

投资评级 优于大市 首次覆盖

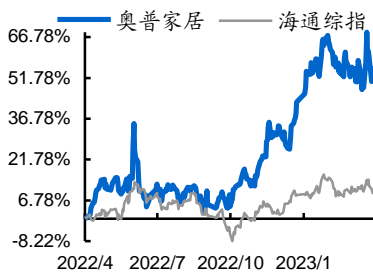
## 产品迭代升级助发展，盈利能力显著增强

### 股票数据

04月27日收盘价(元)	11.42
52周股价波动(元)	7.44-12.66
总股本/流通A股(百万股)	402/399
总市值/流通市值(百万元)	4587/4558

### 相关研究

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-0.5	-7.6	8.0
相对涨幅(%)	0.1	-6.2	12.7

资料来源:海通证券研究所

### 投资要点:

- 公司发布22年年报与23年一季报:** 2022年全年,公司实现营业收入18.8亿元,同比下滑8.6%;归母净利润2.4亿元,同比增长673.2%;扣非后归母净利润1.8亿元,同比增长687.8%。22年第四季度,公司实现营业收入6.1亿元,同比下滑5.7%;归母净利润7703万元,同比增长170.4%;扣非后归母净利润4538万元,同比增长141.2%。23年第一季度,公司实现营业收入3.5亿元,同比下滑7.9%;归母净利润5997万元,同比增长115.2%;扣非后归母净利润4575万元,同比增长74.2%。
- 分产品来看:公司浴霸产品不断迭代升级,一站式空间解决方案驱动发展**
- 1) 公司浴霸产品革新升级保证产品竞争力:** 2022年公司浴霸产品实现营业收入9.9亿元,同比下滑1.54%;公司产品收入下滑系房地产周期性调控影响。公司2022年实现了对爆款360浴霸系列的迭代升级,新款热能环浴霸Q360C搭载独创热能环科技,采用鲸吸技术实现换气技术的升级,荣获2022年德国红点奖之“产品设计奖”。2022年公司研发费用0.9亿元,占收入比4.9%,公司以产品研发、技术创新为基础,走“多品类”战略,不断实现产品的迭代升级,产品竞争力逐步增强,满足消费者的多样化需求。我们认为,随着疫情解除,房地产产业复苏,消费者的装修需求增加,公司营收有望恢复增长。
- 盈利预测与评级:** 我们预计23-25年实现净利润3.01、3.50、3.87亿元,同比增长25.3%、16.4%、10.6%,当前收盘价对应23-24年PE为15、13倍,公司作为家电&家居双布局的龙头企业,参考可比公司给予公司2023年25~26倍PE估值,对应合理价值区间18.73~19.48元,给予“优于大市”评级。
- 风险提示:** 原材料价格波动风险,渠道推广不及预期。

分析师:郭庆龙

Email:gq113820@haitong.com

证书:S0850521050003

分析师:吕科佳

Email:lkj14091@haitong.com

证书:S0850522060001

### 主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2058	1880	2142	2406	2650
(+/-)YoY(%)	29.2%	-8.6%	13.9%	12.3%	10.2%
净利润(百万元)	31	240	301	350	387
(+/-)YoY(%)	-83.6%	673.2%	25.3%	16.4%	10.6%
全面摊薄EPS(元)	0.08	0.60	0.75	0.87	0.96
毛利率(%)	41.0%	44.4%	46.9%	49.0%	50.6%
净资产收益率(%)	1.9%	15.6%	16.2%	15.7%	14.7%

资料来源:公司年报(2021-2022),海通证券研究所

备注:净利润为归属母公司所有者的净利润

- 2) “一站式”整装方案为公司发展赋能: 2022 年公司集成吊顶产品实现营业收入 5.0 亿元, 同比下滑 23.2%。公司为顺应“空间解决方案”的套系化模式不断推出方便快捷的一站式空间解决方案, 实现业务由点到面的新发展。例如, 公司推出的集成 MAX+顶、墙、地空间解决方案, 兼具实用性与观赏性, 一站式解决了装修整体空间布局。公司从消费者的不同需求出发, 开辟了四大产品主线和七大阳台生活方式。其他新兴品类方面, 2022 年全年, 公司晾衣机产品实现营收 1.0 亿元, 同比下降 4.9%; 照明产品 2022 年实现营收 8392 万元, 较 2021 年同比下滑 15.2%; 集成墙面产品全年实现营收 4827 万元, 同比下滑 49.2%。
- 公司盈利能力增强, 产品研发升级促发展。2022 年全年公司归母净利率达到 13.0%, 同比增长 11.2pct; 销售毛利率达到 44.4%, 同比提升 3.4pct。费用率方面, 公司销售费用率、研发费用率、管理研发费用率分别达到 16.5%、4.9%、10.9%, 分别同比-2.5pct、0.0pct、-0.4pct。2023 年 Q1 公司归母净利率达到 17.2%, 同比增长 8.9pct; 销售毛利率达到 46.4%, 较 2022 年 Q1 同比提升 6.1pct。费用率方面, 公司销售费用率、研发费用率、管理费用率分别达到 19.1%、6.3%、13.1%, 分别同比+1.0pct、+2.1pct、-0.3pct。公司净利率和毛利率增长迅速, 盈利能力不断加强, 同时研发费用率在 2023 年 Q1 有较大幅度增加, 我们认为, 公司通过产品的研发升级, 将进一步增加产品竞争力, 加速占领市场份额。

表 1 分业务盈利预测

单位: 百万元	2022	2023E	2024E	2025E
<b>浴霸</b>				
销售收入	992	1156	1310	1443
增长率 (YoY)	28.4%	16.5%	13.3%	10.2%
毛利率	53.8%	57.1%	59.7%	61.5%
<b>集成吊顶</b>				
销售收入	497	601	706	807
增长率 (YoY)	23.7%	20.8%	17.5%	14.3%
毛利率	27.6%	33.3%	35.5%	37.4%
<b>晾衣机</b>				
销售收入	104	122	139	154
增长率 (YoY)	70.6%	17.3%	14.1%	11.0%
毛利率	30.2%	38.6%	38.9%	38.9%
<b>照明</b>				
销售收入	84	76	72	72
增长率 (YoY)	-15.2%	-10.0%	-5.0%	0.0%
毛利率	36.3%	36.5%	36.7%	36.9%
<b>集成墙面</b>				
销售收入	48	34	25	20
增长率 (YoY)	-49.2%	-30.0%	-25.0%	-20.0%
毛利率	37.2%	37.4%	37.6%	37.8%
<b>其他</b>				
销售收入	155	155	155	155
增长率 (YoY)	-23.4%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	36.5%	36.7%	36.9%	37.1%
<b>合计</b>				
销售收入	1880	2142	2406	2650
增长率 (YoY)	-8.6%	13.9%	12.3%	10.2%
毛利率	44.4%	46.9%	49.0%	50.6%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 2 同类公司对比估值表

上市公司	证券代码	主营业务	收盘价 (元)	PE (2023E, 倍)
华帝股份	002035.SZ	家用电器龙头企业	6.9	11.4
欧普照明	603515.SH	照明用具龙头企业	20.0	16.4
好太太	603848.SH	晾衣机龙头企业	13.9	16.2
欧派家居	603833.SH	板式家具龙头企业	115.9	22.4
石头科技	688169.SH	家用电器龙头企业	315.0	20.4
小熊电器	002959.SZ	家用电器龙头企业	85.8	26.9
平均				19.0

资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: PE 为 Wind 一致预期, 收盘价为 2023 年 04 月 27 日收盘价

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>1880</b>	<b>2142</b>	<b>2406</b>	<b>2650</b>
每股收益	0.60	0.75	0.87	0.96	营业成本	1046	1138	1227	1309
每股净资产	3.82	4.62	5.54	6.56	毛利率%	44.4%	46.9%	49.0%	50.6%
每股经营现金流	1.05	0.80	1.36	1.01	营业税金及附加	18	21	23	26
每股股利	0.75	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	309	418	493	570
P/E	19.11	15.24	13.10	11.84	营业费用率%	16.5%	19.5%	20.5%	21.5%
P/B	2.99	2.47	2.06	1.74	管理费用	113	139	156	172
P/S	2.44	2.14	1.91	1.73	管理费用率%	6.0%	6.5%	6.5%	6.5%
EV/EBITDA	9.28	8.76	6.98	6.03	EBIT	238	318	370	408
股息率%	<b>6.6%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	-24	-43	-48	-53
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	-1.3%	-2.0%	-2.0%	-2.0%
毛利率	44.4%	46.9%	49.0%	50.6%	资产减值损失	-21	-10	-10	-10
净利率	12.8%	14.0%	14.6%	14.6%	投资收益	14	15	15	15
净资产收益率	15.6%	16.2%	15.7%	14.7%	<b>营业利润</b>	<b>276</b>	<b>346</b>	<b>403</b>	<b>446</b>
资产回报率	10.0%	10.3%	10.8%	10.1%	营业外收支	1	2	2	2
投资回报率	13.0%	14.5%	14.1%	13.2%	<b>利润总额</b>	<b>277</b>	<b>348</b>	<b>405</b>	<b>448</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	303	387	437	469
营业收入增长率	-8.6%	13.9%	12.3%	10.2%	所得税	33	41	48	53
EBIT 增长率	1107.4%	33.5%	16.3%	10.3%	有效所得税率%	11.9%	11.9%	11.9%	11.9%
净利润增长率	673.2%	25.3%	16.4%	10.6%	少数股东损益	4	6	7	7
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>240</b>	<b>301</b>	<b>350</b>	<b>387</b>
资产负债率	34.0%	34.2%	29.5%	29.4%					
流动比率	2.02	1.99	2.28	2.33	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
速动比率	1.69	1.60	1.96	1.96	货币资金	1125	1220	1560	1781
现金比率	1.49	1.31	1.75	1.68	应收账款及应收票据	115	165	148	195
<b>经营效率指标</b>					存货	234	348	272	382
应收账款周转天数	21.63	20.00	20.00	20.00	其它流动资产	47	121	55	123
存货周转天数	92.99	92.00	91.00	90.00	流动资产合计	1521	1854	2036	2481
总资产周转率	0.75	0.81	0.78	0.75	长期股权投资	98	98	98	98
固定资产周转率	4.06	3.79	3.73	3.70	固定资产	524	607	682	752
					在建工程	0	100	190	270
					无形资产	99	88	78	69
					非流动资产合计	882	1055	1210	1350
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>资产总计</b>	<b>2404</b>	<b>2909</b>	<b>3246</b>	<b>3831</b>
净利润	240	301	350	387	短期借款	3	3	3	3
少数股东损益	4	6	7	7	应付票据及应付账款	486	639	574	721
非现金支出	138	89	87	82	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-19	-17	-17	-17	其它流动负债	264	289	315	339
营运资金变动	59	-59	119	-54	流动负债合计	753	932	892	1063
<b>经营活动现金流</b>	<b>422</b>	<b>320</b>	<b>545</b>	<b>406</b>	长期借款	0	0	0	0
资产	-61	-240	-220	-200	其它长期负债	64	64	64	64
投资	-57	0	0	0	非流动负债合计	64	64	64	64
其他	16	15	15	15	<b>负债总计</b>	<b>817</b>	<b>996</b>	<b>956</b>	<b>1127</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-102</b>	<b>-225</b>	<b>-205</b>	<b>-185</b>	实收资本	402	402	402	402
债权募资	-8	0	0	0	归属于母公司所有者权益	1535	1856	2226	2633
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	52	57	64	71
其他	-359	0	0	0	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>2404</b>	<b>2909</b>	<b>3246</b>	<b>3831</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-367</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>-46</b>	<b>95</b>	<b>340</b>	<b>221</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 27 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

郭庆龙 造纸轻工行业  
吕科佳 造纸轻工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：喜临门,江山欧派,公牛集团,仙鹤股份,爱玛科技,致欧科技,箭牌家居,慕思股份,太阳纸业,居然之家,恒安国际,中宠股份,五洲特纸,王力安防,家联科技,绿源控股集团,联翔股份,奥瑞金,索菲亚,晨光股份,共创草坪,麒盛科技,思摩尔国际,朝云集团,泉峰控股,玛格家居,皇派家居,裕同科技,欧派家居,明月镜片

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“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客户。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。