

智能家居领军企业，全屋智能场景构建打开第二成长曲线

——好太太（603848）首次覆盖

买入(首次)

2022年07月08日

投资要点：

➤ 公司当前发展情况几何？

公司深耕智能家居二十余载，是国内领先的智能家居企业，产品包括智能晾衣机、智能门锁、智能窗帘、电热毛巾架等，覆盖全屋织物智能护理、智能看护、智能健康生活、智能光感领域。公司股权结构稳定且集中，实控人夫妇持股约 83%，主要经营管理人员均已在业内从事多年经营活动，具备丰富的专业经验和管理经验。近年来公司业务发展稳健，在渠道调整后实现亮眼业绩增速。2021 年，公司营收为 14.25 亿元，同比+22.88%，归母净利润为 3.00 亿元，同比+12.97%。

➤ 所处行业空间多大？

智能家居行业：随着人们消费水平和对美好生活品质追求的提升，叠加智能物联时代下政策的支持，未来智能家居行业将进入爆发期。根据前瞻产业研究院的数据，2015-2021 年，中国智能家居市场规模 CAGR 高达 40.27%，但放眼世界，中国智能家居市场渗透率仍然很低，仅为 4.9%，远低于美国（32.0%）、挪威（31.6%）、丹麦（22.5%）、瑞典（22.3%）等国家，未来中国智能家居的市场渗透率仍有很大提升空间。根据我们的测算，预计 2030 年，中国智能家居市场规模为 8187 亿元，对应 2022 年 2380 亿元仍有 2.4 倍的成长空间，细分智能晾衣机/智能门锁的市场规模将分别达 162/549 亿元。

➤ 公司未来成长点哪些？

拓品类：从智能家居单品到多品，再到构筑全屋智能场景。(1) 智能晾衣机：公司深耕晾衣架领域二十余年，积累了优良的口碑。智能晾衣机作为公司核心单品，保障公司业绩稳健成长。(2) 智能门锁及其他智能产品：随后公司在智能家居的布局从单品向多品延伸，拓展智能门锁、电热毛巾架、智能窗帘等多个智能家居单品，目前已覆盖全屋织物智能护理、智能看护、智能光感、智能健康生活领域。(3) 全屋智能：公司目前已形成互联互通的家居产品矩阵，以“自建智控物联平台+与智能

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1425.45	1614.83	1875.85	2187.22
增长比率(%)	23	13	16	17
净利润(百万元)	300.22	353.80	426.40	511.37
增长比率(%)	13	18	21	20
每股收益(元)	0.75	0.88	1.06	1.28
市盈率(倍)	23.11	19.61	16.27	13.57
市净率(倍)	3.69	3.27	2.87	2.49

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

基础数据

总股本(百万股)	401.00
流通A股(百万股)	401.00
收盘价(元)	15.76
总市值(亿元)	63.20
流通A股市值(亿元)	63.20

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

分析师：	陈雯
执业证书编号：	S0270519060001
电话：	18665372087
邮箱：	chenwen@wlzq.com.cn
分析师：	李莹
执业证书编号：	S0270522030002
电话：	15521202580
邮箱：	liying1@wlzq.com.cn

家居强生态方合作”的方式逐步打造家庭场景深度融合的全屋智能场景，未来随着全屋智能渗透率的提升，华为、阿里等强生态方发展空间可期，而公司开发的能接入强生态方的智能产品将有望乘发展东风赢得更多销量，打开第二成长空间。

扩渠道：立足线下渠道，积极拓展电商和工程渠道。公司在销售渠道方面深耕细作，以经销商渠道和电商渠道为主、直营渠道为辅，建立了多层次、全覆盖的销售网络。(1) 线下零售渠道：公司在2019年起开始做新零售转型，主要是帮扶经销商去转型升级，2020年启动省级运营平台缩短管理半径，在经历了2019-2020年线下渠道调整后，目前线下渠道正逐步恢复稳健发展。(2) 电商渠道：近年来，公司大力发展电商渠道，采取全网多渠道铺开策略，布局京东自营、天猫家装渠道、京东FCS渠道、小米商城、苏宁POP、拼多多旗舰店、有赞商城、抖音快手店等，并通过多种新兴营销方式拓展年轻客户，促进品牌年轻化发展。(3) 工程渠道：公司自2018年底组建工程中心，作为重要补充渠道，目前工程渠道正处于发展阶段，公司已与多家知名房地产企业达成战略合作。

重研发：公司注重研发，产学研一体化助力引领行业新趋势。公司自成立以来，便高度重视技术层面的产品研发与设计内核的提升，公司的研发费用和研发人员数量占比逐年提升，产品也取得多项技术的创新突破。公司在自主研发基础上，不断加强与外部技术力量和知名设计团队广泛合作，并深化与高校建立产学研关系，就智能晾衣机、智能锁等项目的前沿技术展开合作开发。

扩产能：智能家居产品生产基地有望下半年投产，产能扩张供应无忧。随着智能家居单品渗透率的提升以及公司对智能家居产品结构的升级，公司智能家居产品的生产量和销售量在不断提升，2019-2021年，产量从76.84万套/年提升至104.83万套/年，销量从69.77万套/年提升至95.85万套/年，产销率均超过90%。公司IPO募投项目智能家居生产基地有望在2022年下半年投产，未来预计将新增智能晾衣机产能160万套/年、智能家居电器产能140万套/年等，产能扩张保障智能家居产品供给无忧。

盈利预测与投资建议：公司深耕智能家居二十余载，目前正朝全屋织物智能护理、智能看护、智能健康生活、智能光感四大业务版块稳步推进，形成互联互通的家居产品矩阵，逐步打造家庭场景深度融合的全屋智能场景。随着未来中国全屋智能渗透率的提升，公司开发的智能家居产品将赢得更多销量，打开第二成长空间。我们预计，公司2022-2024年EPS分别为0.88/1.06/1.28元/股。考虑到公司的行业地位和未来成长性，结合可比公司估值，给予公司2023年18-20倍PE，对应目标价为19.08-21.20元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险因素：行业竞争加剧风险、品牌品类拓展不达预期风险、渠道拓展不达预期风险。

正文目录

1 公司当前发展情况几何?	6
1.1 概况：智能晾晒龙头企业，深耕智能家居二十余载	6
1.2 股权结构：股权稳定且高度集中，实控人夫妇持股 83%.....	6
1.3 财务概览：业务发展稳健，渠道调整后业绩增速亮眼	7
2 所处行业空间有多大?	9
2.1 智能家居：智能物联时代下，行业未来发展有超过 2 倍空间	9
2.1.1 行业即将进入爆发期，产业链上下游参与者众多	9
2.1.2 规模及未来空间测算：2030 年中国智能家居行业规模将超 8000 亿	10
2.2 细分：智能晾衣机行业小而美，头部品牌受消费者青睐	13
2.2.1 智能晾衣机是晾衣架智能化、升级化后的产物	13
2.2.2 规模及未来空间测算：2030 年中国智能晾衣机行业规模将达 162 亿	13
2.3 细分：智能门锁国内渗透率飞速提升，玩家已形成三大阵营	16
2.3.1 智能门锁行业发展迅速，应用领域广阔	16
2.3.2 规模及未来空间测算：2030 年中国智能门锁行业规模将超 500 亿 ..	16
3 公司未来成长点有哪些?	18
3.1 拓品类：从智能单品到多品，构建全屋智能场景打开第二成长曲线	18
3.1.1 智能晾晒产品（智能晾衣机等）：公司核心单品，保障稳健成长	19
3.1.2 智能门锁及其他产品：从单品到多品布局	21
3.1.3 全屋智能：“自建+合作”方式构建全屋智能场景，打开公司第二成长曲 线	23
3.2 扩渠道：立足线下渠道，积极发展线上和工程渠道	24
3.2.1 线下零售渠道：立足线下，基本盘稳固	24
3.2.2 电商渠道：积极发展电商业务，塑造品牌年轻形象	25
3.2.3 工程渠道：重要补充渠道，处于开拓阶段	26
3.3 重研发：公司注重研发，产学研一体化助力引领行业新趋势	27
3.4 扩产能：智能家居产品生产基地有望下半年投产，产能扩张供应无忧	29
4 盈利预测与投资建议	30
4.1 盈利预测	30
4.2 投资建议	31
5 风险因素	31
图表 1：公司品牌矩阵	6
图表 2：公司历史沿革	6
图表 3：公司股权架构	7
图表 4：公司营收及同比增速	7
图表 5：公司归母净利润及同比增速	7
图表 6：公司近年来毛利率&净利率	8
图表 7：公司近年来费用率情况	8
图表 8：主营业务营收分产品占比	8
图表 9：主营业务毛利率分产品情况	8

图表 10: 主营业务营收分地区占比	8
图表 11: 主营业务毛利率分地区情况	8
图表 12: 国内智能家居发展历程	9
图表 13: 智能家居产业链	9
图表 14: 智能家居行业相关政策	10
图表 15: 2015-2023 年中国智能家居行业市场规模	11
图表 16: 2018 年智能家居渗透率前五国家及中国	11
图表 17: 2021 年中国智能家居十大品牌榜单	11
图表 18: 2020Q3 中国智能家居设备行业市场份额（按出货量）	11
图表 19: 智能家居行业空间测算	12
图表 20: 晾衣架行业上下游产业链结构	13
图表 21: 智能晾衣架市场总额和增长率	13
图表 22: 2019-2024 年智能晾衣架销量和增长率	14
图表 23: 2019-2024 年智能晾衣架线上与线下价格趋势	14
图表 24: 不同规模出货量的智能晾衣架企业数量	14
图表 25: 2021 年智能晾衣架的品牌认知率排名	14
图表 26: 2021 年智能晾衣架的品牌购买率排名	14
图表 27: 智能晾衣机行业空间测算	15
图表 28: 中国智能门锁行业发展历程	16
图表 29: 2015-2020 年中国智能门锁供给需求状况	16
图表 30: 2016-2020 年中国智能门锁市场渗透率	16
图表 31: 2021 年中国智能门锁销售渠道结构	17
图表 32: 2021 年中国智能门锁线上市场 TOP10 品牌市场占有率	17
图表 33: 智能门锁行业空间测算	18
图表 34: 公司智能家居解决方案	18
图表 35: 公司晾晒产品	19
图表 36: 公司晾晒产品相关销售指标	19
图表 37: 刘涛代言公司产品智能晾衣机	20
图表 38: 邓超代言公司产品智能门锁	20
图表 39: 同行公司智能晾晒产品营收情况（单位：亿元）	20
图表 40: 部分公司智能晾晒产品毛利情况	20
图表 41: 公司智能门锁在售产品情况	21
图表 42: 公司主要荣誉	22
图表 43: 同行公司智能门锁产品营收情况（单位：亿元）	22
图表 44: 同行公司智能门锁产品毛利情况	22
图表 45: 公司其他智能家居产品在售情况	23
图表 46: 同行公司智能产品营收情况（单位：亿元）	23
图表 47: 同行公司智能产品毛利情况	23
图表 48: 华为全屋智能 2.0	24
图表 49: 国内主要智能家居平台	24
图表 50: 公司经销渠道相关指标	25
图表 51: 公司各销售渠道相关指标	25
图表 52: 公司电商渠道相关指标	26
图表 53: 线上分平台收入占比情况	26
图表 54: 线上分平台客单价情况（元）	26
图表 55: 京东、天猫淘宝平台电商销售额情况（万元）	26
图表 56: 2022 年天猫“618”家居百货排行榜	26

图表 57: 公司的核芯技术.....	27
图表 58: 公司研发费用及同比增速.....	27
图表 59: 行业研发费用率比较.....	27
图表 60: 公司研发人员数量及占比.....	28
图表 61: 公司研发人员学历结构.....	28
图表 62: 湖南工业大学“好太太”创新设计实验室授牌仪式.....	28
图表 63: 智能家居和晾衣架产品的产销情况.....	29
图表 64: 募集资金投入情况.....	29
图表 65: 智能家居生产基地项目达成后新增产能分布.....	29
图表 66: 收入、毛利率拆分及预测.....	30
图表 67: 可比公司估值表.....	31
图表 68: 公司目前估值处于历史底部.....	31

1 公司当前发展情况几何？

1.1 概况：智能晾晒龙头企业，深耕智能家居二十余载

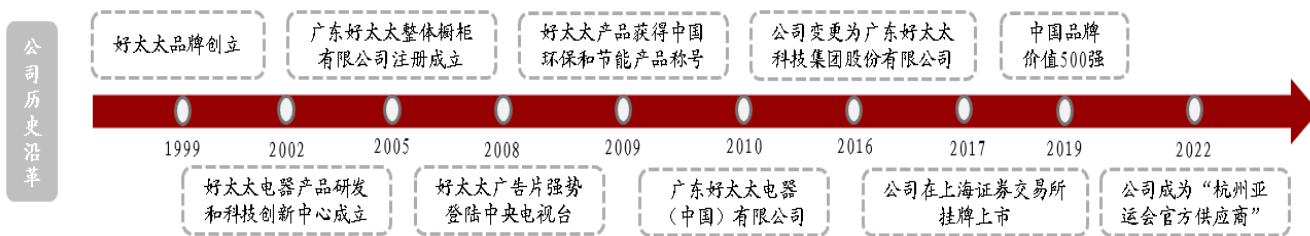
公司是一家集研发、生产、销售、服务于一体的智能家居企业，旗下品牌包括好太太、晒客、科徕尼。公司产品与服务涵盖智能晾晒、智能安防、智能清洁等领域。主要产品包括以智能晾衣机与智能锁为代表的智能家居产品、控制系统及各系列晾晒产品等。近年来，公司依托核心产品智能晾衣机与智能锁，围绕智能家居领域展开布局，产品逐步延伸至智能窗帘、电热毛巾架、智能面板、开关、等智能家居产品。公司发展至今，从品牌初创开创晾晒新品类(1999-2005年)、到高速发展扩大品牌认知(2005-2009年)、持续领航建立品牌领导力(2009-2016年)、再到如今加速扩张(2016-至今)，已经形成从单品到多品、从单一赛道到多赛道的智能家居布局。

图表1:公司品牌矩阵



资料来源：公司官网，公司年报，万联证券研究所

图表2:公司历史沿革



资料来源：公司官网，公司年报，万联证券研究所

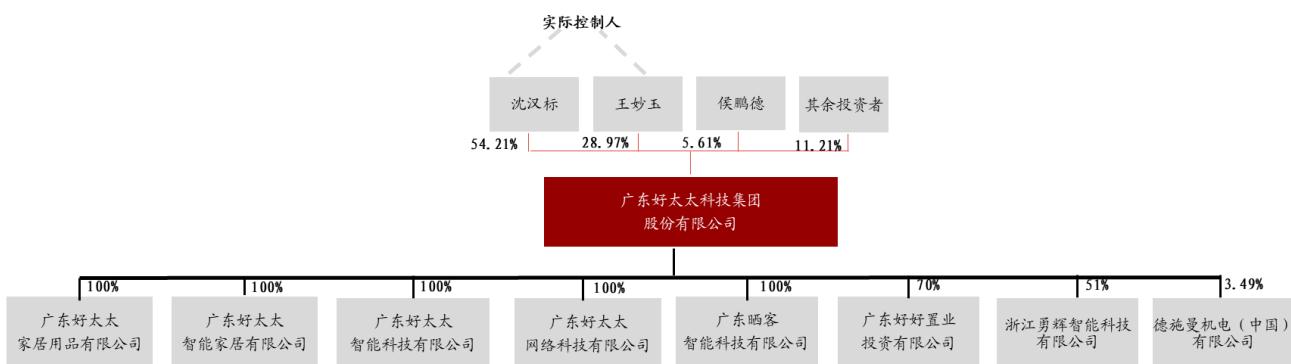
1.2 股权结构：股权稳定且高度集中，实控人夫妇持股 83%

股权高度集中，实控人夫妇拥有83.18%股权。公司董事长沈汉标持股约54.21%，沈汉标之妻王妙玉持股约28.97%，夫妻二人为公司实控人。另外，王妙玉表兄侯鹏德持股约5.61%。公司股权高度集中，且架构稳定。

与好莱客合作设立子公司竞拍地块发展“创新发展中心”项目。公司旗下有广东好太太家居用品有限公司、广东好太太智能家居有限公司等子公司，其中，2021年10月，公司与好莱客（同一个董事长）基于各自资源及产业优势，共同设立广东好好置业投

资有限公司（好好置业），并通过好好置业在广州市各重点商务区内物色合适地块适时开发、建设和营运一个“创新发展中心”项目，以满足公司及好莱客未来办公、产业研发、销售、电子商务、智能展厅等场。2022年5月，好好置业以12.95亿元竞拍得到广州市天河区金融城东区6745平方米的国有建设用地使用权。

图表3:公司股权架构

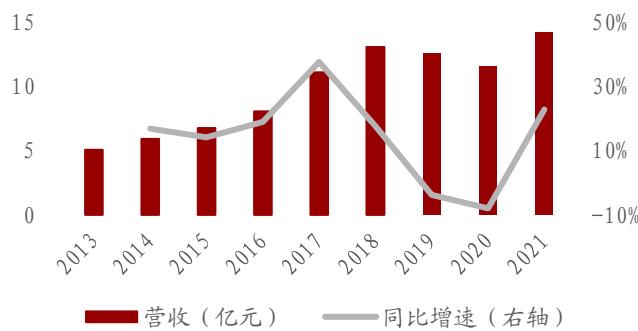


资料来源：公司公告，万联证券研究所

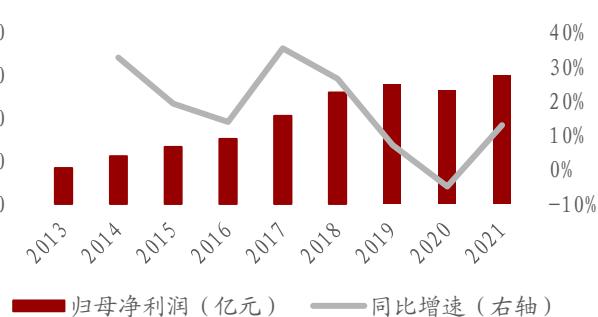
1.3 财务概览：业务发展稳健，渠道调整后业绩增速亮眼

过去业务发展稳健，渠道调整后业绩增速亮眼。公司过去几年业务发展稳健，2013-2018年，营收/归母净利润的CAGR分别为20.85%/25.35%，此后2019-2020年由于线下渠道调整以及大环境变化原因导致收入利润有所下滑，而后2021年由于经济环境好转叠加渠道调整后线上线下资源整合促进销售，公司业绩增速亮眼，实现营收14.25亿元，同比+22.88%，实现归母净利润3.00亿元，同比+12.97%。

图表4:公司营收及同比增速



图表5:公司归母净利润及同比增速



资料来源：同花顺iFinD，万联证券研究所

资料来源：同花顺iFinD，万联证券研究所

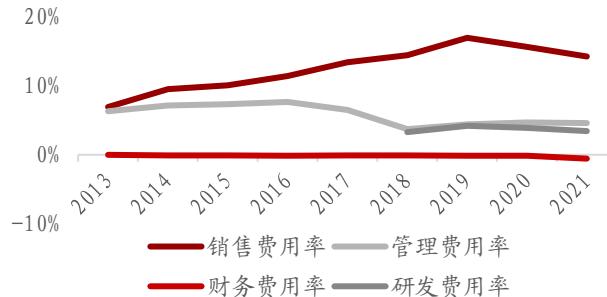
毛利率和净利率稳中有升，电商占比扩大导致销售费用率提升。利润率方面，公司近年来盈利水平持续提升，2013-2021年，毛利率从33.11%提升至45.09%，净利率从16.57%提升至21.15%，主要得益于品牌力的提升、产品结构升级及高毛利的电商业务占比提升。**费用率方面**，2013-2019年，由于销售人员成本上涨、电商业务占比扩大导致电商平台佣金以及推广费上升，使得销售费用率快速从6.92%提升至16.94%。随着业务规模的不断扩大，销售费用率近三年来有所下降，管理和研发费用率维持在相对稳定的水平，2021年，公司销售/管理/研发费用率分别为14.26%/4.59%/3.41%。

图表6:公司近年来毛利率&净利率



资料来源：同花顺iFind，万联证券研究所

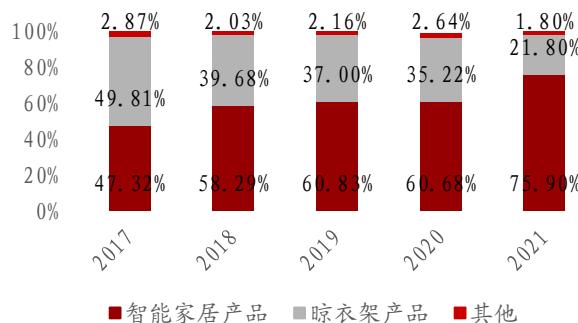
图表7:公司近年来费用率情况



资料来源：同花顺iFind，万联证券研究所

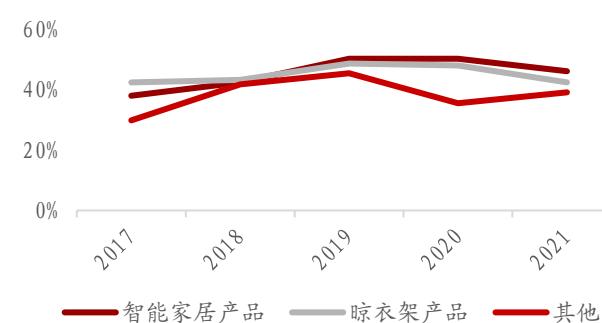
分产品：智能家居产品占比稳步扩大，毛利率最高。公司产品类别包括智能家居产品（智能晾衣机、智能门锁等）、晾衣架产品（手摇晾衣架、落地晾衣架和外飘晾衣架）和其他产品（铝梯、衣架套装、晒架、毛巾架等）。近年来，公司主营产品从传统晾晒产品向智能晾晒产品持续升级，智能家居产品占比从2017年的47.32%一路提升至2021年的75.90%。而智能家居产品的毛利率在近三年也维持在46%-51%，在各大品类中最高，其次为晾衣架产品，毛利率为42%-49%。

图表8:主营业务营收分产品占比



资料来源：同花顺iFind，万联证券研究所

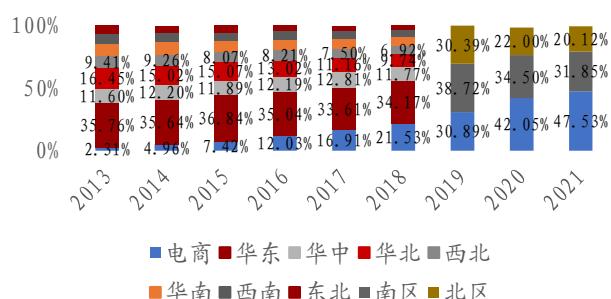
图表9:主营业务毛利率分产品情况



资料来源：同花顺iFind，万联证券研究所

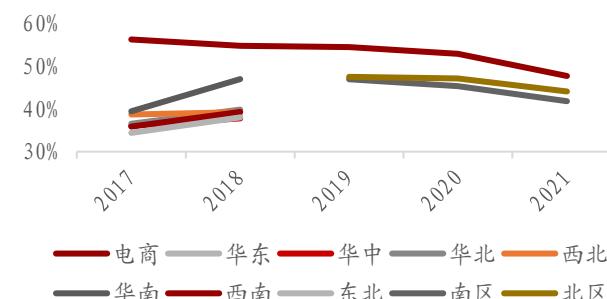
分地区：积极拓宽电商渠道，华东地区为优势区域。公司积极发展电商业务，2013-2021年电商收入CAGR高达66.14%，实现快速增长。2021年公司电商渠道收入6.78亿元，占比达47.53%，毛利率为47.73%，高于线下渠道。线下方面，华东为优势区域，2018年收入占比达34.17%，其次为华中/华北/西北，收入占比分别为11.77%/9.74%/6.92%。

图表10:主营业务营收分地区占比



资料来源：同花顺iFind，万联证券研究所

图表11:主营业务毛利率分地区情况



资料来源：同花顺iFind，万联证券研究所

注：2019年及以后统计口径发生变化，划分为电商、南区、北区

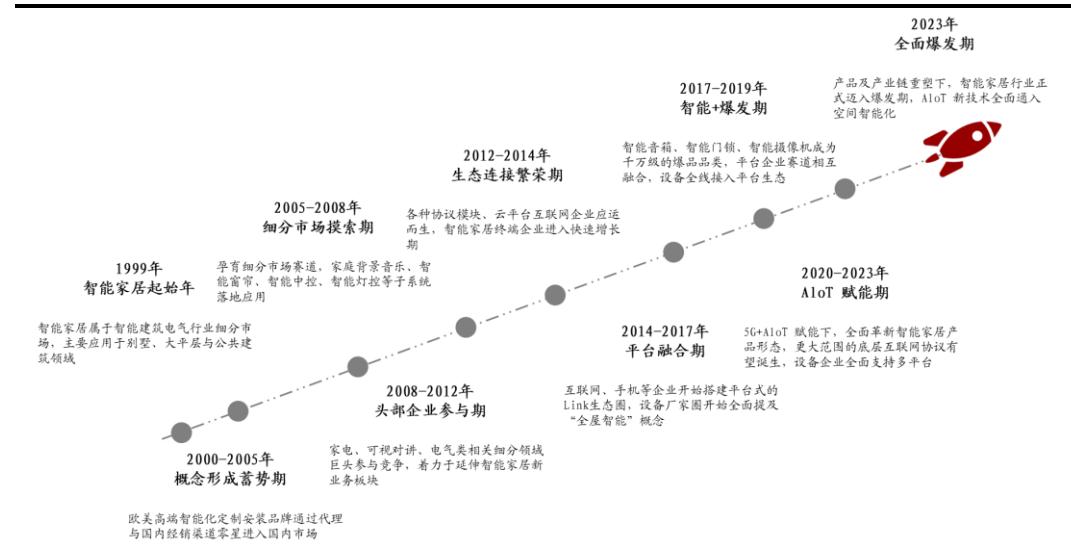
2 所处行业空间有多大？

2.1 智能家居：智能物联时代下，行业未来发展有超过2倍空间

2.1.1 行业即将进入爆发期，产业链上下游参与者众多

智能家居可以定义为一个目标或者一个系统，单品可包括智能音箱、智能门锁、智能家电、智能音箱、智能窗帘、智能晾衣架等，系统则是以住宅为平台，基于物联网技术，由硬件、软件系统、云计算平台构成的一个家居生态圈。目前我国智能家居行业正处于赋能期，即在5G+AIoT赋能下，全面革新智能家居产品形态，设备企业全面支持多平台。未来在产品及产业链重塑下，行业将进入爆发期。

图表12:国内智能家居发展历程



资料来源：《2020中国智能家居生态发展白皮书》，万联证券研究所

产业链上中下游企业及相关服务商数量众多。智能家居产业链的上游企业主要是元器件和底层技术提供商，如科大讯飞、三菱电机、高通等；中游企业包括家电、家用智能硬件、安防控制设备、家用机器人等中间供应商，如海尔电器、海信视像、美的集团、TCL科技、汉王科技、小米科技等；下游对接B端房地产公司、家装公司、实体商店、软件应用商店等渠道服务商及C端用户。产业链涉及的相关服务由供应链服务平台、云服务/大数据服务平台、生活服务平台、代工厂等服务商提供。

图表13:智能家居产业链



资料来源：iFind产业链中心、万联证券研究所

2.1.2 规模及未来空间测算：2030年中国智能家居行业规模将超8000亿

➤ 行业发展的驱动因素：

(1) 需求端：随着居民人均收入水平的提升，消费者对生活品质的追求不断升级，对居住环境的要求也逐渐提高，智能化的家居产品逐渐走进大众家庭，包括智能音箱、智能门锁、智能家电、智能窗帘、智能晾衣架等，新晋智能家居品牌纷纷入局赛道，资本入局驱动行业进一步发展扩大。

(2) 政策支持：对于智能家居行业，国家亦不断出台政策支持其发展。2012年，智能家居首次写进五年规划，提出采用包括物联网在内的新技术改造升级传统产业，提高家居生活的智能化水平。2020年，新基建将加速数字化、智能化向传统产业渗透。2021年4月，住建部印发《关于加快发展数字家庭提高居住品质的指导意见》加快发展数字家庭，提高居住品质。而后2021年12月，《“十四五”智能制造发展规划》的提出助力智能家居发展。

图表14:智能家居行业相关政策

发布时间	发布部门	政策名称	相关重点内容
2020年3月	国家发展改革委等二十三部门	《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场实施的意见》	首次提出构建‘智能+’消费生态体系，准确把握并适应了现阶段绿色、智能和在线消费的发展大趋势。
2020年4月	中共中央政治局常务委员会	“新基建政策”	新基建将加速数字化、智能化、网络化向传统产业渗透，5G、人工智能、云计算与大数据对智能家居行业有深度渗透与结合应用。
2020年8月	住建部	住房和城乡建设等部门关于加快新型建筑工业化发展的若干意见》	推广智能家居、智能办公、楼宇自动化系统，提升建筑的便捷性和舒适度。
2020年8月	国家标准化管理委员会等部门	《国家新一代人工智能标准体系建设指南》	在智能家居领域，规范家居智能硬件、智能网联、服务平台、智能软件等产品、服务和应用，促进智能家居产品的互联互通，有效提升智能家居在家居照明、监控、娱乐、健康、安防等方面用户体验。
2021年4月	住建部等	《关于加快发展数字家庭-提高居住品质的指导意见》	到2025年年底，构建比较完备的数字家庭标准体系；新建全装修住宅和社区配套设施，全面具备通信连接能力，拥有必要的智能产品。
2021年12月	工信部、国家发改委等8部门	《“十四五”智能制造发展规划》	到2025年的具体目标为：一是转型升级成效显著，70%的规模以上制造业企业基本实现数字化网络化，建成500个以上引领行业发展的智能制造示范工厂。二是供给能力明显增强，智能制造装备和工业软件市场满足率分别超过70%和50%，培育150家以上专业水平高、服务能力强的智能制造系统解决方案供应商。三是基础支撑更加坚实，完成200项以上国家、行业标准的制修订，建成120个以上具有行业和区域影响力的工业互联网平台。

资料来源：前瞻产业研究院，央视新闻，人民日报，万联证券研究所

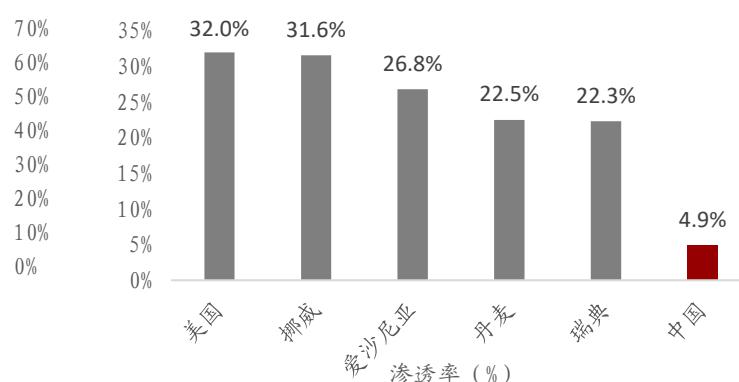
(3) 供给端：随着5G时代到来，“智能物联”是大势所趋，产业链上中下游涌现越来越多的玩家入局，包括各大芯片、设备、互联网巨头、传统家居家电等企业。其中，国内做智能家居平台的主要有华为、小米、海尔、美的、阿里等。2022年7月4日，华为发布全屋智能2.0解决方案，此次2.0发布带来了升级空间交互体验以及全新后装解决方案，未来基于鸿蒙系统有望形成相对统一的智能家居生态圈。

多因素共同驱动中国智能家居市场飞速发展，但渗透率对比外国仍较低。根据前瞻产业研究院的数据，2015-2021年，中国智能家居市场规模由403.4亿元增至3073.0亿元，CAGR高达40.27%，且预计2023年其市场规模将超5000亿元。但放眼世界，中国智能家居市场渗透率仍然很低，仅为4.9%，远低于美国（32.0%）、挪威（31.6%）、爱沙尼亚（26.8%）、丹麦（22.5%）、瑞典（22.3%）等国家，未来中国智能家居的市场渗透率提升空间还很大。

图表15:2015-2023年中国智能家居行业市场规模



图表16:2018年智能家居渗透率前五国家及中国

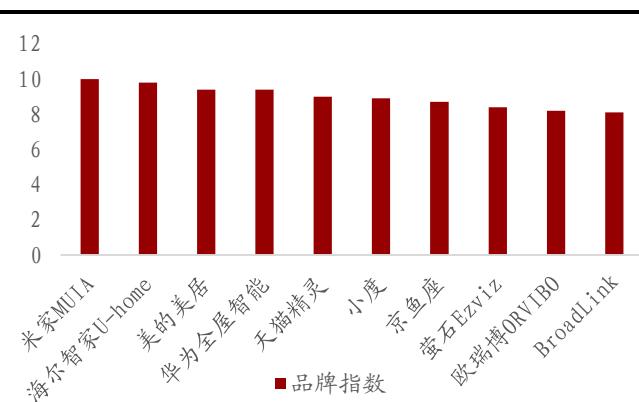


资料来源：前瞻产业研究院、好太太2021年年报、万联证券研究所

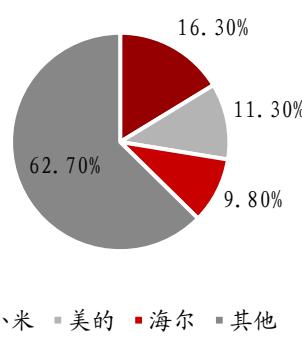
资料来源：《2018年中国智能家居产业发展白皮书》，万联证券研究所

竞争格局：行业竞争激烈，智能家居设备商CR3约为37.4%。根据CNPP品牌数据研究对中国主要智能家居设备生产商的统计，从品牌知名度、员工数量、企业资产规模、经营情况等各项指标对比评选出2021年中国智能家居前十大品牌，其中前五大品牌分别为米家、海尔智家、美的美居、华为全屋智能、天猫精灵。从市场份额来看，根据IDC的数据显示，2020Q3，中国智能家居设备出货量前三的企业分别为小米、美的、海尔，市占率分别16.3%/11.3%/9.8%，CR3约为37.4%。

图表17:2021年中国智能家居十大品牌榜单



图表18:2020Q3中国智能家居设备行业市场份额（按出货量）



资料来源：CNPP品牌数据研究、前瞻产业研究院、万联证券研究所

资料来源：IDC、前瞻产业研究院、万联证券研究所

➤ 智能家居行业2030年空间测算：

我们从房屋装修需求的角度测算智能家居行业规模，预计2030年，中国智能家居市场规模为8187亿元，对应2022年2380亿元仍有2.4倍成长空间。核心假设如下：

- (1) 有装修需求的房子可分为新房和存量房(成交的二手房、非交易用的旧房翻新);
- (2) 新房销售量=商品房销售面积/每套面积，假设每套面积为100平方米;
- (3) 随着地产政策的放松以及稳经济政策支持下，2023年及以后新房和二手房交易市场有望回暖;
- (4) 存量房数量=年末总人口数*城镇化率*城市人均住房面积/每套面积，假设每套面积为100平方米，存量房翻新周期为15年;
- (5) 根据《2018年中国智能家居产业发展白皮书》，2018年中国智能家居市场渗透率仅为4.9%，假设2025年渗透率达10%，2030年渗透率达15%;
- (6) 参考华为前段时间公布的全屋智能价格，100平米的前装价格为99999元起，假设2022年智能家居单价为每套10万元(每套100平米)，在2025年后随着技术的发展单价回落。
- (7) 智能家居市场规模=有装修需求的房子套数*智能家居渗透率*每套单价。

图表19：智能家居行业空间测算

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
新房销售量(万套)	1478	1501	1549	1565	1409	1550	1627	1692	1743	1795	1849	1886	1924
YoY	2.1%	1.6%	3.2%	1.1%	-10.0%	10.0%	5.0%	4.0%	3.0%	3.0%	3.0%	2.0%	2.0%
二手房成交量(万套)	430	426	432	393	360	389	404	416	425	433	442	446	451
YoY	0.0%	-0.9%	1.4%	-9.0%	-8.4%	8.0%	4.0%	3.0%	2.0%	2.0%	2.0%	1.0%	1.0%
旧房翻新率	10%	10%	9%	8%	7%	8%	10%	11%	12%	13%	14%	15%	16%
旧房翻新需求(万套)	1325	1433	1406	1329	1278	1528	2019	2328	2710	3057	3492	3956	4448
YoY	7.7%	8.1%	-1.9%	-5.5%	-3.9%	19.6%	32.2%	15.3%	16.4%	12.8%	14.2%	13.3%	12.4%
合计装修需求(万套)	3233	3361	3387	3287	3046	3466	4051	4437	4878	5286	5783	6288	6822
YoY	4.0%	4.0%	0.8%	-3.0%	-7.3%	13.8%	16.9%	9.5%	9.9%	8.4%	9.4%	8.7%	8.5%
智能家居渗透率(%)	4.9%	5.6%	6.4%	7.1%	7.8%	8.5%	9.3%	10.0%	11.0%	12.0%	13.0%	14.0%	15.0%
每套智能家居价格(万元)	8.0	8.5	9.0	9.5	10.0	10.0	10.0	10.0	9.6	9.2	8.8	8.4	8.0
智能家居市场规模(亿元)	1267	1608	1938	2213	2380	2961	3756	4437	5151	5835	6616	7395	8187
YoY	30.3%	26.9%	20.5%	14.2%	7.6%	24.4%	26.8%	18.1%	16.1%	13.3%	13.4%	11.8%	10.7%

资料来源：国家统计局，贝壳研究院，万联证券研究所

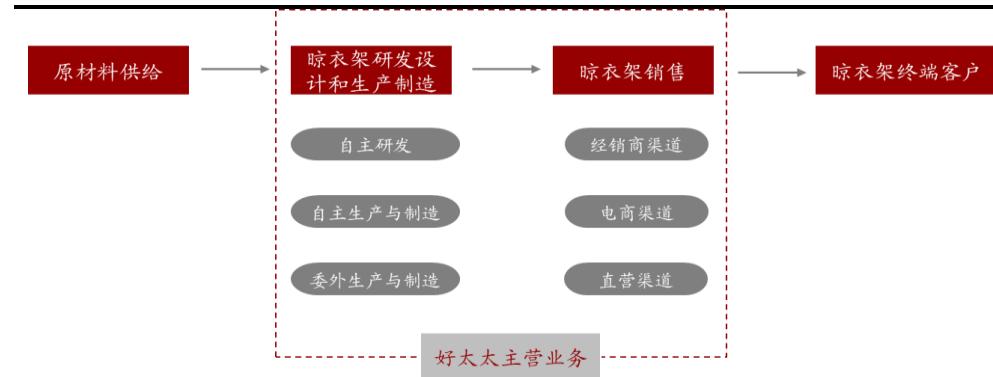
2.2 细分：智能晾衣机行业小而美，头部品牌受消费者青睐

2.2.1 智能晾衣机是晾衣架智能化、升级化后的产物

晾衣架产业链中的产业存在明显的产业间关联效应。晾衣架是以五金类材料为核心材料构建，有固定形状、可延展或可升降且操作便捷的晾衣设备。晾衣架行业的发展历程主要包括三个阶段：最初的落地、外飘和手摇式晾衣架；由电力驱动的电动晾衣架；多功能的智能晾衣架。晾衣架行业的上游行业主要是五金配件、铝型材和塑料制品等原材料行业；下游行业则通过各地经销商及其门店、电商平台等销售渠道，最终销售给以家庭为单位的终端消费者。

智能晾衣架是晾衣架的智能化、升级化产物。智能晾衣架是一种使用电作为驱动力、向智能化方向发展的家居产品，主要由电机驱动的动力系统、智能控制系统和合金制造的机身系统等模块组成，根据用户的多样化需求，集成了包括照明、声控、远程控制、烘干、风干和消毒等功能。

图表20:晾衣架行业上下游产业链结构

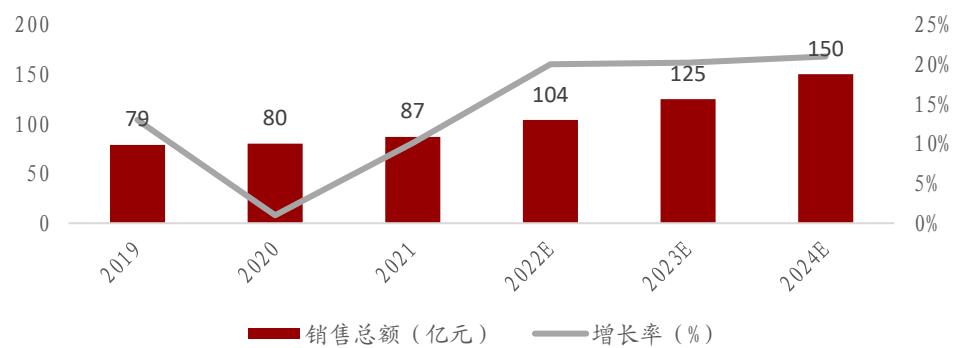


资料来源：好太太招股书，万联证券研究所

2.2.2 规模及未来空间测算：2030年中国智能晾衣机行业规模将达162亿

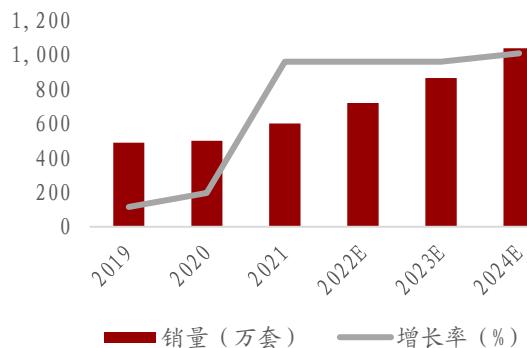
受益于消费水平与消费者对生活品质追求的提高，智能晾衣架的市场规模不断扩大。随着社会发展和消费水平的持续提高，晾衣架行业向智能化、高端化方向发展，进一步推动我国晾衣架行业规模的增长。根据CSHIA Research的数据，我国智能晾衣架市场总额、产品销量呈现逐年增长趋势，预计2024年销售额将达150亿元（同比+21%），销量将达1037万套（同比+21%）。2019-2021年客单价不断下降，预计2022-2024年客单价将回升，并且线上价格普遍低于线下价格。

图表21:智能晾衣架市场总额和增长率

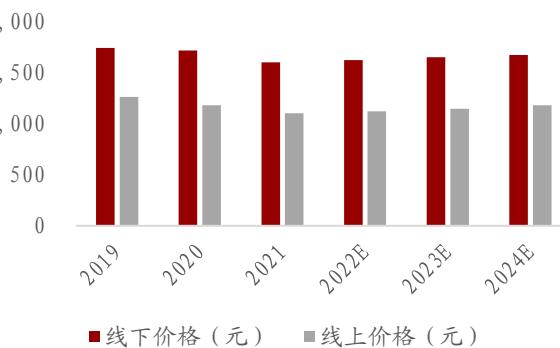


资料来源：CSHIA Research、万联证券研究所

图表22:2019-2024年智能晾衣架销量和增长率



图表23:2019-2024年智能晾衣架线上与线下价格趋势

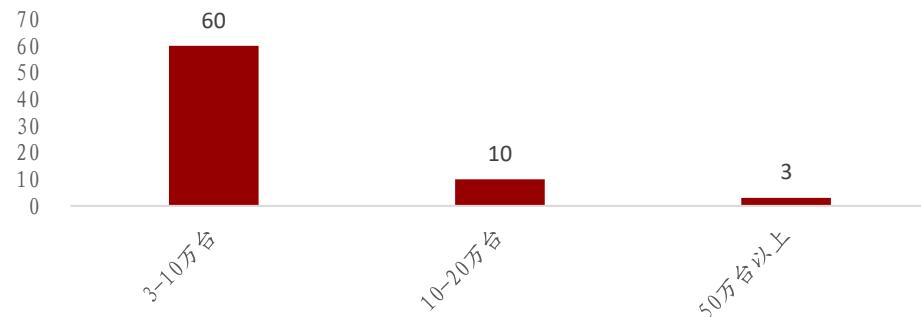


资料来源: CSHIA Research, 万联证券研究所

资料来源: CSHIA Research, 万联证券研究所

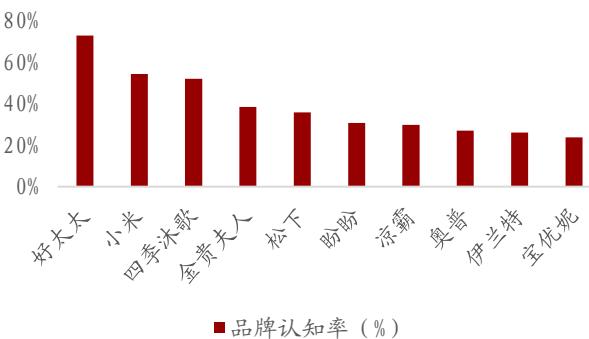
竞争格局: 头部品牌与小品牌拉开差距, 好太太认知率排名第一。我国智能晾衣架行业格局分散, 规模以上年出货50万台的Top3品牌分别为好易点、好太太、米家。据《2021年智能晾晒行业发展趋势研究报告》数据显示, 2021年在一线、新一线、二线城市, 智能晾衣架的品牌认知率表现为头部品牌优势相对突出, 其余品牌之间竞争激烈; 品牌购买率表现为品牌间竞争格局分散, 没有一个品牌市场占比超过50%。其中好太太的品牌认知率(72.8%)和购买率(38.5%)均排名第一。

图表24:不同规模出货量的智能晾衣架企业数量

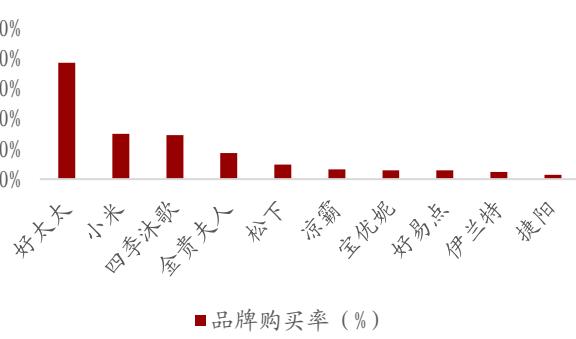


资料来源: CSHIA Research, 万联证券研究所

图表25:2021年智能晾衣架的品牌认知率排名



图表26:2021年智能晾衣架的品牌购买率排名



资料来源: 艾瑞咨询《2021年智能晾晒行业发展趋势研究报告》，万联证券研究所

资料来源: 艾瑞咨询《2021年智能晾晒行业发展趋势研究报告》，万联证券研究所

➤ 智能晾衣机行业2030年空间测算：

我们从房屋装修和旧房晾衣机更替需求的角度测算智能晾衣机行业规模，预计2030年，中国智能晾衣机市场规模为162亿元，对应2022年49亿元仍有2.3倍成长空间。核心假设如下：

(1) 晾衣机需求可分为房子装修和晾衣机更替需求，其中，房子装修需求可分为新房和存量房(成交的二手房、非交易用的旧房翻新)的装修需求，另外非交易用的旧房还有晾衣机更替需求；

(2) 新房销售量=商品房销售面积/每套面积，假设每套面积为100平方米；

(3) 随着地产政策的放松以及稳经济政策支持下，2023年及以后新房和二手房交易市场有望回暖；

(4) 存量房数量=年末总人口数*城镇化率*城市人均住房面积/每套面积，假设每套面积为100平方米，存量房翻新周期为15年，翻新率2018年为10%，之后2020-2023年受疫情影响削减，而后随着经济好转回升；

(5) 假设旧房的晾衣机每15年更新一次，更替率为10%；

(6) 根据CSHIA Research《2022智能晾衣机生态发展白皮书》，2022年中国智能晾衣机的市场渗透率不足7%，假设随着人们生活水平的提升，未来智能晾衣机市场渗透率逐年提升0.1个pct；

(7) 参考好太太等智能晾衣机的市场售价，假设2022年智能晾衣机单价为每套1500元，而后随着中高端趋势的推进，智能晾衣机每年每套上涨100元。

(8) 智能晾衣机市场规模=有装修和更替需求的房子套数*智能晾衣机渗透率*每套单价。

图表27:智能晾衣机行业空间测算

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
新房销售量(万套)	1478	1501	1549	1565	1409	1550	1627	1692	1743	1795	1849	1886	1924
YoY	2.1%	1.6%	3.2%	1.1%	-10.0%	10.0%	5.0%	4.0%	3.0%	3.0%	3.0%	2.0%	2.0%
二手房成交量(万套)	430	426	432	393	360	389	404	416	425	433	442	446	451
YoY	0.0%	-0.9%	1.4%	-9.0%	-8.4%	8.0%	4.0%	3.0%	2.0%	2.0%	2.0%	1.0%	1.0%
旧房翻新率	10%	10%	9%	8%	7%	8%	10%	11%	12%	13%	14%	15%	16%
旧房晾衣机更替率	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
旧房翻新+更替需求(万套)	2518	2723	2828	2857	2975	3284	3837	4212	4698	5103	5637	6197	6783
YoY	7.7%	8.1%	3.9%	1.0%	4.1%	10.4%	16.8%	9.8%	11.5%	8.6%	10.5%	9.9%	9.4%
合计需求(万套)	4425	4650	4809	4816	4744	5223	5868	6321	6865	7332	7928	8530	9157
YoY	5.0%	5.1%	3.4%	0.1%	-1.5%	10.1%	12.4%	7.7%	8.6%	6.8%	8.1%	7.6%	7.4%
智能晾衣机渗透率(%)	6.5%	6.6%	6.7%	6.8%	6.9%	7.0%	7.1%	7.2%	7.3%	7.4%	7.5%	7.6%	7.7%
每套智能晾衣机价格(万元)	0.11	0.12	0.13	0.14	0.15	0.16	0.17	0.18	0.19	0.20	0.21	0.22	0.23
智能晾衣机市场规模(亿元)	32	37	42	46	49	58	71	82	95	109	125	143	162
YoY	17.3%	16.4%	13.7%	9.4%	7.1%	19.1%	21.1%	15.7%	16.2%	14.0%	15.1%	14.2%	13.7%

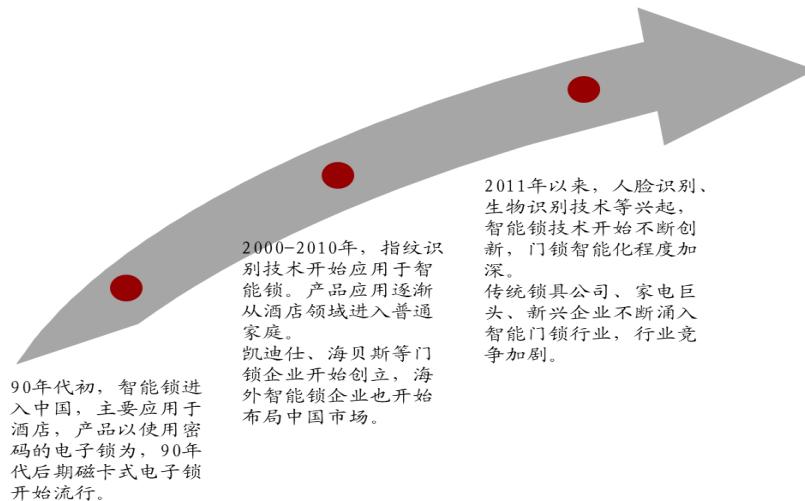
资料来源：国家统计局，贝壳研究院，万联证券研究所

2.3 细分：智能门锁国内渗透率飞速提升，玩家已形成三大阵营

2.3.1 智能门锁行业发展迅速，应用领域广阔

智能门锁应用领域逐渐扩展，行业发展迅速。智能门锁是指在传统机械锁的基础上改进的，在用户安全性、识别、管理性方面更加智能化、简便化的锁具。中国智能门锁行业发展起步于20世纪90年代，产品类型从最初的密码锁，发展为磁卡门锁，随着指纹识别、生物识别等技术的发展，又升级为指纹锁等产品。应用领域从最初的酒店，逐渐进入千家万户。经过多年发展，行业内企业数量逐渐增加，传统锁企、家电企业、智能锁新兴企业纷纷入局，行业发展加速。

图表28:中国智能门锁行业发展历程

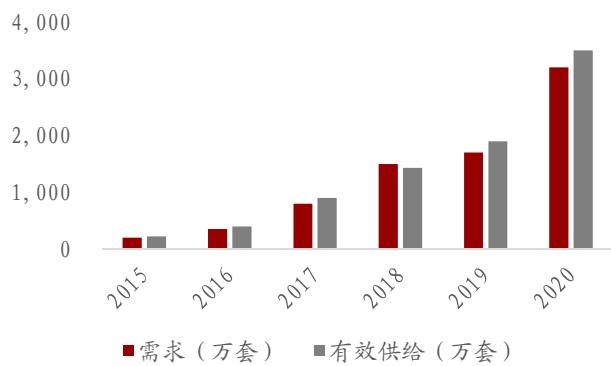


资料来源：前瞻产业研究院，万联证券研究所

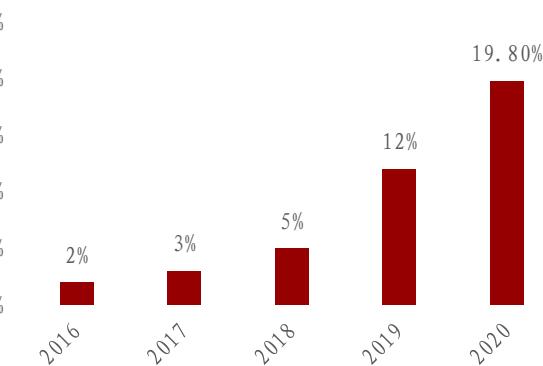
2.3.2 规模及未来空间测算：2030年中国智能门锁行业规模将超500亿

中国智能门锁销量不断增加，渗透率飞速提升。2016年中国智能门锁零售市场正式爆发，整体销量超过350万套，中国智能门锁进入快速发展时期。根据中国智能家居协会CSHIA统计，预估2019年销量为1400万套。从智能锁的市场渗透率来看，近年来中国智能门锁渗透率飞速提升，2016年仅为2%，到2020年达19.8%。而韩国、日本的智能门锁渗透率分别为80%/60%，我国智能门锁渗透率相对仍然有很大的发展空间。

图表29:2015-2020年中国智能门锁供给需求状况



图表30:2016-2020年中国智能门锁市场渗透率

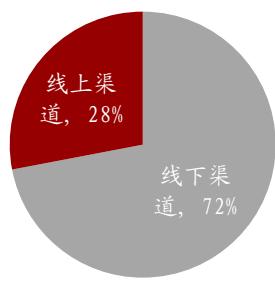


资料来源：全国锁具行业信息中心，《2019中国智能锁应用与产业白皮书》，万联证券研究所

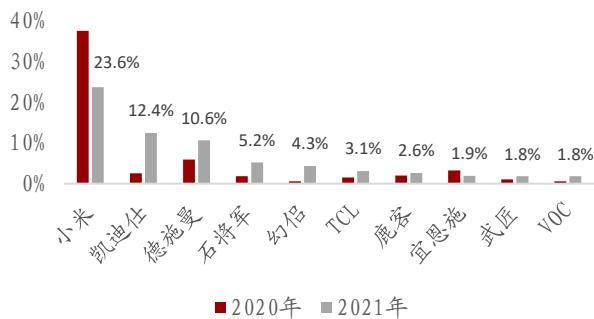
资料来源：艾媒咨询，万联证券研究所

竞争格局：智能门锁品牌众多，线上市场CR3为46.6%。随着智能门锁市场的快速发展，众多创业者及跨行业巨头开始涌入这一行业，截至2018年上半年，全国的智能门锁品牌已达3000多个，并开始形成三大主要阵营，分别为专业品牌（德施曼、金指码、汇泰龙、凯迪仕、耶鲁等）、跨界巨头（美的、海尔、TCL、松下、三星等）、互联网品牌（云丁、果加、云柚科技、小米等）。目前专业品牌仍是行业中坚力量，互联网品牌则主要聚焦于公寓门锁。分渠道来看，2021年中国智能门锁线上市场销量占比为28%，线下渠道占比超70%，仍然是智能门锁销售的主要渠道，线上渠道市占率排名前五的品牌分别是小米（23.6%）、凯迪仕（12.4%）、德施曼（10.6%）、石将军（5.2%）、幻侶（4.3%）。

图表31:2021年中国智能门锁销售渠道结构



图表32:2021年中国智能门锁线上市场TOP10品牌市占率



资料来源：洛图科技，前瞻产业研究院，万联证券研究所

资料来源：洛图科技，智研咨询，万联证券研究所

➤ 智能门锁行业2030年空间测算：

我们从房屋装修和旧房门锁更替需求的角度测算智能门锁行业规模，预计2030年，中国智能门锁市场规模为549亿元，对应2022年227亿元仍有1.4倍成长空间。核心假设如下：

- (1) 智能门锁需求可分为房子装修和智能门锁更替需求，其中，房子装修需求可分为新房和存量房（成交的二手房、非交易用的旧房翻新）的装修需求，另外非交易用的旧房还有门锁的更替需求；
- (2) 新房销售量=商品房销售面积/每套面积，假设每套面积为100平方米；
- (3) 随着地产政策的放松以及稳经济政策支持下，2023年及以后新房和二手房交易市场有望回暖；
- (4) 存量房数量=年末总人口数*城镇化率*城市人均住房面积/每套面积，假设每套面积为100平方米，存量房翻新周期为15年，翻新率2018年为10%，之后2020-2023年受疫情影响削减，而后随着经济好转回升；
- (5) 假设旧房的门锁每15年换一次，更替率为10%；
- (6) 根据艾媒咨询的数据显示，2018-2020中国智能门锁的市场渗透率分别为5.0%/12.0%/19.8%，对标韩国和日本的智能门锁渗透率，中国智能门锁渗透率仍有很大提升空间。假设随着人们生活水平的提升，未来智能门锁市场渗透率逐年提升，保守估计，到2025年提升至30%，2030年提升至50%；
- (7) 参考智能门锁的市场售价，假设2022年智能门锁单价为每套2000元，而后随着技术的进步以及竞争的加剧价格逐渐下降，到2030年下降至1200元。

(8) 智能门锁市场规模=有装修和更替需求的房子套数*智能门锁渗透率*每套单价。

图表33:智能门锁行业空间测算

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
新房销售量(万套)	1478	1501	1549	1565	1409	1550	1627	1692	1743	1795	1849	1886	1924
YoY	2.1%	1.6%	3.2%	1.1%	-10.0%	10.0%	5.0%	4.0%	3.0%	3.0%	3.0%	2.0%	2.0%
二手房成交量(万套)	430	426	432	393	360	389	404	416	425	433	442	446	451
YoY	0.0%	-0.9%	1.4%	-9.0%	-8.4%	8.0%	4.0%	3.0%	2.0%	2.0%	2.0%	1.0%	1.0%
旧房翻新率	10%	10%	9%	8%	7%	8%	10%	11%	12%	13%	14%	15%	16%
旧房门锁更替率	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
旧房翻新+更替需求(万套)	2518	2723	2828	2857	2975	3284	3837	4212	4698	5103	5637	6197	6783
YoY	7.7%	8.1%	3.9%	1.0%	4.1%	10.4%	16.8%	9.8%	11.5%	8.6%	10.5%	9.9%	9.4%
合计需求(万套)	4425	4650	4809	4816	4744	5223	5868	6321	6865	7332	7928	8530	9157
YoY	5.0%	5.1%	3.4%	0.1%	-1.5%	10.1%	12.4%	7.7%	8.6%	6.8%	8.1%	7.6%	7.4%
智能门锁渗透率(%)	5.0%	12.0%	19.8%	21.8%	23.9%	25.9%	28.0%	30.0%	34.0%	38.0%	42.0%	46.0%	50.0%
每套智能门锁价格(万元)	0.24	0.23	0.22	0.21	0.20	0.19	0.18	0.17	0.16	0.15	0.14	0.13	0.12
智能门锁市场规模(亿元)	53	128	209	221	227	257	295	322	373	418	466	510	549
YoY	68.0%	141.7%	63.2%	5.4%	2.6%	13.5%	14.8%	9.2%	15.9%	11.9%	11.6%	9.4%	7.7%

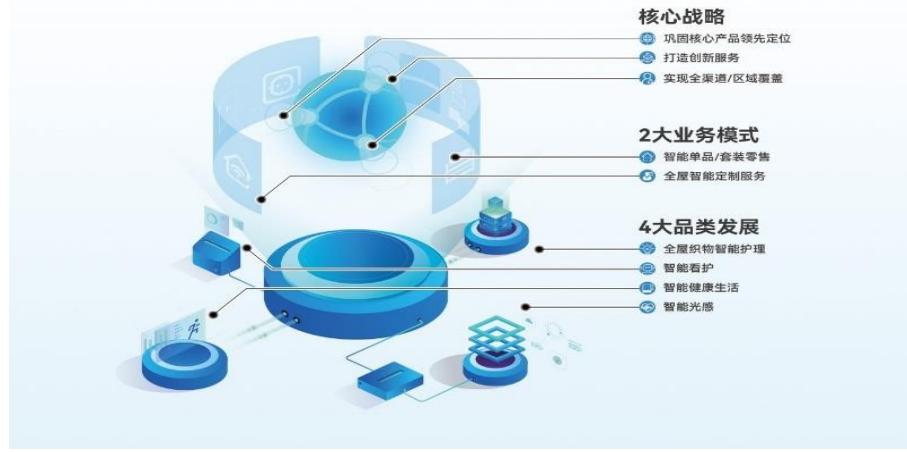
资料来源：国家统计局，贝壳研究院，万联证券研究所

3 公司未来成长点有哪些？

3.1 拓品类：从智能单品到多品，构建全屋智能场景打开第二成长曲线

产品从单一赛道向多个细分智能赛道拓展，逐步打造全屋智能场景。公司作为智能家居行业的领先企业，自2016年就开始从单一赛道向多赛道的智能家居布局，如今已经建立起完善的智能家居产品和前沿技术研究体系，全屋织物智能护理、智能看护、智能健康生活、智能光感四大业务版块稳步推进，正在形成互联互通的家居产品矩阵，逐步打造家庭场景深度融合的全屋智能场景。同时，公司还将在人工智能与物联网技术等领域扩大布局，构建以家庭服务机器人为核心的智能家居生态圈，围绕人和家庭环境打造人工智能技术在消费端更丰富的应用，为消费者提供更加人性化、智能化的家居生活。

图表34:公司智能家居解决方案

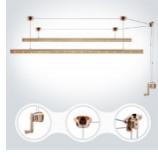


资料来源：公司公告，万联证券研究所

3.1.1 智能晾晒产品（智能晾衣机等）：公司核心单品，保障稳健成长

公司的晾晒产品主要包括智能晾衣机、手摇晾衣架、落地晾衣架和外飘晾衣架等，目前智能晾衣机为核心品类，涉及的品牌包括“好太太”和“晒客”。自成立以来，公司专注设计研发晾衣架等家居产品，从最初的落地、外飘和手摇式晾衣架，发展到由电力驱动的电动晾衣架，再到近年来出现的多功能智能晾衣机，集成了包括照明、声控、远程控制、烘干、风干和消毒等功能。得益于晾衣架普及率的逐年提升、智能晾衣机对传统晾衣架的逐步替代效应等有利因素，近年来，公司的智能晾衣机产品收入占比快速提升。

图表35:公司晾晒产品

产品	主要技术应用	价格	产品图示
智能晾衣机	1、声控技术 2、障碍自动停机技术 3、一体化动力模块结构 4、一触上升控制技术 5、降噪静音、杀菌、风干、烘干技术 6、钢丝自动排列技术 7、智能遥控技术	1429元-4958元	
手摇晾衣架	1、多级自动换挡技术 2、双向自锁结构技术 3、智能纠错技术 4、钢丝绳防脱技术 5、自动下降技术 6、晾杆缓冲保护装置 7、内隐藏技术	349元-1578元	
落地晾衣架	1、折叠收纳专利 2、便携式结构 3、多功能结构技术	119元-3099元	
外飘晾衣架	1、自动定位结构功能 2、铝合金伸缩托架技术 3、手摇伸缩结构	489元-659元	

资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表36:公司晾晒产品相关销售指标

品类	项目	2014	2015	2016	2017H1
智能晾衣机	营收占比	21.82%	21.90%	31.14%	40.97%
	毛利率	30.99%	32.91%	37.83%	37.44%
	均价(元/套)	902.48	931.45	954.81	1087.06
手摇晾衣架	营收占比	63.58%	63.04%	55.70%	47.81%
	毛利率	40.14%	42.85%	42.90%	42.85%
	均价(元/套)	204.18	219.54	227.9	245.01
落地晾衣架	营收占比	7.84%	7.30%	6.06%	5.16%
	毛利率	36.70%	37.32%	33.59%	29.78%
	均价(元/套)	187.42	206.26	231.35	248.26
外飘晾衣架	营收占比	3.27%	3.24%	2.62%	2.45%
	毛利率	33.46%	35.91%	43.04%	37.24%

品类	项目	均价(元/套)		2019	2020	2021
		2017	2018			
智能家居产品	营收占比	47.32%	58.29%	60.83%	61.58%	76.28%
	毛利率	37.93%	42.28%	50.16%	50.14%	46.04%
晾衣架产品	营收占比	49.81%	39.68%	37.00%	35.74%	21.91%
	毛利率	42.35%	43.21%	48.57%	47.97%	42.34%

资料来源：好太太招股书、公司公告、万联证券研究所

注：智能家居产品包括智能晾衣机、智能门锁等智能产品；传统晾衣架产品包括手摇晾衣架、落地晾衣架和外飘晾衣架。

公司深耕智能晾衣机积累了优良的口碑，毛利率在行业中位列第一。公司专注于晾晒行业二十多年，产品从传统的晾衣架拓展到智能晾衣机，目前已发展成为晾晒行业的市场龙头，毛利率在行业中位列第一，主要得益于：品牌塑造上，公司致力于倡导智慧化晾晒生活方式，将“好太太”品牌内涵与家居文化紧密结合，并通过聘请与公司品牌形象和内涵相契合的明星作为代言人，进行多种媒体渠道广告投放，全方位提高公司的知名度；生产技术和品质管理上，公司致力于产品的规模化、自动化、标准化生产制造，在传统工艺技术优势的基础上，汲取国内外精湛的生产制造技术，保证产品质量稳定、生产的安全性及大额订单的承接能力；营销网络上，公司已建立起全面立体的营销体系，拥有线下成熟的经销商团队，电商渠道快速发展；售后服务管理上，公司在全国各省市设立线下售后服务体系，并对经销商团队提供相应的售后服务指导培训，积累了良好的口碑。

图表37:刘涛代言公司产品智能晾衣机



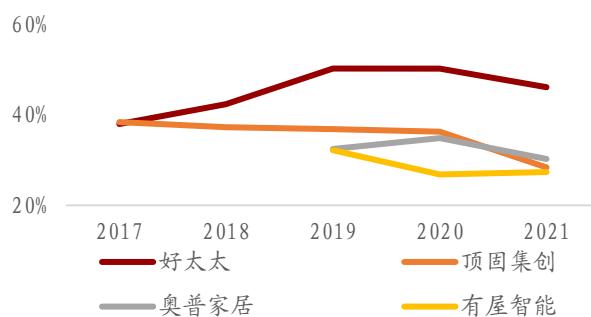
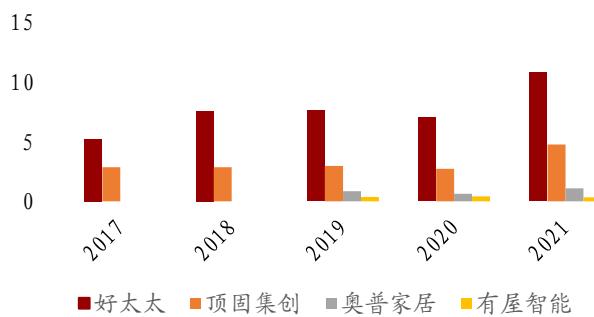
图表38:邓超代言公司产品智能门锁



资料来源：公司官网、万联证券研究所

资料来源：公司官网、万联证券研究所

图表39:同行公司智能晾晒产品营收情况(单位：亿元) 图表40:部分公司智能晾晒产品毛利情况



资料来源：同花顺iFinD、万联证券研究所

资料来源：同花顺iFinD、万联证券研究所

注：好太太的业务板块为智能家居产品，包括智能晾衣机、智能门锁等；顶固集创的业务板块为精品五金类，主要包括普通机械门锁、智能门锁、铰链、滑轮及滑轨、合页、三节轨、门吸、智能晾衣机、智能毛巾架等；奥普家居的业务板块为晾衣机；有屋智能的业务板块为其他，包括智能晾衣杆、小云顶沙发、卡米拉岩石餐桌、奥格岩板茶几等。

3.1.2 智能门锁及其他产品：从单品到多品布局

➤ 智能门锁：第二个战略核心品类

智能门锁是公司的第二个战略核心品类，是公司智能家居解决方案的又一产品。2020年以前，公司通过“科徕尼”品牌重点打造智能锁品类，而后在2020年5月20日，智能锁品类全线产品回归“好太太”品牌，“科徕尼”品牌则继续打造其他智能家居单品。目前，公司的智能门锁在售有多个系列，包括V86S、V65S、V65等，具备红外感应猫眼、视频通话、逗留抓拍、APP智能管家等多个功能，价格在2000-3000左右不等。

图表41:公司智能门锁在售产品情况

产品型号	主要功能	天猫价格	产品图示
V86S	红外感应猫眼、视频通话、逗留抓拍、7层技术加密、双主控系统、第二代自研全自动锁体、10重安全防护、APP智能管家等	3270元	
V65S	红外感应猫眼、视频通话、逗留抓拍、7层技术加密、双主控系统、第二代自研全自动锁体、10重安全防护、APP智能管家等	3099元	
V65	AI自学习算法、家庭关爱模式、一键勿扰模式、7层技术加密、9种解锁方式、8重安全防护、双主控系统、第二代自研全自动锁体、室内双重验证开门、APP智能管家等	2999元	
V83	双核安全系统、6种开门方式、欧菲光传感器、HIEYIE指纹算法、APP智能物联、全自动三防锁体、防小黑盒干扰、CLOSE智能按钮、双向一触开、7重智能告警、日本万宝至电机、生物指纹识别、智能语音导航、C级锁芯、防猫眼开启、支持应急充电等	2799元	
P700	3D地磁感应技术、防猫眼开门、7重报警功能、锂电池长续航、6种开门方式、生物指纹识别、双向一触开、欧菲光传感器、防小黑盒干扰等	2699元	
P610	防小黑盒干扰、防猫眼开门、五重报警功能、C级锁芯、自动上锁、生物指纹识别、双向一触开、欧菲光传感器、支持应急充电等	2399元	
T600	防止小黑盒干扰、防猫眼开门、五重报警功能、C级锁芯、组合解锁、生物指纹识别、HIEYIE指纹算法、欧菲光传感器、支持应急充电等	2299元	
T580	阿里云双向加密技术、欧菲光传感器、HIEYIE指纹算法、防猫眼开门、防小黑盒干扰、应急充电技术、多方式开门、智能报警、时效密码设置、触摸数码屏、FR-4级电路板、防爆游离把手、C级锁芯、三级锁芯、远程开门技术、22位虚位密码技术等	2059元	

资料来源：公司官网、天猫、万联证券研究所

注：价格系2022年7月6日天猫“好太太智能家居旗舰店”价格

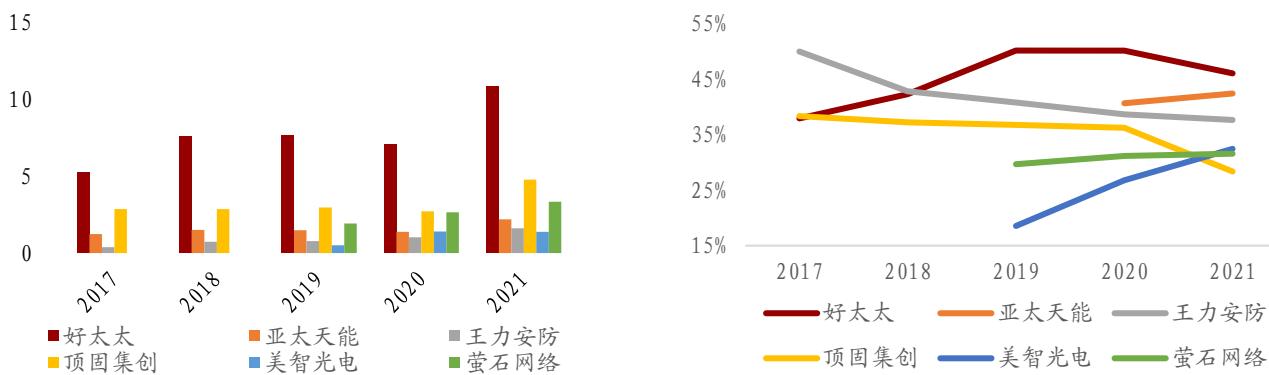
公司的智能门锁产品具有经验优势、服务优势及品质优势：①经验优势：公司主要借助于晾衣架的经验，通过与晾晒产品的渠道联动进行快速铺货，以C端为主，B端业务同步推动；②服务优势：面对强大的市场竞争，智能锁企业不仅需要良好的技术，还需要优质的安装服务及售后服务，公司成熟的经营模式有助于智能门锁产品的推广；③品质优势：公司凭借强大研发能力获得多项专利、行业奖项。未来，公司还将拉长智能锁的价格带，丰富智能锁的产品品类，覆盖高、中、低端市场。

图表42:公司主要荣誉

荣誉	时间/备注
中国驰名商标	行业内唯一获得
广东省著名商标	2010 年至今
广东省企业 500 强	2011 年至今
广东省高新技术产品	2014 年至今
高新技术企业	连续 5 次被认定
中国品牌价值 500 强	2015 年至今
广东省守合同重信用企业	-
广东省智能晾晒系统工程技术研究中心	广东省科学技术厅授予
职业健康安全管理体系认证、环境管理体系认证	2022 年
国家 AAAAA 级标准化良好行为企业	-
中国主板上市公司价值百强	-
广东创新企业 100 强	-
广东制造业 100 强	-
2020 智能锁行业领导力品牌	-

资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表43:同行公司智能门锁产品营收情况(单位:亿元) 图表44:同行公司智能门锁产品毛利情况



资料来源：同花顺iFinD、万联证券研究所

资料来源：同花顺iFinD、万联证券研究所

注：好太太的业务板块为智能家居产品，包括智能晾衣机、智能门锁等；亚太天能的业务板块为智能锁及配件；王力安防的业务板块为智能锁；顶固集创的业务板块为精品五金类，主要包括普通机械门锁、智能门锁、铰链、滑轮及滑轨、合页、三节轨、门吸、智能晾衣机、智能毛巾架等；美智光电的业务板块为智能面板及其他，主要包括智能面板、智能门锁、智能网关等；萤石网络的业务板块为智能入户产品，主要包括智能门锁、智能可视猫眼、智能可视门铃等。

➤ 其他智能家居产品：多品布局

依托智能晾衣机和智能锁，向其他智能家居细分领域拓展。公司作为智能家居行业的领先企业，自2016年开始就从单一的智能晾衣机赛道拓展到智能门锁赛道，此后又依托好太太品牌、渠道等优势向多个细分智能家居赛道进行拓展，逐步开拓智能窗帘、电热毛巾架、智能面板、开关等智能家居产品，目前已覆盖全屋织物智能护理、智能看护、智能光感、智能健康生活领域。

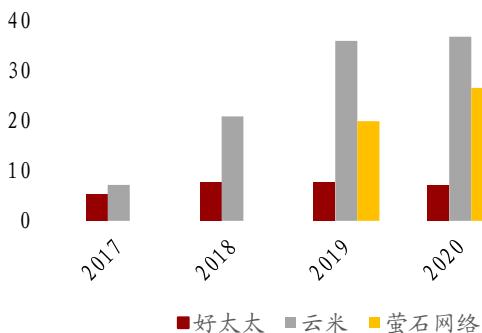
图表45:公司其他智能家居产品在售情况

产品类型	产品型号	主要功能	价格	产品图示
紫外线牙刷消毒器	Y1-紫外线牙刷消毒器	UVC 消毒、智能断电、低耗能等	199 元	
无线门铃	-	一机两用、300 米穿透力、52 首和弦、4 档音量等	129 元	
智能夜灯	-	移动照明、节能环保、磁铁吸附、智能感应等	69 元	
智能毛巾架	HW-11	紫外线杀菌、5 大风口、智能定时、祛湿除味、快速烘干、智能体感等	1299 元	
	HW-20	全域碳纤维发热技术、IPX4 级防水技术、三层防烫静电喷涂技术、过热保护等	1499-1699 元	
	HW-30	全域碳纤维发热技术、IPX4 级防水技术、三层防烫静电喷涂技术、过热保护等	1799 元	

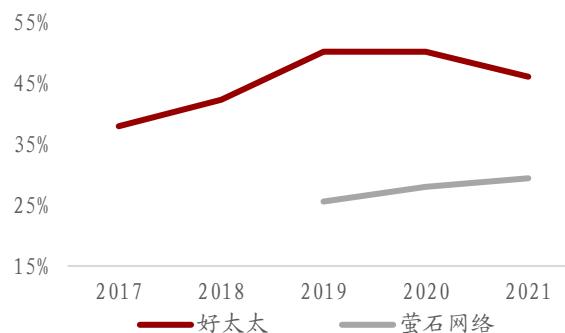
资料来源：公司官网、天猫、京东、万联证券研究所

注：价格系2022年7月6日天猫“好太太智能家居旗舰店”、京东“好太太Hotata智能家居旗舰店”价格

图表46:同行公司智能产品营收情况 (单位: 亿元)



图表47:同行公司智能产品毛利情况



资料来源：同花顺iFinD、万联证券研究所

资料来源：同花顺iFinD、万联证券研究所

注：好太太的业务板块为智能家居产品，包括智能晾衣机、智能门锁等；云米的业务板块为智能家居产品；萤石网络的业务板块为智能家居产品。

3.1.3 全屋智能：“自建+合作”方式构建全屋智能场景，打开公司第二成长曲线

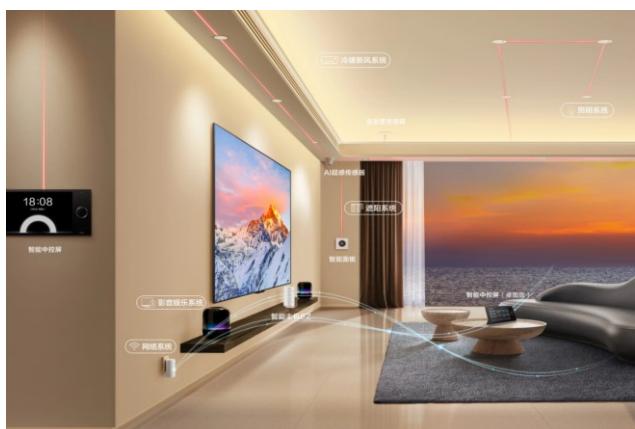
随着5G时代到来，“智能物联”是大势所趋，公司如今已经建立起完善的智能家居产品和前沿技术研究体系，全屋织物智能护理、智能看护、智能健康生活、智能光感四大业务板块稳步推进，正在形成互联互通的家居产品矩阵，逐步打造家庭场景深度融合的全屋智能场景。

(1) 自建智控物联平台：2019年，公司基于自身核心优势的智能家居入口级产品智能晾衣机与智能锁，结合大数据业务管理，推出智控物联APP平台。平台根据用户实际生活场景需求，融合系列智能单品，深耕细作，打造能实现多场景联动的解决方案。未来，公司将继续优化自己的全屋智能家居控制系统，并不断推出相关联的智能单品扩大智能生态圈。

(2) 与智能家居强生态方合作：在万物互联的时代，全屋智能家居发展相当可观。根据我们的测算，2030年中国智能家居行业规模将超过8000亿元，对应目前的规模有超过2倍的成长空间，因而这一块也是互联网巨头必争之地。以华为、阿里、小米等为代表的智能家居强生态方正在不断加码研发，顺应智能家居发展大局势，不断

更新迭代智能家居全套解决方案。例如，华为在2021年4月推出全屋智能1.0，而后迅速在2022年7月推出全屋智能2.0，升级空间交互体验以及带来全新后装解决方案，新推的后装解决方案可以在已有的装修基础上布局智能线路，实现全屋智能设备一键联网，并且后装解决方案价格仅需19999起(80平方米)。公司正积极推进产品生态外联，加强了与阿里、华为、京东、海尔等智能家居强生态方的合作，例如在2021年便推出了可接入HUAWEI HiLink平台的晾衣机产品。未来随着全屋智能渗透率的提升，强生态方发展空间可期，而公司开发的能接入强生态方的智能产品将有望乘发展东风率先打开成长空间。

图表48:华为全屋智能 2.0



资料来源：华为官网，万联证券研究所

图表49:国内主要智能家居平台

智能家居平台	功能
华为 HiLink	目的解决各智能终端之间互联互动问题，功能主要是连接基于不同协议的设备
小米 IoT	平台面向小米特色优质资源，与合作伙伴一起打造极致的物联网体验
海尔 U-home	通过物联网实现智能化识别、管理以及数字媒体信息的共享
美的 M-smart	提供云端 API 接口，与第三方服务器共享用户和数据；合作者可以租用现有云平台，定制专属的内容和功能
阿里智能	没有自己的生态链企业生产产品，采用通过和传统家电企业合作，构建开放式平台

资料来源：公司官网，百度百科，万联证券研究所

3.2 扩渠道：立足线下渠道，积极发展线上和工程渠道

区域经销为主、直营为辅，电商渠道增长态势良好。公司不断推出新设计、新产品的同时，在销售渠道方面深耕细作，以经销商渠道和电商渠道为主、直营渠道为辅，建立了多层次、全覆盖的销售网络。

3.2.1 线下零售渠道：立足线下，基本盘稳固

➤ 区域经销模式：核心业务模式

区域经销模式是公司的核心业务模式，公司通过遴选优秀的方式在各地拓展区域经销商，区域经销商再通过自建专卖店及拓展下级分销网络的方式铺设营销渠道，并在公司的要求指导下开展市场建设和完成年度销售目标。截至2019年，公司共有经销商超850家，专卖店2,400多家，终端销售网点超30,000家，渠道不断开拓。经销渠道的营收占比由91.93%下降至2021年的45.13%，而毛利率维持在44%以上，仍为公司主要的、稳定的收入来源。

2019年起，公司开始做新零售转型，主要是帮扶经销商去转型升级，旨在保证经销商基本利润的前提下，刺激经销商做大规模。新零售团队通过新零售的思维改良销售模式，将经销商的坐商模式升级为动销模式，未来逐步整合所有能掌握的流量入口，打通线上线下销售渠道，加强多场景、多入口的销售通路联动。通过协助经销商剥离仓储、安装售后服务、减轻经销商负担，使经销商专注于前端销售。新模式下，仓储和安装售后业务由上市公司统一安排，该模式能够加快渠道下沉速度、提高产品渗透率。

新零售转型下，2020年起，公司启动省运营平台，即公司与省级经销商共同运营的平台，有利于缩短管理半径、细化管理颗粒度，将小组织凝聚成大组织，催生出1+1>2

的效果，助力实体终端良性运营。目前省级运营平台模式仍处于探索发展的阶段，2021年H1，公司试点了四个省级运营平台，并计划于2022年提炼出优势经验、持续完善管理标准，将省级运营平台推广至其他区域。此外，公司将利用物联网深化终端零售数据管理，实现产品定向追踪、规范化管理，实现由业务管理向经营管理的转型。

图表50:公司经销渠道相关指标

项目	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
经销渠道	经销商数量	236	287	383	500+	800+	850+	-
	经销专卖店数量	-	-	-	近 1500	2200+	2400+	-
	营收占比	91.93%	89.96%	85.67%	-	-	-	48.87% 45.13%
	毛利率	34.73%	36.70%	36.89%	-	-	-	46.98% 44.77%

资料来源：公司公告、万联证券研究所

➤ 直营渠道：直销为辅

即公司以直营专卖店、自建分销体系和直营销售团队为载体，直接对部分商超、房地产企业及珠三角地区的零散客户进行销售。公司直营渠道的营收占比低于10%，而该渠道下的毛利率水平则与经销、电商渠道相当。

图表51:公司各销售渠道相关指标

项目	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
直营渠道	营收占比	3.11%	2.62%	2.30%	-	-	-	8.46% 7.10%
	毛利率	59.65%	65.43%	62.75%	-	-	-	50.87% 45.38%

资料来源：公司公告、万联证券研究所

3.2.2 电商渠道：积极发展电商业务，塑造品牌年轻形象

公司电商业务发展迅速，采取全网多渠道铺开策略。公司积极拓展小米商城、苏宁POP，拼多多旗舰店、有赞商城、抖音快手店，同时深耕京东自营、天猫家装渠道及京东FCS渠道。自2014年起，公司的电商渠道呈现出迅猛增长的态势，电商收入占比自2014年的4.96%上升至2021年的47.77% (+42.81pcts)，目前电商渠道已然成为公司的第一大销售渠道。公司的电商渠道毛利率水平整体较高，电商收入占比的提升较好地带动了公司整体毛利率的提升。

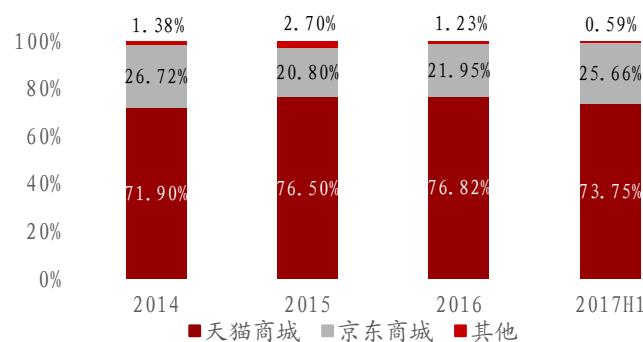
近年电商大促中成绩斐然，未来还将继续重点关注年轻群体消费需求。为适应Z世代年轻用户需求，公司持续加大线上线下各大平台的投放力度，通过各大知名卖场广告、综艺植入、抖音、小红书、微博、一兜糖等主流社交平台广发种草、深度运营，多维度触达目标人群实现精准投放，对品类教育效果显著提升。同时，创办专属IP，通过线上直播、跨界IP、线下快闪、达人逛店、抖音挑战赛、KOL种草等多种创新传播形式结合输出优质内容，塑造品牌年轻形象，助推业绩增长。在2021年“618”活动中，公司销量首次破亿，“双11”活动成交额首破2亿，取得天猫、京东类目晾晒双冠军，两次大促中，智能晾衣机D-3116款成为天猫晾晒TOP1单品并首次入选618天猫阿里官方100案例。2022年“618”活动中，“好太太”品牌一举夺得天猫“618家居百货榜单”销量TOP3。目前，公司线上渠道运营团队及运作模式相对成熟，能够维持稳定的销量增长。未来，公司将根据市场、行业信息继续执行精准营销策略，重点关注年轻群体的消费需求及圈层文化，充分利用平台直播、个性化运营推动新的业务增长，并继续深入推进新零售模式，将线下门店服务与线上零售相结合。

图表52:公司电商渠道相关指标

项目	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
电商渠道	营收占比	4.96%	7.42%	12.03%	16.91%	21.53%	30.89%	42.67%
	毛利率	71.50%	70.30%	60.69%	56.29%	54.78%	54.52%	52.92%

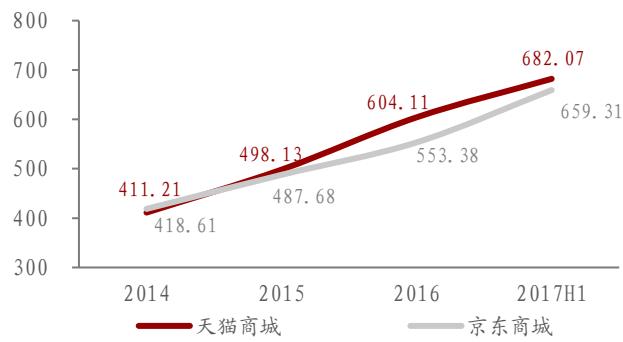
资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表53:线上分平台收入占比情况



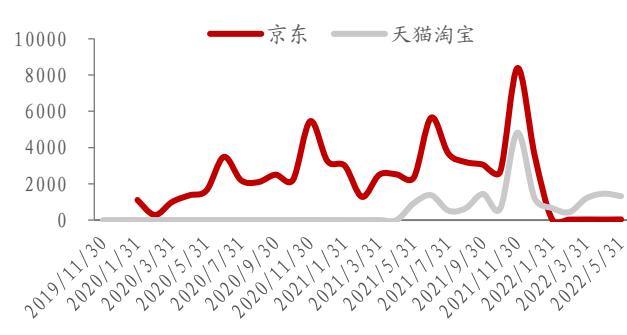
资料来源：好太太招股说明书、万联证券研究所

图表54:线上分平台客单价情况（元）



资料来源：好太太招股说明书、万联证券研究所

图表55:京东、天猫淘宝平台电商销售额情况（万元）



资料来源：萝卜投资、万联证券研究所

注：数据截至2022年5月31日

图表56:2022年天猫“618”家居百货排行榜



资料来源：天猫官方榜单、万联证券研究所

3.2.3 工程渠道：重要补充渠道，处于开拓阶段

公司的工程渠道目前处于开拓阶段，已与多家大型地产企业达成战略合作。公司工程端项目均通过进入开发商战略集采序列，再独立招标的流程进行开拓。在合作对象上，公司目前已与碧桂园、融创、绿城、中海等达成战略合作，进展较为稳定。2021年，公司的晾衣机产品独家中标杭州2022年亚运村项目，成为杭州会唯一晾衣机配置品牌；独家中标上海绿地黄浦湾超豪宅，属于国内首例顶级豪宅标配晾衣机项目。2022年，公司加速工程市场渗透和转化，深化与头部地产商、中小型地产商战略合作，持续优化销售渠道布局，体系化发展家装业务，拓宽消费人群覆盖广度；为迎合高校智慧校园、高端办公场所建设需求，公司提供智能一体化解决方案，促进大宗业务收入结构升级。

未来随着地产政策的放松，叠加消费升级下智能家居产品逐渐从选配变标配，工程端业务预计会有较大的开拓空间。公司目前正积极探寻异业合作模式，开发整装行业及大智能系统的晾晒产品植入，通过深度订制产品等合作模式，形成联动机制。

3.3 重研发：公司注重研发，产学研一体化助力引领行业新趋势

公司重视科技创新，研发技术领先行业。公司自成立以来，便高度重视技术层面的产品研发与设计内核的提升，好太太能做到晾衣架细分领域的第一，与公司坚持创新和产品更迭密不可分。公司围绕“研究一代、储备一代、开发一代”的产品研发思路，不断完善基础研究、应用技术研究、产品开发三级研发体系，“智能纠错”、“智能声控”、“APP 云智能控制”、“高集成动力模块”、“智能晾衣机杀菌除螨技术”、“智能锁抑菌技术”、“智能锁主动防御技术”、“3D 地磁感应技术”、“新型烘干技术”等多项核心技术推动产品升级与行业变革。

图表57:公司的核心技术

核心技术	介绍
智能安全芯	智能保护；自动遇阻保护；精准重量监测显示；运行电子行程监测；超载预警保护；一键定时保护
原创极智芯	双模集成，核心技术；实时智能监测；进口主控芯片，稳定可靠
实用高效芯	四核风干系统，大风量，快速干衣；PTC 陶瓷发热，高效烘干，恒温智能控制
动力强劲芯	第三代动力系统，50KG 超大负载，快速升降；双驱同步卷线，高精度传动，持久稳定。
互联智慧芯	语音交互体验，智慧天气；APP 云智能控制；WIFI 互联，双 V-LED 动态显示

资料来源：公司官网、万联证券研究所

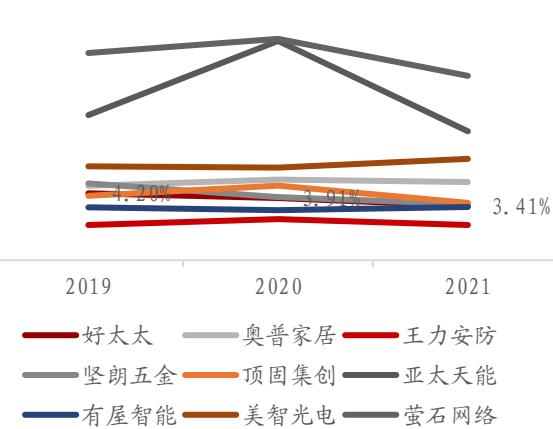
研发实力稳步提升，产品取得多项技术的创新突破。除2020年受疫情影响部分研发项目予以延期，相应研发投入延后以外，公司的研发费用持续增长。研发费用率相对稳定，处于行业平均水平。公司研发人员数量和占比也呈现快速增长，到2021年达到189人，占员工总数15.22%；且研发人员学历较高，研究生及以上占比71.43%，处于行业领先水平。截至2022年6月7日，公司累计有效专利754项，其中发明专利18项，实用新型专利428项，外观设计专利308项，另有登记软件著作权23项，已连续 5 次获评“高新技术企业”。

图表58:公司研发费用及同比增速



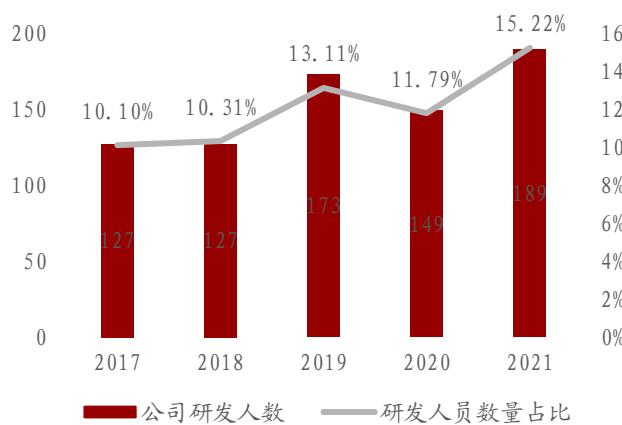
资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表59:行业研发费用率比较



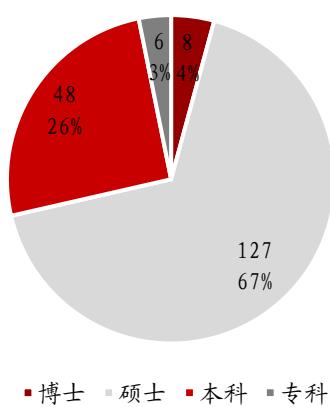
资料来源：ifind、万联证券研究所

图表60:公司研发人员数量及占比



资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表61:公司研发人员学历结构



资料来源：公司公告、万联证券研究所

产学研一体化加强核心竞争力，公司智能家居转型成效显著。近年来，公司在自主研发基础上，不断加强与外部技术力量和知名设计团队广泛合作，并深化与华南理工大学、广东工业大学等高校建立产学研关系，就智能晾衣机、智能锁等项目的前沿技术展开合作开发。2022年6月18日，公司智能研究院院长为湖南工业大学“‘好太太’创新设计实验室”授牌，这一授牌仪式意味着好太太集团将进一步与湖南工业大学展开深度合作。通过校企合作，公司持续打造高新科技为产品赋能，逐步实现从单品到多品、从单一赛道到多赛道的智能家居布局。

图表62:湖南工业大学“好太太”创新设计实验室授牌仪式



资料来源：湖南工业大学包装设计艺术学院官网、万联证券研究所

3.4 扩产能：智能家居产品生产基地有望下半年投产，产能扩张供应无忧

公司智能家居产品销量快速增长，产销率超90%。随着智能家居单品渗透率的提升以及公司对智能家居产品结构的升级，公司智能家居产品的生产量和销售量在不断提升，2019-2021年，产量从76.84万套/年提升至104.83万套/年，销量从69.77万套/年提升至95.85万套/年，产销率均超过90%。

智能家居生产基地项目有望下半年投产，产能扩张保障智能家居产品供给无忧。为改进生产条件提高生产能力、优化产品结构、突破产能瓶颈，公司IPO募集资金拟使用2.71亿元于投建智能家居产品生产基地，规划面积为79200平方米。项目达产后，预计将新增智能晾衣机产能160万套/年、智能家居电器产能140万套/年等。受新冠疫情影响，项目建设进度有所延误，预计该生产基地将于2022年9月建成投产，产能扩张保障智能家居产品供给无忧。

图表63:智能家居和晾衣架产品的产销情况

	2019	2020	2021
智能家居产量（万套）	76.84	54.61	104.83
智能家居销量（万套）	69.77	61.50	95.85
智能家居产销率	90.80%	112.62%	91.43%
晾衣架产量（万套）	173.82	145.54	111.12
晾衣架销量（万套）	167.45	143.93	102.49
晾衣架产销率	96.34%	98.89%	92.23%

资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表64:募集资金投入情况

项目名称	项目投资总额（亿元）	拟使用募集资金金额（亿元）	建设期
智能家居产品生产基地建设项目	4.87	2.71	36个月
研发中心建设项目	1.94	-	36个月
营销渠道升级项目	2.74	-	36个月
信息系统升级项目	0.49	-	24个月
合计	10.05	2.71	-

资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表65:智能家居生产基地项目达成后新增产能分布

产品名称	达产后产能/年
智能晾衣机	160 万套
智能家居电器	140 万套
智能垃圾桶	32万套
加湿器	22万套
除湿器	22万套
空气净化器	32万套
智能插座	32万套

资料来源：公司公告、万联证券研究所

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

我们将公司营收按产品拆分为智能家居产品收入、晾衣架产品收入、其他业务收入。

- 1) **智能家居产品:** 智能家居产品收入包括智能晾衣机、智能门锁等智能产品收入。我们预计，随着智能家居行业的爆发，头部企业将会抢占更多市场。公司在智能晾晒等细分领域具有行业领先优势，给予智能家居产品收入2022-2024年的收入增速分别为15%/20%/20%。公司目前正积极拓宽电商渠道销售平台，并通过供应商寻源优化、集中议价及采购等措施合理控制成本，我们预计，随着公司智能产品的持续升级，智能家居产品的毛利率将稳步提升。
- 2) **晾衣架产品:** 公司传统晾衣架业务占近年来不断降低，2021年晾衣架收入占主营业务收入比例为21.93%。由于公司计划向智能家居业务延伸，且近年传统晾衣架受到智能晾衣架的冲击，2019-2021公司晾衣架产品增速为负，我们预计，未来晾衣架业务收入将以较低的速度发展。
- 3) **其他产品业务:** 该业务收入占公司主营业务收入比例很低，2021年占比仅为1.8%，主要包括铝梯、衣架套装、晒架、毛巾架等产品，预计未来其他产品收入增速将会以较低速度发展。
- 4) **费用端:** 随着公司规模的扩大、未来效率的提高，预计销售、管理、研发费用率将会有所下降，财务费用率保持平稳。

图表66:收入、毛利率拆分及预测

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营收 (百万元)	1260.27	1160.01	1425.45	1614.83	1875.85	2187.22
yoY	-3.81%	-7.96%	22.88%	13.29%	16.16%	16.60%
毛利率	49.52%	48.41%	45.09%	45.43%	45.76%	46.14%
智能家居产品:						
智能家居收入 (百万元)	761.80	703.90	1081.93	1244.22	1493.06	1791.67
yoY	0.20%	-7.60%	53.70%	15.00%	20.00%	20.00%
占主营业务收入比例	60.83%	61.58%	76.28%	77.44%	79.99%	82.33%
智能家居产品毛利率	50.16%	50.14%	46.04%	46.50%	47.00%	47.50%
晾衣架产品:						
晾衣架产品收入 (百万元)	463.42	408.59	310.81	335.67	345.74	356.12
yoY	-10.44%	-11.83%	-23.93%	8.00%	3.00%	3.00%
占主营业务收入比例	37.00%	35.74%	21.91%	20.89%	18.52%	16.36%
晾衣架产品毛利率	48.57%	47.97%	42.34%	42.00%	41.00%	40.00%
其他业务:						
其他业务收入 (百万元)	27.09	30.66	25.59	26.87	27.68	28.51
yoY	2.33%	13.17%	-16.54%	5.00%	3.00%	3.00%
占主营业务收入比例	2.16%	2.68%	1.80%	1.67%	1.48%	1.31%
其他业务毛利率	45.36%	35.44%	39.08%	39.00%	38.50%	38.00%
费用端:						
销售费用率	16.94%	15.64%	14.26%	13.50%	13.30%	13.00%
管理费用率	4.43%	4.67%	4.59%	4.50%	4.40%	4.30%
研发费用率	4.20%	3.91%	3.41%	3.50%	3.40%	3.30%
财务费用率	-0.13%	-0.16%	-0.56%	-0.08%	-0.32%	-0.21%

利润端：

归母净利润（百万元）	279.47	265.75	300.22	353.76	426.42	511.36
yoY	7.25%	-4.91%	12.97%	17.83%	20.54%	19.92%
净利率	22.30%	23.07%	21.15%	22.02%	22.85%	23.50%

资料来源：公司公告、万联证券研究所

4.2 投资建议

公司深耕智能家居二十余载，目前正朝全屋织物智能护理、智能看护、智能健康生活、智能光感四大业务版块稳步推进，形成互联互通的家居产品矩阵，逐步打造家庭场景深度融合的全屋智能场景。随着未来中国全屋智能渗透率的提升，公司开发的智能家居产品将赢得更多销量，打开第二成长空间。我们预计，公司2022-2024年EPS分别为0.88/1.06/1.28元/股。考虑到公司的行业地位和未来成长性，结合可比公司估值，给予公司2023年18-20倍PE，对应目标价为19.08-21.20元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表67:可比公司估值表

股票代码	股票名称	股价	EPS				PE		
			2022/7/7	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
603195.SH	公牛集团	155	5.31	6.18	7.12	29.20	25.10	21.78	
002791.SZ	坚朗五金	113	3.34	4.63	6.21	33.96	24.51	18.28	
600690.SH	海尔智家	26	1.60	1.86	2.13	16.40	14.15	12.37	
603515.SH	欧普照明	17	1.28	1.47	1.68	13.38	11.67	10.22	
000333.SZ	美的集团	59	4.58	5.20	5.78	12.83	11.29	10.15	
605268.SH	王力安防	10	0.57	0.79	1.02	17.60	12.70	9.82	
行业平均						20.56	16.57	13.77	
603848.SH	好太太	16	0.88	1.06	1.28	17.86	14.82	12.36	

资料来源：同花顺iFind、万联证券研究所整理及预测

注：好太太EPS取自我们团队预测，其余公司EPS采用同花顺一致预测，PE为2022年7月7日收盘价除以一致预测的EPS所得出

图表68:公司目前估值处于历史底部



资料来源：同花顺iFind、万联证券研究所

注：股价为收盘价

5 风险因素

行业竞争加剧风险、品牌品类拓展不达预期风险、渠道拓展不达预期风险。

利润表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1425	1615	1876	2187
%同比增速	23%	13%	16%	17%
营业成本	783	881	1018	1178
毛利	643	734	858	1009
%营业收入	45%	45%	46%	46%
税金及附加	10	10	10	11
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	203	218	249	284
%营业收入	14%	14%	13%	13%
管理费用	65	73	83	94
%营业收入	5%	5%	4%	4%
研发费用	49	57	64	72
%营业收入	3%	4%	3%	3%
财务费用	-8	-1	-6	-5
%营业收入	-1%	0%	0%	0%
资产减值损失	-2	-5	-5	-5
信用减值损失	-16	-16	-17	-17
其他收益	25	27	30	33
投资收益	28	31	34	37
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	-6	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	352	415	500	600
%营业收入	25%	26%	27%	27%
营业外收支	1	1	1	1
利润总额	353	416	501	601
%营业收入	25%	26%	27%	27%
所得税费用	51	60	73	87
净利润	302	355	428	514
%营业收入	21%	22%	23%	23%
归属于母公司的净利润	300	354	426	511
%同比增速	13%	18%	21%	20%
少数股东损益	1	2	2	2
EPS (元/股)	0.75	0.88	1.06	1.28

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	0.75	0.88	1.06	1.28
BVPS	4.69	5.29	6.03	6.93
PE	23.11	19.61	16.27	13.57
PEG	1.78	1.10	0.79	0.68
PB	3.69	3.27	2.87	2.49
EV/EBITDA	14.93	13.31	11.40	9.07
ROE	16%	17%	18%	18%
ROIC	15%	17%	18%	18%

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	393	909	871	1209
交易性金融资产	751	581	681	781
应收票据及应收账款	119	112	138	152
存货	196	117	241	175
预付款项	5	5	7	8
合同资产	3	3	4	4
其他流动资产	29	57	71	100
流动资产合计	1496	1784	2012	2430
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	261	249	236	223
在建工程	181	271	361	451
无形资产	105	106	107	107
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	22	22	22	22
其他非流动资产	279	301	324	345
资产总计	2345	2734	3063	3579
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	266	381	377	487
预收账款	0	0	0	0
合同负债	75	79	86	100
应付职工薪酬	30	35	42	49
应交税费	28	32	36	39
其他流动负债	50	64	80	97
流动负债合计	449	591	620	772
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	9	9	9	9
其他非流动负债	7	9	10	10
负债合计	466	610	640	792
归属于母公司的所有者权益	1879	2123	2419	2781
少数股东权益	0	2	4	6
股东权益	1879	2124	2423	2786
负债及股东权益	2345	2734	3063	3579

现金流量表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	208	556	291	682
投资	270	142	-130	-128
资本性支出	-130	-108	-107	-107
其他	19	33	35	38
投资活动现金流净额	158	67	-201	-196
债权融资	0	3	2	1
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加(减少)	0	0	0	0
筹资成本	-100	-110	-130	-150
其他	42	0	0	0
筹资活动现金流净额	-58	-107	-128	-149
现金净流量	308	515	-38	338

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人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，以勤勉的执业态度，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受到任何形式的补偿。

免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦
北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳福田区深南大道 2007 号金地中心
广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场