

2022年4月26日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

富佳股份 (603219): 国内吸尘器ODM龙头企业, 上市助力新成长

推荐 (首次)

投资要点

分析师: 任春阳

执业证书编号: S1050521110006

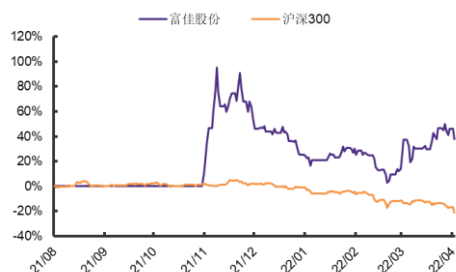
邮箱: rency@cfsc.com.cn

基本数据

2022-4-26

当前股价 (元)	18.39
总市值 (亿元)	73.7
总股本 (百万股)	401.0
流通股本 (百万股)	41.0
52周价格范围 (元)	11.47-26.91
日均成交额 (百万元)	127.0

市场表现



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

相关研究

国内知名吸尘器等清洁小家电ODM供应商, 业绩稳步增长

公司成立于2002年, 主营业务为吸尘器、扫地机器人等智能清洁小家电产品及无刷电机等零部件。深耕吸尘器领域二十年, 凭借齐全的产品种类以及优异的产品质量, 公司成为全国十大吸尘器出口企业 (80%以上销往海外), 产品销往北美、欧洲、亚洲、大洋洲的30多个国家和地区, 是国内知名吸尘机等清洁小家电ODM供应商。公司营收从2017年的9.73亿元增长到2021年的26.01亿元, CAGR为27.86%, 对应的归属净利润也从1.15亿元增长到2.32亿元, CAGR为19.19%, 业绩稳步增长。

深度绑定JS环球生活, 与Shark品牌共同成长

JS环球生活在全球小家电企业中排名第六, 在以小家电为主的企业中排名第三, 其吸尘器产品在美国和英国的市占率均为第一。公司是JS环球生活的第一大供应商, JS近几年贡献了公司80%以上营收, 客户集中度较高。公司与Shark (鲨客, 母公司为JS) 品牌有16年的合作历史, 双方合作稳定具有高度黏性。公司深度绑定JS环球生活, 签订了无固定期限合同, 随着JS环球生活拓展非美市场, 公司将与Shark品牌共同成长。

全球吸尘器稳定增长, 国内渗透率提升空间大

根据Euromonitor的数据显示: 全球吸尘器销售量从2014年的1.13亿台增长到2021年的1.48亿台, CAGR为3.95%, 受益于新冠疫情催化, 全球各地居民对室内清洁环境的需求增加, 预计全球吸尘器市场仍将保持稳步增长。2019年中国吸尘器的渗透率仅有17.5%, 远低于西方发达国家90%以上的渗透率, 中国大陆的每百户家庭吸尘器保有量仅12台, 也远远低于欧美日韩等发达国家90台以上的保有量。因此无论是从渗透率还是保有量来看, 国内吸尘器行业还有很大的提升空间。沙利文预测中国吸尘器市场销售额将由2020年的226.2亿元增长到2025年的380.5亿元, 未来几年的复合增速为11%, 公司有望受益于国内外市场的稳步增长。

短期: 关税豁免和汇率贬值有望带来盈利估值提升

近年来中美贸易摩擦不断, 美国近几年关税波动影响公司产品销售价格, 进而对净利润的影响比例在10%以上。在美国

国内通胀压力下，2022年3月25日，美国重新豁免对352项从中国进口商品的关税，适用于在2021年10月12日至2022年12月31日之间进口自中国的商品，公司产品也在此次豁免加征清单内。同时，受疫情对国内经济的冲击，人民币即期汇率也有贬值的趋势，有利于减少公司汇兑损失。关税豁免和人民币汇率贬值：1）一方面可以降低公司产品的销售价格，提高公司产品的销量；2）另一方面有望改善公司盈利能力，对公司的净利润提升将起到积极作用；3）有助于提升行业和公司的估值。

■ 长期：新产能/新产品/新区域/新客户同步拓展

公司目标是成为“全球高品质清洁小家电行业领跑者”，为此做了一些布局：1）产能提升：2018-2021年公司清洁类小家电年产能分别为368.37/384.38/448.45/600万台，产能利用率一直处于高位，公司募集资金在宁波和越南新增产能，3年内将产能提高至800万台/年；2）产品扩充：公司重视研发投入，不断推出新产品，2017年推出的高效分离无线锂电吸尘器，经过几年的发展，2021年营收占比高达65.42%，成为公司第一大产品；2019/2020年分别推出多功能无线拖把、智能扫地机器人，此外2022年拟推出洗地机，新产品有望接力，成为公司新的业绩增长点。3）区域拓展：联手JS环球生活共同拓展非美市场，尤其欧洲市场增长迅速。同时加大国内市场的开拓力度，国内市场销售额及营收占比逐年提升；4）客户开拓：在与JS紧密合作的同时，积极开拓其他客户，比如伊莱克斯、Bissell、史丹利百得、G Tech等国际老牌吸尘器品牌厂商以及米家、顺造、海尔、苏泊尔、小狗等国内新兴吸尘器品牌。近几年JS环球生活的营收占比从2018年的92.66%下降到2021年的83.52%，客户集中度下降有利于公司降低风险。

■ 盈利预测

公司与JS环球生活深度绑定，受益于其全球化拓展。短期受益于关税豁免和人民币汇率贬值带来的盈利和估值提升，中长期受益于公司在产能提升、产品扩充、客户开拓、区域扩展等方面的拓展。预测公司2022-2024年净利润分别为2.89、3.78、5.00亿元，当前股价对应PE分别为26、20、15倍，首次覆盖，给予“推荐”投资评级。

■ 风险提示

中美贸易摩擦关税波动的风险、客户集中度过高的风险、新产能/新产品/新客户/新区域拓展低于预期的风险、汇率波动的风险、原材料价格大幅波动的风险、宏观经济下行风险、疫情反复的风险等。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入（百万元）	2,601	2,979	3,894	5,107
增长率（%）	24.1%	14.6%	30.7%	31.2%
归母净利润（百万元）	232	289	378	500
增长率（%）	34.5%	24.8%	30.9%	32.1%
摊薄每股收益（元）	0.58	0.72	0.94	1.25
ROE（%）	17.7%	18.2%	19.4%	20.6%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

正文目录

1、国内知名吸尘器等清洁小家电ODM供应商，业绩稳步增长	6
1.1、主营吸尘器等清洁小家电，产品种类齐全	6
1.2、深度绑定JS环球生活，业绩稳步增长	7
1.3、股权集中度高，利于公司长期发展	10
2、短期看关税豁免，长期看新产品新客户拓展，公司成长空间广阔	10
2.1、全球吸尘器稳步增长，国内渗透率提升空间大	10
2.2、短期：关税豁免和汇率贬值有望带来盈利估值提升	11
2.3、长期：新产能/新产品/新客户/新区域同步拓展	14
3、投资建议与盈利预测	18
4、风险提示	18

图表目录

图表1：公司产品种类齐全	6
图表2：公司主要客户均为国内外行业知名品牌	6
图表3：公司近几年营收及其增速	7
图表4：公司近几年归属净利润及其增速	7
图表5：JS环球生活对公司营收贡献超过80%	8
图表6：公司与JS环球生活无固定期限合同	8
图表7：公司营收主要来源于国外市场	8
图表8：2018-2020年公司分地域营收情况	8
图表9：2018-2021年公司分产品营业收入	8
图表10：2021年公司毛利构成（百万元）	8
图表11：2017-2021年公司期间费用率情况	9
图表12：2018-2021年公司分产品毛利率情况	9
图表13：2018-2021年公司整体毛利率情况	9
图表14：公司股权结构（截止2022Q1）	10
图表15：全球吸尘器销售量及其增速	10
图表16：美国吸尘器销售量及其增速	10
图表17：2018年全球各区域吸尘器的渗透率	11
图表18：每百户家庭吸尘器保有量	11
图表19：2017-2021年公司期间费用率情况	12
图表20：中美贸易摩擦对公司营业收入的影响（万元）	12

图表21: 中美贸易摩擦对公司净利润的影响(万元)	12
图表22: 美国CPI不断攀升	13
图表23: 人民币对美元即期汇率	13
图表24: 公司近几年汇兑收益(万元)	13
图表25: 公司近几年产能及产能利用率	14
图表26: 公司产能规划	14
图表27: 公司在研产品及项目	15
图表28: 公司研发费用整体呈现逐年增加的趋势	15
图表29: 公司近几年新产品营收情况(百万元)	15
图表30: 欧洲地区销售收入及占比	16
图表31: 国内吸尘吸市场销售额及其增速	17
图表32: 国内市场销售额及其营收占比	17
图表33: JS环球生活营收占比逐年下降	17
图表34: 非JS客户的营收增长迅速	17

1、国内知名吸尘器等清洁小家电ODM供应商，业绩稳步增长

1.1、主营吸尘器等清洁小家电，产品种类齐全

宁波富佳实业有限公司成立于2002年，是国内知名吸尘机等清洁小家电ODM供应商。公司主营吸尘器、扫地机器人等智能清洁类小家电产品及无刷电机等重要零部件的研发、设计、生产与销售，主要产品包括高效分离无线锂电吸尘器、高效分离有线吸尘器、多功能无线拖把、智能扫地机器人以及高效电机等。

图表 1：公司产品种类齐全

高效分离无线锂电吸尘器	无线立式吸尘器	无线手持吸尘器	无线随手吸	车载吸尘器	随手吸（酒瓶式）
					
高效分离有线吸尘器	大立式吸尘器	卧式吸尘器	直立式商用吸尘器	手持吸尘器	
					
高效电机	无刷电机	交流有刷电机	直流有刷电机		
					
其他	多功能无线拖把	智能扫地机器人			
					

资料来源：招股说明书，华鑫证券研究

公司深耕吸尘器领域二十载，凭借齐全的产品种类以及优异的产品质量，成为全国十大吸尘器出口企业，产品销售区域涵盖北美、欧洲、亚洲、大洋洲的30多个国家和地区。客户包括 Shark、伊莱克斯、戴森、Bissell、史丹利百得、G Tech等国际著名吸尘器品牌，与此同时公司也积极开拓快速发展的国内市场，为米家、顺造、海尔、苏泊尔、小狗、方太等国内知名品牌供应产品。

图表 2：公司主要客户均为国内外行业知名品牌

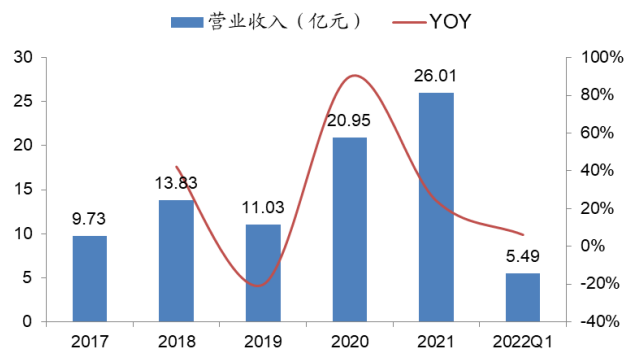


资料来源：招股说明书，各公司官网，华鑫证券研究

1.2、深度绑定JS环球生活，业绩稳步增长

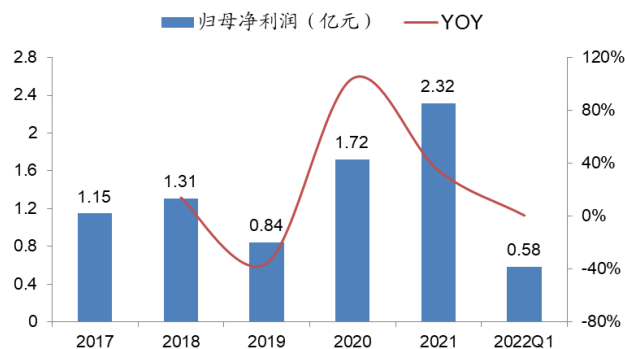
受益于居民生活水平的提高，公司的业绩呈现稳步提升的趋势，营收从2017年的9.73亿元增长到2021年的26.01亿元，CAGR约为27.86%，对应的归属净利润也从1.15亿元增长到2.32亿元，CAGR约为19.19%。2019年营收（-20.24%）和净利润（-35.62%）下降，主要是由于中美贸易摩擦导致关税增加的缘故。2022年一季度实现营收5.49亿元（+6.11%），净利润0.58亿元（+0.55%），实现扣非后的归属净利润0.53亿元（+23.62%），业绩增速放缓主要是因为疫情影响的缘故，预计疫情结束后将恢复往年正常增速水平。

图表 3：公司近几年营收及其增速



资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 4：公司近几年归属净利润及其增速



资料来源：wind，华鑫证券研究

公司与美国 Shark（鲨客）品牌吸尘器主要的供应商之一，是Shark品牌母公司JS环球生活的第一大供应商。从营收贡献的角度来看，2018-2021年公司向JS环球生活销售金额分别为12.82、9.82、18.41和21.72亿元，占总营收的比例分别为92.66%、88.98%、87.89%、83.52%

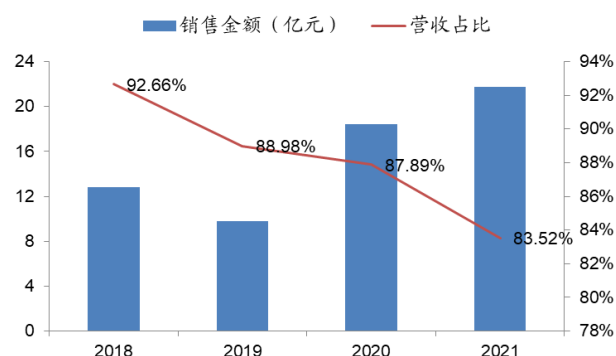
JS环球生活在全球小家电企业中排名第六，在以小家电为主的企业中排名第三，其吸尘器产品在全球最大的市场美国拥有36.4%的市场份额（2018年数据），在英国的市场份额为36.9%（2020年数据），均排名第一。公司与JS环球生活旗下的 Shark 品牌有16年的合作历史，双发在 market 需求的探索、产品设计研发、成本管理控制、品质管理、物流运输合作等诸多方面完成融合，形成了稳定且高效的合作状态，互相之间具备高度

请阅读最后一页重要免责声明

7

黏性，已成为JS 环球生活难以替代的核心供应商之一，公司与JS签订了无固定期限合同，深度绑定JS环球生活，公司将与Shark品牌共同成长。

图表 5: JS 环球生活对公司营收贡献超过 80%



资料来源: wind, 华鑫证券研究

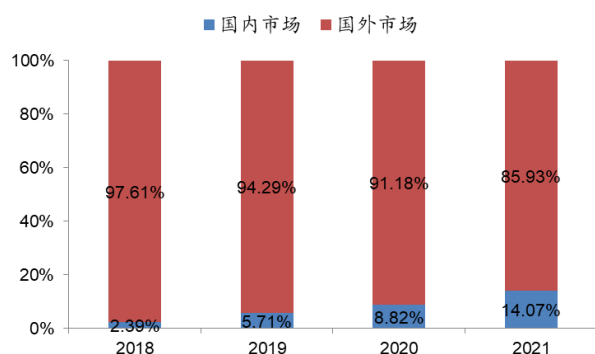
图表 6: 公司与 JS 环球生活无固定期限合同

客户名称	主要产品	合作期限
Euro-Pro Operating LLC		2013.5.1 至无固定期限
SharkNinja Operating LLC		2018.6.20 至无固定期限
SharkNinja (Hong Kong) Company Ltd	吸尘器	
JS 环球生活		
深圳尚科宁家科技有限公司		2018.1.1 至无固定期限
JS Global Trading HK Limited		2020.4.21 至无固定期限

资料来源: 招股说明书, 华鑫证券研究

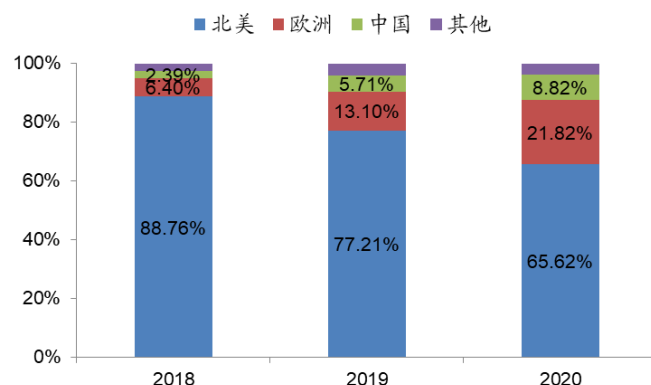
从地域分布看来，公司以外销为主，80%以上销往海外，国内市场占比呈现逐年提高的趋势。海外市场北美地区营收占比最大，2020年的销售占比为65.62%，相比2018年的88.67%下降了23.05pct。北美地区营收占比下降与公司第一大客户JS环球生活积极开发欧洲市场有关。对应的欧洲市场出口金额逐年上升，营收占比由2018年的6.40%提升至2020年的21.82%。国内市场方面，公司与米家、顺造、海尔、苏泊尔等国内知名品牌持续深入合作，国内营收占比也呈现出明显的上升趋势，由2018年的2.39%提升至2021年的14.07%。公司积极开拓欧洲与国内市场，不仅降低了中美贸易摩擦给公司业绩带来的不确定性，同时也为公司业绩成长注入了新的成长动能。

图表 7: 公司营收主要来源于国外市场



资料来源: wind, 华鑫证券研究

图表 8: 2018-2020 年公司分地域营收情况

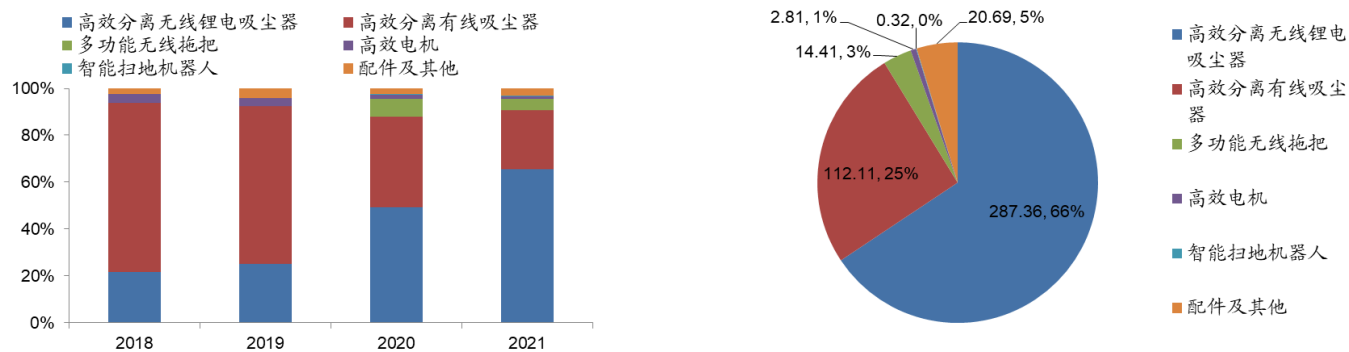


资料来源: wind, 华鑫证券研究

分产品来看，公司营收主要来自高效分离无线锂电吸尘器和高效分离有线吸尘器产品，2018-2021年两者合计营收贡献为93.75%、92.29%、87.98%、90.69%。由于无线锂电类产品在使用上更具有便捷性，营收占比逐步提升，由2018年的21.52%增加至2021年的65.42%，而高效分离有线吸尘器产品营收占比呈现下降的趋势。2019年，公司推出多功能无线拖把产品，2020和2021年营收占比分别为7.70%、4.89%。2020年推出智能扫地机器人，2020/2021年营收占比为0.37%/0.46%。毛利方面：2021年高效分离无线锂电吸尘器/高效分离有线吸尘器/多功能拖把分别贡献了公司66%/25%/3%的毛利，智能扫地机器人目前贡献较少。

图表 9: 2018-2021 年公司分产品营业收入

图表 10: 2021 年公司毛利构成 (百万元)

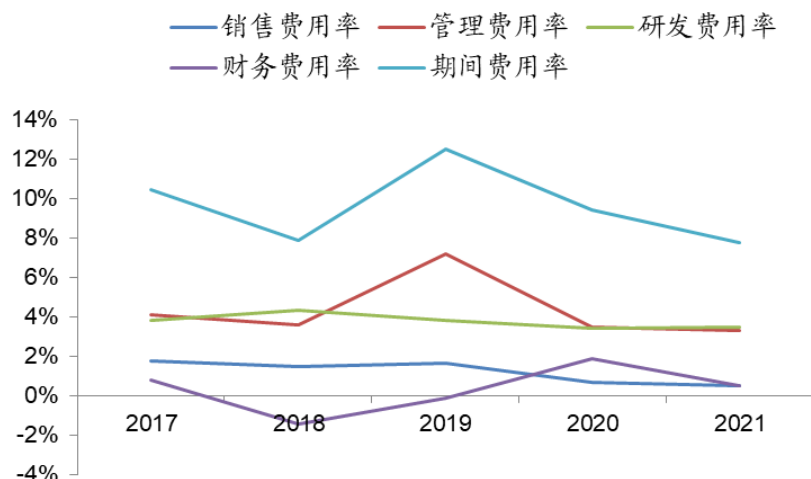


资料来源: wind, 华鑫证券研究

资料来源: wind, 华鑫证券研究

公司的期间费用率从2017年的10.46%下降到2021年的10.78%，整体呈现下降的趋势。2019年管理费用率大幅度提升到7.18%，主要是由于公司当期股权激励产生费用1830.84万元和当期维修护理产生费用690.98万元。

图表 11: 2017-2021 年公司期间费用率情况

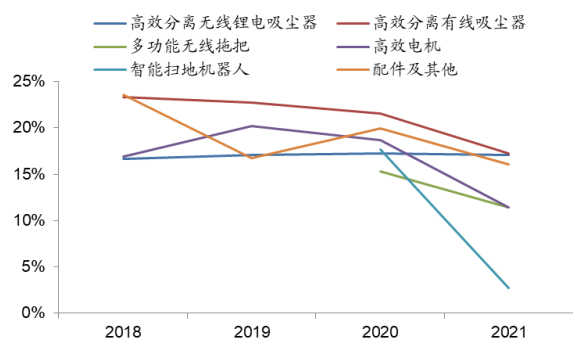


资料来源: wind, 华鑫证券研究

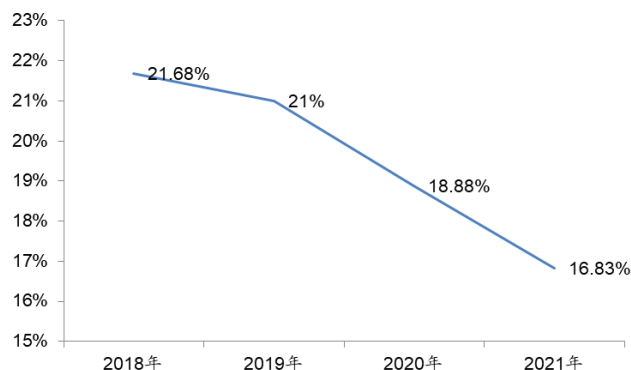
受产品结构影响，公司整体毛利率呈现出下降趋势。分产品看，高效分离有限锂电吸尘器的毛利率最高，但呈现出下降趋势，主要是因为有线吸尘器市场竞争加剧的缘故。高效分离无线锂电吸尘器的毛利率稍微低一些，17%左右，随着公司高效分离无线锂电吸尘器的营收占比不断提升，导致公司毛利率整体呈现下降趋势，2021年为16.83%。

图表 12: 2018-2021 年公司分产品毛利率情况

图表 13: 2018-2021 年公司整体毛利率情况



资料来源: wind, 华鑫证券研究



资料来源: wind, 华鑫证券研究

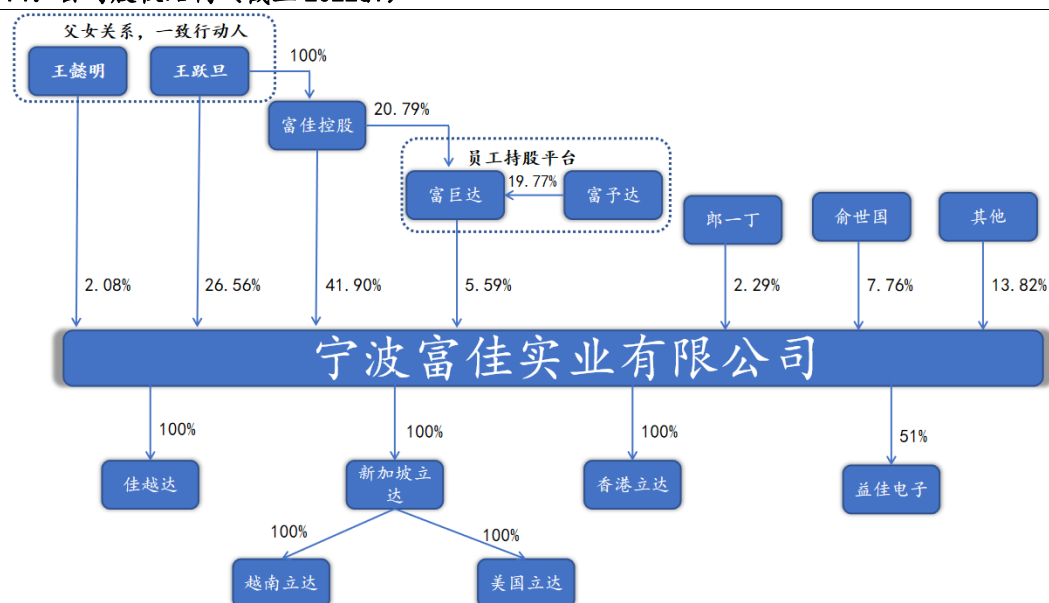
请阅读最后一页重要免责声明

9

1.3、股权集中度高，利于公司长期发展

公司第一大股份为富佳控股，持有公司41.90%股权，董事长王跃旦先生直接持有公司26.56%股份，并通过富佳控股和富巨达（员工持股平台）分别间接持有公司41.90%和1.16%股份，合计持股69.62%股份，是公司的实际控制人。王跃旦和王懿明为父女关系，双方为一致行动人，合计持有公司71.70%股份。公司实际控制人持股比例较高有利于公司的稳定，同时为上市之后的资本动作提供空间，利于公司长期发展。

图表 14：公司股权结构（截止 2022Q1）



资料来源：招股说明书，华鑫证券研究

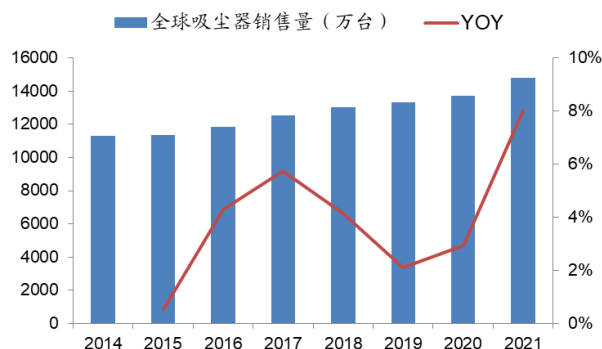
2、短期看关税豁免，长期看新产品新客户拓展，公司成长空间广阔

2.1、全球吸尘器稳步增长，国内渗透率提升空间大

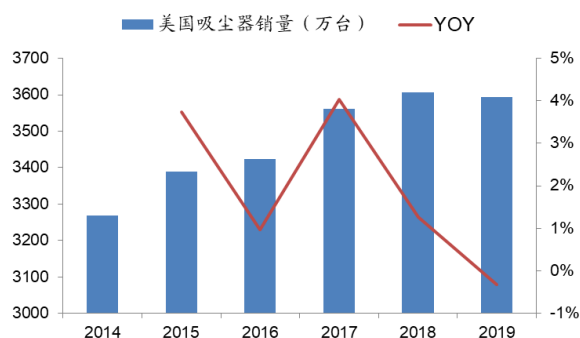
随着全球经济的不断发展和人民生活水平的提高，吸尘器等清洁类小家电的需求稳步提升，根据Euromonitor的数据显示：全球吸尘器销售量从2014年的1.13亿台增长到2021年的1.48亿台，CAGR为3.95%，美国的吸尘器销量也从2014年的3268万台增长到2019年的3594万台。我们认为，受持续不断的新冠疫情催化，全球各地居民对室内清洁环境的需求增加，预计全球吸尘器市场仍将保持稳步增长。

图表 15：全球吸尘器销售量及其增速

图表 16：美国吸尘器销售量及其增速



资料来源: Euromonitor, 立鼎产业研究网, 华鑫证券研究等

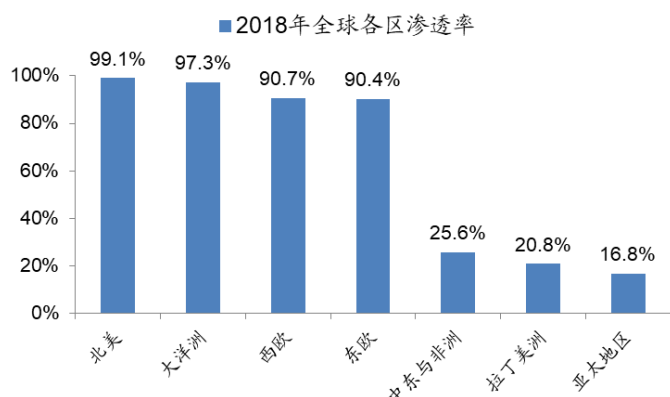


资料来源: 招股说明书, 欧睿国际, 华鑫证券研究

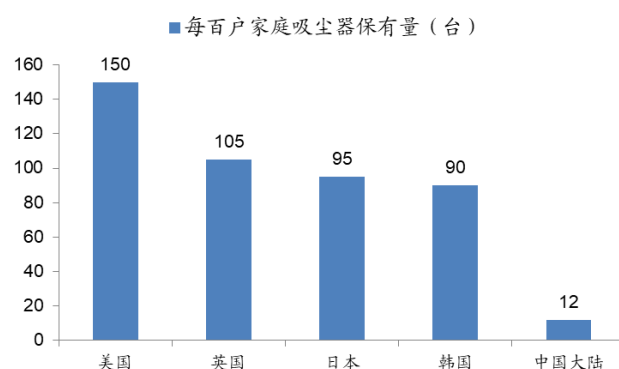
欧美发达国家渗透率高, 中国渗透率提升空间大。吸尘器在全球各地区的渗透率有明显的差异, 招股说明书中引用捷孚凯的数据显示: 2018年北美/大洋洲/西欧/东欧的渗透率分别高达99.1%/97.3%/90.7%/90.4%, 而中东与非洲/拉丁美洲/亚太地区的渗透率仅为25.6%/20.8%/16.8%。智研咨询的数据显示: 2019年中国的渗透率也仅有17.5%。从保有量来看, 中国大陆的每百户家庭吸尘器保有量仅12台, 远远低于欧美日韩等发达国家。因此无论是从渗透率还是保有量来看, 国内吸尘器行业还有很大的提升空间。

图表 17: 2018 年全球各区域吸尘器的渗透率

图表 18: 每百户家庭吸尘器保有量



资料来源: 招股说明书, 捷孚凯, 华鑫证券研究



资料来源: 招股说明书, 华鑫证券研究

2.2、短期：关税豁免和汇率贬值有望带来盈利估值提升

近年来中美贸易摩擦不断, 关税政策对吸尘器等小家电行业带来了不利影响。2018年7月, 美国贸易代表署发布关税调整公告, 对大约2000亿美元的中国进口商品征收10%关税, 并从2018年9月开始正式实施, 2019年5月, 美国进一步对吸尘器产品加征关税, 税率从10%调整至25%, 2019年11月26日, 将吸尘器产品在列的一批商品从2000亿美元的征税清单中豁免, 关税豁免至2020年8月, 后将关税豁免期限延迟至2020年12月31日。2021年1月1日起, 吸尘器产品关税豁免政策到期, 美国恢复对产品按照25%税率加征关税。公司产品出口绝大部分销往美国, 核心吸尘器产品在商品名单中。

图表 19：2017-2021 年公司期间费用率情况

时间段	2018. 01- 2018. 08	2018. 09- 2019. 04	2019. 05- 2019. 11	2019. 12- 2020. 12	2021. 01- 2021. 09
关税税率	0%	10%	25%	0%	25%

资料来源：招股说明书，华鑫证券研究

公司在美销售的客户绝大部分为JS环球生活，在加征关税期间与其共同承担关税成本，自2019年1月1日起，公司所有销往美国的Shark高效分离有线吸尘器和高效分离无线锂电吸尘器产品因关税因素降价约3%。即公司实际承担关税成本的比例约为3%。2019年11月关税豁免后，相关产品价格保持不变。2021年1月起关税恢复加征后，相关产品价格继续保持不变。

1) 从营收上看，公司吸尘器产品营收受美国加征关税影响较小。美国加征关税对公司在2019、2020、2021H1营业收入的影响分别为2300.23万元、3192.91万元及1470.22万元，对应营收占比分别为2.04%、1.50%及1.22%。

图表 20：中美贸易摩擦对公司营业收入的影响（万元）

项目	2021. 01-06	2020年	2019年
高效分离有线吸尘器	29,743.41	64,384.66	61,838.61
高效分离无线锂电吸尘器	17,793.78	38,852.70	12,535.44
假设将降价 3%还原后，上述产品收入：			
高效分离有线吸尘器	30,663.31	66,375.94	63,751.15
高效分离无线锂电吸尘器	18,344.10	40,054.33	12,923.13
降价3%对收入的影响	1,470.22	3,192.91	2,300.23
当期公司营业收入	118,774.48	209,484.71	110,329.62
降价3%对收入影响的比例	1.22%	1.50%	2.04%

资料来源：招股说明书，华鑫证券研究

2) 从利润上看，美国加征关税对公司净利润影响较大。美国加征关税对公司在2019、2020、2021H1净利润的影响分别为1955.19、2713.97、1249.69万元及1470.22万元，对公司净利润的影响比例分别为18.81%、13.55%、10.70%。

图表 21：中美贸易摩擦对公司净利润的影响（万元）

项目	2021. 01-06	2020年	2019年
降价 3%对净利润的影响（扣除所得税后）	1,249.69	2,713.97	1,955.19
当期公司净利润	10,426.84	17,312.16	8,438.47
假设将降价3%还原后公司净利润	11,676.53	20,026.13	10,393.66
降价3%对净利润影响	10.70%	13.55%	18.81%

请阅读最后一页重要免责声明

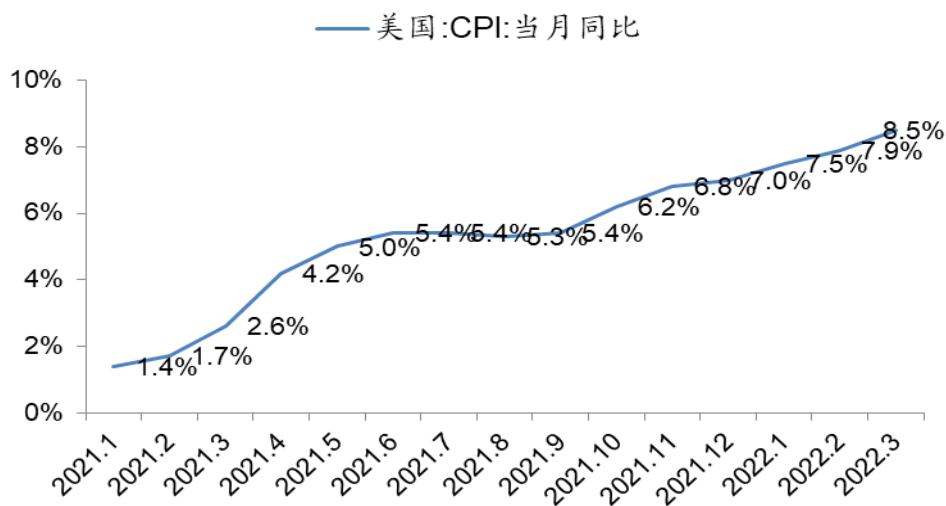
12

响的比例

资料来源：招股说明书，华鑫证券研究

2021年以来，美国国内CPI不断攀升，2022年3月CPI同比增长8.5%，创下历史新高。为缓解国内日趋严重的通胀压力，美国政府开始逐步降低对华关税。2022年3月25日，美国重新豁免对352项从中国进口商品的关税，适用于在2021年10月12日至2022年12月31日之间进口自中国的商品，公司产品也在此次豁免加征清单内，从上文历史汇率变动分析可以看出，因关税提高而引起的产品降价3%对公司净利润的影响比例在10%以上。因此此次美国关税豁免则会对公司的净利润有积极的正向作用：一方面可以降低公司产品的销售价格，提高公司产品的销量，另一方面有望改善公司盈利能力，对公司的净利润提升将起到积极作用，此外还有助于提升公司在资本市场的估值。

图表 22：美国 CPI 不断攀升



资料来源：wind，华鑫证券研究

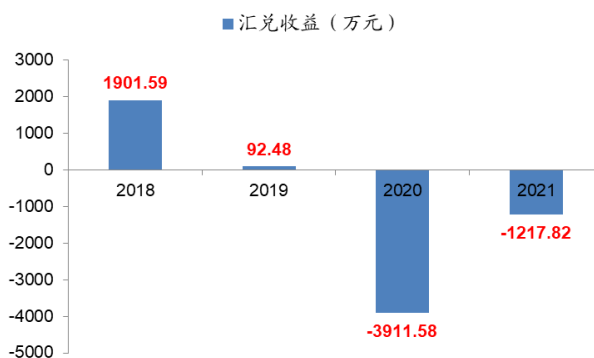
人民币汇率贬值减少汇兑损失。公司出口商品时，采用美元结算，2018-2021年公司来自海外的营收占比分别为97.61%、94.29%、91.18%和85.93%，因此汇率波动对公司的业绩有所影响。2018-2021年公司的汇兑收益分别为1901.59、92.48、-3911.58、-1217.82万元，2020-2021年人民币整体处于升值通道中，致使这两年有汇兑损失。2022年3月以来，疫情对经济的冲击比较大，人民币即期汇率也从3月初的6.31上升到4月22日的6.48，在今年保经济增速的大背景下，预计人民币汇率还将在一定程度内继续贬值，从以往经验看，贬值有利于公司减少汇兑损失。

图表 23：人民币对美元即期汇率

图表 24：公司近几年汇兑收益（万元）



资料来源: wind, 华鑫证券研究



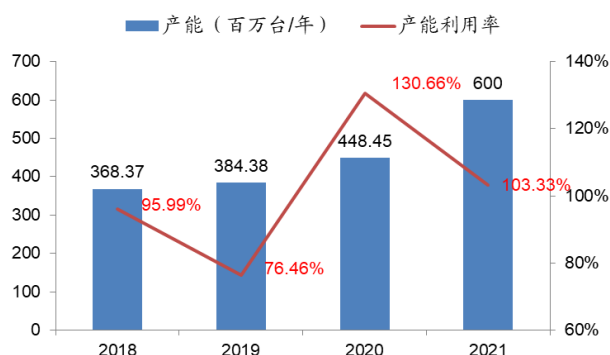
资料来源: 招股说明书, 华鑫证券研究

2.3、长期：新产能/新产品/新客户/新区域同步拓展

公司目标是成为“全球高品质清洁小家电行业领跑者”，公司在产能提升、产品扩充、客户开拓、区域扩展等方面均做了一些布局，为公司中长期提高市场占有率，实现业绩增长夯实了基础：

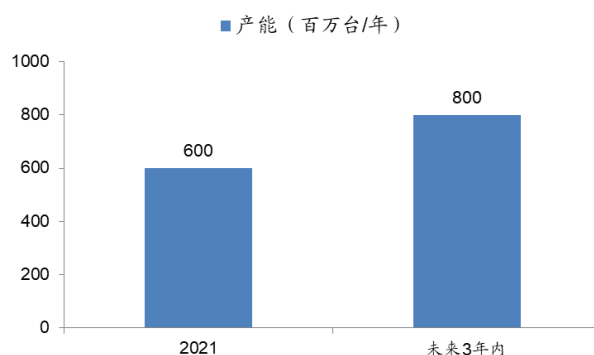
1) 新产能：产能规划由600万台/年提高到800万台/年。虽然公司已成为国内最大的吸尘器生产商和出口商之一，但面对日益增长的市场需求，产能仍然相对不足，尤其是2020年以来，新冠疫情刺激了以吸尘器为代表的居家电器的消费需求，客户订单无法全部得到满足。2018-2021年公司清洁类小家电年产能分别为368.37/384.38/448.45/600万台，虽然近几年的产能逐年增加，但产能利用率一直处于高位，2021年产能利用率为103.33%。公司产品供不应求，亟需扩大产能。公司此次上市募投项目中的年产500万台智能高效吸尘器项目和越南生产基地建设项目就是为了扩大产能，这两个项目投产后，公司的产能将由2021年底的600万台/年提高到800万台/年，为公司未来业绩增长奠定基础。

图表 25：公司近几年产能及产能利用率



资料来源: 招股说明书, 华鑫证券研究

图表 26：公司产能规划



资料来源: 招股说明书, 华鑫证券研究

2) 新产品：每年推出一款新产品，2022年洗地机有望成为新的业绩增长点。随着居民生活水平的提升和对生活品质的更高追求，以及新一代消费群体的崛起，吸尘器、扫地机器人等家用清洁电器产品呈现出高端化、智能化、时尚化趋势，新产品不断地在市场上涌现。公司顺应行业发展趋势，持续进行研发投入，研发费用整体呈现逐年增加

请阅读最后一页重要免责声明

14

的趋势，目前从事多个研发项目，为现有产品的升级以及新产品的推出积蓄力量。

图表 27：公司在研产品及项目

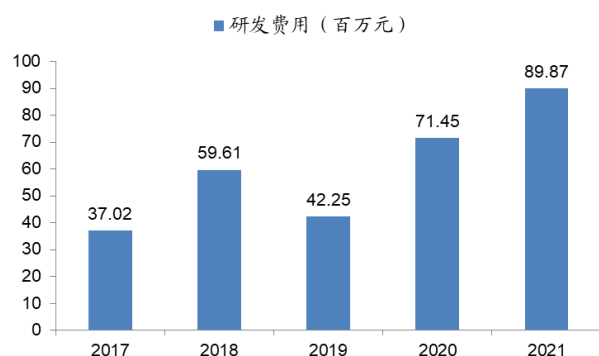
类别	产品/技术名称	类别	产品/技术名称
扫地机器人	吸、拖、洗一体技术	手持无线吸尘器	在保持产品重量轻的同时提升吸尘效率，提高用户体验
	拖布支架自动升降技术		尘袋集尘技术
	自动清洗、烘干拖布技术		多锥双层尘气分离技术
	净水及污水自动输入、排出技术		灰尘感应自动调速调吸力技术
	激光导航路径规划，提升爬坡及越障能力		高效大功率技术（整机吸功可达230AW以上）
	避障识别技术		干湿两用，污水回收，滚刷自清洁技术
智能节能马桶盖	超低能耗技术，无需外接电源	高效大功率低噪音无刷电机	防止磁饱和技术
	凸轮驱动技术		新风道系统
	自动清洗、自动消毒技术		转子一体化
	马桶盖自动开合技术		新材料替代超薄硅钢片
	全方位无死角清洁马桶盖及马桶座内表面技术		3D 风叶
吸尘器	多级旋风离心分离过滤技术	蒸汽拖把	多场景应用，快速出汽
	吸拖一体吸尘器密封防水技术	研磨机	自动粉末填实技术
	吸拖一体吸尘器拖布自洁技术		自动封装技术

资料来源：招股说明书，华鑫证券研究

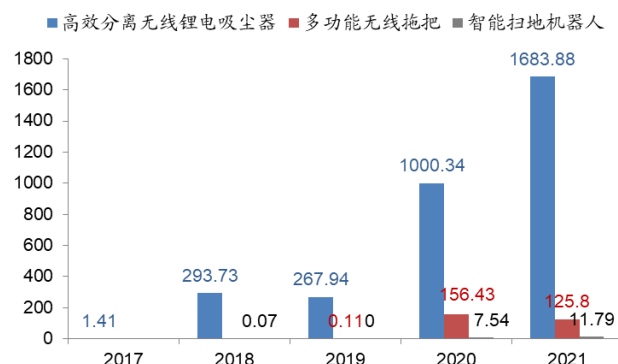
公司几乎平均每年推出一款新产品。从前文图9可以看出，高效分离无线锂电吸尘器和高效分离有线吸尘器产品贡献了公司绝大部分的营收，其中高效分离无线锂电吸尘器为2017年推出的产品，经过几年的发展，营收从2017年的141万元增长到2021年的16.84亿元，营收占比高达65.42%，成为公司第一大产品。2019年推出的多功能无线拖把，2020/2021年营收分别达到1.56/1.26亿元。智能扫地机器人产品是2020年推出的为塔波尔机器人生产的量产的产品，2020和2021年营收分别为754/1179万元，随着该产品的推广，预计智能扫地机器人产品的销售额也将会提升。此外公司还研发了洗地机等多款新产品，计划于2022年推向市场。持续投入研发，不断推出的新产品有望接力，成为公司新的业绩增长点。

图表 28：公司研发费用整体呈现逐年增加的趋势

图表 29：公司近几年新产品营收情况（百万元）



资料来源：wind，华鑫证券研究

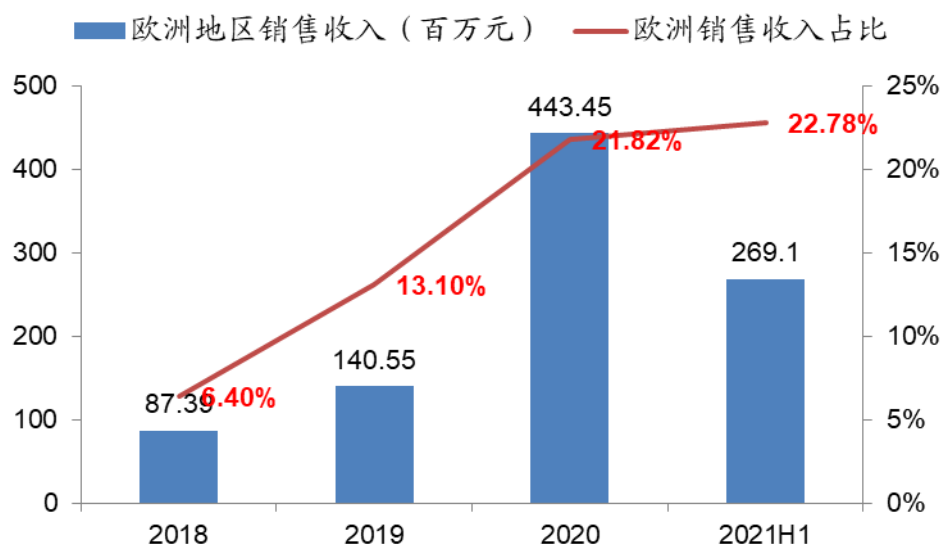


资料来源：wind，华鑫证券研究

3) 新区域：联手JS拓展非美市场，欧洲增长较为明显，大力拓展国内市场

公司2004年就开始与Shark（鲨客，母公司是JS）合作，合作规模逐年提高，并在2018年成为JS环球生活的第一大供应商。公司伴随Shark品牌共同成长，在Shark吸尘器成为全球领先品牌之一的同时，公司自身亦成长为清洁类小家电领域内的知名ODM供应商。在与Shark合作16年的过程中，双方之间具备高度黏性，公司通过Shark在北美、欧洲以及其他国家的全渠道分销网络以及广泛的用户基础将产品销往全球各地。近几年公司联手JS环球生活共同拓展非美市场，尤其是欧洲市场增长迅速，2018/2019/2020/2021H1，公司出口欧洲的销售收入分别为0.87/1.41/4.43/2.69亿元，呈现出持续快速增长趋势。

图表 30：欧洲地区销售收入及占比



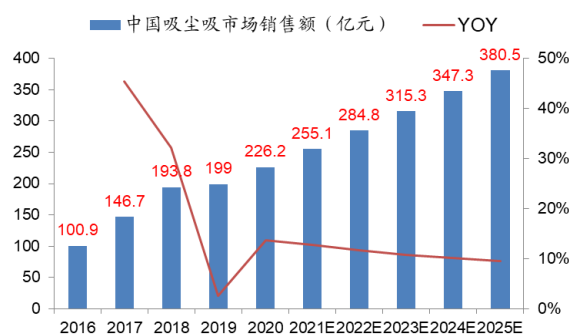
资料来源：招股说明书，华鑫证券研究

同时为应对贸易战的影响，JS环球生活制定了供应商国际化布局战略，公司从2018年开始筹划在越南建设生产基地，目前越南生产基地已经完成10条生产线的安装，并将成为JS环球生活在越南、泰国地区最大的供应商。越南生产基地的投产降低了中美贸易摩擦给公司带来的不利影响，同时有利于公司拓展东南亚市场获得更多市场份额。

此外，国内吸尘器市场渗透率低，未来市场空间大。沙利文数据显示：2016-2020

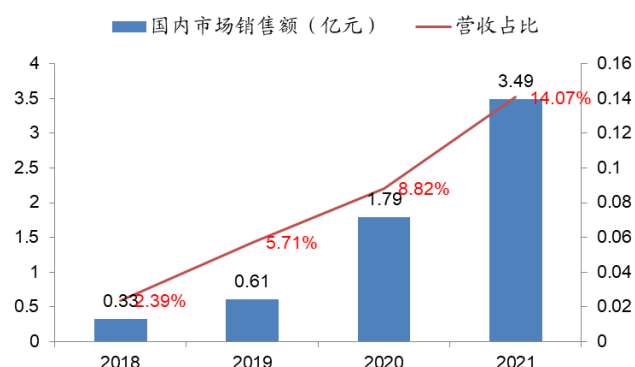
年中国吸尘器市场的销售额从100.9亿元增长到226.2亿元，CAGR为22.36%，预计到2025年将达到380.5亿元，未来几年的复合增速为11%，未来仍将处于快速发展阶段。公司近几年大力拓展国内市场，加大国内客户的开拓力度。2018-2021年国内市场营收分别为3265.15、6120.55、17926.20、36528.96万元，营收规模和营收占比增长迅速。

图表 31：国内吸尘吸市场销售额及其增速



资料来源：沙利文研究，华鑫证券研究

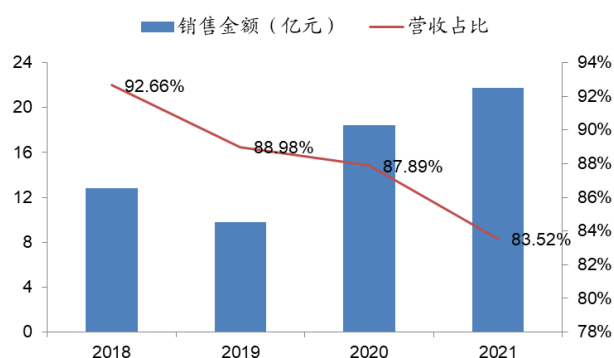
图表 32：国内市场销售额及其营收占比



资料来源：wind，华鑫证券研究

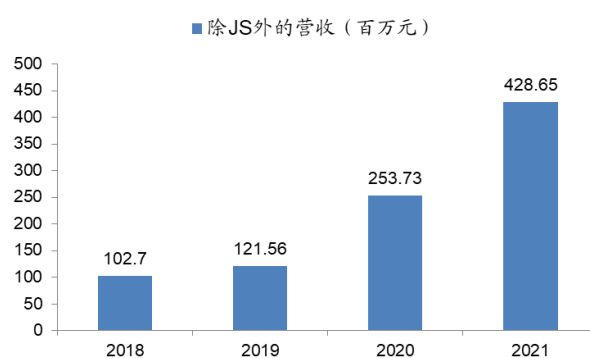
4) 新客户：积极拓展国内外新客户，JS环球生活营收占比逐步下降。如前文图5所示，JS环球生活是公司的第一大客户，贡献了公司绝大部分的收入。公司近几年也在积极开拓与国内外的知名客户合作，比如伊莱克斯、Bissell、史丹利百得、G Tech 等国际老牌吸尘器品牌厂商以及米家、顺造、海尔、苏泊尔、小狗等国内新兴吸尘器品牌。2021年1月，公司还与国内知名的厨房电器厂家宁波方太厨具有限公司签订《战略合作协议》，拟在洗地、洗拖一体机技术等方面进行合作。此外，公司还投资入股小米生态链企业顺造科技和海尔旗下扫地机器人开发公司塔波尔机器人，进一步绑定与小米和海尔的客户关系。近几年JS环球生活的营收占比逐年下降，从2018年的92.66%下降到2021年的83.52%。非JS客户的营收增长较为迅速。

图表 33：JS 环球生活营收占比逐年下降



资料来源：招股说明书，华鑫证券研究

图表 34：非 JS 客户的营收增长迅速



资料来源：招股说明书，华鑫证券研究

3、投资建议与盈利预测

公司与JS 环球生活深度绑定，受益于其全球化拓展。短期受益于关税豁免和人民币汇率贬值带来的盈利和估值提升，中长期受益于公司在产能提升、产品扩充、客户开拓、区域扩展等方面的拓展。2022-2024年净利润分别为2.89、3.78、5.00亿元，当前股价对应PE分别为26、20、15倍，首次覆盖，给予“推荐”投资评级。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入（百万元）	2,601	2,979	3,894	5,107
增长率（%）	24.1%	14.6%	30.7%	31.2%
归母净利润（百万元）	232	289	378	500
增长率（%）	34.5%	24.8%	30.9%	32.1%
摊薄每股收益（元）	0.58	0.72	0.94	1.25
ROE（%）	17.7%	18.2%	19.4%	20.6%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

4、风险提示

- (1) 中美贸易摩擦关税波动的风险
- (2) 客户集中度过高的风险
- (3) 新产能/新产品/新客户/新区域拓展低于预期的风险
- (4) 汇率波动的风险
- (5) 原材料价格大幅波动的风险
- (6) 宏观经济下行风险
- (7) 疫情反复的风险等

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产：					营业收入	2,601	2,979	3,894	5,107
现金及现金等价物	432	623	763	1,031	营业成本	2,163	2,430	3,181	4,184
应收款	714	604	779	1,007	营业税金及附加	8	9	12	15
存货	479	410	536	705	销售费用	13	15	19	20
其他流动资产	295	307	313	321	管理费用	86	98	125	158
流动资产合计	1,920	1,943	2,391	3,064	财务费用	13	-1	-5	-13
非流动资产：					研发费用	90	101	132	174
金融类资产	288	288	288	288	费用合计	202	213	271	340
固定资产	375	407	428	484	资产减值损失	-8	-8	-8	-8
在建工程	18	81	140	116	公允价值变动	53	0	0	0
无形资产	35	34	32	30	投资收益	1	1	1	1
长期股权投资	0	0	0	0	营业利润	270	336	438	577
其他非流动资产	94	94	94	94	加：营业外收入	2	2	2	2
非流动资产合计	522	615	694	724	减：营业外支出	6	6	6	6
资产总计	2,442	2,558	3,085	3,788	利润总额	267	332	435	573
流动负债：					所得税费用	33	41	53	69
短期借款	331	331	331	331	净利润	234	292	382	505
应付账款、票据	701	538	700	920	少数股东损益	2	3	4	5
其他流动负债	64	64	64	64	归母净利润	232	289	378	500
流动负债合计	1,096	934	1,096	1,317					
非流动负债：					主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
长期借款	27	27	27	27	成长性				
其他非流动负债	13	13	13	13	营业收入增长率	24.1%	14.6%	30.7%	31.2%
非流动负债合计	40	40	40	40	归母净利润增长率	34.5%	24.8%	30.9%	32.1%
负债合计	1,136	974	1,136	1,357	盈利能力				
所有者权益					毛利率	16.8%	18.4%	18.3%	18.1%
股本	401	401	401	401	四项费用/营收	7.8%	7.2%	7.0%	6.7%
股东权益	1,306	1,585	1,949	2,431	净利率	9.0%	9.8%	9.8%	9.9%
负债和所有者权益	2,442	2,558	3,085	3,788	ROE	17.7%	18.2%	19.4%	20.6%
现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E	偿债能力				
净利润	234	292	382	505	资产负债率	46.5%	38.1%	36.8%	35.8%
少数股东权益	2	3	4	5	营运能力				
折旧摊销	34	27	29	30	总资产周转率	1.1	1.2	1.3	1.3
公允价值变动	53	0	0	0	应收账款周转率	3.6	4.9	5.0	5.1
营运资金变动	-425	5	-145	-185	存货周转率	4.5	6.0	6.0	6.0
经营活动现金净流量	-101	326	269	355	每股数据（元/股）				
投资活动现金净流量	-74	-95	-81	-31	EPS	0.58	0.72	0.94	1.25
筹资活动现金净流量	366	-13	-17	-23	P/E	31.8	25.5	19.5	14.8
现金流量净额	190	218	171	301	P/S	2.8	2.5	1.9	1.4
					P/B	5.7	4.7	3.8	3.1

资料来源：Wind、华鑫证券研究

■ 计算机与中小盘组简介

宝幼琛：本硕毕业于上海交通大学，多次新财富、水晶球最佳分析师团队成员，7年证券从业经验，2021年11月加盟华鑫证券研究所，目前主要负责计算机与中小盘行业上市公司研究。擅长领域包括：云计算、网络安全、人工智能、区块链等。

任春阳：华东师范大学经济学硕士，5年证券行业经验，2021年11月加盟华鑫证券研究所，从事计算机与中小盘行业上市公司研究。

■ 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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	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，华鑫证券研究部门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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

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。