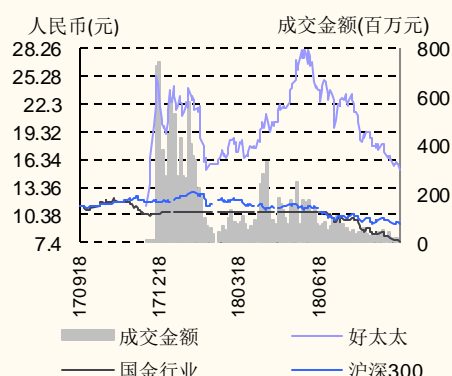


好太太 (603848.SH) 增持 (首次评级)**公司深度研究**

市场价格 (人民币): 15.25 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	41.00
总市值(百万元)	6,115.25
年内股价最高最低(元)	28.27/11.29
沪深 300 指数	3204.92
上证指数	2651.79

**阳台空间的消费升级，小行业走出大公司****公司基本情况(人民币)**

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.42	0.51	0.71	0.93	1.23
每股净资产(元)	1.70	2.71	3.74	4.36	5.18
每股经营性现金流(元)	0.39	0.74	0.74	1.06	1.46
市盈率(倍)	NA	44	22	16	12
净利润增长率(%)	13.96%	35.43%	37.59%	31.47%	31.99%
净资产收益率(%)	24.88%	18.92%	18.91%	21.31%	23.66%
总股本(百万股)	360.00	401.00	401.00	401.00	401.00

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **晾衣架行业渗透率或将提升至 100%，智能家居行业方兴未艾。**2017 年，国内晾衣架行业规模接近百亿，好太太市占率 11.72%，CR5 为 16.70%，到 2020 年行业规模将突破千亿。晾衣架产品具备一家一套的配置需求，存在实现 100%渗透率的可能。因此，晾衣架行业具备充足行业红利，龙头公司市占率也将水涨船高。智能锁作为智能家居的入口产品，目前市场规模约为 60 亿元，渗透率仅 2%，低于日韩。但在老龄化、全面二胎以及全装修等政策推动下，我们看好智能锁行业 B+C 双渠道协同发展。
- **智能晾衣架产品占比提升，产能爬坡压制盈利。**2017 年，公司将大约 20 万套手摇晾衣架产能转至智能晾衣架，使得智能晾衣架收入大幅提升，收入占比甚至略超手摇晾衣架。由于产品结构调整需要，公司加大对经销商的扶持力度，且转换产能处于爬坡阶段，导致智能晾衣架产品盈利能力略逊于原有晾衣架产品。
- **经销商储备充足，开店拉动增长模式恐有压力。**公司上市前后加速招商，去年和今年上半年经销商分别增长 50.65%和 70.73%。上半年公司同比新增门店 352 家，结合新增门店提货要求，新店备货额至少在 1 亿元左右，新增收入基本全部依靠新店备货拉动。另一方面，上半年公司预收款同比下滑 22.22%，对下半年收入维持较快增长将会有所抑制。
- **关于小米进入晾衣架领域的一些思考。**小米于 7 月上线智能晾衣架产品，凭借生态链产品形成的流量和高转化率，以及降维直击需求痛点，小米晾衣架将对行业内原有品牌线上销售形成冲击。但在线下销售渠道，小米由于 SKU 少难以构建多样性选择消费场景，且直营渠道扩张慢难以攻破龙头品牌形成的渠道壁垒，因此线下销售较难对行业内原有公司形成明显冲击。

估值与投资建议

- 公司正处高单值产品占比提升带动收入阶段，切入智能锁领域，渠道扩张与门店铺货将推动新业务增长。我们预测公司 2018-2020 年完全摊薄后 EPS 分别为 0.71/0.93/1.23 元，给予公司 2019 年 PE 20X，对应目标价为 18.6 元，首次覆盖予以“增持”评级。

风险提示

- 房地产行业波动风险；主要原材料价格大幅波动风险；经销商销售模式风险；智能锁销售不及预期；新增产能无法及时消化

揭力

分析师 SAC 执业编号: S1130515080003
(8621)60935563
jie_li@gjzq.com.cn

袁艺博

联系人
yuanyibo@gjzq.com.cn

内容目录

公司概况：晾晒行业领军企业	4
专注晾衣架研发、生产和销售	4
晾衣架行业渗透率或将提升至 100%，智能家居行业方兴未艾	5
晾衣架行业规模将近百亿，智能晾衣架产品将持续推动行业成长	5
智能家居刚起步，智能锁具市场更是方兴未艾	7
产品结构优化推动后续盈利，经销商储备充足保障年内开店	9
智能晾衣架产品占比提升，IPO 募投将继续推动产品结构优化	9
经销商储备充足，电商渠道快速增长	10
关于小米进入晾衣架领域的一些思考	12
风险提示	13
盈利预测	14
关键假设	14

图表目录

图表 1：好太太股权结构图&大小非解禁时间与比例	4
图表 2：好太太营收基本情况	5
图表 3：好太太净利润基本情况	5
图表 4：手摇晾衣架产品占晾衣架消费的主导地位	5
图表 5：2025 年，全国晾衣架行业规模将达 1000 亿元	6
图表 6：晾衣架行业 CR5 市占率为 16.70%	6
图表 7：晾衣架行业竞争格局	6
图表 8：2020 年智能家居规模突破 3000 亿元	7
图表 9：家居家电智能化趋势下智能家居渗透率将提升	7
图表 10：智能锁已历经 5 代技术更迭	8
图表 11：全球智能锁发展情况	8
图表 12：近五年智能锁供需情况	9
图表 13：好太太智能晾衣架收入变化	9
图表 14：1H2018 好太太主营结构	9
图表 15：好太太智能晾衣架产品占比大幅提升	10
图表 16：智能晾衣架产品单价明显高于手摇晾衣架	10
图表 17：好太太自有晾衣架产品产能	10
图表 18：好太太渠道变化情况	10
图表 19：好太太电商渠道收入保持超高速增长	11
图表 20：1H2018 好太太分渠道收入占比	11
图表 21：科徕尼智能锁产品	12
图表 22：科徕尼门店展示	12
图表 23：好太太&晒客&小米晾衣架产品对比	12

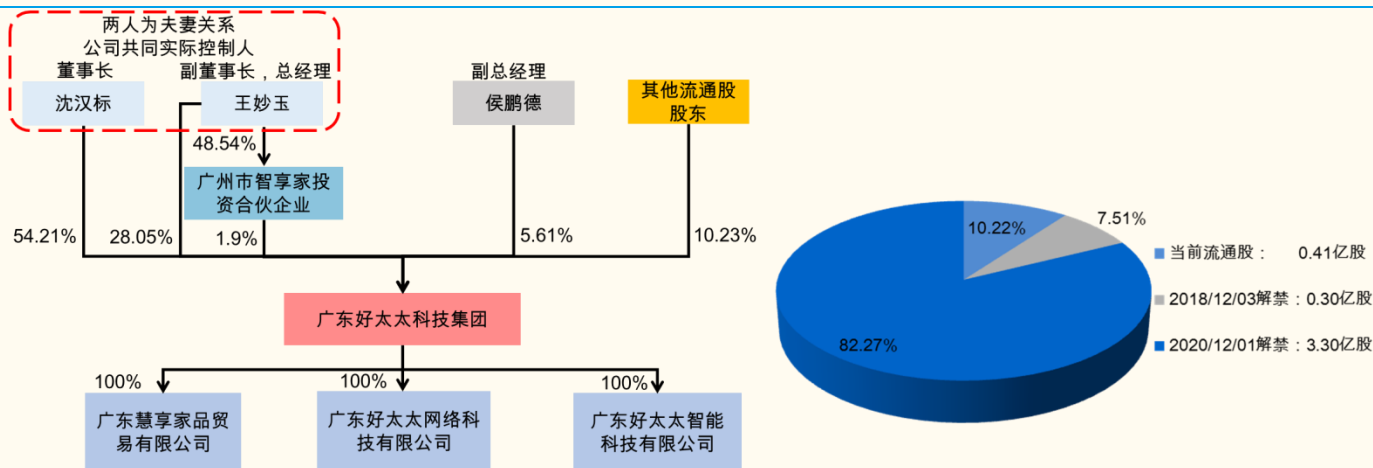
图表 24：好太太盈利预测.....	14
--------------------	----

公司概况：晾晒行业领军企业

专注晾衣架研发、生产和销售

- 好太太创立于 1999 年，历经 19 年的发展，已成为中国家居晾晒行业的品牌名片，全球已有 3000 万家庭使用好太太产品。公司主要从事晾衣架等家居产品的研发、生产及销售，是引领中国晾衣架行业发展方向的领军企业。公司主要产品为不同功能的晾衣架和其他家居产品，主要产品按功能具体分为手摇晾衣架、智能晾衣机、落地晾衣架和外飘晾衣架四大系列晾衣架产品，以及包括智能家居产品在内的家居生活用品。
- 2017 年 12 月 1 日，公司上市发行 4,100 万股，发行价格为 7.89 元，发行后总股本为 40,100 万股。公司董事长沈汉标持有 21,739.5 万股，占发行后总股本的 54.21%，副董事长王妙玉持有公司 28.05% 股份，二人为夫妻关系共同持股比例为 82.26%，为公司共同实际控制人。公司股权结构相对集中，管理架构稳定。今年 12 月 3 日，公司小非解禁 3,010.50 万股，2020 年 12 月 1 日，大非解禁 3.3 亿股。

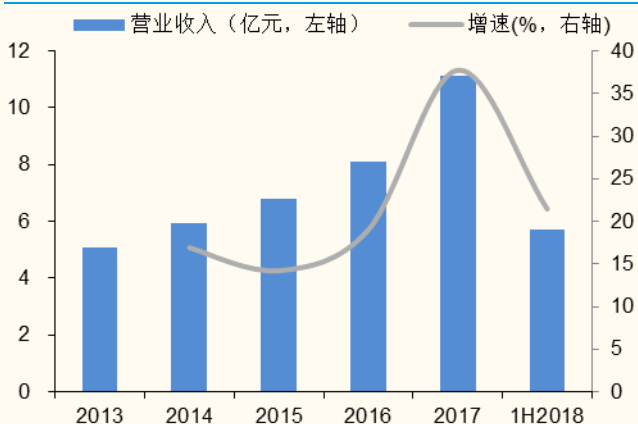
图表 1：好太太股权结构图&大小非解禁时间与比例



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

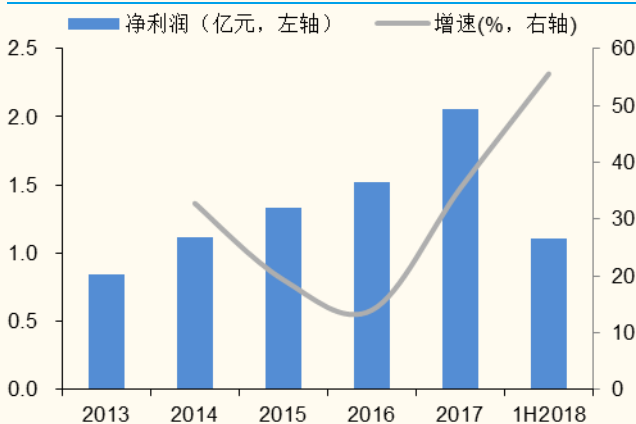
- 智能晾衣架产品占比提升，推动收入和净利润高增。2018 年上半年，公司主营收入 5.70 亿元，同比增长 21.45%，净利润 1.11 亿元，同比增长 55.58%。公司智能家居产品收入 3.11 亿元，为营收的核心贡献品类。近年公司推进产品向智能化升级，上半年智能晾衣架产品创收接近 3 亿元，收入占比同比提升 10pct. 以上，达到 51.75%，已超过传统手摇晾衣架产品成为核心主业。此外，公司新业务智能锁在上半年也开始趋于成熟，大致贡献受 1,000 万元左右的收入。但公司传统的非智能晾衣架产品，在销量上均出现下滑，一方面是由于产品结构调整产能处在转化期影响老产品产销，另一方面与地产大周期向下，压制部分消费需求也有很大关系，导致整体营收增长被拖累。在地产调控政策暂不明朗的情况下，公司增长的动力基本全部落在了产品结构调整，高单值产品占比提升方面。

图表 2：好太太营收基本情况



来源：wind，国金证券研究所

图表 3：好太太净利润基本情况



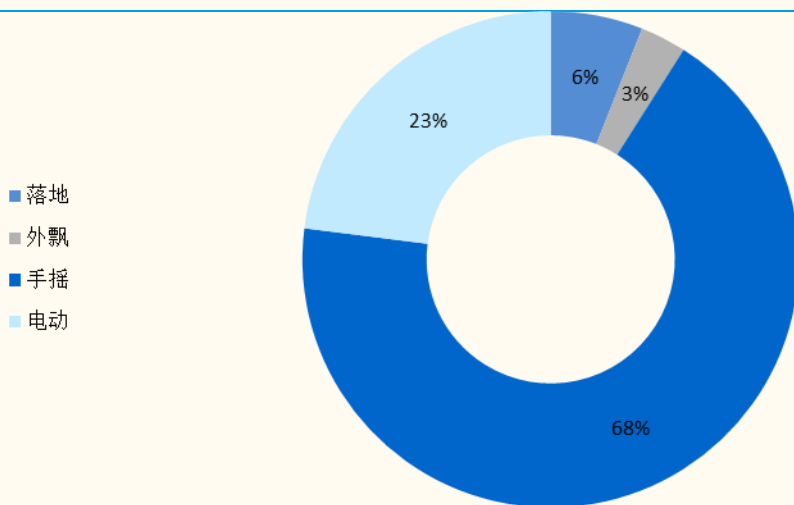
来源：wind，国金证券研究所

晾衣架行业渗透率或将提升至 100%，智能家居行业方兴未艾

晾衣架行业规模将近百亿，智能晾衣架产品将持续推动行业成长

- 手摇晾衣架是目前我国晾衣架消费的主要类型。1995 年，中国内地从港台地区引进手拉式不锈钢管晾衣架产品，标志着中国现代晾衣架行业发展的开始。产品类型也逐步从传统的挂式和落地式晾衣架，向手摇式晾衣架升级，到现在具备照明、杀菌等功能的智能晾衣架已经出现。从现阶段国内晾衣架产品的消费结构来看，手摇类产品占据主导地位，占比达到 68%，电动晾衣架紧随其后占比 23%。

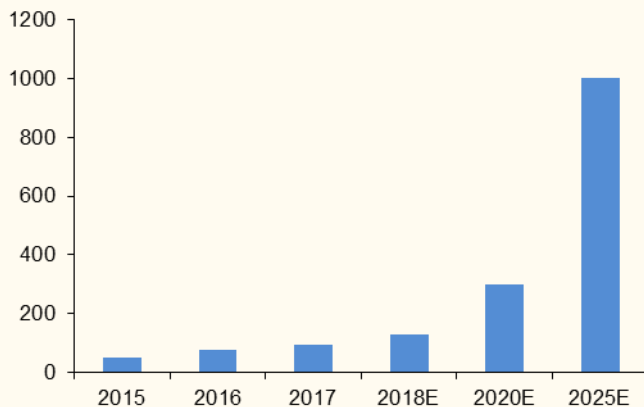
图表 4：手摇晾衣架产品占晾衣架消费的主导地位



来源：前瞻网，国金证券研究所

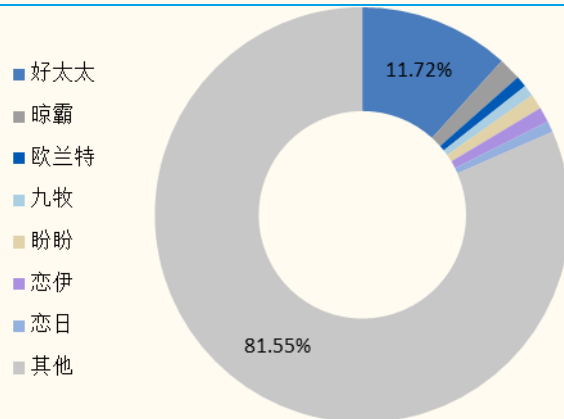
- 晾衣架行业规模接近百亿，CR5 市占率具备提升空间。根据中国晾衣架协会统计数据显示，2015 年，国内晾衣架全行业规模 50 亿元，渗透率 40%。结合近两年住宅商品房销售套数，以及渗透率和产品售价的提升速度测算，2016 年和 2017 年，全国晾衣架行业规模约为 75 亿元和 95 亿元左右。据此测算，2017 年，好太太作为国内晾衣架第一品牌，销售规模为 11.13 亿元，市占率约为 11.72%，CR5 为 16.70%。晾衣架协会测算至 2025 年，行业规模将增长至 1,000 亿元。我们认为，现阶段在国内居民的家庭生活中，仍有大量非品牌和自制晾衣架产品被使用。因此，在晾衣架行业成长过程中，品牌化和工业化生产的产品将会产生替代效应，并持续推动渗透率提升，与其他家居产品相比，在城镇家庭中晾衣架产品具备一家一套的配置需求，存在实现 100%渗透率的可能。

图表 5：2025 年，全国晾衣架行业规模将达 1000 亿元



来源：中国晾衣架协会，国金证券研究所测算

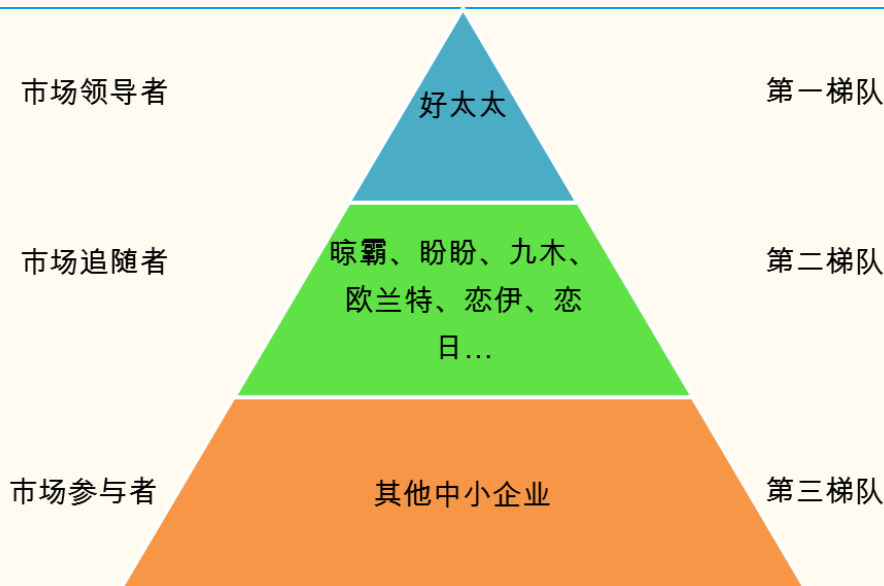
图表 6：晾衣架行业 CR5 市占率为 16.70%



来源：中国晾衣架协会，国金证券研究所测算

- **行业红利下，龙头公司市占率还将持续提升。**晾衣架行业在未来几年，将持续保持快速成长，具备明显行业红利，行业内公司仍将保持高成长，跑马圈地将会是行业内的主要竞争形势。正是由于行业高成长潜质，致使业内公司质地良莠不齐，行业中共有 150 多家生产厂家，按照现有行业规模与企业收入规模测算，超过 145 家晾衣架企业的收入体量不足亿元。我们认为，在行业快速成长的背景下，后续将不乏有越来越多的企业进入行业。但好太太作为行业内的第一品牌，由于成立时间较早，几乎与行业兴起时点一致，在行业成长初期就较其它企业形成了明显的品牌优势，“好太太”基本已经成为晾衣架的代名词（此情况与席梦思为床垫代名词类似），且历经多年发展渠道优势也愈发明显，产品端也持续换代升级。因此，综合来看，公司基本可以算作行业缔造者，具备其他品牌较难比拟的先天优势，无论是行业内的现有企业，还是后续新进入企业，皆难以实现超越，公司基本确定为“小行业中的大公司”。

图表 7：晾衣架行业竞争格局



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

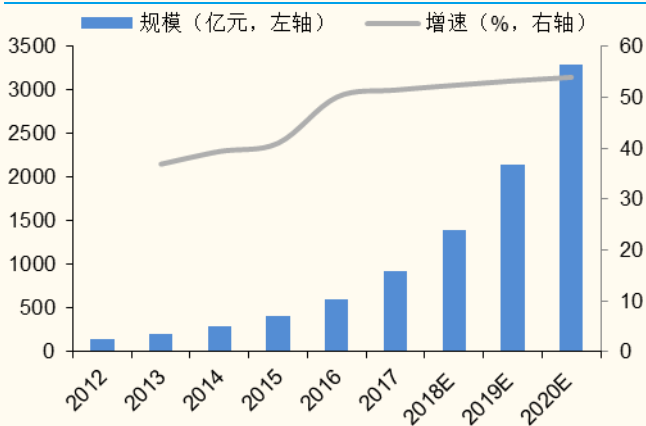
- **智能晾衣架产品是纯粹的消费升级品种，将持续推动晾衣架行业成长。**智能晾衣架作为电动晾衣架的一个细分品类，具备更强的功能性。智能晾衣架的出现，实际上就是消费升级的过程，同时也是最纯粹的消费升级产品。在晾衣架行业发展的过程中，从传统使用晾衣架挂晒衣物，升级至手摇升降挂晒，再到一键电动升降挂晒，最后到现在的通过手机 APP 控制晾衣架升降完成挂晒。在这一过程中，衣物的晾晒过程更加简单方便，更节约时

间，也使得智能晾衣架产品更像是“懒人经济”的产物。另一方面，智能晾衣架产品在样式、安装等方面较手摇晾衣架改善明显，且又比普通电动晾衣架具备风干、杀菌等功能性，符合居家消费升级中审美升级和多功能性需求升级的趋势。除此之外，智能晾衣架产品对传统手摇和普通电动晾衣架产品也具备替代作用，智能晾衣架单价较高，在替代效应产生的过程中，将逐步扩大行业规模，并带动整体利润率的提升。

智能家居刚起步，智能锁具市场更是方兴未艾

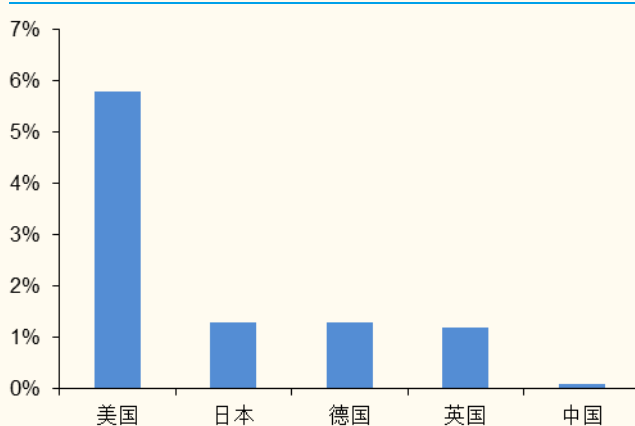
- **智能家居行业刚起步，但千亿市场已呼之欲出。**受益于政策支持及消费升级的共同推动，根据前瞻网数据，2017 年我国智能家居市场增速超过 50%，市场规模由 2012 年的 150 亿元增至 916.6 亿元。目前来看，国内智能家居渗透率不足 1%，显著低于日本和美国等国，在家居家电产品日趋智能化、低能耗的趋势之下，未来智能家居渗透率具备提升空间，预估至 2020 年，我国智能家居潜在市场规模将突破 3,000 亿元。

图表 8：2020 年智能家居规模突破 3000 亿元



来源：前瞻网，国金证券研究所

图表 9：家居家电智能化趋势下智能家居渗透率将提升



来源：产业研究网，国金证券研究所

- **智能家居入口产品，NB-IOT 将成主流发展方向。**在近年智能家居的发展趋势之下，智能锁被公认为是入门级产品以及家庭智能安防的重要单品。从产品上看，智能锁也已历经 5 代更替，从最早只具备单机报警、语音提升等基础功能的单机锁，正逐步向拥有蓝牙开门、远程监控和可视化管理等功能的 NB-IOT 联网锁发展。与原来通过 WIFI 和蓝牙实现连接的智能锁相比，NB-IOT 联网锁电池使用寿命更长，且信息传输速率更高，门锁安全性得到更大的提升。

图表 10：智能锁已历经 5 代技术更迭



来源：《2017 中国智能锁应用与发展白皮书》，国金证券研究所

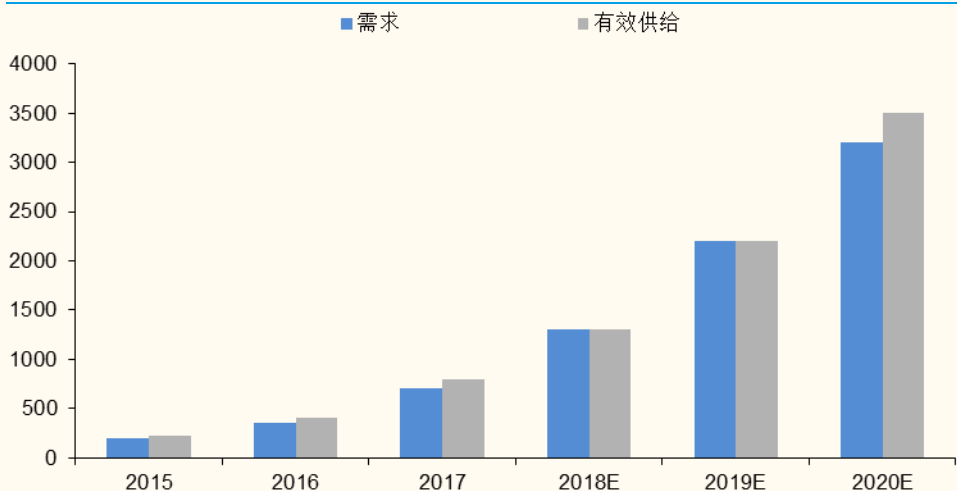
- **B、C 端协同发展，智能锁行业大有可为。**2016 年，全国锁具行业的总产值达到 600 亿元以上，其中智能门锁行业总产值约为 60 亿元。由于市场普及度不同、行业标准等存在一定差异，各国的渗透率水平有显著差异。2016 年韩国智能锁渗透率达到 80%，日本达到 40%、欧美为 15%，而中国只有 2%。但基于中国庞大的消费市场和人口基数，我国以 350 万套智能锁的产业规模位列全球第一，其中零售端销售 180 万套，工程业务端销售 170 万套。近年，人口老龄化的加剧，二胎生育政策放开，老人和小孩所占人口比例在不断增加。智能锁更易于操作，比传统锁更适合老年人及儿童使用，因此国内市场智能锁渗透率具备提升支撑。另一方面，在全装修政策推进之下，智能锁在工程业务端口的增长也仍将保持较高景气度。因此，预计到 2020 年，国内智能锁销量将突破 3,200 万套。

图表 11：全球智能锁发展情况



来源：《2017 中国智能锁应用与发展白皮书》，国金证券研究所

图表 12：近五年智能锁供需情况



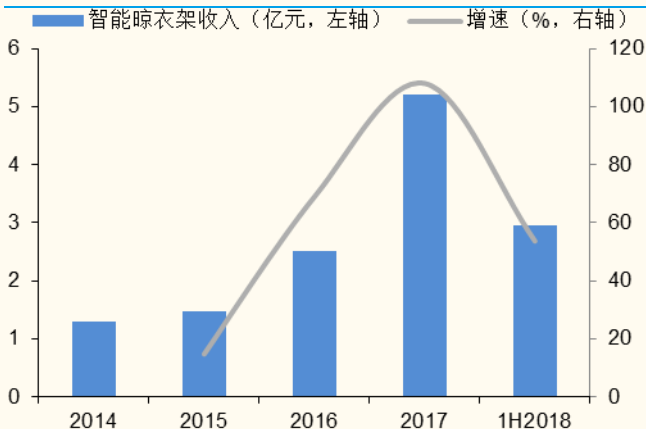
来源：《2017 中国智能锁应用与发展白皮书》，国金证券研究所

产品结构优化推动后续盈利，经销商储备充足保障年内开店

智能晾衣架产品占比提升，IPO 募投将继续推动产品结构优化

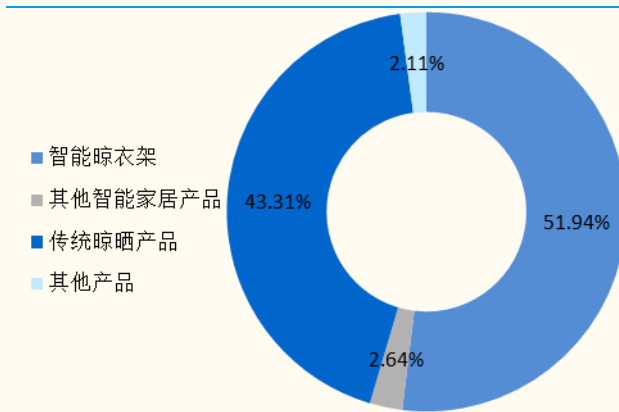
- **高单值智能晾衣架收入规模持续扩大。**近年公司智能晾衣架产品收入规模持续扩大，尤其是 2016 年后，加快产品结构调整业务进入高速增长阶段。今年上半年，智能晾衣架创收 2.95 亿元，增长 53.65%，其中销量增长 53.85%，出厂价下滑 2.04%。也就是说，上半年公司智能晾衣架业务增长，全部依靠销量增长拉动。但整体上看，公司智能晾衣架产品的出厂售价，基本都是手摇晾衣架的 4 倍以上，在产品结构的调整以及终端门店扩张和样品展示结构变化的过程中，高单值产品占比仍将持续提升，收入端具备维持较高速增长的潜质。

图表 13：好太太智能晾衣架收入变化



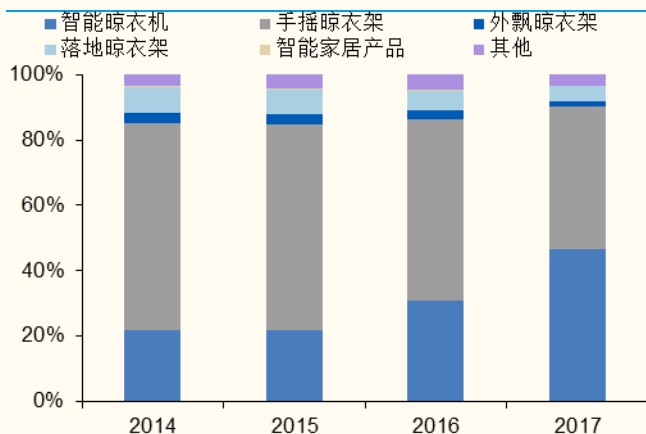
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 14：1H2018 好太太主营结构



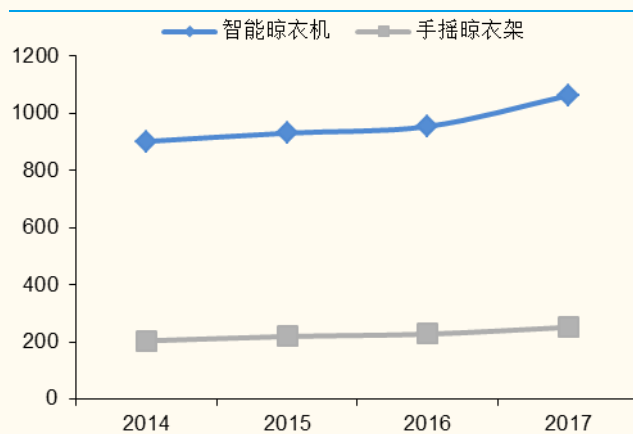
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 15：好太太智能晾衣架产品占比大幅提升



来源：公司招股书&公司年报，国金证券研究所

图表 16：智能晾衣架产品单价明显高于手摇晾衣架



来源：公司招股书&公司年报，国金证券研究所

- **产能转换期，智能产品短期毛利率略逊。**2017 年，公司智能家居产品毛利率 37.93%，逊于晾晒产品的 42.35%，智能晾衣架产品收入分拆计入智能家居产品收入，并在其中占据绝对的贡献地位。今年上半年，公司智能家居毛利率同比提升 1.84pct.，但还是较传统晾衣架产品 42.94%的毛利率低了 1.39pct.。基本可以判断，现阶段公司智能晾衣架毛利率水平低于手摇晾衣架。我们认为，2017 年内，公司将大约 20 万套手摇晾衣架产能转至生产智能晾衣架，而今年上半年智能晾衣架产能已超 30 万套，较去年同期已经翻倍。因此，现阶段公司智能晾衣架产品处在产能转换和爬坡期。因此，将在一定程度上拖累智能晾衣架产品的毛利率水平。另一方面，公司也需要通过提货折扣、返利等形式，以鼓励经销商提货，加速智能晾衣架产品向下铺货，快速实现销售结构的变化。由此也将导致，智能晾衣架产品的盈利受到影响。

图表 17：好太太自有晾衣架产品产能

	2014	2015	2016	2017
智能晾衣架	15	15	25	45
手摇晾衣架	160	163	180	160
外飘晾衣架	8	9	7	7
落地晾衣架	15	15	8	7

来源：公司招股书，国金证券研究所

经销商储备充足，电商渠道快速增长

- **上市前后招商提速，依靠开新店带增长。**公司去年下半年开始加快招商进度，去年全年和今年上半年经销商分别增长 50.65%和 70.73%。为配合后续 IPO 募投产能释放，以及上市后品牌影响力再度提升，预计公司高速招商趋势仍可能维持。但从同店的角度来看，上半年经销商同店处下滑状态，门店增长 24.30%略有下滑。另一方面，上半年公司同比新增门店 352 家，结合公司对新增门店首年 30-40 万元提货额的考核目标测算，新店备货额至少在 1 亿元左右，上半年新增收入基本全部依靠新店备货拉动。
- **开店拉动增长的持续性恐有压力。**从数据上看，上半年公司经销商平均开店数为 2.57 家，较去年全年仍在下降，且 1H2017 平均开店 3.53 家，也就是说近一年新招的大部分经销商没有开店，或者说没有好的时间点和区位去开店。在地产大周期向下的背景下，我们认为，公司经销商开店热情可能较前两年将减弱。另一方面，上半年公司预收款同比下滑 22.22%，对下半年收入维持较快增长将会有所抑制。公司单纯通过开店铺货拉动收入增长的方式，在后续经营中将会逐渐承压。

图表 18：好太太渠道变化情况

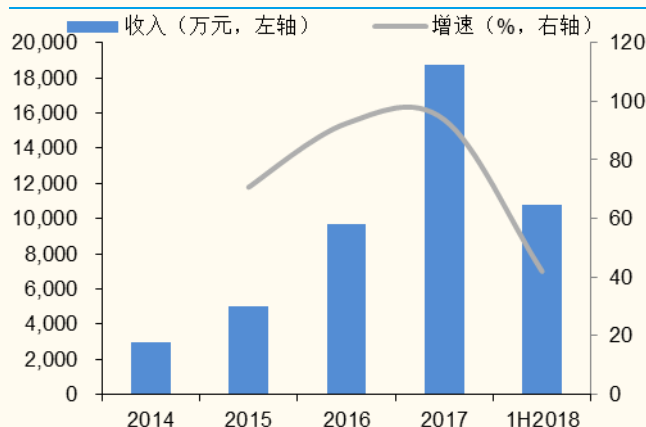
	2014	2015	2016	1H2017	2017	1H2018
经销商数量 (家)	236	287	383	410	577	700

新增经销商数量（家）	51	96	27	194	290
经销商增速	21.61%	33.45%	-	50.65%	70.73%
直营门店（家）			8	8	8
经销商门店（家）			1,448	1495	1800
单个经销商开店数（家）			3.53	2.59	2.57
直营单店收入（万元）			83.04	278.18	100
经销商单店收入（万元）			26.60	60.42	25.00

来源：公司公告，国金证券研究所

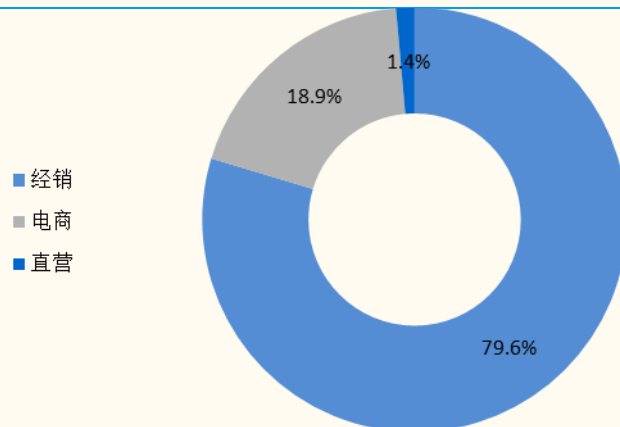
- **电商增长迅猛，线上品牌走性价比路线。**2017 年，公司电商门店 11 家，销售收入突破亿元，达 1.87 亿元，同比增长 93.75%，占比较 2016 年提升 4.86pct。今年上半年，公司电商销售收入 1.08 亿元，同比增长 41.99%。其中，根据跟踪数据显示，Q1 线上销售增长越 43%，Q2 增长 46%，“618 活动”期间公司电商渠道实现收入 4,000 万元左右。一方面表明公司电商渠道经营日趋成熟，增长良性健康，另一方面也表明晾衣架产品实际上也属于比较适合线上销售的家居品种。
- 与定制家居产品相比，晾衣架属于标准产品，不需要量尺，且安装容易，特别是外飘和落地式晾衣架。类比产品消费属性相同，且安装难度更高的油烟机和空调接近 30%的线上销售，公司在电商渠道方面仍具备快速增长预期。公司线上专属品牌“晒客”于 2017 年 9 月正式上线。“晒客”的晾衣架产品继承了公司的 201 项专利，其产品品质与“好太太”的产品品质基本无差，且“晒客”主打年轻消费群体，产品设计更为时尚。从各大电商的价格统计数据来看，“晒客”的晾衣架产品价格基本不超过 2,000 元，同款产品价格较“好太太”约便宜 30%左右。

图表 19：好太太电商渠道收入保持超高速增长



来源：公司公告，国金证券研究所

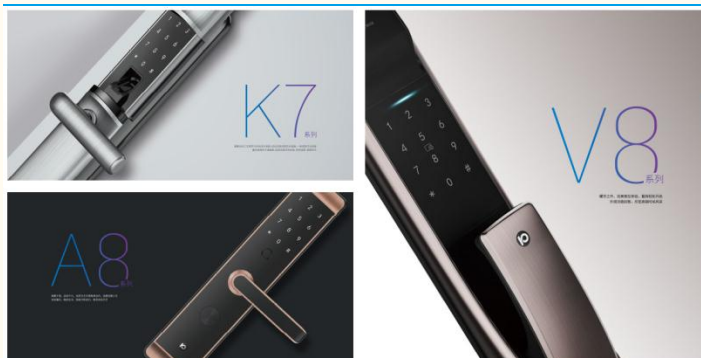
图表 20：1H2018 好太太分渠道收入占比



来源：公司公告，国金证券研究所

- **推出子品牌切入智能锁具领域。**今年 3 月公司推出新品牌“科徕尼”，以 AI 智能锁具为主营业务。针对科徕尼公司将整合原有渠道优势资源，借助原有渠道实现对部分锁具产品的铺货，同时快速推动全渠道覆盖。2018 年，公司计划在全国增加经销商专卖店 300-500 家，门店面积基本与晾衣架门店相当，且从锁具产品终端售价来看，未来单店收入有望追赶晾衣架门店。另一方面，全装修趋势之下，科徕尼有机会切入工程领域，为高端精装房进行批量锁具供货，目前与万科等大型地产公司存在合作意向。但我们认为，目前智能锁作为新兴行业暂未形成较统一的行业标准。其次行业格局极为分散，不存在较为强势的品牌。因此，带有较强品牌引流能力的企业切入智能锁领域可能更具竞争优势。

图表 21：科徕尼智能锁产品



来源：科徕尼官网，国金证券研究所

图表 22：科徕尼门店展示



来源：科徕尼官网，国金证券研究所

关于小米进入晾衣架领域的一些思考

- 今年 7 月，小米携手邦先生推出两款智能晾衣架产品。小米作为一家重新定义人、货、场、厂业态的互联网公司，基本在其涉及的每一个行业内都扮演着“搅局者”、“鲶鱼”的角色，对行业原有格局以及龙头公司的经营策略都有较大影响。那小米进入智能晾衣架这个新兴且集中度不太高的行业，会否对好太太此类规模领先的企业造成冲击，我们将在此做一个简单的论述。
- 小米晾衣架与好太太、晒客有比较明显的定位差异。目前小米有品上线的晾衣架产品有两款 M1 和 M1 Pro，产品以白色为主色调，设计结构简单转角圆润，与小米生态链其他产品的设计风格一脉相承。定价较好太太和晒客线上的爆款产品也更加亲民。功能设计小米延续降维策略，除了自动升降和照明功能，M1 Pro 抓住衣物洗后速干需求增加了烘干功能，但功能多样性上稍逊好太太和晒客。控制方式上，小米晾衣架贯彻 IOT 发展思路，实现米家 APP 控制和固定开关控制。在产品尺寸、自重和承重等方面，小米晾衣架也略弱于好太太和晒客，且不具备被褥晾晒能力。综合来看，我们认为，小米晾衣架产品定位，以小户型房屋为主，客群倾向于独居或者新婚年轻消费者。好太太和晒客则更注重产品多功能性，且倾向于三口甚至四口之家的消费客群。

图表 23：好太太&晒客&小米晾衣架产品对比

品牌	好太太	晒客	小米-邦先生	
产品展示				
产品型号	D-3005	SK-302	M1 Pro	M1
产品价格	1999	1960	1499	1099
主要功能				
自动升降	√	√	√	√
照明	√	√	√	√
杀菌	√			
烘干			√	
风干		√		
晾晒被褥	√	√		
控制方式	遥控	遥控	米家 APP+固定开关控制	米家 APP+固定开关控制
产品相关参数				
晾衣杆孔数	32	20	18	18
主机（长*宽*高）	1200*300*100	1330*326*100	1000*316*73	1000*316*73

(MM)				
可升降高度 (MM)	1300	1300	1200+烘干下挂 940	1200
晾衣杆长度 (MM)	2200	不展开 1300, 展开 2400	不展开 1024, 展开 1690	不展开 1024, 展开 1690
产品自重	15	13.86	10	8
产品承重 (KG)	35	35	30	30
是否免费安装	是	是	是	是
线上评价数量	1840	200+		600

来源：京东、天猫、小米有品，国金证券研究所

- **小米晾衣架会对原有晾衣架品牌的线上销售产生冲击。**1) **小米自带流量：**小米被视为线上流量的供应商，其生态链智能家居产品为整体的销售带来了更多流量，保障了其品牌热度以及打造爆款产品的可能。同时，凭借品牌+口碑效应，小米在销售端能对消费形成明确的消费指引，以及极高的订单转化率，且获客和流量成本极低。而其他晾衣架品牌需要依靠电商平台流量，并投入大量销售费用加大引流以保障稳定的订单转化率；2) **降维攻击直击痛点：**与好太太等晾衣架产品相比，小米 M1 Pro 并不具备风干、杀菌、除螨等多样性功能。但下挂式烘干既能保证衣物实现速干，而又不会产生褶皱，满足绝大部分购买晾衣架产品消费者的需求，并直击南方地区雨季衣物难干的痛点。降维攻击一方面保障了小米晾衣架的性价比优势，另一方面 80、90 后作为目前网购主力军，满足基本挂晒和速干功能的晾衣架产品，可能要比具备其他更多复杂功能的产品，在线上渠道更具吸引力。
- **线下销售小米难以攻破原有品牌的渠道壁垒。**1) **小米 SKU 太少：**目前小米只有两款智能晾衣架产品，而好太太和晒客仅智能晾衣架产品就在 10 种以上，且各类型号产品功能划分清晰，能够满足更具个性化的消费需求。其次，小米晾衣架虽然借助降维能够满足大部分消费者的需求，但其由于承重相对较轻且不具备被褥晾晒能力，限制了对三口、四口之家的覆盖能力，特别是较难满足需要具备杀菌和多种速干功能的育儿家庭需求。2) **晾衣架消费需要专属场景：**智能晾衣架与小米之前打造的爆款小家电产品不同，大多数消费者购买晾衣架产品都是在房屋装修期间。而这一类消费者需要专属家居类消费场景，以及产品多样化选择场景。相比之下，智能晾衣架在小米之家进行铺货，并不满足消费者对消费场景和多样选择的需求，且也很少有消费者会在 shopping mall 里购买自重较大的产品；3) **线下渠道数量无法追赶：**好太太 1H2018 经销商门店接近 1,800 家，若包括超市等渠道，其终端网点超过 3 万家，同时公司也在加速进行渠道下沉和空白区域覆盖。对于采取直营门店模式的小米而言，明显难以赶超龙头公司的渠道覆盖体量，客群覆盖存在天花板。

风险提示

■ 房地产行业波动风险

晾衣架产品与定制家居一样，同属于地产后周期行业，虽然目前二手房、旧房翻新等市场需求贡献度逐步提升，且全装修房屋和租住同权等政策也将扩容市场需求，但现阶段新房销售所产生的家具需求依旧占据较大权重。因此，若国家再度加强地产调控力度，将会压制晾衣架等家居产品的市场需求；

■ 主要原材料价格大幅波动风险

晾衣架的核心原材料为铝材，去年内铝材价格波动幅度较大，但公司通过产品结构的优化，使得毛利率未出现大幅下滑。但若铝材价格在今年内仍出现暴涨暴跌的情况，则极有可能导致公司通过涨价传导成本压力。而提价后，公司则极有可能因为终端售价的因素，导致客户流失对收入产生明显影响；

■ 经销商销售模式风险

去年下半年，公司新招经销商 194 家，为今年开店提供了储备。但如果经销商门店开设速度缓慢，且盈利周期延长，则会对公司收入产生较大影响。同时，如果经销商在终端销售过程中胡乱加价，或者人员管理疏松导致服务质量低下，将直接影响公司渠道竞争力和品牌形象，不利于长期发展；

■ 智能锁销售不及预期

目前国内锁具市场集中度低，尚未出现统一的行业标准。因此，在消费过程中，可供消费者选择的品牌较多，科徕尼作为初创品牌，在短期内尚未出现明显品牌优势，可能会影响前端销售。另一方面，智能锁相对进入门槛不高，若小米一类互联网企业切入该领域，凭借其渠道优势，将会对公司终端销售产生较大冲击；

■ 新增产能无法及时消化

公司现阶段以新建智能晾衣架和智能家居产能为主，未来两年都持续有新产能释放。虽然公司在门店开设方面具备极大空间，但门店的开设同时也意味着公司终端销售服务需要及时提升，若不具备充足的服务能力，将有可能影响新增产能的消化，导致公司收入和业绩增长遭受极大拖累。

盈利预测

关键假设

- 2018-2020 年，分别新增门店 500、350 和 300 家。
- 2018-2020 年，公司智能晾衣架产品占比分别为 50%、55%、60%。
- 2018-2020 年，公司智能锁具店新增 300、350 和 400 家。
- 客单价年均增长 5%。

图表 24：好太太盈利预测

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（万元）	67,870.2	80,782.2	111,273.4	149,301.7	203,369.8	279,020.7
晾衣架产品	64,589.0	76,717.0	55,166.0	61,785.9	69,818.1	80,290.8
智能家居产品	375.0	184.0	52,405.0	84,372.1	130,776.7	196,165.0
其他主营业务	2,689.0	3,407.0	3,183.0	2,546.4	2,088.0	1,774.8
其他	217.2	474.2	519.4	597.4	687.0	790.0
营业成本（万元）	40,847.2	48,271.0	66,810.8	88,405.0	121,309.0	167,678.2
晾衣架产品	38,811.0	45,527.0	31,806.0	35,835.8	40,843.6	47,371.6
智能家居产品	286.0	128.0	32,530.0	50,623.2	78,727.6	118,679.8
其他主营业务	1,530.0	2,253.0	2,235.0	1,527.8	1,257.0	1,073.8
其他	220.2	363.0	239.8	418.1	480.9	553.0
业务利润（万元）	27,022.9	32,511.2	44,462.6	60,896.7	82,060.8	111,342.5
晾衣架产品	25,778.0	31,190.0	23,360.0	25,950.1	28,974.5	32,919.2
智能家居产品	89.0	56.0	19,875.0	33,748.8	52,049.1	77,485.2
其他主营业务	1,159.0	1,154.0	948.0	1,018.6	831.0	701.1
其他	-3.1	111.2	279.6	179.2	206.1	237.0
毛利率（%）	39.8	40.2	40.0	40.8	40.4	39.9
晾衣架产品	39.9	40.7	42.3	42.0	41.5	41.0
智能家居产品	23.7	30.4	37.9	40.0	39.8	39.5
其他主营业务	43.1	33.9	29.8	40.0	39.8	39.5
其他	-1.4	23.5	53.8	30.0	30.0	30.0

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
增速 (%)	18.2	19.0	37.7	34.2	36.2	37.2
晾衣架产品	13.0	18.8	-28.1	12.0	13.0	15.0
智能家居产品	41.0	-50.9	28,381.0	61.0	55.0	50.0
其他主营业务	48.8	26.7	-6.6	-20.0	-18.0	-15.0
其他	23.1	118.3	9.5	15.0	15.0	15.0

来源: wind, 国金证券研究所

- 基于以上假设, 经模型测算得出公司 2018-2020 年净利润分别为 2.83/3.72/4.91 亿元 (三年 CAGR 为 33.7%), 全面摊薄后 EPS 为 0.71/0.93/1.23 元/股。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	679	808	1,113	1,493	2,034	2,790
增长率		19.0%	37.7%	34.2%	36.2%	37.2%
主营业务成本	-408	-483	-668	-884	-1,213	-1,677
%销售收入	60.2%	59.8%	60.0%	59.2%	59.6%	60.1%
毛利	270	325	445	609	821	1,113
%销售收入	39.8%	40.2%	40.0%	40.8%	40.4%	39.9%
营业税金及附加	-6	-8	-10	-13	-18	-25
%销售收入	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	-68	-92	-149	-218	-295	-403
%销售收入	10.0%	11.4%	13.4%	14.6%	14.5%	14.4%
管理费用	-50	-62	-72	-97	-131	-179
%销售收入	7.3%	7.7%	6.5%	6.5%	6.5%	6.4%
息税前利润 (EBIT)	146	164	214	281	376	507
%销售收入	21.5%	20.3%	19.2%	18.8%	18.5%	18.2%
财务费用	1	1	1	23	31	38
%销售收入	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-1.5%	-1.5%	-1.4%
资产减值损失	0	-2	-3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	4	11	21	22	23	24
%税前利润	2.5%	6.0%	8.5%	6.5%	5.2%	4.1%
营业利润	151	174	233	325	430	569
营业利润率	22.2%	21.5%	20.9%	21.8%	21.1%	20.4%
营业外收支	2	6	8	8	9	9
税前利润	152	180	241	333	438	578
利润率	22.4%	22.3%	21.6%	22.3%	21.5%	20.7%
所得税	-19	-28	-35	-50	-66	-87
所得税率	12.5%	15.5%	14.5%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	133	152	206	283	372	491
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	133	152	206	283	372	491
净利率	19.6%	18.8%	18.5%	19.0%	18.3%	17.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	133	152	206	283	372	491
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	5	8	11	7	9	10
非经营收益	-6	-11	-22	-30	-31	-33
营运资金变动	30	-8	101	35	75	115
经营活动现金净流	162	140	295	296	425	584
资本开支	-31	-76	-15	-14	-33	-13
投资	-7	0	-250	0	0	0
其他	11	9	23	22	23	24
投资活动现金净流	-27	-67	-243	8	-11	11
股权募资	0	0	271	0	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	1
其他	9	-13	4	127	-123	-162
筹资活动现金净流	9	-13	275	127	-123	-161
现金净流量	145	61	327	430	291	434

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	507	569	901	1,331	1,622	2,056
应收账款	5	10	9	12	17	23
存货	50	54	58	75	103	142
其他流动资产	1	9	256	261	266	272
流动资产	564	643	1,223	1,679	2,008	2,494
%总资产	89.2%	82.1%	89.6%	91.4%	91.3%	92.5%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	64	65	66	71	95	96
%总资产	10.1%	8.2%	4.8%	3.9%	4.3%	3.6%
无形资产	2	69	68	78	88	97
非流动资产	68	140	142	157	190	202
%总资产	10.8%	17.9%	10.4%	8.6%	8.7%	7.5%
资产总计	631	783	1,366	1,836	2,199	2,696
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	143	146	240	292	388	531
其他流动负债	29	26	38	46	63	87
流动负债	173	172	278	338	451	618
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	173	172	278	338	451	619
普通股股东权益	459	611	1,088	1,498	1,747	2,077
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	631	783	1,366	1,836	2,199	2,696

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	4.168	0.422	0.513	0.706	0.928	1.225
每股净资产	14.338	1.697	2.714	3.735	4.357	5.178
每股经营现金净流	5.074	0.390	0.736	0.737	1.059	1.457
每股股利	0.000	0.000	0.155	0.233	0.306	0.404
回报率						
净资产收益率	29.07%	24.88%	18.92%	18.91%	21.31%	23.66%
总资产收益率	21.12%	19.41%	15.07%	15.42%	16.93%	18.23%
投入资本收益率	27.89%	22.64%	16.79%	15.92%	18.31%	20.76%
增长率						
主营业务收入增长率	14.22%	19.02%	37.75%	34.18%	36.21%	37.20%
EBIT增长率	22.51%	11.96%	30.47%	31.35%	34.16%	34.84%
净利润增长率	19.30%	13.96%	35.43%	37.59%	31.47%	31.99%
总资产增长率	32.57%	24.01%	74.39%	34.46%	19.72%	22.62%
资产管理能力						
应收账款周转天数	1.6	2.1	2.2	2.0	2.0	2.0
存货周转天数	51.7	39.4	30.5	31.0	31.0	31.0
应付账款周转天数	57.1	44.7	42.8	42.0	42.0	42.0
固定资产周转天数	33.7	28.4	21.2	16.8	16.4	12.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-110.54%	-93.19%	-82.80%	-88.87%	-92.85%	-98.98%
EBIT利息保障倍数	-249.4	-137.3	-172.1	-12.1	-12.3	-13.3
资产负债率	27.34%	22.00%	20.32%	18.43%	20.52%	22.97%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	3	3	7	14
增持	0	1	1	2	3
中性	0	3	3	3	3
减持	0	0	0	0	1
评分	0.00	2.00	2.00	1.67	1.57

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

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

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH