

新宝股份 (002705.SZ)

α与β共振，重视新宝股份投资机会

我们认为厨房小电板块迎来新一轮投资价值，当前估值水平下推荐内销改善&业绩弹性较大的新宝股份。

厨房小电行业：行业景气向好 + 利润弹性较高，把握厨房小电新一轮投资机会。
收入端看，预计恢复增长：1) 疫情催化的厨房小电需求释放，2) 新产品周期（空气炸锅）叠加新渠道红利（抖音电商），3) 直营占比提升带动报表端 ASP 提升。
业绩端看，预计行业弹性较大：1) Q2 起各公司陆续迎来低基数效应，2) 大宗商品价格下行叠加人民币贬值，3) 美的战略收缩小家电业务带动行业价格竞争趋缓，4) 直营占比提升带动全产业链效率提升。综合来看，我们认为 2022Q2 及全年收入端恢复趋势明确，利润弹性确定性高，当前时点重申重视厨房小电投资机会。

新宝股份：当前估值水平下，推荐内销改善&业绩弹性较大的新宝股份。

- 近期动态：收购摩飞短期增厚收入，长期加速代工 vs 自主品牌业务均衡。**
我们测算，收购摩飞有望增厚内销净利率水平 1pct 以上&增厚公司收入端 12.3%，自主品牌占比有望提升 9pct 至 24%。但考虑后期实际交易价格落地后费用摊销对冲，预计盈利能力增厚效果低于测算。
- 推荐逻辑一 内销改善：H2 新品放量叠加渠道直营化改革，预计贡献收入&利润端增量。**从产品端看，预计近期新品带来的营收增量于下半年集中体现；从渠道端看，摩飞推进线上直营化改革，定位中高端&品牌溢价相对更强，渠道利润较其他厨小电品牌更为丰厚。
- 推荐逻辑二 业绩弹性高：原材料价格回落&人民币汇率贬值显著增厚利润水平。**我们测算，仅考虑原材料成本因素，乐观/悲观预期下公司 Q2 业绩有望同增 29.95%/21.42%；仅考虑人民币汇率贬值因素，公司 Q2 业绩有望增厚 23.48%。综合来看，新宝 Q2 业绩有望同增 50%以上。
- 推荐逻辑三 估值较低：当前 PE 估值较低，重申新宝股份投资机会。**截至 2022 年 7 月 13 日，新宝股份 PE-Forward 估值水平约 14.8 倍，公司目前估值处于历史较低水平。

盈利预测与投资建议。公司为全球小家电代工龙头，外销订单预计整体平稳。内销方面，摩飞自主品牌表现较优，收购摩飞商标叠加新品放量预期下，公司内销亮点颇多。我们预计公司 2022-24 年归母净利润分别为 10.79/12.44/14.33 亿元，同增 36.2%/15.3%/15.2%，基于公司内销改善+业绩弹性高+估值低位，我们上调为“买入”评级。

风险提示：原材料成本继续上行、竞争格局恶化、推新不及预期、收购不及预期。

| 财务指标 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 13,191 | 14,912 | 16,419 | 18,635 | 20,983 |
| 增长率 yoy (%) | 44.6 | 13.0 | 10.1 | 13.5 | 12.6 |
| 归母净利润 (百万元) | 1,118 | 792 | 1,079 | 1,244 | 1,433 |
| 增长率 yoy (%) | 62.7 | -29.2 | 36.2 | 15.3 | 15.2 |
| EPS 最新摊薄 (元/股) | 1.35 | 0.96 | 1.31 | 1.50 | 1.73 |
| 净资产收益率 (%) | 18.9 | 13.4 | 15.2 | 15.4 | 15.6 |
| P/E (倍) | 14.3 | 20.2 | 14.8 | 12.9 | 11.2 |
| P/B (倍) | 2.7 | 2.6 | 2.2 | 2.0 | 1.7 |

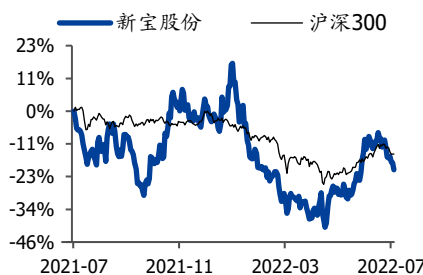
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2022 年 7 月 14 日收盘价

买入 (调高)

股票信息

| | |
|---------------|-----------|
| 行业 | 小家电 |
| 前次评级 | 增持 |
| 7月14日收盘价(元) | 19.37 |
| 总市值(百万元) | 16,013.72 |
| 总股本(百万股) | 826.73 |
| 其中自由流通股(%) | 99.55 |
| 30日日均成交量(百万股) | 10.52 |

股价走势



作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

分析师 徐程颖

执业证书编号：S0680521080001

邮箱：xuchengying@gszq.com

研究助理 杨凡仪

执业证书编号：S0680120070014

邮箱：yangfanyi@gszq.com

相关研究

- 《新宝股份 (002705.SZ)：公司拟收购摩飞品牌相关资产，自有品牌增长有望加速》2022-06-08
- 《新宝股份 (002705.SZ)：发布 2022 年员工持股计划草案，完善利益共享机制》2022-05-22
- 《新宝股份 (002705.SZ)：外销增长超预期，控费能力整体良好》2022-04-28

内容目录

| | |
|---|----|
| 1. 当前时点：行业景气向好 + 利润弹性较高，把握厨房小电新一轮投资机会 | 4 |
| 1.1 疫情红利+新品周期+渠道红利，厨房小电收入确定性较强..... | 4 |
| 1.2 低基数+格局优化+外部环境边际改善，厨房小电利润弹性较高..... | 7 |
| 2. 标的推荐：推荐当前估值水平较低，内销改善 & 业绩弹性较高的新宝股份 | 9 |
| 2.1 近期动态：收购摩飞短期增厚收入，长期加速代工 vs 自主品牌业务均衡 | 9 |
| 2.2 推荐逻辑一 内销改善：H2 新品放量叠加渠道直营化改革，预计贡献收入&利润端增量..... | 11 |
| 2.3 推荐逻辑二 业绩弹性高：原材料价格回落&人民币汇率贬值显著增厚利润水平 | 12 |
| 2.4 推荐逻辑三 估值较低：当前 PE 估值较低，重申新宝股份投资机会 | 13 |
| 风险提示 | 14 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图表 1: 奥维云网来看，厨房小电线上零售端月度销额增速（%）自 2022Q1 起环比改善 | 4 |
| 图表 2: 三个维度看空气炸锅发展潜力 | 5 |
| 图表 3: 国内市场中，空气炸锅起步晚，增长快，目前渗透率不足 5%..... | 6 |
| 图表 4: 抖音兴趣电商模式特点 | 6 |
| 图表 5: 2020 年起，抖音电商一年快速成长 50 倍+ | 7 |
| 图表 6: 2022 年 1-2 月线上各渠道零售额占比来看，抖音已占比 8.5%..... | 7 |
| 图表 7: 苏泊尔、小熊电器、新宝股份 21Q2 起业绩增速逐季改善，并于 22Q1 实现增速转正（%）..... | 7 |
| 图表 8: 毛销差角度看，厨房小电公司 22Q1 毛销差均环比缩窄，我们判断 Q1 厨房小电盈利能力改善明显（%）..... | 7 |
| 图表 9: 2022 年 1-5 月美的在电饭煲、破壁机品类零售量份额下滑，同期苏泊尔、小熊电器份额增长 | 8 |
| 图表 10: 近期原材料价格同比增速有所回落（%） | 9 |
| 图表 11: 2022 年 5 月起，美元兑人民币汇率快速贬值 | 9 |
| 图表 12: 2022 年 6 月中起，海运指数呈下跌趋势..... | 9 |
| 图表 13: 收购摩飞品牌对内销摩飞品牌净利率增厚影响测算..... | 11 |
| 图表 14: 2022 年 6 月末摩飞推出多功能电饭煲，配备电饭煲内胆&和面内胆..... | 11 |
| 图表 15: 摩飞渠道利润高于其他厨小电品牌，渠道直营化预计更为受益（公司成本、费用、利润以 2021 年数据为基础） | 12 |
| 图表 16: 原材料降价 & 汇率贬值盈利弹性测算来看，小熊电器和新宝股份利润弹性较高 | 13 |
| 图表 17: 根据 Wind 一致预期，新宝股份目前 2022 年 PE-Forward 估值水平约 14.8 倍..... | 13 |

1. 当前时点：行业景气向好 + 利润弹性较高，把握厨房小电新一轮投资机会

收入端看，1) 疫情催化的厨房小电需求释放，2) 今年新产品周期（空气炸锅）叠加新渠道红利（抖音电商），3) 直营占比提升带动报表出货端 ASP 提升。

业绩端看，1) Q2 起各公司陆续迎来低基数效应，2) 大宗商品价格下行叠加人民币贬值，3) 美的战略收缩小家电业务带动行业价格竞争趋缓，4) 直营占比提升带动全产业链效率提升。综合来看，我们认为 **2022Q2 及全年收入端恢复趋势明确，利润弹性确定性高，当前时点建议重视厨房小电投资机会。**

1.1 疫情红利+新品周期+渠道红利，厨房小电收入确定性较强

1) 零售端环比改善，疫情催化需求于近期集中释放。

一方面，厨房小电需求经过近两年调整，2020 年疫情带来的高基数效应已逐步消散。据奥维云网，2022Q1 起厨房小电行业销售额增速环比改善，仅 3 月因疫情影响物流运输，环比改善趋势有所停滞。另一方面，我们认为年初及近期全国疫情反复或催化厨房小电需求。考虑到疫情形势整体趋缓叠加物流运输逐步恢复，结合奥维 5 月数据较为亮眼（今年 618 付尾款时间由 5.31 日凌晨 12 点提前至晚 8 点，因此 5.31 销额计入 5 月），尤其新兴品类空气炸锅、电蒸锅单月销额脉冲式增长，我们判断厨房小电需求在近期补偿释放。

图表 1: 奥维云网来看，厨房小电线上零售端月度销额增速（%）自 2022Q1 起环比改善

| 类别 | 品类 | 21-05 | 21-06 | 21-07 | 21-08 | 21-09 | 21-10 | 21-11 | 21-12 | 22-01 | 22-02 | 22-03 | 22-04 | 22-05 |
|--------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 传统厨房小电 | 电饭煲 | -14% | 13% | -1% | 4% | -7% | -8% | -5% | -19% | -10% | -7% | -28% | -17% | 28% |
| | 电炖锅 | 1% | 10% | -2% | 9% | -7% | -9% | -22% | -24% | -20% | -5% | -40% | -33% | -14% |
| | 电磁炉 | -25% | 17% | -12% | -13% | -24% | -13% | -28% | -39% | -32% | -14% | -36% | -27% | 7% |
| | 电压力锅 | -13% | 8% | -3% | 7% | 10% | 3% | -3% | -20% | -11% | -16% | -28% | -30% | 15% |
| | 豆浆机 | -42% | -34% | -27% | -19% | -24% | -24% | -40% | -33% | -26% | 1% | -34% | -16% | -5% |
| | 料理机 | -36% | -21% | -25% | -8% | -17% | -23% | -32% | -22% | -14% | -14% | -29% | -13% | 15% |
| | 榨汁机 | -26% | -30% | -22% | -16% | 11% | -6% | -32% | -19% | -28% | -29% | -28% | -23% | -26% |
| 新兴厨房小电 | 电水壶 | -11% | 13% | 6% | 2% | -13% | 0% | -18% | -25% | -2% | 10% | -29% | -26% | 2% |
| | 养生壶 | -3% | 3% | -2% | 2% | -10% | -7% | -20% | -26% | -24% | -4% | -37% | -31% | -8% |
| | 破壁机 | -31% | -19% | -30% | -18% | -28% | -27% | -34% | -20% | -17% | -12% | -23% | -8% | 21% |
| | 搅拌机 | -42% | -23% | -19% | 10% | 3% | -16% | -26% | -25% | -11% | -17% | -39% | -20% | 6% |
| | 煎烤机 | -29% | -16% | -5% | 48% | 32% | 26% | 10% | 30% | 9% | -16% | -31% | -10% | 27% |
| | 电蒸锅 | 52% | 44% | 23% | 57% | 29% | 13% | 47% | 37% | 72% | 67% | 18% | 48% | 102% |
| 空气炸锅 | | | | | | | | | 153% | 170% | 172% | 189% | 240% | |

资料来源：奥维云网，国盛证券研究所

2) 新产品周期：空气炸锅销售高增，有望成为厨房小电新一代大单品。

奥维云网来看，2022Q1 厨房小电在短期扰动下需求分化，以空气炸锅为代表的多功能、智能化品类高速增长。2022 年 1-5 月，空气炸锅销额累计同增 180.74%。综合空气炸锅增速、规模、需求属性三个维度判断，我们认为空气炸锅有望成为新一代厨房小电大

单品。

- **增速来看**，2022Q1厨房小电表现分化，空气炸锅逆势高增。据奥维云网，2022Q1空气炸锅销额同增161%，同期其余厨房小电销额均负增长。3月起国内疫情反复，进一步催化操作便捷、具备多功能的空气炸锅产品；
- **规模来看**，空气炸锅2022年1-4月累计销额规模为行业第二，仅次于电饭煲。2022年1-4月空气炸锅销额规模19.73亿元，仅次于电饭煲（销额规模20.73亿元）；
- **发展前景来看**，我们认为消费升级叠加消费主力转至95后趋势下，以空气炸锅为代表的多功能、智能化产品为消费必然趋势，成长空间广阔。消费升级背景下，人们的消费倾向由可选转为必选，购物目的由功能性转向改善型。近年来破壁机、多功能锅、炒菜机、洗地机等具备多功能&智能化属性产品涌现后均迎来高速增长。

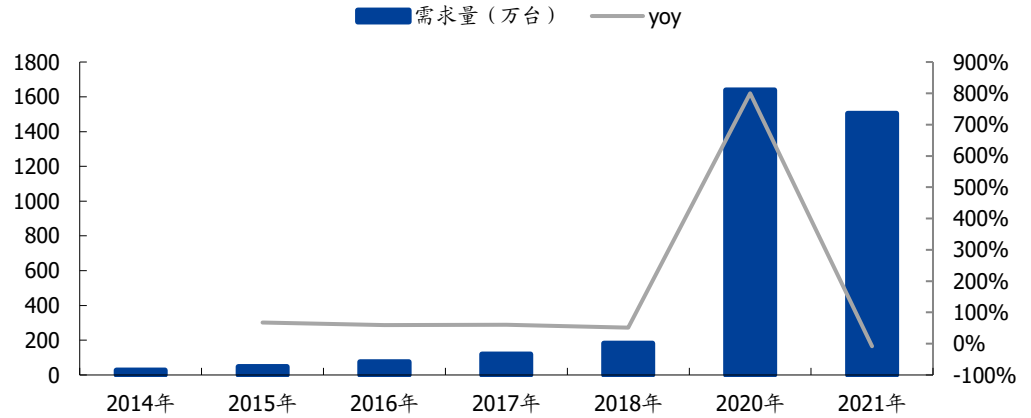
图表2：三个维度看空气炸锅发展潜力



资料来源：奥维云网，京东，国盛证券研究所

国内市场起步晚，增长快，2022Q1空气炸锅线上销额增速超100%。据中国轻工业信息网，空气炸锅于2016年在国内市场起步，晚于海外市场。受益于2020年疫情催化，符合消费者追求健康、低脂、口感佳需求的空气炸锅关注度快速上升。据奥维云网，2021年国内空气炸锅销量约1504万台，全渠道销额约43.8亿元。2022年1-3月，厨房小电行业销额小幅下滑，但空气炸锅销额实现100%高增长，景气度仍佳。据统计局数据，按2021年中国最新家庭户数（4.94亿户）测算，2021年国内空气炸锅渗透率尚不足5%，预计成长空间广阔。

图表3: 国内市场, 空气炸锅起步晚, 增长快, 目前渗透率不足5%



资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

3) 新渠道红利: 抖音电商快速成长, 品牌入驻享受渠道红利。

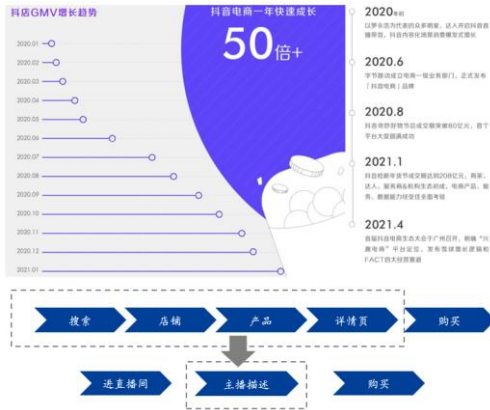
抖音等新兴渠道快速成长, 空气炸锅内容种草力度加大带动空气炸锅市场教育普及度提升。巨量数算平台显示 2020 年起抖音电商 GMV 快速成长 50 倍, 据奥维云网, 2022 年 1-2 月, 抖音线上零售额占比达 8.5%。据 Nint 任拓研究院, 抖音开启的“兴趣电商”模式将场景化的内容与商品属性结合, 通过算法精准的的兴趣推荐, 进一步匹配细分人群激发需求。与传统电商相比, 抖音电商通过短视频和直播方式, 与消费者互动属性更强。厨房小电等品牌通过布局抖音电商, 可快速享受新渠道带来的品类拉新红利。

图表4: 抖音兴趣电商模式特点



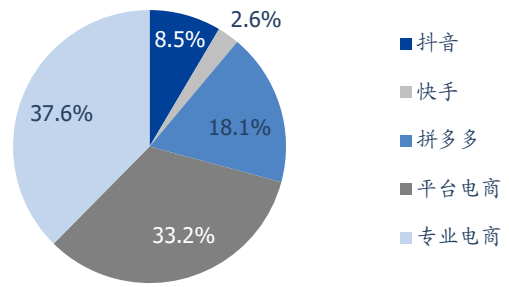
资料来源: Nint 任拓研究院, 国盛证券研究所

图表 5: 2020 年起, 抖音电商一年快速增长 50 倍+



资料来源: 巨量数算、抖音电商, 国盛证券研究所

图表 6: 2022 年 1-2 月线上各渠道零售额占比来看, 抖音已占比 8.5%



资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

1.2 低基数+格局优化+外部环境边际改善, 厨房小电利润弹性较高

业绩改善+低基数效应, 22Q2 起厨房小电利润弹性显著。去年原材料价格快速上涨趋势下, 厨房小电公司利润端承压。新兴小家电龙头小熊电器、新宝股份 21Q2 业绩端同降 67.5%/53.0%, 传统小家电龙头苏泊尔、九阳股份业绩端基本持平。22Q2 起, 我们认为各公司在低基数效应下将迎来较大利润弹性。从行业一季报情况来看, 各厨房小电企业盈利能力改善明显。一方面, 苏泊尔、小熊电器、新宝股份通过自身产品结构调整 + 直营化渠道改革 + 代工业务调价, 业绩端于 Q1 顺利实现增速转正 (21Q2~Q4 降幅逐季缩窄但仍为负增), 另一方面, 排除会计准则调整影响, 各厨房小电公司 22Q1 毛销差环比 21Q4 均有较明显收窄。综合来看, 22Q1 厨房小电利润端改善明显叠加行业低基数效应, 我们认为厨房小电 Q2 起利润弹性显著。

图表 7: 苏泊尔、小熊电器、新宝股份 21Q2 起业绩增速逐季改善, 并于 22Q1 实现增速转正 (%)

| 归母净利 yoy | 21Q1 | 21Q2 | 21Q3 | 21Q4 | 22Q1 |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 苏泊尔 | 64.59% | 0.28% | -9.40% | -8.16% | 6.61% |
| 九阳股份 | 22.63% | 0.17% | -6.42% | -72.2% | -7.70% |
| 小熊电器 | -12.8% | -67.5% | -26.3% | -11.1% | 15.93% |
| 新宝股份 | 36.80% | -53.0% | -41.5% | -5.24% | 4.60% |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 8: 毛销差角度看, 厨房小电公司 22Q1 毛销差均环比缩窄, 我们判断 Q1 厨房小电盈利能力改善明显 (%)

| 毛销差 yoy | 21Q1 | 21Q2 | 21Q3 | 21Q4 | 22Q1 |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 苏泊尔 | 1.60% | 0.93% | -0.85% | -4.33% | 0.86% |
| 九阳股份 | -3.74% | -2.88% | 0.14% | -4.51% | -0.09% |
| 小熊电器 | -2.82% | -7.68% | -0.11% | -1.55% | -0.19% |
| 新宝股份 | -2.56% | -8.31% | -6.75% | -3.28% | -1.73% |

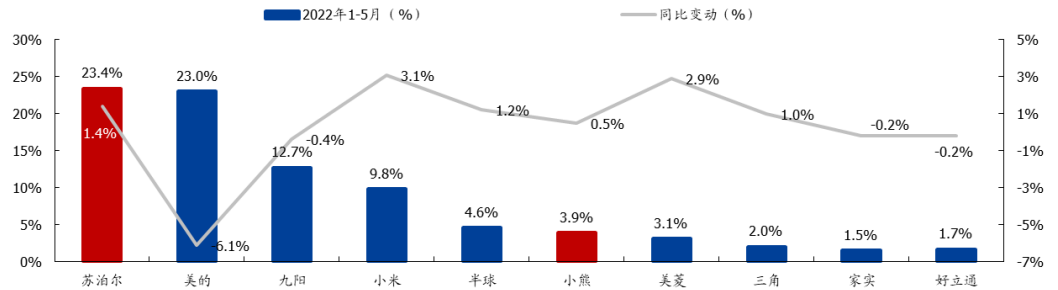
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

竞争格局优化, 利好行业内其他头部品牌。2020 年疫情红利下, 厨房小电需求爆发。小家电龙头美的、九阳、苏泊尔均开始重视长尾品类发展, 积极补足产品矩阵, 同时并凭借品牌、渠道、供应链等优势实现份额抢占。2021 年至今, 受行业需求下滑、原材料成本高位、国内疫情反复等因素, 厨房小电利润持续承压。今年起, 美的主动收缩部分长尾小家电品类等非核心业务的投入, 行业价格竞争趋缓, 利好行业内其他头部品牌。据奥维云网, 2022 年 1-5 月美的在电饭煲和破壁机两大厨房小电品类零售量份额均下滑较

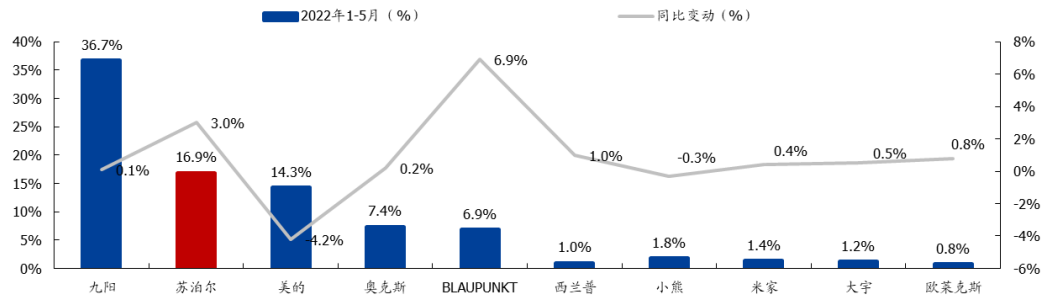
多，同比下滑 6.1%/4.2%，同期苏泊尔零售量份额同比增长 1.4%/3.0%，小熊电器同期电饭煲零售量份额同比增长 0.5%。

图表 9: 2022 年 1-5 月美的在电饭煲、破壁机品类零售量份额下滑，同期苏泊尔、小熊电器份额增长

2022年1-5月美的电饭煲零售量份额同比下滑6.1%，同期苏泊尔、小熊电器零售量份额同比增长1.4%/0.5%。



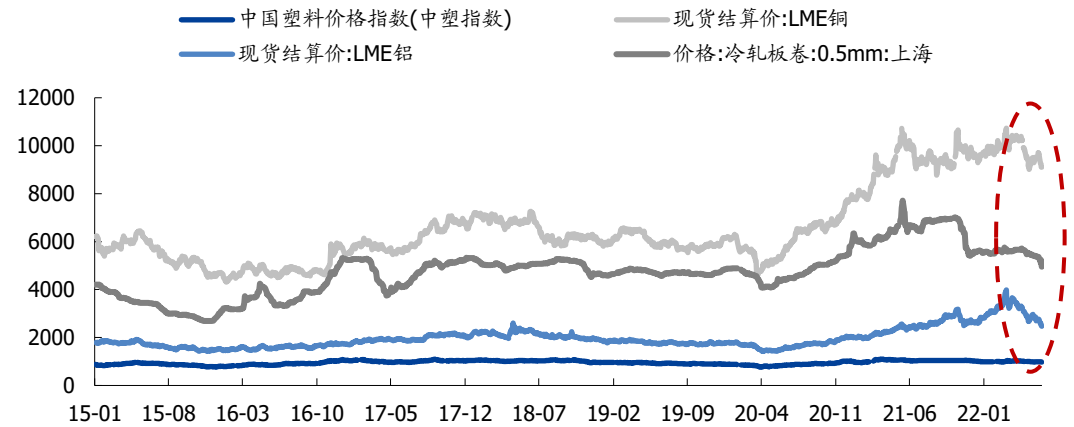
2022年1-5月，美的破壁机零售量份额同比下滑4.2%，同期苏泊尔零售量份额同比增长3.0%



资料来源：奥维云网，国盛证券研究所

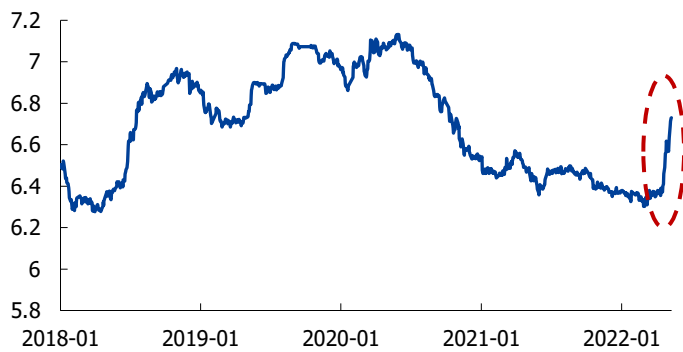
原材料下行叠加人民币贬值。6月起原材料价格同比增速开始回落，近期人民币兑美元汇率持续贬值叠加海运费回落，我们判断外部因素已开始边际改善。**1) 原材料价格回落:** Wind显示，截至2022年6月20日。2022Q2塑料、铜、铝、钢季度均价同比-11.4%/-1.4%/+21.4%/-11.2%，其中铝价虽仍在同比上涨，但涨幅较Q1(+61.4%)环比收窄。**2) 人民币汇率贬值:** 5月初人民币汇率快速贬值，一度突破6.8关口，截至2022年6月20日，美元兑人民币汇率为6.69(新浪外汇显示，21Q2平均汇率约6.46)；**3) 海运价格回落:** Wind数据来看，6月8日起，海运指数由阶段性高点(3635.82)回落至3300+水平，降幅约9.0%。综合来看，我们认为外部因素同比去年均呈现边际改善，我们判断汇率贬值叠加海运价回落对外销占比高的小家电公司形成较大利好。

图表 10: 近期原材料价格同比增速有所回落 (%)



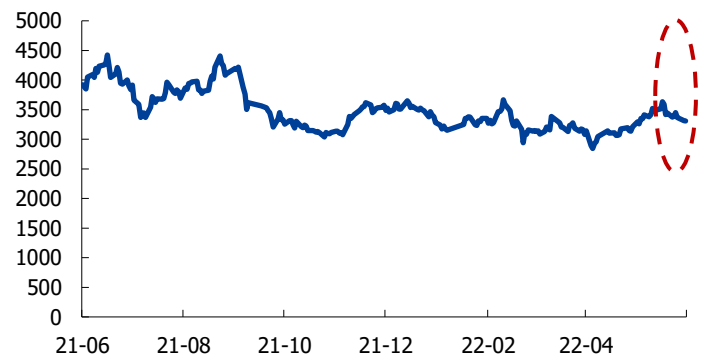
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 11: 2022年5月起, 美元兑人民币汇率快速贬值



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 12: 2022年6月中起, 海运指数呈下跌趋势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

综合来看, 我们认为厨房小电行业景气向好 (今年疫情催化的需求有望补偿释放 + 行业迎来空气炸锅这一新品周期 + 新渠道抖音快速增长), 叠加 Q2 起低基数效应托底、竞争格局优化、外部因素边际改善, 我们认为厨房小电 Q2 起将迎来较高利润弹性, 建议重视板块投资机会。

2. 标的推荐: 推荐当前估值水平较低, 内销改善 & 业绩弹性较高的新宝股份

2.1 近期动态: 收购摩飞短期增厚收入, 长期加速代工 vs 自主品牌业务均衡

近期发布收购摩飞品牌公告, 短期提升盈利能力, 长期加速公司自有品牌&代工业务均衡。公司与 MORPHY RICHARDS LIMITED (以下简称“摩飞”) 于 2022 年 6 月 7 日签署了《谅解备忘录》, 主要内容包括: 1) 公司拟收购 MR 中国商标所有权; 2) 公司拟购买摩飞英国、爱尔兰、新西兰和澳大利亚地区的相关资产, 与爱尔兰、新西兰和澳大

利亚地区，公司将以品牌授权或分销的形式与摩飞开展业务合作。目前，交易尚处于初步筹划阶段，具体交易方案等细节仍待进一步论证协商。

1) 短期：内销摩飞盈利能力有望提升，外销摩飞并表带来收入扩张。

- **中国摩飞：**收购中国摩飞前，公司为英国摩飞品牌在中国地区的全球独家代理，每年向摩飞品牌支付一定比例的品牌授权费用。收购完成后，公司将买断中国摩飞成为旗下自有品牌，无需支付品牌授权费。以2021年摩飞16.6亿收入作为测算基础，假设1) 摩飞品牌净利率高于公司整体净利水平；2) 品牌授权费用约中低个位数水平，我们测算摩飞品牌10%净利率时，3%~4%的品牌授权费用免除将增厚内销摩飞1.16~1.24pct净利率水平（若考虑摩飞英国并表，净利率水平约1.02~1.06pct）。截至目前，本次交易价格尚未公布，我们预计交易落地&费用摊销确认后，实际净利率增厚程度或小于我们的测算值。
- **海外摩飞：**摩飞品牌为英国高端创意小家电品牌，据Statista，摩飞小家电和厨房小电品类在英国市场销量份额约5.1%/11.6%。假设摩飞小家电和厨房小电收入占比合计70%，并以5折出货折算报表端收入，2021年摩飞英国销售额报表端约18.3亿元。若实现并表（以21A实际数据为测算基础），公司营收较21A实际收入增厚12.3%，自有品牌收入占比有望达到24%，较收购前增厚约9pct。

2) 长期：收购有望加速公司代工&自有品牌业务的均衡，同时为公司多品牌、跨地区运营积累管理经验。

- **有望加速公司代工&自有品牌业务的均衡：**据公司投资者调研公告，公司远期外销：内销收入占比目标为70%:30%，2021年该比例为78%:22%。预计本次收购下，摩飞品牌收入有望进一步增长，加速公司代工业务与自有品牌业务的均衡。
- **为公司多品牌、跨地区运营积累管理经验：**公司自有品牌采取多品牌运营模式，其中国内摩飞品牌表现最为亮眼。摩飞的生产在国内代理销售完全由公司自主运作，团队也由公司内部培养。通过“产品经理”（洞察市场需求）+“内容经理”（对新渠道运营的理解），公司成功将摩飞品牌推向市场。结合以上禀赋，叠加公司多年为全球各大品牌商代工的经验，我们认为公司具备较强的国内外小家电需求洞察基础和渠道运营能力，有利于顺利推进公司在爱尔兰、新西兰和澳大利亚地区对摩飞品牌的销售。

图表 13: 收购摩飞品牌对内销摩飞品牌净利率增厚影响测算

| 收购摩飞品牌对内销摩飞品牌净利率增厚影响测算 (%) | | | | | | |
|----------------------------|-------------|-------------|------|-----------------|------|------|
| 仅计入摩飞中国 (即21A财报实际数据) | | | | 假设并表摩飞英国 (假设数据) | | |
| 摩飞净利率假设 (%) | 品牌授权费假设 (%) | 品牌授权费假设 (%) | | | | |
| | | 2% | 3% | 4% | 5% | 6% |
| 7% | | 1.17 | 1.29 | 1.42 | 1.54 | 1.66 |
| 8% | | 1.13 | 1.24 | 1.35 | 1.45 | 1.56 |
| 9% | | 1.10 | 1.19 | 1.29 | 1.38 | 1.48 |
| 10% | | 1.07 | 1.16 | 1.24 | 1.33 | 1.41 |
| 11% | | 1.04 | 1.12 | 1.20 | 1.28 | 1.35 |

并表摩飞英国对公司收入端影响测算

1) 5折出货假设下, 21年摩飞英国报表端预计实现收入18.3亿元

2) 以新宝股份21年财务数据为测算基础,

- 若考虑摩飞英国并表, 公司21E营收较21A实际营收+12.3%,
- 公司21E自主品牌占比约24%, 较21A实际自主品牌占比+9pct

| 摩飞英国销额 (百万美元) | 21A行业销量占比 (%) | 21A英国行业销额 (百万英镑) | 21A英镑兑美元平均汇率 | 21A摩飞英国销额 (百万美元) | 21A美元兑人民币平均汇率 | 21A摩飞英国销额 (百万元) | 预计21A报表端摩飞英国收入 (百万元) |
|----------------------------|---------------|------------------|--------------|------------------|---------------|-----------------|----------------------|
| Small Appliances | 5.1 | 3718 | 1.33 | 252 | 6.45 | 1627 | 813 |
| Small Cooking Appliances | 11.6 | 940 | | 145 | | 936 | 468 |
| 合计 (假设小家电和厨房小电占比摩飞英国70%收入) | | | | | | 3660 | 1830 |

| 2021A实际财报数据 | | | | 假设同期英国摩飞收入并表的2021E预测数据 | | | |
|---------------|-----------------|---------------|---------------|------------------------|-----------------|---------------|---------------|
| 21A摩飞收入 (百万元) | 21A自有品牌收入 (百万元) | 21A公司营收 (百万元) | 21A自有品牌占比 (%) | 21E摩飞收入 (百万元) | 21E自有品牌收入 (百万元) | 21E公司营收 (百万元) | 21E自有品牌占比 (%) |
| 1660 | 2240 | 14912 | 15% | 3490.1 | 4070 | 16743 | 24% |

资料来源: 公司年报, 投资者调研公告, 公司公告, Statista, 国盛证券研究所

2.2 推荐逻辑一 内销改善: H2 新品放量叠加渠道直营化改革, 预计贡献收入&利润端增量

1) 推出双胆电饭煲新品, 期待 Q3 及下半年内销表现。公司于 6 月末推出“摩飞多功能电饭煲”, 定价 990 元, 产品亮点主要为高颜值设计+双内胆多功能。外形设计来看, 摩飞电饭煲可选择白色金边或蓝色金边的复古的产品款式; 产品功能来看, 摩飞电饭煲配有饭煲内胆和和面内胆双胆设计, 系统可智能识别米饭烹饪和和面醒面功能设计, 达到一机多用效果。除电饭煲外, 预计公司近期将推出大单品新品, 我们判断摩飞在厨房小电领域品牌优势较强, 产品放量可期, 预计新品带来的营收增量将于下半年集中体现。

图表 14: 2022 年 6 月末摩飞推出多功能电饭煲, 配备饭煲内胆&和面内胆

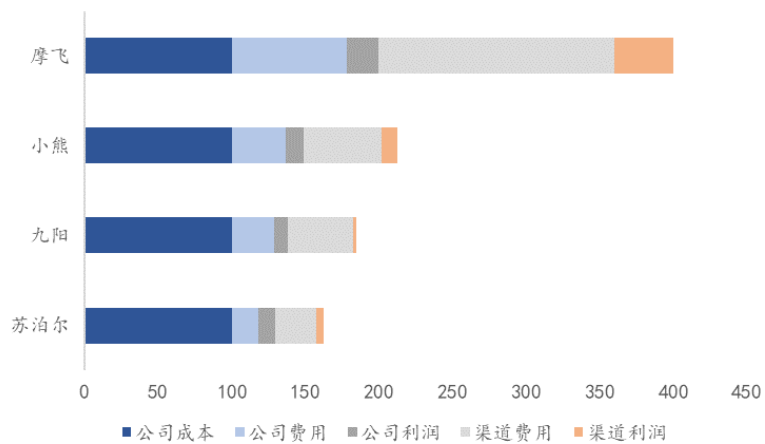


资料来源: 摩飞公众号, 国盛证券研究所

2) 摩飞渠道利润较丰厚, 推进线上渠道直营化预计有效增厚盈利能力。摩飞过去以经销商模式为主, 当前摩飞在线上推进直营化, 5月新开设天猫旗舰店。产品出表对应的不再是出厂价而是终端零售价, 相当于部分渠道利润收回上市公司, 直接增厚摩飞毛利和费用水平。对比摩飞和其他厨小电品牌, 摩飞定位中高端&品牌溢价相对更强, 其渠道利润较行业更高。因此我们判断, 摩飞直营化改革对盈利能力的增厚程度或高于其他厨房小电公司。

参考其他家电企业因渠道商业模式变化带来利润增厚的情况。海尔智家表内渠道体系增厚营业利润率; 美的集团17年开始推行T+3改革之后, 叠加原材成本下行, 盈利能力显著提升; 小熊电器20年初推进官旗直营化, 叠加当年产品销售高景气, 毛利率、净利率改善明显。苏泊尔20年布局线上一盘货&渠道直营化改革后, 21H1相较19H1毛销差收窄幅度居行业较好水平, 其中21H1同口径内销毛利率较19H1改善明显。

图表 15: 摩飞渠道利润高于其他厨小电品牌, 渠道直营化预计更为受益 (公司成本、费用、利润以 2021 年数据为基础)



资料来源: 各公司年报, 各公司招股书, 国盛证券研究所

2.3 推荐逻辑二 业绩弹性高: 原材料价格回落&人民币汇率贬值显著增厚利润水平

经测算, 我们认为新宝股份 Q2 利润弹性较高。仅考虑原材料成本因素, 乐观/悲观预期下新宝股份 Q2 业绩有望同增 29.95%/21.42%; 仅考虑人民币汇率贬值因素, 新宝股份 Q2 业绩有望增厚 23.48%, 其汇兑损益与当期期末汇率相关系数为-0.52, 若叠加考虑原材料及汇率, 我们预计新宝股份 Q2 业绩有望同增 50%以上。

图表 16: 原材料降价 & 汇率贬值盈利弹性测算来看, 小熊电器和新宝股份利润弹性较高

原材料成本回落预期下, 小熊电器Q2盈利弹性最大

| 乐观假设-净利润yoy | 21 Q4 | 22 Q1 | 22 Q2 E | 22 Q3 E | 22 Q4 E |
|-------------|---------|--------|---------|---------|---------|
| 苏泊尔 | -7.93% | 7.14% | 33.10% | 31.68% | 19.33% |
| 小熊电器 | -11.17% | 15.86% | 48.73% | 38.54% | 30.03% |
| 新宝股份 | -4.18% | 3.12% | 29.95% | 10.91% | 29.77% |
| 九阳股份 | -76.06% | -7.24% | 13.17% | 8.02% | 65.68% |

| 悲观假设-净利润yoy | 21 Q4 | 22 Q1 | 22 Q2 E | 22 Q3 E | 22 Q4 E |
|-------------|---------|--------|---------|---------|---------|
| 苏泊尔 | -7.93% | 7.14% | 24.28% | 23.38% | 8.47% |
| 小熊电器 | -11.17% | 15.86% | 36.89% | 27.38% | 23.71% |
| 新宝股份 | -4.18% | 3.12% | 21.42% | 2.03% | 25.73% |
| 九阳股份 | -76.06% | -7.24% | 1.91% | 5.41% | 37.29% |

测算人民币汇率贬值100bps, 新宝股份归母净利润有望增厚23.48%

| 公司名称 | 21A外销收入占比 (%) | 测算汇兑损益&同期期末汇率相关系数 | 22Q2单季人民币贬值100bps的预计影响 | | | 22E净利润(百万元) | 22E PE估值 |
|------|---------------|-------------------|------------------------|----------|----------|-------------|----------|
| | | | 对归母净利润预计影响 | 对毛利率预计影响 | 对净利率预计影响 | | |
| 新宝股份 | 77.95 | -0.52 | 23.48% | 0.96pct | 0.99pct | 1,014 | 16 |
| 比依股份 | 94.81 | -0.83 | 18.29% | 1.24pct | 1.26pct | * | * |
| 富佳股份 | 85.82 | -0.86 | 15.97% | 1.06pct | 1.09pct | 311 | 24 |
| 德昌股份 | 95.04 | -0.52 | 10.64% | 1.18pct | 1.25pct | 432 | 14 |
| 海尔智家 | 50.42 | -0.02 | 10.15% | 0.54pct | 0.68pct | 15,224 | 15 |
| 美的集团 | 40.09 | -0.39 | 6.27% | 0.52pct | 0.58pct | 31,862 | 13 |

【厨房小电盈利弹性测算】

经测算, 我们认为小熊电器和新宝股份Q2利润弹性较高。

- 仅考虑原材料成本因素, 乐观/悲观预期下小熊电器Q2业绩有望同增48.73%/36.89%;
- 仅考虑人民币汇率贬值因素, 新宝股份Q2业绩有望增厚23.48%, 其汇兑损益与当期期末汇率相关系数为-0.52。

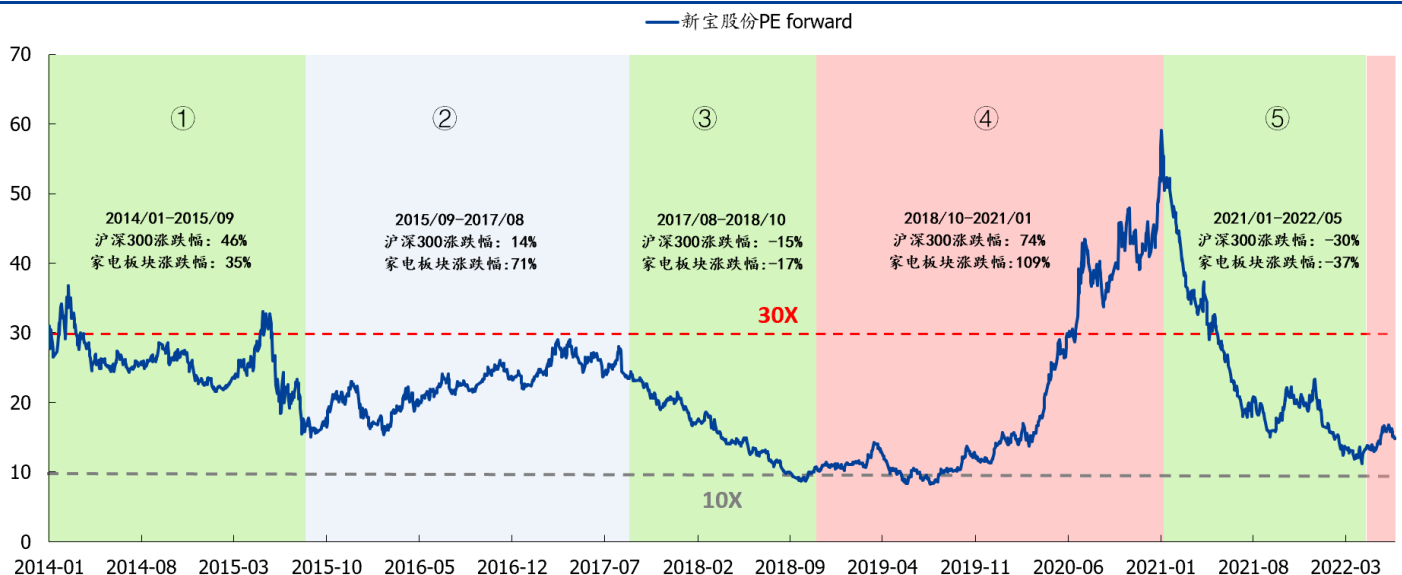
注: 2021年6月30日美元中间价为6.46, 故实际汇率弹性大于100bps贬值的测算

资料来源: Wind, 各公司年报, 国盛证券研究所 (注: 各公司 22E 净利润均来自 Wind 一致预期; 比依股份未覆盖, 故不作 2022 年盈利预测)

2.4 推荐逻辑三 估值较低: 当前 PE 估值较低, 重申新宝股份投资机会

据 Wind 一致预期, 截至 2022 年 7 月 13 日, 新宝股份 PE 估值水平约 14.8 倍。历史估值中枢来看, 公司目前估值水平低于处于较低水平。考虑到公司外销订单平稳, 内销新品推出叠加收购摩飞持续推进, 我们认为公司估值仍有上升空间, 建议关注新宝股份投资价值。

图表 17: 根据 Wind 一致预期, 新宝股份目前 2022 年 PE-Forward 估值水平约 14.8 倍



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

盈利预测与投资建议。公司为全球小家电代工龙头，外销订单预计整体平稳。内销方面，摩飞自主品牌表现较优，收购摩飞商标叠加新品放量预期下，公司内销亮点颇多。我们预计公司 2022-24 年归母净利润分别为 10.79/12.44/14.33 亿元，同增 36.2%/15.3%/15.2%，基于公司内销改善+业绩弹性高+估值低位，我们上调为“买入”评级。

风险提示

原材料成本继续上行。成本结构中直接原材料占比超过 80%，若价格进一步上涨将继续压制公司毛利，影响盈利能力。

竞争格局恶化。若格局将导致费用投放增加，费效比降低，大宗商品降价的红利不能落实到公司盈利层面。

推新不及预期。小家电上新节奏加快，单个 SKU 生命周期缩短，推新能力是产品供给能力重要的维度。

收购不及预期风险：交易披露内容为最新进展，交易价格、推进日期等细节内容尚未确定，故该收购存在不及预期风险。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

| 投资建议的评级标准 | | 评级 | 说明 |
|---|------|----|------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期基准指数涨幅在15%以上 |
| | | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间 |
| | | 持有 | 相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间 |
| | | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在5%以上 |
| | 行业评级 | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在10%以上 |
| | | 中性 | 相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| | | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在10%以上 |

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com