

## 新宝股份 (002705.SZ) 推新节奏加快或带动内销改善，外销短期仍有支撑

2024年04月08日

——公司深度报告

投资评级：买入（维持）

吕明（分析师）

周嘉乐（分析师）

林文隆（联系人）

lvming@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

linwenlong@kysec.cn

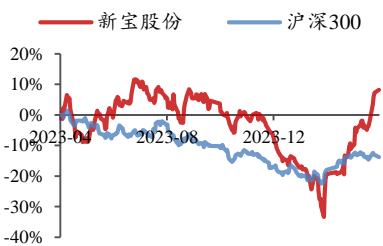
证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

证书编号：S0790122070043

日期	2024/4/8
当前股价(元)	18.23
一年最高最低(元)	19.29/10.80
总市值(亿元)	149.83
流通市值(亿元)	149.14
总股本(亿股)	8.22
流通股本(亿股)	8.18
近3个月换手率(%)	55.35

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《2023Q4 外销持续高增，内销增速企稳——公司信息更新报告》-2024.3.3

《2023Q3 外销显著修复，汇率波动影响利润——公司信息更新报告》-2023.11.4

《2023Q2 外销恢复正增长，继续看好海外库存去化背景下外销持续恢复——公司信息更新报告》-2023.8.30

### ● 推新节奏加快或带动内销改善，外销短期仍有支撑，维持“买入”评级

AWE 展摩飞释放推新信号，内销品牌上新节奏或加快，看好 2024H2 高盈利品牌业务改善拉动公司整体盈利和估值提升。外销方面，出口/零售/上市公司财报等多维度数据佐证欧美小家电需求未明显走弱，叠加 2024H1 同期仍低基数，预计短期代工业务仍将保持增长。我们上调 2023-2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年净利润为 9.77/11.97/13.64 亿元（原值为 9.77/11.05/12.57 亿元），对应 EPS 为 1.18/1.45/1.65 元，当前股价对应 PE 分别为 15.4/12.6/11.0 倍，维持“买入”评级。

### ● 内销品牌推新节奏或加快，有望带动 2024H2 内销增速改善及盈利提升

2022 年以来内销摩飞品牌增速放缓一方面系行业需求回落，另一方面或系公司推新节奏放缓使得新品贡献减少（因此单靠老品销售较难支撑较高增长）。久谦数据显示 2021~2023 年新品销售占比分别为 40%/29%/19%，新品营收同比分别 +5%/-23%/-46%，新品贡献度降低或为公司内销增速较此前放缓的主要原因。近期 AWE 展摩飞品牌释放推新信号，全年内销品牌上新节奏有望加快。AWE 展摩飞展出全自动咖啡机、两款净饮水机（制热+净水+制氢+反渗透）、洗地机（多合一）、制冰机、辅食机、内衣裤洗衣机等，多款新品预计 2024H1 推出，叠加 2024Q1 以及 2023Q4 期末推出的多款新品，上新节奏加快有望带动内销品牌增速提升。内销品牌作为高盈利业务，增速改善有望拉动公司整体盈利和估值提升。

### ● 欧美小家电需求未明显走弱，叠加 2024H1 同期低基数，短期外销仍有支撑

多维度佐证欧美小家电需求并未明显走弱：（1）2024M1-M2 出口欧美小家电维持高增长，部分品类增速环比 2023Q4 提升。细分市场上看美国和欧洲仍是小家电出口增长主要拉动市场。（2）德龙、SEB、SharkNinja 为代表的小家电企业西欧营收持续恢复，东北欧等其他地区实现高增长，北美市场延续正增长态势，整体反馈 2023 年欧美小家电需求并不弱，2024 年预期仍能实现增长。（3）零售数据进一步验证欧洲小家电需求不弱，卖家精灵数据显示 2024M1-M2 英国/德国/法国三大市场亚马逊渠道维持双位数增长趋势。展望后续，较强的就业市场及工资增速预计对美国短期需求仍有支撑。SharkNinja/VESYNC/SEB Group 等小家电龙头企业持续深耕欧洲市场。因此从宏观环境上看预计短期欧美小家电需求仍有支撑，叠加 2024H1 同期低基数，我们预计代工业务短期仍将保持增长趋势。

### ● 风险提示：海外需求快速回落；行业竞争加剧；新品拓展不及预期等。

### 财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	14,912	13,696	14,647	16,653	18,319
YOY(%)	13.0	-8.2	6.9	13.7	10.0
归母净利润(百万元)	792	961	977	1,197	1,364
YOY(%)	-29.2	21.3	1.6	22.5	14.0
毛利率(%)	17.6	21.1	22.7	23.0	23.1
净利率(%)	5.3	7.0	6.7	7.2	7.4
ROE(%)	13.4	14.5	12.6	14.0	14.3
EPS(摊薄/元)	0.96	1.16	1.18	1.45	1.65
P/E(倍)	19.0	15.7	15.4	12.6	11.0
P/B(倍)	2.5	2.2	1.9	1.7	1.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 核心观点.....	3
2、 外销：短期仍有支撑，欧美小家电需求存韧性+同期低基数.....	4
2.1、 进出口维度：2024M1-M2 出口保持高增长，欧洲及美国为主要增长市场.....	4
2.2、 上市公司维度：欧美小家电需求不弱，西欧市场持续恢复/东北欧等地区高增长/北美延续正增长态势.....	6
2.3、 零售维度：亚马逊为代表美国零售增长有所放缓，欧洲小家电仍保持双位数增长.....	8
2.4、 外销景气：预计短期欧美小家电需求仍有支撑.....	9
3、 内销：推新节奏或加快，关注 2024 年新品周期.....	11
4、 盈利预测与投资建议.....	12
5、 风险提示.....	13
附：财务预测摘要.....	14

## 图表目录

图 1： 2024M1-M2 榨汁机/食品研磨机/多士炉/咖啡机等多品类出口数量同比维持高增长.....	4
图 2： 2024M1-M2 榨汁机/食品研磨机/多士炉/咖啡机等多品类出口金额同比维持高增长.....	4
图 3： 受人民币贬值以及海外品牌商促销去库存影响，2023Q2 以来小家电出口整体均价呈下降趋势.....	4
图 4： 2024M1-M2 出口高增长主要系欧洲及美国出口带动.....	5
图 5： 2024M1-M2 小家电出口美国数量同比+23%，保持双位数增长.....	6
图 6： 2024M1-M2 小家电出口欧洲数量同比+24%，保持双位数增长.....	6
图 7： 美国进口数据角度上看，2024M1 小家电各品类进口金额维持双位数增长，与中国出口数据趋势相当.....	6
图 8： 2024M1-M2 美国小家电零售增速有所放缓，欧洲五国亚马逊零售增长仍维持双位数增长，英国、德国、法国为代表延续较高增长.....	9
图 9： 2024 年 2 月美国零售数据回暖，杂货店零售、汽车、家电和建材等消费是主要贡献项.....	9
图 10： 2024 年 2 月美国新增非农就业 27.5 万人，高于前值的 22.9 万人，就业供给仍偏紧.....	10
图 11： 2024 年 1 月较高的工资增速以及股利收入增长仍支撑个人可支配收入同比增长 5%.....	10
图 12： 2022-2023 年上新节奏相较于 2021 年有所放缓.....	11
图 13： 2022-2023 年新品占公司营收比重减少.....	11
图 14： 2022-2023 年新品营收同比分别-23%/-46%.....	11
图 15： 预计 2024 年摩飞品牌上新节奏较 2023 年加快.....	12
图 16： AWE 展摩飞释放推新信号，包括全自动咖啡机、净饮机、洗地机（多合一）、制冰机、辅食机、内衣裤洗衣机等多款新品.....	12
表 1： 2023 年西欧小家电市场持续恢复，东北欧等欧洲其他地区实现高增长，北美市场延续正增长态势.....	7

## 1、核心观点

- 内销方面，AWE 展释放推新信号，摩飞上新节奏或加快从而带动 2024H2 内销品牌业务增速改善

小家电属于供给创造需求行业，2022 年以来内销摩飞品牌增速放缓一方面系行业需求回落，另一方面或系公司推新节奏放缓使得新品贡献减少（因此单靠老品销售较难支撑较高增长）。久谦数据显示 2021~2023 年新品销售占比分别为 40%/29%/19%，新品营收同比分别+5%/-23%/-46%，随着上新节奏放缓 2022-2023 年新品贡献度降低，且 2023 年新品规模下滑为摩飞品牌下滑主要因素。

近期 AWE 展摩飞品牌释放推新信号，全年内销品牌上新节奏有望加快。AWE 展摩飞展出全自动咖啡机、两款净饮机（制热+净水+制氢+反渗透）、洗地机（多合一）、制冰机、辅食机、内衣裤洗衣机等，多款新品预计 2024H1 推出，叠加 2024Q1 以及 2023Q4 期末推出的多款新品，上新节奏加快有望带动内销品牌增速提升。

- 外销方面，多角度可佐证当前欧美小家电需求并未明显走弱，叠加 2024H1 同期低基数，短期公司外销仍有支撑

(1) 进出口数据维度，2024M1-M2 出口欧美小家电维持高增长：2024M1-M2 厨房小家电/吸尘器/空气净化器等出口数量保持高增长，部分品类增速环比 2023Q4 提升。细分市场上看，2024M1-M2 主要小家电出口至美国/欧盟主要国家增速分别为 23%/24%，美国和欧洲仍是小家电出口增长主要拉动市场。从美国进口数据也能印证当前小家电出口延续 2023Q4 亮眼表现，与中国出口数据趋势相当。

(2) 上市公司维度：德龙、SEB、SharkNinja 为代表的小家电上市公司自 2023Q3 以来营收持续改善，其中西欧小家电市场持续恢复，东北欧等欧洲其他地区实现高速增长，北美市场延续正增长态势，整体反馈 2023 年欧美小家电需求并不弱，2024 年预期仍能实现增长，对后市预期相对积极。

(3) 零售数据进一步验证欧洲小家电需求不弱，年初以来欧洲特别是英国/德国/法国三大市场维持双位数增长趋势。卖家精灵数据显示，2023Q2/2023Q3/2023Q4/2024M1-M2 美国亚马逊厨房小家电整体销售额同比分别+10%/-2%/+12%/-7%，增速相对稳定。欧洲五国亚马逊（英国、法国、德国、意大利、西班牙）厨房小家电整体销售额同比分别+26%/+28%/+31%/+14%，分国家上看，英国、德国、法国延续较高增长（2024M1-M2 均维持双位数增长趋势），与此前上市公司欧洲区域表现相符。

展望后续：(1) 美国方面，尽管超额储蓄将耗尽，但较强的就业市场及工资增速预计对美国短期需求仍有支撑（2024 年 1 月较高的工资增速以及股利收入增长仍支撑个人可支配收入同比增长 5%，高于 CPI 增速）。(2) 欧洲方面，SharkNinja/VESYNC/SEB Group 为代表的小家电企业持续推新有望带动短期需求稳定。因此从宏观环境上看预计短期欧美小家电需求仍有支撑，叠加公司外销持续引入新品类（例如布艺清洁机、果蔬清洗机、个护等），我们预计公司外销代工业务短期仍将保持增长趋势。

## 2、外销：短期仍有支撑，欧美小家电需求存韧性+同期低基数

### 2.1、进出口维度：2024M1-M2 出口保持高增长，欧洲及美国为主要增长市场

2024M1-M2 厨房小家电/吸尘器/空气净化器等出口数量保持高增长，部分品类增速环比 2023Q4 提升。海关总署数据显示 2024M1-M2 吸尘器/空气净化器/食品研磨机/果蔬榨汁机/其他电咖啡和壶/泵压咖啡机/滴液咖啡机/多士炉累计销量同比分别+32%/+33%/+44%/+34%/+31%/+34%/+35%，其中吸尘器/食品研磨机/其他电咖啡和壶/泵压咖啡机/多士炉年初累计增速较 2023Q4 环比提升。均价层面，2023Q2 以来各小家电品类出口均价呈下降趋势，或主要系人民币贬值以及海外品牌商促销去库存影响。

图1：2024M1-M2 榨汁机/食品研磨机/多士炉/咖啡机等  
多品类出口数量同比维持高增长

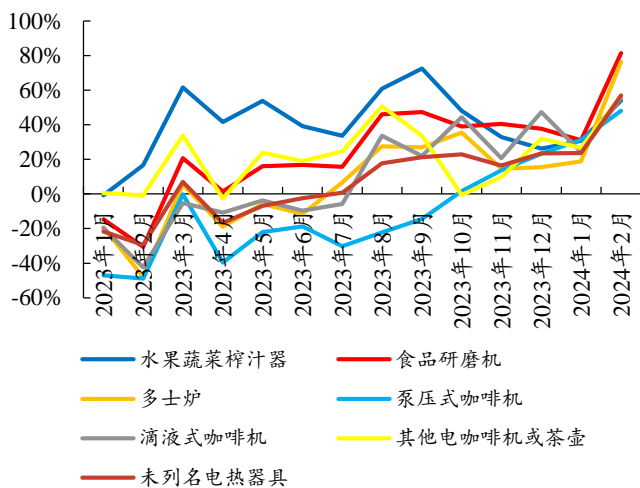
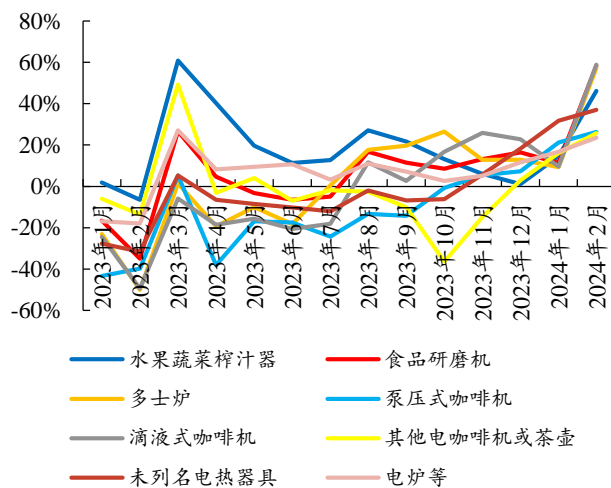


图2：2024M1-M2 榨汁机/食品研磨机/多士炉/咖啡机等  
多品类出口金额同比维持高增长



数据来源：海关总署、开源证券研究所

数据来源：海关总署、开源证券研究所

图3：受人民币贬值以及海外品牌商促销去库存影响，2023Q2 以来小家电出口整体均价呈下降趋势

出口均价同比（美元计价）	2024-02	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01
水果蔬菜榨汁器	-3.84%	-12.25%	-19.91%	-20.33%	-23.58%	-29.43%	-20.98%	-15.70%	-20.03%	-22.20%	-0.44%	-0.34%	-19.84%	2.72%
食品研磨机	-12.70%	-15.09%	-15.49%	-19.43%	-21.96%	-24.32%	-20.08%	-17.83%	-20.05%	-16.63%	3.04%	4.83%	-6.44%	-2.40%
多士炉	-10.93%	-7.99%	-2.32%	-1.39%	-6.64%	-5.16%	-7.35%	-5.12%	-7.32%	-4.45%	-0.60%	-4.64%	-4.00%	-4.55%
泵压式咖啡机	-14.72%	-7.70%	-13.03%	-7.31%	-2.32%	0.10%	11.60%	8.42%	1.49%	6.70%	2.46%	5.58%	17.73%	7.15%
滴液式咖啡机	2.01%	-11.74%	-16.71%	4.29%	-19.20%	-15.93%	-16.52%	-13.44%	-12.20%	-12.33%	-8.39%	-0.66%	-12.20%	-6.08%
其他电咖啡机或茶壶	-19.78%	-8.32%	-22.03%	-22.41%	-36.10%	-32.68%	-35.88%	-21.44%	-21.78%	-15.98%	-0.48%	11.60%	-12.98%	-6.57%
未列名电热器具	-12.69%	6.58%	-4.32%	-9.14%	-23.75%	-23.13%	-16.67%	-12.67%	-7.32%	-1.88%	12.18%	-1.48%	-3.02%	-7.00%
合计（不含电炉）	-17.52%	-5.42%	-11.08%	-12.96%	-21.23%	-20.54%	-15.99%	-9.82%	-5.35%	-2.66%	9.82%	6.40%	2.98%	-2.80%

数据来源：海关总署、开源证券研究所

细分市场上看，2024M1-M2 主要小家电出口至美国/欧盟主要国家增速分别为 23%/24%，美国和欧洲仍是小家电出口增长主要拉动市场：

（1）吸尘器：2024M1-M2 美国/欧盟/东盟主要国家出口数量同比分别 +5%/+29%/+60%，出口东盟增速高于出口整体增速。

(2) 空气净化器: 2024M1-M2 美国/欧盟主要国家出口数量同比分别+51%/-1%, 美国作为空气净化器主要市场增速高于出口整体。

(3) 食品研磨机: 2024M1-M2 美国/欧盟/东盟主要国家出口数量同比分别+27%/+35%/+50%, 美国/欧盟主要国家出口增速延续 2023Q4 表现。

(4) 水果蔬菜榨汁机: 2024M1-M2 美国/欧盟/东盟主要国家出口数量同比分别+13%/+79%/+25%, 欧盟主要国家出口增速环比提升显著。

(5) 其他电咖啡和壶: 2024M1-M2 美国/欧盟/东盟主要国家出口数量同比分别+54%/+33%/-13%, 出口至美国数量延续 2023Q4 高增长表现, 此外出口至拉美/非洲等地区数量亦保持较高增速。

(6) 压力咖啡机: 2024M1-M2 美国/欧盟主要国家出口数量同比分别+48%/+38%, 出口至美国数量由负增长恢复至高双位数增长, 出口至欧盟主要国家数量增速环比提升。

(7) 滴漏咖啡机: 2024M1-M2 美国/欧盟主要国家出口数量同比分别+40%/+34%, 美国/欧盟主要国家出口增速延续高双位数增长表现。

(8) 烤面包机(多士炉): 2024M1-M2 美国/欧盟主要国家出口数量同比分别+54%/+36%, 美国/欧洲作为面包机主要市场出口增速高于整体出口增速。

图4: 2024M1-M2 出口高增长主要系欧洲及美国出口带动

出口数量同比	2024-02	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06
水果蔬菜榨汁器	54%	31%	26%	33%	48%	72%	61%	34%	39%
东盟	-24%	113%	83%	41%	52%	111%	136%	101%	9%
欧盟主要国家	238%	34%	14%	47%	-9%	42%	29%	1%	14%
美国	42%	1%	-20%	12%	72%	96%	40%	42%	87%
食品研磨机	81%	31%	38%	41%	39%	47%	46%	16%	17%
东盟	32%	66%	72%	83%	76%	65%	90%	34%	-12%
欧盟主要国家	127%	8%	17%	29%	49%	44%	34%	7%	-17%
美国	54%	13%	37%	22%	22%	73%	52%	7%	45%
多士炉	76%	19%	16%	15%	36%	27%	28%	7%	-12%
东盟	27%	44%	19%	-1%	-18%	4%	20%	-17%	-24%
欧盟主要国家	32%	0%	31%	12%	37%	42%	28%	0%	-7%
美国	98%	-6%	17%	61%	37%	12%	5%	-13%	-1%
泵压式咖啡机	48%	31%	23%	14%	2%	-14%	-22%	-30%	-19%
东盟	39%	38%	37%	11%	-9%	-13%	-13%	-19%	-12%
欧盟主要国家	109%	20%	-14%	5%	-8%	-13%	-60%	-55%	-37%
美国	56%	24%	47%	21%	44%	22%	34%	-6%	-10%
东盟	39%	30%	19%	3%	36%	38%	21%	13%	-3%
欧盟主要国家	77%	28%	62%	48%	61%	32%	49%	-23%	-23%
美国	57%	27%	32%	10%	0%	34%	51%	25%	19%
东盟	-11%	-14%	33%	-20%	-4%	7%	42%	-11%	-15%
欧盟主要国家	88%	17%	103%	13%	85%	81%	-25%	7%	40%
美国	104%	33%	17%	95%	61%	58%	65%	19%	43%
未列名电热器具	57%	24%	23%	16%	23%	21%	18%	1%	-2%
东盟	27%	44%	19%	-1%	-18%	4%	20%	-17%	-24%
欧盟主要国家	32%	0%	31%	12%	37%	42%	28%	0%	-7%
美国	98%	-6%	17%	61%	37%	12%	5%	-13%	-1%
合计	64%	26%	28%	22%	28%	29%	27%	6%	3%

数据来源: 海关总署、开源证券研究所

图5: 2024M1-M2 小家电出口美国数量同比+23%, 保持双位数增长

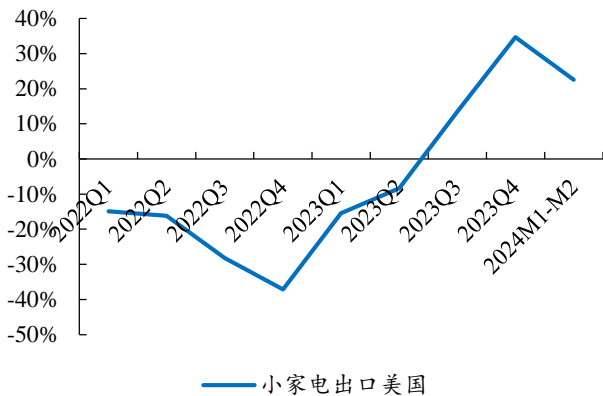
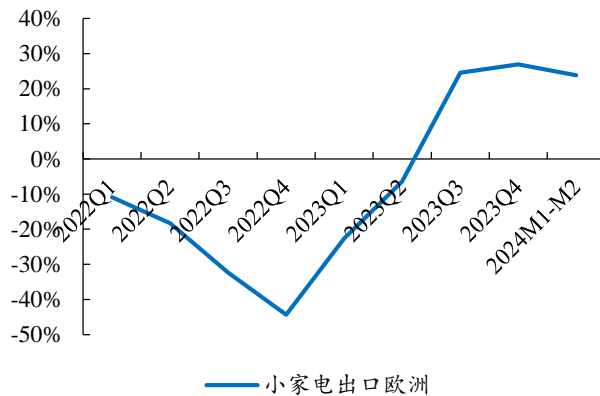


图6: 2024M1-M2 小家电出口欧洲数量同比+24%, 保持双位数增长

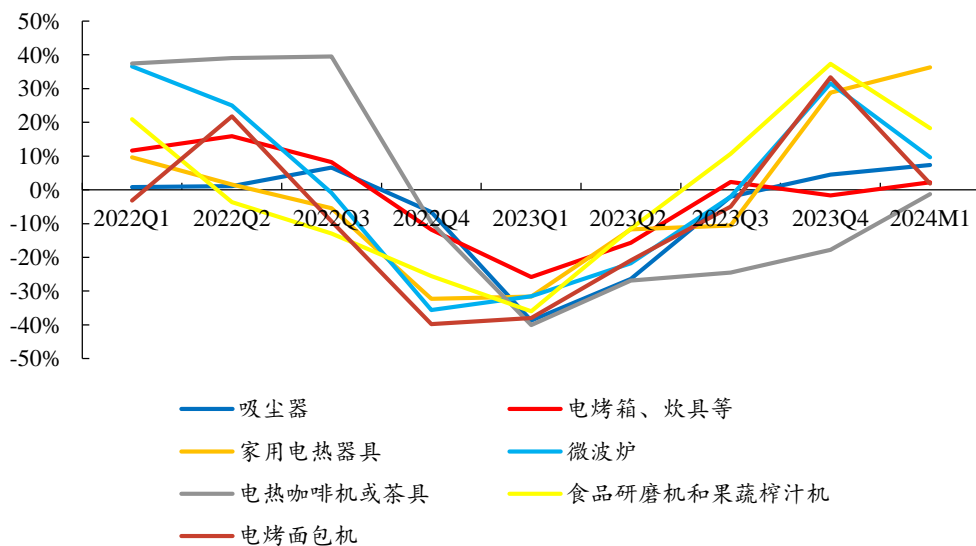


数据来源: 海关总署、开源证券研究所

数据来源: 海关总署、开源证券研究所

从美国进口数据也能印证当前小家电出口延续 2023Q4 亮眼表现, 与中国出口数据趋势相当。UN COMTRADE 数据显示, 2024M1 美国小家电(吸尘器、电烤箱、电热器具、食物加工机等)进口金额同比+12%, 环比 2023Q4 同比增速有所提升, 其中家电电热器具、微波炉、食品研磨机和果蔬榨汁机同比增速 10%及以上。

图7: 美国进口数据角度看, 2024M1 小家电各品类进口金额维持双位数增长, 与中国出口数据趋势相当



数据来源: UN COMTRADE、开源证券研究所

## 2.2、上市公司维度: 欧美小家电需求不弱, 西欧市场持续恢复/东北欧等地区高增长/北美延续正增长态势

德龙、SEB、SharkNinja 为代表的小家电上市公司自 2023Q3 以来营收持续改善, 其中西欧小家电市场持续恢复, 东北欧等欧洲其他地区实现高增长, 北美市场延续正增长态势, 整体反馈 2023 年欧美小家电需求并不弱, 2024 年预期仍能实现增长。

(1)德龙集团, 分区域上看 2023Q3/2023Q4 欧洲市场营收同比分别+9%/+13%,

其中西南欧营收持续恢复（2023Q4 德国和法国均实现高增长），东北欧全年实现双位数增长且 2023Q4 增速提升（英国等地区持续增长）。美洲 2023Q3/Q4 营收同比分别+13.8%/-5.7%，短期受退出移动空调业务影响。德龙集团预期 2024 年收入同比增长 9~11%，后市判断相对积极。

(2)SEB 集团,分区域上看 2023Q3/Q4 EMEA 区域营收同比分别+7%/+10.9%，其中西欧区域法国和德国贡献主要增长（德国单四季度同比双位数增长，且反馈分销商去库存基本结束）；中欧和东欧全年实现较大幅度增长（空气炸锅、清洁电器等拉动）；美洲 2023Q3/Q4 营收同比分别+15.5%/+7%，2023Q4 增速有所放缓主要系北美零售商库存管理相对谨慎，但仍保持增长趋势。SEB 集团预期 2024 年成熟国家消费者业务将实现更广泛增长，后市预期相对积极。

(3) SharkNinja,分区域上看 2023Q3/Q4 欧洲市场营收同比分别+85%/+59%，主要系英国市场占比持续提升（2023/2023Q4 英国市场占比提升至 19.7%/21%），从品类结构上看厨房小家电仍是增长主要动力（主要系 SharkNinja 持续开拓欧洲市场，导入美容护发、空气净化器、空气炸锅等新品类）；北美市场 2023Q3/Q4 营收同比分别+2.5%/+8%，2023Q4 增速环比提升主要系厨房小家电拉动。SharkNinja 预期 2024 年营收同比增长 5%~7%，后市预期相对中性。

(4) Hamilton, 2023Q3/Q4 营收同比分别+1.9%/+5.4%，2023Q4 营收增速边际改善，主要市场美国、墨西哥以及拉丁美洲收入均有增长。Hamilton 预期 2024 年实现小幅增长，后市预期相对中性。

表1：2023 年西欧小家电市场持续恢复，东北欧等欧洲其他地区实现高增长，北美市场延续正增长态势

	2023	2023Q3	2023Q4	Q4 业绩说明
De'longhi Revenue	-0.20%	8.10%	8%	(1) 西南欧：全年有所下滑，但 H2 和 Q4 同比增长 10%左右，其中 2023Q4 德国和法国实现高增长。 (2) 东北欧：全年实现积极增长，包括英国、捷克、斯洛伐克等地区持续增长。 (3) 美洲：受退出移动空调影响，咖啡机表现相对积极。 (4) 全年成本控制严格，利润率显著改善。基于近期业绩持续改善，2024 年收入预期增长 9-11%。
Europe	3.10%	9.00%	12.90%	
South-West Euro	-1.90%	7.00%	10.10%	
North-East Euro	10.70%	11.80%	16.80%	
MEIA	-7.90%	-2.30%	13.40%	
Americas	-9.70%	13.80%	-5.70%	
Asia-Pacific	2.40%	2.50%	4.80%	
	2023	2023Q3	2023Q4	Q4 业绩说明
SEB Group Consumer	3.20%	5.50%	7.70%	消费者业务自 2023Q2 起逐步恢复，分区域看 Q4： (1) 西欧：法国和德国贡献主要增长，西班牙/比利时等同样保持增长，其中德国 Q4 实现双位数增长。欧洲分销商去库存基本结束。 (2) 中欧和东欧 2023 年实现较大幅度增长，包括空气炸锅、地板护理类产品增长。土耳其和埃及均实现高增长。 (3) 北美：北美零售商库存管理相对谨慎，墨西哥实现双位数增长。 (4) 预期 2024 年成熟国家消费者业务实现更广泛增长，新兴市场保持良好态势。
EMEA	6.60%	7.00%	10.90%	
West Euro	-0.40%	-3.40%	6.10%	
Others	23.20%	29.70%	21.70%	
Americas	1.40%	15.50%	7.00%	
North America	-2.80%	14.90%	0.00%	
Asia	-0.60%	-1.10%	2.90%	
China	1.00%	0.20%	3.30%	
	2023	2023Q3	2023Q4	Q4 业绩说明
SharkNinja	14.43%	13.07%	16.48%	2023/2023Q4 英国市场占比提升至 19.7%/21%，美国市场占比 65.4%/65.1%。
North America	3.26%	2.48%	7.98%	
Europe	70.45%	85.14%	58.81%	

	Rest of World	-1.46%	-10.51%	-43.03%	
<b>分品类</b>					
Cleaning Appliances	-5.81%	-10.74%	-6.67%		(1) 整体增长主要由烹饪电器以及个护等其他电器贡献，清洁电器同比下滑主要系美国有绳及无绳市场下滑。烹饪电器增长主要系英国市场驱动，个护等其他电器主要系美容护发以及空气净化器新品拉动。
Cooking and Beverage Appliances	33.66%	30.29%	31.55%		
Food Preparation Appliances	30.61%	31.13%	10.99%		
Others	190.77%	223.21%	165.56%		(2) 毛利率同比提升 7PCT 主要系供应链优化+成本下降+DTC 渠道高增长。 (3) 预期 2024 年营收同比增长 5%~7%
	<b>2023</b>	<b>2023Q3</b>	<b>2023Q4</b>	<b>2024E</b>	
NEWELL, Home and Commercial Solutions	-14.70%	-7.30%	-8.20%		2024 年核心业务预期同比下滑 3%~6%
	<b>2023</b>	<b>2023Q3</b>	<b>2023Q4</b>	<b>Q4 业绩说明</b>	
Hamilton	-2.39%	1.86%	5.35%	(1) 主要市场美国、墨西哥以及拉丁美洲收入增长，加拿大市场收入下滑。 (2) 预期 2024 年厨小电市场有所下滑，但公司希望实现温和增长，H1 及 H2 均小幅增长。	
	<b>2023</b>	<b>2023Q3</b>	<b>2023Q4</b>	<b>Q4 业绩说明</b>	
Electrolux	-0.32%	-5.16%	-0.37%	欧洲和北美市场更多消费者转向更低价格产品	
<b>Europe</b>	<b>-2.63%</b>	<b>-4.40%</b>	<b>0.12%</b>		
<b>North America</b>	<b>-4.14%</b>	<b>-7.85%</b>	<b>-14.94%</b>		
Latin America	19.00%	10.36%	27.55%		
Asia-Pacific, Middle East and Africa	-11.04%	-21.02%	-4.25%		
<b>分品类</b>					
Taste	-2.14%				
Care	3.42%				
Wellbeing	0.79%			小家电、空调、清洁电器	

资料来源：各公司公告、开源证券研究所

## 2.3、零售维度：亚马逊为代表美国零售增长有所放缓，欧洲小家电仍保持双位数增长

零售数据进一步验证欧洲小家电需求不弱，年初以来美国零售增速有所放缓，欧洲特别是英国/德国/法国三大市场维持双位数增长趋势。卖家精灵数据显示，2023Q2/2023Q3/2023Q4/2024M1-M2 美国亚马逊厨房小家电整体销售额同比分别+10%/-2%/+12%/-7%。欧洲五国亚马逊（英国、法国、德国、意大利、西班牙）厨房小家电整体销售额同比分别+26%/+28%/+31%/+14%，其中烤箱类（含空炸）同比分别+72%/+38%/+31%/+24%，维持高增长，此外水壶/电烤炉/食品加工类产品亦维持不同程度正增长趋势。分国家上看，英国、德国、法国延续较高增长（2024M1-M2 均维持双位数增长趋势），与此前上市公司欧洲区域表现相符。



图8：2024M1-M2 美国小家电零售增速有所放缓，欧洲五国亚马逊零售增长仍维持双位数增长，英国、德国、法国为代表延续较高增长

	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024M1-M2
<b>美国亚马逊</b>				
厨小电整体	10%	-2%	12%	-7%
吸尘器（含扫地机）	126%	43%	-28%	-49%
空气净化器	102%	24%	9%	-8%
<b>欧洲五国亚马逊</b>				
厨小电整体	26%	28%	31%	14%
食品加工类	27%	30%	32%	7%
烤箱类（含空炸）	72%	38%	31%	24%
水健康类（水壶、热水器）	14%	18%	34%	13%
电烤炉等	19%	1%	39%	18%
吸尘器（含扫地机）	31%	41%	34%	14%
空气净化器	32%	14%	43%	20%
<b>厨小电欧洲细分市场</b>				
英国	32%	13%	26%	19%
德国	21%	49%	52%	33%
法国	14%	20%	57%	22%
意大利	22%	54%	2%	-6%
西班牙	38%	17%	16%	-17%

数据来源：卖家精灵、开源证券研究所

## 2.4、外销景气：预计短期欧美小家电需求仍有支撑

- 美国方面，尽管超额储蓄将耗尽，但较强的就业市场及工资增速预计对美国短期需求仍有支撑：

(1) 零售数据上看，2024年2月零售数据回暖，杂货店零售、汽车、家电和建材等消费是主要贡献项。2024年2月美国零售环比升0.6%（季调，下同），2月美国迎来总统节假日，叠加天气回暖，居民消费需求回暖，杂货店零售业消费增速提升。此外中长期房贷利率有望进入回落通道，美国房地产市场有望在今年开启新一轮上行周期（2024年2月美国成屋销售环比持续增长），带动电子和家用电器（+1.5%）、建筑建材（+2.2%）等消费回暖。

图9：2024年2月美国零售数据回暖，杂货店零售、汽车、家电和建材等消费是主要贡献项

美国零售同比（季调，%）	月度变化	2024-02	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01	
零售总计	0.6	0.80	-0.42	4.21	2.55	1.32	3.11	1.98	1.60	0.39	1.05	0.24	0.86	4.27	5.93	
<b>非耐用品</b>																
食品和饮料	0.5	0.41	0.89	0.76	0.74	0.73	1.62	2.03	2.28	1.22	2.82	3.77	4.36	5.74	5.46	
食品杂货	0.9	0.19	1.10	0.23	0.45	0.51	1.49	2.11	2.11	1.01	2.66	3.96	4.83	6.22	5.53	
服装及服装配饰	1.8	1.31	-0.46	4.93	1.57	-0.23	0.12	2.36	2.90	-0.75	-0.07	-1.99	-1.88	3.40	9.29	
运动、爱好、书及音乐	0.5	-3.01	-3.48	-2.49	0.12	-2.30	-1.42	-2.03	1.37	-0.71	0.76	0.47	1.43	3.10	7.63	
保健和个人护理	2.3	1.69	4.04	10.48	9.86	10.33	8.61	8.74	7.31	7.76	9.21	7.82	7.68	9.48	6.01	
加油站	2.8	-4.51	-7.36	-6.09	-10.34	-8.68	-3.37	-8.64	-20.69	-23.09	-20.66	-14.73	-13.10	-0.92	6.77	
日用品商场	1.5	0.75	0.24	2.80	0.97	1.42	1.27	2.29	2.62	0.58	2.01	2.25	2.89	6.20	7.47	
杂货零售业	2.9	3.20	0.26	5.76	7.04	4.33	2.92	-3.54	1.11	1.48	2.96	2.67	2.02	4.08	9.53	
无店铺零售	1.0	6.37	7.38	9.34	8.86	6.58	8.58	7.37	9.02	8.25	7.74	7.37	7.25	9.11	6.26	
<b>耐用品</b>																
电子和家用电器	2.8	1.94	-0.87	5.45	6.20	1.00	-0.89	-0.65	-3.53	-0.31	-3.56	-8.61	-5.30	-0.22	3.90	
机动车辆及零部件	3.5	1.37	-2.14	9.38	5.80	3.24	6.49	4.58	7.27	5.91	5.31	-0.07	0.70	1.27	4.76	
家具和家用装饰	3.7	-10.08	-13.82	-6.49	-5.11	-11.98	-6.50	-7.96	-5.82	-4.41	-7.81	-9.07	-4.16	-0.03	5.81	
建筑材料、园林设备及物料	2.6	-6.10	-8.72	-2.91	-3.62	-5.24	-4.06	-4.25	-3.73	-3.53	-1.96	-4.62	-4.61	1.71	2.81	

数据来源：Wind、开源证券研究所

(2) 就业市场上看，当前劳动力市场供给仍相对偏紧，短期或仍将支撑工资增速。2023年美国失业率处历史低位，职位供需缺口处历史高位，劳动力市场紧张支撑较高工资增速。2024年2月美国新增非农就业27.5万人，高于前值的22.9万人，

2023年12月至2024年2月居民就业参与率维持较低水平，居民就业意愿相对不足但就业供给端仍偏紧，短期内或有助于美国居民收入端维持较强韧性，消费需求仍有支撑。

图10：2024年2月美国新增非农就业27.5万人，高于前值的22.9万人，就业供给仍偏紧

	2024-02	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01
新增非农总计(千人,下同)	275.00	229.00	290.00	182.00	165.00	246.00	210.00	184.00	240.00	303.00	278.00	146.00	287.00	482.00
商品生产	19.00	24.00	33.00	36.00	-10.00	27.00	33.00	7.00	42.00	14.00	33.00	-12.00	26.00	46.00
采矿业	0.00	-3.00	3.00	-4.00	-1.00	1.00	0.00	2.00	0.00	3.00	4.00	2.00	2.00	1.00
建筑业	23.00	19.00	18.00	15.00	22.00	13.00	31.00	11.00	33.00	16.00	20.00	-6.00	26.00	37.00
制造业:耐用品	2.00	-1.00	19.00	37.00	-33.00	9.00	3.00	9.00	19.00	1.00	10.00	-1.00	0.00	0.00
制造业:耐用品(汽车)	-0.40	2.40	4.60	33.20	-27.50	10.10	-4.30	2.90	4.40	5.70	9.00	-1.10	1.90	-6.50
制造业:非耐用品	-6.00	9.00	-7.00	-12.00	2.00	4.00	-1.00	-15.00	-10.00	-6.00	-1.00	-7.00	-2.00	8.00
服务生产	204.00	153.00	181.00	116.00	108.00	169.00	117.00	141.00	143.00	240.00	198.00	103.00	200.00	313.00
批发业	-1.20	-3.30	7.40	6.90	11.90	11.70	1.50	16.30	1.40	7.20	-1.00	9.20	12.50	11.20
零售业	18.70	15.20	32.30	-42.90	1.30	18.20	-5.60	5.60	-5.50	13.30	6.40	-27.20	88.50	33.60
运输和仓储业	19.70	-28.90	-18.30	-10.50	-8.50	9.20	-27.50	-10.70	-12.10	19.90	7.20	-16.10	-21.40	20.00
公用事业	3.20	1.90	2.40	1.60	1.50	2.00	2.80	-1.70	0.90	0.80	1.90	2.50	0.70	0.10
信息业	2.00	6.00	13.00	17.00	-26.00	11.00	-18.00	-28.00	-7.00	-3.00	-1.00	5.00	-18.00	-28.00
金融活动	1.00	-1.00	6.00	4.00	0.00	0.00	4.00	18.00	9.00	13.00	29.00	4.00	1.00	0.00
专业和商务服务	9.00	40.00	13.00	10.00	-5.00	-1.00	-1.00	-17.00	7.00	49.00	30.00	18.00	8.00	38.00
教育和保健服务	85.00	107.00	84.00	110.00	77.00	81.00	93.00	109.00	77.00	91.00	79.00	62.00	62.00	133.00
教育和保健服务:医疗保健	90.70	86.60	76.10	106.60	72.00	81.20	93.50	105.80	74.90	75.90	66.50	63.00	64.50	85.90
休闲和酒店业	58.00	8.00	41.00	10.00	57.00	27.00	52.00	41.00	60.00	39.00	42.00	35.00	67.00	90.00
其他服务业	9.00	8.00	0.00	10.00	-1.00	9.00	16.00	9.00	12.00	10.00	4.00	11.00	0.00	15.00

数据来源: Wind、开源证券研究所

从居民收入支出结构上看，当前个人可支配收入增速仍高于CPI增速，短期或仍有效支撑消费支出。2023年较高的工资增速以及税负减少使得个人可支配收入增速高于CPI同比增速。2024年1月个人所得税支出虽同比提升(+7%)，但较高的工资增速(+6%)以及股利收入增长(+6%)仍支撑个人可支配收入同比增长5%（高于CPI同比增速），叠加个人储蓄的减少使得个人总支出同比增长5%。

图11：2024年1月较高的工资增速以及股利收入增长仍支撑个人可支配收入同比增长5%

美国居民收入支出结构(同比)	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06
个人收入	5%	5%	5%	4%	5%	5%	5%	5%
薪酬收入	6%	7%	6%	6%	5%	6%	6%	7%
工资&薪酬	6%	7%	7%	6%	5%	6%	6%	7%
私人部门	5%	7%	6%	6%	5%	6%	6%	7%
政府部门	8%	6%	8%	8%	8%	7%	7%	7%
薪资补充	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
员工退休&保险金	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
政府社保金	6%	7%	7%	6%	6%	6%	6%	7%
经营收入	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
农业	53%	58%	52%	47%	43%	41%	38%	34%
非农	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
租金收入	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
资产收入	6%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	5%
利息收入	5%	5%	5%	7%	8%	8%	8%	8%
股利收入	6%	6%	2%	1%	1%	1%	1%	1%
转移收入	2%	0%	0%	0%	3%	3%	3%	3%
政府对个人的社会福利	2%	0%	0%	0%	3%	3%	3%	4%
其他个人经常转账收入	2%	3%	1%	7%	0%	5%	5%	6%
(扣除)对国家社保贡献	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
(扣除)个人当前税负	7%	9%	10%	11%	11%	12%	13%	14%
个人可支配收入	5%	7%	7%	7%	7%	8%	8%	9%
个人总支出	5%	7%	6%	6%	6%	6%	7%	6%
利息支出	5%	7%	6%	6%	6%	6%	7%	6%
转移支出	3%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	0%
消费支出	5%	6%	6%	5%	5%	5%	6%	5%
耐用品	1%	3%	2%	4%	4%	4%	2%	2%
非耐用品	3%	4%	4%	2%	0%	2%	3%	2%
服务	7%	7%	8%	8%	7%	8%	8%	8%
个人储蓄	1%	3%	1%	3%	3%	4%	3%	9%
CPI同比(%)	3.10	3.40	3.10	3.20	3.70	3.70	3.20	3.00

数据来源: Wind、开源证券研究所

### 3、内销：推新节奏或加快，关注 2024 年新品周期

小家电属于供给创造需求行业，2022 年以来内销摩飞品牌增速放缓一方面系行业需求回落，另一方面或系公司推新节奏放缓使得新品贡献减少（因此单靠老品销售较难支撑较高增长）。2021Q1~Q4 摩飞分别推出 4/4/10/6 款新品，2022Q1~Q4 摩飞分别推出 4/2/4/4 款新品，2023Q2~Q4 摩飞分别推出 5/1/6 款新品，2022-2023 年摩飞上新节奏明显放缓，且 2023 年有多款产品均在 Q4 推出，因此 2023 年新品贡献度相对更少。

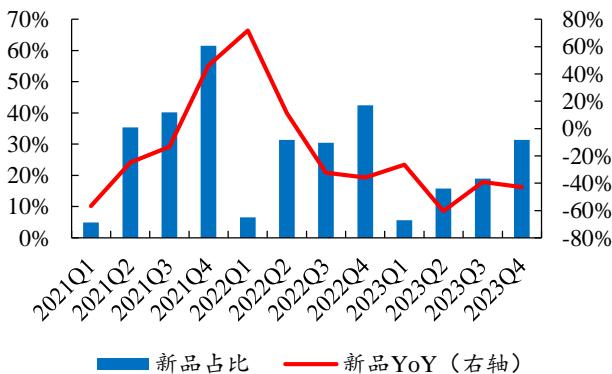
从线上新品贡献度可进一步佐证新品对摩飞品牌整体规模增长影响较大。久谦数据显示 2021~2023 年新品销售占比分别为 40%/29%/19%，新品营收同比分别 +5%/-23%/-46%，随着上新节奏放缓 2022-2023 年新品贡献度降低，且 2023 年新品规模下滑为摩飞品牌下滑主要因素。

图12：2022-2023 年上新节奏相较于 2021 年有所放缓

	Q1	Q2	Q3	Q4
2021	无线绞肉机、电饼铛、刀具消毒机、养生锅	气泡原汁机、套娃绞肉机、气泡果汁机、蒸汽挂烫机	多功能锅、破壁料理机、多功能轻煮锅、电热水壶、速蒸锅等10款新品	迷你养生壶、空气净化器、有雾加湿器、蒸汽拖把等6款新品
2022	洗地机、即热式茶饮机、食材净化机、便携运动果汁杯	破壁豆浆机、多功能电饭煲	有雾加湿器、刀具消毒机、即热净饮机、电熨斗	折叠暖菜板、多功能电压力锅、暖脚器、电磁炉
2023	-	柔音破壁机、微蒸烤空气炸锅、套娃料理机、多功能养生锅、便携式榨汁桶	便携式烧水壶	养生壶、双胆电饭煲、折叠踢脚线暖脚器等6款新品

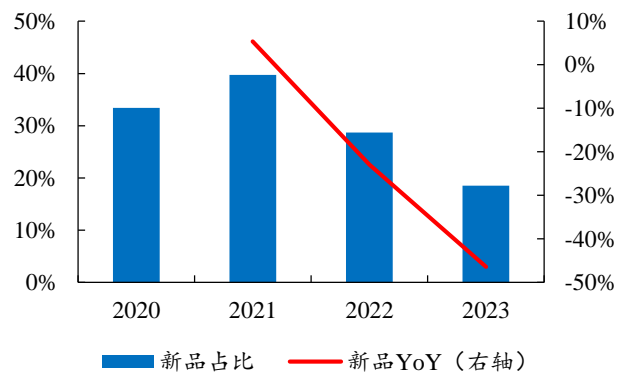
资料来源：Morphyrichards 摩飞公众号、开源证券研究所（新品定义为当年推出并产生销售的产品）

图13：2022-2023 年新品占公司营收比重减少



数据来源：久谦数据、开源证券研究所

图14：2022-2023 年新品营收同比分别-23%/-46%



数据来源：久谦数据、开源证券研究所

近期 AWE 展摩飞品牌释放推新信号，全年内销品牌上新节奏有望加快。AWE 展摩飞展出全自动咖啡机、两款净饮机（制热+净水+制氢+反渗透）、洗地机（多合一）、制冰机、辅食机、内衣裤洗衣机等，多款新品预计 2024H1 推出，叠加 2024Q1 以及 2023Q4 期末推出的多款新品，上新节奏加快有望带动 2024 年新品贡献度提升，

内销品牌增速有望改善。

图15: 预计 2024 年摩飞品牌上新节奏较 2023 年加快

	Q1	Q2	Q3	Q4
2023	-	柔音破壁机、微蒸烤空气炸锅、套娃料理机、多功能养生锅、便携式榨汁桶	便携式烧水壶	养生壶、双胆电饭煲、折叠踢脚线暖脚器等6款新品
2024E	多功能电蒸锅、即热茶饮机、无线便携式榨汁桶	预计推出两款净饮机、制冰机、全自动咖啡机、内衣裤洗衣机、洗地机、辅食机等产品		

资料来源: Morphyrichards 摩飞公众号、AWE 展、开源证券研究所

图16: AWE 展摩飞释放推新信号, 包括全自动咖啡机、净饮机、洗地机 (多合一)、制冰机、辅食机、内衣裤洗衣机等多款新品



资料来源: AWE 展、开源证券研究所

## 4、盈利预测与投资建议

AWE 展摩飞释放推新信号, 内销品牌上新节奏或加快, 看好 2024H2 高盈利品牌业务改善拉动公司整体盈利和估值提升。外销方面, 出口/零售/上市公司财报等多维度数据佐证欧美小家电需求未明显走弱, 叠加 2024H1 同期仍低基数, 预计短期代

工业务仍将保持增长。我们上调 2023-2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年净利润为 9.77/11.97/13.64 亿元(原值为 9.77/11.05/12.57 亿元)，对应 EPS 为 1.18/1.45/1.65 元，当前股价对应 PE 分别为 15.4/12.6/11.0 倍，维持“买入”评级。

## 5、风险提示

**(1) 海外需求快速回落：**公司外销代工占比相对较高，短期低基数+海外小家电需求平稳支撑外销增长。若海外需求超预期回落（例如美国超额储蓄耗尽+工资增速放缓抑制需求），叠加基数走高则可能对公司出口代工业务产生影响。

**(2) 行业竞争加剧：**内销小家电市场同质化竞争程度相对较高，2023 年电商平台规则转变加剧线上价格竞争。若 2024 年低价竞争仍持续，内销表现则可能不及预期。

**(3) 产品拓展不及预期：**小家电市场属于供给创造需求行业，单靠老品较难拉动营收持续增长，营收增长还需新品支撑。若 2024 年新品/新品类拓展不及预期，则可能对内销营收和利润表现产生影响。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	8374	8014	10852	11200	13579
现金	3603	4484	5602	6656	7392
应收票据及应收账款	1653	1337	1919	1737	2307
其他应收款	47	64	39	87	47
预付账款	92	77	104	102	124
存货	2653	1666	2863	2263	3368
其他流动资产	325	386	324	355	340
<b>非流动资产</b>	4253	4851	4679	4687	4556
长期投资	106	108	115	121	137
固定资产	2583	3288	3160	3188	3078
无形资产	515	516	546	542	531
其他非流动资产	1050	939	858	836	809
<b>资产总计</b>	12627	12865	15531	15887	18135
<b>流动负债</b>	6393	4999	6784	6428	7706
短期借款	438	177	238	284	233
应付票据及应付账款	4484	3290	4933	4435	5781
其他流动负债	1471	1533	1614	1710	1692
<b>非流动负债</b>	78	761	618	483	340
长期借款	0	677	533	398	256
其他非流动负债	78	84	84	84	84
<b>负债合计</b>	6471	5760	7402	6911	8046
少数股东权益	73	127	175	239	318
股本	827	827	827	827	827
资本公积	2055	1976	1976	1976	1976
留存收益	3448	4247	5048	6130	7400
<b>归属母公司股东权益</b>	6083	6977	7954	8737	9771
<b>负债和股东权益</b>	12627	12865	15531	15887	18135

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	846	1423	1529	2176	1782
净利润	825	1030	1024	1261	1443
折旧摊销	425	479	478	502	559
财务费用	49	-252	73	83	92
投资损失	-158	-3	-14	-14	-23
营运资金变动	-376	-270	-87	326	-301
其他经营现金流	81	440	56	18	12
<b>投资活动现金流</b>	-805	-1099	-340	-537	-429
资本支出	1078	1038	299	504	412
长期投资	99	-72	-7	-7	-16
其他投资现金流	174	10	-35	-27	-2
<b>筹资活动现金流</b>	-661	405	-71	-585	-616
短期借款	339	-261	61	46	-51
长期借款	0	677	-143	-135	-143
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	-79	0	0	0
其他筹资现金流	-1000	69	11	-497	-422
<b>现金净增加额</b>	-660	882	1118	1054	736

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	14912	13696	14647	16653	18319
营业成本	12287	10804	11329	12823	14087
营业税金及附加	79	99	101	106	114
营业费用	440	479	571	666	714
管理费用	779	785	879	983	1062
研发费用	442	479	527	583	641
财务费用	49	-252	73	83	92
资产减值损失	-7	2	-12	-6	-7
其他收益	60	59	60	60	60
公允价值变动收益	-82	-70	-70	-30	-30
投资净收益	158	3	14	14	23
资产处置收益	9	1	0	0	0
<b>营业利润</b>	977	1281	1197	1471	1686
营业外收入	21	28	26	25	26
营业外支出	12	53	11	13	14
<b>利润总额</b>	986	1257	1212	1483	1698
所得税	161	227	188	222	255
<b>净利润</b>	825	1030	1024	1261	1443
少数股东损益	33	69	47	64	79
<b>归属母公司净利润</b>	792	961	977	1197	1364
EBITDA	1330	1657	1578	1839	2080
EPS(元)	0.96	1.16	1.18	1.45	1.65

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	13.0	-8.2	6.9	13.7	10.0
营业利润(%)	-28.9	31.1	-6.5	22.9	14.6
归属于母公司净利润(%)	-29.2	21.3	1.6	22.5	14.0
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	17.6	21.1	22.7	23.0	23.1
净利率(%)	5.3	7.0	6.7	7.2	7.4
ROE(%)	13.4	14.5	12.6	14.0	14.3
ROIC(%)	11.5	12.2	10.4	11.9	12.4
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	51.2	44.8	47.7	43.5	44.4
净负债比率(%)	-50.1	-49.9	-57.3	-64.6	-66.7
流动比率	1.3	1.6	1.6	1.7	1.8
速动比率	0.9	1.2	1.1	1.4	1.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.2	1.1	1.0	1.1	1.1
应收账款周转率	9.1	10.2	9.7	9.9	9.8
应付账款周转率	7.8	7.7	7.9	7.8	7.8
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.96	1.16	1.18	1.45	1.65
每股经营现金流(最新摊薄)	1.02	1.72	1.85	2.63	2.16
每股净资产(最新摊薄)	7.36	8.44	9.62	10.57	11.82
<b>估值比率</b>					
P/E	19.0	15.7	15.4	12.6	11.0
P/B	2.5	2.2	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	9.0	6.9	6.6	5.1	4.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn