

小家电制作人： 摩飞 C 位出道，期待多品牌成团

投资要点

- **推荐逻辑：**2019年摩飞销售收入近6.5亿元，同比增长350%。2020Q1，摩飞实现销售收入3亿元，同比增长380%。在疫情期间，营收增速不降反升。在高手林立的小家电行业，摩飞突破重围并且高速发展。本文从产品、渠道以及制造多个维度讨论摩飞成功所在以及探讨未来的发展模式。我们认为摩飞在原有爆款及品类扩展上仍有较为广阔的成长空间，新宝有望复制摩飞的“出道”经验，成为小家电品牌“制作人”。
- **网红摩飞成长史。**传统中式小家电产品中，三巨头美九苏提前卡位。在多年的经营下，美的、九阳、苏泊尔市场份额合计占据中式小家电半壁江山。根据奥维云网数据显示，2019年小家电产品电饭煲、电压力锅、豆浆机等CR3几乎都在90%以上。摩飞避开小家电主力战场的竞争，用户定位年轻化，产品主推西式小家电，品牌定位轻奢风。在社交电商的助推下，摩飞一流的内容运营和精准的营销眼光，成就网红爆品。背靠全球小家电制造龙头，生产端优势显著。
- **摩飞能够飞多高。**从行业来看，与发达国家相比，我国小家电的普及率相对不足。根据奥维云网统计数据显示，我国一二线城市小家电人均保有量为9.5，远低于澳大利亚（27）、美国（31.5）等国家。此外，西式小家电在我国正处于高速发展阶段。以微烤品类为例，2020年4月城镇渗透率为48%，农村市场渗透率为14%。就摩飞而言，一方面已有爆款仍在实现快速增长，同时公司针对已有产品进行更新升级，延长爆品的生命周期。另一方面，摩飞积极拓展品类，从厨房小家电，逐步发展到家居清洁、母婴用品等细分品类。我们认为如果摩飞品类拓展顺利，深耕厨房并成功走出厨房，在家居电器，甚至母婴、个护上均有拓展，同时提升客单价，未来仍有十分广阔的成长空间。
- **下一站：“摩飞们”制作人。**新宝选取了高成长性的小家电行业，拥有丰富的品牌资源储备，专业的品牌运营团队以及规模化的生产优势，公司持续改善产品竞争力，优化匹配产品经理和团队的各项能力，把握新媒体、自媒体发展机会，完善“内容经理制”，随着小家电行业不断发展，新宝或将成为“摩飞”制作人。
- **盈利预测与投资建议。**预计2020-2022年EPS分别为1.1元、1.39元、1.78元，未来三年公司归母净利润复合增长率为27.44%，维持“买入”评级。
- **风险提示：**汇率波动风险；疫情持续风险；新品推出不及预期风险。

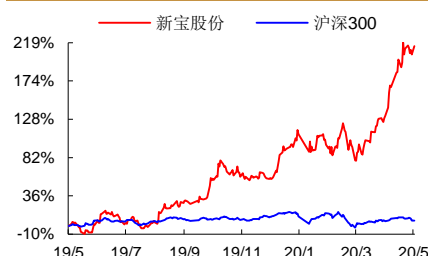
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	9124.53	9978.34	10978.19	12255.96
增长率	8.06%	9.36%	10.02%	11.64%
归属母公司净利润（百万元）	687.34	883.88	1112.42	1422.69
增长率	36.73%	28.59%	25.86%	27.89%
每股收益EPS（元）	0.86	1.10	1.39	1.78
净资产收益率ROE	15.91%	17.46%	18.54%	19.76%
PE	37	29	23	18
PB	5.89	5.02	4.24	3.53

数据来源：Wind，西南证券

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

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	8.01
流通A股(亿股)	7.96
52周内股价区间(元)	9.24-32.01
总市值(亿元)	253.27
总资产(亿元)	80.08
每股净资产(元)	5.52

相关研究

1. 新宝股份（002705）：摩飞缔造小家电奇迹，疫情不扰高速增长（2020-04-28）
2. 新宝股份（002705）：内销成长迅速，盈利能力持续提升（2019-10-29）
3. 新宝股份（002705）：内销成长迅速，汇兑助推盈利（2019-08-28）
4. 新宝股份（002705）：内销ODM兴起，品牌代理助推业绩（2019-07-18）

目 录

1 摩飞如何“起飞”	1
1.1 另辟蹊径寻生机	1
1.2 恰逢其会	4
1.3 背靠全球小家电制造龙头	7
2 摩飞能够飞多高？	7
3 下一站：“摩飞们”制作人	9
3.1 共性——摩飞成长中可以复制的部分	9
3.2 特性——摩飞成长的偶然性	11
4 盈利预测与估值	12
4.1 盈利预测	12
4.2 相对估值	12
5 风险提示	13

图 目 录

图 1: 摩飞用户以年轻群体为主 (%)	1
图 2: 摩飞用户以女性居多 (%)	1
图 3: 2019 美苏九呈三足鼎立之势 (线上)	2
图 4: 2019 美苏九呈三足鼎立之势 (线下)	2
图 5: 注重用户需求的摩飞创意家电	3
图 6: 悠久的历史品牌历史	3
图 7: 摩飞多功能锅价格近乎竞品的 5 倍	4
图 8: 英伦工业风的产品设计	4
图 9: 拼多多通过微信获客成本低 (元)	5
图 10: 2020 年 4 月 app 有效使用时间占比前十	5
图 11: 摩飞多功能锅的营销	6
图 12: 小红书用户以年轻人居多 (%)	6
图 13: 小红书用户以女性为主 (%)	6
图 14: 外销代工构成新宝主要收入来源	7
图 15: 外销代工构成新宝主要利润来源	7
图 16: 中国小家电保有量偏低	8
图 17: 预测 2020 年西式小家电成长较快	8
图 18: 摩飞产品升级、品类拓展	8
图 19: 推新-KOL 引流-网红爆品	9
图 20: 东菱自热饭盒	10
图 21: 东菱小红书推广	10
图 22: 新宝旗下品牌储备众多	10
图 23: 摩飞快速成长阶段恰逢社交电商的兴起	11
图 24: 西式小家电市场空白被填补	11

表 目 录

表 1: 2019 年小家电传统品类竞争格局稳定	2
表 2: 分业务收入及毛利率	12
表 3: 可比公司估值	13
附表: 财务预测与估值	14

1 摩飞如何“起飞”

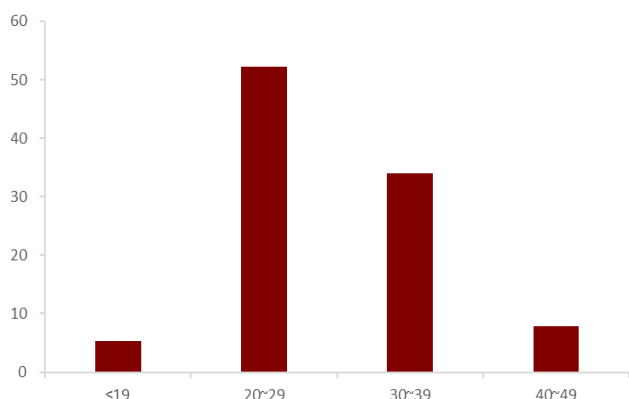
2014年新宝拿到摩飞的品牌代理，2016年推出便携式榨汁机，成为网红爆款，此后公司推出多功能锅延续爆款逻辑，摩飞品牌市场不断扩容。2019年摩飞销售收入近6.5亿元，同比增长350%。2020Q1，摩飞实现销售收入3亿元，同比增长380%。在疫情期间，营收增速不降反升。在高手林立的小家电行业，摩飞如何立足，并实现快速发展？本文将尝试从产品、渠道以及制造多个维度进行讨论。

1.1 另辟蹊径寻生机

1.1.1 用户定位年轻化

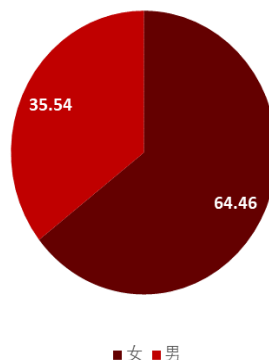
小家电传统三巨头美的、九阳、苏泊尔浸淫行业多年，品牌宣传深入人心，是当之无愧的国民品牌。摩飞作为后起之秀，想要在国内市场占有一席之地，在传统品类传统渠道难以正面竞争。随着80后、90后、00后消费力逐渐成熟，且对于新兴品牌接受度更高，年轻群体自然而然的就成了摩飞突围的目标。在用户选择上，摩飞并不是选择了广泛的大众用户，而是精准的定位到20-39岁的主力消费群体，甚至于20-29岁年龄段的用户占比超过一半。根据百度指数显示，摩飞搜索指数年龄分布来看，20-29岁和30-39岁的人占比分别为52%和34%；性别分布来看，女性的占比达到64.5%。

图1：摩飞用户以年轻群体为主 (%)



数据来源：百度指数，西南证券整理

图2：摩飞用户以女性居多 (%)



数据来源：百度指数，西南证券整理

1.1.2 产品主打西式小家电

产品的选择上，摩飞也是避开了小家电的主力战场。在传统中式小家电产品中，三巨头美苏九提前卡位。在多年的经营下，美的、九阳、苏泊尔市场份额合计占据中式小家电半壁江山。根据奥维云网数据显示，2019年小家电产品电饭煲、电压力锅、豆浆机等CR3几乎都在90%以上。2019年，线上市场份额来看，美的集团、九阳股份和苏泊尔的市场份额分别为26.7%、20.8%和20.1%。线下市场份额来看，美苏九的表现更为强势，美的集团、苏泊尔和九阳股份的市场份额分别为40.5%、29.6%和21.1%。

表 1: 2019 年小家电传统品类竞争格局稳定

线上	top3 集中度	top5 集中度	线下	top3 集中度	top5 集中度
电饭煲	68.50%	76.00%	电饭煲	87.70%	92.50%
电压力锅	92.10%	94.60%	电压力锅	94.70%	96.90%
电磁炉	80.10%	86.50%	电磁炉	93.30%	96.80%
豆浆机	97.50%	98.50%	豆浆机	99.60%	99.90%
破壁机	62.20%	69.60%	破壁机	97.10%	99.20%
榨汁机	52.20%	66.60%	榨汁机	82.80%	97.60%
电水壶	56.80%	64.40%	电水壶	79.30%	86.90%
搅拌机	37.00%	55.00%	搅拌机	77.40%	88.20%

数据来源: 奥维云网, 西南证券整理

图 3: 2019 美苏九呈三足鼎立之势 (线上)

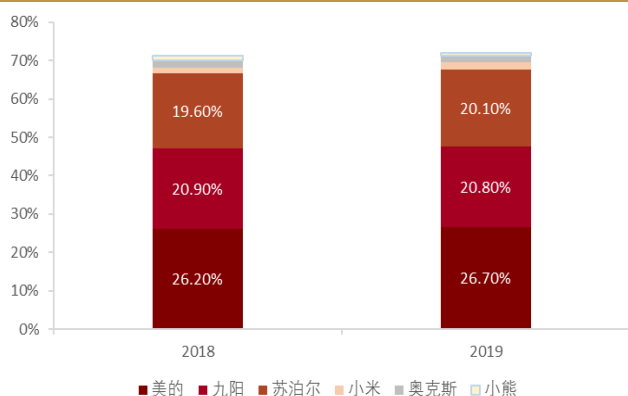
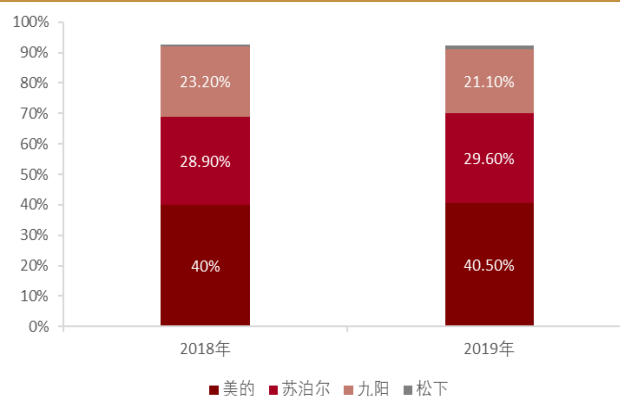


图 4: 2019 美苏九呈三足鼎立之势 (线下)



数据来源: 奥维云网 (小家电包括电饭煲、电磁炉、电压力锅、豆浆机、料理机、榨汁机、电水壶), 西南证券整理

早期摩飞选择了榨汁机进行试水。传统榨汁机更多运用于家庭生活, 存在着笨重, 不易清洗等用户痛点。摩飞选择细分用户作为切入点, 2016 年推出便携式摩飞榨汁杯, 主打便携易冲洗的特点, 适用于健身、上班族等特定用户的外出的场景。在试水成功之后, 摩飞的产品就保留精准用户定位, 直击用户需求的风格。一方面在传统的中式小家电上根据目标用户进行产品创新, 另一方面融合中西方消费习惯, 推出本土化的西式小家电。差异化的产品一经推出, 就成为网红爆品。摩飞多功能锅自 2018 年 9 月上市以来, 天猫官方旗舰店已经累计卖出 13 万多台。

图 5：注重用户需求的摩飞创意家电



数据来源：淘宝网，西南证券整理

1.1.3 品牌定位轻奢风

悠久的历史+军工的品控+英伦风的设计=轻奢的品牌定位。美的、九阳和苏泊尔多年经营，通过 KA 渠道布局，线下网点众多，品牌认知度较高。新晋品牌想要被消费者快速认知，就必须具备鲜明的标签以及品牌特色。摩飞品牌故事起源于 1936 年。二战的背景下，摩飞最初是生产军工零部件，由此掌握了核心技术，逐步转型成为英国前列小家电品牌。从品牌故事开始，摩飞这个品牌就被打上了“历史久”、“军工”和“英伦风”的标签。进而通过营销等方式，摩飞在消费者心里打下印记：“历史久”等于高端品牌、“军工”=品质优良、“英伦风”=艺术臻品。由此，摩飞凭借悠久的历史、优良的品质以及艺术风格的设计，奠定了品牌的基调，有别于美九苏偏大众品牌的形象，摩飞品牌定位于轻奢风。

图 6：悠久的历史



数据来源：淘宝网，西南证券整理

从产品的定价以及产品的设计都可以看出摩飞的轻奢定位。产品价格方面，以多功能锅为例，摩飞的多功能锅价格在 1000 元上下浮动，而美的和苏泊尔的多功能锅普遍定价在 200 元左右。摩飞产品价格近乎竞品的 5 倍。产品设计方面，贴合“军工”的标签，设计采用了英伦工业风，注重简洁利落以及色彩缤纷。

图 7：摩飞多功能锅价格近乎竞品的 5 倍



数据来源：淘宝网，西南证券整理

图 8：英伦工业风的产品设计



数据来源：淘宝网，西南证券整理

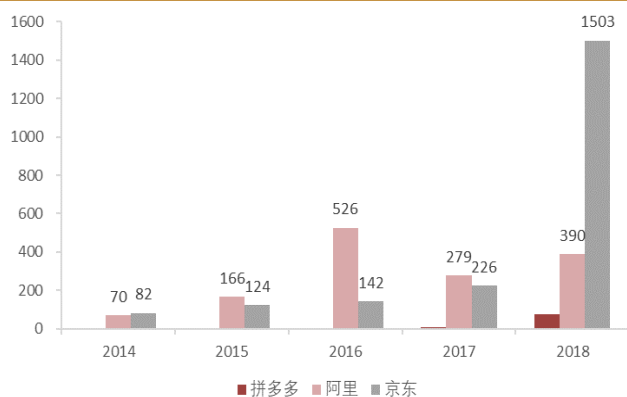
1.2 恰逢其会

传统小家电三巨头实力雄厚，为了暂避锋芒，摩飞在目标用户、产品品类以及品牌定位上选择了差异竞争。同样的在渠道的选择上，摩飞也是避开了主流的渠道。我们之前发布的小熊电器 (002959) 专题报告《圈地自萌，小熊“卖萌”突围》，分析了美九苏在传统线下渠道话语权更强的原因：终端网点众多、渠道利润丰厚、渠道合作地位平等。一方面美九苏在线下渠道表现强势，另一方面电商的渠道布局成本更低。线上发展自然而然的成为了摩飞的首选。

同样是选择了线上发展，小熊电器和摩飞的线上发展之路却有所不同。和小熊电器相比，摩飞在渠道上的差异化表现得更加明显。小熊电器是适逢传统电商的崛起，而摩飞是恰逢了社交电商的崛起。

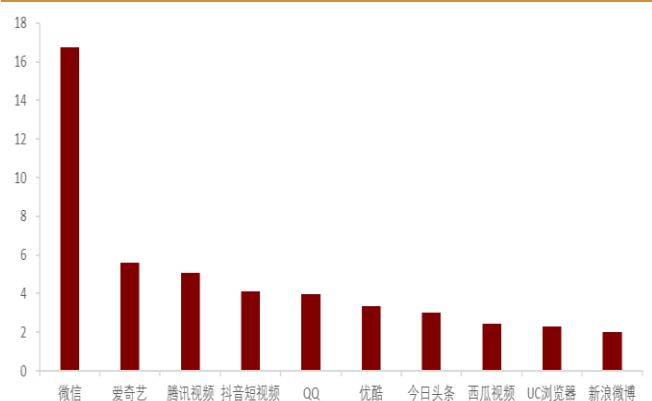
电商经过几年的高速发展，已经不再是简单的线上购物渠道了。电商的发展过程大致可以划分为三个阶段：**(1) 萌芽时期。**电商发展早期，线上渠道布局成本低，产品价格普遍低于线下产品价格。消费者因为“便宜”选择线上购物。**(2) 生长时期。**随着电商的快速发展，大量资本涌入，电商之间的竞争越发激烈。以阿里和京东为例，线上获客成本越来越高，线上渠道费用和线下相比优势缩小，产品价格也不具备显著的吸引力。消费者选择线上购物更多是因为便捷以及可选择性高。采用市场营销费用和年度新增活跃用户的比值来衡量阿里和京东的获客成本，2018 年阿里京东的获客成本分别为 390 元/人和 1503 元/人，相比 2014 年显著提升。**(3) 分化时期。**高额的获客成本，迫使电商寻找新的出路。在移动互联网的高速发展下，社交类和内容类 app 为电商提供了潜在的机会。根据艾瑞指数显示，2020 年 4 月 App 有效使用时间占比前十都是社交类和内容类 App¹。亲友推荐（微信等）和 KOL 种草（抖音等）一方面可以低成本引流，降低获客成本。另一方面出于信任机制成交转化率能够得到较大提升，电商开始向社交化和内容化转变。2018 年，在阿里和京东高额的获客成本下，拼多多通过“微信互砍”的方式，获客成本仅为 77 元/人。

图 9：拼多多通过微信获客成本低（元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 10：2020 年 4 月 app 有效使用时间占比前十



数据来源：艾瑞指数，西南证券整理

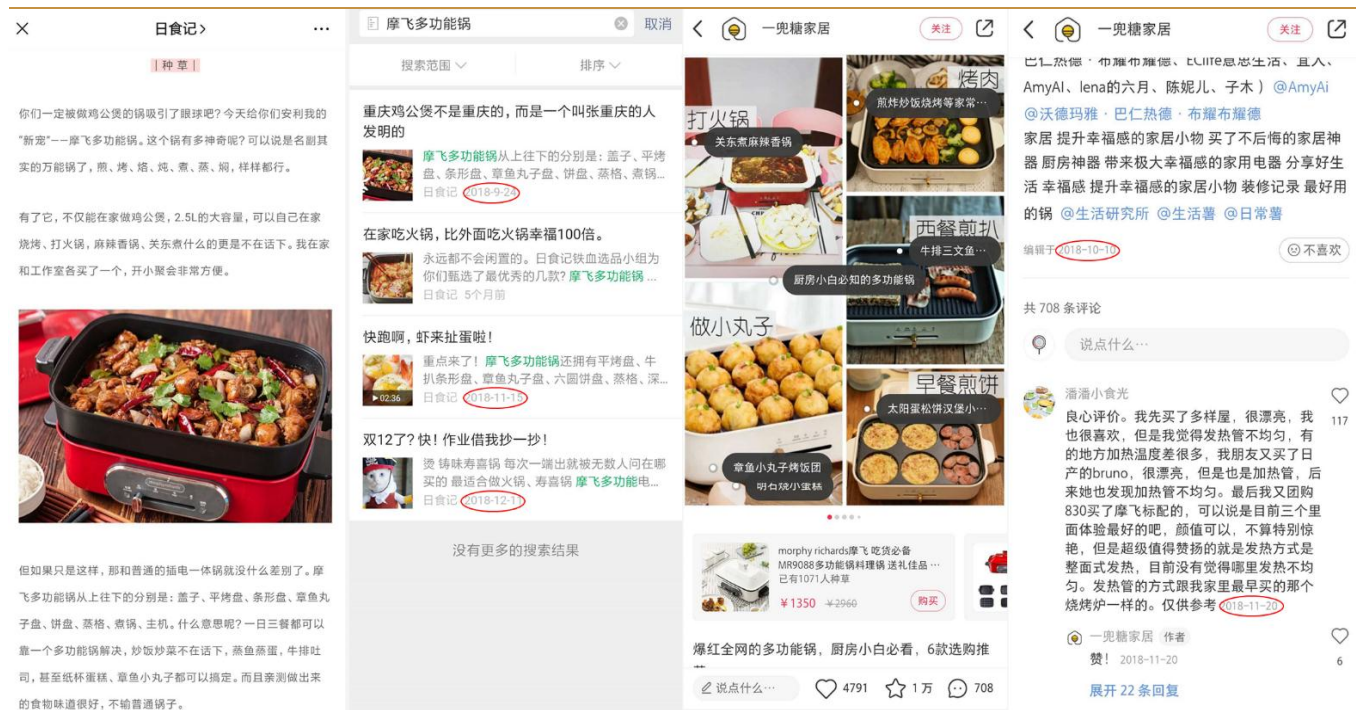
社交电商的出现，不仅是提高了营销效率，更是刺激了消费者的购物需求。**1. 精准狙击用户。**尤其是内容类 App，根据用户的偏好推送相关内容。相较于过去用户主动搜索产品，直接推送的内容更能准确狙击用户的需求，提高营销效率。**2. 非计划性需求增加。**社交电商通过 KOL 进行种草，或者通过熟人进行推荐分享，消费者或是因为“跟风”或者出于信任，冲动消费，非计划性购物大幅增加。这一点和小家电高频更新的属性相契合。

摩飞乘上了社交电商的东风。早在 2015 年，摩飞就有了官方公众号。2016 年摩飞推出了便携式榨汁机，2018 年摩飞推出了多功能锅。新品一经推出，摩飞就会在公众号、小红书等展开营销攻势，将摩飞同时尚、健康、高品质的生活相关联，给消费者营造一种氛围感：摩飞=品质生活。以摩飞的多功能锅的营销为例，2018 年 9 月，摩飞推出新品多功能锅。“日食记”公众号于 9 月 24 日出了“重庆鸡公煲”的视频和公众号进行种草。11 月 15 号，“日

¹ 社交类：微信、QQ、微博；内容类（在线视频）：爱奇艺、腾讯视频、优酷；内容类（短视频）：抖音短视频、西瓜视频；内容类（新闻资讯）：今日头条、UC 浏览器

食记”再次推出“虾扯蛋”的视频和公众号进行种草。12月11日好,“日食记”发布双十二好物推荐公众号文章,再一次推荐摩飞多功能锅。2018年10月,小红书密集的推送摩飞多功能锅软文。

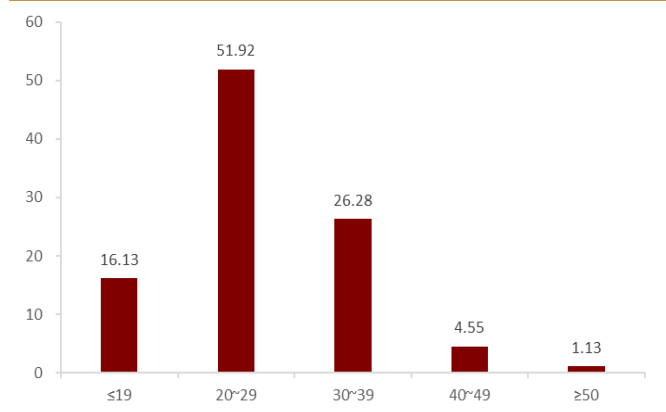
图 11: 摩飞多功能锅的营销



数据来源: 小红书, “日食记”公众号, 西南证券整理

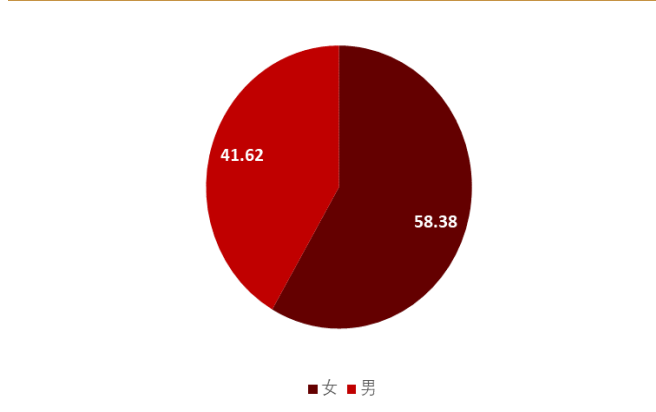
一流的内容运营+精准的营销眼光。仅仅是恰逢社交电商的兴起,还不足以诞生网红爆品。网红摩飞诞生离不开高质量的内容运营和精准的营销。再一次以摩飞多功能锅的营销为例。“日食记”的视频内容多是干净整洁的厨房,温暖的灯光,即使是一人一猫的状态下也要做一道精致的美食,追求有品质的生活。这和摩飞品牌标签“高端家电,品质生活”不谋而合。前文我们提及摩飞的用户以 20-29 岁、女性群体居多。而小红书的用户画像和摩飞高度重合。根据百度指数显示,小红书用户中 20~29 岁的年轻人占比 51.9%,女性占比达到了 58.4%。精准的营销定位加上一流的内容运营,乘上社交电商的快车,网红摩飞就此诞生。

图 12: 小红书用户以年轻人居多 (%)



数据来源: 百度指数, 西南证券整理

图 13: 小红书用户以女性为主 (%)



数据来源: 百度指数, 西南证券整理

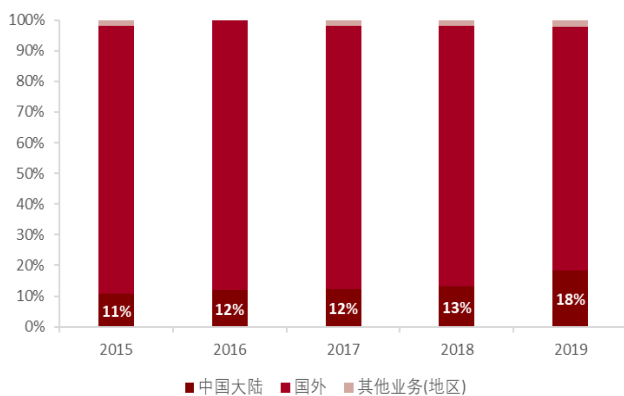
1.3 背靠全球小家电制造龙头

品牌形象和营销更多是打开市场的一种手段，爆品的基础是良好的产品力。摩飞背靠全球小家电制造龙头，生产端的优势是竞争对手难望项背的存在。

新宝作为小家电 ODM 龙头企业，和 Jarden Group 等知名海外品牌合作紧密。多年代工经验，新宝在产品制造端工艺成熟。公司供应链配套体系完善，从模具、电机、塑料到压铸等，拥有完整的配套措施，可以保证产品研发制造的稳定性。根据调研，新宝将工厂分为 ABC 三种等级，不同等级对接不同的品牌要求。而和摩飞对接的工厂就是品控要求最为严格的 A 级。

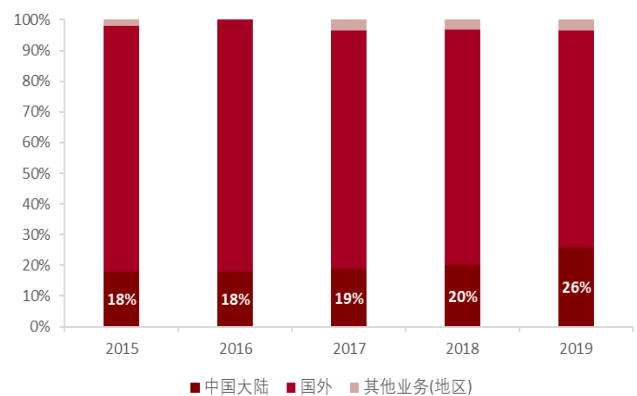
此外，新宝作为我国小家电出口规模最大的企业之一，在原材料的采购具备一定的规模优势。根据公司公告显示，新宝股份直接原材料占营业成本的 76% 左右。批量采购原材料将一定程度降低公司的单位成本。

图 14：外销代工构成新宝主要收入来源



数据来源：Wind，西南证券整理

图 15：外销代工构成新宝主要利润来源



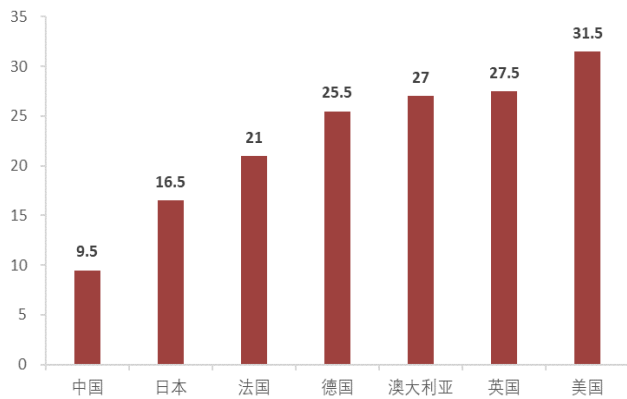
数据来源：Wind，西南证券整理

2 摩飞能够飞多高？

过去摩飞实现了高速增长，未来摩飞还有多少成长空间？我们尝试从行业以及品牌的角度分析摩飞未来的发展。

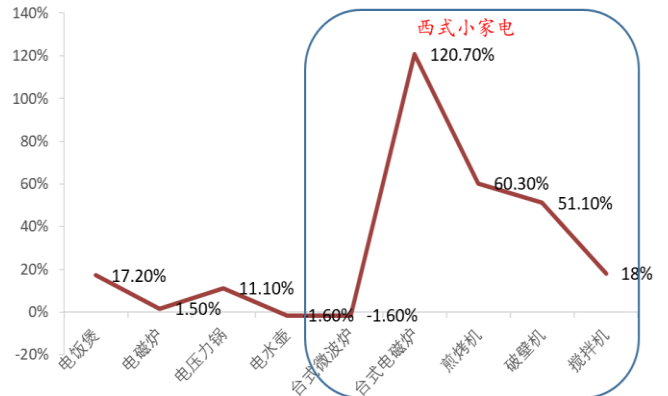
新宝外销业务主要为海外知名品牌代工，生产品类多为西式小家电，积累了丰富的经验，因此摩飞的产品也多以西式小家电为主。从行业来看，摩飞所属的赛道是小家电行业。与发达国家相比，我国小家电的普及率相对不足。根据奥维云网统计数据显示，我国一二线城市小家电人均保有量为 9.5，远低于澳大利亚 (27)、美国 (31.5) 等国家。分产品来看，中式小家电在我国发展已久，品类发展成熟，市场增长疲软。以电饭煲为例，2020 年 4 月城镇市场渗透率达到了 99% 以上，农村市场渗透率达到了 68% 以上。相比之下，西式小家电在我国正处于高速发展阶段。以微烤品类为例，2020 年 4 月城镇渗透率为 48%，农村市场渗透率为 14%。根据奥维云网推测，2020 年西式小家电的增速将显著高于中式小家电。从行业来看，西式小家电成长空间广阔，渗透率尚待提升。

图 16: 中国小家电保有量偏低



数据来源: 奥维云网, 西南证券整理

图 17: 预测 2020 年西式小家电成长较快



数据来源: 奥维云网, 西南证券整理

就摩飞而言, 一方面已有爆款仍在实现快速增长, 同时公司针对已有产品进行更新升级, 延长爆品的生命周期, 例如公司的爆款随行杯已经推出第二代新品, 而多功能锅也推出圆形款可供选择。另一方面, 摩飞积极拓展品类, 从厨房小家电, 逐步发展到家居清洁、母婴用品等细分品类。利用网红爆款 (摩飞多功能锅) 打开市场知名度, 从而带动其他品类的销量 (搅拌机、吸尘器), 实现爆款逻辑延续。公司主打线上渠道, 配合线上节奏, 每年会在 618 及双十一之前进行集中上新。

图 18: 摩飞产品升级、品类拓展



数据来源: 淘宝网, 西南证券整理

对标戴森, 品牌规模仍有空间: 同样为定位轻奢的小家电品牌, 戴森在中国区营收已经突破百亿, 这说明中国年轻时尚的轻奢电器消费市场十分可观。同样主打新颖, 加强品质, 主推爆款, 摩飞从厨电电器出发, 产品均价小于戴森, 但品类拓展相对较为容易。我们认为如果摩飞品类拓展顺利, 深耕厨房并成功走出厨房, 在家居电器, 未来甚至母婴、个护上均有拓展, 客户群体不断拓展, 同时客单价将大幅提升。因此, 我们认为摩飞品牌仍有十分广阔的成长空间, 但需要公司坚实的产品力作为基础。

3 下一站：“摩飞们”制作人

新宝利用摩飞内销实现了高速的成长，那么未来新宝有没有可能创造更多的摩飞呢？我们将从摩飞成长中的共性以及偶然性进行探讨。

3.1 共性——摩飞成长中可以复制的部分

共性 1：经验丰富的团队。通过摩飞的多次推新，公司锻炼出了一个富有经验的团队。从挖掘用户消费痛点，到产品创新，从新品发布到全方位多渠道的营销，公司已经磨炼出自己的一套方法。公司会精心挑选新品发布的时点、选择和品牌风格相契合的博主、打造全网都在用的氛围，从而让目标群体或是因为产品代表的品质生活，或是因为“跟风”，产生冲动性购买行为，成交效率大幅提升。此外，新宝成立了国内品牌事业部，根据每个品牌不同的风格特点，量身打造营销推广内容，建立“产品经理+内容经理”双轮驱动机制，并且将摩飞运营中取得的经验逐步拓展到其他品牌业务上。从近期东菱的转型，也可以看出公司品牌经营的成效。

图 19：推新-KOL 引流-网红爆品



数据来源：Wind，西南证券整理

图 20：东菱自热饭盒



数据来源：淘宝，西南证券整理

图 21：东菱小红书推广



数据来源：小红书，西南证券整理

共性 2：小家电成长潜力大。新宝创建于 1995 年，多为国外知名品牌代工生产小家电，曾经连续几年都是中国最大的电热水壶、电咖啡机、搅拌机和多士炉的出口商。2009 年公司开始创办东菱电器，尝试进行自主品牌业务。至今为止，公司在家电行业已经有 20 多年的发展，深谙小家电的市场需求。同日本、欧美等市场相比，国内小家电市场方兴未艾。例如电动牙刷，我国电动牙刷的渗透率不足 10%，而美国、英国电动牙刷的渗透率普遍在 40% 以上。传统大家电冰洗保有量较高，发展进入成熟阶段，以更新需求为主。相比之下，小家电大多品类保有量低，尚处于成长初期，未来发展空间较广。

共性 3：品牌的储备众多。新宝股份通过代工，同较多国外知名品牌建立了长期的合作关系。并且从公司尝试拓展自主品牌业务之后，公司就有意识的进行品牌储备。目前来看，公司旗下的品牌主要有有 Donlim（东菱）、Morphy Richards（摩飞）、GEVILAN（歌岚）、鸣盏、百胜图（Barsetto）以及莱卡（LAICA）。其中代理海外品牌包括生活电器品牌摩飞与意大利净水电器品牌莱卡。自主品牌包括生活电器品牌东菱、咖啡机自主品牌百胜图、茶电器自主品牌鸣盏及个人护理类品牌歌岚。目前公司主要发力的品牌是摩飞和东菱，其他品牌尚处于初创阶段。

图 22：新宝旗下品牌储备众多



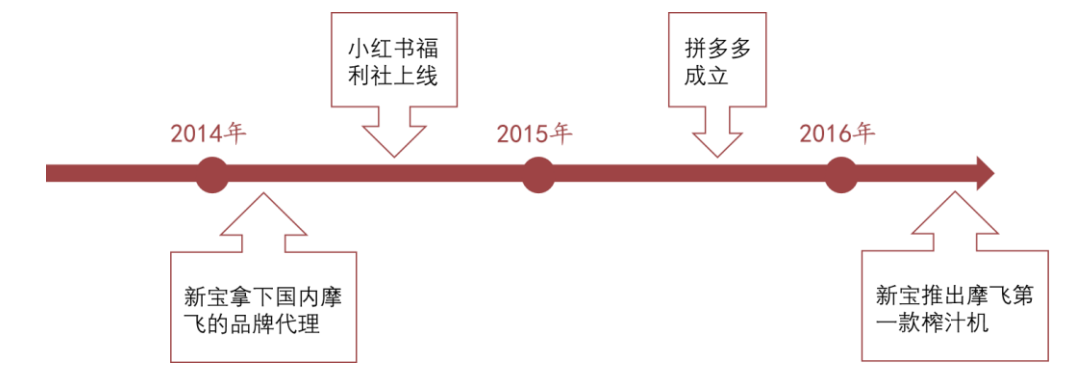
数据来源：公司年报，西南证券整理

共性 4：生产制造优势共享。新宝作为小家电 ODM 龙头企业，多年代工经验，产品制造工艺成熟。公司供应链配套体系完善，可以保证产品研发制造的稳定性。此外，公司在原材料采购上具备一定的规模优势，批量采购原材料将一定程度降低公司的单位成本。新宝生产制造上的优势是所有品牌可以共享的。

3.2 特性——摩飞成长的偶然性

偶然性 1：恰逢社交电商的兴起。虽然摩飞拥有产品、渠道以及生产上的优势，但是不可否认的是摩飞的成功离不开社交电商的兴起。“自身实力过硬”摩飞遇上了社交电商的“风口”，成就了如今的“网红”。新宝在 2014 年拿到摩飞的品牌代理，2016 年推出便携式榨汁机。同阶段，2014 年小红书福利社上线，2015 年拼多多成立。

图 23：摩飞快速成长阶段恰逢社交电商的兴起



数据来源：公开资料整理，西南证券整理

偶然性 2：填补西式小家电的空缺。随着中国青年一代的生活节奏加快，进行烹饪的时间越来越少。而方便快捷的西式小家电迎合了青年们的需求。在摩飞之前，大多数小家电品牌都提供中式小家电，例如豆浆机、电炖盅、电压锅之类的，国内西式小家电市场存在短缺。此外，新宝多年代工产品均为西式小家电，无论是西式小家电的相关技术工艺，还是用户特点以及市场需求，新宝都有一定的基础。但是摩飞爆红之后，业内多个品牌争相推出西式小家电。市场空白已经被填充。

图 24：西式小家电市场空白被填补



数据来源：淘宝网，西南证券整理

最终结论：存在成长为小家电 MCN 的可能性

综合来看，新宝选取了高成长性的小家电行业，拥有丰富的品牌资源储备，专业的品牌运营团队以及规模化的生产优势，公司持续改善产品竞争力，优化匹配产品经理和团队的各项能力，把握新媒体、自媒体发展机会，完善“内容经理制”，随着小家电行业不断发展，新宝或将成为“摩飞”制作人。

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：海外市场维持稳定，公司 ODM 业务收入稳步增长，盈利能力保持稳定，预期代工业务毛利率维持 20%；

假设 2：受益于摩飞的高速增长预计自主品牌东菱的转型，预期国内品牌运营盈利能力提升，2020-2022 年公司内销毛利率为 38%/39.5%/40.6%。

假设 3：国内代工以及电机等配件的收入维持稳健增长，盈利能力维持稳定，预计 2020-2022 年国内其他企业毛利率保持 30%。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 2：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
海外 ODM	收入	7318.3	7391.5	7465.4	7540.0
	增速	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
	毛利率	21.0%	20.0%	20.0%	20.0%
摩飞	收入	650.0	1300.0	2080.0	3120.0
	增速	348.3%	100.0%	60.0%	50.0%
	毛利率	46.0%	46.0%	46.0%	46.0%
东菱	收入	300.0	345.0	396.8	456.3
	增速	0.0%	15.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
合计	收入	9124.5	9978.3	10978.2	12256.0
	增速	8.1%	9.4%	10.0%	11.6%
	毛利率	23.7%	24.7%	26.2%	27.9%

数据来源：Wind，西南证券

4.2 相对估值

我们选取小家电行业中的三家主流公司，2019 年四家公司平均 PE 为 29 倍，2020 年平均 PE 为 32 倍。未来三年公司营收复合增长率为 10.33%，业绩复合增长率为 27.44%，维持“买入”评级。

表 3：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
002959	小熊电器	117.27	2.23	2.89	3.61	4.50	31.05	40.49	32.42	25.43
002242	九阳股份	32.55	1.07	1.21	1.40	1.60	23.43	26.93	23.24	20.39
002032	苏泊尔	66.51	2.34	2.42	2.79	3.09	32.84	27.47	23.82	21.52
平均值							29.11	31.63	26.49	22.45

数据来源：Wind，西南证券整理

5 风险提示

汇率波动风险；疫情持续风险；国内市场竞争加剧风险；新品推出不及预期风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	9124.53	9978.34	10978.19	12255.96	净利润	688.49	885.36	1114.27	1425.06
营业成本	6965.15	7515.98	8098.47	8833.98	折旧与摊销	369.24	147.91	157.80	167.24
营业税金及附加	65.04	78.49	85.28	94.30	财务费用	-1.58	-66.63	-100.36	-143.59
销售费用	470.26	548.81	636.73	735.36	资产减值损失	-12.19	0.00	0.00	0.00
管理费用	536.57	898.05	988.04	1103.04	经营营运资本变动	367.36	-1.73	36.20	71.66
财务费用	-1.58	-66.63	-100.36	-143.59	其他	32.94	-23.18	-38.75	-34.32
资产减值损失	-12.19	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1444.26	941.73	1169.15	1486.05
投资收益	-24.76	30.00	30.00	30.00	资本支出	-433.54	-250.00	-250.00	-250.00
公允价值变动损益	24.82	1.01	2.92	5.93	其他	-733.88	31.01	32.92	35.93
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1167.41	-218.99	-217.08	-214.07
营业利润	784.36	1034.65	1302.94	1668.81	短期借款	-191.02	-143.36	0.00	0.00
其他非经营损益	10.89	6.95	7.96	7.73	长期借款	200.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	795.25	1041.60	1310.91	1676.54	股权融资	-99.99	0.00	0.00	0.00
所得税	106.76	156.24	196.64	251.48	支付股利	0.00	-137.47	-176.78	-222.48
净利润	688.49	885.36	1114.27	1425.06	其他	-209.73	62.09	100.36	143.59
少数股东损益	1.15	1.48	1.86	2.37	筹资活动现金流净额	-300.75	-218.73	-76.41	-78.90
归属母公司股东净利润	687.34	883.88	1112.42	1422.69	现金流量净额	-1.65	504.01	875.66	1193.09
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1836.12	2340.13	3215.79	4408.88	成长能力				
应收和预付款项	1058.43	1227.93	1356.12	1495.04	销售收入增长率	8.06%	9.36%	10.02%	11.64%
存货	1463.76	1571.69	1699.94	1852.90	营业利润增长率	33.65%	31.91%	25.93%	28.08%
其他流动资产	804.76	666.47	677.78	692.23	净利润增长率	36.72%	28.59%	25.86%	27.89%
长期股权投资	67.36	67.36	67.36	67.36	EBITDA 增长率	28.11%	-3.13%	21.91%	24.41%
投资性房地产	16.32	16.32	16.32	16.32	获利能力				
固定资产和在建工程	2193.86	2301.42	2399.08	2487.30	毛利率	23.67%	24.68%	26.23%	27.92%
无形资产和开发支出	527.28	527.19	527.10	527.00	三费率	11.02%	13.83%	13.89%	13.83%
其他非流动资产	182.77	177.40	172.03	166.65	净利率	7.55%	8.87%	10.15%	11.63%
资产总计	8150.67	8895.91	10131.51	11713.69	ROE	15.91%	17.46%	18.54%	19.76%
短期借款	143.36	0.00	0.00	0.00	ROA	8.45%	9.95%	11.00%	12.17%
应付和预收款项	3211.93	3340.29	3620.54	3977.61	ROIC	22.41%	26.76%	31.44%	38.06%
长期借款	200.00	200.00	200.00	200.00	EBITDA/销售收入	12.63%	11.18%	12.39%	13.81%
其他负债	267.53	284.41	302.26	324.80	营运能力				
负债合计	3822.82	3824.70	4122.81	4502.41	总资产周转率	1.19	1.17	1.15	1.12
股本	801.47	789.51	789.51	789.51	固定资产周转率	4.84	4.97	5.15	5.49
资本公积	1139.19	1139.19	1139.19	1139.19	应收账款周转率	8.73	9.35	9.13	9.22
留存收益	2354.04	3112.42	4048.05	5248.26	存货周转率	5.23	4.94	4.94	4.97
归属母公司股东权益	4299.24	5041.12	5976.76	7176.96	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	101.32%	—	—	—
少数股东权益	28.61	30.09	31.94	34.32	资本结构				
股东权益合计	4327.85	5071.20	6008.70	7211.28	资产负债率	46.90%	42.99%	40.69%	38.44%
负债和股东权益合计	8150.67	8895.91	10131.51	11713.69	带息债务/总负债	8.98%	5.23%	4.85%	4.44%
					流动比率	1.45	1.63	1.80	1.99
					速动比率	1.04	1.19	1.36	1.55
					股利支付率	0.00%	15.55%	15.89%	15.64%
					每股指标				
					每股收益	0.86	1.10	1.39	1.78
					每股净资产	5.36	6.29	7.46	8.95
					每股经营现金	1.80	1.17	1.46	1.85
					每股股利	0.00	0.17	0.22	0.28
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	1152.02	1115.93	1360.38	1692.47					
PE	36.85	28.65	22.77	17.80					
PB	5.89	5.02	4.24	3.53					
PS	2.78	2.54	2.31	2.07					
EV/EBITDA	20.05	19.78	15.58	11.82					
股息率	0.00%	0.54%	0.70%	0.88%					

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

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 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，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，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。

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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

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

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	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn