

# 新宝股份 (002705.SZ) 小家电出口延续改善趋势, 看好公司外销恢复性增长

2023年05月27日

——公司信息更新报告

**投资评级: 买入 (维持)**
**吕明 (分析师)**
**周嘉乐 (分析师)**
**陆帅坤 (联系人)**

lvming@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

lushuaikun@kysec.cn

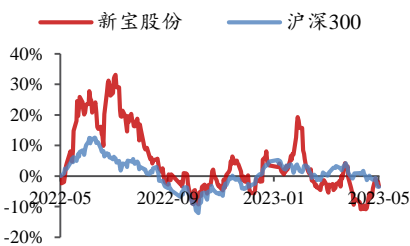
证书编号: S0790520030002

证书编号: S0790522030002

证书编号: S0790121060033

日期	2023/5/26
当前股价(元)	17.03
一年最高最低(元)	23.86/15.52
总市值(亿元)	140.79
流通市值(亿元)	140.15
总股本(亿股)	8.27
流通股本(亿股)	8.23
近3个月换手率(%)	72.74

## 股价走势图



数据来源: 聚源

## 相关研究报告

《2023Q1 外销承压, 建议关注海外客户回补库存及自主品牌长期发展——公司信息更新报告》-2023.5.4

《2022Q4 疫情扰动下内销平稳增长, 看好2023年内外销改善——公司信息更新报告》-2023.2.28

《2022Q3 内销超预期, 继续看好自主品牌稳健发展——公司信息更新报告》-2022.10.29

### ● 小家电出口延续改善趋势, 看好公司外销恢复性增长, 维持“买入”评级

2023年2月厨小电/家居环境品类出口复合增速出现改善, 4月延续改善趋势, 或潜在反映出口压力减弱而非仅积压订单释放及基数效应。此外公司主要客户库存去化逐步显效, 预期2023Q3海外库存回归常态。考虑到下游客户高库存压力趋缓, 低基数效应下公司外销有望迎恢复性增长, 我们维持盈利预测, 预计2023-2025年归母净利润为10.31/11.66/12.99亿元, 对应EPS为1.25/1.41/1.57元, 当前股价对应PE分别为13.7/12.1/10.8倍, 维持“买入”评级。

### ● 2023M2以来厨小电/家居环境电器出口改善趋势不减, 看好外销恢复性增长

回顾公司外销表现, 下游客户去库存压力使得公司2022Q3-Q4外销走弱, 2023Q1复合增速实际表现并不弱。2022Q2-2023Q1营收同比增速分别为-4%/-25%/-43%/-30%, 较2019年同期复合增速分别为15%/3%/0.3%/7%, 2023Q1同比较大幅度下滑或部分为基数影响, 基数影响之外2022Q3-Q4博世、伊莱克斯、飞利浦、松下等公司主要客户去库存压力为造成外销承压的主要原因。2023年2月以来厨小电/家居环境品类出口复合增速出现改善, 或潜在反映出口压力减弱而非仅积压订单释放及基数效应, 包括滴液式咖啡机、面包机、食品研磨机、电烤箱、水果蔬菜榨汁器、吸尘器、空气加湿器在内的多个品类复合增速延续改善趋势。微观角度上看, 公司主要客户2023Q1库存同比增速延续回落趋势, 此外我们预期2023H2海外库存或回归常态, 我们判断出口虽难言景气回升, 但改善趋势或将延续, 公司作为出口代工龙头企业, 低基数下外销恢复弹性较大。

### ● 原材料价格持续回落, 叠加人民币贬值, 利润端或延续较好表现

原材料方面, 2023年4月塑料价格指数/阴极铜价/铝价/螺纹钢平均价格同比分别-8%/-7%/-13%/-21%, 原材料成本下降有望继续支撑后续毛利率。汇率方面, 环比数据上看2023Q2人民币兑美元呈贬值趋势, 人民币贬值背景下外币净资产将带来汇兑收益。此外人民币汇率同比小幅贬值一定程度上将增厚报表端业绩。

### ● 风险提示: 人民币汇率大幅波动; 海外需求持续疲软; 原材料价格反弹等。

## 财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	14,912	13,696	14,188	15,422	16,870
YOY(%)	13.0	-8.2	3.6	8.7	9.4
归母净利润(百万元)	792	961	1,031	1,166	1,299
YOY(%)	-29.2	21.3	7.2	13.2	11.4
毛利率(%)	17.6	21.1	22.2	22.4	22.4
净利率(%)	5.3	7.0	7.3	7.6	7.7
ROE(%)	13.4	14.5	12.9	13.4	13.4
EPS(摊薄/元)	0.96	1.16	1.25	1.41	1.57
P/E(倍)	17.8	14.6	13.7	12.1	10.8
P/B(倍)	2.3	2.0	1.8	1.6	1.4

数据来源: 聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、收入端：出口改善趋势不改，公司外销有望率先迎恢复性增长.....	3
1.1、中观视角：厨小电/家居环境电器出口数据呈边际改善趋势.....	5
1.2、微观视角：下游客户/零售商库存压力趋缓.....	6
2、盈利端：原材料价格持续回落，人民币贬值有望增厚业绩.....	7
3、盈利预测与投资建议.....	7
4、风险提示.....	8
附：财务预测摘要.....	9

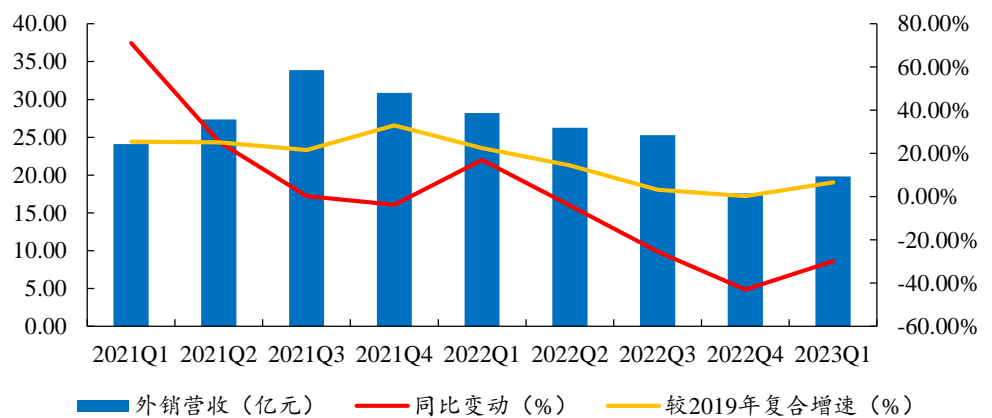
## 图表目录

图 1：2022Q3-Q4 外销同比增速及复合增速下降明显，2023Q1 虽同比增速高双位数下滑，但复合增速保持中高单位数增长.....	3
图 2：绝大部分厨小电/环境电器品类 2022Q3-Q4 出口复合增速回落甚至负增长.....	4
图 3：NEWELL、博世、伊莱克斯、飞利浦、松下、西门子、健伍德等公司主要下游客户库存于 2022Q3-Q4 达到历史高位.....	5
图 4：咖啡机、面包机、食品研磨机、电烤箱、吸尘器、空气增湿器或减湿器等多个品类出口复合增速边际改善.....	5
图 5：大部分品类同比增速自 2023 年 3 月出现明显改善，系积压订单释放及部分低基数效应.....	6
图 6：2022Q4 起部分公司库存规模同比下滑，2023Q1 大部分公司库存延续改善趋势.....	6
图 7：2022H2 原材料价格同比回落，2023 年 4 月保持同比下降趋势.....	7
图 8：2023 年 5 月以来人民币环比呈贬值趋势.....	7
图 9：2023 年以来人民币同比呈小幅贬值态势.....	7
表 1：早期公司主要品类为电热咖啡机、电热水壶、面包机、搅拌机、面包机等.....	3

## 1、收入端：出口改善趋势不改，公司外销有望率先迎恢复性增长

回顾公司 2022 年以来外销表现，下游客户去库存压力为公司 2022Q3-Q4 外销营收较 2019 年复合增速放缓的主要原因。季度趋势上看 2022Q1-2023Q1 营收同比增速分别为 17%/-4%/-25%/-43%/-30%，较 2019 年同期复合增速分别为 23%/15%/3%/0.3%/7%，2022Q3-Q4 同比增速及复合增速较大程度下降，2023Q1 同比增速虽高双位数下降，但复合增速保持中高单位数增长主要系同期外销超预期表现使得基数较高。

图1：2022Q3-Q4 外销同比增速及复合增速下降明显，2023Q1 虽同比增速高双位数下滑，但复合增速保持中高单位数增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

根据公司早期招股说明书，公司主要出口产品包括电热咖啡机、电热水壶、面包机、打蛋机、搅拌机、多士炉、电熨斗、果汁杯、电烤箱、吸尘器等，其中电热咖啡机、电热水壶、多士炉、搅拌机和面包机位列出口份额前列。近年来公司继续向家居护理、个护美容等领域拓展，逐步将品类拓展至电动牙刷、冲牙器、空气净化器、净水器、加湿器等，因此我们选取相关品类出口数据作拟合。

表1：早期公司主要品类为电热咖啡机、电热水壶、面包机、搅拌机、面包机等（金额单位：亿元）

主要品类	2010		2011		2012		2013H1	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
电热咖啡机	8.49	19.37%	8.28	17.15%	8.67	17.86%	3.92	18.17%
电热水壶	8.37	19.10%	7.91	16.38%	7.45	15.34%	3.48	16.12%
面包机	3.25	7.42%	5.19	10.74%	5.66	11.66%	2.16	10.02%
打蛋机	4.38	9.99%	5.28	10.93%	4.77	9.82%	2.08	9.63%
搅拌机	3.01	6.86%	3.41	7.06%	4.08	8.40%	2.05	9.50%
多士炉	3.27	7.45%	2.70	5.60%	2.99	6.16%	1.30	6.01%
电熨斗	1.95	4.46%	3.04	6.30%	3.20	6.59%	0.87	4.05%
果汁机	2.68	6.12%	2.81	5.83%	1.84	3.78%	0.83	3.85%
吸尘器	0.12	0.27%	0.43	0.90%	0.66	1.36%	0.78	3.62%
电烤箱	1.52	3.47%	1.44	2.99%	1.31	2.69%	0.60	2.78%
油炸锅	0.97	2.21%	1.05	2.18%	1.14	2.36%	0.15	0.72%

其他	5.82	13.28%	6.73	13.93%	6.80	13.99%	3.35	15.52%
----	------	--------	------	--------	------	--------	------	--------

数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司 2022 年外销营收表现与主要厨小电/环境电器品类出口趋势相当，2022Q3-Q4 主要品类出口复合增速回落甚至负增长。根据海关总署数据，2022Q1-Q2 咖啡机、多士炉、电烤箱、电烤面包机、电饭锅、微波炉、电炒锅、吸尘器、气体净化器出口数量复合增速保持正增长，但 2022Q3-Q4 出口数量复合增速回落明显甚至负增长，反映部分品类出口压力显现。其他电咖啡机或茶壶（含电热水壶）、自动面包机、其他家用电器器具（含电动牙刷）、水果或蔬菜榨汁器、食品研磨机及搅拌器、电磁炉、水净化器复合增速上看 2022 年至今保持正增长趋势，但大部分品类 2022Q3-Q4 复合增速有所回落。空气加湿器或减湿器 2022Q4 复合增速出现较大比例负增长。

**图2：绝大部分厨小电/环境电器品类 2022Q3-Q4 出口复合增速回落甚至负增长**

出口数量复合增速	滴滤式咖啡机	泵压式咖啡机	其他电咖啡机或茶壶	自动面包机	多士炉	食品研磨机及搅拌器	电烤箱	其他家用电器器具 (含电动牙刷)	水果或蔬菜榨汁器	电烤面包机
2022-01	-4.5%	7.5%	15.9%	20.6%	-2.4%	9.4%	-4.1%	15.3%	5.9%	0.4%
2022-02	18.5%	13.2%	18.5%	24.2%	18.3%	17.7%	15.7%	19.6%	7.6%	16.4%
2022-03	7.5%	-7.4%	21.0%	11.8%	3.7%	9.6%	8.0%	12.8%	5.7%	8.6%
2022-04	5.2%	9.4%	21.2%	23.1%	7.0%	11.9%	1.1%	18.7%	8.2%	7.3%
2022-05	-4.3%	-0.2%	10.7%	6.9%	-2.5%	4.7%	-2.7%	9.4%	5.1%	-0.2%
2022-06	3.8%	0.6%	16.5%	0.3%	-2.9%	8.8%	0.9%	14.3%	8.1%	7.2%
2022-07	-4.0%	1.5%	5.9%	9.3%	-7.4%	3.4%	-2.9%	11.5%	1.5%	0.4%
2022-08	-14.1%	-2.7%	3.2%	8.1%	-7.7%	-0.7%	-5.8%	8.5%	2.4%	-1.4%
2022-09	-10.6%	-3.6%	9.7%	4.2%	-8.8%	-0.4%	-2.4%	10.1%	5.2%	-6.0%
2022-10	-17.7%	-11.6%	13.1%	2.6%	-11.0%	-3.1%	-9.7%	3.0%	5.3%	-8.3%
2022-11	-7.2%	-9.3%	4.8%	15.9%	-5.2%	4.2%	-4.4%	2.5%	2.9%	-4.2%
2022-12	-4.4%	-6.0%	8.5%	5.2%	-5.9%	4.8%	-5.3%	-0.8%	0.5%	-7.6%
2023-01	-8.5%	-9.8%	12.7%	5.0%	-6.9%	3.2%	-9.2%	3.5%	4.7%	-6.5%
2023-02	-1.0%	-7.1%	14.4%	24.7%	-3.6%	3.8%	2.6%	4.4%	11.3%	-3.0%
2023-03	4.2%	-5.5%	26.3%	16.4%	4.2%	13.1%	4.8%	12.5%	18.8%	6.3%
2023-04	0.9%	-5.6%	16.0%	21.2%	-0.1%	9.7%	2.1%	7.0%	16.8%	0.2%

出口数量复合增速	电饭锅	微波炉	电炒锅	电磁炉	吸尘器	气体净化器	水净化器	电熨斗	电扇	空气加湿器及减湿器
2022-01	-2.4%	-0.1%	-0.2%	8.5%	4.0%	20.6%	6.8%	-4.7%	-21.5%	1.1%
2022-02	9.8%	9.8%	27.5%	9.3%	13.1%	22.7%	17.3%	-2.8%	-16.2%	-1.9%
2022-03	1.9%	5.7%	14.9%	3.5%	7.3%	7.7%	10.8%	-0.5%	-17.3%	-2.0%
2022-04	0.9%	10.5%	5.8%	2.5%	7.4%	3.8%	12.6%	-2.1%	-13.8%	6.0%
2022-05	1.8%	2.3%	8.6%	-1.1%	-2.1%	-27.3%	-0.5%	-4.8%	-19.7%	-5.7%
2022-06	3.4%	0.1%	10.1%	5.7%	4.0%	22.6%	9.6%	0.0%	-21.4%	18.2%
2022-07	0.3%	-0.4%	-11.8%	6.3%	1.2%	11.9%	2.7%	-5.1%	-26.9%	34.3%
2022-08	-1.5%	-4.4%	-18.3%	10.0%	-1.5%	11.1%	4.5%	-2.8%	-29.6%	6.1%
2022-09	6.2%	-4.2%	3.4%	8.0%	-1.6%	-0.4%	5.3%	-2.9%	-28.5%	-4.4%
2022-10	-1.4%	-9.7%	-9.0%	3.4%	-4.2%	-6.2%	1.3%	-2.1%	-30.5%	-14.8%
2022-11	-3.2%	-2.6%	12.9%	1.3%	0.8%	3.5%	4.4%	-1.5%	-27.7%	0.0%
2022-12	-1.6%	-1.3%	-2.7%	3.6%	-4.3%	-6.3%	-6.8%	-4.4%	-25.8%	-7.1%
2023-01	-5.5%	-5.3%	0.2%	2.0%	-1.2%	2.3%	4.4%	-3.6%	-16.0%	-5.8%
2023-02	7.9%	5.5%	22.6%	5.2%	3.6%	-1.8%	7.9%	-2.1%	-13.8%	19.3%
2023-03	6.3%	4.8%	17.8%	7.3%	8.2%	2.8%	14.4%	10.4%	-6.0%	19.3%
2023-04	2.4%	3.7%	11.3%	1.8%	8.6%	-1.8%	9.4%	2.0%	-7.3%	13.8%

数据来源：海关总署、开源证券研究所

下游客户高库存压力为 2022H2 外销疲软主要原因。公司出口业务客户较为分散，如 Jarden Group、Hamilton Beach（汉美驰）、Bosch(博世)、Electrolux（伊莱克斯）、Philips（飞利浦）、Panasonic（松下）、Siemens(西门子)、De' Longhi（德隆）、Kenwood（健伍德）、Morphy Richards（摩飞）、SEB（赛博）等都是公司主要下游客户，前五客户合计占比不到 30%。通过复盘公司主要下游客户以及海外零售商/品牌商库存绝对规模情况，发现大部分客户库存规模于 2022Q3 达到历史高点，2022Q4 部分客户库存规模有所回落但仍处于历史高位，例如 NEWELL、博世、伊莱克斯、飞利浦、松下、西门子、健伍德。

**图3: NEWELL、博世、伊莱克斯、飞利浦、松下、西门子、健伍德等公司主要下游客户库存于 2022Q3-Q4 达到历史高位**

整体库存规模	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	库存规模趋势
Hamilton Beach	1.6	1.5	1.8	1.8	2.0	2.2	2.4	1.6	1.3	
NEWELL (亿美元)	19.0	20.2	21.0	20.9	23.0	25.2	25.3	22.0	22.4	
博世有限公司 (BOS IN)	12985	—	16889	—	17293	—	16916	—	19029	
伊莱克斯 (亿欧元)	172	192	213	205	264	297	313	244	245	
飞利浦 (亿欧元)	—	32	—	35	—	41	—	40	—	
松下 (十亿日元)	833	918	996	1059	1133	1320	1436	1406	1289	
西门子 (亿欧元)	80	90	88	97	101	108	106	112	116	
De'Longhi 德隆 (亿欧元)	5.5	6.3	7.8	7.7	9.1	9.4	8.9	5.5	6.2	
Kenwood (十亿日元)	42.6	46.8	53.5	57.0	55.6	66.6	71.2	71.5	67.8	
CECONOMY (亿欧元)	35.1	34.4	31.1	36.1	36.2	33.8	31.8	33.5	30.61	
麦德龙 (亿欧元)	20.1	20.2	19.6	22.2	23.4	26.1	24.6	24.6	26.45	
UniEuro (亿欧元)	3.7	4.9	4.4	5.4	4.6	4.9	4.3	5.0	—	
Walmart (亿美元)	463.8	477.5	574.8	565.1	612.3	599.2	647.1	565.8	569.32	
Costco (亿美元)	139.8	142.2	169.4	164.9	176.2	179.1	185.7	160.8	—	
Target (亿美元)	105.4	112.6	149.6	139.0	150.8	153.2	171.2	135.0	126.16	
达乐公司 (亿美元)	51.0	52.8	53.0	56.1	60.9	69.4	71.4	67.6	—	
美元树 (亿美元)	36.0	36.7	43.2	43.7	48.0	54.2	56.6	54.5	—	
梅西百货 (亿美元)	42.3	43.0	61.4	43.8	49.6	46.1	64.0	46.3	—	
诺德斯特龙 (亿美元)	19.6	21.8	28.6	22.9	24.3	24.0	28.8	19.4	—	
Bestbuy (亿美元)	57.2	64.2	85.5	59.7	62.6	60.4	72.9	51.4	—	
科恩 (亿美元)	2.0	2.2	2.6	2.5	2.6	2.6	2.6	2.4	—	
Home Depot (亿美元)	191.8	189.1	205.8	220.7	253.0	260.9	257.2	248.9	253.7	
Lowe's (亿美元)	183.8	173.2	166.9	176.1	202.4	193.3	198.2	185.3	195.2	
Bed Bath & Beyond (亿美元)	16.7	15.6	15.9	19.1	17.3	17.6	15.8	14.4	—	
Amazon (亿美元)	238.5	241.2	309.3	326.4	349.9	381.5	366.5	344.1	341.7	
Silverline (百万TRY)	77.7	93.2	102.4	147.6	134.1	191.0	201.3	198.3	181.3	
Spectrum (亿美元)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
A.O.史密斯 (亿美元)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
日本永旺集团 (十亿日元)	542.9	556.4	527.9	566.1	555.1	581.1	577.5	634.4	596.7	
乐天百货公司 (十亿韩元)	1364	1315	1267	1395	1587	1552	1499	1386	1482	

数据来源: 彭博、开源证券研究所

### 1.1、中观视角: 厨小电/家居环境电器出口数据呈边际改善趋势

剔除基数效应后的复合增速自 2023 年 2 月出现改善, 2023Q3 低基数效应下外销恢复性增长可期。同比增速上看大部分品类出口自 2023 年 3 月出现改善, 主要系积压订单释放及同期低基数, 例如自动面包机、食品研磨机、水果蔬菜榨汁器、吸尘器、水净化器、电熨斗、电扇、空气增湿器或减湿器。复合增速上看大部分品类自 2023 年 2 月出现改善, 或潜在反映出口压力减弱而非仅依靠积压订单及低基数效应, 包括滴液式咖啡机、面包机、食品研磨机、电烤箱、水果蔬菜榨汁器、电饭锅、微波炉、吸尘器、空气增湿器或减湿器, 复合增速呈边际改善趋势。

**图4: 咖啡机、面包机、食品研磨机、电烤箱、吸尘器、空气增湿器或减湿器等多个品类出口复合增速边际改善**

出口数量复合增速	滴液式咖啡机	泵压式咖啡机	其他电咖啡机或茶壶	自动面包机	多士炉	食品研磨机及搅拌机	电烤箱	其他家用电动器具 (含电动牙刷)	水果或蔬菜榨汁器	电烤面包机
2022-01	-4.5%	7.5%	15.9%	20.6%	-2.4%	9.4%	-4.1%	15.3%	5.9%	0.4%
2022-02	18.5%	13.2%	18.5%	24.2%	18.3%	17.7%	19.6%	19.6%	7.6%	16.4%
2022-03	7.5%	-7.4%	21.0%	11.8%	3.7%	9.6%	8.0%	12.8%	5.7%	8.6%
2022-04	5.2%	9.4%	21.2%	23.1%	7.0%	11.9%	1.1%	18.7%	8.2%	7.3%
2022-05	-4.3%	-0.2%	10.7%	6.9%	-2.5%	4.7%	-2.7%	9.4%	5.1%	-0.2%
2022-06	3.8%	0.6%	16.5%	0.3%	2.9%	8.8%	0.9%	14.3%	8.1%	7.2%
2022-07	-4.0%	1.5%	5.9%	9.3%	-7.4%	3.4%	-2.9%	11.5%	1.5%	0.4%
2022-08	-14.1%	-2.7%	3.2%	8.1%	-7.7%	-0.7%	-5.8%	8.5%	2.4%	-1.4%
2022-09	-10.6%	-3.6%	9.7%	4.2%	-8.8%	0.4%	-2.4%	10.1%	5.2%	-6.0%
2022-10	-17.7%	-11.6%	13.1%	2.6%	-11.0%	-3.1%	-9.7%	3.0%	5.3%	-8.3%
2022-11	-7.2%	-9.3%	4.8%	15.9%	-5.2%	4.2%	-4.4%	2.5%	2.9%	-4.2%
2022-12	-4.4%	-6.0%	8.5%	5.2%	-5.9%	4.8%	-5.3%	-0.8%	0.5%	-7.6%
2023-01	-8.5%	-9.8%	12.7%	5.0%	-6.9%	3.2%	-9.2%	3.5%	4.7%	-6.5%
2023-02	-10.0%	-7.1%	14.4%	24.7%	-3.6%	3.8%	2.6%	4.4%	11.3%	-3.0%
2023-03	4.2%	-5.5%	26.3%	16.4%	4.2%	13.1%	4.8%	12.5%	18.8%	6.3%
2023-04	0.9%	-5.6%	16.0%	21.2%	-0.1%	9.7%	2.1%	7.0%	16.8%	0.2%

出口数量复合增速	电饭锅	微波炉	电炒锅	电磁炉	吸尘器	气体净化器	水净化器	电熨斗	电扇	空气增湿器及减湿器
2022-01	-2.4%	-0.1%	-0.2%	8.5%	4.0%	20.6%	6.8%	-4.7%	-21.5%	1.1%
2022-02	9.8%	9.8%	27.5%	9.3%	13.1%	22.7%	17.3%	-2.8%	-16.2%	-1.9%
2022-03	1.9%	5.7%	14.9%	3.5%	7.3%	7.7%	10.8%	-0.5%	-17.3%	-2.0%
2022-04	0.9%	10.5%	5.8%	2.5%	7.4%	3.8%	12.6%	-2.1%	-13.8%	6.0%
2022-05	1.8%	2.3%	8.6%	-1.1%	-2.1%	-27.3%	-0.5%	-4.8%	-19.7%	-5.7%
2022-06	3.4%	0.1%	10.1%	5.7%	4.0%	22.6%	9.6%	0.0%	-21.4%	18.2%
2022-07	0.3%	-0.4%	-11.8%	6.3%	1.2%	11.9%	2.7%	-5.1%	-26.9%	34.3%
2022-08	-1.5%	-4.4%	-18.3%	10.0%	-1.5%	11.1%	4.5%	-2.8%	-29.6%	6.1%
2022-09	6.2%	-4.2%	3.4%	8.0%	-1.6%	-0.4%	5.3%	-2.9%	-28.5%	-4.4%
2022-10	-1.4%	-9.7%	-9.0%	3.4%	-4.2%	-6.2%	1.3%	-2.1%	-30.5%	-14.8%
2022-11	-3.2%	-2.6%	12.9%	1.3%	0.8%	3.5%	4.4%	-1.5%	-27.7%	0.0%
2022-12	-1.6%	-1.3%	-2.7%	3.6%	-4.3%	-6.3%	-6.8%	-4.4%	-25.8%	-7.1%
2023-01	-5.5%	-5.3%	0.2%	2.0%	-1.2%	2.3%	4.4%	-3.6%	-16.0%	-5.8%
2023-02	7.9%	5.5%	22.6%	5.2%	3.6%	-1.8%	7.9%	-2.1%	-13.8%	19.3%
2023-03	6.3%	4.8%	17.8%	7.3%	8.2%	2.8%	14.4%	10.4%	-6.0%	19.3%
2023-04	2.4%	3.7%	11.3%	1.8%	8.6%	-1.8%	9.4%	2.0%	-7.3%	13.8%

数据来源: 海关总署、开源证券研究所

**图5：大部分品类同比增速自 2023 年 3 月出现明显改善，系积压订单释放及部分低基数效应**

出口数量同比增速	滴液式咖啡机	泵压式咖啡机	其他电咖啡机或茶壶	自动面包机	多士炉	食品研磨机及搅拌机	电烤箱	其他家用电器(含电动牙刷)	水果或蔬菜的榨汁器
2022-01	0.4%	24.0%	12.7%	-37.3%	-6.3%	-3.0%	-29.5%	7.5%	-7.4%
2022-02	-22.3%	-7.7%	-13.4%	-65.8%	-20.8%	-25.3%	-36.5%	-11.3%	-46.6%
2022-03	-12.7%	-11.1%	16.4%	-34.8%	-10.4%	-15.9%	-18.7%	1.6%	-8.6%
2022-04	26.7%	20.7%	21.6%	-33.4%	8.9%	-13.9%	-32.0%	18.0%	-8.5%
2022-05	-12.1%	16.0%	15.4%	-42.7%	-12.0%	-19.8%	-34.6%	2.1%	-12.4%
2022-06	-17.5%	1.4%	5.1%	-64.3%	-22.7%	-30.2%	-39.9%	5.8%	-17.6%
2022-07	-13.0%	1.6%	9.9%	-30.1%	-26.7%	-26.7%	-38.1%	7.6%	-8.8%
2022-08	-36.4%	-9.1%	-7.7%	-51.4%	-42.1%	-36.5%	-42.1%	-21.0%	-17.6%
2022-09	-37.4%	-32.0%	2.4%	-46.9%	-35.5%	-36.3%	-45.3%	-15.4%	-7.0%
2022-10	-46.9%	-50.7%	13.5%	-41.8%	-47.6%	-40.8%	-51.3%	-20.4%	-25.1%
2022-11	-43.3%	-55.8%	29.1%	-16.4%	-37.8%	-38.3%	-40.6%	-23.9%	-30.5%
2022-12	-36.4%	-52.9%	1.8%	-3.6%	-33.8%	-22.0%	-33.0%	-21.7%	-16.2%
2023-01	-19.6%	-46.7%	3.8%	-30.5%	-19.2%	-13.1%	-23.1%	-25.0%	1.2%
2023-02	-42.3%	-48.6%	3.2%	26.1%	-47.8%	-28.8%	-28.3%	-30.5%	23.1%
2023-03	-5.2%	0.4%	43.3%	31.4%	5.8%	24.1%	-4.2%	11.3%	68.3%
2023-04	-10.8%	-39.3%	1.9%	15.9%	-18.8%	3.3%	5.1%	-21.7%	47.0%

出口数量同比增速	电烤面包机	电饭锅	微波炉	电炒锅	电磁炉	吸尘器	气体净化器	水净化器	电熨斗	电扇	空气增湿器及减湿器
2022-01	-11.2%	8.0%	-2.9%	-14.3%	8.9%	-14.4%	-34.7%	-13.2%	13.4%	5.8%	-23.4%
2022-02	-27.2%	-4.9%	-3.7%	-31.7%	-20.5%	-26.7%	-53.2%	-17.9%	-19.2%	-8.1%	-43.6%
2022-03	-11.8%	0.0%	-4.1%	-1.8%	-14.6%	-18.6%	-39.6%	-9.5%	9.3%	-9.3%	-49.8%
2022-04	-6.0%	-2.3%	13.9%	-25.4%	2.1%	-21.6%	-22.3%	0.6%	27.4%	-1.4%	-3.5%
2022-05	-26.6%	10.9%	0.2%	-9.2%	22.1%	-28.8%	-35.6%	-11.1%	13.1%	-3.4%	-10.3%
2022-06	-34.2%	11.8%	-14.1%	-16.4%	32.6%	-29.4%	-32.1%	1.8%	-1.6%	-7.2%	10.1%
2022-07	-16.9%	9.8%	-23.9%	-0.4%	15.3%	-12.6%	-32.2%	-3.8%	20.6%	-8.5%	94.1%
2022-08	-36.2%	1.2%	-23.2%	-10.5%	41.1%	-27.7%	-43.5%	-8.1%	-2.8%	0.3%	-11.1%
2022-09	-45.8%	14.8%	-36.6%	2.8%	7.6%	-27.2%	-48.3%	-27.6%	3.0%	7.1%	-37.5%
2022-10	-50.1%	11.1%	-34.9%	2.1%	-8.6%	-37.9%	-53.6%	-19.5%	4.0%	5.8%	-40.0%
2022-11	-41.4%	0.3%	-27.7%	10.0%	3.9%	-20.2%	-32.1%	-0.8%	-0.7%	1.7%	-15.3%
2022-12	-41.5%	-11.9%	-30.7%	-23.8%	-17.3%	-32.2%	-40.5%	-24.2%	-10.9%	-3.6%	-22.0%
2023-01	-24.7%	-14.1%	-19.6%	1.2%	-15.4%	-15.1%	-37.5%	-2.4%	0.1%	2.8%	-23.9%
2023-02	-43.8%	2.4%	-6.5%	8.9%	-6.1%	-20.6%	-49.7%	-15.9%	-0.1%	-6.4%	114.4%
2023-03	-0.4%	21.0%	2.2%	27.1%	19.2%	11.2%	-10.6%	25.8%	50.9%	38.2%	115.0%
2023-04	-18.5%	7.2%	-14.1%	29.6%	-0.2%	12.4%	-16.7%	0.4%	15.4%	15.2%	40.9%

数据来源：海关总署、开源证券研究所

## 1.2、微观视角：下游客户/零售商库存压力趋缓

伴随下游客户库存压力趋缓，叠加低基数效应，有望进一步强化 2023Q3 外销恢复性增长预期。从库存同比数据上看，汉美驰、NEWELL、伊莱克斯、德隆等客户库存自 2022Q4 以来逐步回落，其中 NEWELL 和伊莱克斯 2023Q1 库存同比下滑，松下、西门子、Kenwood 等 2023Q1 库存同比增速延续回落趋势，海外零售商/品牌商库存同比亦延续回落趋势。根据相关前瞻，伊莱克斯预期 2023H2 欧美需求企稳，我们判断 2023Q3 起出口虽难恢复高景气，但改善趋势或将延续，公司作为出口代工龙头企业，低基数下外销恢复弹性较大。

**图6：2022Q4 起部分公司库存规模同比下滑，2023Q1 大部分公司库存延续改善趋势**

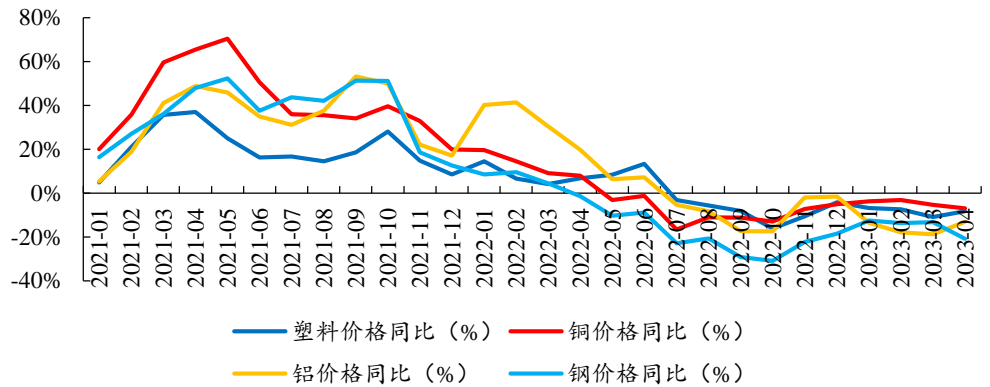
整体库存同比(%)	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
Hamilton Beach	19%	47%	38%	-15%	-33%
NEWELL	21%	25%	20%	6%	-2%
博世有限公司	33%		0%		10%
伊莱克斯	53%	54%	47%	19%	-7%
松下	36%	44%	44%	33%	14%
西门子	27%	20%	20%	15%	14%
De'Longhi 德隆	67%	48%	14%	-28%	-33%
Kenwood (十亿日元)	31%	42%	33%	25%	22%
CECONOMY	3%	-2%	2%	-7%	-15%
麦德龙	17%	29%	25%	11%	13%
UniEuro	24%	-1%	-1%	-7%	
Walmart	32%	25%	13%	0%	-7%
Costco	26%	26%	10%	-2%	
Target	43%	36%	14%	-3%	-16%
Home Depot (亿美元)	32%	38%	25%	13%	0%
Lowe's	10%	12%	19%	5%	-4%
Bed Bath & Beyond	3%	13%	-1%	-25%	
Amazon	47%	58%	18%	5%	-2%
Silverline	73%	105%	96%	34%	35%
Spectrum	-1%	-10%	39%	8%	-27%
A.O.史密斯	56%	49%	47%	15%	3%
日本水旺集团	2%	4%	9%	12%	7%
乐天百货公司	16%	18%	18%	-1%	-7%

数据来源：彭博、开源证券研究所

## 2、盈利端：原材料价格持续回落，人民币贬值有望增厚业绩

原材料价格方面，塑料、铜、铝、钢价维持同比下降趋势，或支撑毛利率提升。2022年7月以来原材料价格同比回落，2023年4月塑料价格指数/阴极铜价/铝价/螺纹钢平均价格同比分别-8%/-7%/-13%/-21%。公司存货周转天数60-70天，原材料成本下降有望继续利好Q2-Q3毛利率企稳。

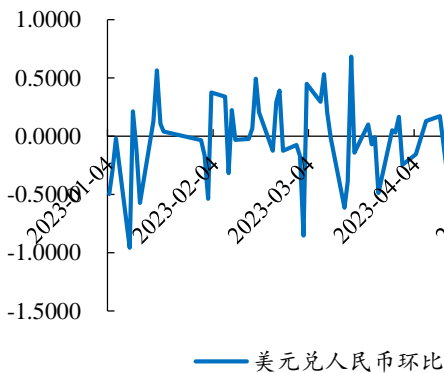
图7：2022H2 原材料价格同比回落，2023年4月保持同比下降趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

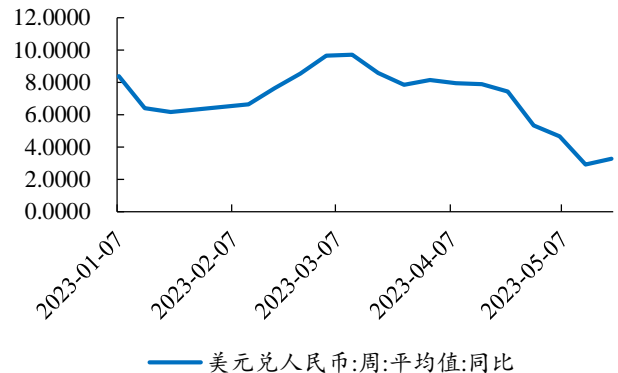
汇率方面，环比数据上看2023Q2人民币兑美元呈贬值趋势，2023年5月19日人民币兑美元汇率再破7.0，人民币贬值背景下外币净资产将带来汇兑收益，2022年人民币贬值周期中公司汇兑收益达2.4亿元。同比数据上看2023年初以来仍有小幅贬值，同比小幅贬值一定程度上增厚报表端业绩。

图8：2023年5月以来人民币环比呈贬值趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2023年以来人民币同比呈小幅贬值态势



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 3、盈利预测与投资建议

2023年2月厨小电/家居环境品类出口复合增速出现改善，4月延续改善趋势，或潜在反映出口压力减弱而非仅积压订单释放及基数效应。此外公司主要客户库存去化逐步显效，预期2023Q3海外库存回归常态。考虑到下游客户高库存压力趋缓，低基数效应下公司外销有望迎恢复性增长，我们维持盈利预测，预计2023-2025年净利润为10.31/11.66/12.99亿元，对应EPS为1.25/1.41/1.57元，当前股价对应PE分别为13.7/12.1/10.8倍，维持“买入”评级。

#### 4、风险提示

人民币汇率大幅波动；海外需求持续疲软；原材料价格反弹等。



**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	8374	8014	10747	10960	13363
现金	3603	4484	5724	6826	7512
应收票据及应收账款	1653	1337	1817	1569	2156
其他应收款	47	64	36	81	43
预付账款	92	77	98	93	116
存货	2653	1666	2747	2037	3196
其他流动资产	325	386	324	355	340
<b>非流动资产</b>	4253	4851	4577	4425	4277
长期投资	106	108	115	121	137
固定资产	2583	3288	3070	2956	2831
无形资产	515	516	546	542	531
其他非流动资产	1050	939	846	805	778
<b>资产总计</b>	12627	12865	15324	15385	17640
<b>流动负债</b>	6393	4999	6555	5979	7371
短期借款	438	177	238	284	233
应付票据及应付账款	4484	3290	4722	4020	5473
其他流动负债	1471	1533	1596	1675	1666
<b>非流动负债</b>	78	761	613	470	327
长期借款	0	677	529	385	242
其他非流动负债	78	84	84	84	84
<b>负债合计</b>	6471	5760	7169	6449	7698
少数股东权益	73	127	147	175	213
股本	827	827	827	827	827
资本公积	2055	1976	1976	1976	1976
留存收益	3448	4247	5069	6093	7270
<b>归属母公司股东权益</b>	6083	6977	8008	8761	9729
负债和股东权益	12627	12865	15324	15385	17640

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	846	1423	1396	1964	1594
净利润	825	1030	1051	1194	1337
折旧摊销	425	479	472	480	524
财务费用	49	-252	71	77	84
投资损失	-158	-3	-14	-14	-23
营运资金变动	-376	-270	-90	288	-262
其他经营现金流	81	440	-94	-61	-67
<b>投资活动现金流</b>	-805	-1099	-82	-274	-298
资本支出	1078	1038	191	321	361
长期投资	99	-72	-7	-7	-16
其他投资现金流	174	10	115	53	78
<b>筹资活动现金流</b>	-661	405	-73	-588	-610
短期借款	339	-261	61	46	-51
长期借款	0	677	-148	-144	-143
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	-79	0	0	0
其他筹资现金流	-1000	69	14	-490	-415
<b>现金净增加额</b>	-660	882	1241	1102	686

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	14912	13696	14188	15422	16870
营业成本	12287	10804	11039	11967	13091
营业税金及附加	79	99	97	99	105
营业费用	440	479	539	555	590
管理费用	779	785	851	894	962
研发费用	442	479	525	555	607
财务费用	49	-252	71	77	84
资产减值损失	-7	2	-12	-6	-6
其他收益	60	59	40	40	40
公允价值变动收益	-82	-70	80	50	50
投资净收益	158	3	14	14	23
资产处置收益	9	1	0	0	0
<b>营业利润</b>	977	1281	1226	1395	1566
营业外收入	21	28	18	13	18
营业外支出	12	53	15	13	14
<b>利润总额</b>	986	1257	1229	1395	1569
所得税	161	227	178	201	232
<b>净利润</b>	825	1030	1051	1194	1337
少数股东损益	33	69	20	28	38
<b>归属母公司净利润</b>	792	961	1031	1166	1299
EBITDA	1330	1657	1587	1724	1911
EPS(元)	0.96	1.16	1.25	1.41	1.57

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	13.0	-8.2	3.6	8.7	9.4
营业利润(%)	-28.9	31.1	-4.3	13.8	12.3
归属于母公司净利润(%)	-29.2	21.3	7.2	13.2	11.4
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	17.6	21.1	22.2	22.4	22.4
净利率(%)	5.3	7.0	7.3	7.6	7.7
ROE(%)	13.4	14.5	12.9	13.4	13.4
ROIC(%)	11.5	12.2	10.7	11.1	11.4
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	51.2	44.8	46.8	41.9	43.6
净负债比率(%)	-50.1	-49.9	-58.7	-67.0	-69.0
流动比率	1.3	1.6	1.6	1.8	1.8
速动比率	0.9	1.2	1.2	1.5	1.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.2	1.1	1.0	1.0	1.0
应收账款周转率	9.1	10.2	9.7	9.9	9.8
应付账款周转率	7.8	7.7	7.9	7.8	7.8
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.96	1.16	1.25	1.41	1.57
每股经营现金流(最新摊薄)	1.02	1.72	1.69	2.38	1.93
每股净资产(最新摊薄)	7.36	8.44	9.69	10.60	11.77
<b>估值比率</b>					
P/E	17.8	14.6	13.7	12.1	10.8
P/B	2.3	2.0	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	8.2	6.3	5.9	4.7	3.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn