

“摩飞”模式取得成功，内销自主收入高速增长，毛利率继续提升

2020.06.05

王亮(分析师)

电话: 020-37392941

邮箱: wangl_a@gzgzhs.com.cn

执业编号: A1310514080002

事件:

(一) 根据海关出口数据, 2020Q1 我国小家电出口金额 58.2 亿美元, 同比下降 20.0% (2019, 350.2 亿美元, +5.0%)。其中, 电咖啡壶和茶壶 (851671 类) 2020Q1 出口金额 2.8 亿美元, 同比下降 27.6% (2019, 18.7 亿美元, +6.0%); 电热烤面包器 (851672 类) 2020Q1 出口金额 1.5 亿美元, 同比下降 22.4% (2019, 9.1 亿美元, +3.0%); 食品研磨机和榨汁机 (850940 类) 出口金额 4.9 亿美元, 同比下降 19.4% (2019, 28.8 亿美元, +5.3%)。

(二) 2019 年公司营业收入 91.2 亿元, 同比增长 8.1%; 归母净利润 6.9 亿元, 同比增长 36.7%。公司国内市场拓展取得积极成效, 国内营业收入增长 50.6%。公司自主品牌 Morphy Richards (摩飞) 实现国内销售收入近 6.5 亿元, 同比增长 350% 左右。2020Q1 公司营业收入 19.6 亿元, 同比增长 4.1%; 归母净利润 1.2 亿元, 同比增长 39.9%。

点评:

● **电热类 (厨房电器): 外销受疫情影响较小, 摩飞拉动内销自主高速增长。**

(1) 2019 年公司电热类厨房电器收入为 46.4 亿元, 同比增长 5.9%。根据海关出口数据, 2019 年电咖啡壶和茶壶 (851671 类) 出口量 8799 万台, 公司咖啡机出口份额近 40%, 我们估算, 2019 年公司咖啡机收入为 20.8 亿元, 同比增长 8.6%。我们预计, 2020-2022 年公司咖啡机收入分别为 21.4 亿元、22.5 亿元和 23.9 亿元, 增速分别为 3.0%、5.2% 和 6.2%。(2) 我们估算, 公司电热水壶出口份额近 15%, 2019 年公司电热水壶出口量超 1000 万台, 外销收入 7.3 亿元, 内销收入 3.4 亿元, 电热水壶总收入约 10.7 亿元, 同比下降 7%。我们预计, 2020-2022 年公司电热水壶收入分别为 10.3 亿元、10.8 亿元和 11.7 亿元, 增速分别为 -3.6%、4.5% 和 8.1%。(3) 2019 年公司自主品牌摩飞在电热领域, 除了咖啡机、电热水壶, 多功能锅成为网红爆款, 我们估算以多功能锅为主的摩飞其它电热类收入约为 2.5 亿元, 拉动公司电热类整体增长。我们预计, 2020-2022 年摩飞电热类厨房电器整体收入分别为 5.5 亿元、7.9 亿元和 10.1 亿元, 增速分别为 65%、44% 和 28%。(4) 加上多士炉、面包机和电烤箱等品类, 我们预计 2020-2022 年公司电热类厨房电器收入分别为 48.5 亿元、53.3 亿元和 58.2 亿元, 增速分别为 4.4%、9.9% 和 9.2%。

● **电动类 (厨房电器): 外销受疫情影响较小, 摩飞拉动内销自主高速增长。**

(1) 2019 年公司电动类厨房电器收入为 23.5 亿元, 我们估算外销收入 20.3 亿元, 内销收入 3.2 亿元。考虑疫情影响, 我们预计 2020-2022 年公司电动类厨房电器外销收入分别为 18.4 亿元、20.3 亿元和 20.7 亿元, 增速分别为 -2%、10% 和 2%。(2) 内销自主品牌摩飞搅拌机主打爆品战略, 推动电动类产品内销收入高速增长。我们估计, 2019 年摩飞搅拌机收入为 1.5 亿元, 同比增长 1.5 倍;

谨慎推荐 (维持)

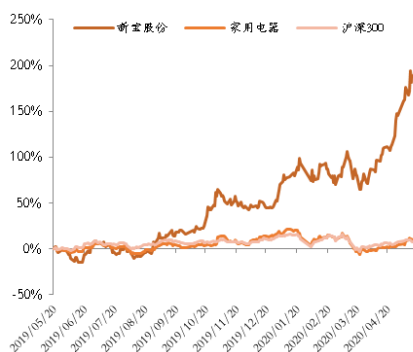
现价: 33.24

目标价: 36.09

股价空间: 8.58%

家用电器行业

行业指数走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
沪深 300	3.04	-2.50	2.04
家用电器	9.84	-1.04	3.62
新宝股份	37.16	49.29	95.34

基本资料

总市值 (亿元)	251.7
总股本 (万股)	80,147
流通股比例	99.33%
资产负债率	46.9%
第一大股东	广东东菱凯琴集团有限公司
大股东持股比例	43.1%

相关报告

新宝股份 (002705) - 深度报告 - 优质 ODM 称为稀缺资源, 内外销均进入快速上升通道 - 2019.08.13

新宝股份 (002705) - 点评报告 - 内外销均进入快速上升通道, 毛利率提升明显 - 2019.08.28

摩飞其他电动类收入 1.6 亿元。我们预计，2020-2022 年摩飞搅拌机收入分别为 3.4 亿元、5.1 亿元和 6.6 亿元，增速分别为 120.3%、50.0%和 29.4%；摩飞电动类整体收入分别为 6.4 亿元、9.5 亿元和 12.4 亿元，增速分别为 100%、50%和 30%。（3）2020-2022 年公司电动类厨房电器收入总额分别为 26.3 亿元、31.3 亿元和 34.6 亿元，增速分别为 11.9%、19.1%和 10.3%。

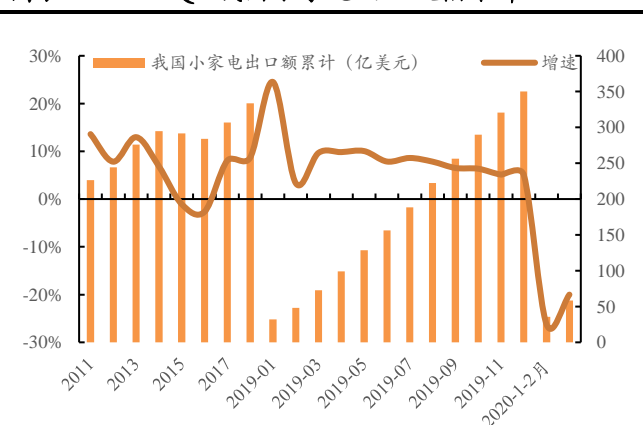
● **公司家居电器和其它主营（净水机和个护电器等）ODM 稳定，净水和个护领域的专业自主品牌已产生收入。**（1）根据海关出口数据，2019 年我国空气净化器出口量为 2105 万台，同比增加 19.4%。2019 年公司家居类电器（空气净化器、吸尘器、电熨斗等）收入为 11.9 亿元，同比增加 3.4%。我们预计，2020-2022 年公司家居类电器收入分别为 12.1 亿元、12.0 亿元和 11.9 亿元，增速分别为 2.0%、-0.8%和 0.4%。（2）2019 年公司其他产品（净水器、个护等）收入为 7.4 亿元，同比增长 17.1%。我们估计其中**净水机**约有 2.7 亿元，个护（**电动牙刷**等）约有 3.8 亿元，其中的自主品牌已有部分收入。我们预计，2020-2022 年公司其他产品收入分别为 8.8 亿元、9.1 亿元和 9.3 亿元，增速分别为 19.6%、2.7%和 2.7%。

● **自主品牌摩飞国内收入实现 3.5 倍增长，公司内销毛利显著提升。**（1）目前摩飞的品类包括咖啡机、搅拌机、电热水壶和其他（多功能锅、干果机等）。2019 年，摩飞实现收入 6.5 亿元，同比增长 350%。2019 年公司内销收入 16.8 亿元，同比增长 51.3%；摩飞占内销收入 38.7%。（2）**持续创新孵化+扎实的制造能力+新零售运营**，摩飞打造爆款能力至少两次得到有力证明，公司在**搅拌机和多功能锅**取得的成功经验，将复制到更多的品类和自主品牌中。（3）我们预计，2020-2022 年摩飞收入分别为 11.8 亿元、17.4 亿元和 22.4 亿元，增速分别为 82%、47%和 29%；公司内销整体收入分别为 24.0 亿元、30.1 亿元和 35.8 亿元，增速分别为 43%、26%和 19%。（4）2019 年公司毛利率 23.7%，同比提高 3.1pct；内销自主品牌摩飞占比提升带动公司整体毛利率的提升。我们预计 2020-2022 年公司整体毛利率分别为 24.6%、25.3%和 26.2%。

● **盈利预测与估值。**（1）我们预计，2020-2022 年公司营业收入分别为 97.8 亿元、107.7 亿元和 116.1 亿元，增速分别为 7.2%、10.2%和 7.7%。（2）暂不考虑汇率变动的影响（汇兑损益+投资损益+公允价值变动），2020-2022 年公司的净利润分别为 8.4 亿元、10.4 亿元和 12.4 亿元，增速分别为 21.8%、23.8%和 19.4%，三年复合增速 21.6%；EPS 分别为 1.04 元、1.29 元和 1.54 元。我们按 2020 年预计 EPS 的 34.6 倍估算，合理股价为 36.09 元，较 2020-06-04 收盘价 33.24 元有 8.58%的涨幅空间，给予公司“谨慎推荐”的评级。

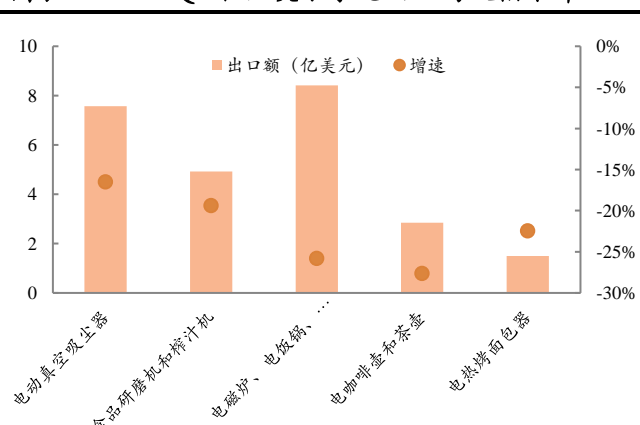
● **盈利风险提示。**1、如果国外经济波动过大影响消费，从而影响公司外销收入；如果国内宏观经济不景气影响小家电需求，从而影响公司内销收入；2、原材料价格波动过大减少毛利率；3、汇率波动使得公司外汇金融工具的公允价值和投资收益变动较大，从而影响净利润。

图表1. 2020Q1 我国小家电出口大幅下降



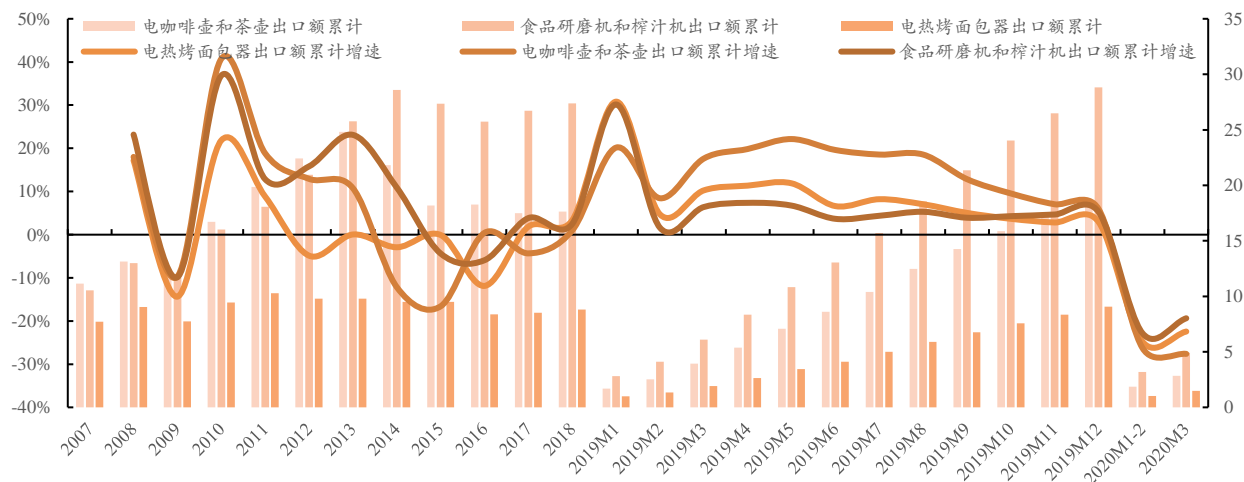
资料来源：海关总署，广证恒生整理

图表2. 2020Q1 各品类小家电出口均大幅下降



资料来源：海关总署，广证恒生整理

图表3. 2020M3 咖啡机出口额小幅回升



资料来源：海关总署，广证恒生整理

图表4. 摩飞多功能电热锅(2019 年爆款)



资料来源：京东商城

图表5. 摩飞新款便携式榨汁机 (2018 年爆款)



资料来源：京东商城


图表6. 摩飞便携热水壶 (2019 年爆款)



资料来源：京东商城

图表7. 新宝品牌矩阵

品牌		品类
综合类品牌	 Donlim 东菱	电热水壶、咖啡壶、面包机、烤箱、多士炉、电烫斗及各种食物处理器等
	 morphy richards smart ideas for your home	(家居电器) 衣物护理机、挂烫机、冷暖风机、车载吸尘器等 (厨房电器) 咖啡机、榨汁杯、料理机、电热水壶、多功能锅、食物处理器、干果机、保鲜机、酵素机等
专业品牌	 Baresetto	半自动咖啡机、全自动研磨咖啡机、咖啡壶等
	 LAICA	净饮机、净水泡茶一体机、直饮净水壶、滤水壶等

		煮茶器、茶饮机等
	GEVILAN	电动牙刷、美容仪、脱毛仪等

资料来源：公司官网，广证恒生整理

图表8. 公司重要财务指标预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	8444.33	9124.53	9776.85	10773.45	11607.39
增长率(%)	2.70%	8.06%	7.15%	10.19%	7.74%
归属母公司股东净利润	502.71	687.34	837.08	1036.32	1237.71
增长率(%)	23.21%	36.73%	21.78%	23.80%	19.43%
每股收益 EPS(元)	0.63	0.86	1.04	1.29	1.54
每股股利 DPS(元)	0.35	0.40	0.52	0.65	0.77
每股净资产 BPS(元)	4.87	5.36	5.89	6.53	7.31
每股经营现金流(元)	0.56	1.80	1.66	1.86	2.14
销售毛利率	20.56%	23.7%	24.6%	25.3%	26.2%
销售净利率	5.96%	7.5%	8.7%	9.7%	10.8%
净资产收益率(ROE)	12.88%	15.99%	17.74%	19.79%	21.14%
市盈率(P/E)	53.47	39.11	32.11	25.94	21.72
市净率(P/B)	6.89	6.25	5.70	5.13	4.59
股息率(分红/股价)	1.04%	1.19%	1.56%	1.93%	2.30%

资料来源：同花顺 iFind，广证恒生

附录：财务报表预测

资产负债表					利润表				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1836.12	2359.95	3100.17	3967.30	营业收入	9124.53	9776.85	10773.45	11607.39
应收票据及账款	993.20	1064.21	1172.69	1263.46	营业成本	6965.15	7373.45	8046.30	8566.26
预付账款	30.06	28.66	30.11	31.80	营业税金及附加	65.04	68.44	75.41	81.25
其他应收款	41.22	38.97	38.97	38.97	销售费用	470.26	491.68	522.61	528.14
存货	1463.76	1555.50	1719.48	1854.07	管理费用	536.57	557.71	610.60	650.01
其他流动资产	650.76	660.32	673.99	685.94	研发费用	334.33	340.37	365.06	391.93
流动资产总计	5015.13	5707.61	6735.41	7841.54	财务费用	-1.58	5.47	0.14	-2.67
长期股权投资	67.36	72.26	77.16	82.06	其他经营损益	-14.10	0.00	0.00	0.00
固定资产	1941.16	1783.49	1709.54	1587.78	投资收益	-24.76	4.90	4.90	4.90
在建工程	252.70	342.12	300.00	257.89	公允价值变动损益	24.82	0.00	0.00	0.00
无形资产	527.28	442.57	360.39	276.94	营业利润	740.73	944.63	1158.22	1397.38
长期待摊费用	53.72	37.41	10.55	10.55	其他非经营损益	54.52	52.67	76.67	77.67
其他非流动资产	145.37	127.45	120.19	113.47	利润总额	795.25	997.30	1234.89	1475.05
非流动资产合计	2987.59	2805.30	2577.84	2328.69	所得税	106.76	148.86	184.50	220.52
资产总计	8002.72	8512.91	9313.25	10170.24	净利润	688.49	848.44	1050.40	1254.52
短期借款	143.36	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	1.15	11.36	14.08	16.81
应付票据及账款	2508.62	2660.64	2873.09	3046.95	归属母公司股东净利	687.34	837.08	1036.32	1237.71
其他流动负债	916.78	993.80	1054.86	1107.73	EBITDA	1162.91	1462.18	1754.08	2013.64
流动负债合计	3568.75	3654.44	3927.95	4154.67	NOPLAT	618.43	808.32	985.35	1186.24
长期借款	200.00	200.00	200.00	200.00	EPS(元)	0.86	1.04	1.29	1.54
其他非流动负债	54.06	48.66	43.26	37.86	主要财务比率				
非流动负债合计	254.06	248.66	243.26	237.86	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
负债合计	3822.82	3903.10	4171.21	4392.53	成长能力				
股本	801.47	801.47	801.47	801.47	营收增长率	8.06%	7.15%	10.19%	7.74%
资本公积	1139.19	1139.19	1139.19	1139.19	EBIT增长率	44.03%	26.35%	23.16%	19.22%
留存收益	2358.57	2777.11	3295.27	3914.13	EBITDA增长率	29.56%	25.73%	19.96%	14.80%
归属母公司权益	4299.24	4717.78	5235.94	5854.80	净利润增长率	36.72%	23.23%	23.80%	19.43%
少数股东权益	28.61	39.97	54.05	70.86	盈利能力				
股东权益合计	4327.85	4757.75	5289.99	5925.65	毛利率	23.67%	24.58%	25.31%	26.20%
负债和股东权益合计	8150.67	8660.86	9461.19	10318.19	净利率	7.55%	8.68%	9.75%	10.81%
现金流量表					ROE	15.99%	17.74%	19.79%	21.14%
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	ROA	8.59%	9.83%	11.13%	12.17%
税后经营利润	690.59	798.77	980.33	1183.60	ROIC	18.86%	25.21%	32.51%	40.63%
折旧与摊销	369.24	459.41	519.04	541.26	估值倍数				
财务费用	-1.58	5.47	0.14	-2.67	P/E	39.11	32.11	25.94	21.72
其他经营资金	386.01	63.47	-10.97	-9.16	P/S	2.95	2.75	2.50	2.32
经营性现金净流量	1444.26	1327.13	1488.54	1713.03	P/B	6.25	5.70	5.13	4.59
投资性现金净流量	-1167.41	-235.93	-230.00	-229.71	股息率	1.19%	1.56%	1.93%	2.30%
筹资性现金净流量	-300.75	-567.37	-518.30	-616.19	EV/EBIT	32.49	25.12	19.89	16.16
现金流量净额	-1.65	523.83	740.23	867.13	EV/EBITDA	22.18	17.23	14.00	11.82
					EV/NOPLAT	41.70	31.17	24.93	20.06

数据来源：港澳资讯、公司公告、广证恒生

广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼
电话：020-88836132，020-88836133
邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；
谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；
中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；
回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（中信证券华南股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经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，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。