

新宝股份 (002705)

龙头优势扩张，内外销稳定增长

	曾婵 (分析师)	范杨 (分析师)	袁雨辰 (研究助理)
	0755-23976520	021-38675923	021-38674941
	zengchan@gtjas.com	fanyang@gtjas.com	yuanyuchen@gtjas.com
证书编号	S0880515030002	S0880513070007	S0880115100041

本报告导读:

新宝是国内西式小家电龙头，收入稳定增长，盈利能力持续提升，我们预计未来3年利润翻番。

投资要点:

维持“增持”评级，维持目标价 28.05 元

新宝是我国西式小家电龙头，品类扩张、内销发力将带动收入稳定增长，创新产品占比提升、平台化自动化降低成本将带动盈利能力持续提升。我们调高 2016-18 年 EPS 预测 0.85/1.08/1.30 (原预测 0.85/1.01/1.17 元，0%/+7%/+11%)，维持“增持”评级，维持目标价 28.05 元。

外销：份额稳步提升，品类扩张，带动外销收入保持 10% 增长

新宝是我国西式小家电龙头，市场份额 15% 左右，整体规模是二三四五名之和。凭借扎实的研发能力、优秀的柔性化生产与管理能力，新宝的市场份额仍在稳步提升。公司新开拓的清洁家居类产品（吸尘器、空气净化器、净水器等）、个人护理类产品（电动牙刷等）将逐渐放量。我们预计，公司未来3年外销收入将保持每年 10% 的稳定增长，竞争力持续提升。

内销：受益消费升级，自有品牌、代理国外高端品牌获取专业细分市场

2014 年开始我国小家电已开始进入消费升级大周期，新宝的西式小家电将是未来消费升级的重要受益品类。公司通过东菱品牌耕耘国内市场近十年，多个品类在淘宝销量排名前三，目前收入规模 6 亿左右。作为品牌代理商的首次试水，自 2014 年开始代理英国摩飞品牌的国内销售，定位西式高端小家电市场，预计 2016 年收入近 1 亿元，成绩显著。未来将每年新增 1-2 家国外品牌的代理或合资，目标是达到 15 家，届时内销规模占总收入的比例有望突破 30%。

风险：出口市场需求疲软、国内市场竞争加剧

财务摘要 (百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	5,669	6,308	6,999	7,736	8,572
(+/-)%	13%	11%	11%	11%	11%
经营利润 (EBIT)	266	304	451	566	679
(+/-)%	-2%	15%	47%	25%	20%
净利润	213	284	378	477	574
(+/-)%	11%	33%	33%	26%	21%
每股净收益 (元)	0.48	0.64	0.85	1.08	1.30
每股股利 (元)	0.24	0.26	0.38	0.49	0.58

利润率和估值指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营利润率 (%)	4.8%	5.0%	6.6%	7.5%	8.1%
净资产收益率 (%)	9.8%	12.0%	14.7%	16.9%	18.3%
投入资本回报率 (%)	10.6%	9.8%	12.3%	14.4%	19.5%
EV/EBITDA	17.0	15.3	14.7	11.6	9.9
市盈率	39.3	29.6	22.2	17.6	14.6
股息率 (%)	1.3%	1.4%	2.0%	2.6%	3.1%

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 28.05

上次预测: 28.05

当前价格: 18.99

2016.05.15

交易数据

52 周内股价区间 (元)	12.92-27.56
总市值 (百万元)	8,394
总股本/流通 A 股 (百万股)	442/109
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	25%
日均成交量 (百万股)	392.65
日均成交值 (百万元)	72.95

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	2,399
每股净资产	5.43
市净率	3.5
净负债率	-16.61%

EPS (元)	2015A	2016E
Q1	0.07	0.10
Q2	0.16	0.21
Q3	0.27	0.36
Q4	0.14	0.19
全年	0.64	0.85

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-4%	14%	-8%
相对指数	5%	13%	25%

相关报告

《业绩优良，期待新增长点》2016.04.25

《中国小家电行业的隐形冠军》2016.04.16

《西式小家电出口龙头企业》2014.01.02

模型更新时间: 2016.05.15

股票研究

可选消费品

家用电器业

新宝股份 (002705)
评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **28.05**

上次预测: 28.05

当前价格: 18.99

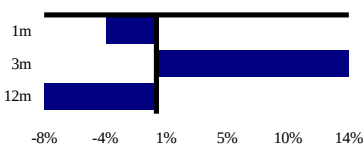
公司网址

www.donlim.com

公司简介

公司是国内最大的小家电产品 ODM/OBM 制造商之一, 主营业务为设计研发、生产、销售电热水壶、电热咖啡机等小家电产品, 拥有丰富的产品线, 包括 12 大类、2,000 多个型号的小家电产品系列, 能够满足国际知名品牌商、零售商“一站式”采购的需要。

“Donlim” 商标为“中国驰名商标”。

绝对价格回报 (%)


52 周价格范围

12.92-27.56

市值 (百万)

8,394

财务预测 (单位: 百万元)
损益表
营业总收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润
资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)
现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额
财务指标
成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利率率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

PB

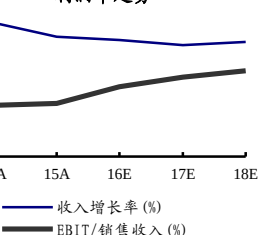
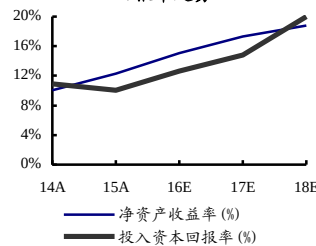
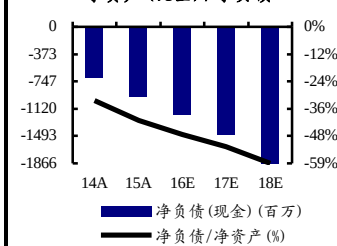
EV/EBITDA

P/S

股息率

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
损益表					
营业总收入	5,669	6,308	6,999	7,736	8,572
营业成本	4,666	5,145	5,670	6,227	6,875
税金及附加	35	38	38	43	47
销售费用	228	281	287	309	334
管理费用	473	540	554	591	636
EBIT	266	304	451	566	679
公允价值变动收益	7	12	5	5	5
投资收益	32	15	18	27	30
财务费用	13	-63	-27	-34	-47
营业利润	270	356	486	617	747
所得税	67	88	125	158	190
少数股东损益	-1	-2	-2	-3	-3
净利润	213	284	378	477	574
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	946	1,067	1,810	1,681	2,077
其他流动资产	1,844	1,840	1,912	2,107	2,332
长期投资	0	20	20	20	20
固定资产合计	1,273	1,365	1,465	1,500	1,473
无形及其他资产	317	339	328	318	307
资产合计	4,379	4,630	5,535	5,625	6,209
流动负债	2,195	2,256	2,955	2,785	3,054
非流动负债	1	0	0	0	0
股东权益	2,181	2,356	2,564	2,826	3,142
投入资本(IC)	2,423	2,463	3,150	2,840	2,458
现金流量表					
NOPLAT	208	239	344	431	518
折旧与摊销	233	243	149	165	177
流动资金增量	240	-70	-616	365	-44
资本支出	283	316	250	200	150
自由现金流	965	729	127	1,162	800
经营现金流	94	800	673	685	804
投资现金流	-277	-331	-260	-200	-150
融资现金流	681	-344	320	-614	-259
现金流净增加额	498	125	733	-129	396
财务指标					
成长性					
收入增长率	12.6%	11.3%	11.0%	10.5%	10.8%
EBIT 增长率	-1.6%	14.7%	47.0%	24.9%	19.7%
净利润增长率	11.0%	32.9%	33.2%	26.2%	20.5%
利润率					
毛利率	17.1%	17.8%	18.5%	19.0%	19.3%
EBIT 率	4.8%	5.0%	6.6%	7.5%	8.1%
净利率率	3.8%	4.5%	5.4%	6.2%	6.7%
收益率					
净资产收益率(ROE)	9.8%	12.0%	14.7%	16.9%	18.3%
总资产收益率(ROA)	4.9%	6.1%	6.8%	8.5%	9.3%
投入资本回报率(ROIC)	10.6%	9.8%	12.3%	14.4%	19.5%
运营能力					
存货周转天数	69	52	53	53	53
应收账款周转天数	122	118	121	121	121
总资产周转天数	278	264	285	262	261
净利润现金含量	0.44	2.81	1.77	1.43	1.39
资本支出/收入	5.0%	5.0%	3.6%	2.6%	1.7%
偿债能力					
资产负债率	50.2%	48.7%	53.4%	49.5%	49.2%
净负债率	-32.0%	-40.6%	-46.8%	-52.1%	-59.4%
估值比率					
PE	39.3	29.6	22.2	17.6	14.6
PB	3.8	3.6	3.3	3.0	2.7
EV/EBITDA	17.0	15.3	14.7	11.6	9.9
P/S	1.5	1.3	1.2	1.1	1.0
股息率	1.3%	1.4%	2.0%	2.6%	3.1%

股票绝对涨幅和相对涨幅

利润率趋势

回报率趋势

净资产(现金)/净负债


目 录

1. 维持“增持”评级，目标价 28.05 元.....	4
2. 外销：份额稳步提升，品类持续扩张.....	4
2.1. 过去十年累积的竞争力强.....	4
2.1.1. 制造优势：规模效应显著，柔性生产能力强.....	4
2.1.2. 客户优势：了解市场，掌握全球需求.....	5
2.1.3. 技术优势：通过技术，捆绑客户.....	5
2.2. 原有品类的市场份额稳步提升.....	5
2.3. 新品类扩张为公司增添成长新动力.....	6
3. 内销：受益于消费升级，占领细分市场.....	7
3.1. 自有品牌市场份额有望持续提升.....	7
3.2. 代理海外品牌.....	7
4. 主要风险.....	8
4.1. 出口市场需求疲软的风险.....	8
4.2. 国内市场竞争加剧的风险.....	8

1. 维持“增持”评级，目标价 28.05 元

新宝是我国西式小家电龙头，品类扩张、内销发力将带动收入稳定增长，创新产品占比提升、平台化自动化降低成本将带动盈利能力持续提升。我们调高 2016-18 年 EPS 预测 0.85/1.08/1.30 (原预测 0.85/1.01/1.17 元，0%/+7%/+11%)，维持“增持”评级，维持目标价 28.05 元。

表 1: 公司 2014-2018 年分业务收入与预测 (百万元, %)

	2014A	2015E	2016E	2017E	2018E
外销	5054	5518	6027	6523	7000
其中: 原有品类	4804	5000	5250	5513	5788
新增品类	250	518	777	1010	1212
内销	453	673	853	1094	1452
其中: 东菱	440	638	766	919	1102
代理品牌	13	35	88	175	350
其他	162	117	120	120	120
合计	5669	6308	7000	7736	8573
yoy		11.27%	10.97%	10.52%	10.81%

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

2. 外销: 份额稳步提升, 品类持续扩张

2.1. 过去十年累积的竞争力强

2.1.1. 制造优势: 规模效应显著, 柔性生产能力强

公司为小家电出口龙头企业，规模效应显著。国内西式小家电出口龙头，电热水壶、电热咖啡机、多士炉、搅拌机、面包机五个品类出口均为第一，形成规模优势。

柔性生产能力强。公司产品集中度相对较低，客户相对分散，新宝在多年经营中，积累了柔性生产与管理的经验，有利于公司：

- 灵活应对客户零散的订单需求。公司从欧洲市场代工起家，欧洲市场分散、各个国家产品形态不同，因此从小批量做起，应对散单的柔性生产能力强。
- 加快公司新产品开发速度。小家电研发周期短，产品更新速度快，公司在长期积累中建立的完善的柔性化生产管理体制，有助于公司快速应对市场变化、迅速反应。

表 2. 客户较分散 (2014 年)

排名	金额 (亿)	占营业收入的比重
1	7.30	12.88%
2	6.51	11.49%
3	2.45	4.32%

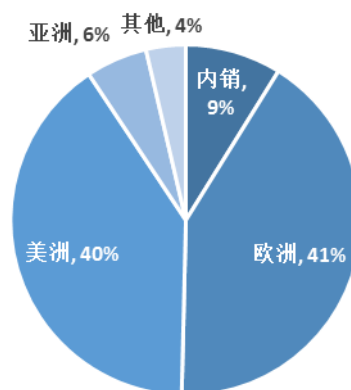
4	2.28	4.02%
5	1.68	2.97%
合计	20.23	35.68%

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

2.1.2. 客户优势：了解市场，掌握全球需求

经过 20 年的积累，公司在欧美客户众多，主流小家电品牌几乎都是公司客户。建立在遍布全球尤其是欧美的客户基础上，公司能获取全球用户需求信息，第一时间掌握行业变化。比起专注于单一市场的客户，公司甚至可能比客户本身更了解全球市场的最新变化，因此与客户沟通过程中可给予其更多建议。

图 1. 公司 80% 市场在欧美 (2012 年)



数据来源：Wind、国泰君安证券研究

2.1.3. 技术优势：通过技术，捆绑客户

从 OEM 到 ODM 到一揽子方案的过程中，公司与客户的合作越来越紧密，参与的环节越来越多，包括：为客户提供包括市场策略、设计研究、产品实现、模具研制、认证测试和量产技术等，且很多产品专利为公司所有。因此，客户对公司的依赖度也越来越高。

表 3. 研发实力强

专利个数	发明	实用新型	外观设计
新宝股份	148	1076	1012
莱克电气	26	702	721
苏泊尔	169	1546	933

数据来源：国家知识产权局，国泰君安证券研究

2.2. 原有品类的市场份额稳步提升

公司五大产品：电热水壶、电热咖啡机、多士炉、搅拌机、面包机出口份额均为市场第一，且主要品类市场份额稳步提升，市场地位稳固。新宝是我国西式小家电龙头，市场份额 15% 左右，整体规模是二三

四五名之和。凭借扎实的研发能力、优秀的柔性化生产与管理能力，我们认为，新宝的市场份额仍将稳步提升。

表 4. 主要产品市场份额领先

产品种类	2009 年		2012 年		2015 年 E	
	市场排名	占比	市场排名	占比	市场排名	占比
电热水壶	第一名	18.0%	第一名	17.96%	第一名	10.90%
电热咖啡机	第一名	17.5%	第一名	13.84%	第一名	17.65%
多士炉	第一名	11.7%	第一名	10.81%	第一名	13.22%
搅拌机	第一名	13.7%	第一名	11.54%	第一名	12.73%
面包机	第二名	27.9%	第三名	25.64%	第一名	32.85%

数据来源：招股说明书、国泰君安证券研究

2.3. 新品类扩张为公司增添成长新动力

募投项目稳步推进，未来新品类的扩张将为公司发展增加新的成长动力。2016 年 3 月 29 日，公司公告拟以不低于 15.28 元的价格向不超过 10 名机构投资者，非公开发行不超过 6000 万股的股票（募集资金不超过 10 亿元）用于自动化升级改造、智能家居美容电器、健康美容电器以及高端家用电动类厨房电器项目。

智能家居电器类、个人护理类产品市场空间广阔。两类产品分别对标国内上市公司莱克电气（家居电器）和飞科电器（个人护理电器），莱克电气家居清洁电器收入约 37 亿，飞科电器美容护理小家电收入约 28 亿元，且近年来收入稳步增长，我们认为，未来新宝在这两大领域有很大的成长潜力。

- 智能家居电器项目：公司由厨房电器延伸到家居电器领域，包括空气净化器、净水器、吸尘器、电熨斗等家电产品。现公司已有 5-6 亿收入规模，吸尘器、电熨斗、空气净化器销量都在百万台以上。空净客户包括 blueair 等大品牌企业，净水器客户包括小米、bluewater 等，吸尘器客户包括伊莱克斯等。通过增发扩产，未来公司的规模和品类都能得到扩大和提升。
- 健康美容电器项目：公司将自身的研发优势和管理经验运用到家电细分、高端化产品的健康美容电器领域，可有效拓宽公司产品线，扩大高附加值的产品类别，有效发挥公司规模效益优势。从电动牙刷做起，未来美容仪器类、个人健康（准医疗）类产品也将逐步推出。

表 5. 新品类市场空间广阔

	主要产品	发展现状	主要客户	对标公司
智能家居 电器项目	空气净化器、净水器、吸尘器、电熨斗等	5-6 亿	空净客户包括 blueair 等大品牌企业，净水器客户包括小米、bluewater 等，吸尘器客户包括伊莱克斯等。	莱克电气 (37.0 亿)
健康美容	从电动牙刷做起，未来美容仪器	电动牙刷有超声波、普通型全产品线均储备齐全，面向国际		飞科电器

电器项目 类、个人健康（准医疗）类等产品 市场的 ODM 产品预计 9 月份出货，自有品牌 2017 年春节在 （27.9 亿）
 也将逐步推出 东南亚和国内推出。

数据来源：国泰君安证券研究

我们预计，公司未来 3 年外销收入将保持每年 10% 的稳定增长，竞争力持续提升。

3. 内销：受益于消费升级，占领细分市场

2014 年开始我国小家电已开始进入消费升级大周期，新宝的西式小家电将是未来消费升级的重要受益品类。

3.1. 自有品牌市场份额有望持续提升

公司通过东菱品牌耕耘国内市场近十年，多个品类在淘宝销量排名前三，目前收入规模 6 亿左右。在小家电消费升级的趋势之下，未来公司通过东菱品牌，有望进一步打开内销板块，占领西式小家电国内市场。

图 2. 东菱面包机单品销量排名第二

综合

销量

上市时间

价格从高到低

价格从低到高

¥

-

¥

< 1/8 >

750g



热销

美的 EHS15AP-PGS 家用全自动，不锈钢机身，LCD清晰显示屏

约¥2726846人付款
点评 67556条

共有684商家在售

750g



热销

东菱 DL-T06A 专利升级涡轮电机，仿古法手工揉面，18大升级菜单

约¥2015751人付款
点评 10979条

共有323商家在售



热销

美的 MM-ESC1510 多功能，大容量

约¥3584775人付款
点评 2862条

共有115商家在售



热销

东菱 XB-8002

约¥1993867人付款
点评 10898条

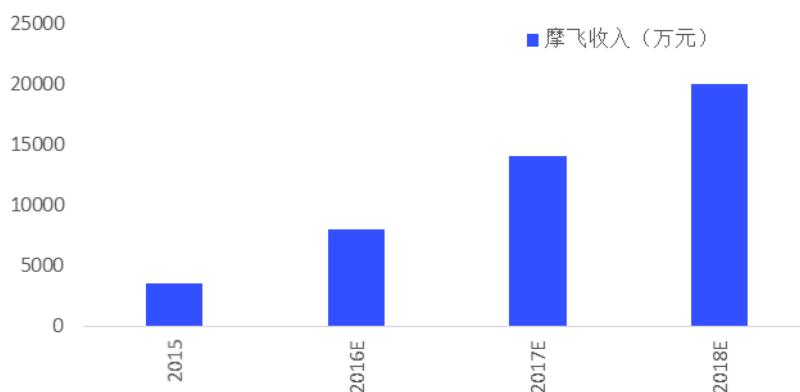
共有22商家在售

数据来源：淘宝网、国泰君安证券研究

3.2. 代理海外品牌

作为品牌代理商的首次试水，自 2014 年开始代理英国摩飞品牌的国内销售，定位西式高端小家电市场，2015 年收入已突破 3500 万元，预计 2016 年收入继续翻番，成绩显著。未来将每年新增 1-2 家国外品牌的代理或合资，实现代理 15 家的目标概率大，届时内销规模占总收入的比例有望突破 30%。

图 3. 摩飞收入有望持续提升



数据来源：国泰君安证券研究

4. 主要风险

4.1. 出口市场需求疲软的风险

公司收入的 90% 以上来自欧洲和美洲等海外市场，如果海外市场小家电需求受各方面因素影响出现下滑，公司业绩将会受到较大影响。

4.2. 国内市场竞争加剧的风险

小家电进入门槛低，不少国内企业看好小家电市场增长潜力，正在加速进入小家电市场竞争，国内市场竞争加剧会影响公司在国内的收入和盈利能力。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		