



Research and
Development Center

浴霸龙头技术为基，品类渠道拓展助成长

—奥普家居(603551)公司深度报告

2023 年 4 月 17 日

罗岸阳 家电行业首席分析师
S1500520070002
luoanyang@cindasc.com

李宏鹏 轻工行业首席分析师
S1500522020003
Lihongpeng@cindasc.com

相关研究

证券研究报告

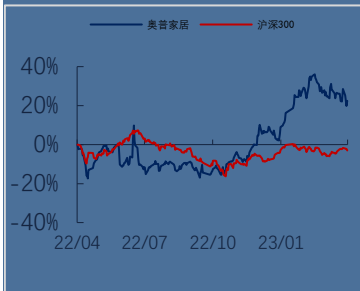
公司研究

公司深度报告

奥普家居(603551)

投资评级 买入

上次评级



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	11.66
52周内股价波动区间(元)	12.38-7.52
最近一月涨跌幅(%)	-3.72
总股本(亿股)	4.02
流通A股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	44.75

资料来源：wind，信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO., LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编：100031

浴霸龙头技术为基，品类渠道拓展助成长

2023年04月17日

本期内容提要：

◆**国内浴霸+集成吊顶领军企业，股权激励彰显发展信心。**公司是国内浴霸和集成吊顶行业领军品牌，30年长期深耕主力产品的同时，积极践行“家电+家居”双基因并行，向晾衣机、集成墙面、全功能阳台等多品类扩展，并以套系化思路朝着场景化、快装化方向发展。公司浴霸产品市占率领先，据奥维云网统计22年1-9月精装浴霸市场内公司市占率达22.4%。集成吊顶为公司第二大品类，在格局分散的行业内位于第一梯队。据公司业绩快报，22年营收规模为18.8亿元，归母净利润为2.41亿元，公司进一步优化产品结构带动毛利率提升，降本增效、控费成效显著，经营费用同比下降。23年2月，公司发布股权激励草案，解锁目标为23年、24年扣非归母净利润分别不低于2.5亿元、2.8亿元，据业绩快报扣非归母净利润1.83亿元测算，2023、2024年公司目标扣非归母净利润同比增长分别不低于36.27%、12%，彰显管理层发展信心。

◆**浴霸核心赛道市占率第一，C端功能创新升级，B端受益精装修率提升。**据久谦咨询数据，奥普浴霸线上零售市占率也排名第一，22年1-7月达25.7%，且公司凭借强大研发实力产品均价高于行业平均水平。同时，浴霸作为精装修主要配置产品，行业规模随精装房渗透率逐年提高，据奥维云网统计，2021年精装修浴霸配套项目数达200.7万套，配置率达70.2%。2020年我国住房精装修渗透率约37%，对比全球其他发达国家80%以上渗透率差距较大。未来随着我国精装修房渗透率提升，精装浴霸行业仍有提升空间。据奥维云网统计，22年1-9月奥普在精装浴霸行业市占率达22.4%，排名第一，行业CR3为63.6%，集中度相对较高。

◆**集成吊顶竞争格局分散，头部企业整合空间大。**据华经情报网统计，2021年我国集成吊顶行业规模约232亿元，过去几年行业平均年增长超10%。行业增长一方面来自应用场景从厨卫向全屋扩展，另一方面存量房二次装修需求也有望成为集成吊顶增长主要支撑。据奥维云网统计，2021年住宅装修市场（新房+保障房+二手房+老房）供给总规模约为2131万套，远期预计2025年国内住宅装修总量将接近2438万套，装修市场仍有增长空间。当前集成吊顶行业竞争格局高度分散，2021年头部企业友邦、奥普、法狮龙集成吊顶收入占集成吊顶行业规模均不到5%，整合空间较大。

◆**公司践行“全区域、全渠道、多品类”战略，丰富产品、聚焦潜力渠道，打造增长势能。**产品方面，公司立足浴霸、集成吊顶，核心产品浴霸依托较强品牌力与持续升级迭代，出厂单价整体呈提升趋势。同时，公司产品思维从单品向套系化迭代，打造“空间解决方案”，将产品线扩充到全屋空间，近年来晾衣机、照明、集成墙面等新品类均实现亮眼增长。渠道方面，公司拥有实体、电商、工程、家装全渠道优势。实体主要为经销商渠道，经营以提升效能、门店下探为核心。电商2017-2021年营收实现133%高复合增速，以直营为主的电商盈利能力突出，毛利率高于整体水平。工程渠道21年计提1.73亿元信用减值损失，未来有望轻装而行，继续聚焦头部房企客户、有望实现稳步经营。家装渠道2021年营收2亿元，同比高增41%，公司积极把握二次装修需求趋势，持续深化与规模家装公司的合作，争取以更快的速度占据毛坯、旧改、局改的需求高地。

◆**盈利预测与投资评级：**公司作为浴霸吊顶细分市场龙头，核心浴霸产品市占率领先，盈利能力持续提升，产品品类稳步向智能家居等扩展；渠道端全域发力，积极把握电商、家装渠道增长红利，传统零售、工程渠道有望稳步复苏。2023年减值风险释放，股权激励彰显发展信心，提效降费彰显发展

信心。我们预计 2023-2024 年公司归母净利润分别为 3.07 亿元、3.55 亿元，同比增长 28%、16%，目前股价对应 2023 年 PE 为 15X，首次覆盖给予“买入”评级。

◆**风险因素：**市场竞争加剧、原材料价格上涨风险

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	1,593	2,058	1,880	2,176	2,480
增长率 YoY %	-3.4%	29.2%	-8.6%	15.7%	14.0%
归属母公司净利润 (百万元)	189	31	241	307	355
增长率 YoY%	-29.4%	-83.6%	674.7%	27.7%	15.6%
毛利率%	44.8%	41.0%	43.0%	45.0%	45.2%
净资产收益率ROE%	10.6%	1.9%	14.8%	16.5%	16.7%
EPS(摊薄)(元)	0.47	0.08	0.60	0.76	0.88
市盈率 P/E(倍)	24.80	150.84	19.47	15.25	13.19
市净率 P/B(倍)	2.64	2.91	2.89	2.52	2.21

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 04 月 17 日收盘价

目录

投资聚焦	5
一、公司概况：国内浴霸吊顶行业龙头	6
1.1 公司简介：30 年聚焦浴霸、集成吊顶，持续精进创新	6
1.2 股权集中，发布股权激励彰显发展信心	8
1.3 财务概况：营收稳健，22 年&23 年一季度业绩高增	9
二、浴霸吊顶行业升级，仍有拓展空间	10
2.1 浴霸：C 端功能创新升级，B 端受益精装修率提升	10
2.2 集成吊顶：应用空间扩展与家装需求驱动稳步增长	13
三、公司产品研发创新、聚焦潜力渠道，打造增长势能	16
3.1 产品战略立足用户需求，套系化思维升级	16
3.2 电商&家装渠道加大拓展，工程渠道轻装而行	20
四、盈利预测与估值	22
五、风险因素	24

表目录

表 1: 公司主要产品	7
表 2: 截止 22 年三季报公司前十大股东明细	8
表 3: 我国浴霸产品主要发展阶段	11
表 4: 公司收入预测简表	22
表 5: 公司盈利预测简表	22
表 6: 可比公司 2023 年 PE 约 20 倍	23

图目录

图 1: 公司发展历程	6
图 2: 公司股权激励目标	9
图 3: 2015-1Q23 公司营业收入与同比增长率	9
图 4: 2015-1Q23 公司归母净利润与同比增长率	9
图 5: 2015-22 年 1-9 月公司毛利率和净利率	10
图 6: 2015-22 年 1-9 月公司各项期间费用率	10
图 7: 22 年 1-7 月天猫浴霸品牌市占率	11
图 8: 22 年 1-7 月天猫浴霸品牌均价 (元/件)	11
图 9: 2016-2020 年我国精装修开盘套数及渗透率	12
图 10: 中国与发达国家精装修渗透率对比	12
图 11: 我国精装修房浴霸配置率较高	12
图 12: 22 年 1-9 月分地区浴霸规模与配置率	12
图 13: 精装修市场浴霸品牌结构	13
图 14: 22 年 1-9 月精装修市场浴霸品牌市占率	13
图 15: 集成吊顶由基础模块、功能模块及辅助模块构成	13
图 16: 公司集成吊顶产品示意图	13
图 17: 2017-2021 年集成吊顶行业规模稳步增长	14
图 18: 集成吊顶应用场景有望向客卧扩展	14
图 19: 2021-2025 年预计中国住宅装修市场住宅规模	15
图 20: 2021 年集成吊顶行业集中度较低	15
图 21: 公司家电板块主要产品示意图	16
图 22: 公司家居板块主要产品示意图	17
图 23: 2015-2021 年公司主营业务收入构成	18
图 24: 2015-2021 年公司浴霸与集成吊顶营收同比增速	18
图 25: 2016-2021 年公司浴霸出厂单价持续提升	18
图 26: 2015-2021 年公司主要产品毛利率	18
图 27: 奥普家居全功能阳台场景示意图	19
图 28: 2016-2021 年公司研发费用与研发费用率	19
图 29: 16-21 年公司研发人员数量及占比	19
图 30: 2020-2021 年公司分渠道收入	20
图 31: 2020-2021 年公司分渠道毛利率曲线	20
图 32: 2016-1H22 公司经销商与专卖店数量	21
图 33: 公司电商渠道高速增长	21
图 34: 公司部分全渠道战略合作企业	21

投资聚焦

公司浴霸受益精装市场扩容，核心赛道市占率第一。浴霸为精装修主要配置产品，2020年我国住房精装修渗透率约37%，对比全球其他发达国家80%以上渗透率差距较大，随着我国精装修房渗透率提升，精装浴霸销售仍有望扩容。**市占率方面公司保持领先，1)线上零售**，据久谦数据统计，22年1-7月天猫奥普浴霸市占率25.7%。从各品牌的产品均价看，近几年来行业整体价格带呈下降趋势，22年1-7月浴霸行业天猫零售整体均价约500元/件，奥普家居浴霸均价约915元/件，高于行业平均水平；**2)精装工程**，据奥维云网统计，22年1-9月奥普在精装浴霸行业市占率达22.4%，排名第一。

集成吊顶对应装修需求，行业仍在快速增长，龙头份额提升空间大。据华经情报网统计，2021年我国集成吊顶行业规模约232亿元，过去几年行业平均年增长超10%。行业增长一方面来自应用场景从厨卫向全屋扩展，另一方面存量房二次装修需求也有望成为集成吊顶增长主要支撑。当前集成吊顶行业竞争格局高度分散，2021年头部企业友邦、奥普、法狮龙集成吊顶收入占集成吊顶行业规模均不到5%，整合空间较大。

公司产品端立足浴霸核心优势，C端功能创新升级，并向其他品类多元扩展。奥普为中国浴霸第一品牌，核心产品依托较强品牌力与持续升级迭代，出厂单价整体呈提升趋势。产品研发聚焦高端化。同时，公司产品思维从单品向套系化迭代，打造“全功能阳台4.0”、“空间解决方案”，将产品线扩充到阳台及全屋空间，近年来晾衣机、照明、集成墙面等新品类均实现亮眼增长，有力驱动整体增长。

渠道端聚焦电商、家装高潜渠道，工程渠道轻装而行。1) 电商：公司电商渠道主要销售家电类产品，17年至21年营收实现133%复合增长，直营模式下电商盈利能力突出，毛利率高于整体水平。2) 家装：21年营收同比高增41%，公司积极把握二次装修需求趋势，持续深化与规模家装公司的合作，争取以更快的速度占据毛坯、旧改、局改的需求高地。3) 工程渠道：21年公司计提1.73亿元信用减值损失，经营风险得到释放，后续工程继续聚焦头部房企客户、有望实现稳步经营。

一、公司概况：国内浴霸吊顶行业龙头

公司是国内浴霸和集成吊顶行业领军品牌，30 年长期深耕主力产品的同时，积极践行“家电+家居”双基因并行，向晾衣机、集成墙面、全功能阳台等多品类扩展，并以套系化思路朝着场景化、快装化方向发展。公司浴霸产品市场占有率领先，据奥维云网统计 22 年 1-9 月精装浴霸市场内公司市场占有率达 22.4%。集成吊顶为公司第二大品类，在格局分散的行业内位于第一梯队。23 年 2 月公司发布股权激励草案，解锁目标为 2023 年、2024 年扣非归母净利润分别不低于 2.5 亿元、2.8 亿元，据公司发布 2022 年业绩快报扣非归母净利润 1.83 亿元测算，2023、2024 年公司目标扣非归母净利同比增长分别不低于 43%、12%，高目标彰显增长信心。

1.1 公司简介：30 年聚焦浴霸、集成吊顶，持续精进创新

公司专注浴霸、集成吊顶等家居产品的研发、生产、销售及相关服务的提供。公司成立于 1993 年，秉承“为爱设计”的品牌理念，一直致力于为消费者提供舒适、安全、温暖的卫浴体验以及健康、纯净的家庭环境。经过多年发展，公司产品系列从浴霸、集成吊顶逐步扩展至厨电、照明和晾衣架等产品。奥普产品卓越的性能与不断升级的产品功效推动公司品牌知名度不断提升，目前“奥普”已成为国内家居行业领军品牌，奥普产品已走进众多消费者的家中，成为万千家庭的优秀空气管家。

公司自设立以来致力于为消费者提供舒适、安全、温暖的卫浴体验以及健康、纯净的家庭环境，奥普如今涵盖了家居空间多品类产品，在设计上实现家居风格的个性化，并辅以更优异的功能电器，提供家居空间整体解决方案：

- **1993-1999 年 产品引进期：**成立初期公司主要将浴霸产品引入国内市场，国内的消费环境仍在培育、配套供应尚不成熟，浴霸功能相对单一。由于浴霸产品刚出现，行业内企业较少，竞争不激烈，企业占据了行业主导地位，拥有产品定价权。
- **1999-2015 年 产品升级丰富期：**在企业不断努力下，浴霸产品系列不断升级和丰富，并逐步普及，而纯平浴霸的推出进一步提升了装修安装的适配度。市场上主导产品为灯暖、风暖以及灯风暖结合型浴霸，同时行业内企业数量逐渐增多，行业内竞争渐趋激烈，市场集中度有所降低。2007 年公司开启第二大品类集成吊顶，多元化规模初具。
- **2015-至今 产品功能多元期：**2015 年以来，家居行业逐步向着定制化、智能化等方向发展，浴霸作为卫浴家用电器，亦开始融入智能管理功能，实现从单一取暖功能向承载浴室整体空气管理功能的转型升级。2020 年奥普家居实现 A 股上市，凭借自身研发能力、质量控制能力、营销能力等优势，不断推出符合新一代消费理念的新产品，产品附加值不断提升。

图 1：公司发展历程

1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
奥普第一台浴霸诞生	推出迷你型和玲珑型，产品开启系列化		推出灯风结合的双暖浴霸		奥普销量首次破亿		大灯距“精英”系列浴霸上市：通过IOS9001认证		G-NBSS低色温自然光取暖泡，首创双暖新主张		研发了中国第一台侧吸下排环保灶		荣获浴霸国家标准制定组长单位	
	打入国际市场		总裁方胜康被行业、市场公认为“浴霸之父”		双风轮成为新一代浴霸的核心技术		行业第一款NBSS取暖泡问世		研发钛金超薄系列，引领现代卫浴空间新标准		荣获浙江省知名商标称号		奥普集成吊顶上市：荣获中国第一款侧吸下排环保灶国家专利	
	研发复式循环加热技术：集成吊顶核心产品“奥芯”系列上市；奥普集成灶上市		通过CNAS国家认可的实验室初显成效		奥普研发中心被认定为“杭州市企业技术中心”		与创基金达成战略合作的单位		推出“宽沐”浴霸、奥普集成吊顶“MAX”；奥普艺术吸顶灯上市；与Aston Martin达成官方战略合作伙伴关系；与华为达成官方战略合作				成功挂牌A股市场；奥普全功能阳台上市	
2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2017	2018	2019	2020	2021		
荣获集成吊顶国家标准制订组长单位	荣获“中国家电原创奖”、“中国绿色之星”、“中国家电技术创新奖”		奥普浴霸连续十一年荣获全国销售第一，荣获1+N浴霸消费者最信赖品牌		“智·爱之旅”印象新品发布会：推出奥芯II代系列；开创O2O营销新时代		奥普新风系统上市；推出全新一代奥普新风取暖—宝宝浴霸；推出奥普集成吊顶“自由π”系列；		与故宫宫廷文化达成战略合作；行业首个天猫超品日；新国货智造联盟品牌；智能集成家居战略发布				奥普全功能阳台门系统发布	

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

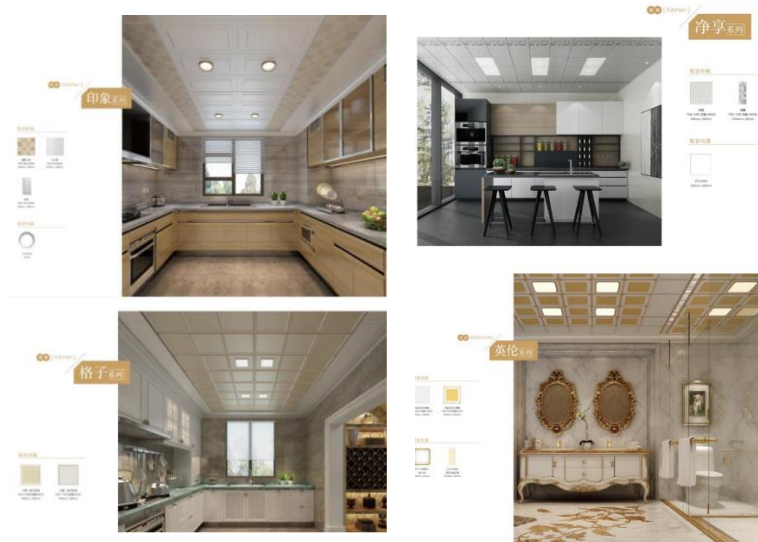
目前，公司主要产品为浴霸、集成吊顶两大系列，并逐步扩充至照明和晾衣架等家居家电产品，产品风格多样、功能齐全、个性化突出，满足了不同消费群体的需求。

浴霸通过特制热源快速提升浴室温度，改变寒冷洗浴体验。经过多年发展，公司浴霸产品已成为兼具浴室暖房、通风、换气、杀菌、照明、湿度控制等功能的一体化产品。集成吊顶是通过模块化设计，将吊顶基板与功能电器融合形成的一体化吊顶产品，由基础模块、功能模块及辅助模块组成，安装简单，布置灵活，维修方便且外表美观。

表 1: 公司主要产品

产品分类	产品图片	产品介绍
浴霸产品		<p>产品说明: 浴霸装有特制热源，能够快速提升浴室温度，改变了冬日人们寒冷的洗浴体验。经过多年发展，目前浴霸已经突破最初简单的照明、取暖、通风功能发展成为一种集照明、浴室暖房、通风、换气、杀菌、湿度控制等功能为一体的综合性电器，有望逐渐成为卫浴间的必备品之一。</p>

集成吊顶



产品说明：集成吊顶是通过模块化设计将吊顶基板与功能电器融合形成的一体化吊顶产品。集成吊顶具有易于拆卸、组装，因此具有清洗方便、可随意增减功能电器的特点。

资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

1.2 股权集中，发布股权激励彰显发展信心

截止 22 年三季报，公司控股股东为 Tricosco Limited，持有公司 61.5% 股权。公司实际控制人为 Fang James、方胜康，分别持有 Tricosco 股权 42.36%、44.01%。

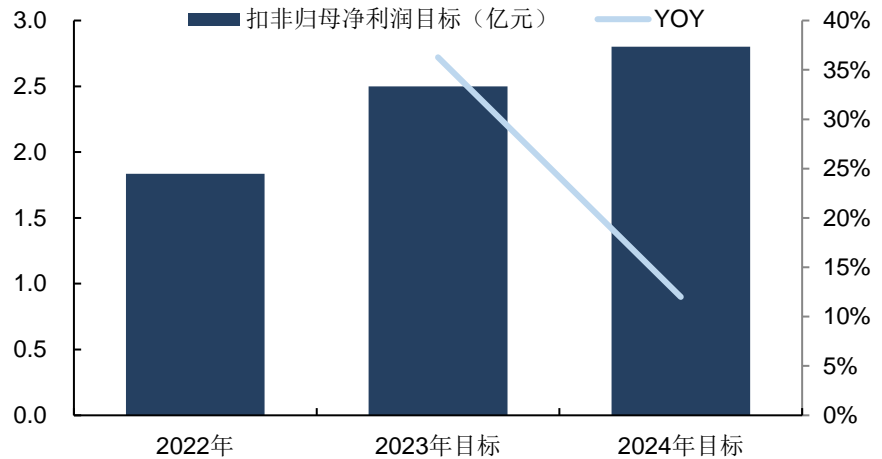
表 2：截止 22 年三季报公司前十大股东明细

排名	股东名称	持股数量(股)	占比(%)	股本性质
1	Tricosco Limited	248,589,449	61.5	限售流通 A 股
2	舟山文泽投资管理合伙企业(有限合伙)	17,684,212	4.4	限售流通 A 股
3	PMT HOLDINGS LIMITED	16,342,103	4.0	A 股流通股
4	HEAVEN-SENT CAPITAL APOLLO AP COMPANY LIMITED	15,252,639	3.8	A 股流通股
5	奥普家居股份有限公司回购专用证券账户	13,076,200	3.2	A 股流通股
6	舟山明泽投资合伙企业(有限合伙)	9,408,490	2.3	A 股流通股
7	ZHEJIANG UNITED INVESTMENT (HK) LIMITED	3,932,900	1.0	A 股流通股
8	舟山聚泽投资合伙企业(有限合伙)	1,781,490	0.4	A 股流通股
9	SKY OPEN LIMITED	1,741,219	0.4	A 股流通股
10	金元顺安元启灵活配置混合型证券投资基金	1,619,600	0.4	A 股流通股
	合 计	329,428,302	81.4	

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

发布股权激励计划，彰显发展信心。2023 年 4 月公司完成股权激励首次授予，授予限制性股票数量为 314.10 万股，约占公司总股本 0.78%，激励对象为公司董事、高级管理人员、中层管理人员及核心骨干共计 14 人，首次授予部分限制性股票的授予价格为每股 5.86 元。

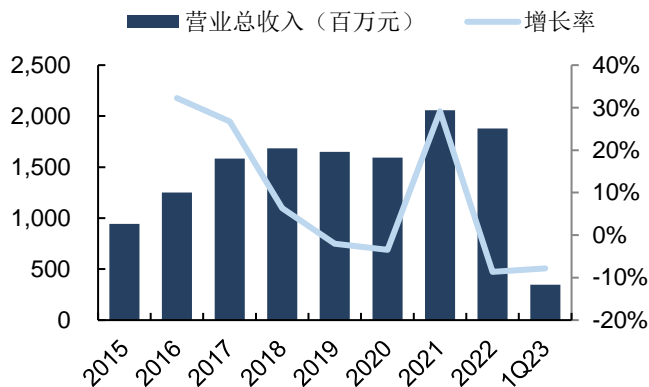
股权激励业绩考核年度为 2023 年、2024 年，解锁目标为 2023 年、2024 年扣非归母净利润分别不低于 2.5 亿元、2.8 亿元，根据公司发布 2022 年业绩快报扣非归母净利润 1.83 亿元测算，2023、2024 年公司目标扣非归母净利同比增长分别不低于 36.27%、12%。

图 2: 公司股权激励目标


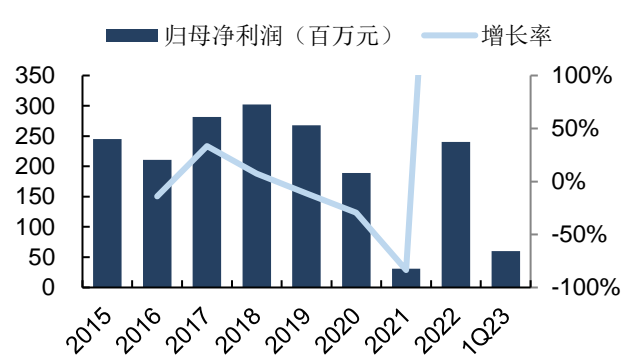
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

1.3 财务概况: 营收稳健, 22 年&23 年一季度业绩高增

公司营收稳步增长, 22 年、23 年 Q1 业绩快报归母净利润显著提升。2022 年公司实现营业收入 18.8 亿元, 同比下降 8.64%, 23 年 Q1 公司实现营业收入 3.5 亿元, 同比下降 7.85%, 根据业绩快报, 公司主要受房地产周期性调控影响, 营业收入有所下降。2022 年公司实现归母净利润 2.41 亿元, 同比增长 674.8%, 根据公司公告, 主要由于上年计提阳光城、恒大信用减值损失 1.73 亿元导致利润基数较低所致。23 年 Q1 公司实现归母净利润 59.97 亿元, 同比增长 115.24%, 一方面由于公司推进精益化管理, 不断提高经营效率, 盈利能力持续提升, 另一方面公司处置股票资产收益亦贡献盈利。

图 3: 2015-1Q23 公司营业收入与同比增长率


资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 4: 2015-1Q23 公司归母净利润与同比增长率


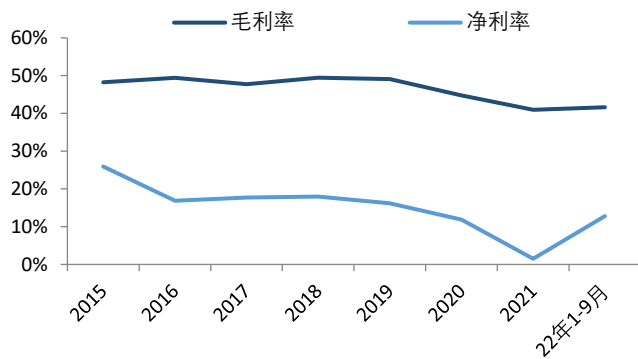
资料来源: wind, 信达证券研发中心

22 年及 23 年一季度受益产品结构优化毛利率提升, 期间费用率稳中有降。公司近年来毛利率呈下降趋势, 根据公司公告, 一方面由于公司主营业务成本 90%以上为原材料, 而近期铜、塑料等大宗原材料价格上涨, 另一方面由于公司毛利率较低的工程、家装渠道占比上升所致。根据公司 22 年和 23Q1 业绩快报, 公司产品结构持续优化驱动 22 年、23 年 Q1 毛

利率同比上升。

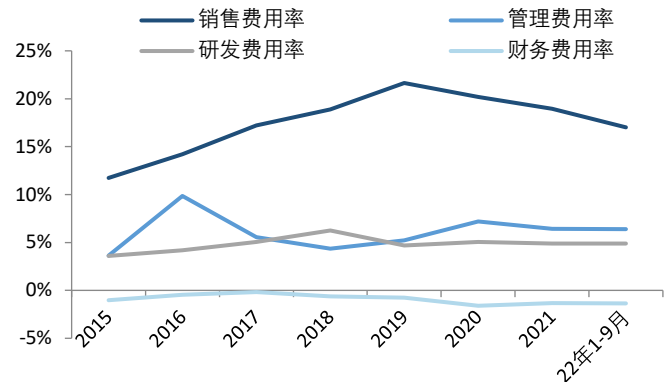
期间费用率方面，公司近年销售费用率逐年下降，管理、研发费用率相对稳定。

图 5：2015-22 年 1-9 月公司毛利率和净利率



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 6：2015-22 年 1-9 月公司各项期间费用率



资料来源：Wind，信达证券研发中心

二、浴霸吊顶行业升级，仍有拓展空间

浴霸品类小而美，C 端功能创新升级，B 端受益精装修率提升。据久谦咨询数据，奥普浴霸线上零售市占率也排名第一，22 年 1-7 月达 25.7%，且公司凭借强大研发实力产品均价高于行业平均水平。据奥维云网统计，2021 年精装修浴霸配套项目数达 200.7 万套，配置率达 70.2%，浴霸已成为精装修主要配套产品，2020 年我国住房精装修渗透率约 37%，对比全球其他发达国家 80% 以上渗透率仍有较大提升空间。据奥维云网统计，22 年 1-9 月奥普在精装浴霸行业市占率达 22.4%，为行业龙头。

集成吊顶主要用于住宅装修，2021 年行业规模约 232 亿元，过去几年行业平均年增长超 10%。未来行业增长一方面来自应用场景从厨卫向全屋扩展，另一方面存量房二次装修需求也有望成为集成吊顶增长主要支撑。当前行业竞争格局分散，2021 年头部企业友邦、奥普、法狮龙集成吊顶收入占集成吊顶行业规模均不到 5%。

2.1 浴霸：C 端功能创新升级，B 端受益精装修率提升

浴霸产品装有特制热源，能够快速提升浴室温度，改变了冬日人们寒冷的洗浴体验。经过多年发展，目前浴霸已经突破最初简单的照明、取暖、通风功能发展成为一种集照明、浴室暖房、通风、换气、杀菌、湿度控制等功能为一体的综合性电器，有望逐渐成为卫浴间的必备品之一。

浴霸的发展阶段贯穿着两条主线，一是产品的功能不断升级换代，一是消费者对浴霸的接受度不断提高。我国浴霸行业的发展历程主要经历了三个阶段。1) 1999 年以前：引入期。以奥普为代表的企业致力于推广这一产品。这一阶段的浴霸以灯暖型为主，主要的功能就是加热。消费者购买浴霸主要是为了改善寒冷的卫浴体验。浴霸的销量有较强的区域性和周期性。2) 1999 年-2015 年：普及期。在以奥普为代表的企业不断努力下，浴霸产品不断升级并走向普及。装修安装适配度较高的纯平浴霸推动了浴霸的普及，市场上的主导产品变为灯暖、

风暖以及灯风暖结合型浴霸。这一阶段的重要特征是浴霸不再是单一的功能性产品，消费者普遍将集合照明、取暖及换气功能的浴霸视为卫生间的必备家居产品之一，季节性因素、区域性因素对销量的影响较第一阶段明显下降。**3) 2015年：升级期。**浴霸产品顺应家居行业定制化、智能化等发展方向，逐步转型为浴室内整体空气管理产品，并搭载了一些智能管理功能。随着消费者对室内空气质量的关注度不断提高，逐步产生了净化室内空气、检测空气质量、系统性调控室内干湿平衡等消费需求，浴霸已实现从单一取暖功能向承载浴室整体空气管理功能的转型升级。

表 3: 我国浴霸产品主要发展阶段

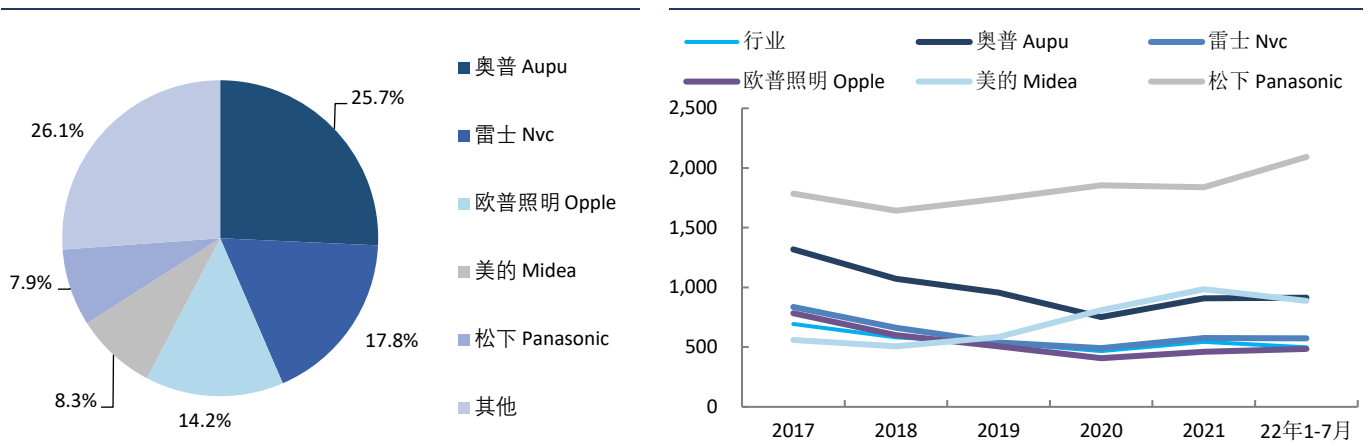
发展阶段	样式	基本介绍
第一阶段（1999 之前）		产品主要以功能型为主，主导产品为灯暖型浴霸，消费者购买浴霸的主要目的为改善寒冷卫浴体验。
第二阶段（1999- 2015）		浴霸产品系列不断升级和丰富，并逐步普及，而纯平浴霸的出现进一步提升了装修安装的适配度。市场上主导产品为灯暖、风暖以及灯风暖结合型浴霸。
第三阶段（2015 至今）		2015 年以来，家居行业逐步向着定制化、智能化等方向发展，浴霸作为卫浴家用电器，亦开始融入智能管理功能，浴霸实现从单一取暖功向承载浴室整体空气管理功能的转型升级。

资料来源：招股说明书、信达证券研发中心

奥普家居浴霸线上零售市占率排名第一，产品均价高于行业平均水平。浴霸线上零售竞争格局与精装市场相似，22 年 1-7 月天猫奥普、雷士、欧普、美的、松下销售额市占率分别为 25.7%、17.8%、14.2%、8.3%、7.9%，CR5 为 73.9%。从各品牌的产品均价看，近几年来行业整体价格带呈下降趋势，22 年 1-7 月浴霸行业天猫零售整体均价约 500 元/件，奥普家居浴霸均价约 915 元/件，高于行业平均水平。

图 7: 22 年 1-7 月天猫浴霸品牌市占率

图 8: 22 年 1-7 月天猫浴霸品牌均价（元/件）



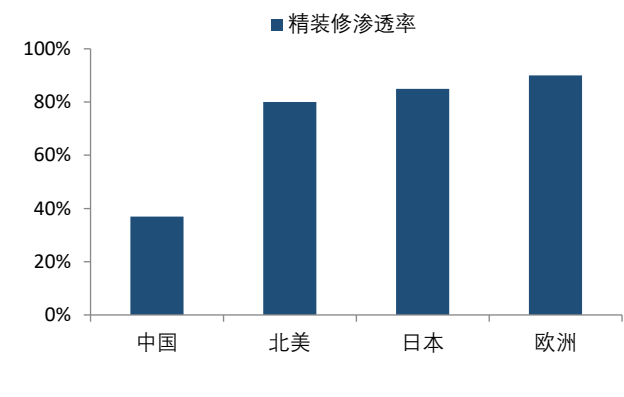
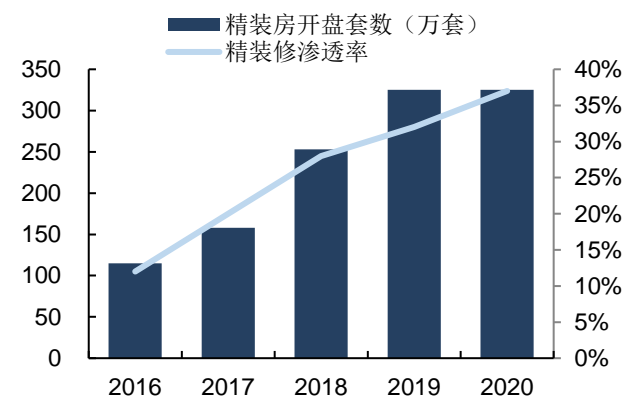
资料来源：久谦咨询，信达证券研发中心

资料来源：久谦咨询，信达证券研发中心

精装房渗透率持续提升，对比发达国家精装修率仍有提升空间。近年来随着房地产市场的发展、相关政策的推动以及市场需求的增加，我国精装修市场得到了良好的发展，精装修渗透率方面不断提升。根据观研天下，2020 年精装房开盘量约为 325 万套，同比持平；精装修渗透率从 2016 年的 12% 增长到 2020 年的 37%。对比全球其他发达国家 80% 以上的精装修渗透率，我国精装房渗透率仍有较大提升空间。

图 9: 2016-2020 年我国精装修开盘套数及渗透率

图 10: 中国与发达国家精装修渗透率对比



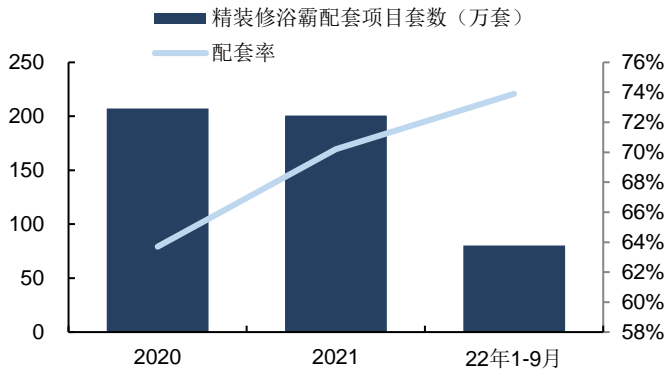
资料来源：华经产业研究院，观研天下，信达证券研发中心

资料来源：观研天下，信达证券研发中心

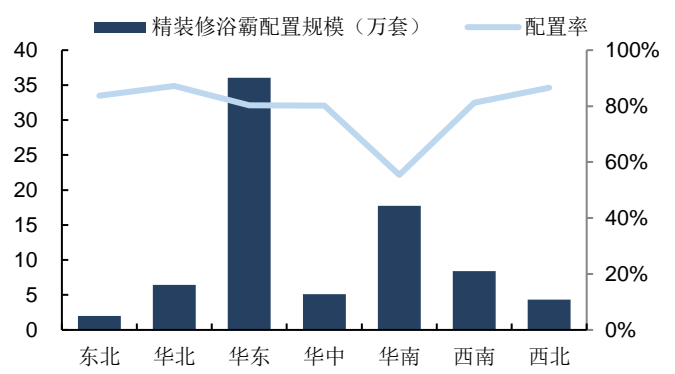
精装浴霸配置率稳步增长，需求集中在国内较发达地区。根据奥维云网统计，2021 年精装修浴霸配套项目数达 200.7 万套，浴霸配置率达 70.2%，22 年 1-9 月受地产行业景气影响，浴霸配套规模有所下降，但其配置率提升至 73.9%，呈现稳步增长态势。分地区看，规模方面，浴霸在精装市场的应用主要集中在新一线城市、二线城市等大中型城市；配置率方面，22 年 1-9 月除华南地区外，各地配置率均达 80% 以上，其中华北区域和西北区域配置率最高，分别达 87.2%、86.6%。

图 11: 我国精装修房浴霸配置率较高

图 12: 22 年 1-9 月分地区浴霸规模与配置率



资料来源：奥维云网，信达证券研发中心



资料来源：奥维云网，信达证券研发中心

精装修浴霸市场目前仍较为分散，奥普家居为行业龙头。浴霸行业主要由专业浴霸制造企业、照明企业、综合家电制造企业以及众多小企业构成：专业浴霸制造企业如奥普、名族等企业；照明企业如欧普照明等近年来的产品线开始向浴霸扩充；综合家电制造企业如美的集团、松下电器等对浴霸关注度相对较低，生产模式以自产结合 OEM 贴牌为主。

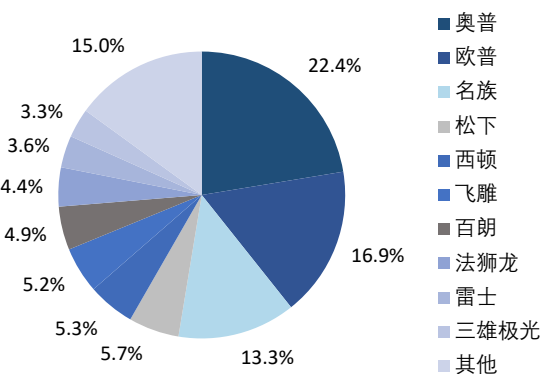
据奥维云网统计，22年 1-9 月奥普、欧普、名族在精装浴霸市场市占率分别为 22.4%、16.9%、13.3%，行业 CR3 为 52.6%。未来浴霸的转型升级向行业参与者提出了更高的产品要求，以奥普家居为代表的品牌生产商凭借自身产品实力和品牌优势，有望逐渐提升行业集中度。

图 13：精装修市场浴霸品牌结构



资料来源：奥维云网，信达证券研发中心

图 14：22年 1-9 月精装修市场浴霸品牌市占率



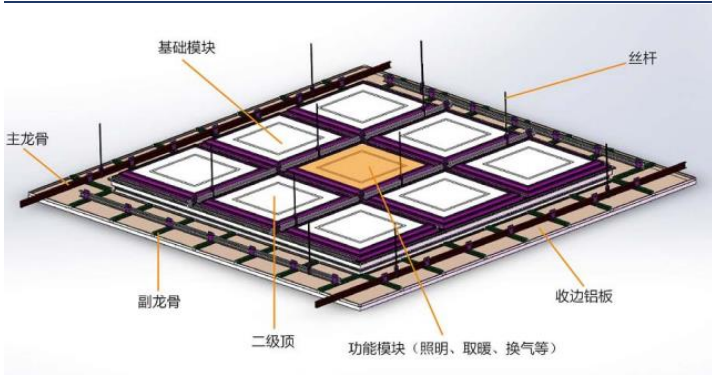
资料来源：奥维云网，信达证券研发中心

2.2 集成吊顶：应用空间扩展与家装需求驱动稳步增长

集成吊顶属于装修装饰材料行业，主要用于住宅装修。集成吊顶是通过模块化设计将吊顶基板与功能电器融合形成的一体化吊顶产品，通常由基础模块、功能模块及辅助模块组成。集成吊顶行业从 2004 年开始兴起，并由于它们相对传统吊顶的优势而不断发展壮大。早期集成吊顶主要用于对吊顶模块化需求较高的厨房和卫生间场景，后逐步延展到住宅其他空间，近年来进一步衍生出对全屋吊顶集成化的顶墙集成模式的需求。随着集成吊顶应用范围扩大和消费者对生活品质的要求上升，消费者对集成吊顶的外观设计、整体风格规划等方面提出了较高要求，集成吊顶在家庭装修中的运用从功能性为主逐渐向装饰性过渡。

图 15：集成吊顶由基础模块、功能模块及辅助模块构成

图 16：公司集成吊顶产品示意图



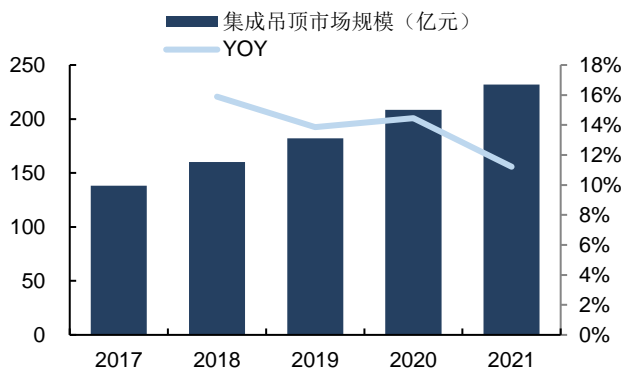
资料来源：法狮龙招股书，信达证券研发中心



资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

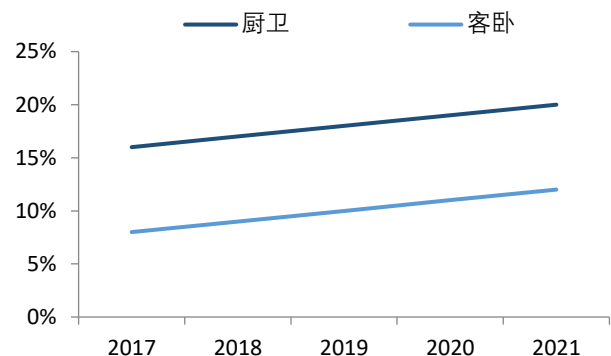
集成吊顶应用空间有望从厨卫向全屋定制扩展。华经情报网数据显示，近年来集成吊顶市场规模持续扩大，成为越来越多消费者的家装首选，目前我国集成吊顶主要应用在住宅装修领域，2017-2021年全国集成吊顶市场规模从138亿元增长至232亿元，CAGR达13.8%。从应用空间看，当前集成吊顶主要应用于厨卫空间，客卧的集成吊顶渗透率较低，未来伴随集成吊顶从单一厨卫空间扩展至全屋定制吊顶空间，行业的发展空间仍然有待培育和进一步的挖掘。

图 17：2017-2021 年集成吊顶行业规模稳步增长



资料来源：华经情报网，信达证券研发中心

图 18：集成吊顶应用场景有望向客卧扩展



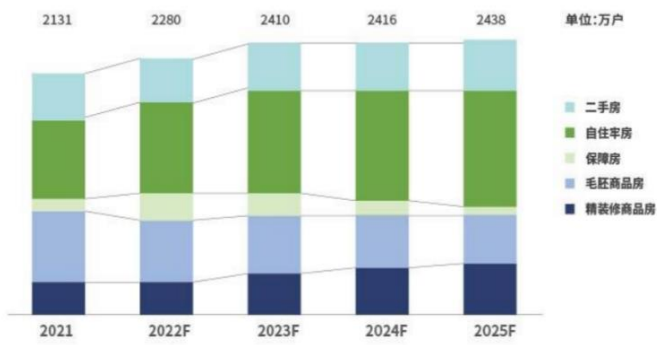
资料来源：华经情报网，信达证券研发中心

二次装修有望支撑集成吊顶行业持续增长。根据奥维云网监测数据，从总体规模看，2021年住宅装修市场（新房+保障房+二手房+老房）供给总规模约为2131万套，2022年市场总规模约2280万套，远期预计2025年国内住宅装修总量将接近2438万套，总体规模稳中有增，未来或仍有规模量级的市场机会。**从结构看**，虽然新房市场（精装修+毛坯）规模后续增幅放缓，年度规模相对平稳，但家装市场（老房+二手房）需求规模递增态势明显，2022年家装规模约1201万套，远期2025年家装市场规模约1504万套。存量房二次装修有望成为集成吊顶行业需求的重要组成部分。

集成吊顶行业集中度低，龙头份额具备提升空间。从竞争格局来看，集成吊顶行业庞大的市场空间以及较低的准入门槛迅速吸引了较多的市场进入者。目前我国从事集成吊顶生产的企业较多，行业集中度较低，不同企业之间的竞争力差距较大，行业内大部分企业普遍规模偏小。根据公司公告测算及华经情报网行业规模数据测算，2021年头部企业友邦、奥普、法狮龙集成吊顶收入占集成吊顶行业规模分别均不到5%，行业整体集中度较低。

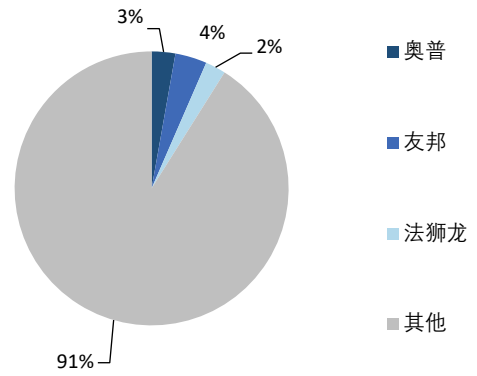
请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>14

图 19: 2021-2025 年预计中国住宅装修市场住宅规模
 中国住宅装修市场住宅供给规模化及变化



资料来源: 奥维云网, 信达证券研发中心

图 20: 2021 年集成吊顶行业集中度较低



资料来源: 相关公司公告, 华经情报网, 信达证券研发中心

三、公司产品研发创新、聚焦潜力渠道，打造增长势能

公司持续践行“全区域、全渠道、多品类”的经营战略，具备产品与渠道两大增长抓手。产品方面，公司立足浴霸、集成吊顶，核心产品浴霸依托较强品牌力与持续升级迭代，出厂单价整体呈提升趋势。同时，公司产品思维从单品向套系化迭代，打造“空间解决方案”，将产品线扩充到全屋空间，近年来晾衣机、照明、集成墙面等产品均实现亮眼增长。

渠道方面，公司拥有实体、电商、工程、家装全渠道优势。**实体**主要为经销商渠道，经营以提升效能、门店下探为核心。**电商**2017-2021年营收实现133%高复合增速，以直营为主的电商盈利能力突出，毛利率高于整体水平。**工程渠道**2021年风险逐步释放，当年已计提1.73亿元信用减值损失，后续工程继续聚焦头部房企客户、有望实现稳步经营。**家装渠道**2021年营收2亿元，同比高增41%，公司积极把握二次装修需求趋势，持续深化与规模家装公司的合作，争取以更快的速度占据毛坯、旧改、局改的需求高地。

3.1 产品战略立足用户需求，套系化思维升级

家电&家居双轮驱动，产品持续多品类扩展。公司积极持续践行“全区域、全渠道、多品类”的经营战略，通过产品品类的丰富和业务边界的拓展，形成了家电和家居两大核心业务板块。**在家电板块中**，公司通过浴霸、晾衣机、照明等产品的革新升级，不断推出智能化、健康化、年轻化的优质家电产品，为更多家庭创造温暖、健康和美。**在家居板块中**，公司通过集成吊顶、集成墙面、全功能阳台等业务地开展，设计优化，方案融合，构建了浴室、厨房、客厅、阳台等空间的系列解决方案。

图 21：公司家电板块主要产品示意图

产品名称	产品示例	基本介绍
浴霸		包含“净暖”系列、“热能环”系列、“轻智”系列等。
晾衣机		包含 L65A3、L52、L23、LDB3120AS、D12S 等
照明		包含“天际”系列、“银河”系列、“朝露”系列等。
晾霸		包含 F130、F166、K150、BC10-1A 等。

资料来源：公司年报，信达证券研发中心

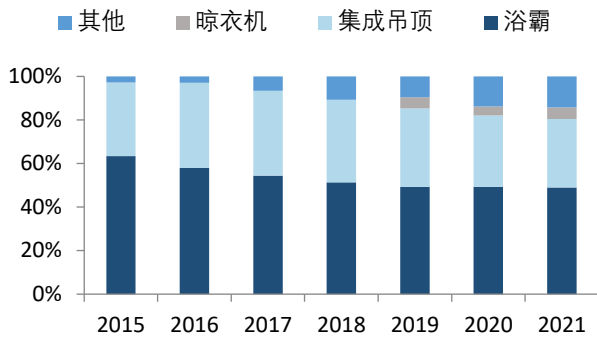
图 22: 公司家居板块主要产品示意图

产品名称	产品示例	基本介绍
集成吊顶		包含“自由π”系列、“家天下”系列、“奥芯家族”系列等，可提供顶部空间整体解决方案。
集成墙面		包括北欧自然风格“飞鸟集”系列、现代简约“遇见包豪斯”系列等，可提供主流风格的全屋背景墙解决方案。
全功能阳台		可通过晾衣机、集成墙面、照明等产品的组合设计及应用，提供一站式阳台整装系统空间解决方案。
集成灶		A3X、D7Z、A3Z、D7ZK 等

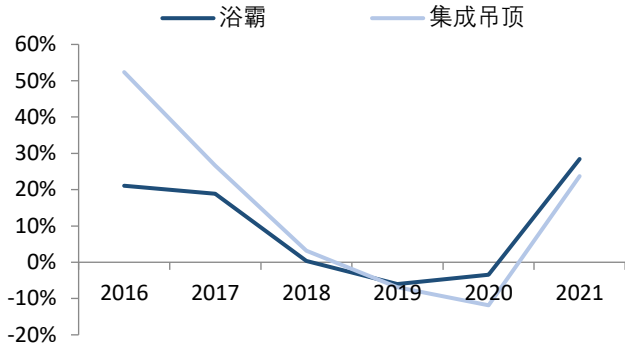
资料来源：公司年报，信达证券研发中心

主力产品持续增长，扩品类驱动营收结构逐步多元化。2021 年公司主要产品系列分别为浴霸、集成吊顶、晾衣机，营业收入分别为 10.08 亿元、6.48 亿元、1.09 亿元，其中主力产品浴霸与集成吊顶分别占公司总营收的 49%、31%。公司浴霸、集成吊顶产品销售收入 2015-2021 年 CAGR 分别为 9.1%、12.4%，整体保持增长。

近年公司其他品类不断涌现，先后推广并扩大了晾衣机、集成灶、照明、集成墙面等产品的销售，其他产品品类持续增长，其中晾衣机、照明、集成墙面产品 2021 年分别实现营收 1.09 亿元、0.99 亿元、0.95 亿元，分别同比增长 71%、43%、110%，新品类增长亮眼。

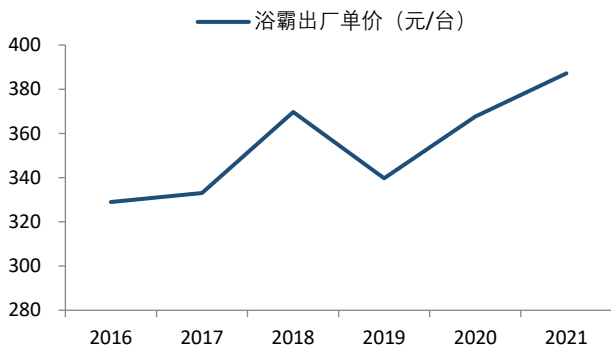
图 23: 2015-2021 公司主营业务收入构成


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

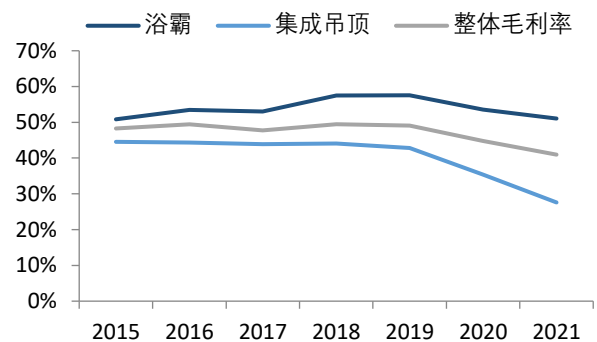
图 24: 2015-2021 年公司浴霸与集成吊顶营收同比增速


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

主力浴霸产品优势领先盈利良好, 集成吊顶毛利率受原材料波动及渠道变化影响较大。公司浴霸产品竞争优势较强, 产品出厂单价持续提升, 从毛利率看, 公司浴霸产品毛利率基本维持在 50% 以上, 其中 2020 年整体毛利率下滑, 根据公司公告, 主要由于运输费用会计政策变化所致。集成吊顶产品毛利率在 2021 年下滑较大, 一方面由于原材料价格上涨, 另一方面由于低毛利工程家装渠道占比上升所致。

图 25: 2016-2021 公司浴霸出厂单价持续提升


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 26: 2015-2021 年公司主要产品毛利率


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

产品思维从单品向套系化迭代, 打造“空间解决方案”。随着新时代用户对美好生活的向往以及对一站式空间解决方案、个性化服务的追求, “空间解决方案”的套系化模式已成为行业未来发展的主流趋势, 在逐步拓宽产品品类的时候, 公司将销售单品拓展至销售产品组合与局部空间整装解决方案, 将产品线扩充到全屋空间, 实现业务由点到面, 从而提高客单值。比如, 集成的 MAX+ 顶、墙、地空间解决方案, 让产品和空间相辅相成, 兼具实用和美观的设计搭配, 一站式搞定顶、面、地空间布局, 同时还具有防潮防霉不起壳不变形等优点。

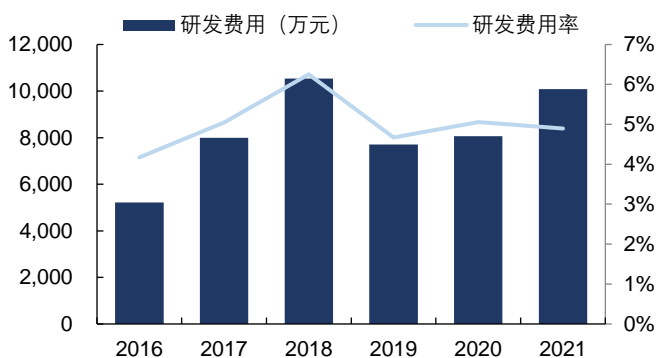
2020 年, 奥普推出“全功能阳台 4.0”, 面向用户提供更多的阳台使用场景, 开辟了四大产品主线和七大阳台生活方式, 包括快装系统、收纳系统、晾晒系统、灯光系统四大产品主线, 包含“洗衣空间、晾晒空间、茶歇空间、园艺空间、健身空间、书房空间、亲子空间”七彩阳台新生活。

图 27: 奥普家居全功能阳台场景示意图

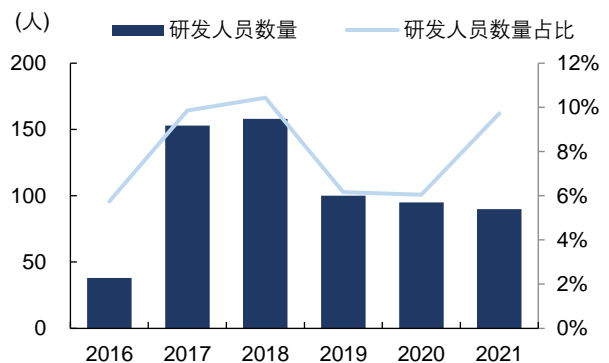

资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

公司保持较高研发投入, 驱动持续创新创造。产品研发及创新能力是家居行业核心竞争力之一。奥普家居自成立以来, 一直重视产品研发, 坚持创新以提升公司技术水平, 积极将技术成果转化为产品。公司浴霸产品领先优势明显, 产品研发聚焦高端化, 2021 年新款热能环浴霸 Q360C 斩获 2022 德国红点奖之“产品设计奖”; 照明新品更聚焦和公司主品类相关配套光源产品; 晾衣机产品通过挖掘差异点, 推出速干、除菌、除潮、除异味的特色功能点, 占领消费者心智。

从研发费用看, 2016-2021 年公司研发费率从 4.17% 提升至 5% 左右呈逐年提升趋势。从研发人员看, 随着公司规模的逐步扩张, 公司高度重视研发专业人才的引进与培养, 加快了专业研发技术团队的建设工作, 研发员工人数 17-18 年大幅增加, 2021 年公司研发人员为 90 人, 占公司总员工人数从 2016 年的 5.75% 上升为 2021 年的 10%。

图 28: 2016-2021 年公司研发费用与研发费用率


资料来源: 招股说明书, 公司年报, 信达证券研发中心

图 29: 16-21 公司研发人员数量及占比


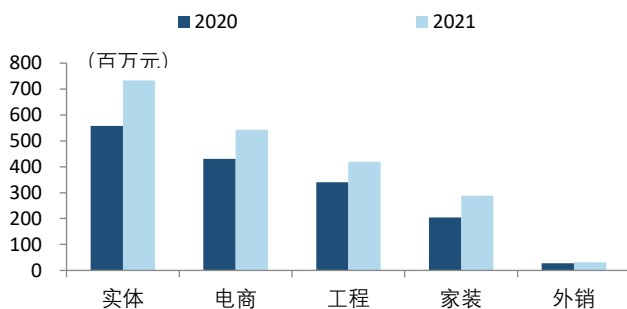
资料来源: 招股说明书, 公司年报, 信达证券研发中心

3.2 电商&家装渠道加大拓展，工程渠道轻装而行

公司拥有覆盖广泛的多层级、多渠道的多元营销网络，是家居行业销售网络覆盖广泛、渠道资源丰富、渠道管理规范等方面领先的企业。目前公司销售渠道主要分为实体、电商、工程、家装，2021年各渠道销售收入分别达7.3亿元、5.4亿元、4.2亿元、2.9亿元，分别实现同比增长31.5%、26.2%、23.3%、40.9%。

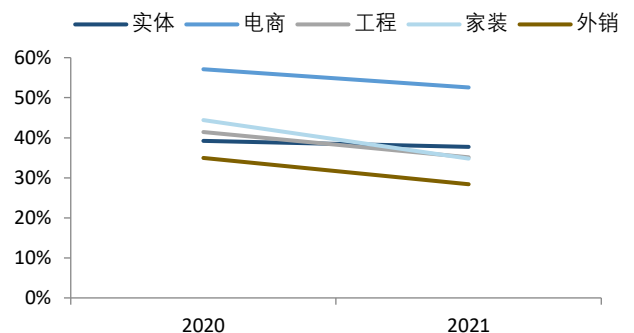
电商渠道盈利能力突出。公司2020-2021年电商毛利率分别为57.11%和52.56%，处于较高水平，主要由于电商渠道以直营模式为主，直接面向终端消费者，销售环节较短。线下渠道包括实体（经销商）、工程、家装渠道，毛利率水平接近。外销由于主要为贴牌生产，产品附加值低，故毛利率较低。

图 30：2020-2021 年公司分渠道收入



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

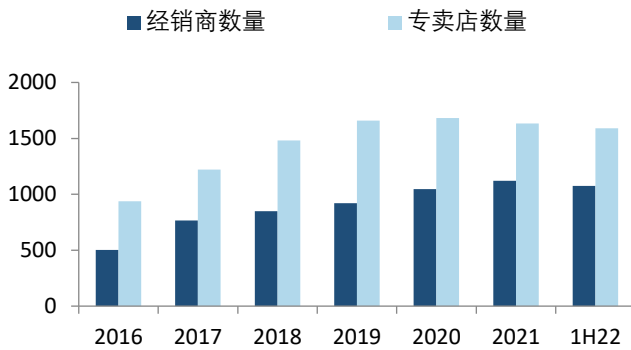
图 31：2020-2021 年公司分渠道毛利率曲线



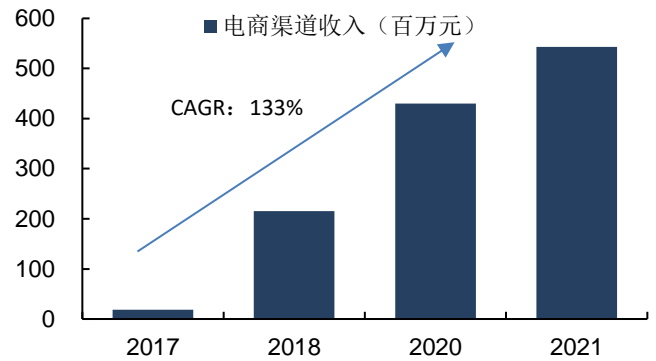
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

实体渠道重运营提效，网络布局深化。公司实体渠道为公司选择的品牌意识、市场开拓能力、销售能力较强、资金实力雄厚且信誉良好的线下经销商，实体渠道在线下展示方面较为重要。公司渠道从大量铺货店铺商到更注重品质动销、门店触达和更多元化产生实质销售、更注重客单值的渠道盈利模式。公司实体渠道通过对一、二线城市销售网络的完善，三、四线城市销售网络的下沉，进一步提升了销售网络覆盖面，从而为客户提供更快捷的产品供应及优质服务。截止 22 年上半年，公司拥有经销商 1074 家，经销商合计拥有专卖店 1591 家。

精准把握线上流量红利，电商渠道高速增长。公司顺应互联网营销的发展浪潮，通过直营和授权子公司在各大主要电商平台以品牌官方旗舰店、专卖店及专营店进行销售。2017-2021 年电商渠道持续高速增长，营收规模从 2017 年的不到 2000 万元，增长至 2021 年的 5.43 亿元，CAGR 约达 133%。公司持续运用全域整合的思路布局电商渠道，通过组合拳形式实现站外种草，站内锁定，通过精细化运营，做到从“人找货”升级为“货找人”，既要流量又关注品牌势能的增长，达到“科学种草，营销提效”的目的。

图 32: 2016-1H22 公司经销商与专卖店数量


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 33: 公司电商渠道高速增长


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心 (2017-2018 年电商口径采用“直营及其他”)

计提减值后风险已逐步释放, 工程渠道有望稳步发展。公司工程渠道包括直营工程和经销商工程。直营工程是指公司直接与优质房地产商建立战略合作关系, 直接为房地产商的工程项目配套浴霸、凉霸、晾衣机、集成吊顶等产品; 经销商工程是指包含但不仅限于公司与优质房地产商建立战略合作关系后, 授权一些区域的经销商为该区域的房地产工程项目配套公司产品。公司 2021 年共计提信用减值损失 1.73 亿元, 根据公司公告, 主要系恒大、阳光城按单项计提坏账准备。

加速扩展家装渠道, 把握二次装修需求趋势。公司家装渠道包括直营家装和地方家装。直营家装是指公司直接与装饰装修公司建立合作关系, 为装饰装修公司的装修业务配套集成吊顶、集成墙面等产品。地方家装是指各区域的集成经销商通过与该区域的装饰装修公司建立合作, 为之配套产品、提供服务。近年来, 公司进一步深化与规模家装公司的合作, 积极探索高质高效的推广模式, 争取以更快的速度占据毛坯、旧改、局改的需求高地。

图 34: 公司部分全渠道战略合作企业


资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

四、盈利预测与估值

收入预测假设: 1) 实体: 预计 2023-2024 年零售经销渠道随着经销商拓展及单商提货恢复, 该渠道实现 10%左右同比增长。2) 电商: 公司电商渠道以电器销售为主, 预计 2023-2024 年线上零售保持较快增长, 实现 20%同比增长。3) 工程: 公司工程业务包括直营工程与经销商工程, 主要面向精装修市场, 预计 22 年工程渠道受地产下行影响同比下滑, 2023-2024 年实现恢复性增长。4) 家装: 公司把握家装渠道流量入口, 预计 2023-2024 年该渠道实现 20-30%较快增长。基于以上收入预测假设, 我们预计 2023-2024 年公司营业收入分别为 21.76 亿元、24.80 亿元, 同比分别增长 16%、14%。

表 4: 公司收入预测简表

百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1593	2058	1880	2176	2480
<i>yoy</i>		29.20%	-8.60%	15.74%	13.95%
实体	558	733	606	668	731
<i>yoy</i>		31.50%	-17.33%	10.31%	9.32%
电商	430	543	597	717	860
<i>yoy</i>		26.20%	10.00%	20.00%	20.00%
工程(直营+经销)	340	419	356	392	423
<i>yoy</i>		23.30%	-15.00%	10.00%	8.00%
家装	204	288	240	317	382
<i>yoy</i>		40.90%	-16.64%	32.00%	20.51%
外销	28	32	32	33	35
<i>yoy</i>		14.90%	0.00%	5.00%	5.00%

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

毛利率和费用率假设: 1) 假设 2023-2024 年公司总体毛利率随产品结构优化持续提升, 2023-2024 年毛利率分别为 43%、45%。2) 假设 2023-2024 年销售费用率、管理费用率、研发费用率均基本稳定。3) 假设 2023-2024 年公司无大额信用减值变动、所得税率基本稳定。综合以上考虑, 我们预计 2023-2024 年公司归母净利润分别为 3.07 亿元、3.55 亿元, 同比分别增长 28%、16%, 2023-2024 对应综合净利率在 14%左右。

表 5: 公司盈利预测简表

百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,593	2,058	1,880	2,218	2,537
<i>%增长率</i>	-3.40%	29.20%	-8.60%	18.00%	14.30%
毛利	714	843	809	980	1,122
<i>%毛利率</i>	44.80%	40.96%	43.05%	45.01%	45.24%
销售费用	322	390	320	392	446
<i>%销售收入</i>	20.19%	18.94%	17.00%	18.00%	18.00%
管理费用	115	132	120	148	169
<i>%销售收入</i>	7.19%	6.43%	6.40%	6.80%	6.80%
研发费用	81	101	92	107	121
<i>%销售收入</i>	5.06%	4.90%	4.90%	4.90%	4.90%
财务费用	-26	-27	-26	-19	-22
<i>%销售收入</i>	-1.61%	-1.33%	-1.38%	-0.88%	-0.88%

信用减值损失	-9	-173	-80	-10	-10
归属于母公司的净利润	189	31	240	307	355
%净利率	11.9%	1.5%	12.8%	14.1%	14.3%
%增长率	-29.4%	-83.6%	672.9%	27.9%	15.8%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司作为浴霸吊顶细分市场龙头，核心浴霸产品市占率领先，盈利能力持续提升，产品品类稳步向智能家居等扩展；渠道端全域发力，积极把握电商、家装渠道增长红利，传统零售、工程渠道有望稳步复苏。2023年股权激励盈利目标彰显发展信心，我们预计2023-2024年公司归母净利润分别为3.07亿元、3.55亿元，同比增长28%、16%，目前股价对应2023年PE为15X，首次覆盖给予“买入”评级。

表 6: 可比公司 2023 年 PE 约 20 倍

公司	股价	市值 (亿元)	— 归母净利 (亿元) —		— PE —		PB (MRQ)
	2023/4/17		2022E	2023E	2022E	2023E	
欧普照明	19.4	146.0	8.0	9.2	18.3	15.9	2.5
火星人	29.3	119.9	3.3	4.4	35.8	27.3	8.2
箭牌家居	19.8	190.8	5.9	7.7	32.2	24.8	4.0
好太太	14.4	57.5	2.8	3.5	20.5	16.3	2.9
蒙娜丽莎	19.5	80.9	-3.8	5.5	-	14.6	2.6
平均					26.7	19.8	4.1
奥普家居	11.7	46.8	2.4	3.1	19.5	15.3	3.2

资料来源：Wind，信达证券研发中心（奥普家居为信达证券研发中心预测，其余为Wind一致预期）

五、风险因素

1、市场竞争加剧的风险

浴霸产品经过多年发展已成为大部分消费者家居装修必备品之一，行业内企业数量较多，除了以公司为代表的专业浴霸制造企业外，照明产品生产企业、综合家电制造企业等亦跨界从事浴霸产品生产，市场竞争仍旧激烈。随着用户主导下的生活场景化、品质化、舒适化升级，定制家居企业相继推出套系化产品，通过产品整合与品牌合作进入公司所在细分领域，与公司集成墙面等部分集成产品形成竞争，未来行业内企业也或将继续围绕套系化的设计、功能和技术展开激烈比拼。尽管公司在多品类战略的基础上已推出套系化产品，并在产品性能、质量以及品牌、渠道、服务能力等方面具有一定优势，但随着市场竞争进一步加剧，经营业绩可能受到一定不利影响。

2、原材料价格上涨风险

公司主要原材料包括电器类配件（电机、箱体）、塑料类配件、铝材、钣金件、五金件等，原材料采购价格与塑料、铜、铝等大宗材料价格存在一定相关性。2021年以来，铝、塑料等大宗材料价格攀升，对公司主营业务成本存在较大影响。公司采购部门密切监测市场动向，在大宗材料价格相对低谷时进行锁价或囤货等策略，一定程度上消除大宗材料价格上涨的不利影响，但若未来原材料采购价格发生大幅波动，或将不利于公司的成本控制，进而影响公司业绩。

会计年度	单位:百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1,923	1,815	1,562	2,068	2,304
货币资金	1,331	1,233	1,063	1,495	1,615
应收票据	85	34	70	51	87
应收账款	96	117	103	115	133
预付账款	9	19	14	16	18
存货	217	307	288	244	322
其他	184	105	23	149	128
非流动资产	653	783	841	828	813
长期股权投资	0	43	103	103	103
固定资产(合计)	419	403	475	486	484
无形资产	123	113	98	88	80
其他	111	224	165	151	146
资产总计	2,576	2,598	2,403	2,896	3,116
流动负债	720	885	709	967	924
短期借款	27	8	8	8	8
应付票据	205	263	212	286	280
应付账款	238	294	200	352	275
其他	250	320	288	321	362
非流动负债	35	54	54	54	54
长期借款	0	0	0	0	0
其他	35	54	54	54	54
负债合计	756	939	763	1,021	978
少数股东权益	43	48	18	18	18
归属母公司股东权益	1,777	1,611	1,622	1,857	2,120
负债和股东权益	2,576	2,598	2,403	2,896	3,116

会计年度	单位:百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,593	2,058	1,880	2,176	2,480
同比(%)	-3.4%	29.2%	-8.6%	15.7%	14.0%
归属母公司净利润	189	31	241	307	355
同比(%)	-29.4%	-83.6%	674.7%	27.7%	15.6%
毛利率(%)	44.8%	41.0%	43.0%	45.0%	45.2%
ROE%	10.6%	1.9%	14.8%	16.5%	16.7%
EPS(摊薄)(元)	0.47	0.08	0.60	0.76	0.88
P/E	24.80	150.84	19.47	15.25	13.19
P/B	2.64	2.91	2.89	2.52	2.21
EV/EBITDA	19.86	36.65	8.74	8.00	6.86

会计年度	单位:百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,593	2,058	1,880	2,176	2,480
营业成本	879	1,215	1,071	1,197	1,358
营业税金及附加	13	16	19	22	25
销售费用	322	390	320	392	446
管理费用	115	132	120	148	171
研发费用	81	101	91	106	122
财务费用	-26	-27	-25	-18	-24
减值损失合计	-5	-18	0	0	0
投资净收益	9	2	15	11	12
其他	8	-167	-65	7	10
营业利润	222	49	235	349	404
营业外收支	3	1	4	4	4
利润总额	225	50	239	353	408
所得税	32	13	29	46	53
净利润	193	37	211	307	355
少数股东损益	5	6	0	0	0
归属母公司净利润	189	31	241	307	355
EBITDA	235	80	419	403	453
EPS(当年)(元)	0.48	0.07	0.60	0.76	0.88

会计年度	单位:百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金	253	244	163	539	247
净利润	193	37	211	307	355
折旧摊销	47	61	64	63	65
财务费用	2	2	1	1	1
投资损失	-9	-2	-15	-11	-12
营运资金变动	5	-37	-173	173	-167
其它	14	184	76	6	6
投资活动现金流	-65	-140	-91	-35	-34
资本支出	-90	-96	-46	-46	-46
长期投资	16	-46	-60	0	0
其他	10	2	15	11	12
筹资活动现金流	430	-207	-242	-73	-93
吸收投资	540	38	-5	0	0
借款	26	58	0	0	0
支付利息或股息	-137	-164	-238	-73	-93
现金流净增加额	617	-104	-170	431	121

研究团队简介

罗岸阳，硕士，任职于信达证券，研究方向为家电，曾就职于天风证券、国金证券。本科毕业于浙江大学应用电子系，曾在 TP-LINK 硬件研发部门工作过一年，负责 SMB 交换机硬件及底层代码设计。硕士毕业于法国北方高等商学院金融专业，2014 年 7 月在家电行业实习，后工作至今，对于家电板块较为了解。

李宏鹏，经济学硕士，六年轻工制造行业研究经验，曾任职于招商证券研发中心轻工制造团队，团队获得 2017 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业第 4、第 2、第 3 名，2018-2020 年金牛奖轻工造纸行业最佳分析师。2022 年加入信达证券。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张斓夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com

华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准20%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。