

外销收入承压, 自主品牌稳步孵化

投资要点

- **事件:** 公司发布2022年年报及2023年一季报, 2022年公司实现营收137亿元, 同比下降8.2%; 归母净利润9.6亿元, 同比增长21.3%; 扣非净利润10亿元, 同比增长46.8%, 主要由于本期存在大额远期外汇合约/期权合约损失、非流动资产处置损失。单季度来看, Q4公司实现营收29.8亿元, 同比下降29.2%; 归母净利润1.2亿元, 同比下降40.5%。2023Q1公司实现营收28.3亿元, 同比下降22.3%; 归母净利润1.4亿元, 同比下降22.3%。公司拟向全体股东每10股派发现金红利4元, 现金分红金额3.3亿元, 分红率为34.2%。
- **外销收入承压, 自主品牌稳步孵化。**分地区来看, 公司外销实现收入97.3亿元, 同比下降16.4%, 主要系海外去库存阶段, 小家电总体需求转弱; 内销实现收入39.6亿元, 同比增长20.5%, 公司国内品牌运营表现较好, 推出了更多符合市场需求的小家电产品。其中自主品牌东菱、百胜图实现了较快的增长。分产品来看, 公司电热类厨房电器/电动类厨房电器/家居电器/其他小家电/其他业务分别实现收入66.4亿元/28.7亿元/20.7亿元/18.8亿元/2.4亿元, 同比增长-9.9%/-17.8%/-9.1%/27%/-18.8%。公司在巩固现有西式厨房小家电优势产品(如电热咖啡壶等)的基础上, 继续向家居护理电器、婴儿电器、个护美容电器、制冷电器领域扩展。
- **盈利能力明显提升。**报告期内, 公司综合毛利率为21.1%, 同比增长3.5pp, 一方面由于报告期内主要原材料价格回落, 另一方面公司通过产品调价、技术创新、生产效率提升等降本增效措施, 盈利能力逐步修复。费用率方面, 公司期间费用率整体稳定, 销售费用率为3.5%, 同比增长0.6pp; 管理费用率为9.2%, 同比增长1pp; 财务费用率为-1.8%, 同比下降2.2pp, 主要系汇兑损失减少。综合来看, 公司净利率为7.5%, 同比增长2pp。
- **Q1内外销趋势延续。**公司2023Q1收入有所承压, 主要由于一季度海外小家电市场需求仍然较弱。分地区来看, Q1外销收入同比下降约30%, 内销收入同比增长约3%, 国内市场稳步发展。随着2023年3月摩飞商标国际知识产权收购落地, 预期公司自主品牌发展将进入新的发展阶段。
- **打造多元品牌矩阵, 新品不断迭代。**针对国内市场, 公司通过打造品牌矩阵的方式, 满足消费者的个性化需求。公司目前运营有东菱、摩飞、鸣盏、百胜图、歌岚等品牌, 其中摩飞品牌以“爆款产品+内容营销”方法取得积极成效, 近年收入实现较快增长。2022年公司以1.98亿美元收购摩飞国内外商标和专利, 在国内将有效打通品牌业务全链条运作, 在出口业务方面将由OEM/ODM模式为主逐步转变为OEM/ODM出口+品牌运营多业态发展的模式。此外, 公司阶段性推出新品, 通过挖掘需求痛点, 实现优势产品的更新换代。2022年, 摩飞品牌推出便携式运动榨汁机、刀具砧板消毒机三代、空气炸锅、暖菜板二代等新品; 自主品牌东菱成功打造了布艺清洗机、胶囊果蔬清洗机升级款等热销产品; 咖啡机自主品牌百胜图成功打造了多款咖啡机热销产品。未来随着公司产品矩阵的进一步丰富, 预期公司自主品牌有望实现快速发展。
- **盈利预测与投资建议。**随着海外市场去库存告一段落, 预期公司外销逐步回暖;

西南证券研究发展中心

分析师: 龚梦泓
执业证号: S1250518090001
电话: 023-63786049
邮箱: gmh@swsc.com.cn

分析师: 夏勤
执业证号: S1250522080003
电话: 023-63786049
邮箱: xiaqin@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	8.27
流通A股(亿股)	8.23
52周内股价区间(元)	14.99-23.46
总市值(亿元)	135.00
总资产(亿元)	123.68
每股净资产(元)	7.57

相关研究

1. 新宝股份(002705): 内销快速增长, 盈利持续修复 (2022-10-29)
2. 新宝股份(002705): 内销稳步恢复, Q2业绩高增 (2022-08-29)
3. 新宝股份(002705): 盈利能力修复, 业绩快速增长 (2022-07-15)
4. 新宝股份(002705): Q1外销快速增长, 静待盈利修复 (2022-04-29)

国内市场消费需求稳步修复，公司自主品牌加速孵化，预期公司内销收入重回快速增长节奏。预计 2023-2025 年 EPS 分别为 1.29 元、1.48 元、1.69 元，维持“买入”评级。

- **风险提示：**汇率波动风险，原材料价格波动风险，品牌孵化不及预期风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	13696.34	14613.76	16105.49	17785.84
增长率	-8.15%	6.70%	10.21%	10.43%
归属母公司净利润（百万元）	961.39	1064.14	1222.62	1399.51
增长率	21.32%	10.69%	14.89%	14.47%
每股收益 EPS（元）	1.16	1.29	1.48	1.69
净资产收益率 ROE	14.50%	14.17%	14.33%	14.42%
PE	14	12	11	9
PB	1.89	1.68	1.49	1.32

数据来源：Wind，西南证券



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：假设未来 3-4 年内国内小家电行业保持 10% 的复合增速；

假设 2：随着国内市场的稳步修复，公司多元化自主品牌孵化见效，内销盈利能力稳步优化，假设 2023-2025 年公司内销毛利率分别为 28.9%/29.6%/29.8%；随着自主品牌稳步孵化，营收结构优化，推动公司整体盈利改善，假设 2023-2025 年公司整体毛利率分别为 22%/22.4%/22.7%；

假设 3：公司强化自主品牌建设，品牌营销渠道建设费用投入加大，假设 2023-2025 年公司销售费用率分别为 3.5%/3.6%/3.7%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
合计				
营业收入	13696.3	14613.8	16105.5	17785.8
yoy	-8.2%	6.70%	10.2%	10.4%
营业成本	10803.5	11401.7	12498.5	13751.2
毛利率	21.1%	22.0%	22.4%	22.7%
海外 ODM				
收入	9733.1	10025.1	10726.8	11477.7
yoy	-16.3%	3.0%	7.0%	7.0%
成本	7923.7	8140.4	8710.2	9319.9
毛利率	18.6%	18.8%	18.8%	18.8%
国内				
收入	3963.3	4588.7	5378.7	6308.1
yoy	20.5%	15.8%	17.2%	17.3%
成本	2879.8	3261.3	3788.3	4431.3
毛利率	27.3%	28.9%	29.6%	29.8%

数据来源：Wind，西南证券

综合考虑业务范围，选取了小家电行业 3 家上市公司作为估值参考。从 PE 角度看，公司 2023 年估值为 12 倍，行业平均估值为 21 倍，显著低于行业平均估值水平。伴随公司未来自主品牌的稳步孵化，外销订单的逐步回暖，看好利润端进一步的弹性释放，给予 2023 年 15 倍估值，对应目标价 19.35 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	证券简称	股价	EPS			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
002242	九阳股份	16.28	0.98	1.13	1.26	16.65	14.46	12.96
002032	苏泊尔	52.05	2.86	3.17	3.51	18.23	16.43	14.82
002959	小熊电器	84.01	3.16	3.70	4.30	26.63	22.70	19.53
平均值						20.50	17.86	15.77

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	13696.34	14613.76	16105.49	17785.84	净利润	1029.91	1139.97	1309.75	1499.25
营业成本	10803.52	11401.66	12498.50	13751.21	折旧与摊销	479.38	310.27	324.00	335.36
营业税金及附加	99.40	94.15	105.09	117.73	财务费用	-252.33	-59.15	-88.12	-121.05
销售费用	479.13	511.48	579.80	658.08	资产减值损失	2.22	-5.00	-8.00	-8.00
管理费用	1264.20	1242.17	1368.97	1511.80	经营营运资本变动	229.71	98.47	29.72	145.33
财务费用	-252.33	-59.15	-88.12	-121.05	其他	-66.06	85.74	36.90	64.05
资产减值损失	2.22	-5.00	-8.00	-8.00	经营活动现金流净额	1422.82	1570.31	1604.25	1914.94
投资收益	3.27	5.00	5.00	5.00	资本支出	-446.17	-200.00	-200.00	-200.00
公允价值变动损益	-69.63	-41.77	-57.84	-54.45	其他	-653.24	-36.77	-52.84	-49.45
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1099.41	-236.77	-252.84	-249.45
营业利润	1280.76	1391.68	1596.42	1826.63	短期借款	-261.40	-176.56	0.00	0.00
其他非经营损益	-24.20	-22.28	-17.69	-20.31	长期借款	676.56	0.00	0.00	0.00
利润总额	1256.56	1369.40	1578.72	1806.32	股权融资	-79.03	0.00	0.00	0.00
所得税	226.65	229.43	268.98	307.07	支付股利	-163.07	-192.28	-212.83	-244.52
净利润	1029.91	1139.97	1309.75	1499.25	其他	232.35	-1.58	88.12	121.05
少数股东损益	68.52	75.84	87.13	99.74	筹资活动现金流净额	405.42	-370.41	-124.71	-123.48
归属母公司股东净利润	961.39	1064.14	1222.62	1399.51	现金流量净额	882.13	963.13	1226.70	1542.01
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	4483.67	5446.80	6673.50	8215.51	成长能力				
应收和预付款项	1478.30	1746.88	1863.95	2057.43	销售收入增长率	-8.15%	6.70%	10.21%	10.43%
存货	1665.88	1731.42	1925.25	2110.51	营业利润增长率	31.05%	8.66%	14.71%	14.42%
其他流动资产	385.88	290.98	302.55	315.58	净利润增长率	24.78%	10.69%	14.89%	14.47%
长期股权投资	108.14	108.14	108.14	108.14	EBITDA 增长率	3.92%	8.95%	11.53%	11.39%
投资性房地产	13.12	13.12	13.12	13.12	获利能力				
固定资产和在建工程	3768.13	3728.42	3674.98	3610.17	毛利率	21.12%	21.98%	22.40%	22.68%
无形资产和开发支出	515.74	449.98	384.22	318.45	三费率	10.89%	11.60%	11.55%	11.52%
其他非流动资产	445.66	440.87	436.07	431.28	净利率	7.52%	7.80%	8.13%	8.43%
资产总计	12864.53	13956.60	15381.77	17180.20	ROE	14.50%	14.17%	14.33%	14.42%
短期借款	176.56	0.00	0.00	0.00	ROA	8.01%	8.17%	8.51%	8.73%
应付和预收款项	3947.76	4660.01	4940.80	5430.30	ROIC	20.51%	26.93%	30.87%	35.32%
长期借款	676.56	676.56	676.56	676.56	EBITDA/销售收入	11.01%	11.24%	11.38%	11.48%
其他负债	959.25	577.82	625.28	679.48	营运能力				
负债合计	5760.12	5914.39	6242.64	6786.34	总资产周转率	1.07	1.09	1.10	1.09
股本	826.73	826.73	826.73	826.73	固定资产周转率	4.67	4.38	4.74	5.25
资本公积	1975.61	1975.61	1975.61	1975.61	应收账款周转率	10.02	11.01	10.68	10.91
留存收益	4246.69	5118.54	6128.33	7283.32	存货周转率	4.94	6.66	6.78	6.79
归属母公司股东权益	6976.98	7838.95	8848.74	10003.73	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	103.27%	—	—	—
少数股东权益	127.43	203.26	290.39	390.13	资本结构				
股东权益合计	7104.41	8042.21	9139.14	10393.86	资产负债率	44.78%	42.38%	40.58%	39.50%
负债和股东权益合计	12864.53	13956.60	15381.77	17180.20	带息债务/总负债	14.81%	11.44%	10.84%	9.97%
					流动比率	1.60	1.79	1.96	2.11
					速动比率	1.27	1.45	1.61	1.76
					股利支付率	16.96%	18.07%	17.41%	17.47%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	1507.81	1642.80	1832.30	2040.94	每股收益	1.16	1.29	1.48	1.69
PE	13.73	12.41	10.80	9.43	每股净资产	8.44	9.48	10.70	12.10
PB	1.89	1.68	1.49	1.32	每股经营现金	1.72	1.90	1.94	2.32
PS	0.96	0.90	0.82	0.74	每股股利	0.20	0.23	0.26	0.30
EV/EBITDA	5.97	4.76	3.60	2.47					
股息率	1.24%	1.46%	1.61%	1.85%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn