

# 全球小家电代工龙头

## 内销爆破运营的典范

**前言：**近年来，长期平稳发展的小家电市场暗流涌动，在小红书、抖音等新流量催化下，以摩飞为代表的新兴品牌异军突起，多款现象级爆品推动业绩爆发式增长。小家电 MCN 新兴赛道的规模几何？摩飞爆款模式是否可被复制？我们特推出新宝股份深度报告为大家逐一分析。

**走进新宝：**公司系全球小家电最大的小家电 ODM/OBM 制造商之一。(1) 股权结构稳定，总股本 8.01 亿股，兄弟二人控制 61.64% 股权。

(2) 业绩持续增长，2010 年至 2019 年营业收入由 44.63 亿元增至 91.25 亿元，CAGR8.27%；归母净利润由 1.68 亿元增至 6.87 亿元，CAGR16.94%。(3) 盈利能力稳健上行，2010 年至 2019 年公司净利率由 3.77% 升至 7.55%。近年内销业务放量，带动公司毛利率结构性提升。

**行业分析：**1) 全球小家电市场规模近 1000 亿美元，未来将是家电市场增长最为确定的子板块，欧洲与新兴市场国家为主要增长点。2) 2019 年国内小家电规模突破 1500 亿元，户均品类数与渗透率仍有较大上升空间。近年社交、直播电商强势崛起，我们预计 2019 年小家电社交、直播电商市场渗透率合计已接近 20%，网红经济趋势下，新兴赛道增速仍处快车道，把握新一波流量红利的品牌将赢得未来竞争的主动权。

**代工主业：**新宝在小家电研发、生产、销售等方面积淀深厚，代工龙头地位持续夯实。1) 生产规模全球领先，工艺与成本转移能力突出，盈利能力持续提升；2) 客户资源稳定，与 Jarden、伊莱克斯、飞利浦等国际大型品牌商长期合作，客户结构相对分散，抗风险能力较强。3) 公司外销增速与全球 GDP 增长趋势基本拟合，IMF 预计未来全球 GDP 增长中枢仍在 3% 以上，将为公司代工业务注入长期、持续的增长动力。

**摩飞历程：**摩飞成立于 1936 年，系历史悠久的英国高端小家电品牌，2013 年由新宝代理引入中国。2019 年来摩飞爆品成熟放量，2019、20Q1 增速均在 300% 以上，业绩增长持续靓丽。在当前的家电市场环境，我们认为摩飞的成功具有鲜明的独特性，龙头品牌直接复制的难度较大。摩飞爆品模式的核心在于高溢价—高投入下的完美闭环：1) 英系品牌+匠心设计拉升产品溢价；2) 依托高额的利润空间对少量 SKU 进行集中推广，产生话题与销售爆破力。而长期竞争下传统龙头的规模效应与市场定价已达到均衡，新兴渠道的性价比权衡将对龙头跟进的积极性造成较大限制，短期内摩飞仍将充分分享新模式带来的蓬勃红利。

**投资建议：**我们预计新宝股份 2020-2022 年营业总收入分别为 94.87、108.59、124.21 亿元；归母净利润分别为 8.12、10.05、12.29 亿元，对应 PE 估值分别为 35.13X、28.38X、23.20X。结合市场较高的关注热度，我们认为当前股价距离预期市值中枢仍有空间，维持公司“买入”评级。

**风险提示：**行业竞争加剧，宏观经济增速放缓等。

请参阅最后一页的重要声明

# 新宝股份 (002705)

维持

买入

**陈伟奇**

chenweiqi@csc.com.cn

执业证书编号：S1440518100004

**花小伟**

huaxiaowei@csc.com.cn

010-85156325

执业证书编号：S1440515040002

香港证监会牌照中央编号：BJU617

发布日期：2020 年 06 月 02 日

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	31.11/30.88	89.18/91.32	234.31/213.88
12 月最高/最低价 (元)			35.5/9.1
总股本 (万股)			80,147.29
流通 A 股 (万股)			79,611.53
总市值 (亿元)			280.36
流通市值 (亿元)			278.48
近 3 月日均成交量 (万)			667.96
主要股东			
广东东菱凯琴集团有限公司			43.06%

### 股价表现



### 相关研究报告

20.04.27 新宝股份(002705):20Q1 业绩靓丽，摩飞爆品持续放量

## 目录

前言 .....	1
一、走进新宝：西式小家电龙头企业，转型助力稳步扩张 .....	3
（一）发展历程：代工龙头转型 OBM，自有品牌打开内销市场.....	3
（二）股权结构：郭建刚兄弟合计控股 61.64%，股权结构较为稳定 .....	4
（三）财务表现：业绩稳健前行，内销注入新动能.....	4
二、全球小家电空间近万亿，国内 MCN、社交电商新渠道崛起.....	9
（一）全球小家电规模近 1000 亿美元，增速稳健动力充足.....	9
（二）国内小家电市场超千亿，MCN、网红带货新兴赛道异军突起.....	11
（三）国内小家电市场中，社交电商&直播带货规模究竟几何？ .....	13
三、核心驱动：出口代工基本盘稳健，内销爆品快速放量 .....	19
（一）代工业务：全球小家电制造龙头，规模、客户护城河深厚.....	19
（二）规模领先，客户广布，代工业务基本盘稳固.....	22
四、摩飞模式：品牌+设计打造创意精品，爆品放量引领行业新模式 .....	25
（一）摩飞前生今世：创新设计军工背景，家喻户晓的英国小家电品牌.....	25
（二）摩飞模式拆解：运营分工成熟，核心护城河深厚.....	27
（三）摩飞模式核心壁垒：高溢价+高投放形成爆品闭环 .....	30
五、投资建议与风险提示 .....	34

## 图目录

图 1：新宝股份发展历程（1995-2019 年） .....	4
图 2：新宝股份股权结构（2019 年 12 月 31 日） .....	4
图 3：2010-2020Q1 新宝股份营业收入及同比 .....	5
图 4：2010-2020Q1 新宝股份归母净利润及同比 .....	5
图 5：2010-2020Q1 新宝股份及主要产品毛利率 .....	5
图 6：2010-2020Q1 新宝股份期间费用率及拆解项 .....	5
图 7：2010-2019 新宝股份净利率及净资产收益率 .....	6
图 8：2010-2019 新宝股份经营性现金流及同比 .....	6
图 9：2010-2019 新宝股份存货规模及存货周转天数 .....	6
图 10：2010-2019 新宝股份应收账款周转天数 .....	6
图 11：2014-2023F 全球家电市场分板块占比及增速 .....	9
图 12：2014-2023F 全球小家电分地区市场占比及增速 .....	10
图 13：2018 年中、美、英小家电户均消费额（美元） .....	10
图 14：2020 年全球小家电户均消费额（美元） .....	11
图 15：2018 年主要国家每百户家庭破壁机数量对比 .....	11
图 16：2018 年主要国家每百户家庭吸尘器数量对比 .....	11

图 17: 2014-2019 年小家电行业市场规模及增速 .....	12
图 18: 厨房小家电占据最大比例 .....	12
图 19: 2014-2019 中国小家电网购市场交易规模及增长率 .....	12
图 20: 2019Q1 小家电分品类线上线下渠道占比 (%) .....	12
图 21: 2019Q1-Q3 小家电分板块线上、下销售额增速 .....	13
图 22: 2019Q1-3 小家电各品类线上、下销售额增速 .....	13
图 23: 互联网 2.0 时代下, 线上渠道流量出现分化 .....	13
图 24: 2019Q1-2020Q1 移动网民 APP 每日使用时长类型变化 .....	14
图 25: 不同年龄段社会消费总金额贡献率 .....	15
图 26: 泛 90 后消费意愿更高 .....	15
图 27: 传统电商向内容电商转型进化 .....	15
图 28: 2019 年各类型电商转化率对比 .....	15
图 29: 不同收入水平消费者在社交电商非计划消费行为 .....	16
图 30: 非计划性消费主要来源 .....	16
图 31: 社交、电商平台将成为广告主投放的重要阵地 .....	16
图 32: 2019-2020.3 摩飞月度销售额及增速 .....	16
图 33: 2016-2020E 直播在线用户人数 (亿人) .....	17
图 34: 2017-2019 年淘宝直播带货规模 (亿元) .....	17
图 35: 社交电商 (包含微商、小红书、抖音) 市场规模 .....	18
图 36: 2017-2020E 直播电商市场规模 .....	18
图 37: 2014-2019 年小家电社交电商预计规模 (亿元) .....	18
图 38: 2017-2019 年小家电直播电商预计规模 (亿元) .....	18
图 39: 1995-2018 年新宝股份 OEM-ODM-OBM 转型历史 .....	19
图 40: 2010-2019 年新宝股份研发投入总额 (亿元) .....	20
图 41: 2015-2019 年新宝股份研发人员数量 (人) .....	20
图 42: 2015-2019 前五大客户年度销售额占比 .....	24
图 43: 2010-2018 年公司外销收入增速与全球 GDP 增速趋势拟合 .....	24
图 44: 摩飞品牌发展历程 (1936 年至今) .....	26
图 45: 摩飞在中国发展和渠道转变 .....	27
图 46: 摩飞与新宝的代理合作模式 .....	28
图 47: 摩飞团队分工一览 .....	28
图 48: 摩飞销售渠道一览 .....	29
图 49: 摩飞在社交内容平台开展推广 .....	30
图 50: 摩飞模式核心竞争力拆解 .....	30
图 51: 摩飞、典型传统小家电龙头、典型线上小家电龙头销售价值链拆分 .....	33

## 表目录

表 1: 2010-2019 新宝股份主营业务分产品业绩拆分 .....	7
表 2: 2010-2019 新宝股份主营业务按地区业绩拆分 .....	8
表 3: 2018 年全球家电市场及细分板块规模.....	9
表 4: 2020 年 4 月 25 日小家电淘宝直播表现一览.....	17
表 5: 新宝合作零售平台及贴牌品类（截至 2020 年 4 月） .....	21
表 6: 新宝旗下自主品牌一览表 .....	22
表 7: 营收规模领先 A 股主要小家电出口企业（单位：亿元人民币） .....	22
表 8: 2012-2019 年公司毛利率及原材料价格增速 .....	23
表 9: 2017 年至今摩飞爆品一览表 .....	31
表 10: 天猫对商家的主要收费模式 .....	32
表 11: KOL 市场报价一览（万人、万元） .....	32
表 12: 新宝股份内外销业务预测表 .....	34
表 13: 2020-2022 年新宝股份业绩预测表 .....	35

## 前言

中信建投家电团队努力在每篇深度报告中帮助市场研究一个当前关注度较高的热点问题。前期我们发布了家电全行业渠道报告、厨电渠道变革报告、中央空调深度报告等，分别分析了家电行业整体渠道构成，厨电精装修渠道格局以及中央空调的渠道结构问题。此次，我们再次就目前小家电市场大家最为关注的社交电商，MCN，爆品模式等问题进行研究，以新宝摩飞为例，量化分析小家电市场社交电商、MCN 直播带货的规模和渗透率，以及摩飞爆品运营崛起的原因和壁垒，冀图为市场研究再添一份贡献：

过去十年，国内小家电在大浪淘沙后格局趋于明朗，头部企业依托在品牌、渠道、产品端的坚固壁垒，始终维持对中小企业的优势与彼此之间的制衡。传统线上、线下格局成型之后，新兴品牌几乎已无崛起空间，龙头产品迭代、渠道扩张依序进行，岁月静好。

然而，长期平稳的小家电市场近年暗流涌动。在移动端主导的互联网 2.0 时代下，微博、小红书、抖音等一个个独立的内容 APP 正逐步蚕食 PC 时代传统平台电商的流量空间，电商格局迎来深刻变革。新流量也为创新求变的新兴小家电品牌提供生存土壤，以摩飞为代表的网红品牌异军突起，依托极致研发+KOL 导流成功打造多款现象级爆品，2019&20Q1 销售额同比增速超过 300%，新兴渠道的崛起已成为近期小家电市场最焦点的话题。

那么，国内小家电行业社交电商、直播带货的渗透率究竟几何？市场规模又有多大？

一、国内社交电商、直播带货渗透率分别为大致 14%和 4.1%，合计占比接近 20%

小家电线上市场占据主导地位，主流品类线上销售占比约为 65%-70%。伴随国内互联网与电商的蓬勃发展，线上小家电市场发展迅速，2019 年小家电网购市场交易规模已接近 800 亿元。

直播带货兴起于 2017 年初，并在 2017-2019 三年间保持高速增长态势。2017 年 Q1 淘宝直播带货规模仅为约 17 亿元，2018 年直播带货规模保持迅猛增长的势头，全年带货规模超过 1000 亿元，同比增速接近 400%。在基数大幅扩张的基础上，2019 年带货规模仍然迅速增长，全年带货规模达到约 2360 亿元，同比增长率约为 132%。

**2019 年社交电商渗透率约 14%，直播带货渗透率约 4.1%。**据创奇社交电商研究中心跟踪，2014 年起社交电商市场规模逐步扩大，近 5 年年均 CAGR 高于 60%，至 2019 年社交电商市场规模预计达到 20605.8 亿元，同比增长 63.2%，占国家统计局公布的电商规模比重为 14.02%。艾媒咨询数据显示，直播电商增长尤为迅猛，2019 年市场规模达 4338 亿元，同比增长 226%，占国内电商大盘的比例达到 4.08%。

小家电新渠道方兴未艾，市场规模高速扩张。鉴于小家电在社交电商销售品类中排名中前，我们以上述社交电商、直播电商占线上大盘平均渗透率为基数，**计算得到 2019 年国内小家电社交电商规模约为 140~160 亿元，直播电商规模约为 30~35 亿元。**目前小家电行业新兴渠道正处发展快车道，未来规模预计仍将维持高速增长。

值得一提的是，小家电直播带货逐步风靡，但国内家电主要龙头也已积极拥抱。九阳股份 2018 年年报中就提及在积极尝试电商直播的新营销方式，在 2019 年年报更是提出了“积极与各大主流直播平台进行合作”的营销策略，进一步深化 MCN 布局。其他品牌自 2019 年起也或多或少采用了直播带货的方式进行品牌营销，苏泊尔与淘宝直播合作，打造苏泊尔品牌直播日；美的集团与零售云合作，多次举行直播订购会；小熊电器专注线

上渠道，属于第一批尝试电商直播的企业。本篇报告的主角摩飞更是成为爆品内容营销的典范，在 2019 年实现成倍的靓丽增长。

## 二、摩飞爆品运营崛起的密码为何？壁垒多大？

**摩飞爆品模式的壁垒究竟几何？**通过拆解其成功之道，我们认为摩飞模式的核心在于高溢价—高投入下的完美闭环，具体表现为：1、英系品牌+匠心设计拉升产品溢价；2、依托高额的利润空间对少量 SKU 进行集中推广，产生话题与销售爆破力。而此模式的壁垒，在于公司丰富的流量达人资源的积累，精简而又专业的 MCN 模式经销商团队（和小家电线上经销商团队又有所不同），以及公司一开始就定位高端的英系品牌积淀。

**在当前的小家电市场环境下，我们认为摩飞的成功具有鲜明的独特性，传统老牌龙头直接复制的难度较大。**其一，爆品模式的推广支出高昂，长期竞争下传统龙头的规模效应与市场定价已达到均衡，价格定位下给予达人带货的费用空间有限；其二，传统龙头品牌形象已深入人心，原有品牌不足以提供充足的产品溢价；其三，龙头品牌大多具有广泛的产品线，参与单一产品的带货推广对全盘业绩的拉动有限。新兴渠道的性价比权衡将对龙头大幅跟进的积极性造成较大限制（虽然美的等龙头也已经介入，但更多的是作为费用中心投入，类似广告营销），在爆品运营这一更为细分的领域下，预计摩飞仍将持续领跑，充分分享新模式带来的蓬勃红利。

### 我们列出前期几篇深度报告标题，方便大家参考查阅：

20190610 家电渠道全景：传统渠道夯基础，电商布局已成熟，创新零售正绽放

20191028 厨电行业渠道深度：存量时代的洗牌逻辑

20200103 厨电双杰系列之华帝股份：厨电龙头的竣工逻辑

20200420 日立并表铸造中央空调龙头，分享千亿行业成长红利

## 一、走进新宝：西式小家电龙头企业，转型助力稳步扩张

新宝股份成立于 1995 年，是全球最大的小家电产品 ODM/OBM 制造商之一。公司产品涵盖电热水壶、电热咖啡机、面包机、打蛋机、多士炉、搅拌机 20 多个大类 2000 多个型号，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，与全球超过 1000 家客户建立了业务关系，全球小家电代工龙头地位稳固。

代工之外，公司同时经营摩飞、东菱、百胜图、鸣盏、歌岚、莱卡等自主品牌。其中摩飞品牌凭借英系底蕴+爆品模式迅速走红，2019、2020 销售放量增长，带动公司内销业务快速起航。

### （一）发展历程：代工龙头转型 OBM，自有品牌打开内销市场

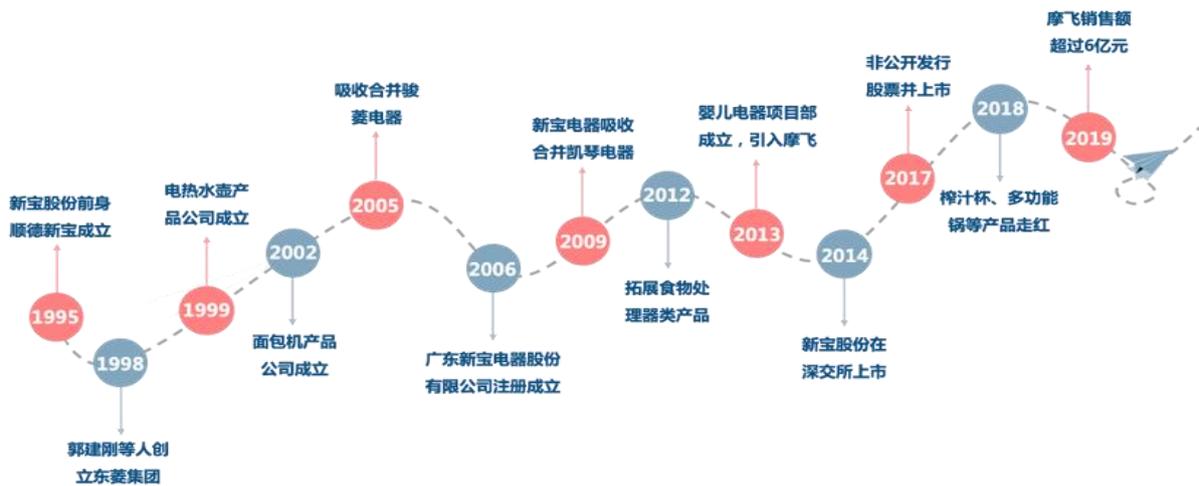
回顾新宝的发展历程，可将其划分为 OEM - ODM、ODM - OBM 两个发展阶段：

- **OEM - ODM 阶段**（1995 年-2009 年）1995 年 12 月，新宝股份前身顺德新宝成立，早期公司获得自营进出口权，通过广交会等渠道进行初步推广。1998 年公司设立海外营销机构，为实现公司出口业务的飞跃打下坚实基础。1998 年-2000 年，公司主打海外 OEM 模式，凭借成本、规模和技术优势在全球小家电市场崭露头角。

随着贴牌生产的市场竞争加剧、成本优势被不断挤压，2000 年前后新宝逐步从 OEM 贴牌生产过渡到 ODM 设计生产，不断提升产品研发设计和生产制造能力。2009 年，公司 OEM 占比降低为 30%，ODM 占比超过 60%，成功实现由 OEM 向 ODM 的过渡转化。

- **ODM - OBM 阶段**（2009 年-至今）2009 年新宝成立自有品牌“Donlim”，正式在国内市场开展 OBM 业务；2013 年新宝合作英国品牌摩飞，通过代理模式切入中国市场；2014 年 1 月新宝股份在深交所成功挂牌上市，并逐步向新零售模式转型。
- 2017 至 2018 年底，创新小家电赛道逐步崛起，公司成立国内品牌事业部，加快产品研发推出速度，2018 年公司通过摩飞试水互联网爆款打法。2019 年产品顺利放量，全年销售额突破 6 亿元，公司自主品牌发展进入新阶段。

图 1：新宝股份发展历程（1995-2019 年）

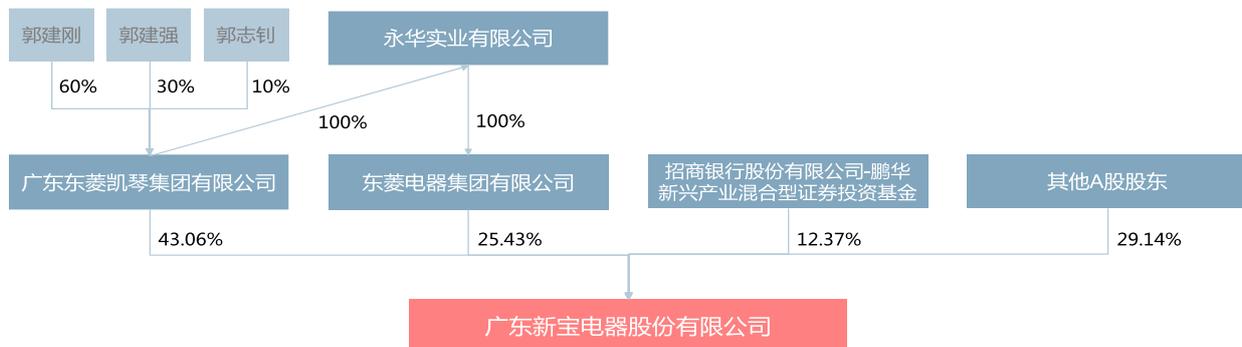


资料来源：新宝股份官网 招股说明书 中信建投

## （二）股权结构：郭建刚兄弟合计控股 61.64%，股权结构较为稳定

截至 2019 年 12 月 31 日，广东新宝电器股份有限公司总股本为 8.01 亿股。控股股东广东东菱凯琴集团合计持有新宝 68.49% 的股份，实际控制人郭建刚合计实际控制上市公司 41.09% 股权，其弟兄郭建强合计实际控制上市公司 20.55% 股权，兄弟二人合计控制 61.64% 股权，处于绝对控股地位，股权结构较稳定。

图 2：新宝股份股权结构（2019 年 12 月 31 日）



资料来源：WIND 中信建投

## （三）财务表现：业绩稳健前行，内销注入新动能

**收入端：外销稳固内销接力，双轮驱动业绩稳升。**2010-2019 年公司营业收入由 44.63 亿元增至 91.25 亿元，年均复合增长 8.27%。新宝以代工业务为主，经营活动受国际经济形势影响较大。**2011-2012 年**受全球经济乏力影响，公司收入增速由 30.92% 降至 0.15%；**2013-2017 年**全球经济转暖，公司外销业务增长恢复，叠加内销成熟高增，期间新宝营收 CAGR 达到 13.0%。2018 年后受经济增长承压及贸易摩擦等因素影响，公司收入增速放缓；另一方面，摩飞品牌依托爆品模式快速放量，推动 2019 年收入端实现高个位数增长。

**利润端：汇率影响较大，内销带动结构性提升。**2010-2016年，公司归母净利润由 1.68 亿元增至 4.31 亿元，CAGR 达 17%，主要系全产品线毛利率提升，叠加高毛利的电动类产品在收入结构中的权重提升。2017 受原材料价格上涨及人民币升值影响，公司利润下滑 5.3%。2018-2019 年因人民币贬值，叠加高毛利内销占比快速提升，公司利润端重返高双位数增长。

图 3：2010-2020Q1 新宝股份营业收入及同比



资料来源：WIND 中信建投

图 4：2010-2020Q1 新宝股份归母净利润及同比



资料来源：WIND 中信建投

**毛利率：整体呈上行趋势，高毛利内销板块占比提升。**2010 年至 2020Q1 公司毛利率由 16.52% 波动提升 7.15pct 至 23.67%。2012 至 2016 年，公司毛利率受益于原材料价格下行增厚；2016 至 2019 年系出厂价上浮拉动所致，同时毛利率较高的内销业务近年放量，带动公司毛利率结构性提升。

**费用率：整体较为稳定，分项阶段性波动。**2010-2014 年，公司期间费用率抬升主要受管理费用率影响，主因系公司工资福利及研发费用整体上升。2015-2018 年，期间费用率波动主要源于汇率波动下的财务费用率影响。2018 年至 2019 年销售费用率有明显提升，主要原因是传统电商向社区电商转型，新零售模式使得销售费用更多用于线上引流、种草，较少用于传统广告、导购，销售人员工资奖金及广告宣传费同比增加。2020Q1 期间费用率为 13.43%，同比下降 1.85pct，主要系人民币兑美元汇率波动及新冠疫情开工限制所致。

图 5：2010-2020Q1 新宝股份及主要产品毛利率



资料来源：WIND 中信建投

图 6：2010-2020Q1 新宝股份期间费用率及拆解项

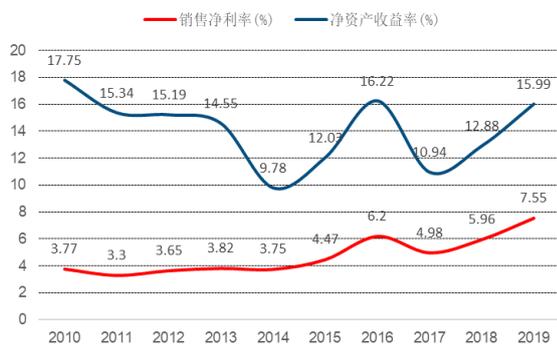


资料来源：WIND 中信建投

**销售净利率整体上升，2010-2019 年公司净利率由 3.77% 上升至 7.55%，**主要受原材料红利及自主品牌发展带动下，毛利率提升贡献。波动方面，2016 年净利率相较 15 年显著提高，主要得益于汇率的有利变动，财务

费用率为-1.02%，之后两年财务费用率回调，净利率水平随之向下调整。2019年净利率为7.55%，相比2018年有较大提升，主要系公司毛利率水平较高的内销渠道和摩飞产品收入规模扩大使整体盈利能力不断增强所致。

**净资产收益率波动较大**，由于权益资本不断扩充，权益乘数下降，叠加存货、固定资产等资产项目增长明显，2010-2014年公司ROE由17.75%降至低谷9.78%。其中2014年下降幅度较大，主因上市带来权益资本大幅增加。2015-2016年受净利率升高推动，公司ROE水平逐渐回升至16.22%，之后由于净利率回调和资产周转率的持续下降，ROE再度减少。2017年-2019年，公司净利率水平上调带动ROE水平连续三年稳定增长，从2017年的10.94%拉升至2019年的15.99%。

**图7：2010-2019 新宝股份净利率及净资产收益率**


资料来源：WIND 中信建投

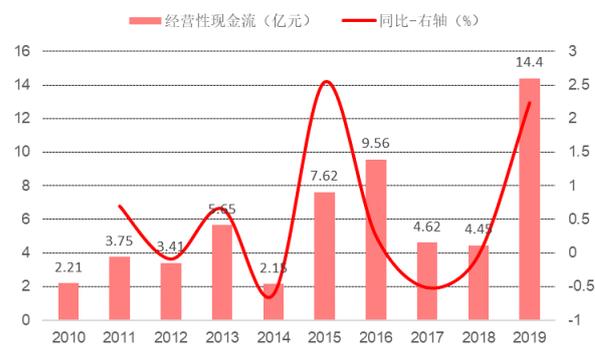
**存货方面**，随着公司生产效率提高和经营规模扩张，公司存货规模由2010年5.64亿元波动上升至2019年14.64亿元。存货周转天数与存货规模变动趋势相似，2015年-2018年在50-60天区间内波动，相对稳定。2019年存货周转天数有一定幅度增加，达到68.43天，主要系业务扩张主动增加库存所致。

**应收账款方面**，2010年至2016年，公司应收账款周转天数由39.87天波动提升至49.51天，主因业务规模扩大，回款账期相对宽松所致，2017年后公司收入稳定增长的同时，应收账款规模得到有效控制，周转天数至2019年降至42.87天。

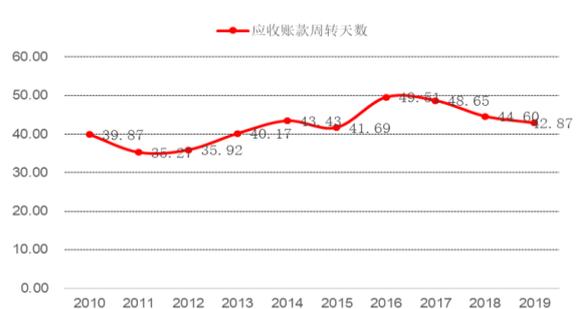
**图9：2010-2019 新宝股份存货规模及存货周转天数**


资料来源：WIND 中信建投

**按业务拆分来看**，厨房产品为公司主要收入来源，2019年电热、电动类业务收入占比分别为50.89%和25.76%。家用电器板块收入占比总体呈上升趋势，从2010年的4.38%提高至2019年的12.99%，产品结构逐步多元化。

**图8：2010-2019 新宝股份经营性现金流及同比**


资料来源：WIND 中信建投

**图10：2010-2019 新宝股份应收账款周转天数**


资料来源：WIND 中信建投

**电热厨电稳步增长，盈利水平逐年提高。**公司电热类产品以电热咖啡机和电热水壶为主，2010年-2019年电热类厨电收入规模由26.95亿元增长至46.44亿元，CAGR为6.23%。受益于产品技术创新带来价格提升，叠加自动化规模效应推动生产成本下降，公司电热厨电类产品毛利率从2010年15.01%稳健增长至2019年的22.58%，盈利能力稳步增强。

**电动厨电方面，收入增长态势明显，**2010年-2019年CAGR为9.87%，至2019达到23.50亿元。收入增长一方面受益于打蛋机、搅拌机等产品在欧美国家的刚需特性；另一方面得益于国内居民收入水平提高，消费需求逐渐细化，对于新兴电动类小家电的需求增长迅猛。电动类产品盈利能力略高于电热类，2013年以来始终保持高于20%，并逐步提升至2019年的27.76%的较高水平，主要受益于研发设计和自动化建设导致的产品竞争力提高。

**家居电器板块发展迅猛，支撑多元化产品体系。**2010年至2017年，家居电器占比由4.38%提高至16.45%，收入同比增速多年超过50%。家具电器成为新的重要收入来源，为公司业绩增长提供全新动力。2018年受全球货币政策紧缩和美国贸易保护主义冲击，该类收入下滑15.3%，2019年稍有恢复，营收同比微增3.4%。该板块仍处于发展阶段，毛利率低于其他两个板块，但其成长性出色，2010年至2019年间从2.81%增长到19.28%。

**表 1：2010-2019 新宝股份主营业务分产品业绩拆分**

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>一、电热类厨房电器</b>										
收入(亿元)	26.95	27.46	28.07	26.78	28.00	32.24	36.62	42.00	43.86	46.44
同比(%)		1.89	2.22	-4.60	4.56	15.14	13.59	14.69	4.43	5.88
毛利率(%)	15.01	13.76	14.69	15.90	15.69	17.59	19.81	18.23	20.59	22.58
占比(%)	60.40	55.85	57.00	53.19	49.39	51.12	52.43	51.07	51.94	50.89
<b>二、电动类厨房电器</b>										
收入(亿元)	10.07	11.50	10.68	11.51	12.92	12.83	17.35	20.19	21.04	23.50
同比(%)		14.20	-7.13	7.77	12.25	-0.70	35.23	16.37	4.21	11.69
毛利率(%)	18.93	14.21	18.76	22.42	20.84	21.74	23.96	22.16	23.98	27.76
占比(%)	22.56	23.39	21.69	22.85	22.79	20.35	24.84	24.56	24.91	25.76
<b>三、家居电器</b>										
收入(亿元)	1.95	3.04	3.20	3.58	4.97	5.22	8.80	13.53	11.46	11.85
同比(%)		55.90	5.26	11.88	38.83	5.03	68.58	53.75	-15.30	3.40
毛利率(%)	2.81	6.10	11.20	10.03	11.20	14.43	15.69	15.43	16.10	19.28
占比(%)	4.38	6.19	6.50	7.10	8.77	8.28	12.59	16.45	13.58	12.99
<b>四、其他主营业务</b>										
收入(亿元)	4.86	6.28	6.62	7.71	9.11	11.61	5.84	4.80	6.33	7.37
同比(%)		29.22	5.41	16.47	18.16	27.44	-49.70	-17.81	31.88	16.43
毛利率(%)	20.36	19.31	20.53	15.48	22.60	18.72	16.39	24.82	13.78	20.62
占比(%)	10.89	12.77	13.44	15.31	16.07	18.40	8.35	5.84	7.50	8.08
<b>五、其他业务</b>										
收入(亿元)	0.79	0.88	0.67	0.78	1.69	1.17	1.24	1.70	1.75	2.08
占比(%)	1.77	1.80	1.37	1.54	2.98	1.85	1.78	2.07	2.07	2.28

资料来源：Wind 中信建投

分地区看，公司以海外销售为主，内销占比逐步提高。外贸出口是公司传统业务重心，2010年至2019年海外业务收入占比始终高于75%，销售额由40.66亿元稳定增长至72.37亿元，CAGR为6.61%。2018-2019年海外业务增长率明显降低，均低于2%，海外业务增长阻力明显，主要受国际贸易摩擦和地缘政治紧张局势影响。

内销市场方面，2010年国内业务收入仅为3.17亿元，但是随着2013年扩大内销市场份额发展战略的提出，公司国内业务发展迅速，收入连续六年显著增长，2019年达到16.79亿元，占比为18.40%，其中2019年公司凭借摩飞品牌在国内的良好表现和其他品牌的快速增长，收入同比增长率达到51.13%。

**表 2：2010-2019 新宝股份主营业务按地区业绩拆分**

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>海外</b>										
收入(亿元)	40.66	44.10	44.27	46.04	50.54	55.18	61.58	70.41	71.58	72.37
同比(%)		8.46	0.39	4.00	9.77	9.18	11.60	14.34	1.66	1.10
毛利率(%)	15.39	12.87	14.96	15.91	15.86	16.84	18.71	17.58	18.59	21.04
业务收入比例(%)	91.12	89.70	89.91	91.44	89.16	87.48	88.16	85.63	84.77	79.31
<b>中国大陆</b>										
收入(亿元)	3.17	4.18	4.30	3.53	4.45	6.73	8.27	10.11	11.11	16.79
同比(%)		31.86	2.87	-17.91	26.06	51.24	22.88	22.25	9.89	51.13
毛利率(%)	23.29	27.13	28.39	30.13	37.81	31.15	30.75	29.99	31.38	33.27
业务收入比例(%)	7.10	8.51	8.73	7.02	7.86	10.66	11.84	12.30	13.16	18.40
<b>其他地区</b>										
收入(亿元)	0.79	0.88	0.67	0.78	1.69	1.17		1.70	1.75	2.08
同比(%)		11.39	-23.86	16.42	116.67	-30.77			2.94	18.86
毛利率(%)	47.46	41.76	21.93	36.05	19.33	20.38		32.92	32.43	37.33
业务收入比例(%)	1.77	1.80	1.37	1.54	2.98	1.85		2.07	2.07	2.28

资料来源: Wind 中信建投

## 二、全球小家电空间近万亿，国内 MCN、社交电商新渠道崛起

全球视角来看，小家电动力充沛，预计将成为未来家电市场增长最为确定的子板块。分区域来看，美、中是全球小家电前两大消费市场，经济增速依然稳健；欧洲市场整体仍未饱和，主要国家较美、英仍有 20% 的上升空间；新兴市场潜力巨大，印度，东南亚，拉丁美洲增速领跑，有望成为未来小家电市场新的增长点。

国内市场来看，2019 年中国小家电市场规模突破 1500 亿元，但渗透率、品类数较发达国家仍有差距，市场发展远未饱和。近年社交、直播电商强势崛起，对传统电商业态形成明显分流。我们预计 2019 年小家电社交、直播电商市场已分别达到 150、32 亿元，网红经济趋势下，新兴赛道增速仍处快车道，把握新一波流量红利的品牌将赢得未来竞争的主动权。

### （一）全球小家电规模近 1000 亿美元，增速稳健动力充足

全球家电市场可以分为大白电，小家电及厨电三大板块，Frost & Sullivan 数据显示，2018 年大白电、小家电、厨电市场规模（按零售额计，下同）分别为 1986 亿，983 亿及 581 亿美元，合计 3550 亿美元，占比分别为 55.9%，27.7% 和 16.4%。

**表 3：2018 年全球家电市场及细分板块规模**

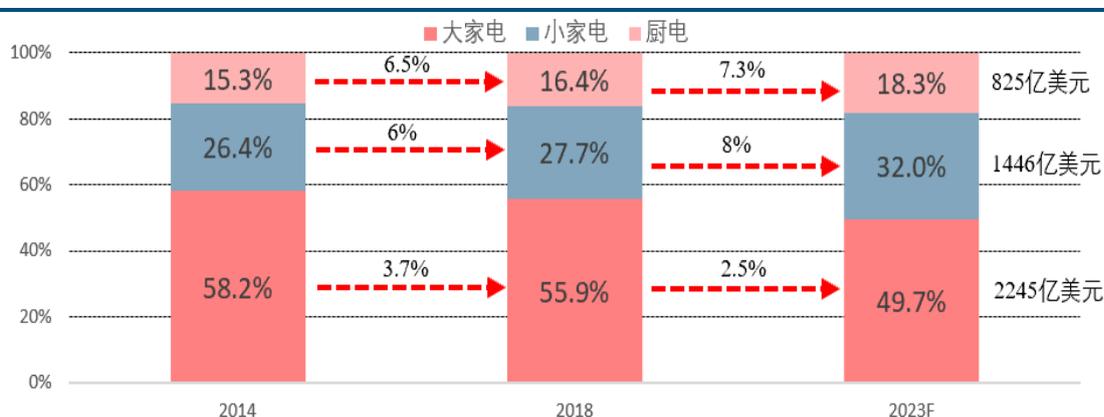
类别	大家电 (1986 亿美元)	小家电 (983 亿美元)	厨电 (581 亿美元)	
细分子类	空调	食物料理电器：破壁机，食品加工机，豆浆机	净水器	洗碗机
	冰箱	烹饪电器：多功能烹饪煲、水壶及咖啡茶饮机	油烟机	燃气灶
	洗衣机	家居环境电器：吸尘器，扫地机器人	消毒柜	热水器
		个人护理电器：吹风机，电动牙刷		

资料来源：Frost & Sullivan 中信建投

#### 1、小家电增速领衔行业，中美占据半壁江山

2014-2018 年，全球家电市场规模由 2946 亿美元增至 3550 亿美元，年均复合增长率约为 4.8%。其中小家电市场动力充足，Frost & Sullivan 数据显示，2014 年-2018 年全球小家电市场规模从 779 亿美元增至 983 亿美元，占比由 26.4% 提升 2.3pct 至 27.7%。2023 年预计规模将达到 1446 亿美元，期间 CAGR 将达到 8%。

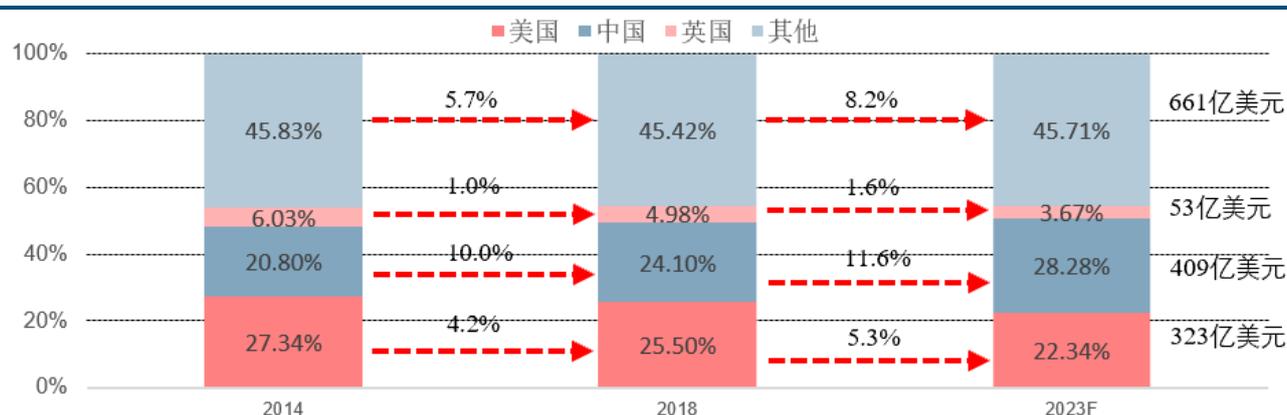
**图 11：2014-2023F 全球家电市场分板块占比及增速**



资料来源：Frost & Sullivan 中信建投

美国与中国是全球小家电前两大消费市场，2018 年中美小家电零售额占全球市场的比例分别为 24.1% 和 25.5%。鉴于中国居民收入及小家电渗透率的稳步提升，Frost & Sullivan 预计 2023 年中国小家电市场份额将增至 28.28%，超越美国成为全球最大的单一小家电市场。除中美市场外，欧洲，加拿大，日韩，澳大利亚也是全球小家电市场重要组成部分。

图 12：2014-2023F 全球小家电分地区市场占比及增速



资料来源：Frost & Sullivan 中信建投

## 2、全球小家电市场横向对比：中国市场空间尚存，欧洲市场未触顶

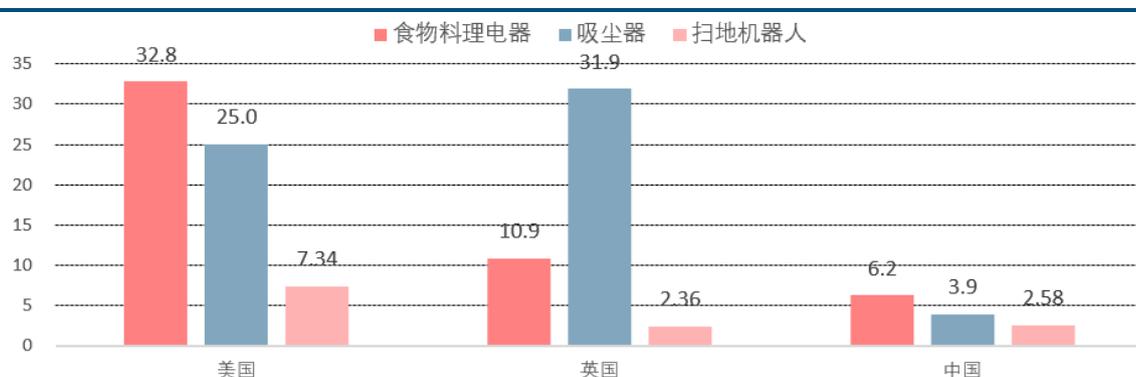
整体来看，北美及英国小家电市场渗透率居全球前列，亚太市场及其他欧洲市场依旧存在上升空间。

### 1、中国小家电市场空间尚存，增长可期

美国，中国及英国官方统计数据显示，截至 2018 年，美国，中国及英国家庭总数分别约为 1.28 亿，4.65 亿和 0.28 亿户，基于 Frost & Sullivan 数据可以测算 2018 年中、美、英每户家庭的小家电平均渗透率。其中，中国食物料理机、吸尘器、扫地机器人对标美国分别仍有约 5 倍、6 倍、3 倍空间。

我们认为，随着国内消费者的可支配收入提升、消费升级以及对于非传统家用清洁工具（吸尘器，扫地机器人）的认知渗透，食物料理电器和家居环境电器市场仍有较大增长空间。

图 13：2018 年中、美、英小家电户均消费额（美元）



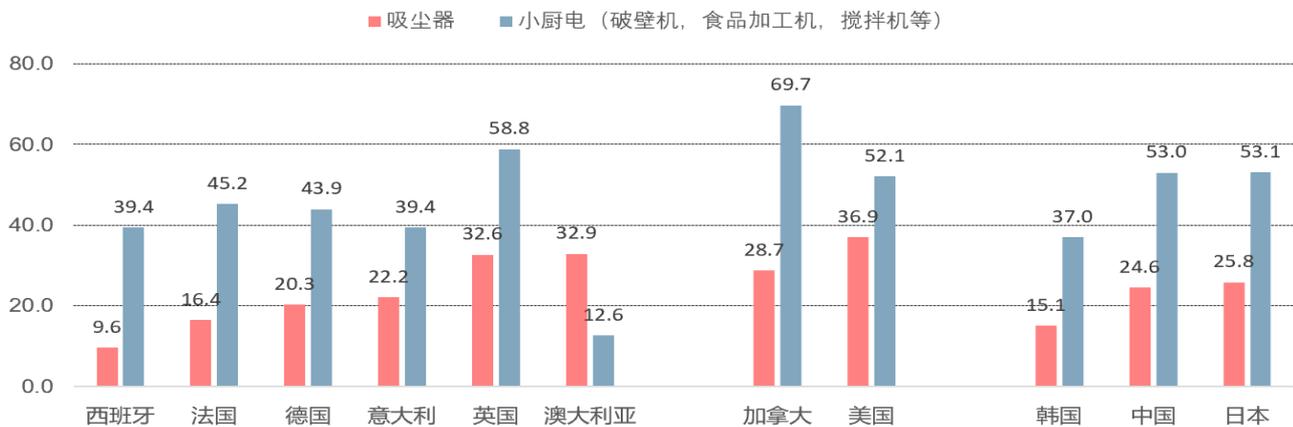
资料来源：Frost & Sullivan 中信建投

### 2、欧洲市场尚未触顶，吸尘器市场或成主要增长点

由于不同国家和地区在家居风格、消费需求、偏好等方面存在一定的差异性，全球各主要小家电市场特点存在分化。基于 Statista 研究数据，我们测算截至 2020 年，欧洲小家电市场相较北美市场仍存在 20% 以上的提

升空间。且除英国以外，其他欧洲国家小家电消费水平与英、美仍存在明显差距。

图 14：2020 年全球小家电户均消费额（美元）



资料来源: Statista 中信建投

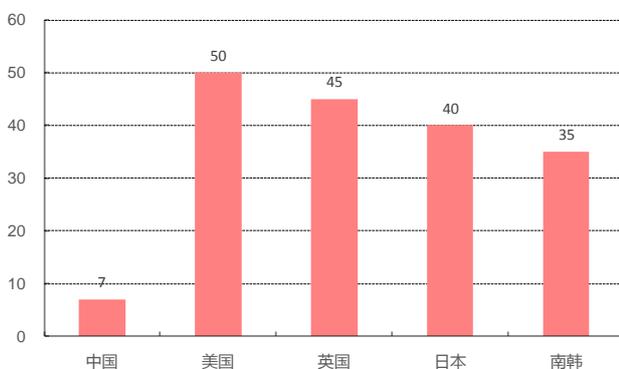
## （二）国内小家电市场超千亿，MCN、网红带货新兴赛道异军突起

### 1、市场前景：对标发达小家电市场，国内渗透率仍有较大空间

我国小家电行业起步晚，品类数与渗透率与发达国家存在差距，市场发展仍未触及天花板。Euromonitor 数据显示，中国家庭小家电保有量每户在 10 种以下，远不及欧美等发达国家每户 30 种的保有量水平。以典型的厨房、清洁类产品为例，2018 年国内破壁机每百户拥有量仅为 7 台，吸尘器的每百户拥有量为 12 台，与欧美日韩等发达国家仍有明显差距。

小家电消费额与国民经济相关性强，随着居民收入的稳步增长，小家电产品的需求量也将乘势提升。可以预见，国内小家电行业在未来较长的一段时间内发展动力仍十分充足，市场前景明朗。

图 15：2018 年主要国家每百户家庭破壁机数量对比



资料来源: Euromonitor 中信建投

图 16：2018 年主要国家每百户家庭吸尘器数量对比



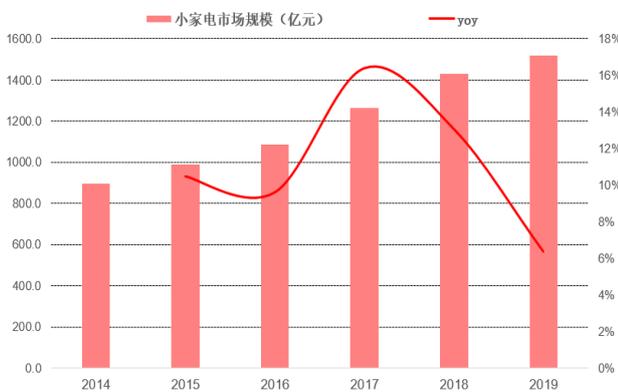
资料来源: Euromonitor 中信建投

## 2、市场规模：国内小家电规模约 1500 亿，穿越地产周期防御性凸显

结合中怡康与 Frost & Sullivan 双口径来看，2019 年我国小家电市场规模约在 1500~1600 亿之间。小家电更换周期较短，单价低，受地产因素影响较弱，在地产周期走弱的背景下的具备一定防御属性。2018 年前，小家电行业整体增速长期维持在 9%~20% 之间，属于家电行业中最稳健的子行业；2020 年疫情期间居家隔离类需求得到提振，具备清洁、居家、健康属性的小家电产品催化显著，春节以来线上表现更为亮眼。

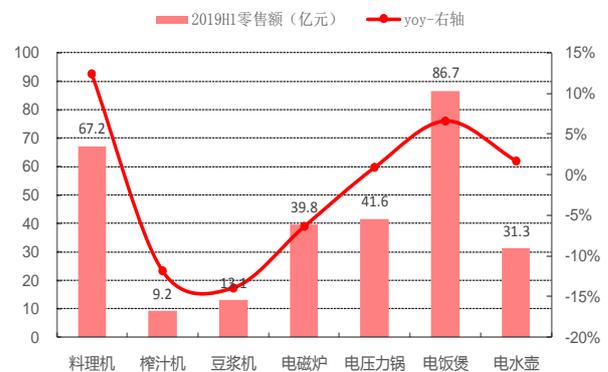
细分品类处不同生命周期，规模与增速有所分化。我国小家电行业中，厨房小家电占比超过半数，环境与个护类小家电市场份额相对较小。细分品种来看，电饭煲、电压力锅等传统成熟品类随保有量及渗透率的提升，增速逐渐放缓趋平；豆浆机等品类受到破壁料理机等新兴产品的替代冲击，销售额出现较大下降；破壁机等新兴品类维持高速增长态势。

图 17：2014-2019 年小家电行业市场规模及增速



资料来源：中怡康时代 中信建投

图 18：厨房小家电占据最大比例



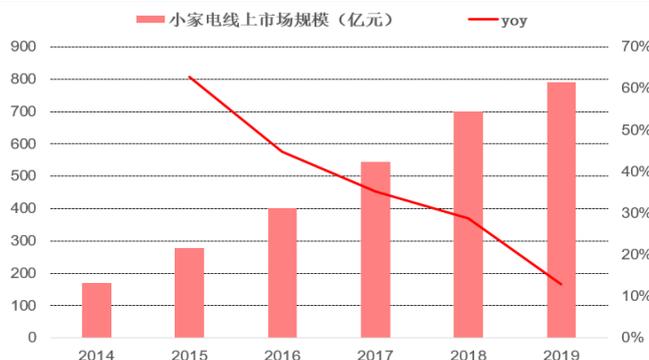
资料来源：奥维云网 中信建投

## 3、线上销售：小家电电商规模约 800 亿元，线上、线下销售分化渐显

小家电线上市场占据主导地位，主流品类线上销售占比约为 65%-70%。伴随国内互联网与电商的蓬勃发展，线上小家电市场发展迅速，2019 年小家电网购市场交易规模已接近 800 亿元。

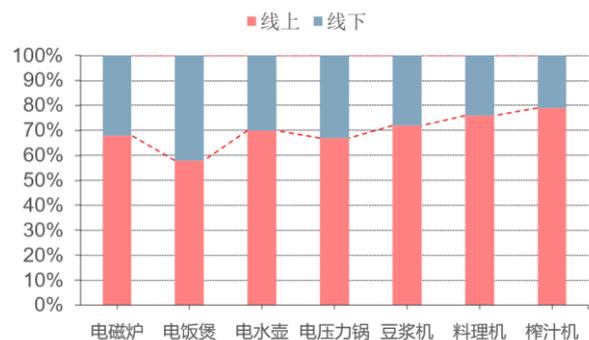
小家电产品客单值低，具备标品属性，其精巧的外观、独特的功能均可在线上平台得到充分展示，具备线上放量的基础条件。奥维云网 2019Q1 数据显示，榨汁机、料理机、豆浆机、电水壶四款产品线上销售占比均超 70%；电磁炉、电压力锅、电饭煲等烹饪产品线上占比也已超过 50%。

图 19：2014-2019 中国小家电网购市场交易规模及增长率



资料来源：中怡康 中信建投

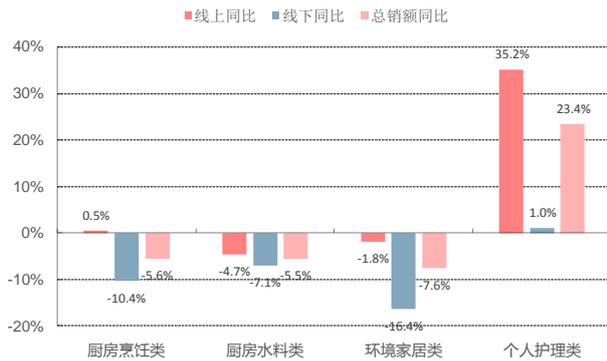
图 20：2019Q1 小家电分品类线上线下渠道占比 (%)



资料来源：中怡康 中信建投

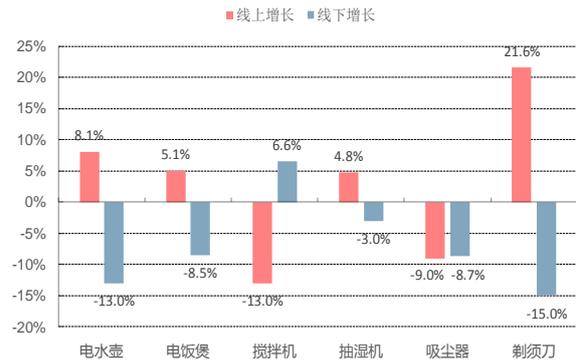
小家电线上、线下渠道零售增长分化明显，线上表现显著优于线下。分品类来看，2019Q1-3 厨房与家居类小家电线上、线下零售均呈现负增长，但线下降幅大于线上降幅；个护类小家电双渠道均实现增长，其中线上增速达 35.2%，线下同比增加 1.0%。从主要产品来看，电饭煲、抽湿机及电水壶的线上增速分别达到 5.1%、4.8%、8.1%，线下降幅分别为 8.5%、3.0%、13.0%；电动剃须刀更呈现出线上双位数增长、线下双位数下跌的显著分化。

图 21：2019Q1-Q3 小家电分板块线上、下销售额增速



资料来源：奥维云网 中信建投

图 22：2019Q1-3 小家电各品类线上、下销售额增速



资料来源：中怡康 中信建投

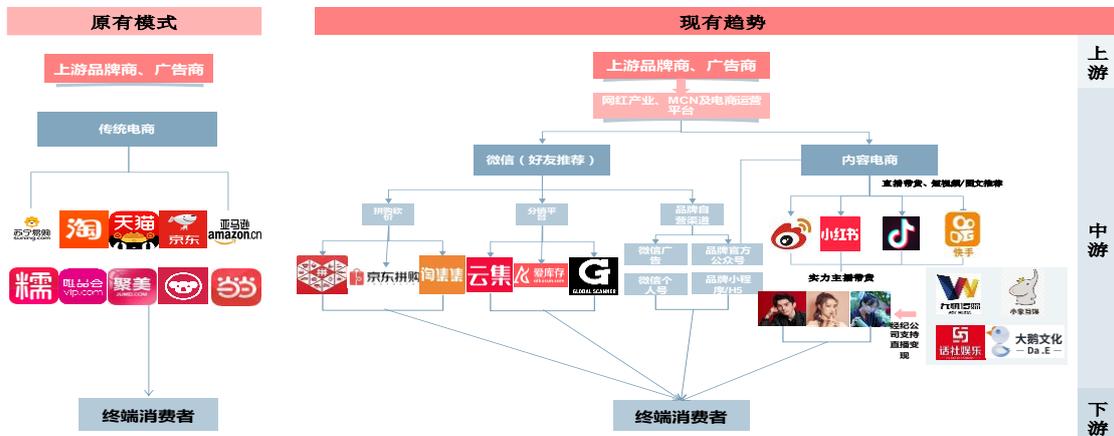
### （三）国内小家电市场中，社交电商&直播带货规模究竟几何？

#### 1、社交电商兴起，分流传统电商平台

电商渠道多元化发展趋势明显，原先集中于传统电商平台的流量逐渐分散。在新的互联网环境下，淘宝、京东仅作为提供产品的终端平台，但在流量入口方面不再是消费者的唯一选择。在移动端众多内容 APP 的分流之下，线上流量分布由中心化转变为个性化、碎片化，电商产业链中游丰富度大大提高，渠道面临新一轮转型洗牌。

近年来，微博、小红书、抖音等以社交、分享为主要功能的手机应用纷纷与线上销售产生交集，借助其在内容展示上的独有优势，直播带货、“种草”经济等社交电商模式快速崛起，对传统电商平台分流显著。

图 23：互联网 2.0 时代下，线上渠道流量出现分化

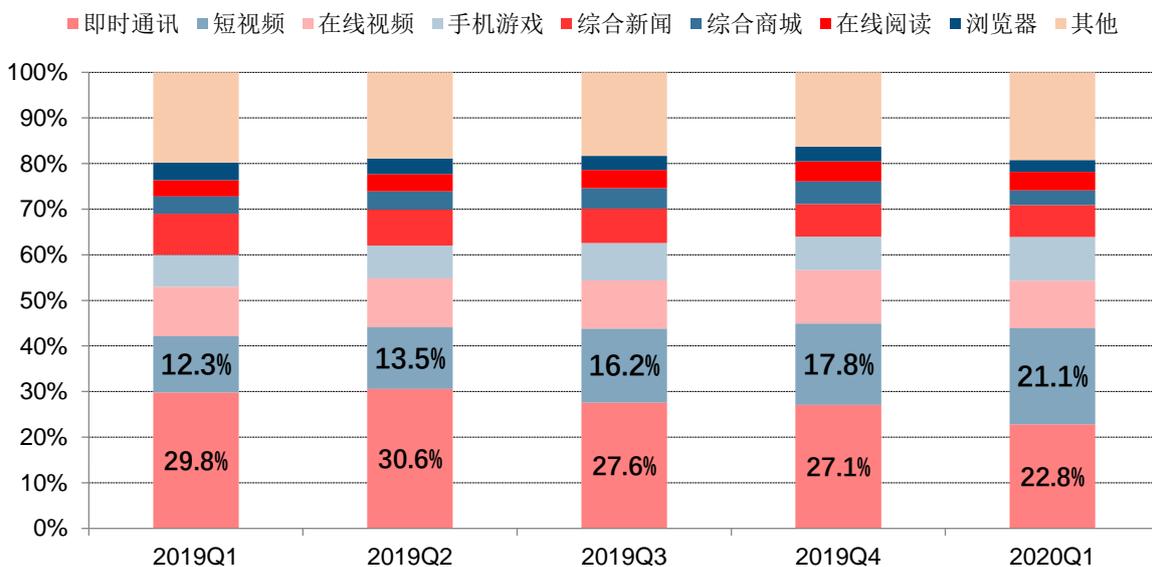


资料来源：中信建投

流量红利向社交内容平台汇聚，社交电商重要性日益凸显。从用户日均使用时长来看，以抖音为代表的內容类短视频 app 正在逐步挤压以微信为代表的即时通讯 app 的用户使用时间。根据极光数据，2019 年 Q4 即时通讯类 app 时长占比为 27.1%，短视频类 app 为 17.8%；2020 年 Q1 时，即时通讯类 app 占比下降至 22.8%，疫情推动下短视频 app 时长占比则环比提升 3.3pct 至 21.1%。

按现有趋势发展，內容类短视频 app 短期内有望赶超即时通讯 app，成为用户使用时长占比最高的应用类型。內容类应用使用时长的提高将进一步增厚社交电商的潜在流量基础，进而对社交电商整体规模的扩张起到积极作用。因此，社交电商将分享向社交内容平台汇聚的流量红利，从而保持增长态势。

图 24：2019Q1-2020Q1 移动网民 APP 每日使用时长类型变化



资料来源：极光 中信建投

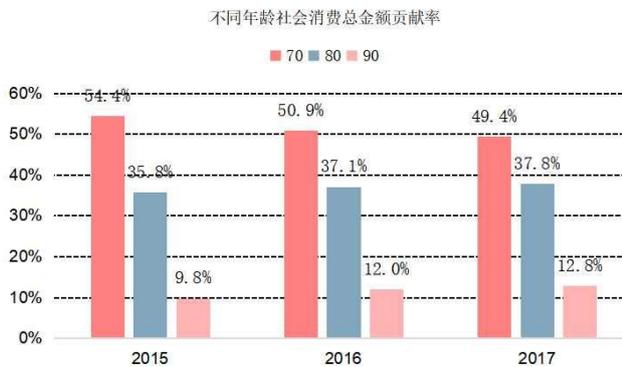
## 2、消费者代际切换，思路转变催生新消费模式

### (1) 代际切换趋势明显，泛 90 后成消费主体

**消费主力代际迁移，90 后消费迅速崛起。**中国银联联合京东金融共同编制《2017 年消费升级大数据报告》显示 2015-2017 年虽然 70 后仍在消费贡献中占据优势，但是占比逐步下滑，相反，“泛 90 后”加速生长，消费总金额贡献率逐年提升。从增速角度来看，90 后消费金额同比增长 73%，达 70 后增幅（37.2%）的近两倍，亦远高于 80 后 49.5% 的增速，消费者代际转换趋势明朗，泛 90 后即将成为消费主力。

**90 后消费意愿更强。**相比有高储蓄、低消费习惯的 60、70 后，80、90 后收入水平相对较高，群体购买力与消费意愿也更强。2018 年尼尔森发布的数据表明，中国全年总体消费意愿为 60 点，而 90 后消费意愿为 63 点，显著高于其他年龄段。随着消费者代际迁移，具备消费意愿的泛 90 后人群逐渐成为消费主力。

图 25：不同年龄段社会消费总金额贡献率



资料来源：尼尔森 中信建投

图 26：泛 90 后消费意愿更高



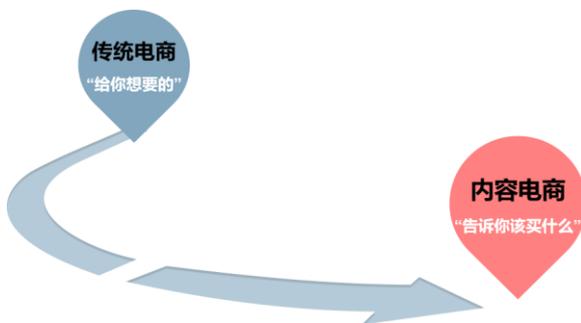
资料来源：尼尔森 中信建投

## (2) 从“人找物”到“物找人”，推荐“种草”模式崛起

“物找人”营销模式突破需求扩容的瓶颈。随着生活水平的普遍提高和物质生活的丰富，一般的、大众的需求已经获得较充分的满足，“人找物”带来的销售转化有限，内容电商有针对性地将带有主观情感的推荐内容推送给目标客群，形成“物找人”的模式，从而创造新需求，开拓新的销售空间。

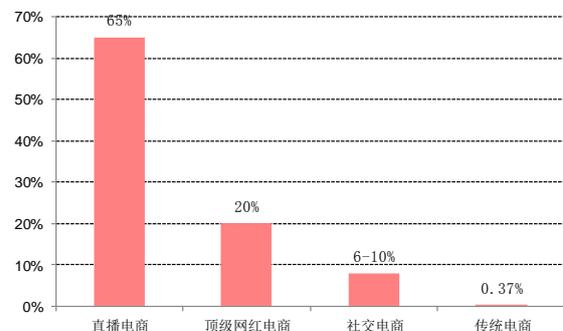
2019 年线上各平台转化率对比显示，直播电商平台转化率高达 65%，网红电商平台转化率达到 20%，社交电商转化率介于 6%到 10%之间，而传统电商平台转化率仅 0.37%，“物找人”推荐模式下，销售转化率得以迅速提升。

图 27：传统电商向内容电商转型进化



资料来源：中信建投

图 28：2019 年各类型电商转化率对比

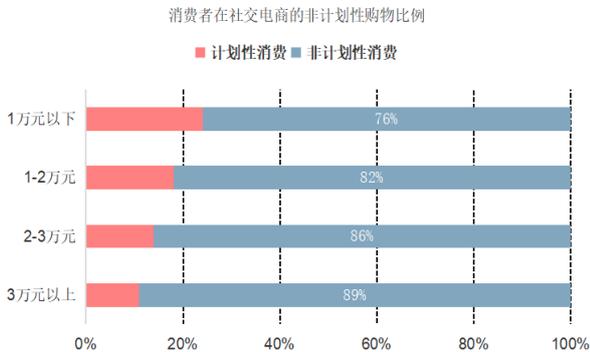


资料来源：克劳锐 淘榜单 中信建投

内容“种草”刺激非计划性消费行为。随着消费进一步升级，消费者的个性化和多样化需求逐渐增加，新的消费群体不再有“货比三家”的习惯，功能属性刺中消费痛点的产品往往能使无计划购买的用户产生即时需求。KOL 种草、好友推荐等社交电商模式能够在短期集中给予用户内容刺激，催生消费者即时购买行为。

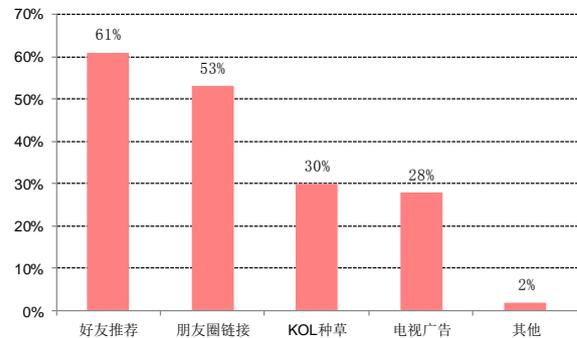
根据尼尔森 2019 年公布的报告，80%以上的消费者在非计划的情况下消费，且收入越高的群体，非计划性消费发生的频次越高。同时，该报告也指出非计划消费的主要来源是好友推荐、朋友圈链接与 KOL 种草，反映出内容“种草”在带动销售方面的巨大潜力。

图 29：不同收入水平消费者在社交电商非计划消费行为



资料来源：尼尔森 中信建投

图 30：非计划性消费主要来源

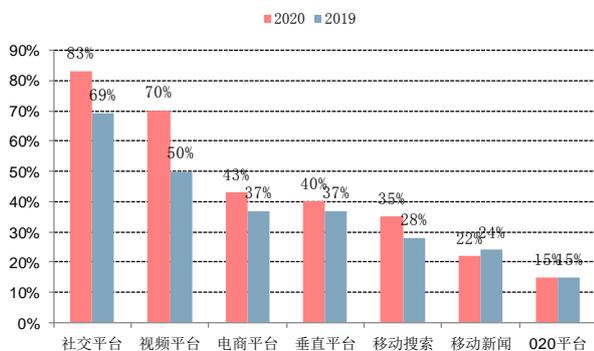


资料来源：尼尔森 中信建投

在社交电商快速扩张的趋势下，新兴赛道成为品牌商争夺方向，越来越多的品牌商开始重视社交、视频等新流量入口，向新兴方向投放推广资源。据 AdMaster 统计，2020 年 83% 的品牌商愿意在社交平台投放广告，70% 的品牌商愿意在视频平台投放广告。

社交电商运营效果同样惊艳。以代表品牌摩飞为例，通过较早把握住流量风口，拥抱内容营销，摩飞爆品在 2019 年实现亮眼放量，2019、20Q1 销售额增速超过 300%。在流量迭代趋势下，品牌厂商必须及时革新渠道，积极开拓和拥抱社交、内容渠道，才能把握未来流量，分享新渠道红利，在众多小家电企业中脱颖而出。

图 31：社交、电商平台将成为广告主投放的重要阵地



注：图 33 中的半分比代表受调查的 221 个广告主中，计划于 2020 年在相应平台投放广告的比例。

资料来源：AdMaster 秒针系统 GDMS 中信建投

图 32：2019-2020.3 摩飞月度销售额及增速

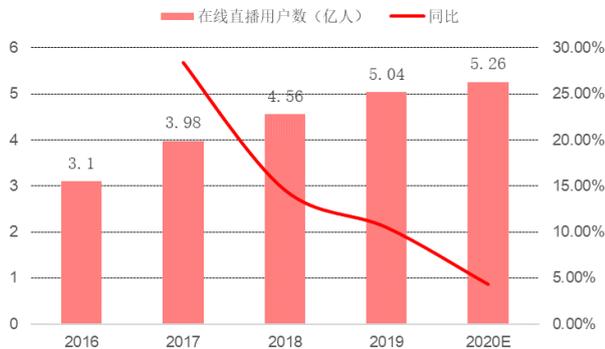


资料来源：京东数科 中信建投

### 3、直播受众扩散成熟，带货模式掀新风潮

随着互联网络技术的发展，国内直播行业发展迅速。根据艾媒咨询，中国 2019 年在线直播用户人数已达 5.04 亿人，预计 2020 年将达到 5.26 亿人。伴随着国内直播媒体的迅速发展，中国成熟且增速可观的直播行业为直播带货这一营销方式提供大量潜在客户。

整体规模方面，淘榜单数据显示，直播带货兴起于 2017 年初，并在 2017-2019 三年间保持高速增长态势。2017 年 Q1 淘宝直播带货规模仅约 17 亿元，2018 年直播带货规模便扶摇直上，全年带货规模超过 1000 亿元，同比增速接近 400%。在基数大幅扩张的基础上，2019 年带货规模仍然迅速增长，全年带货规模达到约 2360 亿元，同比增长率约为 132%。

**图 33：2016-2020E 直播在线用户人数（亿人）**


资料来源：艾媒咨询 中信建投

**图 34：2017-2019 年淘宝直播带货规模（亿元）**


资料来源：淘系平台数据 中信建投

**小家电直播带货逐步风靡。**九阳股份 2018 年年报中就已提及在积极尝试电商直播的新营销方式，在 2019 年年报更是提出了“积极与各大主流直播平台进行合作”的营销策略，进一步深化 MCN 布局。其他品牌自 2019 年起也或多或少采用了直播带货的方式进行品牌营销，苏泊尔与淘宝直播合作，打造苏泊尔品牌直播日；美的集团与零售云合作，多次举行直播订购会；小熊电器专注线上渠道，属于第一批尝试电商直播的企业。

2020 年 2 月起，受疫情影响，小家电线下销售受阻，各品牌对线上直播带货力度有所加大。到 2020 年后疫情时期，几乎所有知名小家电品牌都加入了直播带货浪潮，MCN 顺利融入小家电企业的日常经营。根据淘数数据，2020 年 4 月 25 日为无特殊活动的普通日，当天九阳、美的、苏泊尔、小熊、摩飞的厨房小家电直播场次分别为 80、66、41、34、20 场，场均观看人数达到万级人次。

**表 4：2020 年 4 月 25 日小家电淘宝直播表现一览**

	直播场次	场均直播时长	观看人数	场均观看人数
九阳	80	5.0 小时	665860	8323
美的	66	5.7 小时	2020634	30616
苏泊尔	41	6.8 小时	573093	13978
小熊	34	5.4 小时	502810	14789
摩飞	20	4.7 小时	232816	11641

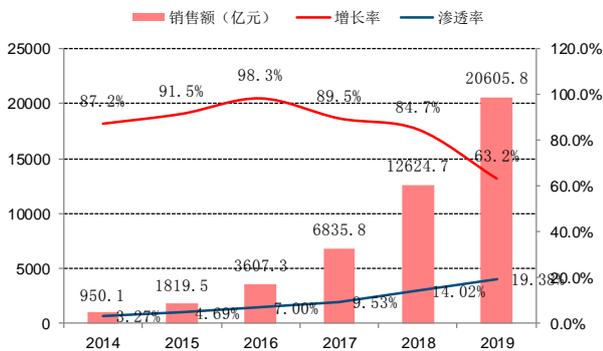
资料来源：淘直播 中信建投

#### 4、小家电新兴渠道规模预计：2019 年社交电商规模约 150 亿，直播带货规模约 32 亿元

如前文所述，随着社交电商、直播电商的快速兴起，小家电线上渠道结构将迎来深刻变革。我们基于已有的小家电与社交、直播电商渗透率数据，估测得出 2019 年小家电社交、直播电商规模分别约为 150、32 亿元，同时随着新兴电商渗透率的持续提升，未来规模仍将维持亮眼增长。

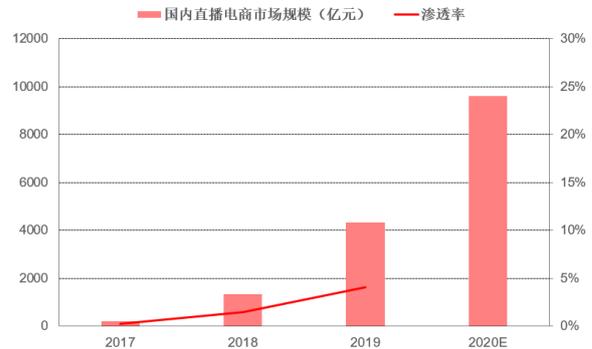
2019 年社交电商渗透率约 14%，直播带货渗透率约 4.1%。据创奇社交电商研究中心跟踪，2014 年起社交电商市场规模逐步扩大，近 5 年年均 CAGR 高于 60%，至 2019 年社交电商市场规模预计达到 20605.8 亿元，同比增长 63.2%，占国家统计局公布的电商规模比重为 14.02%。艾媒咨询数据显示，直播电商增长尤为迅猛，2019 年市场规模达 4338 亿元，同比增长 226%，占国内电商大盘的比例达到 4.08%。

图 35：社交电商（包含微商、小红书、抖音）市场规模



资料来源：创奇社交 国家统计局 中信建投

图 36：2017-2020E 直播电商市场规模



资料来源：艾媒咨询 国家统计局 中信建投

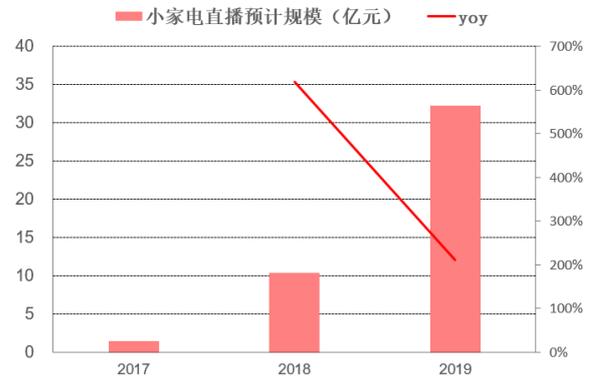
小家电新渠道方兴未艾，市场规模高速扩张。鉴于小家电在社交电商销售品类中排名中前，我们以上述社交电商、直播电商占线上大盘平均渗透率为基数，计算得到2019年国内小家电社交电商规模约为140~160亿元，直播电商规模约为30~35亿元。目前小家电行业新兴渠道正处发展快车道，未来规模预计仍将维持高速增长。

图 37：2014-2019 年小家电社交电商预计规模（亿元）



资料来源：创奇社交 国家统计局 中信建投

图 38：2017-2019 年小家电直播电商预计规模（亿元）



资料来源：艾媒咨询 国家统计局 中信建投

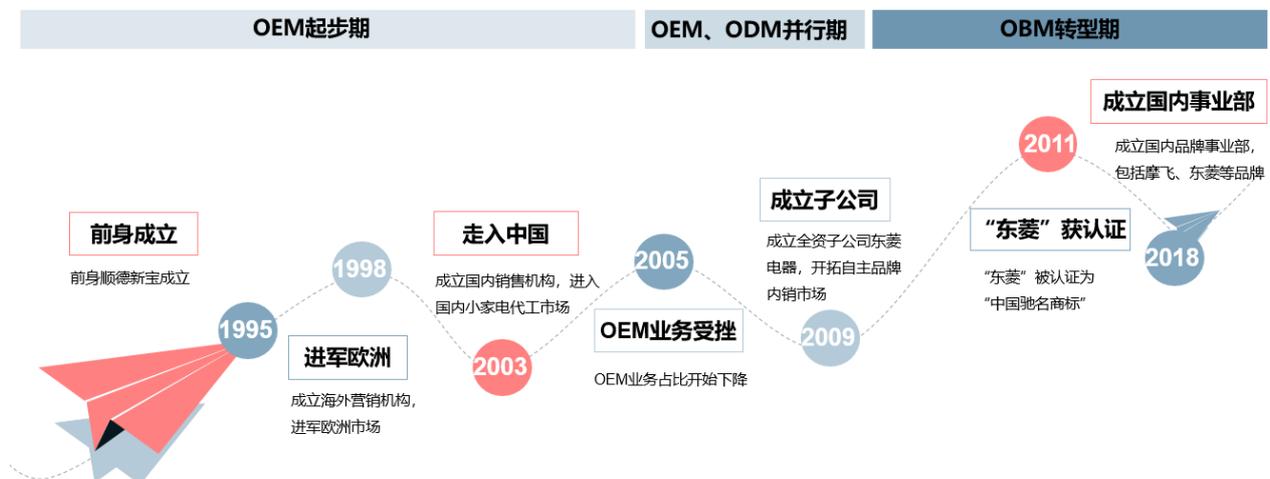
### 三、核心驱动：出口代工基本盘稳健，内销爆品快速放量

#### （一）代工业务：全球小家电制造龙头，规模、客户护城河深厚

##### 1、发展历程：西式小家电佼佼者，OEM-ODM-OBM 跨越步履坚定

- **OEM 起步期（1995-2005）：**公司前身顺德新宝成立于 1995 年，并于 1998 年成立海外营销机构，通过吸取欧洲贸易商及国际 OEM 业务的管理经验进军欧洲市场，成功形成小家电外销最初的业务模式。2003 年 6 月，公司成立国内销售机构，正式进入国内小家电代工市场，并在稳固欧洲市场的基础上，开始加大对美洲和亚洲其它地区市场的开拓力度。
- **OEM、ODM 并行期（2005-2009）：**2005 年起，新宝进入从 OEM 到 ODM 的过渡时期，OEM 业务占比开始下降。
- **OBM 转型期（2009-至今）：**2009 年，新宝成立全资子公司广东东菱电器有限公司以开拓自主品牌内销市场，开始向 OBM 模式转型。2011 年，“东菱”被国家工商总局商标局认证为“中国驰名商标”，标志着新宝由 OEM 向 OBM 的战略转型取得了重要成果。2018 年，新宝成立国内品牌事业部，并由公司总裁兼任品牌事业部总经理，事业部负责摩飞、东菱等品牌在国内的运营管理，使公司在 OBM 领域有所精进。

图 39：1995-2018 年新宝股份 OEM-ODM-OBM 转型历史



资料来源：公司年报 中信建投

##### （2）研发投入加码，助力 ODM-OBM 转型

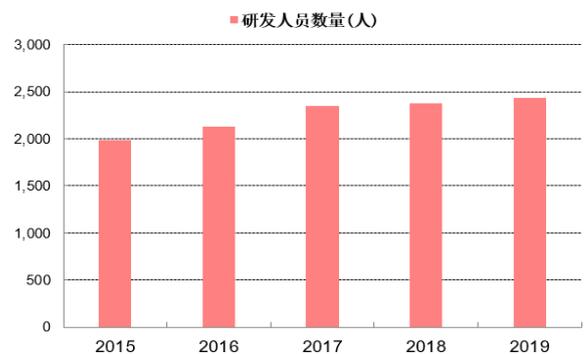
上市以来公司研发费用投入持续增加，从 2014 年的 1.76 亿元增长至 2019 年的 3.34 亿元，CAGR 为 13.67%。同时研发费用率基本保持在 3% 以上，从 2014 年的 3.10% 小幅上升 0.56pct 至 2019 年的 3.66%。公司研发技术人员也实现同步增长，2019 年研发人员数量已达 2434 人。公司在研发方面的重视和持续投入为其 OEM-ODM-OBM 的转型提供了有力的支撑，并促使其产品矩阵不断扩充，形成自主完整的制造体系，帮助公司占据国内龙头优势地位。

图 40：2010-2019 年新宝股份研发投入总额（亿元）



资料来源：公司年报 中信建投

图 41：2015-2019 年新宝股份研发人员数量（人）



资料来源：公司年报 中信建投

### （3）互联网新渠道崛起，销路拓宽推动内销增长

除自主品牌的发展之外，ODM 内销增长成为另一增长驱动力。互联网新渠道的出现与兴起扩大了公司的产品销路，公司开始加强与互联网公司的合作，如网易严选、苏宁易购、小米、拼多多、小红书等精品电商和社交电商代表，此类新兴业态预计将为公司 ODM 内销发展提供新助力。

**精品电商成为电商渠道新宠，呼唤优质代工厂商。**精品电商区别于传统电商，通过向上渗透制造，加强供应链管理、减少中间环节并优化质量，其代表有网易严选、京东京造、小米有品等平台。以网易严选为例，其主要通过与大牌 ODM 制造商长期合作，减少品牌溢价，从而推出有竞争力的产品。新宝已经与网易严选、京东京造、苏宁易购等头部平台达成合作，ODM 品类涉及手持搅拌机、多功能料理机、吸尘器、咖啡机、压力锅等厨房小家电。未来随着精品电商的兴起，新宝作为国内拥有强大产品自主开发能力的优质家电 ODM 厂商，其优势将得到充分体现。

**新宝进入小米生态链，展开充分合作。**小米作为 AIoT 家电领域的领先企业，主打智能化和性价比，并以此来获取市场份额。自小米进入行业伊始就与新宝开展合作，且合作紧密度提高趋势明显，2016 年新宝为小米代工净水器 20 万台，到 2018 年增长至 60 万台，同时代工品类也扩展到电热水壶、电动牙刷和电烤箱。

**社交电商火爆，小家电渠道拓宽。**随着拼多多、小红书、快手和抖音等社交平台的崛起，传统的电商竞争格局被打破，社交平台借助其本身庞大的用户基础为电商导流，形成全新的社交电商渠道。其中拼多多直接打通工厂与消费者之间的渠道，打造 C2M 模式，将消费者的真实需求直接反映到制造商，为制造企业成长助力。从 2019 年 1 月开始，新宝为拼多多增设七条生产线，主打产品之一是家庭小电器“东菱牌绞肉机”。同时，新宝与拼多多合作销售公司新品牌“凯琴”的产品，逐步丰富产品线。借助社交电商的兴起，公司小家电内销将大有可为。

**表 5：新宝合作零售平台及贴牌品类（截至 2020 年 4 月）**

零售商自有品牌	新宝贴牌品类	产品	零售商自有品牌	新宝贴牌品类	产品
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		米家	米家电水壶、云米智能即热开水机等	
京东商城	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		拼多多	东菱绞肉机	
网易严选	磨豆机、压力式咖啡机、早餐机、电热水壶、多士炉等		考拉妈妈	智能冲奶机	

资料来源：中国质量认证中心，中信建投

#### （4）OEM-ODM-OBM 层序递进，相互成就

**OBM、ODM、OEM 各擅胜场，竞争关系弱。**在较长一段时间内，公司 OEM、ODM、OBM 三模式并存，并且不存在内部竞争关系。首先，OBM 产品与 ODM、OEM 产品销售区域定位不同，公司 OBM 产品主要针对内销市场、东南亚和中东市场，而 ODM 和 OEM 产品主要针对欧美等发达国家市场。其次，OBM 产品与 ODM、OEM 产品为两个独立的业务体系，两个群体的市场定位、生产制造体系和市场运作模式具有显著不同，因此产品研发、质量控制、物流运输以及生产货期等方面不存在彼此制约的关系。

**ODM 稳健扎根，OBM 锋芒初漏。**OBM 即原始品牌制造商，需要在具备设计能力与生产技术的前提下，拥有自主品牌和销售渠道。2009 年，新宝成立全资子公司广东东菱电器有限公司，标志着新宝开始涉足 OBM 业务。目前，新宝拥有数个自主品牌：高性价比生活电器品牌 Donlim（东菱）、中高端生活电器产品 Morphy Richards（摩飞）的国内独家代理、茶电器自主品牌鸣盏、个护美容电器品牌 GEVILAN(歌岚)、咖啡机自主品牌 Barsetto（百胜图）以及净水电器品牌 Laica（莱卡）。

**ODM 积累优势，反哺 OBM 发展。**相较于传统家电，消费者对小家电产品的时尚度、舒适度、人性化有着更高的要求，要求制造商具有更强的技术创新能力和市场信息分析能力。新宝通过 ODM 业务积累了大量生产技术和深厚的研发设计基础，尤其擅长“研发设计+制造”。公司可通过海外产品发布获取市场的第一手信息和经验反馈，并据此改良应用公司的技术创新成果、管控自主品牌的投产节奏，打造 OBM 爆品。

**表 6：新宝旗下自主品牌一览表**

品牌	定位	产品	销售渠道	业绩
<b>Donlim</b> (东菱)	大众化、高性价比西式厨房小家电	家居电器：手持挂烫机、暖风机等 厨房电器：电热饭盒、咖啡机、破壁机、果汁杯等	电商、电视购物、礼品； 微商、小红书、抖音等网红渠道	2019 年出货额 3 亿，相较之前持平
<b>Morphy Richards</b> (摩飞)	中高端生活电器产品。新宝于 2017 年与摩飞续签了长期全国独家代理协议。	家居电器：手持挂烫机、暖风机、车载吸尘器等 厨房电器：多功能锅、榨汁杯、破壁料理机、咖啡机等	线上渠道：电商、微商、小红书、抖音、微博； 线下渠道：高端百货、精品超市、潮牌店等	2019 年出货额达 6 亿，较去年同期增长 3 倍
<b>鸣盏</b>	茶电器自主品牌	煮茶器、茶饮机等	线上渠道：电商、微商，计划进入茶渠道	-
<b>Gevilan</b> (歌岚)	个护、美容家电品牌	直发刷、电动牙刷、洗脸仪、脱毛器、射频美容仪等	线下渠道：美容店、化妆品专柜等； 线上渠道：电商、微商、小红书、抖音等	-
<b>Barsetto</b> (百胜图)	咖啡机自主品牌	咖啡机、咖啡胶囊等	线下渠道：进驻国内大城市的办公楼、写字楼、大商场、苏宁小店等	目前在推广期铺货阶段
<b>Laica</b> (莱卡)	净水电器品牌。和意大利品牌 Laica (莱卡) 合作	净水器、净水壶等	线上渠道：电商、微商	部分相关产品已上市

资料来源：公司官网 公司公告 中信建投

## (二) 规模领先，客户广布，代工业务基本盘稳固

中国是全球西式小家电的重要生产基地，在技术、成本和产业设施配套等方面具有显著优势，是全球小家电产业链的重要一环。而公司作为国内小家电出口行业的龙头企业，在小家电研发、生产、销售等方面有着深厚的积淀。受益于规模效应，公司成本管控效果显著，原材料成本水平持续优化；制造供应链自主完善，研发投入促进技术积累；客户资源稳定，收入分散，风险较低。多年来公司始终专注主业发展，产品力和品牌力日益提高。

### 1、小家电出口龙头地位稳固，成本优势凸显

公司规模效应突出，抵抗原材料价格风险能力强。小家电生产中，公司规模效应对整体盈利能力提升明显。国内以出口为主的小家电生产厂商中，公司在营收规模方面保持第一。2015-2019 年公司小家电销量分别为 7296、8359、9542、9762、10167 万台，在业内保持领先。

**表 7：营收规模领先 A 股主要小家电出口企业（单位：亿元人民币）**

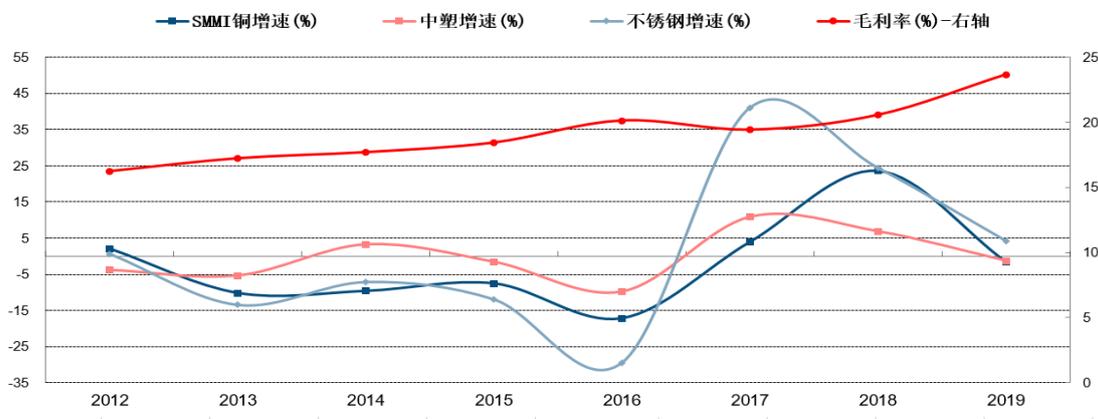
代码	简称	2018 年营收额	2018 年外销规模	2019 年 H1 营收额	2019 年 H1 外销规模	主营产品
002705.SZ	新宝股份	84.44	71.58	40.43	32.82	厨房、家居小家电
200512.SZ	闽灿坤 B	17.90	17.90	9.29	8.95	厨房、家居小家电

002005.SZ	德豪润达	40.01	19.16	14.54	7.16	厨房、照明小家电
002723.SZ	金莱特	8.31	6.15	4.47	3.11	照明灯具、风扇

数据来源：公司招股说明书 WIND 中信建投

较大的生产规模令公司拥有较强的成本转移能力和原材料议价能力，能更好地承受生产成本波动的压力。公司的主营业务成本中，直接材料成本占比较高，2016 年-2019 年材料成本占主营业务成本分别为 76.47%、76.02%、75.90%和 76.17%。2012 年以来，在原材料价格大幅波动期间，公司总体毛利率基本保持稳步提升，至 2019 年达到 23.35%。其中，面对 2017 年原材料价格大幅上涨的冲击，公司毛利率仅同比下降 0.7pct，整体应对价格波动风险能力较强。

**表 8：2012-2019 年公司毛利率及原材料价格增速**



资料来源：WIND 中信建投

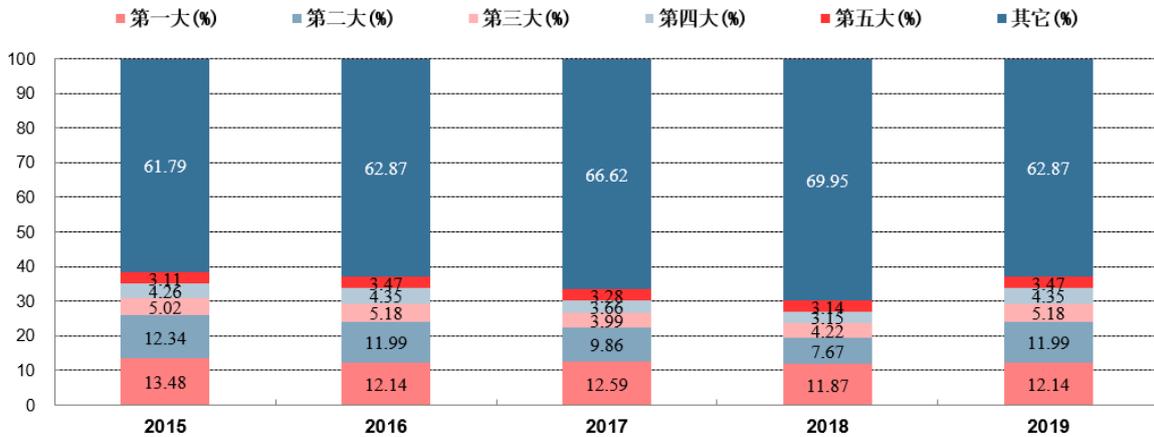
## 2、客户资源稳定，行业洗牌利好龙头

近年来小家电行业集中度明显提升，行业加速洗牌。许多小规模企业没有自主研发设计能力，仍停留在初级代工生产阶段，原材料价格波动及核心竞争力的缺乏将导致小型制造商的生存空间被进一步挤压，最终面临洗牌出局。同时，国际品牌商风险偏好降低，为了保证产品质量与供货稳定程度，更乐意与行业龙头企业进行合作。龙头企业拥有丰富的技术和项目储备，并有丰富的手段应对原材料及人工成本波动风险，在国际业务上可以逐渐获取更大的市场份额。

**公司客户多为行业龙头，关系稳定。**公司与多家国际大型知名品牌商保持良好的合作关系，主要客户包括光达国际 (Jarden Group)、凯曼盾 (Hamilton Beach)、伊莱克斯 (Electrolux)、飞利浦 (Philips)、松下 (Panasonic)、西门子 (Siemens)、德隆 (De'Longhi)、摩飞 (Morphy Richards)、赛博 (SEB) 等知名厂商，给公司带来稳定、丰富的订单支持。

**公司客户资源分散，风险水平较低。**公司与前五大客户维持着长期稳定的关系，同时注重分散风险，在保持前五大客户营收总额持续上升的同时，使其营收额占比保持下降趋势，前五大客户营收额占比从 2015 年的 38.21% 下降 8.17pct 至 2018 年的 30.04%，但 2019 年回升至 37.13%。总体来看，公司前五大客户占比下降态势明显，客户群体相对分散，业务波动风险较低。

图 42：2015-2019 前五大客户年度销售额占比

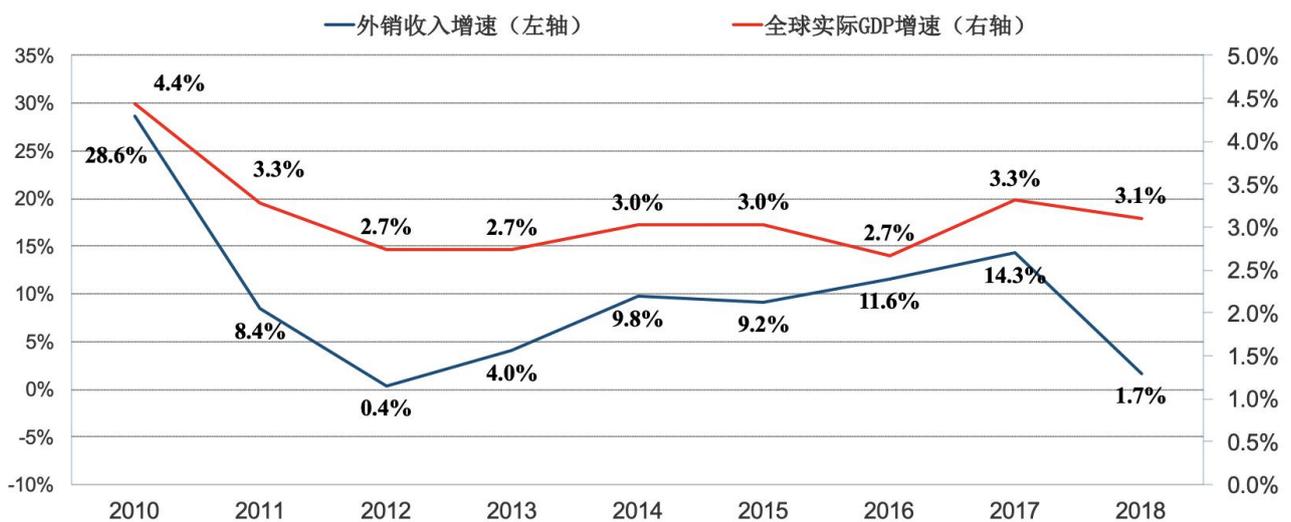


资料来源：公司年报 中信建投

### 3、代工业务与 GDP 相关性高，伴随全球经济稳步发展

复盘 2010 年以来公司外销与全球 GDP 增长趋势可以看出，新宝作为规模领先、客户广泛的小家电制造龙头，其外销增速与全球经济密切相关。IMF 预计，剔除短期内国际贸易局势与疫情影响，长期来看全球经济增长虽有压力，但在技术创新与新兴国家增长发展下，全球 GDP 增长中枢仍在 3% 以上，全球经济的长期发展将为公司代工业务注入长期、持续的增长动力。

图 43：2010-2018 年公司外销收入增速与全球 GDP 增速趋势拟合



资料来源：公司年报 Wind 中信建投

## 四、摩飞模式：品牌+设计打造创意精品，爆品放量引领行业新模式

### （一）摩飞前生今世：创新设计军工背景，家喻户晓的英国小家电品牌

Morphy Richards 是 Donal Morphy 和 Charles 于 1936 年创建的英国高端小家电品牌，专注小家电研发和生产。第二次世界大战期间，摩飞曾与政府签订合同，生产飞机零部件。苛刻严谨的军工风格也被灌注到品牌发展和小家电的制造中，使得摩飞成为英国家喻户晓的小家电品牌。其发展历程梳理如下：

#### 1、摩飞渊源：历史悠久，品类扩张

**起步阶段：**1936 年 7 月 8 日，Donal Morphy 与 Charles Richards 合作注册 Morphy Richards 生产并销售电气，收音机和电视等产品。

**变革阶段：**1940 年第二次世界大战期间，Morphy Richards 与政府签订合同，生产飞机零部件。40 年代的 Morphy Richards 不断拓展业务版图和新的品类。1947 年公司上市，并与 Astral 公司合并。

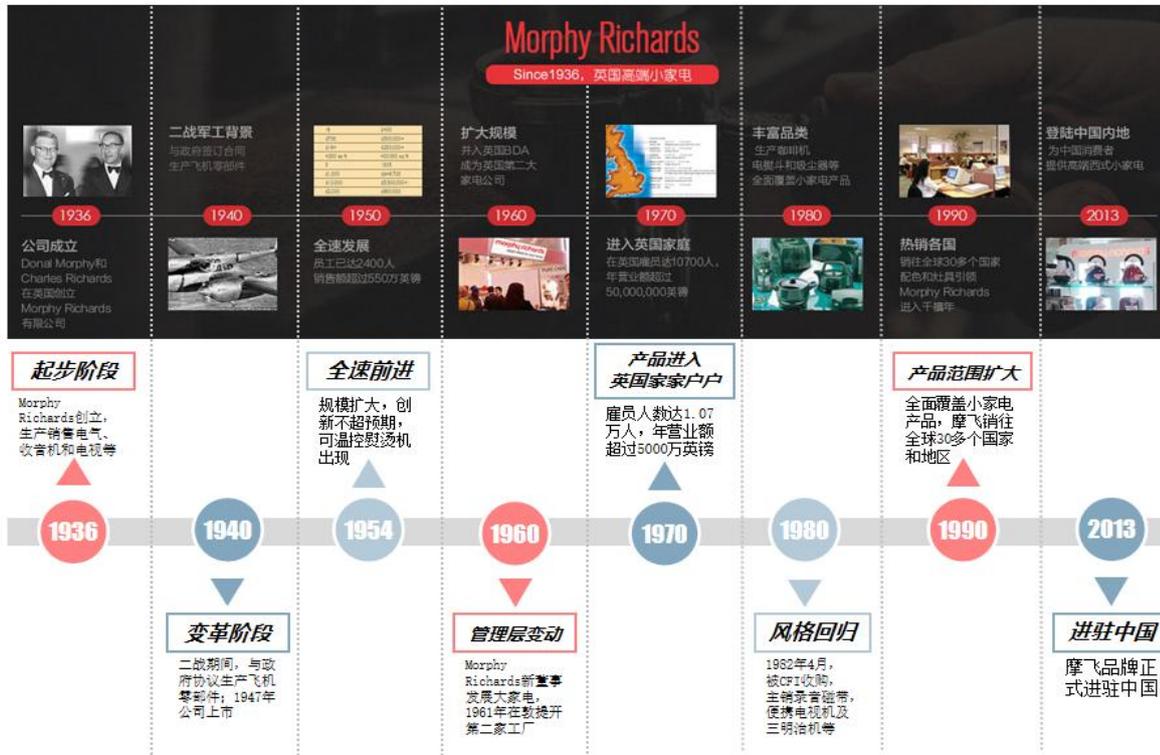
**进军小家电：**二战结束后的 50 年代，Morphy Richards 加速在小家电领域的创新和扩张，员工人数达 2400 人，销售额超 550 万英镑；1954 年第一台可控温的蒸汽两用熨斗出现，可支持 25 分钟的蒸汽熨烫，创新的速度甚至超过了两位创始人的预期。

**几经转手，高速发展：**1960 年 Donal Morphy 将股份出售给 EMI 公司，三年后 Charles Richards 加入了 GEC，并负责家用电器业务。Morphy Richards 新常务董事大力发展大家电，于 1961 年在敦提开设第二家工厂。20 世纪 1970 年代 Morphy Richards 合并入 BDA，后者是当时英国较大的电气产品的制造商，有 4500 万产品已进入人们的家庭中。

**风格回归：**1982 年 4 月，CFI 公司以 5,000,000 英镑收购 Morphy Richards，80 年代公司将创新放在核心的位置，销售的产品主要有有录音机磁带，便携式电视机及三明治机等。

**产品版图扩大：**90 年代摩飞创新产品不断涌现，公司产品版图逐步扩大至电熨斗、水壶、三明治烤箱、咖啡机，油炸机，熨裤器，加热盘、灶具等多元品牌，产品矩阵基本成型。

图 44：摩飞品牌发展历程（1936 年至今）



资料来源：天猫旗舰店 公司官网 中信建投

## 2、摩飞的中国之路：新宝独家代理，爆款模式探索成功

摩飞在中国的发展可以分为代工合作转向品牌代理（1998-2015 年）、线上渠道扩张（2016-2017 年）及爆款模式成型（2018 至今）三个阶段：

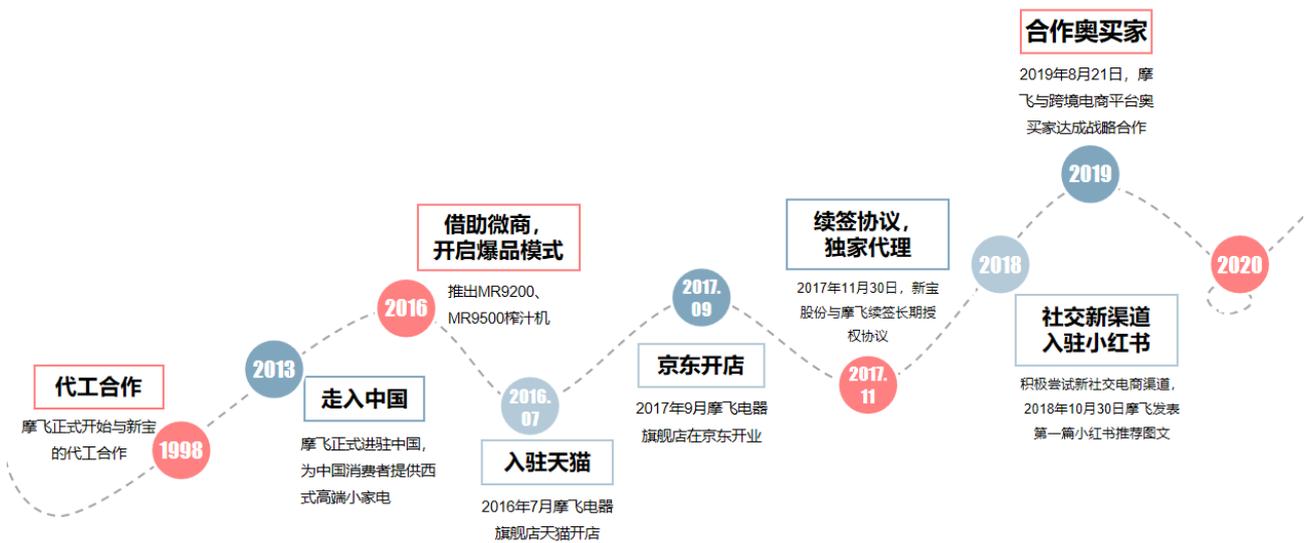
**代工合作转向品牌代理（1998-2017 年）：**1998 年，摩飞看重在小家电领域的专业量产能力，正式开始与新宝的代工合作。希望走入中国市场的 Morphy Richards 因为缺乏对中国消费者行为和习惯的了解而受困，于是在 2012 年 Morphy Richards 将品牌在中国境内的运营权交给在国内小家电行业深耕多年的新宝股份，并于 2013 年正式进驻中国，以期为中国消费者提供西式高端小家电，摩飞在中国的发展初见起色，2015 年新宝作为摩飞的代理商助其实现全年 3000-4000 万元销售收入。

**线上渠道扩张（2016-2017 年）：**2018 年前，微商渠道曾长期作为摩飞经销商的主要渠道，随着电商平台流量增强，摩飞也陆续开启更多线上渠道，2016 年 7 月摩飞电器旗舰店登陆天猫商城，2017 年 9 月摩飞电器旗舰店在京东商城开业。2016 年，摩飞研发团队推出 MR9200、MR9500 榨汁机，较传统榨汁机更加轻便小巧，高颜值和好品质的产品顺势开启“内容营销”，事实证明，新宝在产品创意和研发、经销商筛选、渠道选择与转型的一系列决策和尝试帮助摩飞在中国蒸蒸日上，2017 年 11 月 30 日，新宝股份与摩飞续签长期品牌授权协议，成为摩飞在中国地区的品牌独家代理商。

**爆款模式成型（2018 至今）**受制于国内小家电市场竞争者众多，初入中国市场的英国家电品牌知名度不足，新宝转换思维，采取“爆款产品+内容营销”的策略，小红书、抖音等新电商平台具有较强的社交属性，成为爆款推广和内容营销的主战场。2018 年 10 月 30 日摩飞发表第一篇小红书推荐图文，至今共发表推荐、分享、活

动宣传等图文 195 篇，拥有 1.3 万粉丝。2019 年 8 月 21 日，摩飞又与跨境电商平台奥买家签订战略合作协议。2020 年摩飞已经在淘宝、京东等传统电商，小红书、抖音、直播等网红渠道全面铺开线上渠道布局，同时兼顾线下发展，拥有 3300-3400 家包括布货展示门店在内的线下门店。

图 45：摩飞在中国发展和渠道转变



资料来源：公司公告 中信建投

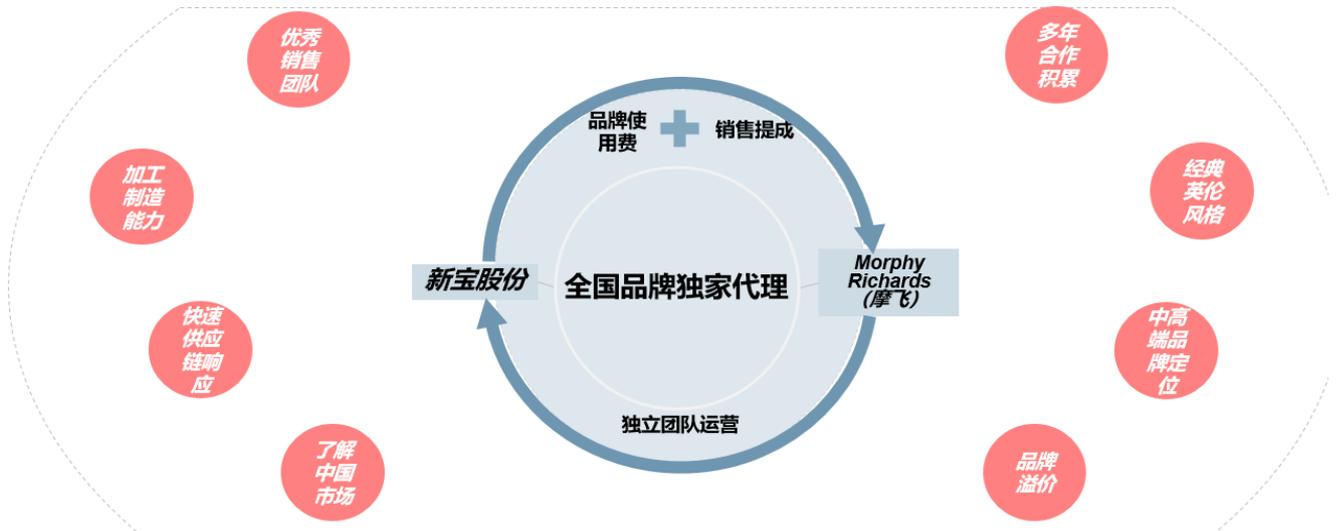
## （二）摩飞模式拆解：运营分工成熟，核心护城河深厚

### 1、代理模式：摩飞境内独家运营，优势互补合作长期

国内运营方面，目前新宝股份与摩飞合作方式为全国独家代理形式。2017 年 11 月新宝股份与 Morphy Richards 续签了长期授权协议。Morphy Richards 每年收取固定品牌使用费和一定比例的销售提成。

渊源来看，新宝股份与 Morphy Richards 合作已超过 10 年，Morphy Richards 看重新宝可靠的加工制造能力、快速的供应链响应能力以及对中国小家电市场的了解，新宝作为其品牌代理商能够洞察中国消费者需求，进行改良创新和渠道扩展，帮助 Morphy Richards 扎根中国市场；多年合作积累的信任和理解，Morphy Richards 品牌中高端的定位和“爆款销售”的成功也使得双方保持着稳定且紧密的关系。

图 46：摩飞与新宝的代理合作模式



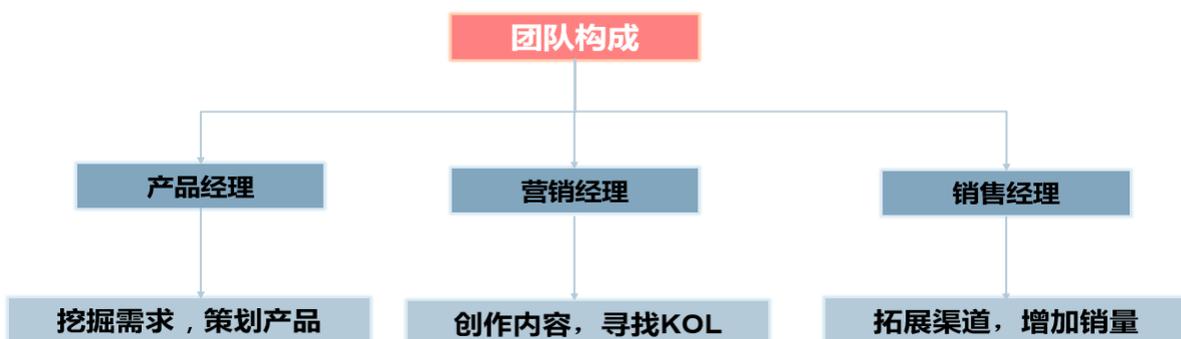
资料来源：公司公告 中信建投

## 2、摩飞团队：自主培养为主，产品、营销、渠道分工明确

摩飞的国内代理团队主要由新宝独立培养和运作，并保持与 Morphy Richards 的良好互动。摩飞在中国的成功，一方面体现了新宝管理销售团队的出色能力，同时也为新宝推广旗下其他品牌积累了宝贵的经验。

摩飞模式有三个重要角色：一是**产品经理**，主要负责结合用户场景策划产品。不同于传统小家电模式，摩飞模式通过场景优化，在消费日益同质化的都市生活中营造了一种精致、个性、品质的生活方式，满足中国新消费主体个性化、高品质的追求。二是**营销经理**，负责市场营销相关工作。摩飞通过新媒体进行数字化营销，创作内容并寻找 KOL，引爆销售提升品牌知名度。三是**销售经理**，负责渠道管理。摩飞有线上线下两种渠道，线上为主，渠道细分较多，除淘宝、京东等常规平台渠道外还有分销、代销、礼品及团购等渠道。

图 47：摩飞团队分工一览

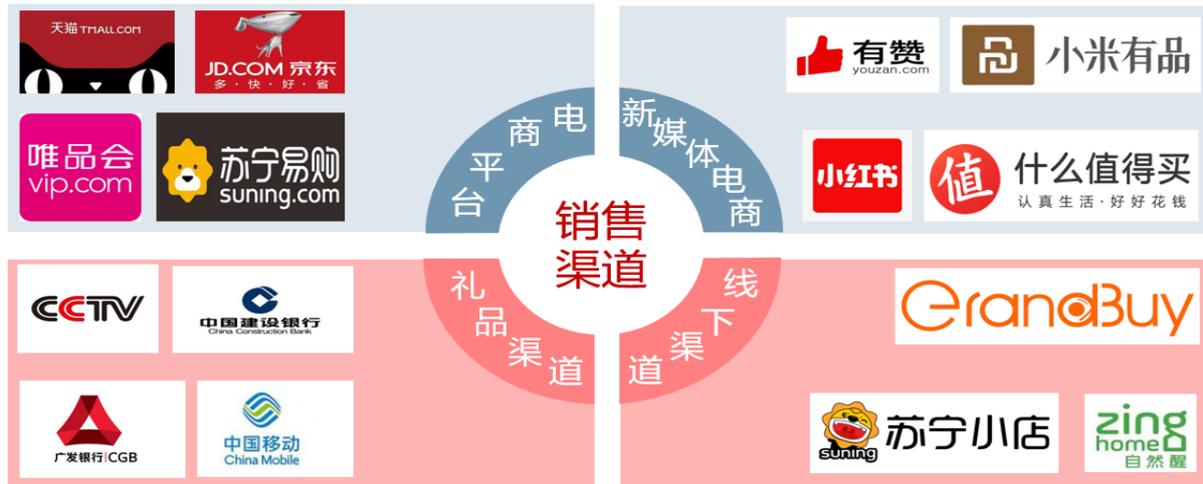


资料来源：公司公告 中信建投

### 3、渠道模式：线上渠道为主，分产品设置提货总代

摩飞以线上渠道销售为主，电商销售占比约 90%。摩飞线上划分较细，渠道较多，除了常规平台渠道，还拓展了分销、代销、礼品及团购渠道，摩飞通过与多个内容经销商合作，由经销商负责产品的推广传播。线下渠道是摩飞正在突破的方面，为提升品牌的布展量，2019 年摩飞产品入驻多家商超，对线下终端进行补齐拓展。

图 48：摩飞销售渠道一览



资料来源：公司公告 中信建投

### 4、营销模式：互联网+内容营销，激发用户非计划性需求

积极拥抱新媒体，进行数字化、年轻化营销。摩飞除了与天猫、京东、苏宁易购、唯品会等传统电商平台进行合作外，还积极拥抱小红书、小米有品、抖音等新媒体，与李佳琦、张沫凡、李湘等顶级直播大 V 合作，从颜值设计、功能体验、精神情感等多个方面切入，进行数字化、年轻化营销，通过更加精准的内容种草和更加频繁的直播带货，实现产品“网红化”。

营销推广经销商主要负责，上市公司层面费用少。摩飞拥有较为完善的经销商体系，全权负责产品的营销推广，公司的费用主要在于研发、内容制作以及人工方面，市场的营销成本大部分转嫁给了经销商，因此费用较少。

更少的经销商数量，更专业的团队运营。此外，摩飞爆品运营模式和传统小家电不同的一点在于，摩飞的经销商数量更为精简专业，其中不乏原本传媒领域出身的经销商，拥有丰富的达人资源库。而传统小家电公司的经销商数量普遍较多，仅仅对传统线下分销，线上专卖店模式熟悉，在线上 MCN、达人带货等新模式中更多需要从零开始摸索以及对接达人资源。摩飞当前拥有 10 多家核心经销商，旗舰店、多维专卖店和千好专卖店三大核心经销商在线上 MCN、内容运营上能力表现突出，在摩飞整体销售中占比较大。

图 49：摩飞在社交内容平台开展推广



资料来源：淘宝 抖音 中信建投

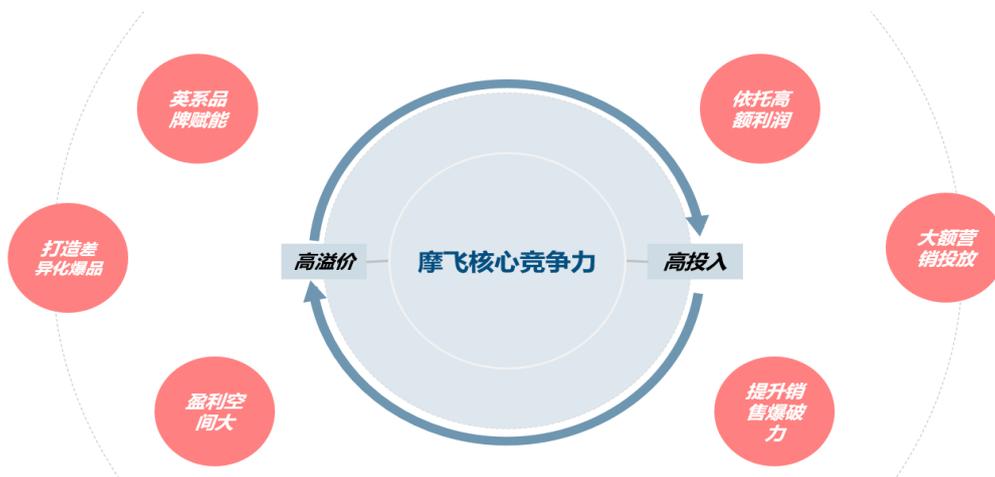
### （三）摩飞模式核心壁垒：高溢价+高投放形成爆品闭环

通过多方调研与对比验证，我们认为摩飞模式具备独特的核心壁垒，其他品牌直接复制的难度较大，其模式精髓可归纳为如下两点：

第一，英系品牌赋能提供溢价，集中资源打造差异化爆品，盈利空间远超传统小家电品牌；

第二，依托高额的利润空间，摩飞可针对少量 SKU 进行大额&精准的营销投放，提升单品爆破力。

图 50：摩飞模式核心竞争力拆解



资料来源：中信建投

#### 1、低客单值+高溢价率，“小”精品催生“大”盈利空间

长期以来，国内小家电市场的主体为电饭煲、压力锅等传统大单品，美九苏等龙头历经多年深耕，规模效应与市场定价已达到均衡，新品牌介入的盈利空间极其有限。因此在产品选择上，摩飞重点针对高端小众人群，放弃传统的大众、高性价比的“群众路线”，在找到消费“痛点”后用创新、品质、高端审美集中引爆“小众”目标人群购买欲望。

摩飞高端路线壁垒较高，品牌力+产品力不可或缺。摩飞自成立起长期处于英国设计的前沿，引入中国后也一直承袭英系设计，产品风格复古简约，颜值与功能兼具。产品上精雕细琢，注重细节设计，如榨汁杯的防误触开关、内嵌式刀头、硅胶凹凸纹杯套，通过品质感提升溢价。国内传统品牌主打大众消费，品牌形象与价格带在消费者心中根深蒂固，价格腾挪的空间较为有限。

摩飞主流产品价格带位于 200-400 元之间（除成本较高的多功能锅），相对较低的价格带可与内容营销进行完美契合，减轻消费者选择困难；另一方面，摩飞果汁杯、多功能锅、挂烫机、烘干菜板在同类产品中定价都偏高，200-400 的定价带也可为公司与经销商留出充沛的盈利空间。**利润率方面**，摩飞作为品牌商毛利率在 35%-40%之间，经销商毛利率通常可在 50%以上。

**表 8：2017 年至今摩飞爆品一览表**

品类	产品示意图	推出时间	官方价格	产品特性
便携式果汁机		2017 年 2 月	298 元	机身小巧易携带，分离式刀头易拆易洗，食品级用材专用杯体安全可靠
酵素原液机		2018 年 1 月	429 元	6 大功能一键智能操作，立体加热恒温发酵，负压密封保鲜保证新鲜，四杯标配：制作+存储+携带*2
多功能料理锅		2018 年 10 月	1090 元	面式灌包发热盘，准确控温持续加热，轻油少烟不粘锅，2.5L 大容量，提供多种烹调方式
便携电热水壶		2019 年 1 月	239 元	食品级不锈钢内胆、轻盈设计小巧便携，双层隔热安全防烫，双层结构耐用不变形，煮沸即停无需看管
便携榨汁杯		2019 年 3 月	219 元	现榨鲜喝，轻巧杯体随随便带，磁吸触点充电长效续航，PCTG 材质杯体不含双酚 A，简单冲水清洗方便
刀具粘板消毒机		2020 年 3 月	328 元	分类刀板净享健康，UV 智能消毒紫外线深层抑菌，一体收纳不占空间，无线轻巧随时可用，食品级材质健康安全

资料来源：公司官网 中信建投

## 2、网红渠道费用率高企，摩飞盈利空间足以腾挪

头部网红、KOL 费用较高，抑制家电品牌参与意愿。社交、直播电商推广通常包含 KOL 坑位费+佣金抽点、电商平台抽佣、内容平台抽佣等几个环节，以近期火热的直播渠道为例，其整套加总费用占最终售价的比例平均在 20%~30%之间。

随着线上推广的形式多样化，流量向销量转化的红利被充分挖掘，“大网红”或“大主播”粉丝量不断增长影响力不断扩大的同时报价也在提升。较高的推广费用对适用行业进行天然筛选，目前仅有以“高毛利+高费用”模式运行的服装、美妆品牌参与度较高，家电品牌大力度参与者寥寥。

**表 9：天猫对商家的主要收费模式**

收费方式	收费方式
<b>固定收费</b>	
年费	3 万元/年和 6 万元/年，根据商家销售成绩决定
工具收费	旺铺智能版加收 99 元/月
<b>增值收费</b>	
佣金服务费	按销售额抽佣金 2%-5%，产品品类不同有差异
增值服务	天猫优质商家急速回款服务 0.12% 服务费等
<b>广告费</b>	钻展、直通车等广告收费，约占 10%

数据来源：天猫 中信建投

**表 11：KOL 市场报价一览（万人、万元）**

1、微信公众号	粉丝数	推广报价	2、微博大 V	粉丝数	推广报价	3、抖音 KOL	粉丝数	0-20s 推广 视频报价
GQ 实验室	130	130	日食记	1785	78	叮叮叮	552	100
视觉志	1059	88	艾克里里	929	67	李佳琦	2763	95
有书	850	76.8	天才小熊猫	744	58	黑脸 V	2393	78
局部气候调查 组	100	76	办公室小野	802	56	Papi 酱	3170	78
HUGO	250	65	李诞	687	54	罗休休	513	52
<b>4、淘宝主播</b>	<b>粉丝数</b>				<b>直播报价</b>			
李佳琦	2763				坑位费：2.5 万元-7 万元，佣金率：20%-45%			
薇娅	1823				坑位费：2.5 万元-8.5 万元，佣金率：15%-35%，专场报价：62 万元/小时			

数据来源：微信公众平台 微博 淘宝直播 中信建投

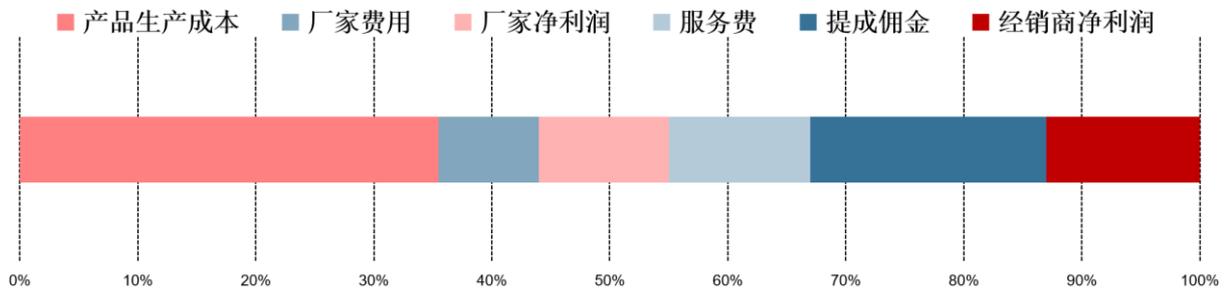
**摩飞渠道利润丰厚，更适合参与 KOL 推广。**经过产业链对照调研，对摩飞、典型线下小家电龙头、典型线上小家电龙头的销售细节分拆后可以看出：

1) 摩飞经销商毛利率介于 40%~50%之间，刨除渠道推广成本后仍能保证 10%以上的净利率水平；同时工厂端承担较少推广费用，剔除相关成本后仍能保留 15%~20%的净利率水平。

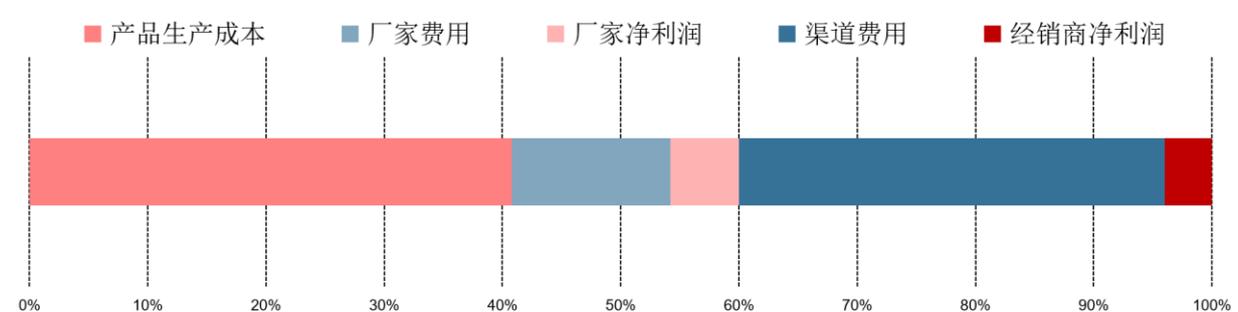
2) 典型线上、线下小家电龙头经销商端利润均较薄，参与 KOL 带货的热情不高。工厂端利润空间虽较高，但鉴于龙头企业大多具有广泛的产品线，参与单一产品的带货推广对全盘业绩的拉动有限。因此即便龙头对部分产品有所参与，但其资源投入力度也远不及摩飞主打的榨汁杯、多功能锅等少量 SKU 爆品。资源投入的显著差异之下，摩飞话题度与销售量将持续占优。

图 51：摩飞、典型传统小家电龙头、典型线上小家电龙头销售价值链拆分

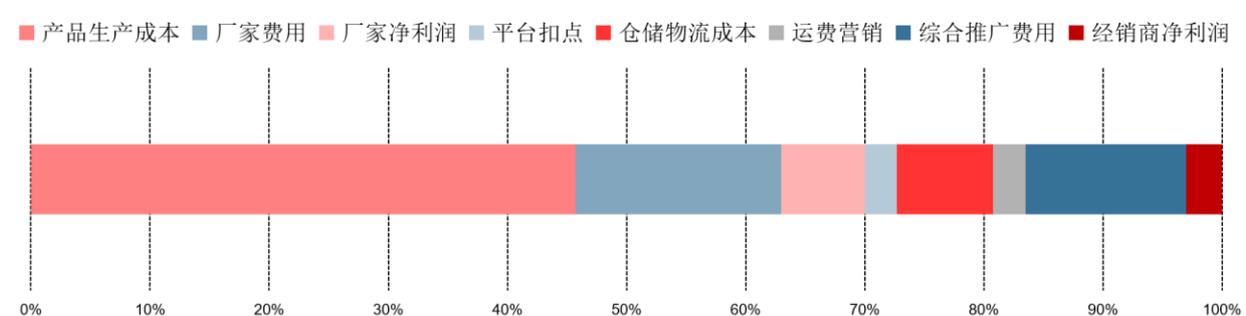
### 1、摩飞销售价值链拆分



### 2、典型传统小家电龙头价值链拆分



### 3、典型线上小家电龙头价值链拆分



资料来源：公司公告 中信建投

同时，摩飞经销商 KOL 资源丰富，合作方案灵活。摩飞优质 KOL 资源较为丰富，并与带货达人保持长期良好的合作关系。基于不断推出的创意新品与容易引爆的概念设计，摩飞在与 KOL 合作中享有较强的议价权。同时与部分 KOL 采取取消固定服务费支付，适当提高提成比例的灵活合作方式，在激发带货积极性的同时降低摩飞品牌和经销商的经营风险，逐渐形成 MCN 渠道推广层面的“护城河”。

## 五、投资建议与风险提示

新宝股份系全球最大的小家电产品 ODM/OBM 制造商之一，技术、规模、客户端护城河深厚。在全球小家电规模持续增长、国内小家电品类数与渗透率仍有增长潜能的大背景下，公司代工基本盘仍将稳健运行。内销方面，在互联网新兴赛道推动下，公司旗下摩飞子品牌成功放量。我们认为摩飞爆品模式具备独特的核心壁垒，其他品牌直接复制的难度较大。依托充足的产品储备，叠加成熟的线上运营经验，摩飞仍将充分分享小家电新兴赛道的市场红利。**综合来看，我们对新宝股份 2020-2022 年各业务预测如下：**

### 1、外销业务：

外贸出口是公司传统业务重心，2010 年至 2019 年海外业务收入占比始终高于 75%，2018-2019 年海外业务增长率明显降低，均低于 2%，海外业务增长阻力明显，主要是受全球经济放缓、国际贸易摩擦和地缘政治紧张局势影响。2020 年初由于疫情在海外蔓延，外销业务继续承压。基于疫情及行业竞争环境，我们预计 2020-2022 年公司外销业务收入分别为 69.52、73.00、76.65 亿元。

### 2、内销业务：

1) **摩飞**乘小家电新兴赛道东风，2019 年爆品顺利放量。我们认为摩飞“高溢价+高投入”模式壁垒深厚，短期内龙头品牌直接复制的难度较大。目前公司新品储备充足，叠加前期运营成功经验，后续 2-3 年仍将充分分享新兴渠道红利。我们预计 2020-2022 年摩飞收入分别为 13.0、20.8、30.2 亿元。

2) **其他内销方面**，近年公司开拓网易严选、苏宁易购、小米、拼多多、小红书等精品电商客户，将为内销 ODM 业务提供较大增量。公司同时运营东菱、歌岚、百胜图、莱卡等自主品牌，后续有望嫁接摩飞经验，在各自领域内逐步扩大销路。我们预计 2020-2022 年其他内销收入分别为 12.3、14.8、17.4 亿元。

**表 10：新宝股份内外销业务预测表**

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>外销</b>						
收入（亿元）	70.41	72.45	73.18	69.52	73.00	76.65
同比（%）	14.34%	2.90%	1.01%	-5.00%	5.00%	5.00%
净利率（%）				6.00%	6.00%	6.00%
外销归母净利润（亿元）				4.17	4.38	4.60
<b>内销</b>						
收入（亿元）	10.11	11.11	16.0	23.15	33.29	45.14
同比（%）	22.25%	9.89%	43.76%	44.97%	43.80%	35.58%
占比（%）	12.30%	13.16%	17.50%	24.41%	31.36%	37.99%
摩飞收入				13.01	20.81	30.17
贡献利润（亿元）				2.3	3.7	5.4
其他内销收入	11.42	11.42	11.56	12.34	14.79	14.24
其他归母净利润（亿元）				1.6	1.9	1.9

资料来源：WIND 中信建投

**投资建议：**我们预计新宝股份 2020-2022 年营业总收入分别为 94.87、108.59、124.21 亿元；归母净利润分别为 8.12、10.05、12.29 亿元，对应 PE 估值分别为 35.13X、28.38X、23.20X。我们看好摩飞爆品模式的生命力与成长性，以及内销高增带动下公司盈利端的提升空间，预计新宝股份未来 3 年市值中枢在 350 亿左右。结合市场较高的关注热度，我们认为当前股价距离市值中枢仍有较大空间，维持公司“买入”评级。

**风险提示：**疫情下需求不振、行业竞争加剧、宏观经济增速放缓等。

**表 11：2020-2022 年新宝股份业绩预测表**

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	82.22	84.44	91.24	94.87	108.59	124.21
同比	17.71%	2.70%	8.05%	3.98%	14.47%	14.38%
归母净利润	4.08	5.02	6.87	8.12	10.05	12.29
同比	-5.39%	23.04%	36.85%	18.14%	23.79%	22.32%
PE				35.13	28.38	23.20

资料来源：WIND 中信建投

## 分析师介绍

**陈伟奇：**中信建投家电消费行业负责人，厦门大学财政学硕士，2016年加入中信建投，所在团队获2016年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第4名，2017年第十五届新财富轻工造纸最佳分析师第3名，水晶球第2名。

**花小伟：**轻工&家电首席分析师、大消费组长

中信建投证券研究发展部大消费组长，轻工&家电首席，执行总经理，统计学硕士。2015年，获新财富轻工消费最佳分析师第5名；2016年，获新财富第4名，水晶球第2名，金牛奖第4名；2017年，获新财富第3名，水晶球第2名；2018年，获新财富第3名，获水晶球第2名，Wind金牌分析师第1名；2019年，获《财经》最佳分析师第2名，Wind金牌分析师第3名，水晶球第4名，新浪金麒麟分析师第4名，新财富入围。

## 报告贡献人

**翟延杰** 010-86451610 zhaiyanjie@csc.com.cn

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)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,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,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收到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
 东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层  
 电话:(8610) 8513-0588  
 联系人:李星星  
 邮箱:lixingxing@csc.com.cn

上海  
 浦东新区浦东南路528号上海证券大厦北塔22楼2201室  
 电话:(8621) 6882-1612  
 联系人:翁起帆  
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层  
 电话:(86755) 8252-1369  
 联系人:陈培楷  
 邮箱:chenpeikai@csc.com.cn

### 中信建投(国际)

香港  
 中环交易广场2期18楼  
 电话:(852) 3465-5600  
 联系人:刘泓麟  
 邮箱:charleneliu@csci.hk