

内销 ODM 兴起, 品牌代理助推业绩

投资要点

- **投资逻辑:** 公司是我国优秀的西式小家电代工企业。一方面, 外销代工业务稳健增长, 主要大客户稳定; 另一方面, 随着物联网兴起, 国内互联网企业涉足终端产品, 小家电作为较好切入口, 国内 ODM 业务兴起。另一方面, 公司在内销自主品牌与品牌代理模式成长良好, 内销占比不断提升。
- **代工业务优势稳固, 增长稳定。** 公司持续加强全价值链成本控制能力, 拥有多个上游子公司(庆菱压铸、威林工程塑料等), 降低采购成本。在生产制造上, 公司持续推进自动化建设, 17年通过定增计划投资3亿元, 主要集中于模块化和平台化建设。公司持续增加研发投入用于产品创新等, 成功实现由 OEM 向 ODM 转型, 目前公司产品拓展达12个大项品类, 超2000种产品。公司代工客户覆盖了如西门子、伊莱克斯等国际一线家电品牌; 在国内也拓展了小米等优质客户。
- **美元上行, 代工业务受益。** 如今公司采取购买汇率远期合约的方式对冲汇率波动风险, 2018H1 汇兑收益对业绩的影响已从去年最高的 28.3% 下降至 14.5%, 2018H2 汇兑收益对业绩的影响更是下降到了 11.9%。2019H1 业绩预告表示汇兑损失、远期外汇合约(期权合约)产生的投资损失及公允价值变动损失较上年同期有较大幅度减少。
- **国内收入占比增高, 小家电发展空间广阔。** 在仍以出口为重的前提下, 公司内销尝试转型 OBM。中怡康显示公司自主品牌东菱面包机销量维持国内第一, 市占率 22.8%。摩飞增长较快, 在咖啡机市场已抢占 3.4% 的市场份额。为了拓展更广阔的市场, 公司通过 17 年定增项目投资建设智能家居项目、健康美容电器项目及高端家用电动类厨房电器, 相信公司在布局完成后可以完善产品结构, 改善公司的盈利能力。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.85 元、0.92 元、0.99 元, 未来三年归母净利润将保持 16.4% 的复合增长率。考虑到公司作为多品类家电龙头, 参考可比公司平均 PE, 给予公司 2019 年 16 倍估值, 对应目标价 13.6 元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格或大幅波动、汇兑大幅波动、代理品牌推广不力等风险。

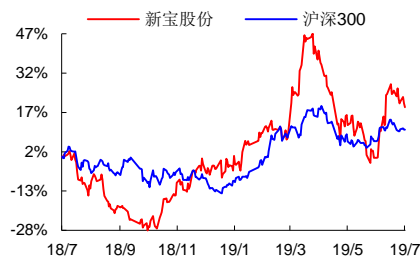
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	8444.33	8877.18	9150.84	9456.25
增长率	2.70%	5.13%	3.08%	3.34%
归属母公司净利润(百万元)	502.71	682.34	738.01	793.66
增长率	23.21%	35.73%	8.16%	7.54%
每股收益 EPS(元)	0.63	0.85	0.92	0.99
净资产收益率 ROE	12.86%	15.20%	14.50%	13.84%
PE	18	13	12	11
PB	2.31	2.01	1.77	1.57

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 龚梦泓
执业证号: S1250518090001
电话: 023-63786049
邮箱: gmh@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	8.01
流通 A 股(亿股)	7.96
52 周内股价区间(元)	6.9-14.15
总市值(亿元)	89.52
总资产(亿元)	69.33
每股净资产(元)	4.97

相关研究

目 录

1 公司概况：西式小家电代工龙头	1
2 代工业务优势稳固，增长稳定	2
2.1 西式小家电龙头，成本优势凸显	2
2.2 研发能力强大，技术积累促使 ODM 模式成熟	4
2.3 代工客户稳定，客户分散风险较低	4
2.4 美元上行，代工业务受益	5
3 国内收入占比增高，小家电市场空间广阔	6
3.1 国内 ODM 逐渐兴起，积极布局电商渠道	7
3.2 品牌代理与种草经济拓宽渠道	8
3.3 细分小家电品类扩展，依托电商发展 OBM	10
4 盈利预测与估值	13
5 风险提示	14

图 目 录

图 1: 2018 年新宝股份主营业务构成.....	1
图 2: 2018 年新宝股份销售收入占比.....	1
图 3: 新宝股份 2013 年以来营收及增速.....	1
图 4: 新宝股份 2013 年以来归母净利润及增速.....	1
图 5: 新宝股份 2014 年以来外销收入及增速.....	2
图 6: 新宝股份 2014 年以来外销毛利率.....	2
图 7: 新宝股份 2014 年以来直接材料占比.....	2
图 8: 钢价格指数.....	2
图 9: 塑料价格指数.....	3
图 10: 铝价格指数.....	3
图 11: 2018 年新宝股份与同类型公司人均薪酬.....	3
图 12: 2013-2018 年新宝股份生产员工人数.....	3
图 13: 新宝股份 2010 年以来研发费用投入.....	4
图 14: 新宝股份 2013 年以来研发人员数量.....	4
图 15: 对五大客户销售额(亿元).....	5
图 16: 五大客户占年度销售总额比例.....	5
图 17: 平均汇率: 美元兑人民币.....	5
图 18: 小家电市场规模稳健增长.....	6
图 19: 2018 年中国小家电市场各细分品类占比.....	6
图 20: 中国与日本小家电每百户家庭保有量(台).....	7
图 21: 新宝股份 2014 年以来内销占比变化.....	7
图 22: 新宝股份 2014 年以来内销收入变化.....	7
图 23: 小米 IoT 业务收入变化.....	8
图 24: 主要国家净水器普及率对比.....	8
图 25: 摩飞发展历程.....	8
图 26: 摩飞高颜值多功能料理机.....	9
图 27: 摩飞高颜值搅拌机.....	9
图 28: 摩飞在小红书的种草经济.....	9
图 29: 新宝股份 2009 年以来销售净利率变化.....	10
图 30: 淘宝单店爆款销售量.....	10
图 31: 新宝股份 2014 年以来内销、外销毛利率变化.....	10
图 32: 新宝股份五大品牌.....	10
图 33: 品牌估值上升路线图.....	11
图 34: 东菱多样的产品线.....	12
图 35: 小家电品类不断扩张.....	12
图 36: 新宝股份 2014 年以来销售费用.....	12

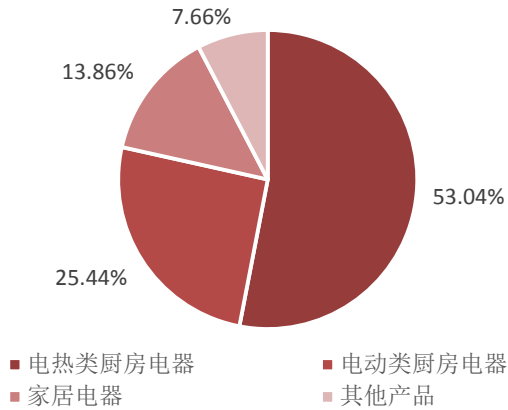
表 目 录

表 1: 2014 年以来汇率变动对新宝股份收入端的影响	5
表 2: 2015 年以来汇兑损益对新宝股份费用端的影响	6
表 3: 各类小家电的消费特征	11
表 4: 公司定增项目及投资计划	12
表 5: 分业务收入及毛利率	13
表 6: 可比上市公司估值	13
附表: 财务预测与估值	15

1 公司概况：西式小家电代工龙头

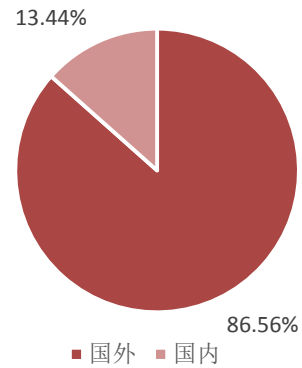
新宝股份是国内西式小家电出口龙头企业，咖啡机、电热水壶为代表的电热类厨房电器是公司的传统优势品类，占营收比重 53.0%；搅拌机、打蛋器为代表的电动类厨房电器占比 25.4%，净水器、吸尘器为代表的家居电器占比 13.9%。从地区来看，国外销售占比 86.6%，国内销售占比 13.4%。

图 1：2018 年新宝股份主营业务构成



数据来源：公司公告，西南证券整理

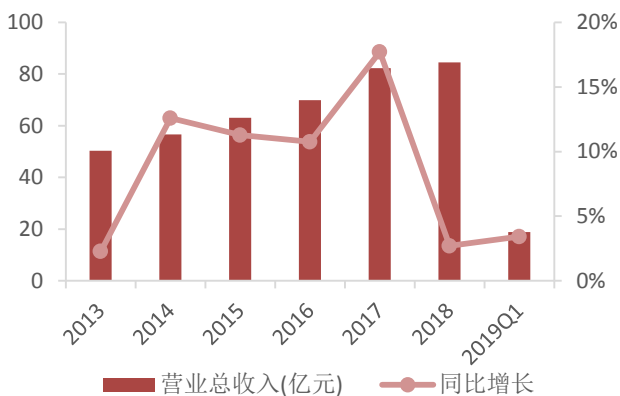
图 2：2018 年新宝股份销售收入占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

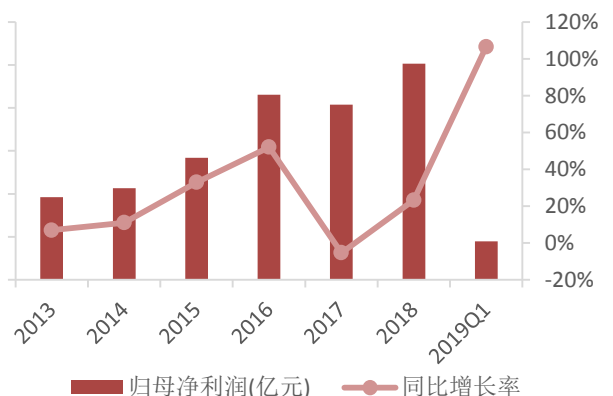
2018 年公司实现营收 84.4 亿元，同比增长 2.7%；实现归母净利润 5.0 亿元，同比增长 23.2%。2019Q1 实现营收 18.8 亿元，同比增长 3.4%；实现归母净利润 8891.6 万元，同比增长 106.6%。公司预计 2019 年上半年归母净利润同比增长 40%-70%，主要汇兑损失、远期外汇合约（期权合约）产生的投资损失及公允价值变动损失较上年同期有较大幅度减少。

图 3：新宝股份 2013 年以来营收及增速



数据来源：公司年报，西南证券整理

图 4：新宝股份 2013 年以来归母净利润及增速

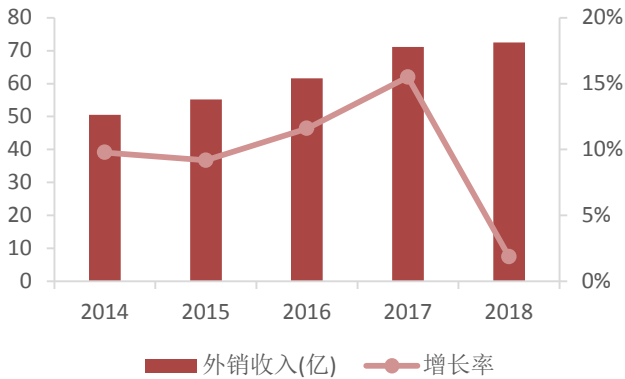


数据来源：公司年报，西南证券整理

2 代工业务优势稳固，增长稳定

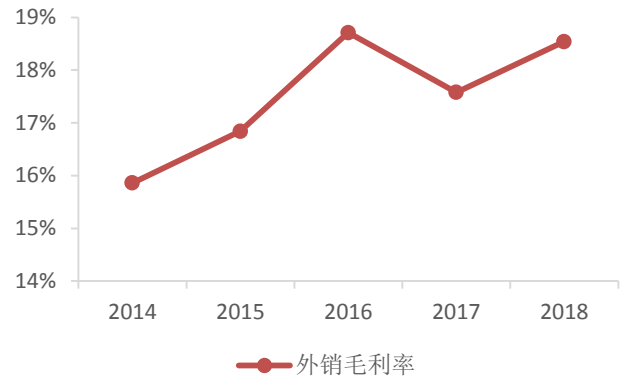
公司作为国内领先西式小家电出口代工企业，产品主要出口到欧洲、北美、澳洲等发达地区，业务辐射超过 100 个国家地区。在出口贸易环境变化的情况下，公司外销收入自 2014 年持续保持增长，2018 年公司外销收入规模达到 72.45 亿。外销毛利率趋势总体向上，2018 年外销毛利率为 18.54%，同比上升 0.96pp。

图 5：新宝股份 2014 年以来外销收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：新宝股份 2014 年以来外销毛利率

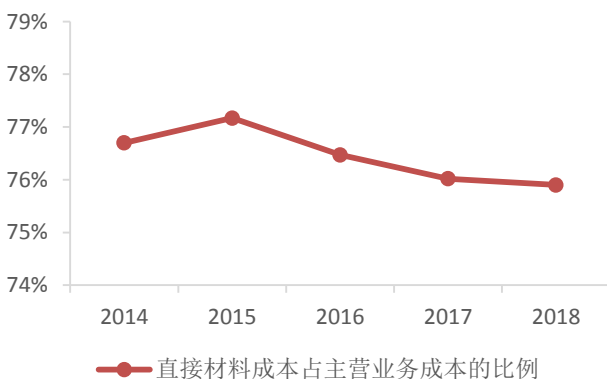


数据来源：公司公告，西南证券整理

2.1 西式小家电龙头，成本优势凸显

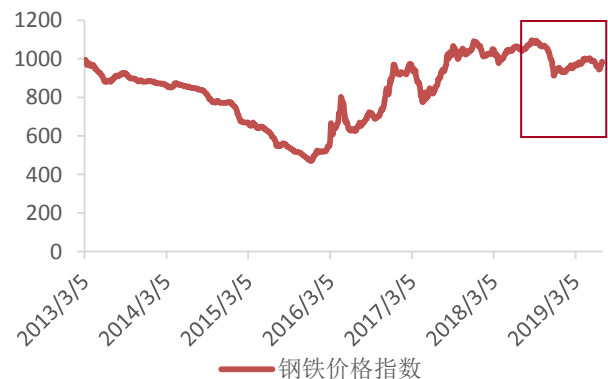
公司作为西式小家电龙头，规模优势明显。多个产品位居全国第一，咖啡机出口额占全国总市场的 40%。2018 年公司外销营收规模达到 72.25 亿元，占公司营收比重超过 8 成，外销毛利率 18.54%，出口成本控制能力优于同业。公司原材料波动风险抵抗能力逐步提升。公司拥有如庆菱压铸、威林工程塑料等多个上游子公司，同时拥有较强的成本转移能力和基于规模优势的原材料采购议价能力，能够基本消化原材料价格波动带来的风险。虽然公司直接材料成本占比较高，但 2014 年-2018 年，公司直接材料成本占比持续下降。

图 7：新宝股份 2014 年以来直接材料占比



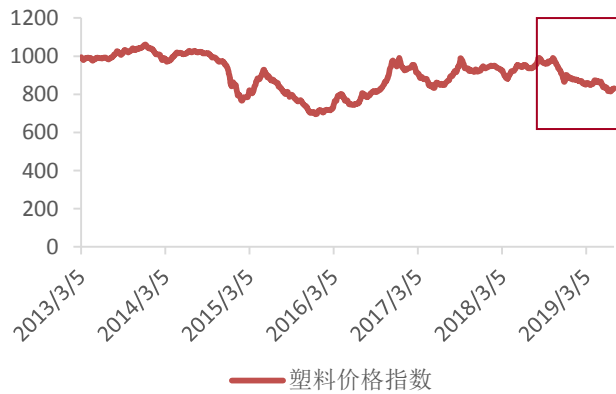
数据来源：Choice，西南证券整理

图 8：钢价格指数

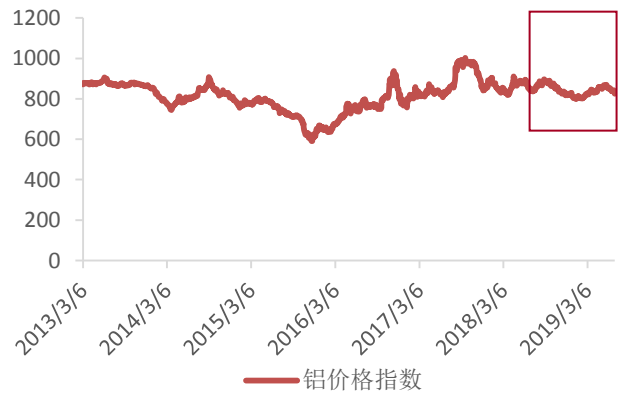


数据来源：Choice，西南证券整理

公司主要原材料钢、铝和塑料等自 2016 年以来持续上行，2018 年以来钢材价格表现平稳，铝价格稳中有降但仍处高位，塑料价格指数企稳，步入 2019 年，铝价格趋于平稳，钢铁价格略有下降，塑料价格降幅最大，预期 2019 年成本端压力减缓。

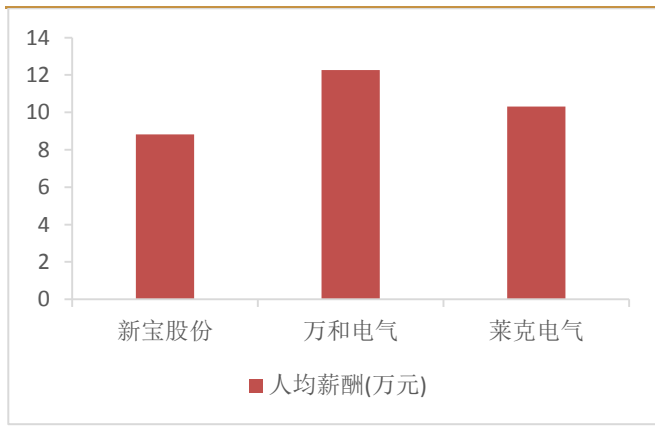
图 9：塑料价格指数


数据来源：Choice，西南证券整理

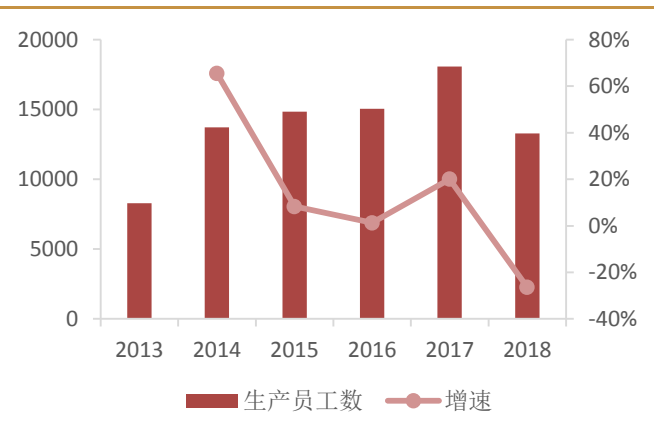
图 10：铝价格指数


数据来源：Choice，西南证券整理

公司人力成本控制能力逐步提升。代工行业是典型的劳动密集型行业，公司作为一家出口代工企业，想要持续发展无法回避的一个问题就是随着中国人口红利逐渐消失，劳动力成本低廉的优势会逐渐丧失，加上技术壁垒较低，产业有向更低成本地区转移的趋势。

图 11：2018 年新宝股份与同类型公司人均薪酬


数据来源：iFind，西南证券整理

图 12：2013-2018 年新宝股份生产员工人数


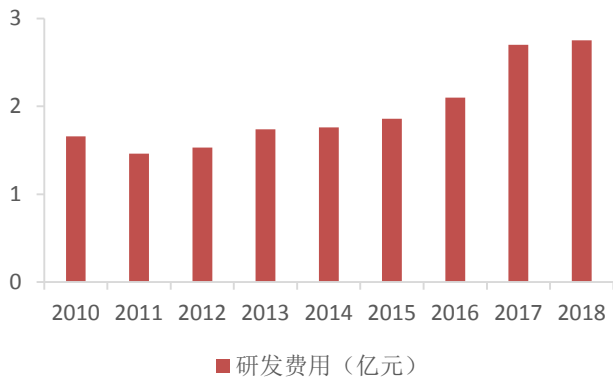
数据来源：公司公告，西南证券整理

为应对劳动力成本增加，公司从改变人员结构和推进自动化两个角度来控制人力成本。一方面，公司人均薪酬保持与同业在一个区间内，人力成本每年增长 8%-10%。2018 年以来公司大幅增加了劳务派遣人员的数量，大幅减少公司生产员工人数以降低人力成本。同时公司也在考察在东南亚等国家转移设厂，以进一步削减人力成本。另一方面，公司一直持续推进自动化建设以提高生产效率，其中多士炉和咖啡壶两个主要生产线都已实现自动化。2014-2016 年，公司每年自动化投入在 2 亿元左右，2017 年，公司通过定增计划募集 9.1 亿元，其中 3 亿元将投资于自动化升级改造项。截至 2018 年年底，公司自动化改造项目已投资 56.78%，长期来看自动化能进一步降低 30%-40% 人工成本。

2.2 研发能力强大，技术积累促使 ODM 模式成熟

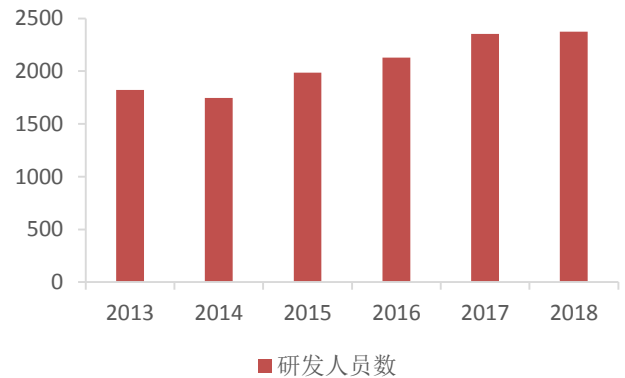
近年来公司每年研发费用率始终保持在 3% 左右，研发技术人员已达 2000 人。同时，公司还深度参与客户研发设计，专利数逐年递增。作为西式小家电龙头企业，公司产品类齐全新品研发不断，多品类稳定高速增长，目前公司产品拓展达 12 个大项品类，超 2000 种产品。近年来国际采购商风险偏好降低，更乐意与行业龙头企业合作，目前公司代工客户基本覆盖了如西门子、伊莱克斯等国际一线家电品牌。在国内，公司也拓展了小米、空净等优质客户。公司出口代工的 ODM 模式日渐成熟。随着自有品牌零售商快速崛起，优秀代工厂商的稀缺性和产业链地位在上升。

图 13：新宝股份 2010 年以来研发费用投入



数据来源：公司年报，西南证券整理

图 14：新宝股份 2013 年以来研发人员数量

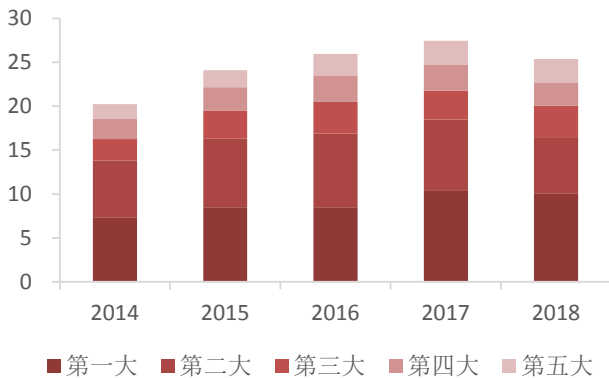


数据来源：公司年报，西南证券整理

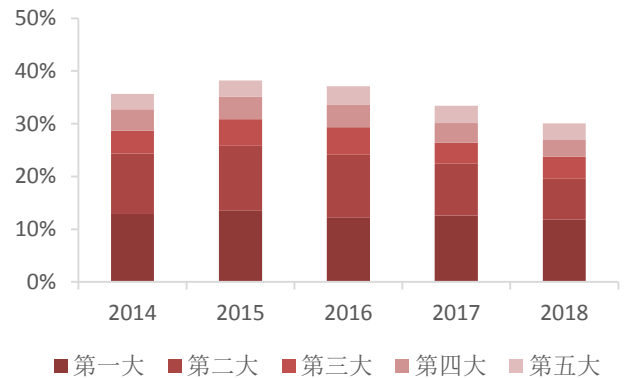
公司出口代工的 ODM 模式日渐成熟，目前 ODM 客户订单占比达到 80% 左右。公司最初实行 OEM 模式，2010 年转型 ODM 模式后，随着公司持续加大研发投入，自主进行产品设计，实现产品标准化，目前已可为代工客户提供“一站式”采购服务，深度参与客户。并且通过平台化模块化运营，订单响应速度较快，能以较高效率实现研发、生产、销售的全过程，在同行业形成了明显的竞争优势。公司通过产品技术创新及自动化建设带来的效率提升等措施，产品盈利能力不断增强。

2.3 代工客户稳定，客户分散风险较低

公司行业龙头客户众多，关系稳定。公司主要客户包括光达国际、凯曼盾、伊莱克斯、飞利浦、松下、西门子、德隆、健伍、摩飞等众多国际知名品牌，均为行业龙头，多与公司建立了长期战略合作伙伴关系，非常稳定。公司已与超过 1000 家客户建立了业务关系，拥有覆盖全球的小家电营销网络和经验丰富的营销团队。

图 15: 对五大客户销售额(亿元)


数据来源: 公司年报, 西南证券整理

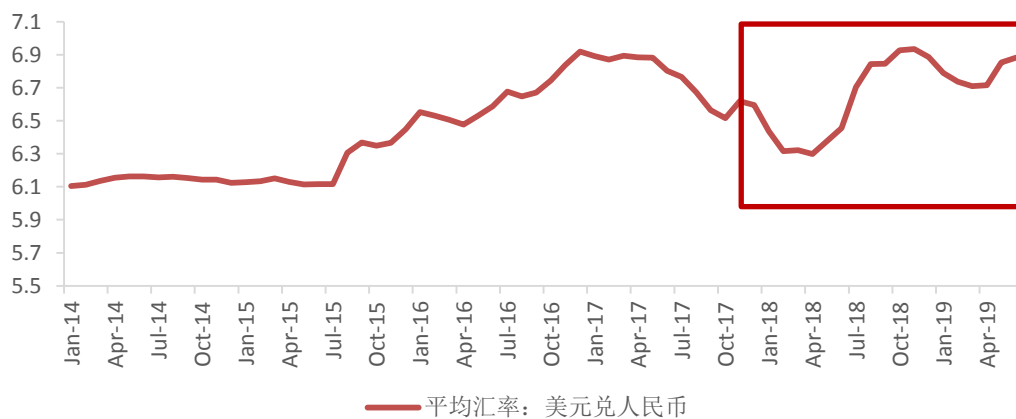
图 16: 五大客户占年度销售总额比例


数据来源: 公司年报, 西南证券整理

公司营收稳定, 客户分散, 抗风险能力优异。公司与五大客户都保持五年以上的长期合作关系。从 2014 年到 2018 年, 公司对五大客户端销售额呈总体上升的趋势, 营收来源稳定。同一时间段, 公司对五大客户的销售总额比例却呈现下降趋势, 2018 年公司五大客户年度销售总额仅占比 30.04%, 下降 3.34pp, 客户群体分散, 风险偏低。

2.4 美元上行, 代工业务受益

自 2018 年以来, 人民币趋势持续贬值, 2019H1 平均汇率 6.78, 较 18 年同期贬值 6.50%。从收入端来看, 人民币汇率贬值使得公司对外议价能力增强, 一定程度对收入和毛利率都有正向影响。

图 17: 平均汇率: 美元兑人民币


数据来源: Choice, 西南证券整理

表 1: 2014 年以来汇率变动对新宝股份收入端的影响

时间	2014	2015	2016	2017	2018	p 值
人民币兑美元年均汇率	6.1424	6.2272	6.6401	6.7547	6.6118	
外销收入(亿)	50.54	55.18	61.58	71.12	72.45	0.8988
外销毛利率	15.86%	16.84%	18.71%	17.58%	18.54%	0.8277

数据来源: 公司年报, Choice, 西南证券整理

从费用端来看，汇率风险得到有效控制。2018 年公司归母净利润为 5 亿元，同比增长了 23.2%。2018 年较 2017 年汇兑收益减少 1.1 亿元。如果剔除汇兑损益的影响，公司实现归母净利润 5.3 亿元，同比上升 63%。公司采取购买汇率远期合约的方式对冲汇率波动风险，2018H1 汇兑收益对业绩的影响已从 2017 年最高的 28.3% 下降至 14.5%，2018H2 汇兑收益对业绩的影响更是下降到了 11.9%。2019H1 业绩预告表示汇兑损失、远期外汇合约（期权合约）产生的投资损失及公允价值变动损失较上年同期有较大幅度减少。

表 2：2015 年以来汇兑损益对新宝股份费用端的影响

百万元	财务费用	汇兑损益	归母盈利	汇兑损益占盈利比	剔除汇兑归母盈利
15H1	-27.5	-32.0	100.9	31.7%	68.9
15H2	-35.8	-43.0	182.6	23.5%	139.6
16H1	-13.2	-21.2	142.3	14.9%	121.1
16H2	-13.2	-65.5	288.7	22.7%	223.2
17H1	24.3	25.4	193.4	13.1%	218.9
17H2	51.2	60.6	214.6	28.3%	275.2
18H1	19.8	20.1	138.2	14.5%	158.3
18H2	-53.9	-43.4	364.5	11.9%	320.6

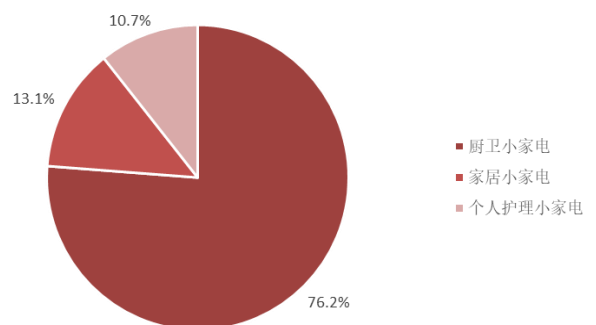
数据来源：公司年报，西南证券整理

3 国内收入占比增高，小家电市场空间广阔

不同于冰箱、洗衣机、电视等传统大型家电产品保有量逐渐饱和，新兴小家电近年来发展势头迅猛，特别是在一二线城市呈现出高增长的趋势，我们认为这种趋势将会继续保持并且逐步向三四线城市蔓延，小家电市场规模将稳健增长。

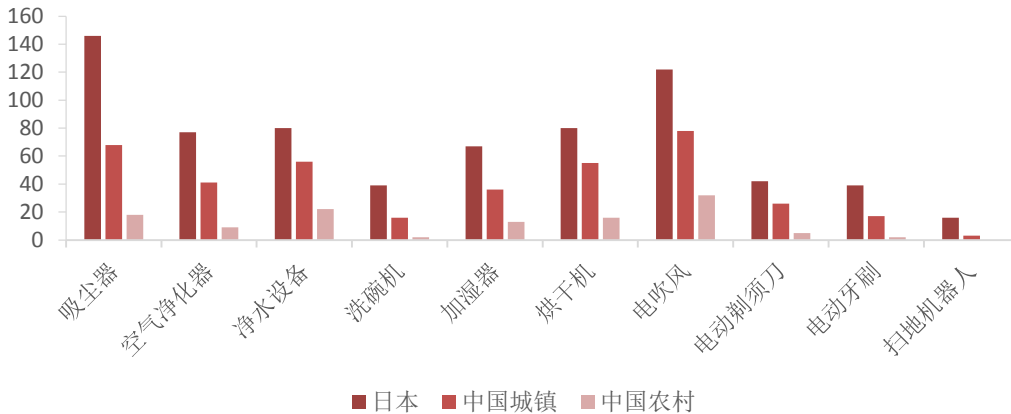
图 18：小家电市场规模稳健增长


数据来源：智研咨询，西南证券整理

图 19：2018 年中国小家电市场各细分品类占比


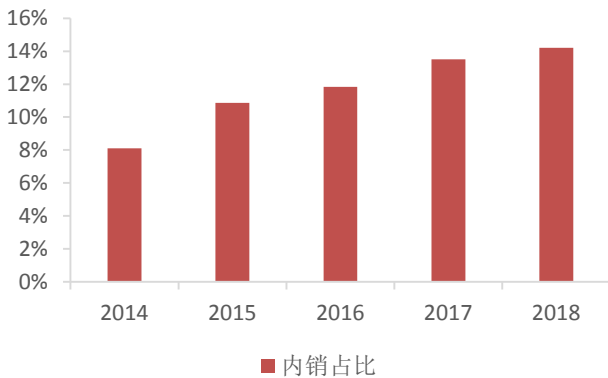
数据来源：智研咨询，西南证券整理

中国家庭平均拥有的小家电产品数量远远低于欧美发达国家，与韩国、日本相比，也还有较大差距。参考欧美、日本等发达国家小家电的市场普及率，小家电在我国的销售还处在发展阶段，随着消费者需求增加，以及小家电产品和数量的双提升，小家电市场还有充足的发展空间和机会。

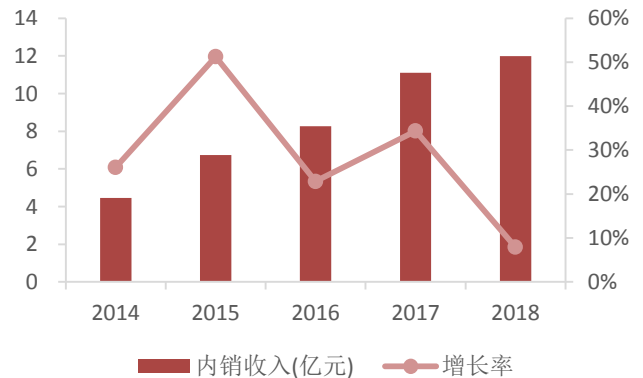
图 20: 中国与日本小家电每百户家庭保有量 (台)


数据来源: Japan Statistical Yearbook、国家统计局、产业在线、中国家电网、中怡康, 西南证券整理

2014 年以来, 公司内销占比不断升高, 收入明显增长。2018 年公司内销占比 14.20%, 上升 0.96pp, 内销收入到达 11.99 亿元, 同比增长 7.96%。拥有自主品牌包括大众化生活电器品牌 Donlim(东菱)、咖啡机自主品牌 Barsetto(百胜图)及茶电器自主品牌鸣盏。代理海外品牌包括中高端生活电器品牌 Morphy Richards(摩飞)与意大利净水电器品牌 Laica(莱卡)。OBM 前景看好, 有望成为利润主要增长点。

图 21: 新宝股份 2014 年以来内销占比变化


数据来源: 公司年报, 西南证券整理

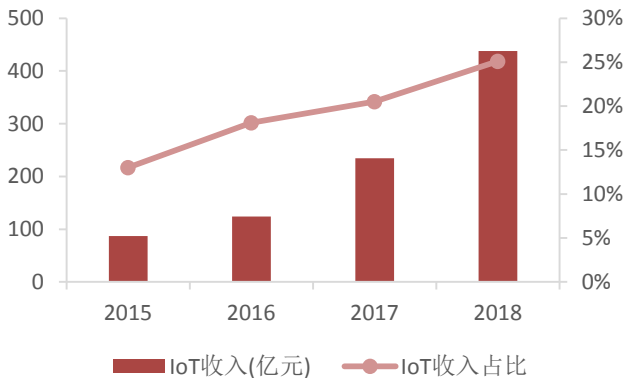
图 22: 新宝股份 2014 年以来内销收入变化


数据来源: 公司年报, 西南证券整理

3.1 国内 ODM 逐渐兴起, 积极布局电商渠道

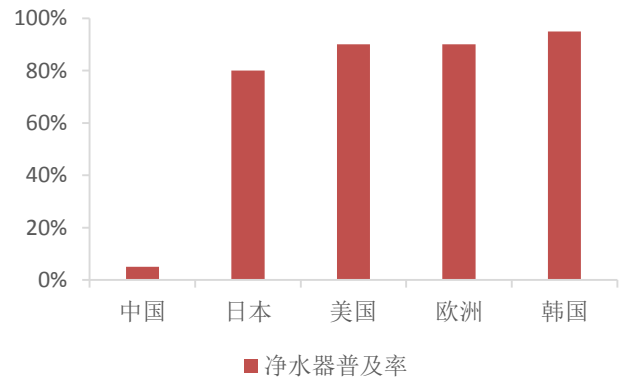
目前公司国内 ODM 业务及其他业务销售收入占国内销售总收入 30%-40%左右, 国内 ODM 主要合作对象包括小米旗下云米公司等生态企业, 合作主要有净水器、电热水壶、电动牙刷等产品。其中净水器产品大部分都为公司制造, 2017 年合作的净水器为 30 万台左右。

图 23: 小米 IoT 业务收入变化



数据来源: 公司年报, 西南证券整理

图 24: 主要国家净水器普及率对比



数据来源: 中华净水器网, 西南证券整理

2018 年小米 IoT 业务收入高达 483.17 亿元, 同比增长 86.87%, 收入占比 25.10%。深入研究小米 IoT 业务扩张可以发现, 小米不断进入多个新兴或竞争格局未定的细分家电领域, 通过产品智能化更新以及高性价比的竞争策略来争取市场份额。公司通过海外 ODM 业务, 积累了大量的技术和研发设计能力可与小米智能化领域相结合, 从公司产品线角度分析, 公司和小米在很多细分小家电领域还有深度的合作空间, 如咖啡机、保温杯、多功能锅等。

3.2 品牌代理与种草经济拓宽渠道

小家电代工企业开拓国内市场时, 大多存在品牌推广难的问题。公司 2017 年 11 月与英国家喻户晓小家电品牌 Morphy Richards(摩飞)续签了长期的授权协议, 摩飞收取固定的品牌使用费加一定比例的销售提成, 合作协议期超过 10 年。公司通过代理摩飞, 把高端、英伦风的小家电形象带入国内, 与都市小资群体形成有效契合, 牢牢抓住西式小家电主要目标群体。

图 25: 摩飞发展历程



数据来源: 淘宝摩飞旗舰店, 西南证券整理

相较于传统大家电, 消费者对小家电产品的外观时尚度、使用舒适度、设计人性化有着更高的要求, 因此消费者往往对产品的外观、性能有着更高的期望, 所以代工企业开拓国内市场需要较强的研发能力作为支撑。公司通过海外 ODM 业务, 积累了大量的技术和研发设

计能力。一般新品类产品都是在海外先推出，可以接触到很多国际龙头小家电客户，掌握到很多信息、经验及市场反馈，然后通过代理品牌把受欢迎的产品带回国内。

图 26: 摩飞高颜值多功能料理机



数据来源: 淘宝, 西南证券整理

图 27: 摩飞高颜值搅拌机



数据来源: 淘宝, 西南证券整理

国内推广小家电还面临渠道受限的问题，小家电企业销售费用不足以占据主流传统媒体的醒目版面，很难吸引眼球。近年来，知乎上的《哪些小物件强烈提升了生活幸福指数》等高赞热贴，包含了电动牙刷、咖啡机等一系列小家电推荐；小红书上各式各样种草单，已经成为个护、美妆类产品在中国普及最重要渠道之一；抖音也带火了榨汁机、迷你煎锅等爆款单品。高流量社交平台已成为小家电产品在消费者心中建立认知的重要渠道，种草经济日益显著。

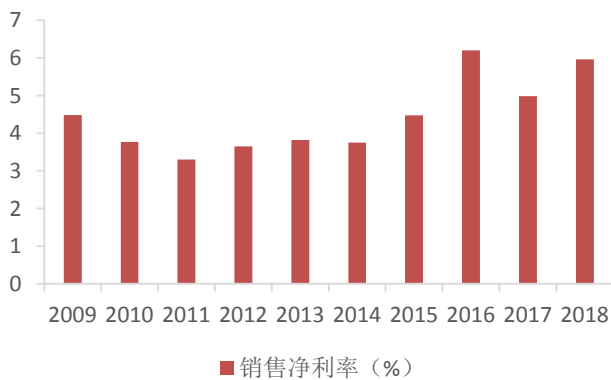
图 28: 摩飞在小红书的种草经济



数据来源: 小红书, 西南证券整理

摩飞把小红书、抖音等电商、微商作为主要推广渠道，利用自身产品高颜值结合种草经济达到有效推广的目的。自利用种草经济推广以来，2018年销售净利率较2017年同比上升0.98pp。摩飞产品便携式榨汁机、多功能料理锅、便携式电热水壶等部分产品已经通过新兴流量APP成为现象级网红爆款，每个爆款单品均能保持4个月左右的火爆周期。摩飞毛利率在60%-70%，净利率在15%以上，市占率增长较快，在咖啡机市场已抢占3.4%的市场份额。摩飞多功能锅推出时，3个月时间内销量8万余台。天猫淘宝数据显示，2019年2月店铺数较去年同比上涨100%，2019H1销售量同比上涨355.0%，销售额分别上涨390.3%。

图 29：新宝股份 2009 年以来销售净利率变化



数据来源：公司年报，西南证券整理

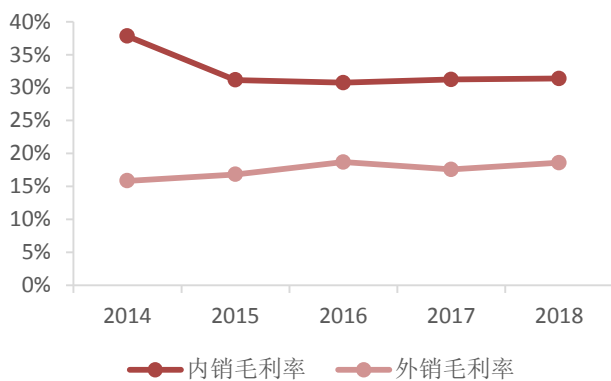
图 30：淘宝单店爆款销售量



数据来源：淘宝，西南证券整理

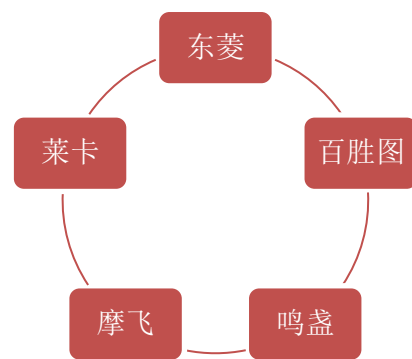
3.3 细分小家电品类扩展，依托电商发展 OBM

图 31：新宝股份 2014 年以来内销、外销毛利率变化



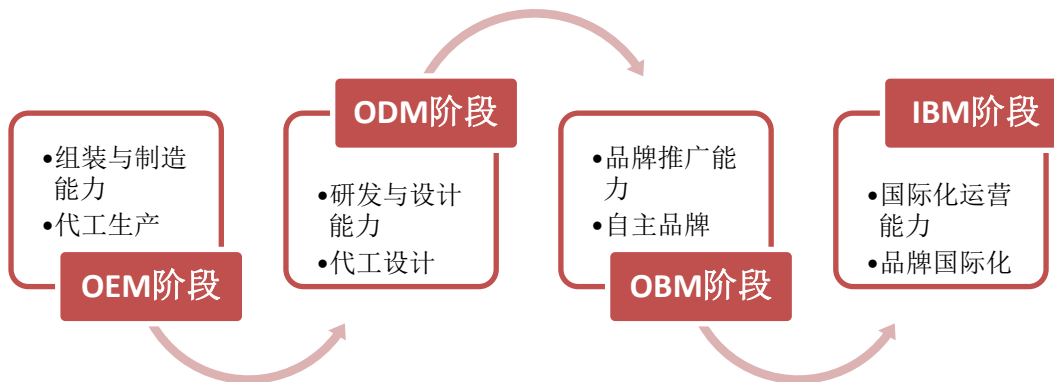
数据来源：公司年报，西南证券整理

图 32：新宝股份五大品牌



数据来源：公司年报，西南证券整理

公司前期主要做贴牌 OEM，产品设计由外部提供，公司只进行加工生产。2010 年公司开始往 ODM 模式转变，进入设计环节以后，公司的净利率提升至 6-7%。公司一直以采取稳健的经营策略，在仍以出口为重的前提下，内销尝试转型 OBM。OBM 是以自主品牌进行销售，因此相比 ODM/OEM 类型的外销业务有更高的品牌附加值，毛利率水平也更高，2018 年公司内外销毛利率差达到 12.79%。公司新业务成长较快，整体能保持 10%-20% 的增速，目前公司国内 OBM 业务销售收入占国内销售总收入 60%-70% 左右。

图 33: 品牌估值上升路线图


数据来源：西南证券整理

表 3: 各类小家电的消费特征

产品品类	消费场景/人群	解决痛点	需求程度
美容小家电	年轻时尚人群 (年轻女性为主)	促进营养进入皮肤深层, 美容养颜	非刚需
空气净化器	家庭、办公室	降低室内甲醛、PM2.5 含量	弱刚需
加湿器	家庭、办公室	增加空气湿度	弱刚需
吸尘器/扫地机	家庭、办公室	清洁彻底、电器保养、除螨	弱刚需
洗碗机	家庭	解放双手、节约时间	弱刚需
破壁机	家庭	一机多用, 释放食物营养成分	弱刚需
电动牙刷	4 岁以上人群	齿部护理, 呵护口腔健康	弱刚需
电动剃须刀	家庭 (成年男性为主)	面部清洁, 提升个人形象	强刚需
电吹风	家庭	快速干发, 造型	强刚需
净水设备	家庭、办公室	保障饮水安全	强刚需
电饭煲	家庭	节约烹饪时间	强刚需
热水器	家庭	满足生活用水	强刚需
豆浆机	家庭	制作健康、营养、方便的多款饮品	强刚需

数据来源：西南证券整理

从家电产业发展历史来看, 多元化、细分化是未来的必然趋势, 新消费驱动新品类, 爆红的新兴小家电品类繁多, 很多都是最近一两年才从无到有创新出来。我国现有小家电品类 100 余种, 而欧美发达国家市场上小家电品类约为 200 余种, 粗略估算未来我国小家电品类数量还有翻倍增长空间。以面包机为例, 新宝在全球的市场份额占 30% 以上, 但整个面包机的市场容量仅 6-7 个亿。因此, 不断拓展进入不同细分小家电品类, 是最好的品牌推广方式。

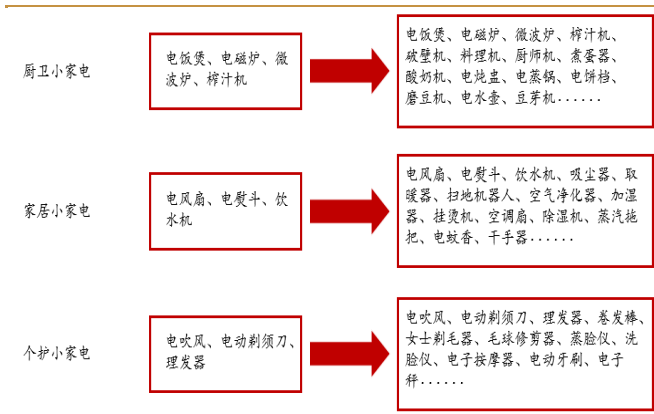
图 34: 东菱多样的产品线



数据来源: 淘宝, 西南证券整理

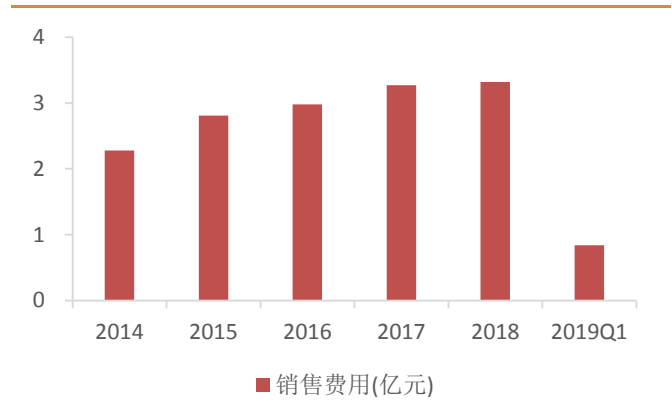
2009 年公司成立大众化生活电器品牌 Donlim (东菱), 品牌电磁炉产全线中标家下乡项目, 2010 年东菱品牌正式进入东盟市场。但在当时受限于销售费用的投入与没有合适营销渠道, 品牌推广一直成问题。后来在 2015 年成立咖啡机品牌 Barsetto(百胜图), 2017 年成立茶电器自主品牌鸣盏, 2018 年代理意大利净水电器品牌 Laica(莱卡)分别布局不同的小家电领域, 结合摩飞流量 APP 推广成功的经验, 有望在国内细分小家电领域获得成功。

图 35: 小家电品类不断扩张



数据来源: 西南证券整理

图 36: 新宝股份 2014 年以来销售费用



数据来源: 公司年报, 西南证券整理

公司未来将会逐步向项目上家居护理电器(如吸尘器)、婴儿电器、个护美容电器(如电动牙刷等)领域扩展。在健康美容上, 电动牙刷是规划中的主要产品, 诸如电动牙刷一类的产品目前国内普及率很低, 爆发之后公司有望迅速抢占市场份额。且健康美容电器等具有高毛利的特点, 相信公司在布局完成后可以完善产品结构, 改善公司的盈利能力及盈利的稳定性。

表 4: 公司定增项目及投资计划

项目名称	项目投资额-亿元	募集资金投资额-亿元
自动化升级改造项目	3.0	3.0
智能家居项目	3.5	3.11
健康美容电器项目	2.0	1.75
高端家用电动类厨房电器	1.5	1.27
共计	10.0	9.13

数据来源: 公司年报, wind, 西南证券整理

4 盈利预测与估值

关键假设:

假设 1: 公司主要大客户发展稳定, 外销持续保持稳健增长; 受益于原材料价格下行, 汇兑情况较上年同期更优, 我们预计公司各类产品毛利率均有所上涨, 2019 年综合毛利率达到 22%;

假设 2: 公司费用率无明显变化。但考虑去年人民币升值幅度较大, 汇兑损失造成财务费用较多, 预计 19-21 年财务费用率有所改善, 分别为-0.5%、-0.8%、-1%;

假设 3: 公司品牌代理业务保持两位数以上增长。

基于以上假设, 我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表:

表 5: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
电热类厨房电器	收入	4386.4	4605.7	4789.9	4933.6
	增速	4.4%	5.0%	4.0%	3.0%
	毛利率	20.6%	22.0%	22.3%	22.5%
电动类厨房电器	收入	2103.6	2187.7	2253.4	2309.7
	增速	4.2%	4.0%	3.0%	2.5%
	毛利率	24.0%	25.0%	25.0%	25.0%
家居电器	收入	1146.5	1203.8	1264.0	1327.2
	增速	-15.3%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	16.1%	16.5%	16.5%	16.5%
其他主营业务	收入	633.4	696.8	731.6	768.2
	增速	31.9%	10.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	13.8%	15.0%	15.0%	15.0%
其他业务	收入	174.5	183.2	112.0	117.6
	增速	2.4%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	32.4%	32.0%	32.0%	32.0%
合计	收入	8444.3	8877.2	9150.8	9456.3
	增速	2.7%	5.1%	3.1%	3.3%
	毛利率	20.56%	21.7%	21.7%	21.8%

数据来源: Wind, 西南证券

表 6: 可比上市公司估值

证券代码	证券简称	股价	EPS (元)			PE		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
002543.SZ	万和电气	10.11	0.77	0.88	0.97	13.20	11.56	10.41
603355.SH	莱克电气	21.00	1.30	1.48	1.59	16.20	14.27	13.27
603486.SH	科沃斯	29.35	1.12	1.44	1.78	27.06	20.93	16.95
603868.SH	飞科电器	37.11	2.16	2.37	2.65	17.31	15.75	14.12
平均值						18.44	15.63	13.69

数据来源: Choice 一致预期, 西南证券整理

预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.85 元、0.92 元、0.99 元，未来三年归母净利润将保持 16.4% 的复合增长率。考虑到公司作为多品类家电龙头，参考可比公司平均 PE，给予公司 2019 年 16 倍估值，对应目标价 13.6 元，首次覆盖给予“买入”评级。

5 风险提示

- 汇率波动风险；
- 主要原材料价格波动风险；
- 劳动力成本上升风险；
- 募集资金投资项目风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	8444.33	8877.18	9150.84	9456.25	净利润	503.58	683.52	739.29	795.04
营业成本	6708.35	6955.23	7165.22	7396.93	折旧与摊销	346.52	198.40	206.86	215.59
营业税金及附加	73.95	74.65	77.84	80.53	财务费用	-34.14	-90.60	-137.23	-172.51
销售费用	332.29	355.09	366.03	378.25	资产减值损失	7.74	0.00	0.00	0.00
管理费用	452.06	798.95	823.58	851.06	经营营运资本变动	-413.54	272.32	-54.11	2.25
财务费用	-34.14	-90.60	-137.23	-172.51	其他	35.13	-14.30	-24.27	-2.56
资产减值损失	7.74	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	445.30	1049.35	730.54	837.81
投资收益	-40.42	30.00	30.00	30.00	资本支出	-160.24	-250.00	-250.00	-250.00
公允价值变动损益	-35.14	-15.67	-19.23	-20.69	其他	-513.10	14.33	10.77	9.31
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-673.35	-235.67	-239.23	-240.69
营业利润	586.89	798.21	866.18	931.31	短期借款	334.38	-334.38	0.00	0.00
其他非经营损益	-1.71	5.94	3.58	4.03	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	585.18	804.15	869.76	935.34	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	81.60	120.62	130.46	140.30	支付股利	-244.03	-100.54	-136.47	-147.60
净利润	503.58	683.52	739.29	795.04	其他	-118.55	85.76	137.23	172.51
少数股东损益	0.88	1.19	1.29	1.38	筹资活动现金流净额	-28.20	-349.16	0.76	24.91
归属母公司股东净利润	502.71	682.34	738.01	793.66	现金流量净额	-256.92	464.53	492.07	622.02
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1850.45	2314.98	2807.05	3429.08	成长能力				
应收和预付款项	1247.42	1171.27	1233.71	1286.37	销售收入增长率	2.70%	5.13%	3.08%	3.34%
存货	1184.19	1228.30	1279.36	1314.05	营业利润增长率	25.55%	36.01%	8.52%	7.52%
其他流动资产	133.62	140.47	144.80	149.63	净利润增长率	22.93%	35.73%	8.16%	7.54%
长期股权投资	67.42	67.42	67.42	67.42	EBITDA 增长率	7.06%	0.75%	3.29%	4.12%
投资性房地产	17.17	17.17	17.17	17.17	获利能力				
固定资产和在建工程	1996.22	2058.45	2112.23	2157.28	毛利率	20.56%	21.65%	21.70%	21.78%
无形资产和开发支出	473.50	469.62	465.73	461.85	三费率	8.88%	11.98%	11.50%	11.18%
其他非流动资产	160.94	154.19	147.44	140.68	净利率	5.96%	7.70%	8.08%	8.41%
资产总计	7130.93	7621.87	8274.91	9023.52	ROE	12.86%	15.20%	14.50%	13.84%
短期借款	334.38	0.00	0.00	0.00	ROA	7.06%	8.97%	8.93%	8.81%
应付和预收款项	2667.78	2907.17	2950.77	3044.64	ROIC	17.87%	20.17%	20.87%	20.99%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	10.65%	10.21%	10.23%	10.30%
其他负债	211.48	219.26	225.88	233.18	营运能力				
负债合计	3213.64	3126.43	3176.65	3277.82	总资产周转率	1.23	1.20	1.15	1.09
股本	813.44	801.47	801.47	801.47	固定资产周转率	4.72	4.79	4.82	4.87
资本公积	1227.22	1227.22	1227.22	1227.22	应收账款周转率	8.79	8.39	8.75	8.62
留存收益	1947.21	2540.97	3142.51	3788.57	存货周转率	6.01	5.69	5.68	5.68
归属母公司股东权益	3902.86	4479.81	5081.35	5727.41	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	96.44%	—	—	—
少数股东权益	14.44	15.62	16.91	18.29	资本结构				
股东权益合计	3917.29	4495.44	5098.26	5745.70	资产负债率	45.07%	41.02%	38.39%	36.33%
负债和股东权益合计	7130.93	7621.87	8274.91	9023.52	带息债务/总负债	10.40%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.37	1.55	1.72	1.89
					速动比率	1.01	1.16	1.32	1.48
					股利支付率	48.54%	14.73%	18.49%	18.60%
					每股指标				
					每股收益	0.63	0.85	0.92	0.99
					每股净资产	4.87	5.59	6.34	7.15
					每股经营现金	0.56	1.31	0.91	1.05
					每股股利	0.30	0.13	0.17	0.18
业绩和估值指标									
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	899.27	906.01	935.81	974.38					
PE	17.90	13.19	12.20	11.34					
PB	2.31	2.01	1.77	1.57					
PS	1.07	1.01	0.98	0.95					
EV/EBITDA	8.31	7.22	6.46	5.57					
股息率	2.71%	1.12%	1.52%	1.64%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本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。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

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，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，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

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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

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

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	13013130110	13013130110	wfy@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn