



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

家电行业专题分析

基数走低，收入弹性可期

——小家电行业出口研究

西南证券研究发展中心
家电研究团队
2023年6月

核心观点

- **投资逻辑**：我国已经成为全球家电生产制造的重要加工国，海外市场需求变化一定程度影响到我国家电出口表现。我们从海外市场零售商库存变化进一步分析我国家电出口趋势的演变；从出口产品基数的变化以及汇率波动趋势深入分析小家电个股未来的经营变化。我们认为随着零售商库存回落叠加出口基数走低，未来小家电企业出口将稳步向好。
- **收入端：外销基数走低，收入弹性可期**。长期来看，海外市场发展较久，产品保有量相对较高，市场需求以更新升级为主，我国出口订单相对比较稳定。短期来看，我国出口订单与海外市场库存、人民币与美元汇率、中美贸易关税等有关。从海外市场零售商的库销比来看，海外库存水平环比已经有所降低，随着海外零售商库存进一步降低，预计我国家电出口将逐步向好。2023年3-5月，国内家电出口金额分别为83.4/80.4/76.1亿美元，同比增长12.2%/2.6%/0.7%，家电出口数据已经出现了一定的回暖趋势。综合来看，我们认为随着出口基数回落，叠加海外渠道去库存告一段落，预计国内家电出口将持续好转。
- **盈利端：原材料+汇率助益，盈利向好**。原材料价格经过1-2年的波动上行之，逐步进入下行通道。2022年下半年大宗原材料价格环比、同比均呈现下降趋势。2023Q1国内ABS现货价、LME铜现货价、LME铝现货价分别同比减少20.6%、10.7%、27%。在原材料价格逐步回落的过程中，家电企业盈利逐步呈现好转趋势。考虑到原材料价格回落传导到企业端存在一定的滞后，并且去年Q2原材料价格依旧在高位，我们认为家电企业今年Q2毛利率将延续改善趋势。此外，2023Q2以来人民币汇率有所波动，预计对于出口企业也将带来一定正面影响。
- **投资建议**：一方面国内企业外销收入基数逐步走低，另一方面随着海外市场库存水平的降低，海外市场有望逐步开启补库存，家电企业外销收入有望重回增长节奏。原材料价格对于盈利端的改善持续延续，此外近期汇率波动也将带来一定的正面影响，我们认为家电出口占比较高的企业业绩端将延续改善的趋势。推荐关注西式小家电龙头**新宝股份**、空气炸锅代工企业**比依股份**、清洁电器代工企业**莱克电气**、**富佳股份**等。
- **风险提示**：人民币汇率大幅波动风险、海外市场需求修复不及预期风险。

目 录

◆ **收入端：外销基数走低，收入弹性可期**

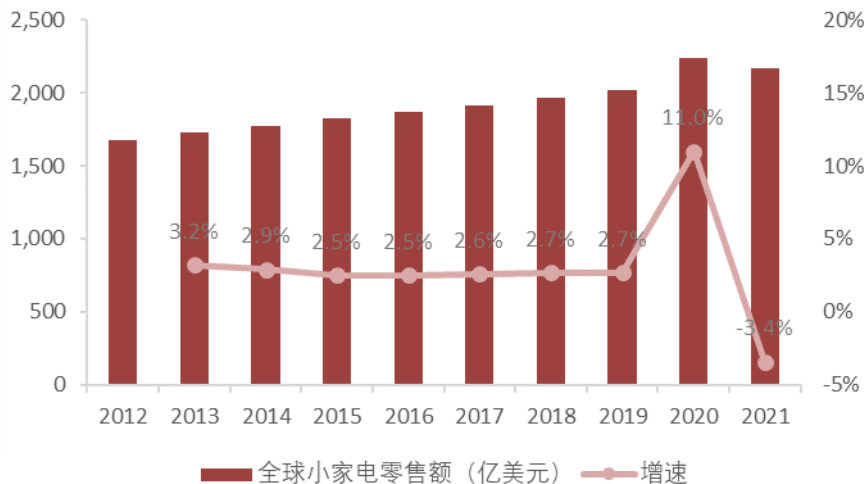
◆ **盈利端：原材料+汇率助益，盈利向好**

◆ **重点公司推荐**

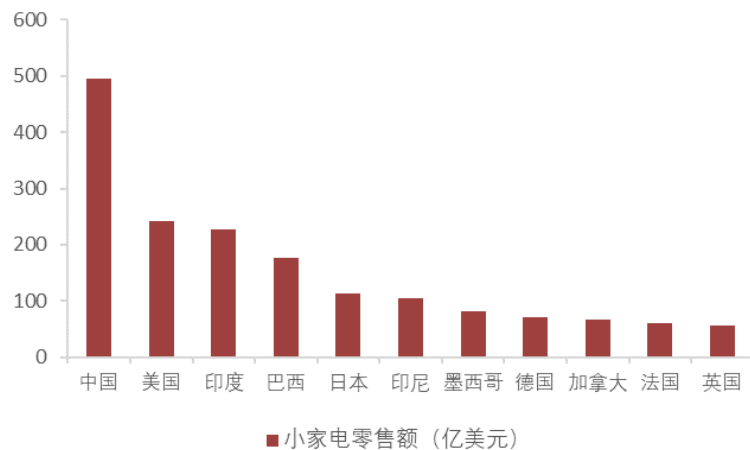
行业情况：外销基数走低，收入弹性可期

- **全球小家电行业稳健发展**：近10年，全球小家电行业的市场规模由2012年的1673亿美元增长至2021年的2164亿美元，基本保持2%-3%的稳定增速。疫情居家，小家电需求有所催化，2020年全球市场规模同比增长11%。部分需求提前释放，2021年市场规模有所回落。长期来看，传统产品更新升级，新兴品类不断涌现，小家电行业空间广阔。短期来看，在部分需求提前释放以及消费需求走弱的背景下，小家电行业规模出现一定负增长。
- **中国是全球最大的小家电消费国**：随着居民收入水平的提升和消费的升级，消费者对提升生活品质的需求增加，主打智能化、差异化、健康养生的小家电产品取得突破增长。国内小家电市场规模不断提升，目前已成为全球最大的小家电消费国。2020年中国小家电零售额为495亿美元，是第二大消费国美国的1.05倍，市场需求可观。

全球小家电市场规模及增速



2020年主要国家小家电市场规模



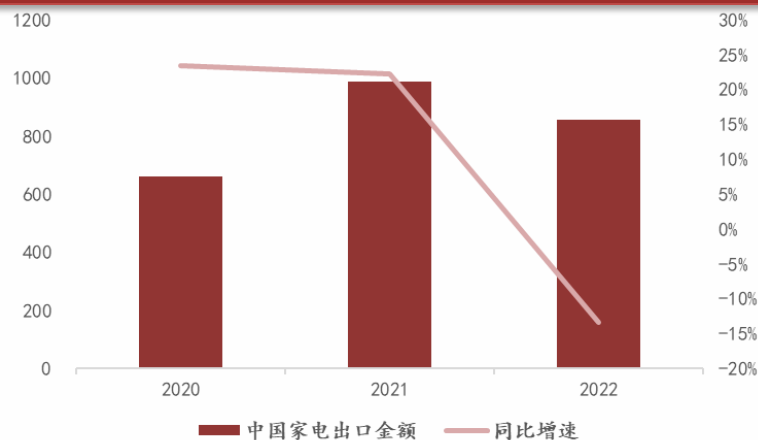
数据来源：Statista，西南证券整理

www.swsc.com.cn

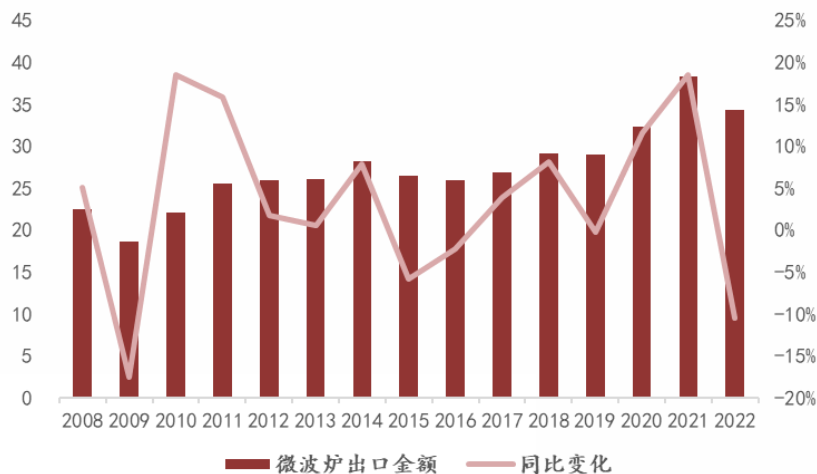
行业情况：外销基数走低，收入弹性可期

□ **我国是家电制造大国，出口占比较高**：中国目前拥有全球最大的小家电产能，得益于先进的家电制造能力、规模化的产业链集群和高效的供应链，为小家电企业出海创造了条件。2020-2021年，受益于海外产能转移及防控下海外需求释放影响，国内家电出口金额连续两年同比实现20%以上的增长。2022年，受到海外零售商去库存影响，家电出口金额同比回落。以微波炉为例，2022年微波炉出口金额同比减少10.5%。分地区来看，国内家电出口以欧盟、美国为主，占比整体呈上升趋势。

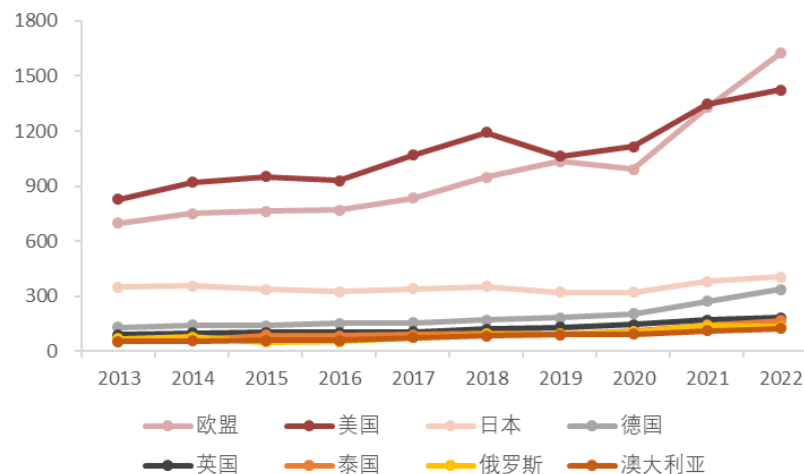
2020至今国内家电出口金额及其同比（亿美元）



微波炉出口金额（亿美元）



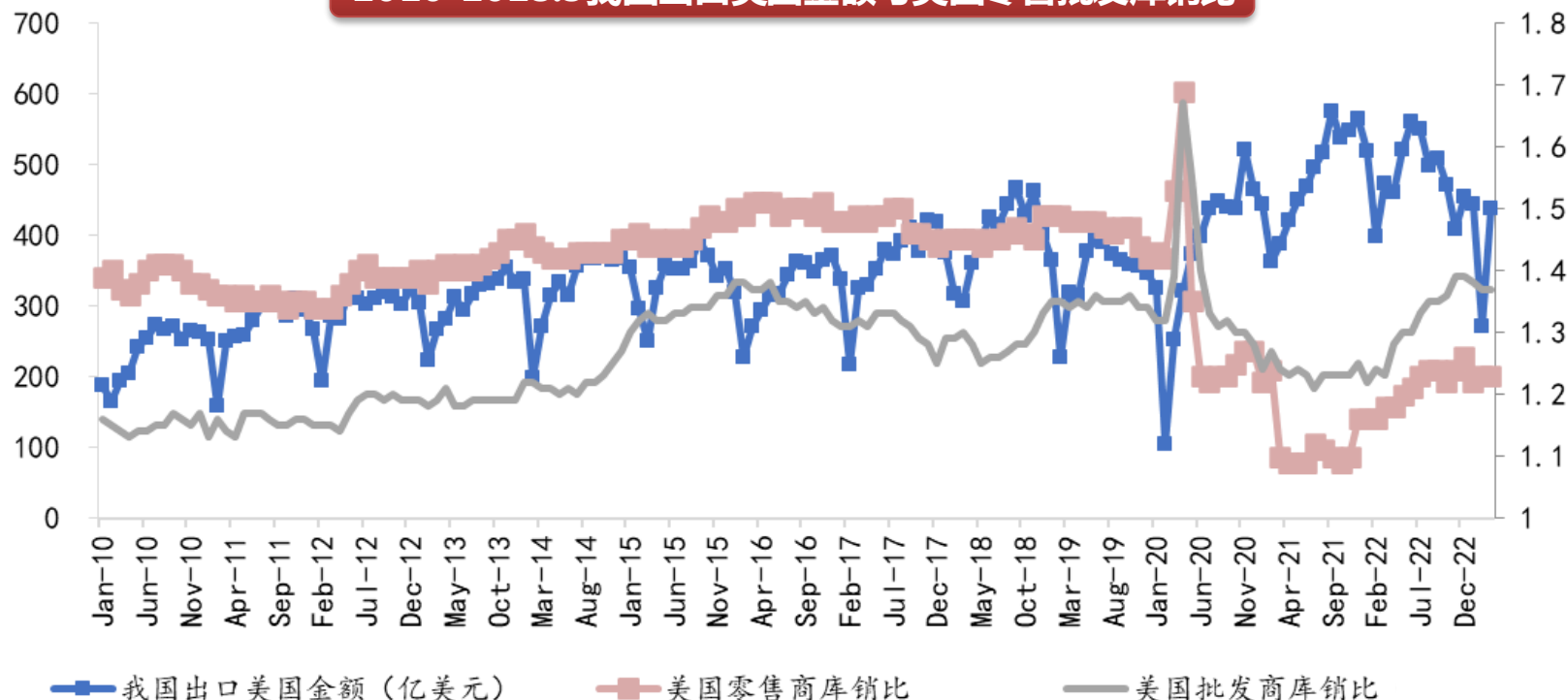
国内家电出口额地区分布（亿美元）



行业情况：外销基数走低，收入弹性可期

- 长期来看，海外市场发展较久，产品保有量相对较高，市场需求以更新升级为主，我国出口订单相对比较稳定。
- 短期来看，我国出口订单与海外市场库存、人民币与美元汇率、中美贸易关税等有关。考虑到美国市场在我国出口中占比较高，我们以美国市场为例，分析我国短期出口未来的演变趋势。
- 从宏观层面来看，我国出口金额与美国批发商和零售商的库存存在较高的负相关关系。截止目前美国零售商库销比、批发商库销比相较于2022年年底有所下滑。其中2023年3月美国零售商的库销比已经位于近10年以来的15%的分位数，美国市场零售商去库存告一段落，有望率先开启补库存。

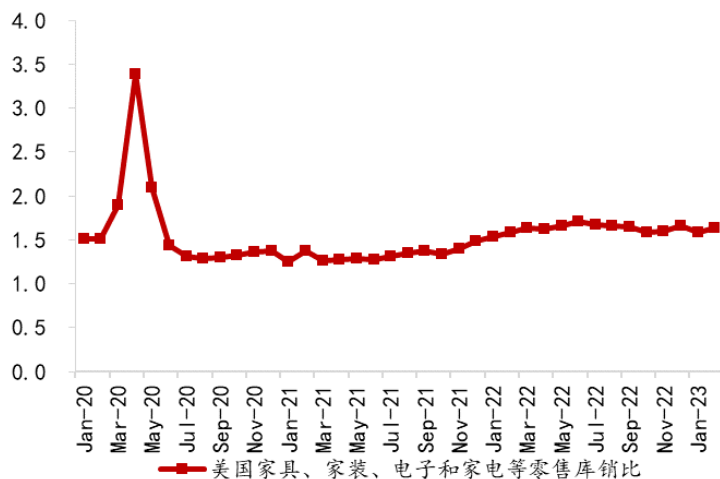
2010-2023.3我国出口美国金额与美国零售批发库销比



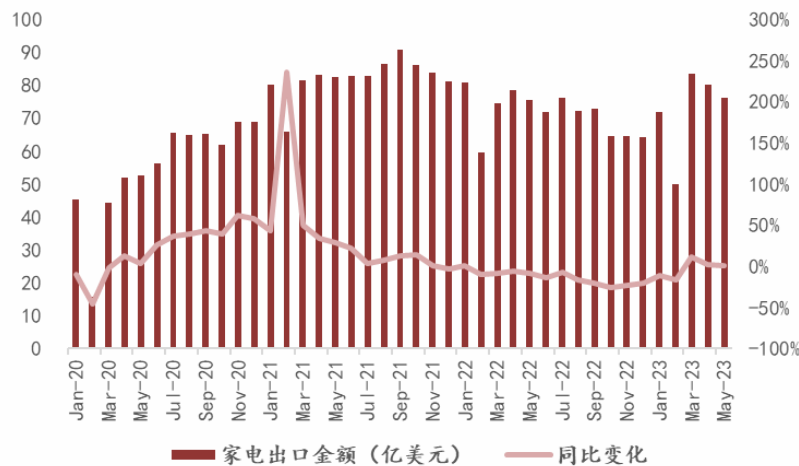
行业情况：外销基数走低，收入弹性可期

- 具体到家电品类来看，自2022年1月起，美国市场家电零售商库销比环比呈现上升的趋势，在2022年6月达到峰值。截止到2023年2月，美国市场家电零售商的库存比相较于2022年底有了一定程度的下降。2023年2月，美国家具、家装、电子和家电零售库存比为1.64，位于近十年内65%的历史分位数。
- 从我国家电的出口来看，自2022年2月起，家电出口金额就同比出现一定的回落趋势，在2022年10月家电出口金额降幅达到峰值，随后出口降幅逐步收窄。2023年3-5月，国内家电出口金额分别为83.4/80.4/76.1亿美元，同比增长12.2%/2.6%/0.7%，家电出口数据已经出现了一定的回暖趋势。
- 整体来看，国内家电出口变化略滞后于海外零售商库销比变化。当期海外零售商的库存比相较于去年年底已经有所下降，但是尚未恢复到此前较低的水平。随着海外库存水平进一步降低，预计我国家电出口将逐步向好。综合来看，我们认为随着出口基数回落，叠加海外渠道去库存告一段落，乐观预计国内家电出口将持续好转。

2020-2023.2美国家具家电等零售商库销比



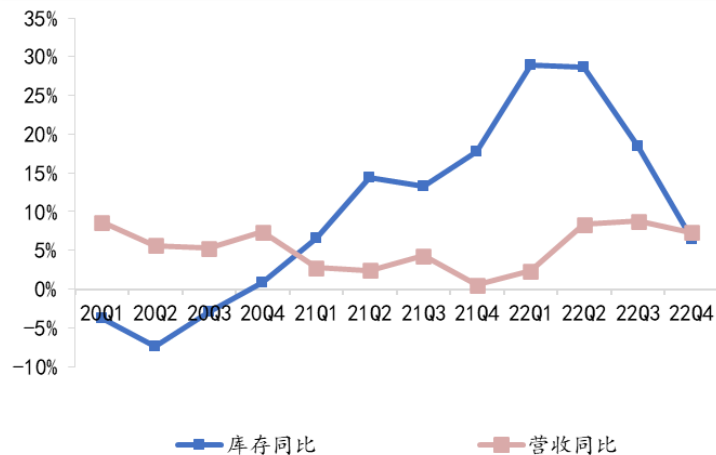
2020-2023.5国内家电出口金额及同比



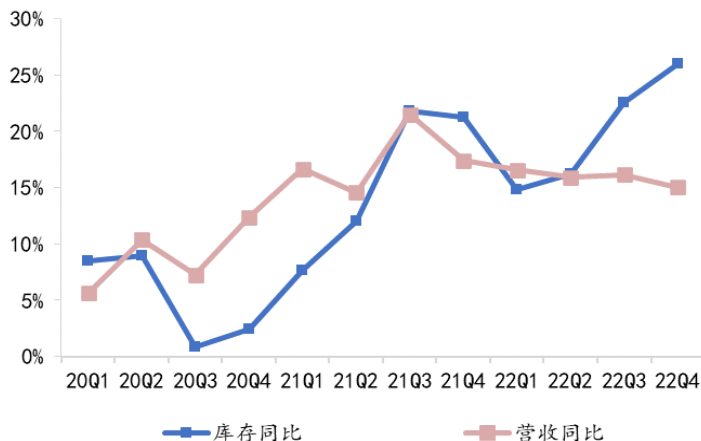
行业情况：外销基数走低，收入弹性可期

- 从海外重要的零售商情况来看，去库存取得阶段性效果。2022Q4沃尔玛/Costco/Target存货增速分别为6.4%/26%/6.1%，营收增速分别为7.3%/15%/1.3%，其中沃尔玛库存增速低于营收增速。
- 从库销比来看，沃尔玛/Costco/Target库销比环比呈现下降趋势。2022Q4沃尔玛/Costco/Target库销比分别为0.37/0.25/0.49，位于近五年历史分位数59%/42%/23%。
- 海外重要零售商去库存效果有所显现，有望逐步开启补库存节奏。

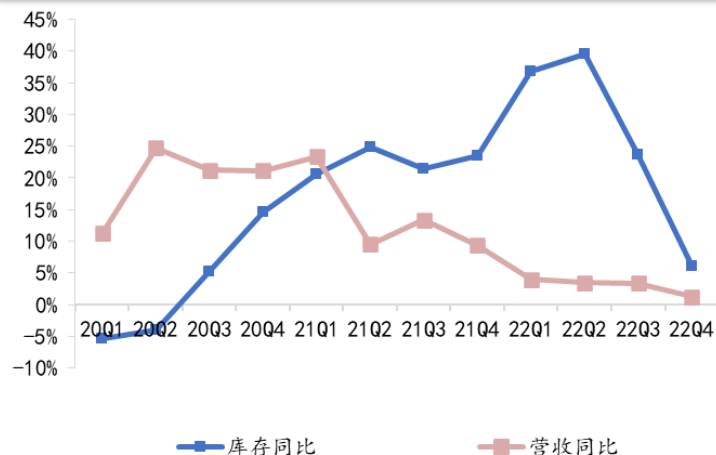
沃尔玛单季度营收库存同比变化



Costco单季度营收库存同比变化



Target单季度营收业绩同比变化



行业情况：外销基数走低，收入弹性可期

2021-2023.2家电细分品类出口数量同比

□ 从细分品类来看，部分家电产品出口已经转正。2023年4月，空调、冰箱、洗衣机等出口数量同比实现增长。

□ 电烤面包机、吸尘器已经连续两年出口数量有所下滑，基数基本回落到近2年的最低。考虑到海外去库存告一段落，有望逐步开启补库存，以电烤面包机等为主的小家电出口也有望逐步迎来好转。

日期/产品	Jan-22	Feb-22	Mar-22	Apr-22	May-22	Jun-22	Jul-22	Aug-22	Sep-22	Oct-22	Nov-22	Dec-22	Jan-23	Feb-23	Mar-23	Apr-23
空调	5%	4%	-11%	-13%	-19%	-33%	-12%	-17%	-4%	-25%	-13%	-23%	2%	-14%	-5%	1%
冰箱	-9%	-13%	-10%	-11%	-18%	-23%	-22%	-23%	-35%	-40%	-37%	-37%	-15%	-21%	-8%	3%
洗衣机	-12%	-16%	-22%	-28%	-18%	-16%	16%	8%	11%	5%	2%	9%	13%	18%	45%	57%
电扇	6%	-8%	-9%	-1%	-3%	-7%	-9%	0%	7%	6%	2%	-4%	3%	-6%	39%	16%
微波炉	-3%	-4%	-4%	14%	0%	-14%	-24%	-23%	-37%	-35%	-28%	-31%	-20%	-7%	2%	-14%
电炒锅	-14%	-32%	-2%	-25%	-9%	-16%	0%	-10%	3%	2%	10%	-24%	1%	9%	27%	30%
吹风机	11%	-12%	21%	12%	23%	2%	2%	-20%	2%	-8%	-13%	-14%	-20%	-15%	28%	6%
电磁炉	9%	-21%	-15%	2%	22%	33%	15%	41%	8%	-9%	4%	-17%	-15%	-6%	19%	0%
电动剃须刀	5%	-17%	-6%	-7%	3%	5%	-2%	1%	-3%	-10%	-7%	-3%	-7%	9%	71%	30%
电饭锅	8%	-5%	0%	-2%	11%	12%	10%	1%	15%	11%	0%	-12%	-14%	2%	21%	7%
电烤面包机	-11%	-27%	-12%	-6%	-27%	-34%	-17%	-36%	-46%	-50%	-41%	-42%	-25%	-44%	0%	-19%
电热干手器	-29%	-5%	8%	-26%	-9%	15%	-12%	12%	-21%	-26%	-19%	-21%	42%	-52%	84%	56%
电热水器	-12%	-26%	-12%	-17%	-3%	-18%	-11%	-9%	-1%	-20%	0%	-3%	10%	6%	14%	43%
电熨斗	13%	-19%	9%	27%	13%	-2%	21%	-3%	3%	4%	-1%	-11%	0%	0%	51%	15%
干衣机	32%	-54%	71%	6%	230%	-11%	136%	54%	20%	124%	48%	28%	41%	126%	109%	58%
干燥机	-2%	-14%	-22%	2%	49%	-3%	-4%	-6%	-4%	-16%	-21%	-19%	-8%	14%	38%	5%
咖啡机和电茶壶	9%	-17%	-5%	22%	3%	-6%	-3%	-21%	-24%	-28%	-25%	-27%	-17%	-30%	14%	-13%
净水器	-13%	-18%	-10%	1%	-11%	2%	-4%	-8%	-28%	-19%	-1%	-24%	-2%	-16%	26%	0%
吸尘器	-14%	-27%	-19%	-22%	-29%	-29%	-13%	-28%	-27%	-38%	-20%	-32%	-15%	-21%	11%	25%
油烟机	-16%	-18%	-17%	-6%	-10%	-10%	-24%	-33%	-40%	-51%	-40%	-30%	-23%	-19%	14%	-19%
洗碗机	-15%	6%	-19%	15%	24%	13%	-7%	-4%	-33%	-32%	-31%	-13%	-14%	-22%	-4%	-17%
饮水机	-14%	-8%	-9%	5%	-10%	-25%	0%	5%	-14%	-22%	-17%	-20%	-11%	-9%	13%	11%
液晶电视	15%	-2%	0%	17%	28%	28%	30%	21%	5%	-6%	2%	-4%	7%	3%	25%	7%

目 录

◆ **收入端：外销基数走低，收入弹性可期**

◆ **盈利端：原材料+汇率走低，盈利向好**

◆ **重点公司推荐**

行业分析：原材料+汇率助益，盈利向好

原材料价格经过1-2年的波动上行之后，逐步进入下行通道。2022年下半年大宗原材料价格环比、同比均呈现下降趋势。2023Q1国内ABS现货价、LME铜现货价、LME铝现货价分别同比减少20.6%、10.7%、27%。

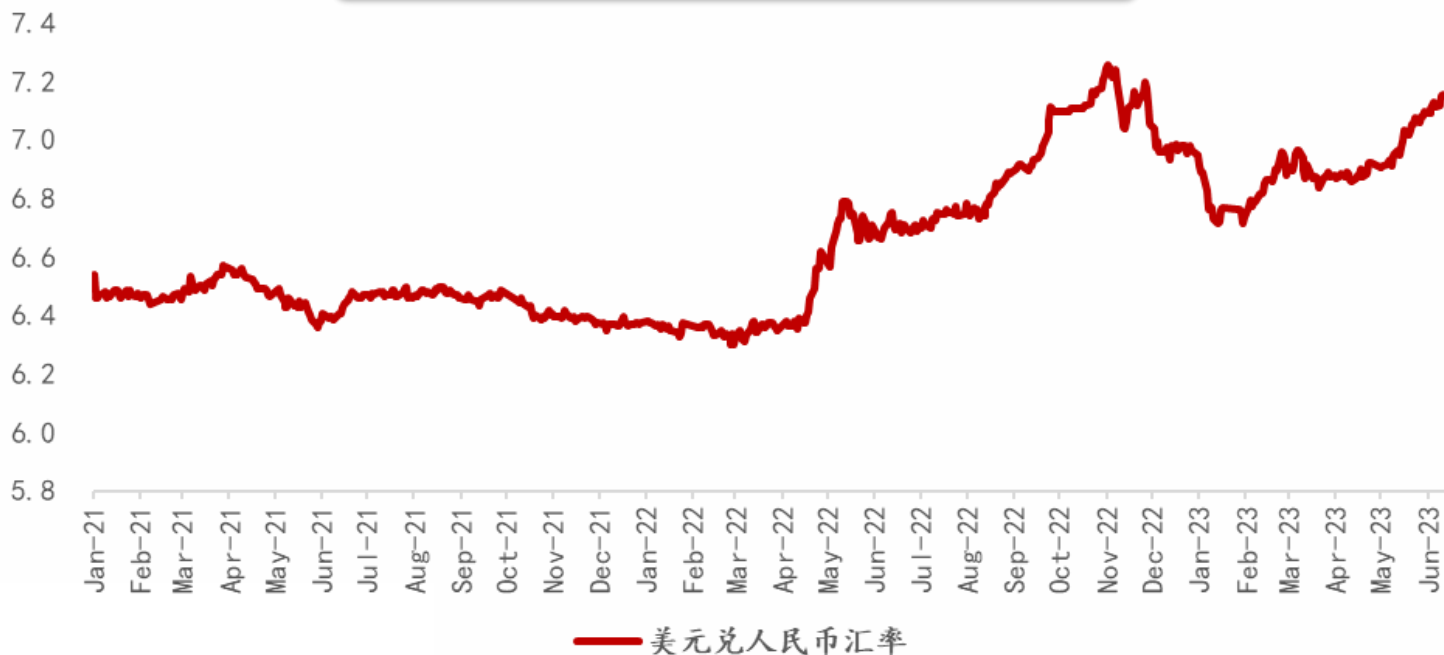
在原材料价格逐步回落的过程钟，家电企业盈利逐步呈现好转趋势。考虑到原材料价格回落传导到企业端存在一定的滞后，并且去年Q2原材料价格依旧在高位，我们认为家电企业今年Q2毛利率将延续改善趋势。

大宗原材料现货价同比变化												
大宗原材料	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1			
ABS		46%	65%	39%	-1%	-14%	-25%	-32%	-28%	-21%		
LME铜		51%	81%	44%	35%	18%	-2%	-17%	-18%	-11%		
LME铝		24%	60%	55%	44%	56%	20%	-11%	-16%	-27%		
公司单季度毛利率同比变化												
公司简称	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1			
美的集团	-2.14%	-2.43%	0.13%	-6.40%	-0.82%	0.62%	-0.31%	8.42%	1.86%			
海尔智家	1.04%	3.13%	2.40%	-0.03%	0.05%	0.25%	0.56%	-0.29%	0.16%			
格力电器	6.94%	0.72%	-1.24%	-9.71%	-0.77%	1.65%	2.55%	3.10%	3.76%			
海信家电	0.18%	-3.24%	-3.09%	-9.56%	-2.20%	-1.19%	1.35%	5.92%	2.59%			
老板电器	0.82%	1.90%	-4.34%	-10.44%	-4.78%	-8.64%	-3.42%	4.72%	2.23%			
火星人	-0.03%	1.98%	-7.81%	-10.40%	-3.20%	-5.84%	0.62%	2.16%	2.68%			
浙江美大	4.59%	2.93%	-1.72%	-4.61%	-1.34%	-13.96%	-6.52%	-8.31%	-2.82%			
亿田智能	-6.74%	2.64%	1.09%	-4.55%	-0.66%	1.86%	4.18%	1.28%	5.83%			
帅丰电器	0.87%	0.50%	-7.17%	-3.56%	-2.98%	-3.72%	3.50%	1.65%	3.37%			
苏泊尔	2.52%	-0.57%	-0.13%	-13.62%	-1.13%	0.68%	-0.01%	10.65%	-0.14%			
九阳股份	-1.90%	-2.21%	0.05%	-10.20%	-4.81%	0.89%	0.25%	6.35%	1.24%			
新宝股份	-4.65%	-10.89%	-8.81%	0.47%	-2.42%	4.27%	6.53%	6.07%	5.28%			
北鼎股份	-7.57%	-3.89%	-4.18%	3.37%	0.50%	-3.80%	-1.52%	1.06%	3.36%			
小熊电器	-0.08%	-4.12%	-1.05%	5.24%	1.61%	0.18%	2.86%	7.81%	2.59%			
比依股份	--	--	--	-5.17%	-2.14%	3.28%	5.10%	9.29%	8.16%			
飞科电器	3.79%	5.88%	3.48%	9.48%	9.91%	5.76%	4.27%	6.98%	2.02%			
极米科技	5.04%	7.07%	6.67%	0.41%	2.57%	-1.04%	-2.06%	0.34%	-2.94%			
科沃斯	8.29%	11.49%	4.58%	10.05%	2.75%	-0.49%	-0.85%	0.58%	1.15%			
石头科技	4.10%	1.10%	-6.26%	-6.72%	-2.15%	-2.91%	0.65%	5.98%	2.36%			
莱克电气	-4.17%	-6.40%	-2.71%	-2.80%	1.35%	-0.71%	-3.92%	7.79%	6.22%			
德昌股份	--	--	-7.48%	-4.29%	0.40%	-2.46%	-0.78%	-4.71%	-1.58%			
富佳股份	--	--	-2.69%	-1.69%	3.45%	2.41%	3.20%	4.01%	-3.15%			
倍轻松	0.58%	4.77%	-2.84%	-7.61%	-2.78%	-11.88%	-4.37%	-8.69%	5.13%			
荣泰健康	-1.04%	-5.79%	-7.97%	5.83%	-2.61%	-2.60%	2.58%	0.92%	1.84%			
奥佳华	-1.34%	-6.49%	-13.79%	1.28%	-5.53%	-1.87%	9.32%	9.44%	11.04%			

行业分析：原材料+汇率助益，盈利向好

- 汇率方面，出口企业大多采用美元结算。自2022年4月起美元兑人民币汇率呈现波动上升的趋势。2022Q2-2022Q4美元兑人民币汇率分别环比提升了0.3/0.2/0.2pp。美元兑人民币汇率快速上升，给出口企业带来了一定的汇兑收益，主要体现在了2022年第二、三季度。2023年美元兑人民币汇率也逐步呈现上升的趋势，对于出口企业存在一定的正面影响。

2021年至今美元兑人民币汇率走势



行业分析：原材料+汇率走低，盈利向好

- 由于国内家电企业出口交易大多以美元结算为主，美元兑人民币汇率波动将对公司经营业绩形成一定的影响。2022年美元兑人民币汇率波动较大，出口占比加高的企业大多都实现了一定的汇兑收益，对经营业绩形成了一定的正面影响。

2018-2022汇率变化及公司汇兑损益

	2018	2019	2020	2021	2022	
美元兑人民币平均汇率	6.62	6.90	6.90	6.45	6.72	
同比变化	-0.13	0.28	0.00	-0.45	0.27	
汇兑损益 (亿元)	富佳股份	0.19	0.01	-0.39	-0.12	0.60
	德昌股份	0.16	0.03	-0.62	-0.25	1.51
	莱克电气	0.04	0.20	-1.57	-0.74	3.09
	比依股份	0.05	0.03	-0.24	-0.08	0.31
	新宝股份	0.23	0.18	-2.35	-0.64	1.27
	荣泰健康	0.1	0.04	-0.30	-0.16	0.26
	奥佳华	0.27	0.34	-1.59	-0.97	1.57

目 录

◆ **收入端：外销基数走低，收入弹性可期**

◆ **盈利端：原材料+汇率走低，盈利向好**

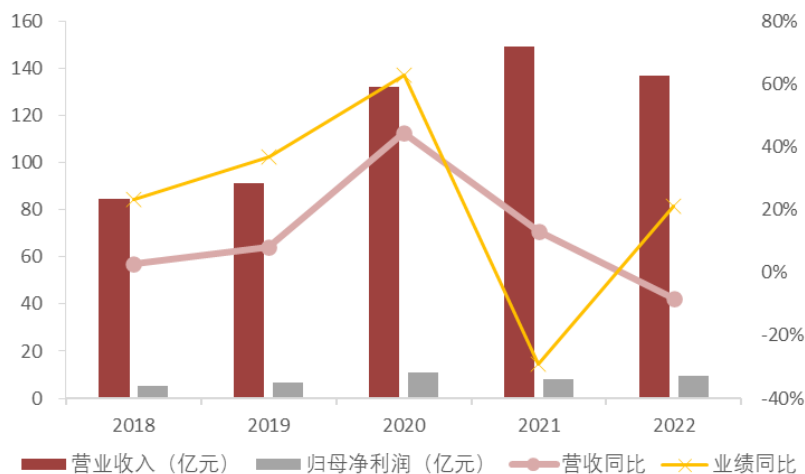
◆ **重点公司推荐**

新宝股份：小家电代工龙头，产品矩阵持续丰富

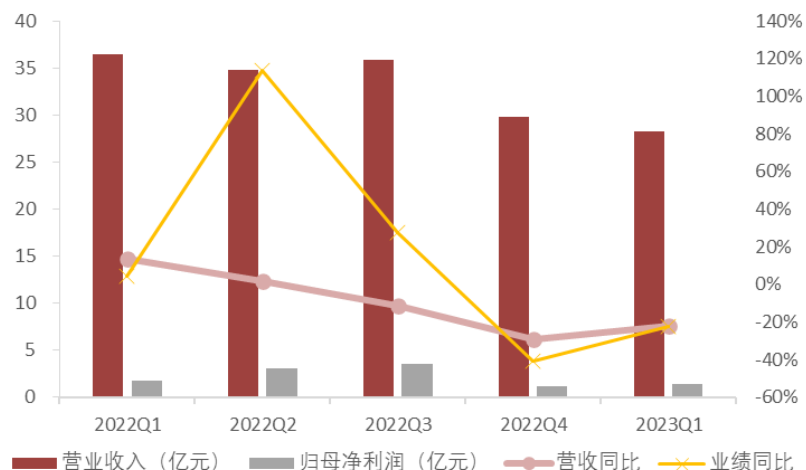
新宝股份：小家电代工龙头，产品矩阵持续丰富

- **从小家电代工龙头到打造自主品牌**：作为国内较早从事小家电领域的企业之一，新宝股份成立于1995年，于2014年上市，至今已成为全球领先的小家电代工龙头。新宝小家电出口额连续多年第一，是中国最大的电热水壶、电热咖啡机、搅拌机、多士炉出口商。公司早期以西式小家电的出口业务为主，至今业务范围包括厨房电器、家居护理电器、婴儿电器、制冷电器、个护美容电器等多类小家电；2018年成立国内品牌事业部，正式确立国内自主品牌发展的战略重心。
- **营收受海外需求影响较大，盈利能力呈现修复迹象**：目前公司仍以外销业务为主，因此受海外需求影响较大。2020年公司营业收入增长44.6%，主要由于疫情下海外订单转移国内，公司出口订单大幅增加。2022年实现营业收入137亿元，同比减少8.2%；实现归母净利润9.6亿元，同比增加21.3%。

公司营收与业绩增速



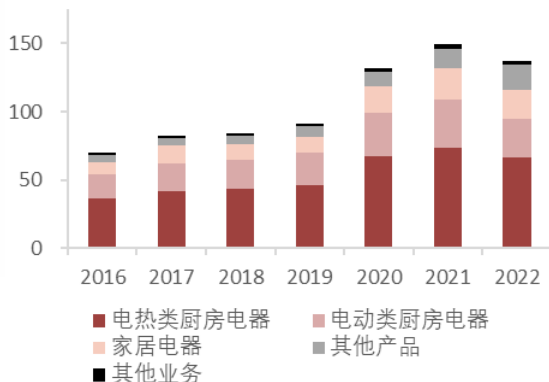
公司近一年单季度营收业绩拆分



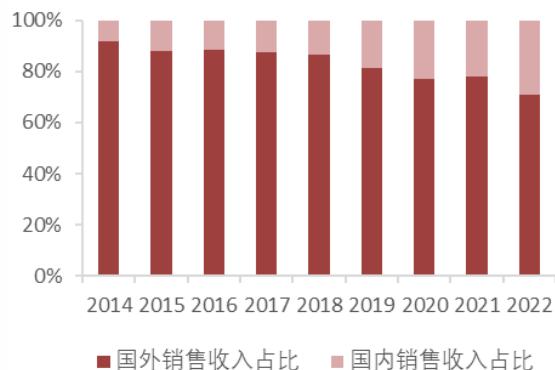
新宝股份：小家电代工龙头，产品矩阵持续丰富

- **外销为主，内销稳步增长**：2016-2022年，公司外销收入占比由88.2%下降至71.1%，但仍占主要地位。从出口地区来看，主要为北美和西欧市场，两地区的销售额占公司总出口额的50%以上。小家电生产成本来看，多数小家电企业大宗原材料在成本中占比能够达到70%以上，因此代工业务毛利率受到原材料价格影响较大。2021年由于原材料铜、塑料等价格上行，公司毛利率出现下滑。
- **厨房小电规模扩充，家居电器占比明显提升**：分品类来看，公司多年深耕厨房小电代工业务，2016-2020年电热类和电动类厨房电器稳定占营收75%左右；2020年以来，家居电器业务实现了较快速增长，营收占比由2019年的13%提升至2022年的15.1%。
- **国内市场打造多品牌矩阵**：公司早期成立东菱子品牌，后陆续代理摩飞（中高端生活电器）、百胜图（咖啡机）、歌岚（个护）、莱卡（净水器）等品牌，其中摩飞表现最为亮眼。2017年公司独家代理摩飞国内业务，成功打造榨汁机、多功能锅等爆款产品，单品牌营收快速增长，2022年摩飞品牌收入规模已经超过18亿元。

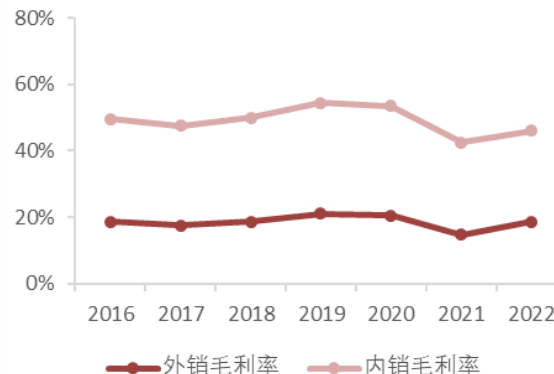
公司各品类营收



公司内外销占比



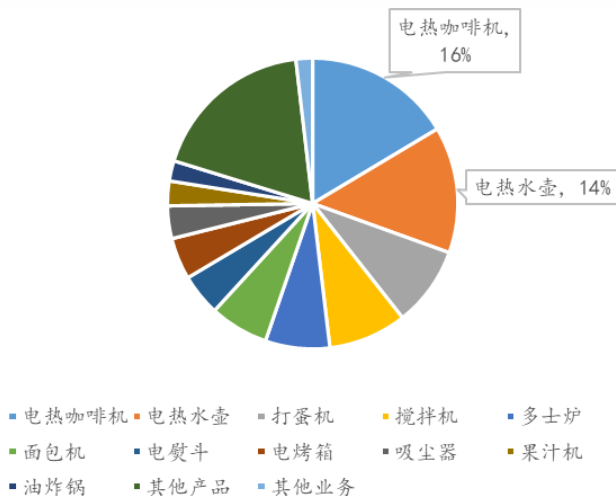
公司内外销毛利率情况



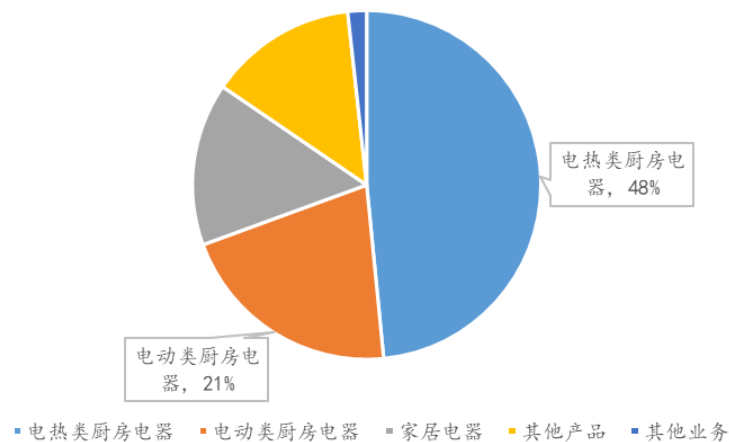
新宝股份：小家电代工龙头，产品矩阵持续丰富

- 新宝是小家电行业出口龙头，连续多年成为中国最大的电热水壶、电热咖啡机、搅拌机、多士炉四类产品的出口商，其他小家电产品如面包机、电熨斗、电烤箱、果汁机等出口量也位居前列。
- 根据公司2015年年报可知，公司营收占比超过5%的产品分别是电咖啡机、电热水壶、打蛋器、搅拌机、多士炉、面包机。（2015年之后公司不再披露单品营收占比。）根据最新的公告显示，公司2022年电热类小家电产品营收占比最高，达到了48%；其次是电动类小家电产品，营收占比21%。考虑到公司外销合作的客户没有大幅变化，海外市场也相对比较稳定，据此我们可以推测在公司代工业务中**电咖啡机、电热水壶、面包机和多士炉**等依旧是公司代工的大单品之一。

2015年新宝股份各产品营收占比



2022年新宝股份各类产品营收占比



新宝股份：小家电代工龙头，产品矩阵持续丰富

□ 代工生产综合实力较强：

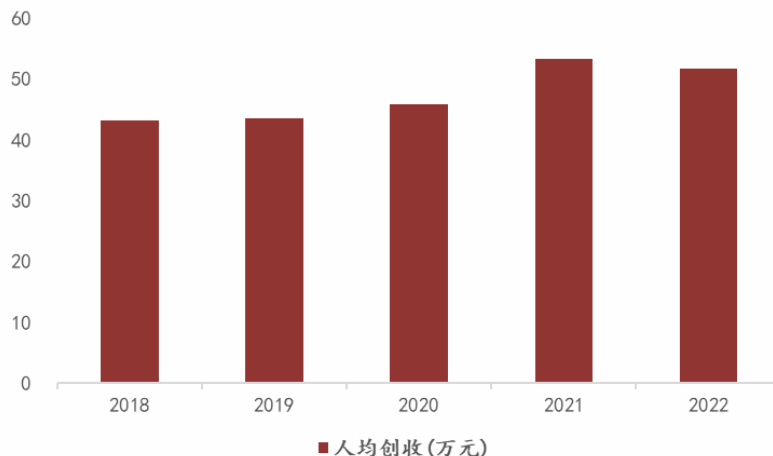
(1) 公司作为小家电代工龙头，生产规模领先。2022年公司小家电销售规模达到1.2亿台。较高的生产销售规模让公司具备一定的规模优势，在产业链上下游具备较强的议价能力。从小家电单台生产成本来看，2022年公司小家电单台成本为87.06元/台，低于九阳股份（119.89元/台）和苏泊尔（126.82/台）。

(2) 公司拥有凯琴、滁州等四大生产基地，在模具、注塑件、电子元件等关键零部件具备较强的生产能力，柔性生产能力较强，在多批次、小规模中小订单上，形成较优的规模优势，订单完成效率更高。此外，公司在原有的基础上持续提升自动化占比，一方面更好的把控生产制造的质量，另一方面通过自动化生产减员进一步压缩生产成本。2018-2022年公司人均创利基本呈现稳步上升趋势。

2023年单台小家电成本对比

公司	成本（亿元）	销量（万台）	单位成本
新宝股份	106.32	12211.51	87.06
九阳股份	75.71	6,315.00	119.89
苏泊尔	104.87	8269.01	126.82

2018-2022年公司人均创利情况



新宝股份：小家电代工龙头，产品矩阵持续丰富

- 公司内销已形成多品牌经营矩阵。其中，摩飞品牌在2017年开始逐步试水推广，2022年摩飞收入超18亿元；东菱作为公司早期成立的子品牌，经多年发展，2022年收入超过3亿元；此外，基于公司多品类代工实力背景，公司成立了聚焦不同品类的专业子品牌；如咖啡机系列的百胜图、茶饮系列的鸣盏、个护系列的歌岚、净水系列的莱卡。
- 从摩飞的成长路径来看，摩飞的成功源自两方面：（1）基于新宝较强的研发生产制造能力，为摩飞保证了较强的产品竞争实力；其次，摩飞品牌推广恰逢内容电商的兴起，摩飞顺势发展了一批具备较强营销能力的代理商，充分享受了内容电商的红利。公司产品以大单品、少SKU的形式进行推广，通过精准定位目标消费人群，对于营销投放进行精准把控，快速打造爆品逻辑，实现了营收的快速增长。未来摩飞依旧能够通过产品矩阵的丰富获得持续的增长。此外，基于较强的研发生产能力，专业的品牌运作团队，其他子品牌也有望复刻摩飞的发展路径，实现较快增长。

新宝旗下品牌储备众多



数据来源：公司公告，西南证券整理

www.swsc.com.cn

新宝股份：小家电代工龙头，产品矩阵持续丰富

□ 投资逻辑：

1) 公司2023Q1收入有所承压，主要由于一季度海外小家电市场需求仍然较弱。随着出口基数走低，海外市场需求逐步修复，预期公司外销逐步向好。2) 打造多元品牌矩阵，新品不断迭代。针对国内市场，公司通过打造品牌矩阵的方式，公司目前运营有东菱、摩飞、鸣盏、百胜图、歌岚等品牌，充分满足消费者的个性化需求。

□ 业绩预测与投资建议：

随着海外市场去库存告一段落，预期公司外销逐步回暖；国内市场消费需求稳步修复，公司自主品牌加速孵化，预期公司内销收入重回快速增长节奏。预计2023-2025年EPS分别为1.29元、1.48元、1.69元，维持“买入”评级。

□ 风险提示：

汇率波动风险，原材料价格波动风险，品牌孵化不及预期风险。

业绩预测和估值指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	13696.34	14613.76	16105.49	17785.84
营业收入增长率	-8.15%	6.70%	10.21%	10.43%
归母净利润（百万元）	961.39	1064.14	1222.62	1399.51
净利润增长率	21.32%	10.69%	14.89%	14.47%
EPS（元）	1.16	1.29	1.48	1.69
P/E	14	12	11	9

股价表现



目 录

◆ **收入端：外销基数走低，收入弹性可期**

◆ **盈利端：原材料+汇率走低，盈利向好**

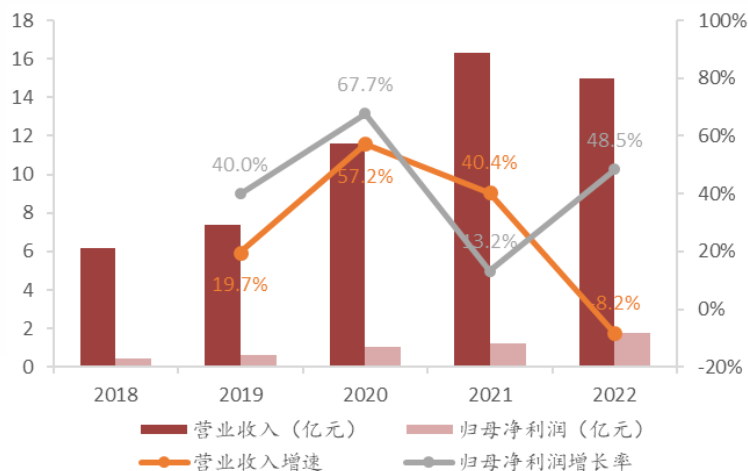
◆ **重点公司推荐**

比依股份：空气炸锅代工龙头

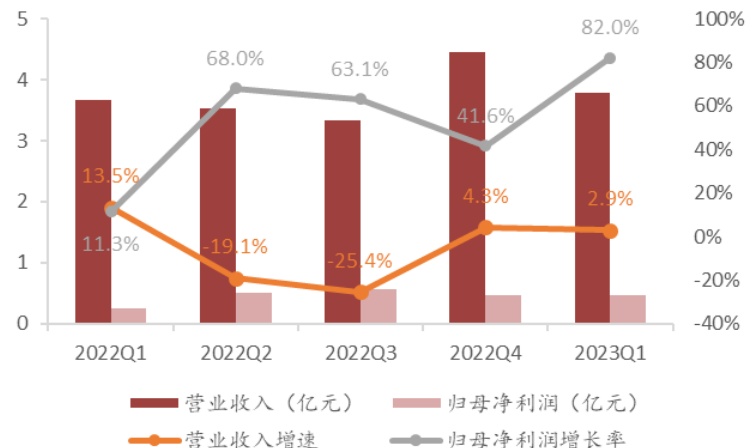
比依股份：空气炸锅代工龙头

- **全球空气炸锅代工头部厂商**：比依股份成立于2001年，主要从事加热类厨房小家电的设计、制造、销售，先后推出了油炸锅、空气炸锅及空气烤箱等系列产品，于2022年IPO上市，被称为“成为空气炸锅第一股”。公司主营业务主要包括ODM/OEM业务和“BIYI比依”自主品牌OBM业务，其中ODM/OEM为主要业务模式。公司经营小家电代工生产业务多年，已经成为飞利浦、苏泊尔、RKW中国、阿斯达、Newell、德龙、COSORI、SharkNinja、SEB、乐厨、利仁科技、山本、纯米、顽米等国内外知名企业的重要供应商。
- **2018-2021年营收规模快速扩充，盈利能力向上**：受益于近年空气炸锅品类快速增长，公司在2018-2021年营收快速增长，CAGR达38.2%。2022年，由于海外消费低迷，公司外销受到一定冲击；在原材料价格逐步回落背景下，公司盈利能力有所改善，2022年归母净利润同比增长48.5%。2023年Q1业绩修复较为显著，公司积极拓展海外客户，经营彰显韧性。

公司营收与业绩增速



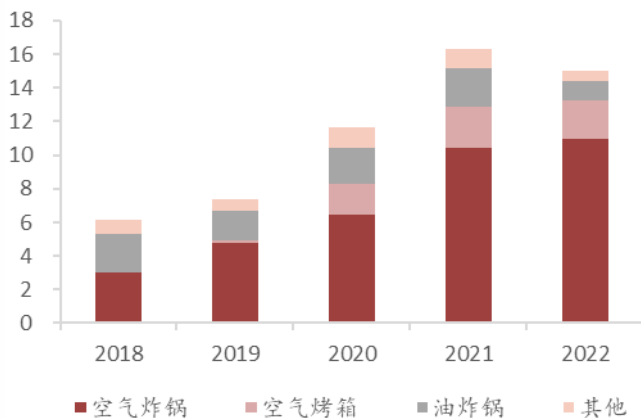
公司近一年单季度营收业绩拆分



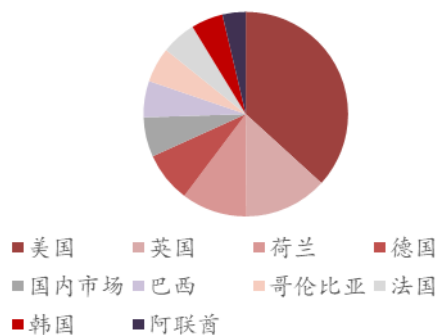
比依股份：空气炸锅代工龙头

- **空气炸锅高增速拉动营收向上**：比依的主营产品为加热类厨房小电器，以空气炸锅、空气烤箱、油炸锅为主，三种品类的收入占比在90%以上。其中空气炸锅成为拉动营收增长的主要动力，2018-2021年CAGR达50.6%。空气烤箱自2019年销售推广后稳步增长，于2021年超越传统油炸锅成为收入贡献第二的品类，近三年占比维持在15.5%左右。从业务模式上看，公司目前仍以ODM/OEM为主，据招股说明书，2021H1的ODM占比约85%，客户200个左右，OEM占比约10%，客户5个以内且相对稳定。未来公司将持续增强自主品牌“BIYI比依”的孵化，公司2020年自主品牌收入占比为3.2%，2021H1占比在4%以内。
- **外销为主，2022年内销大幅提升**：分地区来看，公司2021以前以外销为主，占比约90%-95%，产品销往美国、哥伦比亚、英国等70余个国家/地区。2022年国内空气炸锅快速放量，在行业红利推动下，公司内销代工订单快速增长，国内收入同比提升201%，内销占比达15.6%，同比提升10.4pp。

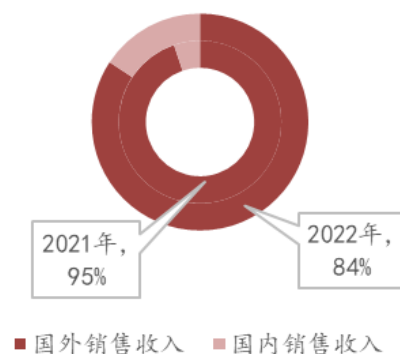
比依股份各品类营收



2020年收入地区分布



2021-2022年内外销占比



比依股份：空气炸锅代工龙头

- **产能与工厂情况**：公司总部（位于浙江余姚）、分厂两个厂区。2022年IPO募投项目达产后，预计新增加热类厨房小家电产能1250万台，其中空气炸锅250万台。公司生产高度自动化、规模化，截至2022年底公司拥有167台海天注塑机，14条全自动冲压流水线，6条全自动喷涂生产线，29条半自动总装线，机器人自动码垛。

2021H1比依股份前五大客户

	客户	主要销售商品	营收占比
1	飞利浦	空气炸锅	19.6%
2	NEWELL	空气炸锅、烤盘、空气烤箱等	13.2%
3	SharkNinja	空气炸锅	7.6%
4	乐厨	空气烤箱等	5.8%
5	RKW中国	空气炸锅、空气烤箱、油炸锅	5.5%

	2020年		2021H1		注：剔除委外入库
	产能（万台）	产能利用率	产能（万台）	产能利用率	
空气炸锅	341.8	109.2%	179.7	105.5%	
空气烤箱	58.1	102.8%	44.9	101.1%	
油炸锅	174.8	102.6%	68.4	98.7%	

2018-2023年公司空气炸锅产品关税变化

产品	2018.8前	2018.9-2019.4	2019.5-2020.4	2020.5-2020.12	2021.1-2021.10	2021.11-2023.9
空气炸锅 与空气烤箱	0	10%	25%	0	25%	0

比依股份：空气炸锅代工龙头

□ 投资逻辑：

1) 经营彰显韧性。分地区来看，公司积极拓展海外客户，前期储备的项目逐步落地，公司外销实现双位数以上的增长；内销方面，在去年同期较高的基数下预计公司内销增速有所下滑。

2) 盈利端来看，得益于原材料价格的回落以及公司产品结构的优化，公司Q1盈利显著提升。

□ 业绩预测与投资建议：

预计公司2023-2025年EPS分别为1.09/1.29/1.54元，随着公司新品逐步放量，预期公司经营稳步向好，维持“持有”评级。

□ 风险提示：

汇率变动风险、原材料价格波动风险、新品类拓展不及预期风险。

业绩预测和估值指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1499.21	1710.50	1999.91	2375.97
营业收入增长率	-8.23%	14.09%	16.92%	18.80%
归母净利润（百万元）	178.03	204.39	241.29	287.74
净利润增长率	48.52%	14.80%	18.06%	19.25%
EPS（元）	0.95	1.09	1.29	1.54
P/E	16	14	12	10

股价表现



目 录

◆ **收入端：外销基数走低，收入弹性可期**

◆ **盈利端：原材料+汇率走低，盈利向好**

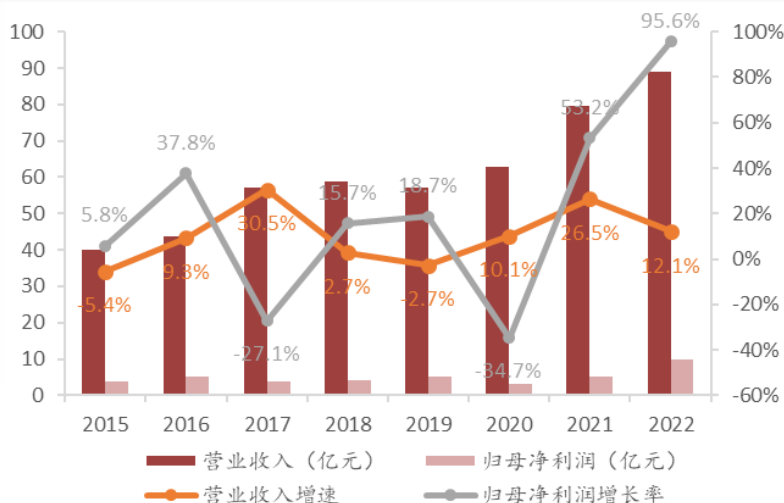
◆ **重点公司推荐**

莱克电气：吸尘器代工龙头，多元业务协同发展

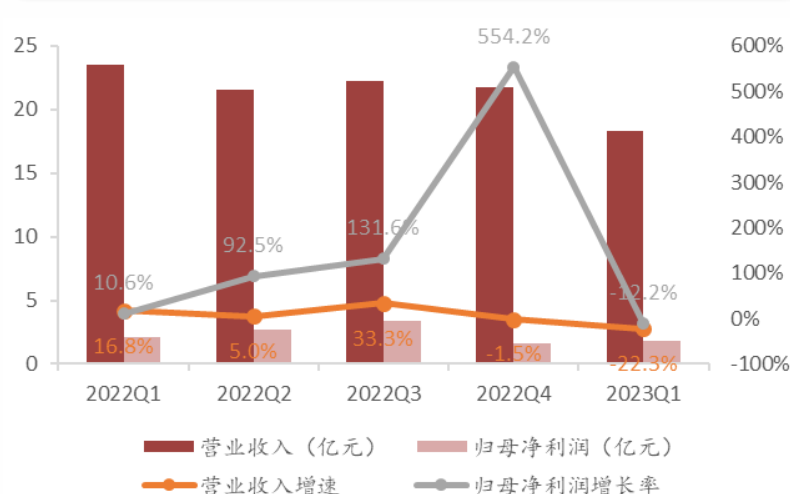
莱克电气：吸尘器代工龙头，多元业务协同发展

- **吸尘器代工龙头**：莱克电气成立于1994年，于2015年上市；公司以吸尘器制造起家，掌握高速电机核心技术，后围绕电机相关拓展了园林工具、汽车电机等业务，建立多个自主品牌，2021年成为首个入选CCTV“大国品牌”的清洁家电企业。公司ODM、自主品牌、核心零部件三大业务协同发展，其中自主品牌起步于2009年，至今已形成莱克、吉米、碧云泉、西曼帝克、LEXCOOK莱小厨五大品牌的矩阵，涵盖清洁、个护、净水、厨房等品类。2021年底，公司收购上海帕捷，切入新能源汽车零部件领域，实现新的增长突破。
- **营收稳步增长，自有品牌与核心零部件拉动盈利向上**：公司近年营收维持稳健增长，2018-2022年CAGR为11%。2022年实现营收89.1亿元，同比增长12.1%，实现归母净利润9.8亿元，同比增长95.6%，其中自有品牌、核心零部件业务盈利端均实现高增。公司收购上海帕捷协同效应显著，2022年核心零部件业务营收增长超120%。2023Q1公司自主品牌持续增长，代工业务短期内仍承压。

公司营收与业绩增速



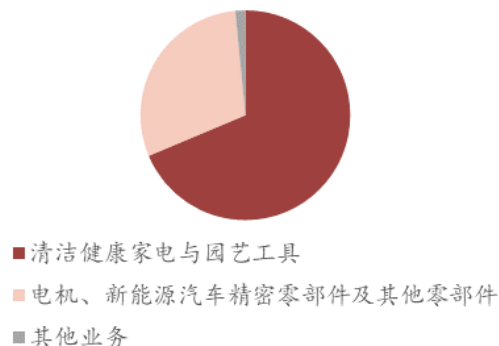
公司近一年单季度营收业绩拆分



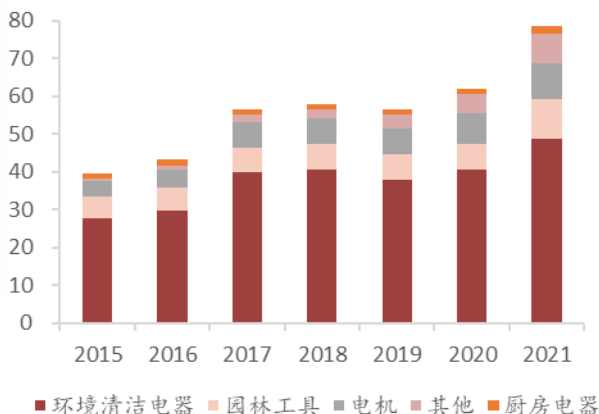
莱克电气：吸尘器代工龙头，多元业务协同发展

- **环境清洁电器为主，电机等零部件业务快速增长**：分品类来看，公司以环境清洁电器为主，2015-2020年占比稳定在65%-70%。2021年公司切入新能源汽车零部件领域，2022年电机及零部件业务迅速增长，占比达30%。从三大业务来看，公司ODM业务的主要合作客户包括必胜、Shark、优罗普洛、创科实业、飞利浦、伊莱克斯、博世、胡斯华纳和美特达等全球知名企业；零部件业务主要包括高速数码电机、铝压铸部件、精密注塑模具、锂电池组件包四大产业；自有品牌中莱克（吸尘器、空净、个护、洗地机）、碧云泉（净水机）针对中高收入群体，西曼帝克（厨电）针对高收入群体，吉米（吸尘器、除螨机、洗地机）、莱小厨（厨电）则以年轻群体为目标，覆盖多种品类与价格段。
- **内外销占比稳定，自有品牌出海**：分地区来看，公司以外销为主，近三年外销占比稳定在70%左右；2022年外销略有下降，主要系海外需求紧缩导致ODM/OEM出口下降。此外，公司积极开展自有品牌跨境电商，开拓中东、土耳其、北欧、东南亚市场等空白市场。

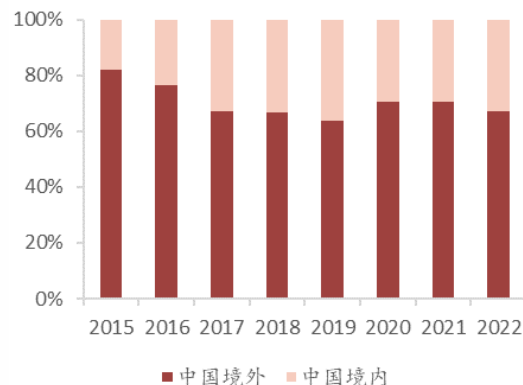
2022年莱克电气各品类营收



2015-2021年各品类营收



2015-2022年内外销占比



莱克电气：吸尘器代工龙头，多元业务协同发展

□ **产能与工厂情况**：公司生产基地分布在苏州、越南、泰国。苏州拥有四大工业园：木渎工业园、向阳路工业园、泰山路工业园、阳山工业园；海外拥有两大工业园：越南工业园（占地3.1万m²，2019年投入使用）、泰国工业园（占地3.3万m²，持续建设中）。公司厂房面积60多万平方米，包含20多个制造分厂，产能规模达到年产小家电1500万台，年产电机3500万台。

核心零部件	生产能力
高速电机	3500万台/年家用电器、园艺工具及汽车电机
精密模具	1000套/年小家电和汽车注塑模具
精密铝合金压铸与CNC加工	1.5万吨
铝铸件 / 年电池包组件	600万组/年电池包

生产基地	所在地	占地面积	构成
向阳路工业园	苏州新区	13万m ²	电机事业部、吸尘器总装厂*1、注塑厂*1
木渎工业园	苏州吴中区	10万m ²	精密压铸、精密机械切削加工
泰山路工业园	苏州新区	10万m ²	吸尘器、小家电总装与注塑加工
阳山工业园	苏州新区	24万m ²	总装厂*3、注塑厂*3、电机厂*2、模具厂*3、造粒厂*1、电池包组装厂*1

www.swsc.com.cn

数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

莱克电气自有品牌矩阵



莱克电气：吸尘器代工龙头，多元业务协同发展

□ 投资逻辑：

1) 代工有望环比向好。2023Q1公司ODM/OEM整机出口业务及消费品电机收入同比下降超过30%，致使公司整体营收有所下降。但公司高端化、无线化、智能化产品战略取得成效，无线类园林工具销售收入同比增长超过40%，实现逆势增长。未来随着海外需求修复，预期公司外销环比呈现改善趋势。2) 公司强化自主品牌建设，莱克品牌与碧云泉品牌，线上销售收入均同比增长50%以上。3) 公司整合调整铝合金精密零部件业务，进一步提高公司在零部件领域的核心竞争力，增强全公司持续盈利能力。未来随着核心零部件订单的逐步释放，预期公司零部件业务收入将实现快速增长。

□ 业绩预测与投资建议：

公司多元化业务稳步推进，预计公司2023-2025年EPS分别为1.67/2.12/2.54元，维持“持有”评级。

□ 风险提示：

汇率波动风险，原材料价格波动风险。

业绩预测和估值指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	8910.33	10288.38	12250.33	14461.17
营业收入增长率	12.14%	15.47%	19.07%	18.05%
归母净利润（百万元）	982.88	956.37	1216.96	1456.11
净利润增长率	95.56%	-2.70%	27.25%	19.65%
EPS（元）	1.71	1.67	2.12	2.54
P/E	16	16	13	11

股价表现



目 录

◆ **收入端：外销基数走低，收入弹性可期**

◆ **盈利端：原材料+汇率走低，盈利向好**

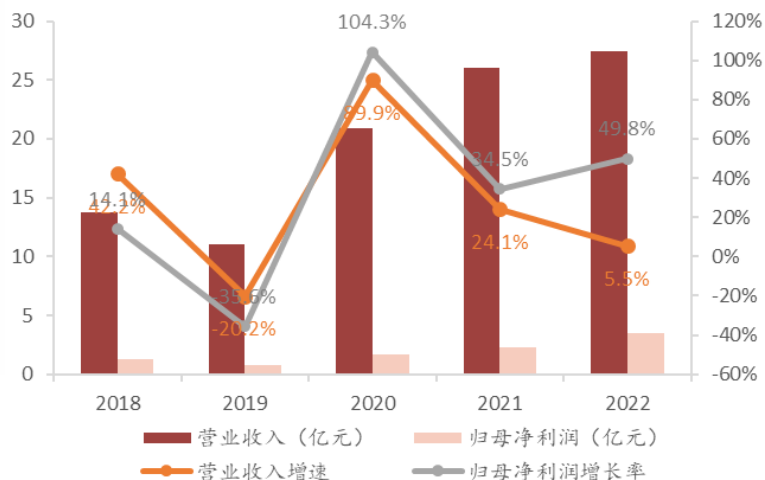
◆ **重点公司推荐**

富佳股份：知名清洁家电ODM供应商

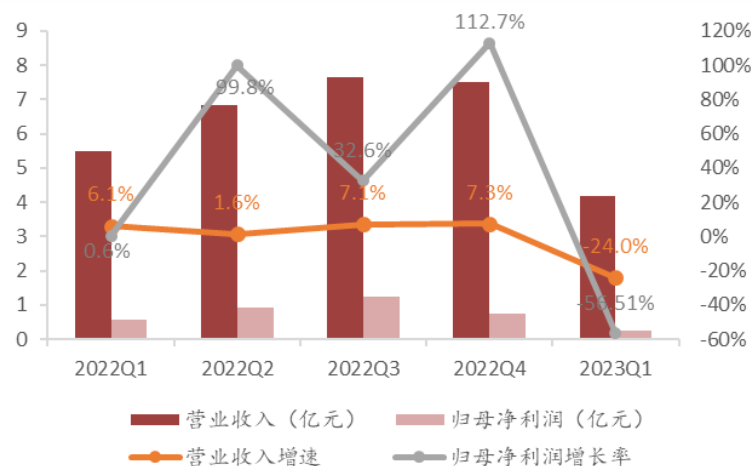
富佳股份：知名清洁家电ODM供应商

- 国内吸尘器生产商及出口商之一：**富佳股份成立于2002年，多年来专注于清洁家电ODM代工，是全国十大吸尘器出口企业，并于2021年IPO上市。公司与Shark品牌自2004年起持续合作，是JS环球生活的第一大供应商；同时也是戴森品牌吸尘器的电机指定供应商之一。公司产品销售区域涵盖北美、欧洲、亚洲、大洋洲的30多个国家和地区，客户群体包括 Shark、伊莱克斯、戴森、Bissell、史丹利百得、G Tech等国际著名吸尘器品牌；公司积极开拓快速发展的国内市场，为米家、顺造、海尔、苏泊尔、小狗等国内知名品牌供应产品。
- 近三年营收维持较高增速，2023Q1短期经营承压：**公司经营表现稳健，除2019年受关税加征影响年度业绩承压以外，2020-2022年营收均维持高速增长。在2022年海外需求疲软的前提下，公司仍实现营业收入27.4亿元，同比增长5.5%；实现归母净利润3.5亿元，同比增长49.8%。2023年Q1，由于公司大客户提前备货，部分需求于去年释放，Q1外销代工业务受到一定的冲击。

公司营收与业绩增速



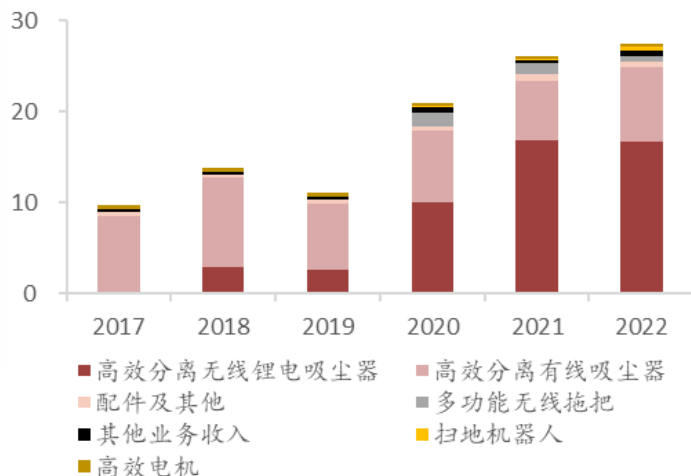
公司近一年单季度营收业绩拆分



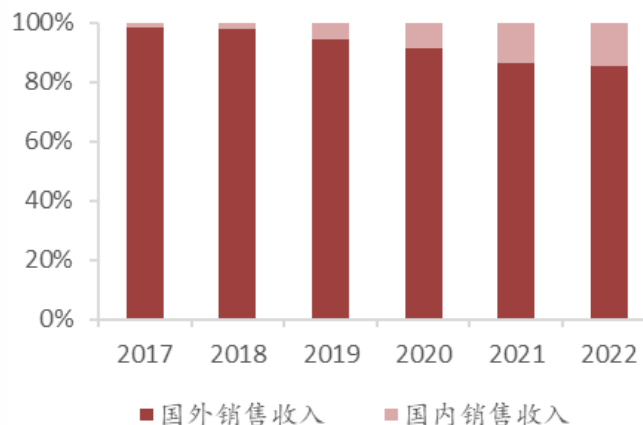
富佳股份：知名清洁家电ODM供应商

- **吸尘器为主，积极拓展新赛道**：富佳的主要产品包括高效分离无线锂电吸尘器、高效分离有线吸尘器、多功能无线拖把、智能扫地机器人以及高效电机等。主营业务以吸尘器为主，2022年无线、有线两类主流吸尘器产品仍创造了90%以上的收入贡献；其中无线锂电吸尘器占比逐年提升，由2017年的0.2%增长至2022年的61%。公司积极布局吸尘器以外的清洁家电，如扫地机器人、洗地机等。2020年，公司开发的海尔扫地机器人正式销售；2022年，公司与方太合作研发洗地机产品“米博V系列洗地机”，全年线上销售破亿。
- **美国为主要销售地区，国内占比逐步提升**：分地区来看，2018年前美国地区收入占比居高位，主要由于公司与第一大客户JS环球生活的代工收入占比较高，基本稳定在80%以上；2019-2020年美国收入占比下降，主要系为应对中美贸易冲突，公司联手JS环球生活扩张到欧洲市场。此外，公司积极拓展国内市场，例如与小米生态链企业顺造科技合作，国内收入占比稳步提升，由2020年的8.8%增长至2022年的14.8%。

2017-2022年富佳股份各品类营收



2017-2022年富佳股份内外销占比



富佳股份：知名清洁家电ODM供应商

- **产能与工厂情况**：公司生产基地分布于浙江余姚、越南两地。公司Shark产品在位于余姚市长安路303号的工厂及越南生产基地生产，其他吸尘器产品在位于余姚市世南西路2059号的分公司工厂进行生产，两者在物理空间及生产人员上均相互独立。为了抢占海外市场、降低生产成本，公司于2018年启动越南生产基地布局，该基地已于2021年6月建成投产；2022年越南产量达94.9万台，销售额4.8亿元，同比分别增长96.5%和122.7%。

2021H1富佳股份前五大客户

	客户	主要销售商品	营收占比
1	JS环球生活	无线/有线吸尘器、无线拖把	82.0%
2	顺造科技	无线吸尘器	12.6%
3	G Tech	无线吸尘器	0.7%
4	莱克电气	配件	0.7%
5	必胜	有线吸尘器、高效电机	0.6%

	2020年		2021H1	
	产能（万台）	产能利用率	产能（万台）	产能利用率
小家电整机	448.4	130.7%	250	128.9%
电机	1102.4	84.4%	600	94%

2018-2023年公司吸尘器产品关税变化

产品	2018.8前	2018.9-2019.4	2019.5-2019.11	2019.12-2020.12	2021.1-2021.10	2021.11-2023.9
吸尘器	0	10%	25%	0	25%	0

富佳股份：知名清洁家电ODM供应商

□ 投资逻辑：

1) 收入有望改善。吸尘器出口基数已经回落到近几年较低水平，叠加海外零售商去库存已经有所成效，预期吸尘器出口需求将逐步向好，公司外销收入将重回稳健增长阶段。内销市场方面，公司与方太、小米等合作推出新品，新品放量有望推动公司内销向好。2) 未来随着国内外需求的修复，公司产能利用率提升摊平费用，预期公司毛利率有望重回往期水平。3) 公司投资参股羲和未来、浙江兰贝等，充分发挥新旧业务的协同性，利用公司现有在PCBA、模具、电机等设计开发制造方面的优势，快速推进新业务放量生产。

□ 业绩预测与投资建议：

预计2023-2025年公司营业收入分别为30.3/33.4/37亿元，归母净利润分别为3.5/3.9/4.3亿元，EPS分别为0.87/0.97/1.08元，维持“持有”评级。

□ 风险提示：

汇率波动风险，原材料价格波动风险，大客户订单波动风险。

业绩预测和估值指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	2744.41	3026.47	3336.69	3702.95
营业收入增长率	5.53%	10.28%	10.25%	10.98%
归母净利润（百万元）	347.00	348.37	387.57	432.86
净利润增长率	49.76%	0.40%	11.25%	11.69%
EPS（元）	0.87	0.87	0.97	1.08
P/E	24	24	21	19

股价表现





分析师：龚梦泓

执业证号：S1250518090001

电话：023-63786049

邮箱：gmh@swsc.com.cn

分析师：夏勤

执业证号：S1250522080003

电话：15730244616

邮箱：xiaqin@swsc.com.cn

西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司 评级

买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下

行业 评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

分析师承诺

报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱	姓名	职务	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	18621310081	jsf@swsc.com.cn	汪艺	销售经理	13127920536	wyf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	clw@swsc.com.cn	张玉梅	销售经理	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	tsz@swsc.com.cn	陈阳阳	销售经理	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	xsy@swsc.com.cn	李煜	销售经理	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn	卜黎旸	销售经理	13262983309	bly@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	cyryf@swsc.com.cn	龙思宇	销售经理	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	yfly@swsc.com.cn	徐铭婉	销售经理	15204539291	xumw@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn	胡青璇	销售经理	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	yangwei@swsc.com.cn	王宇飞	销售经理	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	wyf@swsc.com.cn	路漫天	销售经理	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	yhang@swsc.com.cn	巢语欢	销售经理	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn	张文锋	销售经理	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	yxy@swsc.com.cn	陈紫琳	销售经理	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	gongzh@swsc.com.cn	陈韵然	销售经理	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn				