

新宝股份 (002705)

证券研究报告

2021年08月30日

外销需求旺盛利润承压，自主品牌增速放缓

事件：公司 2021 年上半年实现营业收入 66.44 亿元，同比+31.69%，19H1-21H1 CAGR+28.19%；归母净利润 3.14 亿元，同比-27.04%，19H1-21H1 CAGR 为+14.34%。公司 2021 年 Q2 实现营业收入 34.34 亿元，同比+11.17%，19Q2-21Q2 CAGR+26.00%；归母净利润 1.44 亿，同比-52.96%，19Q2-21Q2 CAGR-2.47%。

外销需求旺盛，自主品牌增速承压

分地区看：21H1 公司外销营收为 51.48 亿元，同比+43.35%，吸尘器、空气清新机增幅较大，外销需求依然旺盛；内销为 14.96 亿元，同比+2.88%；刀具消毒机表现亮眼。**分品牌看：**21H1 摩飞实现营收 7.7 亿元左右，同比近+10%，东菱实现营收 1 亿元左右，同比近-40%；21Q2 摩飞营收 3.1 亿元，同比-26.19%，东菱营收 0.46 亿元，同比-54%。根据生意参谋数据，摩飞 21H1 厨房电器 GMV 同比-39%，生活电器同比+13%；Q2 摩飞厨房电器 GMV 同比-41%，生活电器 GMV 同比-38%。Q2 由于去年同期厨小电行业高基数影响，整体需求有所放缓，公司内销增速承压，预计下半年有望推出多款新品，助力内销营收增长。

原材料价格上涨，外销利润下降

利润端：公司 21H1 毛利率为 17.73%，同比-8.23pct，归母净利率为 4.73%，同比-3.81pct；其中 21Q2 毛利率为 16.51%，同比-10.89%，归母净利率为 4.18%，同比-5.74%。公司盈利能力下降主要系上半年原材料大宗商品价格增长所致。**费用端：**公司 21H1 销售、管理、研发、财务费用率分别为 3.3%、5.16%、2.89%、0.41%，同比-2.38、-0.16、-0.27、+0.59pct；其中 21Q2 销售、管理、研发、财务费用率分别为 3.26%、4.58%、3.17%、0.87%，同比-2.58、-0.63、-0.18、+0.92pct。销售费用率下降主要系新收入准则中将报关费运费等支出计入营业成本所致；财务费用率上升主要受人民币兑美元汇率波动影响。

周转天数上升，经营现金流减少

资产负债表：公司 21H1 存货为 26.68 亿元，同比+78.31%，主要由原材料和库存商品增加所致。21H1 公司应收账款&票据为 15.37 亿元，同比+16.53%；应付账款&票据为 43.9 亿元，同比+55.3%，主要系公司外销订单增长带来采购增加所致。

现金流：公司 21H1 经营活动产生的现金流净额为-3.15 亿元，同比-146.17%，主要系经营性应付项目减少 6.3 亿元（20H1 增加 3.44 亿元）所致。

投资建议

公司外销增长迅速，海外家电需求在疫情缓解后可能回落，但由于各项成本上升，代工订单可能向头部代工企业集中，公司海外订单景气度可能持续。尽管短期成本有压力，利润水平承压，从中长期看有利于巩固海外 OEM 客户的关系，后续若成本回落，利润端有望得以修复。另一方面，公司自主品牌收入在“产品+内容”双轮驱动模式下仍有望继续提升。摩飞定位综合小家电品牌，除前期强势的厨房类小家电，后续亦可能在清洁电器、生活电器等品类上突破。我们预计 21-23 年净利润为 8.9、12.9、15.4 亿元，当前股价对应 21-23 年动态估值为 19.9x、13.8x、11.6x，维持“买入”评级。

风险提示：内销新品销售不及预期，原材料成本上行风险，汇率波动风险。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	9,124.53	13,191.05	15,303.00	16,993.33	18,469.09
增长率(%)	8.06	44.57	16.01	11.05	8.68
EBITDA(百万元)	1,434.20	2,398.28	1,544.02	2,012.57	2,324.26
净利润(百万元)	687.34	1,118.50	893.35	1,291.70	1,542.37
增长率(%)	36.73	62.73	(20.13)	44.59	19.41
EPS(元/股)	0.83	1.35	1.08	1.56	1.87
市盈率(P/E)	25.91	15.92	19.93	13.79	11.55
市净率(P/B)	4.14	2.95	2.75	2.50	2.25
市销率(P/S)	1.95	1.35	1.16	1.05	0.96
EV/EBITDA	7.67	12.69	8.60	5.86	4.80

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	家用电器/白色家电
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	21.54 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	826.73
流通 A 股股本(百万股)	822.60
A 股总市值(百万元)	17,807.72
流通 A 股市值(百万元)	17,718.90
每股净资产(元)	7.08
资产负债率(%)	51.50
一年内最高/最低(元)	57.95/19.80

作者

孙谦 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521050004
sunqiana@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

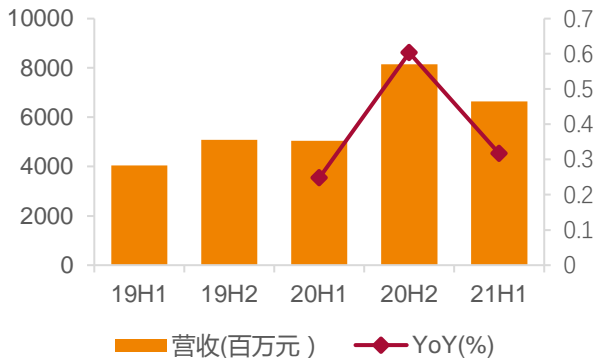
相关报告

- 《新宝股份-公司点评:外销业务大幅增长，原材料上涨影响利润》2021-08-02
- 《新宝股份-公司点评:外销业务表现优异，整体业绩符合预期》2021-03-07
- 《新宝股份-公司点评:外销收入表现超预期，产品盈利能力增强》2021-01-24

事件

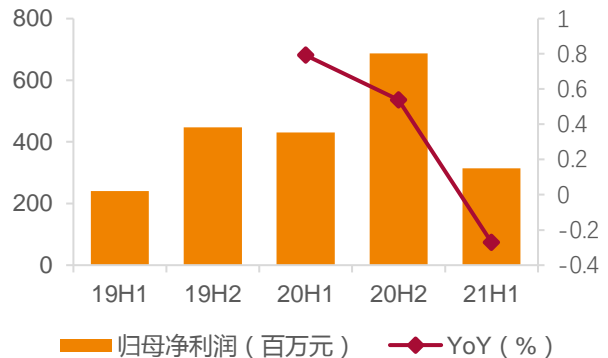
公司 2021 年上半年实现营业收入 66.44 亿元,同比+31.69%,19H1-21H1 CAGR+28.19%;归母净利润 3.14 亿元,同比-27.04%,19H1-21H1 CAGR 为+14.34%。公司 2021 年 Q2 实现营业收入 34.34 亿元,同比+11.17%,19Q2-21Q2 CAGR+26.00%;归母净利润 1.44 亿,同比-52.96%,19Q2-21Q2 CAGR-2.47%。

图 1: 19-21H1 公司营收变化情况



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 2: 19-21H1 公司归母净利润变化情况



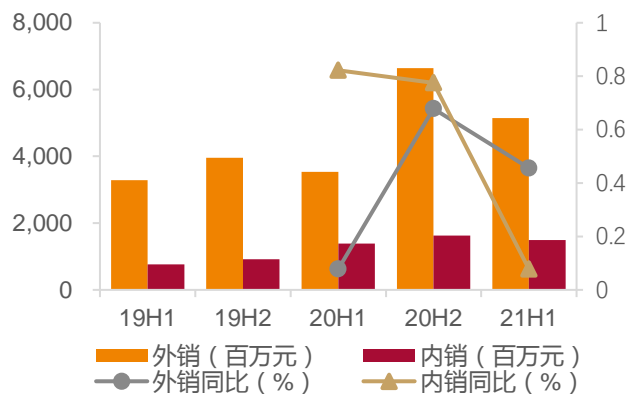
资料来源: Wind, 天风证券研究所

外销需求旺盛，自主品牌增速承压

分地区看: 21H1 公司外销营收为 51.48 亿元,同比+43.35%,内销为 14.96 亿元,同比+2.88%;外销需求依然旺盛。外销主要品类中,增长主要由吸尘器、空气清新机等品类带动。吸尘器产品收入较去年同期增加 1.85 亿元,空气清新机产品收入较去年同期增加 0.81 亿元。内销产品中,刀具消毒机表现亮眼,收入较去年同期增加 0.29 亿元。

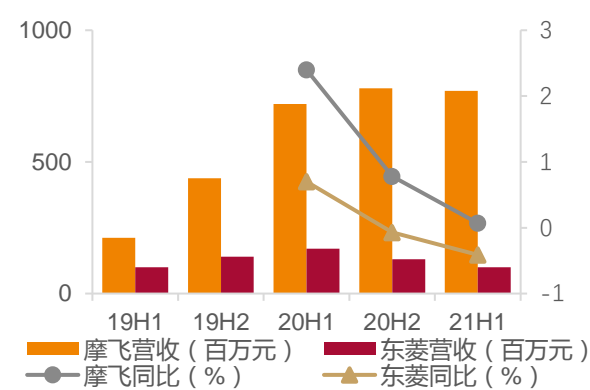
分品牌看: 21H1 摩飞实现营收 7.7 亿元左右,同比近+10%,东菱实现营收 1 亿元左右,同比近-40%;21Q2 摩飞营收 3.1 亿元,同比-26.19%,东菱营收 0.46 亿元,同比-54%。根据生意参谋数据,摩飞 21H1 厨房电器 GMV 同比-39%,生活电器同比+13%;Q2 摩飞厨房电器 GMV 同比-41%,生活电器 GMV 同比-38%。Q2 由于去年同期厨小电行业高基数影响,整体需求有所放缓,公司内销增速承压,预计下半年有望推出多款新品,助力内销营收增长。

图 3：19-21H1 公司内外销变化情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：19-21H1 公司品牌营收情况

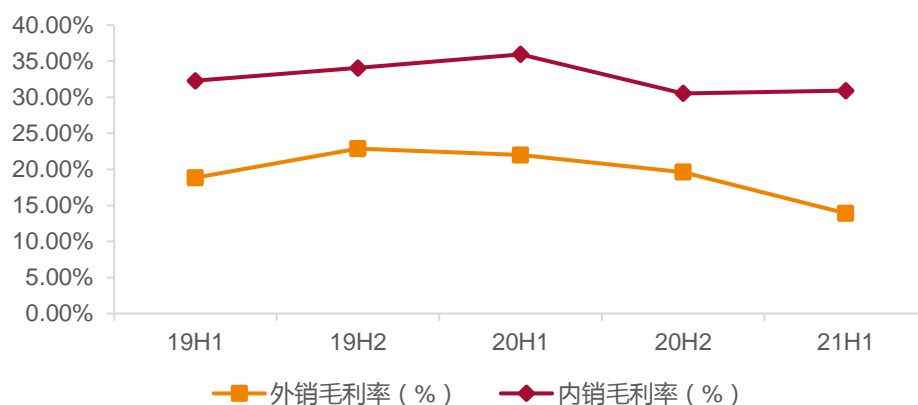


资料来源：公司公告，天风证券研究所

原材料价格上涨，外销利润下降

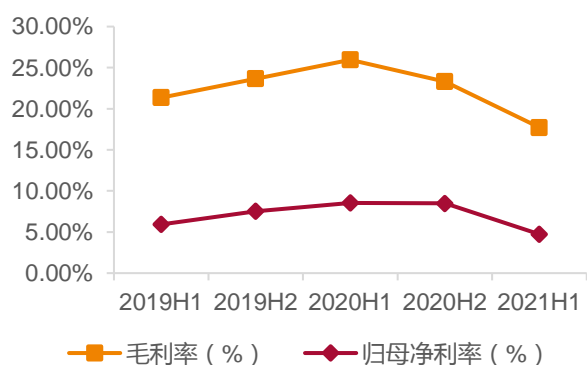
利润端：公司 21H1 毛利率为 17.73%，同比-8.23pct，归母净利率为 4.73%，同比-3.81pct；其中 21Q2 毛利率为 16.51%，同比-10.89%，归母净利率为 4.18%，同比-5.74%。公司盈利能力下降主要系上半年原材料大宗商品价格增长所导致。

图 5：19-21H1 公司内外销毛利率变化情况



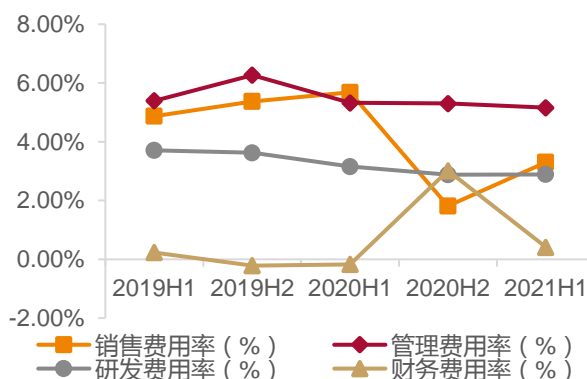
资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

图 6：19-21H1 公司利润率变化情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：19-21H1 公司费用率变化情况



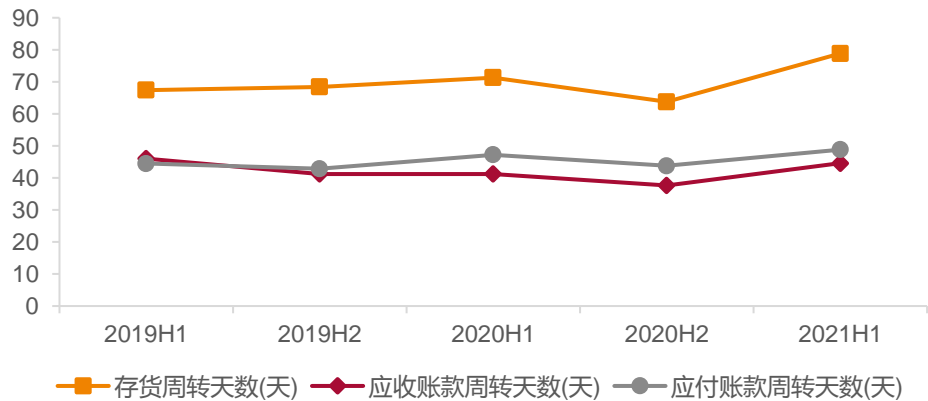
资料来源：Wind，天风证券研究所

费用端: 公司 21H1 销售、管理、研发、财务费用率分别为 3.3%、5.16%、2.89%、0.41%，同比-2.38、-0.16、-0.27、+0.59pct；其中 21Q2 销售、管理、研发、财务费用率分别为 3.26%、4.58%、3.17%、0.87%，同比-2.58、-0.63、-0.18、+0.92pct。销售费用率下降主要系新收入准则中将报关费运费等支出由销售费用计入营业成本所致；财务费用率上升主要受人民币兑美元汇率波动影响，其中“汇兑损益”较去年同期增加 0.45 亿元。

周转天数上升，经营现金流减少

资产负债表: 公司 21H1 存货为 26.68 亿元，同比+78.31%，主要由于原材料和库存商品同比+68.6%和+131.8%所致。21H1 公司应收账款&票据为 15.37 亿元，同比+16.53%；应付账款&票据为 43.9 亿元，同比+55.3%，应付账款&票据增长主要系公司外销订单增长带来采购增加所致。公司 2021 年 H1 存货、应收账款、应付账款周转天数分别为 78.84、44.56、48.82 天，同比+7.52/+3.31/+1.58 天。

图 8: 19-21H1 公司运营能力情况



资料来源: Wind, 天风证券研究所

现金流: 公司 21H1 经营活动产生的现金流净额为-3.15 亿元，同比-146.17%，主要系经营性应付项目减少 6.3 亿元（20H1 增加 3.44 亿元）所致。

投资建议

公司外销增长迅速，海外家电需求在疫情缓解后可能回落，但由于各项成本上升，代工订单可能向头部代工企业集中，公司海外订单景气度可能持续。尽管短期成本有压力，利润水平承压，从中长期看有利于巩固海外 OEM 客户的关系，后续若成本回落，利润端有望得以修复。另一方面，公司自主品牌收入在“产品+内容”双轮驱动模式下仍有望继续提升。摩飞定位综合小家电品牌，除前期强势的厨房类小家电，后续亦可能在清洁电器、生活电器等品类上突破。我们预计 21-23 年净利润为 8.9、12.9、15.4 亿元，当前股价对应 21-23 年动态估值为 19.9x、13.8x、11.6x，维持“买入”评级。

风险提示: 内销新品销售不及预期，原材料成本上行风险，汇率波动风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,836.12	4,285.28	4,248.03	5,706.77	6,509.17
应收票据及应收账款	993.20	1,785.95	1,730.39	2,102.05	1,998.04
预付账款	30.06	71.10	33.30	79.73	47.25
存货	1,463.76	2,119.72	2,211.60	2,489.38	2,789.64
其他	839.93	678.29	1,012.54	986.95	946.41
流动资产合计	5,163.08	8,940.34	9,235.86	11,364.87	12,290.51
长期股权投资	67.36	98.85	98.85	98.85	98.85
固定资产	1,941.16	2,318.00	2,133.15	1,891.76	1,601.11
在建工程	252.70	356.02	249.61	197.77	148.66
无形资产	527.28	519.12	496.97	474.82	452.67
其他	199.09	262.45	174.24	173.82	183.58
非流动资产合计	2,987.59	3,554.43	3,152.81	2,837.01	2,484.87
资产总计	8,150.67	12,494.77	12,388.67	14,201.88	14,775.38
短期借款	143.36	98.56	150.00	150.00	150.00
应付票据及应付账款	2,508.62	4,695.29	3,838.69	5,200.82	4,616.00
其他	916.78	1,531.69	1,598.17	1,386.25	1,769.10
流动负债合计	3,568.75	6,325.55	5,586.85	6,737.07	6,535.10
长期借款	200.00	0.00	200.00	200.00	200.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	54.06	65.89	40.00	53.32	53.07
非流动负债合计	254.06	65.89	240.00	253.32	253.07
负债合计	3,822.82	6,391.43	5,826.86	6,990.39	6,788.17
少数股东权益	28.61	65.77	81.82	85.64	90.18
股本	801.47	826.73	826.73	826.73	826.73
资本公积	1,139.19	2,054.64	2,054.64	2,054.64	2,054.64
留存收益	3,493.23	5,206.59	5,653.26	6,299.12	7,070.30
其他	(1,134.66)	(2,050.40)	(2,054.64)	(2,054.64)	(2,054.64)
股东权益合计	4,327.85	6,103.33	6,561.81	7,211.49	7,987.21
负债和股东权益总计	8,150.67	12,494.77	12,388.67	14,201.88	14,775.38

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	688.49	1,155.68	893.35	1,291.70	1,542.37
折旧摊销	369.24	384.37	373.41	395.38	411.90
财务费用	11.38	15.71	114.30	84.97	92.35
投资损失	24.76	(33.28)	(118.40)	0.00	0.00
营运资金变动	416.36	1,553.88	(660.18)	527.51	(491.24)
其它	(65.97)	(566.41)	(25.54)	3.89	4.64
经营活动现金流	1,444.26	2,509.96	576.94	2,303.45	1,560.02
资本支出	531.79	846.31	85.88	66.69	50.25
长期投资	(0.06)	31.48	0.00	0.00	0.00
其他	(1,699.14)	(1,451.55)	(252.11)	(202.74)	26.14
投资活动现金流	(1,167.41)	(573.75)	(166.23)	(136.05)	76.39
债权融资	343.36	298.56	416.67	438.89	468.52
股权融资	(8.86)	703.27	(118.55)	(84.97)	(92.35)
其他	(635.24)	(443.22)	(746.08)	(1,062.58)	(1,210.18)
筹资活动现金流	(300.75)	558.61	(447.96)	(708.66)	(834.01)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	1.00	2.00
现金净增加额	(23.90)	2,494.81	(37.25)	1,459.74	804.40

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	9,124.53	13,191.05	15,303.00	16,993.33	18,469.09
营业成本	6,965.15	10,115.67	12,231.98	12,956.05	13,973.87
营业税金及附加	65.04	82.65	85.32	101.96	110.81
营业费用	470.26	434.66	617.56	832.67	886.52
管理费用	536.57	700.59	814.52	900.65	960.39
研发费用	334.33	393.77	451.88	475.81	517.13
财务费用	(1.58)	237.15	114.30	84.97	92.35
资产减值损失	(12.19)	(29.60)	7.09	110.00	110.00
公允价值变动收益	24.82	123.26	(42.44)	0.00	0.00
投资净收益	(24.76)	33.28	118.40	1.00	2.00
其他	(17.46)	(275.31)	(178.54)	(1.00)	(2.00)
营业利润	784.36	1,374.93	1,082.93	1,531.22	1,818.02
营业外收入	17.67	17.98	9.94	2.00	2.00
营业外支出	6.78	18.67	6.24	9.00	0.00
利润总额	795.25	1,374.24	1,086.63	1,524.22	1,820.02
所得税	106.76	218.56	176.38	228.63	273.00
净利润	688.49	1,155.68	910.25	1,295.59	1,547.01
少数股东损益	1.15	37.19	16.90	3.89	4.64
归属于母公司净利润	687.34	1,118.50	893.35	1,291.70	1,542.37
每股收益(元)	0.83	1.35	1.08	1.56	1.87

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	8.06%	44.57%	16.01%	11.05%	8.68%
营业利润	33.65%	75.29%	-21.24%	41.40%	18.73%
归属于母公司净利润	36.73%	62.73%	-20.13%	44.59%	19.41%
获利能力					
毛利率	23.67%	23.31%	20.07%	23.76%	24.34%
净利率	7.53%	8.48%	5.84%	7.60%	8.35%
ROE	15.99%	18.53%	13.79%	18.13%	19.53%
ROIC	30.48%	65.10%	65.48%	70.23%	145.01%
偿债能力					
资产负债率	46.90%	51.15%	47.03%	49.22%	45.94%
净负债率	-34.49%	-65.32%	-58.39%	-73.05%	-75.63%
流动比率	1.45	1.41	1.65	1.69	1.88
速动比率	1.04	1.08	1.26	1.32	1.45
营运能力					
应收账款周转率	8.47	9.49	8.70	8.87	9.01
存货周转率	6.89	7.36	7.07	7.23	7.00
总资产周转率	1.19	1.28	1.23	1.28	1.27
每股指标(元)					
每股收益	0.83	1.35	1.08	1.56	1.87
每股经营现金流	1.75	3.04	0.70	2.79	1.89
每股净资产	5.20	7.30	7.84	8.62	9.55
估值比率					
市盈率	25.91	15.92	19.93	13.79	11.55
市净率	4.14	2.95	2.75	2.50	2.25
EV/EBITDA	7.67	12.69	8.60	5.86	4.80
EV/EBIT	10.00	14.89	11.35	7.30	5.83

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

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

一般声明

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

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

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

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

特别声明

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

投资评级声明

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

天风证券研究

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