

新宝股份 (002705.SZ) 买入 (首次评级)

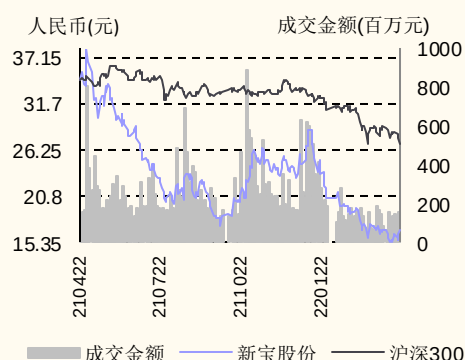
公司研究

市场价格 (人民币): 16.88 元

目标价格 (人民币): 21.00 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	8.27
已上市流通 A 股(亿股)	8.23
总市值(亿元)	139.55
年内股价最高最低(元)	38.18/15.35
沪深 300 指数	3996
深证成指	11084



内外并重，创意摩飞引领品牌业务发展

公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	9,125	13,191	14,912	15,471	17,049
营业收入增长率	8.06%	44.57%	13.05%	3.75%	10.20%
归母净利润(百万元)	687	1,118	792	999	1,219
归母净利润增长率	36.73%	62.73%	-29.15%	26.06%	22.00%
摊薄每股收益(元)	0.858	1.396	0.959	1.208	1.474
每股经营性现金流净额	1.80	3.13	0.73	1.82	2.51
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.99%	18.53%	12.50%	14.15%	15.72%
P/E	19.23	30.27	17.61	13.97	11.45
P/B	3.07	5.61	2.20	1.98	1.80

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **小家电出口龙头，内销品牌培育获效：**公司是国内知名小家电出口龙头企业之一，近年来加强内销品牌业务布局，其中独家代理的海外品牌摩飞凭借创新优质产品+内容种草营销迅速突围，2018 年-2021 年收入规模以 125% 的复合增速扩张至 16.6 亿元，推动内销业务成为公司增长的主要驱动力。
- **内销：品牌业务恢复增长，摩飞新品有望持续落地。**21 年厨房小家电行业景气度较弱，21Q2 摩飞受景气度及基数影响有所下滑 (-19%)，但 21Q3 开始已逐步恢复增长态势 (21Q3+5%，21Q4+18%)。摩飞品牌凭借公司在 ODM 业务积累的丰富经验可选拓展产品较为充足。近年来摩飞品牌收入结构愈发平衡 (多功能锅与榨汁杯收入贡献降低至 40%)，2022 年预计品牌上新将进一步加速，巩固厨房电器优势同时将积极布局家居环境等品类，进一步打开内销成长空间 (预计 22/23 年摩飞品牌收入增速为 27% 和 23%)。
- **外销：年内利润修复可期，长期有望稳健增长。**海外小家电市场广阔，短期受出口基数影响或有所承压，长期公司出口龙头地位巩固，未来有望保持稳健增长 (预计 22/23 年外销收入增速分别-1% 和 +8%)。利润端来看，原材料对外销业务盈利影响明显，但前期调价效果已逐步显现，21Q3 开始利润降幅有所收窄，预计 22 年内盈利稳步修复。长期来看公司持续优化海外订单结构，有望推动海外盈利能力稳中向好 (预计 22/23 年外销毛利率分别为 15.8% 和 16.8%，分别提振 1.5/1.0pct)。
- **投资建议&盈利预测**
公司已发布 2021 年业绩快报，实现收入约 149.12 亿元，同比+13.05%，归母净利润约 7.92 亿元，同比-29.15%。我们预计 2021-2023 年公司营业总收入分别为 149.12、154.71、170.49 亿元，同比分别增长 13.05%、3.75%、10.20%，预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 7.92、9.99、12.19 亿元，同比分别-29.15%、+26.06%、+22.00%。当前股价对应 2021-2023 年 PE 分别为 18x、14x、11x。我们选取北鼎股份等主要小家电企业作为可比公司，2022 年主要可比公司 PE 均值为 17x，给予公司 2022 年 17 倍估值，对应目标价 21.0 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示**
新品拓展不及预期，外贸摩擦加剧风险，汇率大幅波动风险，原材料价格大幅上涨风险，摩飞国内授权终止或不续约风险。

谢丽媛 分析师 SAC 执业编号: S1130521120003
xieliyuan@gjzq.com.cn

贺虹萍 分析师 SAC 执业编号: S1130522010004
hehongping@gjzq.com.cn

邓颖 联系人
dengying@gjzq.com.cn

内容目录

1. 内外并举，致力成为全球知名小家电企业	3
2. 摩飞恢复双位增长，新品有望持续落地	4
2.1 摩飞布局日益完善，新品表现值得期待	4
2.2 摩飞成功经验探究，全链路优势突出	5
3. 出口小家电龙头，未来有望稳健增长	6
4. 非公开项目巩固竞争优势	8
5. 盈利预测及投资建议	8
6. 风险提示	10

图表目录

图表 1: 2014-2021 年公司营业总收入及同比	3
图表 2: 2014-2021 年公司归母净利润及同比	3
图表 3: 2014-2021 年公司分地区收入（亿元）	3
图表 4: 2018-2021 年公司内销分品牌收入及内销占比	3
图表 5: 19Q1-21Q4 公司摩飞品牌收入及同比增速	4
图表 6: 2021 年摩飞品牌新品概览	4
图表 7: 线上电热水壶摩飞品牌销售额份额	5
图表 8: 线上电热水壶销售额前十品牌均价	5
图表 9: 2022 年摩飞已推出洗地机、即热茶饮机等多款新品	5
图表 10: 我国家用电器出口额（亿美元）及同比	6
图表 11: 我国厨房小家电和吸尘器出口额同比	6
图表 12: 2016-2021 全球（除中国）小家电细分品类零售额规模（亿美元）	7
图表 13: 19Q3-22Q1 主要原材料期货结算价（元/吨）	7
图表 14: 家电主要原材料价格增速于 21Q2 达到高峰	7
图表 15: 20Q1-21Q3 公司毛利率走势	8
图表 16: 19Q1-21Q4 公司净利率走势	8
图表 17: 2020 年非公开发行股票募集资金承诺投资项目（万元）	8
图表 18: 公司盈利预测拆分	9
图表 19: 主要可比公司估值表	10

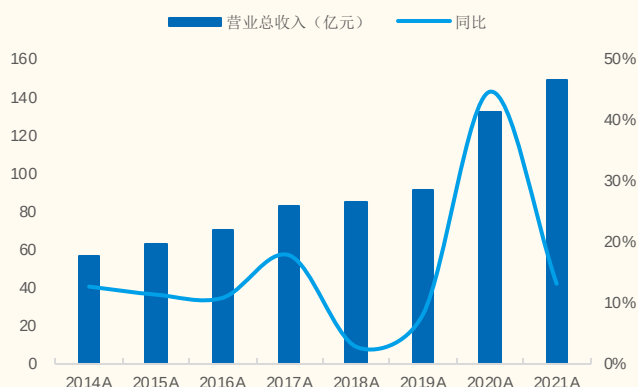
1. 内外并举，致力成为全球知名小家电企业

小家电出口龙头企业，内销品牌业务崛起。新宝股份成立于 1995 年，产品主要覆盖西式厨房小家电、家居护理电器、婴儿电器、个护美容电器等。公司在发展初期便深耕海外市场，为海外知名品牌商提供代工业务（OEM/ODM 模式），目前已成长为国内小家电出口龙头企业。2017 年公司提出内外并举战略，并成立品牌发展事业部，进一步加速推动内销业务发展，培育以摩飞、东菱为主的品牌矩阵，其中摩飞（公司独家代理的海外品牌）凭借创新产品与内容营销种草成长为小家电爆款标杆，推动内销业务成为公司增长的重要驱动力。

五年复合表现优异，摩飞品牌推动内销收入贡献提升至 22%。2016 年-2021 年期间公司营业总收入以 16.4% 的复合增速增长至 149.12 亿元，归母净利润以 13.0% 的复合增速增长至 7.92 亿元。分地区来看，在摩飞品牌驱动下公司内销业务表现优异（五年复合增速 32%），推动内销业务收入占比提升至 22%，其中 21 年摩飞品牌贡献占公司总营收比重超 11%。

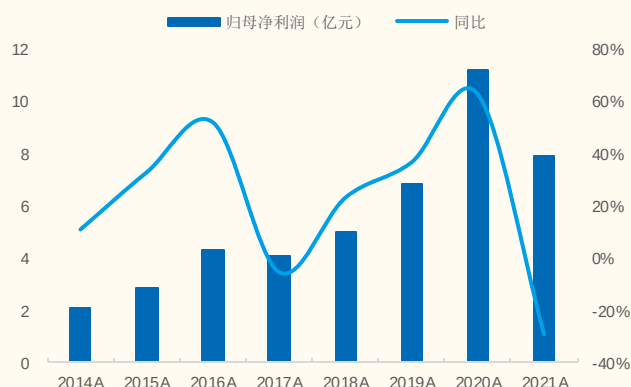
短期原材料价格影响盈利承压，长期品牌业务驱动盈利结构改善逻辑不变。根据公司 2021 年度业绩快报，2021 年公司净利率水平约 5.31%，同比-3.2pct，主要系受原材料价格影响。长期来看，以摩飞为主的品牌业务有望依托公司丰富的研发制造经验持续在内销市场落地创新优质产品，推动盈利水平更高的品牌业务占比提升，带动公司整体盈利结构优化。

图表 1：2014-2021 年公司营业总收入及同比



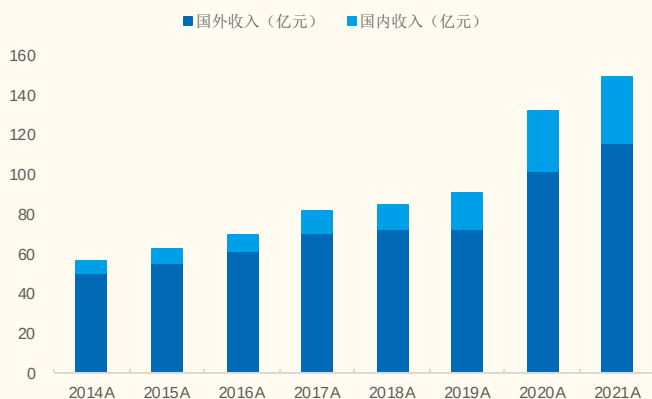
来源：公司公告，国金证券研究所；备注：2021 年来源于业绩快报，下同

图表 2：2014-2021 年公司归母净利润及同比



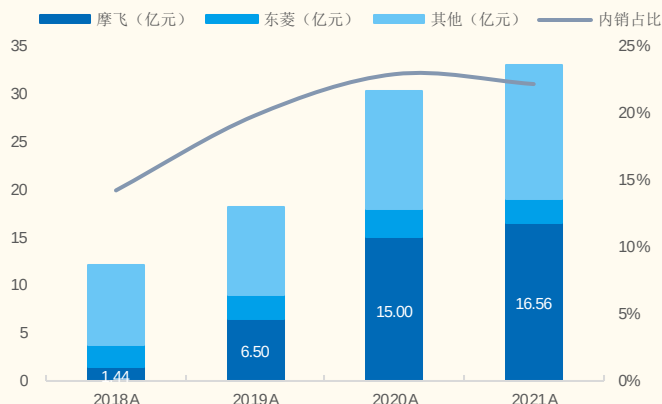
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 3：2014-2021 年公司分地区收入（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 4：2018-2021 年公司内销分品牌收入及内销占比



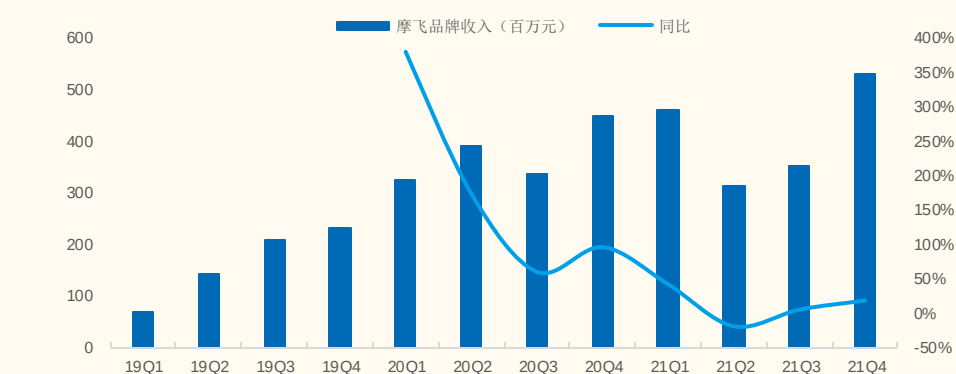
来源：公司公告，国金证券研究所

2. 摩飞恢复双位增长，新品有望持续落地

2.1 摩飞布局日益完善，新品表现值得期待

摩飞规模快速扩张，21Q4 恢复双位增长。摩飞是英国高端小家电品牌，在国内市场由公司独家代理。2017 年新宝股份与摩飞签订长期的品牌战略合作协议，公司成为摩飞在中国市场的唯一品牌授权代理商，负责国内市场产品的研发、生产、销售等全环节运作。在公司深耕细作下，摩飞凭借创新产品与内容营销下打造出多功能锅、便携榨汁杯等爆款，目前在国内小家电中高端市场中获得消费者的认可。21 年内销业务中摩飞品牌预计实现收入 16.6 亿元，同比增长约 10%，其中 21Q4 收入增长约 18%，较 Q2/Q3 重回双位数增长。

图表 5：19Q1-21Q4 公司摩飞品牌收入及同比增速



来源：公司公告，国金证券研究所

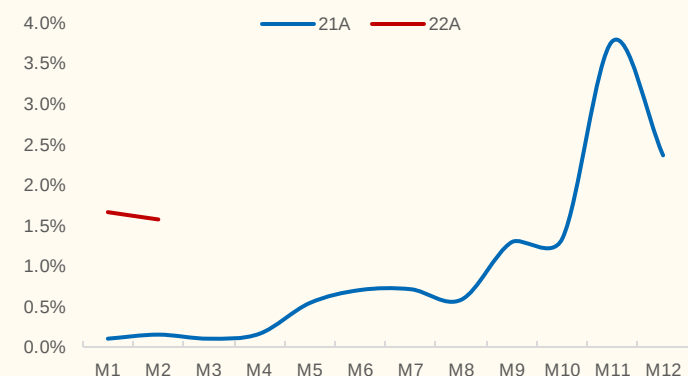
摩飞新品拓展渐获成效，刀具砧板消毒机、电热水壶等颇受青睐。2021 年摩飞加快新品上新节奏，根据摩飞官方微信公众号显示，21 年摩飞陆续推出电饼铛、挂烫机等 20 款新品，其中刀具砧板消毒机、电热水壶等产品颇受消费者青睐。随着摩飞产品的逐步丰富，对前期爆款的依赖有所降低，根据公司公告的投资者关系活动显示，2021 年多功能锅与榨汁杯收入贡献降低至 40% 左右（2020 年预计 50%~60% 左右），刀具砧板消毒机、水壶、食物处理器等占比均各 10% 左右。

图表 6：2021 年摩飞品牌新品概览

21年1月					21年8月				
21年2月						电热水壶	真空保鲜机		
21年3月									
	刀具砧板消毒机	电饼铛	养生锅						
21年4月					21年9月				
	气泡原汁机	气泡果汁机	无线套娃绞肉机			多功能烤箱	无线除螨仪	新一代多功能锅	多功能升降锅
21年5月					21年10月				
	蒸汽挂烫机					迷你养生壶	空气净化器	有雾加湿器	蒸汽拖把
21年6月					21年11月				
						折叠晾衣架			
21年7月					21年12月				
	破壁料理机					取暖器			

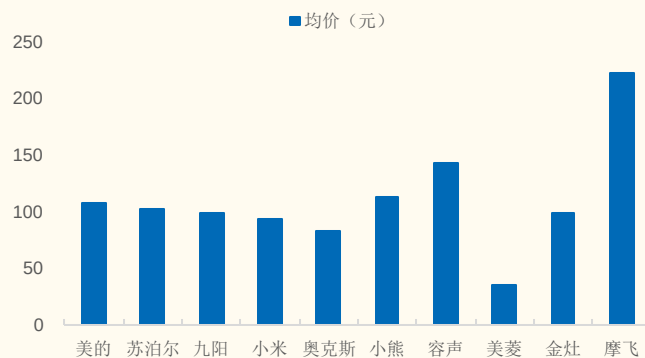
来源：摩飞官方微信公众号，国金证券研究所

图表 7：线上电热水壶摩飞品牌销售额份额



来源：奥维云网，国金证券研究所

图表 8：线上电热水壶销售额前十品牌均价



来源：奥维云网，国金证券研究所；备注：2022 年 1-2 月均价

摩飞依托新宝研发与制造优势，持续落地更多厨房、清洁新品。新宝股份品类覆盖丰富，拥有 2000 多个型号产品，在为海外品牌商提供代工过程中积累了丰富的研发与制造经验。根据中国机电产品进出口商会百强名单显示，公司不仅入选“十三五”中国十大厨房小家电出口企业，亦是入选 2020 年中国十大吸尘器出口企业。摩飞依托新宝股份的研发制造优势有望在内销市场落地更多优质创新产品，今年以来摩飞品牌已推出洗地机、即热茶饮机等六款新品，预计全年摩飞推新数量会超过 21 年，方向上主要聚焦于厨房小家电与清洁家居电器，品牌全年表现值得期待。

图表 9：2022 年摩飞已推出洗地机、即热茶饮机等多款新品

 智能洗地机MR3300 2022/2/21 2599元 轻奢扫拖洗 水尘环流洁净技术	 即热式茶饮机MR6087 2022/3/3 769元 饮水泡茶2合一 3秒速热	 食材净化机MR2061 2022/3/11 739元 杀菌消毒 荤素分类 热风烘干 3in1
 便携运动果汁杯MR9802 2022/3/15 299元 搅拌/直饮双杯盖 首创果汁补水2in1	 便携电风扇MR3700 2022/3/30 459元 无线续航 直流变频 自然柔风	 破壁豆浆机MR8200 2022/4/2 479元 一机二用 破壁机/养生壶随心切换

来源：摩飞官方微信公众号，天猫 APP，国金证券研究所

2.2 摩飞成功经验探究，全链路优势突出

摩飞成功经验探究，新宝股份多维度支撑。2018-2021 年摩飞以 125% 的复合增速从 1.4 亿元的规模快速扩张至约 16.6 亿元，打造出多功能锅（18Q4）与便携榨汁杯（19Q1）等爆款产品，且近年来摩飞产品布局愈发丰富，品牌收入结构亦愈加均衡。回顾摩飞的成功经验，主要系以创新性优质产品+内容种草营销实现突围，更深层次我们认为离不开新宝股份的多维度的支撑。

1) 深度洞察消费痛点，持续落地差异化创新优质产品

摩飞深挖消费者痛点，寻求以差异化创新突破。早期摩飞积极借助天猫消费者数据赋能，挖掘出消费者多功能与便携式需求，打造出多功能锅与便携榨汁杯等爆款产品。以榨汁杯为例，摩飞摇摇杯推出之前，市场上主要产品以带有明显电机的榨汁机为主，摩飞挖掘便携需求后创新推出摇摇杯，将榨汁机的马达、刀片等部件做成小模块与杯盖融为一体，以高颜值与便携属性获得青睐。

2) 抓住内容渠道成长红利，投放小红书、微信等多平台

初期摩飞在微商渠道运营随行杯产品，随着对新消费趋势的理解加深，品牌在妈妈网、下厨房、小红书、微信等多内容平台进行内容种草，抓住了这部分内容渠道的成长红利。

3) 战略重视，新宝股份多维度支撑

尽管目前内销业务贡献不及外销，但公司高度重视内销业务，由公司总裁兼任国内品牌事业部的总经理，并在战略上将内销地位提升至与外销业务并重。此外公司为以摩飞为主的品牌业务提供多维度的支撑：

研发端：持续加码研发投入，公司积累了丰富的为海外品牌商研发设计经验，有望保障持续输出创新产品；

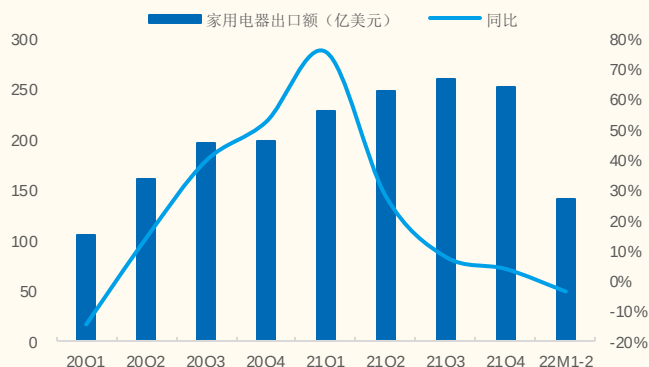
制造端：公司供应链套系完善，具备柔性化的生产管理模式，具备在较短时间内快速响应大量需求的能力；

组织管理端：品牌业务采取产品经理+内容经理双驱动模式，其中产品经理：负责捕捉市场需求，进行产品的策划、定义、机会的挖掘和项目的确立；内容经理：负责产品内容的策划，逐步分期推进。此外公司注重人员激励，2019年落实对摩飞核心团队股权激励，公司逐步将摩飞品牌业务运营转移至广东摩飞科技有限公司，其中摩飞核心团队组建的佛山市顺德区宣丰商贸有限公司持有摩飞科技20%股权，亦进一步绑定摩飞团队与公司的利益，有效调动员工积极性。

3. 出口小家电龙头，未来有望稳健增长

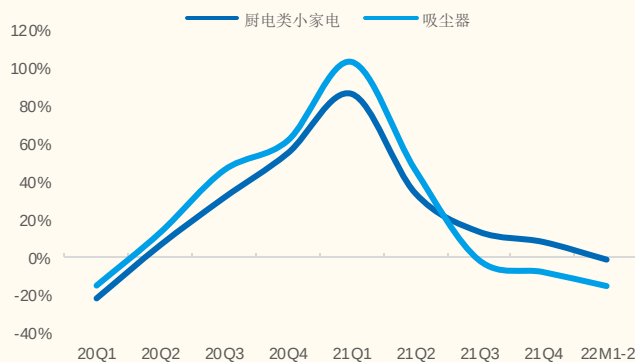
短期：基数压力，家电行业出口略显承压。受益于海外旺盛需求及供应链内移的优势，2020H2-2021H1期间家电出口金额明显增长。21H2以来受高基数及海外补贴退出、海运紧张等多因素影响出口增速有所放缓，海关总署数据显示21Q3/21Q4/22M1-2我国家电出口金额（美元口径）同比分别+7.8%、+3.8%和-3.6%。具体来看，22年1-2月主要厨房小家电同比下滑1.4%，吸尘器则同比下滑15.3%，预计随着基数压力渐缓及海运紧张预期缓解下半年家电出口或将有所好转。

图表 10：我国家用电器出口额（亿美元）及同比



来源：海关总署，国金证券研究所

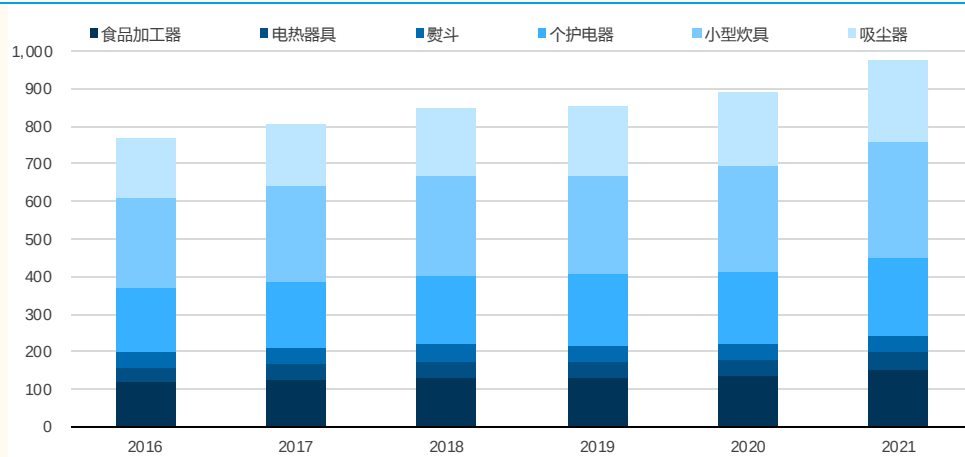
图表 11：我国厨房小家电和吸尘器出口额同比



来源：海关统计数据，国金证券研究所；备注：此处厨房小家电包括搅拌机、微波炉、电磁炉、电饭锅、电炒锅、电烤箱、咖啡机茶壶及烤面包机品类

长期：海外小家电市场广阔，未来有望稳健增长。海外小家电市场空间广阔，其中欧美市场已较为成熟，欧睿数据显示 2016 年-2021 年期间全球（除中国）小家电零售额以 5.0%复合增速增长至 978 亿美元，且预计未来仍有望保持稳健增长。另弗若斯特沙利文数据亦显示 2015-2019 年期间全球小家电零售额以 6.8%的复合增速扩张（20-24 年复合增速预计保持 6.4%复合增长）。

图表 12：2016-2021 全球（除中国）小家电细分品类零售额规模（亿美元）

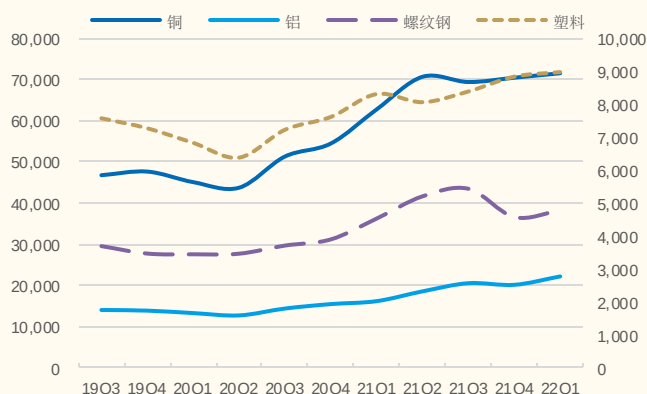


来源：Euromonitor，国金证券研究所

出口小家电龙头依旧。公司成立初期便以海外市场为重点，已发展成为我国小家电出口龙头之一，连续多年成为我国最大的电热水壶、电热咖啡机、搅拌机、多士炉的出口商。另中国机电产品进出口商会显示，新宝入选“十三五”中国十大厨房小家电出口企业，且在吸尘器、搅拌类、电熨斗、电热水壶、咖啡机、烤面包机及电烤箱品类表现突出。公司在产品端和生产端均具备明显优势，行业地位巩固，未来外销收入端有望保持稳健增长。

短期原材料价格扰动，预计年内盈利有望有所修复。家电主要原材料价格从 20Q3 开始明显上涨，持续时间较长且涨幅明显，同比增速于 21Q2 达到高峰。受原材料价格影响，公司盈利能力有所承压，21Q1/Q2/Q3 毛利率同比下滑 2.7/8.6/7.3pct，21Q1/Q2/Q3/Q4 归母净利率同比下滑 1.1/5.7/4.9/0.4pct。公司已在 20Q4 和 21Q2 进行价格调整，效果一般需要 1~2 个季度传导，从 21Q3 开始公司利润率同比降幅逐步收窄，随着目前原材料价格企稳及内销品牌产品结构的调整，22 年公司盈利水平有望有所修复。

图表 13：19Q3-22Q1 主要原材料期货结算价（元/吨）



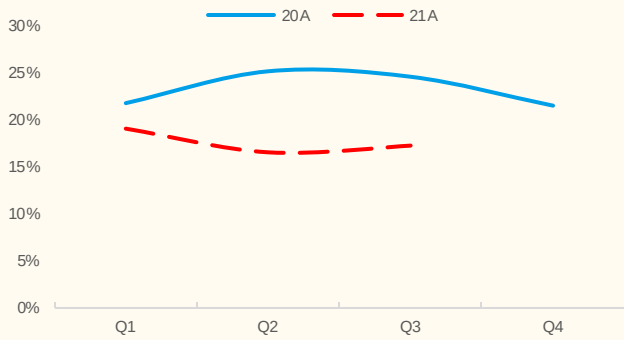
来源：wind，国金证券研究所

图表 14：家电主要原材料价格增速于 21Q2 达到高峰

	铜	铝	螺纹钢	塑料
19Q1	-8%	-6%	-3%	-11%
19Q2	-7%	-4%	4%	-14%
19Q3	-5%	-3%	-10%	-20%
19Q4	-4%	0%	-8%	-18%
20Q1	-7%	-2%	-6%	-21%
20Q2	-9%	-9%	-8%	-20%
20Q3	10%	2%	0%	-5%
20Q4	14%	11%	12%	5%
21Q1	39%	22%	31%	22%
21Q2	62%	46%	50%	26%
21Q3	35%	43%	46%	16%
21Q4	29%	30%	17%	16%
22Q1	14%	37%	6%	8%

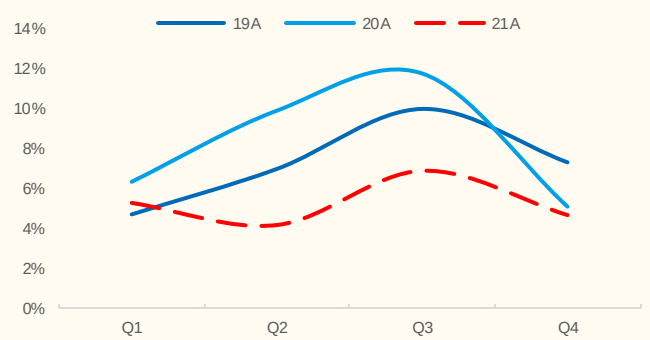
来源：wind，国金证券研究所

图表 15: 20Q1-21Q3 公司毛利率走势



来源: wind, 国金证券研究所

图表 16: 19Q1-21Q4 公司净利率走势



来源: wind, 国金证券研究所

4. 非公开项目巩固竞争优势

2020 年 7 月公司发布《2020 年度非公开发行股票预案》，计划募集资金总额不超过 9.66 亿元（含本数）。2021 年 1 月公司完成非公开发行股票发行，新增股份 2525.5 万股，募集资金净额 9.40 亿元，主要用于压铸类小家电建设项目、创意小家电建设项目、品牌营销管理中心建设项目和企业信息化管理升级项目。

压铸类小家电建设项目：投入募集资金 2.76 亿元，建设周期 36 个月。预计完成后可年产压铸类小家电 480 万件，可实现销售收入 7.47 亿元，净利润 7,092.42 万元，进一步丰富产品类型，助力公司提升市场占有率；

创意小家电建设项目：投入募集资金 2.51 亿元，建设周期 36 个月。预计完成后可年产创意类小家电 315 万件，可实现销售收入 5.16 亿元，净利润 6,318.19 万元。公司近年来加大品牌业务的发展，此项目有助于进一步提升品牌业务产能，推动内销品牌发展；

品牌营销管理中心建设项目：投入募集资金 3.64 亿元，建设周期 36 个月，主要用于品牌营销中心和品牌物流配送中心建设，助力提升公司品牌运营管理能力，提高品牌物流配送效率。

企业信息化管理升级项目：投入募集资金 5000 万元，建设周期 36 个月。主要用于智慧生产园区管理系统、5G+工业互联网应用、供应链产业集群和品牌客户数据中心升级，助力提升公司的生产效率及管理有效性。

图表 17: 2020 年非公开发行股票募集资金承诺投资项目（万元）

序号	项目名称	项目投资总额	拟投入募集资金金额	调整后投资金额
1	压铸类小家电建设项目	36,200.00	30,200.00	27,587.59
2	创意小家电建设项目	30,000.00	25,050.00	25,050.00
3	品牌营销管理中心建设项目	38,100.00	36,350.00	36,350.00
4	企业信息化管理升级项目	5,000.00	5,000.00	5,000.00
合计		109,300.00	96,600.00	93,987.59

来源: wind, 国金证券研究所

5. 盈利预测及投资建议

公司作为小家电 ODM 龙头，近年来内外销业务并重发展，其中内销以摩飞为代表的品牌矩阵正逐步成为公司的增长驱动力。分市场来看：

- ✓ **外销市场：**海外小家电空间广阔，公司出口 ODM 龙头地位巩固，未来外销业务有望保持稳健增长（2014-2019 年外销复合增速：7.6%）。基于出口基数及疫情影响，我们预计 22 年公司外销业务存在一定的基数压力，收入端或持平略减，23 年或有望恢复常态化发展。
- ✓ **内销市场：**以摩飞为代表的品牌业务有望持续释放增长动能。近年来摩飞加快新品拓展速度，在巩固厨房电器优势的同时积极布局家居环境等成长性更优的赛道，凭借在 ODM 领域积累的丰富研发制造经验公司品牌业务的可选拓展品类充足，有望推动内销业务保持快速增长。
 - 1) 摩飞品牌：**21 年厨电小家电景气稍弱叠加摩飞品牌基数有所增加，收入增速放缓至 10% 左右。基于行业景气度改善预期、摩飞品牌新品拓展速度加快、覆盖品类增加，预计 22/23 年摩飞品牌收入增速分别为 27% 和 23%。
 - 2) 东菱品牌：**21 年东菱承压较为明显，随着品牌调整今年东菱新品落地有所加快，预计 22/23 年东菱品牌收入增速分别为 17% 和 14%。
 - 3) 其他业务：**包含国内市场代工业务及百胜图、鸣盏灯其他品牌业务，21 年内销其他业务收入同比增长 16%。百胜图等品牌业务规模相对较小，随着新品推进有望实现高速增长，内销代工业务有望稳健向好，我们预计 22/23 年内销其他业务收入增速分别为 9% 和 8%。
- ✓ **利润端：**受原材料价格影响，21 年公司盈利能力承压明显，其中 H1 公司外销业务/内销业务毛利率分别同比下滑 6.40/1.58pct，外销承压更为明显，但 21Q3 开始公司前期调价效果已逐步体现盈利端降幅有所收窄，目前原材料价格有所企稳，预计后续毛利率将修复改善。**费用率方面，**公司加强内销品牌业务的布局，预计 22/23 年销售费用率、管理费用率及研发费用率均有不同幅度提升。

图表 18：公司盈利预测拆分

单位：百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
国外市场				
-收入	10,175	11,612	11,548	12,472
-同比	39%	14%	-1%	8%
-毛利率	20.4%	14.3%	15.8%	16.8%
内销市场				
-收入	3,016	3,300	3,923	4,577
-同比	67%	9%	19%	17%
-毛利率	33.0%	31.4%	32.8%	33.7%
摩飞				
-收入	1,500	1,656	2,106	2,591
-同比	131%	10%	27%	23%
-毛利率	45.3%	44.6%	45.0%	45.0%
东菱				
-收入	300	238	279	319
-同比	25%	-21%	17%	14%
-毛利率	32.6%	32.4%	32.6%	33.5%
其他				
-收入	1,216	1,406	1,537	1,668
-同比	33%	16%	9%	8%
-毛利率	18.0%	15.6%	16.1%	16.1%
总收入				
-收入	13,191	14,912	15,471	17,049
-同比	45%	13%	4%	10%
-毛利率	23.3%	18.1%	20.1%	21.3%
费用率				
期间费用率	13.4%	11.5%	11.6%	12.0%
销售费用率	3.3%	3.2%	3.4%	3.7%
管理费用率	5.3%	5.1%	5.1%	5.2%
研发费用率	3.0%	2.9%	3.0%	3.1%
财务费用率	1.8%	0.3%	0.1%	0.1%

来源：国金证券研究所

公司已发布 2021 年业绩快报，实现收入约 149.12 亿元，同比+13.05%，归母净利润约 7.92 亿元，同比-29.15%。我们预计 2021-2023 年公司营业总收入分别为 149.12、154.71、170.49 亿元，同比分别增长 13.05%、3.75%、10.20%，预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 7.92、9.99、12.19 亿元，同比分别-29.15%、+26.06%、+22.00%。当前股价对应 2021-2023 年 PE 分别为 18x、14x、11x。我们选取北鼎股份等主要小家电企业作为可比公司，2022 年主要可比公司 PE 均值为 17x，给予公司 2022 年 17 倍估值，对应目标价 21.0 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 19：主要可比公司估值表

公司名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)					PE (X)				
			2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
苏泊尔	52.32	423	19.2	18.5	19.4	23.1	26.2	22.0	22.9	21.8	18.3	16.2
九阳股份	15.34	118	8.2	9.4	7.5	8.8	10.1	14.3	12.5	15.8	13.4	11.7
小熊电器	49.88	78	2.7	4.3	2.8	3.5	4.2	29.1	18.2	27.5	22.1	18.6
北鼎股份	19.30	42	0.7	1.0	1.1	1.4	1.7	63.8	41.8	38.7	30.8	24.5
莱克电气	19.94	115	5.0	3.3	6.5	9.4	11.6	22.8	34.9	17.7	12.2	9.9
平均								21.7	21.3	20.8	16.8	14.4
新宝股份	16.88	140	6.9	11.2	7.9	10.0	12.2	20.3	12.5	17.6	14.0	11.5

来源：wind，国金证券研究所；备注：PE 采用 2022 年 4 月 21 日收盘价计算

6. 风险提示

新品拓展不及预期：2020/2021 年摩飞分别推出 17/20 款新品，2022 年至今已推出 6 款新品，存在后续推新节奏或者新品表现不及预期的风险；

外贸摩擦加剧风险：外贸摩擦加剧或导致海外需求削弱、相应关税增加等；

汇率大幅波动风险：汇率大幅波动将影响公司财务费用等；

原材料价格大幅上涨风险：原材料价格大幅上涨将带来明显的成本压力；

摩飞国内授权终止或不续约风险：公司与摩飞品牌合作已近 20 年（外销代工业务亦有合作），2017 年公司与摩飞签订十年品牌战略合作协议，成为摩飞在中国市场的唯一品牌授权代理商，负责国内市场产品的研发、生产、销售等全环节运作。公司与摩飞合作关系较为稳固，续约计划亦在密切推进。不排除存在英国摩飞方提前终止授权或到期不再授权合作的风险。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	8,444	9,125	13,191	14,912	15,471	17,049
增长率		8.1%	44.6%	13.0%	3.7%	10.2%
主营业务成本	-6,708	-6,965	-10,116	-12,217	-12,359	-13,414
%销售收入	79.4%	76.3%	76.7%	81.9%	79.9%	78.7%
毛利	1,736	2,159	3,075	2,695	3,112	3,635
%销售收入	20.6%	23.7%	23.3%	18.1%	20.1%	21.3%
营业税金及附加	-74	-65	-83	-93	-97	-107
%销售收入	0.9%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-332	-470	-435	-477	-526	-622
%销售收入	3.9%	5.2%	3.3%	3.2%	3.4%	3.7%
管理费用	-452	-537	-701	-765	-795	-878
%销售收入	5.4%	5.9%	5.3%	5.1%	5.1%	5.2%
研发费用	-275	-334	-394	-432	-464	-529
%销售收入	3.3%	3.7%	3.0%	2.9%	3.0%	3.1%
息税前利润 (EBIT)	603	753	1,464	927	1,230	1,499
%销售收入	7.1%	8.3%	11.1%	6.2%	7.9%	8.8%
财务费用	34	2	-237	-47	-15	-9
%销售收入	-0.4%	0.0%	1.8%	0.3%	0.1%	0.1%
资产减值损失	-8	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	-35	25	123	-46	0	0
投资收益	-40	-25	33	147	35	35
%税前利润	n.a	n.a	2.4%	14.8%	2.8%	2.3%
营业利润	587	784	1,375	981	1,250	1,525
营业利润率	7.0%	8.6%	10.4%	6.6%	8.1%	8.9%
营业外收支	-2	11	-1	9	0	0
税前利润	585	795	1,374	990	1,250	1,525
利润率	6.9%	8.7%	10.4%	6.6%	8.1%	8.9%
所得税	-82	-107	-219	-157	-199	-243
所得税率	13.9%	13.4%	15.9%	15.9%	15.9%	15.9%
净利润	504	688	1,156	832	1,051	1,283
少数股东损益	1	1	37	40	52	64
归属于母公司的净利润	503	687	1,118	792	999	1,219
净利率	6.0%	7.5%	8.5%	5.3%	6.5%	7.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	504	688	1,156	832	1,051	1,283
少数股东损益	1	1	37	40	52	64
非现金支出	354	383	437	407	474	536
非经营收益	102	-7	-146	-96	-10	-14
营运资金变动	-514	379	1,063	-536	-9	271
经营活动现金净流	445	1,444	2,510	607	1,506	2,076
资本开支	-726	-614	-919	-981	-737	-638
投资	95	-524	313	104	0	0
其他	-42	-30	32	147	35	35
投资活动现金净流	-673	-1,167	-574	-731	-702	-603
股权募资	3	11	946	-150	150	0
债权募资	313	-7	-51	-14	51	-117
其他	-344	-304	-336	-356	-454	-545
筹资活动现金净流	-28	-301	559	-520	-253	-662
现金净流量	-257	-2	2,354	-643	551	810

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,850	1,836	4,285	3,631	4,163	4,960
应收款项	1,231	1,182	1,971	1,815	1,883	2,075
存货	1,184	1,464	2,120	2,443	2,607	2,646
其他流动资产	150	681	564	452	461	489
流动资产	4,416	5,163	8,940	8,341	9,114	10,169
%总资产	61.9%	63.3%	71.6%	66.5%	67.1%	69.0%
长期投资	85	84	114	114	114	114
固定资产	1,996	2,194	2,674	3,243	3,497	3,592
%总资产	28.0%	26.9%	21.4%	25.8%	25.8%	24.4%
无形资产	541	581	562	574	585	597
非流动资产	2,715	2,988	3,554	4,204	4,466	4,568
%总资产	38.1%	36.7%	28.4%	33.5%	32.9%	31.0%
资产总计	7,131	8,151	12,495	12,545	13,580	14,738
短期借款	334	143	299	288	333	216
应付款项	2,429	2,710	4,952	4,599	4,785	5,196
其他流动负债	450	715	1,075	1,096	1,143	1,262
流动负债	3,214	3,569	6,326	5,983	6,261	6,674
长期贷款	0	200	0	0	0	0
其他长期负债	0	54	66	116	102	88
负债	3,214	3,823	6,391	6,099	6,363	6,762
普通股股东权益	3,903	4,299	6,038	6,340	7,059	7,754
其中：股本	813	801	827	827	827	827
未分配利润	1,653	1,979	2,682	3,134	3,704	4,398
少数股东权益	14	29	66	106	158	222
负债股东权益合计	7,131	8,151	12,495	12,545	13,580	14,738

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	0.618	0.858	1.396	0.959	1.208	1.474
每股净资产	4.798	5.364	7.533	7.669	8.539	9.379
每股经营现金净流	0.547	1.802	3.132	0.734	1.822	2.511
每股股利	0.350	0.400	0.600	0.412	0.519	0.634
回报率						
净资产收益率	12.88%	15.99%	18.53%	12.50%	14.15%	15.72%
总资产收益率	7.05%	8.43%	8.95%	6.32%	7.36%	8.27%
投入资本收益率	12.20%	13.96%	19.18%	11.58%	13.69%	15.38%
增长率						
主营业务收入增长率	2.70%	8.06%	44.57%	13.05%	3.75%	10.20%
EBIT增长率	16.65%	24.96%	94.33%	-36.65%	32.60%	21.91%
净利润增长率	23.21%	36.73%	62.73%	-29.15%	26.06%	22.00%
总资产增长率	7.19%	14.30%	53.30%	0.40%	8.25%	8.53%
资产管理能力						
应收账款周转天数	41.5	41.8	38.2	40.0	40.0	40.0
存货周转天数	59.8	69.4	64.7	73.0	77.0	72.0
应付账款周转天数	45.2	43.5	44.4	42.5	43.0	43.0
固定资产周转天数	79.0	77.7	64.1	58.4	55.2	47.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-38.70%	-47.28%	-70.53%	-54.48%	-55.39%	-61.58%
EBIT利息保障倍数	-17.7	-475.9	6.2	19.6	82.6	173.4
资产负债率	45.07%	46.90%	51.15%	48.62%	46.86%	45.88%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	12	37	41	94
增持	0	0	2	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.05	1.05	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402