

2021年06月15日

证券研究报告·公司研究报告

彩虹集团 (003023) 家用电器

持有 (首次)

当前价: 31.86元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

柔性取暖器龙头，静待渠道拓展

投资要点

- 推荐逻辑:** 根据中国家用电器协会的说明, 2018年我国电热毯市场规模约53亿元。根据中商产业研究院数据显示, 预计到2022年中国市场杀虫驱蚊市场规模有望突破100亿元。公司作为电热毯行业龙头(2018年市场份额为11.5%), 深耕西南地区。随着公司募资扩产, 突破产能瓶颈, 提升高端产品生产能力; 完善渠道建设, 拓展非西南地区的经销商数量, 经营有望稳步增长。
- 柔性取暖器行业龙头, 历史业绩稳健增长。** 公司主要从事电热毯、电热蚊香液等产品的生产销售, 是我国电热毯行业的龙头企业, 2016-2018年电热毯销量稳居全国第一。历史业绩稳健增长, 2017-2020年, 公司营收复合增长率为8.4%; 归母净利润复合增长率为12.7%。随着疫后经营恢复, 叠加去年同期较低的基数, 2021Q1公司实现营收2.9亿元, 同比增长51.4%; 实现归母净利润0.4亿元, 同比增长48.9%。
- 柔性电暖器市场平稳增长, 卫生杀虫格局有待优化。** 根据中国家用电器协会显示, 2018年我国电热毯销售收入约36亿元(厂家销售金额)。若加上厂家出口金额, 整体电热毯市场规模约53亿元。家用卫生杀虫市场方面, 中国是全球最大的杀虫驱蚊市场, 具有巨大的成长潜力。根据中商产业研究院数据显示, 2015-2019年, 中国杀虫驱蚊市场零售额年均复合增长率达到了8%, 预计到2022年中国市场杀虫驱蚊市场规模有望突破100亿元。此外, 国内卫生杀虫市场企业数量多、规模小, 产业集中度较低。在政策的助推下, 头部企业不断强化生产制造、营销渠道优势, 行业竞争格局有望进一步优化。
- 募资扩产突破产能瓶颈, 静待渠道拓展加速发展。** 目前公司已经成功发行上市, 拟投入3.2亿元建设“柔性电热产品产业化项目”, 弥补产能缺陷, 提升高端产品生产能力。预计全部投产后, 电热毯产能将达到720万床, 电暖手器也将达到617万件。销售渠道方面, 公司采用了“经销为主+直销为辅”的销售模式。2020H1公司经销收入在主营收入中占比达到了87.9%。彩虹集团地处西南, 其主要的生产地、经营地均位于成都, 西南地区收入占比过半。随着公司进一步完善渠道建设, 拓展非西南地区经销商数量, 预期未来有望稳步发展。
- 盈利预测与投资建议。** 预计2021-2023年EPS分别为1.58元、1.76元、1.90元, 未来三年归母净利润将保持11%的复合增长率。随着公司经销网络持续拓展, 渠道布局逐步完善, 参考可比公司一致预期, 首次覆盖给予“持有”评级。
- 风险提示:** 极端暖冬天气影响产品销售风险、原材料价格或大幅波动风险。

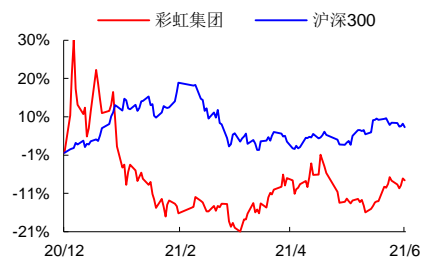
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1064.61	1203.74	1300.72	1401.32
增长率	5.88%	13.07%	8.06%	7.73%
归属母公司净利润(百万元)	112.57	127.89	142.54	154.36
增长率	33.66%	13.62%	11.45%	8.29%
每股收益EPS(元)	1.39	1.58	1.76	1.90
净资产收益率ROE	9.05%	9.49%	9.72%	9.69%
PE	23	20	18	17
PB	2.05	1.90	1.75	1.61

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 龚梦泓
执业证号: S1250518090001
电话: 023-63786049
邮箱: gmh@swsc.com.cn
联系人: 夏勤
电话: 023-63786049
邮箱: xiaqin@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	0.81
流通A股(亿股)	0.20
52周内股价区间(元)	27.14-44.76
总市值(亿元)	25.82
总资产(亿元)	20.92
每股净资产(元)	15.98

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 公司概况：柔性取暖器具行业龙头企业	1
2 柔性电暖器市场平稳增长，卫生杀虫格局有待优化	4
2.1 柔性电暖器市场：行业规模平稳增长，综合取暖重要组成.....	4
2.2 家用杀虫市场：新形态产品增速较快，竞争格局有待优化.....	6
3 募资扩产突破产能瓶颈，静待渠道拓展加速发展	7
3.1 新品研发加速，募资扩产强化终端竞争能力	7
3.2 线下销售为主，静待渠道扩张完善布局	8
4 盈利预测与估值	10
4.1 盈利预测.....	10
4.2 相对估值.....	11
5 风险提示	11

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司主要销售产品.....	1
图 3: 公司股权结构.....	2
图 4: 公司营业收入及同比增长率.....	2
图 5: 公司归母净利润及同比增长率.....	2
图 6: 产品销售收入占比.....	3
图 7: 产品毛利额占比.....	3
图 8: 同行业毛利率对比.....	3
图 9: 同行业净利率对比.....	3
图 10: 公司员工占比 (2020 年).....	4
图 11: 同行业各项费用率对比 (2020 年).....	4
图 12: 同行业存货周转率对比.....	4
图 13: 同行业应收账款周转率对比.....	4
图 14: 电热毯出口数量.....	5
图 15: 电热毯出口金额.....	5
图 16: 中国杀虫驱蚊市场统计及预测.....	6
图 17: 家用柔性取暖器新品.....	7
图 18: 彩虹集团户外驱蚊、儿童驱蚊产品.....	8
图 19: 公司线上、线下销售占比情况.....	9
图 20: 公司线上、线下销售规模.....	9

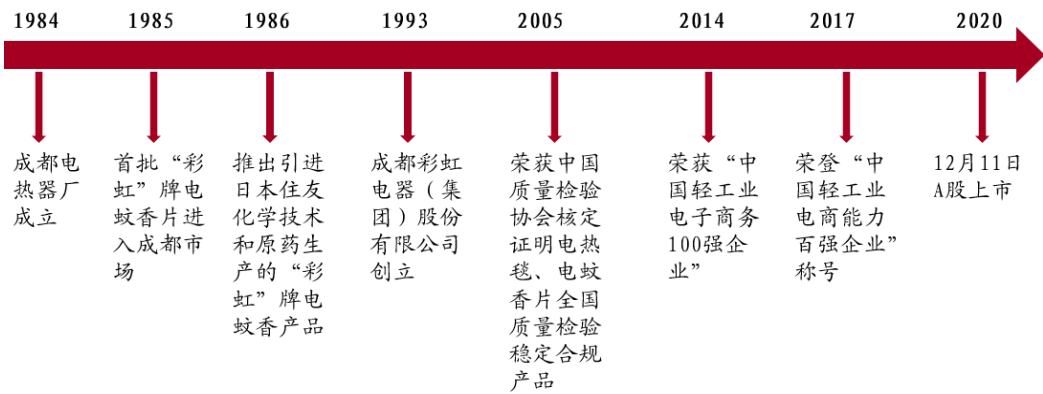
表 目 录

表 1: 各类电取暖器差异性.....	5
表 2: 卫生杀虫用品主要生产商.....	7
表 3: 彩虹集团产能情况.....	8
表 4: 公司不同销售模式营收及其占比.....	9
表 5: 公司不同地区营收及其占比.....	10
表 6: 分业务收入及毛利率.....	11
表 7: 可比公司估值.....	11
附表: 财务预测与估值.....	12

1 公司概况：柔性取暖器具行业龙头企业

公司于1994年3月2日在成都成立，其主要控股股东彩虹实业的前身为成都市电热器厂。公司主要从事电热毯、取暖器具等家用电器产品，电热蚊香片、电热蚊香液等家庭杀虫产品的研制、生产、销售和进出口业务。彩虹集团是我国电热毯行业的龙头企业，2016年至2018年间电热毯销量稳居全国第一，也是我国卫生杀虫用品的知名企业，具有较高的知名度并保持较强的行业竞争力。经过多年发展，公司已经形成一定的品牌效应，并于2020年12月11日在深圳证券交易所主板市场上市。

图1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

图2：公司主要销售产品

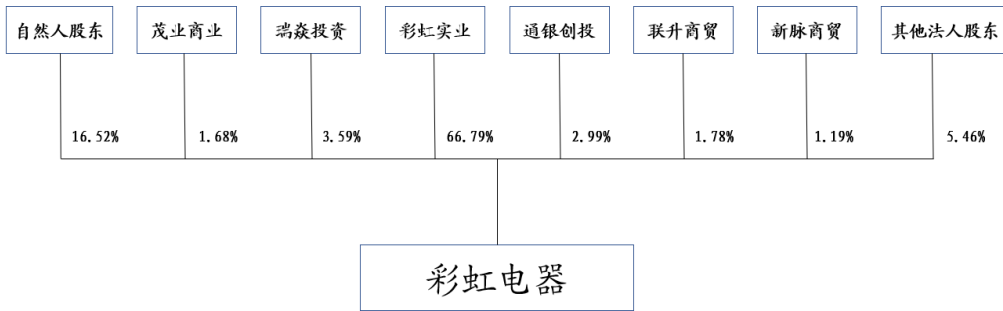


数据来源：公司官网，西南证券整理

彩虹实业持有公司 66.8% 的股权，是公司的控股股东。刘荣富持有彩虹实业 30.2% 的股权，并通过《一致行动协议》合计控制彩虹实业 50.3% 的股权，公司控制权相对稳定。

1993 年公司设立股份有限公司，其中员工股 750 万股，占总股本的 14.8%。2000 年公司对全体股东送股之后，员工股增至 900 万股。员工持股完善了公司激励制度，提高了员工积极性。此外，以茂业商业、联升商贸等为代表的多家线下经销商也持有一定比例的股份。

图 3：公司股权结构

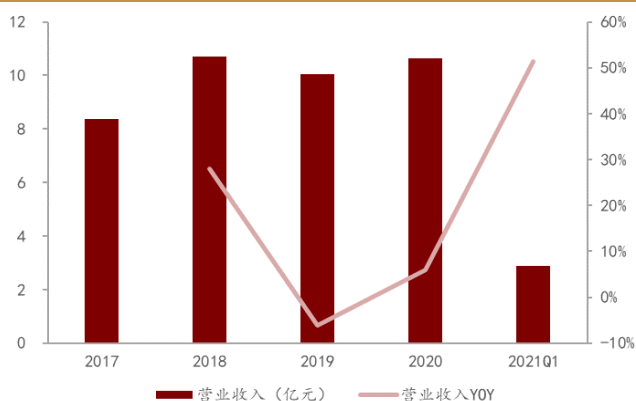


数据来源：招股说明书，西南证券整理

公司业绩情况：主要销售产品带来稳定收入来源。柔性取暖器具和卫生杀虫用品这两类产品是公司主要的销售收入来源。电热取暖器具和杀虫清洁用品合计的销售收入占主营业务收入的 90% 以上，其中电热取暖器具的销售收入占主营业务的半数以上。在新冠疫情的影响下，公司积极开展毛利率较高的口罩业务，加之政府减免公司缴纳的失业、养老保险等，2020 年公司的归母净利润相较于 2019 年同期上涨 34.5%。

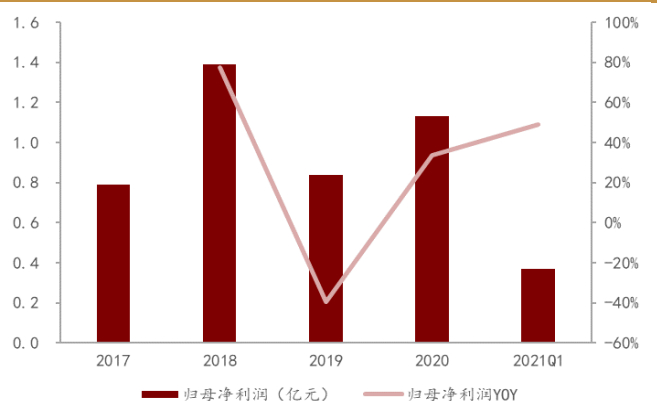
随着疫后经营恢复，叠加去年同期较低的基数，2021Q1 公司实现营收 2.9 亿元，同比增长 51.4%；实现归母净利润 0.4 亿元，同比增长 48.9%。

图 4：公司营业收入及同比增长率

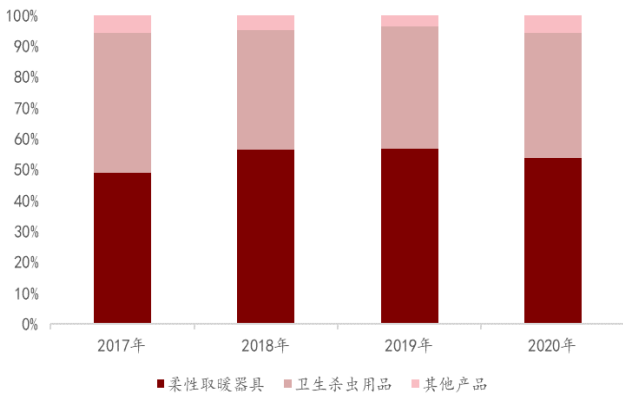


数据来源：choice，西南证券整理

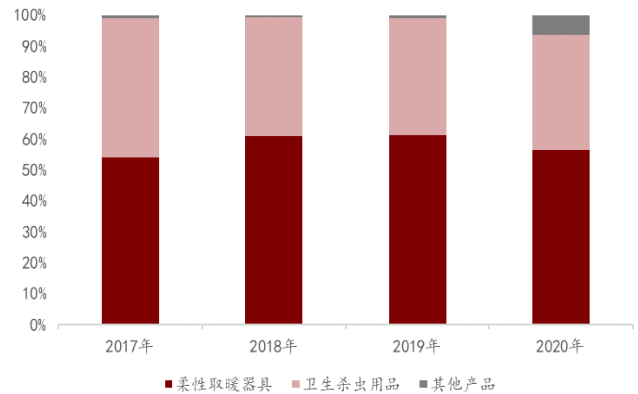
图 5：公司归母净利润及同比增长率



数据来源：choice，西南证券整理

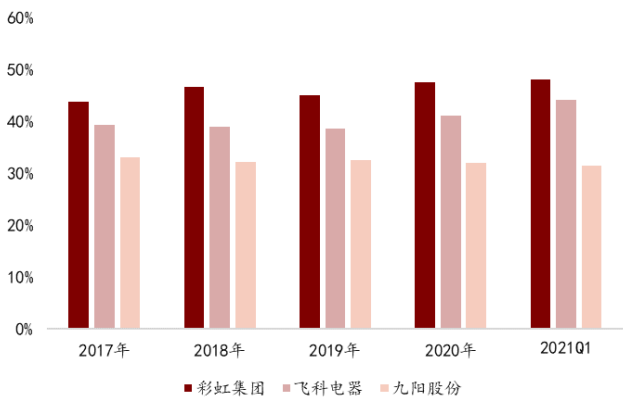
图 6：产品销售收入占比


数据来源: choice, 西南证券整理

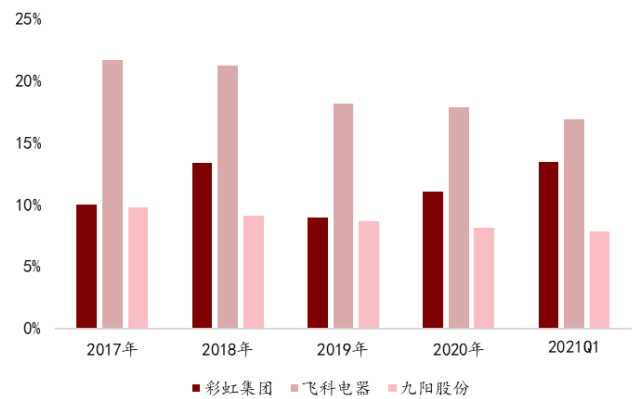
图 7：产品毛利额占比


数据来源: choice, 西南证券整理

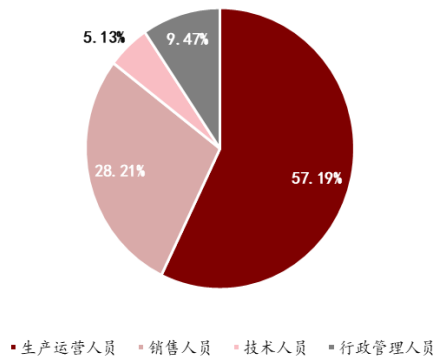
毛利率行业领先，销售费用投入较高。由于公司在市场上具有较强的议价能力，且生产的电热毯材料已经延伸至基础产品，所以公司综合毛利率在与同行业公司的对比中处于领先水平，且逐年稳步提升。2018 年公司主动提高部分产品售价，使柔性取暖器具和卫生杀虫用品的毛利率上升；2020 年公司开展毛利率高的口罩业务使得公司销售产品的综合毛利率得到进一步的提高。但是由于公司依赖于线下商超，所以工作人员中销售人员占比达 28.2%，同时终端卖场入场费的支出也使得销售费用较高。整体来看，较高的期间费用侵蚀了部分公司盈利能力，2020 年公司净利率为 11.1%。

图 8：同行业毛利率对比


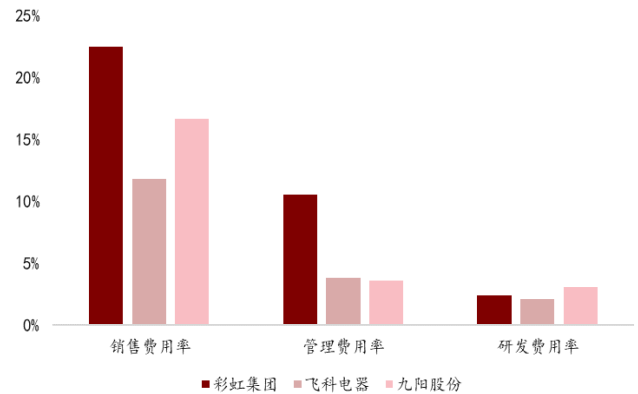
数据来源: choice, 西南证券整理

图 9：同行业净利率对比


数据来源: choice, 西南证券整理

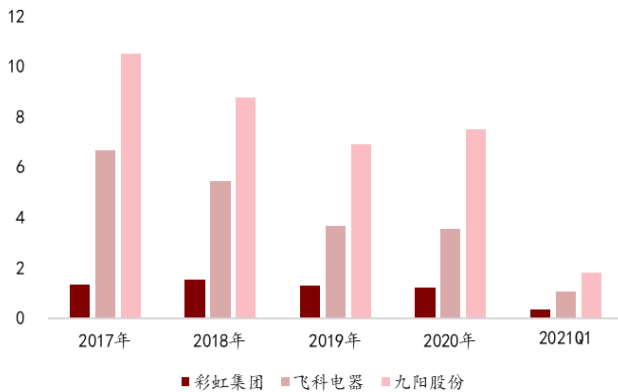
图 10: 公司员工占比 (2020 年)


数据来源: choice, 西南证券整理

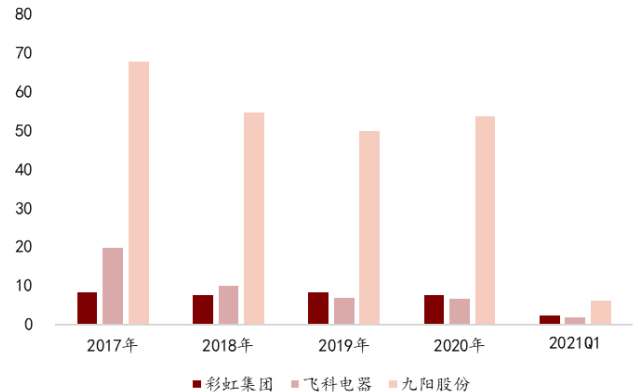
图 11: 同行业各项费用率对比 (2020 年)


数据来源: choice, 西南证券整理

销售存在季节性, 存货高于同行。公司生产销售的家用柔性取暖器具集中在第一、四季度销售, 而卫生杀虫用品集中在第二、三季度销售, 产品的这一销售季节特性使公司需要保持大量库存以支持销售, 造成公司的库存周转率低于同行业其他企业。此外, 公司主要依赖账期较长的线下商超和大型互联网平台销售, 因此公司整体应收账款率较低。

图 12: 同行业存货周转率对比


数据来源: choice, 西南证券整理

图 13: 同行业应收账款周转率对比


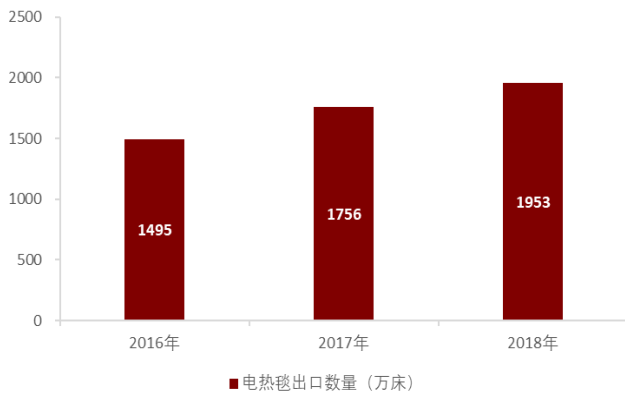
数据来源: choice, 西南证券整理

2 柔性电暖器市场平稳增长, 卫生杀虫格局有待优化

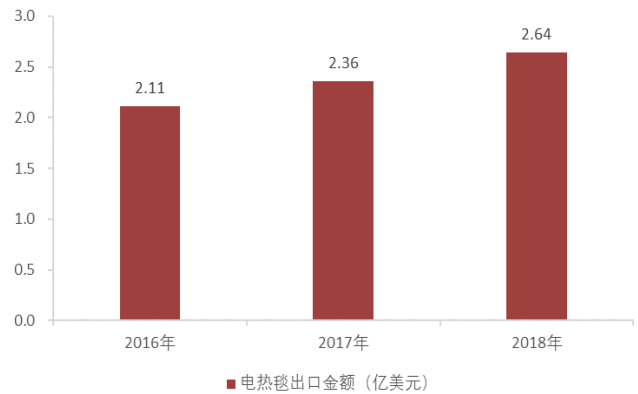
2.1 柔性电暖器市场: 行业规模平稳增长, 综合取暖重要组成

历史较早时期, 人们通过“火炕”“壁炉”等方式取暖, 随着工业革命和技术进步, 以煤、天然气、电为能源的取暖产品占据主导地位, 各种取暖方式层出不穷, 人类进入集中供暖和个性化取暖相结合的综合取暖时代。根据不同的地域特征和使用习惯, 人民选择了暖气、地暖、空调等不同的取暖方式。家用柔性取暖器具如电热毯、电热暖手器是迎合寝用取暖、身体局部取暖需求而诞生的取暖产品, 是综合取暖方式的重要组成部分。

20 世纪 80 年代，适逢改革开放，我国家用柔性取暖器具行业得以蓬勃发展。随着企业技术水平不断提升，电热毯产品在欧美市场受到越来越多的青睐。中国目前生产的电热毯类产品主要销往美国、日本、德国、加拿大等发达国家，且出口数量和金额逐年上涨。中国小家电研究协会数据显示，2018 年中国电热毯出口量为 1953 万床，同比增长 11.2%；出口金额为 2.6 亿元，同比增长 25.1%。

图 14：电热毯出口数量


数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 15：电热毯出口金额



数据来源：招股说明书，西南证券整理

国内市场方面，我国早期有品牌影响力的电热毯产品主要诞生在西南地区和东北地区。东北地区是典型的“北方市场”，冬季十分寒冷，集中供暖前后的“空档期”成为了电热毯的主要消费期；而长江流域及其向南北延伸的广大地区，冬季没有集中供暖，室内寒冷潮湿，电热毯成为了居民广泛使用、经济实惠的寝用取暖产品。根据中国家用电器研究院小家电课题组的统计，截至 2016 年 7 月我国生产电热毯的企业已超过 200 家，年生产能力超过 5000 万床；根据中国家用电器协会的说明，2018 年我国电热毯总销量约 5400 万床，销售收入约 36 亿元（厂家销售金额）。若加上厂家出口金额，整体电热毯市场规模约 53 亿元。

产品具备不完全替代性。按照技术原理和传导热方式，可将室内取暖器大致分为以空调为代表的空气对流传导取暖器具、以小太阳为代表的热辐射传导取暖器具和以电热毯为代表的接触传导取暖器具。受产品功能差异性、地域气候和消费者群体差异及产品价格和能耗差异的影响，各类取暖产品皆具有自身的特征和优缺点，相互之间不能完全替代。柔性取暖器具在低碳节能、性价比高的基础上，向着健康管理、医疗保健等方向发展，正在开拓更广泛的用途。

表 1：各类电取暖器差异性

导热方式	代表产品	产品功能特征	地域气候和消费群体	产品价格和能耗
空气对流传导取暖		受热对象是整个室内空间，加热空间大，难以对室内局部物体进行单独加热	主要使用中低纬度地区，消费者集中在公共场所	能耗和使用成本较高，集中供暖投入较大，制热功率通常在 600W 至 2000W 之间
热辐射传导取暖		室内小范围内快速加热，加热效果受距离影响，体感舒适度差	主要集中在中低纬度地区，是居民选择性的辅助取暖方式	售价不高，功率通常在 1000W 以上

导热方式	代表产品	产品功能特征	地域气候和消费群体	产品价格和能耗
接触传导取暖		受热物体直接接触, 加热快	主要集中在气候寒冷潮湿的地区, 消费群体以中老年人、妇女为主	价格和能耗都较低, 制热功率通常在 500W 以下

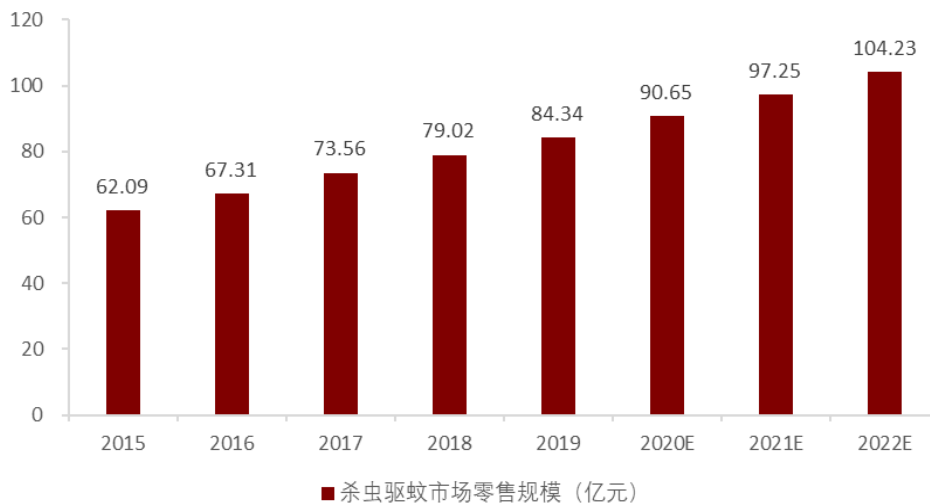
数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

2.2 家用杀虫市场: 新形态产品增速较快, 竞争格局有待优化

由于需求较大, 中国是全球最大的杀虫驱蚊市场, 具有巨大的成长潜力。根据中商产业研究院数据显示, 2015-2019 年, 中国杀虫驱蚊市场零售额从 62 亿元增长至 84 亿元, 年均复合增长率达到了 8%, 预计到 2022 年中国市场杀虫驱蚊市场规模有望突破 100 亿元。

细分市场来看, 户外便携产品、儿童适用产品等新形态产品增长更加突出。2015-2019 年, 户外便携产品零售额从 1.7 亿元增长至 5.2 亿元, 复合增长率达到了 32.6%; 儿童适用产品零售额从 3.9 亿元增至 9 亿元, 复合增长率达到了 23.7%。

图 16: 中国杀虫驱蚊市场统计及预测



数据来源: 中商产业研究院, 西南证券整理

欧洲、北美、日本等知名企业已经过长时间的经营发展, 技术实力较强, 市场份额较高, 在全球具有较高的知名度和竞争优势。而国内卫生杀虫市场中, 企业数量多、规模小, 产业集中度较低, 缺乏国际竞争力, 难于与国际大公司抗衡。基于此, 《农药工业发展规划 (2016-2020 年)》明确指出, 通过市场主导, 政府引导, 充分发挥市场在资源配置中的决定性作用, 鼓励通过兼并、重组、股份制改造等, 实现企业大型化。目前, 广州超威日化股份有限公司、中山榄菊日化实业有限公司、河北康达有限公司等国内企业, 在家用卫生杀虫用品行业具有较高的知名度和较强的竞争力。在政策的助推下, 头部企业不断强化生产制造、营销渠道优势, 行业竞争格局有望进一步优化。

表 2：卫生杀虫用品主要生产商

企业名称	成立时间	主要品牌	主要竞争产品
广州超威日用化学用品有限公司	2011 年	超威	蚊香驱蚊类、杀虫气雾剂类
中山榄菊日化实业有限公司	2006 年	榄菊	蚊香驱蚊类、杀虫气雾剂类
上海庄臣有限公司	1991 年	雷达	蚊香驱蚊类、杀虫气雾剂类
河北康达有限公司	1996 年	枪手	蚊香驱蚊类、杀虫气雾剂类
浙江正点实业有限公司	1996 年	正点	蚊香驱蚊类、杀虫气雾剂类

数据来源：招股说明书，西南证券整理

3 募资扩产突破产能瓶颈，静待渠道拓展加速发展

3.1 新品研发加速，募资扩产强化终端竞争能力

经过多年的发展，目前国内电热毯产品在制造和工艺技术等方面已基本成熟。国内最近几年出现的创新型电热毯类产品，往往功能更智能多样、外观更时尚、用料更环保。彩虹集团作为家用柔性取暖器的龙头企业，研发制造经验丰富，拥有一批优秀的专业技术人员，目前已经研发并向市场推出了睡眠监测、除螨、负氧离子电热毯等功能型产品，未来公司也将向电热地毯和上盖电热毯等领域发展。

图 17：家用柔性取暖器新品


数据来源：淘宝网，西南证券整理

随着消费者对健康、环保等问题的关注，**环境友好、生态环保、安全健康则是卫生杀虫用品未来的发展方向**。从全球范围内来看，厂家的研发也开始向绿色、健康、无害这三个方面转变，天然植物精油驱蚊产品则是研发的重点。此外，户外便携、儿童适用的产品也成为了消费热点，彩虹集团也顺应市场变化，推出以桉树精油为原料的户外驱蚊产品，更加天然安全的儿童驱蚊产品。

图 18: 彩虹集团户外驱蚊、儿童驱蚊产品


数据来源: 淘宝网, 西南证券整理

为了应对市场需求的变化, 强化核心技术研发, 提升公司长期竞争能力, 公司持续加大研发投入。截止 2020 年末, 公司内部研发人员共 162 人, 占员工总数的 5.1%, 正在研发的项目包括自恒温 PTC 发热线技术、青蒿提取液电热蚊香片增效技术等。2020 年, 公司研发费用为 2505 万元, 研发费用率为 2.4%。

募资扩产, 强化产品终端竞争能力。彩虹集团共拥有 6 条电热毯生产线, 3 条暖手器生产线。但是随着市场需求的增加, 彩虹集团现有的生产线已面临产能不足的问题。2019 年公司实际生产的电热毯已达到 703.3 万床, 总体产能利用率已达到 135.2%; 实际生产的电热暖手器已达到 242.6 万只, 产能利用率已达到 111.8%。由于产能限制, 制约了公司进一步提升市场份额, 并对实施高端产品战略形成障碍。

目前公司已经成功发行上市, 拟投入 3.2 亿元建设“柔性电热产品产业化项目”, 弥补产能缺陷, 提升高端产品生产能力。产能扩大之后, 将进一步优化公司行业优势地位。此次 A 股上市募集的部分资金也将用于销售网络建设, 以消化新增的产能。

表 3: 彩虹集团产能情况

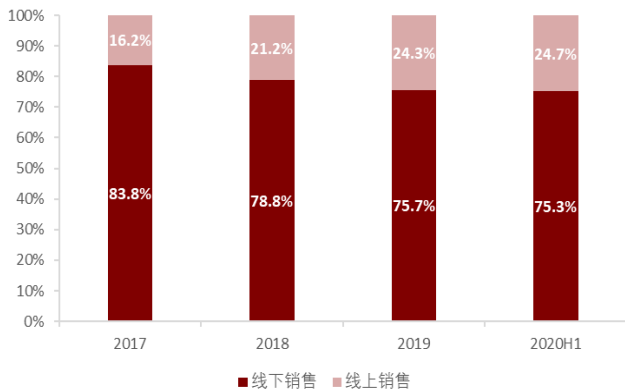
	生产线数量	设计产能 (万床)	实际产能	总体产能利用率	扩产后预计产能
电热毯	6+1 条临时生产线	520	703.3	135.2%	720
电暖手器	3	217	242.6	111.8%	617

数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

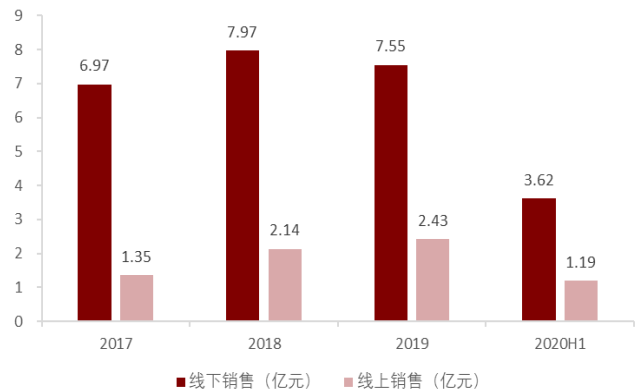
2021 年 5 月, 公司公告表明, 为优化子公司泉源卫生股权结构, 提升经营效率, 公司拟以 400.7 万元和 316.4 万元受让阿斯制药、住商山美德所持泉源卫生的 19% 和 15% 的股权。交易完成之后, 公司将实现对于泉源卫生 100% 控股 (交易前公司持股 66%), 更加有利于公司整合家用卫生杀虫业务, 高效地实施公司总体发展战略规划。

3.2 线下销售为主, 静待渠道扩张完善布局

销售渠道上, 公司采用了线上线下相结合的方式。组织架构层面, 公司建立了“营销中心”和“电子商务中心”分别负责线下渠道和线上渠道的销售工作。线下销售是公司主要的销售模式, 2020H1 公司线下渠道销售收入占主营业务收入的比例为 75.3%。目前线上销售渠道占比不高, 但是随着电商平台的快速发展, 线上销售占比也呈现了逐年提升的态势。2017 年公司线上销售在主营收入占比为 16.2%。2020H1, 公司线上销售占比已经提升至 24.7%。

图 19: 公司线上、线下销售占比情况


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

图 20: 公司线上、线下销售规模


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

从销售模式来看, 公司采用了“经销为主+直销为辅”的销售模式。公司的家用柔性取暖器以及卫生杀虫产品通常单价不高, 销售地域较广, 采用经销模式能够更快占领市场。因此公司形成了经销为主的销售模式。2020H1 公司经销收入在主营收入中占比达到了 87.9%。在经销商模式下, 公司与全国性连锁零售超市 (沃尔玛、永辉超市、家乐福等)、地区性经销商 (社区便利店、日杂店等) 以及互联网经销商展开合作。其中地区性经销商和连锁零售超市是公司主要的经销模式。

除此之外, 公司还通过直接销售模式向消费者销售产品。一是公司通过线上电商平台向消费者直接销售产品, 二是公司通过线下直接向部分单位客户、个人消费者销售产品。2020H1 公司直销在主营收入中占比为 12.1%。

表 4: 公司不同销售模式营收及其占比

销售模式	2017 年度		2018 年度		2019 年度		2020 年 1-6 月	
	销售收入 (亿元)	比例	销售收入 (亿元)	比例	销售收入 (亿元)	比例	销售收入 (亿元)	比例
经销商经销模式	7.17	86.06%	8.49	83.99%	8.59	86.07%	4.23	87.92%
地区性经销商	4.20	50.44%	4.62	45.72%	4.74	47.53%	2.30	47.81%
连锁零售超市	2.47	29.61%	3.02	29.84%	2.56	25.68%	1.16	24.16%
互联网经销商	0.50	6.01%	0.85	8.43%	1.28	12.86%	0.77	15.96%
直接销售模式	1.16	13.94%	1.62	16.01%	1.39	13.93%	0.58	12.08%
线上直接销售	0.85	10.23%	1.29	12.74%	1.15	11.48%	0.42	8.78%
线下直接销售	0.31	3.70%	0.33	3.27%	0.24	2.44%	0.16	3.30%
合计	8.33	100.00%	10.11	100.00%	9.98	100.00%	4.82	100.00%

数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

渠道商股权加持有助于将产品推向其他区域。彩虹集团 1994 年成立时, 8 家发起人分别为成都市电热器厂 (彩虹集团前身)、成百集团、昆明百货采购供应站、四川省成都交电采购供应站、茂业商业、成百大楼、重庆百货、成都市科技信贷部。其中除成都市电热器厂从事电热器产品生产, 成都市信贷服务部从事金融服务外, 其他 6 家发起人皆从事各类商品的批发零售。因此, 彩虹集团早期借助这 6 家发起人的销售渠道及销售能力, 快速地将产品推广至西南地区的各个城市。

彩虹集团 A 股上市之后，茂业商业、重庆百货、成百大楼仍持有部分法人股。而随着各家入股企业的不断发展壮大，将公司的各项业务开拓至中国的其他地区，这也将助力公司将其生产的产品推广至西南以外的地区。

经销地区：主要收入来自西南地区，其他地区市场有待扩张。彩虹集团地处西南，其主要的生产地、经营地位于成都，成立至今已有 25 年的历史，经过多年的经营发展使其在西南地区树立了良好的口碑。受到信息传递、运输半径等社会客观因素的影响，彩虹集团首先在西南地区建立完善销售渠道、客户认知、品牌效应及管理架构。

表 5：公司不同地区营收及其占比

地区	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年上半年
西南地区	57.1%	53.5%	48.8%	51.9%
华东地区	13.9%	13.1%	15.8%	12.9%
华北地区	3.2%	5.2%	7%	11.7%
华中地区	6.8%	7.5%	8.8%	8.2%
华南地区	6.3%	6.1%	5.1%	4.7%
西北地区	1.6%	1.2%	2.5%	1.3%
东北地区	0.9%	0.7%	0.6%	0.5%

数据来源：招股说明书，西南证券整理

在柔性取暖器具领域，彩虹集团 1/3 的销售收入来自西南地区。而家用卫生杀虫用品领域的竞争激烈，各地区至少存在一家已经在该地区树立良好品牌口碑的优势企业，以华南地区为例，经过多年发展，中山榄菊日化实业有限公司已经在该地区树立了良好的品牌口碑。因此彩虹集团生产制造的家用卫生杀虫品在西南地区以外缺乏一定的客户认知度，造成家用卫生杀虫用品非西南地区的销售收入占比仅为 1/3。

从整体销售收入来看，由于北方地区冬季集中供暖，居民对以电热毯代表的柔性取暖器具需求不高，西北地区和东北地区收入占比合计不足 2%。而冬季供暖时长稍短于东北地区的华北地区，其销售收入占比呈现逐年提升的态势。随着公司进一步完善渠道建设，拓展非西南地区的经销商数量，未来公司非西南地区收入占比有望提升。

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：家用柔性取暖器市场平稳增长，预期 2021-2023 年公司家用柔性取暖器销量增速为 11%/5%/5%；随着公司研发新品，产品结构升级，预期 2021-2023 年公司家用柔性取暖器销售均价增速为 3%/2%/2%。

假设 2：随着公司逐步拓展非西南地区经销商，预期 2021-2023 年公司家用卫生杀虫产品销量增速保持 7%左右；公司加快新品研发，推出户外便携产品以及儿童适用产品，预期 2021-2023 年公司家用卫生杀虫产品销售均价保持 2%增长。

假设 3: 预期公司各项费用率保持相对稳定, 2021-2023 年公司销售费用率保持为 22%, 管理费用率保持为 10.5%。

基于以上假设, 我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表:

表 6: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
家用柔性取暖器	收入	569.15	650.71	696.92	746.40
	增速	0.42%	14.33%	7.10%	7.10%
	毛利率	50.46%	50.50%	51.00%	51.00%
家用卫生杀虫产品	收入	427.45	466.52	509.16	555.69
	增速	8.19%	9.14%	9.14%	9.14%
	毛利率	44.01%	44.50%	45.00%	45.00%
其他产品	收入	60.95	79.24	87.16	91.52
	增速	70.29%	30.00%	10.00%	5.00%
	毛利率	50.43%	30.00%	30.00%	30.00%
其他业务	收入	7.06	7.27	7.49	7.71
	增速	-10.65%	3.00%	3.00%	3.00%
	毛利率	18.95%	15.00%	15.00%	15.00%
合计	收入	1064.6	1203.7	1300.7	1401.3
	增速	5.9%	13.1%	8.1%	7.7%
	毛利率	47.7%	46.6%	47.0%	47.1%

数据来源: Wind, 西南证券

4.2 相对估值

考虑到公司家用柔性取暖器已经是市场第一, 而家用卫生杀虫产品市场份额不高, 此外公司产品销售存在一定的地区性和季节性, 因此市场上可供比较的可比公司不多。由于产品销售都存在一定的区域性和季节性, 我们选取了德业股份作为可比公司。同时我们选取了同为小家电赛道的飞科电器作为可比公司。2021 年可比公司平均估值为 26 倍。随着公司经销网络持续拓展, 渠道布局逐步完善, 参考可比公司一致预期, 首次覆盖, 给予“持有”评级。

表 7: 可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
605117	德业股份	72.88	2.99	3.11	4.57	6.02	--	23.47	15.95	12.08
603868	飞科电器	47.69	1.47	1.66	1.82	2.02	31.93	28.71	26.15	23.57
平均值							31.93	26.09	21.05	17.83

数据来源: Wind, 西南证券整理

5 风险提示

极端暖冬天气影响产品销售风险、原材料价格或大幅波动风险

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1064.61	1203.74	1300.72	1401.32	净利润	117.97	134.04	149.39	161.77
营业成本	557.25	642.67	688.90	741.99	折旧与摊销	26.24	54.08	54.08	54.08
营业税金及附加	14.02	15.79	16.86	18.29	财务费用	-4.15	-4.20	-4.33	-5.30
销售费用	239.35	264.82	286.16	308.29	资产减值损失	-0.91	1.00	1.00	1.00
管理费用	112.01	126.39	136.58	147.14	经营营运资本变动	60.84	-276.21	-27.47	-30.61
财务费用	-4.15	-4.20	-4.33	-5.30	其他	-4.77	-1.47	-1.72	-0.56
资产减值损失	-0.91	1.00	1.00	1.00	经营活动现金流净额	195.23	-92.75	170.95	180.38
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-90.05	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	56.51	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-33.54	0.00	0.00	0.00
营业利润	138.57	157.26	175.55	189.92	短期借款	0.02	-8.02	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.39	-0.27	-0.58	-0.44	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	138.18	156.99	174.98	189.48	股权融资	416.06	0.00	0.00	0.00
所得税	20.20	22.96	25.59	27.71	支付股利	-24.29	-22.51	-25.58	-28.51
净利润	117.97	134.04	149.39	161.77	其他	22.58	1.85	4.33	5.30
少数股东损益	5.41	6.14	6.85	7.41	筹资活动现金流净额	414.37	-28.68	-21.25	-23.21
归属母公司股东净利润	112.57	127.89	142.54	154.36	现金流量净额	576.06	-121.44	149.70	157.17
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	863.18	741.75	891.45	1048.62	成长能力				
应收和预付款项	182.43	192.43	209.08	227.35	销售收入增长率	5.88%	13.07%	8.06%	7.73%
存货	439.39	507.70	545.14	586.86	营业利润增长率	30.82%	13.49%	11.63%	8.18%
其他流动资产	8.25	7.23	7.81	8.42	净利润增长率	31.58%	13.62%	11.45%	8.29%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	25.69%	28.93%	8.77%	5.95%
投资性房地产	2.93	2.93	2.93	2.93	获利能力				
固定资产和在建工程	309.19	263.40	217.60	171.81	毛利率	47.66%	46.61%	47.04%	47.05%
无形资产和开发支出	64.48	56.65	48.82	40.99	三费率	32.61%	32.15%	32.17%	32.12%
其他非流动资产	12.11	11.65	11.20	10.74	净利率	11.08%	11.14%	11.49%	11.54%
资产总计	1881.97	1783.74	1934.04	2097.73	ROE	9.05%	9.49%	9.72%	9.69%
短期借款	8.02	0.00	0.00	0.00	ROA	6.27%	7.51%	7.72%	7.71%
应付和预收款项	233.39	270.01	289.32	311.51	ROIC	20.17%	19.72%	18.91%	20.78%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	15.09%	17.21%	17.32%	17.03%
其他负债	337.31	101.31	108.48	116.72	营运能力				
负债合计	578.72	371.32	397.80	428.23	总资产周转率	0.67	0.66	0.70	0.70
股本	81.03	81.03	81.03	81.03	固定资产周转率	3.85	4.53	5.91	8.04
资本公积	433.40	433.40	433.40	433.40	应收账款周转率	7.60	7.40	7.51	7.43
留存收益	740.78	846.17	963.13	1088.98	存货周转率	1.21	1.35	1.30	1.31
归属母公司股东权益	1257.57	1360.60	1477.57	1603.41	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	109.74%	—	—	—
少数股东权益	45.68	51.82	58.67	66.08	资本结构				
股东权益合计	1303.25	1412.43	1536.24	1669.50	资产负债率	30.75%	20.82%	20.57%	20.41%
负债和股东权益合计	1881.97	1783.74	1934.04	2097.73	带息债务/总负债	1.39%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.59	3.92	4.17	4.39
					速动比率	1.83	2.55	2.80	3.01
					股利支付率	21.58%	17.60%	17.94%	18.47%
					每股指标				
					每股收益	1.39	1.58	1.76	1.90
					每股净资产	15.52	16.79	18.23	19.79
					每股经营现金	2.41	-1.14	2.11	2.23
					每股股利	0.30	0.28	0.32	0.35
业绩和估值指标									
	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	160.67	207.14	225.30	238.70					
PE	22.93	20.19	18.11	16.73					
PB	2.05	1.90	1.75	1.61					
PS	2.42	2.14	1.98	1.84					
EV/EBITDA	10.64	8.80	7.43	6.35					
股息率	0.94%	0.87%	0.99%	1.10%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn	
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn