

# 新宝股份 (002705.SZ)

## 从制造思维到品牌运营

**出口龙头转型小家电网红爆款孵化器。**公司以海外订单 OEM/ODM 起家成为小家电出口领域的龙头，背后是其完善高效供应链体系和产品设计能力在支撑。近年来公司内销发力，自有品牌摩飞凭借着精美的设计，抓住社交内容电商等红利，成为其最亮眼的业务，2019 年摩飞品牌实现内销近 6.5 亿元，同比增长约 350%，整体内销增速 50.62%。

**公司的超级供应链是如何养成的？**海外订单呈现“小批量、多品类”的特征，小家电出口企业出口的核心是供应链成本，相比国内大规模制造的小家电公司，出口业务更考验其供应链的效率与成本的平衡。公司持续对产业链的垂直整合，向上游制造厂商延伸，包含了完整的研发制造、配套制造与产品制造体系，提升配套能力时也降低了成本。为了保证对小批量制造的灵活性，公司优化重复生产工序与生产单位，通过制造分层管理和零部件标准化来实现成本的控制。此外，公司强大的供应链体系和 ODM 经验，帮助公司开拓国内的新零售代工。

**摩飞品牌为什么爆款不断？**公司此前东菱品牌内销并不出色，摩飞品牌的崛起是内外部变量共振的结果。**外部机遇：**传统电商红利退去，新的内容电商、直播电商等兴起带来外部新一轮红利，小家电行业又有冲动型消费属性适合，给了传统小家电巨头之外的新品牌崛起的机会。**内部调整：**产品经理与内容营销双向互动，前者推出“爆品”特质产品，后者把握新媒体流量，共同打造网红爆品。从公司架构上，设立各品牌独立事业部进行运作。

**盈利预测与估值建议。**我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 8.66/10.38/12.24 亿元，同比增速为 26.0%/19.8%/18.0%，EPS 为 1.08/1.29/1.53 元/股。公司现价 28.51 元，对应 PE 为 26.3/21.9/18.6 倍。公司内销自主品牌高速增长，出口业务保持平稳，我们认为公司的估值正在发生重构，从原来的制造业估值向自主品牌的消费品转化，参考行业小家电公司的估值，我们认为 2020 年公司的合理估值在 30 倍左右，首次覆盖予以“增持”评级。

**风险提示：**汇率波动风险；疫情影响存在不确定；国内品牌竞争加剧导致收入放缓。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	8,444	9,125	10,390	11,670	12,967
增长率 yoy (%)	2.7	8.1	13.9	12.3	11.1
归母净利润（百万元）	503	687	866	1,038	1,224
增长率 yoy (%)	23.2	36.7	26.0	19.8	18.0
EPS 最新摊薄（元/股）	0.63	0.86	1.08	1.29	1.53
净资产收益率 (%)	12.9	15.9	17.8	18.5	18.6
P/E（倍）	45.3	33.1	26.3	21.9	18.6
P/B（倍）	5.8	5.3	4.7	4.1	3.5

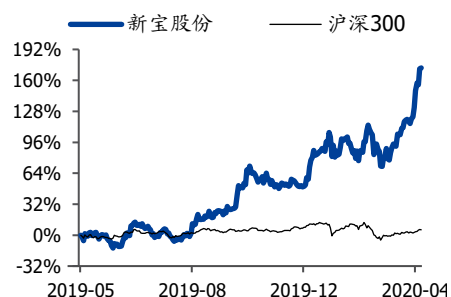
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

### 增持（首次）

#### 股票信息

行业	白色家电
最新收盘价	28.51
总市值(百万元)	22,849.99
总股本(百万股)	801.47
其中自由流通股(%)	99.33
30 日日均成交量(百万股)	3.93

#### 股价走势



#### 作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

分析师 马王杰

执业证书编号：S0680519080003

邮箱：mawangjie@gszq.com



**财务报表和主要财务比率**

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	4416	5163	5840	7089	8131	<b>营业收入</b>	8444	9125	10390	11670	12967
现金	1850	1836	1996	3109	3648	营业成本	6708	6965	7715	8576	9391
应收票据及应收账款	1161	993	1460	1295	1766	营业税金及附加	74	65	83	94	103
其他应收款	70	41	85	57	101	营业费用	332	470	634	747	882
预付账款	23	30	31	38	38	管理费用	452	537	603	630	687
存货	1184	1464	1469	1791	1779	研发费用	275	334	395	443	493
其他流动资产	127	799	799	799	799	财务费用	-34	-2	-27	-46	-70
<b>非流动资产</b>	2715	2988	3020	3009	2997	资产减值损失	8	-12	0	0	0
长期投资	67	67	71	75	80	其他收益	31	45	0	0	0
固定资产	1828	1941	1975	1966	1914	公允价值变动收益	-35	25	25	-10	-30
无形资产	474	527	573	614	668	投资净收益	-40	-25	-9	-15	-22
其他非流动资产	346	452	401	354	336	资产处置收益	2	-1	0	0	0
<b>资产总计</b>	7131	8151	8861	10098	11128	<b>营业利润</b>	587	784	1004	1201	1428
<b>流动负债</b>	3214	3569	3770	4288	4412	营业外收入	15	18	19	18	17
短期借款	334	143	143	143	143	营业外支出	17	7	10	9	11
应付票据及应付账款	2251	2509	2763	3097	3320	<b>利润总额</b>	585	795	1013	1210	1435
其他流动负债	629	917	863	1048	949	所得税	82	107	144	169	208
<b>非流动负债</b>	0	254	214	174	134	<b>净利润</b>	504	688	869	1040	1227
长期借款	0	200	160	120	80	少数股东损益	1	1	3	3	3
其他非流动负债	0	54	54	54	54	<b>归属母公司净利润</b>	503	687	866	1038	1224
<b>负债合计</b>	3214	3823	3984	4462	4546	EBITDA	896	1131	1308	1534	1755
少数股东权益	14	29	31	34	37	EPS (元/股)	0.63	0.86	1.08	1.29	1.53
股本	813	801	801	801	801	<b>主要财务比率</b>					
资本公积	1227	1139	1139	1139	1139	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
留存收益	1947	2354	2767	3247	3831	<b>成长能力</b>					
归属母公司股东权益	3903	4299	4845	5602	6546	营业收入 (%)	2.7	8.1	13.9	12.3	11.1
<b>负债和股东权益</b>	7131	8151	8861	10098	11128	营业利润 (%)	25.6	33.6	28.0	19.6	19.0
						归属母公司净利润 (%)	23.2	36.7	26.0	19.8	18.0
						<b>获利能力</b>					
						毛利率 (%)	20.6	23.7	25.7	26.5	27.6
						净利率 (%)	6.0	7.5	8.3	8.9	9.4
						ROE (%)	12.9	15.9	17.8	18.5	18.6
						ROIC (%)	11.2	14.0	15.9	16.5	16.8
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率 (%)	45.1	46.9	45.0	44.2	40.9
						净负债比率 (%)	-38.7	-33.2	-32.8	-48.8	-50.6
						流动比率	1.4	1.4	1.5	1.7	1.8
						速动比率	1.0	1.0	1.1	1.2	1.4
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
						应收账款周转率	8.2	8.5	8.5	8.5	8.5
						应付账款周转率	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9
						<b>每股指标 (元)</b>					
						每股收益 (最新摊薄)	0.63	0.86	1.08	1.29	1.53
						每股经营现金流 (最新摊薄)	0.56	1.80	1.01	2.23	1.55
						每股净资产 (最新摊薄)	4.87	5.36	6.05	6.99	8.17
						<b>估值比率</b>					
						P/E	45.3	33.1	26.3	21.9	18.6
						P/B	5.8	5.3	4.7	4.1	3.5
						EV/EBITDA	23.7	18.4	15.8	12.7	10.8

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

## 内容目录

1. 从小家电出口龙头到国内网红爆款产品的孵化器 .....	5
1.1 出口龙头稳步增长 .....	5
1.2 修炼制造功力，着手内销引爆 .....	6
1.3 经验积淀，管理有序 .....	7
1.3.1 股权结构稳定 .....	7
1.3.2 职业经理人体系 .....	7
1.3.3 员工激励激发组织活力 .....	8
2. 超级供应链是如何养成的？ .....	8
2.1 小家电代工出口的核心是供应链成本 .....	8
2.2 供应链响应快是多方协同的一致结果 .....	10
2.2.1 效率提升：制造分层管理与零部件标准化 .....	11
2.2.2 利润空间再提升：ODM/OBM 升级 .....	12
2.3 代工能力的内化 .....	12
3. 自主品牌梦逐步实现 .....	13
3.1 东菱品牌为什么在国内表现不如人意？ .....	13
3.2 摩飞的崛起，做对了什么？ .....	15
3.2.1 摩飞的成绩单 .....	15
3.2.2 外部环境的机遇 .....	16
3.2.3 内部调整：产品经理和内容营销的深度双向互动 .....	17
4. 短期展望：海外市场平稳，国内高增长 .....	18
5. 盈利预测与估值 .....	19
5.1 盈利预测 .....	19
5.2 估值讨论 .....	20
风险提示 .....	21

## 图表目录

图表 1: 2010-2019 年公司营收情况（亿元） .....	5
图表 2: 2013-2019 年公司归母净利润情况（亿元） .....	5
图表 3: 2014-2019 年公司 ROE 与 ROA 情况（亿元） .....	5
图表 4: 2010-2019 年内外销占比与海外销售占比 .....	6
图表 5: 2011-2018 年公司内销情况（亿元） .....	7
图表 6: 2011-2019 年国内外销售毛利率比较 .....	7
图表 7: 股权结构（截至 2019 年 12 月 31 日） .....	7
图表 8: 业绩激励目标与 2019 年完成情况（亿元） .....	8
图表 9: 2012-2013 年主要客户销售额（百万元） .....	9
图表 10: 2014-2019 年前五名客户销售额与占比（亿元） .....	9
图表 11: 公司知名品牌客户 .....	9
图表 12: 进口国所需产品认证 .....	9
图表 13: 除亚洲地区，全球各地区小家电市场发展放缓（千台） .....	10
图表 14: 公司制造体系 .....	11
图表 15: 2018 年新宝与可比公司的人均产能（万元） .....	11
图表 16: 2017-2018 年各公司毛利率 .....	11
图表 17: 新宝累计专利拥有与年增加量（项） .....	12

图表 18: 互联网公司与新宝是双向选择 .....	13
图表 19: 美的、九阳和苏泊尔的线下总市占率统计.....	13
图表 20: 东菱与小熊的个别产品比较（皆选择同样品类下价最低者） .....	14
图表 21: 2011-2019 年公司销售费用情况（百万元） .....	15
图表 22: 2019 年各品牌料理机线上销售量（台） .....	15
图表 23: 2019 年 618 店铺节收获颇丰.....	15
图表 24: 社交电商已是进行时（亿元） .....	16
图表 25: 线上流量红利减缓（万亿元） .....	16
图表 26: 摩飞在小红书的部分笔记截图 .....	17
图表 27: 独立事业部+后端制造支持.....	17
图表 28: 2020 年 3 月各小家电品类线上销售情况 .....	18
图表 29: 2020 年 3 月餐具消毒机线上销售情况（台） .....	19
图表 30: 摩飞新品刀具砧板消毒机.....	19
图表 31: 各营业收入（亿元）预测.....	19
图表 32: 各业务毛利率预测.....	20
图表 33: 可比公司估值.....	20
图表 34: 新宝股份估值 PE-ttm.....	21

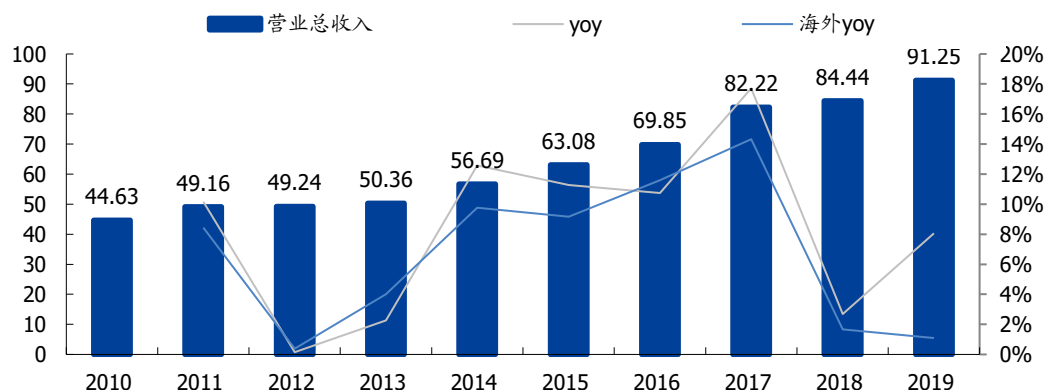
## 1. 从小家电出口龙头到国内网红爆款产品的孵化器

### 1.1 出口龙头稳步增长

新宝股份，其前身顺德新宝成立于 1995 年，作为西式小家电制造龙头企业之一，专注于产品研发、生产和销售，主要产品包括电热水壶、电热咖啡机、面包机、打蛋机、多士炉、搅拌机、果汁机、电烤箱、吸尘器、电熨斗、空气净化器、净水器等 20 多个大类，逐步向家居护理电器、健康美容电器等产品线延伸。作为代工出口龙头企业，产品主要出口到欧洲、美洲、澳洲等发达国家和地区，并积极开拓东南亚、中东、非洲等新兴市场，现已进入全球 100 多个国家和地区。现拥有自主品牌 Donlim（东菱）、鸣盏等，以及摩飞、个护美容电器品牌 GEVILAN（歌岚）、净水器 LAICA（莱卡）等合作品牌，积极开拓国内市场，通过专业产品、专业品牌策略以打开内销市场。

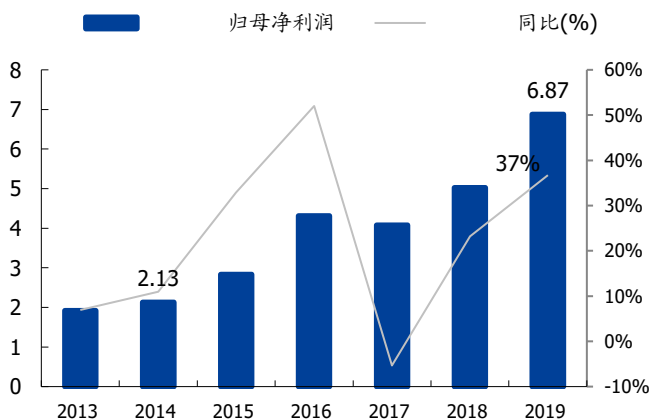
公司过去营收增速贡献主要来自外销。2014 年上市，营业收入从 2014 年的 56.69 亿元上升到 2019 年的 91.25 亿元，复合增速 10.0%，2018 年增速放缓主要由于海外需求偏弱，而 2019 年的回升主要归功于国内业务大幅增长。归母净利润从 2014 年的 2.13 亿上升至 6.87 亿元，复合增速达到 19.4%。

图表 1: 2010-2019 年公司营收情况 (亿元)



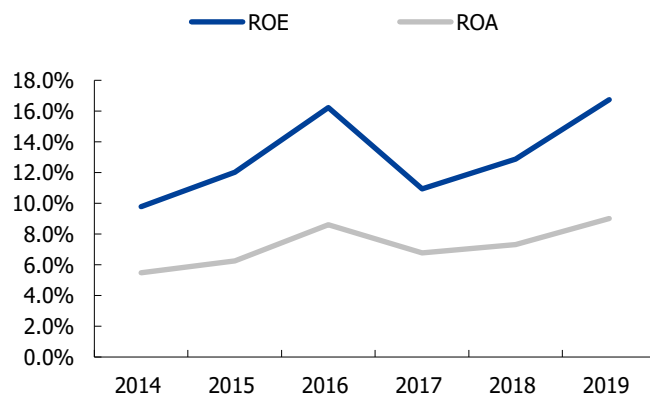
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 2013-2019 年公司归母净利润情况 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 2014-2019 年公司 ROE 与 ROA 情况 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 1.2 修炼制造功力，着手内销引爆

### 海外代工起家，制造产能初露（1995-2005年）：

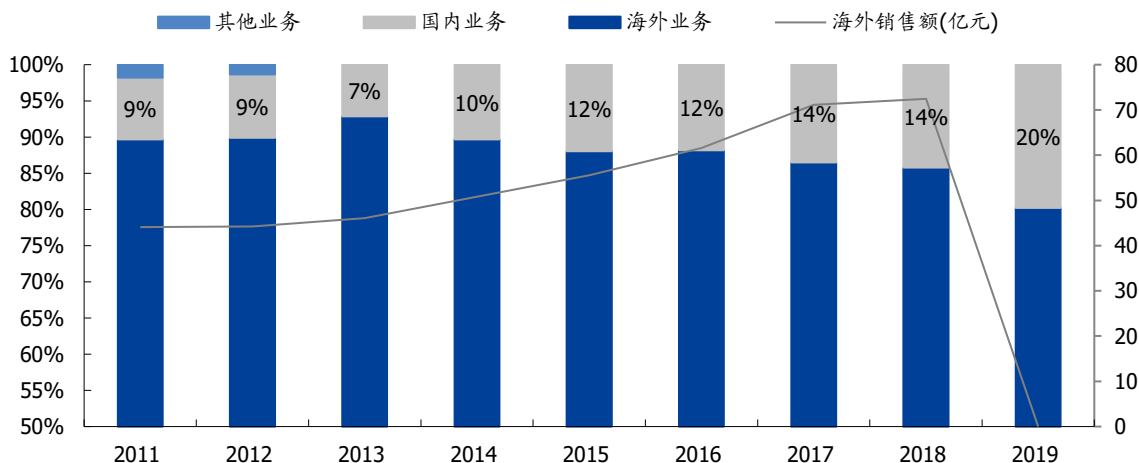
1995年，顺德新宝成立于广东佛山，起初仅是主打 OEM 生产的作坊式工厂，而后为逐步开拓国际市场，设立海外营销机构，于 2002 年全球营销达到 10 亿。新宝抓住了国内外小家电制造成本价差以及海外市场的前景，及时拓展欧洲和美洲等地区知名品牌商、零售商，此时海外销售初具规模。

### 出口额创佳绩，合并巩固地位（2006年-2014年）：

在 2008 年达到小家电出口额行业第一，同时通过合并吸收其他公司，综合实力上新台阶。2009 年完成对凯琴电器的合并，其经营范围为生产经营家用电器及其配件、塑料制品、高性能改性塑料（不含废旧塑料加工）。此外，公司先后完成对庆菱压铸、虹峰彩印、威林塑料、乐文华彩印、骏越电器的收购，进一步增强综合实力，提升产业链的完整性，巩固制造龙头企业地位，加强了成本控制与议价能力。

在 2007 年至 2011 年期间，出口的电热水壶、电热咖啡机、搅拌机、多士炉四类产品出口量位列第一。产品类别包括电热水壶、电热咖啡机、面包机、打蛋机、多士炉、搅拌机等 12 大类 2000 多个型号。在这一阶段，新宝专注完善自身产业链，组建研发团队，提出为客商“一站式”服务的采购方式，逐步承包了从产品设计研发、模具开发、生产、包装、运输全部流程，再以产品在外外观设计、独特功能、可靠品质等方面的优势吸引客户签订包销订单。

图表 4：2010-2019 年内外销占比与海外销售占比



资料来源：Wind，国盛证券研究所

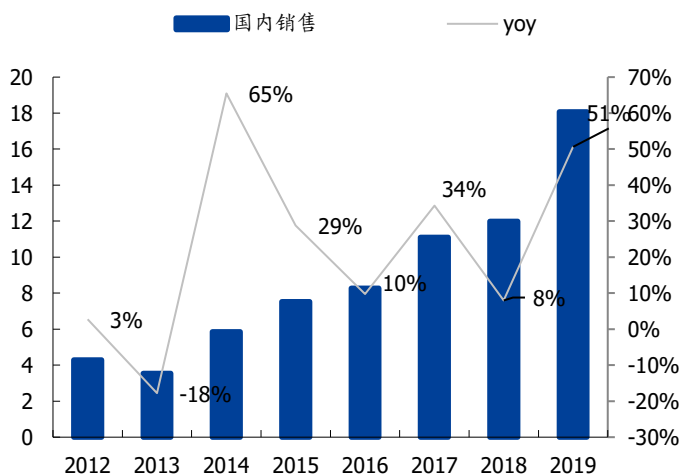
### 自有品牌小有成效，未来可期（2015年-至今）：

自 2015 至 2019 年，新宝逐步将重心转至自有品牌销售，国内营收贡献持续增加，内销业务正在进入快速发展阶段。2017 年年底，新宝股份与摩飞（Morphy Richards）签署未来长期的品牌战略合作协议，成为中国地区的品牌独家代理商，标志着新宝战略转移到毛利率更高的国内，转向附加值更高的 OBM。同时，积极应用电商、微商、小红书、抖音等线上渠道及网红渠道，与小米、名创优品以及网易严选等新零售头部公司提供代工服务。基于自身制造、技术、价格的优势，摩飞在过去三年取得佳绩。新宝将持续推出细分化产品，成为网红爆款产品的孵化器，推动内销业务的增长。

2019 年国内销售收入达到 18.06 亿元，同比增长 50.62%，国内销售额占比从 2014 年的 8%，提升为 19.8%。其主要归功于摩飞品牌国内销售的快速增长，以及海外市场销售增速平稳。

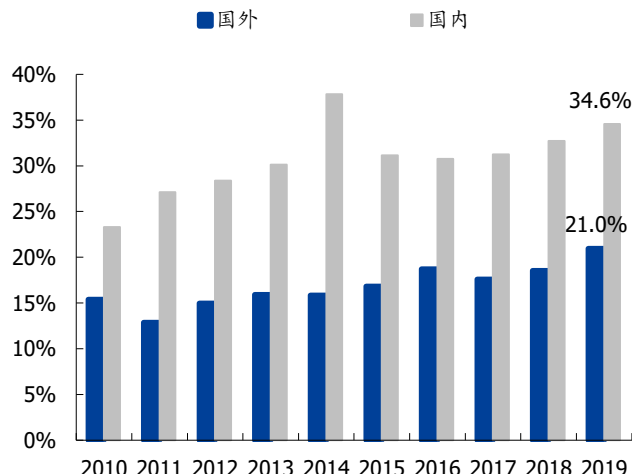


图表 5: 2011-2018 年公司内销情况 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 2011-2019 年国内外销售毛利率比较



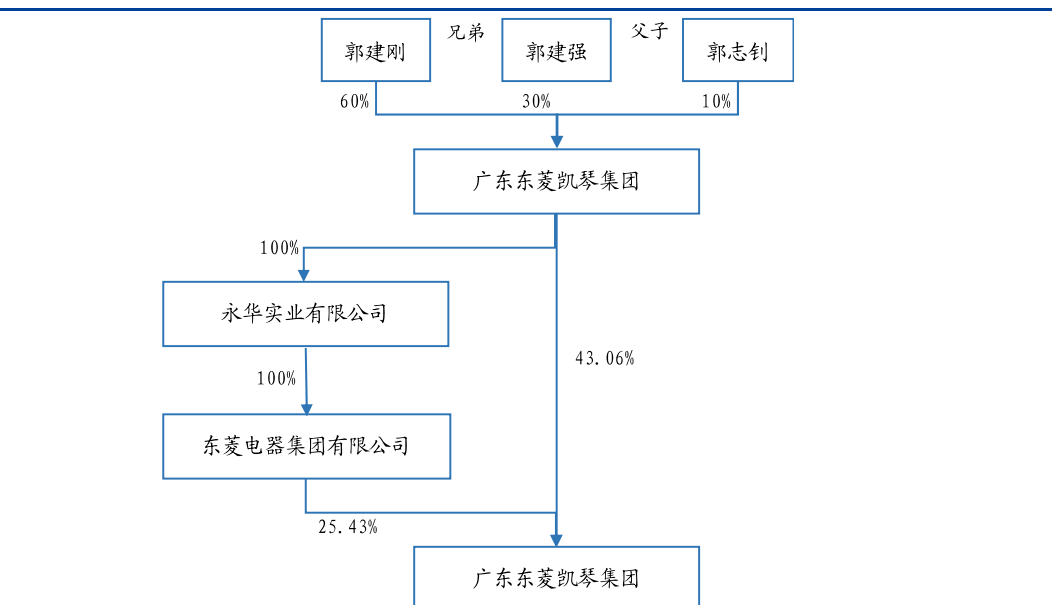
资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

### 1.3 经验积淀, 管理有序

#### 1.3.1 股权结构稳定

经过多次的股权转让、变更, 新宝股份目前股权结构更为集中、稳定。截至 2019 年 9 月 30 日, 控股股东主要为广东东菱凯琴集团, 持有 43.06% 的股份, 以及东菱电器集团有限公司, 持有 25.43%。广东东菱凯琴集团有限公司通过永华实业有限公司持有东菱电器集团有限公司 100% 股权, 新宝实际控制人均为郭建刚先生, 合计直接和间接持股 68.49%。

图表 7: 股权结构 (截至 2019 年 12 月 31 日)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

#### 1.3.2 职业经理人体系

新宝股份较早地采用职业经理人体系, 现任高管皆于 2000 年左右加入公司, 现董事会中有四人为职业经理人。总裁曾展对市场开拓敏锐, 负责公司生产、品质控制方面的营

运营管理和决策执行工作。1997年加入新宝，伴随着新宝由小到强，已经成功带领新宝成为小家电海外出口的领头羊，未来也将利用 OEM/ODM 的制造优势带领新宝进一步扩大内销。新宝任用能人，公司高管才华得以施展，二者相辅相成，其内部培养制度有望持续提升新宝自主品牌的市场份额。

### 1.3.3 员工激励激发组织活力

公司激励体系逐步完善，现完成“员工持股计划”与“业绩激励基金”。新宝于2017年下半年启动第一期员工持股计划，多位高管持有公司股份。我们认为这体现了高管对公司的信心，将自己的利益与公司捆绑，同时，高管与股东的利益一致，新宝未来发展更加坚定、明朗。

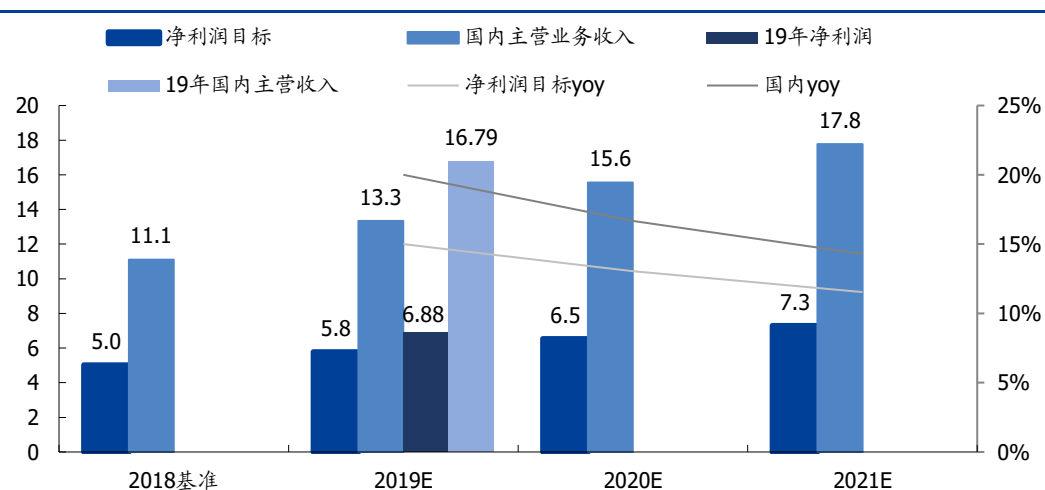
图表8：持股高管情况（截至2019年12月31日）

姓名	职务	期末持股数(股)	期末参考持股市值(元)
曾展晖	董事, 总裁	3,051,447	50,318,361
杨芳欣	董事, 副总裁	2,312,166	38,127,617
朱小梅	董事, 副总裁	596,729	9,840,061
潘卫东	原监事会主席	485,458	8,005,202
王伟	董事, 副总裁	409,607	6,754,419
康杏庄	职工监事	208,055	3,430,827
李亚平	监事会主席	80,000	1,319,200

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

2019年8月，公司启动暂定3年的业绩激励计划，考核指标同时完成三年净利润增长率15%、30%、45%与国内主营业务收入增长率20%、40%、60%。3年的激励计划将公司业绩持续与员工利益相关，高管收入与业绩有效匹配，全方面调动人员积极性，激发组织活力。另外，我们注意到，考核指标亦纳入了国内业务增长率，可见公司培育自主品牌的战略目标，同时，提高团队竞争能力以促进各事业部的快速成长。

图表8：业绩激励目标与2019年完成情况（亿元）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

## 2. 超级供应链是如何养成的？

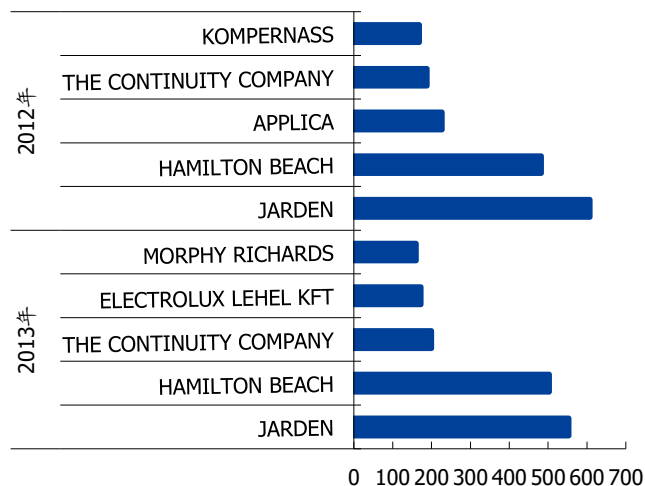
### 2.1 小家电代工出口的核心是供应链成本

新宝股份海外合作客户主要有 Jarden Group、Hamilton Beach、Electrolux、Philips、



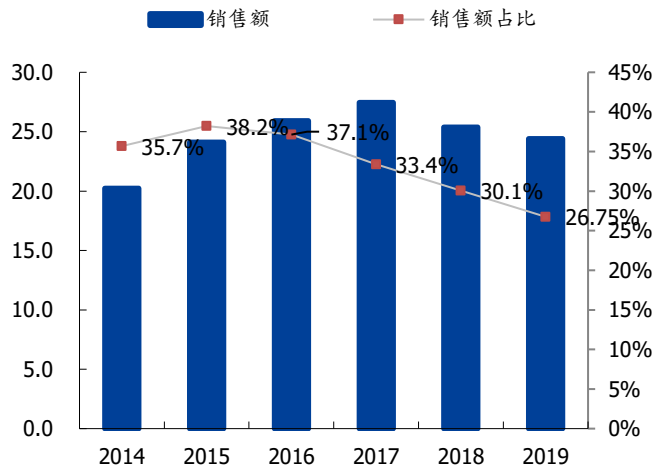
Panasonic、Siemens、De'Longhi、Kenwood、Morphy Richards、SEB、Russell Hobbs、Delta 等，主要为北美、欧洲的头部家电企业。海外收入贡献从 2013 年的 38.72 亿稳定上升至 2017 年的 58.03 亿，复合增长率达到 10.64%，主要归功于海外客户不断扩展以及自身制造水平实力。前五大客户销售占比逐年下降，从上市 2014 年的 35.69% 下降至 2019 年的 26.75%，全球客户相对分布均衡，在 100 多个国家与超过 1,000 家企业建立了业务关系。

图表 9: 2012-2013 年主要客户销售额 (百万元)



资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

图表 10: 2014-2019 年前五名客户销售额与占比 (亿元)



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

小家电海外订单有种类多、批量小的特点。根据使用场景、不同客群，小家电可选细分功能需求个性化、多样化，又欧美国家小家电产品起步早、普及广，据统计欧美发达国家市场小家电类目约为 200 种，品类多样。海外订单还具有小批量的特点，由于小家电更新速度快且单价较低，客户、经销商不倾向承担过多的仓储风险，订单金额难以增加。

图表 11: 公司知名品牌客户



资料来源: 各公司官网, 国盛证券研究所

图表 12: 进口国所需产品认证

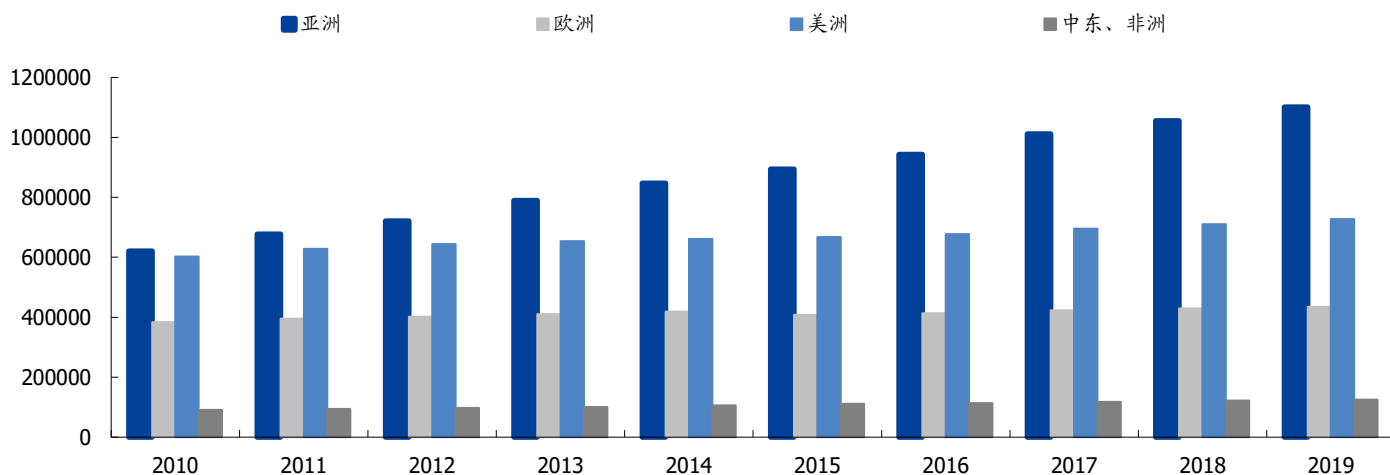


资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

以上订单特征要求代工工厂所需要具备较高的供应链响应能力——同时关键要做到效率和成本的平衡。首先，总体海外订单盈利挑战更大，相较于国内代工有很大区别，国内 OEM 倾向求大批量生产，且产品要求相较于国外低，工厂订单完成的难易度更取决于产量，而非质量。海外订单需要符合当地各类质量、技术和安全标准，例如欧盟提出的《欧盟生态环境设计指令》、强制性 CE、GS 认证，于北美有 UL、ETL 认证，截至 2013

年，公司共拥有 5000 多项认证。中方多数工厂难以胜任海外订单所提出的要求或者生产习惯，外部厂商更是对 OEM 质量是否符合品牌定位有所顾虑。其次，外部市场空间压缩，海外小家电市场趋于饱和。制造企业的生存与不再靠“量”，也需保证其自身毛利率，使工厂良性运作，达到效率和成本的平衡，从而抢占其他工厂销售份额。

图表 13: 除亚洲地区，全球各地区小家电市场发展放缓（千台）



资料来源：欧睿在线，国盛证券研究所

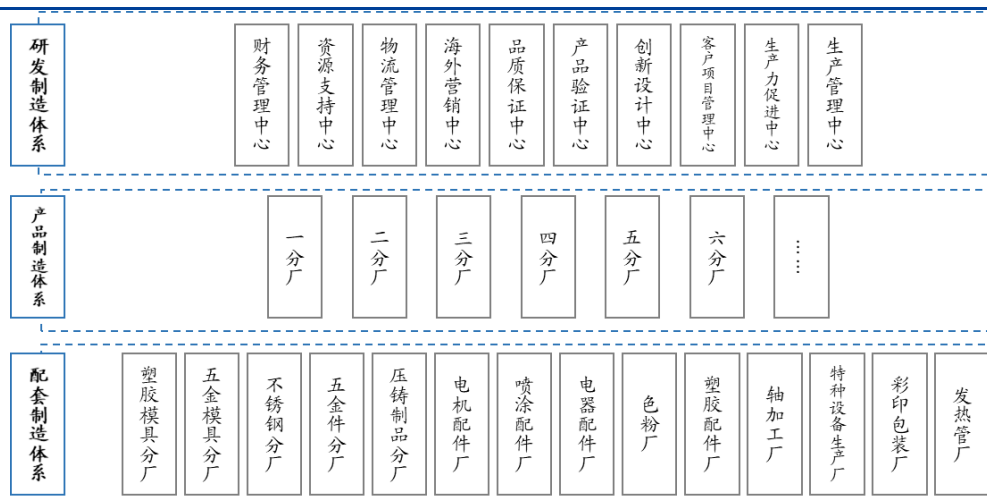
## 2.2 供应链响应快是多方协同的一致结果

新宝股份产能巨大，共拥有 24 间工厂，覆盖小家电品类广，还同时兼具供应链的快速响应能力，多数企业无法通过简单扩张达到如此规模，多数出现效率、成本的失衡或持续低的毛利率使以致企业进入不良循环。其规模效应较为明显，人均产利与毛利率均在可比竞争对手中属较优水平，给予企业合理利润空间。那么，新宝是通过怎样的方式来达到效率和成本的平衡？

公司持续保持对产业链的垂直整合，向上游制造厂商延伸，提升配套能力时也逐步提高成本控制能力。现有制造体系包括研发制造、配套制造与产品制造体系。配套制造与产品制造体系涵盖了模具、五金件、电子电器配件、色粉等工序，到各个分厂的总装装配、性能与安全性检查，自主完成大部分工序以实现规模效应。垂直覆盖面的扩大，新宝最大化控制生产过程，从而取得较高利润率。

另外，产业链整合不仅提升了内部成本控制能力，也提升了外部采购优势。第一，由于多数零部件已完成自主生产，公司对对外购零部件与厂商依赖性低，能灵活应对小家电订单的多样化需求。第二，公司对原材料供应商的依赖性低，其年生产量达到 9.95 千万台小家电，采购规模批量大，且上游行业竞争充分，议价能力高，可通过竞价选择最优供应商以降低采购成本。

图表 14: 公司制造体系



资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

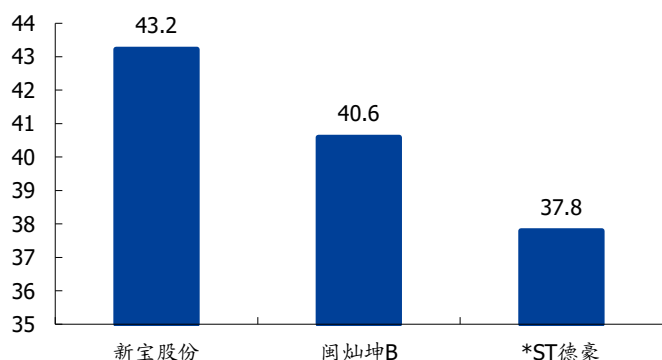
### 2.2.1 效率提升: 制造分层管理与零部件标准化

为保证产业链垂直整合后的高效, 新宝通过优化重复生产工序与生产单位, 提升各单位专业熟练度取得规模优势, 避免在成本控制过程中效率的降低。

**制造分层管理:** 由于不同订单所要求的产品档次不同, 所需材料与工艺不一定类似, 若简单交由某一生产单位负责, 可能引起品控、流程两方面混乱, 使得产成品质量不稳定。因此, 新宝提出制造分层管理, 对订单进行编排, 根据不同的订单需求制定不同的生产单位。由于生产单位对所负责产品需求了解, 可迅速调度物料并安排生产, 提升整体公司效率。

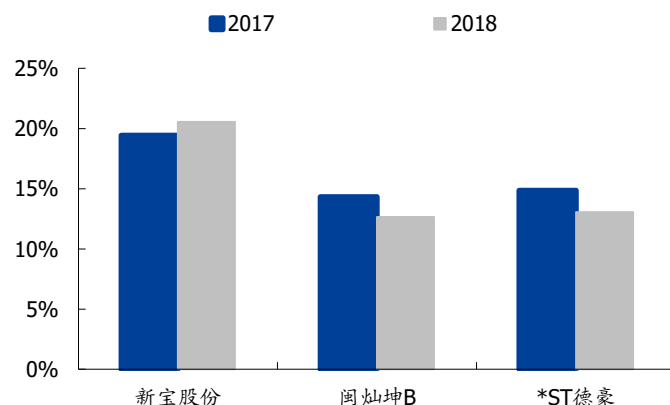
**零部件标准化:** 小家电品类多, 但往往是外观、功能等细节上的差异, 主要功能大体不变, 如电热类电器都是围绕发热原件制造不同需求的产品。为进一步提升全生产线效率, 公司编制标准化零件库, 交由配套制造体系中的各个工厂生产, 简化生产线之间的重合部分, 达到零部件规模生产, 降低制造费用。另外, 小家电各模块通用度高, 完成标准化制造后, 公司仅需根据新订单的标准, 做出相应个性化调整, 缩短开发设计周期, 提升研发效率。

图表 15: 2018 年新宝与可比公司的人均产能 (万元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 16: 2017-2018 年各公司毛利率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

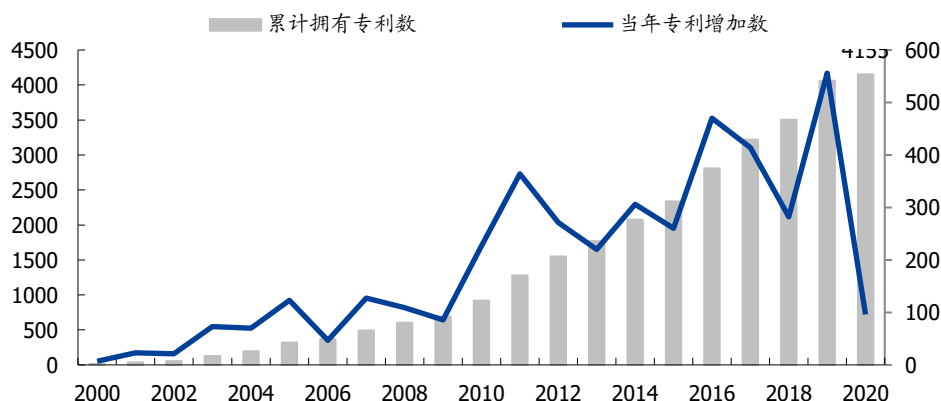
## 2.2.2 利润空间再提升：ODM/OBM 升级

在产业链深度配套与订单高效分配的优势下，公司进一步向毛利率更高的 ODM、OBM 业务转型。早期的劳动力制造成本优势正在衰退，且 OEM 本身对外依存度高，利润空间低，小家电出口企业要做大做强必须主动出击转型。新宝为客户提供包括市场策略、设计研究、产品实现、模具研究、产品测试认证、量产技术研究、品牌设计的七个模块服务，逐步摆脱贴牌工厂身份，强化自身的技术升级与产品研发实力。

新宝让传统合作模式由被动生产往“知识产权包销”转变。与操作模式相对简单的传统外销型企业不同，新宝重视研发创新投入，积极组建的设计团队，每年都有一定数量专利申请，已积累了 4000 多项专利技术。同时，欧美地区政府出台了一系列管理规定和技术标准，与国内大相径庭，小家电制造商须加大研发投入以应对越来越高的技术壁垒，没有研发能力或研发能力弱的小家电制造商更容易被淘汰。截止 2014 年，新宝已累计拥有 5000 多项认证。

新宝研发能力与制造优势相辅相成，与其他贴牌企业差距拉大，现有产业线丰富，模型库完备，达到 20 余大类，自我配套能力强，在控制成本的同时，能高效完成订单需求。另外，国际采购商风险偏好降低，更愿意和头部企业合作，高竞争力的新宝更易蚕食剩余市场份额。

图表 17: 新宝累计专利拥有与年增加量 (项)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 2.3 代工能力的内化

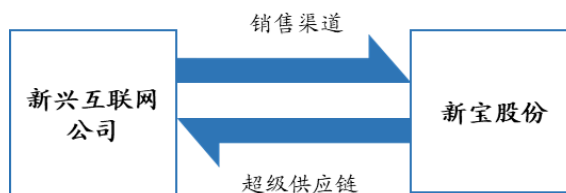
多年累积的经验非一日之寒，新宝在国内小家电兴起之际已经做好了制造和研发方面的准备，时刻准备在新零售中一触即发：除了与淘宝、京东等传统电商合作外，还与小米、名创优品、网易严选、傲基等新兴互联网公司合作，互联网公司与新宝合作是双向选择的结果。

传统小家电龙头已经基本占满各品类赛道，新兴互联网公司仍需通过创新型产品、低价策略抢夺已有市场份额，以提升其品牌知名度，因为其产品尚无法达到主流产品的量，库存较小，恰好与海外出口订单相似。另外，其销售量与利润率还维持在较低水平，并且不会选择投资单独生产线，因为销量与回报期不确定，直接投产过于激进。相较之下，拥有价格优势的新宝更符合其“体量小、品类多”的供应链需求，而非成本高且拥有自主品牌的龙头企业。

新宝空有一身“中国制造”本领，匮乏对销售渠道、自主品牌建设经验。相较于头部家电品牌，新宝毛利率仍有提升空间，因为大部分为附加值较低的制造，对标的龙头企业大多拥有自主品牌，承担了高附加值的终端销售。而互联网公司正是抓住了电商变革红利，擅长线上拓展与品牌建设。若与互联网企业合作，不仅可以通过发挥公司制造优势，来实现国内销售规模的增长，也能提升公司的知名度，深入开拓内需市场。

公司现已与传统电商淘宝、京东等，新兴互联网公司网易严选、小米、名创优品等合作。目前与小米合作产品有净水器、电热水壶、电动牙刷、烤箱等，净水器为现阶段主要产品，2019年总体销售比较平稳；与名创优品以合资公司的形式进行产品开发，产品制造由公司负责，合资创立佛山东菱名创电子科技有限公司，部分项目已经开始投产。

图表 18: 互联网公司与新宝是双向选择



资料来源: 国盛证券研究所

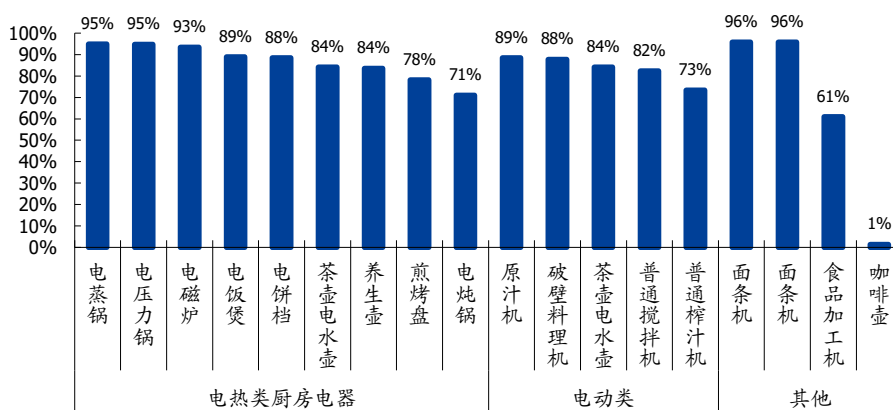
### 3. 自主品牌梦逐步实现

很多出口品牌都有一个自主品牌梦，而真正能内销成功的却比较少。主要原因在于出口企业拥有根深蒂固的制造思维，而自主品牌则要求其在品牌、营销、产品等全方位具有较强的能力，尤其是如何理解消费者的需求，如何做好渠道和营销是出口型企业的短板。

#### 3.1 东菱品牌为什么在国内表现不如人意？

公司初期的内销转型尝试从结果看并不理想。早期小家电销售主要集中在线下，大部分份额长期被小家电三巨头占据，根据过去我们对中怡康数据进行的统计，在一二线城市17个核心小家电中，除食品加工机、咖啡壶外，三者合计市占率均超过了70%。主要原因是美的、九阳和苏泊尔龙头企业布局早，线下渠道完备，剩余市场份额留给新宝等品牌影响力弱的企业较少。

图表 19: 美的、九阳和苏泊尔的线下总市占率统计



资料来源: 中怡康, 国盛证券研究所



2009 年新宝全资子公司广东东菱电器，计划通过自有品牌，布局内销蓝图，但是运营成效并不显著。内销收入瓶颈明显，新宝整体国内市场收入一直不超过 4 亿。新宝的强势主要在制造，包括研发和生产，东菱品牌旗下就有布局打蛋机、豆奶机、面包机、咖啡壶、多士炉、微波炉、电烤箱等常见小家电。

从 OEM 到 ODM，新宝积累并内化了大量制造经验，拥有超级供应链实力。然而，新宝要想真正拥有自主品牌，仍需要重视其他方面短板来完成产业升级。小家电作为准快消费品，想要突破龙头企业的“马太效应”需从产品创新开始、往营销渠道推进、促进品牌构筑，进而引发更多产品上市，品牌销售进入如此往复的正向循环，也是内销的基本公式。而这关键的三要素正是新宝品牌过去的短板：

**产品差异化需加强：**与传统海外订单不同，自主品牌需要承担更多市场调研、产品设计，推出更符合消费者口味的产品。早期东菱品牌受海外订单牵制，内销产品线主要呈现大众化、档次低的特点，忽视对中国消费者进行产品改良，与其他产品同质化严重，难在小众品牌里脱颖而出，更无法与美的、苏泊尔、九阳家电巨头抗衡。

图表 20：东菱与小熊的个别产品比较（皆选择同样品类下价最低者）



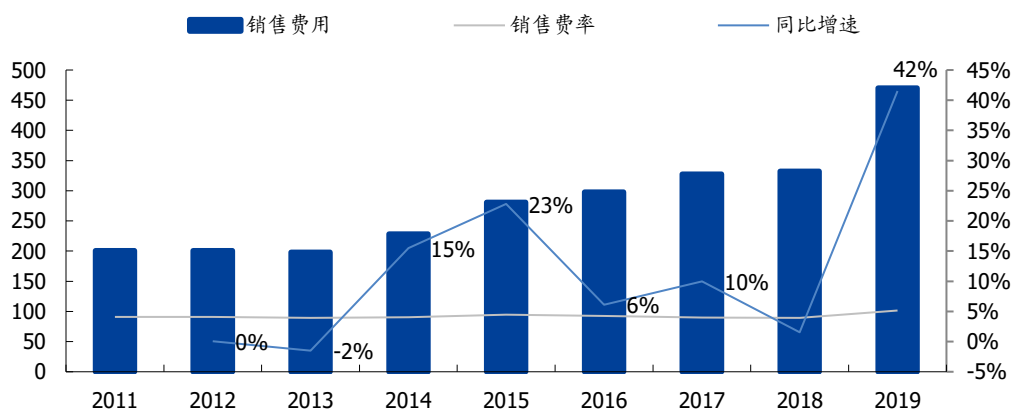
资料来源：京东，国盛证券研究所

**传统和电商两种渠道优势皆弱：**品牌渠道和营销营运能力差，难以迅速获得市场响应。公司更多专注于外销拓展，成立之后对渠道经验积累少，早期布局缺席。同时，由于营运能力弱，公司面临高昂渠道运营成本与突破成本。线下渠道经过多个分销环节，每个环节有相应加价，又拖累价格优势，线下销售受阻。而线上渠道，龙头企业也已较早切入，如苏泊尔、九阳分别于 09 年、11 年加入电商，且线上流量成本持续攀升，渠道运营经验少的东菱品牌难以追赶。

**品牌优势尚无法带来天然的品牌流量：**新宝过去主要做 OEM，忽略了打造自身品牌效应，难以帮助企业融入市场。公司产品宣传较少，销售费用占比不高，未足够去刻画消费者心中的品牌形象。所能追溯到最早的用户使用体验分享，是 2014 年在“下厨房”app 中的面包机分享。若早期能注重口碑建设，销量或有改善。



图表 21: 2011-2019 年公司销售费用情况 (百万元)



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

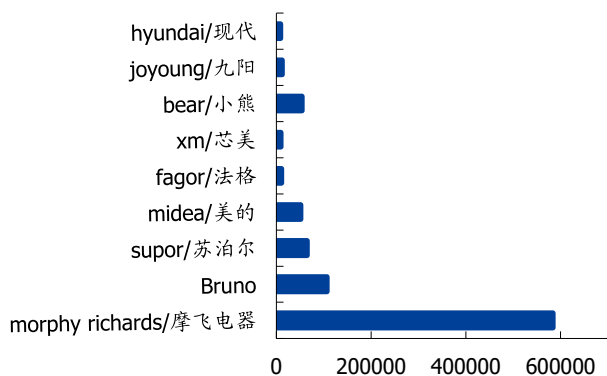
较少投入资源进行品牌开拓, 使得东菱早期品牌面临高不成低不就的尴尬瓶颈。国内货架上同时有新宝代工的小家电, 和价格仅一半的自主品牌小家电, 销量却相差悬殊。往上比, 东菱价格虽低于知名品牌, 因客户粘性与信任, 消费者更愿意支付品牌溢价, 比下, 东菱价格难以与各类杂牌抗衡, 进入尴尬的中间地带。换言之, 东菱仅在价格上战胜知名品牌, 却又输给杂牌, 缺少抢眼的产品创新点来吸引消费者, 内销基本公式无法完成, 难以打破龙头企业的“马太效应”。

## 3.2 摩飞的崛起, 做对了什么?

### 3.2.1 摩飞的成绩单

新宝旗下另一自主品牌在 2019 年国内营收达到约 6.5 亿元, 同比增长 350% 左右。新宝与摩飞的合作早于 2013 年开始, 在 2017 年签约了品牌战略合作。摩飞在国内市场快速得到认可, 618 淘宝店铺节上摩飞电器的全品牌销售额已超过松下、苏泊尔等知名品牌, 甚至 6.16 日当日销售额跻身西式厨房行业前三名。其品牌现主要贡献品类以多功能锅、便携式榨汁机 (摇摇杯)、便携水壶为主。根据淘数据显示, 摩飞多功能锅 2019 年全年销售额力压群雄, 超过了在中国经营 4 年的 Bruno, 成为多功能锅品类第一。

图表 22: 2019 年各品牌料理机线上销售量 (台)



资料来源: 淘数据, 国盛证券研究所

图表 23: 2019 年 618 店铺节收获颇丰



资料来源: 淘宝天猫, 国盛证券研究所

### 3.2.2 外部环境的机遇

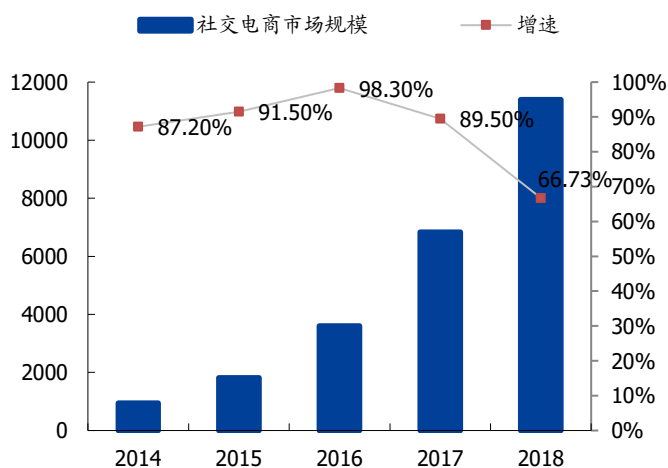
#### 新渠道红利来临

线下渠道对新兴品牌短期发展有限。在发展国内业务时，龙头企业早已下沉市场布局，其网点密集程度让新兴品牌望尘莫及。根据我们的统计，苏泊尔在 2017 年拥有 6 万余终端网点，九阳在 2015 年也已达到 4 万余网点。龙头企业庞大的线下渠道网络与终端运营能力强的代理商团队已经形成较高壁垒，新宝缺席早年的小家电市场竞争，短期难以快速在线下渠道大展身手，线上销售或有机会弯道超车。

**新渠道变革是摩飞品牌的机遇。**在梳理了苏泊尔的渠道运营历史后，我们发现每一轮新旧渠道更替不仅仅是对头部企业的渠道运营考验，更是新兴品牌的机会。发展初期，苏泊尔果断通过新经销商渠道进军商超，而非停滞于僵化的国营百货。之后，积极下沉三四线城市与电商，前瞻性渠道布局使苏泊尔抓住了每次渠道红利。

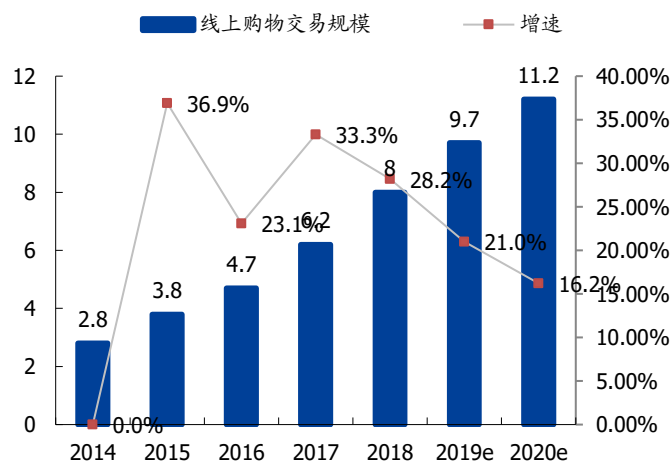
**社交电商的兴起是新的战场。**电商内部结构的裂变——社交电商兴起，进一步加速了新品牌/新产品的触达速度。京东、淘宝等传统电商渠道内部流量成本攀升，电商红利逐渐褪去。新兴的社交电商正是新一轮渠道变革方向，通过社交关系以低成本获取流量。这样的销售关系中融合了关注、分享、互动等多种社交元素，同时通过用户自发内容裂变出更多流量。

图表 24: 社交电商已是进行时 (亿元)



资料来源: 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

图表 25: 线上流量红利减缓 (万亿元)



资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

#### 小家电内生属性适合社交电商

**小家电的内生属性配合电商特性扶植新品牌崛起。**无需上墙安装的小家电推陈出新、更新换代快，不断精细化、碎片化的市场需求引发新一轮长尾市场机遇。这样的特性配合宣传时效快的电商模式，更容易触达消费者，挑战了传统线下渠道的经营模式。如摩飞便携榨汁机一类拥有创新点的产品，利用自身特性，噱头标签化吸引流量，借助第三方搭建的销售平台，完成交易量的转化。小家电的社交属性，我们发现：首先，小家电的颜值高、体积小以及操作上的趣味性有利于用户分享、“种草”，增加产品本身流量与关注度。接着，因为其单价低的特性，用户消费时心理负担不高，有助转化为有效订单，进而继续在平台上分享提升品牌和产品知名度。摩飞等新兴小家电品牌的崛起正是抓住了这一轮市场红利。

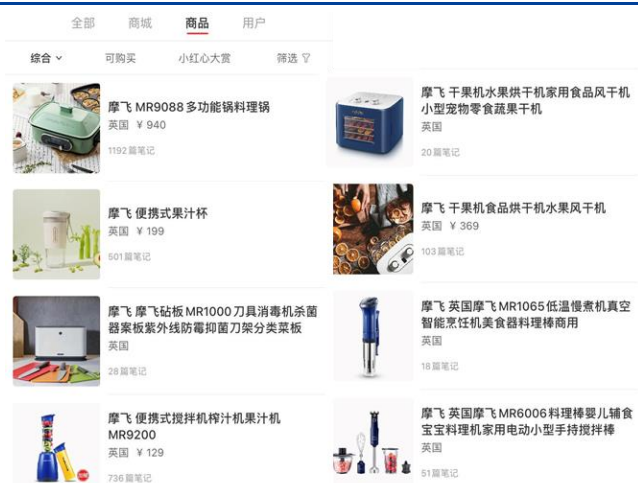
### 3.2.3 内部调整：产品经理和内容营销的深度双向互动

此前运营东菱品牌时，公司无论是渠道、产品和品牌均没有太多差异化；在摩飞运营时，公司转变思路，开启爆品运营。“产品经理”加大力度研究各消费群体的消费习性和“痛点”，洞悉市场环境，研发具备爆品特质产品，“内容经理”接手后，延续产品思想，以流量做入口，进行内容营销，打造“网红”产品，继而集中引爆销售。

**产品是打造爆品的核心。**管理机制上，在对接环节公司设立产品经理制和内容经理制。产品经理负责产品的策划、产品的定义、产品机会的挖掘和项目的确立。内容经理负责通过具有感染力的优质文案与 KOL 直播合作，培育“爆款”产品，让产品反之浇灌品牌；把握新媒体、自媒体的流量输送，完善新媒体矩阵布局。实现产品经理和内容营销的深度双向互动。

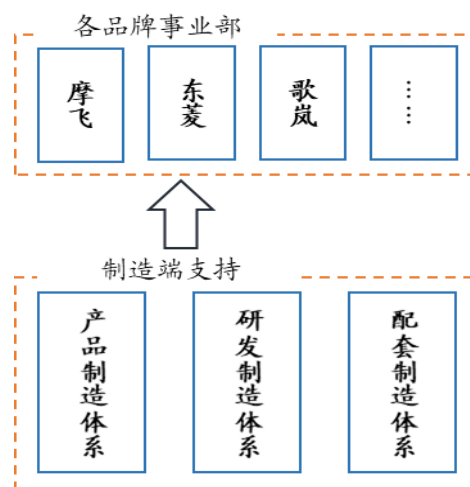
**内容营销策略独树一帜。**早期摩飞品牌的经销团队是从事传媒广告的，能迅速洞察渠道的变化，一定程度上弥补了新宝销售端短板。除了传统电商的投入外，公司在小红书、什么值得买、下厨房、微信等热门社交平台上做整合，通过大 V 和 KOL 与消费者互动，口碑宣传，将碎片化的流量聚合。同时，因为小家电内生的社交属性，购买的用户也偏向在使用后分享使用方法与心得，如分享多功能锅所做美食食谱，种草榨汁机的便携性等。据小红书本身应用不完全统计，多功能锅共约有 1300 多篇笔记，榨汁机有 700 多篇。

图表 26：摩飞在小红书的部分笔记截图



资料来源：小红书，国盛证券研究所

图表 27：独立事业部+后端制造支持



资料来源：公司招股书，国盛证券研究所

**独立事业部机制激励销售。**组织架构自 2018 年起做出系列架构调整，每个品牌设立独立事业部，各事业部呈矩阵式架构，实行类合伙人制。各品牌事业部独立运作，根据品牌特性进行相适应推广，品牌间市场打法不尽相同，以充分发挥团队实力。公司制造端为各品牌共享提供相应的产品研发设计、品质管控、物流、策划等支持，让品牌公司专注于做产品与营销策划端的事项。比如多功能锅，这个创意出来之后，产品开发是由公司的原有的研发中心去实现，再由生产单位迅速投产。

## 4. 短期展望：海外市场平稳，国内高增长

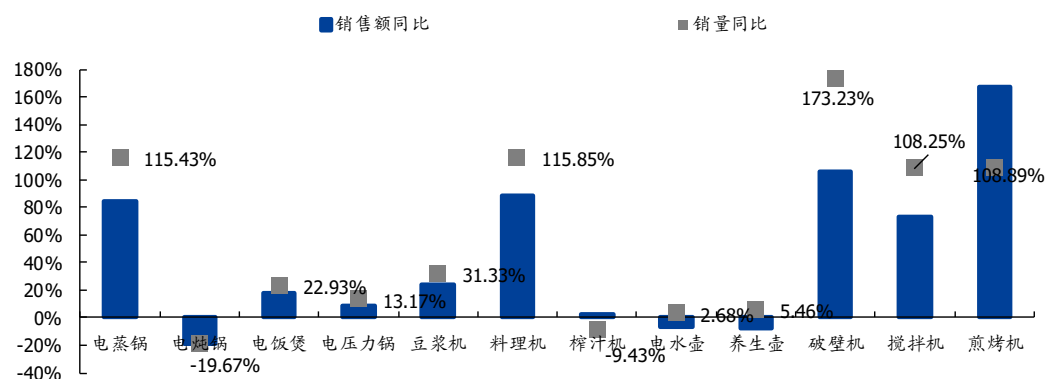
### 海外市场：

新宝整体受疫情影响有限，国外营业收入同比下降 8%，主要由于在 2 月份产能下降，公司率先实现复工复产。海外订单数量影响较小，公司 3 月份订单数量同比上升 15%，原材料供应亦较为充足，在春节前已有备货。新宝有完整供应链，在疫情中企业表现较为稳定。同为代工厂，闽灿坤一季度净利润下降 73%-78%，德豪润达净利润保持亏损，为去年同期 362%-544%。短期内，海外小家电品牌的制造能力将在疫情下受到影响，预计未来订单有望向中国转移，尽管整体海外也面临需求的不确定，但是订单的转移预计能使得外销保持平稳增长，继续保持产业链的规模优势。

### 国内市场：

受疫情以及线下商铺关门影响，居民消费习惯往线上迁移，利好新宝各品牌线上推广，新宝一季度国内销售额同比增长约 57%。其中，摩飞品牌表现亮眼，一季度营收约实现 3 亿元，同比增长 380%。小家电销售往线上迁移，根据奥维云网数据，3 月份各品类线上各有不同程度上涨，其中料理机销量增长 115.85%，电蒸锅销量增长 115.43%。

图表 28：2020 年 3 月各小家电品类线上销售情况

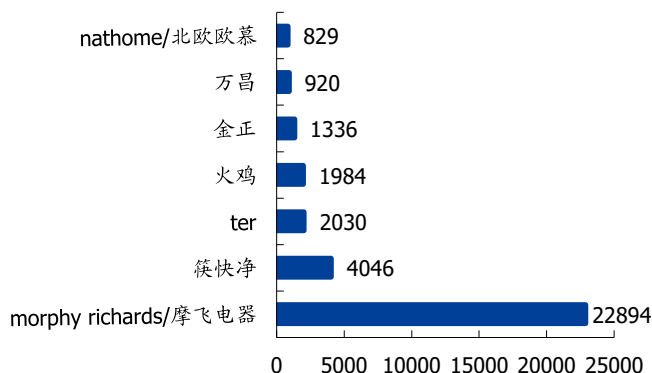


资料来源：奥维云网，国盛证券研究所

摩飞团队持续保持在社交平台上的热度，除了日常营运外，保持新品推出节奏与不断迭代更新。于今年年初，摩飞推出**刀具消毒机**、**手持挂烫机**、**套娃绞肉机**，丰富产品矩阵，提升用户粘合度。其中，“摩飞刀具砧板消毒机 MR1000”在淘宝三月销售量已超过第二名竞品五倍以上。因龙头企业尚未布局砧板消毒机，新宝靠着设计创新与外观别致，又掀起一波热潮。同时，公司也有相应的产品库计划于今年推出，摩飞热度有望持续提升，有助新宝内销转型成功。



图表 29: 2020 年 3 月餐具消毒机线上销售情况 (台)



资料来源: 淘数据, 国盛证券研究所

图表 30: 摩飞新品刀具砧板消毒机



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

制造方面, 公司巩固生产优势, 增加对各环节制造类工程师的招聘, 包括开发、产品、工艺、结构工程师, 保持研发态势, 为前端各品牌销售护航, 设计满足消费者需求的产品, 把握升级迭代节奏, 提高产品、品牌竞争力。

## 5. 盈利预测与估值

### 5.1 盈利预测

#### ➤ 收入端: 按销售地区拆分

**海外业务:** 考虑到 1) 海外家电市场增速稳定, 进入平稳发展, 2) 公司出口已较为成熟, 且规模巨大, 以及 3) 短期内疫情影响, 预计 2020/2021/2022 年增速为 2%/3%/3%。  
**国内业务:** 公司提升内销业务地位, 且国内业务仍处于扩张阶段, 摩飞、东菱等品牌有大幅上升空间, 预计 2020/2021/2022 年增速 65.5%/37.2%/27.3%。

**其他业务:** 我们认为其他业务将保持近几年的增长趋势, 给予 9% 的年增长速度。

图表 31: 各营业收入 (亿元) 预测

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>国外</b>						
收入 (亿元)	70.41	71.58	72.37	73.82	76.03	78.31
yoy	14.3%	1.7%	1.1%	2.0%	3.0%	3.0%
<b>国内</b>						
收入 (亿元)	10.11	11.11	16.79	27.79	38.14	48.54
yoy	22.3%	9.9%	51.1%	65.5%	37.2%	27.3%
其中: 摩飞		1.44	6.50	16.25	25.19	34.00
yoy			350.0%	150.0%	55.0%	35.0%
东菱		2.40	2.40	2.88	3.46	4.15
yoy			0%	20%	20%	20%
ODM			5.89	6.48	7.13	7.84
yoy				10.0%	10.0%	10.0%
<b>其他业务</b>						
收入 (亿元)	1.70	1.75	2.08	2.27	2.47	2.70
yoy	0.0%	2.4%	19.3%	9.0%	9.0%	9.0%
营业收入	82.22	84.44	91.25	103.90	116.70	129.67
yoy	17.7%	2.7%	8.1%	13.87%	12.32%	11.11%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### ➤ 利润端：

**毛利率方面：**1) 海外业务：公司致力于控制成本，且产业链一体化程度高，考虑外汇的一定波动对毛利率影响，预计外销毛利率 2020-2022 年 22%/21.5%/21.5%，2) 国内业务：摩飞占比逐步提升，带动毛利率提升，预计内销毛利率 2020-2022 年为 35%、36%和 37%。综上，2020-2022 年预计毛利率为 25.74%、26.51%和 27.57%。

图表 32: 各业务毛利率预测

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
国外	17.58%	18.59%	21.04%	22.00%	21.50%	21.50%
国内	29.99%	31.38%	33.27%	35.00%	36.00%	37.00%
其他业务	32.92%	32.43%	37.33%	34.00%	34.00%	34.00%
综合毛利率	19.42%	20.56%	23.66%	25.74%	26.51%	27.57%

资料来源：Wind，国盛证券研究所

**费率方面：**1) 销售费率：由于公司短期内将拓展自有品牌，将提高营销力度，预计小幅增大，2020/2021/2022 年为 6.1%/6.4%/6.8%。2) 管理费用：公司严控费用，预计整体与销售比例持平，2020/2021/2022 年为 5.8%/5.4%/5.3%。3) 研发费率：公司注重研发投入以及科技创新，预计 2020-2022 年为 3.8%左右。

综上，公司 **2020/2021/2022 年归母净利润为 8.66/10.38/12.24 亿元**，同比增速为 **26.0%/19.8%/18.0%**。

## 5.2 估值讨论

**纵向比较：**新报股份外销占比大，受海外市场波动影响较大，2018 年之前主要在 25 倍周围波动，后因外销增速放缓，其估值一度下行至 14 倍水平。2019 年后因国内市场自主品牌业绩突出，估值回升至以往水平。

**横向比较：**公司此前主要为出口为主，其估值体系主要反映其制造价值。随着公司自主品牌放量，公司的看点将逐步从制造转变为品牌，其估值体系也将相应重塑。我们选取小家电龙头企业苏泊尔、九阳和小熊电器作为对标公司，上述公司主要在国内市场为主，且以自有品牌运营为主，其估值在 25-35 倍左右。

图表 33: 可比公司估值

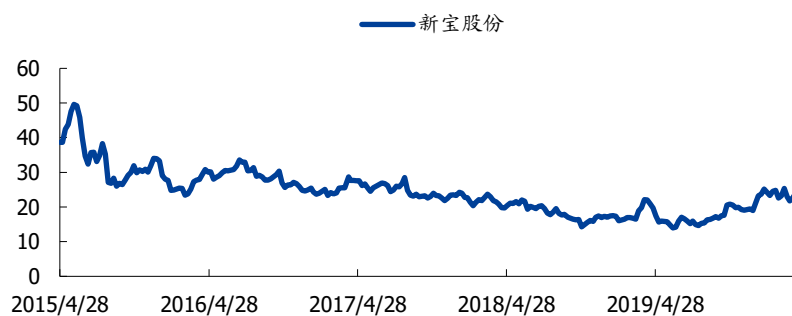
公司	市值	净利润（亿元）			PE（倍）		
		2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
苏泊尔	547	20.33	23.90	26.97	26.9	22.9	20.3
九阳股份	237	9.16	10.01	11.05	25.9	23.7	21.4
小熊电器	122	3.52	4.37	5.49	34.6	27.9	22.2

资料来源：Wind，国盛证券研究所

考虑公司的制造产业链体系完善，战略重心转移且营销运营能力增强，有望提升国内销售份额，我们认为 **2020 年公司的合理估值在 30 倍水平**，首次覆盖予以“增持”评级。



图表 34: 新宝股份估值 PE-ttm



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 风险提示

**汇率波动风险:** 公司主要业务为出口, 受到外汇波动影响, 其毛利率和财务费用率将受影响, 导致利润率波动

**出口疫情影响存在不确定:** 海外疫情影响对公司出口产生不利影响, 且海外疫情何时结束存在不确定。

**国内品牌竞争加剧:** 国内品牌竞争加剧可能导致摩飞收入放缓。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

### 国盛证券研究所

<b>北京</b> 地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层 邮编：100032 传真：010-57671718 邮箱：gsresearch@gszq.com	<b>上海</b> 地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层 邮编：200120 电话：021-38934111 邮箱：gsresearch@gszq.com
<b>南昌</b> 地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦 邮编：330038 传真：0791-86281485 邮箱：gsresearch@gszq.com	<b>深圳</b> 地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼 邮编：518033 邮箱：gsresearch@gszq.com