

春光科技 (603657)

白色家电/家用电器

发布时间: 2021-05-17

证券研究报告 / 公司深度报告

买入

上次评级: 买入

并购切入整机制造行业，步入快速发展通道

报告摘要:

公司是清洁电器软管及配件集成方案提供商，能满足客户的多元化、定制化需求。经测算，公司近十年来生产的吸尘器软管销售量市场占有率为全国第一。软管毛利率基本稳定在 38%，具有较高壁垒。配件的毛利率基本稳定在 22%，可以通过品类扩张，实现业绩高速增长。公司作为品牌指定供应商，积累了丰富的优质客户资源，与全球主流吸尘器品牌美的、莱克、戴森、鲨科、必胜等国内外知名清洁电器品牌保持密切关系。

股权高度集中，激励机制灵活。实际控制人为陈正明家族，持股比例超过 60%。陈正明作为公司的灵魂人物，负责公司软管和配件管理工作。陈凯担任公司总经理，负责吸尘器整机代加工业务，其对吸尘器产业链，清洁电器未来发展趋势具有深刻的理解，能够带领公司紧跟时代潮流，再上新的台阶。

并购越南和苏州工厂，切入整机产业链。2020 年公司通过并购越南 SUNSTONE 和苏州海力（现改名尚腾）两家工厂切入整机制造业务，两家工厂目前分别可达到产能 400 万/年。春光科技能够导入优质的客户资源，为尚腾整机业务赋能，越南 SUNSTONE 已拿到很多订单，苏州尚腾也已经和多家品牌合作，可获得很多订单。

洗地机行业制造具有较高壁垒，公司具备代工能力。苏州尚腾 2019 年开始研发洗地机项目，具备洗地机代工能力，已经与多家品牌达成合作意向，公司未来将充分受益下游行业景气度提升，实现业绩爆发式增长。

投资建议:根据假设，2021-2023 年公司可实现营业收入 19.76 亿、32.43 亿、41.13 亿，同比增速为 131%、64%、27%。公司 2021-2023 年可实现利润为 2.3 亿、3.54 亿、4.34 亿，同比增速为 62%、54%、23%，对应 2021 年 20-25 倍 PE 较为合理，有 49%-86%空间，给与“买入”评级。

风险提示:整机业务运营管理不及预期

财务摘要 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	563	854	1,976	3,243	4,113
(+/-)%	11.00%	51.72%	131.42%	64.08%	26.83%
归属母公司净利润	107	142	230	354	434
(+/-)%	5.59%	33.62%	61.74%	53.57%	22.56%
每股收益 (元)	0.79	1.06	1.71	2.63	3.23
市盈率	31.06	16.42	13.27	8.64	7.05
市净率	3.80	2.43	2.56	1.98	1.54
净资产收益率 (%)	12.23%	14.81%	19.33%	22.89%	21.90%
股息收益率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本 (百万股)	96	134	134	134	134

股票数据

2021/05/14

6 个月目标价 (元)	42.75
收盘价 (元)	22.75
12 个月股价区间 (元)	15.19~25.69
总市值 (百万元)	3,057.60
总股本 (百万股)	134
A 股 (百万股)	134
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	5

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	26%	53%	33%
相对收益	23%	65%	3%

相关报告

《春光科技 (603657): 清洁电器软管行业佼佼者，布局第二增长曲线》

--20210327

《海尔智家 (600690) 2021Q1 点评: 核心品类市场份额提升，盈利能力增强》

20210502

《石头科技 (688169): 2020 年报&2021Q1 点评，自主品牌占比提高，扫地机器人行业维持高景气度》

--20210501

证券分析师: 王凤华

执业证书编号: S0550520020001
010-63210892 wangfh@nesc.cn

研究助理: 陈玉卢

执业证书编号: S0550119070037
010-63210892 chenylulu@nesc.cn

目 录

1.	公司发展概况	4
1.1.	发展历史：精耕细作，开拓进取	4
1.2.	软管产品高壁垒，竞争优势明显	5
1.3.	配件高增速，毛利率稳定	8
1.4.	股权高度集中，激励机制灵活	11
2.	外延并购进入整机代加工领域，开启第二增长曲线	12
2.1.	收购越南 SUNSTONE100%股权，现金交易	12
2.2.	收购苏州海力 55%股权，改名苏州尚腾科技	13
2.3.	战略定位：春光支撑尚腾，尚腾拉动春光	13
3.	整机代加工行业分析	14
3.1.	科沃斯代加工：毛利率 12%-20%波动	14
3.2.	宁波富佳代加工：净利率在 7%-12%之间	15
3.3.	吸尘器代工行业竞争格局与变化	16
4.	吸尘器行业发展分析	17
4.1.	吸尘器发展历经三个阶段，五种形态	17
4.2.	全球吸尘器市场情况：容量逐步扩大，北美渗透率接近 100%	18
4.3.	中国吸尘器市场情况：全球最大生产国，以出口为主	21
4.4.	吸尘器竞争格局：全球 CR5 为 28.7%，北美地区集中度最高	22
4.5.	无线吸尘器：产品更新换代提速，竞争激烈	23
4.6.	洗地机：快速放量，众多品牌布局	25
5.	盈利预测与投资建议	26
6.	风险提示	28

图表目录

图 1:	清洁电器软管及配件集成解决方案示意图	4
图 2:	春光科技发展历程	5
图 3:	春光科技软管产品品类	5
图 4:	聚乙烯大宗商品走势图	7
图 5:	软管毛利率较为稳定	7
图 6:	国内外合作伙伴	8
图 7:	清洁电器配件示例	9
图 8:	软管组件系列产品	9
图 9:	吸尘器外部结构	10
图 10:	吸尘器内部结构	11
图 11:	股权结构图	12

图 12: 科沃斯代工业务毛利率和代工业务收入占比	14
图 13: 宁波富佳净利率水平在 7%-12%之间	16
图 14: 2014-2019 年全球吸尘器市场销售量	19
图 15: 2014-2019 年中国吸尘器市场销售量	19
图 16: 2020 年各地区零售量	20
图 17: 2020 年各地区零售量占比	20
图 18: 2018 年各区域市场渗透率	20
图 19: 2000-2019 年吸尘器生产量	21
图 20: 2014-2019 中国出口量占全球销量 90%以上	22
图 21: 2019 年吸尘器主要出口国的出口额 (亿元) 及占比	22
图 22: 2020 年国内清洁电器市场规模走势	24
图 23: 无线吸尘器产品生命周期对比 (零售额)	24
图 24: 2020 年线上无线吸尘器品牌竞争格局: 品牌, 零售额份额, 均价, 均价涨幅.....	25
图 25: 洗地机品牌	25
图 26: 价格带集中在 2500-3499, 两翼价格产品线仍有开拓空间	26
表 1: 传统业务产品收入结构	6
表 2: 清洁电器软管系列占比与下游市场有关	6
表 3: 软管单价因长度和原材料价格有所波动	6
表 4: 员工薪酬高于金华市制造业平均工资	12
表 5: 科沃斯代加工业务占比	14
表 6: 科沃斯代加工各品牌商对应的每台单价	15
表 7: 科沃斯代加工各品牌对应的毛利率	15
表 8: 吸尘器代工毛利率	15
表 9: 吸尘器产品大型制造企业名单	16
表 10: 吸尘器行业发展的三个阶段	17
表 11: 吸尘器形态分类.....	18
表 12: 2020 年全球各地区吸尘器销量份额 TOP5 品牌	23
表 13: 线上洗地机各品牌零售额占比	26
表 14: 各部分收入预测	27
表 15: 各部分利润预测	27

1. 公司发展概况

1.1. 发展历史：精耕细作，开拓进取

公司作为清洁电器软管及配件集成方案提供商，满足客户的多元化、定制化需求。春光科技位于浙江省金华市金磐开发区，2018年在主板上市。主营业务包括软管及配件产品，主要应用于吸尘器等清洁电器领域，并已逐步延伸至挂烫机、洗碗机和户外清扫工业除尘系统等领域。经测算，公司近十年来生产的吸尘器软管销售量和市场占有率为全国第一，自主研发的1:8超大伸缩比软管，技术指标达到国际领先水平，公司提供清洁电器软管及配件集成方案，满足客户的多元化、定制化需求。

图 1：清洁电器软管及配件集成解决方案示意图



数据来源：东北证券，公司招股说明书

回首公司过去几十年发展之路，可以凝聚为以下五个阶段。

第一阶段（1984-1989），艰苦创业，崭露头角。公司创立之初，在缺乏技术、资本、人才的条件下，创始人陈正明、张春霞不畏辛苦，拼搏实干，攻坚克难，在重重逆境下推出了第一款真正意义上的内嵌钢丝低压导电软管，从而在吸尘器软管行业中崭露头角。

第二阶段（1990-1995），自主研发，夯实基础。90年代软管行业市场混乱，产品质量参差不齐，在行业整体重市占、轻研发的背景下，公司潜心技术创新，坚持自主研发，打磨产品质量，为今后的跨越式发展打下了坚实的基础。

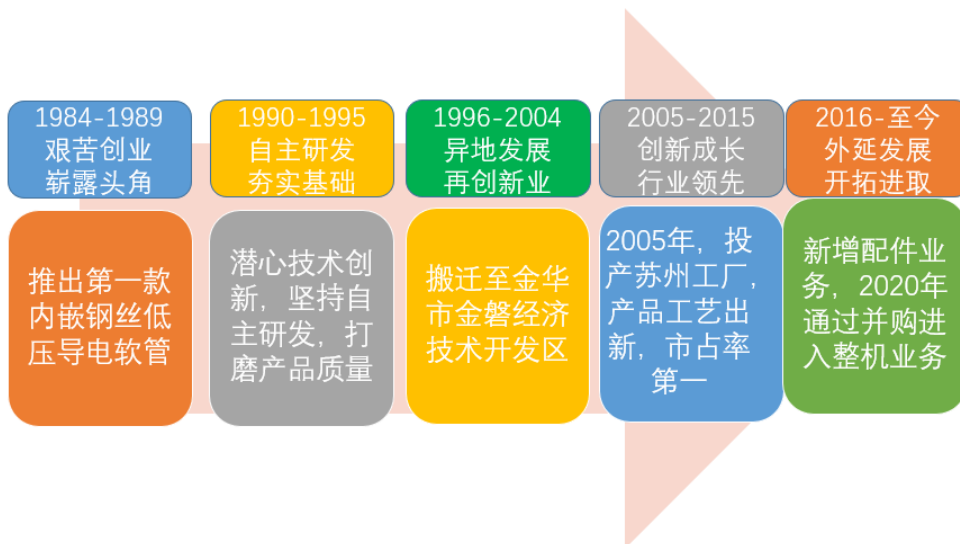
第三阶段（1996-2004），异地发展，再创新业。公司响应政府号召，顺应形势发展，将工厂搬迁至金华市金磐经济技术开发区，走异地开发之路，为企业发展营造了更广阔的平台，注入了新的活力。

第四阶段（2005-2015），创新成长，行业领先。2005年，苏州生产基地-苏州凯弘橡塑有限公司正式投产，公司进入异地多元发展，在不断加码技术研发，产品工艺推陈出新的努力下，公司实现高速成长。十年来公司不断与国内外顶尖品牌企业开展

合作，销售量、市占率早已成为全国第一，成为国内软管制造行业的领军企业。

第五阶段（2016-至今），外延发展，开拓进取。公司保持软管业务领先同时，不断开拓进取，除新增吸尘器配件产品外，又于 2020 年先后收购苏州海力、越南 SUNSTONE，加速布局吸尘器整机业务，随着公司外延发展步伐的加快，公司实力有望进一步迈向新的台阶。

图 2：春光科技发展历史



数据来源：东北证券，公司资料

1.2. 软管产品高壁垒，竞争优势明显

公司软管包括五大系列，市占率第一。春光科技生产的软管产品主要包括中央吸尘器软管、吸塑/缠绕软管、伸缩软管、挤出软管和吹塑软管五大系列。2020 年公司软管实现收入 4.43 亿，占营业收入的 51.87%。经测算，公司近十年来生产的吸尘器软管销售量市场占有率为全国第一。

图 3：春光科技软管产品品类



数据来源：东北证券，公司资料

表 1: 传统业务产品收入结构

亿	2018A			2019A			2020A		
	营业收入	增速	占比	营业收入	增速	占比	营业收入	增速	占比
清洁电器	5.07	11.07%	100%	5.63	11%	100%	8.54	51.72%	100%
软管	3.54	-3.62%	69.82%	3.39	-4.18%	60.21%	4.43	30.69%	51.87%
配件	1.53	71.35%	30.18%	2.24	46.06%	39.79%	4.1	83.58%	48.01%

数据来源: 东北证券, Wind

软管品类占比和平均单价随吸尘器行业变化。公司 2018-2020 年软管平均单价分别是 5.25/5.82/5.31 元/根, 单价随着原材料价格和单件长度波动。公司软管的原材料主要是聚乙烯, 2018 年初-2020 年 3 月, 聚乙烯原材料价格不断下降, 2020 年 3 月至今, 聚乙烯原材料价格处于上涨趋势。2020 年原材料价格上涨, 软管单价反而比 2019 年低, 或与下游手持式吸尘器销量大增有关, 这种轻便的吸尘器配置的是短款的软管, 短款软管占比提升, 会拉低公司软管的平均单价。

表 2: 清洁电器软管系列占比与下游市场有关

	2018A	2019A	2020A
伸缩软管	54.75%	56.72%	48.64%
挤出软管	13.79%	15.24%	9.15%
吹塑软管	23.38%	15.24%	31.06%
吸塑软管	1.30%	9.66%	9.64%
复合缠绕软管	6.79%	3.14%	1.51%

数据来源: 东北证券, 公司公告

表 3: 软管单价因长度和原材料价格有所波动

	2018A	2019A	2020A
清洁电器软管收入 (亿)	3.54	3.39	4.43
销量 (万根)	6740.45	5822.46	8350.32
单价 (元/根)	5.25	5.82	5.31

数据来源: 东北证券, Wind

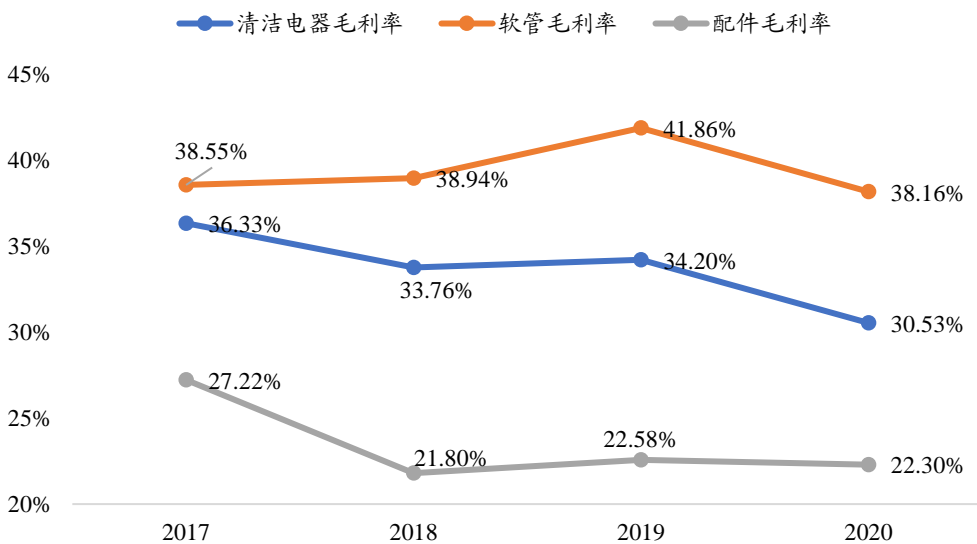
图 4: 聚乙烯大宗商品走势图



数据来源: 东北证券, Wind

软管价格分布广泛, 毛利率较高。公司软管产品根据类型不同, 单价从几元到上百元不等, 其中吸塑/缠绕软管系列中, 导电缠绕软管和纤维增强缠绕导电管等高端产品单价要百元以上。2020年, 公司软管业务毛利率为 38.16%, 由于会计准则调整, 将运费从销售费用转为成本端, 毛利率相较于 2019 年下降 3.7 个百分点, 自上市以来, 软管业务具有较高壁垒, 毛利率基本稳定在 38%-40% 左右。

图 5: 软管毛利率较为稳定



数据来源: 东北证券, Wind

原材料价格上涨对公司毛利率影响有限。2020年, 上游聚乙烯、PVC 等原材料涨价较多, 但公司软管业务毛利率整体稳定, 一方面是公司产品单价低, 下游对产品提价不敏感; 另一方面, 公司采用成本加成定价法, 定价机制具有弹性, 产品价格对原材料上涨调整迅速, 所以原材料价格上涨的冲击对公司毛利率的影响十分有限。

竞争优势主要体现在：

(1) **产品种类丰富，能够多元化、系统化、定制化。**公司已拥有伸缩、挤出、吸塑、吹塑、复合缠绕等工艺齐全的软管产品，以及具备导电、伸缩、导电伸缩混合、干湿两用、导水、导气等不同功能的软管产品。能够满足客户集中采购、降低装配成本、提升生产效率的需求，还可以按照客户要求定制产品。

(2) **注重研发，已建立稳定的技术研发团队。**在产品及其成型工艺方面有一定的技术储备，能够实现可持续发展。

(3) **具有丰富的优质客户资源，并保持长期合作。**公司坚持以客户为中心的服务理念，通过完善生产工艺和持续的技术积累及创新，为客户提供多元化、系统化、定制化的软管及配件产品，积累了丰富的优质客户资源，并与其建立了长期、稳定、紧密的合作关系。公司产品广泛应用于美的 (Midea)、莱克 (Lexy)、戴森 (Dyson)、鲨科 (Shark)、必胜 (Bissell)、LG、胡佛 (Hoover)、西门子 (Siemens)、松下 (Panasonic)、伊莱克斯 (Electrolux)、飞利浦 (Philips)、德沃 (Dirtdevil)、艾默生 (Emerson)、阿奇力克 (Arcelik)、力奇 (Nilfisk) 等国内外知名清洁电器品牌。

图 6：国内外合作伙伴



数据来源：东北证券，公司资料

1.3. 配件高增速，毛利率稳定

公司的配件产品主要包括水箱、卷线器、地刷、弯管、水袋、接头和手柄等。2020 年公司配件收入为 4.10 亿元，占营业收入的 48%，2018-2020 年配件的收入同比增速分别为 71%、46%、84%。预计公司能够通过及时把握下游需求，维持配件较高

收入增速。2017-2020 年公司配件业务的毛利率分别是 27.22%、21.80%、22.58%、22.30%，毛利率较为稳定。

图 7：清洁电器配件示例



数据来源：东北证券，公司资料

图 8：软管组件系列产品

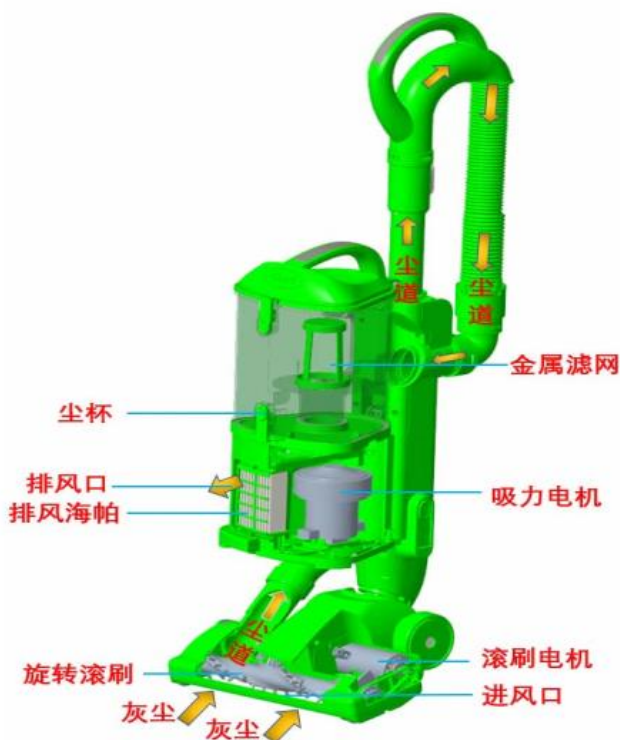


数据来源：东北证券，招股说明书

吸尘器的基本结构按功能分为五个部分：

- (1) **动力部分**: 吸尘器电机和调速器。调速器分手控、机控。电机: 有铜线电机和铝线电机之分。铜线电机有耐高温、寿命长、单次操作时间长等优点, 但价格较铝线比较高; 铝线电机有着价格低廉的特点, 但是耐温性较差、熔点低、寿命不及铜线长。调速器: 手控式一般为风门调节 (如图); 机控式为电源式手持按键或红外线调节。
- (2) **过滤系统**: 尘袋、前过滤片、后过滤片。按过滤材料不同又分: 纸质、布质、SMS、海帕 (HEPA 高效过滤材料)。
- (3) **功能性部分**: 收放线机构、尘满指示、按钮或滑动开关。
- (4) **保护措施**: 无尘袋保护、真空度过高保护、抗干扰保护 (软启动)、过热保护、防静电保护。
- (5) **附件**: 手柄和软管、接管、地刷、扁吸、圆刷、床单刷、沙发吸、挂钩、背带。

图 9: 吸尘器外部结构



数据来源: 东北证券, 公开资料整理

图 10: 吸尘器内部结构

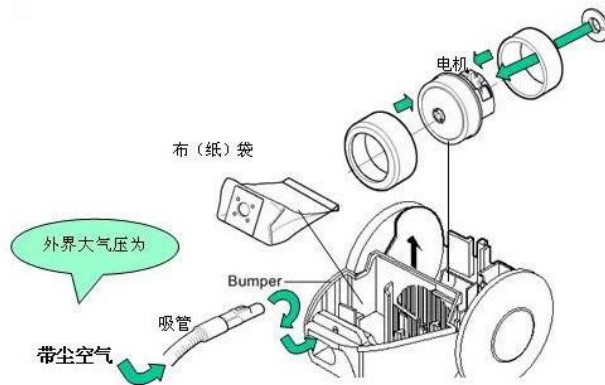


图 1 吸尘器原理图

数据来源：东北证券，公开资料整理

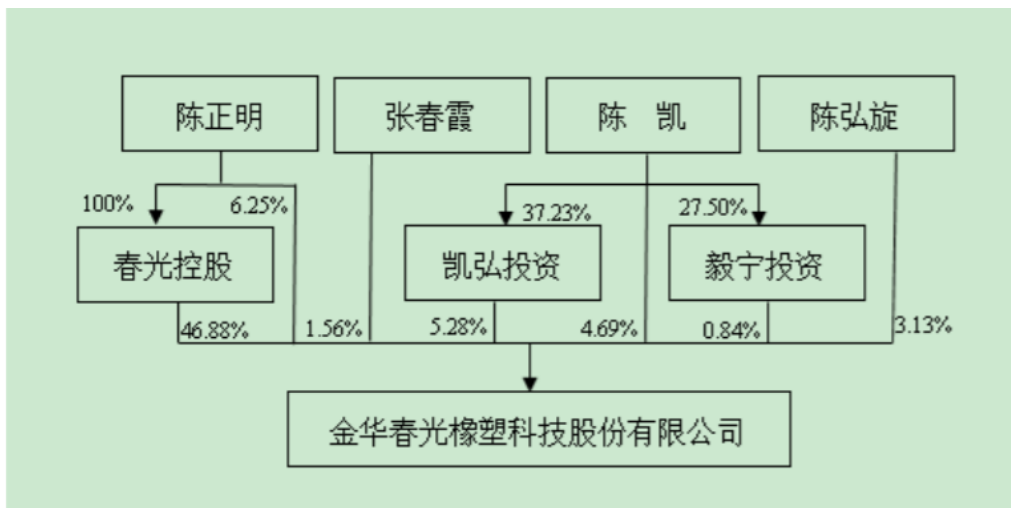
配件可进行品类扩张，与软管协同发展。公司能够根据下游清洁电器的发展趋势，研发出新的配件，根据客户需求，提供定制化服务，部分配件可与吸尘器软管进行配套销售，协同发展，预计配件未来能够贡献较高的收入增速。

1.4. 股权高度集中，激励机制灵活

大股东为陈正明，作为初创者，一路陪伴公司成长。

- (1) 陈正明现任公司董事长，77岁，陈正明的妻子张春霞、大儿子陈凯、二儿子陈弘旋作为一致行动人，持股比例超过60%，陈正明作为公司的灵魂人物，目前负责公司的软管和配件管理工作。
- (2) 陈凯担任公司董事、总经理，41岁，主要负责吸尘器整机代加工业务，其对吸尘器产业链，清洁电器未来发展趋势具有深刻的理解，能够带领公司紧跟时代潮流，再上新的台阶。

图 11: 股权结构图



数据来源：东北证券，公司公告

公司治理机制完善，员工薪酬高于市场平均水平。因还未披露 2020 年金华市制造业月平均工资，对比 2015-2019 年公司月平均工资，发现高于金华市制造业月平均工资。（2015-2017 年公司月平均工资为招股说明书披露值，2018-2019 年数据是计算值）

表 4: 员工薪酬高于金华市制造业平均工资

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
公司月平均工资	4630.33	4928.30	5301.61	5520.84	5735.42
全市制造业月平均工资	3934.00	4260.67	4588.25	4915.42	5360.83

数据来源：东北证券，Wind，金华统计年鉴

高管薪酬较高，激励机制到位。金华市共有 33 家上市公司，对比金华上市公司高管薪酬，以董秘为例，33 家上市公司董秘平均薪酬为 39.42 万元，春光科技董秘 2020 年薪酬为 46.55 万元，高于地区平均水平。从 2018 年披露的招股说明书中可以看到，毅宁投资作为公司员工持股平台，公司副总经理、生产部经理、仓库主管、车间主任、维修主管、仓储主管等多位核心员工参与持股。员工持股能够提高公司员工的积极性，参与公司的成长。

2. 外延并购进入整机代加工领域，开启第二增长曲线

2.1. 收购越南 SUNSTONE100%股权，现金交易

现金交易，收购越南 SUNSTONE100%股权。2020 年收购越南 SUNSTONE100%股权，交易价格为 299.6 万美元，越南 SUNSTONE 从事吸尘器整机的研发生产销售，截止 2020Q3，营业收入为 2527.6 万元，净利润为 225.2 万元，总资产 2810.2 万元，所有者权益为 1127.4 万元。以前主要客户是美的，为美的进行吸尘器的代加工，后续会凭借丰富的客户资源，积极进行客户导入。

越南 SUNSTONE 能够帮助公司完成外循环。美资、欧美企业具有向东南亚转移品

牌的战略需求，越南公司作为比较稀缺的海外代加工厂，通过导入丰富的客户资源，预计能够拿到大量订单。公司并购完后，也在积极的进行产线扩张，预计能够扩大产能到 400 万台/年。

越南 SUNSTONE 经营指标优于国内代加工行业。越南 SUNSTONE 目前能够在越南地区享受税收减免的优惠。另外，根据行业惯例，在代加工报价方面，越南 SUNSTONE 的毛利率水平或许会优于国内 3%-10%。其在 2021 年一季度已经并表，预计能够为公司带来较大的业绩贡献。

2.2. 收购苏州海力 55%股权，改名苏州尚腾科技

收购苏州海力，拥有代加工资质。2020 年公司收购苏州海力电器 55%股权，交易价格是 2000 万现金。截止到 2020 年 10 月，苏州海力营业收入为 1.51 亿，净利润为 184 万，对比 2019 年，业绩有所下滑，春光科技在其底部位置收购，具有一定的性价比。苏州海力成立于 2003 年，具有 18 年的发展历史，专业设计、生产、销售吸尘器、自动扫地机器人等智能家电产品，有完善的研发和制造团队，曾有研发技术团队 60 多人，每年投入研发经费 15%以上。通过这些年的发展，苏州海力成为一家具备技术、产能，拥有良好的资质的代加工厂。通过导入春光科技的客户资源，能够拿到更多订单，实现和春光的协同发展。

剩余 45%股权分三年完成，有权一次性收购。收购条款为：春光科技以现金 2000 万元的价格收购 55%的股权。剩余 45%股权原则上分三年由春光科技于业绩考核期每一期期满后按照相关约定平均分期予以收购，收购价格按照业绩考核期每一期考核利润的 10 倍市盈率估值。若任一业绩考核期的考核利润超过 2000 万元的，春光科技有权（但无义务）收购目标公司剩余全部股权。收购条款中，达到 2000 万利润，即可有权利收购全部股权。假设业绩能够实现 2000 万利润，按照 6%净利率进行计算，需要营业收入达到 3.33 亿，按照每台 300 元收入进行估计，需要生产 111 万台吸尘器即可完成目标。通过公司积极导入客户资源，今年有望实现利润 2000 万元。

改名尚腾科技，积极布局。2021 年春光科技管理层入驻，改名为苏州尚腾科技制造有限公司，并积极的进行产能扩张，预计能够实现 400 万台产能。关于后续 45%股权何时收购，需根据尚腾科技的经营发展和管理层的发展战略决定。

2.3. 战略定位：春光支撑尚腾，尚腾拉动春光

春光支撑尚腾，尚腾拉动春光。公司通过两次收购成功进入到清洁电器代加工领域，春光支撑尚腾，是指用春光现有的客户资源带动整机业务的发展。尚腾拉动春光，指的是尚腾通过阶段的发展，可以反哺春光，实现软管和配件的协同，也能贡献较高的收入和利润。

战略定位：公司作为清洁电器软管和配件方案提供者，2020 年成功切入到整机业务。后续也会积极的往三电方向发展，提升自我供给的能力和占比。除此以外，苏州尚腾也储备了较为前沿的技术，比如洗地机和工业机器人项目。当前市场清洁电器领域更新换代快，新兴品类发展潜力巨大，如果公司能够把握机遇，整机业务的订单将会迎来爆发式增长。

3. 整机代加工行业分析

3.1. 科沃斯代加工：毛利率 12%-20%波动

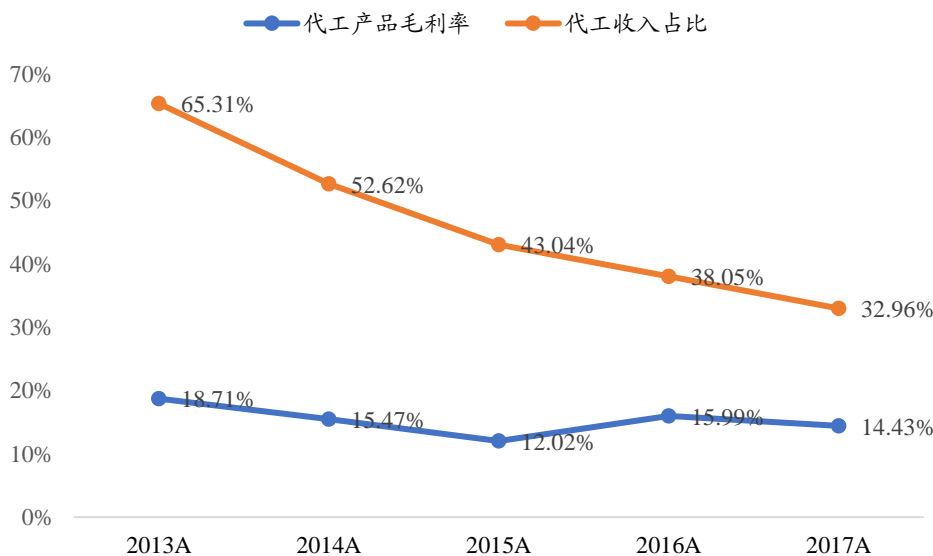
科沃斯是吸尘器代加工企业转型较为成功的案例。科沃斯以吸尘器代工厂起家，公司客户为创科实业，优罗普洛，伊莱克斯等国际知名小家电品牌商。凭借 20 多年的积累，科沃斯将家庭服务机器人业务从 OEM 独立，推出自主品牌。从已披露数据可知，2015-2020 年，科沃斯清洁类小家电 OEM/ODM 占营收比重不断下降，2020 年占比仅为 20.6%。近些年公司不断削减代工业务，代工收入占比逐年下降。经过多年的发展，公司已经形成较为完整的服务机器人产品线，较为顺利地从事代工业务转型。

表 5: 科沃斯代加工业务占比

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
清洁类小家电 OEM/ODM (亿元)	11.60	12.47	15.00	15.19	12.66	14.90
营业总收入 (亿)	26.95	32.77	45.51	56.94	53.12	72.34
占比	43.04%	38.05%	32.96%	26.68%	23.83%	20.60%

数据来源：东北证券，Wind

图 12: 科沃斯代工业务毛利率和代工业务收入占比



数据来源：东北证券，科沃斯招股说明书

科沃斯代加工的每台单价与品牌商机型有关，毛利率也有所差异。2013-2017 年科沃斯代加工毛利率分别是 18.71%、15.47%、12.02%、15.99%、14.43%，毛利率水平在 12%-20%之间波动。从招股说明书披露的客户来看，与 candy 集团合作，毛利率最高，达到了 31.17%，与其余品牌商合作毛利率在 10%-20%之间波动。从每台单价看，基本上处于 300 元以上的价格带。

表 6: 科沃斯代加工各品牌商对应的每台单价

清洁电器每台单价	2015A	2016A	2017A
优罗普洛 (Shark&Ninja)	282.13	301.76	350.95
创科实业	348.34	346.96	341.24
candy 集团	未披露	未披露	348.98
雪花铃	未披露	263.73	266.09
松下电器	404.92	362.3	未披露

数据来源: 东北证券, 科沃斯招股说明书

表 7: 科沃斯代加工各品牌对应的毛利率

品牌对应的毛利率	2015A	2016A	2017A
优罗普洛 (Shark&Ninja)	11.13%	15.75%	12.67%
创科实业	14.28%	16.34%	18.62%
candy 集团	未披露	未披露	31.17%
雪花铃	未披露	13.89%	10.19%
松下电器	19.83%	20.80%	未披露

数据来源: 东北证券, 科沃斯招股说明书

依托 WTO 红利和对独创技术的敏感性, 科沃斯代加工业务形成竞争优势。

(1) 科沃斯在积累了生产技术和产品技术后, 抓住 WTO 红利, 当时国际知名吸尘器品牌商看准了中国劳务市场和资源市场的优势, 都纷纷在中国寻找合适的代工厂, 科沃斯成功成为美国知名吸尘器公司 Hoover 的代工厂。

(2) 对独创技术的敏锐性。2006 年上市的 Dyson 新款吸尘器采用了最新的双旋风技术, 嗅觉敏锐的科沃斯公司高层立即组织公司的顶尖工程师对该技术进行研究, 成功的破解了专利限制, 并申请了自己的专利, 为公司开启了 ODM 之路, 顺利地赢得了大批海外订单。

3.2. 宁波富佳代加工: 净利率在 7%-12%之间

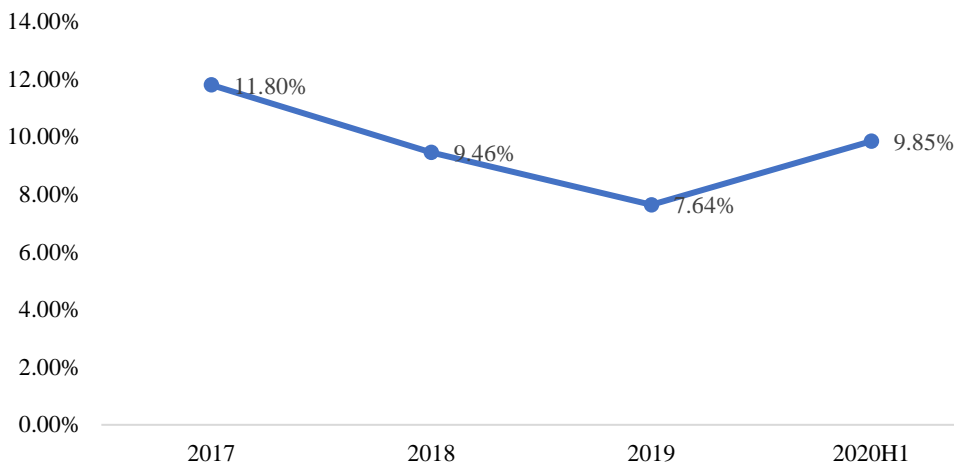
宁波富佳, 吸尘器代加工厂商。宁波富佳创立于 2002 年, 专业生产真空吸尘器和智能家电产品, 占地面积超过 15 万平方米, 年产量超过 400 万台。从其招股说明书可知, 其第一客户是 JS 环球生活, 2020 年上半年为其贡献收入 6.87 亿, 占全部营业收入的 87.11%。公司第二客户是顺造科技, 2020H1 贡献收入 3157.1 万, 占全部营业收入的 4.01%, 其他客户还有小狗电器、塔波尔机器人、伊莱克斯等, 宁波富佳吸尘器代加工业务占到了营收的 80%以上, 其净利率水平在一定程度上可以代表吸尘器代加工行业的净利率水平。

表 8: 吸尘器代工毛利率

	2017A	2018A	2019A	2020H1
吸尘器代加工收入 (亿)	8.55	12.80	9.90	6.60
吸尘器代加工成本 (亿)	6.55	10.00	7.80	5.38
毛利率 (%)	23.35%	21.83%	21.22%	18.47%

数据来源: 东北证券, Wind

图 13: 宁波富佳净利率水平在 7%-12%之间



数据来源：东北证券，Wind

3.3. 吸尘器代工行业竞争格局与变化

江苏苏州和浙江宁波是吸尘器产品大型制造企业集中地。根据中国机电产品进出口商会发布的“2019 年中国十大吸尘器出口企业”名单，江苏苏州和浙江宁波已发展成为吸尘器产品大型制造企业的主要集中地：

表 9: 吸尘器产品大型制造企业名单

所在区域	企业名称
江苏苏州	莱克电气股份有限公司、科沃斯机器人股份有限公司、苏州爱普电器有限公司、江苏美的清洁电器股份有限公司、苏州市春菊电器有限公司
浙江宁波	宁波富佳实业股份有限公司、宁波德昌电机股份有限公司、卓力电器集团有限公司、宁波大华电器有限公司、宁波海际电器有限公司
广东佛山	广东新宝电器股份有限公司

数据来源：东北证券，wind

高端代工厂建立品牌，行业需求稳定。早期的吸尘器市场，国内工厂通常采用 ODM/OEM 方式为国外品牌代工。随着技术不断积累，国内品牌进行技术研发，投入资金，建立属于自己的品牌产品。目前市场科沃斯、莱克这种优质高端代工厂占主导地位，其他进行低端业务的吸尘器代工厂占比较小。随着中国清洁小家电市场消费升级，加速普及，科沃斯等企业转型做自营品牌，削减代工业务，而吸尘器代工需求较为稳定，新进入者依旧有发展空间。

代加工行业进入壁垒较低，对研发制造水平要求不断提高。从硬件构成来看，传统吸尘器的大部分零部件具有成熟方案，因此整体技术门槛较低。但是随着 2016 年无线吸尘器异军突起，以及创新小家电产品井喷而出，给代加工企业的制造水平与产能带来新的挑战。

控制成本，规模效应明显。代工制造商只有具备较强成本控制能力和规模优势才能在市场竞争中保持一定的盈利能力，清洁类小家电生产的规模效应更为明显。




获得品牌运营商订单，需要较高的生产规模和交付能力。知名品牌运营商一般订单量较大，对供应商大规模、高质量、快速交付的能力要求很高，而新进入的企业短期内较难达到相应的生产规模和交付能力，因此以并购进入代加工领域是较为合理的方式。

4. 吸尘器行业发展分析

4.1. 吸尘器发展历经三个阶段，五种形态

吸尘器行业的发展有三个阶段。在第一个阶段，吸尘器不依靠电力，且体形庞大、操作复杂，没有得到大规模商用。进入第二阶段，出现了供电式真空吸尘器，一些家电品牌认识到吸尘器的价值，进入这一市场，以胡佛和德沃为代表。进入 20 世纪 40 年代，科技的发展使吸尘器行业进入新的阶段，吸尘器的功能日渐多样，使用场景也更加广泛，许多知名家电品牌都加入这一领域，如飞利浦、松下、戴森等。

表 10: 吸尘器行业发展的三个阶段






	时间	产品实例	特点	代表品牌
阶段 1	1860s-1900s		依靠内燃机驱动，以手动清洁为主	-
阶段 2	1900s-1940s		电力驱动，真空吸尘器开始普及	胡佛、德沃
阶段 3	1940s 至今		功能、品类更加丰富，满足不同场景需求	飞利浦、松下、戴森

数据来源：东北证券，公开资料

吸尘器按照外形和使用方式，可以分为五类。吸尘器按照外形和使用方式可以分为卧式吸尘器、桶式吸尘器、立式吸尘器、手持式吸尘器。从广义上来讲，扫地机器人虽带有特殊功能，但基本工作原理和普通吸尘器相同，也属于吸尘器的范畴。

吸尘器和扫地机器人既是替代品，也是互补品。吸尘器和扫地机器人在清洁抒情上存在本质区别。扫地机器人风机平均吸力约为 2kPa，吸尘器则可超过 20kPa，清洁效果高于扫地机器人。但是扫地机器人更大程度解放人们的双手。吸尘器和扫地机器人既是替代品，也是互补品。

表 11: 吸尘器形态分类

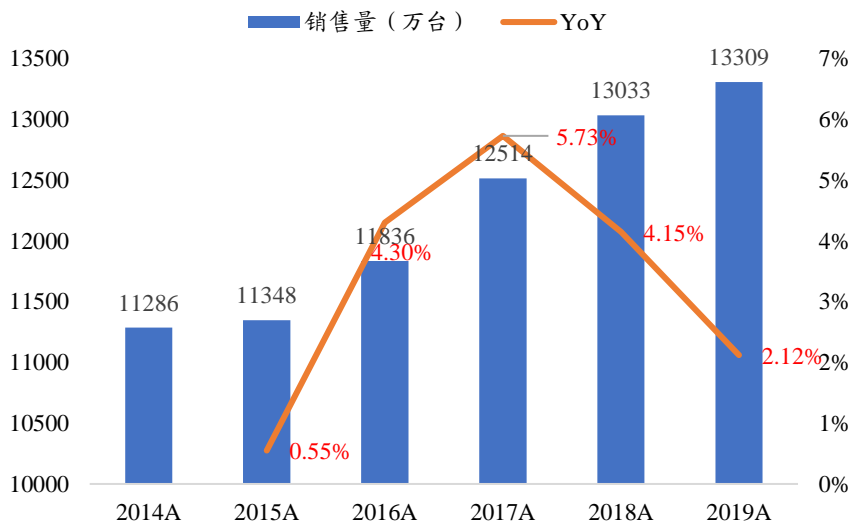
吸尘器类型	特点	优点	缺点	产品样式
立式吸尘器	外型小巧, 使用, 拆卸方便, 搭配不同的刷头, 可以完成地面、沙发、床铺等不同的清洁工作	摆脱电源线的束缚, 使用灵活方便, 节约存放空间, 噪音较小	功率较小, 容量小	
卧式吸尘器	传统家用吸尘器, 体积较大, 吸力较强	吸力较强, 容量大, 价格较低	噪音较大, 需要连接电源插座	
桶式吸尘器	可用作商用吸尘器, 由抽吸的头部和下部分的集尘桶组成, 多应用于大中型公共场所	吸力强, 功率大, 容量大, 干湿两用	噪音较大, 体积大, 较耗电, 需要连接电源插座	
手持式吸尘器	体型轻巧, 可手持整机移动操作, 使用便捷, 尤其适用于局部或角落的清洁	无线, 体积小, 重量轻, 工作噪音低, 用途广泛, 易收纳	功率小, 吸力较弱	
扫地机器人	能沿一定的规划路线自行打扫, 以圆盘型为主	智能化程度高, 易于对沙发、床底等区域进行清洁, 噪音小, 体积小	仅适用地面清洁, 复杂地形使用受限, 吸力较差, 价格较高	

数据来源: 东北证券, 产业信息网

4.2. 全球吸尘器市场情况: 容量逐步扩大, 北美渗透率接近 100%

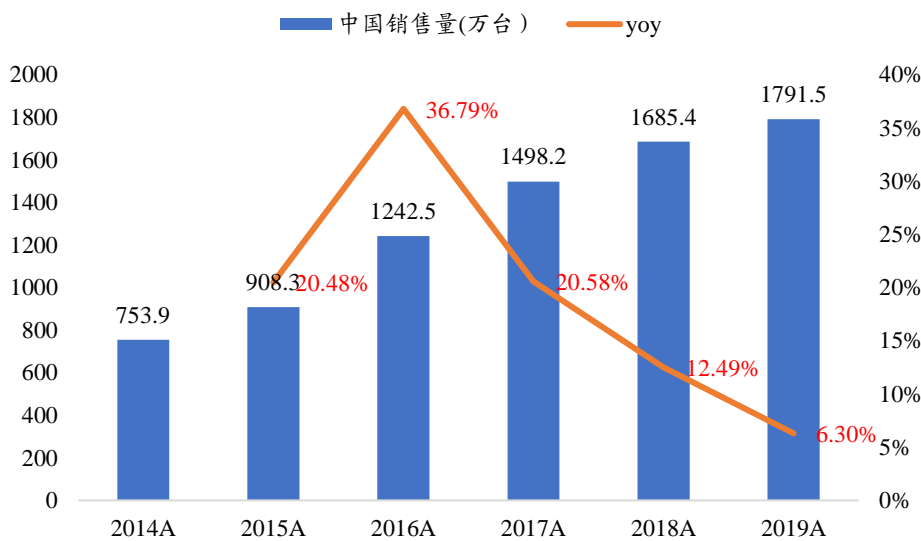
吸尘器市场容量逐步扩大, 2014-2019 近 5 年全球吸尘器零售量复合增速为 3.4%。根据捷孚凯数据, 2018 年全球吸尘器市场零售额为 180 亿美元, 全球吸尘器市场 2004 年至 2018 年零售额复合增长率为 4.9%。2019 年中国吸尘器销量为 1791.5 万台, 占全球销量的 13.5%, 中国吸尘器市场销售增速高于全球增速, 自 2016 年达到高点后, 增速有所下滑。

图 14: 2014-2019 年全球吸尘器市场销售量



数据来源: 东北证券, Euromonitor

图 15: 2014-2019 年中国吸尘器市场销售量



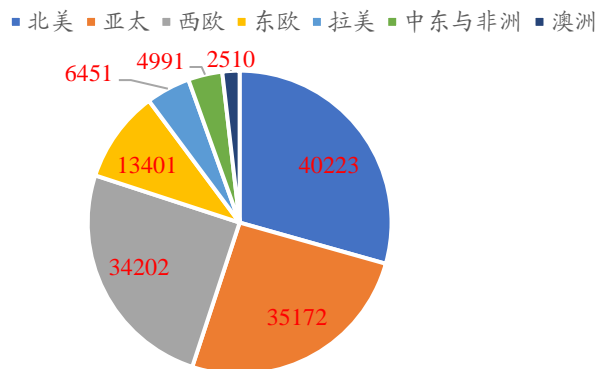
数据来源: 东北证券, Euromonitor

分地区来看, 北美、亚太和西欧地区是吸尘器核心销售区域, 零售量占比分别是 29.37%、25.68%、24.97%。这三个区域的销量占比超过 80%。占比第四的是东欧地区, 占比是 9.79%。澳洲占比最低, 仅为 1.83%。

从渗透率来看, 2018 年北美、大洋洲、欧洲渗透率超过 90%, 区域间渗透率差异较大。亚太地区吸尘器市场渗透率仅为 16.8%, 属于渗透率最低的区域, 各区域的渗透率决定了市场容量的大小, 根据经济发展程度和生活习惯差异, 有些地区渗透率还有进一步提升可能性。相比于西欧、日本等其他发达国家和地区, 美国家庭居住空间更大, 家庭清洁任务更为繁重, 对吸尘器的需求也更为强烈。根据欧睿数据, 2019 年美国每百户保有量是 176.5 台, 位居全球第一。北美、日韩、西欧每百户保有量超过 80 台, 中国 2019 年吸尘器每百户保有量仅为 8 台, 处于发展初期, 仍旧

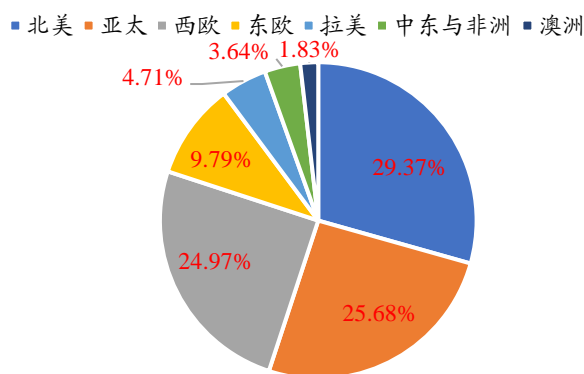
具有较大的成长空间。

图 16: 2020 年各地区零售量



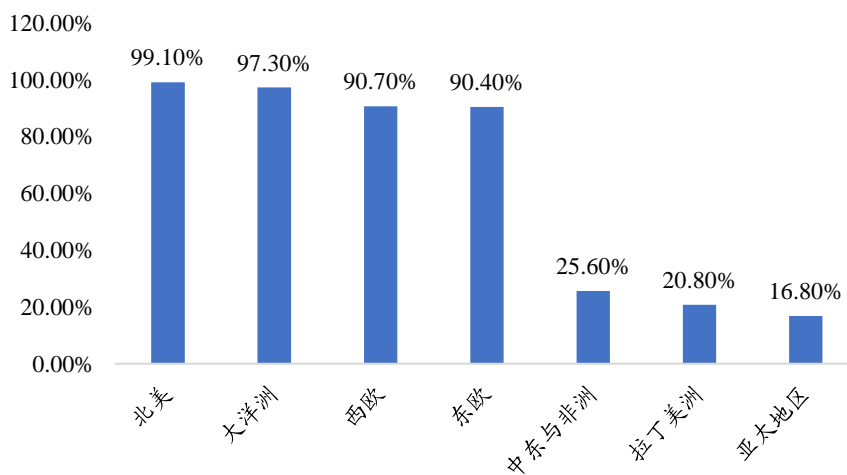
数据来源: 东北证券, Euromonitor

图 17: 2020 年各地区零售量占比



数据来源: 东北证券, Euromonitor

图 18: 2018 年各区域市场渗透率

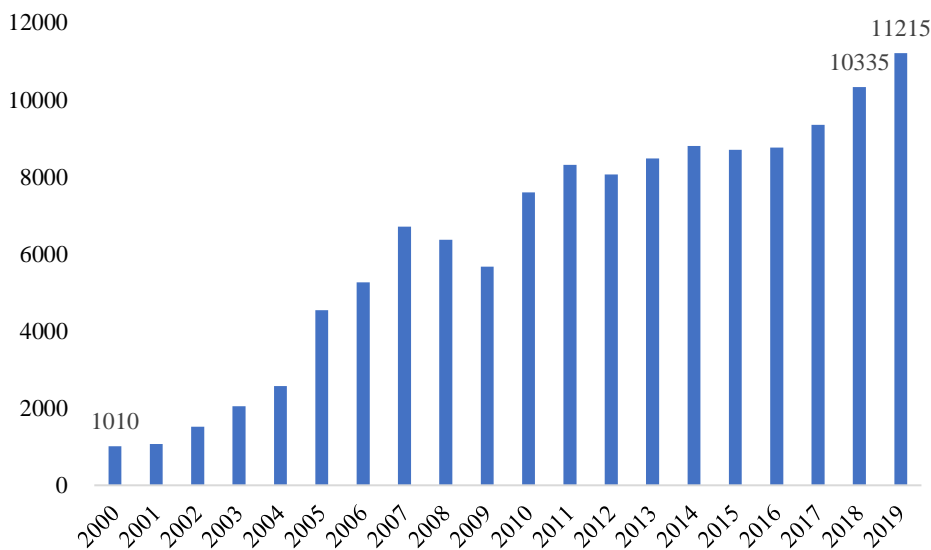


数据来源: 东北证券, 捷孚凯

4.3. 中国吸尘器市场情况：全球最大生产国，以出口为主

中国是全球吸尘器最大生产国，规模稳步增长。上世纪 80 年代，中国抓住了全球产业转移的历史机遇，承接了世界家电制造业转移的接力棒。2019 年中国吸尘器生产量达到 1.12 亿台，同比增速 8.51%，2000 年至 2019 年的平均复合增速高达 13.51%。2019 年中国吸尘器生产量占全球销售量的 84%，中国是世界上最大的吸尘器生产国。

图 19：2000-2019 年吸尘器生产量

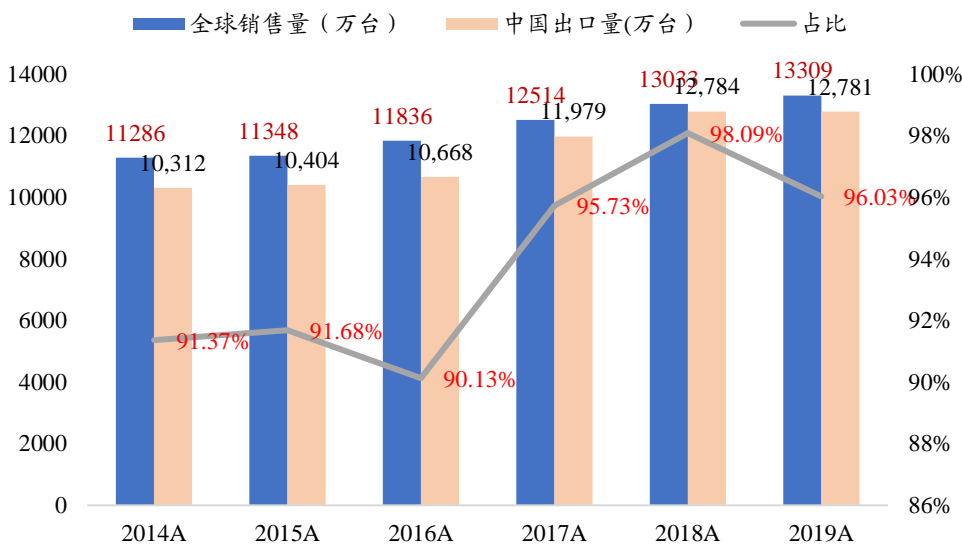


数据来源：东北证券，国家统计局

中国吸尘器以出口为主，美国为最大出口国。2019 年中国吸尘器出口量为 1.28 亿台，占全球销量的 96%。由于国内企业在品牌竞争力方面与国际大型小家电巨头存在一定差距，因此产品最主要的出口方式为通过 ODM/OEM 模式为鲨客、创科实业、伊莱克斯、飞利浦、松下等国外知名品牌运营商进行代工生产。2019 年吸尘器出口额为 303.75 亿，同比增速为 6.5%，2018 年吸尘器出口额为 285.3 亿，同比增速为 17%，受中美贸易摩擦影响，2019 年出口增速有所下滑。

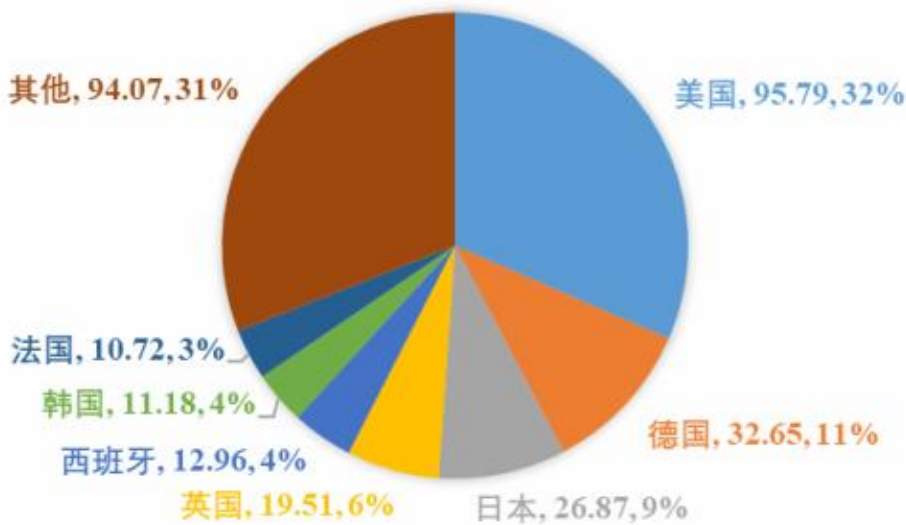
我国主要出口地区为欧美地区和日本。2019 年我国对美国吸尘器出口额是 95.79 亿元（人民币），占比 32%，对德国出口额是 32.65 亿（人民币），占比 11%，对日本出口额是 26.87 亿元（人民币），占比 9%。这些地区作为发达国家，吸尘器渗透率较高，预计市场较为稳定，我国的出口额也会较为稳定。

图 20: 2014-2019 中国出口量占全球销量 90%以上



数据来源: 东北证券, 欧睿国际

图 21: 2019 年吸尘器主要出口国的出口额 (亿元) (人民币) 及占比



数据来源: 东北证券, 海关总署统计数据查询平台

4.4. 吸尘器竞争格局: 全球 CR5 为 28.7%，北美地区集中度最高

全球吸尘器品牌众多，北美地区集中度最高。知名品牌包括英国戴森，美国必胜，美国德沃，瑞典伊莱克斯，其中戴森走高端路线，定价为全市场最高。德沃凭借其创新的营销手法与时尚的产品设计著名。根据 Euromonitor 数据，2020 年全球吸尘器品牌前五的是戴森、德沃、必胜、伊莱克斯和 Hoover，CR5 为 28.7%。从区域分布来看，北美地区 CR5 最高为 67.4%，其次是澳洲地区，CR5 为 61.1%。东欧地区 CR5 偏低为 30.2%。

不同区域品牌集中度和市占率差异较大。亚太地区 CR5 为 38.7%，前五的品牌分别

是美的、戴森、科沃斯、松下和小米。美的、科沃斯、小米作为国产品牌，在亚太地区能够进入前五，但是无法进入其他区域前五名单。戴森在西欧和澳洲均是市占率第一，竞争优势显著。

表 12：2020 年全球各地区吸尘器销量份额 TOP5 品牌

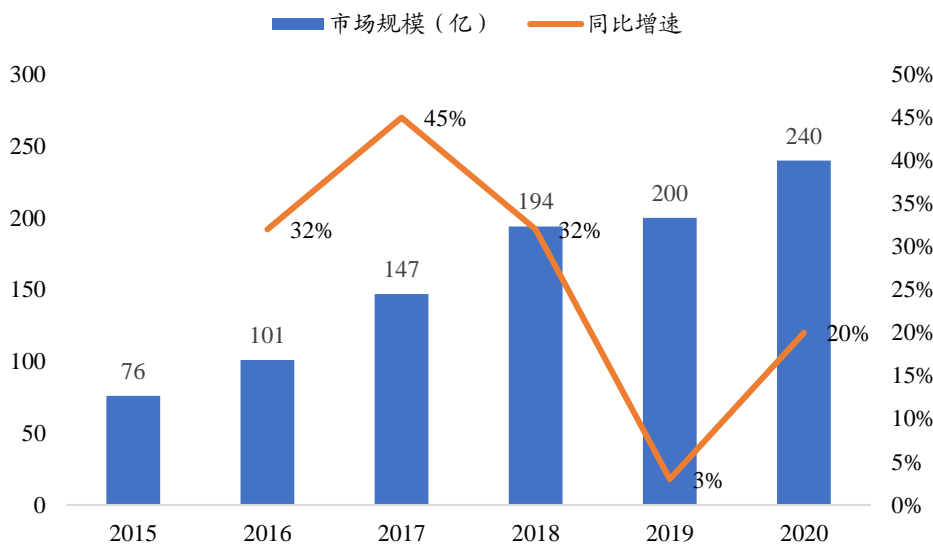
区域		第一名	第二名	第三名	第四名	第五名	CR5
全球	品牌	Dyson	Dirt Devil	Bissell	Electrolux	Hoover	28.7
	份额 (%)	8.6	6.4	5.9	4.0	3.8	
亚太	品牌	美的	Dyson	科沃斯	松下	小米	38.7
	份额 (%)	11.3	9.9	6.2	6.2	5.1	
北美	品牌	Bissell	Dirt Devil	Hoover	Shark	Eureka	67.4
	份额 (%)	19.2	17.8	11.9	9.9	8.6	
西欧	品牌	Dyson	Rowenta	Hoover	Bosch	Dirt Devil	35.8
	份额 (%)	12.5	7.2	6.8	4.7	4.6	
中东与非洲	品牌	LG	东芝	Sansung	Bennett Read	松下	32.7
	份额 (%)	9.0	6.6	5.9	5.6	5.6	
澳洲	品牌	Dyson	Hoover	Miele	Electrolux	Vax	61.1
	份额 (%)	37.9	7.3	6.6	4.9	4.4	
东欧	品牌	Philips	Sansung	Electrolux	LG	Black+Decker	30.2
	份额 (%)	8.0	7.4	6.1	4.5	4.2	
拉美	品牌	Electrolux	Philco	Mondial	Britânia	Black+Decker	55.7
	份额 (%)	23.3	11.6	8.6	7.4	4.8	

数据来源：东北证券，Euromonitor

4.5. 无线吸尘器：产品更新换代提速，竞争激烈

结构升级，清洁电器主要品类价格均呈现上涨趋势。根据奥维云网数据，2020 年吸尘器线上销售额同比增速是 28%，线下销售额同比-11%。线下渠道：2020 年扫地机器人均价为 2077 元，同比上涨 188 元；无线吸尘器均价为 2929 元，同比上涨 257 元，洗地机均价为 3156 元，同比上涨 1132 元，拖把均价为 747 元，同比下降 231 元。线上渠道：2020 年扫地机器人均价为 1682 元，同比上涨 207 元；无线吸尘器均价为 1478 元，同比上涨 26 元，洗地机均价为 3028 元，同比上涨 192 元，拖把均价为 682 元，同比下降 81 元。

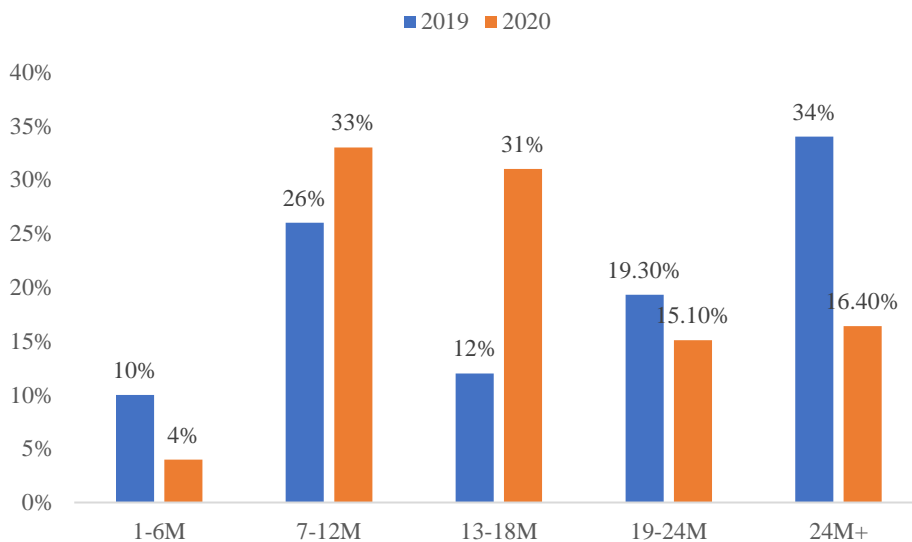
图 22: 2020 年国内清洁电器市场规模走势



数据来源: 东北证券, 奥维云网全渠道推总数据

产品更新换代提速, 老品加速淘汰。通过 2019-2020 年无线吸尘器产品生命周期对比, 可以发现无线吸尘器 64% 概率生命周期在 7-24M, 与 2019 年发生了较大变化。2019 年产品有 34% 概率超过 24 个月, 产品更新换代加速, 产品使用寿命更短。

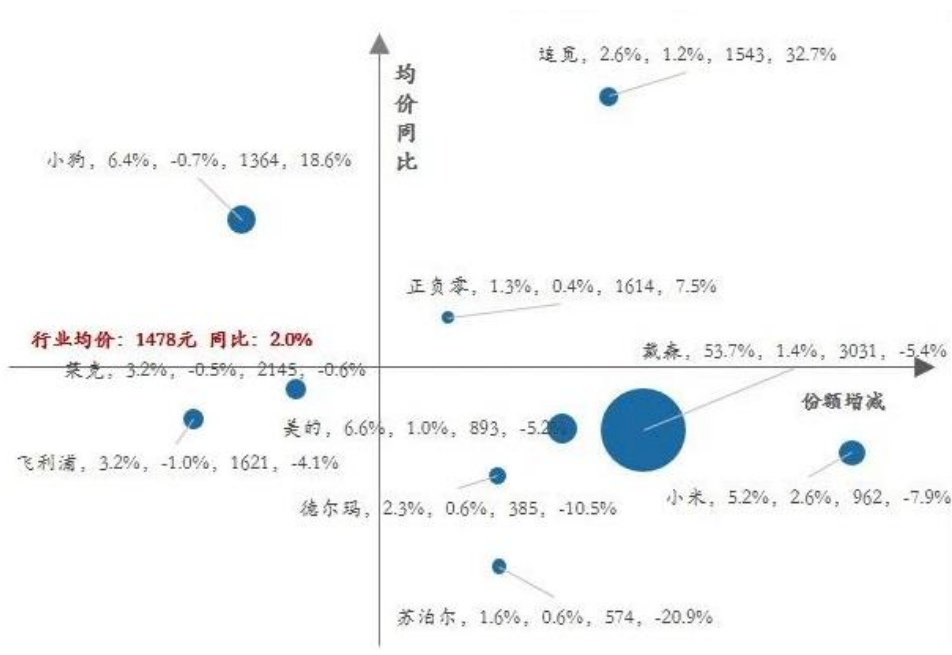
图 23: 无线吸尘器产品生命周期对比 (零售额)



数据来源: 东北证券, 奥维云网全渠道推总数据

2020 年无线吸尘器销额均实现正增长, 线下市场拖累, 增速放缓。据奥维云网全渠道数据推总得知, 2020 年无线吸尘器零售额 87 亿, 同比 9.5%, 零售量 604 万台, 同比增速 12%。各品牌之间竞争激烈, 主要头部品牌采取降价促销策略, 戴森优势显著, 占据半壁以上市场。

图 24：2020 年线上无线吸尘器品牌竞争格局：品牌，零售额份额，均价，均价涨幅



数据来源：东北证券，奥维云网线上渠道监测数据

4.6. 洗地机：快速放量，众多品牌布局

因疫情刺激，清洁电器市场规模逆势上涨。根据奥维云网数据，2020 年清洁电器市场规模为 240 亿，同比增速 20%。其中洗地机成为清洁电器细分领域最大黑马，洗地机线上同比增速为 1885%，线下同比增速为 4632%。2020 年线下实现正增长的品类为洗地机和拖把。2020 年洗地机市场规模 11.5 亿，有 15 个品牌存在。线上渠道洗地机销额占比为 6.2%，已成清洁电器重要品类。

图 25：洗地机品牌



数据来源：东北证券，奥维云网

添可、必胜双雄争霸，其他品牌奋力追赶。添可和必胜洗地机机型数量较多，价格带处于 3000 元左右，能够迅速占领市场，2020 年添可零售额占比为 67.87%，必胜的零售额占比为 22.11%，两者占据了接近 90% 的市场。洗地机作为新兴品类，行业格局不稳定，处于迅速变化阶段。

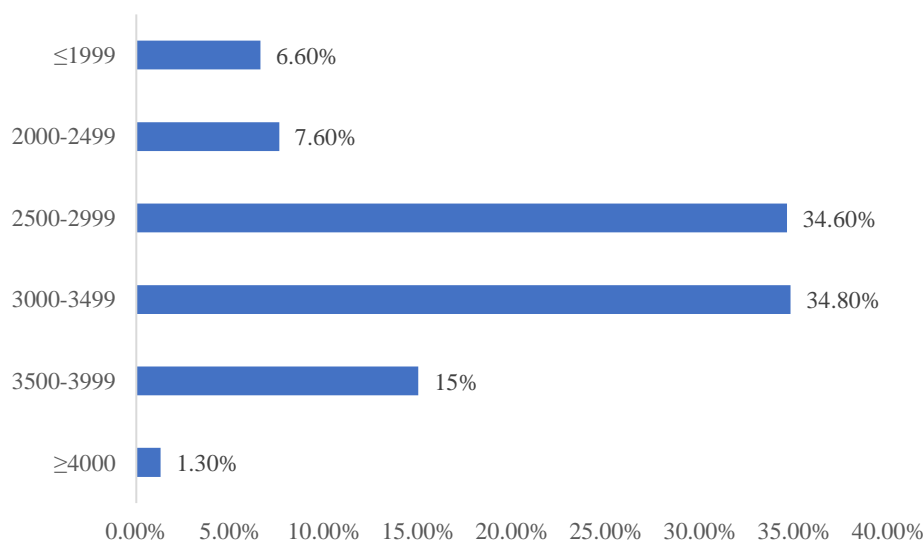
表 13: 线上洗地机各品牌零售额占比

品牌	添可	必胜	美国博宝特	卡赫	蓝宝
机型个数	3	4	1	3	1
均价(元)	3117	3037	2865	2193	2963
线上零售额占比	67.87%	22.11%	4.33%	1.80%	1.30%
品牌	胡佛	信科	滴水	海尔	HIZERO
机型个数	2	1	1	1	1
均价(元)	2451	3020	1825	1524	5008
线上零售额占比	0.6%	0.29%	0.28%	0.27%	0.27%
品牌	利菲	艾迪宝	洒哇地咔	吉米	杰深
机型个数	1	1	1	1	2
均价(元)	2333	2757	1173	1999	1679
线上零售额占比	0.25%	0.21%	0.19%	0.18%	0.05%

数据来源：东北证券，奥维云网线上渠道监测数据

线上洗地机价格带主要集中在 2500-2999 元，3000-3499 元，分别占比为 34.6%和 34.8%，高价位和低价位零售量较少，产品线仍有较大开拓空间。

图 21: 价格带集中在 2500-3499，两翼价格产品线仍有开拓空间



数据来源：东北证券，奥维云网线上渠道监测数据

5. 盈利预测与投资建议

- (1) **软管和配件业务收入**: 因海外疫情还未控制住，吸尘器行业景气度较高，假设软管 2021-2023 的收入增速分别是 10%、6%、4%，配件业务 2021-2023

年的增速分别是 40%、30%、20%，软管和配件可以实现的 2021-2023 收入年分别是 10.6 亿、12.6 亿、14.3 亿，同比增速是 24.27%、18.98%、13.45%。

- (2) **软管和配件业务利润**: 随着软管和配件业务的发展,公司收入结构将会发生变化,配件收入占比将会超过软管。假设软管 2021-2023 年毛利率维持在 38%,配件 2021-2023 年毛利率维持在 22%,软管和配件业务 2021-2023 年净利率分别是 15.4%、14.5%、14.2%,对应的利润为 1.63 亿、1.84 亿、2 亿。同比增速分别是 14.7%、12.8%、10.8%。
- (3) **越南整机业务盈利预测**: 假设越南 SUNSTONE 扩产能到 400 万台/年,2021 年-2023 年分别完成 150 万、300 万、400 万台订单,2021 年-2023 年每台整机收入为 350 元、355 元、360 元,2021 年-2023 年可分别实现 5.25 亿、10.65 亿、14.40 亿。因越南地区享有免税政策,再加上工厂在当地具有一定的竞争能力,假设净利率水平为 10%,可分别实现 5250 万、1.065 亿、1.44 亿利润。
- (4) **苏州整机业务盈利预测**: 假设苏州尚腾扩产能到 400 万台/年,2021-2023 年分别完成 130 万、300 万、400 万台订单,2021 年-2023 年每台整机收入分别为 300 元、305 元、310 元,2021 年-2023 年可分别实现 3.9 亿、9.15 亿、12.4 亿收入。国内代加工行业净利率在 5%-12%较为合理,假设公司净利率水平为 7%,可分别实现 2730 万元、6405 万元、8680 万元,预计可并表利润为 1501.5 万、6405 万、8680 万。

表 14: 各部分收入预测

收入(亿)	2021E	2022E	2023E
软管+配件	10.61	12.63	14.33
苏州	3.90	9.15	12.40
越南	5.25	10.65	14.40
汇总	19.76	32.43	41.13
同比	131%	64%	27%

数据来源: 东北证券

表 15: 各部分利润预测

利润(亿)	2021E	2022E	2023E
软管+配件	1.63	1.84	2.03
苏州	0.15	0.64	0.87
越南	0.53	1.07	1.44
汇总	2.30	3.54	4.34
同比	62%	54%	23%

数据来源: 东北证券

投资建议: 公司深耕清洁电器软管和配件多年,积累了丰富的客户资源。2020 年通过并购越南和苏州两家工厂切入整机制造业务,2021Q1 实现两家公司并表,通过导入优质的客户资源,为整机业务赋能。此外,清洁电器行业迭代较快,公司储备了

洗地机、工业机器人等项目。未来公司将充分受益下游行业景气度提升，实现业绩爆发式增长。根据假设，2021-2023 年公司可实现营业收入 19.76 亿、32.43 亿、41.13 亿，同比增速为 131%、64%、27%。公司 2021-2023 年可实现利润为 2.3 亿、3.54 亿、4.34 亿，同比增速为 62%、54%、23%，对应 2021 年 20-25 倍 PE 较为合理，有 49%-86%空间，给与“买入”评级。。

6. 风险提示

整机业务运营管理不及预期

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	374	207	163	272
交易性金融资产	0	0	0	0
应收款项	393	854	1,398	1,795
存货	109	230	401	520
其他流动资产	39	49	61	68
流动资产合计	914	1,341	2,022	2,655
可供出售金融资产				
长期投资净额	0	0	0	0
固定资产	190	259	329	398
无形资产	59	65	71	76
商誉	0	0	0	0
非流动资产合计	323	418	513	603
资产总计	1,237	1,759	2,535	3,258
短期借款	0	0	0	0
应付款项	223	450	799	1,035
预收款项	0	0	0	0
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	270	561	984	1,273
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	6	6	6	6
长期负债合计	6	6	6	6
负债合计	275	566	989	1,278
归属于母公司股东权益合计	962	1,192	1,546	1,980
少数股东权益	0	0	0	0
负债和股东权益总计	1,237	1,759	2,535	3,258

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	854	1,976	3,243	4,113
营业成本	593	1,497	2,523	3,225
营业税金及附加	5	14	22	28
资产减值损失	-2	0	0	0
销售费用	9	42	64	77
管理费用	57	120	163	205
财务费用	-3	0	0	0
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	1	8	13	15
营业利润	167	268	411	503
营业外收支净额	-2	0	0	0
利润总额	165	268	411	503
所得税	23	37	57	70
净利润	142	230	354	434
归属于母公司净利润	142	230	354	434
少数股东损益	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	142	230	354	434
资产减值准备	11	0	0	0
折旧及摊销	20	18	18	18
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	9	0	0	0
投资损失	-1	-8	-13	-15
运营资本变动	-121	-301	-303	-235
其他	-1	0	0	0
经营活动净现金流量	59	-61	57	202
投资活动净现金流量	-138	-105	-101	-93
融资活动净现金流量	-48	0	0	0
企业自由现金流	167	409	518	523

财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
每股指标				
每股收益 (元)	1.06	1.71	2.63	3.23
每股净资产 (元)	7.16	8.87	11.50	14.73
每股经营性现金流量	0.44	-0.45	0.42	1.50
成长性指标				
营业收入增长率	51.7%	131.4%	64.1%	26.8%
净利润增长率	33.6%	61.7%	53.6%	22.6%
盈利能力指标				
毛利率	30.5%	24.2%	22.2%	21.6%
净利润率	16.7%	11.7%	10.9%	10.5%
运营效率指标				
应收账款周转天数	129.53	124.51	124.44	125.31
存货周转天数	66.87	56.02	57.98	58.81
偿债能力指标				
资产负债率	22.3%	32.2%	39.0%	39.2%
流动比率	3.39	2.39	2.06	2.09
速动比率	2.98	1.97	1.64	1.67
费用率指标				
销售费用率	1.1%	2.1%	2.0%	1.9%
管理费用率	6.7%	6.1%	5.0%	5.0%
财务费用率	-0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
分红指标				
分红比例	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
估值指标				
P/E (倍)	16.42	13.27	8.64	7.05
P/B (倍)	2.43	2.56	1.98	1.54
P/S (倍)	3.58	1.55	0.94	0.74
净资产收益率	14.8%	19.3%	22.9%	21.9%

资料来源：东北证券

研究团队简介:

王凤华：东北证券研究所绝对收益组组长、绝对收益首席分析师，兼任非银行金融行业首席分析师。中国人民大学硕士研究生，证券行业从业 23 年，2019 年加入东北证券。曾任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小盘首席分析师、申万宏源证券研究所中小盘研究部总监、联讯证券研究院执行院长。2012 年至 2014 年连续三年带领团队上榜《新财富》最佳中小市值分析师，2016—2017 年带领联讯研究院获得《新财富》最具潜力研究机构奖项。多次获得水晶球、Wind 资讯金牌分析师、今日投资天眼分析师、金融界最佳分析师等多项奖项。深入调研过 500+上市公司，对券商等行业有深入的研究。

陈玉卢：南开大学企业管理硕士，南开大学工商管理本科，现任东北证券银行组组长，2016 年开始从事银行研究，2019 年加入东北证券研究所，2020 年新增家电行业覆盖。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准： A 股市场以沪深 300 指数为市场基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为市场基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	增持	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。	
	中性	未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。	
	减持	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。	
	卖出	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内，行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场基准。	

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区三里河东路五号中商大厦 4 层	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
公募销售			
华东地区机构销售			
阮敏 (总监)	021-61001986	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-61001803	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-61001965	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-61001805	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-61001807	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-61001802	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-61001827	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-61002025	13122617959	liuyq@nesc.cn
金悦	021-61002026	17521550996	jinyue@nesc.cn
周之斌	021-61002073	18054655039	zhouzb@nesc.cn
陈梓佳	021-61001887	19512360962	chen_zj@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
赵丽明	010-58034553	13520326303	zhaolm@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	19801271353	zhouying1@nesc.cn
过宗源	010-58034553	15010780605	guozy@nesc.cn
王动	010-58034555	18514201710	wang_dong@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (总监)	0755-33975865	13760273833	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
王谷雨	0755-33975865	13641400353	wanggy@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
张瀚波	0755-33975865	15906062728	zhang_hb@nesc.cn
姜青豆	0755-33975865	18561578188	jiangqd@nesc.cn
邓璐璘	0755-33975865	15828528907	dengll@nesc.cn
戴智睿	0755-33975865	15503411110	daizr@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵 (总监)	021-61002151	18616369028	liyinyin@nesc.cn
杜嘉琛	021-61002136	15618139803	dujiachen@nesc.cn
王天鸽	021-61002152	19512216027	wangtg@nesc.cn
王家豪	021-61002135	18258963370	wangjiahao@nesc.cn
白梅柯	021-20361229	18717982570	baimk@nesc.cn