

全球小家电 ODM 龙头，摩飞爆品模式助力内销快速放量



核心观点

- **全球西式小家电 ODM 龙头，国内自有品牌矩阵已初步形成。**中国占据全球小家电出口半壁江山，公司稳居全球西式小家电 ODM 龙头地位，厨房小家电等优势品类出口份额占比在 10%-15% 左右，近三年公司外销收入 CAGR 约 6%，贡献收入近 80% 的外销业务基本盘整体稳健增长；公司正逐步发力内销市场，以摩飞为代表的自主品牌快速放量、国内 ODM 业务规模扩张共同推动公司内销业务高速增长，近三年内销收入 CAGR 达 31%。
- **二十余载 ODM 积累深厚研发+制造优势，打造强大的供应链平台。**多年 ODM 经验积累构筑强大供应链平台，可为内外销新品牌产品端持续赋能：（1）公司研发人员数量占比、研发投入力度均处于小家电行业前列，打造公司产品持续创新的坚实内核；（2）深度配套+快速量产能力突出，交货周期比行业平均水平提前 10 天左右，成本优势突出。
- **产品、渠道联动，自有品牌有望依托摩飞成功经验由“1”复制至“N”，内销市场高成长可期。**公司国内品牌事业部采取“产品经理+内容经理”制度，产品侧有望依托供应链强大优势持续孵化出有竞争力的新款爆品，渠道侧以内容营销为主导的新渠道运营能力突出，并将用户需求痛点持续反馈至产品侧形成高效联动，未来公司以摩飞为代表的自主品牌仍有广阔成长空间。

财务预测与投资建议

- 我们预测公司 2020-2022 年归母净利润分别为 9.05、10.31、12.16 亿元，对应的 EPS 分别 1.13、1.29、1.52 元。可比公司 2021 年调整后平均 PE 为 31 倍，考虑到公司作为全球西式小家电 ODM 龙头企业，研发、制造优势积淀打造强大供应链平台，有望依托产品侧与渠道侧的高效联动，持续孵化出有竞争力的新品，以摩飞为代表的内销自主品牌矩阵高成长可期，给予公司 2021 年 35 倍市盈率估值，较可比公司溢价 15%，对应目标价 45.15 元，首次给予“买入”评级。

风险提示

- 国内新品创新能力不足导致盈利不达预期、估值下滑的风险；海外小家电品牌 ODM 订单需求不达预期的风险

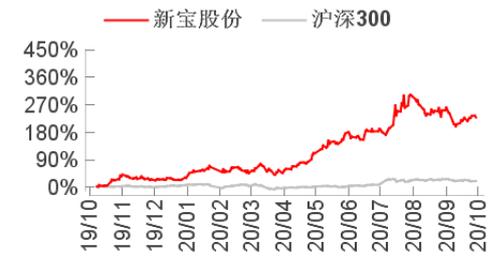
公司主要财务信息					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8,444	9,125	11,006	12,300	13,693
同比增长(%)	2.7%	8.1%	20.6%	11.8%	11.3%
营业利润(百万元)	587	784	1,037	1,181	1,396
同比增长(%)	25.6%	33.6%	32.2%	14.0%	18.2%
归属母公司净利润(百万元)	503	687	905	1,031	1,216
同比增长(%)	23.2%	36.7%	31.7%	13.8%	18.0%
每股收益(元)	0.63	0.86	1.13	1.29	1.52
毛利率(%)	20.6%	23.7%	25.6%	26.3%	27.2%
净利率(%)	6.0%	7.5%	8.2%	8.4%	8.9%
净资产收益率(%)	13.2%	16.8%	19.7%	17.5%	16.3%
市盈率	65.5	47.9	36.4	32.0	27.1
市净率	8.4	7.7	6.8	4.8	4.1

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

股价(2020年09月29日)	41.1元
目标价格	45.15元
52周最高价/最低价	50.39/12.66元
总股本/流通A股(万股)	80,147/79,612
A股市值(百万元)	32,941
国家/地区	中国
行业	造纸轻工
报告发布日期	2020年09月30日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	1.81	-6.63	15.91	216.40
相对表现	2.76	-1.42	4.18	197.21
沪深300	-0.95	-5.21	11.73	19.19



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师	李雪君
	021-63325888*6069
	lixuejun@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860517020001
证券分析师	吴瑾
	021-63325888*6088
	wujin@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860520080001

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

1 新宝股份：全球西式小家电 ODM 龙头，国内 OBM 快速发力	5
1.1 小家电出口代工龙头，打造自有品牌矩阵	5
1.2 杜邦分析：盈利能力改善推动 ROE 稳步提升	7
1.3 股权结构：股权集中，业绩激励基金增强发展动力	10
2 外销 ODM 基本盘稳固，技术创新+快速量产优势锻造强大供应链支撑力..	11
2.1 中国占据全球小家电出口半壁江山，公司稳居龙头地位	11
2.2 研发+制造优势积淀深厚，ODM 经验塑造强大供应链体系	12
2.3 顺应欧美市场趋势实现品类延伸，外销收入有望稳健增长	15
3 产品+渠道优势驱动自主品牌、国内 ODM 快速扩张，内销市场高成长正当时	16
3.1 摩飞打造自主品牌运营成功范例，有望由“1”复制至“N”，未来成长可期	17
产品创新+内容营销打造爆品，摩飞“种草收割机”模式快速放量	17
国内自主品牌有望复制摩飞经验，构建内销品牌矩阵	19
3.2 携手互联网品牌，国内 ODM 规模持续扩张	20
盈利预测与投资建议	21
盈利预测	21
投资建议	22
风险提示	22

图表目录

图 1: 二十余年沉淀, 打造小家电代工出口龙头企业.....	5
图 2: 公司营业收入近五年年均复合增长率为 10%	6
图 3: 公司归母净利润近五年年均复合增长率为 26%.....	6
图 4: 出口业务贡献公司收入比重约 80%, 内销占比逐步提升	6
图 5: 公司 ODM 收入占比超过 80%, 正逐步向 OBM 企业转型	6
图 6: 电热类、电动类厨房电器贡献公司主要收入来源	7
图 7: 2019 年电热类、电动类厨房电器收入分别占总收入的 51%、26%	7
图 8: 新宝股份 ROE 位居行业中位水平.....	7
图 9: 公司毛利率处于行业中位水平.....	8
图 10: 公司净利率呈现稳步上升趋势.....	8
图 11: 公司整体费用率处于行业较低分位.....	9
图 12: 公司销售费用率处于行业较低分位.....	9
图 13: 公司管理费用率高于行业平均水平.....	9
图 14: 公司长期维持较低的财务费用率	9
图 15: 公司总资产周转率高于行业同类型公司	10
图 16: 公司存货周转率处于行业中位水平.....	10
图 17: 郭式家族控股, 股权集中, 决策执行力强.....	10
图 18: 全球小家电出口市场中, 中国占比近一半.....	12
图 19: 美国、欧洲为全球小家电市场中排名靠前的进口国.....	12
图 20: 公司以 ODM 代工为主的外销收入稳健增长, 2010 年以来 CAGR 约 7%.....	12
图 21: 公司电热水壶、咖啡机、面包机等品类稳居出口市场龙头地位.....	12
图 22: 公司出口代工业务以 ODM 为主、OEM 为辅, 积淀研发+制造强大优势.....	13
图 23: 公司研发人员数量占比位居行业前列	14
图 24: 公司研发投入力度处于行业前列	14
图 25: 公司拥有自主研制塑胶、五金、压铸模具和自我配套关键零配件的能力	14
图 26: 公司外销业务毛利率稳步提升, 2019 年达 21%	15
图 27: 美国小家电市场中, 厨房电器、个人护理、家居环境电器分别占比约 1/3	16
图 28: 英国小家电市场中, 家居环境、厨房电器、个人护理占比分别约 44%、36%、20%.....	16
图 29: 公司内销收入快速增长, 近三年 CAGR 达 31%	16
图 30: 摩飞国内销售收入快速增长, 2019 年增速达 350%.....	17
图 31: 中国小家电线上销售额占比迅速提升至 85%以上	17
图 32: 摩飞近 13 个月淘系平台销售额中, 多功能料理锅、榨汁机占比达 47%、23% (2019Q7-2020Q7)	18

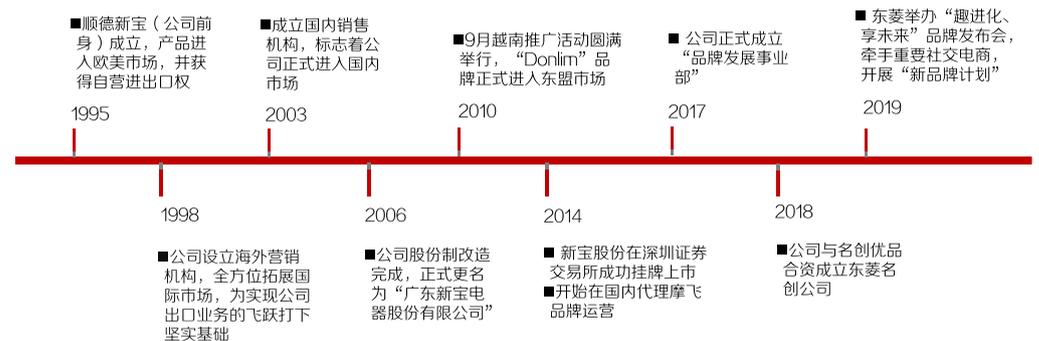
图 33: 近 13 个月淘系平台销售额中，摩飞多功能料理锅、榨汁机市占率分别达 51%、8% (201907-202007)	18
图 34: 多功能料理锅、榨汁杯是公司成功打造的单款爆品，更多新品正持续推出	18
图 35: 摩飞通过在多个社交平台进行深度内容营销，实现“种草”与转化	19
图 36: 自 2019 年 8 月东菱品牌战略发布以来，产品创新持续推进	20
表 1: 设立业绩激励基金，增强发展动力	11
表 2: 公司着手打造自有品牌，品牌矩阵初步形成	20
表 3: 公司已与小米、名创优品、拼多多等品牌达成合作	21
表 4: 可比公司 2021 年调整后平均市盈率为 31 倍	22

1 新宝股份：全球西式小家电 ODM 龙头，国内 OBM 快速发力

1.1 小家电出口代工龙头，打造自有品牌矩阵

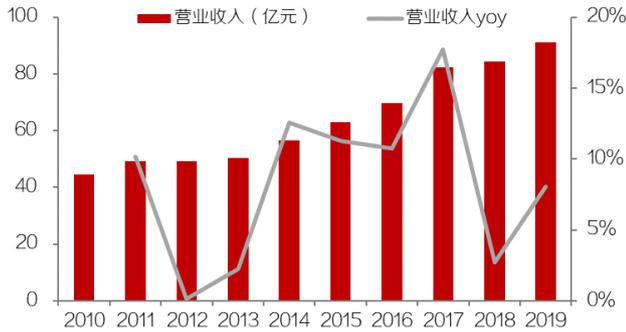
二十余年 ODM 积累沉淀，打造小家电代工出口龙头企业。公司前身顺德新宝成立于 1995 年，并于当年获得自营进出口权，1998 年成立海外营销机构，全方位拓展国际业务，业务范围涉及厨房小家电、家居护理电器、婴儿电器、个护美容电器等领域，其中电热水壶、搅拌机、多士炉、咖啡机等品类出口份额多年位居全国首位，现已成为全球小家电 ODM 龙头企业。国内市场方面，公司于 2003 年成立国内销售机构，并于 2009 年创建自有品牌“东菱”，2014 年开始在国内市场代理摩飞品牌运营，2017 年成立“品牌发展事业部”，大力发展国内业务。经过多年发展，公司于 2014 年在深圳证券交易所成功挂牌上市。

图 1：二十余年沉淀，打造小家电代工出口龙头企业

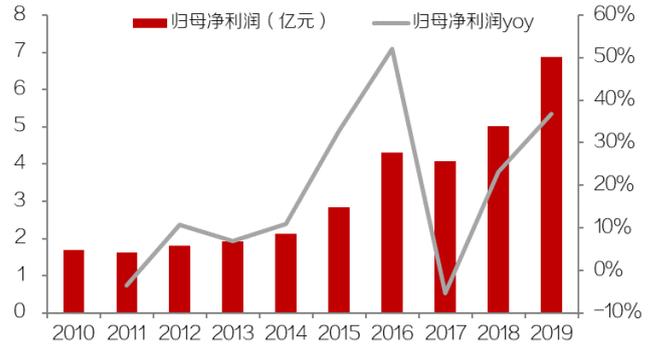


资料来源：公司官网，东方证券研究所

营收、归母净利润均保持稳健增长，近五年 CAGR 分别为 10%、26%。公司营业收入、归母净利润整体保持稳健增长趋势，2019 年实现营业收入 91.25 亿元，同比增长 8.06%，近五年（2014-2019 年）年均复合增长率为 9.99%。伴随公司营收增长、规模优势显现，加之供应链管控体系持续优化，公司归母净利润增速常年高于营收增速，2019 年实现归母净利润 6.87 亿元，同比增长 36.73%，近五年（2014-2019 年）年均复合增长率达 26.36%。全球疫情持续蔓延的背景下，2020 年上半年公司内外销业务仍取得了稳步增长，2020 年上半年实现营业收入 50.45 亿元，同比增长 24.78%；实现归母净利润 4.31 亿元，同比增长 79.19%。

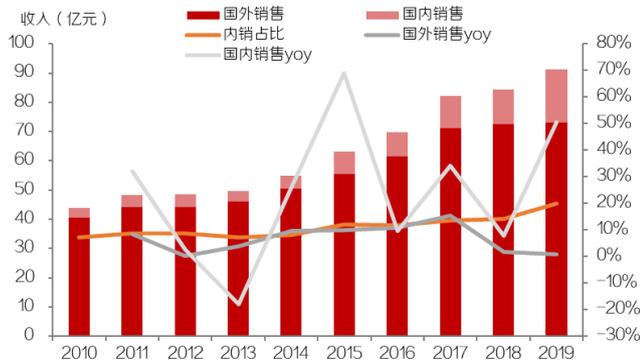
图 2：公司营业收入近五年年均复合增长率为 10%


资料来源：公司公告，东方证券研究所

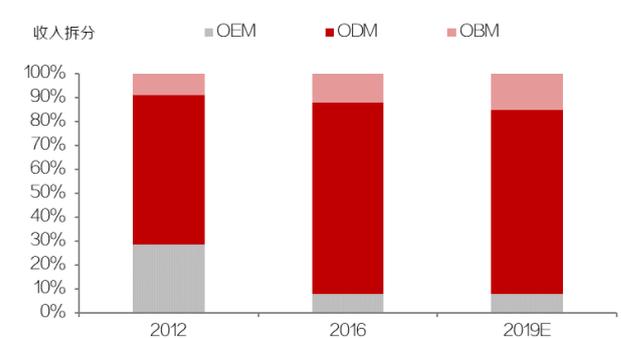
图 3：公司归母净利润近五年年均复合增长率为 26%


资料来源：公司公告，东方证券研究所

外销业务贡献公司收入比重近 80%，内销占比正逐步提升。公司主营业务分为内外销业务两部分，当前以 ODM 为主、OEM 为辅的出口代工业务仍占据公司收入主导地位，2019 年公司实现外销收入 73.18 亿元，同比增长 1.01%，占总收入的比重为 80.20%；公司内销业务由自有品牌和国内 ODM 两部分组成，其中自有品牌包括摩飞、东菱、莱卡、歌岚、百胜图、凯琴与鸣盏等，2019 年摩飞快速放量推动内销收入规模稳步提升，2019 年公司实现内销收入 18.06 亿元，同比增长 50.62%，占公司总收入的比重达 19.80%，相较于 2014 年提升 11.8pct。按业务模式来划分，2016 年公司 ODM 业务占比达 80%，而 OEM 业务仅占总业务量的 8%，OBM 占比约 12%；伴随以自有品牌为主的内销收入占比提升，预计未来公司 OBM 收入占比将持续提升。

图 4：出口业务贡献公司收入比重约 80%，内销占比逐步提升


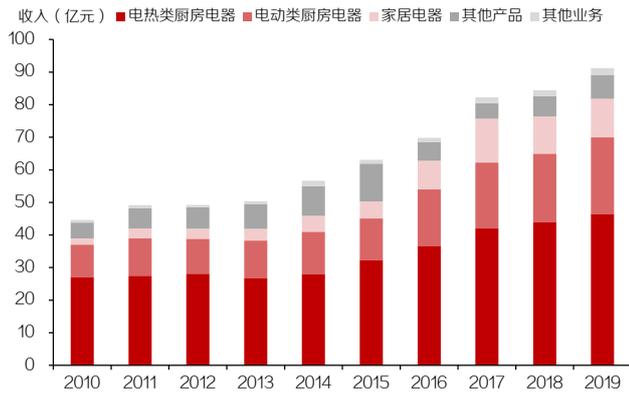
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 5：公司 ODM 收入占比超过 80%，正逐步向 OBM 企业转型


资料来源：公司公告，东方证券研究所

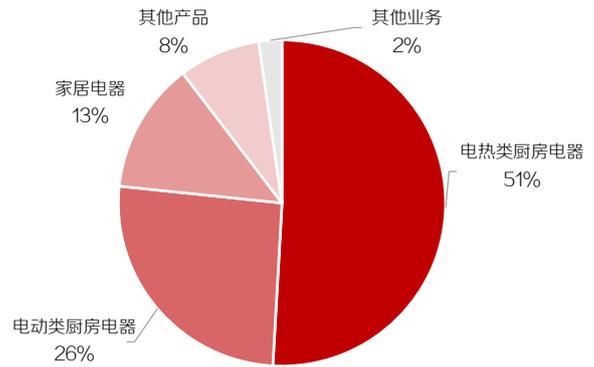
立足于厨房小家电，逐步实现多品类覆盖。厨房小家电为公司传统优势品类，2019年公司电热类厨房电器、电动类厨房电器收入分别为46.44亿元、23.50亿元，同比增速分别达5.87%、11.72%，占据公司总收入的比重分别为51%、26%；公司近年来逐步拓宽业务范围，开始涉足家居护理电器、婴儿电器、个护美容电器等领域，实现多品类覆盖，2019年公司家居电器收入达11.85亿元，近5年年均复合增速为18.97%，占公司总收入比重达13%。

图 6：电热类、电动类厨房电器贡献公司主要收入来源



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 7：2019 年电热类、电动类厨房电器收入分别占总收入的 51%、26%

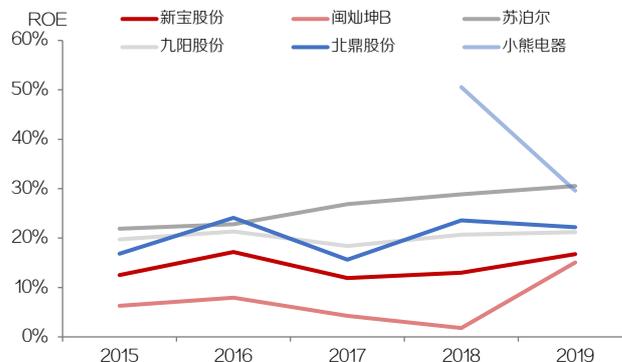


资料来源：公司公告，东方证券研究所

1.2 杜邦分析：盈利能力改善推动 ROE 稳步提升

与同类型小家电上市公司相比，新宝股份 ROE 居于行业中位水平，呈稳步改善态势。横向对比小家电上市公司，新宝股份 ROE 水平居于行业中位水平，低于在国内市场销售的自有品牌运营商，如苏泊尔、九阳股份、北鼎股份、小熊电器，但高于同样以 ODM 业务为主的闽灿坤 B。2019 年新宝股份 ROE 为 16.74%，同比提高 3.74pct；近年来，伴随国内自主品牌收入占比提升，公司 ROE 呈稳步改善态势。

图 8：新宝股份 ROE 位居行业中位水平

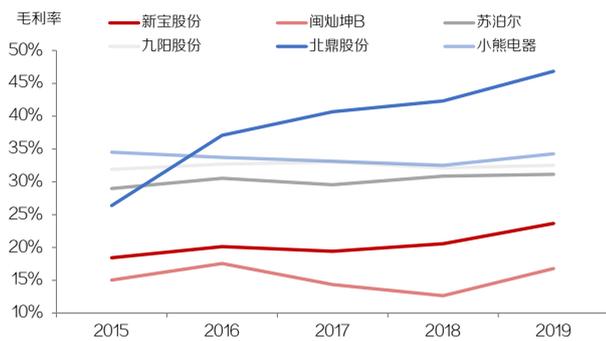


注：小熊电器 2015-2017 年 ROE 分别为 302.49%、130.31%、75.77%

资料来源：公司公告，东方证券研究所

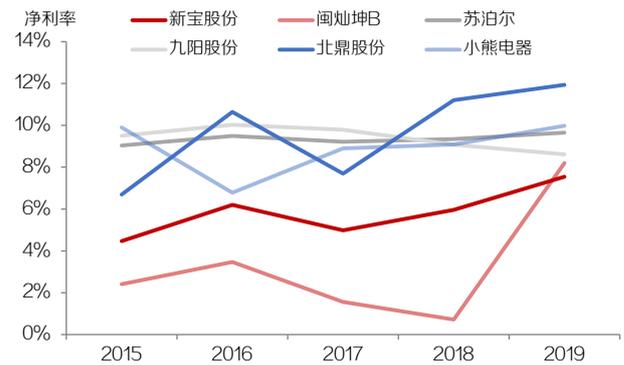
新宝股份盈利能力位于行业中位水平，近年稳步提升。从毛利率、净利率指标来对比，2019 年新宝股份毛利率达 23.67%，低于苏泊尔、九阳股份、北鼎股份、小熊电器的毛利率水平（31.15%、32.52%、46.84%、34.26%），但显著高于闽灿坤 B 的毛利率水平（16.79%）；行业内公司净利率中枢大约在 8-10% 左右，伴随盈利能力更优的国内自主品牌收入占比逐步提升，近年来新宝股份净利率稳步提升，2019 年公司净利率达 7.55%，同比提高 1.58pct。

图 9：公司毛利率处于行业中位水平



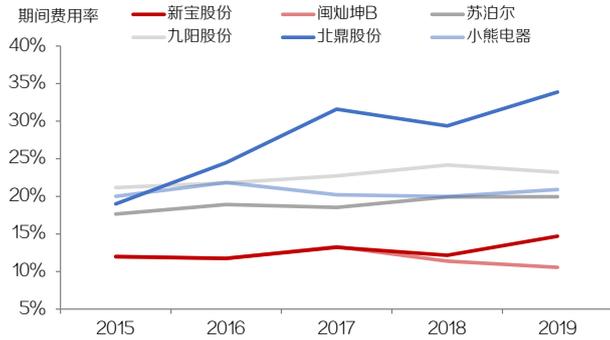
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 10：公司净利率呈现稳步上升趋势

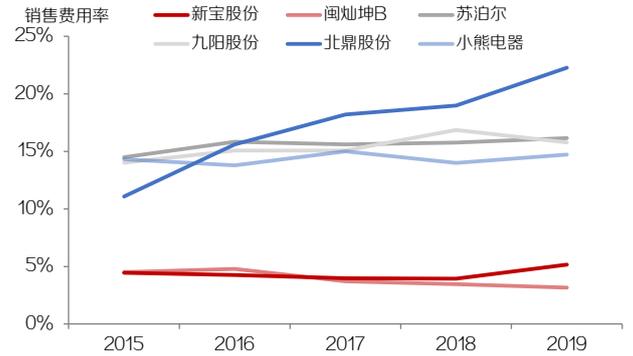


资料来源：公司公告，东方证券研究所

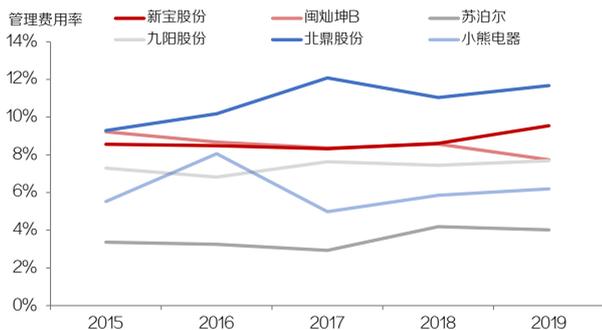
公司费用管控能力优秀，整体费用率处于行业较低分位。公司费用管控能力始终处于行业较高水平，较低的费用率是公司 ROE 维持较高水平的主要驱动力。2019 年公司销售费用率为 5.15%，显著低于苏泊尔、九阳股份、北鼎股份与小熊电器，公司作为代工出口业务，广告宣传等费用支出低于在国内市场销售的自有品牌运营商；管理方面，2019 年公司管理费用率为 9.54%，与可比公司相比较为高；2019 年财务费用率为 -0.02%，财务费用率整体较低。总结来看，2019 年公司实现期间费用率 14.68%，处于行业较低分位，费用管控能力整体突出。

图 11：公司整体费用率处于行业较低分位


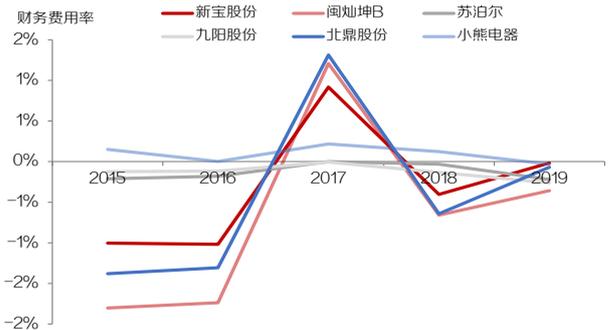
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 12：公司销售费用率处于行业较低分位


资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 13：公司管理费用率高于行业平均水平


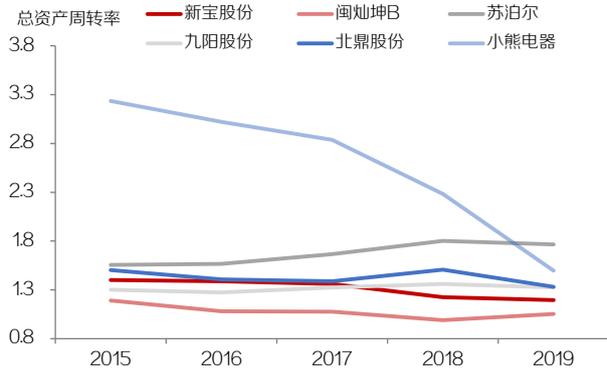
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 14：公司长期维持较低的财务费用率


资料来源：公司公告，东方证券研究所

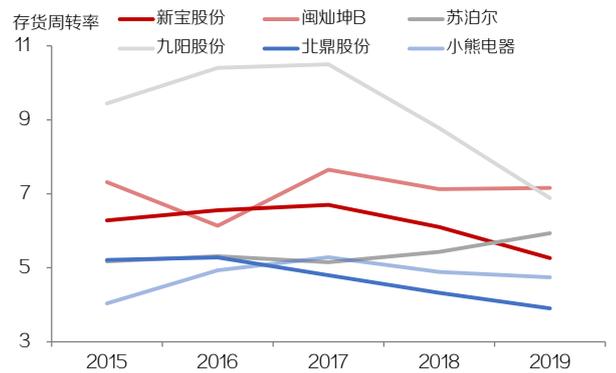
新宝股份公司周转效率高于一行业同类型公司。公司资产周转效率整体高于行业内同样以 ODM 业务为主的可比公司，根据公司公告披露，公司代工订单周期多为 2-3 个月（其中交货周期 30-45 天，回款周期在 60 天以内），经营效率较高。2019 年公司总资产周转率为 1.19，低于苏泊尔、九阳股份、北鼎股份与小熊电器等自主品牌，但显著高于业务结构相似的闽灿坤 B，公司周转效率总体较高。公司存货周转率近年来有所下降，2019 年存货周转率为 5.26，位于行业中位水平。

图 15: 公司总资产周转率高于行业同类型公司



资料来源: 公司公告, 东方证券研究所

图 16: 公司存货周转率处于行业中位水平

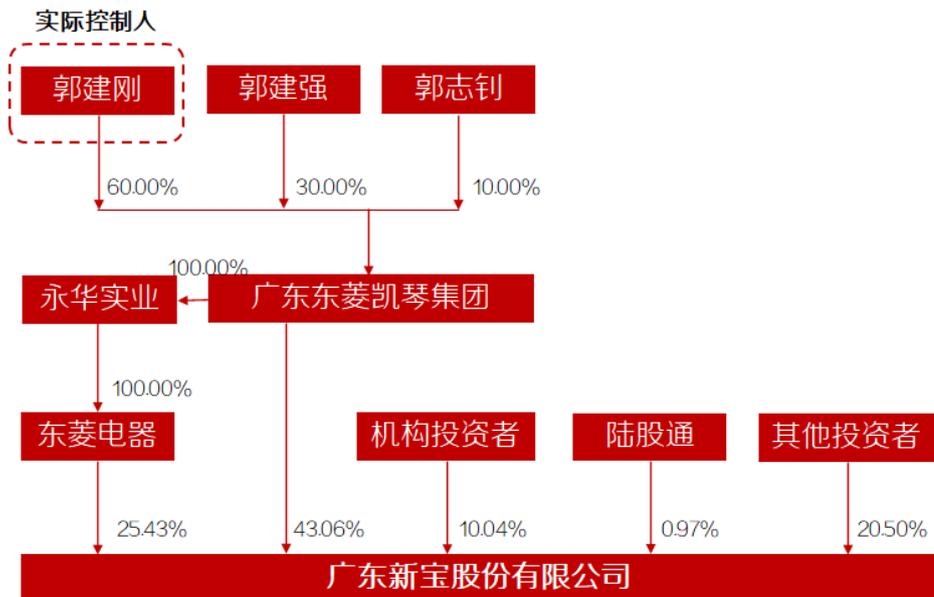


资料来源: 公司公告, 东方证券研究所

1.3 股权结构: 股权集中, 业绩激励基金增强发展动力

公司由郭式家族控股, 股权集中, 决策执行力强。截至 2020 年 3 月 31 日, 公司控股股东广东东菱凯琴集团直接、间接共持股 68.49%, 公司实际控制人郭建刚通过控股广东东菱凯琴集团实际持股 41.09%, 郭建刚兄弟郭建强实际持股 20.55%, 郭建刚父亲郭志钊实际持股 6.85%, 公司股权集中, 决策执行力强。

图 17: 郭式家族控股, 股权集中, 决策执行力强



资料来源: 公司公告, 东方证券研究所

设立业绩激励基金，增强发展动力。公司于 2019 年开始实行业绩激励基金计划，主要面向公司高管、核心业务和技术骨干、有重大贡献的其他员工。考核标准为 2019~2021 年期间国内主营业务收入相较 2018 年（11.11 亿元）增长不低于 20%、40%、60%（即分别达 13.33 亿元、15.55 亿元、17.78 亿元以上），考核净利润相较 2018 年净利润（5.03 亿元）增长不低于 15%、30%、45%（即分别达 5.78 亿元、6.54 亿元、7.29 亿元以上），达成则进行现金奖励，进一步调动管理层和员工积极性，增强公司发展动力。

表 1：设立业绩激励基金，增强发展动力

	2018A	2019E (2019A*)	2020E	2021E
考核国内主营收入 (亿元)	11.11	13.33 (16.79)	15.55	17.78
考核国内主营收入 yoy		20% (51%)	17%	14%
考核净利润** (亿元)	5.03	5.78 (6.78)	6.54	7.29
考核净利润 yoy		15% (37%)	13%	11%

*注：括号内为 2019 财务数据实际值

**注：考核净利润=当年经审计的归属于上市公司股东的净利润+当年业绩激励基金计提金额×(1-所得税税率 15%)

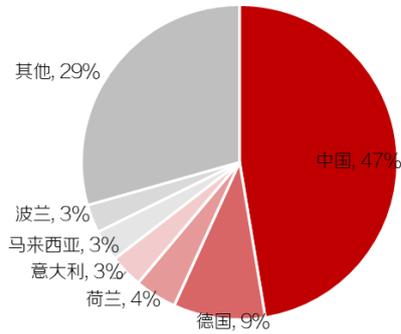
资料来源：公司公告，东方证券研究所

2 外销 ODM 基本盘稳固，技术创新+快速量产优势锻造强大供应链支撑力

2.1 中国占据全球小家电出口半壁江山，公司稳居龙头地位

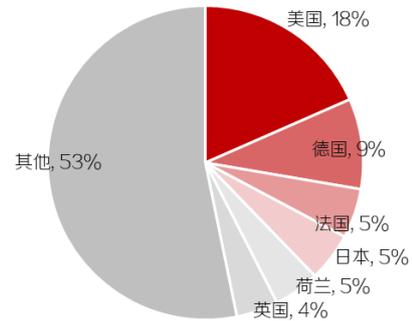
中国占据全球小家电出口市场近一半比重，美欧为最大出口市场，品类以厨房类电器为主。基于国际小家电产业链分工的角度，欧美等海外品牌方主要负责品牌渠道的销售服务，而产品研发、设计、制造等环节则主要由中国企业完成。作为全球小家电的最大出口国，2019 年中国小家电出口额（不含零件）约 323 亿美元，近三年 CAGR 约 10%，占据全球小家电出口市场的比重约 47%；美国、德国、法国等为全球小家电排名前三位的进口国，其中美国占据中国小家电产品出口份额的 27%（也即意味着美国约 70%的小家电进口自中国），且出口品类以厨房类电器为主。

图 18: 全球小家电出口市场中，中国占比近一半



资料来源：中国家用电器协会，东方证券研究所

图 19: 美国、欧洲为全球小家电市场中排名靠前的进口国



资料来源：中国家用电器协会，东方证券研究所

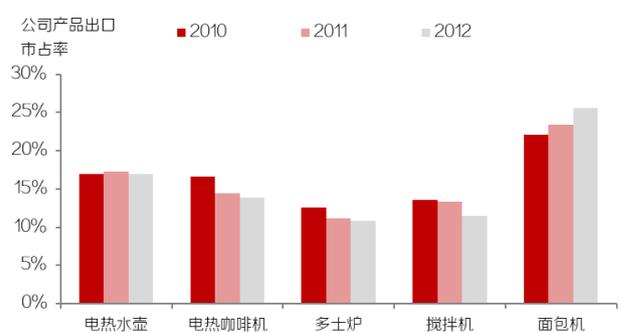
公司外销收入稳健增长，稳居西式小家电出口龙头地位。公司出口业务主要以 ODM 模式为主展开，20 多年来与 JARDEN、APPLICA、HAMILTON BEACH 等全球知名小家电品牌商主要客户合作紧密，2019 年实现外销主营业务收入 72.37 亿元，同比增速约 1.10%，2010 年以来 CAGR 达 6.61%，整体实现稳健增长；2020 年以来受海外疫情影响，欧美等地区消费者居家时间增加，对厨房、家居等小家电品类需求量提升，2020 年上半年公司外销收入同比增速达 9% 左右。公司近年外销收入占中国小家电总出口额比重稳定在 3%-4% 之间，根据公司公告，公司电热水壶、咖啡机、面包机等主要品类出口额占中国该品类出口总额的比重在 10%-15% 左右，其中咖啡机占比近 40%，稳居出口代工龙头地位。

图 20: 公司以 ODM 代工为主的外销收入稳健增长，2010 年以来 CAGR 约 7%



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 21: 公司电热水壶、咖啡机、面包机等品类稳居出口市场龙头地位



资料来源：公司公告，东方证券研究所

2.2 研发+制造优势积淀深厚，ODM 经验塑造强大供应链体系

公司作为全球小家电代工龙头，多年 ODM 经验积累构筑起技术创新及快速量产的强大竞争优势。依托于多年 OEM/ODM 订单的丰富经验积累（以 ODM 为主、OEM 为辅，公司收入中 ODM 占比超过 80%），公司持续优化产品策划、工业设计、技术创新、快速量产等多维度的服务能力，研发+制造优势并驱，一方面带来公司内外销 ODM 订单竞争优势持续强化、议价能力提升，另一方面为公司国内自主品牌快速扩张提供强大的供应链支撑能力。

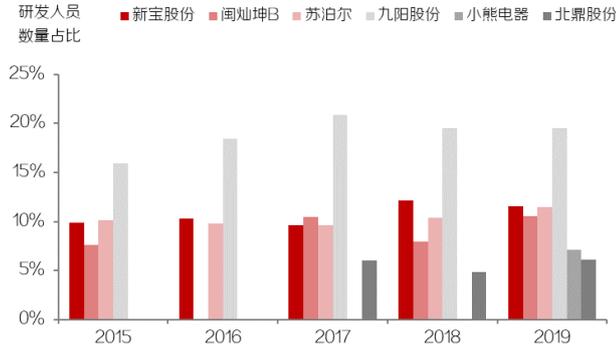
图 22：公司出口代工业务以 ODM 为主、OEM 为辅，积淀研发+制造强大优势



资料来源：公司官网，东方证券研究所

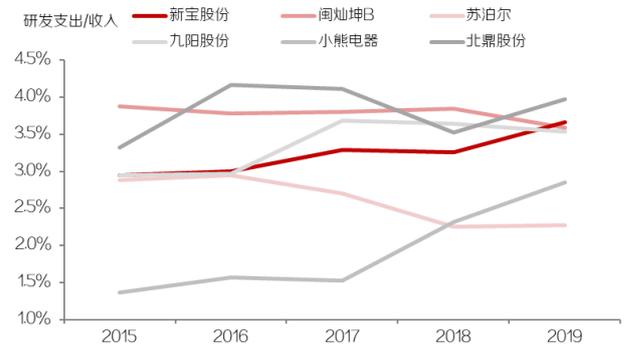
公司研发人员数量占比、研发投入力度均处于小家电行业前列，工业设计能力突出。小家电产品研发周期较短、产品迭代更新速度较快，作为全球 ODM 龙头企业，公司始终将工业设计作为支持公司发展的第一要务，2019 年公司研发人员数量占比约 12%，研发支出占收入比重近 4%，均处于小家电行业前列，打造公司产品持续创新的坚实内核。

图 23：公司研发人员数量占比位居行业前列



资料来源：公司公告，东方证券研究所

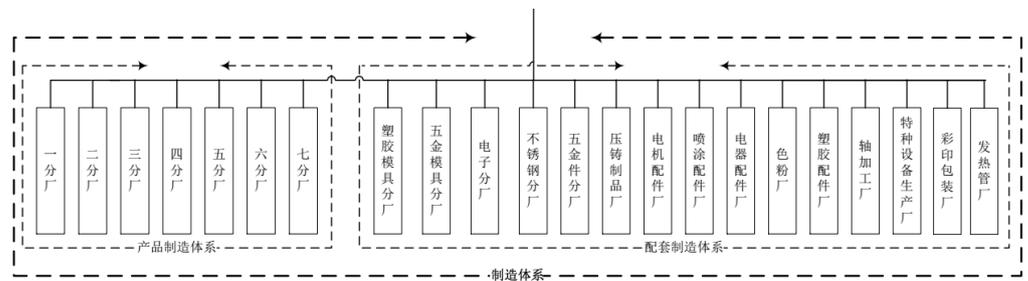
图 24：公司研发投入力度处于行业前列



资料来源：公司公告，东方证券研究所

经年积累打磨深度配套+快速量产能力，制造端优势突出。公司出口代工业务涉足全球 100 多个国家和地区、客户数量达多达 1000 家以上，OEM/ODM 订单小批量、多品种特征突出，对于柔性化的生产管理要求较高，公司通过两方面举措降低制造成本、提升响应能力：（1）向上游整合，拥有自主研制塑胶、五金、压铸模具和自我配套电机、电路板和不锈钢杯等关键零配件的能力（约 50%的零配件由公司内部配套生产），同时建立标准化零件库，实现塑胶、五金、电源线等资源共用，通过产品标准化平台促成部件标准化下的低成本运作，提升多品类协同；（2）针对不同档次定位的客户，对生产单位进行 A、B、C 厂设计，不同档次的产品使用不同的生产线，生产效率显著提升。伴随 ODM 多年经验积累带来供应链管理持续优化，公司出口产品订单已实现约 30-45 天的交货周期，比行业平均水平提前 10 天左右；外销业务毛利率由 2011 年的 13%逐步提升至 21%，盈利能力稳步向好。

图 25：公司拥有自主研制塑胶、五金、压铸模具和自我配套关键零配件的能力



资料来源：公司公告，东方证券研究所

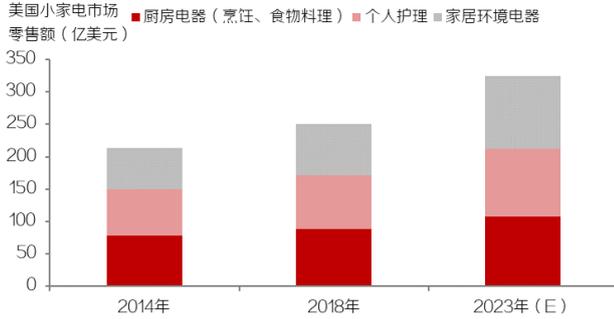
图 26：公司外销业务毛利率稳步提升，2019 年达 21%


资料来源：公司公告，东方证券研究所

2.3 顺应欧美市场趋势实现品类延伸，外销收入有望稳健增长

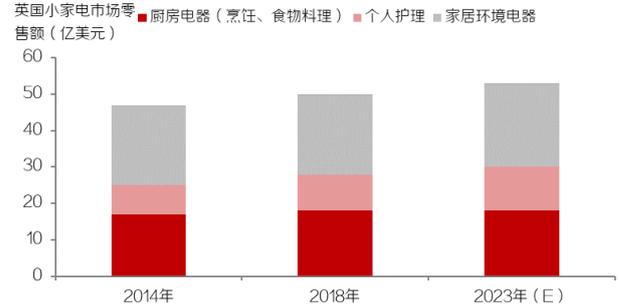
由厨房电器等优势品类向家居环境、个护等品类延伸，公司外销市场收入有望延续稳健增长。公司已建立起较为丰富的产品矩阵，涵盖电热水壶、电热咖啡机等厨房电器以及吸尘器、电熨斗、空气净化器 etc 家居环境电器共 20 多个大类，品类优势可确保顺利满足海外客户的一站式采购需求。根据 Frost & Sullivan 的统计，2018 年美国小家电市场零售额达 250 亿美元，其中含烹饪、食物料理电器在内的厨房电器、个人护理电器、家居环境电器占比分别达 35%、33%、32%，预计未来 5 年以上三类品类零售额年均复合增速将分别达 4%、5%、7%；2018 年英国小家电市场零售额约 50 亿美元，其中家居环境、厨房电器、个护占比分别达 44%、36%、20%，预计未来 5 年以上三类品类零售额年均复合增速将分别达 1%、0%、4%，个人护理、家居环境电器未来仍有较大增长前景。未来公司将在巩固既有厨房电器等优势品类的基础上，向家居环境电器、婴儿电器、个人护理电器等产品延伸，积极顺应欧美等外销市场环境的发展趋势，公司外销业务有望延续稳健增长。

图 27：美国小家电市场中，厨房电器、个人护理、家居环境电器分别占比约 1/3



资料来源：Frost & Sullivan，东方证券研究所

图 28：英国小家电市场中，家居环境、厨房电器、个人护理占比分别约 44%、36%、20%

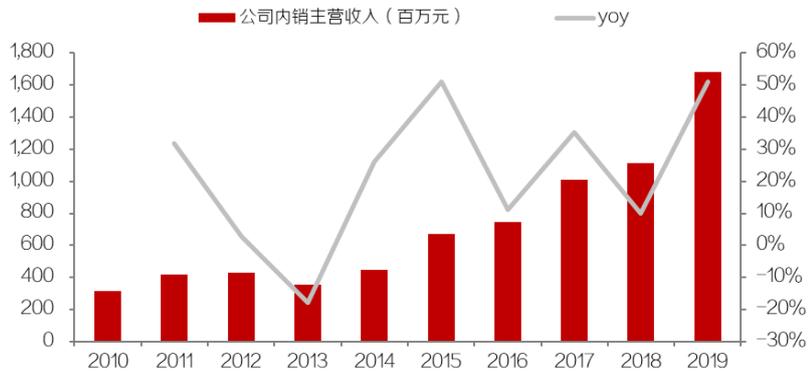


资料来源：Frost & Sullivan，东方证券研究所

3 产品+渠道优势驱动自主品牌、国内 ODM 快速扩张，内销市场高成长正当时

以摩飞为代表的自主品牌快速放量、国内 ODM 业务规模扩张，共同驱动公司内销收入快速增长。公司内销市场分为自主品牌与国内 ODM 代工两类模式，其中内销自主品牌占比约 60%-70%，国内 ODM 订单占比约 30%-40%。2019 年公司内销市场实现主营业务收入 16.79 亿元，同比增速达 51%，近三年 CAGR 达 31%；根据中报披露，2020 年上半年公司内销收入同比增速高达 90.87%，以摩飞为代表的自主品牌快速放量，叠加与小米、名创优品等新零售品牌合作的 ODM 订单规模持续扩张，共同推动公司内销市场收入快速增长。

图 29：公司内销收入快速增长，近三年 CAGR 达 31%



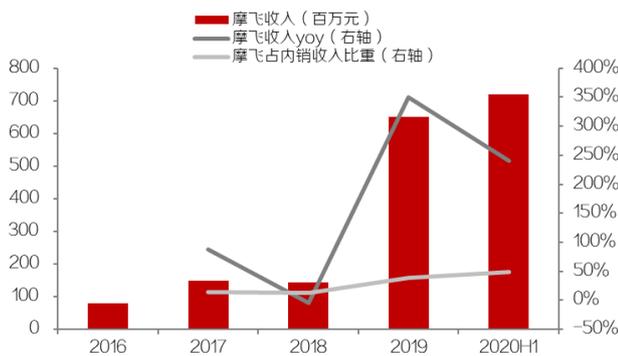
资料来源：公司公告，东方证券研究所

3.1 摩飞打造自主品牌运营成功范例，有望由“1”复制至“N”，未来成长可期

产品创新+内容营销打造爆品，摩飞“种草收割机”模式快速放量

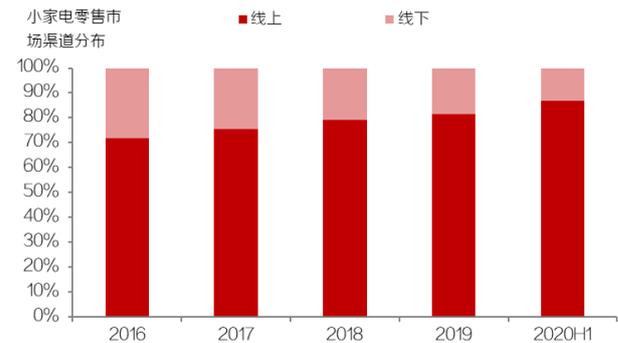
借力电商渠道兴起，摩飞品牌快速放量。摩飞（Morphy Richards）是英国家喻户晓的小家电品牌，定位为提供中高端生活电器等产品，其通过品牌授权的方式，自2014年起独家授权公司在中国市场上运营该品牌，并收取固定的品牌使用费以及一定比例的销售提成。借助于电商渠道兴起带来的发展机遇（据奥维云网统计，中国小家电市场线上销售额占比已由2016年的72%迅速提升至2020H1的85%以上），2019年摩飞品牌实现国内销售收入近6.5亿元，同比增速达350%左右，贡献公司内销收入比重近40%；2020年上半年摩飞收入达7.2亿元，同比增速达240%，占公司内销比重约50%，当前正处于快速放量期。摩飞品牌的快速发展主要来源于公司采取的“爆款产品+内容营销”方法，2018年起公司以摩飞为代表的自主品牌在对接环节采取“产品经理+内容经理”制度，由产品经理负责产品策划、定义、机会挖掘等方面，并将需求分解至公司原有的ODM组织架构上，借力公司在技术创新、快速量产方面的供应链优势，打造产品端核心竞争力；由内容经理负责产品营销内容的策划并逐步推进，从而实现营销侧的爆品推广。

图 30：摩飞国内销售收入快速增长，2019 年增速达 350%



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 31：中国小家电线上销售额占比迅速提升至 85% 以上

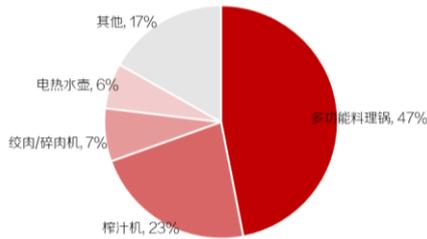


资料来源：奥维云网，东方证券研究所

产品研发设计方面的快速创新能力，是公司持续推出爆款产品的核心竞争力。中国小家电市场呈现美的、九阳、苏泊尔三足鼎立的局势，根据奥维云网的统计，2019年小家电线上、线下渠道CR3分别达68%、91%，且这一特征在电饭煲、电压力锅、电磁炉等传统品类上表现得更为明显，因此在品类选择方面，公司以差异化切入点，基于英伦生活的品牌调性，将“中产以上、较为小资的家庭，特别是有核心购买力的青年女性家庭”作为核心用户，贴合其需求成功打造出多功能料理锅、榨汁杯等爆款单品，近13个月（201907-202007）淘系平台市占率分别达51%、8%，推测以上两类品类贡献摩飞国内收入比重超过50%。我们认为摩飞的产品竞争力一方面在于简约、复古的设计外观符合当下审美潮流，另一方面，多功能、便携性等特性贴合年轻消费者的核心需求，从而带来较强的体验感。考虑到小家电品类的制造壁垒相对较低，爆款新品一经推出后很容易引起竞争对手的模仿，因此能否持续孵化出有竞争力的新品，是摩飞爆品模式在产品侧能否持续的关键。

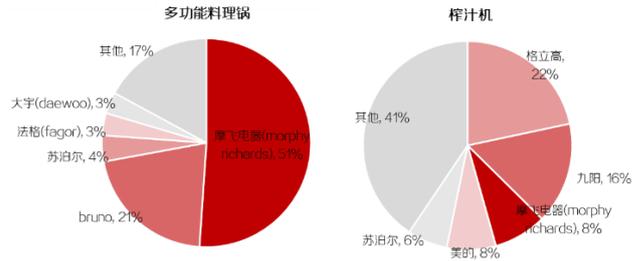
我们认为，依托于公司为海外品牌 ODM 代工多年建立的强大研发创新实力，以及自 2020 年以来陆续推出早餐机、绞肉机等新品的实际情况来看（淘数据显示，早餐机、绞肉机自 2020 年 5 月上市以来销量高增长，2020 年 8 月贡献品牌总收入比重已分别达 11%、12%），公司有望维持自身在洞察核心用户需求、快速推出爆款产品的竞争优势。

图 32：摩飞近 13 个月淘系平台销售额中，多功能料理锅、榨汁机占比达 47%、23%（201907-202007）



资料来源：淘数据，东方证券研究所

图 33：近 13 个月淘系平台销售额中，摩飞多功能料理锅、榨汁机市占率分别达 51%、8%（201907-202007）



资料来源：奥维云网，东方证券研究所

图 34：多功能料理锅、榨汁杯是公司成功打造的单款爆品，更多新品正持续推出

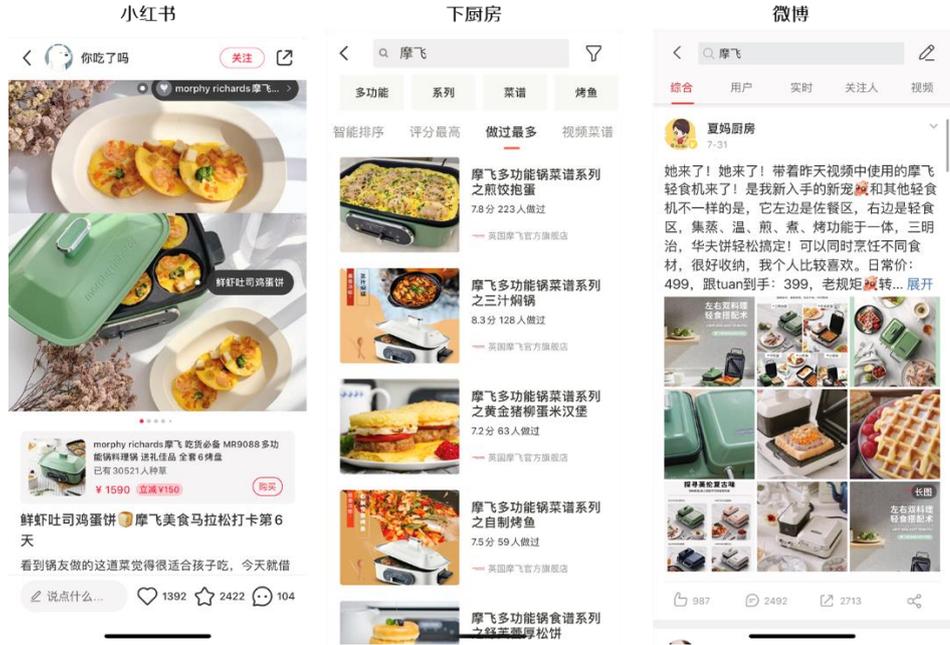


资料来源：摩飞中国官网，东方证券研究所

通过以内容营销为主导的“种草收割机”模式，将多平台流量转化为消费购买行为，新渠道运营能力突出。摩飞品牌主要以线上销售为主，线下渠道仅占 10%-20%，线上渠道侧，公司主要以自媒体内容营销为主导，先通过大范围、小量级的推广实现“种草”，进而筛选效果较好的社交平台（如小红书、抖音、微博等）展开深度合作，投入更多费用、通过美食博主等头部及腰部 KOL 实现“实名安利”，最后通过消费者转入电商平台自行购买或向博主团购等模式实现“收割”。由此可见，公司整体对于经销商在内容营销方面的能力要求较高，线上渠道竞争实力突出；与此同时，由于线

上经销商对于消费者画像等数据掌握更为全面，与产品侧有望形成有效联动，将消费者需求痛点反馈至产品侧，利于公司持续打造有竞争力的优势产品，形成正向反馈循环。

图 35：摩飞通过在多个社交平台进行深度内容营销，实现“种草”与转化



资料来源：小红书，下厨房，微博，东方证券研究所

国内自主品牌有望复制摩飞经验，构建内销品牌矩阵

公司着手打造国内自有品牌，品牌矩阵初步形成。公司近年来依托于多年 ODM 业务积淀的研发、制造优势，逐步发展国内自主品牌业务，目前公司旗下已形成摩飞、莱卡、歌岚、东菱、百胜图、凯琴、鸣盖七大品牌布局，分别涉及厨房电器、家居电器、净水器、个护电器、茶具电器等业务领域。

表 2：公司着手打造自有品牌，品牌矩阵初步形成

旗下品牌	商标	主要品类
摩飞		厨房电器、家居电器
莱卡		净水器
歌岚		个护电器
东菱		厨房电器
百胜图		咖啡机
凯琴		厨房电器
鸣盏		茶具电器

资料来源：公司官网，公司公告，东方证券研究所

强大供应链平台赋能产品力，摩飞成功经验有望复制至国内更多新品牌。依托于二十余载 ODM 业务积累的产品研发、快速量产以及柔性管理等综合能力，公司现已建立起强大的供应链平台，可为新品牌产品侧持续赋能，叠加摩飞在内容营销等方面积累的成功经验，国内自主品牌矩阵有望快速扩容。以东菱为例，自 2019 年 8 月“趣享生活”品牌理念发布以来，公司持续推出三明治早餐机、加热便当盒、轻食杯等一系列新品，面向年轻消费者持续推出有趣、精致的厨房电器，2019 年东菱实现营业收入约 2.4 亿元，与 2018 年基本持平；2020 年上半年实现收入近 1.7 亿元，其中一季度同比增长近 20%，二季度爆发式增长 140%，未来公司内销自主品牌仍有较大成长空间。

图 36：自 2019 年 8 月东菱品牌战略发布以来，产品创新持续推进


资料来源：小红书，下厨房，微博，东方证券研究所

3.2 携手互联网品牌，国内 ODM 规模持续扩张

与小米、名创优品、拼多多等品牌商深度合作，公司国内 ODM 订单规模持续扩张。公司近年来依托于自身优秀的研发设计与制造能力，与小米、名创优品、拼多多等平台开展深度合作，其中公司与小米合作的品类主要包括净水器、电热壶、电动牙刷、烤箱等，根据公司公告披露，2018 年公司与小米合作的净水器销量达 60 万台左右，未来在咖啡机、保温杯等产品线上仍有合作空间；公

司与名创优品合资设立佛山东菱名创电子科技有限公司，进行产品研发，部分项目已于 2019 年二季度开始投产，主要涉及个护美容、mini 水壶等产品；此外，公司与拼多多的合作仍处于产品储备探索阶段，目前主要销售公司新品牌“凯琴”的厨房电器产品。未来伴随与新零售品牌合作规模的扩大，公司国内 ODM 业务收入有望持续扩张。

表 3：公司已与小米、名创优品、拼多多等品牌达成合作

合作公司	合作品类
小米	净水器、电热壶、电动牙刷、烤箱
名创优品	个护美容、mini 水壶
拼多多	厨房家电

资料来源：公司公告，东方证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2020-2022 年盈利预测做如下假设：

- 1) 外销市场仍为公司的基本盘,预计 2020-2022 年公司外销收入同比增速将分别达 10%、3%、3%；内销市场有望快速增长，其中：①自主品牌方面，摩飞依托于产品创新叠加内容营销打法，高增长有望持续，并有望复制至其他品牌，假设 2020-2022 年摩飞收入同比增速将分别达 131%、45%、31%，东菱收入同比增速分别达 45%、35%、30%，其他自主品牌（歌岚、百胜图等）收入同比增速分别达 30%、40%、40%；②国内代工方面，伴随与小米、名创优品等品牌合作逐步深入以及新客户拓展贡献增量，预计 2020-2022 年公司国内 ODM 收入同比增速将分别达 16%、17%、16%。
- 2) 外销方面，假设 2020-2022 年公司毛利率将分别达 22%、21%、21%；内销方面，摩飞、东菱及其他自主品牌毛利率分别按 44%、34%、32%，国内代工毛利率按 20%假设。随着国内自主品牌收入占比持续提升，预计 2020-2022 年公司毛利率将分别达 25.58%、26.30%、27.20%。
- 3) 伴随自主品牌收入占比提升,预计 2020-2022 年公司销售费用率将相应提升至 6.06%、6.63%、7.12%；2020-2022 年管理费用率、研发费用率整体稳定在 5.88%、3.66%。
- 4) 假设 2020-2022 年公司所得税率维持 13.43%。

盈利预测核心假设

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
国外销售					
销售收入 (百万元)	7,158.4	7,237.0	7,960.7	8,199.6	8,445.6
增长率	1.7%	1.1%	10.0%	3.0%	3.0%
毛利率	18.6%	21.0%	21.5%	21.0%	21.0%
国内销售					

销售收入 (百万元)	1,111.5	1,679.2	2,805.6	3,848.8	4,983.5
增长率	9.9%	51.1%	67.1%	37.2%	29.5%
毛利率	31.4%	33.3%	36.1%	36.9%	37.2%
其他业务					
销售收入 (百万元)	174.5	208.2	239.5	251.5	264.0
增长率	2.4%	19.3%	15.0%	5.0%	5.0%
毛利率	32.4%	37.3%	37.3%	37.3%	37.3%
合计	8,444.3	9,124.5	11,005.9	12,299.9	13,693.1
增长率	2.7%	8.1%	20.6%	11.8%	11.3%
综合毛利率	20.6%	23.7%	25.6%	26.3%	27.2%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

投资建议

我们采用相对估值法对公司进行估值。本篇报告分别选取了苏泊尔、九阳股份、小熊电器、北鼎股份、美的集团等小家电企业作为可比公司。我们预测公司 2020-2022 年归母净利润分别为 9.05、10.31、12.16 亿元，对应的 EPS 分别 1.13、1.29、1.52 元。考虑到四季度板块逐步进入估值切换窗口期，这里我们采用 2021 年进行估值。可比公司 2021 年调整后平均 PE 为 31 倍，考虑到公司作为全球西式小家电 ODM 龙头企业，研发、制造优势积淀打造强大供应链平台，有望依托产品侧与渠道侧的高效联动，持续孵化出有竞争力的新品，以摩飞为代表的内销自主品牌矩阵高成长可期，预计 2022 年公司归母净利润同比增长 18.0%，高于可比公司调整后平均增速（14.9%），我们给予公司 2021 年 35 倍市盈率估值，较可比公司溢价 15%，对应目标价 45.15 元，首次给予“买入”评级。

表 4：可比公司 2021 年调整后平均市盈率为 31 倍

公司	代码	最新价格(元)	每股收益 (元)					市盈率					一致预期净利润增速	
		2020年9月29日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2021E	2022E
苏泊尔	002032.SZ	78.58	2.03	2.34	2.41	2.79	3.13	38.65	33.61	32.57	28.13	25.07	15.8%	12.2%
九阳股份	002242.SZ	40.35	0.98	1.07	1.20	1.40	1.59	41.06	37.57	33.53	28.82	25.31	16.4%	13.9%
小熊电器	002959.SZ	126.16	2.06	2.23	2.83	3.56	4.47	61.21	56.45	44.62	35.39	28.21	26.1%	25.4%
北鼎股份	300824.SZ	28.64	0.42	0.40	0.43	0.55	0.65	68.65	71.00	66.76	51.70	44.01	29.1%	17.5%
美的集团	000333.SZ	72.45	3.05	3.47	3.53	4.06	4.59	23.75	20.86	20.54	17.86	15.78	15.0%	13.2%
	最大值							68.65	71.00	66.76	51.70	44.01	29.1%	25.4%
	最小值							23.75	20.86	20.54	17.86	15.78	15.0%	12.2%
	平均数							46.66	43.90	39.60	32.38	27.67	20.5%	16.4%
	调整后平均							46.97	42.54	36.91	30.78	26.19	19.4%	14.9%

资料来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

- 国内新品创新能力不足导致盈利不达预期、估值下滑的风险：预计 2022 年公司内销自主品牌收入、利润占比将分别达 30%、50%以上，能否持续孵化出有竞争力的新品将是摩飞等自

主品牌收入能否持续高增长的重要因素，若公司推出新品的创新能力不足、消费者接受力度不达预期，公司或将面临内销收入增长不达预期、估值下降的风险。

- **海外小家电品牌 ODM 订单需求不达预期的风险：**公司当前外销收入占比仍达 80%以上，若受欧美小家电市场需求整体回落等因素影响，导致公司出口代工订单需求不达预期，公司盈利或将面临大幅波动的风险。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,850	1,836	2,215	2,784	3,590	营业收入	8,444	9,125	11,006	12,300	13,693
应收票据、账款及款项融资	1,161	1,141	1,376	1,538	1,713	营业成本	6,708	6,965	8,191	9,065	9,968
预付账款	23	30	36	41	45	营业税金及附加	74	65	78	88	98
存货	1,184	1,464	1,721	1,905	2,095	营业费用	332	470	667	815	975
其他	197	692	699	704	710	管理费用及研发费用	727	871	1,050	1,174	1,307
流动资产合计	4,416	5,163	6,048	6,973	8,152	财务费用	(34)	(2)	23	18	(10)
长期股权投资	67	67	67	67	67	资产、信用减值损失	8	14	4	3	4
固定资产	1,828	1,941	2,135	3,600	3,674	公允价值变动收益	(35)	25	0	0	0
在建工程	168	253	1,028	337	685	投资净收益	(40)	(25)	0	0	0
无形资产	474	527	508	490	471	其他	33	44	45	45	45
其他	178	199	54	54	54	营业利润	587	784	1,037	1,181	1,396
非流动资产合计	2,715	2,988	3,793	4,548	4,950	营业外收入	15	18	18	18	18
资产总计	7,131	8,151	9,841	11,520	13,102	营业外支出	17	7	7	7	7
短期借款	334	143	813	143	143	利润总额	585	795	1,047	1,192	1,407
应付票据及应付账款	2,251	2,509	2,950	3,265	3,590	所得税	82	107	141	160	189
其他	629	917	969	1,004	1,043	净利润	504	688	907	1,032	1,218
流动负债合计	3,214	3,569	4,731	4,412	4,776	少数股东损益	1	1	2	2	2
长期借款	0	200	200	200	200	归属于母公司净利润	503	687	905	1,031	1,216
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.63	0.86	1.13	1.29	1.52
其他	0	54	0	0	0						
非流动负债合计	0	254	200	200	200	主要财务比率					
负债合计	3,214	3,823	4,931	4,612	4,976		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	14	29	30	32	34	成长能力					
股本	813	801	801	832	832	营业收入	2.7%	8.1%	20.6%	11.8%	11.3%
资本公积	1,137	1,139	1,139	2,075	2,075	营业利润	25.6%	33.6%	32.2%	14.0%	18.2%
留存收益	1,947	2,354	2,939	3,969	5,186	归属于母公司净利润	23.2%	36.7%	31.7%	13.8%	18.0%
其他	5	5	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	3,917	4,328	4,910	6,908	8,126	毛利率	20.6%	23.7%	25.6%	26.3%	27.2%
负债和股东权益总计	7,131	8,151	9,841	11,520	13,102	净利率	6.0%	7.5%	8.2%	8.4%	8.9%
						ROE	13.2%	16.8%	19.7%	17.5%	16.3%
						ROIC	11.9%	15.2%	17.3%	15.8%	15.3%
						偿债能力					
						资产负债率	45.1%	46.9%	50.1%	40.0%	38.0%
						净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						流动比率	1.37	1.45	1.28	1.58	1.71
						速动比率	1.00	1.03	0.91	1.14	1.26
						营运能力					
						应收账款周转率	8.8	8.7	10.0	9.7	9.7
						存货周转率	6.0	5.2	5.0	4.9	4.9
						总资产周转率	1.2	1.2	1.2	1.2	1.1
						每股指标(元)					
						每股收益	0.63	0.86	1.13	1.29	1.52
						每股经营现金流	0.55	1.80	1.38	1.45	1.69
						每股净资产	4.87	5.36	6.09	8.58	10.10
						估值比率					
						市盈率	65.5	47.9	36.4	32.0	27.1
						市净率	8.4	7.7	6.8	4.8	4.1
						EV/EBITDA	39.7	31.1	26.3	22.7	19.4
						EV/EBIT	56.1	39.6	29.3	25.8	22.4

资料来源：东方证券研究所

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有新宝股份(002705)股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

