

# 代工龙头转型 OBM，自有品牌打开内销市场

## 新宝股份(002705)

### ► 西式小家电出口龙头，转型 OBM 拓展内销市场。

公司以出口为主，是西式小家电出口代工龙头，主要面向欧美市场，客户分布相对均衡。主营产品为西式厨房小家电，并逐步向家居护理电器、婴儿电器、个护美容电器领域扩展，目前产品涵盖二十多个大类，产品规格超过 2000 个型号，产品线丰富，能够满足国际知名品牌商、零售商一站式采购的需要。公司业务类型以 ODM 和 OBM 为主，内销主要通过 OBM 拓展。目前公司自主品牌主要包括摩飞、东菱、百胜图、鸣盏、歌岚、莱卡等，其中摩飞是独家授权英国代理品牌，2017 年后爆款频出，带动公司内销收入快速增长。

### ► 线下渠道→传统电商→社交平台，小家电行业逐步向新零售模式转型。

海外市场小家电市场相对成熟，各品类保有量较高，换购需求使市场维持小幅增长。国内大多数小家电品类还处于导入期和成长期，居民保有量低，另外主流年龄消费人群的阶段性人口红利也将推动国内小家电需求未来 3~5 年保持 10%~15% 的较快增长。

小家电行业从供给看，品类众多、生产小批量、竞品同质化，从需求看消费频次高、单价低、可选消费属性强。这些特点使得其早期以线下第三方渠道为主，且龙头具有先发优势，线下渠道基本被美九苏垄断；电商兴起后因其壁垒低、传播快等特点为新品牌进场创造了机会；随后社交应用的普及带来营销模式的革新，大数据的应用和对用户需求的深度挖掘推动小家电行业向新零售模式转型，转型初期多元化的社交营销催生新一轮线上红利，戴森的卷发棒、摩飞的榨汁杯和多功能锅、小熊的多功能烤面包机等多款新品现象级产品应运而生。社交电商内容营销相较传统营销精准度和效率更高，为新品牌提供了高性价比的超车机会。

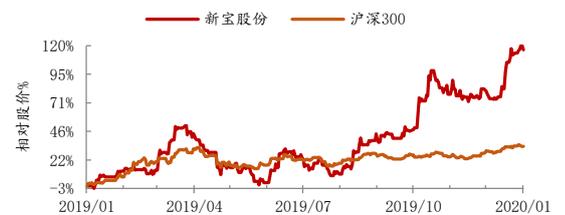
### ► 优质产品为盾、精准营销为矛、供应链快速响应，公司有望再造“摩飞”。

摩飞产品的走红首先是开发“好产品”，相比摩飞海外产品，国内爆款在功能和外观上进行了更适应本土化需求的改造，同时品类上也避开电磁炉、电压力锅等龙头优势，进行差异化竞争；其次是“巧营销”，在社交平台推广优质内容并通过 KOL 宣传造势引领消费；最后还需要供应链的支撑。目前公司实行产品经理负责制，通过多年的 ODM 业务经验积累技术优势反哺自主品牌产品研发；实行内容经理制深入理解流量和渠道运营，针对用户痛点精准营销；整合供应链厂商形成深度自我配套能力，并实行制造分级和柔性化生产管理，最大限度提高生产效率。产品、营销、供应链三大优势有望延续。

#### 评级及分析师信息

评级：买入  
上次评级：增持  
目标价格：24  
最新收盘价：19.5

股票代码：002705  
52 周最高价/最低价：19.82/9.11  
总市值(亿)：156.29  
自由流通市值(亿)：155.22  
自由流通股数(百万)：795.99



分析师：汪玲  
邮箱：wangling1@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120519100002  
联系电话：

#### 相关研究

未来公司国内 ODM 业务或将通过与小米、名创优品等的合作扩大规模，OBM 业务也将通过热卖产品带动品牌实现快速增长，高毛利业务占比有望进一步提升，业务结构的优化和规模效应将带动公司盈利能力持续改善。

### 盈利预测与估值

我们调整公司 2019~2021 年营业收入由 92.20/101.64/112.88 亿元至 96.45/109.99/125.35 亿元，同比增速 14.22%/14.03%/13.97%；归母净利润由 6.19/7.24/8.39 亿元调整至 6.38/7.99/9.98 亿元，同比增长 26.97%/25.13%/24.92%。EPS 为 0.80/1.00/1.24 元，对应当前股价 PE 倍数为 24.48/19.57/15.66 倍。

公司以产品经理制+内容经理制打造爆品，以产品带动品牌，借鉴摩飞的成功先例，通过社交电商渠道推进旗下多个自主品牌发展，进一步打开内销市场。同时公司代工业务方面持续提高 ODM 占比，打造超级供应链保证订单快速响应，与国内互联网企业加强合作进一步建立规模优势，业务结构优化及规模效应将持续改善公司盈利能力。当前公司估值不足 24 倍，与九阳股份估值水平相当，但明显低于苏泊尔。考虑到公司业务结构从 ODM 向 OBM 转型带来业务价值的提升，其估值水平有望向苏九靠近，给予公司 2020 年 24 倍 PE，基于 2019~2021 年 EPS 为 0.80/1.00/1.24 元的业绩预测，目标价 24 元，评级由“增持”调整为“买入”。

### 风险提示

汇率大幅波动造成汇兑损失，自主品牌建设低于预期，行业竞争加剧。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	8222.30	8444.33	9645.01	10998.53	12534.57
YoY (%)	17.71%	2.70%	14.22%	14.03%	13.97%
归母净利润(百万元)	408.02	502.71	638.31	798.72	997.73
YoY (%)	-5.33%	23.21%	26.97%	25.13%	24.92%
毛利率 (%)	19.42%	20.56%	21.26%	21.93%	22.63%
每股收益(元)	0.51	0.63	0.80	1.00	1.24
ROE	10.94%	12.88%	14.11%	15.00%	15.78%
市盈率	38.30	31.09	24.48	19.57	15.66

资料来源: wind, 华西证券

## 正文目录

1. 西式小家电出口龙头，转型 OBM 拓展内销市场 .....	5
1.1. 出口为主，西式小家电代工龙头 .....	5
1.2. 摩飞引爆，自主品牌开拓内销市场 .....	6
1.3. 股权结构相对集中，通过持股和设立基金加强激励 .....	8
2. 线下渠道→传统电商→社交平台，小家电行业逐步向新零售模式转型 .....	9
2.1. 小家电规模：海外需求稳定增长，国内市场潜力较大 .....	9
2.2. 小家电特点：小廉多杂，消费更具冲动性和个性化 .....	11
2.3. 线下渠道：第三方渠道占比高，龙头具有先发优势 .....	13
2.4. 线上渠道：传统电商增长面临瓶颈，社交电商再助新品牌突围 .....	14
3. 优质产品为盾、精准营销为矛、供应链快速响应，三剑合璧有望再造“摩飞” .....	17
3.1. 好产品+巧营销+快出新：摩飞走红背后的必然性 .....	17
3.2. 再造“摩飞”：产品、营销、供应链三大优势有望延续 .....	20
3.3. OBM+ODM 两手抓，结构优化及规模增长提升盈利能力 .....	23
4. 盈利预测与估值 .....	24
5. 风险提示 .....	27

## 图表目录

图 1 新宝分地区收入构成（亿元） .....	5
图 2 新宝国内市场主要品牌 .....	7
图 3 新宝毛利率持续提高且内销高于外销（%） .....	7
图 4 摩飞品牌与新宝的合作 .....	8
图 5 新宝股权结构（截至 2019-9-30） .....	8
图 6 新宝高管持股情况（截至 2019-6-30） .....	8
图 7 全球小家电市场小幅稳定增长 .....	9
图 8 小家电全球市场主要分布在亚太和欧美 .....	9
图 9 主要国家和地区小家电保有量对比（2016 年） .....	9
图 10 我国小家电行业规模 .....	10
图 11 我国部分家电品类渗透率（%） .....	10
图 12 我国小家电品类所处生命周期 .....	10
图 13 我国小家电市场构成（2018 年） .....	11
图 14 我国厨房小家电用户年龄分布 .....	11
图 15 我国出生人数从 1985 年出现阶段性小高峰（万人） .....	11
图 16 厨房小家电用户的考虑要素 .....	12
图 17 厨房小家电常用的料理方式 .....	12
图 18 小家电公司外销收入（亿元）和毛利率（%） .....	12
图 19 小家电上市公司外销收入占比 .....	12
图 20 大家电渠道结构（2018 年） .....	13
图 21 小家电渠道结构（2018 年） .....	13
图 22 厨房小家电线下渠道品牌占比 .....	14
图 23 厨房小家电线下渠道 CR3 市占率（2018 年） .....	14
图 24 生活电器线上零售额（亿元） .....	15
图 25 电商平台用户获取和留存成本提升（元/人） .....	15
图 26 网购用户规模增速放缓（亿人） .....	15
图 27 我国社交电商行业规模（亿元） .....	15
图 28 戴森收入利润（亿英镑）及增速 .....	16
图 29 摩飞内销收入（亿元）及增速 .....	16
图 30 新宝股份销售费用构成（2018 年） .....	17
图 31 苏泊尔销售费用构成（2018 年） .....	17
图 32 摩飞海外官网主营产品 .....	17

图 33 摩飞中国主营产品 .....	18
图 34 摩飞内销收入（亿元）及其增速 .....	18
图 35 苏泊尔和摩飞推出的厨房小家电主要品类对比 .....	18
图 36 摩飞在下厨房、微博等社交平台营销获得较高关注度 .....	20
图 37 新宝股份专利数量（件） .....	21
图 38 拼多多 6 月月活用户近 4 亿（万人） .....	22
图 39 小米等精品电商使用率较高（2018 年） .....	22
图 40 摩飞产品快速上新 .....	23
图 41 新宝股份持股的部分配套制造厂商 .....	23
图 42 新宝股份制造分层 .....	23
图 43 新宝 OBM 业务占比提升 .....	24
图 44 新宝内外销毛利率（%） .....	24
表 1 新宝主要产品分类 .....	6
表 2 新宝在建项目（截至 2019 年 6 月 30 日） .....	6
表 3 制造商分类 .....	7
表 4 小家电品类众多 .....	12
表 5 家电更新周期 .....	13
表 6 社交电商和传统电商对比 .....	16
表 7 社交电商的四种模式 .....	19
表 8 新宝旗下主要品牌 .....	21
表 9 新宝股份盈利预测 .....	25
表 10 新宝股份主要费用项目预测 .....	26
表 11 可比公司估值（以 2020 年 1 月 17 日收盘价为基准） .....	27

## 1. 西式小家电出口龙头，转型 OBM 拓展内销市场

### 1.1. 出口为主，西式小家电代工龙头

**出口为主，西式小家电代工龙头。**公司前身顺德新宝成立于 1995 年，2014 年于深交所上市，是国内最大的西式小家电制造商之一，产品主要销往国外，公司自 1998 年成立海外营销机构开始主攻欧洲市场，2003 年开始加大对美洲、亚洲和其他地区市场的开拓力度，公司电热水壶、搅拌机、多士炉、咖啡机等多个品类出口量多年位居全国首位，是我国西式小家电代工出口龙头。通过为品牌商和零售商提供代工生产公司逐步实现对欧洲、美洲、亚洲其他地区的业务覆盖，建立大量知名品牌商和零售商客户资源，一方面保证了公司出口业务的规模和稳定，另一方面知名品牌的高标准带动公司在生产制造、研发和内部管理等方面持续精进，代工优势进一步强化并为公司向设计业务、品牌业务转型奠定坚实基础。截至 2019 年上半年，公司外销收入 32.82 亿元，占公司收入仍在 80% 以上。

图 1 新宝分地区收入构成（亿元）



资料来源：wind，华西证券

**立足厨房小家电，实现多品类覆盖。**公司产品主要为西式厨房小家电，并逐步向家居护理电器、婴儿电器、个护美容电器领域扩展，截至 2019 年上半年公司电热类和电动类厨房电器分别占比 50% 和 24%。目前公司产品涵盖电热水壶、电热咖啡机、面包机、打蛋机、多士炉等二十多个大类，产品规格超过 2000 个型号，丰富的产品线使得公司能够满足国际知名品牌商、零售商一站式采购的需要。截至 2019 年上半年，公司仍有智能家居电器、健康美容电等项目在建，未来 SKU 将进一步丰富。

表 1 新宝主要产品分类

分类	产品
厨房小家电	电热水壶、电热咖啡机、搅拌机、多士炉、面包机、电烤箱等
家居小家电	电熨斗、电风扇、吸尘器、电暖器、加湿机等
个人护理小家电	电吹风、剃须刀、电牙刷、按摩器等

资料来源：公司公告，新宝股份招股说明书，华西证券

表 2 新宝在建项目（截至 2019 年 6 月 30 日）

项目	投资进度
小家电生产基地项目	87.88%
智能家居电器项目	60.91%
健康美容电器项目	37.81%
自动化升级改造项目	61.14%

资料来源：公司公告，华西证券

## 1.2. 摩飞引爆，自主品牌开拓内销市场

从 OEM、ODM 到 OBM，通过自主品牌拓展国内市场。公司最初海外市场以 OEM 代工为主，随着技术、研发投入的经验积累，OEM 订单占比减少，目前 ODM 成为外销的主要模式，主要客户覆盖大量知名企业，包括 JARDEN、APPLICA、HAMILTON BEACH 等品牌商及 WALMART、CARREFOUR 等零售商。而随着对小家电市场和消费者需求的了解进一步加深，公司目前已逐步向 OBM 模式转型，以自主品牌和产品拓展东南亚、中东市场。公司 OBM 产品与 OEM、ODM 产品业务体系相互独立，分开运营。其中 OEM 和 ODM 产品主要针对欧美等发达国家和地区市场，公司持续优化订单结构，提高 ODM 产品比重；OBM 产品则主要针对国内和东南亚、中东市场，目前国内市场上公司自主品牌主要包括东菱（DONLIM）、百胜图（BARSETTO）和鸣盏，以及代理品牌摩飞、歌岚（GEVILAN）、莱卡（LAICA）等。

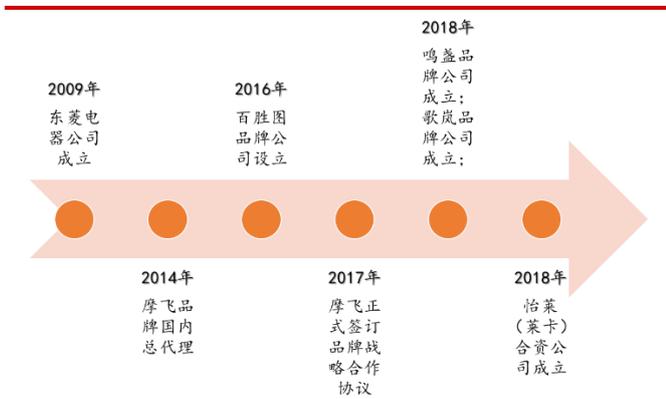
2009 年公司成立全资子公司广东东菱电器，开始通过自有品牌转拓内销，最初采用的是经销商代理销售模式，但由于国内小家电线下渠道壁垒较高，前期公司内销表现平淡。2014 年代理摩飞品牌后通过电商渠道发力，内销收入占比有所提高。目前公司内销自主品牌占比已达到 60%~70%，随着从 OEM→ODM→OBM 的逐步转型，公司业务从生产为主逐步向设计、品牌等附加值更高的环节延伸，其利润率和竞争壁垒也将进一步提高。

表 3 制造商分类

制造商	业务内容
OEM	即原始设备制造商，由品牌商提供产品的结构、外观和工艺进行生产，产品生产后由品牌商贴牌销售
ODM	即原始设计制造商，生产商根据客户的产品意向或自主创意开发产品，由客户选择后下订单进行生产，产品贴牌销售，生产商需要具有一定规模、有较强的研发设计和生产制造能力
OBM	即原始品牌制造商，生产商自行开发和设计产品的结构、外观和工艺，产品开发完成后生产、销售拥有自主品牌的产品

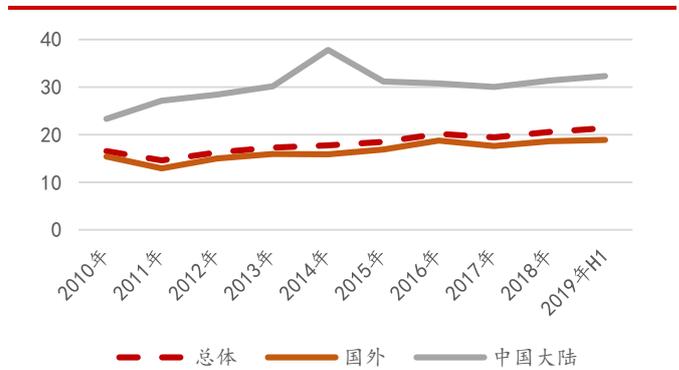
资料来源：新宝股份招股说明书，华西证券

图 2 新宝国内市场主要品牌



资料来源：公司公告，华西证券

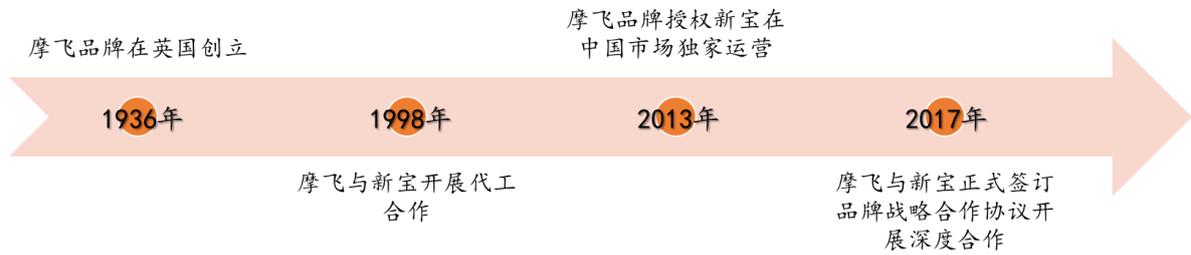
图 3 新宝毛利率持续提高且内销高于外销 (%)



资料来源：wind，华西证券

**以摩飞亮剑，成功引爆内销市场。**公司自 1998 年开始以 OEM 代工模式与摩飞展开合作，2014 年成为摩飞品牌的中国销售代理，2017 年正式签订品牌战略合作协议，进一步整合专利技术和品牌等资源，成为摩飞中国品牌独家代理商。摩飞自进入国内市场开始，避开在传统渠道与美九苏等小家电龙头企业的正面竞争，重点通过线上电商渠道进行营销，先后打造出便携果汁机、多功能料理锅等爆款单品，带动公司内销收入实现突破式增长。

图 4 摩飞品牌与新宝的合作



资料来源：公司官网，华西证券

### 1.3. 股权结构相对集中，通过持股和设立基金加强激励

公司股权结构较为集中，控股股东为东菱凯琴集团，实控人为郭建刚，截至 2019 年 9 月 30 日控股股东东菱凯琴直接和间接持股 68.49%，股权结构较为稳定，股权集中度较高。

图 5 新宝股权结构（截至 2019-9-30）



资料来源：公司公告，wind，华西证券整理

图 6 新宝高管持股情况（截至 2019-6-30）

姓名	职务	期末持股数 (股)	期末参考持股市值 (元)
曾展晖	董事, 总裁	3,051,447	35,091,641
杨芳欣	董事, 副总裁	2,312,166	26,589,909
朱小梅	董事, 副总裁	596,729	6,862,384
王伟	董事, 副总裁	409,607	4,710,481
康杏庄	职工监事	208,055	2,392,633
李亚平	监事会主席	80,000	920,000
潘卫东	原监事会主席	485,458	5,582,767

资料来源：公司公告，wind，华西证券

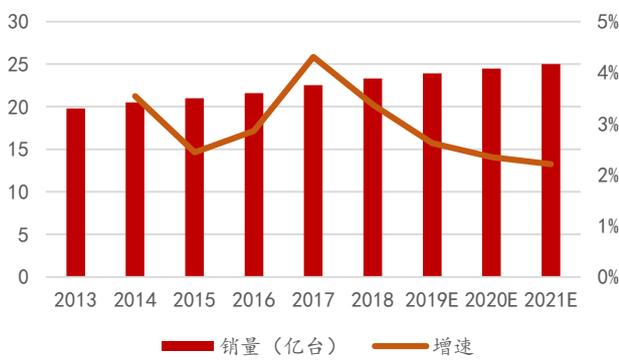
公司于 2017 年实施第一期员工持股计划，激励对象包括 106 名公司员工，其中董事、监事和高级管理人员 12 人，认购份额占激励计划总份额比例 28.25%。截至 2019 年 6 月 30 日，现任高管直接持股比例合计约 0.83%。另外公司 2019 年开始实行业绩激励基金计划，面向公司高管、核心业务和技术骨干等员工，考核标准为 2019~2021 年期间主营业务收入相较 2018 年增长不低于 20%、40%、60%，考核净利润相较 2018 年净利润增长不低于 15%、30%、45%，达成则进行现金奖励，进一步调动管理层和员工积极性。

## 2. 线下渠道→传统电商→社交平台，小家电行业逐步向新零售模式转型

### 2.1. 小家电规模：海外需求稳定增长，国内市场潜力较大

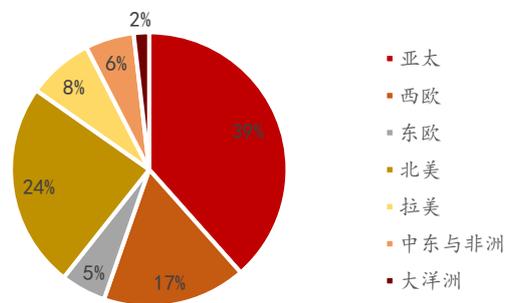
海外市场需求保持小幅增长。小家电一般指功率和体积较小的家电，小家电产品在欧美等海外市场具有极高的普及度，但大量的换购需求使得其需求仍然持续增长。根据 Euromonitor 数据，2018 年全球小家电销量 23.29 亿台，近五年年均复合增速约 3%，预计未来仍将保持 2%~3% 的销量增速。中国作为全球西式小家电的重要生产基地，出口需求预计也将保持较为稳定的小幅增长。

图 7 全球小家电市场小幅稳定增长



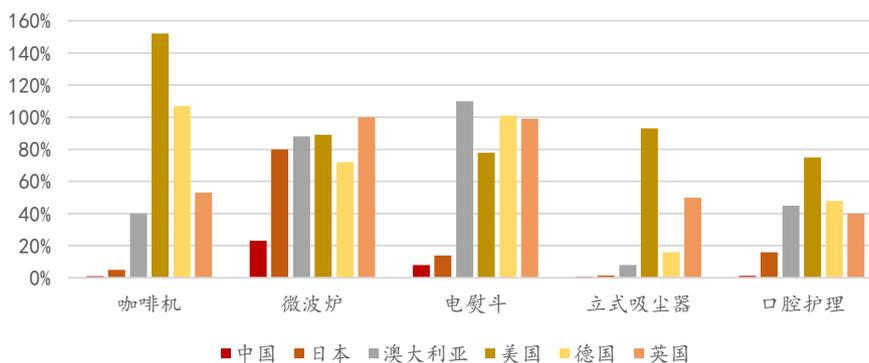
资料来源：Euromonitor，华西证券

图 8 小家电全球市场主要分布在亚太和欧美



资料来源：GfK，华西证券

图 9 主要国家和地区小家电保有量对比（2016 年）

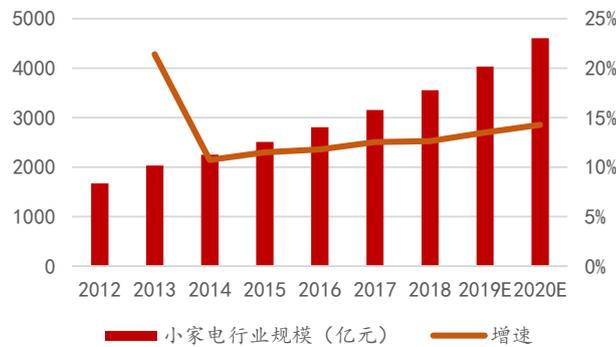


资料来源：Euromonitor，华西证券

消费升级催生小家电需求，国内小家电行业仍在高增期。小家电自 20 世纪 80 年代开始逐步普及，伴随着居民收入水平的提高和财富积累，消费升级带动小家电在

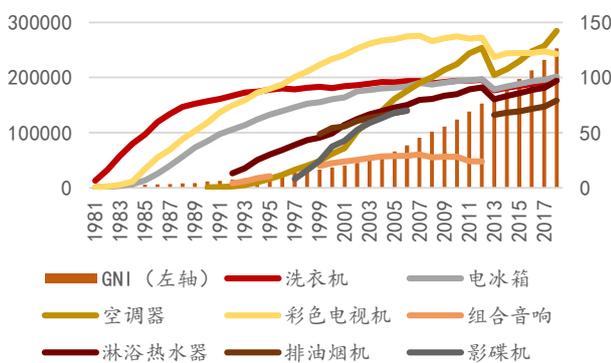
2000 年后进入快速发展阶段。相较于大家电的功能性，小家电的使用更多地是代表消费者在满足了基本生活需求之后，对方便、快捷、省事省力的更高生活品质的追求。目前我国大家电渗透率仍在提升阶段，小家电保有量仍然偏低，大部分品类尤其是西式小家电仍处于成长前期，根据 GFK《中国电子家电行业报告》预测，2020 年我国小家电行业市场规模将突破 4600 亿，未来 3~5 年仍是消费升级的高增长期。

图 10 我国小家电行业规模



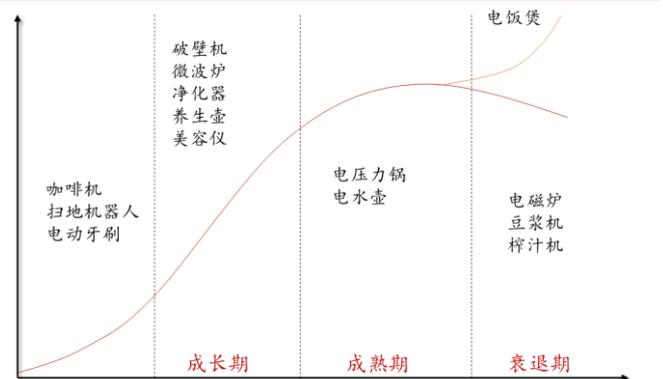
资料来源：GFK，华西证券

图 11 我国部分家电品类渗透率 (%)



资料来源：世界银行，国家统计局，华西证券

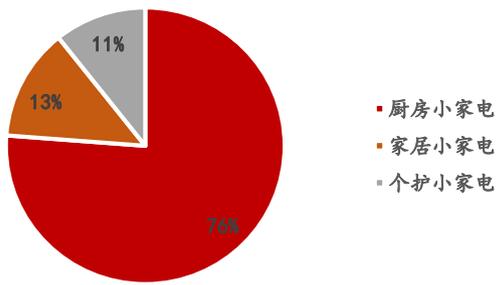
图 12 我国小家电品类所处生命周期



资料来源：奥维云网，华西证券整理

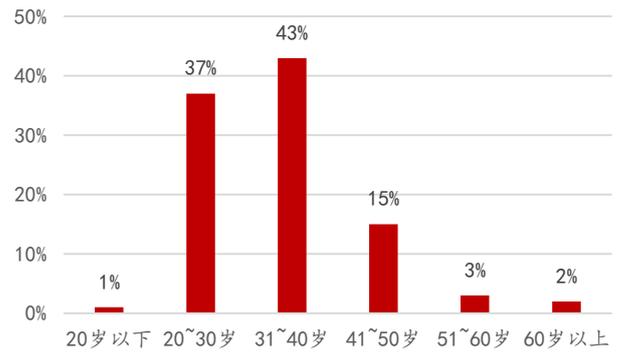
厨房小家电消费占据主力，阶段性人口红利推升需求。小家电按使用场景主要分为厨房小家电、家居小家电和个护小家电，目前我国市场以厨房小家电为主，其占比约 76%。根据艾瑞咨询调研数据显示，我国厨房小家电的主力消费人群分布在 20~50 岁之间，合计占比达到 94%，其中 31~40 岁、21~30 岁人群占比最高，整体用户平均年龄约 35 岁，即在 1985 年前后出生的人均成为厨房小家电消费的主要人群。我国出生人口在 1985~1991 年期间出现阶段性小高峰，预计将在未来几年进一步对厨房小家电的需求增长形成支撑。

图 13 我国小家电市场构成 (2018 年)



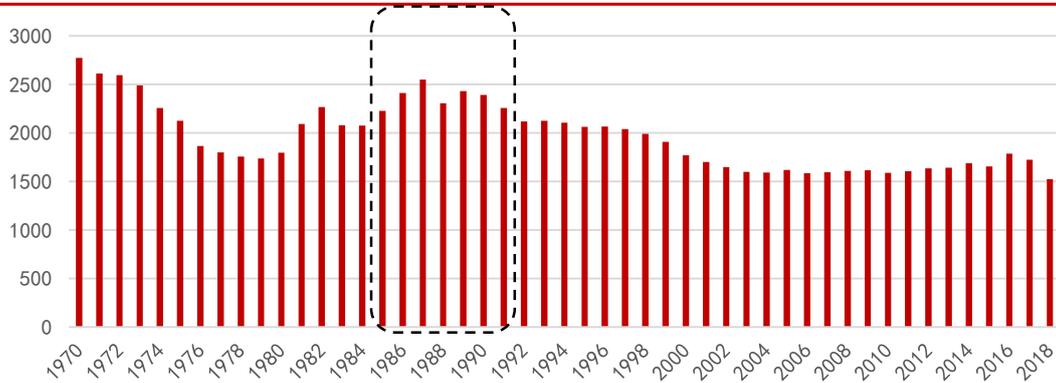
资料来源：智研咨询，华西证券

图 14 我国厨房小家电用户年龄分布



资料来源：艾瑞咨询，华西证券

图 15 我国出生人数从 1985 年出现阶段性小高峰 (万人)



资料来源：国家统计局，华西证券

## 2.2. 小家电特点：小廉多杂，消费更具冲动性和个性化

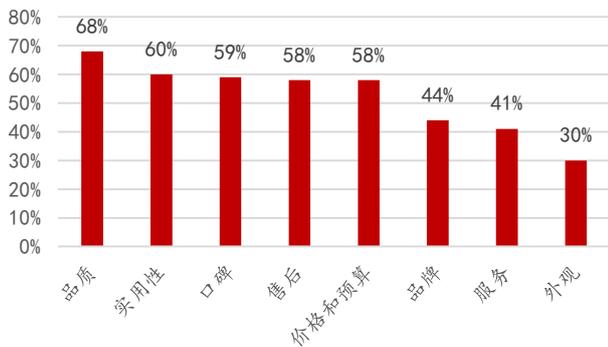
从供给看，小家电品类众多、生产小批量、竞品同质化。根据中怡康监测品类来看，传统大家电尤其是白电的品类相对单一，而小家电品类远多于大家电，一方面是由于小家电产品承担了用户更多更细化的使用需求，如厨房烹饪所需的炒、煮、蒸、炖、炸、搅拌等；另一方面技术、功能、外观等的设计创新也进一步丰富了小家电品类和形态。小家电品类繁多的特点使得其订单一般偏小批量、定制化，形成一定单品类规模的龙头企业将有较明显的规模优势。随着产品新功能和新应用的不断推出及消费群体的变化，消费者对小家电的购买需求越来越重视外观、功能设计等，小家电行业竞争也将从价格逐步转向对设计等高技术含量的能力的竞争。

表 4 小家电品类众多

行业	品类
消费电子	彩电、家庭影院、组合音响、DVD、平板电脑
白色家电	空调、冰箱、冰柜、洗衣机
厨卫电器	电热水器、燃气热水器、油烟机、燃气灶、消毒柜、洗碗机、微波炉、浴霸、净水设备、饮水设备、电烤箱
生活电器	电饭煲、电压力锅、电炖锅、电蒸锅、电饼铛、电磁炉、电热水壶、电咖啡壶、榨汁机、搅拌机、豆浆机、烤面包机、剃须刀、电吹风、蒸汽电熨斗、挂烫机、吸尘器、电风扇、电暖气、机器人、空气净化器、加湿器、电话机、电动牙刷

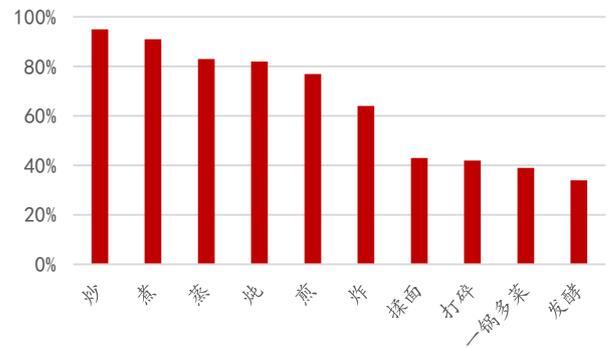
资料来源：中怡康零售监测，华西证券

图 16 厨房小家电用户的考虑要素



资料来源：艾瑞咨询，华西证券整理

图 17 厨房小家电常用的料理方式



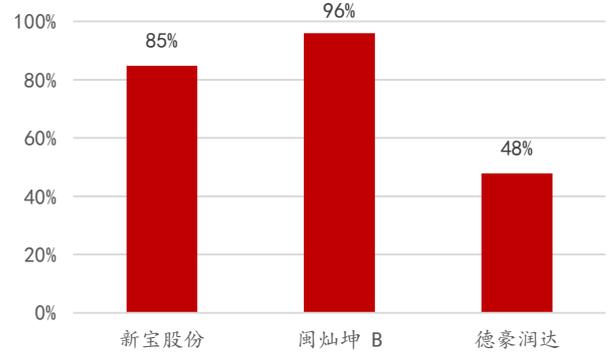
资料来源：艾瑞咨询，华西证券

图 18 小家电公司外销收入（亿元）和毛利率（%）



资料来源：wind，华西证券

图 19 小家电上市公司外销收入占比



资料来源：wind，华西证券

从需求看，小家电消费频次高、单价低、可选消费属性强。相比之下，大家电属于耐用消费品，更新周期一般在 8~10 年甚至更长；小家电则属于高频次使用的消费品，生命周期从数月数年不等，产品更新迭代速度快，消费者有持续的换购需求，消费频次更高，而其单品价格相对较低，具有更强的可选性和冲动消费属性，因此产品营销和渠道铺设更为重要。

表 5 家电更新周期

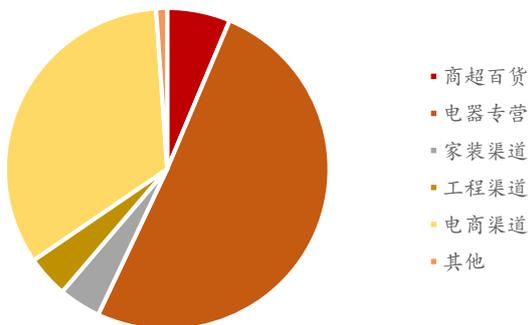
小家电	电热水壶	多士炉	豆浆机	咖啡机
	1~1.5 年	1.5~2 年	2~3 年	2~5 年
大家电	彩电	空调	冰箱	洗衣机
	8~10 年	8~10 年	10~14 年	10~12 年

资料来源：新宝股份招股说明书，华西证券

### 2.3. 线下渠道：第三方渠道占比高，龙头具有先发优势

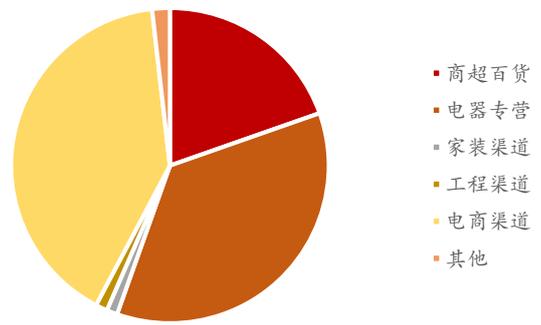
小家电的消费特点使得其线下更依赖于第三方渠道。对比大家电和小家电的渠道结构，可以看出大家电的渠道中专卖店占比最高，其次为电商渠道和商超；而小家电的渠道构成目前则以电商为主，其次是专卖店，商超渠道占比高于大家电。渠道结构的差别和产品特点有关，大家电产品单价相对较高，消费者对需求更注重功能性，与小家电相比其必选消费属性更强，从而使得自建专卖店渠道成为主力。与大家电不同的是，小家电品类繁多、单价相对较低，难以支撑起独立门店；另外其可选消费属性较强，且更易形成冲动消费，终端零售门店的铺设有利于加大渠道渗透，更贴近市场从而对购买需求形成正面影响。因此终端零售网点的覆盖广度和深度对小家电的销售更为重要，商超渠道占比相对较高。

图 20 大家电渠道结构（2018 年）



资料来源：智研咨询，华西证券

图 21 小家电渠道结构（2018 年）

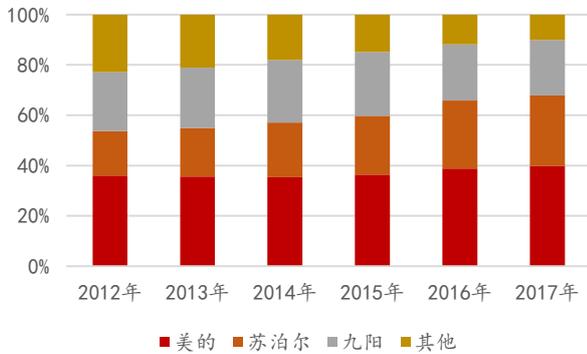


资料来源：智研咨询，华西证券

线下集中度高，龙头在第三方渠道具有先发优势。线下渠道尤其是 3C、商超等第三方渠道通常需要一定的入场费用，对于品类多而分散的小家电来说成本较高，因此龙头企业因其规模效应下盈利能力较高而具有先发优势。根据中怡康数据，美九苏

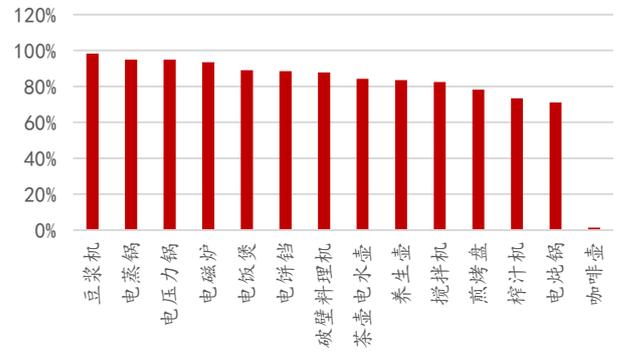
是小家电市场的三大龙头，几乎大部分小家电品类中美九苏市场份额均居前列，且集中度较高，如豆浆机、电蒸锅、电磁炉等相对成熟的品类其线下渠道 CR3 份额均达到 90% 以上。但咖啡壶等处于导入期的新兴品类市场集中度还很低，小家电的品类繁多使得龙头难以全面覆盖，从而部分小众及新兴品类为其他品牌留出了空间。

图 22 厨房小家电线下渠道品牌占比



资料来源：中怡康，华西证券

图 23 厨房小家电线下渠道 CR3 市占率 (2018 年)



资料来源：中怡康，华西证券

## 2.4. 线上渠道：传统电商增长面临瓶颈，社交电商再助新品牌突围

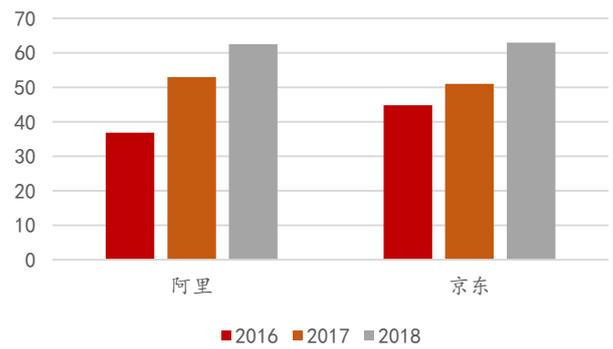
线上渠道占比持续提升，传统电商增长面临瓶颈。根据中怡康数据 2018 年生活电器零售额超过 1400 亿元，其中线上渠道零售额占比达到 60%，近五年年均复合增速达到 44%。小家电体积小、单价低、安装简单，这一特性与电商销售天然契合，使得小家电的线上销售快速发展。2003 年淘宝成立揭开了我国电商发展的序幕，传统电商改变了消费者的购物模式，一方面线上支付和送货到家使得购物行为更加便捷，另一方面电商平台通过信息整合使得不同品牌和产品之间的外观、功能、价格等的对比更容易，有效解决了线下购物面临的信息不对称、不透明的痛点，单价低、体积小、配送和安装方便的小家电借助电商渠道实现了高速增长。随着电商渗透率的不断提升，目前我国电商体系已经进入成熟阶段，用户规模增长放缓，传统的依靠电商平台店铺导流和交易的方式面临增长瓶颈，通过社交媒体和直播网站等途径建立的新型电商渠道逐渐兴起，成为更加流行和具有突破性的营销新模式。

图 24 生活电器线上零售额（亿元）



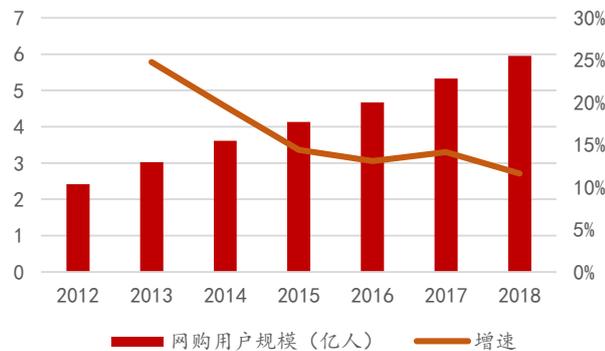
资料来源：中怡康，华西证券

图 25 电商平台用户获取和留存成本提升（元/人）



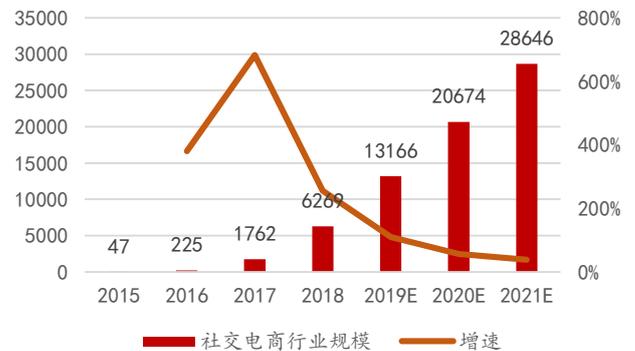
资料来源：公司公告，华西证券（注：用户获取和留存成本以当期营销费用/当期活跃用户数衡量）

图 26 网购用户规模增速放缓（亿人）



资料来源：智研咨询，华西证券

图 27 我国社交电商行业规模（亿元）



资料来源：艾瑞咨询，华西证券

**社交电商催生新一轮线上红利，新品牌伺机突围。**社交电商的兴起一方面是伴随着微博、抖音等社交应用的普及和功能升级，另一方面也是草根经济逐步规范化、规模化发展的产物。传统电商通过线上比价和交易使购物更便捷，但消费者仅通过简单的图片和链接难以对产品的使用体验建立直观认知，社交电商尤其是内容直播电商在一定程度上解决了这一问题，如拼多多的砍价分享、网红榨汁杯的详细使用测评、微博主播的直播带货等，社交电商相比传统综合电商平台，更多地是依赖更为紧密的社交关系进行传播和营销，通过内容分享和互动等让消费者更大程度地融入购物场景，激发用户的潜在购买需求从而产生消费，对客群定位更有针对性，也更容易打造网红爆品。

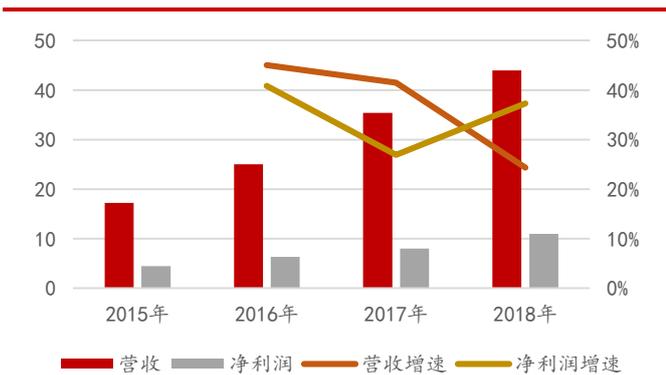
表 6 社交电商和传统电商对比

	传统电商	社交电商
传播运营	以广告传播为主，商家需要积极引流	以用户体验式消费传播为主，平台口碑更重要
渠道建设	平台需要有强大的物流体系，高稳定性	参与门槛低，渠道稳定性弱，平台负责监管
用户类型	综合电商平台用户分部广，特征更分散	通过熟人或社群传播，用户定位更精准细分
用户粘性	用户更关注商品价格和品质，粘性较弱	基于社交互动传播，用户信任度高，粘性更强
获客成本	广告费用高，目前获客成本较高	传播模式更易拓展，获客成本较低
消费类型	用户先自发产生需求，再前往电商平台消费	通过兴趣或社交关系，刺激需求导致消费

资料来源：艾媒咨询，华西证券

随着社交电商兴起带来营销渠道的革新，近年来在小家电市场出现多款新品牌现象级产品，如戴森的卷发棒、摩飞的榨汁杯和多功能锅、小熊的多功能烤面包机等。其中戴森从 2015 年社交电商兴起时开设微信官方公众号进行数字化营销，随后相继通过营销号造势、美妆时尚博主体验测评等成功引流，近三年收入复合增速 37%；摩飞自 2014 年通过新宝股份的代理进入中国市场，营销精准针对线上渠道，以官方发布的创意食谱软文、微博美食博主的视频内容、网红直播带货等一系列形式成功打造爆款，近三年品牌内销收入复合增速达 60% 以上。同期小家电龙头苏泊尔内销收入年均增速 22%，九阳内销收入年均增速仅 4%。新品牌抓住社交电商新兴渠道，精准匹配性营销，对比新宝（摩飞）和苏泊尔的广告费用投入可以看出，新宝销售费用中广告费用支出占比明显更低，且广告宣传费用/收入比例不到 1%，而苏泊尔销售费用中广告费占比过半，广告促销费用/收入比例接近 10%，社交电商渠道为新品牌提供了高性价比的超车机会。

图 28 戴森收入利润（亿英镑）及增速



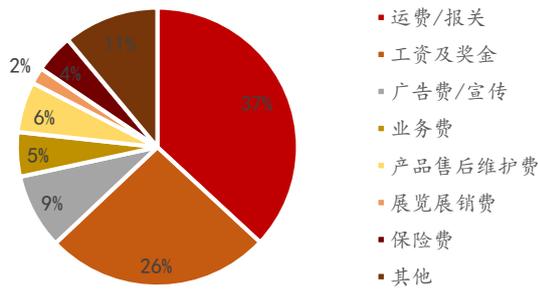
资料来源：亿欧，华西证券

图 29 摩飞内销收入（亿元）及增速



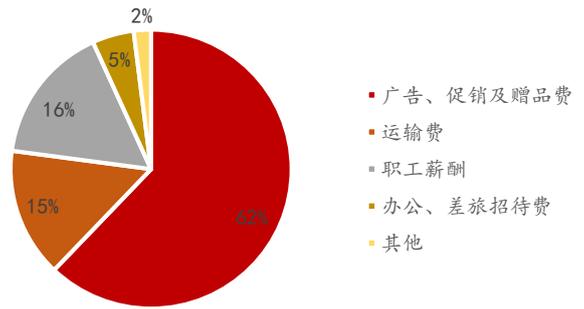
资料来源：choice，投资者关系公告，华西证券

图 30 新宝股份销售费用构成（2018 年）



资料来源：公司年报，华西证券

图 31 苏泊尔销售费用构成（2018 年）



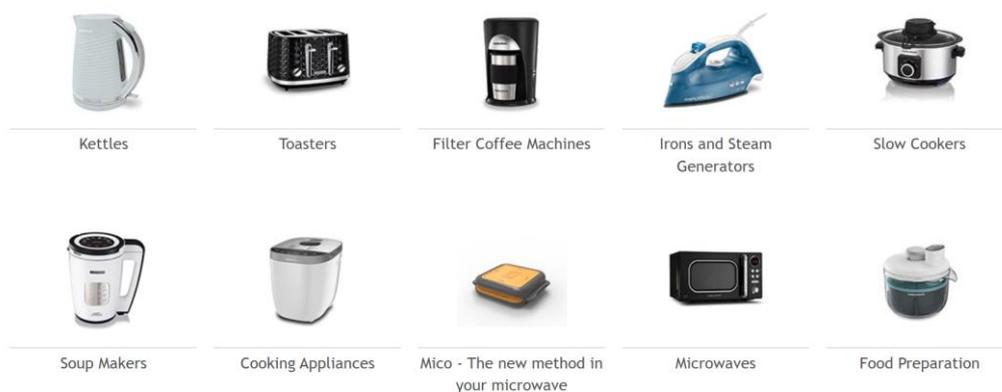
资料来源：公司年报，华西证券

### 3. 优质产品为盾、精准营销为矛、供应链快速响应，三剑合璧有望再造“摩飞”

#### 3.1. 好产品+巧营销+快出新：摩飞走红背后的必然性

Morphy Richards（摩飞）是 1936 年在英国创设的小家电品牌，最初生产电气、收音机和电视等产品；二战期间曾为政府生产飞机零部件，1947 年上市后很快与生产旋转式脱水机和电冰箱的 Astral 合并；1982 年 CFI 公司收购摩飞并与以设计和营销为主的 Carmen 公司一起运营，也为后来其产品设计和宣传的新当代风格拉开序幕；90 年代摩飞的产品范围进一步扩大，涵盖电熨斗、水壶、三明治烤箱、咖啡机、油炸机、熨裤器、加热盘、灶具等，摩飞数十年坚持品质和技术创新做高端西式小家电产品。

图 32 摩飞海外官网主页产品



资料来源：摩飞官网，华西证券

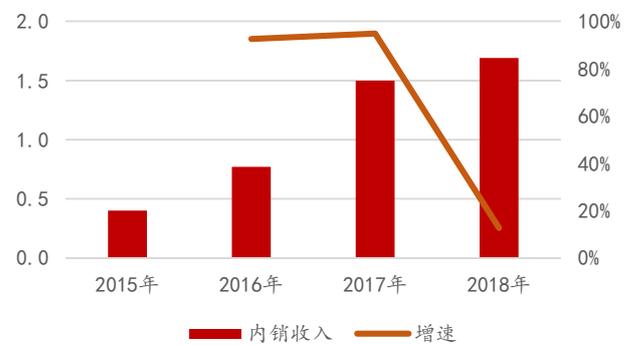
摩飞 2006 年正式登陆中国市场，前期表现较为平淡。公司最初作为 ODM 厂商与摩飞进行合作，2014 年左右获得摩飞品牌授权，2017 年公司与摩飞签订长期的授权独家代理协议，此后摩飞爆款频出，开启了快速增长。

图 33 摩飞中国主营产品



资料来源：摩飞官网，华西证券

图 34 摩飞内销收入（亿元）及其增速



资料来源：choice，投资者关系公告，华西证券

**好产品：品类、功能、外观设计另辟蹊径。**摩飞的走红首先是依托于产品的成功，1) 摩飞中国地区销售的主要产品和海外的主要产品有明显区别。摩飞原有的品类主要是电水壶、多士炉、微波炉、食物处理机等，多用于西式餐点制作，在国内的普及程度仍然较低；另外设计上多为冷色调简约风格，颜色等规格选择较少。而摩飞在国内推出的产品则针对用户需求创新，一方面在主推功能上更加复合与便捷，爆款便携果汁机、榨汁杯主推便携，多功能料理锅则主打功能复合；而另一方面在外形设计上也更重颜值美观和多样化。2) 摩飞与国内龙头小家电企业的产品具有差异化。以苏泊尔为例，其主打的厨房小家电是电饭煲、电压力锅、电磁炉等传统中式产品，公司的主推产品则避开了苏泊尔等龙头企业的优势品类，进行差异化竞争。公司首款爆品 MR9200 便携果汁机于 2017 年推出，全年销量超过 100 万台，带动摩飞品牌收入达到 1.5 亿，同比增长接近 100%，远超其内销收入 30% 的增速。随后的多功能料理锅、榨汁杯等产品也因其便捷、多功能、颜值高而相继热卖。

图 35 苏泊尔和摩飞推出的厨房小家电主要品类对比



资料来源：摩飞官网，苏泊尔官网，华西证券

**巧营销：内容分享+KOL 引领，社交平台掀起传播热潮。**公司早期通过电视媒体等传统途径进行广告宣传，2011 年后调整策略转向电子商务等渠道，同年电商收入占内销收入比例从不足 2%大幅提升至 36.5%，2012 年进一步提升至 45.68%，电商成为公司主要的营销渠道。随着社交平台的发展和普及，2014~2015 年微商崛起，也标志着电商模式从传统综合平台向社交平台的转型，随后社交电商又逐步衍生出社群团购、直播带货等多种形式，公司抓住新兴渠道机会，在多种社交平台进行精准营销。1) 在垂直社区进行内容营销。摩飞品牌主要品类为厨房小家电，家庭属性强，公司在“下厨房”等美食社交平台、“小红书”等生活社区发布产品使用体验贴或食谱创造阅读量，通过具有共同兴趣或生活习惯的社区群体进行更有针对性的口碑传播。2) 在热门平台上通过 KOL 引领消费。公司通过网红 KOL 营销，如微博粉丝千万的美食博主、网红主播，通过视频、软文等更具直观感染力的方式制造产品热度和销量。

表 7 社交电商的四种模式

模式	定义	特点	流量来源	目标用户	适用商品	代表
拼购类	聚集多个用户通过拼团减价模式，激发用户分享形成自传播	以低价为核心，通过用户裂变传播积累大额订单降低上游供应链及物流成本	熟人社交	价格敏感型用户	同质化、普遍适用、单价较低	拼多多 京东拼购
分销型	S2B2C 模式，平台负责选品、配送、售后等全供应链流程，以销售提成吸引用户成为分销商，利用其自由社交关系实现“自购省钱，分享赚钱”	通过用户分销邀请熟人加入形成关系链，平台统一提供货、仓、配和售后服务	熟人社交	有分销能力及意愿的用户	有一定毛利空间	蜜芽
社区团购	以社区为基础的团购模式，社区居民加入社群，通过微信小程序等工具下单，社区团购平台将商品统一配送至团长处，消费者上门自取或由团长进行最后一公里的配送	以团长为基点，降低获客、运营和物流成本；预售制及集采集销模式提升供应链效率	熟人社交	家庭用户	复购率高的家庭日用品	每日生鲜
内容类	通过多样化的内容引导消费者购物，实现商品与内容的协同	形成发现-购买-分享的商业闭环，通过内容运营激发购买热情，同时进一步了解用户喜好	泛社交	易受 KOL 影响的人群、有共同兴趣的社群	各种适合内容特征的商品	小红书 微博 淘宝直播

资料来源：艾瑞咨询，公开资料整理，华西证券

图 36 摩飞在下厨房、微博等社交平台营销获得较高关注度



资料来源：下厨房，微博，华西证券

快上新，超级供应链响应大规模订单。小家电的制造门槛相对较低，摩飞产品走红之后众多品牌山寨模仿，但公司的产品依然销量领先，这与公司的大规模生产制造能力密不可分。产品引爆后可能单月仅针对榨汁机单一品类，公司就可以多条产线同时运作保证单月 50 万台的生产能力，供应链优势使得摩飞能够最大限度保证爆品供应，守住市场份额。

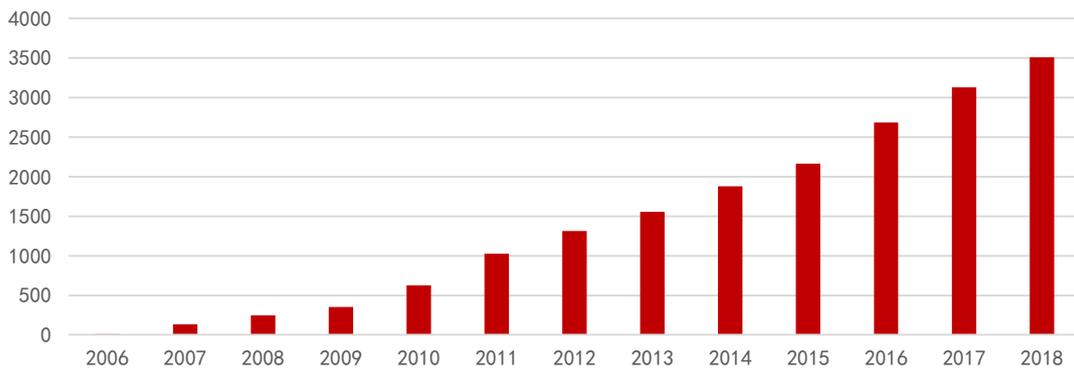
### 3.2. 再造“摩飞”：产品、营销、供应链三大优势有望延续

#### 3.2.1. 平台共享，多品牌储备，“好产品”有望复制

产品经理负责制，后台环节平台共享。公司于 2017 年调整营销架构，设立品牌发展事业部，旨在系统整合资源，加强专业品牌运作并拓展渠道。2018 年针对国内营销公司进一步调整组织架构和管理机制，对后台研发设计、品控、物流、品牌策划等实现平台共享，实行产品经理负责制。产品经理制本质上是通过对市场信息的深度挖掘、对用户需求的精准把握，针对性开发生产解决用户痛点的流量产品，以产品带动品牌，为品牌推广提供支持，同时平台共享使得其他自主品牌可以在一定程度上借鉴摩飞爆款产品的研发思路和经验。

ODM 业务积累技术优势，反哺自有品牌研发。公司最早以海外 OEM 代工业务为主，后逐步向利润率更高的 ODM 生产转型，到 2009 年公司 ODM 收入占比超过 60%。2009 年 9 月公司将自有品牌东菱 (Dolim) 推向国内市场，也标志着公司业务从 OEM、ODM 进一步向附加值更高的 OBM 模式转型。公司通过 ODM 业务积累技术，在 2014 年上市之初已经拥有超过 1300 项专利，其中 112 项为发明专利，2018 年专利数量超过 3500 项，为其自有品牌建设打下基础。公司一般新品类先通过 ODM 订单推出，一方面进行品类试水，另一方面通过广泛的 ODM 客户掌握市场反馈，用以进行技术改进，相对成熟后将技术创新成果优先用于自主品牌，打造优质产品。

图 37 新宝股份专利数量（件）



资料来源：国家知识产权局，华西证券

**品牌矩阵专业化运营，多品类建设已见雏形。**公司自 2016 年开始明确专业品牌运作策略，大力发展国内自主品牌业务，已逐渐形成覆盖多个细分品类的品牌矩阵，旗下有东菱、摩飞、百胜图、鸣盏、莱卡、歌岚六个自主品牌，其中东菱建立最早，主要做大众化、高性价比的生活电器；摩飞为代理英国品牌，专注中高端生活电器（目前主要是西式厨房小家电）；百胜图主要销售咖啡机和胶囊咖啡机；鸣盏主要做煮茶器等；莱卡和歌岚则分别专注于饮水净水产品和个护电器，专业化品牌布局初见雏形，目前自主品牌在公司国内销售收入占比达到 60%~70%。另外公司于 2017 年开始在顺德区建立小家电全球知名品牌引进和双创孵化制造基地，截至 2019 年上半年项目建设进展 15.92%，未来项目建成有望通过引进海外品牌进行本土化运作的方式进一步拓宽品牌品类。

表 8 新宝旗下主要品牌

代理品牌	主要品类	自有品牌	主要品类
摩飞 morphy richards smart ideas for your home	西式厨房小家电	东菱 DONLIM 东菱	烘焙小家电
莱卡（合资公司） LAICA amore per l'acqua	净水器	百胜图 Barsetto®	咖啡机
歌岚（全资子公司） GEVILAN	个护电器	鸣盏 MING ZHAN 鸣盏	茶具电器

资料来源：公司公告，华西证券

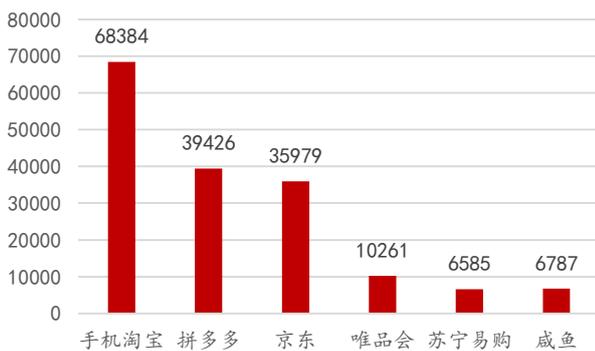
### 3.2.2. 专业团队，精准营销，“巧营销”亦可借鉴

抓住社交电商新机遇，内容经理制打造网红爆款。公司打造爆款一方面需要优质产品内核，另一方面需要优质营销包装。社交平台的普及以及社交媒体的兴起使得人人都可以成为信息中心，广泛的关系网络提供了流量级的传播渠道，但同时也带来了信息爆炸，一方面用户甄别信息真、假、用、废的难度加大，另一方面海量用户的需求偏好和流行风向也更难准确把握，因此推广内容有可能迅速引爆，也有可能湮没无名。公司营销采用内容经理制，恰恰针对上述两个痛点，一方面深入理解流量和渠道运营，把握用户痛点制作具有感染力和传播潜力的优质文案；另一方面通过具有较大影响力的 KOL “帮助” 用户进行选择，从而在社交平台裂变传播打造网红效应。

**培养专业团队，打造营销优势。**公司每个品牌为独立的事业部，对不同品牌的营销推广分别交由不同的专业团队运作，由总部品牌管理部进行统筹。专业团队主要由公司内部培养，一方面对公司自身产品和品牌的特点认识会更深刻更准确，另一方面对公司内部不同品牌运作能够更好地相互协同和借鉴。摩飞自 2017 年以来推出的几乎每款产品均有较大的热度，其营销成功率可见一斑，未来其他品牌产品的打造仍可拭目以待。另外 2018 年开始公司对前台营销团队实行类合伙人机制，改善激励进一步提高营销团队积极性。

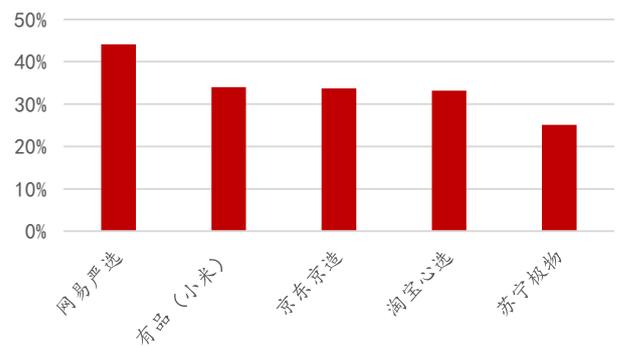
**加强与互联网公司合作，借力提升品牌知名度。**目前公司与网易严选、小米、名创优品、拼多多等互联网企业合作，提供多品类的 ODM 生产，借助其平台提升公司知名度，并实现销售规模增长。与传统电商的经销模式不同，网易严选、小米有品等以精品电商模式直接对接供应厂商，甄选高性价比产品进行销售，目前其消费者使用率均居行业前列。公司与小米合作的产品主要有净水器，及少量的电热水壶、电动牙刷、烤箱等，未来通过小米等品牌的渠道和品牌知名度将进一步扩大市场。另外公司与拼多多的合作已经起步，主要销售公司的新品牌“凯琴”的产品，未来合作产品线将逐步丰富，拼多多截至 2019 年 3 月 31 日的年活跃买家数达 4.4 亿，618 活动当月仅月活就接近 4 亿，稳居第二大电商平台，为公司的品牌营销扩大影响力。

图 38 拼多多 6 月月活用户近 4 亿（万人）



资料来源：QuestMobile，华西证券（注：用户总量为 app、微信小程序、支付宝小程序等加总并去重后得到）

图 39 小米等精品电商使用率较高（2018 年）



资料来源：艾瑞咨询，华西证券

### 3.2.3. 快速上新，超级供应链守住领先优势

**优化制程效率，缩短上新周期。**小家电产品更新频次高，新品生命周期也相对较短，爆品销量高峰期通常仅有数月，因此快速上新的能力才能支撑爆品模式的可持续性。公司的产品从理念到研发设计再到生产，一般需要 6~12 个月，未来将进一步优化流程，将上新周期缩短至 3~6 个月。快速上新提高了爆款的命中率，同时也对产品供应提出了更高的要求。

图 40 摩飞产品快速上新



资料来源：网络资料整理，华西证券

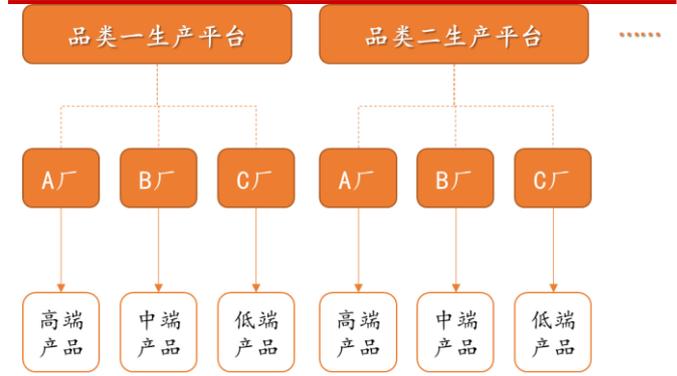
整合上游厂商，供应链自我配套，兼顾品质和速度。小家电制造工艺相对简单，爆品推出后模仿产品也会快速跟进，对大规模订单的响应能力则很大程度上影响了企业的市场份额。在与龙头品牌商和零售商的长期合作中，公司不断加强供应链整合，现有的配套制造体系覆盖模具、电子电器配件、电机、不锈钢、塑料、喷涂、色粉、压铸等，完善的供应链配套体系一方面保证了公司掌握小家电生产中的核心技术及关键生产环节，从而保障供应链的稳定性及产品品质；另一方面可以保障新产品研发的响应速度。

图 41 新宝股份持股的部分配套制造厂商



资料来源：公司公告，华西证券

图 42 新宝股份制造分层



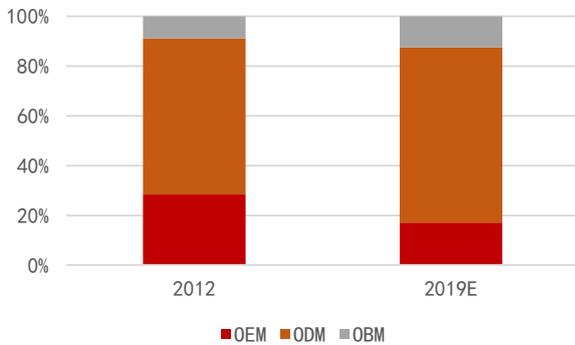
资料来源：投资者关系活动记录表，华西证券

制造分层，柔性化管理，进一步提升效率。公司生产实行制造分层，柔性化生产管理，一方面公司根据产品的大类划分生产单位，生产线的平台化、标准化程度高，同一大类产品生产制造的通用性强，能够尽可能实现产能的共用和延伸，满足订单的大批量快速生产。另一方面针对不同群体的客户，公司把同类产品分为高、中、低三个层次，对生产单位进行 A、B、C 厂设计，不同档次的产品使用不同的生产线，减少产线转换形成的资源浪费，进一步提升效率。

### 3.3. OBM+ODM 两手抓，结构优化及规模增长提升盈利能力

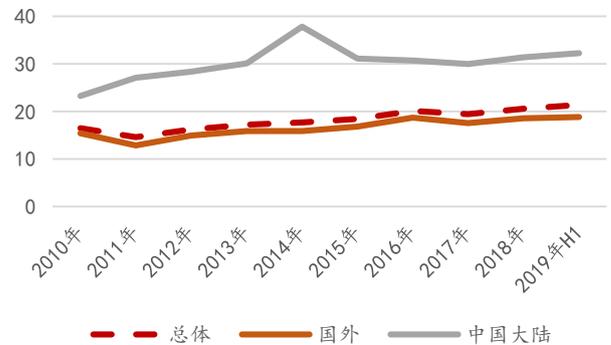
爆款带动自有品牌收入高增，高毛利业务占比提升。截至 2019 年上半年，公司内销收入占比已从早期的不足 10%提高至 19%，未来目标进一步增至 30%。公司内销主要由自主品牌和部分 ODM 订单构成，相比 OEM 业务其附加值更高，毛利率空间更大，随着自主品牌带动内销收入占比的提升，公司整体盈利水平有望进一步提升。

图 43 新宝 OBM 业务占比提升



资料来源：新宝股份招股说明书，投资者关系活动记录表，华西证券测算

图 44 新宝内外销毛利率 (%)



资料来源：wind，华西证券

代工龙头优势持续强化，规模效应提高盈利能力。公司深耕小家电代工，与海外知名品牌商零售商达成长期合作，其生产制造能力、技术水平、成本和品质管控等均居行业前列，对国内严选精品的品牌商来说有较强背书。公司国内订单中 ODM 订单占比 30%~40%，目前已与小米、名创等旗下品牌达成代工合作，公司西式小家电品类覆盖较多，SKU 丰富，且配套产线和上游配件公司相对齐全，将凭代工龙头地位进一步扩大合作规模，强化规模优势。

## 4. 盈利预测与估值

**内销：**公司前三季度内销同比增长约 40%，主要来源于摩飞，其前三季度增长近 3 倍，摇摇杯和多功能锅目前热度仍然较高，另外公司摩飞品牌运作已经相对成熟，且有一定的产品储备并伺机推出，未来有望保持较快增长；另外公司建立品牌引进和孵化基地，项目建成后若引入知名海外品牌，有望借鉴摩飞的本土化运作经验。公司自主品牌东菱目前仍在调整期，整体发展较为平稳。预计 2019/20/21 年内销收入增速将达到 40%/35%/35%。内销收入以自主品牌为主，其占比的提升将带动内销毛利率和整体毛利率水平提升。

**外销：**2019 年上半年外销收入占比在 80%以上，未来预计将逐步下降至 70%左右。公司外销市场主要在欧美地区，客户分布相对均衡，欧美小家电市场进入相对成熟发展阶段，预计销量增速在 2%~3%；

公司一般每个季度更新所有产品的指导价，而产品成本变化幅度达 3%以上时会进行不定期调整。制定产品指导价主要考虑汇率、原材料价格、劳动力成本和出口退税等因素，2019 年美元兑人民币平均约 6.90 元，其中 Q1/Q2/Q3/Q4 分别约 6.75 元/6.81 元/6.98 元/7.03 元，人民币持续贬值，公司的滚动报价略有滞后，预计全年汇率因素均价提升约 3%~4%；另外劳动力成本按上浮 5%~10%，考虑海外订单结构的持续优化和报价调整，公司 2019 年整体均价提升预计 8%~14%，外销收入增速 13%；2020~2021 年假设汇率平稳略有下行（人民币升值），预计外销收入增速在 9%~10%。

表 9 新宝股份盈利预测

		2016	2017	2018	2019	2020	2021
销售收入 (百万元)	整体	6985.34	8222.30	8444.33	9645.01	10998.53	12534.57
	增速	10.75%	17.71%	2.70%	14.22%	14.03%	13.97%
	内销	827.04	1011.31	1111.48	1556.07	2100.70	2835.94
	增速	22.96%	22.28%	9.90%	40.00%	35.00%	35.00%
	外销	6158.3	7040.53	7158.35	8088.94	8897.83	9698.63
	增速	11.60%	14.33%	1.67%	13.00%	10.00%	9.00%
销售成本 (百万元)	整体	5578.98	6625.35	6708.35	7594.61	8586.41	9698.52
	增速	8.44%	18.76%	1.25%	13.21%	13.06%	12.95%
	内销	572.71	707.99	762.7	1042.57	1396.96	1871.72
	增速	23.67%	23.62%	7.73%	36.69%	33.99%	33.98%
	外销	5006.27	5803.02	5827.72	6552.04	7189.45	7826.80
	增速	9.10%	15.92%	0.43%	12.43%	9.73%	8.87%
毛利率	整体	20.13%	19.42%	20.56%	21.26%	21.93%	22.63%
	内销	30.75%	29.99%	31.38%	33.00%	33.50%	34.00%
	外销	18.71%	17.58%	18.59%	19.00%	19.20%	19.30%

资料来源: wind, 华西证券

**费用:** 公司目前正在逐步加强对内容营销方面的投入, 同时线下渠道也有所布局, 在全国范围的高端百货、精品超市、潮牌店等投设场景展示平台, 预计未来销售费用率有所提高。公司内销收入的高增长以及单品品类规模的增长形成规模效应, 管理费用有所摊薄。自主品牌战略的推进与公司持续的产品开发投入密不可分, 预计研发费用率将维持较高水平。财务费用率受汇兑损益影响将有所改善。

表 10 新宝股份主要费用项目预测

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售费用 (百万元)	297.61	327.27	332.29	434.03	494.93	564.06
销售费用率	4.26%	3.98%	3.94%	4.50%	4.50%	4.50%
管理费用 (百万元)	592.99	414.69	452.06	511.19	560.92	614.19
管理费用率	8.49%	5.04%	5.35%	5.30%	5.10%	4.90%
研发费用 (百万元)		270.10	274.95	337.58	384.95	438.71
研发费用率		3.28%	3.26%	3.50%	3.50%	3.50%
财务费用 (百万元)	-71.13	75.50	-34.14	-16.15	-16.67	-14.89
财务费用率	-1.02%	0.92%	-0.40%	-0.17%	-0.15%	-0.12%

资料来源: wind, 华西证券

我们调整公司 2019~2021 年营业收入由 92.20/101.64/112.88 亿元至 96.45/109.99/125.35 亿元, 同比增速 14.22%/14.03%/13.97%; 归母净利润由 6.19/7.24/8.39 亿元调整至 6.38/7.99/9.98 亿元, 同比增长 26.97%/25.13%/24.92%。EPS 为 0.80/1.00/1.24 元, 对应当前股价 PE 倍数为 24.48/19.57/15.66 倍。

公司以产品经理制+内容经理制打造爆品, 以产品带动品牌, 借鉴摩飞的成功先例, 通过社交电商渠道推进旗下多个自主品牌发展, 进一步打开内销市场。同时公司代工业务方面持续提高 ODM 占比, 打造超级供应链保证订单快速响应, 与国内互联网企业加强合作进一步建立规模优势, 业务结构优化及规模效应将持续改善公司盈利能力。当前公司估值不足 24 倍, 与九阳股份估值水平相当, 但明显低于苏泊尔。考虑到公司业务结构从 ODM 向 OBM 转型带来业务价值的提升, 其估值水平有望向苏九靠近, 给予公司 2020 年 24 倍 PE, 基于 2019~2021 年 EPS 为 0.80/1.00/1.24 元的业绩预测, 目标价 24 元, 评级由“增持”调整为“买入”。

表 11 可比公司估值（以 2020 年 1 月 17 日收盘价为基准）

公司	股价	PB	EPS			PE		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
新宝股份	19.50	3.78	0.80	1.00	1.24	24.48	19.57	15.66
可比公司								
苏泊尔	74.20	9.90	2.35	2.74	3.17	31.54	27.06	23.38
九阳股份	26.06	5.66	1.08	1.25	1.42	24.03	20.90	18.32
飞科电器	38.81	6.83	1.79	1.90	2.06	21.71	20.39	18.82
可比公司平均						25.76	22.78	20.18

资料来源：wind，华西证券（除新宝股份外，其它公司盈利预测均采用 wind 一致预期）

## 5. 风险提示

**汇率大幅波动造成汇兑损失：**公司目前 80%收入来自海外，汇率大幅波动将对利润将产生影响。

**自主品牌建设低于预期：**公司国内市场主要通过自主品牌拓展，并藉此带动毛利率提升，若自主品牌产品开发低于预期，则公司内销市场拓展和整体盈利能力承压。

**行业竞争加剧：**小家电行业品类众多，公司在个护、家居小家电等领域仍在拓展前期，市场地位尚未稳固，存在新进入者造成竞争加剧的风险。

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	8444.33	9645.01	10998.53	12534.57	净利润	503.58	639.42	800.11	999.47
YoY (%)	2.70%	14.22%	14.03%	13.97%	折旧和摊销	346.52	211.37	227.31	243.44
营业成本	6708.35	7594.61	8586.41	9698.52	营运资金变动	-514.47	397.84	94.92	104.43
营业税金及附加	73.95	77.16	87.99	100.28	经营活动现金流	445.30	1242.34	1109.33	1334.34
销售费用	332.29	434.03	494.93	564.06	资本开支	-726.26	-304.64	-322.90	-318.48
管理费用	452.06	511.19	560.92	614.19	投资	94.98	0.00	0.00	0.00
财务费用	-34.14	-16.15	-16.67	-14.89	投资活动现金流	-673.35	-294.64	-312.90	-308.48
资产减值损失	7.74	0.00	0.00	0.00	股权募资	2.90	-11.96	0.00	0.00
投资收益	-40.42	10.00	10.00	10.00	债务募资	312.81	-334.38	0.00	0.00
营业利润	586.89	741.61	934.99	1168.71	筹资活动现金流	-28.20	-362.89	0.00	0.00
营业外收支	-1.71	8.00	3.00	3.00	现金净流量	-256.25	584.80	796.43	1025.85
利润总额	585.18	749.61	937.99	1171.71	<b>主要财务指标</b>				
所得税	81.60	110.19	137.88	172.24	<b>成长能力</b>				
净利润	503.58	639.42	800.11	999.47	营业收入增长率	2.70%	14.22%	14.03%	13.97%
归属于母公司净利润	502.71	638.31	798.72	997.73	净利润增长率	23.21%	26.97%	25.13%	24.92%
YoY (%)	23.21%	26.97%	25.13%	24.92%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	0.63	0.80	1.00	1.24	毛利率	20.56%	21.26%	21.93%	22.63%
<b>资产负债表 (百万元)</b>					净利率率	5.96%	6.63%	7.27%	7.97%
货币资金	1850.45	2435.26	3231.68	4257.54	总资产收益率 ROA	7.05%	8.08%	8.74%	9.39%
预付款项	23.12	26.18	29.60	33.43	净资产收益率 ROE	12.88%	14.11%	15.00%	15.78%
存货	1184.19	1245.03	1407.62	1589.94	<b>偿债能力</b>				
其他流动资产	1357.92	1374.97	1550.15	1748.95	流动比率	1.37	1.51	1.64	1.78
流动资产合计	4415.68	5081.44	6219.06	7629.86	速动比率	1.00	1.13	1.26	1.40
长期股权投资	67.42	67.42	67.42	67.42	现金比率	0.58	0.73	0.85	0.99
固定资产	1828.31	1902.61	1960.79	2002.86	资产负债率	45.07%	42.52%	41.54%	40.32%
无形资产	473.50	466.46	459.61	452.74	<b>经营效率</b>				
非流动资产合计	2715.25	2816.52	2915.12	2993.17	总资产周转率	1.23	1.28	1.29	1.27
资产合计	7130.93	7897.96	9134.18	10623.03	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	334.38	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.63	0.80	1.00	1.24
应付账款及票据	2250.57	2648.97	2994.91	3382.81	每股净资产	4.87	5.65	6.64	7.89
其他流动负债	628.63	709.02	799.19	900.67	每股经营现金流	0.56	1.55	1.38	1.66
流动负债合计	3213.58	3358.00	3794.10	4283.49	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	0.06	0.06	0.06	0.06	PE	31.09	24.48	19.57	15.66
非流动负债合计	0.06	0.06	0.06	0.06	PB	4.00	3.45	2.94	2.47
负债合计	3213.64	3358.06	3794.17	4283.55					
股本	813.44	801.47	801.47	801.47					
少数股东权益	14.44	15.55	16.94	18.68					
股东权益合计	3917.29	4539.91	5340.01	6339.48					
负债和股东权益合计	7130.93	7897.96	9134.18	10623.03					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

汪玲：现任华西证券研究所家电行业首席分析师，中央财经大学会计学硕士，曾就职于国盛证券、民生证券研究所任食品饮料&农林牧渔行业首席分析师，具有多年投资及研究经验。

对大消费行业具有深刻理解，站在产业资本和投资的角度，重视战略研究和逻辑推演，善于从行业发展趋势规律、公司价值挖掘等维度出发，实现具有深度和前瞻性价值的特色研究。

### 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。