

新宝股份 (002705) 深度研究

# 优质ODM制造打造龙头价值，多模式发力内销值得期待

2020年03月16日

## 【投资要点】

- ◆ **出口C位：优质ODM制造打造龙头价值。**全球小家电市场供需格局分明，中国小家电出口份额接近全球市场半壁，公司作为小家电出口龙头之一核心品类出口份额最高达40%，欧美市场出口占比超50%。国内自主品牌出口海外存在集中度高、渠道固化等进入壁垒，短期内ODM是中国小家电出征海外的最佳之选，但品牌力羸弱限制出口业务盈利水平。公司通过纵向优化产业链资源、横向自动化+信息化升级打造超级供应链，提升生产效益和响应速度。超级供应链为企业打造的护城河乃冰冻三尺非一日之寒，这个绝对优势是建立在公司深耕代工出口市场多年，与产业链上下游经年累月的磨合、协调，不断改进优化的基础之上，非简单的资本投入可实现复制。2020年初疫情影响下公司凭借强大供应链基础实现产能迅速恢复，3、4月份订单不降反升，同比增长11.8%，公司在海外订单淡季接单量高于去年高峰期，出口核心竞争力进一步凸显。
- ◆ **内销黑马：爆品打法+社交电商抢滩内销小家电市场。**国内传统小家电市场格局稳定，头部企业集中度高，非主流小家电弯道超车的机会在于产品差异化竞争以及新流量渠道的挖掘。摩飞避开与头部品牌的正面竞争聚焦轻中产设计富有中国特色的西式小家电，2016年以来凭借便携榨汁机、多功能锅和随行杯等爆款单品成为近年小家电黑马，2019年摩飞收入同比增长三倍以上对应体量6亿元，我们预计两大爆款单品贡献度过热。从微商到小红书再到抖音，公司对新渠道红利的把握敏锐且及时，以较小的营销成本实现引流带销，2019年后摩飞产品推新速度加快产品储备充足，爆品模式逐步成熟，有望通过品牌矩阵将同样打法赋能其他自主品牌。
- ◆ **颠覆传统：联手互联网品牌补足短板，超级供应链支持探索新制造模式。**我们认为小米以及其他互联网品牌之所以能够在已成蓝海的彩电和电饭煲等市场收割份额红利，很重要一点是互联网品牌依赖数据进行细分需求的深度挖掘，这与制造企业完备的供应链体系能够形成强有力的互补组合拳，互联网品牌能够借助供应链企业补足制造和研发短板，供应链企业能够借助互联网品牌的数据积淀和平台强化与消费者的需求对接。东菱作为公司主推的另一自主品牌，其与摩飞分化的增长趋势一直受到市场关注和质疑。2019-2020年，东菱相继联手拼多多、天猫，以供应链为核心尝试品牌转型，“新品牌计划”和“国潮来了”均是东菱进行C2M模式的探索之举，依靠公司强大的供应链实力，我们认为东菱的转型升级值得期待。



挖掘价值 投资成长

增持 (首次)

## 东方财富证券研究所

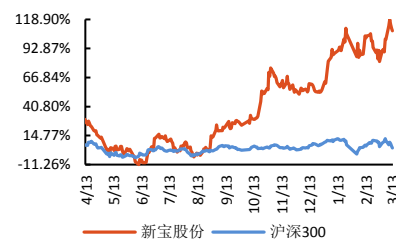
证券分析师：何玮

证书编号：S1160517110001

联系人：黄滢

电话：021-23586480

## 相对指数表现



## 基本数据

总市值 (百万元)	17071.37
流通市值 (百万元)	16954.67
52周最高/最低 (元)	23.24/9.10
52周最高/最低 (PE)	26.07/13.50
52周最高/最低 (PB)	4.59/1.90
52周涨幅 (%)	108.57
52周换手率 (%)	169.41

## 相关研究

《内销高增长，汇兑损益改善显著》

2020.02.26

《汇兑损益改善贡献业绩》

2019.07.15

## 【投资建议】

根据上述假设，我们上调 19/20/21 年毛利率和净利率以及 21 年归母净利润，预计公司 19/20/21 年实现营业收入 91.25/97.44/105.99 亿元，归母净利润 6.87/7.92/9.28 亿元，EPS 0.86/0.99/1.16 元，对应 PE 25/22/18 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 1：盈利预测

项目\年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	8444.33	9124.53	9744.29	10598.71
增长率（%）	2.70	8.06	6.79	8.77
EBITDA（百万元）	897.56	1150.83	1282.13	1453.25
归母净利润（百万元）	502.71	687.22	791.92	928.49
增长率（%）	23.21	36.70	15.24	17.24
EPS（元/股）	0.63	0.86	0.99	1.16
市盈率（P/E）	33.96	24.84	21.56	18.39
市净率（P/B）	4.37	3.98	3.58	3.18
EV/EBITDA	17.37	12.95	11.01	9.29

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

## 【风险提示】

原材料价格波动；  
人民币汇率波动；  
内销增长不及预期；  
海外需求疲软。

## 正文目录

1. 小家电出口龙头开辟内销探索之路 .....	5
1.1. 两个维度战略转型，外销隐形冠军开辟内销赛道 .....	5
1.2. 股权结构明晰，激励基金计划锁定业绩 .....	7
1.3. 全产品线覆盖，核心产品优势突出 .....	9
2. 出口龙头价值：供应链为优质 ODM 赋能 .....	10
2.1. 全球增速放缓，供需格局分明 .....	10
2.2. 海外市场扁平化程度高，把握核心客户是重中之重 .....	11
2.3. 优质 ODM 制造打就龙头价值 .....	12
2.3.1. 纵向优化：向上延伸掌握核心技术，向下制造分层提升效率 .....	14
2.3.2. 横向优化：自动化+标准化实现快速响应 .....	14
2.3.3. 信息化建设引导成本转移 .....	15
2.3.4. 持续的研发投入保证供应链成长性 .....	15
2.4. 增扩产能维持规模优势 .....	16
3. OBM 价值转移：以品牌矩阵发力内销市场 .....	17
3.1. 西式小家电内销市场空间广阔 .....	17
3.2. 小家电弯道超车的机会：产品差异化+新电商模式红利 .....	19
3.3. 摩飞投资故事：“爆款迭代+社交电商”主力品牌突破 .....	21
3.3.1. 爆品打法：本土化改造+差异化竞争 .....	22
3.3.2. 社交电商：低成本撬动高流量 .....	23
3.3.3. 爆品模式可持续背后的逻辑 .....	24
3.4. 再造摩飞？东菱正探索不一样的路 .....	25
3.5. 内销市场再展望：联手互联网品牌挖掘长尾市场价值 .....	28
4. 财务分析 .....	29
5. 盈利预测 .....	31
5.1. 内外销市场展望：外销平稳增长，内销持续放量 .....	31
5.2. 收入拆分 .....	32
5.3. 绝对估值 .....	33
5.4. 相对估值 .....	33
6. 风险提示 .....	34

## 图表目录

图表 1：盈利预测 .....	错误!未定义书签。
图表 2：公司外销营收占比超过 85% .....	5
图表 3：公司营收规模快速增长 .....	5
图表 4：我国与主要对比国人均 GNI（美元） .....	6
图表 5：2014 年后公司内销开始发力 .....	6
图表 6：公司发力内销后带动总体毛净利率显著提升 .....	6
图表 7：业务与价值定位转型齐头并进 .....	7
图表 8：郭氏家族持股合计持股比例达 68.49% .....	7
图表 9：公司原员工持股计划参与高管当前在任持股情况 .....	8
图表 10：年度业绩激励基金计划考核要求 .....	8
图表 11：电热类厨房电器占比 50%左右 .....	9
图表 12：电动类厨房电器毛利率较高 .....	9
图表 13：全球小家电销量增速放缓 .....	10
图表 14：欧美市场仍是消费主力 .....	10

图表 15: 2017 年全球小家电出口额占比 Top6 .....	11
图表 16: 2017 年全球小家电进口额占比 Top6 .....	11
图表 17: 近年来我国小家电出口情况 .....	11
图表 18: 公司前五大客户集中度变动稳定 .....	12
图表 19: 2018 年中国主要小家电出口企业外销规模占比情况 .....	13
图表 20: 小家电主要出口企业外销毛利率水平 .....	13
图表 21: 2014-2018 年生产人员人均创收情况 .....	15
图表 22: 公司存货周转率加快 .....	15
图表 23: 净营业周期缩短彰显公司营运效率 .....	15
图表 24: 新宝的研发投入领先同业 .....	16
图表 25: 研发费用率平稳 .....	16
图表 26: 主要小家电出口企业总产量对比 .....	16
图表 27: 公司 IPO 和定增扩产项目及进度情况 .....	17
图表 28: 小家电各品类零售额增长情况 .....	18
图表 29: 2019 年厨小电主要品类零售额规模 (亿元) .....	18
图表 30: 2019 年厨小电主要品类零售量规模 (万台) .....	18
图表 31: 日本和中国城镇每百户家庭小家电保有量对比 .....	18
图表 32: 2018 年厨房小家电行业销售份额 .....	19
图表 33: 小家电电商比例提升, 规模增速趋缓 .....	19
图表 34: 2015-2021 年中国社交电商行业规模及增速 .....	19
图表 35: 2018 年中国轻中产在消费时关心的因素 .....	20
图表 36: 轻中产认为最能提升生活品质的泛家居品类 .....	20
图表 37: 小米生态链商业模式图解 .....	21
图表 38: 小红书商业模式图解 .....	21
图表 39: 摩飞收入规模及增速 .....	21
图表 40: 摩飞占内销收入比重快速提升 .....	21
图表 41: 摩飞爆品及上市时间一览 .....	22
图表 42: 摩飞在微博、下厨房等平台造势 .....	23
图表 43: 摩飞天猫月销量达 3 万台 .....	23
图表 44: 传统电商商家平均单笔订单利润及成本 .....	24
图表 45: 社交电商商家平均单笔订单利润及成本 .....	24
图表 46: 公司销售费用率处于同行业低位 .....	24
图表 47: 公司广告宣传费占销售费用比重低于行业竞对 .....	24
图表 48: 2019 年后摩飞上新速度明显加快 .....	25
图表 49: 公司自有品牌矩阵 .....	25
图表 50: 东菱新品外观设计符合年轻时尚特点 .....	27
图表 51: 小米及生态链在家电板块的产品布局时间线 .....	28
图表 52: 公司归母净利润复合增速高于营收 .....	29
图表 53: 公司归母净利润增速在同行业中较高 .....	29
图表 54: 公司出口毛利率受人民币汇率波动影响 .....	29
图表 55: 公司 2010-2018 年汇兑损益情况 .....	30
图表 56: 2019 年人民币平稳下行 .....	30
图表 57: 公司汇兑损益和利润体量对比情况 .....	30
图表 58: 小家电行业应付账款周转天数对比 .....	30
图表 59: 新宝现金循环周期处于行业低位 .....	30
图表 60: 收入拆分测算 (按地区、品牌) .....	32
图表 61: 盈利预测 .....	33
图表 62: DCF 估值模型 (FCFF) 的基本假设 .....	33
图表 63: 可比公司估值 .....	33
图表 64: 历史 PE (TTM) 区间 .....	34
图表 65: 历史 PB 区间 .....	34

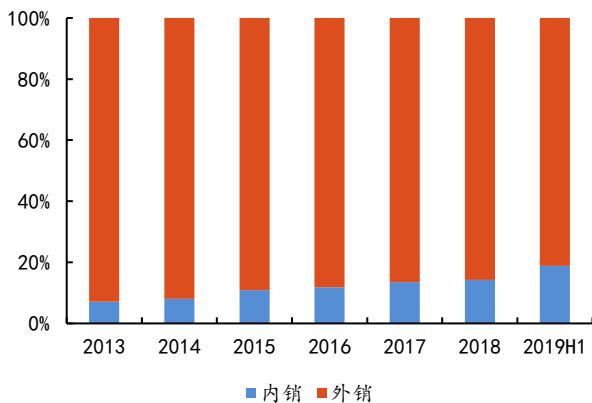
## 1. 小家电出口龙头开辟内销探索之路

### 1.1. 两个维度战略转型，外销隐形冠军开辟内销赛道

新宝股份前身为顺德新宝，成立于1995年12月，2014年1月公司于深交所挂牌上市。公司专注于小家电对外出口，主营西式厨房小家电产品的设计研发、生产及出口销售，并逐步向家居护理电器、婴儿电器、个护美容电器等领域扩展，目前品类覆盖20多个大类，已成为国内小家电产品ODM/OBM制造商龙头，2019H1外销业务占比超过80%。

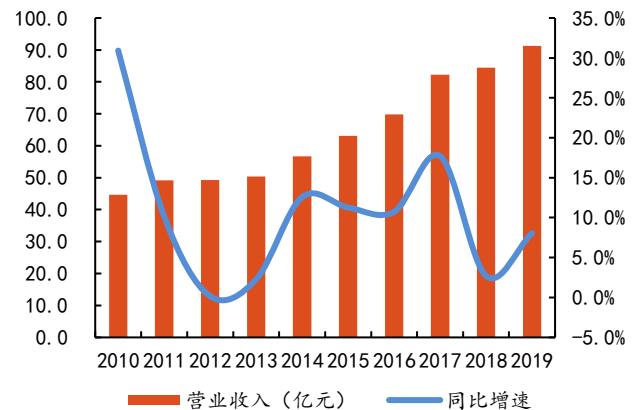
为把握国内消费升级驱动红利，提升产业链话语权，公司从2011年后以“Donlim”为主在国内积极推进自主品牌战略，2014年开始代理英国小家电品牌摩飞在中国地区的销售丰富品牌布局，伴随外销业务的稳步增长，公司近五年营收CAGR+7.66%，2019年公司营收规模91.25亿元，同比增长8.06%。

图表 2：公司外销营收占比超过 85%



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 3：公司营收规模快速增长

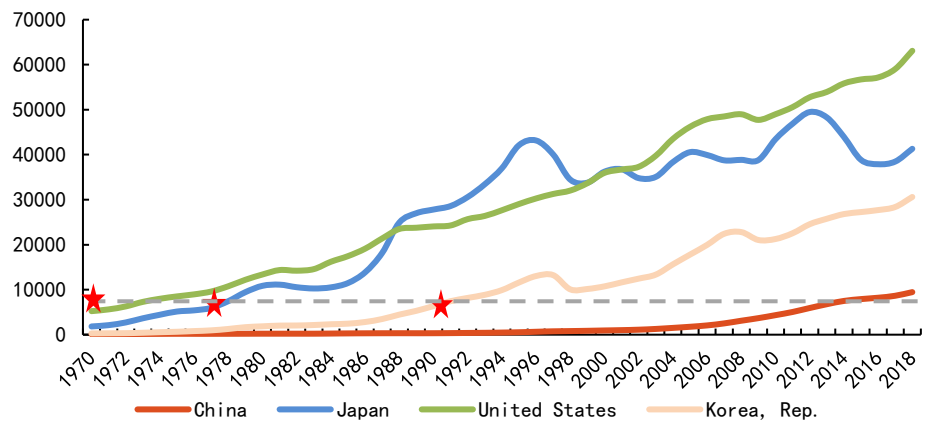


资料来源：Choice，东方财富证券研究所

#### 从外销隐形冠军到扛起自主品牌大旗，公司实行两个维度战略转型：

1) 业务重心转型：从侧重海外到内外销并举，把握消费升级红利。由于海外市场天然具备西式小家电的使用习惯与消费基础，市场空间广阔，且在人工、租金、设备等成本高企的情况下海外小家电产品高度依赖进口，叠加90年代中后期国内小家电市场竞争日益激烈，公司遂将业务重心转向欧洲市场，2003年后扩展至北美及其他亚洲地区，欧美市场合计收入贡献超过80%。2009年以前小家电海外出口市场增长迅猛，因而公司直到2009年后才逐步重视内销市场。而与公司切换经营重点相匹配的经济背景是第三轮消费升级周期的到来，2015年我国人均GNI水平提升至7910美元，相当于美国70年代、日本80年代、韩国90年代的水平，根据各国经济发展历程，在这一人均GNI水平时期各国基本处于消费升级第二轮结束、第三轮开启的时点，对于家电行业而言，第三轮消费升级周期的开始代表消费结构与偏好开始改变，与非耐用品消费增速趋缓相对的是品质化产品投入的增加，尤其是中产阶级生活方式代表之一的西式小家电的消费习惯开始渗透本土消费者，叠加实体渠道压缩、电商发展趋于成熟、新兴渠道兴起等，这些均为公司差异化打开内销市场奠定了良好的基础。

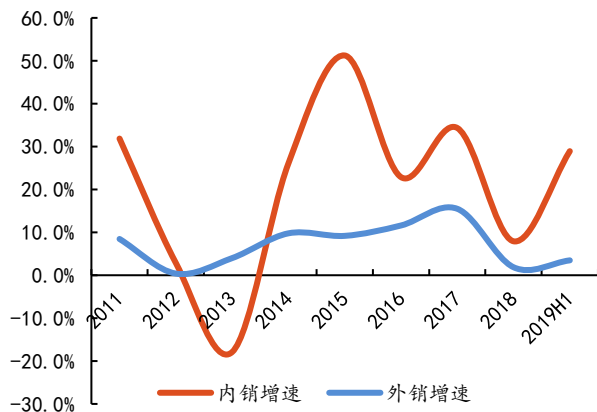
图表 4：我国与主要对比国人均 GNI（美元）



资料来源：The World Bank, 东方财富证券研究所

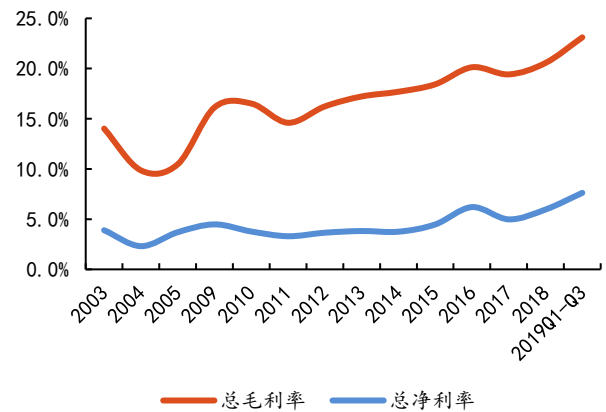
**2) 价值定位转型：从贴牌生产商到服务型制造商再到自主品牌。**公司过去凭借为海外客户贴牌生产西式小家电起家（OEM），后通过与欧洲贸易商建立良好合作关系、发展国际 OEM 业务吸收先进管理生产经验成功转型 ODM，经过数十年市场积累，公司在丰富的生产经验和技術积累、深度配套能力等基础上积极寻求创新升级和服务转型，值此国内消费升级红利释放之际，为顺应国内经济发展潮流，公司调整业务重心，提升自主品牌战略地位发力市场（OBM），2011 年自主品牌“Donlim”获中国驰名商标标志着公司成功开始向自主品牌转型，2014 年独家代理摩飞后开启自主品牌差异化运营。公司从代工贴牌转型服务制造再转型自主品牌的过程一方面生产技术的成长，另一方面也是企业价值的提升。2018 年公司内销主营业务收入达 11.11 亿元，占比由 2010 年的 7.23% 提升至 13.44%，CAGR+16.97%，远高于整体收入和外销复合增速。2019 年公司整体 ODM 订单收入占比 60% 左右，其中内销 OBM 占比达 60%-70%。由于自主研发设计加制造的商业模式具备较高的附加价值，因而毛利空间相对更高，ODM 净利率水平相比传统 OEM（一般不超过 4%）模式更高（ODM 净利率水平在 4%-8%），带动内销毛利率超过 30%，在 ODM 和 OBM 规模增长的拉动下公司总体毛利率呈持续提升趋势。

图表 5：2014 年后公司内销开始发力



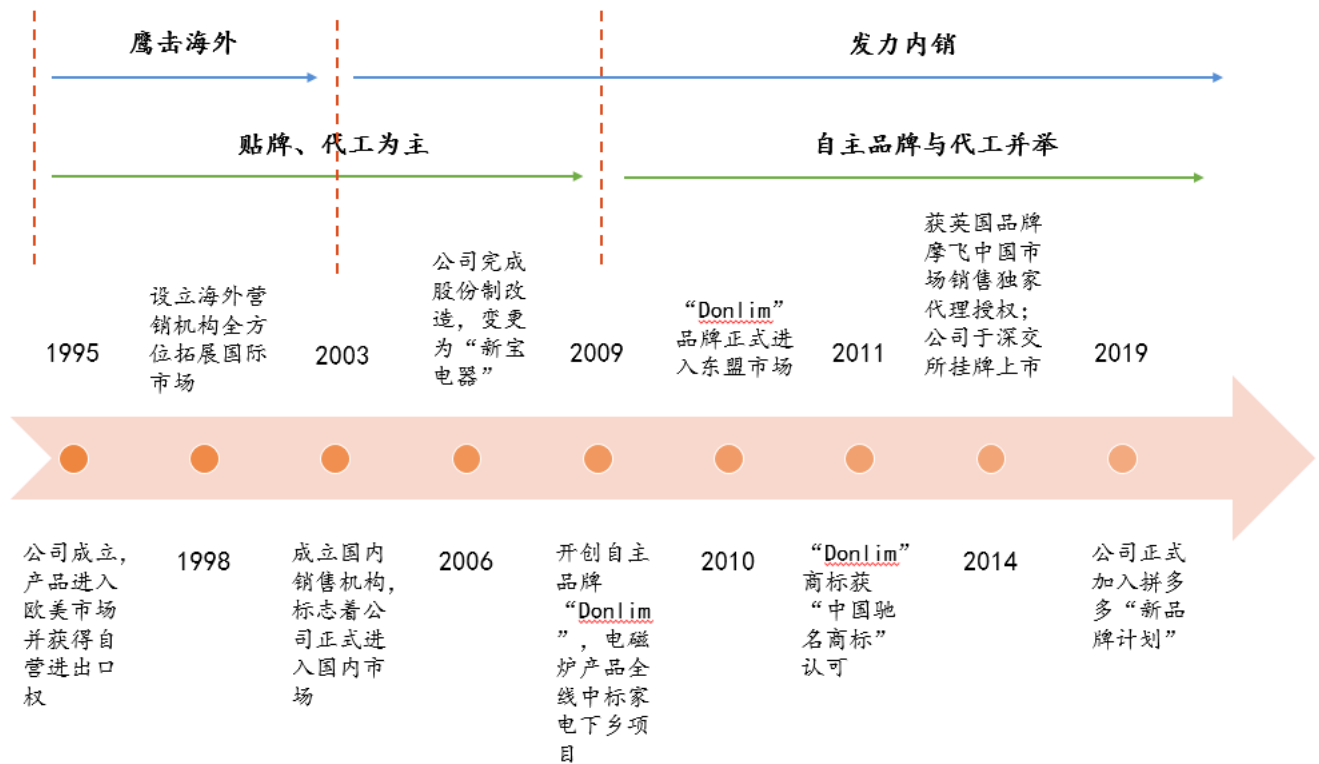
资料来源：Choice, 东方财富证券研究所

图表 6：公司发力内销后带动总体毛净利率显著提升



资料来源：Choice, 东方财富证券研究所

图表 7：业务与价值定位转型齐头并进

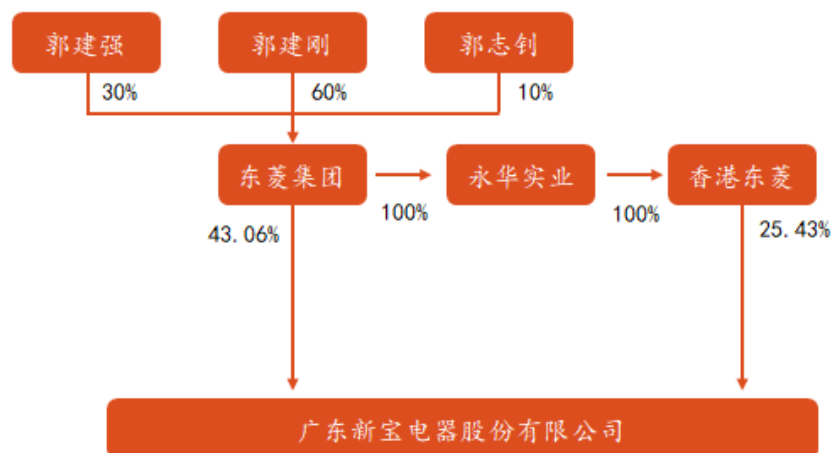


资料来源：公司官网，Choice，东方财富证券研究所

## 1.2. 股权结构明晰，激励基金计划锁定业绩

公司控股股东为东菱集团，直接持有上市公司股份 43.06%，东菱集团通过永华实业全资控股上市公司第二大股东香港东菱，后者持有上市公司 25.43% 的股份。公司创始人兼董事长郭建刚通过东菱集团间接持股上市公司 41.09%，郭氏家族通过东菱集团合计持有上市公司股份 68.49%，拥有绝对控制权。

图表 8：郭氏家族持股合计持股比例达 68.49%



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

公司采用职业经理人管理模式，总经理曾展晖于 1995 年加入公司，从生产和品控方面的管理决策岗位起步，奠定了公司以科技和品质为生命线的经营管理理念。此外公司通过推出员工持股计划、设置年度业绩激励基金计划的制度绑定管理层及核心人才，实现员工、企业、股东利益共享、协调一致：

**1) 员工持股计划：**2017 年 8 月公司推出第一期员工持股计划，参与对象为管理层以及核心骨干人员共计不超过 106 人，持股计划所涉及股票约占公司总股本 1.70%，其中董事、监事、高管人员等 12 位管理层认购份额占员工持股计划总份额的 28.25%。截至 2019 年 6 月 30 日，原员工持股计划参与高管 12 人中离任 6 人，其余仍在任 6 人期末持股数合计约 665.8 万股，合计占期末公司总股本份额约 0.83%。

**图表 9：公司原员工持股计划参与高管当前在任持股情况**

姓名	职务	期末持股数	占期末公司总股本份额
曾展晖	董事、总裁	3051447	0.38%
杨芳欣	董事、副总裁	2312166	0.29%
朱小梅	董事、副总裁	596729	0.07%
王伟	董事、副总裁	409607	0.05%
李亚平	监事会主席	80000	0.01%
康杏庄	职工监事	208055	0.03%

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

**2) 年度业绩激励基金计划：**2019 年 8 月公司进一步推出年度业绩激励基金计划，当公司年度业绩考核指标满足条件时，每年按公司新增净利润的一定比例提取业绩激励基金，奖励符合条件的激励对象。该计划实施周期为 2019-2021 年，激励对象包括高管、公司及下属子公司任职的核心业务及技术骨干以及其他做出重大贡献的员工。根据该计划计提要求，以 2018 年内销收入和总体业绩为基准（2018 年公司经审计的内销主营业务收入为 11.11 亿元，总归母净利润 5.03 亿元），要求 2019-2021 年考核的内销收入增速不低于 20%、40%、60%，考核总归母净利润增速不低于 15%、30%、45%。

我们认为公司通过激励基金计划锁定未来两年内销营收以及整体净利润，更加凸显公司对内销市场以及自主品牌的重视，预计公司将在新的自主品牌孵化以及内销市场拓展等方面进行更多层次的布局，对净利润的考核也有望提升公司盈利水平，驱动公司实现戴维斯双击。

**图表 10：年度业绩激励基金计划考核要求**

考核指标		2019	2020	2021
内销主营业务收入（亿元）	增速	20%	40%	60%
	对应金额	13.33	15.55	17.78
净利润（亿元）	增速	15%	30%	45%
	对应金额	5.78	6.54	7.29

资料来源：Choice，东方财富证券研究所



### 1.3. 全产品线覆盖，核心产品优势突出

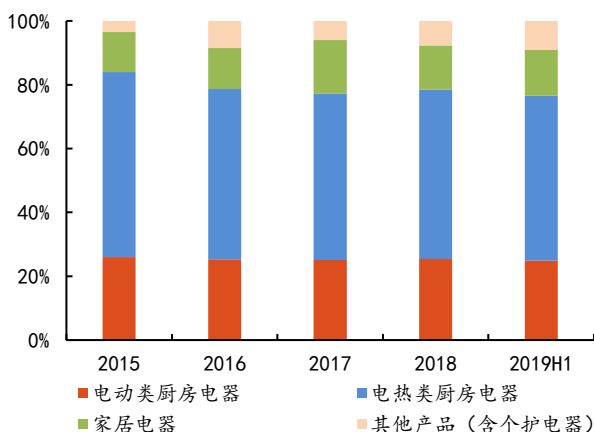
**产品拓展与品类延伸贯穿公司发展历程。**20世纪90年代初，彼时公司仍以家庭作坊式工厂为主要经营形态，主要生产电吹风产品、电熨斗等产品，但已开始接触外贸出口业务。伴随着改革开放带来的海外机遇，公司通过前期外贸业务的积累以及海外市场需求的了解，开始尝试生产更多品类的小家电以扩大产品阵容、开辟海外市场，产品品类融入咖啡机、电热水壶、搅拌机等产品，并积累了一定的生产能力、海外市场经验、企业资质等。2001年中国加入WTO后，公司趁此东风扩大了出口贸易，1999-2008年期间，公司以扩大营业规模和品类扩容为发展目标，到2008年公司已实现厨房小家电产品品类在开发、生产、销售的全覆盖。2008-2009年金融危机时期，公司逆势加大产线投入，将产品线拓展至家居电器领域，并尝试对接个护、母婴等更细分市场的需求，至此公司基本解锁小家电全品类。

公司在产品端能实现全品类覆盖，相比同处于出口行业的竞争对手而言能够为客户提供更全面“一站式”采购需求，同时公司本身具备的定制化、柔性生产能力、快速响应能力以及专业化的小家电产品一揽子解决方案能力能够同时满足客户个性化、多样化的需求。

目前公司拥有电热水壶、电热咖啡机、搅拌机、电烤箱、吸尘器、空气净化器等20多个大类、2000型号的产品系列。2018年电动类厨房电器、电热类厨房电器、家居电器和其他产品分别实现营业收入21.04/43.86/11.46/6.33亿元，占收入比重分别达25%/52%/14%/7%，2019年上半年电热类厨房电器比重降至50%，而其他产品（个护、母婴等）比重上升至9%。

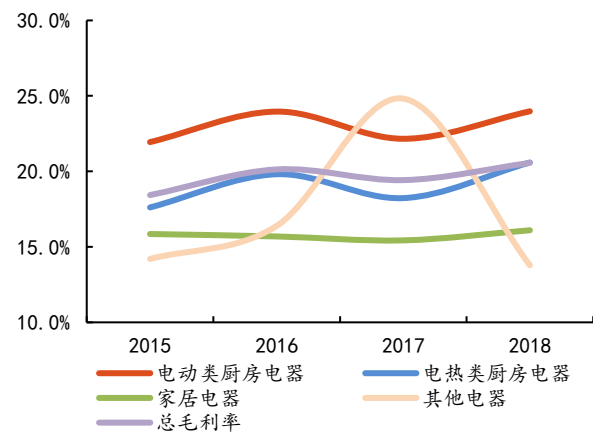
**核心产品优势突出。**2019年公司核心产品出口额占中国总出口额10%-15%，其中收入占比20%左右的电热咖啡机的出口量领跑全国，出口额市占率达40%以上，相比2017年份额明显提升10pct，随着行业出口集中度的提升，未来公司咖啡机份额仍有增长空间；收入占比10%左右的搅拌机、打蛋机等为产品毛利率较高，达到20%及以上水平，未来随着高毛利产品结构的优化以及自主品牌为公司产品定价权进一步赋能，公司总体毛利率有望持续提升。

图表 11： 电热类厨房电器占比 50%左右



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 12： 电动类厨房电器毛利率较高



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

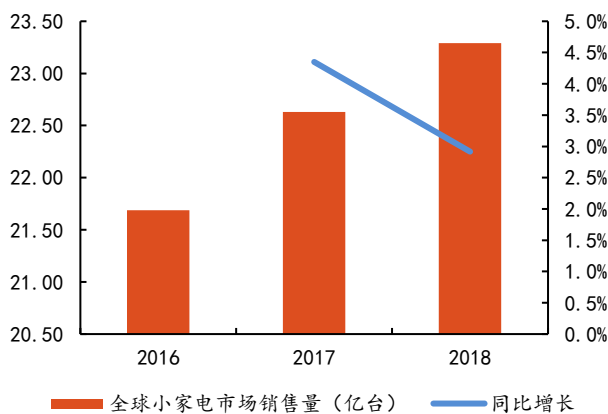
## 2. 出口龙头价值：供应链为优质 ODM 赋能

### 2.1. 全球增速放缓，供需格局分明

全球小家电市场容量较大但增速趋于放缓，欧美市场仍是消费主力。根据 Euromonitor 数据，2018 年小家电市场销售量达 23.29 亿台，同比增长 2.95%，相比于大家电 5.5 亿台的销售体量，小家电市场空间优势明显，但从增速角度来看仍可显露增势疲态，2018 年小家电销量增速同比 2017 年增速进一步放缓（2017 年增速为 4.35%）。分区域来看，欧美市场合计占全球小家电零售额比重 46.4%，与亚太地区一起大幅领先其他地区，仍是小家电的消费主力。

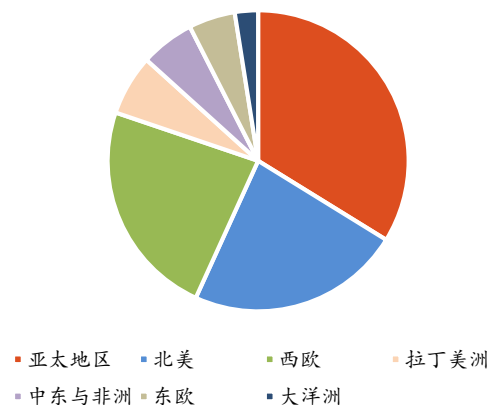
小家电由于品类丰富、更新迭代更快从而销量规模更大，另一方面海外小家电市场基于消费者多年来小家电使用习惯的培育已经达到较高的渗透率水平，平均每户保有量为 30 种，因而从增量角度来看，海外小家电市场或趋于饱和。但换一个角度看，小家电的平均换代周期在 1-3 年，基于其品质化、侧重人性化体验、提高生活质量等特殊属性，产品优化升级以及快速迭代是小家电行业发展的必然趋势，因此其由消费者持续的更新换代需求带来的潜在成长空间更值得我们关注，而结构升级带来的均价提升也将驱动销售额持续增长。这意味着在未来全球小家电市场竞争中，把握消费者需求痛点、拥有定制化生产能力、能快速响应市场变化趋势、具有创新创造意识的企业将获得更大的话语权。

图表 13：全球小家电销量增速放缓



资料来源：Euromonitor，东方财富证券研究所

图表 14：欧美市场仍是消费主力

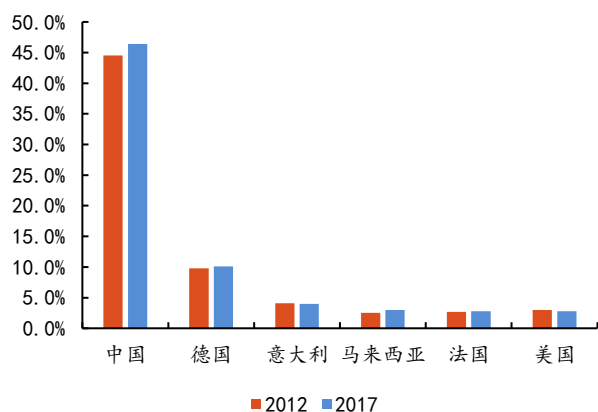


资料来源：GfK，前瞻产业研究院，东方财富证券研究所

**供需格局明显：中国小家电出口接近全球市场半壁，欧美地区为进口大户。**根据中国家用电器协会数据，2017 年全球小家电总出口额 592 亿美元，同比增长 10.1%，分区域来看，出口方面中国小家电出口额占全球总出口额 46.4%，接近全球出口规模一半，相比 2012 年份额提升约 2pct，出口地位进一步提升，并大幅领先第二名德国（10.10%）；进口额 Top6 中有 5 个为欧美国家，欧美地区合计进口额比重 41.2%，相比 2012 年北美地区略有下滑，欧洲地区小幅上升。上世纪发达国家产业调整以及全球经济一体化使全球小家电产品订单与生产基地向以中国为代表的发展中国家快速转移，而中国在这一产业链转移浪潮中凭借相对突出的成本、政策、技术配套优势承接全球主要订单。2017 年中国小家电出口量 23.7 亿台，同比增长 8.6%，出口额 274.4 亿美元，同比增长 9.2%，

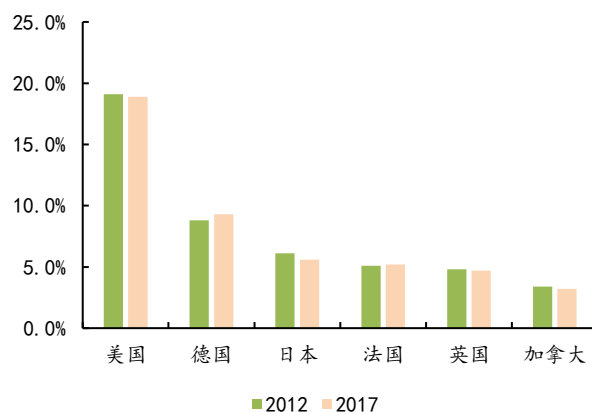
出口均价提升 6.98%，2019 年中国小家电出口额增长至 299.2 亿美元，同比增长 10.80%，最近两年 CAGR+9.12%，相比 2010-2018 年 CAGR+6.56% 的复合增速水平进一步提高，我们认为除了因近年来欧美等国的经济回暖带来的需求修复的影响，更深层的因素在于随着中国工业体系的进一步升级和完善，技术、产能与质量均得到大幅提升，企业生产和创造实力得到明显提高，产品结构优化带动出口均价提升，这也从侧面反映出中国小家电出口企业在全产业链中的地位进一步确立。

图表 15：2017 年全球小家电出口额占比 Top6



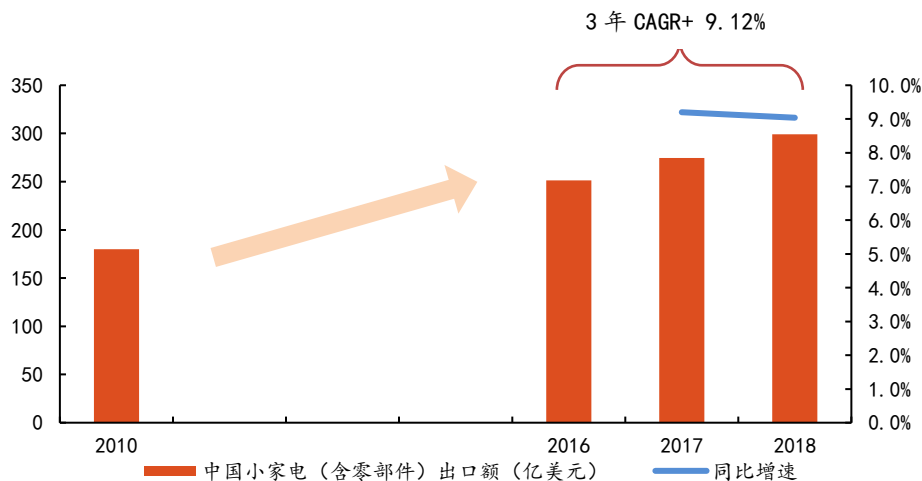
资料来源：中国家用电器协会，东方财富证券研究所

图表 16：2017 年全球小家电进口额占比 Top6



资料来源：中国家用电器协会，东方财富证券研究所

图表 17：近年来我国小家电出口情况



资料来源：电子产业信息网，东方财富证券研究所

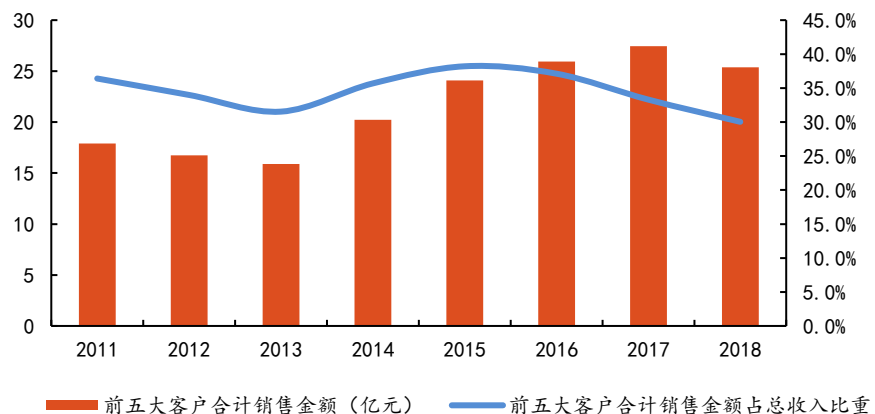
## 2.2. 海外市场扁平化程度高，把握核心客户是重中之重

美国市场渠道扁平化程度更高，欧洲市场区域性品牌话语权更强。区别于中国家电市场以深度分销为核心的销售渠道体系，美国小家电市场受城镇化水平较高（超过 80%）、人口分布较为稀疏、交通便捷等因素影响形成了主要以品牌商和零售商为主导的渠道特征，尤其是以大型连锁超市为主要业态的零售商在美国小家电销售渠道中占比达 27%。而受文化差异和生活习惯的影响，欧洲小家电市场销售渠道的区域性特征更加明显，区域性品牌商占据大量欧洲市场

份额，针对不同品牌商的需求，国内生产企业必须具备更快的生产转换能力以及个性化定制服务能力。因此，突破欧美小家电市场的核心在于，能否与该地区话语权更高的品牌商和零售商建立良好稳定的合作关系。

公司出口主要客户集中在欧美市场，前五大客户集中度变动稳定。公司出口业务以OEM/ODM直销模式为主，目前公司出口美国收入占公司总收入比重25%左右，欧洲市场收入占比略高于美国市场，即欧美出口合计收入占比已超过50%。公司与全球超过1000家客户建立业务关系，其中建立长期战略合作伙伴关系的客户均为全球或区域性龙头企业，主要分为两类：1) 品牌商，美国市场包括Electrolux、Hamilton Beach、Jarden Group（2015年被美国消费品巨头Newell Rubbermaid收购合并为Newell Brands）等，欧洲市场包括SEB、Kenwood、Morphy Richards、Siemens、De'Longhi、Philips等；2) 零售商，通常为全球化的大型连锁卖场，包括WALMART、CARREFOUR等，其中公司与北美品牌商JARDEN、HAMILTON BEACH合作时间已超过10年，每年与上述品牌商签订全年采购计划，2011-2013年Jarden Group和Hamilton Beach连续三年位列公司前五大客户销售金额前两名。在稳定持续的合作关系下，公司多年来前五大客户集中度维持在30%-35%，近年来随着内销市场自主品牌的发力，公司对海外大客户依存度有所降低，但从规模来看仍呈现稳定增长态势。

图表 18：公司前五大客户集中度变动稳定



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

### 2.3. 优质 ODM 制造打就龙头价值

#### 优质 ODM 制造对出口企业的意义几何？

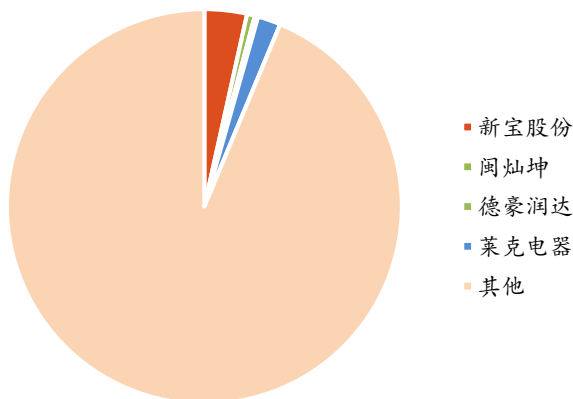
第一，中国小家电出口格局分散，原因在于国内代工企业生产配套能力和产能水平仍有限制。2018年中国小家电出口额达299.2亿美元，同比增长9.04%，以此规模以及各企业当年度外销收入计算，新宝2018年出口额份额为3.48%，相比莱克电气（1.88%）、闽灿坤（0.64%）和德豪润达（0.27%）存在相对领先优势，但出口Top4合计份额不足7%，可见我国小家电整体出口格局仍很分散。究其原因，一方面国内小家电代工制造门槛不算很高，国内大部分代工企业并不够重视品控管理和研发创新，行业落后产能汰换不及大家电，另一方面小家电种类繁多且差异性较大，不同品牌商的需求定制化特征极度明显，因此对国内代工企业的生产规模和定制生产能力考验极大，而对单一代工企业来说，其生产配套能力以及产能水平取决于供应链响应能力和生产效率，当前小家电代工行业整体产能格局也同等水平分散，公司作为国内代工龙头，其年出口量也

仅占全国小家电年出口量约4%。

第二，品牌力羸弱决定了出口盈利的天花板，强化产业链话语权是提升出口业务盈利水平的核心要义。通过几家主要的出口代工企业的外销毛利率对比可以发现小家电代工业务毛利率基本维持在10%-20%左右水平，盈利空间相对有限。ODM模式下出口企业缺乏品牌力是限制出口盈利空间的主要原因，由于海外市场下游客户竞争激烈，渠道稳固，本土品牌商和零售商的议价能力强，品牌力的不足以及渠道进入的壁垒使得中国家电自主品牌的海外市场开拓限制性较大。基于这一市场前提，ODM成为目前国内小家电企业进军海外市场最主要也是最有效的商业模式。然而在全球专业化分工趋势下，欧美等发达国家和地区的小家电采购越来越依赖中国制造，对产品质量、交付速度等方面的要求也逐步提高，巨大的需求市场以及日渐提高的生产要求使中国小家电代工行业正走向洗牌阶段，我们认为，产能和技术落后、质量良莠不齐的小企业将加速淘汰，而具备相对规模优势、领先技术水平的龙头企业将通过推动行业订单集中度进一步提高，从而强化其在产业链中的话语权。

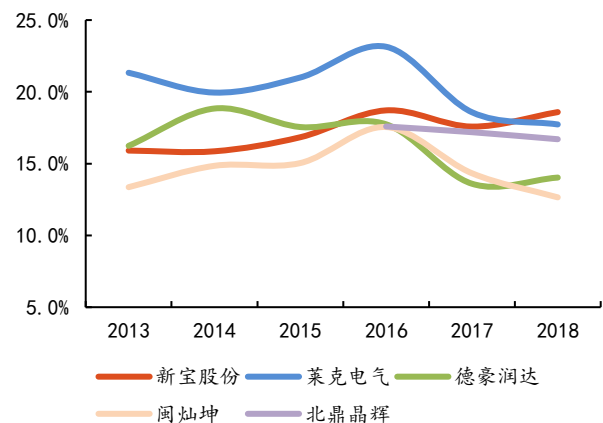
因此，专业、优质ODM制造带来的产品附加价值的提升是出口企业提高外销毛利率水平的核心要义。

图表 19：2018 年中国主要小家电出口企业外销规模占比情况



资料来源：Choice，电子产业信息网，东方财富证券研究所

图表 20：小家电主要出口企业外销毛利率水平



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

**优质ODM的基础：超级供应链的价值。**小家电个性化需求的转变正驱使行业供应链发生相应的变化，从质量、服务、消费者体验等方面对制造企业提出更高的要求，我们认为未来家电企业间最核心的竞争将转移到供应链这一层面上，制造业企业的价值提升将通过供应链的优化实现。

公司以出口业务起家，其订单具有小批量、种类多、订单交付周期短等特点，过去公司在ODM为主的阶段已积累了相对其他企业更深厚的供应链基础，生产上贯彻始终CTQS (Cost、Time、Quality、Service) 法则，这也是公司超级供应链的雏形以及在ODM模式的基础上保证优质制造价值实现的基础，支持公司实现在其核心品类的全球市场份额超过10%的成就。未来，公司将围绕以下几方面进行超级供应链的持续锻造，依托超级供应链，公司有望在传统规模优势的基础上，进一步实现成本控制和价值提升。

### 2.3.1. 纵向优化：向上延伸掌握核心技术，向下制造分层提升效率

**产业链向上延伸：加强自我配套能力，减少中间环节成本。**公司的核心竞争优势之一在于其对小家电核心技术和关键生产环节的把握，公司拥有塑胶模具、电机、五金件制品、不锈钢制品和色粉等配件分厂十余家、2000多个型号系列的配件产品，以及自主研制塑胶、五金、压铸等模具和自我配套塑胶、电器、五金、压铸等配件的能力，2016年公司材料配件外购及自制比例大约为6:4，产品关键零配件如电机、电路板、不锈钢杯等约50%的零配件由公司内部配套生产。未来随着公司的供应链体系加快完善，我们预计公司的零部件自配套率将进一步提升。

产业链向上延伸的优势在于保证公司掌握生产的核心技术以及关键生产环节，确保产品质量与交货时点，另一方面相比将配件转移至外协，自产自配的模式能够节省流通、采购等中间环节的时间和材料成本，从上游开始进行成本控制。

**产业链向下延伸：制造分层实现效率提升+成本控制。**公司在生产方面实行制造分层，即生产单元化，根据产品大类划分为不同的制造单元，同时针对不同群体的客户，将同类产品分为高、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。

按订单生产的模式决定了公司执行柔性生产的必要性，制造分层同时也体现出柔性生产的特点。不同层次间的产品在配件、工艺等方面有明显的差别，相对应的，同一大类的产品类别生产制造的通用性比较强，制造分层保证了同一层次产品生产设备的高效利用，提升单类产线的产能利用率，节省物料损耗和单件成本，减少产线切换带来的停工时间浪费，进一步提升公司小批量订单制造的能力。从更下游的角度来看，公司通过制造分层提升生产效率，保证了各个层次产品的交付质量、数量和及时性，也满足了高、中、低不同档次客户的需求，在巩固高端产品市场的同时，持续扩大中低端产品的市场份额，形成“低档产品比成本、中档产品比精致、高档产品比内涵”的竞争力。

### 2.3.2. 横向优化：自动化+标准化实现快速响应

**响应速度考验供应链的效率。**公司出口产品订单周期较短，老产品一般2-3个月（交货周期一般30-45天，相比行业平均水平提前，回款周期60天以内），新产品加上研发周期6-12个月不等，极大考验公司的订单响应能力。通过生产自动化改造以及平台标准化管理，公司在小批量制造的模式上实现了对客户定制需求以及市场需求变化的快速响应。

**硬件配套设施自动化程度领先。**目前公司已配备近200条自动化总装产线、1300台注塑设备、80余台全自动数控机床（CNC）以及10余条SMT产线等自动化设备。公司的自动化目前主要运用在五金件、塑胶件等配件的生产及检测、包装等环节，并已逐步延伸到总装环节，未来公司将实行人机混用，实现劳动密集型产业到资本投入型产业的转变。为了满足部分客户的个性化需求，短期内总装还无法全面自动化，公司未来将考虑自动化投入成本与人工成本比较优势，进行自动化滚动投入。近年来公司的生产人员人均创收实现稳健增长，2018年，公司生产人员同比减少26.43%，但生产人员的人均创收高达63.54万元，同比增长39.6%，同比2017年提升41.57pct，体现出公司自动化建设的显著效益。随着未来自动化程度加深，长期来看人工成本有望进一步降低30%-40%。

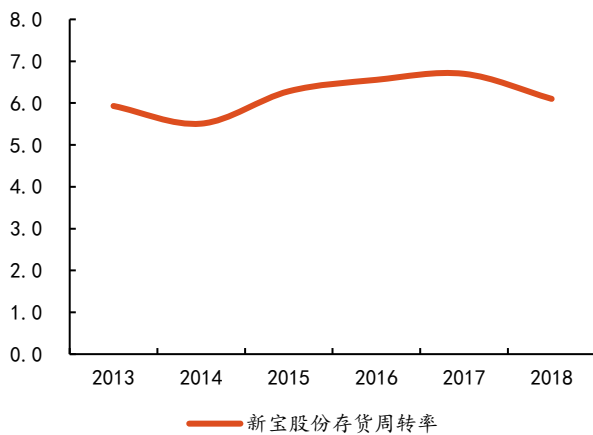
公司实行产品配件的平台及模块标准化生产并编制标准化零件库，促成部件标准化下低成本运作。通过标准平台化生产，公司节省了大量的模具费用，同时提升产品的设计效率、缩短开发设计周期、提升生产系统的稳定性等，从而有效降低了单位生产成本，保证产品毛利率稳定。

图表 21：2014-2018 年生产人员人均创收情况

考核指标	2014	2015	2016	2017	2018
生产人员（个）	13714	14851	15043	18064	13290
营业收入（万元）	566888.85	630751.59	698534.07	822230.20	844433.30
生产人员人均创收（万元）	41.34	42.47	46.44	45.52	63.54
人均创收增长		2.75%	9.33%	-1.98%	39.59%

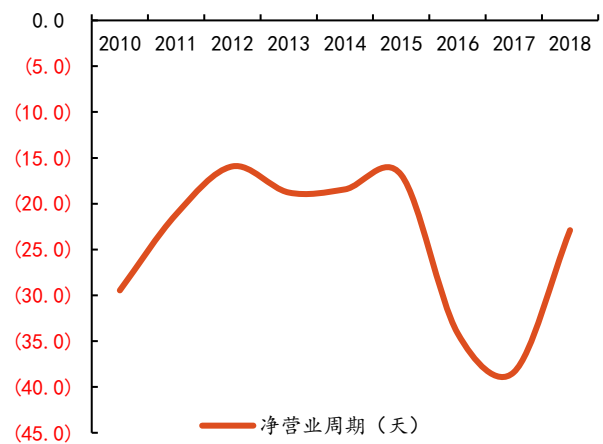
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 22：公司存货周转率加快



资料来源：Choice，电子产业信息网，东方财富证券研究所

图表 23：净营业周期缩短彰显公司营运效率



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

### 2.3.3. 信息化建设引导成本转移

公司作为生产企业虽未处于代工产业链顶端，但并非没有话语权，通过建立以 ERP 系统为支撑的“订单报价系统”，公司在准确核算订单成本的基础上将汇率、原材料、人力成本和出口退税等影响因素体现在产品报价上，结合“客户和订单筛选”和“报价转移成本”，在目标利润率的基础上指定各产品指导价，并通过报价实现新增成本向下游客户的转移。原材料成本控制方面也体现出公司的规模优势。一方面公司以大宗原材料集中采购为筹码与上游供应商建立直供协议，在货款结算期限、交货、售后等方面取得优惠；另一方面，公司依靠 ERP 系统搭建内部采供销信息平台，为采购部门提供及时动态的供销信息，极大减少呆滞料产生的可能性，缩短了采购反应时间。

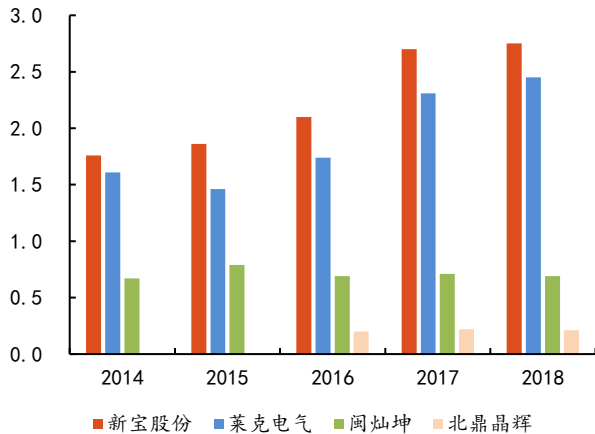
依靠 ERP 系统，公司将潜在的成本增加风险分别通过产业链上下游分散出去，保证了公司稳定的盈利水平增长。

### 2.3.4. 持续的研发投入保证供应链成长性

仅凭工业自动化改造难以维持供应链的长期续存，创新是考验供应链能否

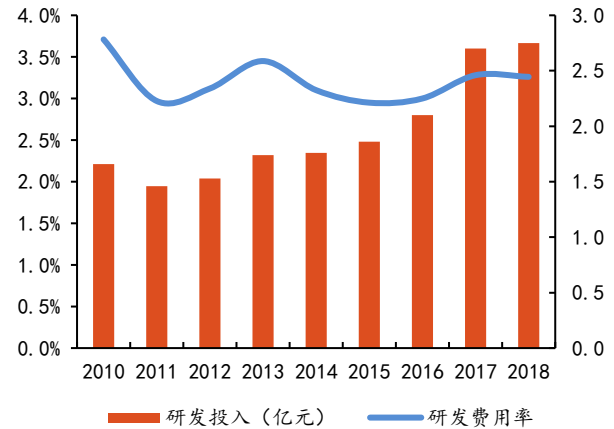
持续成长、自我增值的核心。小家电更新迭代极快，因此产品的生命力即品牌  
的生命力，公司在从 OEM 向 ODM、OBM 转型的过程中通过持续的研发投入积累  
了大量专利技术，将公司对市场趋势和消费者需求变化的把握及时输送到产品  
设计中，保证了供应链的长期成长性。2018 年公司研发投入达 2.75 亿元，在  
同行业公司中体量最大，研发费用率 3.26%。截至 2018 年公司拥有专利逾 1700  
项，其中发明专利 150 余项，完善的技术创新体系保证公司掌握多项核心技术。

图表 24：新宝的研发投入领先同业



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 25：研发费用率平稳



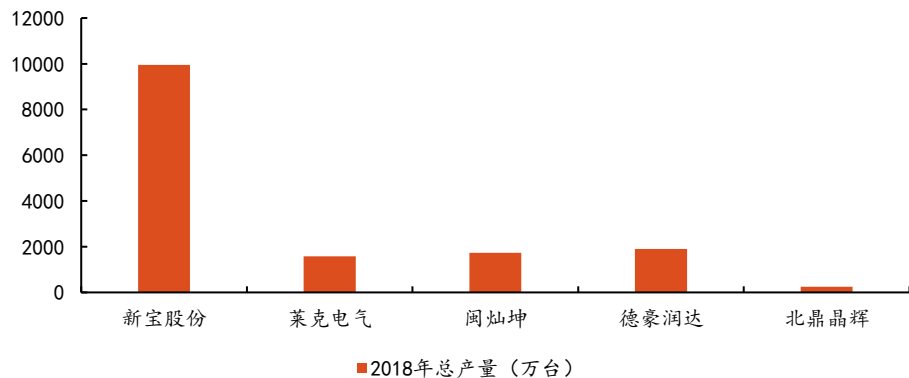
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

超级供应链为企业打造的护城河乃冰冻三尺非一日之寒，这个绝对优势是  
建立在公司深耕代工出口市场多年，与产业链上下游经年累月的磨合、协调，  
不断改进优化的基础之上，这其中包含的先进生产管理理念和工业体系非简单  
的资本投入可实现复制。未来在继续开辟国内自主品牌的道路上，公司有望在  
超级供应链的持续赋能下挖掘新的细分市场机会。

## 2.4. 增扩产能维持规模优势

供应链的优势需要一定规模的产能匹配才可充分发挥。公司 2018 年总产  
量达 9955.38 万台，同比增长 4.36%，近年来公司的产能利用率均在 95%以上，  
对比同业竞争对手，公司的规模优势凸显。

图表 26：主要小家电出口企业总产量对比





资料来源：Choice，东方财富证券研究所

注：1) 此处仅对比莱克电气小家电产品生产量，不包括电机产品；2) 此处仅对比德豪润达小家电产品生产量，不包括LED照明产品；3) 此处通过北鼎晶辉所给主要产品多士炉、开水煲两大类产品产量以及销售金额占比倒推估算得出

随着海外订单稳步增长与国内自主品牌市场的快速扩张，产能扩增是当务之急。2014年，公司通过上市募集净额约7.35亿元用于小家电生产基地建设与蒸汽压力型咖啡机等产品的技术改造项目；2017年，公司通过定向增发募集资金净额8.88亿元用于自动化升级改造、智能家居电器、健康美容电器和高端家用电动类厨房电器等项目的建设。

公司目前产能主要集中在佛山顺德，正在建设的小家电生产基地位于安徽滁州，为IPO时募资建设项目，截止2019年6月30日已部分投产，未来达产后有望辐射国内更大区域的市场。

图表 27：公司 IPO 和定增扩产项目及进度情况

募投项目	资金来源	募集资金承诺投资总额 (万元)	预计新增产能 (万台/年) 或收入 (万元/年)	预计建设期 (年)	达产进度 (截止 2019.6.30)
小家电生产基地项目	IPO	35079	1300	2	87.8%
蒸汽压力型咖啡机技术改造项目	IPO	15429	150	1.5	100%
家用电动类厨房电器技术改造项目	IPO	14704	500	1.5	100%
技术中心改造项目	IPO	9000	-	1.5	100%
智能家居电器项目	定增	31100	10500	3	60.91%
健康美容电器项目	定增	17500	50000	3	37.81%
高端家用电动类厨房电器项目	定增	12700	45000	2	100%
自动化升级改造项目	定增	30000	-	3	61.14%

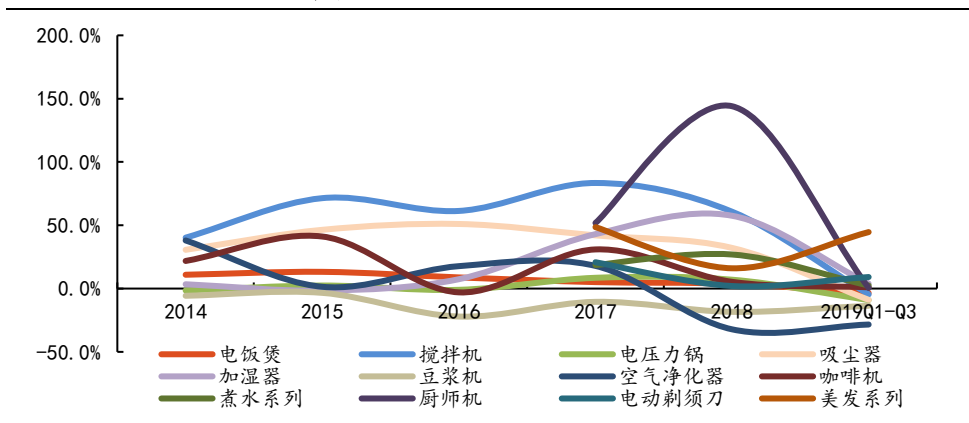
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

### 3. OBM 价值转移：以品牌矩阵发力内销市场

#### 3.1. 西式小家电内销市场空间广阔

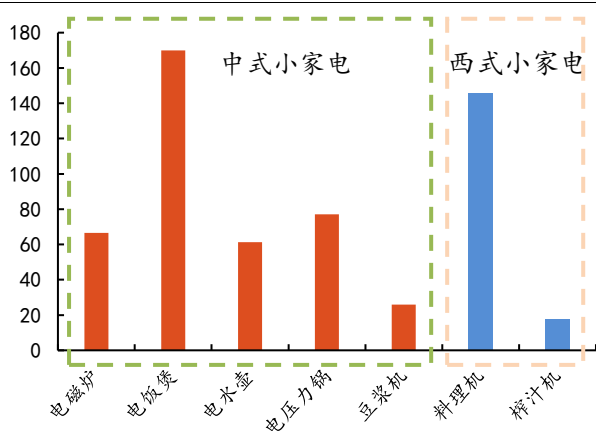
对标国内：西式小家电量、额与中式小家电均存在较大差距。西式小家电在我国的发展也仅是近几年家电行业消费升级趋势增强下逐渐提速，但消费者使用习惯的培育以及市场教育非朝夕之功，西式小家电仍处于成长阶段，近年来零售额增速均领先中式小家电品类，但在绝对规模上与中式小家电仍有较大差距。据奥维数据，2019年较具有代表性的西式厨小电料理机、榨汁机销售额分别达149.8亿元、17.5亿元，销售量分别达4964万台、360万台，对比中式小家电的核心品类电饭煲、电水壶等的销售情况，2019年电饭煲、电水壶零售额分别为169.9亿元、61.3亿元，零售量分别为5254万台、5574万台，从核心品类量、额来看，西式小家电仅占中式小家电不足50%。

图表 28：小家电各品类零售额增长情况



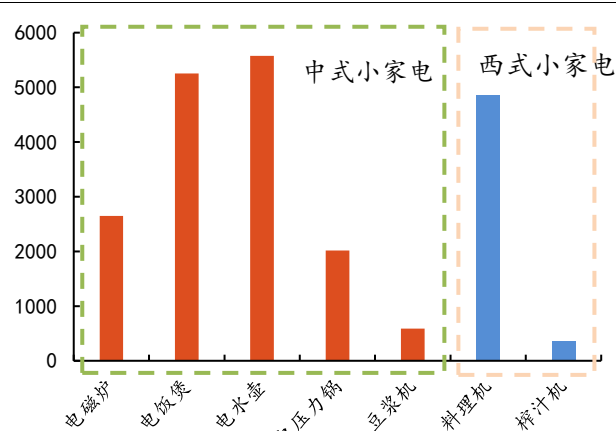
资料来源：中怡康，东方财富证券研究所

图表 29：2019 年厨小电主要品类零售额规模（亿元）



资料来源：奥维云网，东方财富证券研究所

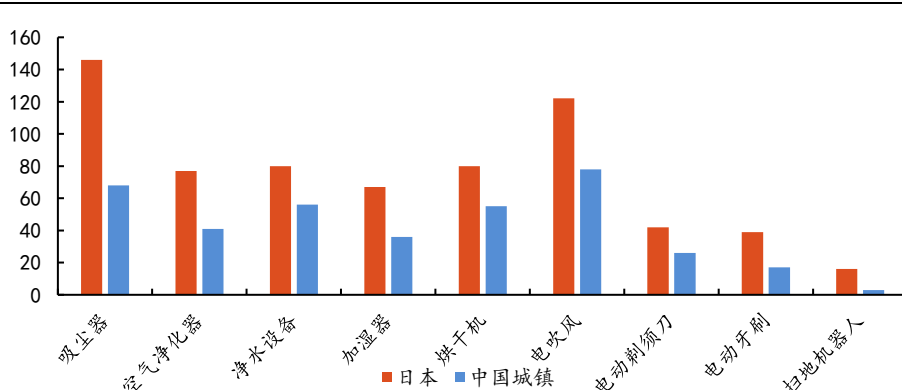
图表 30：2019 年厨小电主要品类零售量规模（万台）



资料来源：奥维云网，东方财富证券研究所

**对标海外：我国西式小家电保有量提升空间广阔。**从整体来看，据 GFK 调研数据，目前我国小家庭每户保有量约为 10 件，欧美和日本等发达国家家庭每户保有量在 30-50 件，倍差至少为 3 倍；若从西式小家电来看，仅我国城镇的保有量水平与日本对比，扫地机器人和电动牙刷的每百户倍差就达到 5.33 和 2.29。随着我国人均 GNI 水平的提升，西式小家电保有量提升空间广阔。

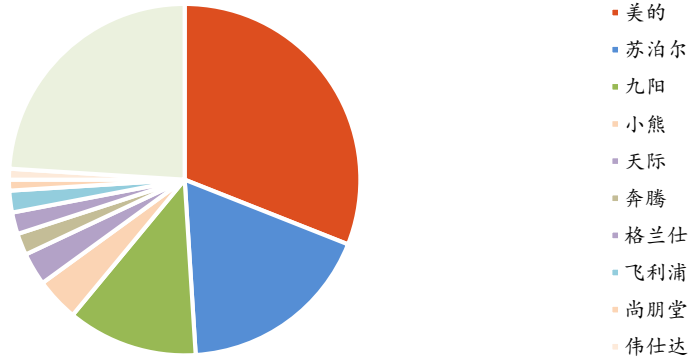
图表 31：日本和中国城镇每百户家庭小家电保有量对比



资料来源：前瞻产业研究院，东方财富证券研究所

传统小家电领域集中度高，竞争格局稳固。美的、九阳和苏泊尔三家小家电巨头在行业早期凭借领先的品牌塑造意识、以全国百货商超为生命线开拓的渠道体系以及对质量的严格把控实现了对小家电市场份额的瓜分，据欧睿数据，2018年中国厨房小家电行业仍被“美苏九”称霸，CR3达61%。近年来在规模效应影响下，头部品牌在电饭煲、电压力锅等传统品类的马太效应愈发显著，据奥维云网数据，截止2019年10月，五大传统品类电饭煲、料理机、电压力锅、豆浆机、电水壶线下CR3均超过80%。

图表 32：2018 年厨房小家电行业销售额份额

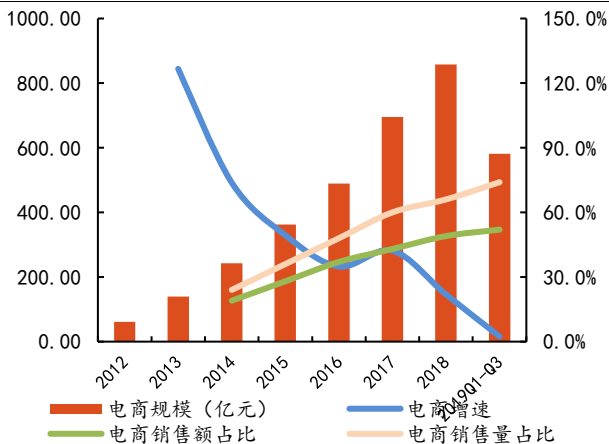


资料来源：欧睿，东方财富证券研究所

### 3.2. 小家电弯道超车的机会：产品差异化+新电商模式红利

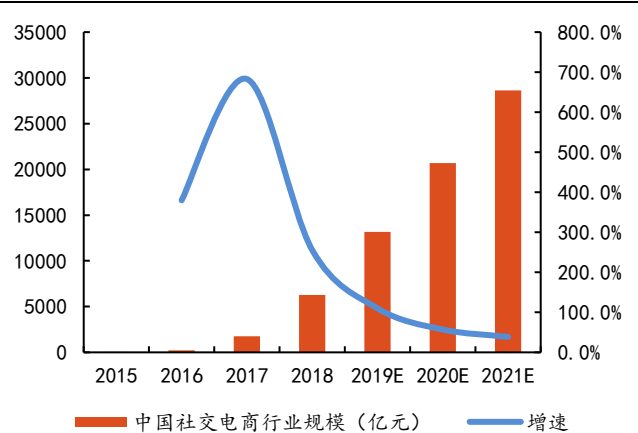
已成红海的电商市场正经历新商业模式的冲击。经过多年深耕，目前电商已成为小家电第一大销售渠道，据奥维云网推总数据，2019年小家电线上销售量、额比重分别达到74%、52%。但从增速上看，小家电电商规模增长呈现出明显的下滑趋势，究其原因，一方面随着近年来线上份额的持续提升以及规模基数的扩大，移动电商市场趋于饱和，早期互联网人口增量红利基本释放完毕，另一方面传统电商平台获客成本提升也在压缩电商渠道的利润空间。此时，社交电商这一新商业模式向传统电商发起冲击，据艾瑞咨询数据，中国社交电商行业规模从2015年的46.9亿元增长至2018年的6268.5亿元，三年CAGR+411.29%，占中国网购规模比例从0.1%增加到7.8%。

图表 33：小家电电商比例提升，规模增速趋缓



资料来源：中怡康，奥维云网，东方财富证券研究所

图表 34：2015-2021 年中国社交电商行业规模及增速

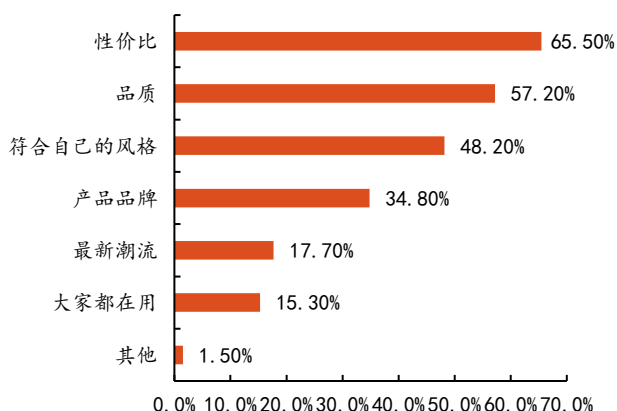


资料来源：艾瑞咨询，东方财富证券研究所

**非主流小家电品牌弯道超车的机会：产品差异化竞争，把握社交电商、精选电商红利。**近年来摩飞、小熊、小狗等非主流的小家电品牌陆续出现在大众视野，并在如多功能锅、料理机等新兴小家电品类上取得了超越主流品牌的业绩，我们认为这些互联网品牌之所以能够突破龙头的壁垒，一方面得益于这些品牌采取的产品差异化竞争策略，以长尾市场为营，避开在传统品类与主流品牌正面交锋，另一方面则受益于他们对于流量渠道的挖掘，通过精准定位目前主要输出流量的轻中产阶级群体，把握了社交电商、精选电商渠道的红利。

**轻中产阶级的家电消费“仪式感”：更注重品质与性价比。**家电作为典型的消费行业，其产业发展趋势在生产端主要体现为效率的提升，我们可以从近年来家电制造商们一系列的自动化改革和供应链优化洞悉这一现象，而在需求端家电产业主要表现为消费体验的升级以及消费意识的变化，随着家电消费主力向年轻一代迭代，他们更注重产品带来的品质化、个性化、仪式感、体验度等方面的满足。比起在房、车等家庭耐用品方面投入较大的以“80后”为主的新中产阶级，以“90-95”后为主的轻中产人群对小家电等类快消品的青睐更加明显。这类消费群体的画像特点在于，具有一定的消费能力，追求品质与性价比兼具的产品，对品牌的追求度反而没那么高，某些个性化、小众化的设计更能彰显他们与众不同的品味，这一特点也给小家电非主流品牌更多的机会。

图表 35：2018 年中国轻中产在消费时关心的因素



资料来源：艾瑞咨询，东方财富证券研究所

图表 36：轻中产认为最能提升生活品质的泛家居品类

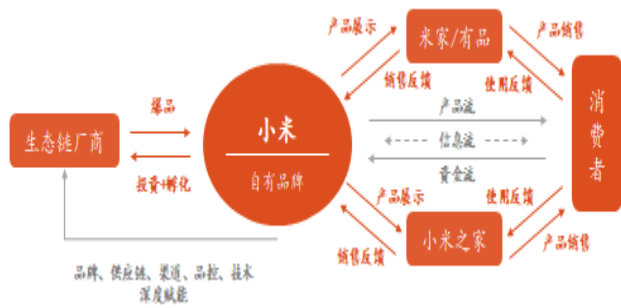


资料来源：艾瑞咨询，东方财富证券研究所

**社交电商、精选电商的价值：私域流量高效转化，长尾市场细分需求整合。**基于轻中产成为新一代消费主力为前提，如何将这些人成功变现成为新电商模式变革的核心。以小米和小红书为例，前者作为精选电商的代表，其核心是自有品牌与生态链之间的相互赋能以及渠道去中间化带来的高消费者粘性；后者作为社交电商的典型，其核心是将平台社区化，通过输出优质内容推动流量裂变带来的巨大价值为其后台采购供应链赋能，从而形成完整的商业闭环。

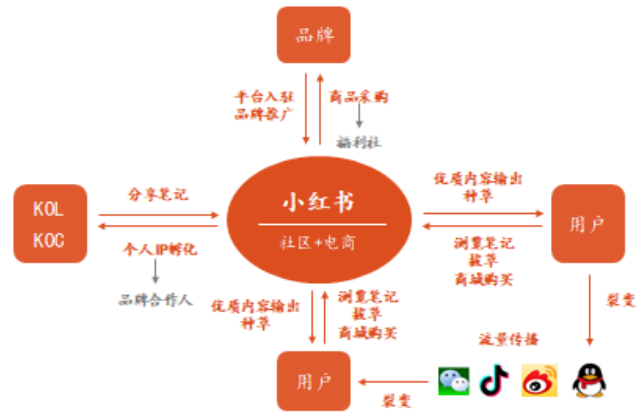
社交电商和精选电商通过私域流量导入精准定位到轻中产人群，根据轻中产人群消费特点，将“品质+性价比”和“个性需求”相结合，没有品牌基础的产品有时候也是最容易形成爆款的产品，关键在于对消费者的教育！当行业龙头已扎根传统电商平台推高获客成本时，非主流品牌通过新兴电商模式，以更扁平的渠道节省流量成本，将渠道利润分摊到消费者以及制造商，利用小的营销成本撬动更大的长尾市场。

图表 37：小米生态链商业模式图解



资料来源：东方财富证券研究所绘制

图表 38：小红书商业模式图解



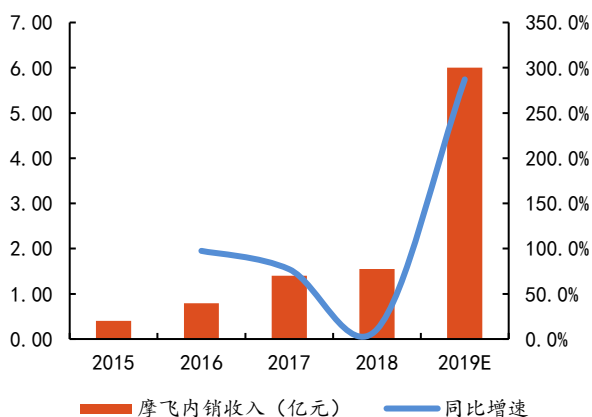
资料来源：东方财富证券研究所绘制

### 3.3. 摩飞投资故事：“爆款迭代+社交电商”主力品牌突破

作为近年来在小家电界异军突起的黑马，摩飞在国内市场的发展不可谓不出奇。这个诞生于 1936 年、起家于飞机零部件制造商的英国小家电品牌至今已有 80 多年的历史，凭借过硬的军工级品质与强大的科技制造实力成为英国知名小家电品牌之一。随着英国人工与生产成本的增加，摩飞开始在全球范围内寻找合适的代工厂，1998 年摩飞与公司开始 OEM 合作，2013 年摩飞正式进入中国市场，2014 年公司成为摩飞品牌的中国销售代理，2017 年 11 月公司与摩飞签订品牌战略合作协议，在专利、技术、生产、品牌等方面进行更进一步的资源整合，至此公司从摩飞的代工厂商转变为中国地区品牌独家代理商。

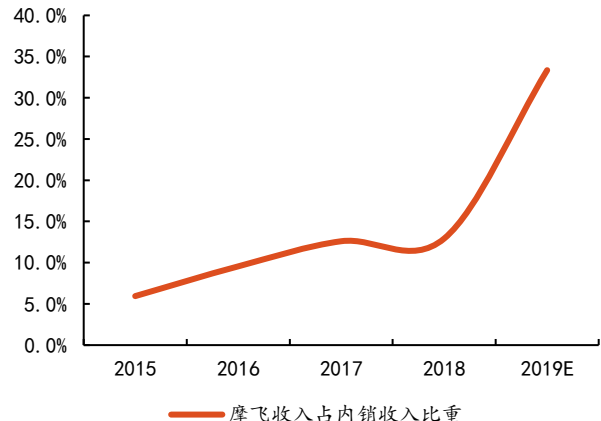
摩飞在中国的研发、设计、生产、销售、宣传等事宜均由公司负责，一方面公司凭借多年来为国际小家电品牌代工订单积累了丰富的技术和设计经验，另一方面公司作为扎根于中国市场的本土制造企业，对中国消费者的需求痛点、内销小家电产品发展趋势、流行元素等相比国外企业了解程度更深，兼具生产和销售的天然优势。在公司的运营下，摩飞在中国地区的销售额从 2015 年不足 5000 万元至 2018 年约 1.5 亿元，2019 年前三季度摩飞收入同比增长三倍左右，在四季度平稳增长预期下，预计 2019 全年摩飞实现 300% 的增长，收入体量接近 6 亿元，占内销主营业务收入比重约 30%，5 年 CAGR 接近 100%。

图表 39：摩飞收入规模及增速



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 40：摩飞占内销收入比重快速提升



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

作为一个在国内根基不深的海外品牌，摩飞不仅成功克服了“水土不服”的问题，还在短短几年内推出多款网红爆品实现收入跃迁，我们认为这主要得益于公司在运营摩飞品牌中采取的“爆品迭代+社交电商”的营销思路。

### 3.3.1. 爆品打法：本土化改造+差异化竞争

**本土化改造：因地制宜。**摩飞进入中国市场第一个克服的难点在于如何使品牌和产品获得中国消费者的认可。通过翻阅摩飞的微信公众号我们发现，早期公司通过微信渠道推广宣传的产品主要为电水壶、面包机、咖啡机等传统西式小家电，但从相关推文阅读量来看效果并不明显，主要原因在于上述产品缺乏国内消费者的使用习惯积淀，潜在人群尚未培育成熟。2015年9月公司开始对便携式果汁机 MR9200 进行公众号预热，2016年5月大力推广，两篇公众号文章阅读量均超过4万，而同期其他产品的推文阅读量仅在1千左右，2016年公司又陆续推出电蒸笼和酵素机，在微信端均获得较好的反馈，包括2018年及2019年分别推出的多功能锅和便携榨汁杯，这些产品均为中国家庭的生活习惯专门设计，本土化改造为摩飞为后来的爆品奠定了基础。

**差异化竞争：以单爆品对抗产品矩阵。**传统电商跑道已被成熟品牌利用产品矩阵挤占，突围空间不大。摩飞通过定位新目标人群开辟新赛道，从产品线及价格可以看到，摩飞主要定位轻中产、年轻化群体，彰显个性、品质至上、快捷方便是这类人群选购小家电的核心需求。摩飞避开传统巨头的优势品类（电饭煲、电磁炉等），从果汁机切入迅速吸粉，多功能锅更是在营销宣传下创下累计销量超10万台的成就。以随身杯为例，将水杯与榨汁杯功能相结合、一冲即净的清洗方式满足便捷需求，设计简约大方，椰奶白、轻奢蓝、雅粉色辨识度高，与市场上竞品明显区分彰显品牌特色。

**单爆品对摩飞的贡献料较大，爆品长尾价值取决于产品生命周期。**2019年多功能锅、随身杯两大品类贡献了摩飞较大比重的收入，多功能锅于2018年Q4推出并于2019年放量，表明成功的爆品生命周期较长，具备较高的长尾价值。市场对以爆品打法为主的品最关心的是爆品生命周期，以及能否持续产生贡献。我们认为随着市场热度由高涨到消退，成功的爆款能够维持1-1.5年左右的高速增长（参考戴森吹风机），达到生命周期顶端后，即使市场上开始出现仿品冲击，前期的品牌营销积累的消费者粘性也足以让爆品较大程度保证其市场份额，随着内容的不断投放，后续上新的不同厚度的产品与老款爆品叠加能够引发更大的渠道共振，从而延长爆品的生命周期，而后续上新的产品也能够及时补足原爆品热度消退后的市场需求空缺。

图表 41：摩飞爆品及上市时间一览



资料来源：摩飞官网，东方财富证券研究所

### 3.3.2. 社交电商：低成本撬动高流量

**集中力量发力线上渠道。**爆品的诞生不仅需要好的产品，还需要强大的营销支持，选择正确的渠道能够达到事半功倍的效果。过去美的、九阳、苏泊尔等传统小家电巨头在中国小家电市场发展早期快速抢占了商超百货、专卖店等线下营销主体的市场份额，随着渠道逐步下沉营销体系在更加完善的同时也叠加了更多层级，导致线下地推的成本越来越高，无形中给后进品牌设立了较高的渠道成本门槛。尽管线上红利有所消退，但仍有可掘金的洼地。

2014年公司负责代理摩飞在中国的销售正值国内社交电商爆发，因此早期公司对摩飞在国内的销售渠道就定位在电商和微商等线上渠道。公司成立了专门的销售团队对摩飞进行推广、营销，除了在传统电商平台如淘宝、京东等线上渠道销售外，也重视在微商等新兴电商渠道的投放，2016年摩飞在微商渠道取得了较好的成绩，当年度微商收入贡献占摩飞2016年内销收入的30%左右，接近2000万元。目前摩飞仍以线上渠道为主，少量线下渠道集中在高端百货，主要为了维持品牌形象宣传及产品展示，目的在于将流量向线上引导。

**从2015年至今，摩飞坚持以社交电商和垂直电商平台为主要宣传阵地。**2015年6月摩飞开设官方微信公众号开始布局社交电商，随着公司在小红书、下厨房各大线上社交平台加快布局，摩飞的社交电商版图逐步扩大，带动爆品层出不穷：2018年4月摩飞发售多功能锅MR9088引发市场关注，热度方面，摩飞官方微信号中搭配多功能锅发布的相关创意食谱阅读量超过9000次，微博美食博主“日食记”（截止2020年3月8日粉丝数1902万）于官方发售一个月后开始在微博进行视频内容宣传，相关内容的转发量和点赞量接近2万。为了更加精准定位消费人群，摩飞在2018年11月入驻国内烹饪类App下载量第一的垂直电商平台下厨房主推多功能锅，相关食谱浏览量高达5万，带动多功能锅在不足5个月内累积销量直逼10万台。2019年3月摩飞发售新一代便携榨汁杯MR9600对原来的榨汁机进行迭代，该款产品相比母婴群体定位更倾向于追求时尚个性的年轻群体，因此摩飞早在2018年10月入驻人气时尚平台小红书提前布局，便携榨汁杯相关笔记达6527篇，多功能锅相关笔记超过1万篇，此外摩飞紧抓新兴渠道变革趋势把握网红直播带货红利，与当前全网最火的淘系主播李佳琦合作，7月20日摩飞榨汁杯第三次登上李佳琦直播间，其中星空蓝款在直播当晚一度售罄，带动便携榨汁杯天猫月销量超3万台。至此摩飞创造爆品的能力获得市场的充分认可。

图表 42：摩飞在微博、下厨房等平台造势



资料来源：微博，下厨房，东方财富证券研究所

图表 43：摩飞天猫月销量达3万台

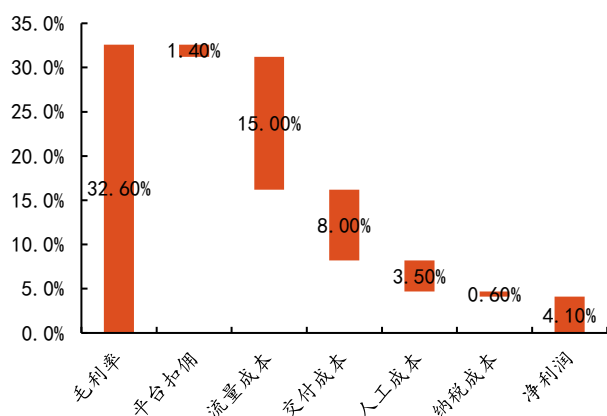


资料来源：天猫，淘宝，东方财富证券研究所

**高转化率+低成本赋予社交电商绝对优势：**1) 流量的转化决定了产品的引爆是否可持续，传统电商的转化率为 0.37%，而社交电商转化率可达到 6-10%，顶级的网红电商更是高达 20%；2) 低成本增厚渠道利润空间，社交电商相比传统电商的另一优势在于渠道成本的减少，在交付成本和人工成本相同的情况下，由于节省了平台的中间费用，社交电商扣佣、流量成本和纳税成本均可缩减，最终带来渠道净利润的明显增厚。作为深谙社交电商运营的品牌，2019 年摩飞的毛利率高达 40%，相比公司内销整体以及其他同行业竞品的毛利率均较高。

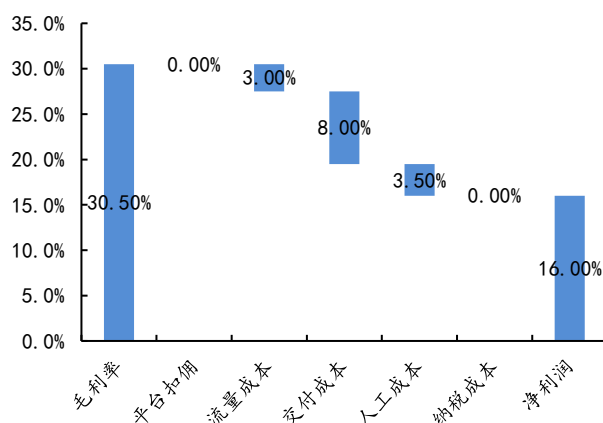
渠道费用方面，网红带货模式的成本投入显然比传统广告代言更具性价比，公司的销售费用率和广告宣传费用占比常年低于同业竞争对手。

图表 44：传统电商商家平均单笔订单利润及成本



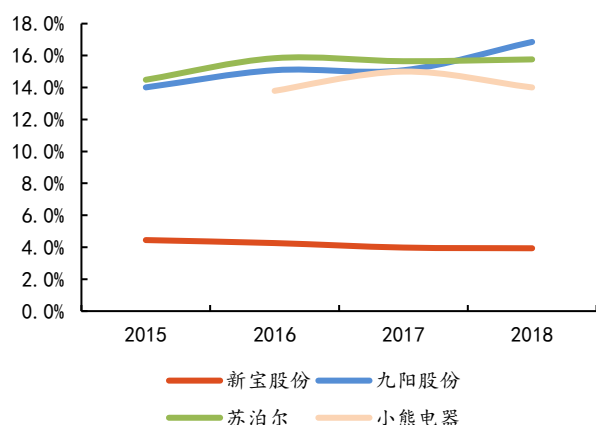
资料来源：投中网，东方财富证券研究所

图表 45：社交电商商家平均单笔订单利润及成本



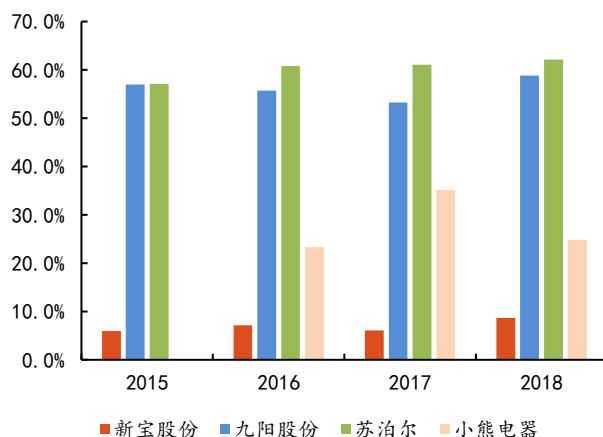
资料来源：投中网，东方财富证券研究所

图表 46：公司销售费用率处于同行业低位



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 47：公司广告宣传费占销售费用比重低于行业竞对



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

### 3.3.3. 爆品模式可持续背后的逻辑

**事业部制与经理制分工模式为爆品模式持续赋能。**从摩飞的产品迭代频率来看，公司已为摩飞成功打造了爆品的可持续模式，而模式的核心在于公司自上而下的管理体系改革，将事业部制与经理制相结合同步赋能。一方面公司于 2018 年成立了以总裁办为领导的国内品牌事业部，采取矩阵式平台管理模式，



下辖摩飞和东菱等自有品牌，每个品牌是独立事业部，实现不同品牌间在生产后台的品质管控、物流、品牌策划、研发设计等的资源共享协同。另一方面针对不同品牌通过产品经理制和内容经理制的明确分工进行单独管理，产品经理制主要负责产品策划、定义、机会挖掘和项目确立，内容经理制主要负责营销策划，在产品开发的同时针对成品构设内容策划并逐步分期推进，以产品的首发为第一个产品报告点，再逐层引发点爆，从而形成可持续的爆款营销逻辑。

**事业部制与经理制有望产生“1+1>2”的效果。**不同的品牌在客群定位、产品设计等方面有明显的区隔，不同的品牌公司进行产品单独研发能够最大程度提升新品迭代效率，缩短推新周期，更有针对性地进行宣传投放，避免营销资源的重叠或浪费；事业部制的后台总控在生产效率的把握上更彰显其超级供应链优势。

我们认为摩飞的新品诞生并非偶然，所有的成绩均来自于背后管理体系的改革。经过两年的践行，公司在自有品牌端自上而下的改革已见其成效，并已形成可持续、可复制的逻辑，这套管理体系的构建并非简单的承上启下，它高效对接了前端营销和后端生产，使供应链的优势发挥不再局限于生产端，产品经理对市场的敏锐嗅觉和机会的把握能够切实与研发设计相结合，强大的供应链在保证品控的基础上实现产品上新的加速，并从厨房领域向家居领域延伸，在产品高速迭代的今天把握先发优势。

图表 48：2019 年后摩飞上新速度明显加快



资料来源：摩飞官网，东方财富证券研究所

### 3.4. 再造摩飞？东菱正探索不一样的路

**品牌矩阵布局细分小电领域。**目前公司拥有 6 大自有品牌，包括 Donlim（东菱）、MorphyRichards（摩飞）、Gevilan（歌岚）、Barsetto（百胜图）、Laica（莱卡）、鸣盏，品牌布局囊括厨房、家居护理、健康美容等多个小家电领域，自有品牌收入占内销 60%-70%。目前国内自有品牌销售基本以线上和新兴渠道为主，仅摩飞在线下有少量布局（线下占比 10%-20%），百胜图则专注商用渠道。从盈利情况来看，摩飞的综合毛利率领先其他品牌，达 40%，东菱综合毛利率在 25%-30%，其他品牌平均毛利率水平在 17%-25%不等。

图表 49：公司自有品牌矩阵

品牌	定位	简介	主要销售渠道
Donlim（东菱）	大众化、性价比高的生活电器	新宝最早成立的自主品牌，主营西式厨房小家电	主要通过电商、电视购物、礼品、微商、小红书、抖音等渠道销售
MorphyRichards（摩飞）	中高端品质生活电器	2017 年成为其中国地区独家代理，摩飞收取固定品牌使用费+一定比例销售提成	在电商、微商、小红书、抖音等线上渠道和网红渠道均有销售，少部分线下渠道集中在高端百货和精品超市

Gevilan（歌岚）	美容个护电器	美国个护电器品牌，2016年进入中国市场，2018年新宝成立全资子公司与歌岚合作开辟内销市场	在电商、微商、小红书、抖音等线上渠道和网红渠道均有销售，未来可能会拓展美容店、化妆品专柜渠道
Barsetto（百胜图）	咖啡机全球品牌	起源于意大利，2016年被新宝全资收购为自主品牌，主要销售咖啡机和咖啡胶囊，聚焦国内商用和海外市场	采取商业渠道模式，进驻国内大城市办公楼、写字楼、大商场、苏宁小店等
Laica（莱卡）	净水电器	2018年3月新宝与意大利莱卡公司成立合资子公司开展品牌合作，引进莱卡	电商、微商等线上渠道
鸣盏	茶电器	新宝自主茶具电器品牌，主要产品包括煮茶器、饮茶机等，设计偏简约、年轻化	电商、微商等线上渠道

资料来源：亿欧，Choice，东方财富证券研究所

我们尝试从东菱与摩飞的发展路径分化探讨自主品牌成功的基因：2009年新宝股份创立东菱品牌，2010年东菱品牌正式进入东盟市场，从销售宣传时点来看东菱比摩飞更早开始在国内进行推广，但东菱的表现却并不尽如人意，与摩飞已拉开明显差距，2019年东菱仅实现约3亿元左右营收，无论是收入体量还是规模增速均远低于摩飞。为什么本应具备先发优势的东菱和摩飞会在短短几年内出现如此明显的增长分化？我们认为主要有如下两点：

1) 品牌形象较弱，面临老化趋势。非刚需型产品必须依托于鲜明的品牌形象才能引起消费者的共鸣和购买欲望，过去的东菱尽管坐拥全行业最硬核的供应链与产品质量，但由于公司对其品牌打造并不重视，导致东菱品牌形象较弱且略老化，外观设计偏向传统国产小家电的黑、白等颜色，与竞品识别度不高，且无法吸引西式小家电所应对标的年轻人群，对比来看，摩飞主打年轻、时尚、高端的品牌形象，大胆采用红、蓝、粉等亮眼的配色，工业风外型设计简洁大方，契合目标人群的消费痛点。

2) 渠道方向把握存在误差。东菱虽然早已在2009年开展电子商务渠道，但东菱主要在传统电商市场博弈，高昂的渠道费用和营销成本使东菱难以突围，同时小家电行业内较高的定倍率（2-3倍左右）和加价率也使东菱长期以来陷入毛利率难以提升的困境。在电商大行其道的今天，传统的硬广+地推宣传难以适用于缺乏历史根基的品牌，且受行业竞争激化以及头部品牌的壁垒影响，复制过去的经营模式成本更高。摩飞品牌在社交电商平台取得的成功让我们看到，利用新兴的销售渠道可以避免与头部品牌在传统渠道正面交锋，并能够快速抢占尚未形成相关品牌粘性的消费者的心智。

**东菱转型：品牌升级+供应链IP化。**2019年公司针对东菱品牌定性进行深度改造，无论从品牌形象还是供应链角度，我们发现东菱在参考摩飞运营模式的同时，还找到了属于自己的品牌定性。

1) **品牌升级：顺应消费人群迭代趋势进行年轻化改造。**近年来我们看到家电企业品牌年轻化趋势明显，美的重启翻新老品牌华凌并将其进行年轻化、二次元改造，格兰仕、TCL等品牌也分别推出互联网独立品牌。为了推动品牌升级，东菱于2018年提出“趣进化，享未来”的品牌新主张，致力于成为更懂年轻人生活方式的品牌。在产品方面挖掘成熟品类中未被充分满足痛点的需求精准研发，先后推出早餐机、加热便当盒、加温暖风机等网红新品，外观设计方面相比以前也更加符合年轻人的审美，其中多功能早餐机获2019年天猫618多士炉类目的销量第一。渠道方面扩大内容营销场景，在小红书、小米有品、云集等社交电商平台打造移动购物商城矩阵，建立互粉社群开展圈层用户运营。

2) 供应链 IP 化：从 M2B2C 到 C2M，联手互联网平台颠覆传统供应链模式。

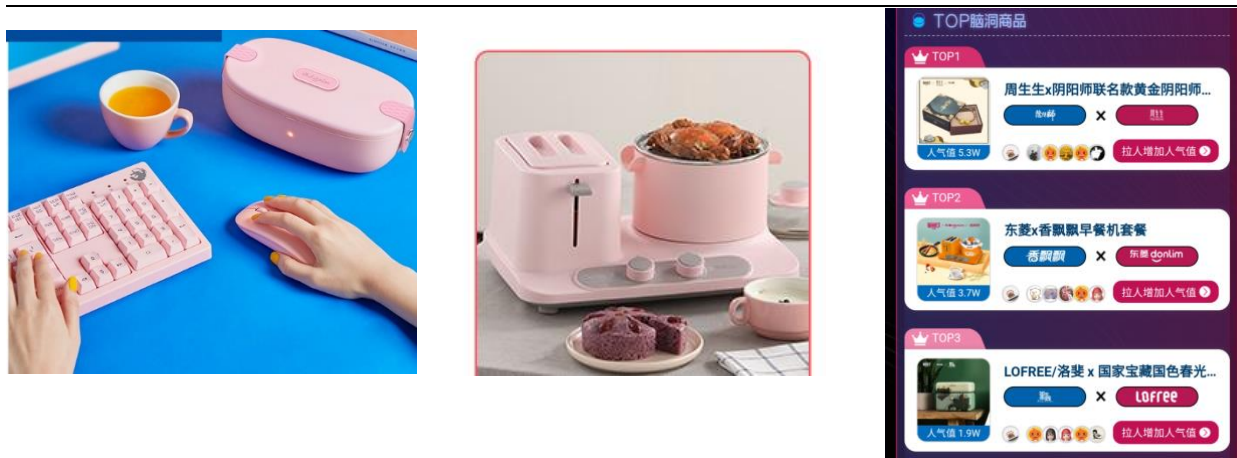
2019 年 1 月，公司以东菱品牌加盟拼多多“新品牌计划”开始实践以需定产的 C2M 模式，品牌主打极致性价比，登录当天全球首发的家用绞肉机销量便破万台，共 11 万人观看生产线直播。2020 年 1 月，东菱以获得中国创新设计“红星奖”的多功能早餐机与天猫携手发布首个联名款 IP——东菱 x 香飘飘多功能早餐机，产品上线几天内已跻身国潮脑洞实验室脑洞排行榜第二名，并将在 2 月之后再安排大货生产。参照美的、TCL 等品牌自造的互联网品牌 IP，制造企业自造 IP 存在认知度低、传播力有限、交易转化率较低等问题，而以拼多多、天猫为首的电商巨头具备多年累积的品牌升级、品牌运营、渠道拓展、平台合作等方面的经验，能够以最短的时间对品牌赋能，推动国货的年轻化和全球化。

东菱通过与拼多多、天猫等平台合作实现供应链 IP 化，对传统 M2B2C 供应链模式形成颠覆。与摩飞通过网红带货向消费者“种草”（输出消费需求）不同，C2M 模式的核心在于由消费者自定义产品，直接参与产品的设计开发环节，一方面能够极大缩短了产品的开发周期，降低市场试错的可能，另一方面增强制造商与消费者的连接以及消费者对品牌 IP 打造的参与感。在这一过程中，制造商不仅能收获天猫平台的千万级营销资源，还能保证量产下规模效应的实现，形成研发到生产的闭环。

不论是拼多多的“新品牌计划”，还是天猫的“国潮来了”，对于国产中小品牌而言都是一个弯道超车的机会，公司能够以较小的成本获取海量的数据服务，从需求端对供应链进行数据化赋能，最大程度降低生产的不确定性。从公司定义向消费者定义，东菱颠覆了传统小家电供应链以产定销的模式，主动尝试 C2M 以需促产，通过与消费者的互动反向推动供应链生产定制创造爆款，我们认为这是公司从需求端对其超级供应链升级改造的另一模式的探索和赋能。

东菱区别于摩飞的品牌转型路径让我们看到，不同品牌间除了能在生产制造方面进行供应链的协同，在品牌理念、渠道运营等方面同样有借鉴意义，“快速上新+年轻化+爆品尝试”已基本成为公司推动自有品牌发展的内置基因，而东菱可以从供应链的角度尝试不一样的路。复制第二个“摩飞”并不难，关键在于如何在保证独立品牌定位的基础上迎合当下主流消费趋势的变化，这是包括摩飞在内所有品牌需要思考的重点。目前东菱的品牌升级已初显成效，歌岚、鸣盏等耕耘细分市场的品牌体量仍待提升，我们认为在公司转变内销品牌运营管理思路、加快新电商渠道布局后，其他内销品牌的放量仍可期待。

图表 50：东菱新品外观设计符合年轻时尚特点



资料来源：天猫，东方财富证券研究所

### 3.5. 内销市场再展望：联手互联网品牌挖掘长尾市场价值

凭借多年海外代工的经验，公司将 ODM 业务延伸到内销市场。2016 年起公司与小米、网易严选、拼多多、名创优品等互联网零售品牌商开展国内 ODM 业务，目前公司与小米相关单位合作开发的产品包括净水器、电热水壶、电动牙刷、烤箱等，净水器已形成一定规模，月产量在 2-3 万台，其他品类的产量空间有待打开；与名创优品主要以合资形式进行产品开发，公司负责制造环节，部分项目已开始投产。目前 ODM 订单及其他业务占内销收入比重在 30%-40%，对内销收入增量做出一定的贡献。

近年来小米、网易严选等互联网零售品牌凭借简约时尚的设计、大牌品质和极致性价比获得新中产阶级消费群体的认可，在国内市场迅速崛起，这同时也得益于互联网品牌通过其长期积累的海量互联网用户数据对细分市场需求的深度挖掘。以小米为例，其家电品牌布局从大家电到小家电几乎全品类覆盖，2013 年以来小米共涉猎家电品类达 22 个，其中大家电 6 个（包括电视、空调、冰箱、洗衣机和大厨电），小家电达 16 个，尤其是 2019 年后小米的小家电版图扩张速度加快。

目前小米智能电视是所有涉及家电品类中发展最成熟的产品，据奥维云网数据，2019 年 9 月小米智能电视线上市场份额达 24.6%，但大部分小家电产品仍停留在试水阶段。尽管规模尚处低位，但从份额来看，小米在多个小家电品类也取得较显著的成绩，据中怡康数据，小米及其生态链品牌在多个品类的智能产品布局均有较强的竞争力，截止 2019 年中，小米的净水器（16%）、空气净化器（35%）、吸尘器（17%）、电饭煲（54%）品类智能市场零售额份额分别排名第二、第一、第二、第一，表明小米培育电视产品的方法论同样适用于小家电品类的拓展，从试水——扩张——深耕，小米有望将这一模式复制到小家电品类。

我们认为小米以及其他互联网零售品牌之所以能够在已成蓝海的彩电和电饭煲等市场收割份额红利，区别于传统家电品牌的重要一点是互联网品牌依赖数据进行细分需求的深度挖掘，这与制造企业完备的供应链体系能够形成强有力的互补组合拳，互联网品牌能够借助供应链企业补足制造和研发短板，供应链企业能够借助互联网品牌的数据积淀和平台强化与消费者的需求对接。从小米的发力节奏和份额提升情况来看，我们认为未来互联网品牌在小家电市场仍有较大的增长空间。

图表 51：小米及生态链在家电板块的产品布局时间线

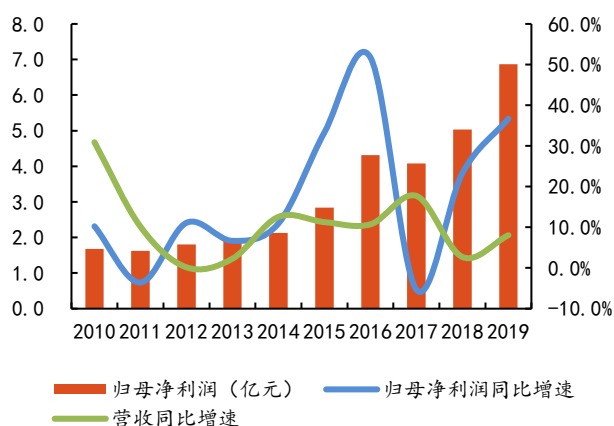


资料来源：36 氪，东方财富证券研究所

## 4. 财务分析

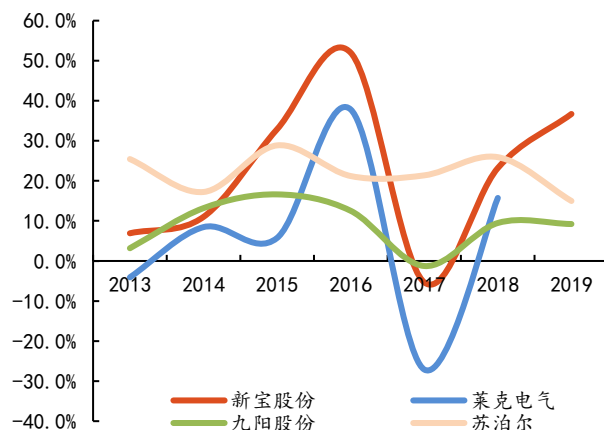
归母净利润增速高于营收增速，盈利水平稳健提升。根据业绩快报，2019年公司实现归母净利润6.87亿元，同比增长36.70%/+13.49pct，领先其他可比公司，2010-2019年公司归母净利润从1.68亿元增长至6.87亿元，CAGR+16.94%，利润增长快于营收增长（同期营收CAGR+8.27%）。

图表 52：公司归母净利润复合增速高于营收



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

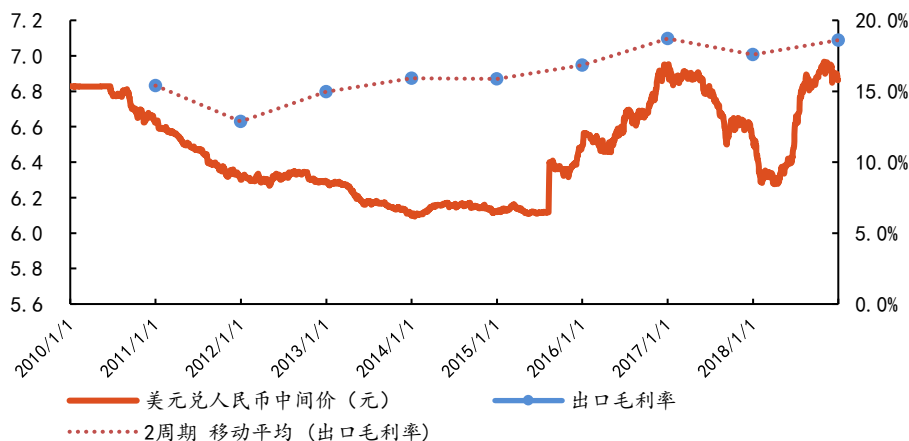
图表 53：公司归母净利润增速在同业中较高



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

汇兑损益对业绩影响较大。公司进出口业务主要采用美元结算，因此业绩以及出口毛利率受汇兑损益波动较为明显，在人民币升值年份对应的公司出口毛利率也有不同程度的下滑。公司主要通过材料和金融工具进行汇率风险对冲，一方面公司有30%左右的进口材料作为对冲储备，并综合考虑汇率等因素，针对30%左右的新品采取即时报价方式；另一方面公司通过远期外汇合约（期权合约）等金融工具进行对冲，2019年公司签订2亿美元左右的远期外汇合约，当年度人民币汇率处于贬值通道，公司的远期外汇合约（期权合约）产生的投资损失及公允价值变动损失较2018年同期减少约5600万元。从绝对值来看，汇兑损益对利润影响较大，2017年汇兑损益占公司利润总额约18%，但2018年有所收窄。

图表 54：公司出口毛利率受人民币汇率波动影响



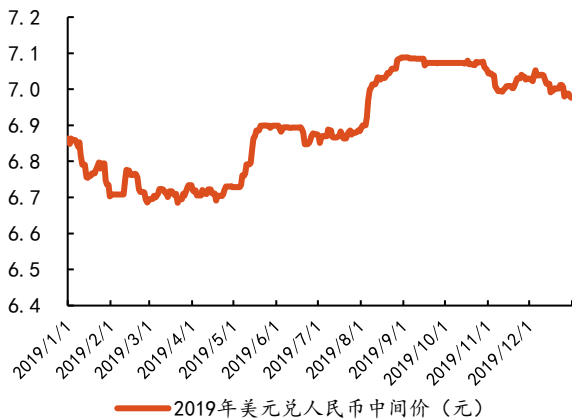
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 55: 公司 2010-2018 年汇兑损益情况

项目	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
汇兑损失	2997.95	2798.31	1157.50	3767.26	-264.78	-7494.92	-8665.91	8506.51	-2335.00
利润总额	19800.88	20548.25	23969.28	25806.64	27984.19	36972.75	55914.47	48440.97	58518.47
汇兑损失占 比利润总额	15.14%	13.62%	4.83%	14.60%	-0.95%	-20.27%	-15.50%	17.56%	-3.99%

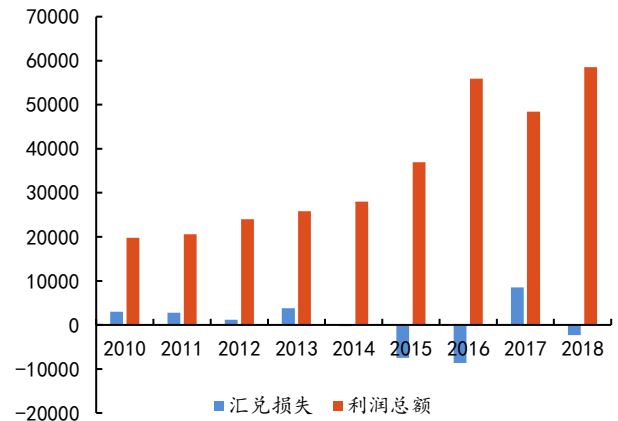
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 56: 2019 年人民币平稳下行



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

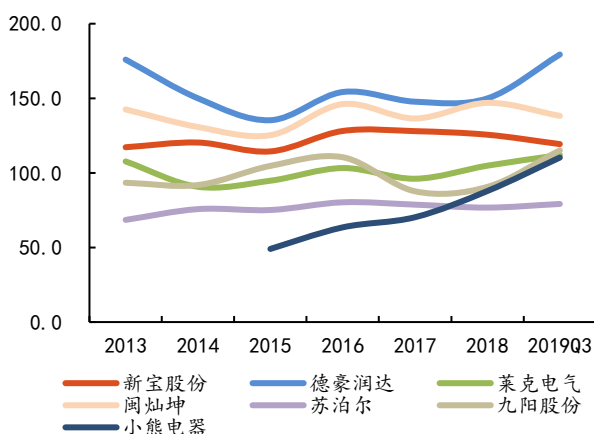
图表 57: 公司汇兑损益和利润体量对比情况



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

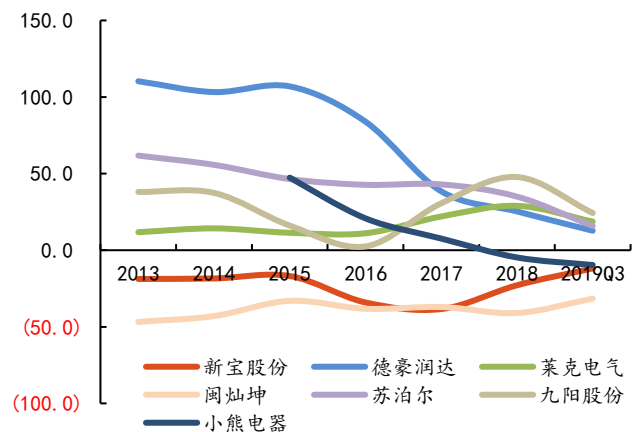
**行业低水平现金周期彰显公司运营效率。**公司应付账款周转率水平高于同行业可比公司,表明公司对供应链上游有较强的占款能力,彰显公司产业链地位。公司现金循环周期为负且大幅低于同业竞争对手,体现公司高于行业的现金创造能力和经营效率,这对于以代工为主营业务的制造型企业而言实属难得。

图表 58: 小家电行业应付账款周转天数对比



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 59: 新宝现金循环周期处于行业低位



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

## 5. 盈利预测

### 5.1. 内外销市场展望：外销平稳增长，内销持续放量

自动化、数字化升级推动产能恢复、生产效益提升，海外客户加单意愿强烈支撑外销平稳增长。2020年初新冠疫情爆发导致全国制造业开工时间均有延迟，尤其2月份大部分企业产能进入紧张状态，公司作为小家电出口龙头之一产能也受到一定影响，1-2月份公司累计完成订单数量同比下滑30%，同时部分海外客户担心疫情会导致公司无法如期交付其订单。公司于2020年2月10日后高效复产，一方面春节放假前公司已在危机预警意识下开发出21000多名员工定位管理子系统纳入监控体系，疫情爆发后公司积极推进老员工复工以及新员工招聘，保证生产人员及时到位，另一方面公司依托自主开发的产业链中央监控体系充分整合上下游产业链资源达到较好的危机管理效果。

该系统以订单为核心，纳入新宝及上下游产业链147个系统、1400多家供应商，通过整合现场数据与ERP系统数据，实现计划与现场双重驱动机制、滚动计划与现场的无缝对接。系统从进料检验、计划排班、计划执行、首件检测、现场反馈、不良品标识、线边库记录和处理等功能实现制造流程全数字化管理，生产计划精度大大提升，最大化节省物料和人力资源。公司可根据该系统所监控的各环节生产要素实时情况将订单分为不同优先级进行分期分批排产，实现制造过程数字化、生产决策高效化。

得益于自动化生产和数据化管理升级，截止3月9日公司产能已基本恢复正常水平，海外订单如期交付，并获得美国美康雅、GE、德国博世以及法国、日本多国客户的良性反馈，3月已接订单数量同比上升15%，此外据新闻联播报道，公司3、4月份订单不降反升，同比增长11.8%，公司在海外订单淡季接单量高于去年高峰期。

公司超级供应链实力在这次疫情面前再次经受住市场的考验，核心竞争力进一步巩固，根据过往业绩，公司一季度收入占全年比重约为20%，归母净利润占全年比重10%-15%，近两年收入和业绩趋于向三四季度集中放量。2019年公司外销收入约同比增长1.12%基本持平，我们预计2020年公司外销业务仍能实现平稳增长，19/20/21年公司外销收入增速1%/2%/2%。

摩飞爆款迭代+东菱品牌转型有望进一步增厚内销规模。近年来公司在内销市场的多品牌矩阵+爆品模式打法成效显著，2019年摩飞增长超预期，全年增幅接近300%，对应收入体量接近6亿，带动公司全年内销同比增长50%，东菱因处于品牌转型期2019年收入与2018年基本持平，对应收入接近3亿，歌岚、鸣盏等品牌体量较小，未来对收入的增厚空间巨大。从产品结构来看，2-3款爆品主要支撑了摩飞的收入规模，贡献度能达到50%，随着爆品孵化模式日渐成熟，我们认为摩飞未来仍能维持大双位数增幅。2020年初摩飞已推出新款产品刀具砧板消毒机以及手持挂烫机，产品线向家居电器拓宽丰富使用场景。此外东菱与拼多多、天猫等互联网平台合作有望驱动品牌价值进一步转型升级，叠加供应链赋能，2020年收入有望放量。ODM业务方面，小米、网易严选等互联网品牌的小家电布局渐入佳境，公司作为产业链代工龙头优质制造价值凸显，有望在小米、网易等品牌的合作下撬动更多品类、品牌深度合作。预计19/20/21年公司内销收入增速50%/28%/30%。

## 5.2. 收入拆分

基于以上判断，我们基于以下几点关键假设进行盈利预测：

- 1、海外经济短期或一定程度受到疫情影响，需求方面料 20/21 年将呈现缓慢恢复态势，带动公司外销业务企稳；
- 2、疫情影响下人民币汇率料有较为明显的波动，短期可能处于升值通道，公司通过即时报价和远期外汇对冲等手段减轻外汇波动风险，同时保证外销毛利率稳定；
- 3、摩飞商业模式正走向成熟，主要爆品长尾价值明显，料整体增长将维持在 40%-45%；品牌升级+联合互联网品牌共建的方式有望带动东菱收入放量；
- 4、未来两年内销自主品牌收入占比维持在 60%-70%，ODM 及其他业务收入占比维持在 30%-40%；
- 5、随着自主品牌加大内容投放，品牌溢价增强，毛利率稳中有升。

图表 60：收入拆分测算（按地区、品牌）

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
外销	6158	7112	7245	7335	7460	7617
YoY		15%	2%	1%	2%	2%
外销毛利率	19%	18%	19%	19%	19%	19%
内销	827.04	1110.76	1199.20	1790.00	2284.39	2981.22
YoY		34%	8%	50%	28%	30%
摩飞	80	145	158	605	884	1295
YoY		81%	9%	282%	46%	46%
摩飞毛利率	55%	50%	50%	48%	47%	47%
东菱	300	300	309	320	344	378
YoY		0.00%	3%	4%	8%	10%
东菱毛利率	33%	33%	33%	36%	37%	37%
其他品牌	134	186	206	220	233	257
YoY		39%	11%	7%	6%	10%
ODM 业务	233	380	438	645	824	1052
YoY		63%	15%	47%	28%	28%
内销毛利率	31%	30%	31%	37%	38%	38%
总收入	6985	8222	8444	9125	9744	10599
YOY	11%	18%	3%	8%	7%	9%
毛利率	20%	19%	21%	22%	23%	24%

资料来源：东方财富证券研究所



根据上述假设，我们上调 19/20/21 年毛利率和净利率以及 21 年归母净利润，预计公司 19/20/21 年实现营业收入 91.25/97.44/105.99 亿元，归母净利润 6.87/7.92/9.28 亿元，EPS 0.86/0.99/1.16 元，对应 PE 25/22/18 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

**图表 61：盈利预测**

项目\年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	8444.33	9124.53	9744.29	10598.71
增长率（%）	2.70	8.06	6.79	8.77
EBITDA（百万元）	897.56	1150.83	1282.13	1453.25
归母净利润（百万元）	502.71	687.22	791.92	928.49
增长率（%）	23.21	36.70	15.24	17.24
EPS（元/股）	0.63	0.86	0.99	1.16
市盈率（P/E）	33.96	24.84	21.56	18.39
市净率（P/B）	4.37	3.98	3.58	3.18
EV/EBITDA	17.37	12.95	11.01	9.29

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

### 5.3. 绝对估值

**图表 62：DCF 估值模型（FCFF）的基本假设**

基本假设	数值	基本假设	数值
行业 Beta	1.35	股票 Beta	1.06
无风险利率 Rf	2.60%	TV 增长率	2.00%
市场收益 Rm	8.00%	实际税率	14.44%
风险溢价	5.40%	WACC	8.17%
资产贴现率 Ka	9.89%	股票价值	16348.41 百万
债务利率 Kd	0.95%	每股价值	20.4 元

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

### 5.4. 相对估值

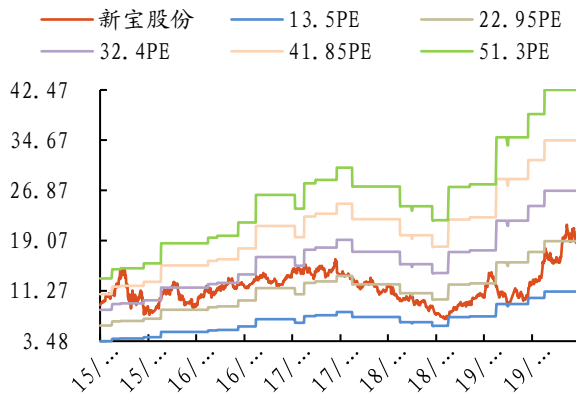
**图表 63：可比公司估值**

股票代码	简称	市值(亿元)	一致预期 PE(倍)			
			TTM	2019E	2020E	2021E
002242.SZ	九阳股份	212.16	25.76	27.00	23.00	21.00
002032.SZ	苏泊尔	578.73	30.14	31.00	28.00	24.00
603355.SH	莱克电气	89.22	19.11	20.00	18.00	16.00
002959.SZ	小熊电器	93.94	36.15	38.00	30.00	25.00
	平均		27.20	28.30	24.23	21.00
002705	新宝股份	170.71	24.84	25.52	22.14	19.01

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

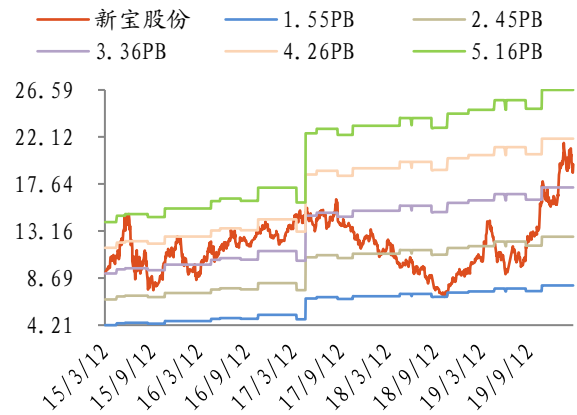
注：截止 2020.03.13

图表 64：历史 PE (TTM) 区间



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 65：历史 PB 区间



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

## 6. 风险提示

原材料价格波动；  
人民币汇率波动；  
内销增长不及预期；  
海外需求疲软。

**资产负债表 (百万元)**

至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>4415.68</b>	<b>5001.81</b>	<b>5795.83</b>	<b>6838.13</b>
货币资金	1850.45	2487.79	3150.46	3883.19
应收及预付	1254.36	1205.69	1317.28	1519.17
存货	1184.19	1174.70	1194.48	1302.15
其他流动资产	126.68	133.62	133.62	133.62
<b>非流动资产</b>	<b>2715.25</b>	<b>2556.09</b>	<b>2409.30</b>	<b>2227.59</b>
长期股权投资	67.42	37.42	27.42	-2409.22
固定资产	1828.31	1563.25	1289.68	1007.62
在建工程	167.91	227.91	277.91	307.91
无形资产	541.03	559.16	642.68	724.12
其他长期资产	110.58	168.35	171.60	2597.17
<b>资产总计</b>	<b>7130.93</b>	<b>7557.90</b>	<b>8205.14</b>	<b>9065.72</b>
<b>流动负债</b>	<b>3213.58</b>	<b>3252.30</b>	<b>3422.79</b>	<b>3677.75</b>
短期借款	334.38	334.38	334.38	334.38
应付及预收	2843.06	2881.79	3052.28	3307.24
其他流动负债	36.13	36.13	36.13	36.13
<b>非流动负债</b>	<b>0.06</b>	<b>0.06</b>	<b>0.06</b>	<b>0.06</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	0.06	0.06	0.06	0.06
<b>负债合计</b>	<b>3213.64</b>	<b>3252.36</b>	<b>3422.85</b>	<b>3677.82</b>
实收资本	813.44	813.44	813.44	813.44
资本公积	1227.22	1227.22	1227.22	1227.22
留存收益	1947.21	2333.46	2808.14	3411.26
归属母公司股东权益	3902.86	4289.11	4763.79	5366.90
少数股东权益	14.44	16.43	18.49	21.00
<b>负债和股东权益</b>	<b>7130.93</b>	<b>7557.90</b>	<b>8205.14</b>	<b>9065.72</b>

**利润表 (百万元)**

至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>8444.33</b>	<b>9124.53</b>	<b>9744.29</b>	<b>10598.71</b>
营业成本	6708.35	7076.68	7481.63	8024.89
税金及附加	73.95	80.30	85.75	93.27
销售费用	332.29	395.56	463.91	525.70
管理费用	452.06	438.54	465.78	502.38
研发费用	274.95	302.02	326.43	365.66
财务费用	-34.14	15.88	15.88	15.88
资产减值损失	7.74	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	-35.14	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-40.42	-30.00	-10.00	-10.00
资产处置收益	1.85	2.00	2.00	2.00
其他收益	31.47	20.00	30.00	20.00
<b>营业利润</b>	<b>586.89</b>	<b>807.55</b>	<b>926.91</b>	<b>1082.94</b>
营业外收入	15.38	14.00	15.60	20.00
营业外支出	17.09	16.00	16.30	16.20
<b>利润总额</b>	<b>585.18</b>	<b>805.55</b>	<b>926.21</b>	<b>1086.74</b>
所得税	81.60	116.33	132.22	155.74
<b>净利润</b>	<b>503.58</b>	<b>689.22</b>	<b>793.99</b>	<b>931.00</b>
少数股东损益	0.88	1.99	2.06	2.51
<b>归属母公司净利润</b>	<b>502.71</b>	<b>687.22</b>	<b>791.92</b>	<b>928.49</b>
EBITDA	897.56	1150.83	1282.13	1453.25

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

**现金流量表 (百万元)**

至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>445.30</b>	<b>1156.44</b>	<b>1199.74</b>	<b>1249.11</b>
净利润	503.58	689.22	793.99	931.00
折旧摊销	346.52	329.40	340.04	350.63
营运资金变动	-514.47	89.94	39.12	-54.61
其它	109.67	47.88	26.58	22.08
<b>投资活动现金流</b>	<b>-673.35</b>	<b>-202.24</b>	<b>-203.95</b>	<b>-175.12</b>
资本支出	-726.26	-202.24	-203.95	-175.12
投资变动	52.91	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-28.20</b>	<b>-316.85</b>	<b>-333.12</b>	<b>-341.26</b>
银行借款	1258.68	0.00	0.00	0.00
债券融资	945.88	0.00	0.00	0.00
股权融资	2.90	0.00	0.00	0.00
其他	-2235.66	-316.85	-333.12	-341.26
<b>现金净增加额</b>	<b>-256.25</b>	<b>637.34</b>	<b>662.66</b>	<b>732.73</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>2116.16</b>	<b>1850.45</b>	<b>2487.79</b>	<b>3150.46</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>1859.24</b>	<b>2487.79</b>	<b>3150.46</b>	<b>3883.19</b>

**主要财务比率**

至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长	2.70	8.06	6.79	8.77
营业利润增长	25.55	37.60	14.78	16.83
归属母公司净利润增长	23.21	36.70	15.24	17.24
<b>获利能力 (%)</b>				
毛利率	20.56	22.44	23.22	24.28
净利率	5.95	7.53	8.13	8.76
ROE	12.88	16.02	16.62	17.30
ROIC	8.31	9.91	10.07	10.78
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	45.07	43.03	41.72	40.57
净负债比率	-0.38	-0.49	-0.58	-0.65
流动比率	1.37	1.54	1.69	1.86
速动比率	1.01	1.18	1.34	1.51
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.23	1.24	1.24	1.23
应收账款周转率	8.79	8.67	9.00	8.63
存货周转率	6.10	6.00	6.32	6.43
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.63	0.86	0.99	1.16
每股经营现金流	0.55	1.42	1.47	1.54
每股净资产	4.80	5.27	5.86	6.60
<b>估值比率</b>				
P/E	33.96	24.84	21.56	18.39
P/B	4.37	3.98	3.58	3.18
EV/EBITDA	17.37	12.99	11.14	9.33

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

#### 分析师申明：

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

#### 投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（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；美国市场以标普500指数为基准。

#### 股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；  
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；  
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；  
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

#### 行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；  
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

#### 免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，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，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。