



2021年4月30日

春光科技 (603657): 清洁电器软管龙头, 整机有望贡献业绩增量 推荐 (首次)

家用电器

当前股价: 19.98元

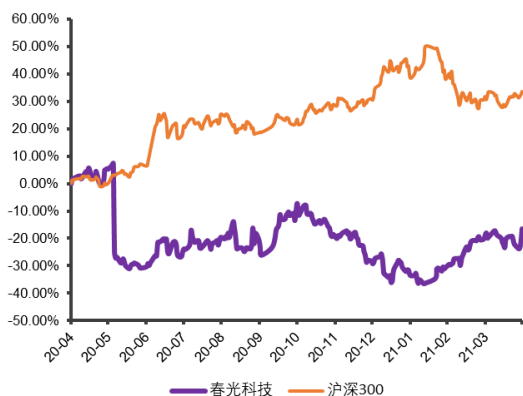
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	854	1,373	1,963	2,520
(+/-)	51.7%	60.8%	43.0%	28.4%
营业利润	167	249	332	421
(+/-)	33.2%	48.7%	33.2%	26.9%
归属母公	142	213	284	360
司净利润				
(+/-)	33.6%	49.2%	33.4%	27.1%
EPS (元)	1.06	1.58	2.11	2.68
市盈率	18.9	12.6	9.5	7.5

公司基本情况 (最新)

总股本/流通股 (万股)	13440 / 4008
流通市值 (亿元)	8
每股净资产 (元)	6.66
资产负债率 (%)	22.3

股价表现 (最近一年)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

分析师: 姚嘉杰
 执业证书编号: S1050520020002
 电话: (86 21) 64967860
 邮箱: yaojj@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司
 地址: 上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
 邮编: 200030
 电话: (86 21) 64339000
 网址: <http://www.cfsc.com.cn>

● **公司是清洁电器软管细分领域龙头。**主要从事清洁电器软管及配件产品的研发、生产和销售,公司目前已经形成了完善的服务体系。公司近五年来业绩表现稳定,2020 年上半年新冠疫情爆发,居家场景大幅增加,居家清洁用品需求有较为明显的增长。公司作为家庭清洁用品上游企业显著受益。随着消费者生活习惯的养成和对更高品质生活的追求,公司业绩有望维持较高增长水平。

● **国内吸尘器渗透率低,潜在提升空间巨大。**2018 年我国家用吸尘器普及率仅为 16%,远低于美国、日本等发达国家水平。我国是吸尘器生产大国,2018 年家庭吸尘器出口占总产量的 90%以上。但随着城镇化进程加快、居民收入水平持续提高、年轻人群生活理念转变,国内清洁电器市场需求已呈现出增长的趋势,未来有望替代传统的清洁工具,逐渐成为家庭清洁消费的必需品。

● **切入国内外知名品牌供应链,竞争优势凸显。**公司已具备较强的技术创新能力、原材料开发能力以及专用设备研制能力,积累了丰富的客户资源与合作伙伴,客户几乎涵盖了国内外大多数知名品牌。公司 2020 年吸尘器软管产量和销量分别为 8736/8350 万根,据我们测算公司吸尘器软管全球市占率约为 38%-42%,竞争优势明显。公司整体产能利用率在 90%以上,订单饱满,金华、越南等项目落地后将进一步扩大产能,以满足客户需求。

● **整机业务蓄势待发,未来业绩有望快速释放。**2020 年 12 月公司收购越南 SUNTONE 和江苏海力电器切入整机业务,我们认为公司整机业务将有助于打造从配件生产到整机组装的“一体化产业链”,配件业务与整机业务协同发展,进一步扩大利润空间。2021H1 客户导入工作完成后,整机业务有望成为公司新的业绩增长点。

● **盈利预测:**我们预测公司 2021-2023 年营业收入分别为 13.73 亿元、19.63 亿元和 25.20 亿元,实现归属母公司所有者净利润分别为 2.13 亿元、2.84 亿元和 3.60 亿元。4 月 29 日收盘价对应 PE 分别为 12.6、9.5、7.5 倍。公司软管业务和配件业务齐头并进,未来整机业务也将会贡献增量,因此长期来看公司业务模式将逐渐趋向国内小家电企业配件代工+整

机模式，行业可比公司 2021 年平均 PE 为 29.1 倍。首次覆盖给予“推荐”评级。

● **风险提示：**原材料价格波动的风险；替代产品的风险；客户集中的风险等。

正文目录

1. 快速崛起的清洁电器软管细分领域龙头	5
1.1 打造一流软管及配件产品.....	5
1.2 股权结构稳定，管理层经验丰富.....	6
1.3 业绩增长稳定，全球疫情扩大居家用品需求.....	6
2. 需求规模持续扩大，国内渗透率有望提升	7
2.1 公司下游清洁电器市场规模正不断扩大.....	7
2.2 我国家用吸尘器产量高，基本以出口为主.....	8
2.3 国内吸尘器普及率低，潜在市场空间巨大.....	9
2.4 龙头优势显著，区域间存在差异.....	10
2.5 线上渠道更为火爆，高端占比逐步攀升.....	10
2.6 吸尘机器人在国内应用广，海外软管需求更大.....	11
3. 产能扩张叠加整机新业务，业绩逐步释放	12
3.1 技术优势突出，切入知名品牌供应链.....	12
3.2 订单饱满，新建项目逐步落地释放产能.....	13
3.3 配件业务后来居上，与软管形成良好的协同效应.....	14
3.4 收购 Sunstone、海力电器，整机业务蓄势待发.....	15
4. 公司盈利预测与估值	16
5. 风险提示	17

图表目录

图表 1 公司发展历程	5
图表 2 公司软管产品下游应用及其作用	6
图表 3 公司股权结构	6
图表 4 公司营业收入（百万元）及增速（%）	7
图表 5 公司归母净利润（百万元）及增速（%）	7
图表 6 公司近期毛利率净利率表现（%）	7
图表 7 公司近期费用率表现（%）	7
图表 8 中国清洁电器市场规模	8
图表 9 2012-2018 年我国家用吸尘器产量	8
图表 10 2014-2020 年我国家用吸尘器出口量	9
图表 11 我国家用吸尘器普及率逐渐上升	9
图表 12 2018 年各国家用吸尘器保有量（台/百户）	10
图表 13 2018 年国内家用吸尘器零售额占比（%）	10
图表 14 2018 年国内家用吸尘器零售量占比（%）	10
图表 15 2019 年 1-11 月吸尘器线上线下销售对比	11
图表 16 2019-2020 年高端零售额占比%（累计）	11
图表 17 线上 2018H1（内圈）和 2019H1（外圈）家用吸尘器品类占比	12
图表 18 公司国内外合作伙伴	13
图表 19 公司金华新建厂区	14
图表 20 公司 2017-2020 年清洁电器软管产销情况	14
图表 21 公司 2015-2020 年清洁电器配件业务占收入比重	15
图表 22 公司营业收入假设	16
图表 23 所处行业可比公司估值（wind 一致预期）	17

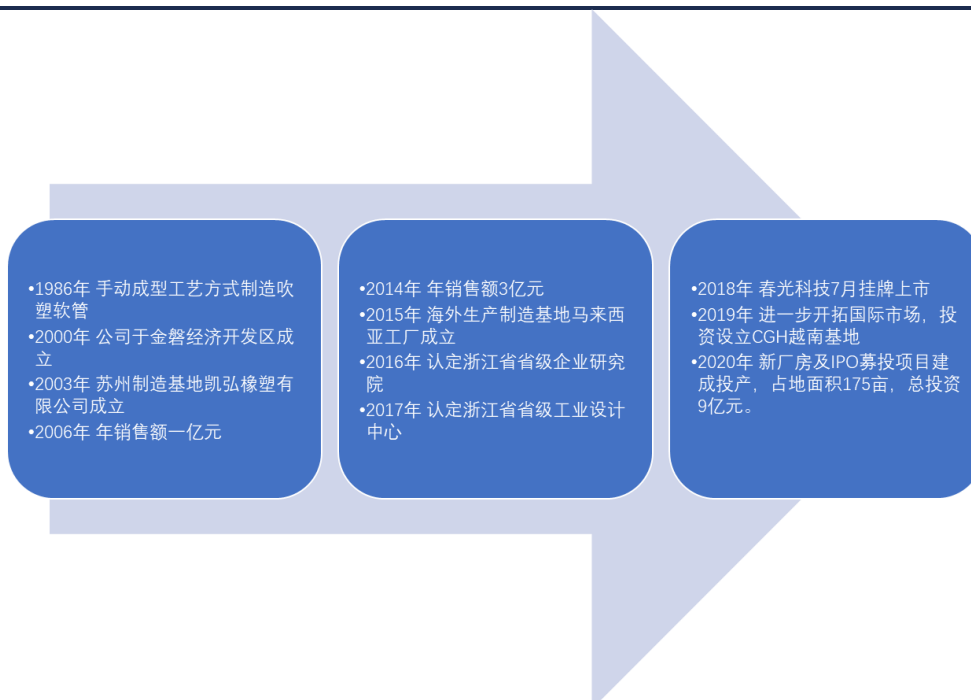
1.快速崛起的清洁电器软管细分领域龙头

1.1 打造一流软管及配件产品

公司主要从事清洁电器软管及配件产品的研发、生产和销售，公司目前已经形成了完善的服务体系，包括原料开发、结构方案设计、专用设备研制、模具开发、产品供应、售后服务等方面，其中软管产品主要包含伸缩软管、挤出软管、吹塑软管、吸塑软管和复合缠绕软管等五大类。配件产品主要包括水箱、卷线器、地刷、手柄和水袋等，而配件也可以通过与软管组合形成软管组件系列产品。公司致力于为清洁电器制造商提供多元化、系统化、定制化的软管及配件集成解决方案。公司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。

公司自主研发的“高端吸尘器用高强度电子软管”获得了浙江省优秀工业新产品新技术三等奖，并开发处“1：8大伸缩比软管”、“四螺旋中央吸尘器软管”等工艺技术先进的软管产品，满足了客户对软管的多样化需求。

图表 1 公司发展历程



资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

挂烫机、吸尘器等清洁电器中的软管需要根据使用者的位置移动而频繁拉伸弯曲，因此对软管产品有较高要求，软管的性能和质量将直接影响挂烫机和吸尘器使用体验和使用寿命；洗碗机软管主要用于喷射高压水流，对软管性能和质量也有较高的要求。在清洁电器软管制造过程中添加附属小管还能实现通水、通电等功能，能够有效节约成本，而吸尘器软管对质量的要求最高，通常需要软管具有防静电、阻燃、耐磨，甚至通电等功能。

图表 2 公司软管产品下游应用及其作用

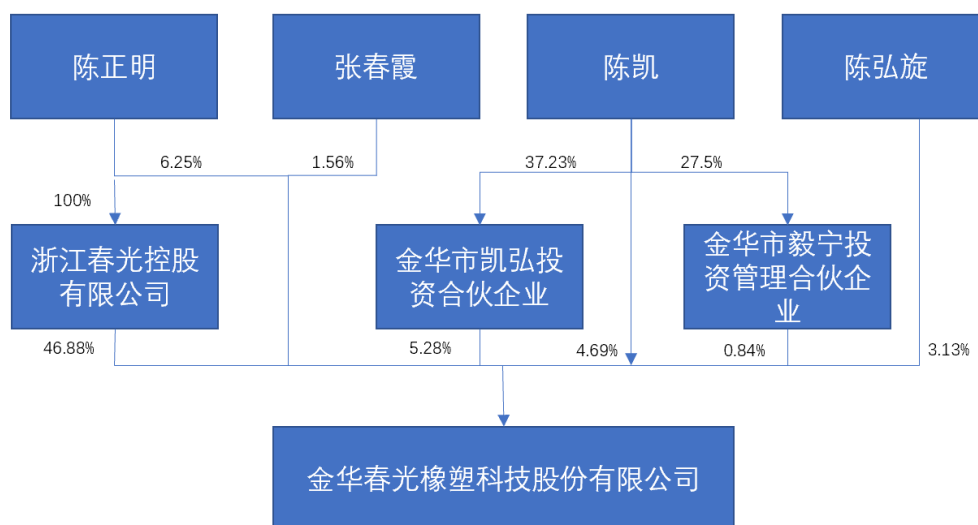
电器品种	工作原理	软管的作用	对软管的技术要求
吸尘器	利用电动机带动风叶高速旋转，使其内部产生局部真空，与外界产生压力差而形成空气吸力，使灰尘和污物通过地刷、接管、手柄、软管、主吸管吸进桶内，经过滤装置将灰尘和污物滤下，过滤后的清洁空气由出风口排出，从而达到清扫环境、净化空气的目的。	流通空气、溶液、灰尘和污物等	通风速率高、气密性高、耐高温、耐低温、耐腐蚀、耐磨、耐压、柔韧性好、粘接力强。
挂烫机	利用灼热的水蒸气通过蒸汽导管（软管），由蒸汽喷头对准衣物的皱褶处进行热气喷射，来软化衣物纤维组织，从而使衣物平整顺滑。	导出水蒸气（长时工作温度要在80℃以上，即时耐温120℃以上）	防烫、耐高温、蒸汽均匀、柔韧性好
洗碗机	通过洗涤泵对水加压，将加热到一定温度的水，辅以洗涤剂通过软管、经喷臂的喷水孔喷出，喷臂受喷水的反作用力而回转，不断将水喷射到餐具上，达到喷洗效果。	喷射经过加热的高压水流	耐压、耐温、密封性好

资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

1.2 股权结构稳定，管理层经验丰富

公司创始人陈正明一家的实际持股比例超过 51%，为公司实际控制人，股权结构清晰、稳定。陈正明先生自 1985 年创业以来不断钻研软管技术研发，在家用电器软管领域具有丰富的经验。总经理陈凯先生为陈正明先生长子，经历过公司的创业期，不仅熟悉家用电器软管领域，对配件领域以及业务拓展都有丰富的积累。

图表 3 公司股权结构



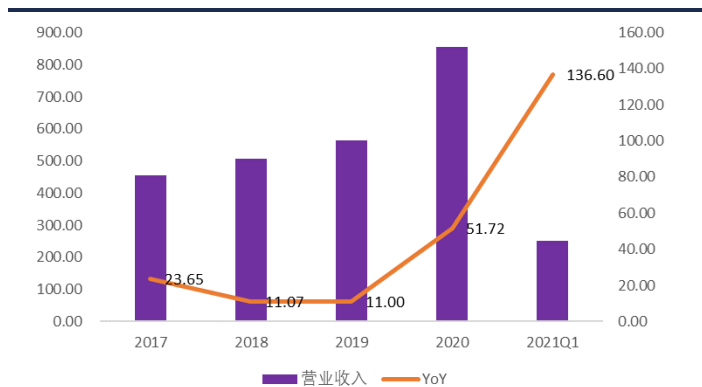
资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

1.3 业绩增长稳定，全球疫情扩大居家用品需求

公司近五年来业绩表现稳定，2017-2019 年期间，公司营业收入保持 10%以上的稳定增长，2020 年上半年新冠疫情爆发，居家场景大幅增加，居家清洁用品需求有较为明显的增长。公司作为家庭清洁用品上游企业显著受益，营业收入增长 51.72%，同时公司在疫情中复工复产速度较快，产能利用率继续维持较高水平，下游销售也并未受到太大影响。2021 年一季报营业收入、归母净利润增速均超过 100%，业绩表现亮眼。我们认为尽管 2021 年全球新冠疫情有所缓和，随着消费者生活习惯的养成和对更高品

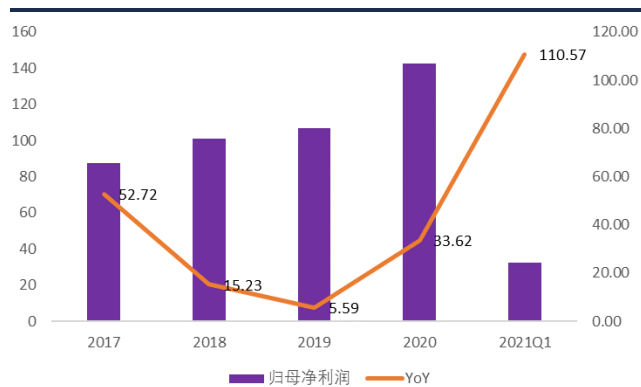
质生活的追求，公司业绩有望维持较高增长水平。

图表 4 公司营业收入（百万元）及增速（%）



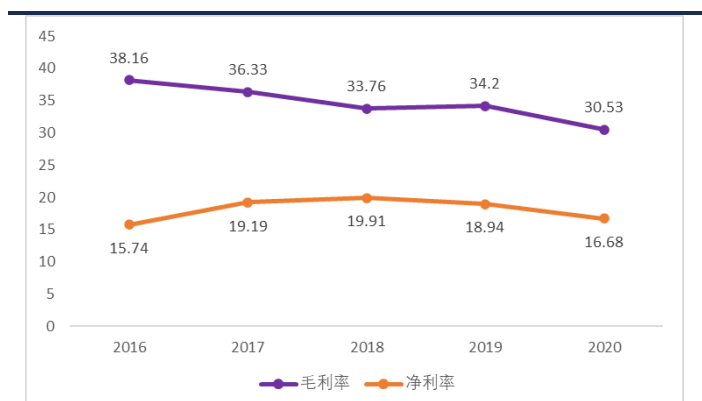
资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 5 公司归母净利润（百万元）及增速（%）



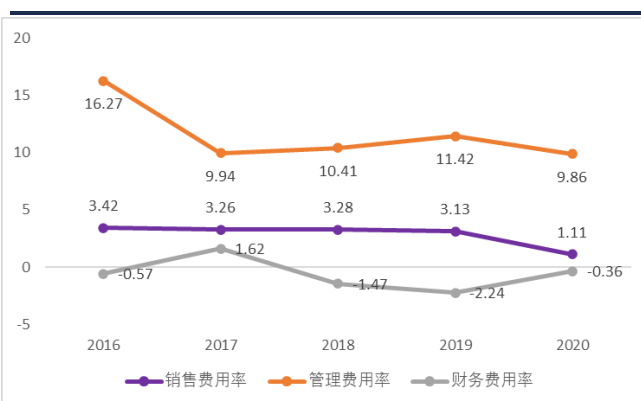
资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 6 公司近期毛利率净利率表现（%）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 7 公司近期费用率表现（%）



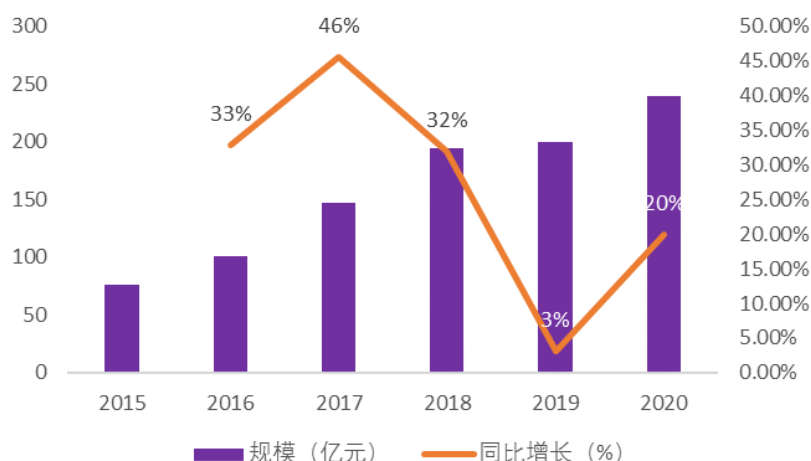
资料来源：Wind，华鑫证券研发部

2.需求规模持续扩大，国内渗透率有望提升

2.1 公司下游清洁电器市场规模正不断扩大

公司清洁电器软管、配件等产品大多数应用于吸尘器，因此公司下游属于清洁电器行业。国内清洁电器市场需求近几年呈现稳步增长，这主要受人口增长、经济水平提升、以及消费者健康意识提升对室内环境要求更高等多重因素驱动。当前吸尘器的应用已不仅局限于地板清洁，还包括床垫清洁、家具吸尘、汽车吸尘、宠物清洁等多个应用场景，更广泛的应用场景推动吸尘器市场需求持续增长，促使公司软管及配件产品的市场需求进一步扩大。

图表 8 中国清洁电器市场规模

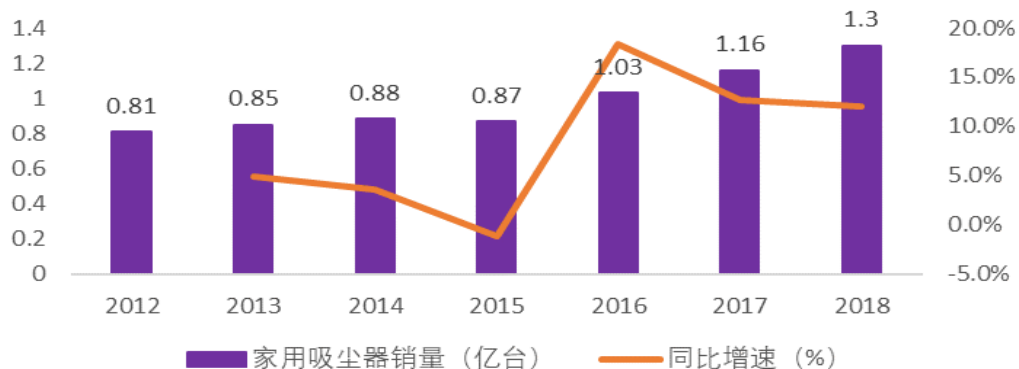


资料来源：前瞻产业研究院，华鑫证券研发部

2.2 我国家用吸尘器产量高，基本以出口为主

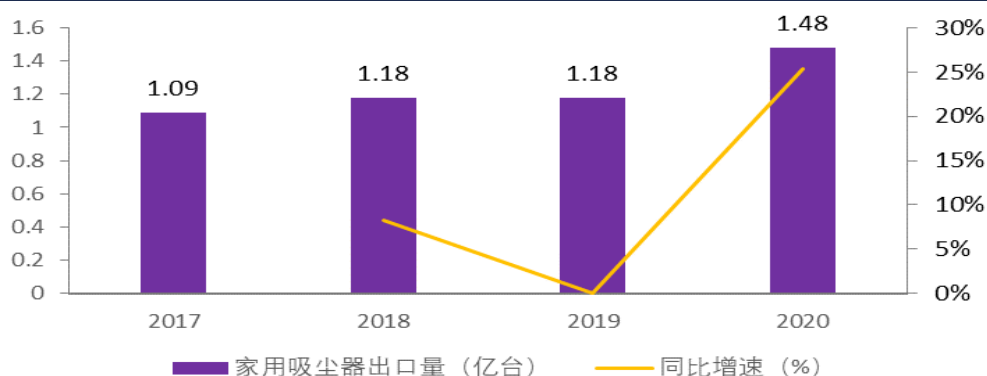
我国是家用吸尘器生产大国，是全球最主要的吸尘器生产基地，自 2012 年以来，我国吸尘器产量占全球总产量七成左右，产业在线数据显示，2018 年我国家用吸尘器销量达到 1.3 亿台，但我国家用吸尘器渗透率不高，属于小众产品，因此我国绝大多数吸尘器产品以出口为主，2018 年出口的家用吸尘器数量达到 1.18 亿台，占我国销量的 90%以上。这也表明目前欧美、日本等发达国家和地区仍是家用吸尘器的主要消费市场，而我国家用吸尘器出口量在近几年保持较高的增长，一方面反映出海外吸尘器需求量仍处于不断增长的阶段，另一方面，我国家用吸尘器企业 OEM 产能也在不断扩张，以满足全球客户的需求。

图表 9. 2012-2018 年我国家用吸尘器产量



资料来源：产业在线，华鑫证券研究所

图表 10. 2014-2020 年我国家用吸尘器出口量



资料来源：海关总署，华鑫证券研究所

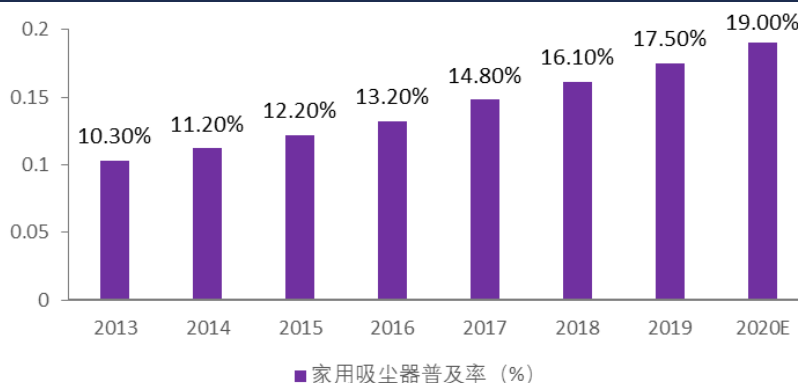
2.3 国内吸尘器普及率低，潜在市场空间巨大

尽管我国是家用吸尘器生产大国，但我国家用吸尘器普及率较低。智研咨询数据显示，2018 年我国家用吸尘器普及率仅为 16%，远低于美国、日本等发达国家水平。由于欧美、日本等发达国家家庭使用地毯、毛毯等情况居多，因此吸尘器几乎是家庭必需品，属于刚性需求，因此这些地区吸尘器的消费和使用频率更高，其对吸尘器的使用习惯和更新换代需求奠定了全球吸尘器需求稳步增长的基础。国内方面，由于昂贵的价格和生活习惯的影响，我国吸尘器还未达到家庭必需品的程度。

弗若斯特沙利文报告数据显示，2018 年我国每 100 户家庭吸尘器保有量为 12 台，而美国、英国、日本和韩国分别为 150、105、95 和 90 台。美国每 100 户家庭吸尘器保有量为我国的 12.5 倍，而 2018 年美国人均可支配收入为 48233 美元，折合成人民币后大约为我国人均可支配收入的 8 倍，小于家庭吸尘器保有量的倍数，这表明美国家庭购买吸尘器不仅仅是因为个人可支配收入更高，他们本身购买家用吸尘器的意愿也更强烈。

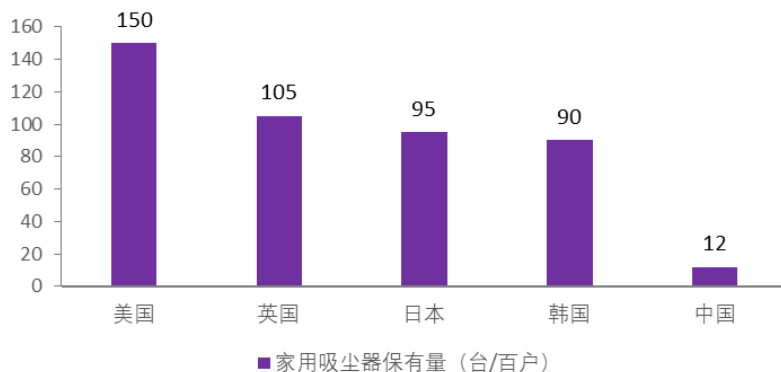
吸尘器普及率低意味着潜在的市场空间巨大，随着城镇化进程加快、居民收入水平持续提高、年轻人群生活理念转变，国内清洁电器市场需求已呈现出增长的趋势，未来有望替代传统的清洁工具，逐渐成为家庭清洁消费的必需品。

图表 11. 我国家用吸尘器普及率逐渐上升



资料来源：智研咨询，华鑫证券研究所

图表 12. 2018 年各国家用吸尘器保有量（台/百户）

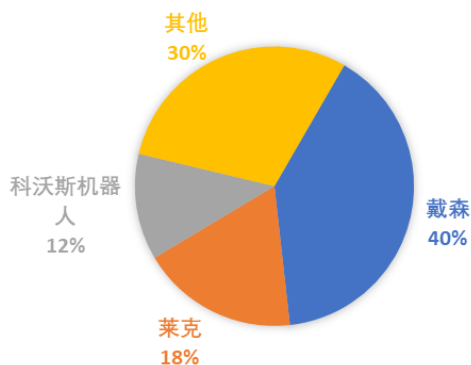


资料来源：弗若斯特沙利文，华鑫证券研究所

2.4 龙头优势显著，区域间存在差异

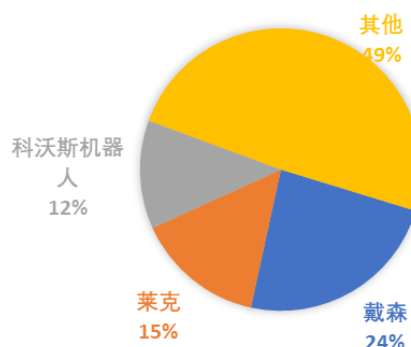
从国内市场来看，戴森是市占率最高的吸尘器品牌，2018 年零售额是排名第二的莱克电气吸尘器的 2 倍以上，而且这个差距还在扩大。其实从销量来看，戴森的占比与其他品牌差距并不大，且其单价相对昂贵。但戴森凭借其“独特设计+爆款营销”的组合，造就了他在中国的强大用户粘性，同时也踩准了中国消费升级的时间节点，满足了国内消费者对高品质生活的追求。

图表 13. 2018 年国内家用吸尘器零售额占比 (%)



资料来源：中怡康，华鑫证券研发部

图表 14. 2018 年国内家用吸尘器零售量占比 (%)



资料来源：中怡康，华鑫证券研发部

从海外市场来看，龙头优势依然显著，但各区域竞争格局存在差异。GfK 数据显示，2018 年全球零售量 CR3 为 28.4%，集中度相对国内较低。各区域吸尘器龙头品牌也各不相同，如伊莱克斯在拉美、戴森在大洋洲的市占率都超过第二、三位总和。龙头家电品牌订单量巨大，其配件往往会采用代工方式，交给第三方企业完成。得益于先进的工艺、高质量的产品和低廉的价格，国内小家电企业的代工业务在竞争中脱颖而出，成为龙头吸尘器产业链中不可或缺的一环。

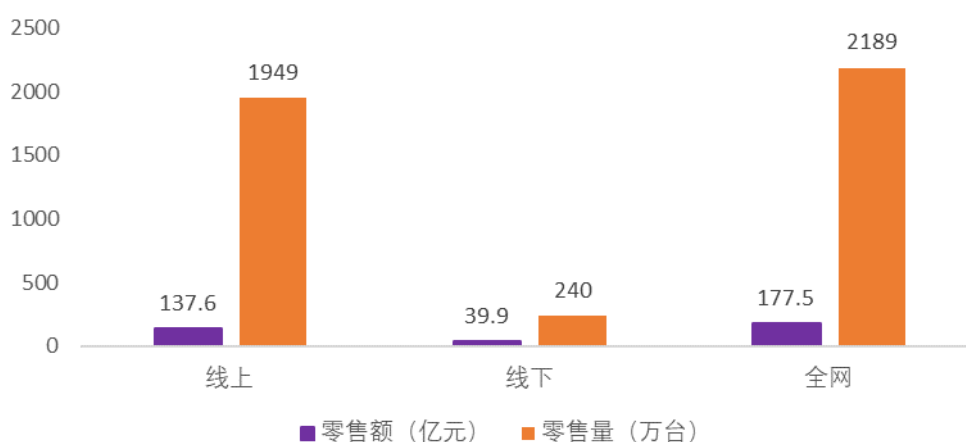
2.5 线上渠道更为火爆，高端占比逐步攀升

2012 年起我国吸尘器市场规模连续 6 年高速增长，2019 年开始增速开始放缓。分渠道来看，我国吸尘器销售以线上为主，占比超过 85%。根据奥维云网数据，2019 年

1-11月我国吸尘器市场零售额为177.5亿元，同比增长2.5%，零售量为2189万台，同比增长7.7%。其中线上渠道零售额为137.6亿元，同比增长3.3%，零售量为1949万台，同比增长7.8%，线下渠道零售额为39.9亿元，同比下降0.2%，零售量为240万台，同比增长7.2%。经测算，2019年1-11月线上吸尘器产品的平均单价为706元，而线下吸尘器产品的平均单价高达1662.5元，是线上的2倍以上。

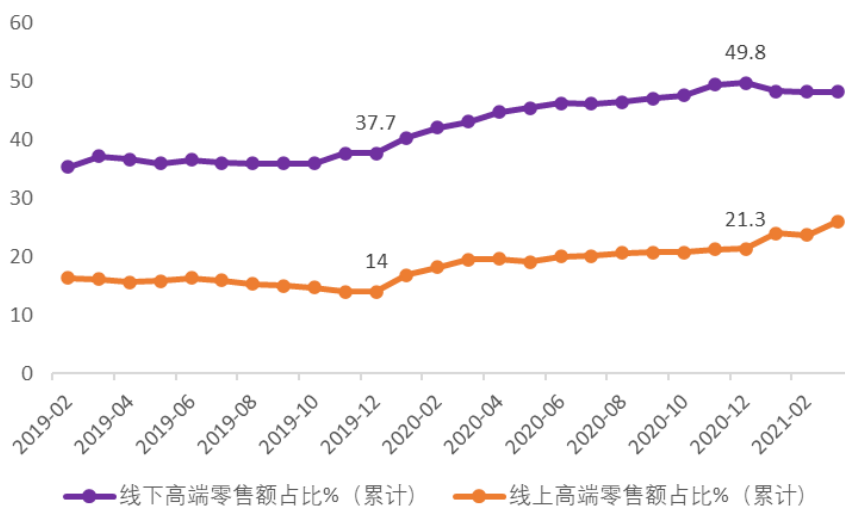
线下高单价与不断攀升的高端品占比有很大关系。根据产业在线数据，2019年12月线上和线下的高端品零售额占比累计值分别为14%和37.7%，而这个数据在2020年增长到了21.3%和49.8%，无论是线上还是线下，高端品类越来越受到追捧，侧面反映出我国家用吸尘器消费快速升级，高端吸尘器的需求正在不断释放。

图表 15. 2019 年 1-11 月吸尘器线上线下销售对比



资料来源：奥维云网，华鑫证券研究所

图表 16. 2019-2020 年高端零售额占比% (累计)



资料来源：产业在线，华鑫证券研究所

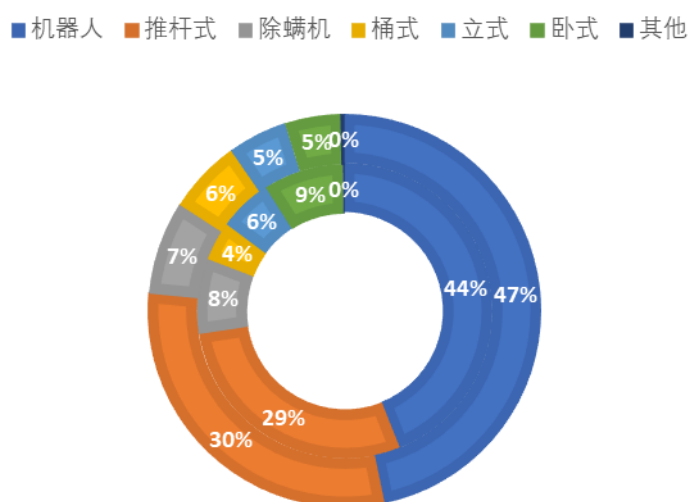
2.6 吸尘机器人在国内应用广，海外软管需求更大

国内吸尘器款式主要以机器人和推杆式为主，2018 和 2019 年的上半年，机器人吸

尘器线上销售额占比达到了 44%和 47%，远超其他品类。不同于传统的桶式和卧式吸尘器，机器人和推杆式吸尘器往往更加小巧、便捷，机器人吸尘器甚至不需要用到软管，而桶式、卧式吸尘器大部分会用到两根软管。根据我们的测算，2019 年国内销售的吸尘器总共约 2282 万台，而正因为吸尘机器人占比较高，2019 年吸尘器软管需求大约为 1814 万根。

从全球范围来看，机器人吸尘器占比还不高，传统的桶式和卧式吸尘器仍然是主流家庭吸尘器品类。Business Wire 数据显示，2016 年全球卧式+桶式吸尘器占比 43.5%，便携式吸尘器占比 13%，机器人吸尘器占比仅为 11%。据我们推算，2020 年全球吸尘器软管需求量大约在 2 亿至 2.2 亿根。

图表 17 线上 2018H1（内圈）和 2019H1（外圈）家用吸尘器品类占比



资料来源：奥维云网，华鑫证券研究所

3. 产能扩张叠加整机新业务，业绩逐步释放

3.1 技术优势突出，切入知名品牌供应链

公司自成立以来，专注于清洁电器软管及配件产品的基础、核心技术的研发。经过多年的经营和发展，公司已具备较强的技术创新能力、原材料开发能力以及专用设备研制能力。工艺方面，公司从第一代手工绕管生产逐步发展到第六代微电脑绕管生产，从手动吹塑生产工艺升级到自动化吹塑生产工艺，供应端改革紧跟时代，产能有了质的飞跃。技术方面，公司已经掌握了带电线缠绕技术、伸缩技术、四线导电技术等核心技术。成熟的工艺和领先的技术不断获得海外知名品牌的认可，公司通过“1:8 大伸缩比软管”成功切入戴森吸尘器供应链，并逐步发展为戴森最大的吸尘器软管供应商，又通过先进的水箱、地刷等配件技术和高效高质量的生产线，成功切入必胜、鲨客等国外知名品牌。

公司在不断完善生产工艺和技术创新的同时，积累了丰富的客户资源与合作伙伴，

客户几乎涵盖了国内外大多数知名品牌。其中国内客户包括美的、莱克、科沃斯、伟创力、宁波富佳、春菊电器、松下、卓力电器和德昌电机，国外客户包括戴森、伊莱克斯、BNC 和 JohnnyVac 等。而公司软管和配件不仅用于美的、科沃斯、莱克电气、卓力电器的自主品牌，也为他们的代工品牌提供产品，如胡佛、必胜、鲨客、飞利浦、伊莱克斯等。公司客户资源丰富，不仅能够保障现有业务的长期发展，也为将来业务拓展筑起护城河。

图表 18 公司国内外合作伙伴



资料来源：公司资料，华鑫证券研发部

3.2 订单饱满，新建项目逐步落地释放产能

公司所处行业竞争格局良好，下游客户基本涵盖国内外绝大多数知名吸尘器品牌。根据我们此前的测算，2020 年全球吸尘器软管需求在 2 亿至 2.2 亿根左右，公司 2020 年吸尘器软管产量和销量分别为 8736/8350 万根，销量占全球总需求的 38%-42%左右，因此公司吸尘器软管市占率具有较为明显的优势。随着吸尘器行业规模的不断增长，以及消费者对高质量产品的不断追求，公司的软管产品需求也在不断扩大。

公司上市后产能规模不断扩大，公司 2017-2020 年吸尘器软管产量分别为 6012.7、6747.5、6442.8、8736.3 万根，产销率基本维持在 95%以上，生产线 24 小时运行，整体产能利用率在 90%以上。

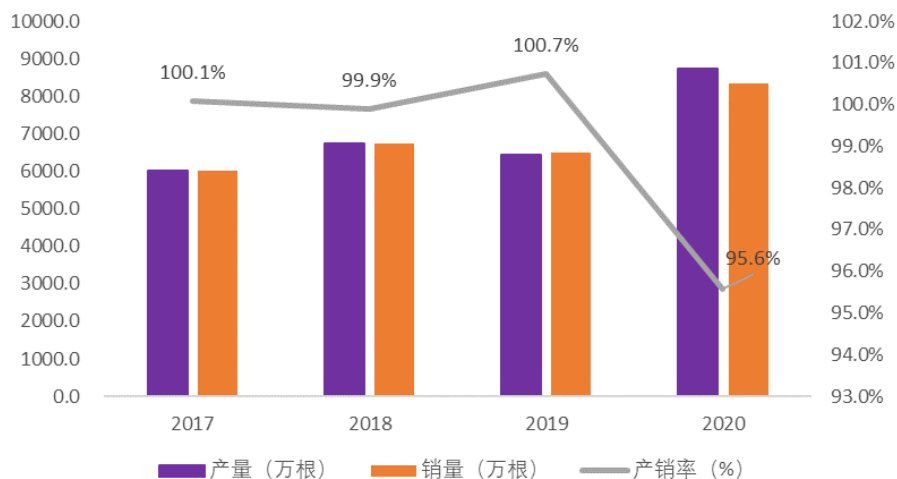
图表 19 公司金华新建厂区



资料来源：公司资料，华鑫证券研发部

我们预计公司未来产能随着在建项目的不断落地，还将持续释放。吸尘器软管方面，目前在建的项目包括金华的清洁电器软管生产建设和越南的清洁电器软管生产建设项目，其中金华的清洁电器软管生产建设项目在 2020 年年底已经开始投入使用，预计今年年底即可达产，达产后预计能够带来各类软管产量 2800 万米；越南的清洁电器软管生产建设项目将在 2021 年年底投入使用，达产后预计可带来各类软管产量 702 万米。

图表 20 公司 2017-2020 年清洁电器软管产销情况



资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

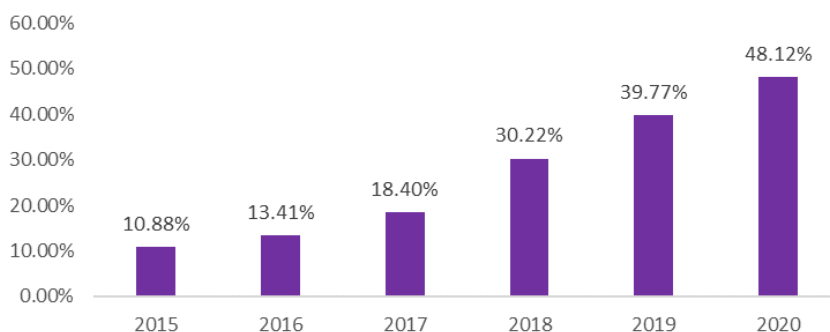
3.3 配件业务后来居上，与软管形成良好的协同效应

随着公司产品系统化优势逐步显现，解决方案能力持续加强，伟创力、科沃斯、必胜等客户扩大了对公司水箱、地刷等清洁电器配件产品的采购规模。2016 年底投产的马来西亚工厂 CGH 公司于 2017 年开始量产，为戴森的小家电产品供应配件产品，CGH 公司 2017 年售出的配件数量较 2016 年增加了 4,573.56 万个。此后的四年中，公司配件订单不断增加，水箱产品成为必胜最大的水箱供应商，地刷、水箱等配件产

品与软管产品形成良好的联动，收入规模持续扩大，目前已经占营业总收入的 48.12%。

配件方面，目前正在建的项目包括金华的吸尘器配件生产建设项目和马来西亚的吸尘器配件生产建设项目。其中金华的吸尘器配件生产建设项目预计在 2021 年底可投入使用，达产后每年大约能带来 1.6 亿元人民币的收入；马来西亚的吸尘器配件生产建设项目预计在 2022 年底可投入使用，达产后每年大约能带来 2322 万美元的收入。

图表 21 公司 2015-2020 年清洁电器配件业务占收入比重



资料来源：wind，公司公告，华鑫证券研发部

3.4 收购 Sunstone、海力电器，整机业务蓄势待发

在稳固软管及配件产品市场竞争力的基础上，公司将以现有客户为基础，积极开拓吸尘器整机业务的发展，致力于为国内外知名吸尘器品牌商提供优质的整机产品及服务。2020 年 12 月公司已经完成两笔收购：

(1) 公司 2020 年 12 月拟以 299.6 万美元现金购买现有 SUNTONE TECHNOLOGY COMPANY LIMITED（简称越南 SUNTONE）100%股权。

(2) 公司 2020 年 12 月拟以现金 2000 万元的价格收购苏州海力电器有限公司 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。

越南 SUNTONE 成立于 2020 年 1 月 14 日，主要从事吸尘器整机业务的研发、生产和销售。自成立以来，已成年加工组装 150 万台吸尘器整机的生产能力，并已成为越南美的的供应商，生产经营稳定。海力电器主要从事吸尘器整机业务的研发、生产和销售，并且已经具备相当的技术和产能作为基础，2020Q1-Q3 海力电器实现营收 1.52 亿元，净利润 184 万元。

导入公司现有客户，助力整机业务快速起步。公司成立 20 年来积累了海内外大量优质客户，几乎涵盖了全球大部分知名品牌。2021 年上半年，公司将通过导入客户的方式，为之前收购的越南 SUNTONE 和海力电器导入现有客户，这有助于整机业务快速获得优质订单，并释放业绩。

整机业务有望与软管及配件业务形成良好的“协同发展效应”。公司本身具备吸尘器软管和其他配件的生产能力，能够形成从配件生产到整机组装的“一体化产业链”，因此相比其他吸尘器整机组装企业，公司成本优势更加明显，利润空间更大，订单资源也将会更加丰富。

未来三年公司整机业务有望逐步释放业绩。由于 1H2021 公司整机业务还处于准备

阶段，1H2021 贡献业绩的可能性不大，我们预计公司整机业务将在 2H2021 贡献业绩。越南 SUNTONE 原本为美的集团海外生产线，已具备一定产能；海力电器 2019 年已经有 2 亿以上的营收规模，2020 年因订单流失导致经营承压，若公司成功导入现有客户，依然有望恢复原有产能。综合来看，公司整机业务将受益于公司在软管、配件和客户上的先天优势，快速获得订单，有望在未来三年逐步释放业绩。

4. 公司盈利预测与估值

公司盈利预测假设：

- (1) 预计公司软管业务 2021-2023 年分别实现收入 5.58、6.81、8.1 亿元，配件业务 2021-2023 年分别实现收入 5.55、7.1、8.8 亿元；整机业务 2021-2023 分别实现收入 2.6、5.72、8.29 亿元。
- (2) 预计未来三年整机业务毛利率 20%左右，软管、配件毛利率变化不大；
- (3) 预计未来三年公司销售费用率微涨、管理费用率和研发费用率与 2020 年水平基本持平；
- (4) 公司总股本按照当前股本 1.344 亿股计算。

图表 22 公司营业收入假设

营业收入（万元）	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
清洁电器软管	33,901.8	44,306.7	55,826.4	68,108.2	81,048.8
YOY	-4.2%	30.7%	26.0%	22.0%	19.0%
清洁电器配件	22,384.8	41,093.5	55,476.2	71,009.6	88,051.9
YOY	46.1%	83.6%	35.0%	28.0%	24.0%
整机业务			26,000.0	57,200.0	82,940.0
				120.0%	45.0%
合计：	56,286.6	85,400.2	137,302.7	196,317.8	252,040.7
营业成本（万元）	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
清洁电器软管	19,709.9	27,401.3	34,333	42,091	50,250
清洁电器配件	17,329.5	31,929.8	42,994	54,890	67,800
整机业务			21,320	46,332	66,352
合计：	37,039.4	59,331.1	98,647.3	143,313.3	184,402.2
毛利率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
清洁电器软管	41.9%	38.2%	38.5%	38.2%	38.0%
清洁电器配件	22.6%	22.3%	22.5%	22.7%	23.0%
整机业务			18.0%	19.0%	20.0%
合计：	34.2%	30.5%	28.2%	27.0%	26.8%

资料来源：Wind，华鑫证券研发部

我们预测公司 2021-2023 年营业收入分别为 13.73 亿元、19.63 亿元和 25.20 亿元，实现归属母公司所有者净利润分别为 2.13 亿元、2.84 亿元和 3.60 亿元。4 月 29 日收盘价对应 PE 分别为 12.6、9.5、7.5 倍。公司软管业务和配件业务齐头并进，未来整机业务也将会贡献增量，因此长期来看公司业务模式将逐渐趋向国内小家电企业配件

代工+整机模式，行业可比公司 2021 年平均 PE 为 29.1 倍。首次覆盖给予“推荐”评级。

图表 23 所处行业可比公司估值（wind 一致预期）

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	PE			归母净利润 (百万)		
			2020A/E	2021E	2022E	2020A/E	2021E	2022E
603355.SH	莱克电气	145.98	26.25	22.75	21.05	556.09	641.69	693.53
603868.SH	飞科电器	199.5	31.93	26.64	24.41	638.28	748.88	817.41
002959.SZ	小熊电器	128.54	28.58	23.4	18.64	449.74	549.41	689.56
688169.SH	石头科技	758.55	50.36	43.62	34.73	1371.48	1739.07	2183.97
	平均值		34.28	29.10	24.71			
603657.SH	春光科技	25.27	18.9	12.6	9.5	213	284	360

资料来源：wind，华鑫证券研发部

5. 风险提示

(1) 原材料价格波动的风险

公司产品的主要原材料包括聚乙烯类、PVC、筋条、增塑剂、ABS 以及电子线等。原材料大部分来源于石油化工行业，其价格受石油价格影响而呈现一定波动性，有可能对公司盈利能力和稳定经营产生一定影响。

(2) 替代产品的风险。

扫地机器人等替代产品中无需使用软管，公司软管产品及配件主要应用于吸尘器领域。具备体积小、智能化、自动化等优点的扫地机器人等替代产品将抢占更多的清洁电器市场份额，对吸尘器的产销量产生不利影响。

(3) 客户集中的风险。

公司将通过积累的核心竞争优势持续开拓客户并扩大市场份额，但由于公司与主要客户合作密切，如果未来某一主要客户降低或停止与公司的合作，则公司经营业绩将受到一定不利影响等。



分析师简介

姚嘉杰：华鑫证券研究员，工商管理学硕士，2020年1月加盟华鑫证券研发部。

华鑫证券有限责任公司评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-)5%— (+)5%
4	减持	(-)15%— (-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。



免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫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，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>