



买入(首次)

所属行业: 家用电器
当前价格(元): 25.14

证券分析师

谢丽媛

资格编号: S0120521030001

邮箱: xiely@tebon.com.cn

研究助理

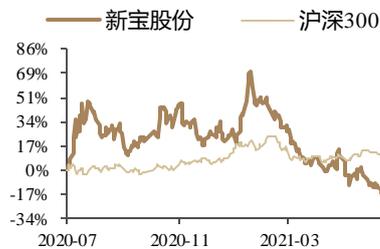
贺虹萍

邮箱: hehp@tebon.com.cn

邓颖

邮箱: dengying@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-15.93	-31.40	-30.40
相对涨幅(%)	-12.62	-30.58	-28.84

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

新宝股份: 内外兼修得风清, 厚积薄发启新章

投资要点

- 内外兼修, 加速全球知名小家电企业建设步伐。**新宝股份成立于1995年, 目前已发展成为我国小家电出口龙头企业之一。公司产品丰富, 在巩固厨房电器等优势品类的基础上积极拓展家居电器、健康美容电器等。近年来公司加强内销市场开拓, 目前外销业务仍系公司主要的收入和利润来源, 但内销市场在摩飞等自主品牌引领下迅速崛起, 成为公司重要的增长驱动力。公司出口小家电龙头地位巩固且自主品牌崛起推动经营表现持续亮眼, 2020年公司实现营业总收入131.91亿元, 同比增长44.57%, 归母净利润11.18亿元, 同比增长62.73%。
- 内销市场: 紧抓新消费趋势, 摩飞爆款引领发展。**与欧美等发达国家相比, 我国小家电市场无论从可选产品种类还是实际拥有数量都有较大的提升空间, 未来市场增长潜力充足。第三消费时代下, 消费者愈发青睐品质化、颜值化的产品, 企业的产品能力和营销能力在终端销售中发挥重要的决定作用。摩飞紧抓新消费的趋势, 在品牌运营中采取“产品经理+内容经理”模式, 产品端: 深入挖掘消费痛点, 差异化创新产品俘获消费者心智; 渠道端: 精准内容营销, 打造种草闭环, 多平台联动引爆产品。
- 外销: ODM龙头优势依旧, 有望保持稳健增长。**我国是全球小家电出口大国, 2020年我国小家电出口占比达51.4%, 份额绝对引领。短期: 疫情加速供应链内移, 出口市场持续亮眼。21年4月-5月电饭锅、电烤面包机、电磁炉、咖啡机和电茶壶、吸尘器出口量分别增长44%、44%、8%、27%和30%。长期: 海外小电市场广阔, 有望保持稳健增长。2020年-2025年期间全球(除中国)小家电零售额规模预计仍有望保持稳健增长态势(复合增速: +4.8%)。公司深耕海外市场十余年, 出口龙头地位巩固, 整体优势突出: 1) 产品类型丰富, 为客户提供一站式采购方案; 2) 代工客户覆盖广泛, 积累丰富的研发经验; 3) 供应链体系较为完善, 快速响应客户需求。与其余主要可比公司相比, 公司海外盈利水平仍有提升空间。随着公司有效筛选海外订单, 持续优化订单结构, 海外盈利能力有望稳中向好。
- 投资建议:** 我们预计2021-2023年公司营收分别为160.12、183.81、208.48亿元, 同比分别增长21.4%、14.8%、13.4%, 预计2021-2023年公司归母净利润分别为13.00、16.06、19.86亿元, 同比分别增长16.2%、23.5%、23.7%, 对应的EPS分别为1.57、1.94、2.40元, 当前股价对应2021-2023年PE分别为16.0x、12.9x、10.5x, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 风险提示:** 新品拓展不及预期, 外贸摩擦加剧, 汇率大幅波动, 原材料价格大幅波动。

股票数据

总股本(百万股):	826.73
流通A股(百万股):	797.35
52周内股价区间(元):	25.14-56.36
总市值(百万元):	20,783.94
总资产(百万元):	11,914.93
每股净资产(元):	7.51

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	9,125	13,191	16,012	18,381	20,848
(+/-)YOY(%)	8.1%	44.6%	21.4%	14.8%	13.4%
净利润(百万元)	687	1,118	1,300	1,606	1,986
(+/-)YOY(%)	36.7%	62.7%	16.2%	23.5%	23.7%
全面摊薄EPS(元)	0.83	1.35	1.57	1.94	2.40
毛利率(%)	23.7%	23.3%	21.9%	22.8%	23.7%
净资产收益率(%)	16.0%	18.5%	17.7%	18.0%	18.2%

资料来源: 公司年报(2019-2020), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润



内容目录

1. 内外兼修，加速全球知名小家电企业建设步伐.....	4
2. 内销：紧握新消费趋势，摩飞爆款引领发展.....	6
2.1. 国内小电前景广阔，消费者注重高品质体验.....	6
2.2. 摩飞紧握消费趋势，成为行业种草标杆.....	7
2.2.1. 产品端：深入挖掘消费痛点，差异化创新俘获心智.....	8
2.2.2. 渠道端：抓住新兴渠道成长红利，多平台内容种草引爆产品.....	9
3. 外销：ODM 龙头优势依旧，有望保持稳健增长.....	10
4. 投资建议.....	12
5. 风险提示.....	13

图表目录

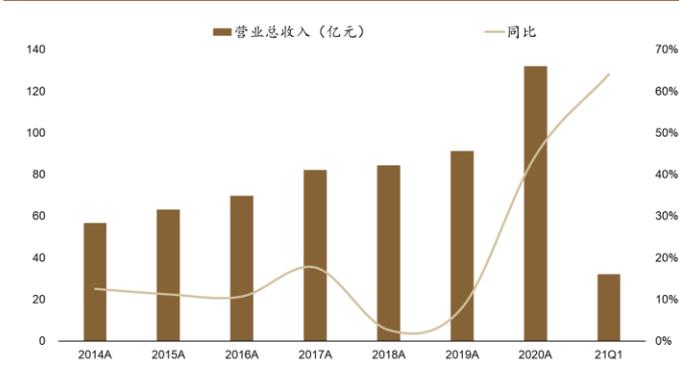
图 1: 2014-2021Q1 公司营业总收入及同比	4
图 2: 2014-2021Q1 公司归母净利润及同比	4
图 3: 2014-2021Q1 公司各项费用率	4
图 4: 2014-2021Q1 公司利润率走势	4
图 5: 公司自主品牌矩阵	5
图 6: 2014-2020 年公司分地区销售收入 (亿元)	5
图 7: 2014-2020 年公司分地区毛利率	5
图 8: 2018-2021Q1 公司内销分品牌收入占总营收比	6
图 9: 内销市场中摩飞品牌毛利率水平领先	6
图 10: 2015-2020 年国内小家电市场规模及同比	6
图 11: 2018 年-2019 年小家电细分市场收入占比	6
图 12: 中国消费社会与代际变迁	7
图 13: 公司便携式榨汁杯持续迭代满足消费差异化需求	8
图 14: 摩飞搜索人群年龄分布	9
图 15: 摩飞搜索人群性别分布	9
图 16: 摩飞积极投放各新兴渠道	9
图 17: 2020 年全球小家电 (含细分品类) TOP6 国家出口额占比	10
图 18: 我国主要小家电出口销售量同比增速	10
图 19: 2015A-2025E 全球 (除中国) 小家电细分品类零售额规模 (亿美元)	11
图 20: 2020 年新宝股份及可比公司毛利率水平	12
图 21: 公司收入拆分	13
图 22: 可比公司估值分析	13

1. 内外兼修，加速全球知名小家电企业建设步伐

新宝股份成立于 1995 年，初期主攻以欧美为主导的海外市场，目前已发展成为我国小家电出口龙头企业之一。公司产品丰富，在巩固厨房电器等优势品类的基础上积极拓展家居电器、健康美容电器等。近年来公司加强内销市场开拓，2018 年成立国内品牌事业部并从战略地位上将内销业务提升至与海外业务并重。目前外销业务仍系公司主要的收入和利润来源，但内销市场在摩飞等自主品牌引领下迅速崛起，成为公司重要的增长驱动力。

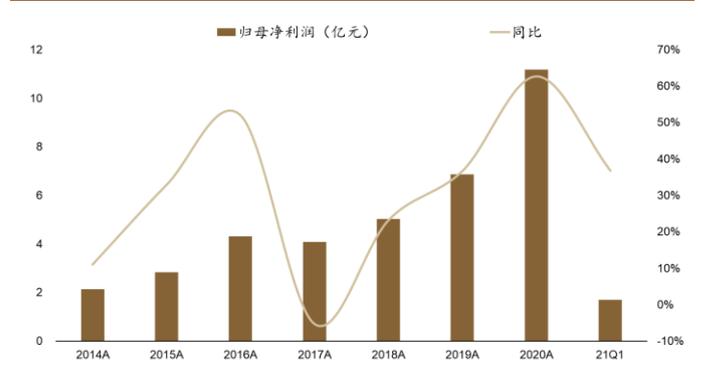
ODM 龙头地位巩固+自主品牌崛起，经营开启向上。近年来公司出口小家电龙头地位巩固且自主品牌崛起推动经营表现持续亮眼，2020 年公司实现营业总收入 131.91 亿元，同比增长 44.57%，归母净利润 11.18 亿元，同比增长 62.73%。

图 1：2014-2021Q1 公司营业总收入及同比



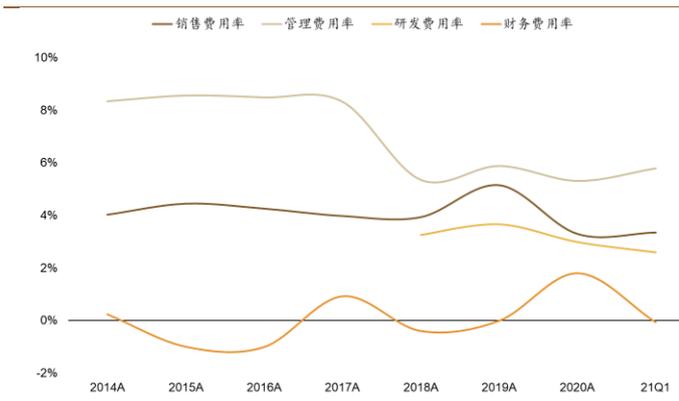
资料来源：wind，德邦研究所

图 2：2014-2021Q1 公司归母净利润及同比



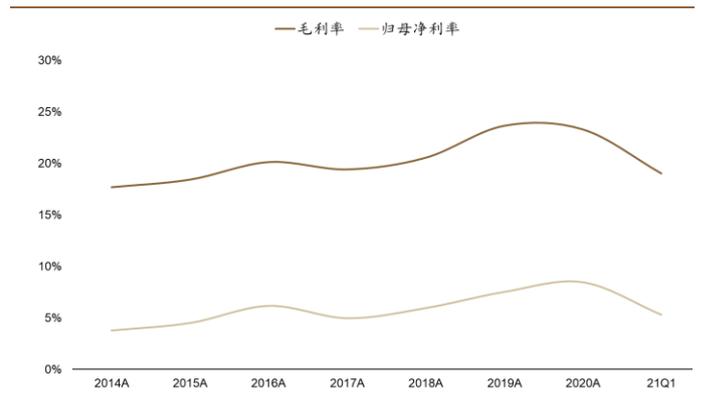
资料来源：wind，德邦研究所

图 3：2014-2021Q1 公司各项费用率



资料来源：wind，德邦研究所

图 4：2014-2021Q1 公司利润率走势



资料来源：wind，德邦研究所

自主品牌矩阵已具，摩飞引领内销市场。经过多年培育，目前公司已形成以摩飞和东菱为主导的自主品牌矩阵，其中摩飞品牌凭借差异化创新产品与精准的内容营销成为行业内爆款种草标杆，亦成为引领内销市场的重要驱动力。2020 年摩飞品牌收入 15.0 亿元，同比增长 130% 左右，占总营收比提升至 11.4% (21Q1

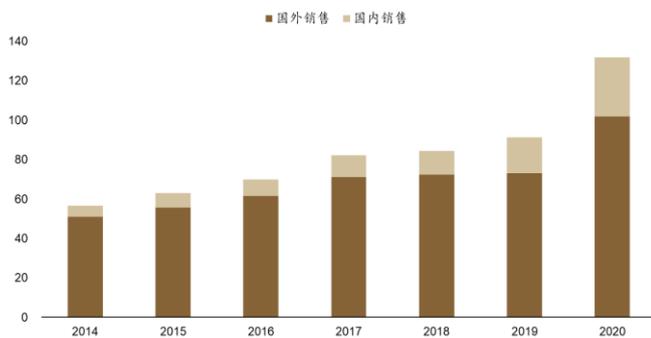
已提振至 14.3%)，东菱品牌收入 3 亿元，同比增长 25%左右，占总营收比约 2.3% (21Q1 占比约 1.7%)。另外公司自主品牌矩阵还囊括茶电器品牌鸣盏、个护美容品牌歌岚、咖啡机品牌百胜图及海外合作品牌莱卡，以满足不同消费者需求。

图 5：公司自主品牌矩阵

				
	摩飞	东菱	鸣盏	歌岚
品牌	英国高端品牌，2017年获长期代理权	核心自主品牌	生活茶创自主品牌	个护美容电器品牌
定位	中高端生活电器产品	大众化、性价比高的生活电器产品	规模较小	初创阶段，规模较小
收入规模	20A: 15亿元，占内销49.7%，占整体11.4%	20A: 3亿元，占内销9.9%，占整体2.3%	规模较小	规模较小
代表产品	多功能料理锅、便携榨汁杯	乐萃杯、空气炸锅	奶茶机、煮茶器	电动牙刷、美妆冰箱
				

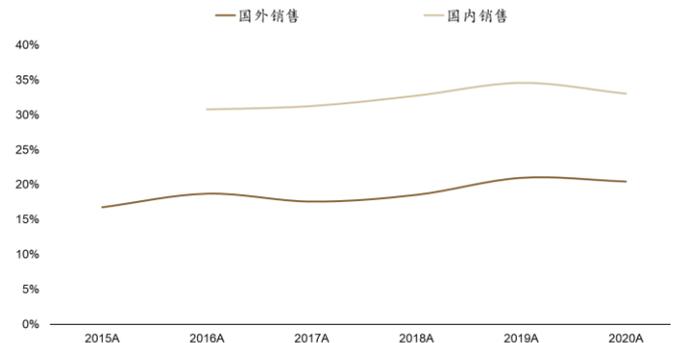
资料来源：公司公告，天猫旗舰店，德邦研究所

图 6：2014-2020 年公司分地区销售收入 (亿元)



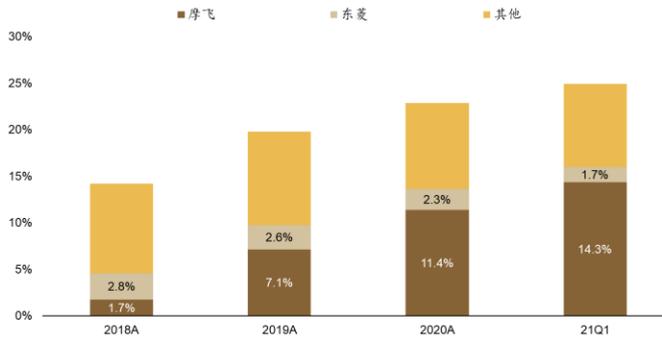
资料来源：wind，德邦研究所

图 7：2014-2020 年公司分地区毛利率



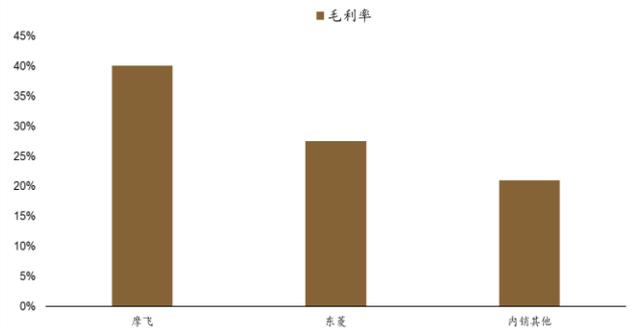
资料来源：wind，德邦研究所

图 8：2018-2021Q1 公司内销分品牌收入占总营收比



资料来源：wind，德邦研究所

图 9：内销市场中摩飞品牌毛利率水平领先



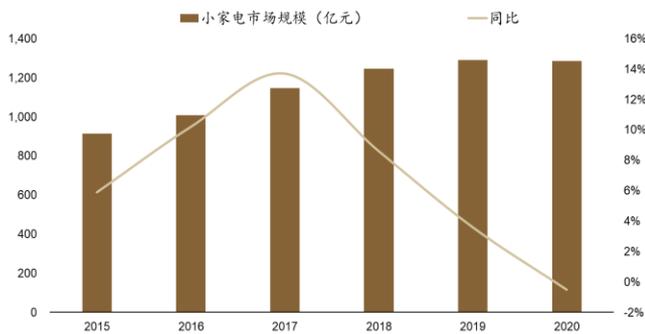
资料来源：wind，德邦研究所；备注：投资者关系活动 2018.05.15

2. 内销：紧握新消费趋势，摩飞爆款引领发展

2.1. 国内小电前景广阔，消费者注重高品质体验

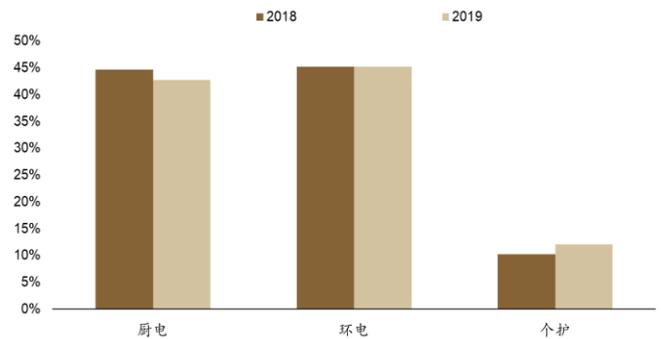
小家电市场前景广阔。2020 年我国小家电市场规模 1284 亿元，且以厨房电器、家居环境电器为主导。与欧美等发达国家相比，我国小家电市场无论从可选产品种类还是实际拥有数量都有较大的提升空间。根据 JS 环球生活招股说明书披露，我国多数家电的渗透率低于发达国家，2018 年破壁机的保有量仅 7 台/百户，吸尘器仅 12 台/百户，明显低于美国（破壁机：50 台/百户，吸尘器：150 台/百户）、英国（破壁机：45 台/百户，吸尘器：105 台/百户）等发达国家。随着我国居民生活水平的提升，小家电产品渗透率有望稳步提升，未来市场增长潜力充足。

图 10：2015-2020 年国内小家电市场规模及同比



资料来源：全国家用电器工业信息中心，德邦研究所

图 11：2018 年-2019 年小家电细分市场收入占比



资料来源：全国家用电器工业信息中心，德邦研究所

第三消费时代为小家电领域带来新的发展机遇。我国现阶段处于第三消费社会早期，这个阶段的消费主力从小物质生活丰富、成长环境优越，体现在消费观的主要特点在于，消费单位从家庭开始转向个人，更加注重个性化、小型化、多样化；消费内容从耐用品、必需品转向快消品、提供情绪价值的消费品；消费价值取向从高性价比转向注重品质、细分化、个性化等。基于新消费趋势下，消费者愈发青睐品质化、颜值化的产品，企业的产品能力和营销能力发挥重要作用。

图 12：中国消费社会与代际变迁

时代	经济	指标	婴儿潮一代	婴儿潮二代	婴儿潮三代 (8590后)	Z世代 (95后)
主流价值观			政治的，理论的	理论的，经济的	经济的，审美的	审美的，社会的
			思想保守传统	注重理想，渴望成功，物质主义	崇尚个性，追求自我，物质主义	有想法有创意，敢于表达自我
第一消费社会 (1949-1985)	经济起步	年龄段	1950-1954出生			
		生活状态	生于大家庭，条件艰苦			
		消费				
	改革开放	年龄段	青少年	1962-1973出生		
		生活状态	经历文革、改革开放等	生于大家庭，条件艰苦		
		消费	“三转一响”			
第二消费社会 (1985-2015)	经济高增	年龄段	中年	青少年	1986-1995出生	
		生活状态	努力奋斗，见证繁荣	放开高考，改革开放，迁徙创业 (农村→城市)	生于核心家庭	
		消费	基础耐用品	基础耐用品	家里第一次买家电	
	全球第二	年龄段	中老年	中年	青少年	1995-2005出生
		生活状态	和子女同住	组建核心家庭；物质主义，消费欲望强	去大城市求学、迁移 (城市→一线城市)，见证互联网兴起，消费欲望强	生于核心家庭，生于互联网时代
		消费	高阶耐用品	高阶耐用品	追求大众化名牌消费	家里应有尽有
第三消费社会 (2015-今)	增速趋稳	年龄段	老年	中老年	中年	青年
		生活状态	和子女同住	夫妻居住，积蓄给孩子买房，物质主义	女性独立，未婚倾向，独居倾向，购房压力大 (6个钱包)，消费欲望强	女性独立，未婚倾向，独居倾向，追求精神，不再一味渴望经济增长，回归二线城市，注重品质生活
		消费	品质消费，健康消费	品质消费，细分消费，注重颜值	注重颜值、个性化，品质消费，细分消费，精神需求	消费欲望强烈，追求小众化，精神需求，注重个性

资料来源：德邦证券研究所

2.2. 摩飞紧握消费趋势，成为行业种草标杆

第三消费时代下，企业的产品能力和营销能力在终端销售中发挥重要的决定作用。摩飞紧握新消费的趋势，在品牌运营中采取“产品经理+内容经理”模式，**产品端**：深入挖掘消费痛点，差异化创新产品俘获消费者心智；**渠道端**：精准内容营销，打造

种草闭环，多平台联动引爆产品。

双经理驱动机制，助力打造爆款产品。公司采取“爆款产品+内容营销”的方法，建立“产品经理+内容经理”双轮驱动机制，其中**产品经理**：负责捕捉市场以研发出切实满足消费者需求的产品，具体包括产品的策划、产品的定义、产品机会的挖掘和项目的确立等，**内容经理**：负责对新渠道运营的理解，制定相应的内容策划，通过分期推进将产品打造成为网红爆款。

2.2.1. 产品端：深入挖掘消费痛点，差异化创新俘获心智

积极与天猫等展开合作，深入挖掘消费痛点。摩飞与天猫合作紧密，2018年借助天猫海量的消费数据进行赋能，挖掘出消费者多功能和便携式的需求，合力打造出多功能锅、摇摇杯等爆款，找到了属于自己的全链路的赋能解决方案。且根据南方都市报的采访，目前摩飞在新品研发中会结合天猫等三方消费数据进行预判分析，且合作品类几乎覆盖旗舰店内的全部新品。

差异化创新+高颜值产品俘获消费者心智。公司坚持“无创新不立项”，在产品端深挖消费者痛点需求，以差异化创新与高颜值俘获消费者心智。**以便携榨汁杯为例**：在摩飞便携式榨汁杯推出前，市面的产品多为带有明显电机的榨汁机，体积相对较大、不易携带且产品颜值有限。摩飞敏锐捕捉市场对迷你榨汁机的需求，在2019年3月推出创新型产品——摇摇杯 MR9600，将榨汁机的马达、刀片等部件与杯盖融为一体，进一步缩小体积，升级便携属性。

图 13：公司便携式榨汁杯持续迭代满足消费差异化需求

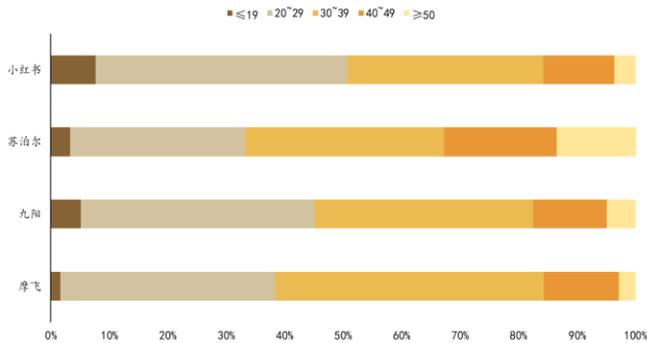
			
产品	便携榨汁杯MR9600	便携榨汁杯MR9800	气泡果汁杯MR9801
上市时间	2019年3月	2020年3月	2021年3月
颜色	轻奢蓝、椰奶白、雅粉色	翡冷翠、落樱粉、薄荷蓝、琉金蓝	轻奢蓝、椰奶白、雅粉色、丁香紫
容量	0.3L	0.3L	260ml
转速	21000转/分钟	21000转/分钟	1700转/分钟
重量	450克	450克	640克
时间	40秒	40秒	40秒榨汁，3秒打气泡
连续工作	约5~10次	约15次	约15~18次
充电方式	车载、AC适配器、充电宝	无线充电、车载、AC适配器、充电宝	车载、AC适配器、充电宝
充电时间	约2小时		约4小时
附加功能	/	碎冰	打气泡

资料来源：天猫旗舰店，摩飞微信公众号，德邦研究所

2.2.2. 渠道端：抓住新兴渠道成长红利，多平台内容种草引爆产品

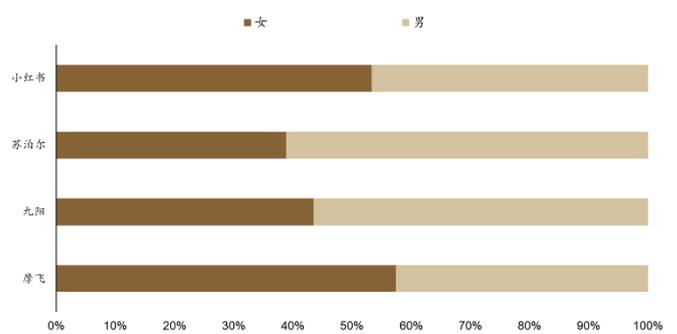
摩飞另辟蹊径，抓住新兴渠道的成长红利。初期摩飞在微商渠道运营随行杯，后续随着公司对新消费的理解，在垂直内容社区平台妈妈网、下厨房、小红书等投放内容，抓住了这部分内容渠道的成长红利。摩飞的用户画像以具有一定消费能力的偏女性的年轻群体为主导，这与公司投放的内容平台小红书的用户群体较为契合。目前摩飞品牌在小红书平台的内容数超过4万篇，在可比的小电品牌中较为领先(九阳:4W+; 苏泊尔:2W+; 小熊电器:7100+)。

图 14：摩飞搜索人群年龄分布



资料来源：百度搜索指数 (6.1-6.30)，德邦研究所

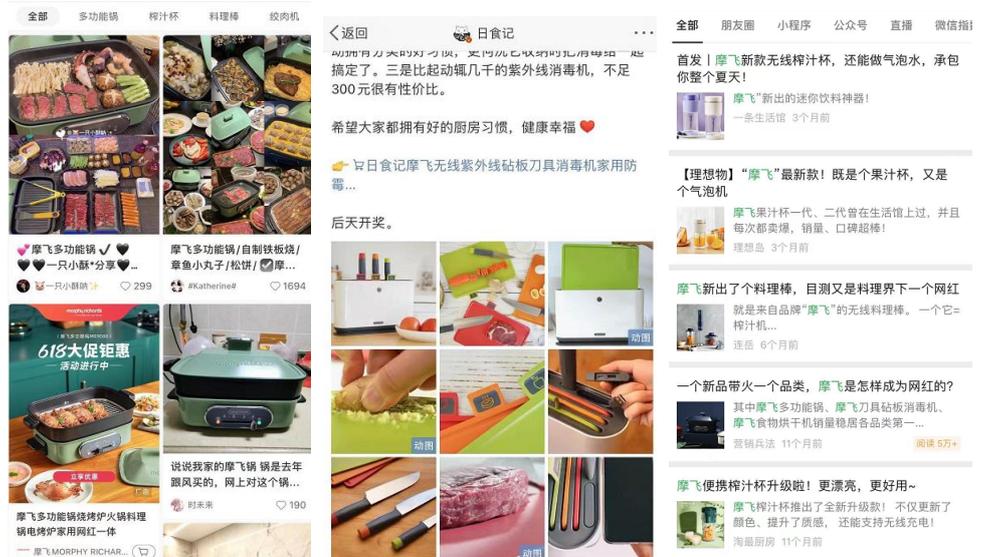
图 15：摩飞搜索人群性别分布



资料来源：百度搜索指数 (6.1-6.30)，德邦研究所

与微博美食类 KOL 展开合作，多平台联动引爆产品。摩飞销售以线上渠道为主导，在微博与日食记等知名美食 KOL 展开合作，且积极在微信、小红书等多平台进行内容投放，联动引爆产品。摩飞在新品上市后会多平台进行相应的内容投放，引发热烈讨论度，最终多数导流至天猫“引爆”产品，而后凭借优质的产品（高颜值+突破创新）俘获消费者心智，从而形成正增强的种草闭环。

图 16：摩飞积极投放各新兴渠道

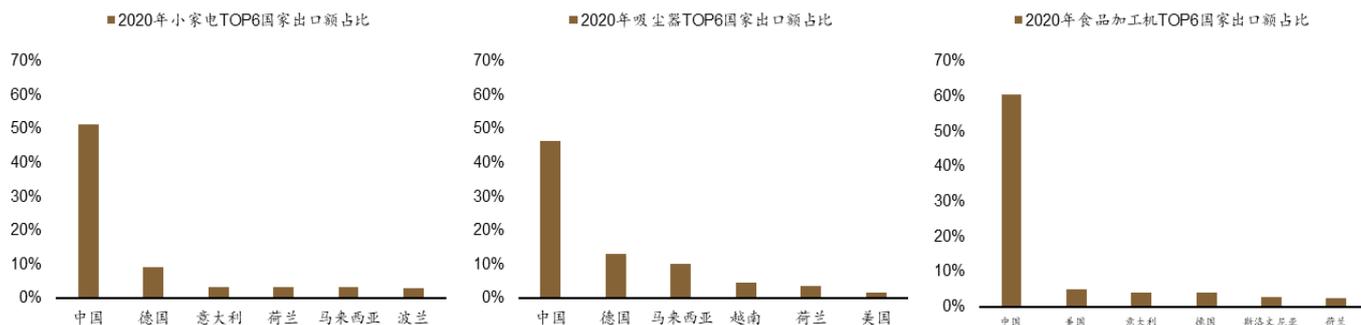


资料来源：小红书，微博，微信，德邦研究所

3. 外销：ODM 龙头优势依旧，有望保持稳健增长

全球家电出口大国，市场份额绝对引领。我国是全球小家电出口大国，2020 年我国小家电出口占比达 51.4%，份额绝对引领，其余国家中德国以 8.9% 出口份额位居第二，意大利、荷兰、马来西亚等国份额均不超过 5%。细分品类来看，我国在吸尘器及食品加工机的出口地位领先，尤其是食品加工类优势明显，出口份额超过 60%。

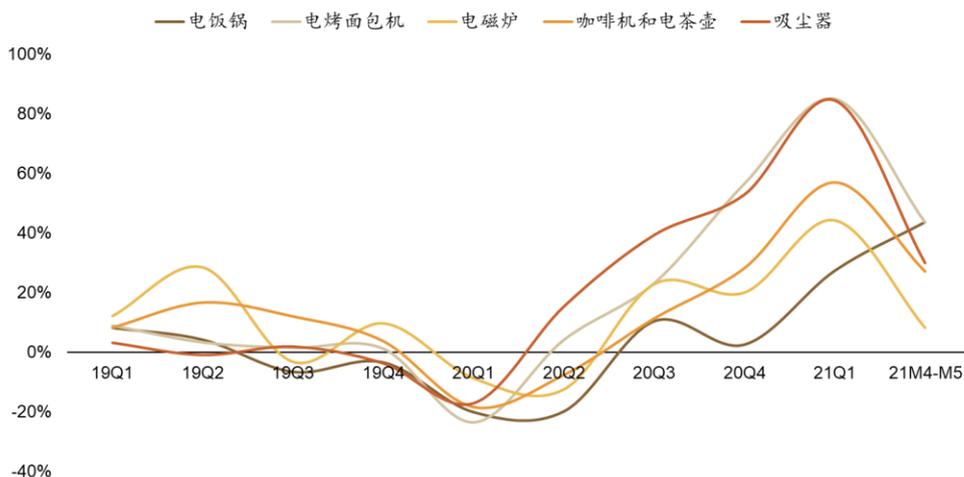
图 17：2020 年全球小家电（含细分品类）TOP6 国家出口额占比



资料来源：中国家用电器协会，德邦研究所

短期：疫情加速供应链内移，出口市场持续亮眼。2020 年疫情催生海外居家需求持续释放，且加速全球供应链加速内移，推动我国出口业务表现持续亮眼。根据 wind 数据显示，我国主要小家电出口自去年二季度开启强劲增长，21 年至今出口市场景气依旧延续，21 年 4 月-5 月电饭锅、电烤面包机、电磁炉、咖啡机和电茶壶、吸尘器出口量分别增长 44%、44%、8%、27%和 30%。

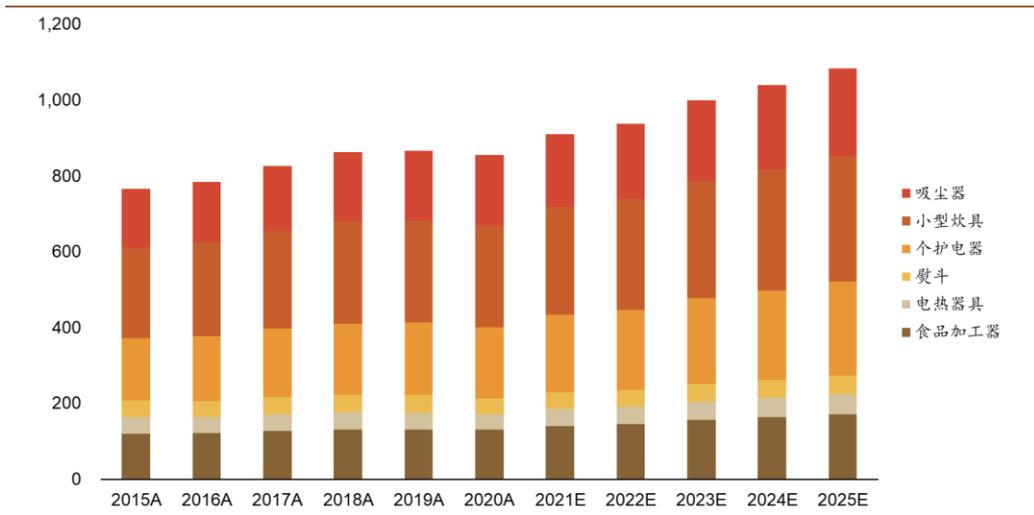
图 18：我国主要小家电出口销售量同比增速



资料来源：wind，德邦研究所

长期：海外小电市场广阔，有望保持稳健增长。海外小家电市场整体已经较为成熟，2015 年-2020 年期间全球（除中国）小家电零售额规模以 2.2% 的复合增速增长至 855.4 亿美元，且预计后续仍有望保持稳健增长态势（2020-2025E 复合增速：+4.8%）。具体细分品类来看，个护电器和食品加工器具的综合表现较优，未来的复合增速预计分别 5.6% 和 5.7%。

图 19：2015A-2025E 全球（除中国）小家电细分品类零售额规模（亿美元）



资料来源：Euromonitor，德邦研究所；备注：不含空气处理器

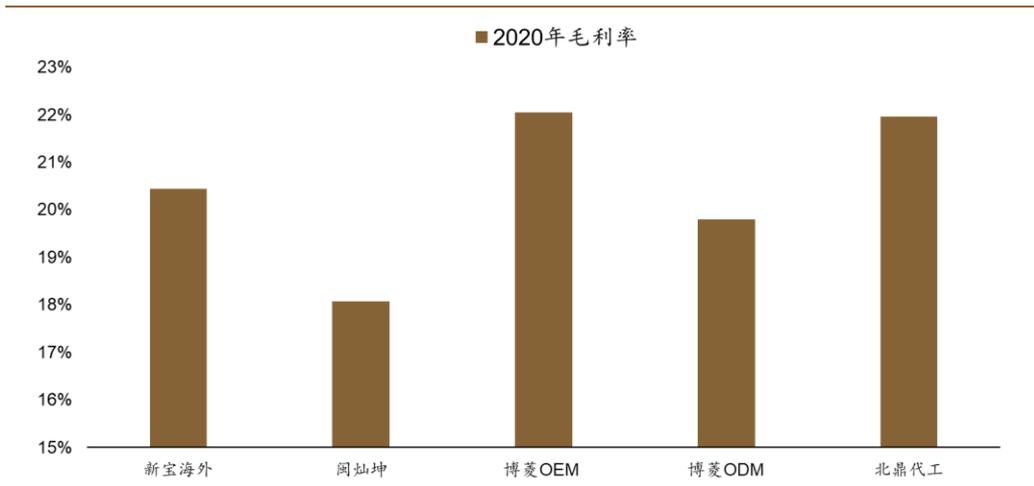
深耕海外市场十余年，出口龙头地位巩固。公司自成立初期便主攻以欧美为主的海外市场，目前已发展成为小家电出口龙头，产品销往全球 100 多个国家和地区。根据招股说明书显示，公司自 2012 年起便以 6.7 亿美元的出口额位居行业第一，且连续六年成为中国最大的电热水壶、电热咖啡机、搅拌机、多士炉四类产品的出口商。另根据中国机电产品进出口商会名单显示，公司入选了“十三五”中国十大厨房小家电出口企业、2020 年中国十大吸尘器出口企业。

公司作为海外出口龙头优势突出：

- **产品类型丰富，为客户提供一站式采购方案。**公司产品丰富，囊括电热水壶、咖啡机、面包机等十余类产品、拥有 2000 多个型号，能够满足客户一站式采购需求。
- **代工客户覆盖广泛，积累丰富的研发经验。**公司在代工业务中积累丰富的研发和制造经验，近年来公司研发投入金额占比及技术人员配置的比例稳步提振，2020 年公司研发投入金额 3.94 亿元，占收入比重达 2.99%，目前（截至 2021 年 7 月 4 日）公司专利总数超 4300 项。
- **供应链体系较为完善，快速响应客户需求。**公司拥有自主研制塑胶模具、五金模具、压铸模具和自我配套塑胶配件、电器配件、五金配件、压铸配件的能力及配套生产电机、电路板等核心零部件的能力，能够确保产品质量和交货期限。

海外盈利水平仍有提升空间。2020 年新宝股份海外业务毛利率达 20.44%，与其余主要可比公司相比仍有提升空间（北鼎股份代工业务：21.96%，博菱电器 OEM：22.04%）。近年来为持续优化海外业务结构，公司一方面通过调整产品型号及比重，优化订单结构（以 ODM 为主，OEM 为辅的产品规划策略），并提升高价值产品及向新产品线延伸；另一方面积极加大亚太、日本、中东非、南美等新兴市场的开拓力度，主动提出 ODM 产品匹配性投入。随着公司有效筛选海外订单，持续优化订单结构，海外盈利能力有望稳中向好。

图 20：2020 年新宝股份及可比公司毛利率水平



资料来源：wind，公司公告，德邦研究所

4. 投资建议

公司作为小家电 ODM 龙头，近年来内外销业务并重发展，已形成摩飞和东菱为主导的自主品牌矩阵，其中摩飞以差异化的打法迅速成为行业内爆款种草标杆，亦成为公司内销业务的重要增长驱动力。

内销市场：以摩飞为代表的自主品牌有望持续释能。近年来摩飞新品的成效日益逐步显现，对单一品类的依赖降低，产品结构已愈发均衡化。摩飞在巩固厨房电器优势的同时积极布局成长性更优的家居环境品类，凭借此前公司积累的丰富的家居品类 ODM 经验，未来自主品牌可布局拓展的品类池丰富，有望进一步打开内销业务的发展空间；

外销市场：公司出口龙头地位巩固，具备较强的上下游议价能力，能够及时有效应对原材料、汇率波动等，经营韧性日益显现。海外小家电市场空间广阔，公司行业地位稳定，有望保持稳健增长，且公司将稳步拓展出口品类布局、持续优化海外订单结构，料将推动海外盈利能力稳中向好。

我们预期海外业务可维持稳健增长（21 年受海外疫情影响预计仍可维持快增），内销业务在摩飞等自主品牌驱动下有望实现快速增长，我们预计 2021-2023 年公司营收分别为 160.12、183.81、208.48 亿元，同比分别增长 21.4%、14.8%、13.4%，预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 13.00、16.06、19.86 亿元，同比分别增长 16.2%、23.5%、23.7%，对应的 EPS 分别为 1.57、1.94、2.40 元，当前股价对应 2021-2023 年 PE 分别为 16.0x、12.9x、10.5x。主要可比公司 21 年和 22 年的平均 PE 分别约 28X 和 23X，公司的估值水平相对较低。基于公司稳定的出口 ODM 龙头地位及持续释放增长动能的自主品牌业务驱动，首次覆盖，给予“买入”评级。

图 21：公司收入拆分

单位: 百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
国外市场				
-收入	10,175	12,305	13,474	14,714
-同比		21%	10%	9%
-毛利率		19%	20%	20%
内销市场				
-收入	3,016	3,707	4,906	6,134
-同比		23%	32%	25%
-毛利率		30%	31%	32%
摩飞				
-收入	1,500	1,941	2,679	3,617
-同比		29%	38%	35%
-毛利率		40%	40%	40%
东菱				
-收入	300	297	377	445
-同比		-1%	27%	18%
-毛利率		31%	31%	31%
其他				
-收入	1,216	1,469	1,850	2,072
-同比		21%	26%	12%
-毛利率		18%	18%	18%
总收入				
-收入	13,191	16,012	18,381	20,848
-同比		21.4%	14.8%	13.4%
-毛利率		21.9%	22.8%	23.7%

资料来源：德邦研究所测算

图 22：可比公司估值分析

公司名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE (X)		
			2020A	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
苏泊尔	64.25	525	18.5	21.2	24.0	27.1	24.8	21.9	19.4
九阳股份	31.70	243	9.4	10.4	11.7	13.6	23.5	20.8	17.9
小熊电器	67.9	106	4.3	5.1	6.4	7.7	20.9	16.6	13.8
北鼎股份	24.7	54	1.0	1.3	1.7	2.2	40.8	30.9	24.5
平均							27.5	22.5	18.9
新宝股份	25.1	208	11.2	13.0	16.1	19.9	16.0	12.9	10.5

资料来源：wind，德邦研究所；备注：九阳股份、北鼎股份为德邦家电预测数据，其余为 wind 一致预期，收盘价为 2021 年 7 月 2 日

5. 风险提示

新品拓展不及预期，外贸摩擦加剧，汇率大幅波动，原材料价格大幅波动。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	1.35	1.57	1.94	2.40
每股净资产	7.30	8.88	10.82	13.22
每股经营现金流	3.04	1.95	2.78	3.11
每股股利	0.60	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	31.23	16.0	12.9	10.5
P/B	5.79	2.83	2.32	1.90
P/S	1.58	1.30	1.13	1.00
EV/EBITDA	16.74	8.87	7.02	5.10
股息率%	1.4%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	23.3%	21.9%	22.8%	23.7%
净利润率	8.5%	8.1%	8.7%	9.5%
净资产收益率	18.5%	17.7%	18.0%	18.2%
资产回报率	9.0%	9.1%	9.4%	9.9%
投资回报率	19.2%	16.6%	17.0%	17.3%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	44.6%	21.4%	14.8%	13.4%
EBIT 增长率	94.3%	1.6%	24.3%	24.1%
净利润增长率	62.7%	16.2%	23.5%	23.7%
偿债能力指标				
资产负债率	51.2%	48.3%	47.0%	44.8%
流动比率	1.4	1.5	1.5	1.6
速动比率	1.1	1.1	1.2	1.3
现金比率	0.7	0.7	0.8	0.9
经营效率指标				
应收帐款周转天数	48.8	45.6	45.7	46.2
存货周转天数	76.5	74.6	75.6	75.4
总资产周转率	1.1	1.1	1.1	1.0
固定资产周转率	5.7	5.6	5.6	5.6

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,118	1,300	1,606	1,986
少数股东损益	37	22	32	42
非现金支出	437	353	264	279
非经营收益	-146	7	-3	-7
营运资金变动	1,063	-74	398	275
经营活动现金流	2,510	1,609	2,298	2,575
资产	-919	-1,084	-829	-883
投资	313	0	0	0
其他	32	-7	3	7
投资活动现金流	-574	-1,091	-826	-876
债权募资	702	-99	0	0
股权募资	946	0	0	0
其他	-1,089	0	0	0
融资活动现金流	559	-99	0	0
现金净流量	2,354	419	1,472	1,699

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 2021 年 7 月 2 日

资料来源：公司年报 (2019-2020)，德邦研究所

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	13,191	16,012	18,381	20,848
营业成本	10,116	12,509	14,194	15,898
毛利率%	23.3%	21.9%	22.8%	23.7%
营业税金及附加	83	112	124	141
营业税金率%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	435	528	633	743
营业费用率%	3.3%	3.3%	3.4%	3.6%
管理费用	701	850	976	1,086
管理费用率%	5.3%	5.3%	5.3%	5.2%
研发费用	394	526	604	685
研发费用率%	3.0%	3.3%	3.3%	3.3%
EBIT	1,464	1,487	1,849	2,295
财务费用	237	-12	-6	-10
财务费用率%	1.8%	-0.1%	-0.0%	-0.0%
资产减值损失	-30	-4	-5	-5
投资收益	33	-7	3	7
营业利润	1,375	1,551	1,925	2,387
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	1,374	1,551	1,925	2,387
EBITDA	1,848	1,836	2,108	2,568
所得税	219	229	287	359
有效所得税率%	15.9%	14.8%	14.9%	15.0%
少数股东损益	37	22	32	42
归属母公司所有者净利润	1,118	1,300	1,606	1,986

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	4,285	4,705	6,177	7,876
应收账款及应收票据	1,786	2,032	2,329	2,673
存货	2,120	2,555	2,938	3,283
其它流动资产	749	775	793	815
流动资产合计	8,940	10,067	12,237	14,647
长期股权投资	99	99	99	99
固定资产	2,318	2,849	3,259	3,703
在建工程	356	464	566	671
无形资产	519	612	665	720
非流动资产合计	3,554	4,285	4,849	5,453
资产总计	12,495	14,352	17,086	20,100
短期借款	99	0	0	0
应付票据及应付账款	4,695	5,104	5,944	6,721
预收账款	0	179	187	184
其它流动负债	1,532	1,577	1,825	2,038
流动负债合计	6,326	6,861	7,957	8,943
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	66	66	66	66
非流动负债合计	66	66	66	66
负债总计	6,391	6,926	8,022	9,009
实收资本	827	827	827	827
普通股股东权益	6,038	7,337	8,943	10,929
少数股东权益	66	88	120	162
负债和所有者权益合计	12,495	14,352	17,086	20,100

信息披露

分析师与研究助理简介

谢丽媛，家电行业首席分析师。复旦大学金融硕士，中央财经大学经济学学士。2017年新财富入围团队成员，2017、2018年金牛奖团队成员。曾在天风证券和华安证券分别担任家电行业研究员和新消费行业负责人。见解独到的新生代新消费研究员，擅长通过历史复盘、产业验证等多方面为市场提供真正的增量价值。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现20%以上；
		增持	相对强于市场表现5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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客户。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。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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。