

小家电消费新机遇，新宝如何乘风而起

——新宝股份 (002705.SZ) 内销发展机遇畅想

公司动态

◆摩飞成功的背后，小家电内销的困局与转机

近年来厨房小家电行业“美九苏”三分天下的稳态出现变化，国内涌现出米家、小熊、摩飞等诸多新品牌。大背景是随着新消费人群、新渠道和新营销方式的崛起，小家电消费正在发生巨大的变化：**1) 个性化和非计划性需求增加；2) 扁平化渠道占比上升；3) 数字化营销渠道取代大众媒体。**

◆品牌探索：新宝能否复制更多“摩飞”？

摩飞的爆品方法论：创新产品+内容引爆。摩飞一方面凭借“产品经理”捕捉市场机会，研发出具备爆品潜质的好产品，另一方面凭借“内容经理”对新渠道运营的理解，把好产品打造成“网红”产品，继而集中引爆销售。

新宝旗下其他品牌要成功有基础，也有难度。新宝旗下其他品牌也有新宝的设计研发能力和生产管理力作为保障，但品类基础要稍弱一些。此外，其他品牌可以借鉴摩飞的产品创新方法论和新渠道运营经验，**难度在于培养出适合自身品牌的以“产品经理”和“内容经理”为核心的运营团队。**

如果摩飞品牌收入保持较快增长，同时新宝旗下还能孵化出 2-3 个类似摩飞的新品牌，则**新宝国内品牌业务收入 2 年内就有望突破 10 亿元。**

◆更多畅想：作为供应平台，和小 B 共同服务 C 端

阿里巴巴前参谋长曾鸣在《智能商业》一书中提出 S2B2C 的商业模型，新宝的机会在于，小 B 过去无法得到顶级供应链的支持，而**如果新宝作为供应平台能够从供应链的维度赋能小 B，将更好地服务 C 端。**

新宝开发潜力较大的两类国内 ODM 客户是以米家为代表的零售商自有品牌和以摩飞为代表的网红品牌。**1) 新宝已经和国内零售商自有品牌广泛合作；2) 新宝目前主要专注为内部的网红品牌服务，以内部孵化的网红品牌成功案例为参照，新宝有望发展成为更多网红品牌的 ODM 供应商。**

◆投资建议：

国内小家电行业正在发生巨大的变化，新宝内销业务有两大发展机遇：**1) 内销品牌业务。2) 服务小 B 的供应平台。**同时，公司业绩的短期拐点较为明确。因内销业务发展逻辑更为清晰，空间好于预期，上调 2019-2021 年 EPS 预测为 0.80/0.94/1.09 元（原预测为 0.77/0.81/0.89 元），对应 PE 为 17/14/12 倍，短期业绩拐点叠加内销前景可期，上调至“买入”评级。

◆风险提示：全球贸易环境恶化；国内品牌发展不及预期；国内 ODM 客户开拓进度较慢。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	8,222	8,444	9,398	10,472	11,619
营业收入增长率	17.71%	2.70%	11.29%	11.43%	10.96%
净利润 (百万元)	408	503	639	750	870
净利润增长率	-5.33%	23.21%	27.19%	17.24%	16.07%
EPS (元)	0.51	0.63	0.80	0.94	1.09
ROE (归属母公司) (摊薄)	10.94%	12.88%	14.71%	15.80%	16.73%
P/E	26	21	17	14	12
P/B	2.9	2.7	2.5	2.2	2.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 10 月 17 日

买入 (上调)

当前价：13.30 元

分析师

金星 (执业证书编号：S0930518030003)

021-52523878

jinxing@ebsec.com

甘骏 (执业证书编号：S0930518030002)

021-52523877

ganjun@ebsec.com

王奇琪 (执业证书编号：S0930519050001)

021-52523880

wangqq@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)：8.01

总市值(亿元)：106.60

一年最低/最高(元)：6.33/13.84

近 3 月换手率：30.01%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	3.01	16.00	73.34
绝对	2.13	19.05	99.84

资料来源：Wind

相关研报

收入利润均好于预期，边际改善有望持续
——新宝股份 (002705.SZ) 2019 年中报点评

..... 2019-08-28

盈利能力明显修复，利润高增长有望持续
——新宝股份 (002705.SZ) 2018 年业绩快报点评

..... 2019-01-28

目 录

1、 摩飞成功的背后，小家电内销的困局和转机	3
1.1、 过去：大规模制造+大规模分销，规模壁垒阻碍新品牌崛起	4
1.2、 现在：一批新品牌突围的背后，小家电行业的机遇	7
2、 品牌探索：新宝能否复制更多个“摩飞”？	10
2.1、 摩飞的爆品方法论：创新产品+内容引爆	10
2.2、 新宝能否复制更多个“摩飞”？	14
2.3、 国内品牌业务收入 2 年内有望突破 10 亿元	18
3、 更多畅想：作为供应平台，和小 B 共同服务 C 端	19
3.1、 新宝有成为国内小 B 供应平台（S）的潜质	19
3.2、 国内两类 ODM 客户具备较大开发潜力	19
4、 投资建议	21
5、 风险分析	22

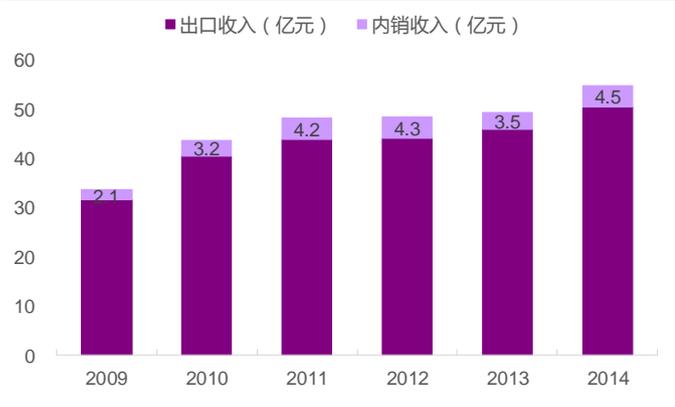
新宝已经是全球厨房小家电制造的隐形冠军，当下我国厨房小家电出口总量趋于平稳，新宝未来还有多大空间可挖掘？

本篇报告我们致力于探讨国内小家电消费环境的变化和公司在新环境下的核心竞争力，在此基础上进一步畅想公司内销业务的发展机遇。

1、摩飞成功的背后，小家电内销的困局和转机

随着行业需求的成熟，订单波动性加大，代工厂进行品牌转型尝试的动力会越来越大，新宝一直未放弃创建自主品牌的努力。公司已通过东菱 (Donlim) 品牌耕耘国内市场近十年，专注于西式烘焙电器，但收入规模始终在 3 亿元以下徘徊，未能实现真正突破。

图 1：2014 年之前新宝内销收入增长瓶颈较明显



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 2：2014 年之前新宝内销收入占比未超过 10%



资料来源：Wind，光大证券研究所

让人眼前一亮的是摩飞 (Morphy Richards) 品牌的快速增长。公司作为摩飞 ODM 生产商，自 2014 年开始代理英国摩飞品牌的国内销售，定位高端西式小家电市场，2017 年收入突破 1 亿元，2019 年摩飞品牌收入有望翻倍增长，突破 3 亿元，并一举超过东菱品牌收入。

图 3：新宝旗下摩飞品牌 2019 年收入有望突破 3 亿元



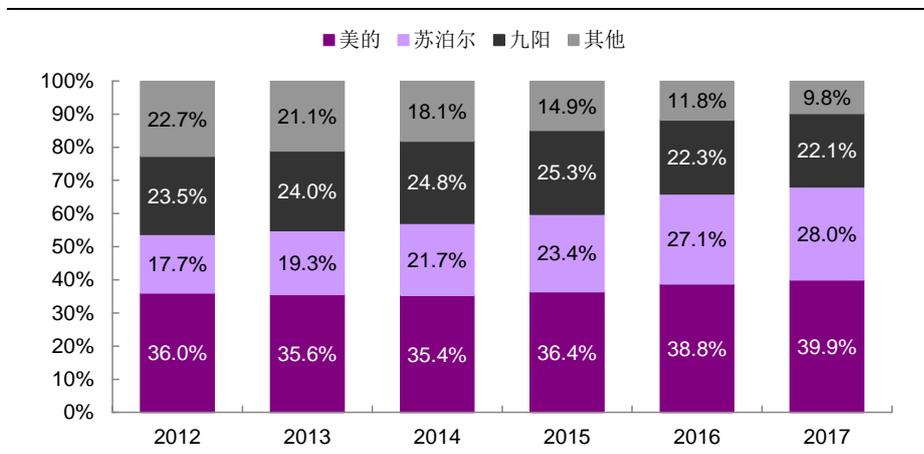
资料来源：公司调研，光大证券研究所测算

为什么早就培育的东菱品牌停滞不前，而代理不到5年的摩飞品牌收入能够快速突破3亿元，小家电市场究竟在发生什么变化？

1.1、过去：大规模制造+大规模分销，规模壁垒阻碍新品牌崛起

过去十年厨房小家电市场始终被美九苏（美的、九阳、苏泊尔）三家牢牢把控，并且集中度不断提升，根据中怡康线下零售监测，厨房小家电领域的CR3（美九苏）从2012年的77%一路上升至2017年的90%，大部分品类CR3达到80%以上。

图4：厨房小家电线下CR3从2012年的77%上升至2017年的90%



资料来源：中怡康线下监测，光大证券研究所

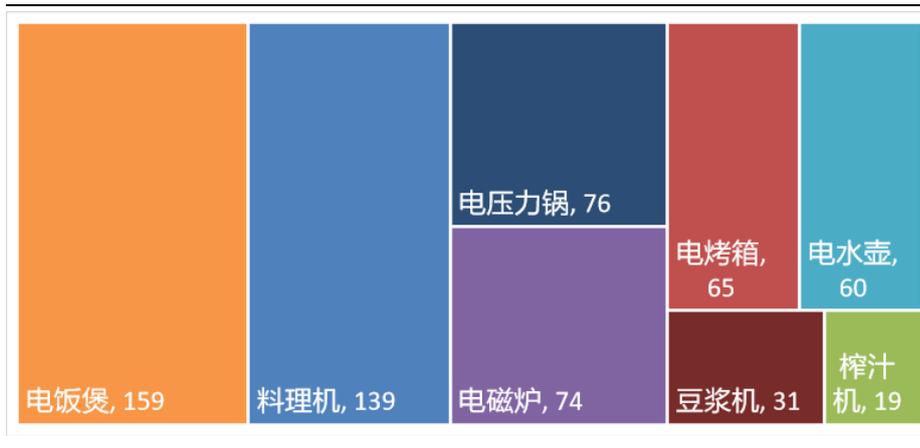
为什么过去十年厨房小家电领域很难出现新的全国性品牌？我们认为跟传统的大规模制造+大规模分销的商业模式有很大关系。

美九苏凭借先发优势，在厨房小家电的产品端和渠道端形成了很强的规模壁垒，在产品和渠道都非常稳定的情况下新品牌难以突围。

1.1.1、产品：大品牌卡位好赛道，产品突围空间有限

厨房小家电市场机会明确，龙头提前卡位好赛道。电饭煲、电水壶等厨房小家电是最早走入中国家庭的小家电产品，由于可见的市场规模很大，并且成长空间非常确定，因此美的、苏泊尔和九阳三大品牌在厨房小家电领域的卡位很早，且投入非常坚决。

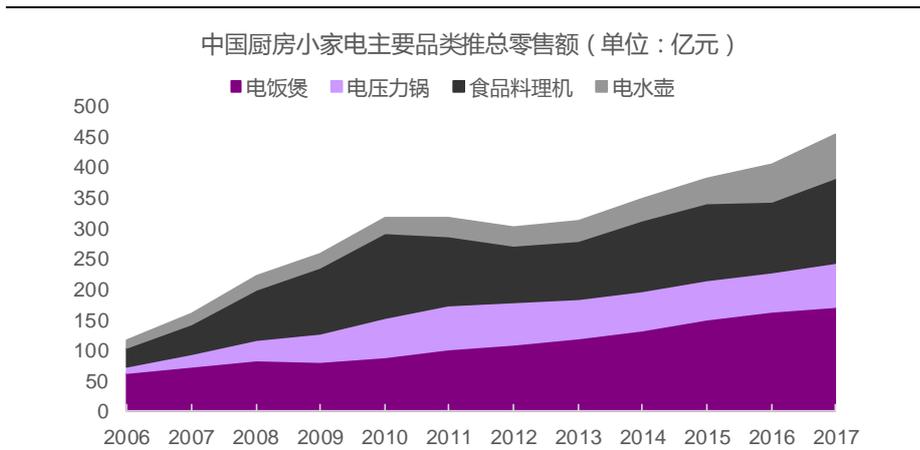
图 5：厨房小家电各品类零售额分布示意图（2018 年，亿元）



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

美九苏在大品类上全面布局，持续深耕。美九苏在这些核心品类上均积极布局，且有研发团队能够持续深耕，即使出现 IH 电饭煲、原汁机、破壁机等老品类创新，美九苏均能领先市场推出创新产品或及时跟进，并且在高中低价位段都有产品线布局。

图 6：中国厨房小家电零售规模稳步增长，机会非常明确



资料来源：中怡康，光大证券研究所

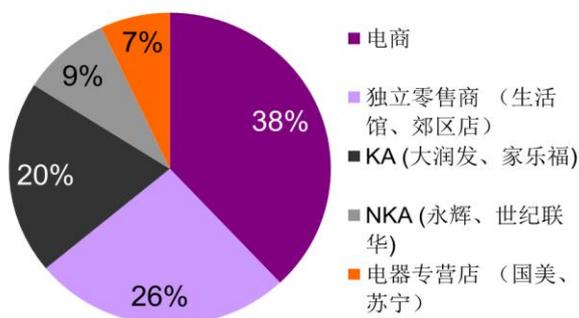
因此，由于厨房小家电的市场机会较为确定，美九苏卡位较早，并且在核心大品类上积极布局，持续深耕，传统的厨房小家电大品类留给其他品牌的产品突围机会很有限。

1.1.2、渠道：以线下第三方渠道为主，新品牌难以渗透

电商渠道出现之前，小家电渠道以线下第三方渠道为主。在电商渠道崛起之前，小家电线下渠道以第三方渠道为主，包括 KA（家乐福等）、NKA（永辉等）、3C（苏宁等），专卖店等多种渠道。

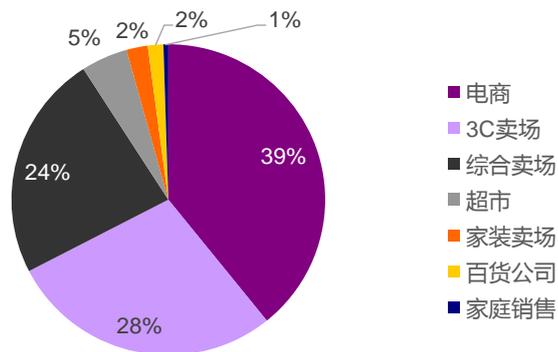
从苏泊尔的渠道构成和 Euromonitor 监测的小型烹饪电器的渠道构成可以一窥究竟。

图 7：苏泊尔国内销售以第三方渠道为主（2017 年）



资料来源：公司资料，光大证券研究所

图 8：中国小型烹饪电器渠道比较分散（2018 年）



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

第三方渠道的运营需要兼顾规模和盈利能力。大规模进驻第三方渠道不仅需要一大笔固定投入，包括进场费、装修费等，还需要留有足够的毛利空间支撑渠道运营。

因此，为了让经销商能赚到钱，保障其在第三方渠道的持续经营，厨房小家电龙头一方面通过不断拓宽产品线，做大渠道销售规模，另一方面通过产品创新和品牌塑造，保障渠道盈利能力。

以苏泊尔和九阳为例，两家龙头公司给经销商的平均出厂折扣为六折，再叠加公司内销超过 30%的毛利率，厨房小家电内销定倍率（不含税零售价/成本）平均能达到 2.5 倍左右，即**零售价（不含税）是 BOM 成本的 2.5 倍。**

表 1：厨房小家电品牌内销定倍率在 2.5 左右

	公司内销毛利率	渠道毛利率	定倍率
苏泊尔	32%	40%	2.5
九阳	33%	40%	2.5

资料来源：Wind，公司调研，光大证券研究所

因此，新品牌较难快速完成主流渠道的渗透：**一方面在产品线布局的完整性上要弱于美九苏，另一方面产品端和品牌端的积淀不足以支撑 2.5 倍的定倍率。**

图 9：厨房小家电新品牌较难快速完成主流渠道的渗透



资料来源：光大证券研究所绘制

1.1.3、品牌困局：规模形成壁垒，新品牌难以突围

美九苏有明显的先发优势，已形成规模壁垒。凭借在厨房小家电主要大品类上的提前布局和对主流的线下第三方渠道的全面渗透，在产品端和渠道端给新品牌构筑了较高的规模壁垒，使得新品牌无法起势。

在产品和渠道较为稳定的背景下，新品牌难以找到突破点。过去数年厨房小家电消费局限在传统的电饭煲、料理机、电压力煲、电水壶、电磁炉等大品类，在电商出现之前，渠道也以线下第三方渠道为主，几乎没有发生太大变化，因此新品牌的发展始终面临较高的规模壁垒，难以找到突破点。

图 10：过去产品和渠道较为稳定，新品牌难以找到突破点



资料来源：光大证券研究所绘制

1.2、现在：一批新品牌突围的背后，小家电行业的机遇

近年来厨房小家电行业“美九苏”三分天下的稳态出现变化，国内涌现出米家、小熊、摩飞等诸多新品牌。其中米家品牌基本实现厨房小家电品类全覆盖，2018 年小熊品牌收入超过 20 亿元，摩飞品牌收入也达到 1.5 亿元左右。

图 11：近年来国内涌现出诸多有影响力的厨房小家电新品牌



资料来源：小米商城，天猫，光大证券研究所绘制

上述品牌通过在产品端和渠道端的差异化打法，从而突破了过去传统品类和渠道的规模壁垒，在厨房小家电的激烈竞争中成功突围。这些新品牌的成功突围有明显的共同点。

表 2：新品牌利用产品、渠道、营销的差异化实现突围

	小熊	米家	摩飞
产品端	品类创新	设计创新	品类创新
渠道端	电商	小米自有渠道、电商	电商
营销端	数字化营销	数字化营销	数字化营销

资料来源：光大证券研究所

产品端：小熊和摩飞都是针对细分领域深挖需求研发创新产品，比如酸奶机、随行杯等，米家产品虽然主要瞄准基础品类，但通过“MUJI”风格的工业设计和“美九苏”实现差异化。

渠道端：小熊从 2008 年开始通过线上代理商运营以淘宝为代表的电商渠道，借助电商红利快速崛起。米家依靠的是小米自有渠道流量。而摩飞首先拥抱了淘宝等“古典电商”，而后积极投入各类新兴社交/内容电商的怀抱。

营销端：上述品牌几乎不投传统大众媒体的硬广，而是以微博、微信、小红书等新渠道的数字化营销为主。

当然，这一切的大背景是随着新消费人群、新渠道和新营销方式的崛起，小家电的消费方式正在发生巨大的变化：

1.2.1、个性化和非计划性需求增加

过去消费能力较为有限，小家电的品类也相对固定，小家电消费的目的性和计划性较强，消费品类集中在大众品类，创新品类很难做大。

但随着消费能力的提升，消费者开始有能力在功能性之外满足更个性化的需求，无论是外观还是功能，只要产品创新能够让用户“种草”，创新产品所能拉动的销售规模要远大于从前。个性化需求的高涨进一步鼓励更多的产品创新，而创新产品上市的非计划性使得需求也呈现出非计划性的特点。

图 12：小家电消费中个性化和非计划性需求增加



小家电消费环境变化：个性化和非计划性需求增加

资料来源：淘宝网，光大证券研究所

1.2.2、扁平化渠道占比上升

传统渠道分销模式逐步暴露出层级过多、效率低下、成本费用高、远离消费者的弱点。由于基础设施建设与互联网的发展，各种形式的电商发展迅猛，消费者获取商品的途径更加多样便捷。对于新品牌而言，电商渠道的进入门槛大幅下降。

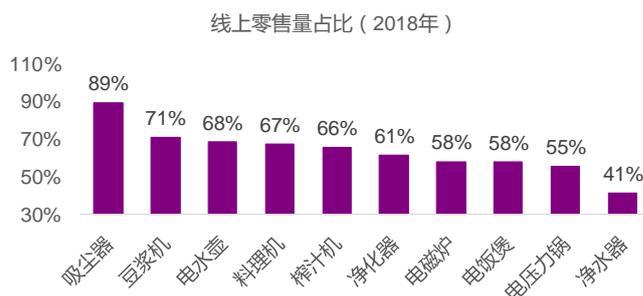
由于体积小、且无需安装，小家电非常适合电商渠道销售，因此小家电产品的线上销售占比快速上升，根据奥维云网推算，2018年不少小家电品类线上零售量占比已经超过60%。

图 13：扁平化的电商渠道占比快速上升



资料来源：光大证券研究所绘制

图 14：小家电产品的线上销量占比较高

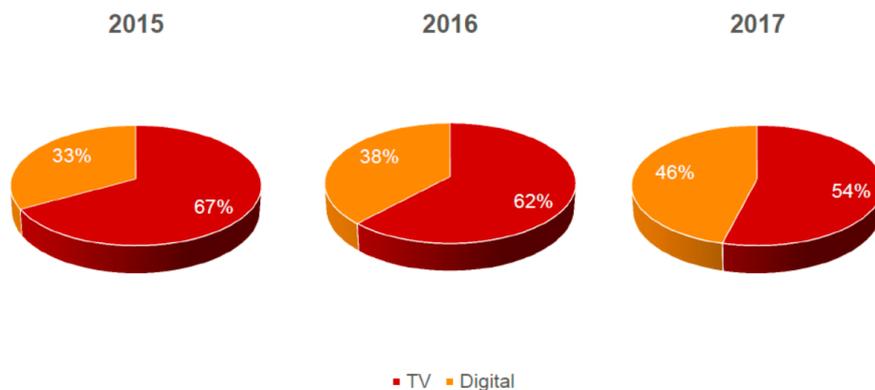


资料来源：奥维云网，光大证券研究所

1.2.3、数字化营销渠道取代大众媒体

大众媒体时代，电视台、纸媒是仅有的信息传播渠道，并且基本被大品牌所垄断，财力有限的小品牌被边缘化。如今，随着电商平台、社交媒体等各类新型数字化渠道的崛起，消费者的注意力和时间逐步向数字化渠道转移，数字化渠道取代大众媒体成为品牌触达消费者的主流渠道，响应及时的品牌企业的投入重心也在发生变化，比如苏泊尔在数字化渠道的投入占比已接近50%。

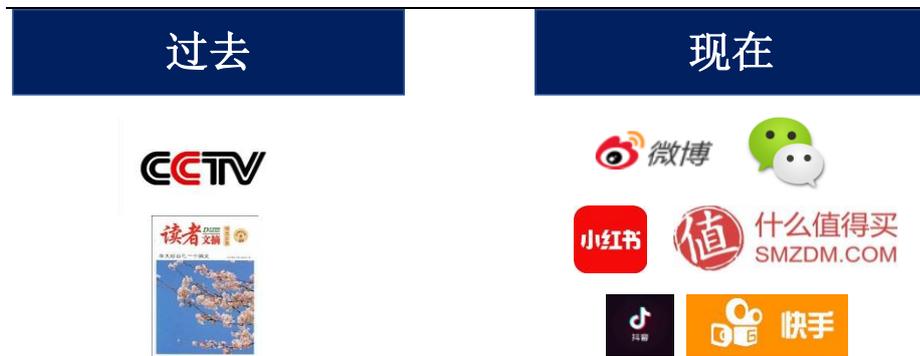
图 15：苏泊尔在数字化渠道的投入占比已接近50%



资料来源：SEB 集团公告，光大证券研究所

数字化时代，品牌营销方式需要转变。由于信息过剩成为常态，为了有效触达并影响消费者，品牌必须更高频地生产有吸引力的内容，并通过多种渠道快速分发内容，创造短期“爆炸式”的推广效果。

图 16：数字化时代，品牌营销方式需要转变



小家电消费环境变化：数字化营销渠道取代大众媒体

资料来源：光大证券研究所

2、品牌探索：新宝能否复制更多“摩飞”？

新宝旗下的摩飞品牌是在小家电消费方式变化的大背景下脱颖而出的一匹黑马，摩飞这几年做对了什么，新品牌想要成功需要具备怎样的基因？更重要的是，摩飞的方法论能否支撑新宝旗下其他品牌的崛起？

2.1、摩飞的爆品方法论：创新产品+内容引爆

新宝最初跟摩飞合作是看中摩飞的品牌积淀，但摩飞后来在中国的成功更多是因为摩飞中国团队在产品端和营销端都另辟蹊径，给摩飞品牌赋予了新的内涵。

照搬摩飞英国的产品线在中国受众偏窄。摩飞英国销售品以电水壶、面包机、多士炉等传统西式厨房电器为主，由于西式饮食习惯在中国需要长期培养，摩飞英国的产品线照搬到中国似乎吸引力有限，受众偏窄。

图 17：摩飞原有的产品系列在中国受众偏窄



资料来源：公司官网，光大证券研究所整理

摩飞 (Morphy Richards) 是英国著名的小家电品牌, 创立于 1936 年。1998 年, 新宝与摩飞开展出口代工合作。2013 年, 公司通过和摩飞品牌授权合作的方式开始在中国市场独家运营该品牌。虽然摩飞在英国家喻户晓, 但在中国市场的知名度相对有限。

表 3: 摩飞 (Morphy Richards) 在英国是家喻户晓的厨房小家电品牌 (2018 年)

Food Preparation Appliance		Small Cooking Appliance	
Company	% Share	Company	% Share
De'Longhi UK Ltd	25.1	Russell Hobbs Ltd	15.6
Philips Consumer Electronics UK Ltd	11.2	Morphy Richards Ltd	11.6
Jarden Consumer Solutions Europe Ltd	7.1	De'Longhi UK Ltd	11.5
Russell Hobbs Ltd	5.5	Jarden Consumer Solutions Europe Ltd	8.8
Magimix UK Ltd	2.9	SEB UK Ltd, Groupe	6.2
SEB UK Ltd, Groupe	2.9	BSH Home Appliances Ltd	2.9
Braun (UK) Ltd	2.7	Dualit Ltd	1.5
Morphy Richards Ltd	2	Magimix SA	0.6

资料来源: Euromonitor, 光大证券研究所

摩飞中国团队是如何解决产品和品牌不太接地气的问题, 并在中国市场自主打造出多款“爆品”的呢?

2.1.1、创新产品: 新消费人群被“种草”的基础

好产品是摩飞俘获新消费人群的基础。摩飞的销售真正实现突破是在 2017 年, 摩飞在中国市场自主打造了第一款销量超百万台的爆品: “摩飞随行杯”, 当年收入一举突破 1.5 亿元。随后接连打造出了多功能料理锅、真空便携电水壶等多款爆品, 2019 年收入有望突破 3 亿元。不难看出, 摩飞的发展是产品驱动型的。

图 18: 摩飞在中国市场打造的“爆品”



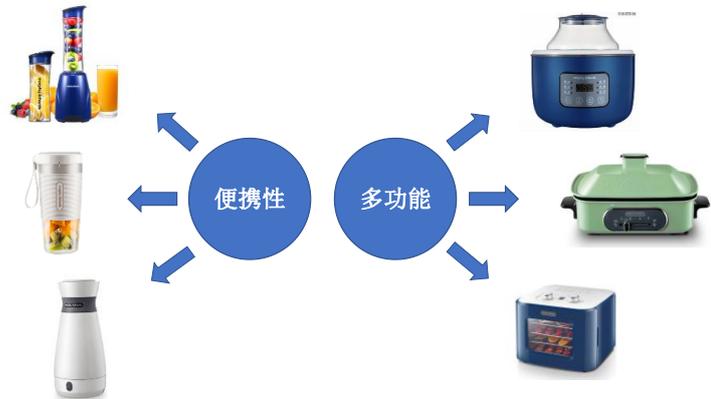
资料来源: 公司官网, 光大证券研究所整理

摩飞内部采用“产品经理制”, 负责“爆品”开发。“产品经理制”使得产品开发更前置, 基于对市场信息的采集和消化, 以及对用户需求的数据化洞察, 在市场已有产品基础上对产品设计进行升级:

- **深挖潜在需求:** 摩飞观察到消费者对便携性和多功能两大需求, 并围绕这两种需求开发出了“随行杯”、多功能料理锅、真空便携电

水壶等一系列爆品。

图 19：摩飞围绕便携性和多功能两大需求打造多款爆品



资料来源：天猫，光大证券研究所绘制

- **简约时尚的工业设计：**摩飞较为统一的复古简约风格使得产品设计感十足，符合年轻消费者群体的审美，且极具辨识度。

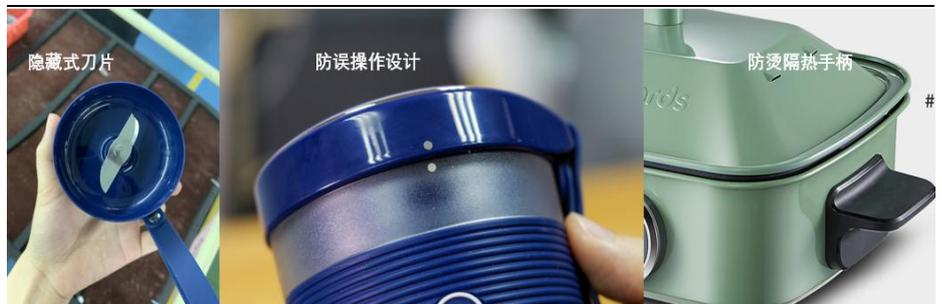
图 20：摩飞较为统一的复古简约风格使得产品设计感十足



资料来源：公司官网，光大证券研究所整理

- **人性化的产品细节：**人性化设计使得用户从产品细节中能感受到产品质感，比如防滑的硅胶杯套、隐蔽式的刀片/插座、加宽隔热的锅耳、全球电压通用设计等。

图 21：人性化设计使得用户从细节中能感受到产品质感



资料来源：淘宝网，雷科技，光大证券研究所整理

摩飞打造的爆品都不属于过去传统的“高刚需”品类，但依靠对需求的深度挖掘和产品的优化设计，同样能够刺激出巨大的非计划性需求。

2.1.2、内容引爆：用较低的成本刷出最大的存在感

摩飞的厉害之处不仅在于能打造出好产品，而且能够使其引爆成为“网红”产品，用较低的成本刷出最大的存在感。

为了最高效地利用内容电商等新兴渠道推广新品，摩飞内部培养了一支新零售运营团队，采用“内容经理制”，并积累了一套从内容出发，引爆“网红”产品的方法论：

- **第一步：前期投入，做好优质内容储备。**围绕产品设计宣传文案、菜谱等，联系 KOL 评测、演示，为集中推广做好内容储备，包括场景式文案和第三方评测等，这些更有“代入感”和“客观性”的文案相较“硬广”更能刺激购买欲望；

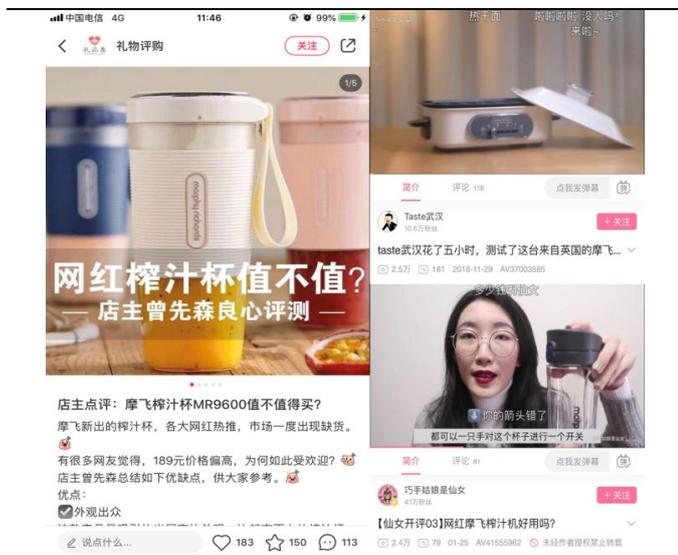
图 22：场景式文案和展示更能刺激购买欲望



资料来源：小红书，光大证券研究所

- **第二步：集中“刷屏”种草，强化“网红”属性。**调用小红书、微博、微信、短视频社区、团购等一切可调用的资源，集中投放达到“刷屏”的效果，让用户从不同渠道反复接受产品信息，迅速强化产品的“网红”属性，让用户“种草”。

图 23：KOL 评测让消费者“种草”



资料来源：小红书，光大证券研究所

图 24：利用美食博主强化产品的“网红”属性



资料来源：小红书，光大证券研究所

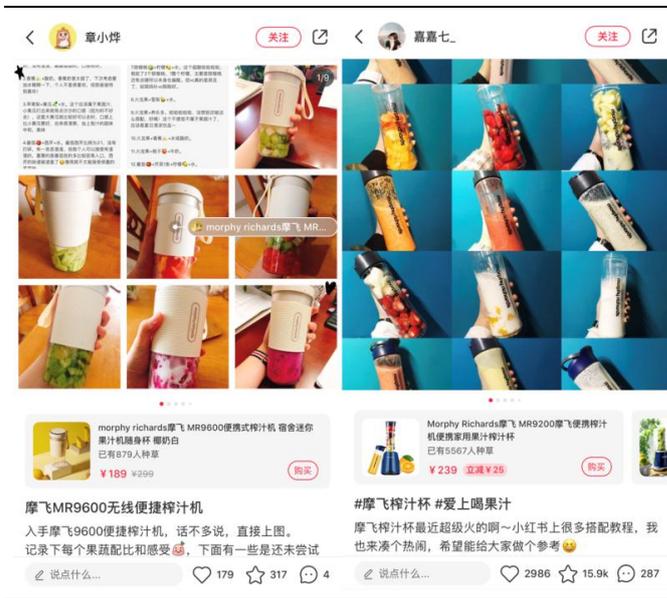
- **第三步：全渠道引爆销售，依靠口碑继续扩散。**通过拥抱电商平台、线下团购等各种渠道，将前期成功种草的消费需求集中引爆，并通过“大家都在用”“红得有道理”等正向口碑继续向不同圈层引爆，真正实现产品的“网红化”。

图 25：利用李佳琦实现需求的集中引爆



资料来源：淘宝直播，光大证券研究所

图 26：主动晒单创造“大家都在用”的感觉



资料来源：小红书，光大证券研究所

摩飞的爆品方法论：创新产品+内容引爆。摩飞一方面凭借“产品经理”敏锐地捕捉市场机会，研发出具备爆品潜质的好产品，另一方面凭借“内容经理”对新渠道运营的理解，把好产品打造成“网红”产品，继而集中引爆销售。摩飞凭借“爆品”方法论抢先抓住了小家电行业变化带来的机遇。

图 27：摩飞的“爆品”方法论



资料来源：光大证券研究所绘制

2.2、新宝能否复制更多个“摩飞”？

资本市场对新宝股份的关注度不断提高，跟摩飞品牌的成功有很大关系，但内销业务要能持续贡献明显增量，光靠一个摩飞品牌可能是不够的，因此有一个问题值得探讨：**新宝是否能孵化出更多个类似“摩飞”的新品牌？**

实际上新宝在国内就是采用品牌矩阵战略，通过不同的品牌拓展不同的细分品类。除了前面已经提到的东菱 (Donlim) 和摩飞 (Morphy Richards)，目前旗下已经有歌岚 (Gevilan)、百胜图 (Barsetto)、莱卡 (Laica)、鸣盏等独立品牌，覆盖净水器、咖啡机、美容/个护电器、茶具等不同品类。

图 28：新宝通过不同的品牌拓展不同的细分品类



资料来源：淘宝网，光大证券研究所

新宝旗下其他品牌能否复制摩飞的成功取决于以下两点，我们尝试在下文做些讨论：

- 1) 成功实施摩飞的爆品方法论需要哪些能力？
- 2) 新宝其他品牌能够快速复制或学习这些能力吗？

2.2.1、供应链配套能力：新宝的“超级供应链”

做爆品讲究速度，要做到快速上新、快速放量，还要保证品质，不是任何工厂的供应链都可以匹配的，摩飞爆品战略的成功离不开新宝“超级供应链”的支持。

- **快速上新**：因为市场变化太快，从搜集市场信息，到设计研发，再到生产交货，整个过程可能几个月内就要全部完成，没有自己的供应链支持，很难做到。
- **快速放量**：“爆品”战略决定了产品销量波动很大，一般的工厂不敢提前大量备货，一旦销售火爆也无法快速放量，摩飞有新宝制造体系的信任和支撑，才得以应对爆品销量波动的考验。
- **品质控制**：小家电的制造工艺并不复杂，但为了保证产品口碑，品质控制至关重要，需要严格的生产管理流程和经验。

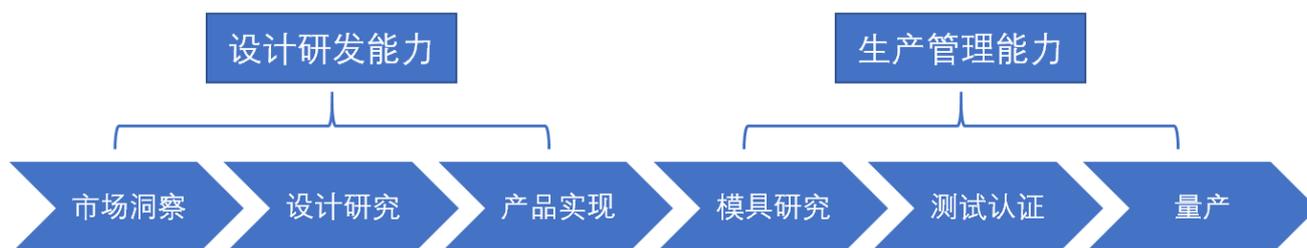
图 29：摩飞的生产需要经过多项质量检测和安安全测试



资料来源：雷科技，光大证券研究所

其他品牌能否复用新宝的供应链配套能力？新宝最近几年已经逐步建立起环境电器、个护电器、母婴电器的产能，凭借过去多年积淀的生产管理经验，以及为摩飞生产服务的经验，相信新宝可以为其他新品牌做好供应链配套。

图 30：新宝最核心的能力可以归纳为设计研发能力和生产管理能力的



资料来源：新宝官网，光大证券研究所

2.2.2、产品创新研发能力：产品经理+研发积淀

前文我们已经讲到摩飞采用“产品经理制”，依靠产品经理对市场信息的采集和消化，产生新品设计灵感。

但要优雅地实现便携性、多功能等研发目的，同时保持简约时尚的工业设计，还能体现出诸多人性的产品细节，离不开新宝通过多年 ODM 业务磨练出来的研发团队和关于厨房小家电的 know-how，从摩飞的产品即使在一众大牌中依然不输的产品设计可见端倪。

图 31：摩飞便携电水壶的设计比大牌更巧



资料来源：淘宝网，光大证券研究所整理

图 32：摩飞多功能料理锅的设计很出彩



资料来源：淘宝网，光大证券研究所整理

其他品牌能否复制或学习摩飞的产品创新研发能力？产品经理对市场信息的收集和消化比较容易学习，但背后依托的新宝研发团队的能力至关重要。

新宝过去始终专注在厨房小家电品类上，但最近几年已经逐步建立起环境电器和个护电器的研发团队，对其他新品牌的产品创新研发已能起到一定支持作用，从新品的设计可以窥见一二，但和厨房小家电的研发积淀相比，仍要略逊一筹。

图 33：鸣盏的产品体现出了较高设计水平



资料来源：淘宝网，光大证券研究所整理

图 34：Laica 的净水器体现出了较高设计水平



资料来源：淘宝网，光大证券研究所整理

2.2.3、新渠道运营能力：运营人才+品牌内涵

摩飞“爆品”战略的另一个大前提是对新渠道的灵活运用，从微博、微信等社交平台，到小红书、什么值得买等“种草”社区，再到抖音、快手等直播平台，新渠道层出不穷，要始终紧跟新渠道的发展，用最低的成本刷出最强的存在感，需要对新渠道有敏锐的嗅觉。

培养新渠道运营团队并不容易，一方面需要对产品卖点和品牌内涵有精准的提炼，另一方面需要对新渠道的运营诀窍了如指掌，因此新渠道运营人才非常稀缺，往往需要内部培养。

其他品牌能否复制或学习摩飞的新渠道运营能力？摩飞团队或许可以在内部分享新渠道的运营诀窍，比如东菱就在模仿摩飞进行品牌转型，但针对品牌和产品本身内涵和卖点的提炼，以及相对应的内容生产是不可或缺的，而这些都需要新品牌团队自己的摸索和积累。

图 35：东菱品牌受摩飞启发进行品牌升级



资料来源：东菱，光大证券研究所

2.3、国内品牌业务收入 2 年内有望突破 10 亿元

因此，虽然相比厨房小家电，其他品类基础要稍弱一些，但已经有了新宝的设计研发能力和生产管理力作为保障。同时，其他品牌有摩飞的产品创新方法论和在新渠道运营中的经验可以内部借鉴，但要想成功，还必须培养出适合自身品牌的以“产品经理”和“内容经理”为核心的运营团队。

如果摩飞品牌收入保持较快增长，同时新宝旗下还能孵化出 2-3 个类似摩飞的新品牌，则新宝国内品牌业务收入 2 年内就有望突破 10 亿元。

表 4：新宝国内品牌业务收入 2 年内就有望突破 10 亿元

单位：亿元	2018	2019E	2020E	2021E
国内品牌合计	5.5	7.7	10.7	13.5
东菱	3.5	3.0	3.6	4.3
摩飞	1.5	3.8	5.6	7.3
其他品牌	0.5	1.0	1.5	2.0

资料来源：公司调研，光大证券研究所测算，注：摩飞 19H1 收入同比增长 150%左右，东菱品牌升级后预计收入快速增长，其他品牌也逐步贡献增量。

3、更多畅想：作为供应平台，和小 B 共同服务 C 端

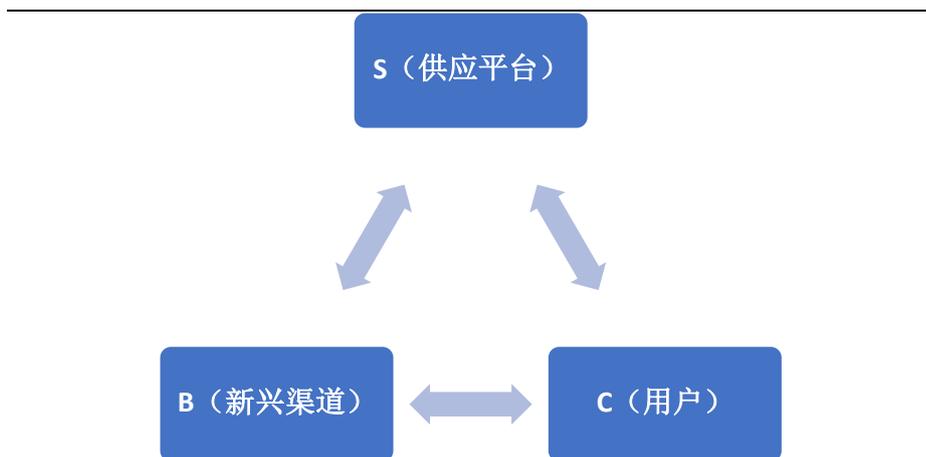
3.1、新宝有成为国内小 B 供应平台（S）的潜质

阿里巴巴前参谋长曾鸣在《智能商业》一书中提出 S2B2C 的商业模型，由于全面、理想化的 C2B 模式还无法立刻实现，S2B2C 可以作为一个新的过渡性模式，即 S（供应平台）和小 B（网红等）共同服务 C（客户）。

小 B 擅长的是挖掘需求，触达和服务客户的能力，通过差异化产品和服务吸引 C，S 是一个“大中台”的概念，按照曾鸣的设想，供应平台可以从数据智能、网络协同、共同的品质保证、资源的集中采购和 SaaS 化工具 5 个维度对小 B 赋能。

新宝的机会在于，由于非标准化的产品和服务，小 B 过去无法得到顶级供应链的支持，而如果新宝作为供应平台能够从供应链的维度赋能小 B，将更好地服务 C。

图 36：曾鸣提出的 S2B2C 商业模型



资料来源：《智能商业》曾鸣，光大证券研究所绘制

我们认为，新宝作为全球最顶尖的小家电 ODM 企业，有以下优势使其具备承担小家电供应链整合职能的潜质：

- 1) **柔性供应链能力**。新宝经常服务的客户有 600 多个，擅长小批量订单的定制化生产，具备同时服务很多小 B 的能力。
- 2) **一站式采购**。新宝目前已具备厨房、家居和个护等多个品类电器的产能，能够满足客户一站式采购需求。
- 3) **和内部品牌合作的经验**。由于“爆品”打法的特性，小 B 对订单时效性的要求很高，同时订单的波动性较大，和摩飞的合作经验可以帮助新宝更好地服务这类小 B 客户。

3.2、国内两类 ODM 客户具备较大开发潜力

对于成为小家电“供应平台”（S）来说，能否找到自带流量和客户的小 B 是成功启动的关键，除了小米米家、网易严选等零售商自有品牌快速崛起外，以摩飞为代表的网红品牌也成为小家电消费环境变化中的主要受益者。

事实上由于新宝在小家电领域顶级制造能力的稀缺性，不少小 B 已经主动找上门来和新宝合作。

3.2.1、新宝已和零售商自有品牌建立广泛合作

新宝已经和国内零售商自有品牌广泛合作。通过查询产品认证信息，我们发现新宝已经和米家、网易严选、京东、名创优品、苏宁等几乎所有国内零售商有合作。

国内零售商自有品牌以 ODM 订单为主。除了米家背后的生态链企业自身具备产品开发能力，对于其他零售商来说，产品端主要依靠“选”而非自主开发，制造商要拿下零售商自有品牌的订单主要靠的是 ODM 能力，即不光要有制造能力，还要有产品开发能力。

表 5：新宝当前已经合作的零售平台及贴牌品类（截至 2019 年 9 月）

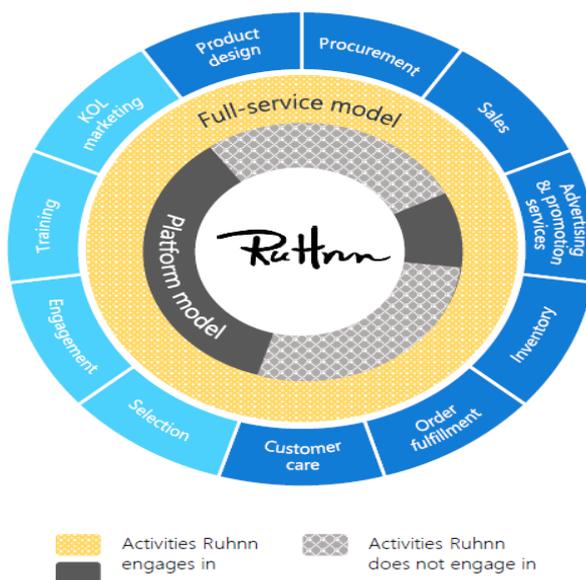
零售商自有品牌	新宝贴牌品类
苏宁易购	手持搅拌机、电热水壶、电烤箱、手持式搅拌机、蒸汽站电熨斗等
京东京造	手持料理棒、电热水壶、多功能电压力锅、多功能料理机、手持式搅拌机、吸尘器、水果料理机等
网易严选	磨豆机、压力式咖啡机、早餐机、电热水壶、多士炉等
米家	米家电水壶
淘宝心选	电热水壶、蔬果沙拉机等
名创优品	简约款直发梳
考拉妈妈	智能冲奶机

资料来源：中国质量认证中心，光大证券研究所整理

3.2.2、服务网红品牌，从内部服务开始

服务网红品牌，从内部服务开始。目前国内涉猎小家电领域的网红，比如李佳琦，以帮知名品牌带货为主，很少有深入供应链环节的定制产品，因此新宝主要专注在为内部的摩飞、歌岚等品牌服务。即使是如涵等专业的网红服务平台也鲜有对供应链环节的深度涉入，急需专业的供应链配套。

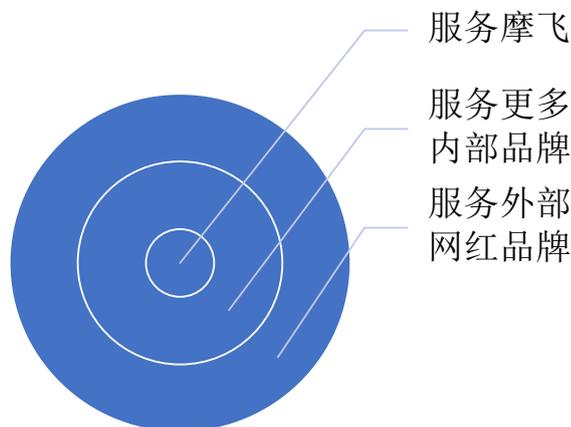
图 37：如涵等网红孵化平台的商业模型中缺乏对供应链环节的掌控力



资料来源：如涵控股路演材料，光大证券研究所

以内部服务为案例，形成网红品牌服务体系。随着摩飞等品牌的快速发展和在此过程中的磨合，新宝也收获了非常珍贵的服务网红品牌的供应链经验，并可以据此形成一套服务网红品牌的服务体系。以内部孵化的网红品牌为成功案例，新宝有望发展成为网红品牌的 ODM 供应平台。

图 38：新宝有望从内部服务开始形成网红品牌服务体系



资料来源：光大证券研究所

4、投资建议

国内小家电行业正在发生巨大的变化，新宝内销业务有两大发展机遇：
1) 内销品牌业务。如果摩飞品牌收入保持较快增长，同时新宝旗下还能孵化出 2-3 个类似摩飞的新品牌，则新宝国内品牌业务收入 2 年内就有望突破 10 亿元。
2) 服务小 B 的供应平台。如果新宝作为供应平台能够从供应链的维度赋能小 B，有机会开拓零售商自有品牌和网红品牌两类国内 ODM 客户。

公司 19Q2 收入增速环比明显提升，主要因外销客户进入补库存周期，订单恢复较快增长，2019H2 收入增速有望提升至 10% 左右，预计 19H2 公司盈利能力稳中有升，业绩的短期拐点较为明确。

因内销业务发展逻辑更为清晰，空间好于预期，上调 2019-2021 年 EPS 预测为 0.80/0.94/1.09 元(原预测为 0.77/0.81/0.89 元)，对应 PE 为 17/14/12 倍，短期业绩拐点叠加内销前景可期，上调至“买入”评级。

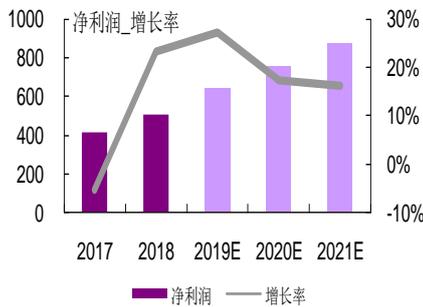
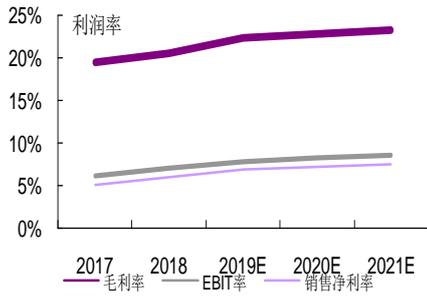
业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	8,222	8,444	9,398	10,472	11,619
营业收入增长率	17.71%	2.70%	11.29%	11.43%	10.96%
净利润(百万元)	408	503	639	750	870
净利润增长率	-5.33%	23.21%	27.19%	17.24%	16.07%
EPS(元)	0.51	0.63	0.80	0.94	1.09
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.94%	12.88%	14.71%	15.80%	16.73%
P/E	26	21	17	14	12
P/B	2.9	2.7	2.5	2.2	2.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 10 月 17 日

5、风险分析

全球贸易环境恶化；国内品牌发展不及预期；国内 ODM 客户开拓进度较慢。



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	8,222	8,444	9,398	10,472	11,619
营业成本	6,625	6,708	7,295	8,073	8,911
折旧和摊销	297	347	201	206	209
营业税费	68	74	85	94	105
销售费用	327	332	451	503	569
管理费用	685	727	846	942	1,046
财务费用	76	-34	-16	-1	-8
公允价值变动损益	2	-35	0	0	0
投资收益	16	-40	5	10	15
营业利润	467	587	745	868	1,008
利润总额	484	585	745	873	1,013
少数股东损益	2	1	1	1	1
归属母公司净利润	408	503	639	750	870

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	6,653	7,131	7,614	8,206	9,011
流动资产	4,331	4,416	5,057	5,810	6,781
货币资金	2,116	1,850	2,349	2,698	3,236
交易型金融资产	2	0	0	0	0
应收帐款	823	1,097	1,243	1,385	1,537
应收票据	64	64	66	73	81
其他应收款	58	63	38	42	46
存货	1,015	1,184	1,300	1,440	1,591
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	58	67	67	67	67
固定资产	1,750	1,828	1,759	1,645	1,508
无形资产	251	474	464	456	447
总负债	2,912	3,214	3,252	3,445	3,792
无息负债	2,912	2,879	3,116	3,445	3,792
有息负债	0	334	135	0	0
股东权益	3,741	3,917	4,363	4,761	5,219
股本	813	813	801	801	801
公积金	1,477	1,521	1,597	1,640	1,640
未分配利润	1,438	1,653	1,944	2,299	2,756
少数股东权益	10	14	15	16	17

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	462	445	949	869	972
净利润	408	503	639	750	870
折旧摊销	297	347	201	206	209
净营运资金增加	-266	474	110	345	373
其他	23	-878	-1	-431	-480
投资活动产生现金流	149	-673	-72	-34	-29
净资本支出	-499	-726	-44	-44	-44
长期投资变化	58	67	0	0	0
其他资产变化	590	-15	-28	10	15
融资活动现金流	667	-28	-378	-486	-405
股本变化	239	0	-12	0	0
债务净变化	0	334	-199	-135	0
无息负债变化	142	-33	237	328	347
净现金流	1,219	-257	499	349	538

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	17.71%	2.70%	11.29%	11.43%	10.96%
净利润增长率	-5.33%	23.21%	27.19%	17.24%	16.07%
EBITDA 增长率	12.58%	17.34%	-1.82%	14.95%	12.42%
EBIT 增长率	10.00%	17.74%	21.62%	18.38%	15.01%
估值指标					
PE	26	21	17	14	12
PB	3	3	2	2	2
EV/EBITDA	13	12	12	10	9
EV/EBIT	21	19	15	12	10
EV/NOPLAT	25	22	17	14	12
EV/Sales	1	1	1	1	1
EV/IC	3	3	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	19.42%	20.56%	22.37%	22.91%	23.31%
EBITDA 率	9.76%	11.15%	9.84%	10.15%	10.28%
EBIT 率	6.15%	7.05%	7.70%	8.18%	8.48%
税前净利润率	5.89%	6.93%	7.92%	8.33%	8.72%
税后净利润率 (归属母公司)	4.96%	5.95%	6.80%	7.16%	7.49%
ROA	6.16%	7.06%	8.41%	9.15%	9.67%
ROE (归属母公司) (摊薄)	10.94%	12.88%	14.71%	15.80%	16.73%
经营性 ROIC	11.86%	11.48%	14.10%	16.03%	17.64%
偿债能力					
流动比率	1.49	1.37	1.56	1.69	1.79
速动比率	1.14	1.01	1.16	1.27	1.37
归属母公司权益/有息债务	-	11.67	32.14	-	-
有形资产/有息债务	-	19.63	52.16	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.51	0.63	0.80	0.94	1.09
每股红利	0.30	0.36	0.44	0.52	0.60
每股经营现金流	0.58	0.56	1.18	1.08	1.21
每股自由现金流(FCFF)	0.63	-0.42	0.83	0.69	0.80
每股净资产	4.65	4.87	5.42	5.92	6.49
每股销售收入	10.26	10.54	11.73	13.07	14.50

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼