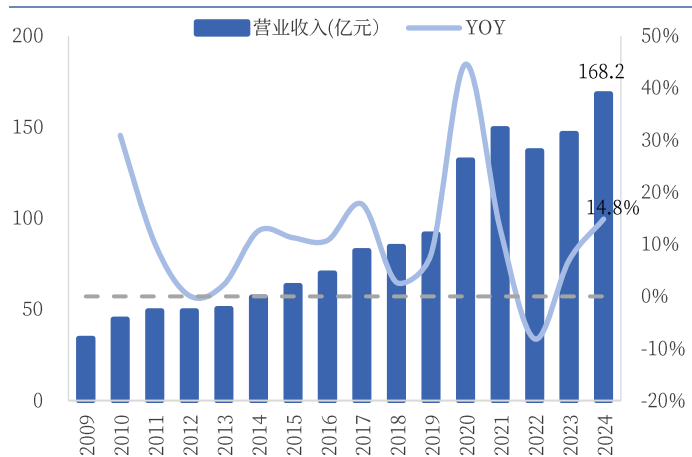
图1：公司上市以来股价表现和主要驱动因素



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

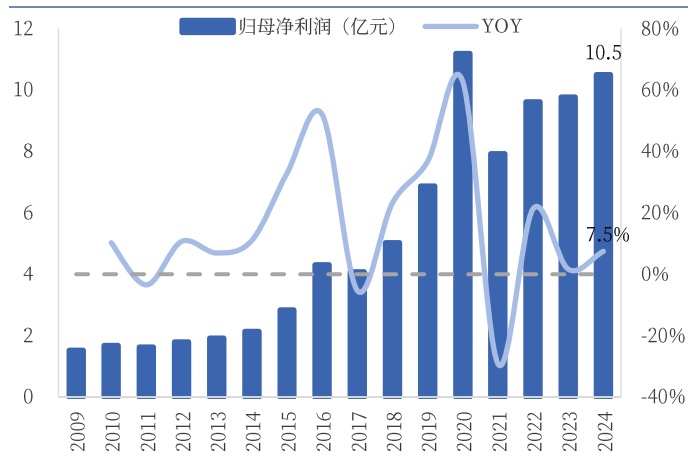
从业绩上看，公司 2024 年的营收达到 168 亿元，超过了 2021 年的历史最高值；归属于母公司的净利润为 10.5 亿元，接近 2020 年的历史最高值 11.2 亿元，恢复情况较好。

图2: 公司营业收入



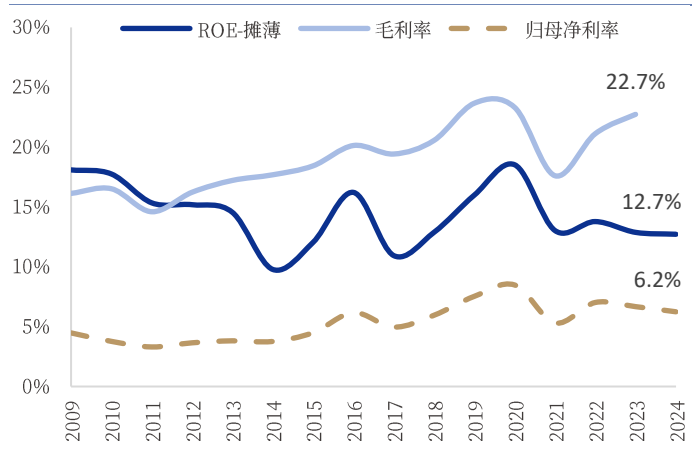
资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

图3: 公司归母净利润



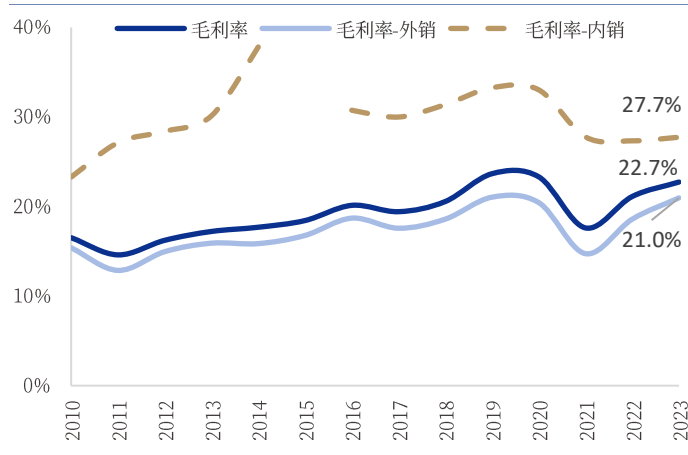
资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

图4: 公司 ROE、毛利率、归母净利润率



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

图5: 公司分地区毛利率



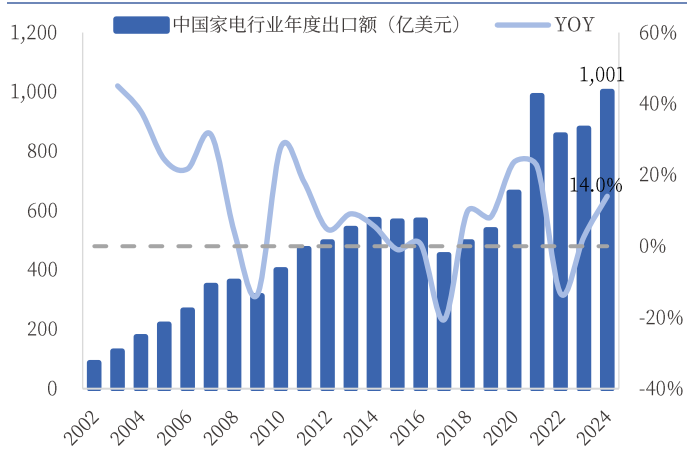
资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

(二) 2020-2024年, 欧美小家电经历一轮补库存-去库存-恢复周期

小家电的需求与购买力紧密相连。随着经济的增长, 大家电首先得到普及, 随后是厨房和居家类小家电。随着生活水平的进一步提升, 个人护理和清洁类小家电也开始普及。以中国市场为例, 尽管在2021年至2024年期间, 小家电零售市场的整体需求呈现下滑趋势, 但个人护理和清洁类小家电的市场依然保持增长态势。

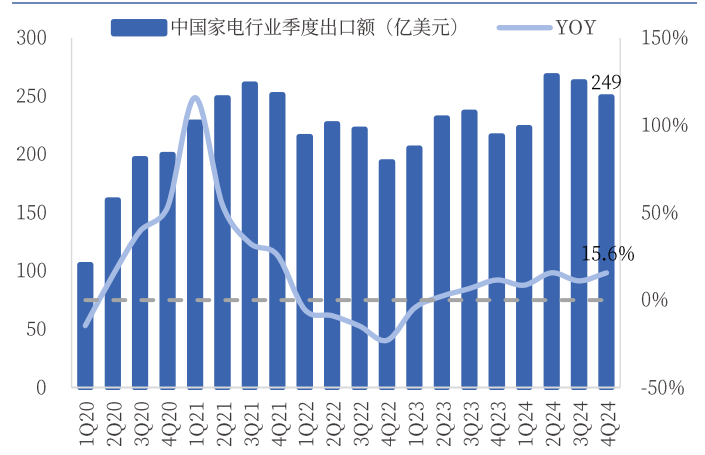
美国、欧洲和中国是全球三大小家电市场, 中国是小家电生产中心, 欧美是小家电主要进口地区。尽管欧美小家电市场需求相对稳定, 但在2020年至2024年期间, 市场经历了显著的波动。这一现象的主要原因包括: 首先, 2020年至2021年期间, 疫情的爆发以及政府的补贴措施, 引发了欧美地区居家需求的激增。在此过程中, 由于港口拥堵, 导致了在渠道和海运阶段的库存积压。随后在2022年至2023年, 随着欧美市场需求的回落以及大规模的库存清理, 中国的出口量出现了大幅下降。然而, 到了2024年, 库存清理周期结束, 订单量恢复至正常水平, 加之与前一年相比异常低的基数, 市场呈现出恢复性的高增长。

图6: 中国家电行业年度出口额



资料来源: 海关总署, 中国银河证券研究院

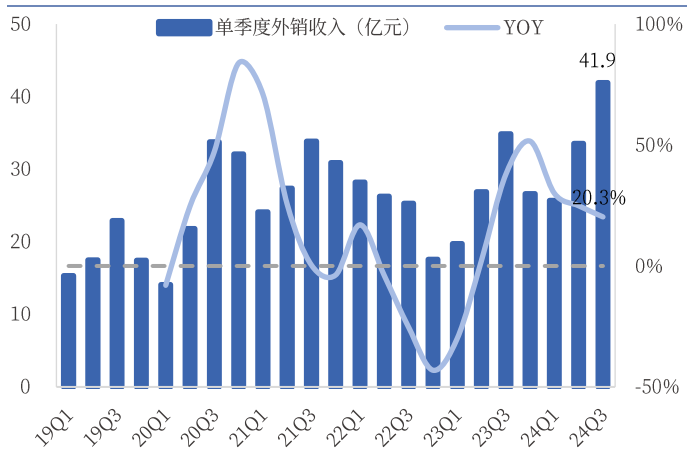
图7: 中国家电行业季度出口额



资料来源: 海关总署, 中国银河证券研究院

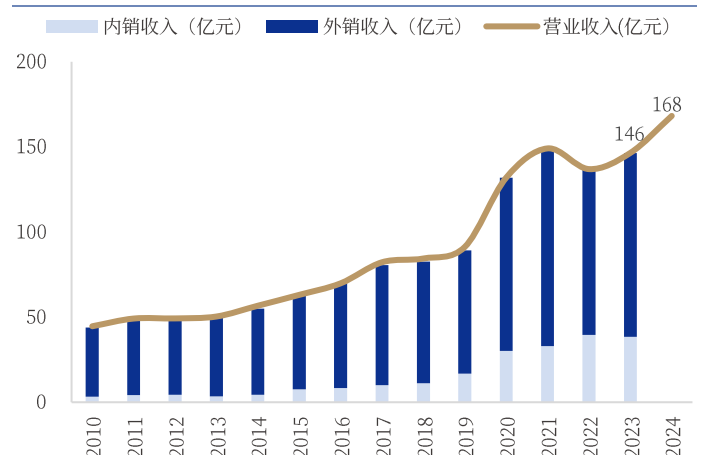
从公司的外销营收来看, 尽管受到市场周期的影响, 营收呈现出一定的波动性, 但波动幅度明显小于市场平均水平。具体来看, 公司在 2021 年第三季度实现了 33.86 亿元的单季度外销收入, 达到了一个阶段性高峰。然而, 在 2023 年第三季度, 公司外销收入进一步增长, 达到了 34.85 亿元, 超越了之前的高点。我们预计, 到 2024 年, 公司的海外业务规模将超过 2021 年, 成功摆脱了欧美小家电市场去库存周期的负面影响。

图8: 公司季度外销营收



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

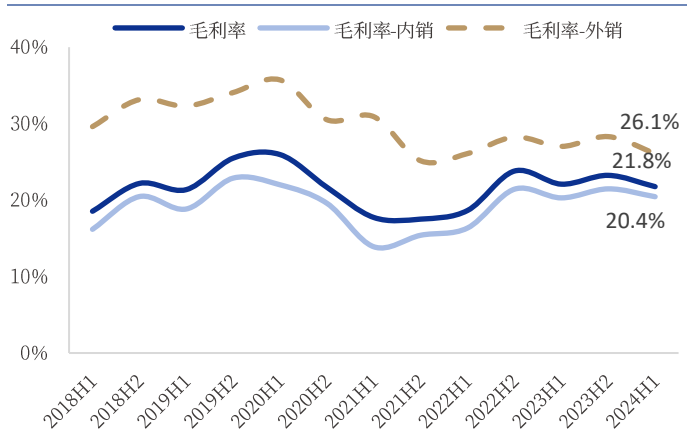
图9: 公司年度营收按区域拆分



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

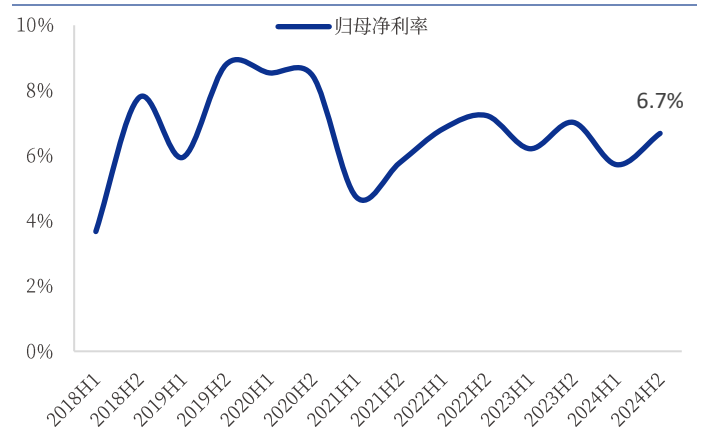
从出口毛利率角度看, 在欧美市场去库存期间, 毛利率偏低, 但 2023 年基本恢复到正常水平。

图10: 公司半年度内外销毛利率



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

图11: 公司半年度归母净利润率



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

二、供应链优势明显，积极推动国际化和品类扩张

(一) 小家电供应链龙头

中国是全球小家电供应基地，其中新宝电器作为龙头，在 2023 年小家电产量达到了 1.3 亿台。相比之下，苏泊尔的小家电产量为 0.6 亿台，销量则为 0.9 亿台。苏泊尔在炊具领域同样拥有庞大的规模，不考虑炊具，苏泊尔 2023 年电器业务的收入规模约为 150 亿元，与新宝股份的 147 亿元相当。美的集团同样是小家电供应龙头，但并未单独公布其小家电的产量数据。

表1：2023 年小家电企业财务数据对比

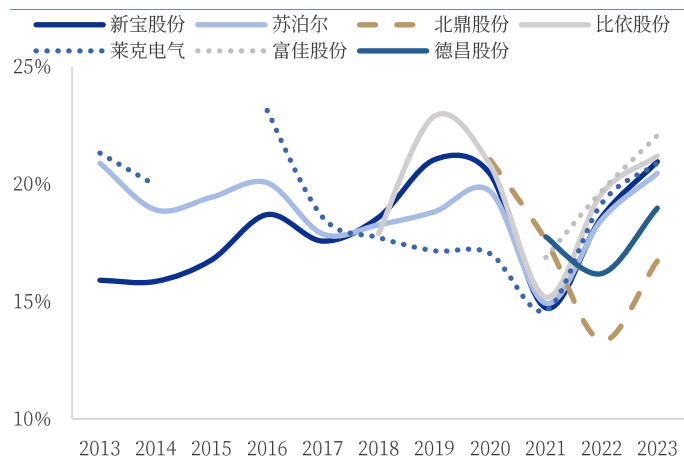
公司名称	营业收入 (亿元)	内销 (亿元)	外销 (亿元)	毛利率	内销毛利率	外销毛利率
新宝股份	146.5	38.4	108.1	22.7%	27.7%	21.0%
苏泊尔	213.0	151.1	62.0	26.3%	28.7%	20.5%
九阳股份	96.1	73.7	22.4	25.9%	31.1%	8.6%
莱克电气	87.9	27.8	58.3	25.6%	36.8%	20.9%
飞科电器	50.6	50.4	0.1	57.1%	57.1%	50.8%
小熊电器	47.1	43.4	3.7	36.6%	37.1%	30.5%
德尔玛	31.5	25.7	5.8	30.8%	29.6%	36.0%
德昌股份	27.8	5.3	21.6	19.1%	16.9%	19.0%
富佳股份	26.9	7.0	19.4	20.2%	14.5%	22.1%
比依股份	15.6	1.1	14.3	21.2%	15.8%	21.2%
倍轻松	12.7	12.0	0.7	59.3%	60.0%	47.6%
北鼎股份	6.7	5.0	1.7	50.7%	61.1%	20.6%

资料来源：iFinD, 中国银河证券研究院

注：北鼎股份内销选取北鼎中国，外销选取北鼎海外+代工

相较于以出口代工为主的可比公司，新宝展现出收入规模上的优势。在出口业务的毛利率方面，新宝同样保持在较高水准。随着业务的不断扩展，前五大客户的收入占比持续减少，对主要客户的依赖程度逐渐降低。从 2010 年的 37.7% 降至 2023 年的 22.8%。

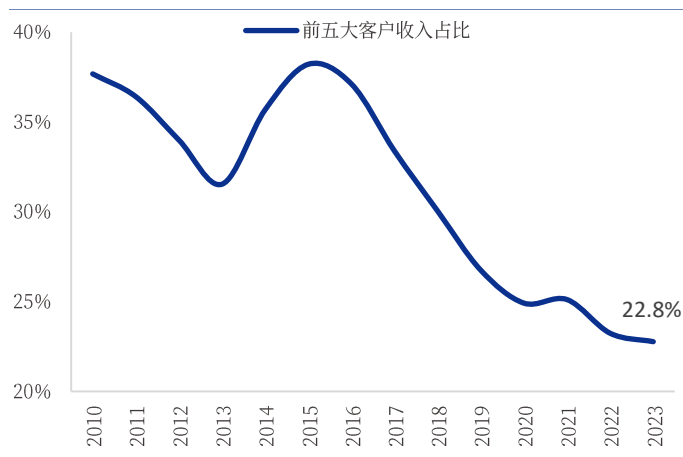
图12：主要小家电公司出口业务毛利率



资料来源：iFinD, 中国银河证券研究院

注：选取各标的外销毛利率作为参考，北鼎股份 20~22 年为海外代工毛利率，预计 23 年内销代工占比较低，23 年选取代工整体毛利率作为海外代工参考

图13：公司前五大客户收入占比呈下降趋势



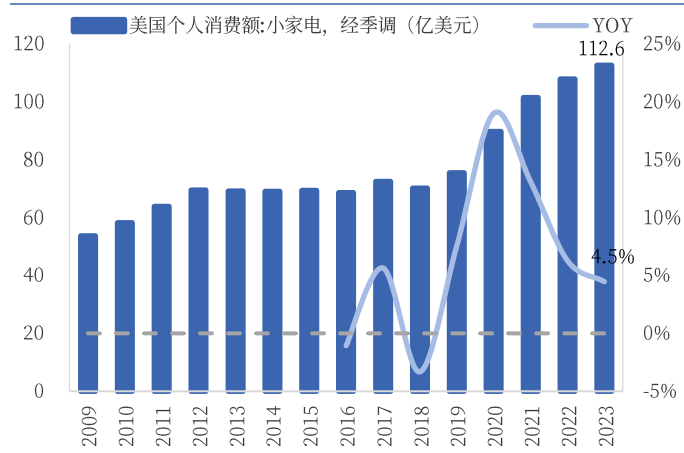
资料来源：iFinD, 中国银河证券研究院

欧美发达国家是小家电的主要消费市场，小家电产品属于准快速消费品，品类众多，人均保有量高，使用频繁，更新周期短。以美国为例，美国经济分析局数据，2023 年美国消费者在小家电上的支出高达 112.6 亿美元，2018-2023 年 CAGR 10%，属于成长性行业。中国小家电凭借技术创新，

加大对美国的供应，刺激了美国小家电市场的需求，比如中国的扫地机、平价高速吹风机等产品。

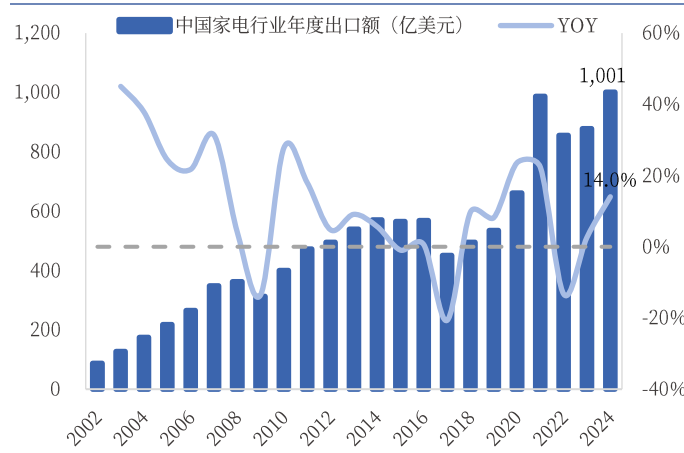
中国是全球西式小家电重要的生产基地。中国凭借成本、技术和产业配套等方面的优势，承接了全球主要的小家电订单，发达国家和地区小家电产品高度依赖中国设计、制造，中国出口的高端精细化产品比重持续上升。

图14: 美国个人消费支出: 小家电



资料来源: 美国经济分析局, 中国银河证券研究院

图15: 中国家电行业年度出口额



资料来源: 海关总署, 中国银河证券研究院

经过二十多年的耕耘，公司与全球众多知名品牌建立长期战略合作关系，产品主要出口到欧美等发达国家和地区，并积极开拓东南亚、中东、非洲等新兴市场，现已进入全球 120 多个国家和地区，被媒体誉为“小家电出口隐形冠军”。

欧美市场上的主流品牌大部分是新宝的客户。公司官网披露，Delonghi、SEB、Bissell、Philips、newell 等欧美品牌都是公司客户。此外，公司产品也涉及咖啡机，包括商用咖啡机，例如公司向星巴克供应商用咖啡机。

图16: 公司海外客户资源

资料来源: 公司官网, 中国银河证券研究院

(二) 领先的小家电自动化智造能力、数字化供应链管理能力

新宝拥有行业领先的小家电供应链能力，涵盖了自动化制造技术和数字化供应链管理。基于这些能力，新宝的“多元化家电产业技术服务体系”展现出了高度的灵活性，提供从市场策略、设计研究、产品实现、模具研究、产品认证测试、量产技术研究到品牌设计的七个模块服务，无论是单独提供还是组合服务，都能根据客户的特定需求定制专属的服务方案，满足客户“一站式”采购的需求。

在自动化制造能力方面，新宝股份积极推广通用类自动化项目，研发各种非标准自动化设备，

开发产品平台的自动化生产线，并引进行业先进的生产工艺和技术装备。同时，公司引入了智能物流系统、MES 制造执行系统、WMS 仓储管理系统、APS 高级计划与排程系统等信息化系统，实现了人机协作与工业互联网的融合。公司每年都会对现有的生产设备和系统进行改造升级，逐步推进从传统制造向智能制造的转型。

图17：公司自动化智造能力



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

图18：2020 年面对疫情影响，新宝订单不降反增



资料来源：新闻联播，央视网，中国银河证券研究院

数字化运营管理能力：“数字新宝”已成功构建三大核心体系，包括订单计划监督管理、生产物流配套协同、生产交付智慧决策，实现了从业务接单到成品交付的“一单到底”智能化无缝对接。这初步解决了新宝信息化从无到有的问题。同时，借助信息化的高效协同管理，自主开发了“全产业链中央监控平台”。该平台以订单为核心，整合了新宝及其上下游产业链近 150 个系统、1400 多家供应商，实现了实时监控公司运作的各项指标，显著提升了决策效率，减少了整体运作的浪费，实现了新宝数字化从有到精的目标。数字化供应链管理能力确保了从业务接单到成品交付的“一单到底”智能化无缝对接。根据系统中各环节生产要素的情况，订单被分为不同的优先级，分期分批排产，每一批都有明确的交货日期。

在 2020 年疫情爆发初期，面对订单激增和复杂多变的疫情环境，新宝的数字化管理有效地保障了生产活动的连续性，并受到了央视的报道。2020 年春节假期前，新宝预见到疫情可能带来的影响，迅速开发并启用了 21000 多名员工的定位管理子系统，将其纳入大监控体系。从 2020 年大年初一开始，该系统记录了每位员工的身体状况。通过大数据分析，掌握了所有符合复工条件的员工人数，从而避免了要求员工到村委会开具证明的繁琐流程。

图19：公司供应链数字化运营管理能力



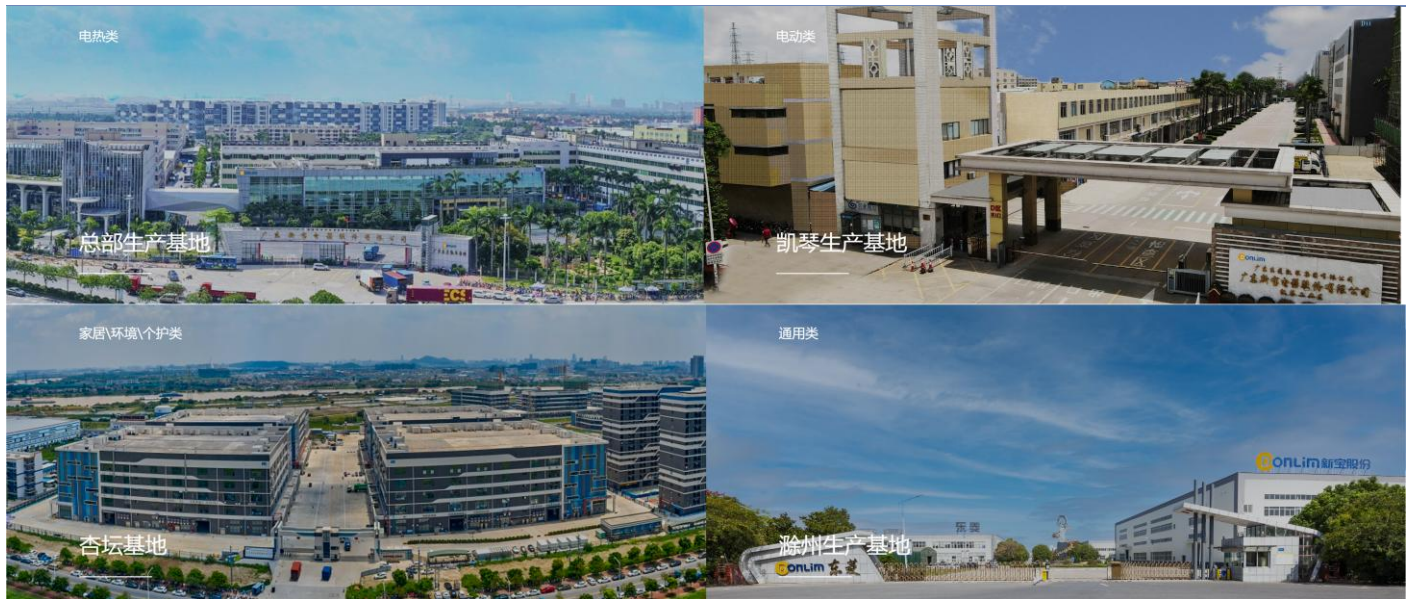
资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

质量管理：新宝公司已成功获得 ISO9001、QC080000、ISO14001、ISO45001、ISO13485 和 MDSAP 等多项管理体系认证，并连续多年顺利通过客户的社会责任验厂。此外，新宝股份认证测试中心已依据 ISO/IEC17025 标准建立了完善的质量管理体系，并获得了中国合格评定国家认可委员会实验室（CNAS L1937）的认证。新宝还与多家国内外认证机构建立了稳固的合作关系，陆续获得了 UL、CSA、Intertek、TüV Rheinland、TüV SUD、SGS、BV-LCIE、DEKRA 等权威机构的认证。

(三) 应对关税风险，印尼产能建设加速

中国市场，新宝有佛山总部（电热类）、佛山凯琴（电动类）、佛山杏坛（家居、环境、个护类）、安徽滁州（通用类、清洁电器）四大生产基地。

图20：公司四大生产基地

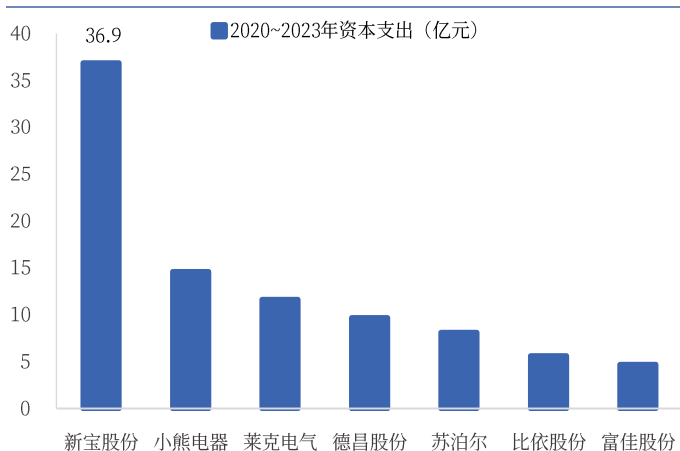


资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

自 2019 年起，新宝在印尼投资并积累了宝贵经验。至 2023 年末，新宝成立了印尼东菱公司，以加速提升印尼的产能，预计从 2025 年第二季度开始投产。鉴于收入规模的扩大和产能扩建的需求，新宝近年来的资本支出规模相对较大。自 2019 年起，新宝的分红率有所下降，这主要是由于期间收购了摩飞品牌以及扩大了产能，从而增加了对资金的需求。公司于 2022 年以 1.98 亿美元的价格完成了对摩飞品牌的收购，并在 2023 年 3 月完成了交割，导致当年无形资产——商标的增加金额达到了 13.38 亿元。

从生产型小家电企业的角度来看，折旧与摊销占营业成本的比例大约在 5%左右。苏泊尔的这一比例明显偏低，原因在于 2023 年苏泊尔的小家电和炊具外部采购率较高，产销率（销量/产量）分别达到了 152%和 177%。相比之下，新宝股份完全依赖自主生产，2023 年小家电产量达到 1.29 亿台，销量为 1.27 亿台。

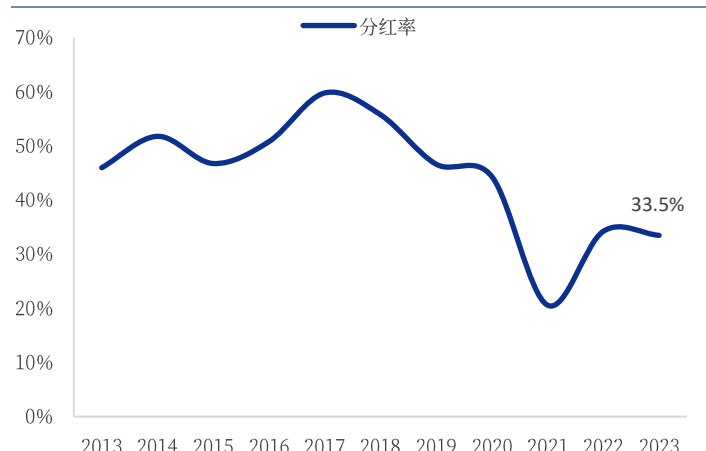
图21：2020-2023 年小家电企业资本支出对比



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

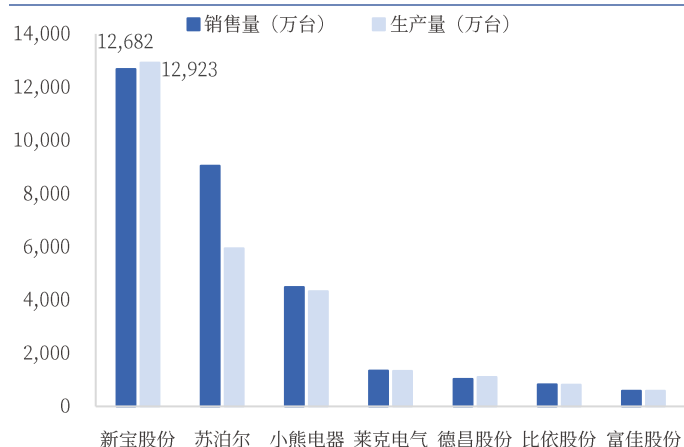
注：2020-2023 年新宝资本支出扣除收购摩飞品牌形成的无形资产 13.38 亿元

图22：公司年度分红率



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

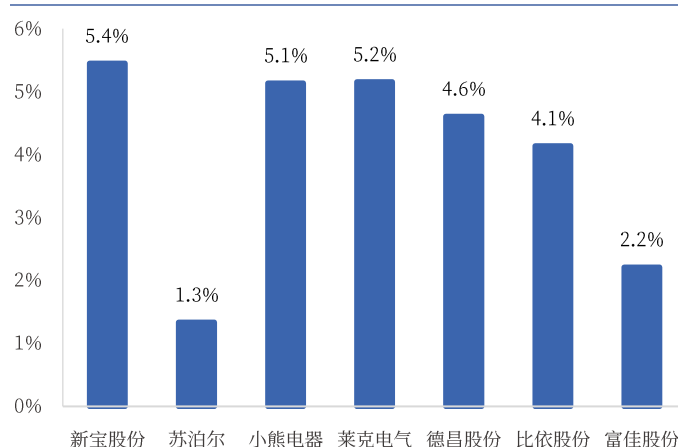
图23：2023年小家电企业家电产销量情况



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

注：苏泊尔产量、销量不包括炊具

图24：2023年小家电企业折旧与摊销费用占营业成本比重



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

（四）四级研发体系、双层研发机制

新宝是小家电 OEM/ODM 龙头，注重技术储备。新宝被认定为国家企业技术中心、国家级工业设计中心、国家高新技术企业、国家知识产权示范企业、广东省小家电关键性能技术企业重点实验室、广东省工程实验室（智能节能小家电关键技术）。掌握多项核心技术，拥有专利超 5300 项，其中发明专利近 300 项。新宝建设的四级研发体系、双层研发机制、平台化战略帮助新宝储备品类扩张的技术准备。

所谓四级研发体系包括基础技术、创新技术、高端技术、通用技术：

（1）基础技术研究：侧重于新材料、新配件、新技术和新工艺的研究开发，旨在构建企业的核心竞争力，推动持续发展。在基础技术研究方面，新宝股份注重资源倾斜、投入产出的包容性以及激励制度的支持。

（2）创新技术研究与应用：着重于市场结合和消费痛点的深度挖掘，特别是在工业设计、节能环保等方面开展技术研究和产品开发，填补行业产品空白。

（3）高端技术开发与应用：侧重于产品技术平台的搭建，以及产品技术的系列化、通用化和标准化建设，追求高效率、高品质和可靠的创新工艺。

（4）通用技术开发与应用：结合市场需求进行快速的产品开发与投入，注重时间效率，以快速响应市场变化。

双层研发机制：新宝股份采用“正序研发”和“倒序研发”相结合的模式。正序研发即先由工程师对技术要件和底层理论形成研究成果，再通过产品经理的设计智慧应用于终端产品；倒序研发则是以用户需求为导向，倒逼研发攻关。

平台化战略：公司通过平台化战略将主要配件模块标准化，实现多 SKU 的柔性生产，提升研发效率和生产效率。

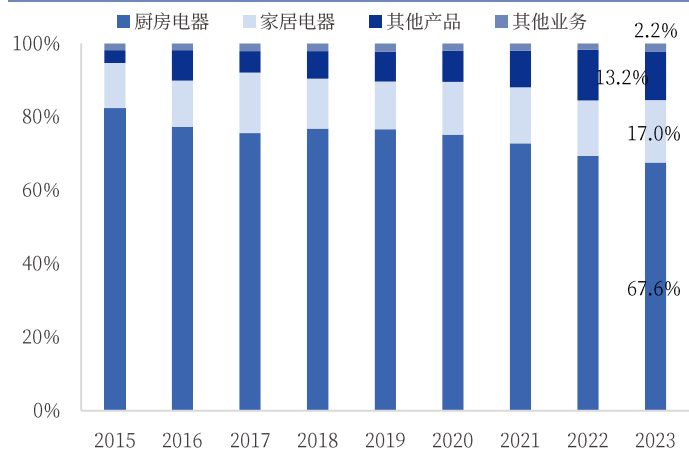
（五）小型消费电器领域品类扩张

新宝是中国小家电供应链龙头，最初以西式厨房小家电为主。过去十年，新宝持续拓展产品线，在家居电器（如吸尘器、加湿器、暖风机等）、个人护理美容电器（如电动牙刷、吹风机等）、商用电器（如商用咖啡机）、婴儿电器（奶瓶消毒器、辅食机、暖奶机等）以及制冷电器（如制冰机、红酒柜、小冰箱等）等领域均已形成规模，并开始进军宠物电器、高端智能园林工具等新品类。

公司当前的主要产品有电热水壶、电热咖啡机、面包机、打蛋机、多士炉、搅拌机、果汁机、吸尘器、电烤箱、食物处理器、电熨斗、空气清新机、电动牙刷、净水器、加湿器、煮茶器、制冰机等家用电器产品，其中多个品类产品连续多年出口量名列前茅。新宝股份凭借超高的颜值设计、丰富的产品功能、可靠的产品质量，赢得全球越来越多消费者的青睐。

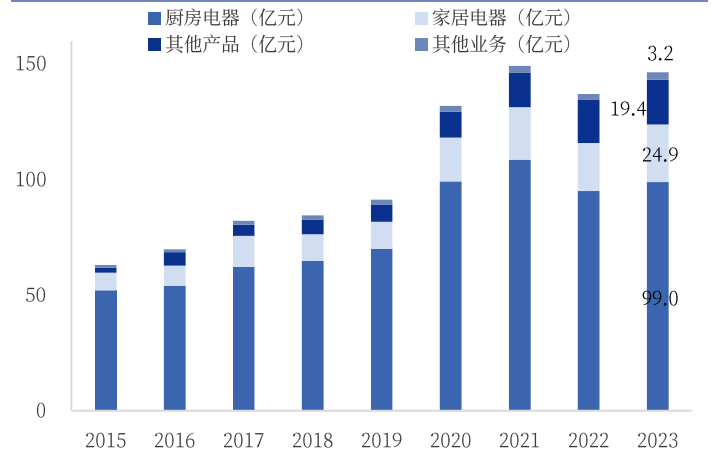
在品类扩张过程中，厨房电器（电热类+电动类）占比逐渐下降，从2015年收入比重的82%下降到2023年的68%。厨房电器销售额在2020-2023年处于平台期，作为对比，非厨房类小家电销售额从2020年30亿元，增长到2023年44亿元，2020-2023 CAGR 14%。

图25: 公司主要产品收入占比变化



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

图26: 公司主要产品年度收入



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

公司在品类扩张中，往往是与客户加深合作，因为大部分欧美小家电客户是多品类运营，其中清洁品牌往往同时经营电动工具、园林工具，因为欧美家电需求占比高，都是家庭工具类产品。例如，新宝2012年首次与飞利浦合作面包机，目前已经为飞利浦供应各种厨房电器及个人护理产品。

三、美国关税风险，家电产业链国际化趋势

(一) 2018 年以美国关税风险反复出现，2025 年进一步加强

自 2001 年加入 WTO 以来，中国消费产业凭借生产成本优势持续获得海外订单，代工业务快速发展。在此期间，大部分行业在产业链效率、研发、数字化等方面实现长期积累，龙头企业国际竞争力凸显，包括家电、消费电子、轻工、纺服等。2018 年，在美国征收高关税背景下，中国企业积极探索海外市场增量空间，在电商全球化助推下加快发展，并更加关注全球化的供应链布局。

此前美国共对中国加征三轮关税。2018 年以来，美国政府采取了多项贸易保护主义政策，导致中美之间的贸易摩擦和争端不断升级。美国国际贸易委员会 (USTR) 通过了 301 中国法案 (China Section 301)，分多轮次对来源于中国的出口商品加征关税。

表2: 前次美国加征关税情况梳理

	生效时间	加征范围及影响
第一轮	2018.07.06	2018 年 7 月 6 日起，美国对中国 340 亿美元商品 (USTR China Section 301 清单 1) 加征 25% 关税，主要涉及机器、机器零部件、机动车、机动车零部件以及美国关税表 (HTSUS) 中的第 84 和 85 章主要产品。
	2018.08.01	2018 年 8 月 23 日起，美国对中国 160 亿美元商品 (USTR China Section 301 清单 2) 加征 25% 关税，主要涉及半导体、电子产品、塑料、化学产品、铁路机械、电单车、涡轮机、农用拖拉机、工具机、摩托车，甚至还有钢、铝等相关产品。
第二轮	2018.09.25	2018 年 9 月 25 日起，美国对中国 2,000 亿美元商品 (USTR China Section 301 清单 3) 加征 10% 关税，主要涉及电子、纺织、金属制品及汽车零部件以及箱包、家具、灯具等消费品共计五千七百多项商品。
	2019.05.10	2019 年 5 月 10 日起，美国对前述 2,000 亿美元商品进一步加征 15% 关税，合计加征 25%。
第三轮	2019.09.01	2019 年 9 月 1 日起，美国对中国 3,000 亿美元商品 (USTR China Section 301 清单 4) 加征 15% 关税，涉及电机电气、机械设备、针织服装、手机、电脑、服装类、玩具、鞋类等共计三千八百多项产品。
	2020.02.14	2020 年 2 月 14 日起，美国政府对中国 3,000 亿美元商品加征率降为 7.5%。

资料来源: iFinD, 政府官网, 中国银河证券研究院

消费类产品出口均受到波及，主要集中于第二、三轮。从家电、轻工、纺服及农业出口来看，第一轮加征关税涉及少数产品，如部分黑色和白色家电零部件、塑料制品等；而第二、三轮则将大部分产品包含在内，如空冰洗、家具、纺织、宠物食品用品等，其中大部分产品在第二轮被加征，除被豁免外普遍被加征 25% 的关税。

回顾来看，出口企业在上一轮美国加征关税历程中受到的影响直接体现在价格层面，B2B 模式下加征关税成本多由出口企业、B 端客户和国外消费者共同承担，出口企业产品销售价格的降低对营收和毛利率均产生一定负面影响；B2C 模式则通过提价将部分成本向国外消费者转移，成本端增加政策所加征的关税，主要对盈利能力有所影响。

2025 年 1 月 20 日，特朗普宣誓就任美国第 47 任总统以来，对中国、墨西哥、加拿大等地反复进行关税威胁，导致市场对于美国关税风险的预期再次加强。美国征收关税的政策细节反复多变，2018 年以来，大量消费品可以每年申请临时豁免，豁免情况不尽相同。如果 2025 年大量中国出口到美国的小家电产品无法获得关税豁免许可，将会被增收 35% 或者更高的关税，预计美国的订单将大量转向东南亚地区。

(二) 中国企业加速产业链国际化布局，小家电主要布局东南亚

美国关税政策细节反复多变，但对中国企业海外发展具有鲶鱼效应。

自上轮贸易战开始，大量消费出口企业受到加征关税影响，随后开始布局海外生产基地。整体来看，企业集中于东南亚布局，以越南为主、泰国、印尼、柬埔寨为辅，产业链得以集中，并在近几年的运营过程中不断积累经验，实现效率的提升。同时，部分企业为贴近美国市场，选择在墨西哥布局产能。以大家电为例 (白电、彩电)，供应链在全球广泛分布，海尔的 GEA、海信视像、TCL

电子已成为美国大家电市场龙头，产品主要由中国以外的生产基地供应。若美国对墨西哥征收 25% 关税，企业会考虑向其他生产基地如越南等重新规划供应链分配。

中国是全球小家电生产中心。面对美国关税风险，小家电产能主要转向东南亚。除新宝外，美的、苏泊尔、富佳股份、莱克电气、比依股份、德昌股份都在东南亚建立生产基地。

表3: 部分消费出口企业海外产能、供应链布局梳理

	公司	地点及相关情况	
白电	美的集团	在全球拥有 40 个生产基地，亚洲包括中国、印度、日本、泰国、越南，欧洲包括瑞典、德国、匈牙利、奥地利、以色列、意大利，非洲为埃及，南美洲包括巴西和阿根廷，北美洲在美国。	
	海尔智家	在全球有 163 个制造中心、35 个工业园，在美国、日本、意大利、印度、泰国、墨西哥等地均有产能。	
	格力电器	主要在巴西、巴基斯坦拥有产能布局。	
	海信家电	墨西哥蒙特雷：2023 年已进入量产阶段，主要生产冰箱、厨卫产品。 并购三电控股，其在中国、印尼、新加坡、马来西亚、泰国、印度、波兰、法国、美国、墨西哥均有产能布局。	
	长虹美菱	拥有印尼和巴基斯坦两大海外制造基地。2011 年，中山长虹在巴基斯坦与 RUBA 集团下属子公司合作投资建设空调制造公司及销售公司。2014 年，投资 672.4 万美元建设冰箱项目。2017 年，对巴基斯坦冰箱项目增加投资 81.50 万美元。	
黑电	海信视像	在墨西哥、越南、欧洲和南非等地均有产能。其中，墨西哥工厂产能约占公司全球总产能的 10%。	
	TCL 电子	在越南、波兰、墨西哥、巴西等地均有产能。	
家居	致欧科技	东南亚	2024 年，公司计划将东南亚地区对美出货比例提高至 20% 左右，依照品类的重要程度大小往东南亚转移。
	建霖家居	台湾 泰国	公司子公司欣仕霖承接台湾仕霖经营性资产，发展台湾市场 2020 年完成一期工程，产能约 4.5 亿元，二期工厂建设于 24 年 2 月竣工，有序推进各产线布建，包括洁牙器产品线、净水产品线、龙头产品线和风口喷涂线等，逐步落地试产，预计 25 年初全线投产。 主要面向美国订单，生产厨卫及空气产品，未来计划将部分净水产品及新增业务需求投入泰国生产。
	乐歌股份	越南	1) 2015 年 12 月 15 日设立越南乐歌作为境外生产基地，并开始前期筹备工作，2016 年 11 月投产。 2) 2020 年发行可转债投入越南生产基地扩产项目，建设周期为 2 年，增加公司年产能新型平板及显示器支架 14 万套、升降台（桌）及各种新型办公系统 30 万套，预计实现营收 2.95 亿元，净利润 1,810 万元。 3) 2022 年增发投入越南福来思博智能家居产品工厂项目，建设周期为 2 年，新增年线性驱动核心产品 45 万套产能，其中智能升降桌 25 万套，智能电动床 20 万套；其他产品产能 4.5 万套。预计实现营收 6.7 亿元，净利润 5,730 万元。
	松霖科技	越南	2023 年 10 月，公司拟投资不超过 5,000 万美元于越南建厂，计划将于 2025 年第二季度投产。产品线规划生产塑胶类底层制造为主的产品，并配备龙头、智能马桶、软管等产品的装配线，目标市场为欧洲、北美、日本等国际品牌客户。
小家电	美的集团	越南 泰国 白俄罗斯 印度	小家电海外生产基地相比大家电要少。其中 2007 年在越南投资的工厂是海外最大的小家电生产基地。此外在泰国、白俄罗斯、印度均设有小家电生产基地。
	苏泊尔	越南	早在 2008 年在越南建设生产基地，初期以炊具为主，后扩建小家电产能。越南基地除出口外，也负责东南亚市场。
	富佳股份	越南	2021 年在越南建设清洁电器生产基地，并持续扩大产能。
	莱克电气	越南 泰国	2019 年在越南建设吸尘器生产基地，后持续扩大产能。 2022 年在泰国建设吸尘器生产基地，后拓展至空气净化器，净水器等。
	比依股份	泰国	2023 年在泰国罗勇府投资建设厨房小家电生产基地，2025 年建成。
	德昌股份	越南 泰国	2023 年在越南建设清洁电器生产基地；2025 年在泰国投资建设年产 500 万台小家电生产基地
电动床架	麒盛科技	越南 墨西哥	1) 越南平阳省租赁厂房，年产量 60 万张，租赁厂房用于智能电动床的组装工序及产成品包装工序，投产之初，将为舒达席梦思 (SSB)、泰普尔丝涟 (TSI)、Klaussner 供应 3 个系列 6 种型号。 2) 越南平福工厂于 2024 年 1 月正式开工建设，预计 2025 年投入使用。占地面积为 91,000 平方米，建筑面积 77,000 平方米，总投资约 2,000 万美元，每月可实现全工序生产 8 万套智能床。 公司投资 200 万美元与泰恩弹簧在香港合资设立舒泰弹簧，与墨西哥当地制造业合作，主要生产独立袋装弹簧床芯及弹簧床垫供应北美市场，设计年组装生产产能为 50 万张。

资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

四、品牌矩阵战略，时代需求变动下表现不一

（一）品牌矩阵战略

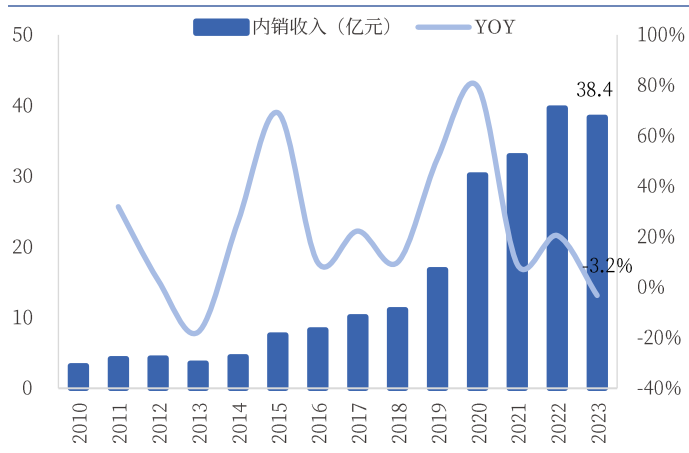
新宝股份作为中国小家电行业出口龙头，实施“一个平台、专业产品、专业品牌”的多品牌矩阵战略。新宝股份目前拥有东菱、摩飞、百胜图、鸣盏、歌岚等多个自主和海外合作品牌，现已形成以摩飞、东菱为代表的全域品牌，以及百胜图(咖啡机)、鸣盏(茶电器)、歌岚(个护美容电器)等专业赛道品牌的完整布局。这种差异化布局能更好地满足不同消费群体的需求：如摩飞定位中高端市场，主打精致生活；东菱则注重性价比和大众化路线；百胜图专注咖啡领域的专业深度。

每个品牌由专业销售团队独立运作产品定义和营销推广，而研发设计、品质管控、物流等环节则共享平台资源，实现规模效应。公司创新性地建立了“产品经理+内容经理”双轮驱动机制，这一模式最早在摩飞品牌获得成功逐步推广到其他品牌。特别是2019-2020年间，通过摩飞品牌的成功运营，新宝实现了从代工制造向品牌运营的战略升级。

市场环境方面，小家电行业经历了显著变化。2020年疫情带来的居家经济使市场需求爆发，但2021-2024年期间，由于产品的可选属性较强，消费者在理性消费趋势下减少了相关支出。

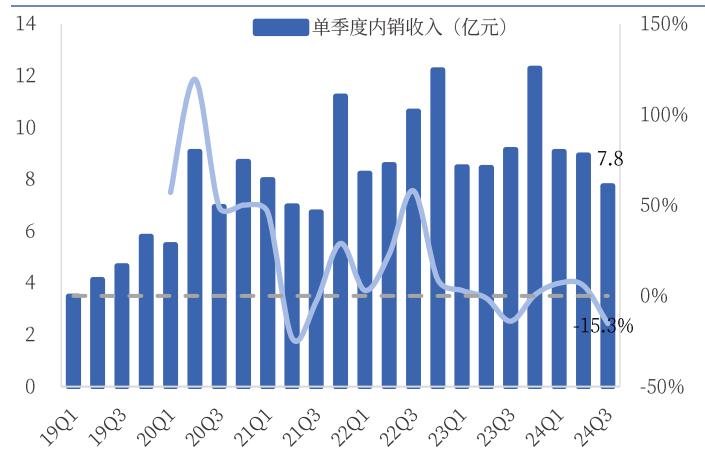
与此同时，营销渠道也在快速演变。2015-2017年，传统电商获客成本上升，小红书等内容平台崛起；2018年之后，直播电商开始放量，抖音、快手等平台成为重要渠道，艾瑞数据显示直播电商在网购市场的渗透率从2018年的1.5%快速提升至2020年的10.6%。小红书种草+私域流量的营销模式也从摩飞的创新实践演变为行业通用打法。面对这些变化，新宝积极调整策略，如摩飞品牌已将传统电商占比降至40%左右，并持续加大内容营销投入。

图27：公司年度内销营业收入



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图28：公司季度内销营业收入



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

（二）摩飞品牌的兴起

Morphy Richards（摩飞）品牌专注目标消费人群，深挖用户需求，依托公司强大的供应链体系，推出更多覆盖厨房、家居等外带场景的小家电。紧跟年轻消费群体的生活和触媒习惯，完善打造爆款单品的能力体系，积极拥抱各类新兴的社交/内容平台，触角延伸至线下，布局零售全渠道。

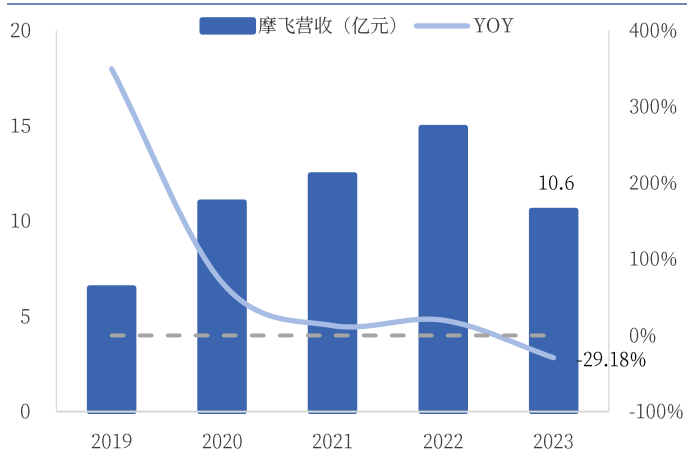
摩飞品牌的经营探索是循序渐进的。摩飞品牌(Morphy Richards)创立于1936年，是一家历史悠久的英国小家电品牌，以高端品质和独特设计著称，当时摩飞是新宝的客户之一，在中国业务很小。其与新宝的合作始于1998年的OEM代工业务。2013年，新宝获得摩飞品牌在中国市场的独家品牌授权，全权负责从研发设计到生产制造、市场营销的全链条业务，但需按约定支付品牌使用费。最初阶段，新宝主要在国内直接销售ODM产品，市场反响平平。转机出现在2017年，双方

重新签署为期 10 年的品牌战略合作协议，新宝随即对品牌运营模式进行了重大变革。公司创新性地采用“产品经理+内容经理”双轮驱动机制，前者负责产品开发，后者主导营销传播，两个团队紧密协作，确保产品与市场的精准对接。这一创新机制后来成为公司品牌运营的标准模式，并推广到其他品牌。2022 年，新宝以 1.98 亿美元收购摩飞在中国等地区的商标专利，标志着品牌完全整合进入新宝体系。

摩飞品牌为更好地满足消费者的个性化需求，不断推出创新产品。2019 年陆续打造出多功能锅、便携榨汁杯，便携热水壶等多款网红爆款产品；2020 年陆续打造出套娃绞肉机、刀具砧板消毒机、便携式电热水壶等多款爆款产品；2021 年陆续推出刀具砧板消毒机二代、气泡原汁机及果汁杯、多功能锅升级款、无线除螨仪、折叠暖菜板等新品；2022 年，陆续推出便携式运动榨汁机、刀具砧板消毒机三代、空气炸锅、暖菜板二代等新品；2023 年，陆续推出多功能破壁料理机、多功能电饭煲、围炉煮茶器、便携电热水杯、食物处理器、除螨仪等新品。

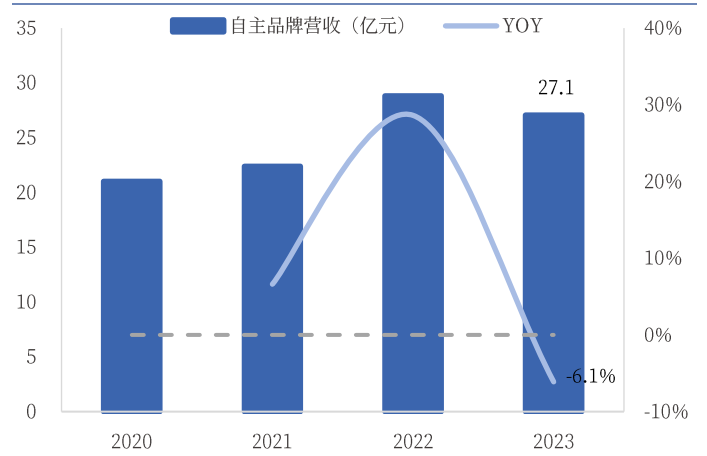
摩飞的成功得益于准确的市场定位和创新的营销策略。品牌以“类目快切，内容种草，单品打爆”为核心方法，围绕白领女性的精致生活需求持续推出爆款。从 2017 年的便携榨汁机、2018 年的多功能锅，到 2019 年的随身榨汁杯、2020 年的电热杯，每年都有现象级产品诞生。SKU 数量也从 2019 年底的 31 个迅速扩充至 2020 年底的 51 个，产品线不断丰富。在营销端，摩飞构建了完整的内容营销矩阵：通过小红书、值得买等平台发布种草内容；在抖音、B 站展示生活化场景；与明星、头部主播合作直播带货；建立私域社群实现转化。这种创新模式带来显著成效，品牌收入从 2019 年的 6.5 亿元攀升至 2022 年的 14.92 亿元。

图29: 摩飞品牌收入



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

图30: 公司品牌业务收入



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

在消费者实际消费体验方面，摩飞精准地把握了白领女性对精致生活的追求，构建了全方位的用户触达体系。在产品设计上，注重颜值与功能的平衡，以大胆鲜艳的配色和时尚简约的造型吸引年轻消费者，同时在实用功能上精准地解决了目标用户的日常需求。例如，多功能锅满足了都市女性对一人食的需求，便携榨汁杯则契合了健康饮食的生活方式。

图31：摩飞品牌关注白领女性精致生活需求



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

图32：摩飞品牌深获目标群体好评



资料来源：京东评论区，中国银河证券研究院

近期，面对市场的波动，品牌积极作出调整：加快新品推出的步伐，例如根据季节变化推出无线风扇、暖菜板等具有差异化的产品；签约知名艺人舒淇作为代言人，以强化品牌形象；同时，大力拓展抖音等新兴渠道。这些策略使得摩飞在竞争日益激烈、市场需求下降的环境中，依然保持了强劲的竞争力。

（三）东菱品牌发展

“Donlim 东菱电器”是新宝集团的核心自主品牌，自 2003 年创立以来，一直专注于提供差异化的生活电器产品。其品牌定位与摩飞形成互补：摩飞主打中高端市场，而东菱则更注重性价比和大众化路线。新宝集团拥有独立的技术开发能力，能够结合中式生活现代化，提供独特的产品定义。东菱电器借助新宝集团强大的自主研发能力、创新设计能力以及供应链实力，深耕厨房电器领域，探索生活电器赛道，致力于为消费者打造更优质的烹饪与清洁体验。

2020 年，东菱品牌以“生活潮好玩”为主题，在视觉上进行了创新尝试，形成了品牌的差异化。通过好玩、有趣、创新的视觉语言，展示了不同产品在家居、办公室等使用场景下的特点。采用大胆撞色的设计风格和充满年轻活力的生活场景，东菱打造了独特的视觉引力，刷新了内容电商的新鲜感，使品牌调性更具有辨识度，更显年轻化。同年，东菱品牌陆续推出了便携式电热水壶、便携式轻食杯、多功能空气炸锅等产品，取得了良好的市场反响，带动品牌收入同比增长 25%，达到 3 亿元。

在消费者实际消费体验方面，东菱品牌“生活潮好玩”的品牌理念获得了市场的广泛认可。产品设计采用了大胆的撞色设计和年轻化的视觉语言，例如胶囊果蔬清洗机、面包机等产品，都以精致时尚的外观赢得了年轻消费者的喜爱。同时，东菱在保证产品品质的同时，将价格维持在相对亲民的水平。近年来推出的布艺清洗机、果蔬清洗机升级款、佐料机二代等产品，在功能创新的基础上坚持高性价比策略，不仅满足了用户的实际需求，也因合理的价格获得了消费者的普遍好评。这种“颜值与性价比并重”的产品策略，使东菱在竞争激烈的小家电市场中保持了稳定的增长势头。

图33: 东菱品牌打造独特视觉引力



资料来源: 公司官网, 中国银河证券研究院

图34: 东菱品牌颜值与性价比并重



资料来源: 京东评论区, 中国银河证券研究院

近年来, 东菱不断在产品创新上加大力度。2019年, 在巩固面包机和咖啡机等传统优势产品线的同时, 公司陆续推出了多功能早餐机、加热便当盒等网络爆款产品; 2020年, 东菱又推出了便携式电热水壶、便携式轻食杯、多功能空气炸锅等创新产品; 2021年, 公司成功打造了胶囊果蔬净化器等畅销产品; 2022年, 东菱成功推出了布艺清洗机、胶囊果蔬清洗机升级款等市场爆品; 到了2023年, 公司又推出了布艺清洗机二代、果蔬清洗机4.0版、佐料机二代、电蒸锅等热销产品。

(四) 抓住咖啡流行趋势, 依托咖啡供应链能力, 力推百胜图品牌

百胜图, 作为一家专注于专业咖啡机的品牌, 致力于中高端半自动意式咖啡机市场的开拓。该品牌在咖啡领域追求深度的专业化: 其产品设计强调制作咖啡的灵活性和精确控制, 例如研磨粗细的精细调节等细节, 并开发了专业配件以解决咖啡师的痛点问题。通过参与咖啡师竞赛和与精品咖啡店的合作, 百胜图在专业用户群体中树立了专业可靠的品牌形象。同时, 通过抖音等社交媒体平台普及咖啡知识, 培养大众对咖啡文化的认知, 使品牌既保持了专业性, 又不失亲和力。

新宝在咖啡机领域拥有其独特的优势, 是中国咖啡机出口的领军企业, 拥有丰富的专利技术储备。其主要客户涵盖了欧美地区的家电巨头和咖啡连锁品牌。咖啡机市场的发展前景十分广阔。一方面, 根据美团的数据, 中国咖啡店的数量正在快速增长, 咖啡文化在中国蓬勃发展; 另一方面, 家用咖啡机市场也在持续扩大。在这样的背景下, 新宝积极拓展国内市场。百胜图品牌起源于19世纪末的罗马, 自2002年起新宝开始为其代工, 2012年进入中国市场, 2017年被新宝全资收购。2021年, 公司借助百胜图品牌正式进军国内中高端咖啡机市场, 主打半自动意式咖啡机。

百胜图的品牌策略受到了摩飞成功经验的启发, 但选择了不同的差异化路径: 摩飞采取了场景化的广度路线, 而百胜图则专注于咖啡领域的深度专业性。品牌优先专注于半自动意式咖啡机市场, 既规避了德龙、飞利浦等外资品牌在全自动机型上的优势, 也迎合了国内消费者对咖啡DIY的热情。

在产品层面, 百胜图注重打造深度的专业性。其咖啡机在研磨粗细等各个环节都提供了更高的自由度, 并开发了如ALINE电动压粉器等专业配件。在营销上, 品牌首先从专业人群切入, 通过参与咖啡师比赛、与精品咖啡店合作等方式建立专业形象。2022年3月进驻抖音后, 也注重咖啡知识的普及和教育。品牌的创新实力也获得了认可, 其BAG-E6磨豆机荣获2023年德国IF设计金奖。

在消费者实际消费体验方面, 百胜图品牌以专业性和低门槛的使用体验赢得了咖啡爱好者的青睐。用户普遍反馈其半自动咖啡机在压力控制、温度稳定性等专业指标上表现出色, 能够满足追求精品咖啡品质的消费者需求。品牌还针对不同用户群体开发了差异化功能: 对专业用户, 提供可调节的研磨度等进阶功能; 对入门用户, 配备了智能预设程序和详细的咖啡制作指南。通过抖音、小

小红书等平台发布的咖啡知识和技巧教程，帮助用户快速掌握咖啡制作要领，提升用户体验。消费者普遍认为百胜图在专业性和易用性之间找到了良好的平衡，既保证了咖啡品质，又降低了使用门槛。

图35: 百胜图品牌利用场景化推广



资料来源: 公司官网, 中国银河证券研究院

图36: 百胜图品牌兼具专业性+低门槛



资料来源: 京东评论区, 中国银河证券研究院

五、可比公司对比，公司估值处于低位

(一) 相比小家电可比公司，新宝 ROE 可继续提升

我们选取苏泊尔、德昌股份、富佳股份、莱克电气、小熊电器五家小家电行业中相对优秀的可比公司，新宝 2023 年的 ROE 偏低。通过杜邦分析，可以看出，新宝的总资产周转率、权益系数并不低，主要是销售净利润率偏低一些。我们预计随着公司 2025 年开始的业绩改善，公司 ROE 表现将改善，也会带动公司估值提升。

图37：2023 年小家电可比公司杜邦分析

	ROE	=	销售净利率	×	总资产周转率	×	权益系数
新宝股份	13.4%		7.1%		1.1		1.9
苏泊尔	32.6%		10.2%		1.6		1.9
德昌股份	12.2%		11.6%		0.7		1.5
富佳股份	16.9%		9.9%		1.1		1.6
莱克电气	27.3%		12.7%		0.8		2.8
小熊电器	17.5%		9.5%		0.9		2.0

	毛利率	研发费用率	管理费用率	销售费用率
新宝股份	22.7%	3.8%	5.9%	4.0%
苏泊尔	26.3%	2.0%	1.8%	10.8%
德昌股份	19.1%	3.6%	4.4%	0.4%
富佳股份	20.2%	3.8%	3.7%	0.5%
莱克电气	25.6%	5.3%	2.9%	5.9%
小熊电器	36.6%	3.0%	4.0%	18.8%

资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

(二) 新宝处于历史估值区间偏低位置

与选取的小家电可比公司对比，A 股小家电行业算数平均值 PE 估值为 24.0x 2025e P/E；综合平均值 PE 估值为 18.9x 2025e P/E。新宝当前估值明显低于可比公司均值，和新宝股份估值接近的仅莱克电气。

表4：小家电可比公司估值表

股票代码	公司名称	收盘价 03-19	总市值 (亿元)	归母净利润 (百万元)			市盈率		
				2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
002032.SZ	苏泊尔	52.96	424.40	2,180	2,271	2,447	19.5	18.7	17.3
002242.SZ	九阳股份	10.42	79.92	389	194	357	20.5	41.2	22.4
603355.SH	莱克电气	26.90	154.27	1,117	1,211	1,373	13.8	12.7	11.2
603868.SH	飞科电器	38.21	166.44	1,020	602	715	16.3	27.7	23.3
002959.SZ	小熊电器	44.64	70.10	445	280	338	15.7	25.0	20.8
301332.SZ	德尔玛	11.29	52.11	109	151	179	47.9	34.5	29.1
605555.SH	德昌股份	27.10	100.91	322	408	517	31.3	24.7	19.5
603219.SH	富佳股份	19.36	108.69	261	235	268	41.6	46.3	40.5
603215.SH	比依股份	19.40	36.57	202	154	193	18.1	23.7	19.0
300824.SZ	北鼎股份	10.12	33.03	71	67	89	46.3	49.3	37.2
688793.SH	倍轻松	34.34	29.51	-51	19	62	-58.0	152.5	47.4
算术平均值							27.1	30.4	24.0
综合平均值							20.1	22.0	18.9
002705.SZ	新宝股份	16.45	133.55	977	1050	1241	13.8	12.7	10.8

资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

注：除新宝股份外，其他公司归母净利润预测值均为同花顺统计市场一致预期；均值计算剔除异常值倍轻松；综合平均值指总市值/总归母净利润

我们选取苏泊尔、德昌股份、莱克电气、富佳股份、小熊电器五家小家电行业中相对优秀的可比公司，对比历史 PE 估值区间。

从历史估值区间看，新宝股份处于历史估值的底部区域，类似的情况有莱克电气。其他公司位置相对较好，特别是德昌股份、富佳股份的估值处于历史估值的平均值上部。

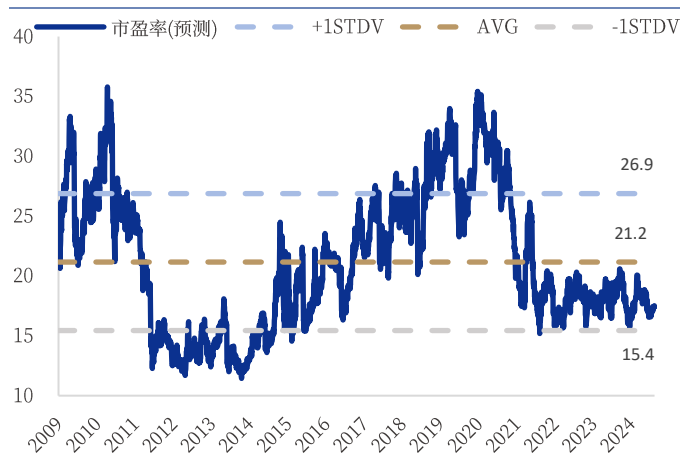
我们认为，新宝目前的估值具有很好的安全边际。

图38：新宝股份历史估值区间



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图39：苏泊尔历史估值区间



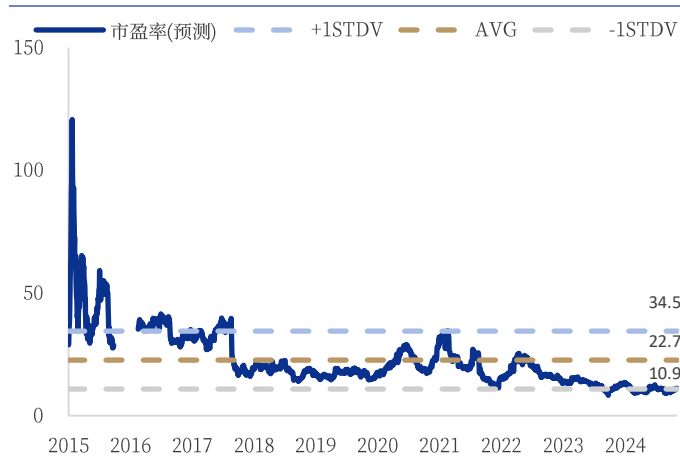
资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图40：德昌股份历史估值区间



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图41：莱克电气历史估值区间



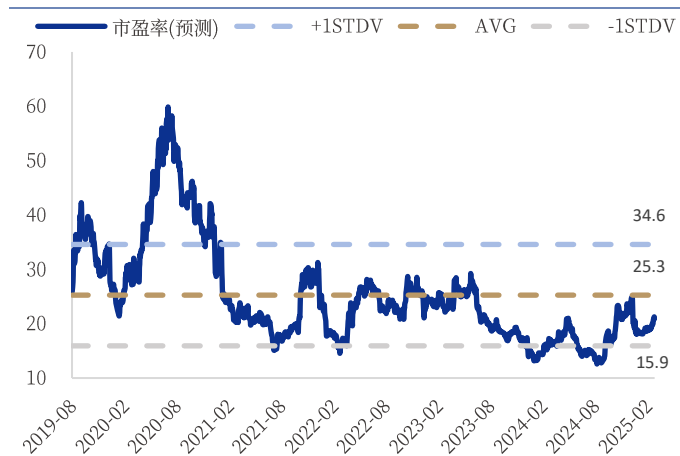
资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图42：富佳股份历史估值区间



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图43：小熊电器历史估值区间



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

投资建议：我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 10.50/12.41/14.71 亿元，2024-2026 CAGR 18.3%，高于市场预期；EPS 分别为 1.29/1.53/1.81 元。公司当前股价对应 2025 10.8x P/E，按 A 股可比公司，以及公司历史 PE 估值均值，我们预计公司估值可恢复到 2025 15~17x P/E，对应股价 22.93~25.98 元，涨幅空间 39~58%，首次给予“推荐”评级。

表5: 主要财务指标预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	14,647	16,821	19,005	21,765
收入增长率%	6.9	14.8	13.0	14.5
归母净利润(百万元)	977	1,050	1,241	1,471
利润增速%	1.6	7.5	18.2	18.5
摊薄 EPS(元)	1.19	1.29	1.53	1.81
PE	13.8	12.7	10.8	9.1

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

(三) 绝对估值: 股价合理区间在 22.14~27.64 元

我们采用 FCFE 方法进行绝对估值，折现率采用加权平均资本成本 WACC，具体包括无风险利率 R_f 、目标债务比率、股票市场预期平均收益率 R_m 、永续增长率、杠杆贝塔系数、债务成本 K_d 、税率。根据我们测算，得出公司合理每股价值约 22.14~27.64 元，对应市值区间为 180~224 亿元。

表6: FCFE 核心假设

指标	数值	说明
无风险利率 R_f	1.88%	以 10 年期国债收益率为参考;
市场的预期收益率 R_m	10.76%	参考沪深 300 历史平均收益水平
贝塔值(β)	0.91	公司相对于沪深 300
WACC	9.55%	$WACC = K_d * W_d(1-T) + K_e * (1-W_d)$
过渡期年数	3	公司为中国小家电龙头，品类持续扩张，自主品牌布局顺利发展，后续业务拓展空间较大，有望保持长期成长
过渡期增长率	9.00%	
永续增长率 g	2.50%	

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表7: WACC 估值敏感性分析表 (单位: 元/股)

		WACC						
		8.05%	8.55%	9.05%	9.55%	10.05%	10.55%	11.05%
永续增长率	1.00%	25.80	24.25	22.89	21.68	20.62	19.66	18.80
	1.50%	27.11	25.36	23.84	22.51	21.33	20.29	19.36
	2.00%	28.64	26.64	24.93	23.44	22.14	20.99	19.97
	2.50%	30.44	28.13	26.18	24.50	23.05	21.78	20.66
	3.00%	32.60	29.90	27.64	25.73	24.09	22.67	21.43
	3.50%	35.23	32.01	29.37	27.16	25.29	23.69	22.30
	4.00%	38.51	34.58	31.43	28.85	26.69	24.87	23.30

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

六、风险提示

小家电市场需求不足的风险，公司为小家电行业龙头企业，若市场需求不足，将对公司产品销售造成影响。

市场竞争加剧的风险，若行业竞争加剧，则产品存在降价风险，将对规模和盈利造成负面影响。

汇率波动的风险，公司外销收入占比较高，若汇率大幅波动，则可能产生大额汇兑收益或损失。

图表目录

图 1: 公司上市以来股价表现和主要驱动因素.....	4
图 2: 公司营业收入.....	5
图 3: 公司归母净利润.....	5
图 4: 公司 ROE、毛利率、归母净利率.....	5
图 5: 公司分地区毛利率.....	5
图 6: 中国家电行业年度出口额.....	6
图 7: 中国家电行业季度出口额.....	6
图 8: 公司季度外销营收.....	6
图 9: 公司年度营收按区域拆分.....	6
图 10: 公司半年度内外销毛利率.....	6
图 11: 公司半年度归母净利润率.....	6
图 12: 主要小家电公司出口业务毛利率.....	7
图 13: 公司前五大客户收入占比呈下降趋势.....	7
图 14: 美国个人消费支出: 小家电.....	8
图 15: 中国家电行业年度出口额.....	8
图 16: 公司海外客户资源.....	8
图 17: 公司自动化智造能力.....	9
图 18: 2020 年面对疫情影响, 新宝订单不降反增.....	9
图 19: 公司供应链数字化运营管理能力.....	10
图 20: 公司四大生产基地.....	11
图 21: 2020-2023 年小家电企业资本支出对比.....	11
图 22: 公司年度分红率.....	11
图 23: 2023 年小家电企业家电产销量情况.....	12
图 24: 2023 年小家电企业折旧与摊销费用占营业成本比重.....	12
图 25: 公司主要产品收入占比变化.....	13
图 26: 公司主要产品年度收入.....	13
图 27: 公司年度内销营业收入.....	16
图 28: 公司季度内销营业收入.....	16
图 29: 摩飞品牌收入.....	17
图 30: 公司品牌业务收入.....	17
图 31: 摩飞品牌关注白领女性精致生活需求.....	18
图 32: 摩飞品牌深获目标群体好评.....	18
图 33: 东菱品牌打造独特视觉引力.....	19
图 34: 东菱品牌颜值与性价比并重.....	19
图 35: 百胜图品牌利用场景化推广.....	20

图 36: 百胜图品牌兼具专业性+低门槛.....	20
图 37: 2023 年小家电可比公司杜邦分析	21
图 38: 新宝股份历史估值区间.....	22
图 39: 苏泊尔历史估值区间.....	22
图 40: 德昌股份历史估值区间.....	22
图 41: 莱克电气历史估值区间.....	22
图 42: 富佳股份历史估值区间.....	22
图 43: 小熊电器历史估值区间.....	22
表 1: 2023 年小家电企业财务数据对比.....	7
表 2: 前次美国加征关税情况梳理	14
表 3: 部分消费出口企业海外产能、供应链布局梳理	15
表 4: 小家电可比公司估值表	21
表 5: 主要财务指标预测.....	23
表 6: FCFE 核心假设	23
表 7: WACC 估值敏感性分析表 (单位: 元/股)	23

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	7,861	9,026	10,563	12,363
现金	3,699	4,279	5,266	5,891
应收账款	1,585	2,030	2,178	2,730
其它应收款	56	65	74	85
预付账款	106	125	141	160
存货	1,853	1,918	2,235	2,753
其他	562	609	668	744
非流动资产	6,570	6,724	6,772	6,744
长期投资	84	84	84	84
固定资产	3,764	3,888	3,936	3,908
无形资产	1,984	1,984	1,984	1,984
其他	738	768	768	768
资产总计	14,431	15,750	17,335	19,108
流动负债	6,520	6,874	7,614	8,298
短期借款	318	561	561	561
应付账款	1,369	1,499	1,693	1,921
其他	4,833	4,814	5,360	5,816
非流动负债	179	405	405	405
长期借款	109	323	323	323
其他	71	82	82	82
负债合计	6,700	7,279	8,019	8,702
少数股东权益	143	199	278	389
归属母公司股东权益	7,588	8,273	9,038	10,016
负债和股东权益	14,431	15,750	17,335	19,108
现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,909	1,809	2,294	1,948
净利润	1,047	1,105	1,320	1,581
折旧摊销	616	676	752	828
财务费用	88	26	35	35
投资损失	97	119	-2	-2
营运资金变动	99	-165	162	-526
其它	-39	47	27	32
投资活动现金流	-2,179	-955	-796	-796
资本支出	-1,975	-797	-798	-798
长期投资	-108	0	0	0
其他	-96	-158	2	2
筹资活动现金流	-557	-341	-511	-528
短期借款	142	243	0	0
长期借款	-568	214	0	0
其他	-130	-798	-511	-528
现金净增加额	-772	580	987	625

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	14,647	16,821	19,005	21,765
营业成本	11,316	13,164	14,864	16,866
营业税金及附加	97	93	105	121
营业费用	579	622	722	871
管理费用	860	942	1,102	1,306
财务费用	-85	-48	-50	-70
资产减值损失	1	-20	-16	-22
公允价值变动收益	18	0	0	0
投资净收益	-97	-119	2	2
营业利润	1,312	1,331	1,610	1,928
营业外收入	27	25	0	0
营业外支出	31	27	0	0
利润总额	1,307	1,329	1,610	1,928
所得税	261	223	290	347
净利润	1,047	1,105	1,320	1,581
少数股东损益	69	55	79	111
归属母公司净利润	977	1,050	1,241	1,471
EBITDA	1,839	1,957	2,312	2,686
EPS (元)	1.19	1.29	1.53	1.81

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	6.9%	14.8%	13.0%	14.5%
营业利润	2.4%	1.4%	21.0%	19.8%
归属母公司净利润	1.6%	7.5%	18.2%	18.5%
毛利率	22.7%	21.7%	21.8%	22.5%
净利率	6.7%	6.2%	6.5%	6.8%
ROE	12.9%	12.7%	13.7%	14.7%
ROIC	11.4%	11.3%	12.5%	13.4%
资产负债率	46.4%	46.2%	46.3%	45.5%
净负债比率	-37.0%	-39.4%	-46.4%	-47.5%
流动比率	1.21	1.31	1.39	1.49
速动比率	0.87	0.98	1.05	1.11
总资产周转率	1.07	1.11	1.15	1.19
应收账款周转率	10.56	9.31	9.03	8.87
应付账款周转率	8.75	9.18	9.31	9.33
每股收益	1.19	1.29	1.53	1.81
每股经营现金	2.35	2.23	2.83	2.40
每股净资产	9.35	10.19	11.13	12.34
P/E	13.84	12.72	10.76	9.08
P/B	1.76	1.61	1.48	1.33
EV/EBITDA	4.96	5.12	3.91	3.13
P/S	0.91	0.79	0.70	0.61

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

何伟，研究所副所长、大消费负责人。上海交通大学理学硕士。2009-2011 入职光大证券研究所担任家电分析师；2012-2024 入职中国国际金融股份有限公司担任家电首席分析师，董事总经理；于 2025 年加入中国银河证券股份有限公司研究院。2022 年、2023 年荣获 II China 机构投资者·财新资本市场分析师成就奖，可选消费行业最佳分析师（大陆&海外综合）第一。

刘立思，家电和轻工行业分析师。中央财经大学本硕，2022 年加入中国银河证券研究院，主要从事家电和轻工行业研究工作。

杨策，家电行业分析师。伦敦国王大学理学硕士，于 2018 年加入中国银河证券股份有限公司研究院，从事家电行业研究工作。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒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。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20% 之间
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~5% 之间
	回避：相对基准指数跌幅 5% 以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn