

家用电器

 证券研究报告
 2019年04月05日

慢读年报系列一：解读新宝和苏泊尔的 ROE 之差

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

蔡雯娟 分析师
 SAC 执业证书编号: S1110516100008
 caiwenjuan@tfzq.com

罗岸阳 分析师
 SAC 执业证书编号: S1110518120002
 luoanyang@tfzq.com

马王杰 分析师
 SAC 执业证书编号: S1110518080001
 mawangjie@tfzq.com

杜邦分解：新宝股份和苏泊尔的 ROE 区别在哪里？

新宝和苏泊尔虽然同属于小家电行业，但由于企业之间业务、商业模式的不同，其 ROE 水平也各不相同。从 ROE 水平直观来看，历史上新宝的 ROE 水平稳定在 15% 左右，而苏泊尔的 ROE 在 2012 年开始从 15% 持续攀升至 2018 年的 30%，而这其中新宝与苏泊尔的差异来自于哪里呢？

- 净利润率的差异——由商业模式的不同所决定
- 相对类似的杠杆下，资产周转率成为二者 ROE 差异的重要原因

新宝和苏泊尔资产周转率的差异来自于哪里呢？

从现金流量表中的对比可以看出，近五年，苏泊尔不断扩张进入一些新品类，尤其是 2017 年之后，加速进入了油烟机、灶具等厨卫大家电和吸尘器、挂烫机等生活家电类，固定资产投资并未相应大幅增加，我们预计主要原因是，苏泊尔在消费者中强大的品牌影响力，在这个阶段完全可以利用代工模式进入新品类，这也就意味着，产生收入规模所需要的固定资产金额比例进一步降低，这也显示出 2C 端有竞争力的优质品牌，其引流与快速变现的能力在进一步加强。

对比来看，新宝的固定资产仍在每年不断上升，这也是因为新宝在开拓发展新家电品类以适应出口业务的需求。由于新宝的原有代工业务受制于品牌方的需求，为了维持其在代工业务上的行业地位，在历史上不断地扩张进入新品类，于是造成公司目前从厨房家电到生活家电，再到个护家电的品类上的全线覆盖。全线覆盖意味着，每个品类都有相匹配的研发与生产人员，以及其所对应的生产设备。

换位思考，新宝下一步应该怎么做？

从提升 ROE 的角度看，新宝可以选择两个路径：1) 提升利润率；2) 提高周转率。除去做大做强自主品牌规模，有效提升利润率的方法之外，提升单个品类的收入规模是提升利润率且提高周转率的共同解答。

我们认为，目前消费市场将进一步呈现出碎片化以及渠道碎片化的两大重要行业趋势，这意味着庞大的小众品牌的蓝海在崛起，在这样的细分市场中，具有设计能力的制造代工能力成为产业链更为关键的环节。在这个背景下，新宝股份利用新营销模式在诸多崛起的新渠道中发展自主品牌的同时，也不断加强国内流量品牌的代工业务，从而提升 ROE。而分层化的产品定位与营销方式，意味着在同一品类上，新宝不光可以通过自主品牌的占比提升来获得利润率的改善，也可以给不同市场定位的国内流量品牌用户代工，从而有效提升资产周转率，而这两个商业模式并不存在直接的市场利益竞争与冲突。

总结，从投资角度来看，我们在这个阶段不光看好在新品类与多品牌共同扩张的苏泊尔，是为小家电的龙头优质企业。也很看好新宝股份在这个阶段的变化，从不同的竞争方式，耕耘小家电行业。

风险提示：宏观经济波动风险；原材料价格波动风险；房地产市场波动风险等。

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《家用电器-行业研究周报:洗衣机内销好转,龙头集中度提升——2019W13 周观点》 2019-04-01
- 2 《家用电器-行业研究周报:年报季即将开始,关注业绩稳健的白电龙头——2019W12 周观点》 2019-03-24
- 3 《家用电器-行业点评:一季报业绩前瞻:地产后周期影响仍存,小家电行业景气度较高》 2019-03-17



前言

感谢投资者的交流，愈发觉得年报中有一些有意思的细节，希望能在速度节奏放下来的时候跟大家聊一下，也欢迎各位投资者开拓思路，一起多讨论产业变化的方向，体会在年报中挖宝的乐趣。

编者按：随着新宝股份近期的大涨，不少投资者与我们展开了对于这家公司更多的交流与探讨，我们深感 12 月出的深度报告还有不足之处，于是从企业最基本的 ROE 角度开始解释对比，新宝与我们之前深度研究与重点推荐的苏泊尔，都是小家电行业内极具代表性的企业，希望篇幅并不长的本文，能给各位一点投资上的启发。

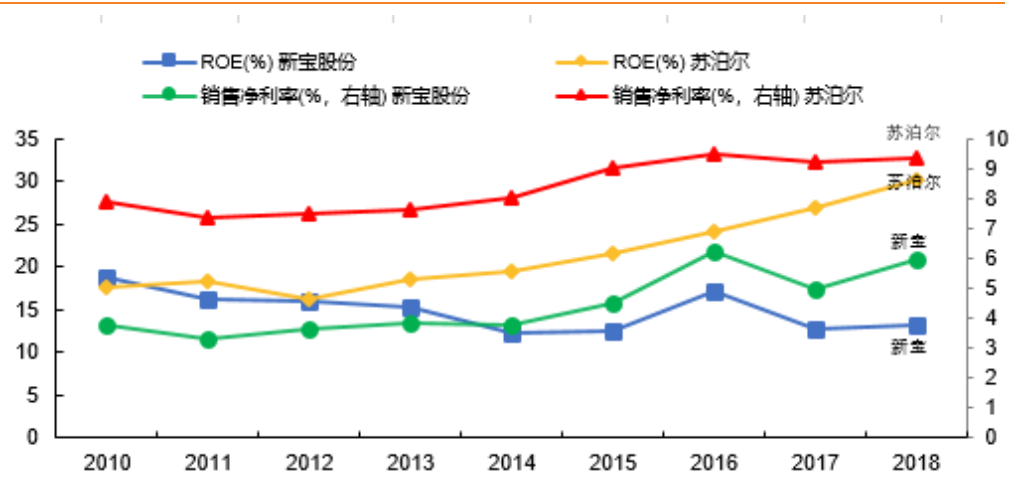
杜邦分解：新宝股份和苏泊尔的 ROE 区别在哪里？

新宝和苏泊尔虽然同属于小家电行业，但由于企业之间业务、商业模式的不同，其 ROE 水平也各不相同。从 ROE 水平直观来看，历史上新宝的 ROE 水平稳定在 15% 左右，而苏泊尔的 ROE 在 2012 年开始从 15% 持续攀升至 2018 年的 30%，而这其中新宝与苏泊尔的差异来自于哪里呢？

• 净利润率的差异——由商业模式的不同所决定

从业务上来看，苏泊尔早期以压力锅等炊具产品制造代工起家，随着苏泊尔自主品牌的炊具、小家电等品类在市场上崛起，以 2c 零售业务为主的苏泊尔获得了较高的利润率回报（净利率 5%~10%），与此同时，苏泊尔的大股东 SEB 更是在出口业务上不仅给予更大量的代工订单，更是在代工订单的利润率上给予充分的保证（如 SEB 关联交易公告显示，保证 18% 的毛利率，且使用人民币结算，以避免汇率波动所带来的影响）。而对比新宝股份，公司在 2015 年以前，长期以小家电 2B 端的 ODM 出口代工制造为主，且代工品牌商数量分散，使得其净利润率（0%~5%）相对比苏泊尔，即使只对比出口业务，仍是偏低，直到 2015 年后随着自主品牌东菱以及代理的高端高毛利的摩飞品牌逐步发展，销售净利率开始出现明显提升的趋势。

图 1：新宝股份及苏泊尔 ROE、净利率对比



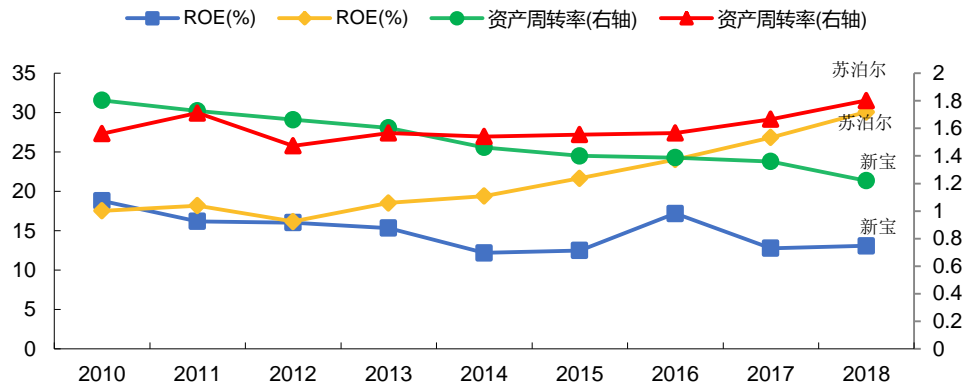
资料来源：WIND，天风证券研究所

• 相对类似的杠杆下，资产周转率成为二者 ROE 差异的重要原因

从杠杆率上看，新宝股份和九阳股份的权益乘数约为 1-2，两者较为接近，差异并不明显。因此，决定二者 ROE 差异的另一个重要因素是资产周转率。其中，新宝股份的资产周转率逐年下降，而对应的则是苏泊尔的周转率逐年上升，二者差距在不断扩大。回归资产周

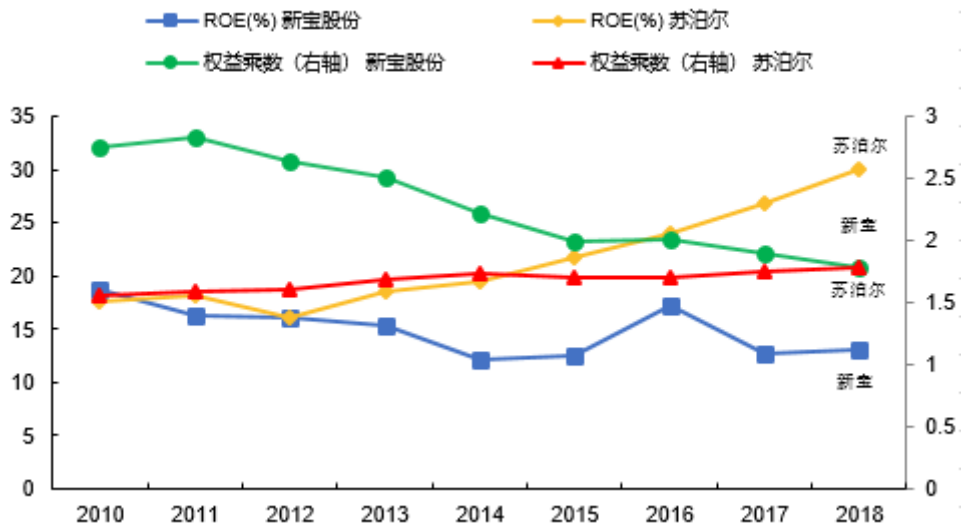
转率的定义来看，新宝较低的资产周转率指标，则意味着相同金额比例的资产，新宝股份所产生的收入规模低于苏泊尔。

图 2：新宝股份及苏泊尔 ROE、资产周转率对比（单位：%、次）



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 3：新宝股份及苏泊尔 ROE、权益乘数对比

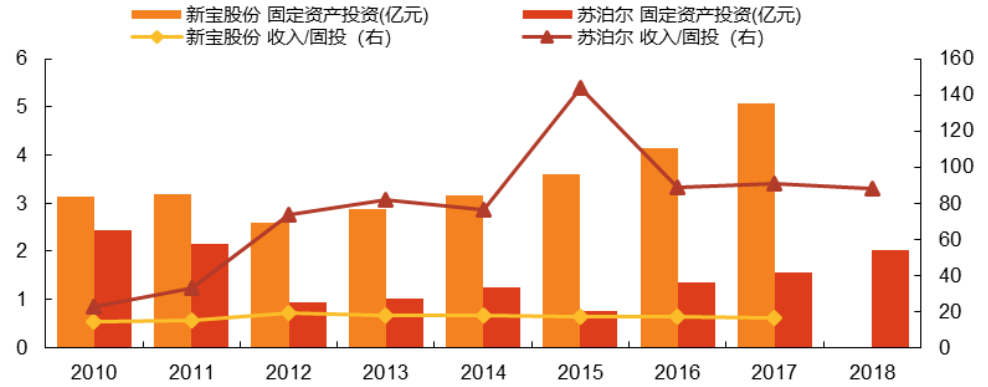


资料来源：WIND，天风证券研究所

新宝和苏泊尔资产周转率的差异来自于哪里呢？

从固定资产规模上来看，苏泊尔显著低于新宝股份，而从单位固定资产投资转化成收入规模来看，苏泊尔则要远高于新宝股份。

图 4：新宝股份及苏泊尔固定资产投资及转化收入比例



资料来源：WIND，天风证券研究所

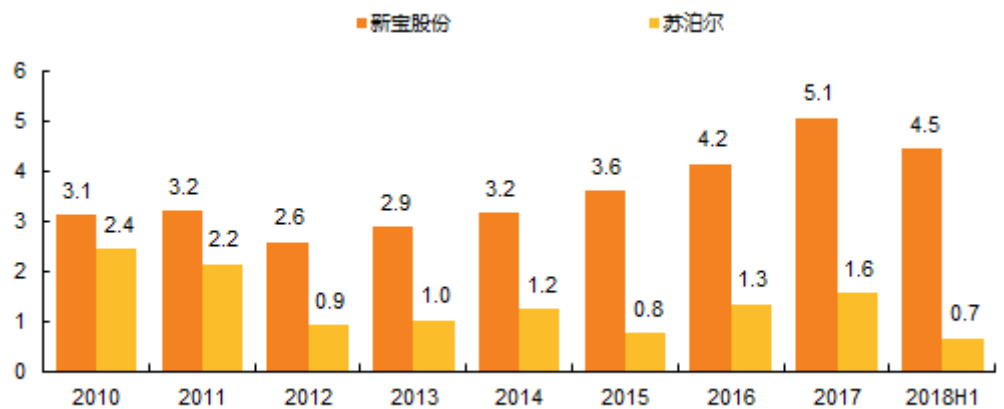
而如果我们将固定资产细项进一步拆分，会发现新宝股份和苏泊尔在房屋及建筑物上的固定资产投资差异不大，而在机器设备的投入上新宝股份则要远高于苏泊尔。

表 1：新宝股份及苏泊尔固定资产细项拆分

日期	房屋及建筑物(亿元)		机器设备等其他固定资产 (亿元)	
	新宝股份	苏泊尔	新宝股份	苏泊尔
2012	4.7	5.2	6.0	3.6
2013	5.3	5.4	6.7	3.5
2014	5.3	5.9	6.9	3.7
2015	5.6	5.7	7.1	3.5
2016	5.8	5.7	8.1	3.2
2017	7.1	5.4	10.4	2.9
2018	(18H1) 6.9	5.3	(18H1) 10.6	3.4

资料来源：WIND，天风证券研究所

图 5：购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金流（亿元）

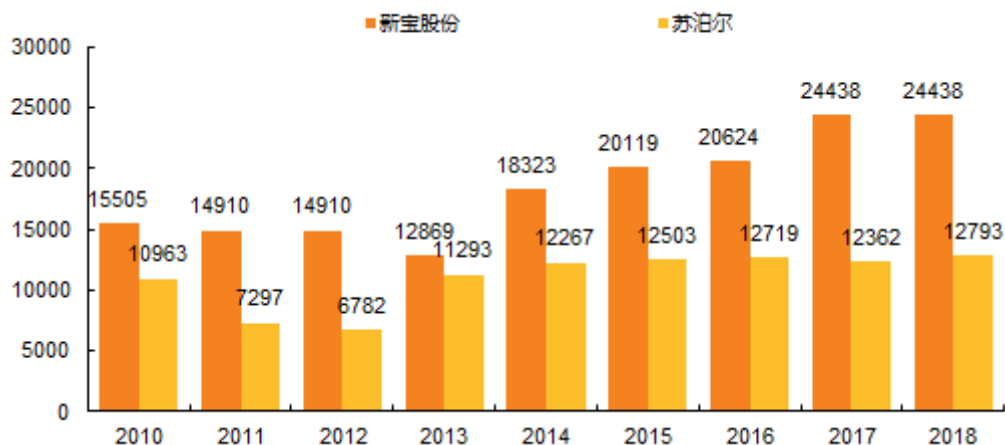


资料来源：WIND，天风证券研究所

从现金流量表中的对比可以看出，近五年，苏泊尔不断扩张进入一些新品类，尤其是 2017 年之后，加速进入了油烟机、灶具等厨卫大家电和吸尘器、挂烫机等生活家电类，固定资

产投资项并未相应大幅增加，我们预计主要原因是，苏泊尔在消费者中强大的品牌影响力，在这个阶段完全可以利用代工模式进入新品类，这也就意味着，产生收入规模所需要的固定资产金额比例进一步降低，这也显示出 2C 端有竞争力的优质品牌，其引流与快速变现的能力在进一步加强。对比来看，新宝的固定资产仍在每年不断上升，这也是因为新宝在开拓发展新家电品类以适应出口业务的需求。由于新宝的原有代工业务受制于品牌方的需求，为了维持其在代工业务上的行业地位，在历史上不断地扩张进入新品类，于是造成公司目前从厨房家电到生活家电，再到个护家电的品类上的全线覆盖。全线覆盖意味着，每个品类都有相匹配的研发与生产人员，以及其所对应的生产设备。

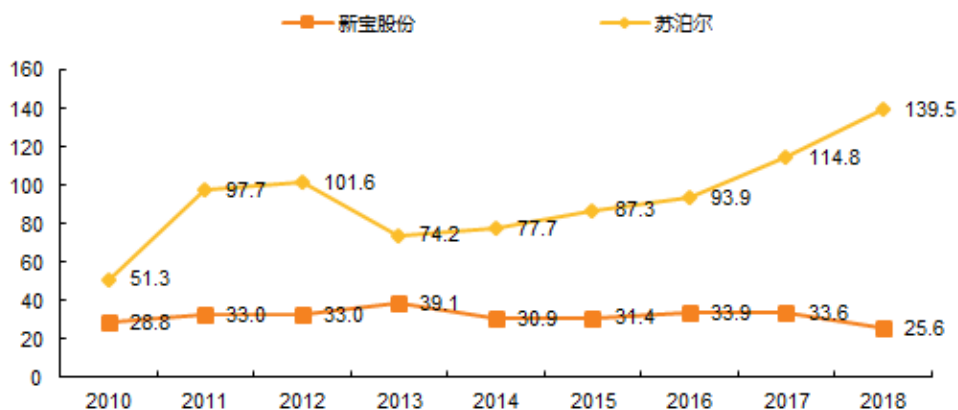
图 6：新宝股份及苏泊尔员工数量（人）



资料来源：WIND，天风证券研究所

注：新宝股份仅披露 2018Q3 数据。

图 7：新宝股份及苏泊尔员工人均产出（万元）



资料来源：WIND，天风证券研究所

注：新宝股份仅披露 2018Q3 数据。

通过进一步比较新宝与苏泊尔的员工数量和人均产值数据，也可以进一步验证这个观点。新宝拥有更多的员工，但人均产出较苏泊尔存在较大差距，我们认为，除去企业与企业之间管理能力与工作效率的差异之外，核心原因在于，新宝在单品类上的生产规模不足。

我们认为，正是由于因为新宝代工业务中所涉及到的品类数量比苏泊尔多，但单个品类的规模又比苏泊尔小，这就造成了这两家企业的资产周转率和净利率的差异。

换位思考，新宝下一步应该怎么做？

从提升 ROE 的角度看，新宝可以选择两个路径：1) 提升利润率；2) 提高周转率。除去做大做强自主品牌规模，有效提升利润率的方法之外，提升单个品类的收入规模是提升利润率且提高周转率的共同解答。

我们认为，目前消费市场将进一步呈现出碎片化以及渠道碎片化的两大重要行业趋势，这意味着庞大的小众品牌的蓝海在崛起，在这样的细分市场中，具有设计能力的制造代工能力成为产业链更为关键的环节。在这个背景下，新宝股份利用新营销模式在诸多崛起的新渠道中发展自主品牌的同时，也不断加强国内流量品牌的代工业务，从而提升 ROE。而分层化的产品定位与营销方式，意味着在同一品类上，新宝不光可以通过自主品牌的占比提升来获得利润率的改善，也可以给不同市场定位的国内流量品牌用户代工，从而有效提升资产周转率，而这两个商业模式并不存在直接的市场利益竞争与冲突。

总结，从投资角度来看，我们在这个阶段不光看好在新品类与多品牌共同扩张的苏泊尔，是为小家电的龙头优质企业。也很看好新宝股份在这个阶段的变化，从不同的竞争方式，耕耘小家电行业。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com