

春光科技 (603657)

证券研究报告
2021年12月19日

家电成长股系列研究二：专精特新小巨人，布局整机增长可期

吸尘器软管引领者，十年行业市占居首

春光科技主要从事清洁电器软管及配件产品的研发、生产和销售，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、挂烫机、洗碗机和户外清扫工业除尘系统等领域，近十年来生产的吸尘器软管销售量和市场占有率行业居首，连续三年主要经济指标及产品质量在浙江省塑料行业居首。

海内外收购加速布局清洁电器整机，品类协同发展加速

为向清洁电器整机业务领域的拓展，公司购买越南 SUNTONE TECHNOLOGY COMPANY LIMITED 100%股权、苏州海力电器有限公司相关业务资产。其中，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究、生产和销售，现已形成年加工组装 150 万台吸尘器整机的生产能力，为越南美的的供应商；海力电器主要从事吸尘器整机业务的研究、生产和销售，最近三年生产经营稳定，且已积累丰富的优质客户资源。春光科技与海力电器共同投资苏州尚腾，分别持股 55%、45%并构成关联关系。

优质客户稳定合作降低替代风险，以销定产紧扣市场需求

公司深耕清洁电器软管行业多年，通过完善生产工艺和持续的技术积累及创新，为客户提供多元化、系统化、定制化的软管及配件产品，与戴森、美的、Shark 等国内外品牌有长期的合作关系。公司产品销售采取直销模式，以销定产生产模式出货稳定，根据 20 年年报显示，各类软管产销率介于 92%-97%。公司将软管及配件产品销售给其指定的吸尘器 ODM/OEM 厂商后，由 ODM/OEM 厂商制造成吸尘器整机后销售给吸尘器品牌企业。

整机业务蓄势待发，未来有望迅速增长

国内清洁电器代工市场广阔，我们对标与国内相近的日本清洁电器的发展路径，经我们测算，针对国内市场的代工规模，2022 年国内吸尘器/扫地机/洗地机的销额市场规模分别为 16.5/26.5/20.3 亿元，合计 63.3 亿元。若仅考虑为国内市场代工，假设 2022 年春光占国内代工市场的 5-10%，则公司 2022 年整机代工业务的收入规模为 3.2-6.3 亿元；收购的越南 SUNTONE 已具备年加工组装 150 万台吸尘器整机的生产能力，假设越南厂吸尘器代工价格与国内吸尘器代工价格相同，则 150 万台吸尘器的产能对应至少 5 亿左右的整机代工营收，若能增加为海外品牌的整机代工业务，则代工业务营收规模将更大。而新老业务协同发展，可提升整机配件的自产率，未来有望提升整机代工的利润水平。

投资建议：春光科技是国内清洁电器软管及配件行业龙头，依托技术、产品优势长期服务 B 端优质客户，采用领先技术并创造规模优势实现降本增效。公司通过收购海内外吸尘器整机企业布局整机领域，预期长期营收稳定增长且现金流向好。随着清洁电器软管业务规模稳增和整机产能进一步释放，业绩有望进一步增长。因此我们预计公司 2021-2023 年净利润分别为归母净利润为 1.5/2.2/2.9 亿元；对应动态估值分别为 21.9x、14.5x、11.2x。我们挑选行业清洁电器及小家电公司进行比较基于行业可比公司的 PE 及市值，参考行业平均估值，同时考虑到公司整机代工业务营收规模的增速较高，可以考虑适当上调估值区间，因此我们给予公司合理估值区间为 2022 年 20-25 倍 PE，对应 2022 年 45-56 亿元市值，对应每股合理价格区间为 33.4-41.8 元/股。给予“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动风险；市场竞争风险；替代产品风险；汇率风险；代工渗透率不及预期；测算存在主观判断和极端取值情况，仅供参考等。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	562.87	854.00	1,360.89	1,955.43	2,587.44
增长率(%)	11.00	51.72	59.35	43.69	32.32
EBITDA(百万元)	148.44	212.14	172.26	260.77	342.83
净利润(百万元)	106.61	142.45	149.46	224.86	291.33
增长率(%)	5.59	33.62	4.93	50.44	29.56
EPS(元/股)	0.79	1.06	1.11	1.67	2.17
市盈率(P/E)	30.67	22.96	21.88	14.54	11.22
市净率(P/B)	3.75	3.40	3.18	2.86	2.54
市销率(P/S)	5.81	3.83	2.40	1.67	1.26
EV/EBITDA	12.78	9.19	19.06	11.59	9.91

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	家用电器/白色家电
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	23.7 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	134.40
流通 A 股股本(百万股)	134.40
A 股总市值(百万元)	3,185.28
流通 A 股市值(百万元)	3,185.28
每股净资产(元)	7.30
资产负债率(%)	35.52
一年内最高/最低(元)	35.88/14.82

作者

孙谦 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521050004
sunqiana@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

1. 吸尘器软管引领者，十年行业市占居首	4
1.1. 技术革新+制造基地出海，清洁电器配件第一股应运而生	4
1.2. 家族企业股权结构稳定，组织架构清晰	4
1.3. 海内外收购加速布局清洁电器整机，品类协同发展加速	5
1.4. 优质客户稳定合作降低替代风险，以销定产紧扣市场需求	6
2. 消费升级+后疫情催生清洁需求，龙头尽享行业增长红利	7
2.1. 上游原料保障供应充足，下游性能需求利好技术型企业	7
2.2. 疫情持续发散，消费持续转向可选	8
2.3. 下游放量反哺生产，需求驱动龙头效应凸显	9
3. 技术+产品+客户多维加码，协同发展整机增长可期	10
3.1. 技术革新构建壁垒，产品升级满足多元需求	10
3.2. 优质 B 端客户长期赋能，拓展整机领域加码矩阵	11
4. 整机业务蓄势待发，未来有望迅速增长	12
4.1. 清洁电器行业迅速增长，代工需求逐渐增加	12
4.1.1. 清洁电器市场规模测算	13
4.2. 洗地机存在产能缺口，整机代工单价较高	17
4.3. 新老业务相互协同，开启代工市场的星辰大海	18
4.4. 诸多代工厂成功转型自有品牌，打开未来成长想象空间	19
5. 核心财务数据分析	20
5.1. 收入端：疫情催生清洁需求，原材料价格上升影响利润水平	20
5.2. 成本端：毛利率整体平稳，成本走高水平略有降低	23
5.3. 费用端：持续薪酬&研发投入，营收高增速促使费用率下行	24
6. 估值与盈利预测	24
6.1. 盈利预测	24
6.2. 估值分析	25
投资建议	25
风险提示	25

图表目录

图 1：公司发展三阶段	4
图 2：公司股权结构稳定（最新股权穿透图）	5
图 3：公司组织架构清晰	5
图 4：清洁电器软管行业产业链	7
图 5：我国洗碗机市场规模（万台）	8
图 6：我国吸尘器市场规模（万台）	8
图 7：我国挂烫机市场规模（万台）	9

图 8: 公司产品和设备技术不断突破.....	11
图 9: 苏州分公司凯弘橡塑和尚腾科技.....	11
图 10: 越南分公司 CGH TECHNOLOGY 和 SUNTONE.....	11
图 11: 整机生产模式.....	12
图 12: 目前中国人均 GDP 已达到日本 1984 年左右人均 GDP 的水平 (美元).....	12
图 13: 日本吸尘器渗透率的变化 (%).....	12
图 14: 中国清洁电器市场规模 (万台、%).....	13
图 15: 中国推杆式吸尘器市场规模 (万台、%).....	13
图 16: 中国扫地机市场规模 (万台、%).....	14
图 17: 中国洗地机市场规模 (万台、%).....	14
图 18: 国内洗地机市场规模高速增长 (亿元, %).....	15
图 19: 大量品牌涌入洗地机市场.....	15
图 20: 双十一期间线上洗地机销额占比及同比 (%).....	16
图 21: 国内吸尘器出口量 (万台, %).....	16
图 22: 部分海外消费者购买添可吸尘器用于对家中主要的清洁电器做补充.....	16
图 23: 德昌吸尘器整机代工单价 (元).....	18
图 24: 小米系品牌洗地机产品迅速起量 (元).....	18
图 25: 科沃斯、莱克、石头发展路径.....	19
图 26: 公司营收及同比 (亿元).....	20
图 27: 归母净利润及同比 (亿元).....	20
图 28: 公司核心业务营收变化情况 (亿元).....	21
图 29: 2020 年公司伸缩/吹塑/吸塑软管产销同比提升 (万根).....	22
图 30: 公司内外销营收变化情况 (亿元).....	22
图 31: 公司分业务营业成本变化 (亿元).....	23
图 32: 公司四费变化情况 (%).....	24
表 1: 公司主要客户.....	6
表 2: 2017 年公司前五大客户销售情况.....	6
表 3: 软管的性能和质量可直接影响清洁电器工作效果.....	8
表 4: 清洁电器软管龙头概况.....	10
表 5: 洗地机新锐品牌逐渐进入市场 (台).....	15
表 6: 21 年线上清洁电器中各品类均价变化 (2021/1/1-2021/11/21).....	17
表 7: 公司软管和配件的主营业务包含清洁电器软管和配件两大类.....	21
表 8: 公司分业务毛利率情况.....	23
表 9: 公司营收拆分.....	24
表 10: 可比公司估值情况.....	25

1. 吸尘器软管引领者，十年行业市占居首

春光科技主要从事清洁电器软管及配件产品的研发、生产和销售，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。

公司位于浙江省金华市金磐开发区，旗下拥有金华总部、苏州凯弘、苏州尚腾、马来西亚 CGH、越南 CGH、越南 Suntone 六处生产基地。公司近十年生产的吸尘器软管销售量和市场占有率在全国同行业中名列第一，连续三年主要经济指标及产品质量在浙江省塑料行业同类产品均名列第一。2020 年新厂房和 IPO 募投项目建成投产，占地总面积 175 亩，总投资 9 亿元。

1.1. 技术革新+制造基地出海，清洁电器配件第一股应运而生

公司自成立以来，经历了如下三个发展阶段：

企业初创期（2000 年-2010 年）：2000 年，春光科技成立于金磐经济开发区，十年间公司年销额破两亿。2003 年成立苏州制造基地凯弘橡塑有限公司。

创新成长期（2011 年-2017 年）：2011 年，公司被评为浙江省知名商号，随后六年获评省级高新技术研究开发中心、金华市创新型企业、省级企业研究院、省级工业设计中心等。2015 年 3 月，成立 CGH 马来西亚基地，采用以销定产的生产模式，主要客户为 Dyson 位于马来西亚的 OEM/ODM 工厂，如 ATA、Toyoplas、Meiban 等。

上市&出海期（2018-2020 年）：2018 年 7 月 IPO，公司成为 A 股清洁电器配件行业第一股。2019 年投资设立 CGH 越南基地，原计划 20 年 12 月 31 日前达到预定可使用状态，受新冠疫情影响推迟至 21 年 12 月 31 日前。

图 1：公司发展三阶段



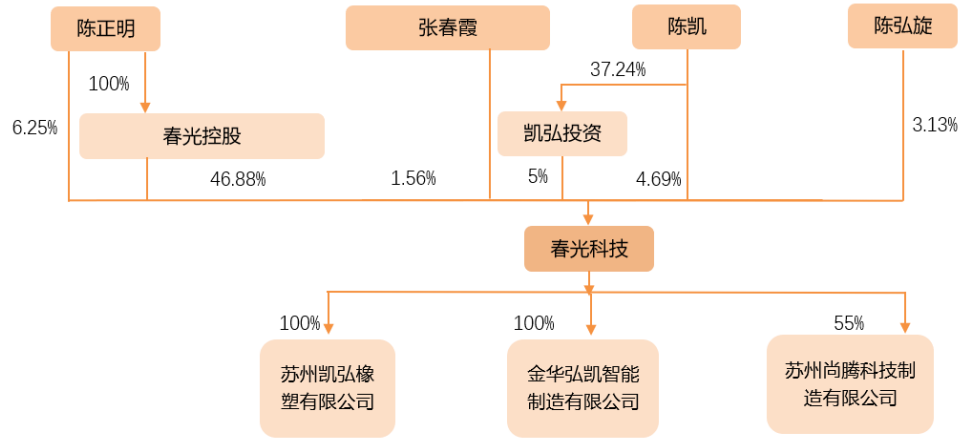
资料来源：春光科技官网，公司公告，天风证券研究所

1.2. 家族企业股权结构稳定，组织架构清晰

家族企业股权结构稳定。公司为家族企业，实际控制人为陈正明（父）、张春霞（母）、陈凯（子）和陈弘旋（子），根据最新股权穿透图显示，陈正明直接持有母公司 6.25% 股份，并通过浙江春光控股有限公司间接控制 46.88% 的股份；陈凯直接持有母公司 4.69% 股份，并通过凯弘投资间接控制 1.86% 股份；张春霞直接持有 1.56% 股份；陈弘旋直接持有 3.13% 股份。

创始人陈正明从生产洗衣机塑料挂钩配件开始，逐渐进入清洁电器软管的生产制造领域，最终成就清洁电器配件第一股。

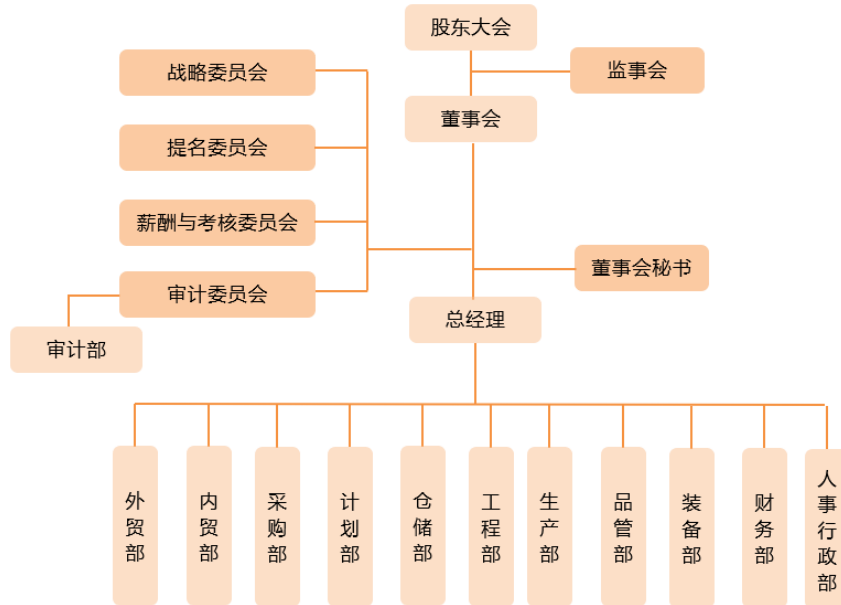
图 2：公司股权结构稳定（最新股权穿透图）



资料来源：wind，天风证券研究所

组织架构清晰，职能部门各司其职。公司下设外贸部、内贸部、采购部、计划部、仓储部、工程部、生产部、品管部、装备部、财务部、人事行政部共 11 个职能部门，职能明确有助于各司其职提高管理效率。

图 3：公司组织架构清晰



资料来源：春光科技招股说明书，天风证券研究所

1.3. 海内外收购加速布局清洁电器整机，品类协同发展加速

为实现公司向清洁电器整机业务领域的拓展，公司购买越南 SUNTONE TECHNOLOGY COMPANY LIMITED 100%股权、苏州海力电器有限公司相关业务资产。其中 SUNTONE 100% 股权交易对价 299.6 万美元；海力电器 55% 股权对价 2,000 万元，剩余 45% 股权原则上参考业绩考核情况三年平均分期收购。

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, 已形成年加工组装 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。春光已在越南设立全资子公司, 主要从事吸尘器软管及配件的生产和销售。此次收购有望使公司进一步拓展海外市场。

海力电器: 海力电器主要从事吸尘器整机业务的研发、生产和销售, 最近三年生产经营稳定, 通过完善的生产工艺和持续的技术积累及创新, 积累了丰富的优质客户资源, 并与其建立了长期、稳定、紧密的合作关系。春光科技与海力电器共同投资苏州尚腾, 其中海力以家电整机研发、生产和销售业务相关的所有设备设施等资产出资, 春光和海力分别持股 55%、45% 并构成关联关系。

1.4. 优质客户稳定合作降低替代风险, 以销定产紧扣市场需求

坚持以客户为中心, 积累丰富的优质客户资源。公司深耕清洁电器软管行业多年, 通过完善生产工艺和持续的技术积累及创新, 为客户提供多元化、系统化、定制化的软管及配件产品, 并与其建立了长期、稳定、紧密的合作关系。公司产品广泛应用于美的 (Midea)、莱克 (Lexy)、戴森 (Dyson)、鲨客 (Shark)、必胜 (Bissell)、LG、胡佛 (Hoover)、西门子 (Siemens)、松下 (Panasonic)、伊莱克斯 (Electrolux)、飞利浦 (Philips)、德沃 (Dirtdevil)、艾默生 (Emerson)、阿奇力克 (Arcelik)、力奇 (Nilfisk) 等国内外知名清洁电器品牌。

表 1: 公司主要客户

客户区域	客户名称	应用品牌	客户自主/代工品牌
国内	美的	美的	自主
		胡佛(Hoover)	代工
		胡佛(Hoover)	
	莱克电气	莱克	代工
		鲨科(Shark)	
		胡佛(Hoover)	
		飞利浦(Philips)	
		必胜(Bissell)	
		伊莱克斯(Electrolux)	
		阿奇力克(Arcelik)	
	科沃斯	科沃斯	自主
		鲨科(Shark)	代工
		胡佛(Hoover)	
		松下(Panasonic)	
		伊莱克斯(Electrolux)	
	Rowenta		
	伟创力 (深圳)	必胜(Bissell)	代工
	宁波富佳	鲨科(Shark)	代工
	春菊电器	飞利浦(Philips)	代工
		伊莱克斯(Electrolux)	
胡佛(Hoover)			
飞科			
德昌电机	胡佛(Hoover)	代工	
卓力电器	卓力电器	自主	
	Vax	代工	
松下	松下(Panasonic)	自主	
国外	Toyoplas Manufacturing (马来西亚)	戴森(Dyson)	代工
	ATA Industrial (马来西亚)	戴森(Dyson)	代工
	Meiban Technologies (马来西亚)	戴森(Dyson)	代工
	Flextronics Technology (马来西亚)	戴森(Dyson)	代工
	Electrolux (匈牙利)	伊莱克斯(Electrolux)	自主
	Broan NuTone (美国)	BNC	自主
	JohnnyVac (加拿大)	JohnnyVac	自主

资料来源: 春光科技招股说明书, 天风证券研究所

表 2: 2017 年公司前五大客户销售情况

序号	客户名称	销售金额 (万元)	占营业收入比例
1	莱克电气股份有限公司	5262.4	11.53%
	莱克电气绿能科技(苏州)有限公司	282.6	0.62%
	苏州金莱克精密机械有限公司	42.3	0.09%
	小计	5587.4	12.24%
2	科沃斯机器人股份有限公司	5465.4	11.97%
	泰怡凯科技有限公司	0.0	-
	小计	5465.4	11.97%
3	江苏美的清洁电器股份有限公司	5251.6	11.50%
	佛山市顺德区美的洗涤电器制造有限公司	77.3	0.17%
	广州美的环境电器制造有限公司	3.4	0.01%
	广州美的厨房电器制造有限公司	1.2	-
	小计	5333.5	11.68%
4	Toyoplas Manufacturing (Malaysia) Sdn. Bhd.	3841.7	8.41%
5	伟创力电子设备(深圳)有限公司	3131.5	6.86%
	Flextronics Technologies Pvt.Ltd.	340.1	0.74%
	伟创力电源(东莞)有限公司	8.8	0.02%
	小计	3480.4	7.62%
合计		23708.3	51.93%

资料来源：春光科技招股说明书，天风证券研究所

公司产品销售采取直销模式，以销定产。公司产品主要应用于以吸尘器为主的清洁电器领域，系戴森、鲨科、必胜、胡佛等知名品牌的指定供应商。根据品牌企业的要求，公司将软管及配件产品销售给其指定的吸尘器 ODM/OEM 厂商后，由 ODM/OEM 厂商制造成吸尘器整机后销售给吸尘器品牌企业。公司内贸部、外贸部分别负责国内、国际客户的市场开拓、订单跟踪与客户关系维护。

2. 消费升级+后疫情催生清洁需求，龙头尽享行业增长红利

2.1. 上游原料保障供应充足，下游性能需求利好技术型企业

公司所处行业属于橡胶和塑料制品行业，细分行业为清洁电器软管行业。清洁电器软管产品性能和质量的的好坏直接影响到吸尘器等清洁电器的性能和工作效果，因而其技术性能要求相对更高。从清洁电器软管行业产业链来看，行业上游包括聚乙烯类、PVC、筋条、增塑剂、电子线及各类添加剂等原材料，下游为清洁电器行业，具体应用于吸尘器、挂烫机、洗碗机等电器中。

图 4：清洁电器软管行业产业链



资料来源：观研天下，天风证券研究所

上游方面：聚乙烯类、PVC 等作为基础化工原料市场供应较为充足，为清洁电器软管行业的持续发展提供了原料保障。

下游方面：目前，塑料软管已广泛应用于日用消费与健康护理、工业中液压传动系统、汽车制造及维修、水利工程等领域。其中，包括清洁电器在内的日用消费与健康护理领域的市场需求量最大。清洁电器软管及配件产品应用于吸尘器、挂烫机、洗碗机等清洁电器领域，其发展情况与清洁电器行业发展息息相关。其中，吸尘器、挂烫机等清洁电器软管因使用者位置移动有频繁弯曲、拉伸需求，而洗碗机软管主要用于喷射高压水流。

表 3：软管的性能和质量可直接影响清洁电器工作效果

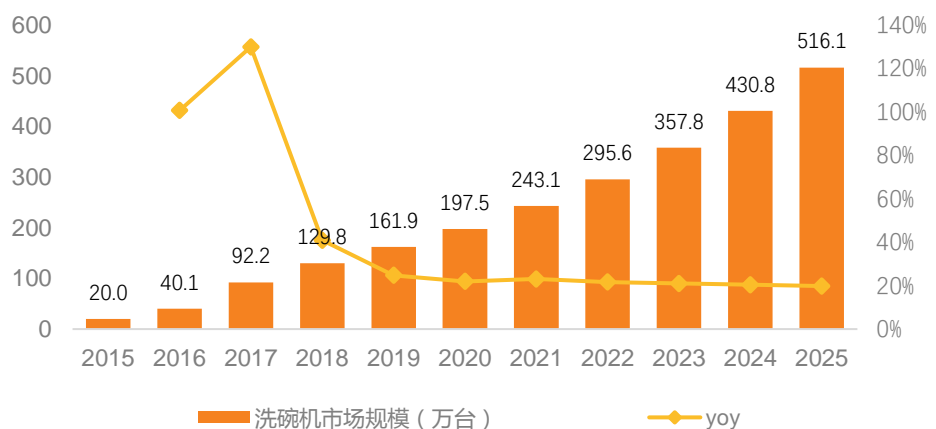
电器品类	工作原理	软管的作用	对软管的技术要求
吸尘器	利用电动机带动风叶高速旋转，使其内部产生局部真空，与外界产生压力差而形成空气吸力，使灰尘和污物通过地刷、接管、手柄、软管、主吸管吸进桶内，经过滤装置将灰尘和污物滤下，过滤后的清洁空气由出风口排出，从而达到清扫环境、净化空气的目的。	流通空气、溶液、灰尘和污物等。	通风速率高、气密性高、耐高温、耐低温、耐腐蚀、耐磨、耐压、柔韧性好、粘结力强。
挂烫机	利用灼热的水蒸汽通过软管，由蒸汽喷头对准衣物的褶皱处进行热气喷射，来软化衣物纤维组织，从而使衣物平整顺滑。	导出水蒸气（长时工作温度 > 80℃，即时耐温 > 120℃）	防烫、耐高温、蒸汽均匀、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（约60℃）的高压水流	耐压、耐温、密封性

资料来源：春光科技招股说明书，天风证券研究所

2.2. 疫情持续发散，消费持续转向可选

消费升级和结构调整期家电市场整体增长乏力，各品类的业绩明显分化。近年来我国黑、白大家电增长疲软，生活电器市场整体保持较快增长态势。叠加疫情二次爆发，消费者居家与清洁需求延续，吸尘器、挂烫机及洗碗机等清洁电器表现靓丽，利好中游软管生产企业。据欧睿国际，2020 年我国洗碗机市场规模 197.47 万台，同比+22.0%，2015-2020 五年 CAGR 高达 58.1%；吸尘器市场规模 2016.5 万台，同比+12.4%，2015-2020 年 CAGR 为 17.3%。据奥维云，2020 年我国挂烫机销额 28.8 亿元（同比-16.9%），销量 1546.2 万台（同比-8.4%），2021 年挂烫机市场规模推总销额 31.6 亿元（同比+9.8%），销量 1778.0 万台（同比+15.0%）。

图 5：我国洗碗机市场规模（万台）



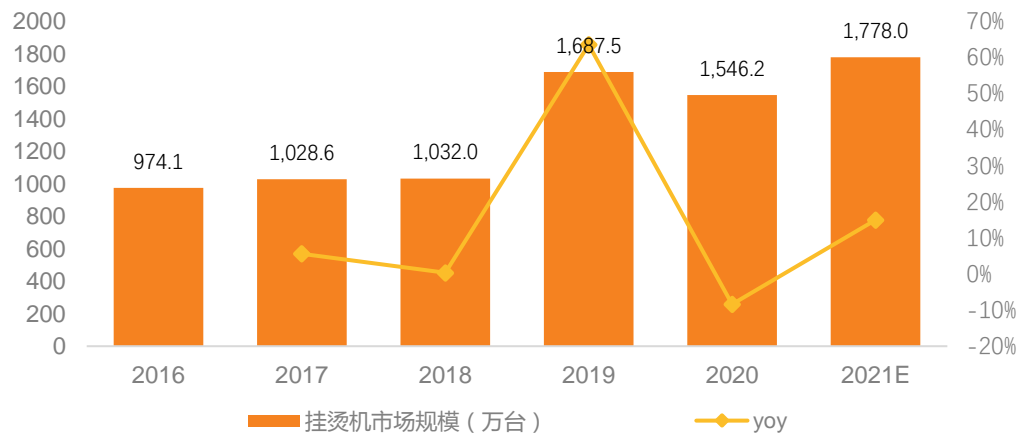
资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 6：我国吸尘器市场规模（万台）



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 7：我国挂烫机市场规模（万台）





资料来源：奥维云，天风证券研究所

2.3. 下游放量反哺生产，需求驱动龙头效应凸显

清洁电器放量反哺上游，性能+质量需求推升行业集中度。目前我国清洁电器软管行业的从业企业数量众多，主要集中在江苏、广东和浙江三省。下游清洁电器整机厂商及终端品牌重质量性能，叠加劳动力和运输成本攀升、原材料价格波动加速行业优胜劣汰，经多年发展行业竞争格局已基本形成，**市场需求逐步向具备规模优势、产品优势及技术优势的大型企业集中。**目前清洁电器软管龙头包括春光科技、巴拉斯塑胶（苏州）有限公司、东莞巴拉斯迪软管科技有限公司、杭州泰贺塑化有限公司和苏州工业园区嘉信科技有限公司等。据中国塑料加工工业协会文件，春光科技 2011-2015 年生产的吸尘器软管销量及市占率行业居首。

表 4：清洁电器软管龙头概况

公司名称	公司简介	产能和市场份额情况
 巴拉斯塑胶（苏州）有限公司	成立于2001年，隶属于全球知名软管供应商PLASTIFLEX公司，其产品覆盖各种规格的塑料波纹软管、高低压电气波纹软管、高拉伸率弹簧软管、各类型排水排污塑料管以及全系列软管配件等。	母公司PLASTIFLEX公司是全球知名的塑胶软管制造商。
东莞巴拉斯迪软管科技有限公司	成立于2012年，主要生产和销售塑胶制品、塑胶软管、医用气体导管、吸尘器配件等。	
 杭州泰贺塑化有限公司	成立于1994年，现生产和经销的产品主要包括各种工业及民用塑胶软管系列产品、橡胶制品、汽车配件、洗衣机用压力进水管、排水软管、吸尘器用塑料软管及汽车滤清器进气管、汽车发动机空气管等。	日本TIGERS POLYMER株式会社的下属子公司，中国区主要客户为日本松下、东芝、三洋、日立、本田、上海日立、苏州三洋、杭州松下、杭州大诚、东风本田、一汽等企业，年营业额1.8亿元。
苏州工业园区嘉信科技有限公司	成立于2001年，主要生产吸尘器软管、EVA导电管、PVC伸缩导电管、PVC伸缩管、吹塑管、水箱、水袋、弯管、洗衣机排水管等。	拥有厂房面积25,000 m ² ，吸尘器软管年产能300万条，真空吹塑件年产能900万套，洗衣机排水管年产能500万条，主要客户为Dyson, Miele, Bissell, Electrolux, Philips, Panasonic, Hoover, Royal, VAX, Samsung, LG等。
磐安县景光塑胶制品厂	成立于2002年，是一家综合性塑胶软管企业，主要生产吸尘器软管及高压水枪的高压管产品。	与嘉信科技同一实控人，企业产品主要配套于世界品牌吸尘器制造商，主要客户为LG电子、松下电器、金莱克、爱普、TTI、美的、海尔及香港艺龙、香港华利美、香港奥斯拉等。

资料来源：春光科技招股说明书，天风证券研究所

注：1、数据来源于上述公司网站公开披露的信息；2、巴拉斯塑胶（苏州）有限公司和东莞巴拉斯迪软管科技有限公司属于同一实际控制人控制的企业；苏州工业园区嘉信科技有限公司和磐安县景光塑胶制品厂属于同一实际控制人控制的企业。

3. 技术+产品+客户多维加码，协同发展整机增长可期

3.1. 技术革新构建壁垒，产品升级满足多元需求

深耕软管配件核心技术研究，创新开发+规模效应巩固龙头地位。自成立以来公司注重清洁电器软管及配件产品的基础、核心技术的研发，公司已具备的技术创新能力、原材料开发能力及专用设备研制能力持续巩固其市场龙头地位。随着下游清洁电器整机厂商及终端品牌对软管产品性能、质量、功能要求提升，龙头具备规模效应及优质创新开发能力助力行业资源集中；叠加清洁电器整机厂商及终端品牌组件化采购趋势，预计行业集中度的提升加速。

技术端：公司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，先后自主开发“高端吸尘器用高强度电子软管”、“1:8大伸缩比软管”、“四螺旋中央吸尘器软管”等先进产品，持续扩大品类应用范围，同时改造、升级软管及配件产品专用设备以提升生产效率，通过避免同质化竞争有效扩大产能、缩短交期并实现稳定供货。

原材料端：公司通过深入分析调研B端客户意见紧跟前沿动态，反复调整、创新、完善原材料配方，并与埃克森、陶氏化学、杜邦等国际大型基础材料供应商建立了长期合作关系以实现降本增效目标。

图 8：公司产品和设备技术不断突破



资料来源：春光科技官网，天风证券研究所

高品质创造利润增长点，产品多元/系统/定制化趋势锚定。随着成型工艺的成熟和改性材料的使用，为满足消费者个性化需求，软管产品的材料、外观、性能、功能多样化趋势锚定。叠加清洁电器产品升级趋势延续，高端化、智能化、节能化整机发展要求相关软管产品满足特定需求，如具备干湿两用、大吸力、静音、环保等功能。

3.2. 优质 B 端客户长期赋能，拓展整机领域加码矩阵

公司以现有优质客户为基础，不断提升中央吸尘器、挂烫机、洗碗机和户外清扫工业除尘系统等领域市场份额。在稳固软管及配件产品市场竞争力基础上，通过收购海内外整机制造企业苏州尚腾科技&越南 SUNTONE 逐步向吸尘器整机业务领域拓展，致力于为国内外知名吸尘器品牌商提供优质征集产品和服务，巩固客户关系的同时对已有业务形成良好协同发展效应。

图 9：苏州分公司凯弘橡塑和尚腾科技



资料来源：春光科技官网，天风证券研究所

图 10：越南分公司 CGH TECHNOLOGY 和 SUNTONE

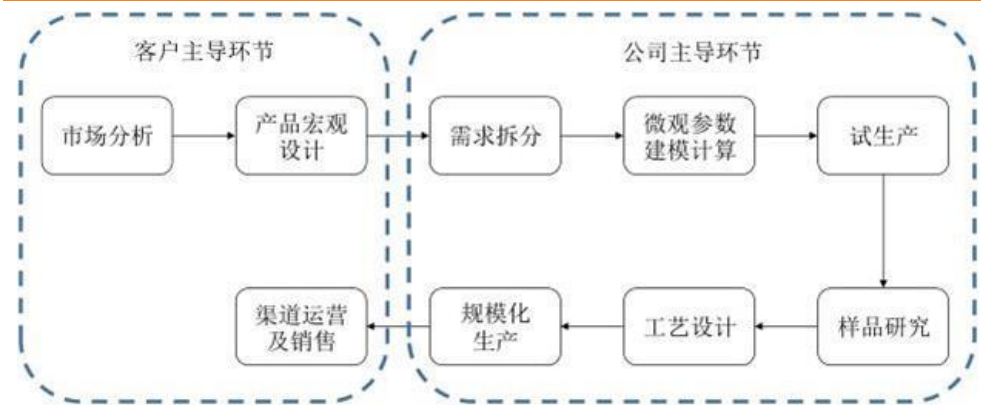


资料来源：春光科技官网，天风证券研究所

4. 整机业务蓄势待发，未来有望迅速增长

春光在 21 年成功通过 OEM/ODM 的形式切入整机代工领域。2021 年，公司成功实现向清洁电器等小家电整机领域的拓展，公司清洁电器整机业务主要采用 ODM/OEM 生产模式，对于品牌商成熟定型的产品公司承接业务后，公司主要通过 OEM 模式进行生产；对于品牌商拟推出的新品，在品牌商完成产品及业务定位后，公司通过计算机辅助设计、原型机/工程机生产、BOM 表成本核算等环节，将客户的产品概念转化为各个功能部件的具体结构样式、材料选型、功能参数等，并进行小批量试制。在试生产结束后，客户与公司将对样品及其制造过程进行进一步优化，形成最终的成品方案，由公司负责生产落地。

图 11：整机生产模式



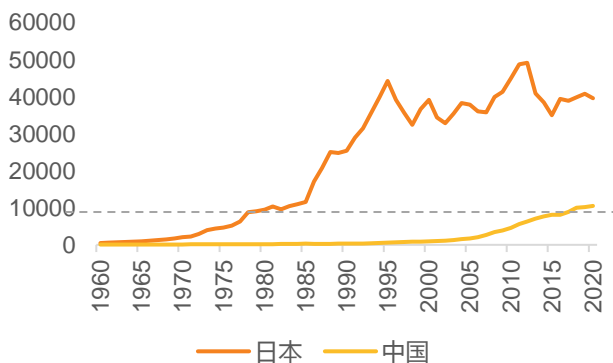
资料来源：德昌股份招股说明书，天风证券研究所

公司收购的苏州尚腾和越南 suntone 具备整机代工的能力，代工产品主要为吸尘器，同时根据苏州尚腾公司的专利储备情况看，公司也具备洗地机和扫地机的代工能力。整机代工部分的营收来源可以拆分为量与价两部分。以下我们将从量和价两方面来研究公司的成长空间。

4.1. 清洁电器行业迅速增长，代工需求逐渐增加

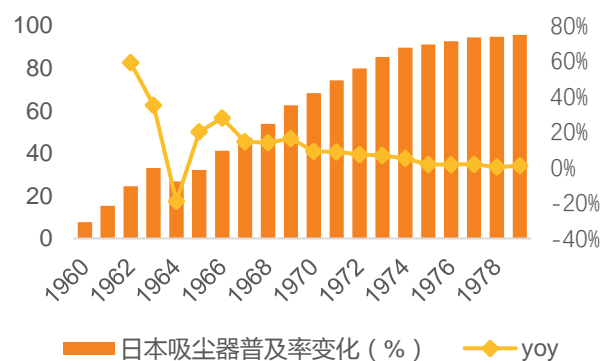
随着人均可支配收入的提升，国内清洁电器的渗透率将逐渐接近发达国家。我们对标与中国生活习惯较为相似的日本来研究国内清洁电器市场的渗透率和市场规模的变化。家电的普及将随着人均可支配收入的增加由必选品向可选品进行延伸，参考日本人均 GDP 的变化情况，中国 2020 年的人均 GDP 达到日本 1983 年人均 GDP 的水平，但清洁电器渗透率对比日本在 1984 年接近 100% 的渗透率（95.8%）仅为 13.5%，渗透率相当于日本 1961-1962 年左右的水平。日本在 1960-1980 年间实现了经济的高速增长，人均 GDP 的 CAGR 高达 16.1%。

图 12：目前中国人均 GDP 已达到日本 1984 年左右人均 GDP 的水平（美元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 13：日本吸尘器渗透率的变化（%）



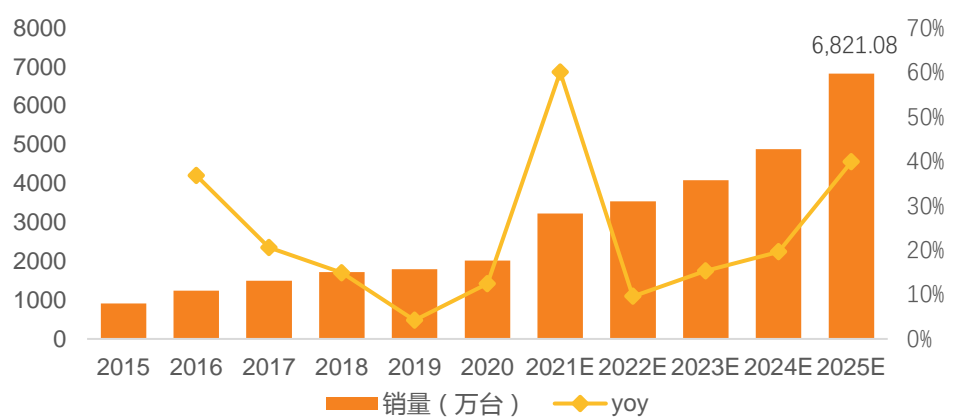
资料来源：日本统计局，天风证券研究所

短短 20 年间，日本的清洁电器渗透率由 1960 年的 7.7% 提升至 1980 年的 95.8%，实现了清洁电器产品的高度普及。我们对标日本清洁电器的发展路径测算国内清洁电器和子品类的市场规模。参考日本 1960-1980 年间渗透率的变化水平，分段给出国内清洁电器市场未来对应的 CAGR 增速，并对照每种子品类产品在国内所处的产品阶段和行业增速，分别假设每种子行业渗透率的增速。经我们测算得到 2025 年国内清洁电器的渗透率为 35.98%，其中推杆吸尘器、扫地机、洗地机的渗透率分别为 6.34%/7.51%/3.35%。

4.1.1. 清洁电器市场规模测算

随着产品升级加速，消费者更新需求意愿将更加强烈，我们假设产品更新周期为 4 年一次每次更新需求比例为 100%，通过当年的更新需求+新增需求得到市场整体的销量规模。参考日本清洁电器市场渗透率变化的阶段和增速，经我们测算，2025 年清洁电器市场销售规模在 6821 万台，2020-2025 年的 CAGR 为 27.6%。

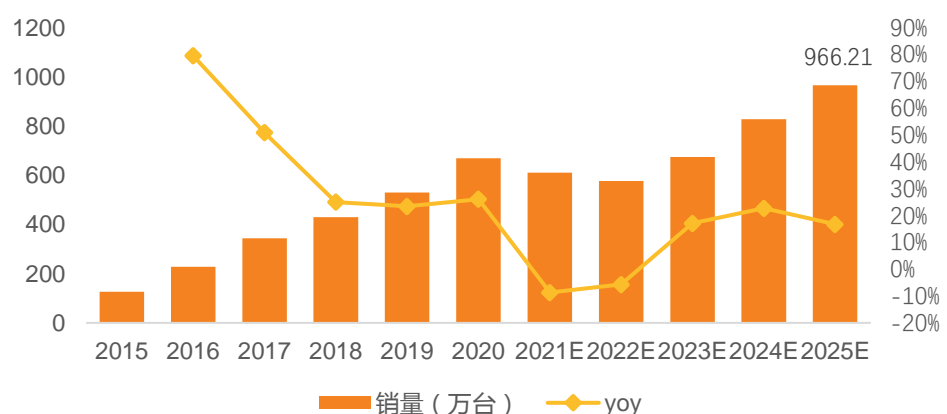
图 14：中国清洁电器市场规模（万台、%）



资料来源：根据欧睿国际数据测算，天风证券研究所

推杆式吸尘器：推杆式吸尘器具有使用场景较多、较便捷的特点，除了常规的地面清洁外吸尘器还可以清洁立体空间，如狭窄的门缝、窗框、沙发缝隙等边角的地方。这类使用场景扫地机和洗地机暂时难以取代。基于产品的属性，我们认为未来推杆式吸尘器仍有较大的市场空间，由于推杆式吸尘器增长较为平稳，我们参考日本 1967-1973 年清洁电器渗透率的增速，经我们测算，2025 年推杆式吸尘器销售规模在 996.21 万台，2020-2025 年的 CAGR 为 7.6%。

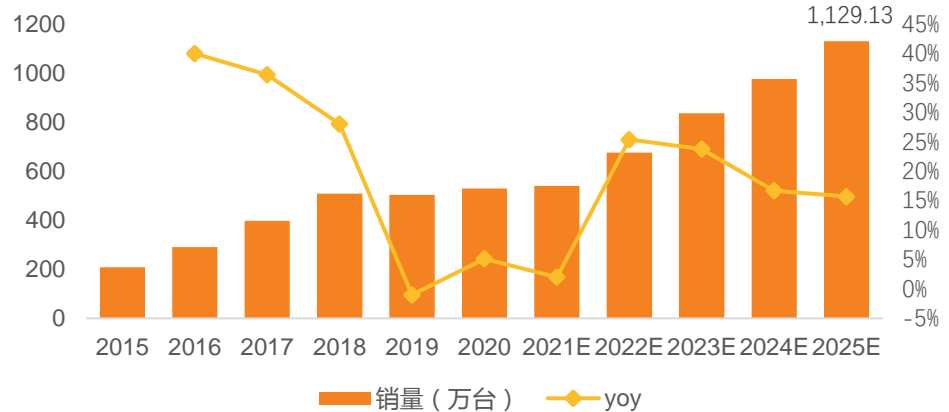
图 15：中国推杆式吸尘器市场规模（万台、%）



资料来源：根据欧睿国际数据测算，天风证券研究所

扫地机：去年大卖的主打自清洁和拖地功能的云鲸使消费者能进一步解放双手，优化消费者体验，同时使市场在今年也开启了自清洁扫地机的元年。未来随着技术的进步，扫地机在功能完善和均价下行下将会加速放量。由于扫地机尚处于产品上升阶段，我们参考日本1967-1969年清洁电器渗透率的增速，**经我们测算，2025年扫地机销售规模在1129.13万台，2020-2025年的CAGR为16.4%。**

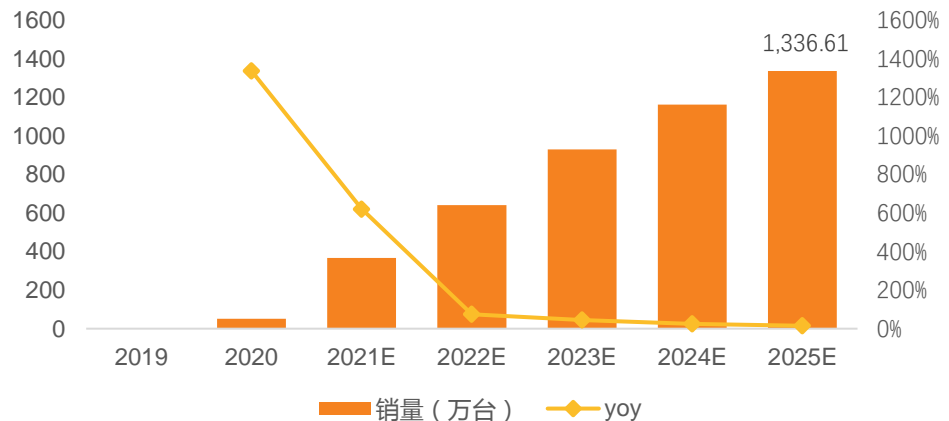
图 16：中国扫地机市场规模（万台、%）



资料来源：根据欧睿国际数据测算，天风证券研究所

洗地机：洗地机在国内发展历史较短，去年在带自清洁功能的添可洗地机推出后才使得市场需求迅速增长。目前洗地机的国内销量尚小处于快速放量上升阶段，且洗地机能有效解决消费者的拖地痛点，未来将属于偏刚需类的产品。因此我们假设未来短期内市场销量增速较快，中长期增速逐步放缓。**经我们测算，2025年洗地机销售规模在1336.6万台，2020-2025年的CAGR为92%。**

图 17：中国洗地机市场规模（万台、%）



资料来源：根据欧睿国际数据测算，天风证券研究所

清洁电器整机代工的需求日益扩张。随着清洁电器需求量的上升，清洁电器代工的需求量也将逐步提升。我们预计公司整机代工的产品主要可分为三类，吸尘器、扫地机和洗地机。根据奥维数据显示，21年（2021/1/1-2021/11/21）在清洁电器中占比较大的扫地机、推杆式销量分别为411/599万台，洗地机作为近年来迅速起量的清洁电器产品之一，在清洁电器中的占比已经上升至7%，销量达到146万台。随着国内清洁电器市场规模的提升，越来越多的品牌也涌入市场，整机代工也愈发普遍。整机代工主要来自两大方面的需求，一方面新进入的互联网品牌商急需代工厂商的制造能力将产品落地面世打开市场，另一方面海外品牌在拓展中国市场时会倾向于与国内可靠、更具性价比的代工厂商进行长期的合作，

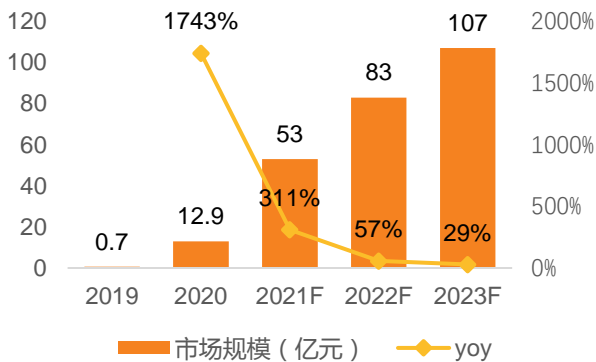
帮助其拓展中国市场。

以吸尘器为例，海外品牌 TTI、Shark 采用国内的富佳、德昌等大型代工厂为其进行整机代工，提升品牌整体供应链的效率。国内品牌如小米，也通过追觅这类小米供应链的代工厂商为品牌进行贴牌生产。针对洗地机这类面临需求短期迅速扩张的新兴品类，代工需求将会更大。

根据奥维报告显示，从供应链情况来看，除了添可、美的等企业自建生产线外，还有很多代工厂涌入，目前行业有尚腾（春光）、诚河、新宝、伟创力、商斯迈、朗科等近十家有能力生产洗地机的代工厂，这些代工厂为洗地机的行业发展提供了完备的后勤保障。

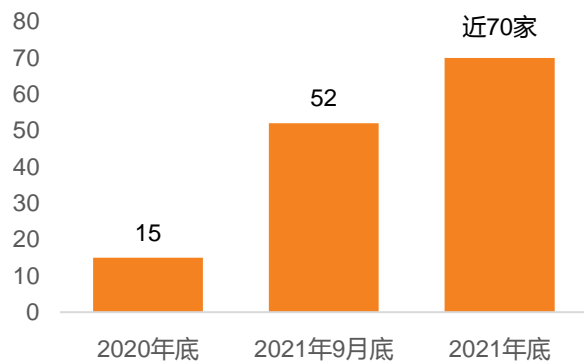
因此，我们认为整机代工市场的成长空间广阔。其中，春光科技因为其软管与配件业务，长期与几乎所有清洁电器品牌公司建立起深厚的合作关系，可触达和服务更多有整机代工需求的品牌客户，收获下游整机需求迅速增长的行业红利。

图 18：国内洗地机市场规模高速增长（亿元，%）



资料来源：奥维云网，天风证券研究所

图 19：大量品牌涌入洗地机市场



资料来源：奥维云网，天风证券研究所

表 5：洗地机新锐品牌逐渐进入市场（台）

	添可	必胜	bobot	扬子	海尔	莱克吉米	hizero	diisea	美的	由利	石头	eureka	shark	米家	追觅	追光	苏泊尔	德尔玛
2020-11	96974	37777	14614	5846	1301	811	310											
2021-06	110075	23411	6141	4772	420	1305	798	8934	2385	506								1
2021-11	168022	24600	9229	1161	6878	5163	636	19280	7127	19721	10366	8653	3322	7221	1795	6565	3767	2228

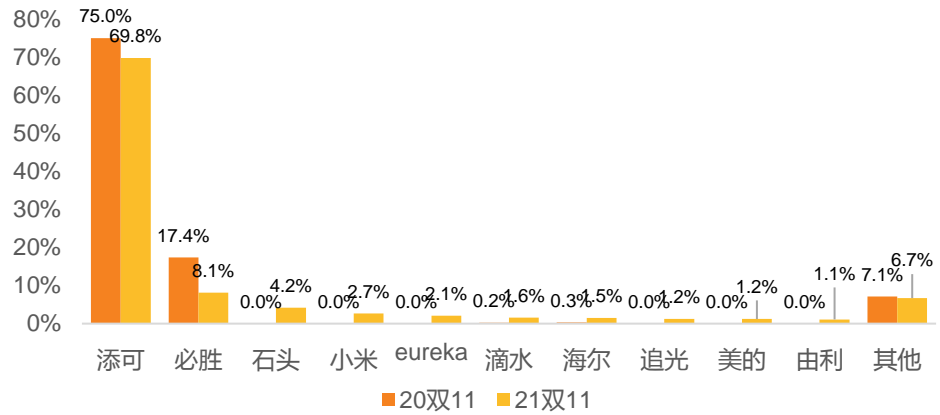
资料来源：淘宝数据，天风证券研究所

根据我们上文的测算，2022 年推杆式吸尘器/扫地机/洗地机的销售规模分别为 576.2/675.9/641.3 万台，目前吸尘器代工市场较为成熟，大部分品牌为代工产品，因此我们假设市场上推杆式吸尘器的代工比例在 80%。扫地机市场中科沃斯、云鲸属于自建产能，根据奥维数据显示，年初至今科沃斯销量市占率为 38.87%，云鲸为 10.1%，由于我国珠三角地区扫地机生产产能充足，我们极端假设除科沃斯和云鲸外其余品牌均采用代工的方式，则扫地机代工的比例为 50%左右。根据假设的比例，22 年国内推杆式吸尘器和扫地机的代工规模分别在 461/338 万台；若未来保持比例不变，则 2025 年国内推杆式吸尘器和扫地机的代工规模分别在 773/565 万台。

作为短期内迅速增长的清洁电器，洗地机代工的产能需求与已经较为成熟的吸尘器和扫地机代工相比缺口更大。根据奥维数据显示，今年双十一期间虽然添可占比仍高达 70%左右，但已有许多新品牌涌入赛道，竞争格局呈现百花齐放的状态。排名靠前的品牌中科沃斯旗

下的添可子品牌有工厂自产，许多品牌均需整机代工厂商的制造支持。根据上文洗地机的市场空间测算，我们极端假设除添可外其余品牌均需要洗地机的代工厂商，则 2022 年国内洗地机代工市场规模为 192 万台；未来随着更多的品牌进入市场，洗地机代工需求比例预计将不断上升，假设 2025 年代工比例与扫地机相同为 50%左右，则国内洗地机代工规模为 668 万台。

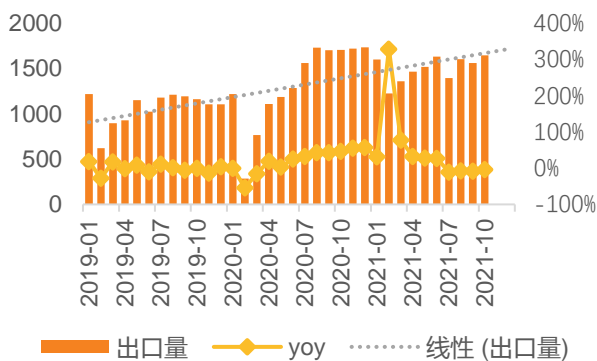
图 20：双十一期间线上洗地机销额占比及同比（%）



资料来源：奥维云网，天风证券研究所

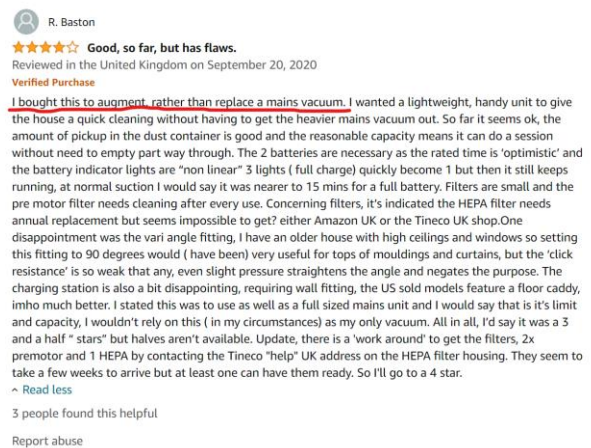
供给双方需求使中国制造走向世界。放眼全球清洁电器市场，一方面在供给端，国内的制造业产业链成熟，代工产能供给充足，质量好；另一方面在需求端，海外消费者教育完善，具有良好的清洁电器使用习惯和较强的购买力，吸尘器出口量逐年上升，此外，海外消费者在清洁工具的使用上有专业工具专业化的倾向，家中备有多台清洁电器产品分别用于不同的清洁场景，这使海外发达国家的清洁电器市场即使在渗透率较高的情况下仍有较大的发展空间。

图 21：国内吸尘器出口量（万台，%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 22：部分海外消费者购买添可吸尘器用于对家中主要的清洁电器做补充



资料来源：美国亚马逊，天风证券研究所

根据欧睿国际数据显示，2020 年中国清洁电器市场占全球清洁电器市场的 17%，假设这一比例在 2025 年将提高到 20%，则根据我们上文对清洁电器市场的预测，全球每年将平

均新增 4474 万台清洁电器，全球市场的新增规模亦十分可观。与其他国家相比，中国清洁电器行业拥有完备的制造加工产业链，同时一些代工厂为了降低贸易摩擦的风险，也在东南亚其他国家设置了工厂。随着全球清洁电器市场规模的增加，更多的海外品牌也将选择中国代工企业进行生产制造以提高效率节约成本。春光一方面在整机代工上有完备的技术储备和充足的产能，且在越南、马来西亚等地设有生产基地降低海外风险；另一方面，公司与海外清洁电器龙头品牌如 shark、戴森等有长期的合作关系，拥有行业龙头的背书，使公司有望打开海外市场空间，率先获得行业增长的红利。

4.2. 洗地机存在产能缺口，整机代工单价较高

价格方面，根据奥维数据显示，在清洁电器行业中销量占比较大的推杆式吸尘器均价为 895 元，立式吸尘器均价为 1148 元略高于推杆式吸尘器，但销量占比仅为 1.15%，且占比的同比还有所下降。相比之下扫地机和洗地机均价分别为 2348 元和 3161 元，同时从销量占比看，扫地机在清洁电器销量中占比较大，洗地机虽然目前占比尚小但占比的同比有显著提升，因此从代工角度看，终端销售价格更高，行业占比较大、增速较快的扫地机和洗地机的代工利润将更加丰厚。

表 6：21 年线上清洁电器中各品类均价变化（2021/1/1-2021/11/21）

	销量行业占比	同比	均价（元）	同比（元）
推杆式	30.09%	-1.15%	895	+19
机器人	20.94%	-1.9%	2348	+667
桶式	9.34%	-0.02%	302	-7
洗地机	7.17%	+5.54%	3161	+121
手持式	2.25%	+1.08%	208	-132
立式	1.15%	-1.16%	1148	+308

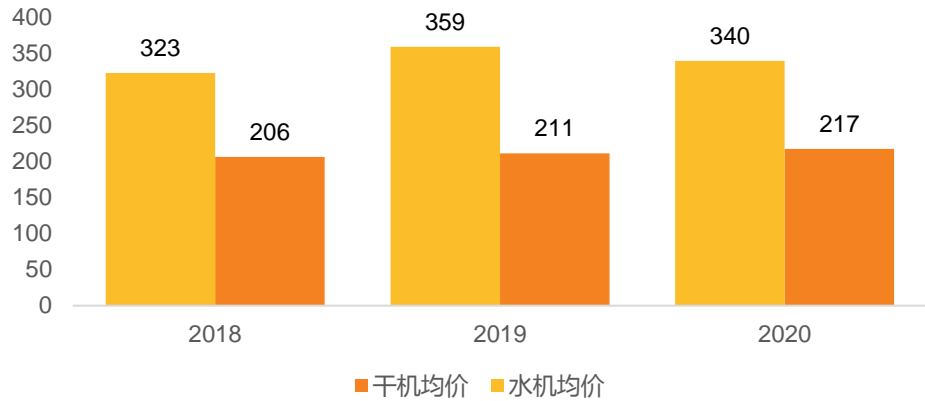
资料来源：奥维云网，天风证券研究所

吸尘器代工价格：分品类的代工价格我们参考同行其他代工厂商，吸尘器参考德昌的代工价格，2020 年吸尘器干机的代工均价在 217 元左右，但由于德昌代工的吸尘器品类较多，在一定程度上降低了代工的客单价，因此我们同时参考富佳无线和有线吸尘器的代工均价，大约为 359 元。

扫地机代工价格：考虑到今年的代工价格可能受到芯片短缺等原材料价格的影响，扫地机代工价格参考富佳扫地机 2021H1 和 2020 年扫地机的代工均价，扫地机代工价格在 785 元左右。

洗地机代工价格：从单机代工价格看，我们参考同为代工厂商的德昌的吸尘器整机价格。根据德昌的招股说明书显示，2020 年吸尘器干机的代工均价在 217 元左右，德昌为客户 TTI 提供的单品销售价格相对于 TTI 产品在终端渠道零售价格处于 1:3.5 上下水平。而洗地机产品在国内一方面销售单价相对于吸尘器更高，另外一方面存在产能紧缺、设计能力紧缺的瓶颈，因此我们认为洗地机的终端加价率可能高于 3.5 倍。若根据奥维 21 年洗地机的均价计算，代工厂的单机出厂价可能在千元左右甚至更高。

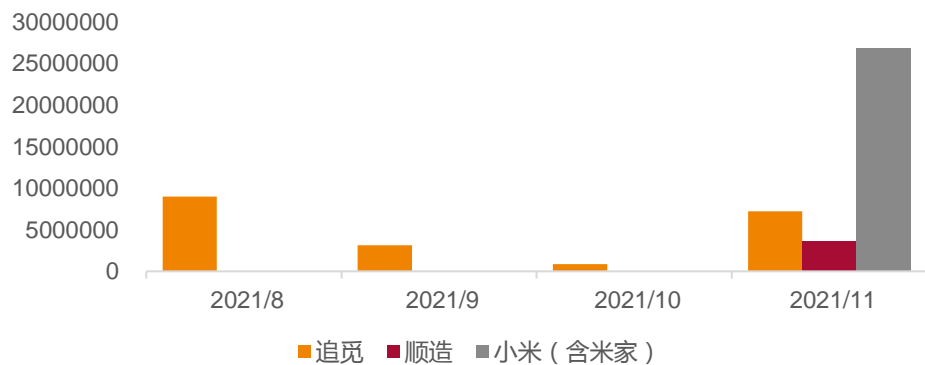
图 23：德昌吸尘器整机代工单价（元）



资料来源：德昌股份招股说明书，天风证券研究所

综合上文对国内吸尘器/扫地机/洗地机代工销量和均价的测算，针对国内市场的代工规模，2022 年国内吸尘器/扫地机/洗地机的销额市场规模分别为 16.5/26.5/20.3 亿元，合计 63.3 亿元。根据富佳的招股说明书显示，顺造于 2020 年进入小米生态链为其生产洗地机产品，且顺造科技引入春光子公司苏州尚腾科技制造有限公司作为新产品的代工厂并已下达采购订单。预计至 2021 年 12 月底，顺造科技总计将向尚腾科技下达 5 万台洗地机的采购订单，21 年春光的洗地机代工业务已经初具规模。若仅考虑为国内市场代工，假设春光 22 年占国内代工市场的 5-10%，则公司整机代工业务的收入规模为 3.2-6.3 亿元；公司收购的越南 SUNTONE 自成立以来，已形成年加工组装 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。假设越南厂吸尘器代工价格与国内吸尘器代工价格相同，则 150 万台吸尘器的产能对应至少 5 亿左右的整机代工营收，若能增加为海外品牌的整机代工业务，则代工业务营收规模将更大。

图 24：小米系品牌洗地机产品迅速起量（元）



资料来源：生意参谋，天风证券研究所

4.3. 新老业务相互协同，开启代工市场的星辰大海

公司新老业务协同，共享优质客户资源，为迅速切入高成长赛道保驾护航。切入洗地机市场的新公司中有许多原本就拥有清洁电器产品矩阵的品牌，如美的、小米等。春光的清洁电器整机业务客户主要为国内外清洁电器龙头品牌，公司销售人员利用软管及配件业务积

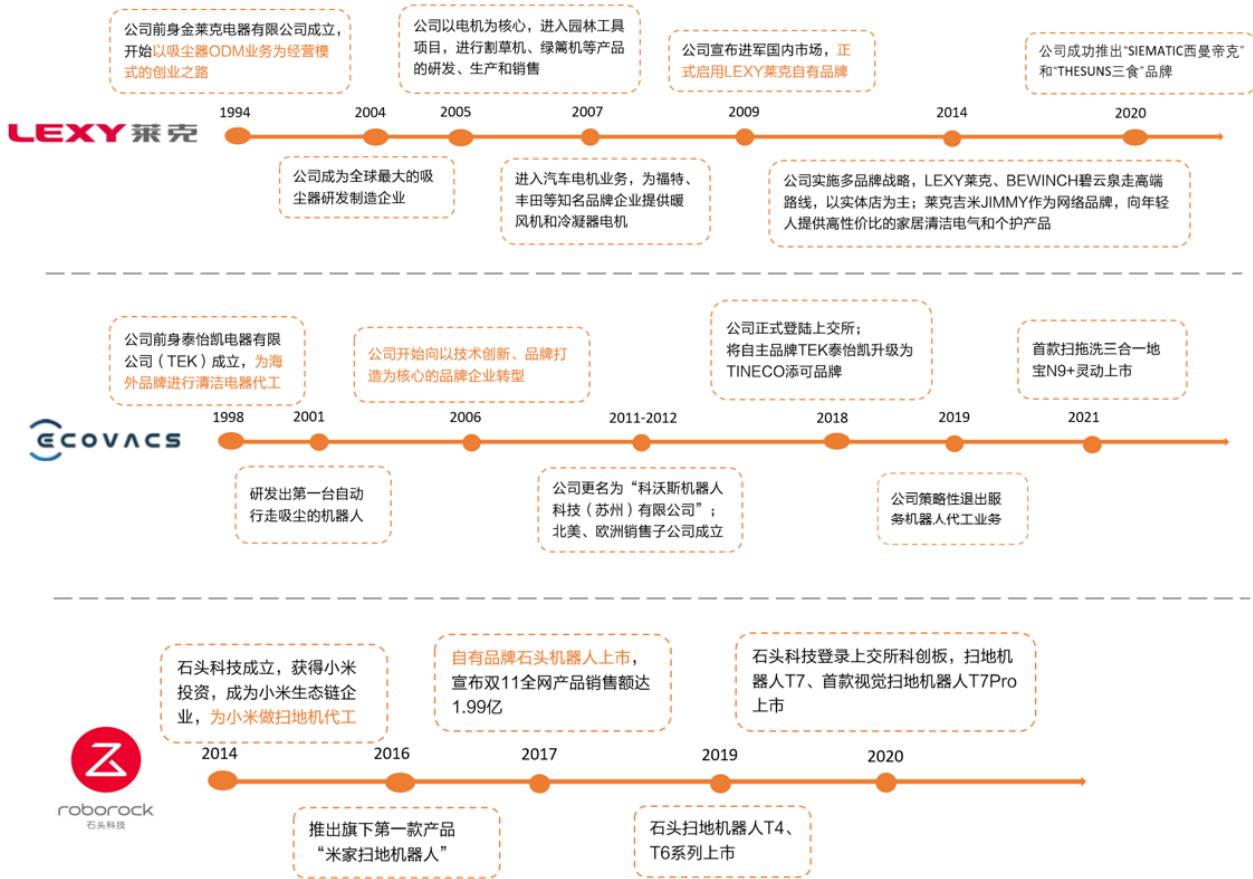
累的优质客户资源进行开发并维护，通过邀请客户参观、试生产、洽谈订单等方式逐步获取客户的信赖及订单。公司在清洁电器的软管和配件业务中积累的优质客户资源，可为公司整机代工的新业务带来的客户红利，与其他代工厂相比有更多与品牌合作的机会，优先抢夺优质客户的订单，在洗地机代工行业迅速占据一席之地。**代工业务规模扩大后有望反哺原有软管和配件业务。**未来随着整机代工规模的不断扩大，代工端对配件和软管的需求量也将随之增加，整机代工业务有望反哺公司原有的清洁电器零部件业务，使零部件业务保持增长。

多年技术积累逐步提升零部件自制比例，未来有望提高整机代工利润率。此外，基于公司在清洁电器零部件上的储备，现有的部分软管和配件已经可以用于洗地机的整机代工中，相较于其他代工厂商在制造成本上更有优势。公司在软管和配件的生产中积累了长期的经验，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，随着代工规模的不断扩大，公司有望研制出更多适配清洁电器的配件产品，通过不断垂直化的整合，进一步提升整机代工的利润水平。

4.4. 诸多代工厂成功转型自有品牌，打开未来成长想象空间

复盘国内小家电企业的成长路径，诸多品牌厂商由代工起家，凭借过硬的技术储备和丰富的制造经验以及制造上的规模效应，逐步发展过渡创建自有品牌。这类代工厂转型路径主要有两种，一种是为海外成熟家电品牌进行 ODM 代工，在代工业务形成一定的规模效应后，叠加自身多年的技术积累和生产经验，适时推出自有品牌产品，转型成为自有品牌的家电企业，如科沃斯、莱克电气等。另一种是国内互联网品牌产业链上的代工厂商，自身掌握核心的技术且拥有产品设计的能力，在积累了产品技术和口碑后独立于互联网本品牌发展，打造自有品牌产品，如石头科技。无论是通过哪条发展路径，**代工厂商在具备产品定义和设计研发的能力后有望转型发展自有品牌，打开更广阔的利润空间。**

图 25：科沃斯、莱克、石头发展路径



资料来源: 各公司公告、官网, 天风证券研究所

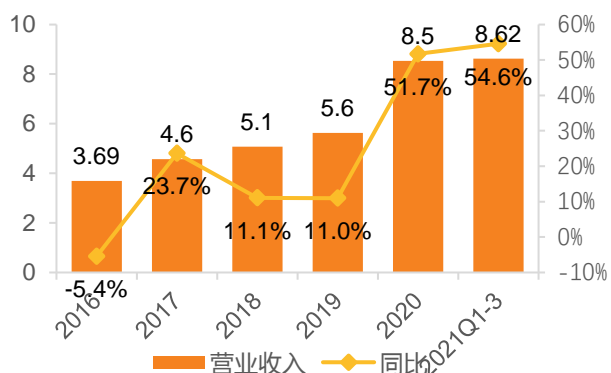
5. 核心财务数据分析

5.1. 收入端: 疫情催生清洁需求, 原材料价格上升影响利润水平

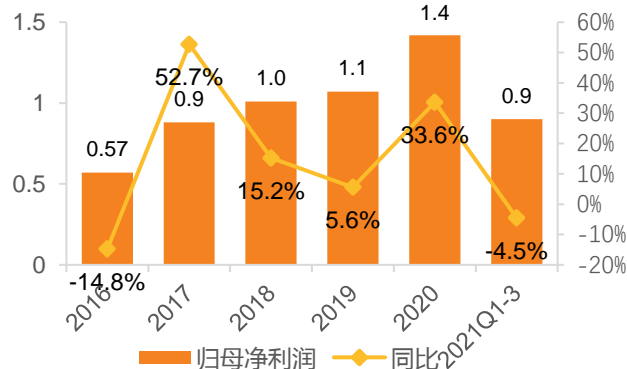
2016年起公司业绩稳定, 营收水平逐年上升。2017-2019年营收逐年提升且增速有所放缓; 2020年起公司作为家庭清洁用品上游企业, 受益于清洁电器行业的增长实现业绩高增, 其中, 2020年公司营收/归母净利润分别为8.5/1.4亿元(同比+51.7%/+33.6%), 2021前三季度公司营收/归母净利润分别为8.6/0.9亿元(同比+54.6%/+4.5%)。三季度受原材料价格上涨的影响, 以及整机代工业务比例上升的原因, 使公司整体利润增速承压, 随着四季度双十一大促前代工需求增加以及未来整机业务规模提升, 公司营收利润有望恢复增长。

图 26: 公司营收及同比 (亿元)

图 27: 归母净利润及同比 (亿元)



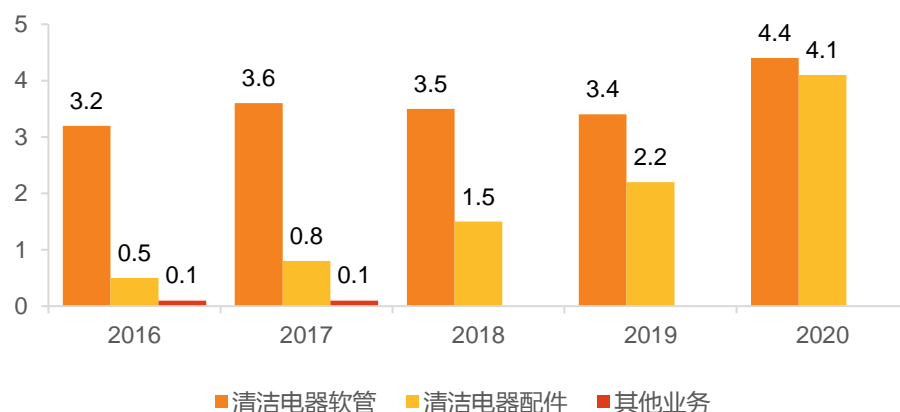
资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

分产品看: 公司主营业务为清洁电器软管和配件, **软管产品** (按成型工艺分) 包括伸缩软管、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、弯管、水袋、接头和手柄等。2020 年公司清洁电器软管/配件收入分别为 4.4/4.1 亿元, 同比+29.4%/+86.4%。2018-2020 年清洁电器软管营收占比略有下滑 (18/19/20 年分别占比 69.8%/61.2%/51.9%), 配件营收占比小幅提升 (18/19/20 年分别占比 30.2%/39.8%/48.1%)。2021 年上半年公司在整机代工业务上已取得部分收入, 根据 21 年的中报显示, 公司吸尘器软管及配件业务收入为 4.67 亿元, 占比 83%; 整机代工业务收入为 0.93 亿元, 占比 17%。

图 28: 公司核心业务营收变化情况 (亿元)



资料来源: wind, 天风证券研究所

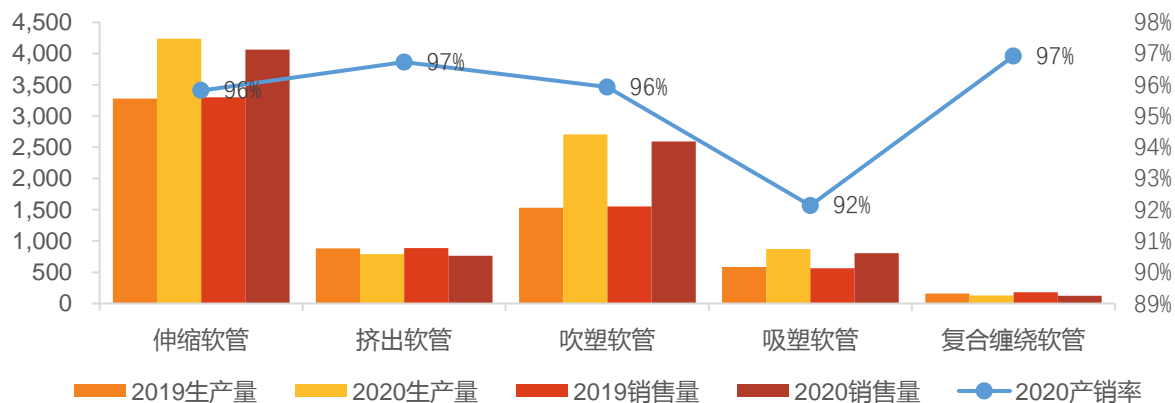
表 7: 公司软管和配件的主营业务包含清洁电器软管和配件两大类

清洁电器软管	吸塑/缠绕软管系列		伸缩软管系列		挤出软管	吹塑软管	湿式软管
清洁电器配件	中央吸尘器软管系列		园林及游泳池软管系列		挂烫机蒸汽软管系列		异性中空吹塑系列
包括水箱、卷线器、地刷、弯管、水袋、接头和手柄等（例：家用真空吸尘器配件系列）							

资料来源：春光科技招股说明书，春光科技官网，天风证券研究所

2020年，公司伸缩/挤出/吹塑/吸塑/复合缠绕软管销量分别为4062/764/2594/805/126万根，同比分别+23%/-14%/+67%/+43%/-31%。公司以销定产的生产模式出货稳定，根据20年年报显示，各类软管产销率介于92%-97%。

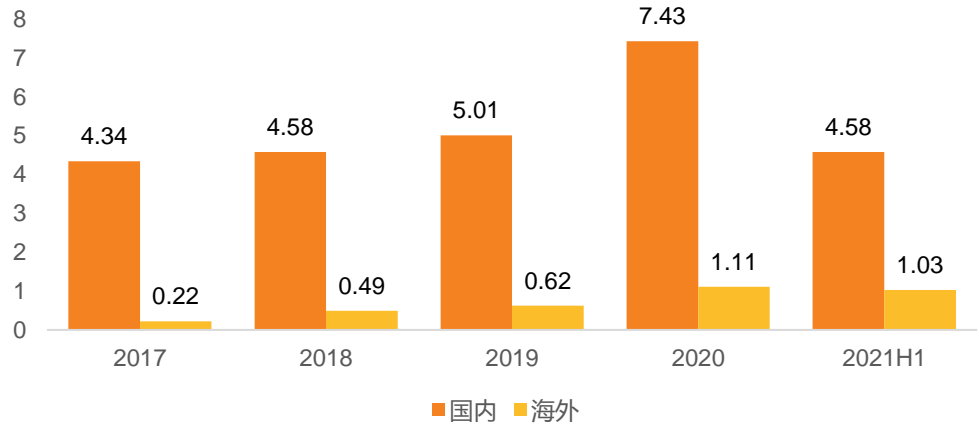
图 29：2020 年公司伸缩/吹塑/吸塑软管产销同比提升（万根）



资料来源：wind，天风证券研究所

分地区看： 公司国内业务指母公司及子公司苏州凯弘、金华凯弘；国外业务指子公司马来西亚 CGH 公司、越南 CGH 公司。2020 年公司内/外销收入 7.4/1.1 亿元，同比分别 +48.5%/+77.5%。20 年受益于清洁电器行业和配件业务的迅速增长带动国内整体的营收上升。21H1 根据公司对海外业务的划分，内销/外销营收分别为 4.6/1 亿元，内外销营收规模均有上升。

图 30：公司内外销营收变化情况（亿元）



资料来源: wind, 天风证券研究所

5.2. 成本端：毛利率整体平稳，成本走高水平略有降低

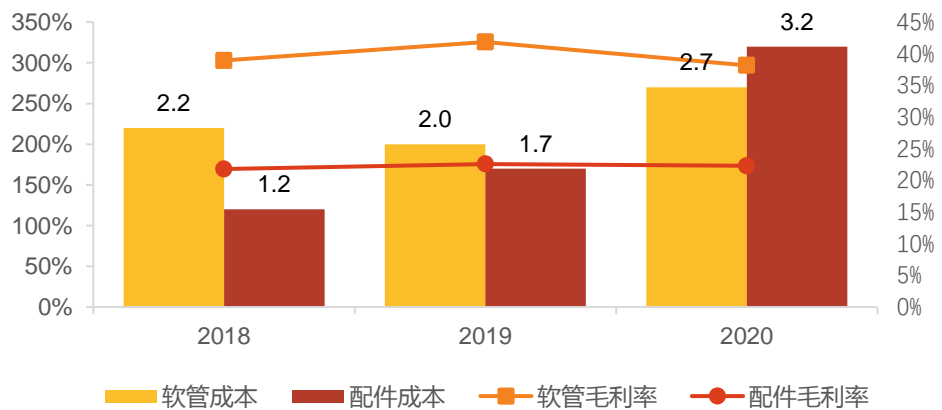
受原材料价格上升及整机代工业务规模上升的原因，今年毛利率水平有所下降。近年来公司清洁电器软管/配件毛利率整体平稳，分别稳定在 40%/22% 水平。根据公司 21 年中报显示，软管及配件业务的毛利率为 27%，同比-5pct；新增的整机代工业务毛利率为 15%，整体毛利率为 25%，同比-7pct。原材料价格居高不下以及整机代工业务规模的上升使公司整体的毛利率水平有所下滑。

表 8：公司分业务毛利率情况

	2016	2017	2018	2019	2020
毛利率	38.2%	36.3%	33.8%	34.2%	30.5%
清洁电器软管			38.9%	41.9%	38.2%
清洁电器配件			21.8%	22.6%	22.3%
伸缩软管	46.0%	44.0%			
配件产品	30.0%	28.2%			
挤出软管	20.2%	18.8%			
吹塑软管	50.1%	50.6%			
复合缠绕管	46.7%	32.7%			
吸塑软管	42.5%	37.5%			
其他业务	20.5%	14.6%			

资料来源: wind, 天风证券研究所

图 31：公司分业务营业成本变化（亿元）

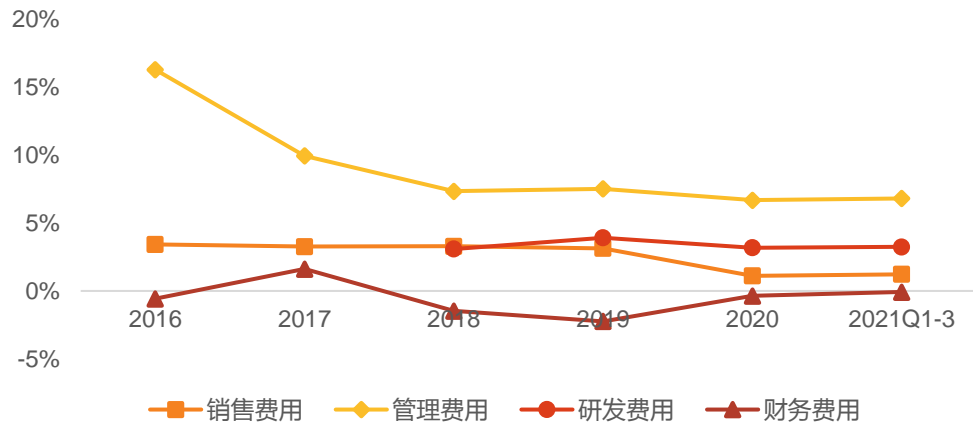


资料来源: wind, 天风证券研究所

5.3. 费用端：持续薪酬&研发投入，营收高增速促使费用率下行

薪酬发放&研发力度加大，营收高增速促使费用率下行。其中，**管理费用率** 2017-2018 年管理费用率显著下降，2018 年研发费用从管理费用中单独分出，使管理费用率有所下降，此后基本保持稳定；2020 年**研发费用率** 3.2%，同比-0.7pct，主要系研发投入增速低于营收增速；2020 年**销售费用率** 1.1%，同比-2.0pct，主要系执行新收入准则将运输费计入营业成本，叠加营收大幅提升。21 年前三季度与上年全年的费用投入水平基本保持一致。

图 32：公司四费变化情况（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

6. 估值与盈利预测

6.1. 盈利预测

收入假设：公司为国内清洁电器软管及配件行业龙头，依托技术、产品优势长期服务 B 端优质客户，采用领先技术并创造规模优势实现降本增效。公司通过收购海内外吸尘器整机企业布局整机领域，预期长期营收稳定增长且现金流向好。随着清洁电器软管业务规模稳增和整机产能进一步释放，业绩有望进一步增长。其中，我们认为随着整机代工需求的快速增长，且由于代工部分基数较低，因此代工部分的营收增速将快于配件和软管部分的增速。我们给予 22-23 年整机代工部分营收增速为 110%/55%，给予软管和配件业务增速为 12%/12%，21-23 年整体营收增速为 59%/44%/32%。

表 9：公司营收拆分

单位: 亿元	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总营收	3.90	3.69	4.57	5.07	5.63	8.54	13.61	19.55	25.87
yoy	20.49%	-5.44%	23.65%	11.07%	11.00%	51.72%	59.35%	43.69%	32.32%
总成本	2.50	2.28	2.91	3.36	3.70	5.93	10.54	15.15	20.10
yoy	14.31%	-8.70%	27.30%	15.55%	10.27%	60.18%	77.58%	43.77%	32.71%
毛利	1.40	1.41	1.66	1.71	1.92	2.61	3.07	4.41	5.77
毛利率	35.9%	38.2%	36.3%	33.8%	34.2%	30.5%	22.6%	22.5%	22.3%
吸尘器软管及配件业务									
占比	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	67.7%	52.7%	44.6%
收入	3.90	3.69	4.57	5.07	5.63	8.54	9.21	10.31	11.55
yoy	20.49%	-5.44%	23.65%	11.07%	11.00%	51.72%	7.83%	12.00%	12.00%
成本	2.50	2.28	2.91	3.36	3.70	5.93	6.69	7.29	8.21
yoy									
毛利	1.40	1.41	1.66	1.71	1.92	2.61	2.52	3.02	3.34
毛利率	35.9%	38.2%	36.3%	33.8%	34.2%	30.5%	27.3%	29.3%	28.9%
整机代工业务									
占比							32.3%	47.3%	55.4%
收入							4.40	9.24	14.32
yoy								110.00%	55.00%
成本							3.84	7.85	11.89
yoy									
毛利							0.56	1.39	2.43
毛利率							12.7%	15.0%	17.0%

资料来源: wind, 天风证券研究所

基于公司以上经营情况,我们预计公司 2021-2023 年收入规模分别为 13.6 /19.6/25.9 亿元, 同比 59.4%/43.7%/32.3%。归母净利润为 1.5/2.2/2.9 亿元, 增速分别为 4.9%/51.7%/29.5%; 对应 EPS 分别为 1.11/1.67/2.17 元/股。

6.2. 估值分析

公司主营业务为清洁电器软管及配件, 因此挑选行业清洁电器及小家电公司进行比较基于行业可比公司的 PE 及市值, 同时参考行业平均估值, 同时考虑到公司整机代工业务营收规模的增速较高, 可以考虑适当上调估值区间, 因此我们给予公司合理估值区间为 2022 年 20-25 倍 PE, 对应 2022 年 45-56 亿元市值, 对应每股合理价格区间为 33.4-41.8 元/股。

表 10: 可比公司估值情况

行业	代码	公司名称	PE(TTM)	市值(亿元)	2021预测PE	2022预测PE
清洁电器行业	603355.SH	莱克电气	44.59	173.72	24.88	18.50
	605555.SH	德昌股份	26.54	87.77	28.31	18.92
小家电行业	002705.SZ	新宝股份	25.77	207.01	23.80	18.32
平均值			32.30	156.17	25.66	18.58

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资建议

公司主营产品清洁电器软管及配件, 其下游吸尘器产品目前在国内渗透率较低, 随着消费升级叠加疫情催生消费需求高涨, 预计下游放量将反哺中游生产; 公司收购海内外吸尘器整机企业拓宽产品矩阵, 与已有业务协同发展放量可期。因此我们预计公司 2021-2023 年净利润分别为归母净利润为 1.5/2.2/2.9 亿元; 对应动态估值分别为 21.9x、14.5x、11.2x, 给予“买入”评级。

风险提示

原材料价格波动风险: 公司产品主要原材料包括聚乙烯类、PVC、筋条、增塑剂、ABS 以及电子线等, 大部分来源于石油化工行业, 供应充足但价格受石油价格影响而呈现一定波动性。若公司无法预判原材料价格走势而采取错误的采购策略, 或无法持续研发高附加值产品以减缓原材料价格波动影响, 公司盈利能力和稳定经营会产生不利影响。

市场竞争风险：目前我国清洁电器软管行业的从业企业数量众多，主要集中在江苏、广东和浙江三省，行业集中度有所提高，但规模较大的规范企业数量仍较少且行业同质化竞争激烈。若公司无法继续保持核心竞争优势、推动产能持续升级，则产品价格和市场份额会有所影响从而对公司盈利能力不利。

替代产品风险：目前国内家居环境清洁方式主要包括用扫把、拖把和抹布等人工清扫，用吸尘器、扫地机器人等自动化或半自动化清扫，其中扫地机器人等替代产品中无需使用软管。若未来具备体积小、智能化、自动化等优点的扫地机器人等替代产品市场应用提升，将抢占更多的清洁电器市场份额并对公司下游产销量产生不利，进而对公司软管及配件产品的销售产生一定影响。

汇率风险：公司出口软管及配件产品时，客户主要采用美元、林吉特等外币结算，公司来自境外的营收占主营营收的比重超而成。未来若人民币汇率呈升值趋势或汇率波动幅度过大影响公司产品出口的价格竞争力，将会对公司的生产经营产生一定不利影响。

代工渗透率不及预期：文中清洁电器整机代工渗透率的测算部分为基于现有情况的合理假设，存在一定的主观性，实际情况可能存在代工渗透率不及预期的风险。

测算存在主观判断和极端取值情况，仅供参考：文中中国和全球清洁电器的市场规模为基于现有情况的合理假设，存在一定的主观性，测算结果仅供参考。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	426.92	373.53	108.87	218.24	206.99	营业收入	562.87	854.00	1,360.89	1,955.43	2,587.44
应收票据及应收账款	207.23	393.33	696.39	694.83	1,146.03	营业成本	370.39	593.31	1,053.61	1,514.77	2,010.18
预付账款	1.25	2.27	5.24	4.98	8.30	营业税金及附加	4.10	5.10	7.25	9.78	12.94
存货	46.79	108.70	145.40	226.79	259.82	营业费用	17.63	9.48	15.58	23.47	31.05
其他	71.38	36.63	117.31	81.39	84.30	管理费用	42.26	57.02	86.06	117.33	155.25
流动资产合计	753.57	914.46	1,073.21	1,226.25	1,705.44	研发费用	22.02	27.18	37.94	44.97	54.34
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	(12.58)	(3.09)	0.78	(1.96)	(2.59)
固定资产	120.51	189.87	229.16	278.35	320.46	资产减值损失	(1.07)	(2.31)	(0.69)	(0.32)	(1.10)
在建工程	52.62	59.26	71.56	90.93	84.56	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	61.03	59.06	57.60	56.14	54.68	投资净收益	4.43	1.21	1.24	2.42	2.32
其他	8.45	14.41	11.81	12.15	12.21	其他	(9.95)	(1.23)	(7.96)	(10.20)	(6.83)
非流动资产合计	242.60	322.60	370.13	437.56	471.91	营业利润	125.65	167.34	167.08	255.18	331.88
资产总计	996.17	1,237.06	1,443.33	1,663.81	2,177.35	营业外收入	0.08	0.07	0.29	1.38	0.46
短期借款	0.00	0.00	134.87	0.00	314.78	营业外支出	1.41	2.02	0.66	1.04	1.28
应付票据及应付账款	92.12	222.53	214.54	470.81	465.66	利润总额	124.32	165.40	166.71	255.52	331.06
其他	26.39	47.18	47.99	47.16	65.62	所得税	17.71	22.95	19.64	30.66	39.73
流动负债合计	118.51	269.71	397.40	517.98	846.06	净利润	106.61	142.45	147.08	224.86	291.33
长期借款	0.00	0.00	13.15	0.00	42.30	少数股东损益	0.00	0.00	(2.39)	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	106.61	142.45	149.46	224.86	291.33
其他	5.62	5.59	5.42	5.54	5.52	每股收益(元)	0.79	1.06	1.11	1.67	2.17
非流动负债合计	5.62	5.59	18.57	5.54	47.82						
负债合计	124.13	275.30	415.97	523.52	893.88	主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	0.00	0.00	(2.27)	(2.27)	(2.27)	成长能力					
股本	96.00	134.40	134.40	134.40	134.40	营业收入	11.00%	51.72%	59.35%	43.69%	32.32%
资本公积	518.19	479.79	480.97	480.18	480.31	营业利润	10.71%	33.19%	-0.16%	52.73%	30.06%
留存收益	772.37	828.41	895.23	1,008.15	1,151.33	归属于母公司净利润	5.59%	33.62%	4.93%	50.44%	29.56%
其他	(514.52)	(480.85)	(480.97)	(480.18)	(480.31)	获利能力					
股东权益合计	872.04	961.75	1,027.36	1,140.29	1,283.47	毛利率	34.20%	30.53%	22.58%	22.54%	22.31%
负债和股东权益总计	996.17	1,237.06	1,443.33	1,663.81	2,177.35	净利率	18.94%	16.68%	10.98%	11.50%	11.26%
						ROE	12.23%	14.81%	14.52%	19.68%	22.66%
						ROIC	17.07%	35.04%	25.81%	21.35%	32.37%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	资产负债率	12.46%	22.25%	28.82%	31.47%	41.05%
净利润	106.61	142.45	149.46	224.86	291.33	净负债率	-48.96%	-38.84%	3.81%	-19.14%	11.69%
折旧摊销	15.36	19.71	9.87	12.90	15.72	流动比率	6.36	3.39	2.70	2.37	2.02
财务费用	(0.75)	8.83	0.78	(1.96)	(2.59)	速动比率	5.96	2.99	2.33	1.93	1.71
投资损失	(4.43)	(1.21)	(1.24)	(2.42)	(2.32)	营运能力					
营运资金变动	195.28	(102.93)	(415.98)	214.45	(483.21)	应收账款周转率	2.51	2.84	2.50	2.81	2.81
其它	(185.85)	(8.05)	(2.39)	0.00	0.00	存货周转率	12.99	10.98	10.71	10.51	10.63
经营活动现金流	126.22	58.80	(259.49)	447.83	(181.07)	总资产周转率	0.58	0.76	1.02	1.26	1.35
资本支出	100.63	93.60	60.18	79.87	50.03	每股指标(元)					
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.79	1.06	1.11	1.67	2.17
其他	(9.54)	(231.26)	(131.12)	(160.33)	(91.72)	每股经营现金流	0.94	0.44	-1.93	3.33	-1.35
投资活动现金流	91.09	(137.67)	(70.94)	(80.46)	(41.70)	每股净资产	6.49	7.16	7.66	8.50	9.57
债权融资	0.00	0.00	148.03	0.00	357.09	估值比率					
股权融资	13.70	(1.64)	1.46	1.17	2.72	市盈率	30.67	22.96	21.88	14.54	11.22
其他	(117.71)	(46.41)	(83.71)	(259.17)	(148.28)	市净率	3.75	3.40	3.18	2.86	2.54
筹资活动现金流	(104.01)	(48.05)	65.77	(258.01)	211.52	EV/EBITDA	12.78	9.19	19.06	11.59	9.91
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	14.16	10.13	20.22	12.19	10.38
现金净增加额	113.30	(126.92)	(264.66)	109.37	(11.25)						

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风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。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com