

# 智能晾衣架行业龙头，家居智能化升级弄潮儿

——中小盘首次覆盖报告

伐谋-中小盘首次覆盖报告

孙金钜(分析师)

021-68866881

sunjinju@xsdzq.cn

证书编号: S0280518010002

任浪(分析师)

021-68865595-232

renlang@xsdzq.cn

证书编号: S0280518010003

黄泽鹏(联系人)

huangzepeng@xsdzq.cn

证书编号: S0280118010039

## ● 智能晾衣架行业龙头，首次覆盖给予“强烈推荐”评级：

我们认为行业的智能化和消费升级将打开晾衣架行业的增长空间，公司作为行业龙头，同时也是行业智能化的引领者，将充分收益行业的智能化升级。同时公司拓展了智能锁的新品类，有望借助公司原有的渠道优势和晾衣架的成功经验成为公司的新增长极，驱动公司业绩进入加速增长期。我们预计公司 2018-2020 年归母净利润分别 2.85/3.92/5.50 亿元，对应 EPS 分别为 0.71/0.98/1.37 元，当前股价对应 2018-2020 年 PE 分别为 29.3、21.3 和 15.2 倍。首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

## ● 智能晾衣架消费升级打开行业增长新空间，未来三年复合增速超 20%：

晾衣架的需求主要来源于存量房的更新需求，随着专业晾衣架设备渗透率的不断提升，我国整体晾衣架销售量仍旧保持着 10% 以上的稳健增长。消费升级带来产品单价的不断提升，叠加智能化产品渗透率的快速提升，驱动了行业产品单价的快速提升。目前智能化产品量的占比仍不足 10%，但智能化产品的增速超过了 50%，渗透率在快速提升。量价齐升，我们预计未来三年行业复合增速超 20%。

## ● 产品、品牌、渠道优势三位一体，龙头优势显著：

好太太布局智能晾晒领域多年，掌握所有晾晒产品的核心技术，产品品质领先。同时通过持续的研发投入不断推出新技术和新产品，多层次的宣传投入，目前已将“好太太”打造成了晾衣架行业的第一品牌。渠道方面，公司拥有 500 余家经销商、1500 余家经销商专卖店和 3 万余家销售服务网点，建立了覆盖全国的营销网络。此外公司近年来发力电商渠道，电商渠道收入 2013-2017 年的复合增速达到了 98.69%，实现线上线下全渠道覆盖。

## ● 拓展智能锁新品类，打开增长新动力

B 端完成了智能锁的认知推广，C 端渗透率的提升则带来了行业的快速发展。据全国制锁行业信息中心预计我国智能锁 2020 年将达到 3200 万套，2016-2020 年的复合增速达 73.9%。公司通过“科徕尼”品牌切入智能锁领域，并且计划依托“好太太”遍布全国的营销网络实现快速推广，并计划于 2018 年增加 300-500 个“科徕尼”专卖店，有望成为公司新的增长极。

## ● 风险提示：原材料价格上涨、行业竞争加剧

### 财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	808	1,113	1,629	2,336	3,245
增长率(%)	19.0	37.7	46.4	43.4	38.9
净利润(百万元)	152.0	206	285	392	550
增长率(%)	14.0	35.4	38.5	37.6	40.2
毛利率(%)	40.2	40.0	39.0	38.6	39.0
净利率(%)	18.8	18.5	17.5	16.8	17.0
ROE(%)	24.9	18.9	21.7	23.3	24.9
EPS(摊薄/元)	0.38	0.51	0.71	0.98	1.37
P/E(倍)	54.88	40.5	29.3	21.3	15.2
P/B(倍)	13.66	7.7	6.4	5.0	3.8

## 强烈推荐(首次评级)

市场数据

时间 2018.07.04

收盘价(元): 20.8

一年最低/最高(元): 9.47/29.85

总股本(亿股): 4.01

总市值(亿元): 83.41

流通股本(亿股): 0.41

流通市值(亿元): 8.53

近 3 月换手率: 773.82%

## 中小盘研究团队

孙金钜(分析师): 021-68866881

证书编号: S0280518010002

任浪(分析师): 021-68865595-232

证书编号: S0280518010003

吴吉森(联系人): 021-68865595-205

证书编号: S0280118020006

黄泽鹏(联系人): 021-68865595-202

证书编号: S0280118010039

司马湫(分析师): 021-68865595-207

证书编号: S0280518050001

黄麟(联系人): 0755-82291898

证书编号: S0280118040003

王宁(联系人): 010-83561000

证书编号: S0280118060020

韩东(联系人): 021-68865595-208

证书编号: S0280118050022

陆忆天(联系人): 021-68865595-203

证书编号: S0280118050001

## 目 录

1、 智能晾衣架消费升级打开行业增长新空间.....	4
1.1、 存量房更新需求驱动为主，地产周期影响相对小.....	4
1.2、 消费升级驱动产品单价快速提升，带来行业快速发展.....	5
1.3、 量价齐升，推动行业未来三年复合增速超 20% .....	6
2、 智能晾晒龙头，产品、品牌、渠道三位一体优势显著.....	6
2.1、 晾晒行业龙头，智能晾晒引领者 .....	6
2.2、 持续研发投入铸就产品品质与丰富度 .....	8
2.3、 优质品质+多层次宣传投入，打造晾衣架行业第一品牌 .....	10
2.4、 线下渠道覆盖 3 万个销售服务点，线上渠道发力快速增长.....	11
3、 拓展智能锁新品类，打开增长新动力.....	12
3.1、 智能锁行业潜力巨大，渗透率正快速提升.....	12
3.2、 渠道优势助力智能锁新业务扬帆起航 .....	14
4、 盈利预测和估值.....	15
附：财务预测摘要.....	16

## 图表目录

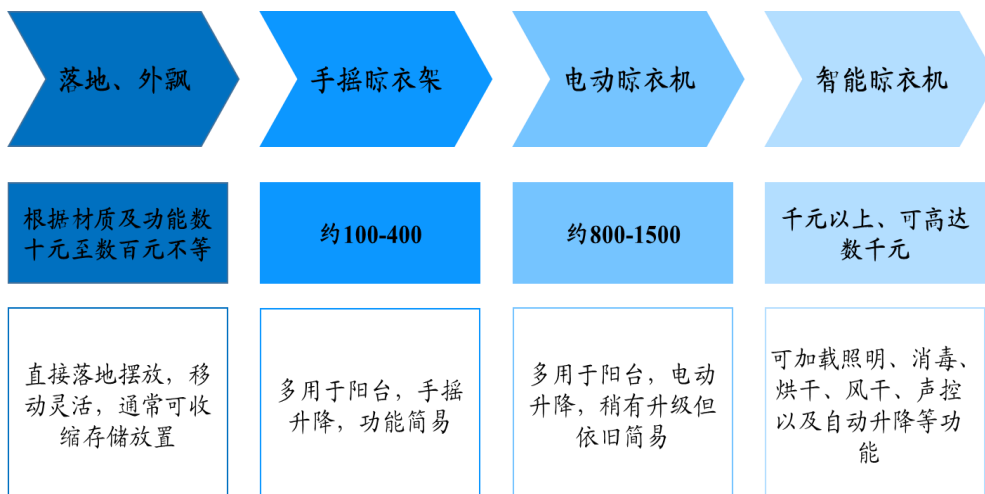
图 1： 晾衣架经历了从落地、外飘到手摇至电动阶段，近年开始出现智能晾衣机 .....	4
图 2： 我国住宅商品房的销售面积稳步增长 .....	5
图 3： 晾衣架需求主要来源于存量房的更新需求 .....	5
图 4： 智能晾衣架平均单价远超传统晾衣架 .....	5
图 5： 手摇系列中、高档价位销售占比逐年提升 .....	6
图 6： 智能系列中、高档价位销售占比逐年提升 .....	6
图 7： 我国晾衣架销售量仍保持 10% 以上的稳健增长 .....	6
图 8： 公司是晾衣架行业龙头 .....	7
图 9： 公司主要产品包括传统晾衣架和智能家居产品 .....	7
图 10： 公司收入保持持续快速增长 .....	7
图 11： 公司净利润增速较收入增速更快 .....	7
图 12： 公司 2017 年智能晾衣架销售占比已达 47.1% .....	8
图 13： 消费升级带来公司产品单价持续提升 .....	8
图 14： 主要产品毛利率逐年稳步提升 .....	8
图 15： 公司整体毛利率/净利率稳定 .....	8
图 16： 2014-2017 年公司研发投入逐年增长，2017 年达到 3586.83 万元 .....	9
图 17： 公司产品种类丰富，覆盖各个价格段 .....	10
图 18： 品牌知名度为影响消费者购买的首要因素 .....	10
图 19： “好太太”的品牌认知度高于行业同类品牌 .....	10
图 20： 公司销售费用持续快速增长，提升品牌影响力 .....	11
图 21： 公司销售渠道分为经销商、电商与直营 .....	11
图 22： 销售网点辐射全国各地 .....	11
图 23： 16 年经销商渠道收入 6.88 亿元，占比 85.67% .....	12
图 24： 2017 年电商渠道收入为 1.87 亿元，占比 16.8% .....	12
图 25： 我国目前智能锁渗透率仅 3% 左右，较日韩还有很大的提升空间 .....	13
图 26： 预计 2020 年智能锁市场渗透率将达到 19.75% .....	13
图 27： 2020 年我国智能锁销量达到 3200 万套 .....	13
图 28： 相较传统门锁，智能门锁更加安全、便捷和人性化 .....	13

图 29: 智能锁市场参与者众多 .....	14
图 30: 科徕尼品牌涵盖清洁、安防、晾晒、交互业务 .....	14
图 31: 科徕尼 AI 智能锁主打智能、安全 .....	14
表 1: 公司掌握主要产品核心技术, 确保产品品质 .....	8

## 1、智能晾衣架消费升级打开行业增长新空间

现代晾衣架行业起步于上世纪 90 年代，先后经历了传统晾衣架、手摇晾衣架、电动晾衣架、智能晾衣架四个阶段。落地、外飘、手摇晾衣架功能简单，需要手动控制，电动晾衣架虽然可以电动升降，但功能依旧简易，智能晾衣架则是由电机驱动的动力系统、智能控制系统和合金制造的机身系统构成的家居产品，具备便捷、安全、环保节能等优势。目前，行业整体消费需求从传统普通晾衣架逐步向手摇式然后向智能化的方向发展，产品的单价也从几十块提升到几百块乃至智能化产品的几千块，行业的智能化消费升级打开了行业增长的新空间。

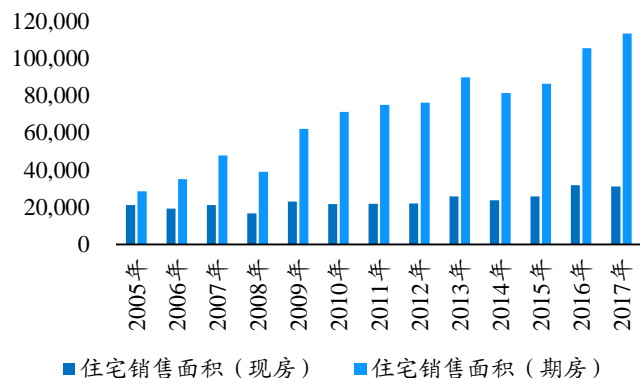
图1：晾衣架经历了从落地、外飘到手摇至电动阶段，近年开始出现智能晾衣机



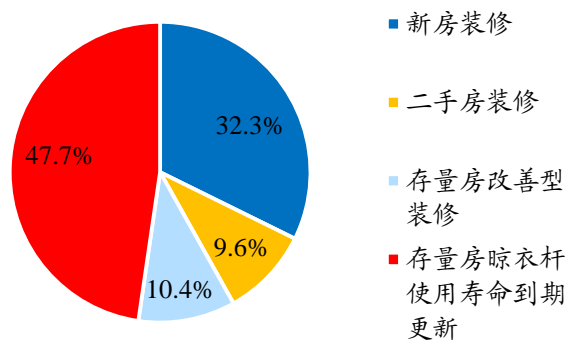
资料来源：中国晾衣架协会、新时代证券研究所

### 1.1、存量房更新需求驱动为主，地产周期影响相对小

**存量房换新为主、新增房装修为辅，驱动晾衣架行业发展。**如今，消费者对生活品质 and 便捷度的要求提升，家庭装修需求升级，晾衣架已经成为装修中的必备品，具备需求刚性。国家统计局数据显示，住宅商品房的销售面积逐年增长，2017 年住宅商品房销售面积达 144788.77 万平方米，同比增长 5.27%，2016 年住宅销售套数为 1282 万套。住宅销售套数的增长推动了对晾衣架的需求，按每套住宅一套晾衣架测算，**新增住宅对晾衣架的需求 2017 年在 1300 万套左右**。同时，装修的使用周期要短于住宅的使用周期，随着居民可支配收入的增长，存量住宅的改善型装修需求也在逐步释放，叠加二手房交易翻新需求和本身晾衣架使用寿命 5 年之后的换新需求。2017 年二手房成交套数为 386 万套，二手房交易翻新需求对晾衣架的需求在 386 万套。据国家统计局和中国装饰建筑业协会统计，近几年存量房的非交易翻新比例在 1.5%-2% 之间，目前我国存量房为 2.4 亿套左右，因此非交易改善型翻新需求对晾衣架的需求在 420 万套左右。据晾衣架协会预计存量房中专业的晾衣架渗透率在 40% 左右，而晾衣架的使用寿命在 5 年左右，因此每年晾衣架使用寿命到期后的更新需求在 1920 万套左右。总体而言，我们预计**存量房重新装修和使用寿命到期后更新对晾衣架的需求在 2017 年达到了 2700 万套左右**。未来随着我国房地产市场逐步进入存量市场的时代，存量更新市场成为行业需求的主要来源，地产周期对晾衣架需求的影响将进一步弱化。

**图2： 我国住宅商品房的销售面积稳步增长**

数据来源：国家统计局、新时代证券研究所

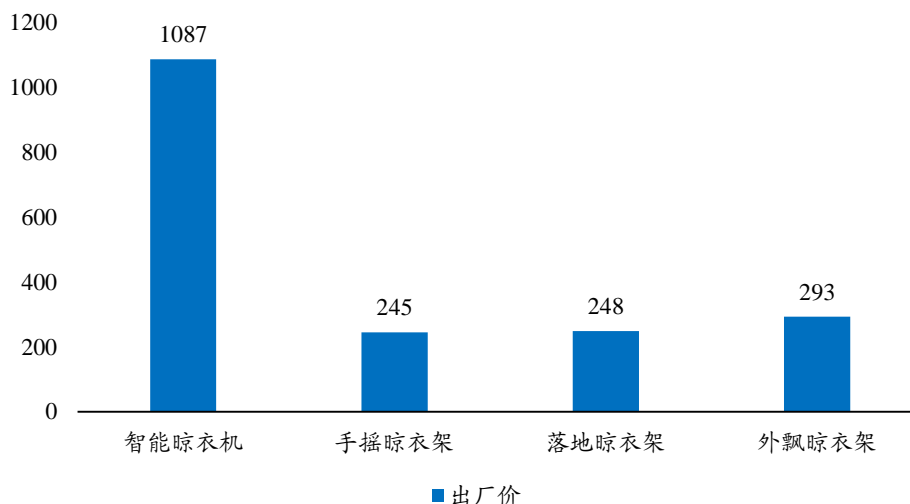
**图3： 晾衣架需求主要来源于存量房的更新需求**

数据来源：Wind、晾衣架协会、新时代证券研究所

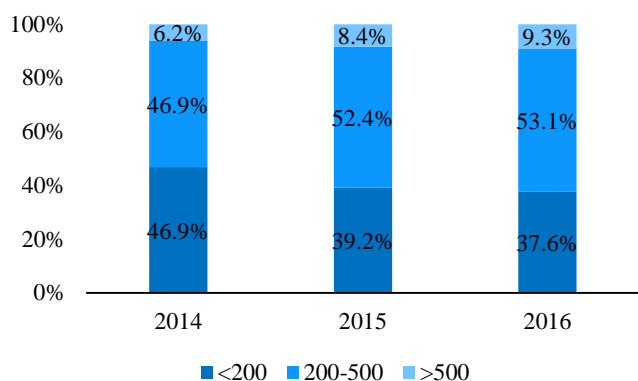
## 1.2、消费升级驱动产品单价快速提升，带来行业快速发展

消费升级驱动智能晾衣机市场渗透率快速提升，带来客单价的快速提升。根据国家统计局数据，我国城镇化率逐年提升，2017 年城镇化率达到 58.52%，较 2016 年提升 1.17 个百分点。中国晾衣架协会数据显示，专业晾衣架设备在我国的渗透率也仅 40% 左右，而智能晾衣架在一线城市的市场渗透率还不到 10%。随着城镇化率的提升和居民可支配收入的增长，未来我国专业晾衣架设备和智能晾衣架的渗透率都将稳步提升。据晾衣架协会数据，近年智能晾衣架产品增速一直保持在 50% 以上，市场渗透率持续快速提升。由于智能化产品价格一般是手摇、落地、外飘等传统晾衣架产品的 4-5 倍，因此单价的大幅提升驱动了行业的快速发展。

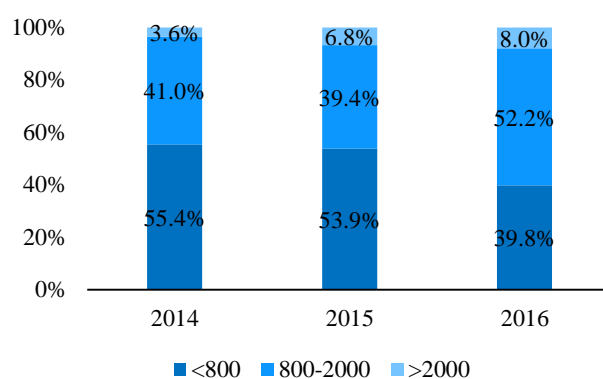
另一方面，消费升级带来各品类晾衣架的中高档产品销售占比提升，带动平均单价上涨，进一步推动行业扩容。在智能晾衣架渗透率提升带动行业增长的同时，各类晾衣架的中高档产品销售占比提升，也带动了行业平均单价上涨。好太太公司数据显示，手摇晾衣架与智能晾衣架的低价系列产品销售占比逐年下降，中、高档价位销售占比逐年提升，2014-2016 年中、高档价位销售占比分别提升了 9.23、15.63 个百分点，也推动了各类晾衣架平均单价逐年上涨。2014-2016 年，手摇、智能晾衣架平均单价分别上涨 23.72、52.33 元，产品平均单价的提升推动了晾衣架行业市场空间进一步扩大。

**图4： 智能晾衣架平均单价远超传统晾衣架**

数据来源：好太太招股说明书、新时代证券研究所

**图5：手摇系列中、高档价位销售占比逐年提升**

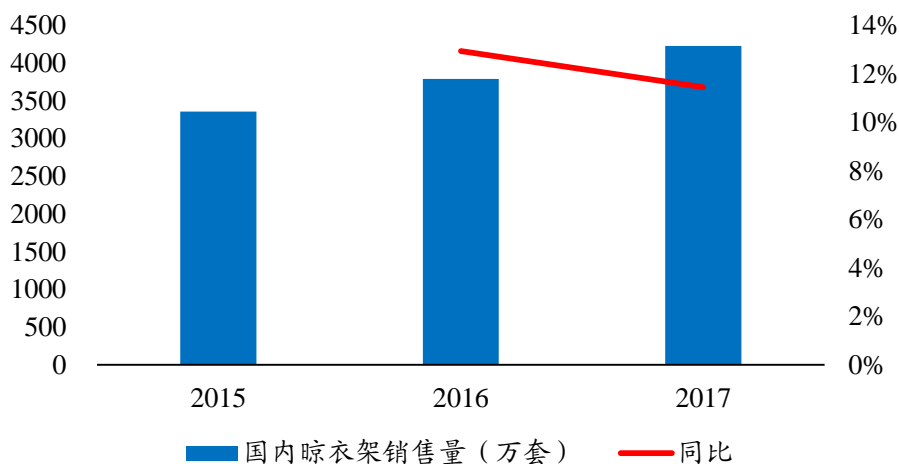
数据来源：好太太招股说明书、新时代证券研究所

**图6：智能系列中、高档价位销售占比逐年提升**

数据来源：好太太招股说明书、新时代证券研究所

### 1.3、量价齐升，推动行业未来三年复合增速超 20%

量价齐升推动行业快速发展，预计未来三年行业复合增速超 20%。受益于存量房更新需求和专业晾衣架设备渗透率的不断提升，我国整体晾衣架销售量仍旧保持着 10% 以上的稳健增长。同时受益于消费升级和智能化产品占比的不断提升，产品的平均单价亦快速提升。据晾衣架协会统计智能化产品量的占比发达地区也仅 10% 左右，但整体智能化产品的增速超过了 50%，带动了行业平均价格的快速提升。量价齐升，驱动行业未来三年的复合增速将超过 20%。

**图7：我国晾衣架销售量仍保持 10% 以上的稳健增长**

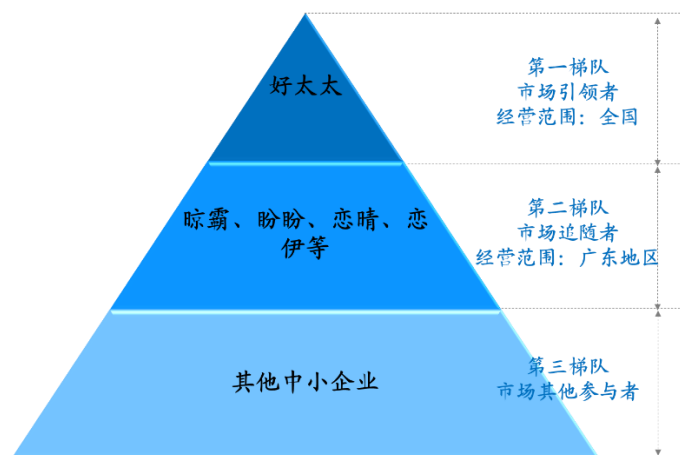
数据来源：中国产业信息、新时代证券研究所

## 2、智能晾晒龙头，产品、品牌、渠道三位一体优势显著

### 2.1、晾晒行业龙头，智能晾晒引领者

公司为晾晒行业龙头，亦是行业智能化发展的引领者。“好太太”品牌创立于 1999 年，公司成立于 2005 年，主要从事晾衣架等家居产品的研发、生产和销售，是国内晾衣架行业的龙头企业，全球已有 3000 万家庭使用好太太产品。公司产品涵盖传统晾衣架（手摇、落地、外飘系列）、智能家居产品（智能晾衣架、智能垃圾桶）及晾衣架配件，其中传统晾衣架和智能家居产品为公司的主要业务。公司于 2004 年发布首款智能晾衣机，2005 年智能晾衣机产品系列化，2014 年发布声控晾衣机，智能晾晒产品愈加丰富，引领晾衣架行业智能化发展。

图8: 公司是晾衣架行业龙头



资料来源: 前瞻网、新时代证券研究所

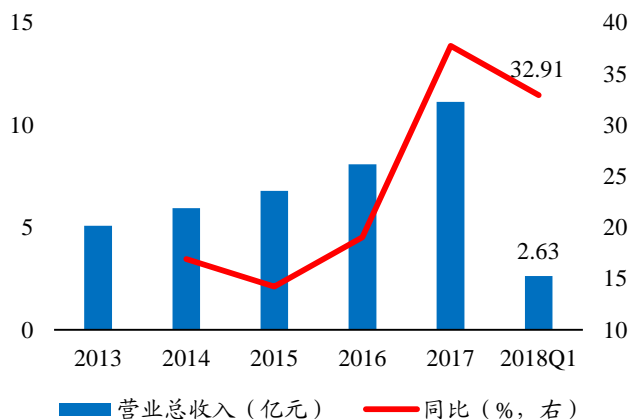
图9: 公司主要产品包括传统晾衣架和智能家居产品



资料来源: 好太太招股说明书、新时代证券研究所

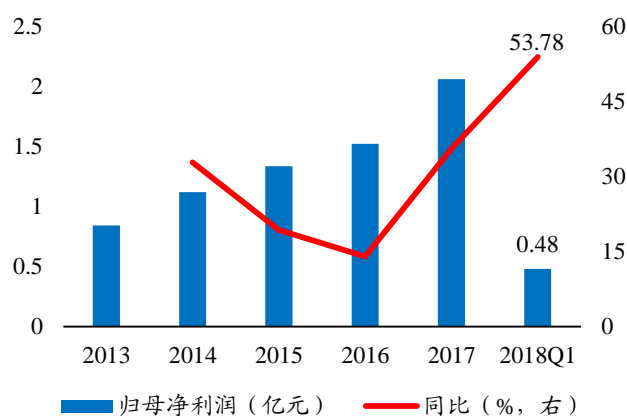
产品结构不断优化, 智能化产品迅速成长, 驱动收入利润快速增长。2013-2017 年, 公司营业收入/归母净利润年均复合增速分别达到 21.64%/25.04%, 2017 年, 公司实现营业收入 11.13 亿元 (+37.75%), 归母净利润 2.06 亿元 (+35.43%)。具体品类方面, 智能家居销售收入增长迅速, 从 2013 年的 0.73 亿元增长至 2017 年的 5.24 亿元, 年均复合增速达 63.68%, 成为公司收入和业绩增长的主要驱动力。

图10: 公司收入保持持续快速增长



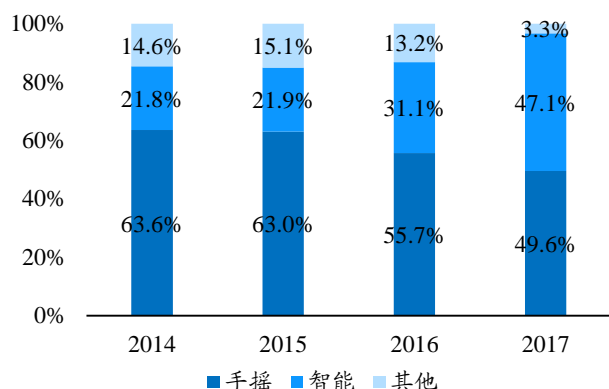
数据来源: Wind、新时代证券研究所

图11: 公司净利润增速较收入增速更快

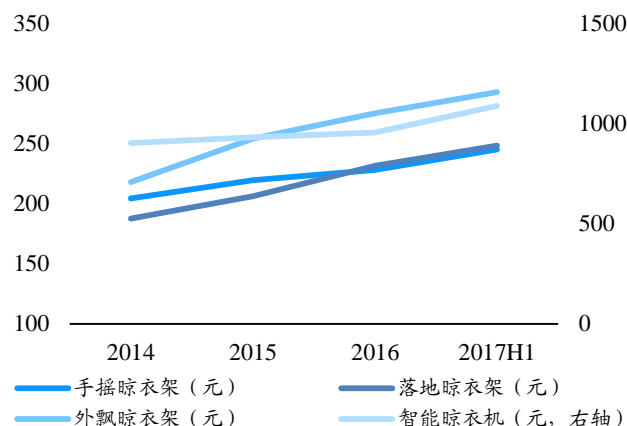


数据来源: Wind、新时代证券研究所

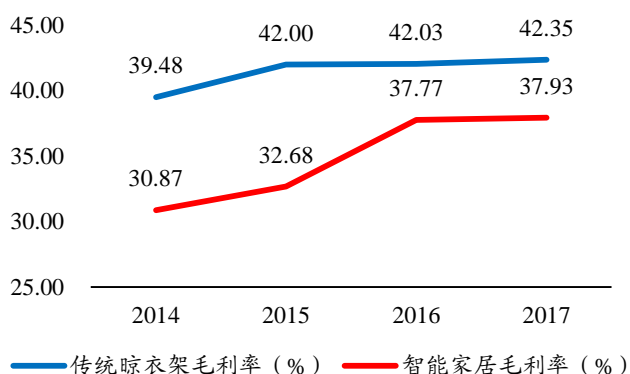
智能化产品占比提升与消费升级带来的产品单价提升, 驱动公司毛利率稳步提升。晾衣架行业智能化升级趋势显著, 公司作为行业智能化的引领者, 智能晾衣架的销售占比持续提升。公司智能晾衣架的销售占比从 2014 年的 21.8% 快速提升到了 2017 年的 47.1%, 预计 2018 年即将超过手摇式晾衣架成为公司最核心的收入来源。同时, 在消费升级的背景下, 公司通过不断的产品技术和功能的升级, 驱动公司各类产品单价的持续提升, 其中手摇系列单价从 2014 年的 204 元提升到了 2017 年的 245 元, 智能系列单价从 2014 年的 902 元提升到了 2017 年的 1087 元, 促使分产品毛利率逐年提升, 传统晾衣架毛利率从 2014 年的 39.48% 提升至 2017 年的 42.35%, 智能家居产品毛利率从 2014 年的 30.87% 提升至 37.93%。由于产品结构的不断优化与主要产品毛利率的逐步提升, 公司毛利率保持了持续稳健的提升, 从 2014 年的 37.47% 提升至 2017 年的 39.96%。2017 年公司毛利率较 2016 年小幅下滑 0.29%, 主要系原材料价格上涨所致。

**图12: 公司 2017 年智能晾衣架销售占比已达 47.1%**

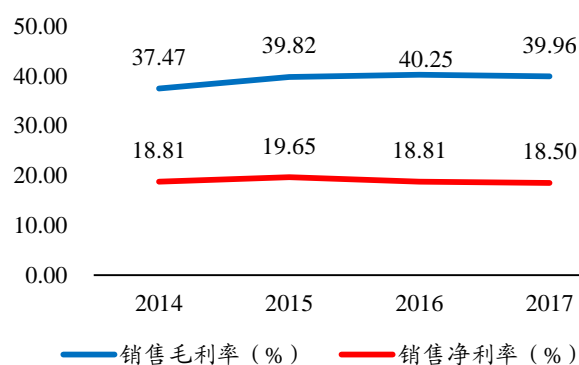
数据来源: Wind、新时代证券研究所

**图13: 消费升级带来公司产品单价持续提升**

数据来源: Wind、新时代证券研究所

**图14: 主要产品毛利率逐年稳步提升**

数据来源: Wind、新时代证券研究所

**图15: 公司整体毛利率/净利率稳定**

数据来源: Wind、新时代证券研究所

## 2.2、持续研发投入铸就产品品质与丰富度

**研发投入稳步增长，新技术、新产品不断推出。**近年，公司专注于产品科技创新，研发投入稳步增长，2014-2017 年研发投入分别为 0.21、0.23、0.27、0.36 亿元，2017 年占营收比例达到 3.22%。持续稳步增长的研发投入使公司的产品技术不断升级，目前已获得 200 余项国家专利，包括“智能声控”、“APP 云智能控制”、“高集成动力模块”、“一触上升技术”、“VLED 抬头显示技术”等多项核心技术。同时公司掌握了所有产品的核心技术，例如，公司的智能晾衣架已实现 30 米无线遥控，可保证 100000 次无故障运行，精准对位保证钢丝安全卷绕、不脱轨，具备 LED 护眼照明、紫外线杀菌消毒、超静音运行等功能。掌握全部核心技术和长时间的技术积累保障了公司的产品品质，同时新技术、新产品的不断推出进一步丰富了公司的产品线。

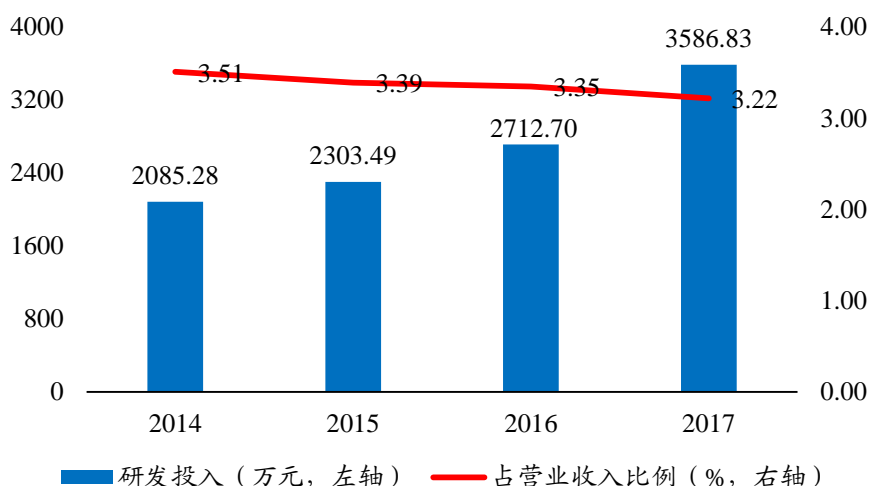
**表1: 公司掌握主要产品核心技术，确保产品品质**

产品名称	传统晾衣架			智能家居产品	
产品系列	外飘系列	落地系列	手摇系列	智能晾衣机	智能垃圾桶
主要技术	自动定位结构功能	折叠收纳专利	多级自动换挡技术	声控、智能遥控技术	红外自收发检
	铝合金伸缩	便携式结构	双向自锁结构技术	障碍自动停机技术	测电路技术
		多功能结构技术	智能纠错技术	一体化动力模块结构	紫外线消毒技

	托架技术 手摇伸缩结构	钢丝绳防脱技术 自动下降技术 晾杆缓冲保护装置 内隐藏技术	一触上升控制技术 降噪静音、杀菌、 风干、烘干技术 钢丝自动排列技术	术
<b>产品特点</b>	双杆式伸缩杆 产品强度高 稳定性高 环紧式抱紧环 安装更加牢固	兼备梯子、晾衣功能 收纳后不外露， 节省空间 主动感知钢丝放尽终点， 到位自动锁定绕线轮转动，防止钢丝反向缠绕	30 米无障碍无线遥控 100000 次无故障运行 超静音运行 紫外线立体消毒杀菌 LED 平板灯照明 智能定时功能 风速高风量大 PTC 陶瓷发热系统	红外自收发 紫外线消毒

资料来源：好太太招股说明书、新时代证券研究所

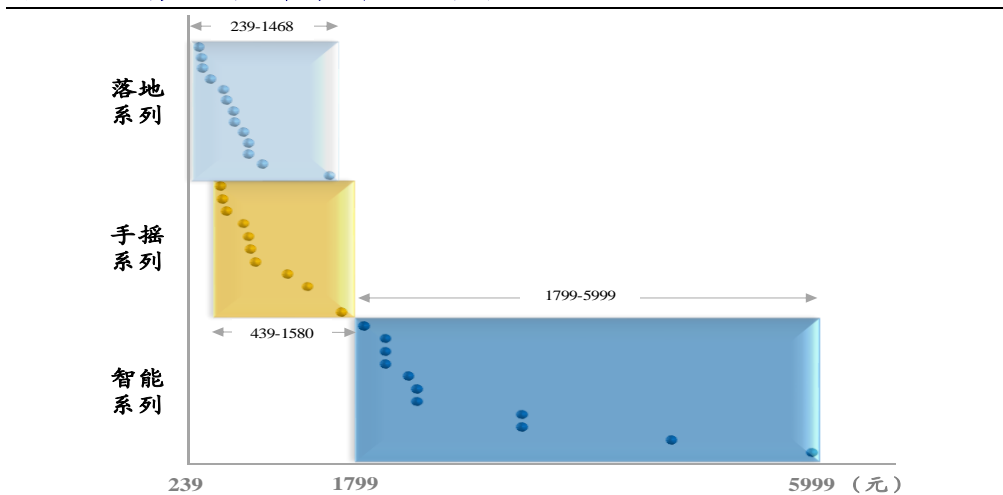
**图16： 2014-2017 年公司研发投入逐年增长，2017 年达到 3586.83 万元**



数据来源：好太太招股说明书、新时代证券研究所

公司晾衣架产品系列丰富，覆盖各个价格段，新技术、新产品推动主流产品价格带不断提升。从公司天猫旗舰店 D 系列在售产品来看，落地折叠系列在售约 13 款，价格从 239 元至 1468 元不等，主打产品价格带在 239 元-279 元；手摇升降系列在售约 10 款，价格从 439 元至 1580 元不等，主力产品价格带在 439 元-669 元；智能电动系列在售约 11 个型号，价格从 1799 元至 5999 元不等，主力产品价格带为 1799 元-2299 元。公司电商产品的价格带即覆盖了从 239 元到 5999 元，同时公司线下的智能产品还有安享家系列、锦尚系列、逸尚系列、安迪系列、乐尚系列等产品，手摇产品还有尚典系列、晶致系列、流光系列、静雅系列等等。公司于 2017 年推出新品 30 个系列，并计划 2018 年继续推出新品 23 个系列，调整升级产品 25 个系列，未来 5 年计划继续拓宽产品系列，积极丰富智能晾晒产品线，将为客户带来更丰富的产品选择与智能化产品体验。新技术和新产品的不断推出不仅丰富了公司在各个价格带的产品布局，同时带动主打产品的价格带在不断的提升。

图17: 公司产品种类丰富, 覆盖各个价格段

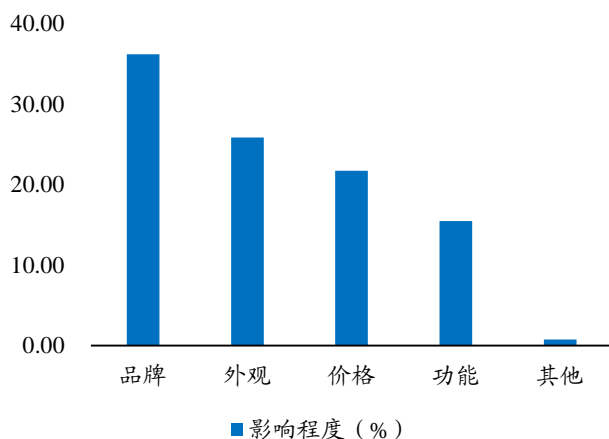


数据来源: 公司天猫旗舰店、新时代证券研究所

### 2.3、优质品质+多层次宣传投入, 打造晾衣架行业第一品牌

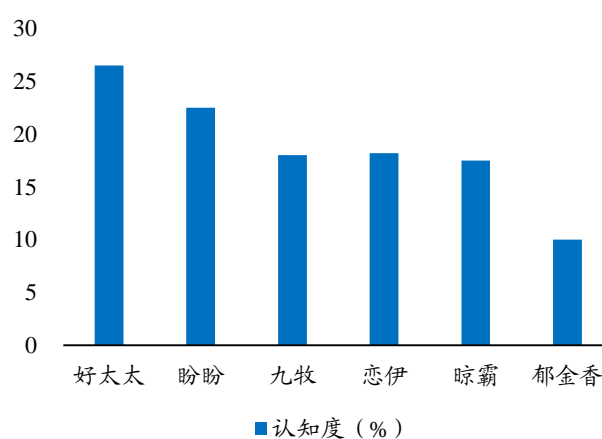
出色的产品品质是塑造良好的品牌形象的基础, “好太太”品牌认知度行业首位。晾衣架行业内品牌良莠不齐, 大多数厂商仍处于低端竞争阶段, 缺乏配套的研发和品牌推广能力。公司作为业内的领军企业, 具有扎实的研发基础与产品生产、质量控制能力, 铸就了公司产品优质的产品品质, 使“好太太”成为业内公认的领先品牌。日本工业市场研究所调查数据显示, 品牌知名度为影响消费者购买的首要因素, 而消费者对“好太太”的品牌认知度最高, 超过了 25%, 位列行业第一。

图18: 品牌知名度为影响消费者购买的首要因素



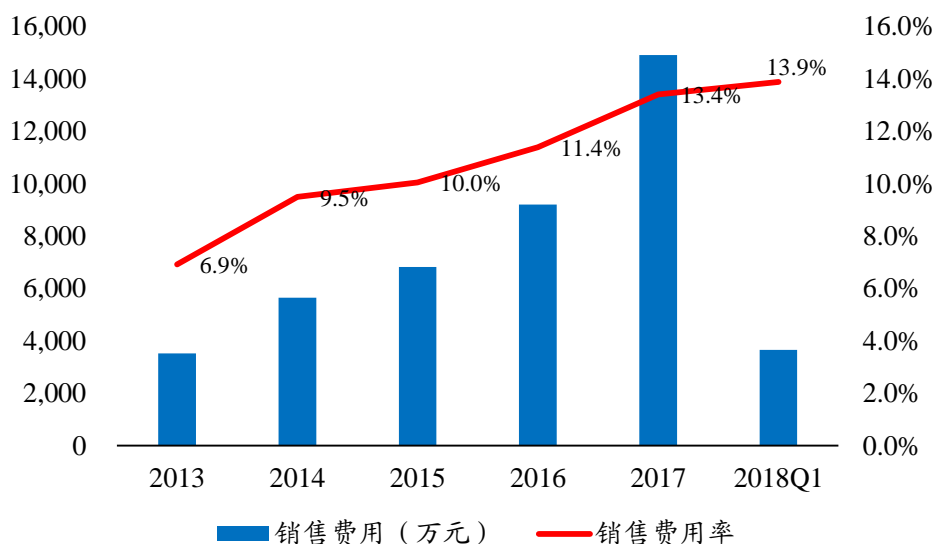
资料来源: 日本工业市场研究所、新时代证券研究所

图19: “好太太”的品牌认知度高于行业同类品牌



资料来源: 日本工业市场研究所、新时代证券研究所

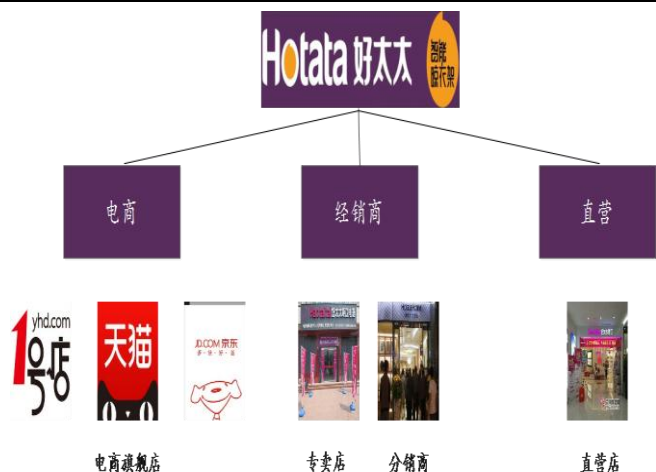
**持续的多层次宣传投入, 进一步提升品牌影响力。**基于品牌策略升级需要, 公司不仅聘请知名演员刘涛作为品牌代言人, 更通过高铁、电视、网络、杂志、户外广告等多种媒体传播渠道进行广告投放, 全方位、多层次地提高了公司品牌的曝光率与知名度。公司的营销投入不仅在宣传上, 同时对于经销商的专卖店均是按照公司统一设计来装修, 营销费用持续增长, 从 2013 年的 3517 万元增长到了 2017 年的 1.49 亿, 年复合增速达到了 43.5%, 2017 年的销售费用率已经达到了 13.4%。在 2016 年品牌观察杂志社联合国内 200 家机构共同主办的第十届中国品牌价值 500 强评选活动中, “好太太”成为了晾衣架行业唯一入选的品牌, 品牌影响力逐渐增强。

**图20: 公司销售费用持续快速增长, 提升品牌影响力**

数据来源: Wind、新时代证券研究所

## 2.4、线下渠道覆盖 3 万个销售服务点, 线上渠道发力快速增长

公司经销商与专卖店数量不断增长, 已形成以区域经销为主、直营为辅的线下营销网络。公司从 2014 年起推进渠道扁平化策略, 通过遴选择优的方式在各地拓展区域经销商, 区域经销商再通过自建专卖店及拓展下级分销网络的方式铺设营销渠道。截至 2017 年末, 公司共有经销商超过 500 家, 经销商专卖店近 1500 家, 销售服务网点 3 万余家, 已覆盖我国绝大多数省、直辖市和自治区的主要城市, 建立了覆盖全国多层次营销网络。公司计划 2018 年新增经销商专卖店 400 个左右, 深化一、二线城市网点布局, 加大三、四线城市渠道下沉力度, 完善营销网络布局。2016 年, 公司经销商渠道实现收入 6.88 亿元, 同比增长 12.97%, 占比 85.67%。此外, 公司已在广州地区投资设立 8 家直营专卖店, 并设有专门销售团队覆盖经销商渠道未覆盖的少量区域, 对经销商渠道进行补充。

**图21: 公司销售渠道分为经销商、电商与直营**

资料来源: 公司招股说明书、新时代证券研究所

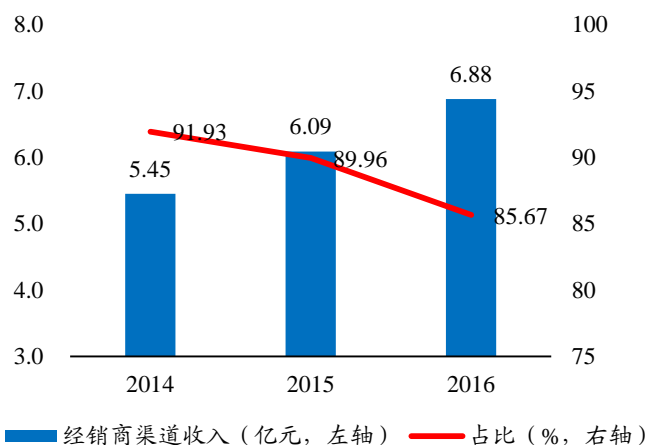
**图22: 销售网点辐射全国各地**

资料来源: 公司官网、新时代证券研究所

近年来电商渠道发力, 电商收入占比快速提升。渠道方面, 公司 2013 年开始拓展电商渠道, 通过几年发力, 目前已经在天猫商城、京东商城、亚马逊、1 号店、当当商城等平台开通线上专卖店。公司还在 2017 年推出了电商品牌“晒客”, 主打“至

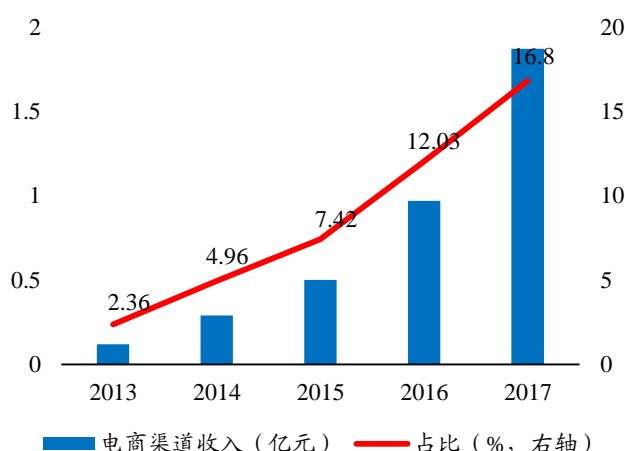
繁归于至简”的理念，吸引年轻、时尚的网络购物群体，打造好太太电商第二大品牌。公司电商销售收入也从 2013 年的 0.12 亿元增长至 2017 年的 1.87 亿元，复合增速达 98.69%，2017 年电商渠道的收入占比已达到 16.80%。

图23: 16年经销商渠道收入6.88亿元，占比85.67%



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

图24: 2017年电商渠道收入为1.87亿元，占比16.8%



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

### 3、拓展智能锁新品类，打开增长新动力

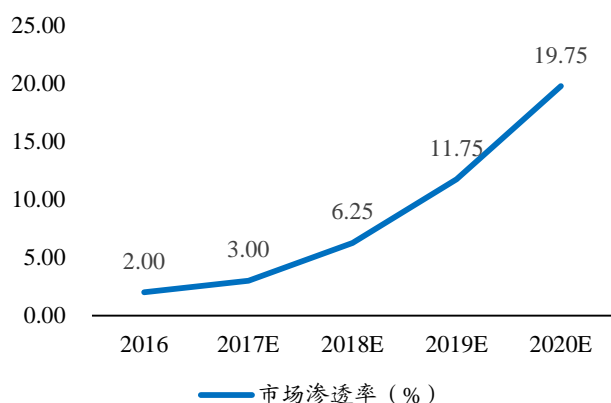
#### 3.1、智能锁行业潜力巨大，渗透率正快速提升

**B端市场普及认识，C端市场渗透率提升带动需求爆发，预计2020年我国智能锁市场整体规模将达到640亿元。**我国智能门锁广泛应用于写字楼、酒店、金融机构、政府机构等B端用户中，2016年我国智能锁工程市场出货量约为170万套，占总体市场份额的49%左右。而随着人工智能技术的快速发展、居民消费水平的提高及智能家居概念的日益火爆，越来越多的普通用户开始关注智能门锁产品，C端市场渗透率的提升带动行业进入快速发展阶段。从市场容量来看，目前智能锁在中国的渗透率约为3%，相较于日本40%、欧美接近50%和韩国80%的渗透率还有非常大的提升空间。目前中国约有14亿人口，4亿家庭，渗透率每提高1%，将带来400万套的增量需求，以智能锁平均售价约2000元估计，渗透率每提高1%，将带来80亿元的市场规模。2016年中国智能锁零售市场出货量约为180万套，占总体市场份额的51%左右。C端市场的渗透率提升将带动中国智能锁市场进入快速发展时期。据全国制锁行业信息中心数据显示：我国智能锁2016年销量已达350万套，预计2020年销售量将达到3200万套，2016-2020年的年复合增速达73.89%。预计2020年我国智能锁市场渗透率将达到19.75%。假设智能锁均价为2000元/套，2020年智能锁市场规模将达到640亿元，市场空间广阔。

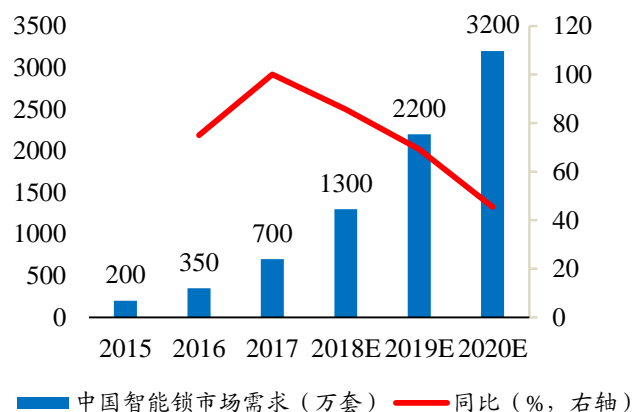
**智能锁市场处于发展初期，竞争格局分散，缺乏头部品牌。**与传统机械门锁相比，智能锁具备安全、便捷、人性化等多重优势，能够实现远程操控、安全管理、情感呵护、立体安防等功能，更适合老人与儿童使用，避免了传统的钥匙丢失等现象的出现。目前我国智能锁的渗透率仅3%左右，市场处于发展的初期，市场参与者众多。截至2017年底，全国的智能锁企业已有1300多家，品牌已达2800多个，初步形成了专业品牌、互联网品牌和跨界巨头三大阵营，尚缺乏头部品牌。

**图25: 我国目前智能锁渗透率仅3%左右, 较日韩还有很大的提升空间**

资料来源: 全国制锁行业信息中心、新时代证券研究所

**图26: 预计2020年智能锁市场渗透率将达到19.75%**

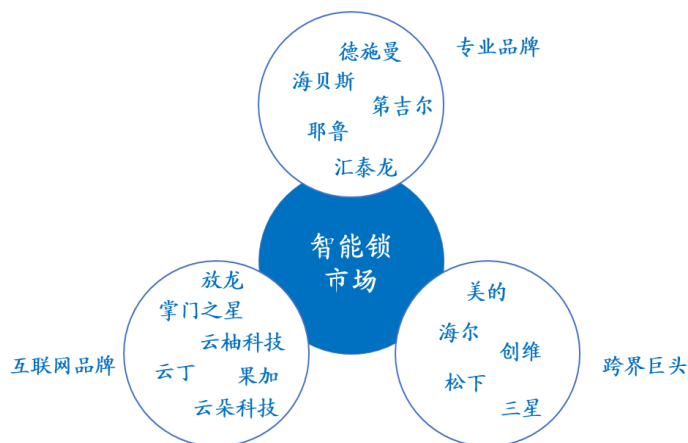
数据来源: 全国制锁行业信息中心预测、新时代证券研究所

**图27: 2020年我国智能锁销量达到3200万套**

数据来源: 全国制锁行业信息中心预测、新时代证券研究所

**图28: 相较传统门锁, 智能门锁更加安全、便捷和人性化**

资料来源: 易观咨询、新时代证券研究所

**图29： 智能锁市场参与者众多**

资料来源：ICA、新时代证券研究所

### 3.2、渠道优势助力智能锁新业务扬帆起航

设立“科徕尼”智能锁新品牌，利用渠道优势推动智能锁全渠道快速铺开。目前公司已完成 AI 智能锁核心技术储备，如智能锁主动防御技术、安全保护技术、电池续航能力提升等相关技术。公司于 2018 年 3 月召开“科徕尼”品牌发布会推出科徕尼 AI 智能锁，该款智能锁结合了独特的门神主动防御系统、云服务系统、人工智能系统 3 大核心技术平台，包括行为学习、习惯记忆、主动防御、安全报警、贴身管家 5 大功能，并计划于今年推出智能锁新品 13 个系列。渠道方面，公司通过整合好太太渠道优势资源，在原有专卖店铺货，快速推动全渠道覆盖，围绕“重点城市、重点经销商、公司重点投入”，形成以点带面的局面，并计划于 2018 年自建 300-500 家专卖店，推动科徕尼 AI 智能锁业务发展。公司智能锁业务有望借助公司已有渠道优势和产品优势复制好太太在晾衣架行业的成功经验，将其打造成公司的新一增长极。

**图30： 科徕尼品牌涵盖清洁、安防、晾晒、交互业务**

资料来源：公司官网、新时代证券研究所

**图31： 科徕尼 AI 智能锁主打智能、安全**

资料来源：公司官网、新时代证券研究所

#### 4、盈利预测和估值

我们认为行业的智能化和消费升级将打开晾衣架行业的增长空间，公司作为行业龙头同时也是智能化的引领者，将充分受益于行业的智能化升级。同时公司拓展了智能锁的智能家居新品类，将利用公司已有的渠道优势，有望快速铺开，成为公司新的增长极，驱动公司业绩进入加速增长期。我们预计公司 2018-2020 年的营业收入分别为 16.3/23.4/32.5 亿元，归母净利润分别为 2.85/3.92/5.50 亿元，对应 EPS 分别为 0.71/0.98/1.37 元，当前股价对应 2018-2020 年 PE 分别为 29.3、21.3 和 15.2 倍。首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	643	1223	928	1512	2002
现金	569	901	659	1223	1556
应收账款	6	7	9	16	19
其他应收款	4	2	8	7	13
预付账款	8	5	13	15	23
存货	54	58	155	138	243
其他流动资产	1	251	84	112	149
<b>非流动资产</b>	140	142	169	215	270
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	63	65	85	120	162
无形资产	61	63	72	83	96
其他非流动资产	16	15	11	12	11
<b>资产总计</b>	<b>783</b>	<b>1366</b>	<b>1096</b>	<b>1727</b>	<b>2272</b>
<b>流动负债</b>	172	278	286	545	568
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	66	91	172	203	297
其他流动负债	106	187	114	342	271
<b>非流动负债</b>	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
<b>负债合计</b>	<b>172</b>	<b>278</b>	<b>286</b>	<b>545</b>	<b>568</b>
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	360	401	401	401	401
资本公积	107	338	338	338	338
留存收益	144	350	548	822	1206
归属母公司股东权益	611	1088	810	1182	1704
<b>负债和股东权益</b>	<b>783</b>	<b>1366</b>	<b>1096</b>	<b>1727</b>	<b>2272</b>

现金流量表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	142	299	334	624	412
净利润	152	206	285	392	550
折旧摊销	7	12	12	16	21
财务费用	-1	-1	1	7	7
投资损失	-11	-21	-28	-30	-30
营运资金变动	-8	101	62	240	-135
其他经营现金流	2	2	2	-1	-0
<b>投资活动现金流</b>	-67	-243	-12	-32	-45
资本支出	78	16	29	45	54
长期投资	0	-250	0	0	0
其他投资现金流	11	-477	17	13	9
<b>筹资活动现金流</b>	-13	275	-63	-28	-35
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	328	41	0	0	0
资本公积增加	107	230	0	0	0
其他筹资现金流	-448	4	-63	-28	-35
<b>现金净增加额</b>	<b>62</b>	<b>332</b>	<b>259</b>	<b>564</b>	<b>333</b>

利润表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>808</b>	<b>1113</b>	<b>1629</b>	<b>2336</b>	<b>3245</b>
营业成本	483	668	995	1433	1978
营业税金及附加	8	10	11	15	21
营业费用	92	149	218	304	422
管理费用	62	72	106	150	204
财务费用	-1	-1	1	7	7
资产减值损失	2	3	3	5	7
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	11	21	28	30	30
<b>营业利润</b>	<b>174</b>	<b>233</b>	<b>324</b>	<b>452</b>	<b>635</b>
营业外收入	7	8	8	8	8
营业外支出	1	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>180</b>	<b>241</b>	<b>332</b>	<b>460</b>	<b>643</b>
所得税	28	35	47	68	93
<b>净利润</b>	<b>152</b>	<b>206</b>	<b>285</b>	<b>392</b>	<b>550</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>152</b>	<b>206</b>	<b>285</b>	<b>392</b>	<b>550</b>
<b>EBITDA</b>	<b>170</b>	<b>225</b>	<b>320</b>	<b>447</b>	<b>622</b>
EPS(元)	0.38	0.51	0.71	0.98	1.37

主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	19.0	37.7	46.4	43.4	38.9
营业利润(%)	15.4	34.0	39.3	39.4	40.5
归属于母公司净利润(%)	14.0	35.4	38.5	37.6	40.2
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	40.2	40.0	39.0	38.6	39.0
净利率(%)	18.8	18.5	17.5	16.8	17.0
ROE(%)	24.9	18.9	21.7	23.3	24.9
ROIC(%)	22.5	16.8	20.2	21.9	23.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	22.0	20.3	26.1	31.6	25.0
净负债比率(%)	-93.2	(82.8)	(50.2)	(72.7)	-70.6
流动比率	3.7	4.4	3.2	2.8	3.5
速动比率	3.4	4.2	2.7	2.5	3.1
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.3	1.0	1.3	1.7	1.6
应收账款周转率	178.0	169.7	202.2	183.3	185.1
应付账款周转率	6.8	8.5	7.6	7.6	7.9
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.38	0.51	0.71	0.98	1.37
每股经营现金流(最新摊薄)	0.42	0.13	0.83	1.56	1.03
每股净资产(最新摊薄)	1.52	2.71	3.27	4.20	5.50
<b>估值比率</b>					
P/E	54.88	40.52	29.26	21.27	15.16
P/B	13.66	7.67	6.36	4.96	3.78
EV/EBITDA	45.64	33.0	24.0	15.9	10.9

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**孙金钜**，新时代证券研究所所长，兼首席中小盘研究员。上海财经大学数量经济学硕士，曾任职于国泰君安证券研究所。专注于新兴产业的投资机会挖掘以及研究策划工作。2016年、2017年连续两年带领团队获新财富最佳分析师中小市值研究第一名，自2011年新财富设立中小市值研究方向评选以来连续七年（2011-2017）上榜。同时连续多年获水晶球、金牛奖、第一财经等中小市值研究评选第一名。

**任浪**，新时代证券研究所中小盘研究员，定增并购研究中心总监。2016年、2017年新财富最佳分析师中小市值研究第一名团队成员，2015年新财富最佳分析师中小市值研究第二名团队成员。连续多年水晶球、金牛奖、第一财经等中小市值研究第一名团队成员。

## 投资评级说明

### 新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

北京	<b>郝颖 销售总监</b> 固话：010-69004649 手机：13811830164 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	<b>吕筱琪 销售总监</b> 固话：021-68865595 转 258 手机：18221821684 邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
深圳	<b>史月琳 销售经理</b> 固话：0755-82291898 手机：13266864425 邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

## 联系我们

### 新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>