

外销边际改善&外部环境向好，看好公司估值修复

核心观点

家电相关品类出口数据在今年3月及之后持续转好，此外，去年Q4以来海外客户库存水平也有明显回落，基于此，我们预计下半年公司整体外销收入有望迎来拐点。与此同时，汇率的短期贬值以及原材料成本的下降也将在一定程度上给公司利润端带来较为明显的增厚。从公司当前估值来看，水平已经低于18年预期最为悲观的贸易战时期，我们判断后续迎来明显的估值修复。

跟踪

一、外需边际改善叠加客户库存下降，公司外销改善趋势出现

自去年Q2以来，由于：

- ① 海外高通胀环境下海外消费者需求疲软；
- ② 海外包含品牌商和零售商在内的客户库存水平逐步抬升；
- ③ 22Q4疫情封控导致公司出现生产、发货困难等。

公司外销端从Q2之后增速下降明显，Q3及之后营收降幅均维持在约27%及以上的水平。

受外销拖累，公司整体营收在Q2之后回落明显，22Q3-23Q1季度营收增速分别为-11.54%/-29.22%/-22.32%，短期经营表现明显承压。

重要财务指标

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	14,912	13,696	13,127	14,274	15,571
YOY(%)	13.0	-8.2	-4.2	8.7	9.1
净利润(百万元)	792	961	1,037	1,121	1,302
YOY(%)	-29.2	21.3	7.9	8.1	16.1
毛利率(%)	17.6	21.1	19.7	20.9	21.4
净利率(%)	5.3	7.0	7.9	7.9	8.4
ROE(%)	13.4	14.5	13.7	13.5	14.0
EPS(摊薄/元)	0.96	1.16	1.25	1.36	1.57
P/E(倍)	18.1	14.9	13.8	12.8	11.0
P/B(倍)	2.4	2.1	1.9	1.7	1.5

资料来源: iFinD, 中信建投

新宝股份(002705.SZ)

维持

买入

马王杰

mawangjie@csc.com.cn

SAC编号:S1440521070002

发布日期: 2023年06月11日

当前股价: 17.11元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现(%)

	1个月	3个月	12个月
	4.78/7.58	-9.47/-6.99	-6.91/-8.42
12月最高/最低价(元)			23.46/15.71
总股本(万股)			82,672.78
流通A股(万股)			82,295.34
总市值(亿元)			141.45
流通市值(亿元)			140.81
近3月日均成交量(万)			905.92
主要股东			
广东东菱凯琴集团有限公司			41.83%

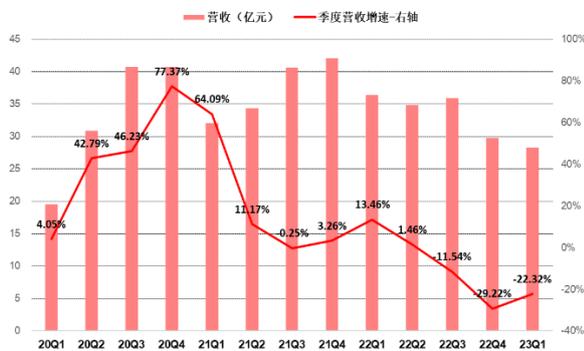
股价表现



相关研究报告

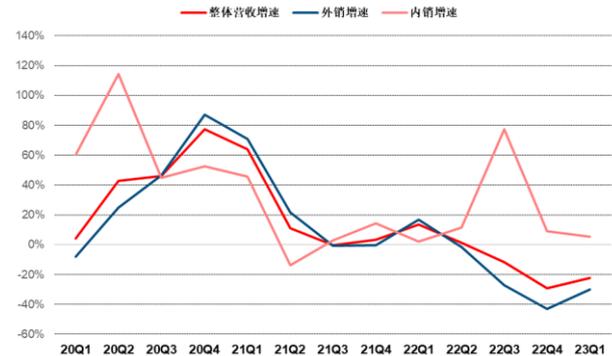
2022-05-16 【中信建投小家电】新宝股份(002705):汇率贬值带来弹性,重视低估值小家电龙头修复机会

图表 1：公司单季度营收及增速



资料来源：公司公告 中信建投

图表 2：公司逐季度总体营收与内外销营收增速对比



资料来源：公司公告 中信建投

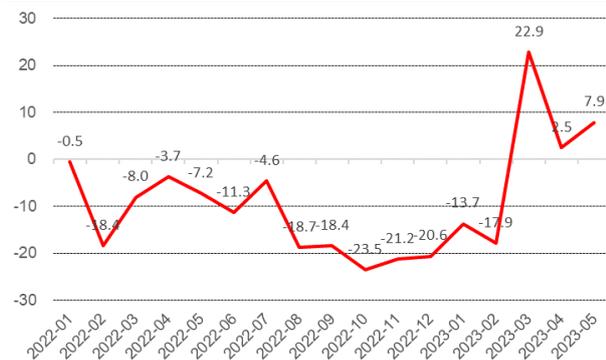
然而，从当前时点来看，海外家电品类需求出现明显边际回升，公司主要下游厂商库存水平也已降至较低水平，我们判断，后续公司外销业务有望迎来持续性修复回升。

1、家电行业及主要品类外需均出现边际回暖

从家电行业整体出口变化趋势来看，22 年下半年起整体出口增速回落明显，下滑趋势基本延续至今年 2 月，但从 3 月份到现在，整体出口增速明显回升转正。具体到新宝所覆盖的主要电动、电热厨小电以及部分家居电器品类，与家电行业整体出口变化趋势基本一致，即经历了 22 年下半年的大幅回落之后，23 年 2 月至今有明显的边际回升。

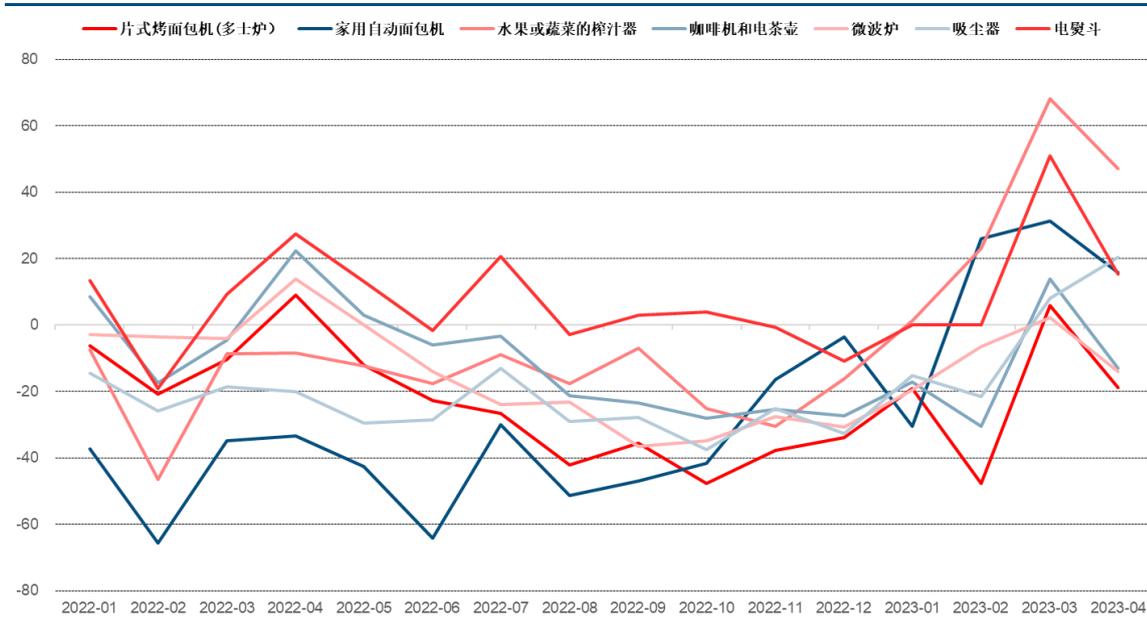
我们判断，后续伴随出口需求趋势的持续回暖叠加去年 Q3-Q4 的低基数效应，预计 Q3 新宝外销业务有望迎来较高增长弹性。

图表 3：家电品类整体出口数量逐月增速变化 (%)



资料来源：wind 中信建投

图表 4：主要电动、电热类厨小及部分家居环境电器出口数量增速变化趋势（%）



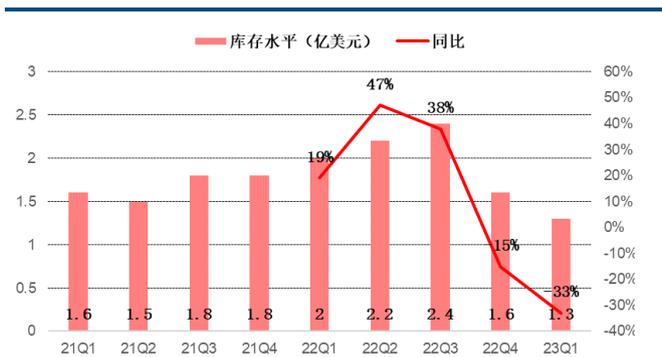
资料来源：wind 中信建投

2、主要海外厂商库存目前也已降至较低水平

除了海外需求的整体边际改善之外，目前其下游主要的品牌商和零售商库存水平在 22Q4-23Q1 期间也已经降至较低位置，后续补库存需求也有望拉动公司外销订单增长。

从公司 14 年招股书中披露的第二大客户 HAMILTON BEACH 库存情况来看，22 年 Q4 之后公司库存水平同比开始回落，23Q1 库存同比降幅明显进一步加大。

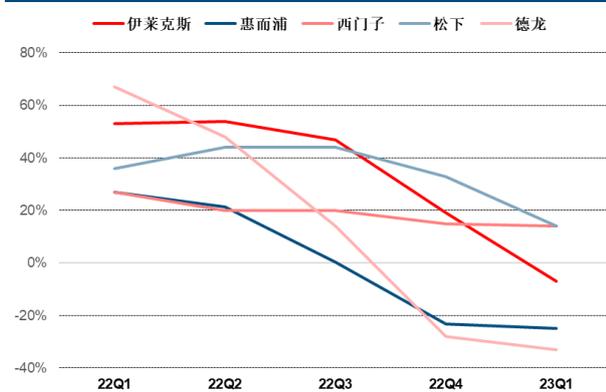
图表 5：HAMILTON BEACH 库存水平变化



资料来源：公司公告 中信建投

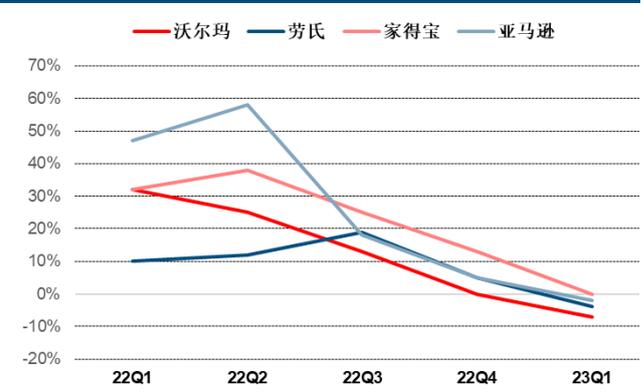
此外，从海外主流家电品牌和零售商的库存水平变化情况来看，整体与 HAMILTON BEACH 品牌的趋势相近，均是在 22Q4-23Q1 期间呈现库存水平持续下滑的趋势。

图表 6：海外主要家电品牌库存规模逐季同比增速变化



资料来源：各品牌官网、彭博 中信建投

图表 7：海外主要零售商库存规模逐季同比增速变化



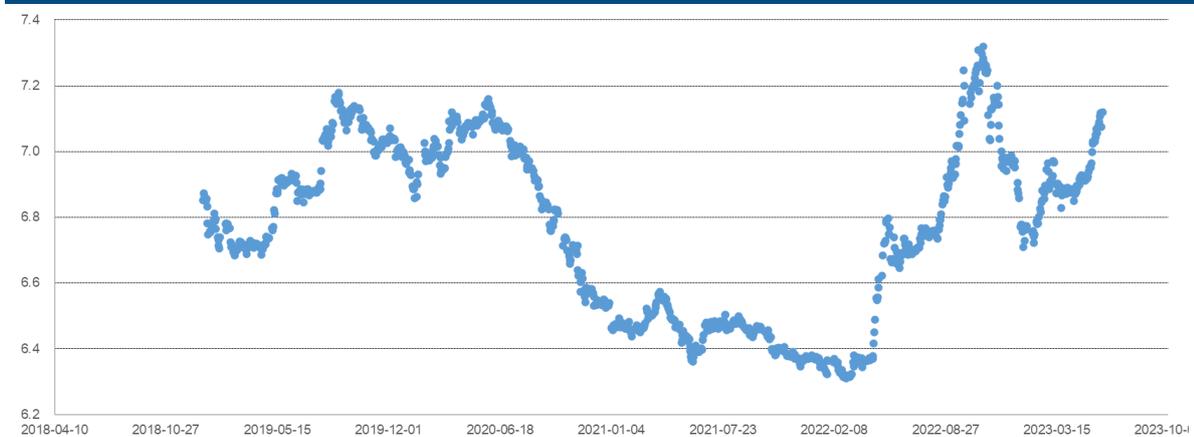
资料来源：各品牌官网、彭博 中信建投

二、汇率贬值&原材料价格下行，利润端仍有增厚空间

1、人民币汇率贬值趋势有望增厚 H2 利润

此前市场一直较为担心今年会延续 22 年年末以来的汇率升值趋势，但是从今年 2 月之后，人民币兑美元汇率水平从 6.7 逐步提升至 7.1，若汇率贬值趋势下半年延续，公司利润端亦有望得到显著增厚。

图表 8：人民币兑美元汇率走势



资料来源：wind 中信建投

2、22Q1 之后原材料价格持续下行，Q2 成本端仍有同比改善

根据公司招股书中披露的新宝原材料构成，不锈钢、铝、塑料、铜是公司主营小家电产品的主要原材料。从这四类大宗商品价格变化的趋势来看，22Q1-22Q2 价格整体下降明显，22Q3 及之后维持相对稳定。基于此，预计 23 年 Q2 原材料价格同比仍有下降，若后续原材料价格进一步下行，下半年或仍有成本端改善。

图表 9：主要原材料价格变化趋势

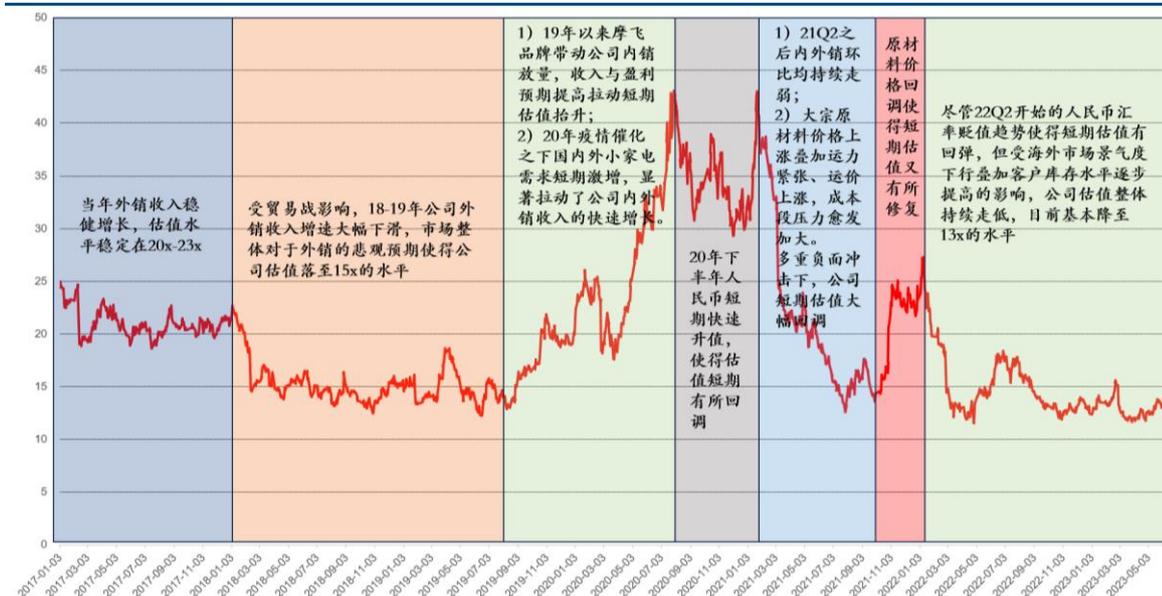


资料来源：wind 中信建投

三、当前节点估值水平已经低于 18 年贸易战最悲观时期，后续有望修复至 15-20x

复盘公司估值水平变化，近半年来受到海外市场景气度等因素的影响，公司整体估值水平持续回落，当前的估值已经低于 18-19 年上半年贸易战悲观预期浓厚的时期，而且，相较于 18 年而言，现阶段对于后续内销自主品牌增长的可见度更高。因而，我们判断，当前估值水平已经处于偏低位置，后续有望逐步回升至 15-20x 估值水平。

图表 10：新宝股份估值复盘



资料来源：wind 中信建投

投资建议：复杂的经济形势与全球背景下，公司聚焦主业，保持稳健发展，多品牌运营与新品类拓展战略有望为公司提供长期发展动力，维持“买入”评级。我们预计 2023-2025 年公司实现营收 131.27/142.74/155.71 亿元，实现归母净利润 10.37/11.21/13.02 亿元，对应 EPS 为 1.25/1.36/1.57 元，当前股价对应 PE 为

13.8/12.8/11.0 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 1) 国际市场需求下降的风险：公司出口比例较高，产品主要销往美洲和欧洲。公司作为小家电行业出口龙头企业，拥有较多优质稳定的大客户，具备较强的市场竞争力。在后金融危机时代，国际贸易环境相对紧张，加之近年来欧美发达国家通货膨胀高企，对全球经济及产业链产生深刻影响，世界经济总体处于缓慢复苏当中，但不确定性在加剧。一旦国际市场需求不足，公司将面临国际市场需求下降导致销售收入下降的风险。
- 2) 国内市场开拓风险：国内经济下行压力加大，国内家电市场“马太效应”愈发明显，竞争格局发生明显变化，行业内竞争持续加剧。新媒体、新零售背景下，趋向增量市场和年轻人的品牌，将成为市场机会。针对国内市场，公司一方面加大技术研发投入和重视人才队伍建设，增强公司的产品研发能力和创新能力，提升公司产品在市场上的核心竞争力。另一方面，发展提升国内品牌运营能力和渠道管理能力，积极拓展社交电商平台等新兴渠道，促进销售网络的不断完善。如果未来国内市场出现重大变化或国内市场开拓不力，公司经营业绩的持续稳定增长将受到不利影响。
- 3) 汇率波动的风险：公司进出口业务主要采用美元结算，因此受人民币汇率波动的影响较为明显。如果公司不能采取有效措施规避人民币升值风险，则公司盈利能力将面临汇率波动影响的风险。
- 4) 劳动力成本上升风险：随着劳动年龄总人口的下降及产业升级过程中员工对福利待遇的高期望，导致企业用工综合成本在持续上升，招人难、留人更难已成为国内许多企业面临的共性问题。为应对劳动力成本上升导致公司盈利能力下降的风险，公司一方面持续加大技术投入和产品设计创新，提升产品附加值；另一方面加强生产精细化管理，优化产品生产流程，强化生产自动化、少人化项目的投入力度和有效性，提高全员生产效率，不断改善员工生活福利待遇和加强企业文化建设，提高员工的工作热情和企业认同感。

分析师介绍

马王杰

上海交通大学硕士，曾就职于申万宏源、天风证券和国盛证券。深度覆盖白电、厨电以及各类小家电公司。所在团队曾获得 2016 年新财富家电行业第五名、水晶球第二名；2017 年新财富入围；2018 年金牛奖家电行业最佳团队

研究助理

付田行

futianhang@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 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。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5% 之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10% 之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心
 B 座 12 层
 电话：（8610）8513-0588
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号
 南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交
 汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk