

好太太（603848.SH）

2023年业绩预增点评：

利润高增长，智能晾晒龙头横向开拓智能家居

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 轻工制造 · 家居用品

◆ 投资评级：买入（首次评级）

证券分析师：陈伟奇	0755-81982606	chenweiqi@guosen.com.cn	执证编码：S0980520110004
证券分析师：王兆康	0755-81983063	wangzk@guosen.com.cn	执证编码：S0980520120004
证券分析师：邹会阳	0755-81981518	zouhuiyang@guosen.com.cn	执证编码：S0980523020001

事项：

公司发布2023年业绩预增公告，预计2023年实现归母净利润3.18-3.63亿元，同比增加40%-60%；扣非归母净利润3.22-3.68亿元，同比增加40%-60%；经测算，预计2023Q4归母净利润0.80-1.25亿元，同比增加72%-170%；扣非归母净利润0.93-1.39亿元，同比增加108%-211%。

国信家电观点：（1）好太太为智能晾晒细分龙头，深耕以织物智能护理为主的智能家居领域二十余年，产品延伸至智能锁、电热毛巾架、智能窗帘与智能照明等领域，开启全面发力智能家居新阶段。

（2）智能晾晒是低保有率、高成长性赛道，行业自2015年快速扩容，市场已初具百亿规模。从产业整体出货量判断，经测算当前市场存量规模约4700万台，预计保有率在9.5%左右，市场尚未迎来爆发、仍处于普及阶段。从竞争格局看，智能晾晒的便捷、智能与互联化等功能仍对进入者形成一定门槛，头部品牌优势明显，好太太以40%市占率居于领导者地位，整体呈一超多强格局。

（3）公司竞争优势：率先卡位智能晾晒，品牌认知率优势明显。渠道端，公司是行业内少数全渠道布局的头部品牌，2023年传统电商的销额市占率达33.2%，线上份额保持第一，线下渠道调整成效逐步显现、工程业务稳步开拓；研发端，公司重视研发投入，研发费用率保持在3%-4%，专利布局与技术领先行业。

（4）夯实主业的同时横向开启智能家居版图，2018年入局智能门锁赛道，2021年成功切换品牌，当前智能锁业务仍处于起步阶段，在好太太品牌优势与渠道资源等加持下，后续有望形成收入贡献。

盈利预测及投资建议：公司为智能晾晒细分龙头，品牌认知率与全渠道布局优势领先，同时全面发力智能家居赛道。预计2023-2025年归母净利润3.32/4.04/4.73亿元，对应EPS为0.8/1.0/1.2元，对应当前股价PE为18.5/15.2/13.0X，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动风险，市场竞争以及行业跨界风险，房地产市场调控风险

评论：

◆ 智能晾晒龙头，业务布局延伸至智能家居领域

公司是一家集研发、生产、销售与服务于一体的智能家居企业，深耕以织物智能护理为代表的智能家居领域二十余年，是智能晾晒细分领域的领军品牌。公司始创于1999年，2004年发布智能晾衣架，推动行业进入智能时代，2018年发力智能锁赛道，此后业务布局逐步延伸至智能窗帘、电热毛巾架、智能面板与开关等智能家居领域。公司以“成为全球领先的智能家居企业”为愿景，践行核心产品领先、全渠道和全区域覆盖、创新服务三大战略，开启全力发展智能家居产业新阶段。

图1：公司业务布局涵盖智能晾晒、智能安防、智能家居与传统晾晒四大板块

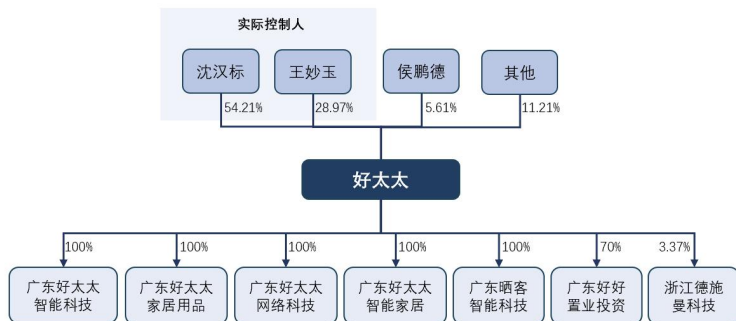


资料来源：公司官网、公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 股权高度集中、管理层长期扎根行业

实际控制人为沈汉标、王妙玉夫妇，合计持股比例达 83.18%（截至 2023Q3），控制权相对集中稳定；同时创始人及管理团队也长期扎根行业、管理经验相对丰富；2023 年公司推出股票激励计划，向董事、中高层管理人员以及核心业务人员等 40 人授予限制性股票 321 万股，约占总股本 0.8%，业绩考核目标为以 2022 年为基数，2023 年营收同比增长率、2024 年营收复合增长率不低于 20%，股权激励提振信心、增强员工积极性。

图2：公司股权结构集中，实控人合计控制 83.2%股份



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

注：上述持股比例为 2023Q3 披露数据

表1：公司 2023 年限制性股票激励计划

解除限售期	对应考核年度	业绩考核目标
第一个解除限售期	2023 年	以 2022 年营业收入为基数，2023 年营业收入同比增长率不低于 20%
第二个解除限售期	2024 年	以 2022 年营业收入为基数，2024 年营业收入复合增长率不低于 20%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表2: 公司管理层情况

姓名	职务	工作经历
沈汉标	董事长	现任公司董事长、广州好莱客创意家居股份有限公司董事长兼总经理、惠州好莱客集成家居有限公司执行董事兼经理、广州从化好莱客家居有限公司执行董事兼总经理、湖北好莱客创意家居有限公司执行董事、好莱客投资有限公司执行董事、广东好好置业有限公司董事长等。
王妙玉	董事、总经理	现任公司董事兼总经理，家居用品有限公司执行董事、智能科技有限公司执行董事、网络科技有限公司执行董事兼总经理、智能家居有限公司执行董事等。
周亮	副总经理	曾任珠海格力电器股份有限公司，广东万和新电气股份有限公司，2020 年加入广东好太太科技集团股份有限公司，现任公司副总经理。
孙政	财务总监	曾任佛山市华耐建材有限公司财务经理，小熊电器股份有限公司财务经理等职。2019 年 3 月加入广东好太太科技集团股份有限公司，历任公司财务经理、财务总监，现任公司财务总监。
李翔	董事会秘书	曾任广东省电气行业协会副秘书长、广州白云电器设备股份有限公司证券事务代表、公司证券事务代表，现任公司董事会秘书。

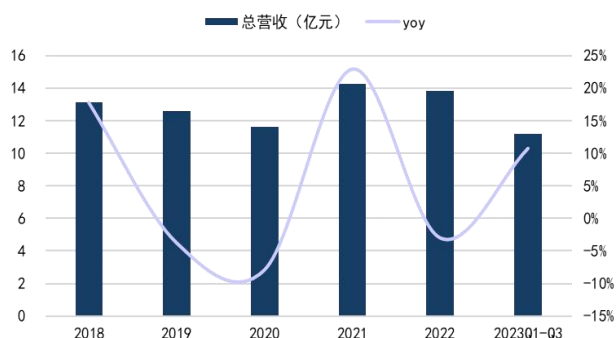
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 收入利润在经历短期调整后重回增长

公司收入从 2018 年的 13.1 亿增长至 2022 年的 13.8 亿，年复合增速 1.3%。受线下渠道改革、产品结构调整以及地产下行与宏观环境等多重因素影响，近年收入增长略有承压、整体波动上行；2023 年以来公司持续强化全渠道布局，线上、线下均实现稳定增长，前三季度收入同比+10.7%至 11.2 亿。

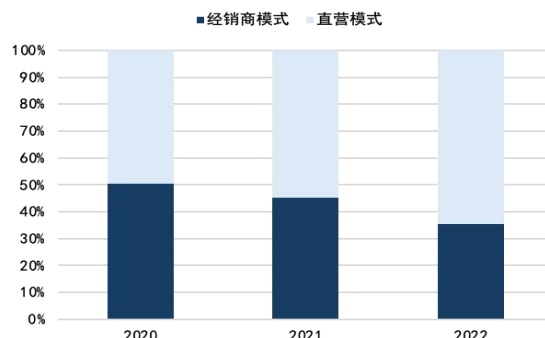
结构上看，产品与渠道结构持续优化。智能家居产品收入从 2018 年的 7.6 亿增长至 2022 年的 11.3 亿，收入占比从 58.0%提升至 82.0%；渠道结构方面，电商渠道拓展成效斐然，电商平台收入从 2018 年的 2.8 亿增长至 2022 年的 8.4 亿，其收入占比提升 39.6pct 至 61.0%。

图3: 2023Q1-Q3 年公司总营收同比+10.7%至 11.2 亿



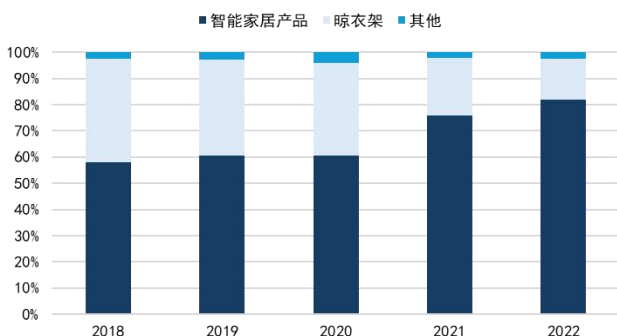
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4: 经销商收入占比下滑、直营模式收入占比提升



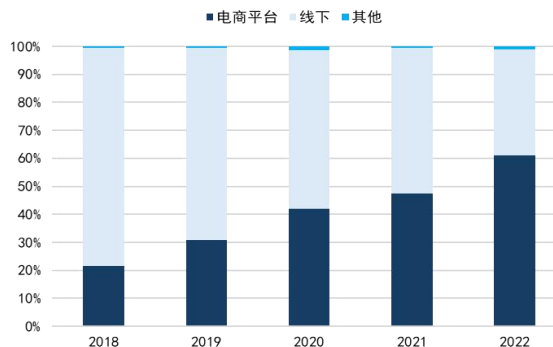
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图5: 2022 年智能家居产品收入占比提升至 82.0%



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

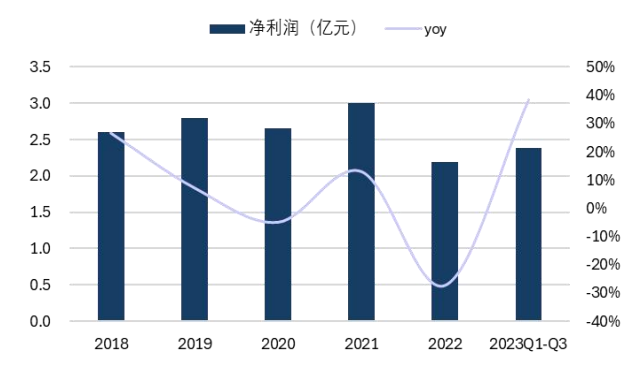
图6: 2022 年电商平台收入占比提升至 61.0%



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

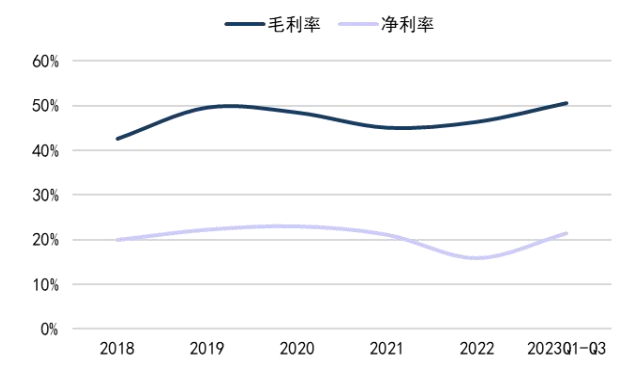
盈利迎来反弹，渠道调整与产品升级驱动毛利率趋势向上。公司净利润从2018年的2.6亿增长至2021年的3.0亿，2022年受费用投放较大、理财亏损拖累，净利润同比-27.2%至2.2亿，2023Q1-Q3净利润同比+38.3%至2.4亿。毛利率波动主要受大宗原材料价格、渠道与产品结构等影响，其中智能家居毛利率约46%-50%区间，直营渠道毛利率（45%-48%）高于经销商（43%-45%），均对整体毛利率有结构性拉升作用，另一方面，公司通过供应商寻源优化、集中议价及采购等措施有效控制成本，2023Q1-Q3毛利率、净利率分别较2022年提升4.1pct/5.5pct至50.5%/21.4%。

图7：2023Q1-Q3年公司归母净利润同比+38.3%至2.4亿



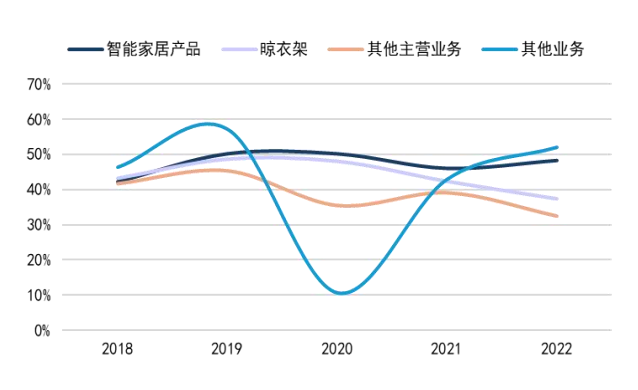
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图8：2023Q1-Q3公司毛利率与净利率均实现回升



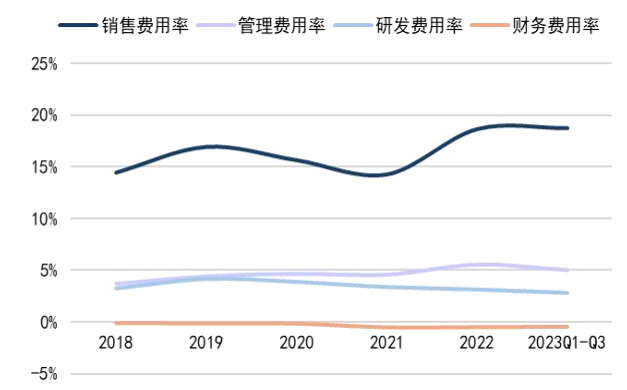
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图9：分产品毛利率：智能家居产品毛利率较高



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图10：2022年以来公司销售费用投入加大



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 智能晾晒低渗透率、高成长性，好太太率先卡位，领跑者地位持续夯实

公司主力产品为智能晾衣机，经历几年快速发展，行业已初具百亿规模。智能晾衣机主要由电机驱动的动力系统、智能控制系统与合金制造的机身构成，电动升降、自动伸缩为其主要卖点与核心功能，同时基于消费者差异化需求，烘干风干、智能照明、杀菌等功能也逐渐成熟，逐步取代传统手摇式、户外推拉式晾衣架。2015年以来智能晾衣架行业销额、销量呈快速增长态势，根据CSHIA数据，2021年我国智能晾衣架市场总额约87亿，预计2022年规模超百亿，且后续仍有望保持20%左右年增速；根据中国建筑装饰装修材料协会，当前我国智能晾衣架销量也已突破800万台。

预计智能晾晒保有率仍处于低位。根据中国建筑装饰装修材料协会数据，从产业整体出货量判断，若假设2022-2023年均达到千万台出货量，以八年为更新周期，则当前市场存量规模约4700万台，参考2021年第七次全国人口普查数据，以全国4.94亿家庭户数计，则智能晾晒的保有率预计在9.5%左右，市场尚未

迎来爆发，仍处于普及阶段。展望后续，随着健康主义、智能化需求以及家居阳台场景丰富化，新房装修与存量房更新替换需求有望进一步打开智能晾晒的广阔空间。

图11: 我国智能晾衣架行业初具百亿规模



资料来源:《2022年智能晾衣架生态发展白皮书》, GSHIA Research, 国信证券经济研究所整理

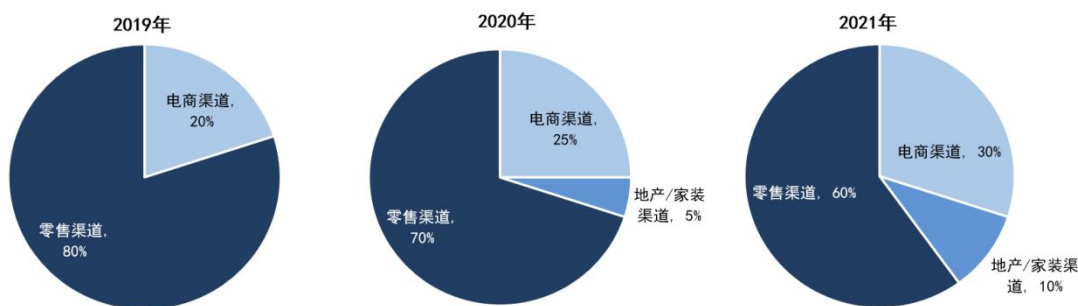
图12: 我国智能晾衣架行业市场销量超 800 万台



资料来源: 中国建筑装饰装修材料协会, 国信证券经济研究所整理

从渠道结构看，线下零售仍是主要销售渠道，B端逐渐发力、线上电商渠道的依赖度加深。线下作为重要的展示和售卖场所，在品牌推广和产品销售方面发挥了重要作用，目前智能晾衣架主流市场仍在线下零售渠道，2021年占比约60%；B端地产、家装与运营商等渠道正逐步发力，2021年占比达10%；此外随着产品普及度提升与电商快速发展，线上渠道占比逐年提升至30%。

图13: 线下零售依然是主流市场，电商渠道占比逐步提升



资料来源:《2022年智能晾衣架生态发展白皮书》, GSHIA Research, 国信证券经济研究所整理

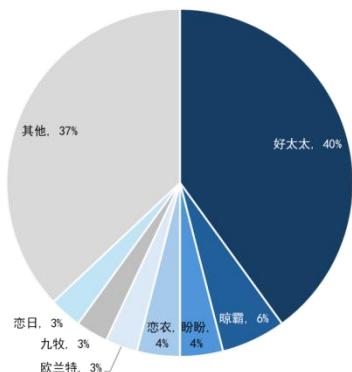
行业在整体分散格局下已有一定头部集中趋势，参与玩家较多，包括以智能晾衣架专业品牌，如好太太、邦先生、好易点等；二是从传统晾衣架向智能产品纵向转型的传统品牌，如晒帝、恋晴等；三是从五金、照明、卫浴和家电等相关行业横向切入的跨界品牌，如海尔、公牛等。相较于低准入的传统晾晒行业，智能晾晒的便捷化、智能化与互联化等功能要求仍对进入者形成一定门槛，因此虽然智能晾衣架行业仍处于初期发展阶段，但头部品牌依然优势明显，行业整体呈现出一超多强格局，其中好太太以40%的市占率成为市场领导者。

表3: 智能晾衣架参与者类型及代表品牌

参与者类型	代表品牌
专业品牌	好太太、金贵夫人、邦先生、欧兰特、好易点 Hooeasy 等
传统品牌	恋晴、恋伊 LEYE、盼盼 PANPAN、晒帝、郁金香、卡瑞琪 COUTAGE 等
跨界品牌	小米、JOMOO、海尔、公牛、吉米、松下 Panasonic、奥普 AUPU、四季沐歌 micoe、OPPLE

资料来源: 奥维云网、公司官网, 国信证券经济研究所整理

图14: 智能晾衣机整体呈现一超多强格局, 好太太占据 40%市场份额



资料来源:《2023 年晾晒场景趋势洞察》, 国信证券经济研究所整理

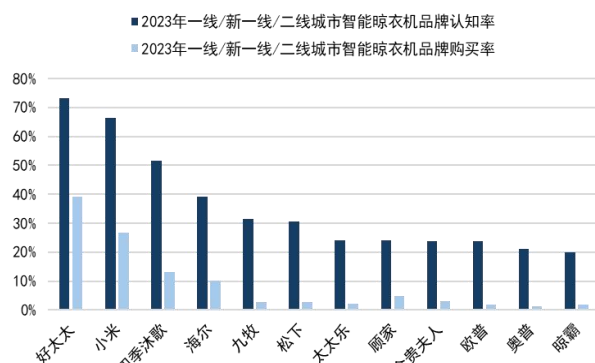
率先卡位智能晾晒, 公司品牌势能与认知率优势明显。对于新兴品类来说, 品牌认知与消费者心智的占领是制胜之道, 公司作为智能晾晒细分领域的开创者, 于 2004 年推出第一台智能晾衣机, 在智能晾衣架单品的创新上始终处于行业前列。公司一直致力于强化晾晒文化与品牌内涵的关联, 通过中华晒衣节、920 好太太节等大型主题活动打造 IP 营销, 以代言人、快闪店、新媒体种草等形式发力年轻化市场, 多维度触达消费者, 持续夯实晾晒行业龙头地位。

图15: 公司重视品牌推广与营销, 强化品牌认知



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

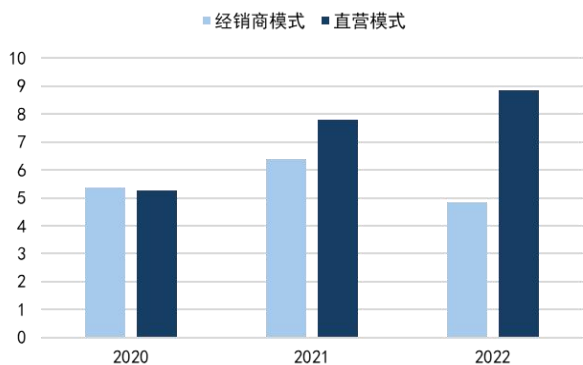
图16: 公司在智能晾晒的品牌认知率与购买率优势明显



资料来源:《2023 年晾晒场景趋势洞察》, 国信证券经济研究所整理

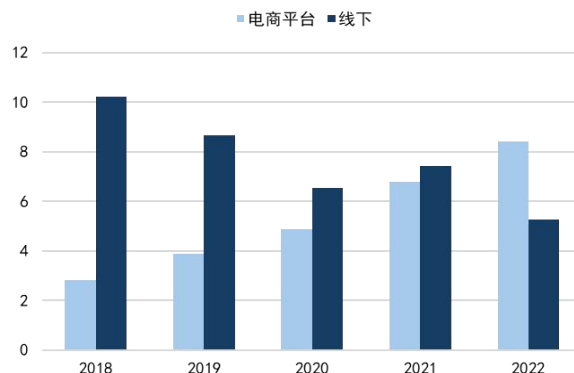
公司是行业内少数全渠道布局的头部品牌, 线下渠道调整、工程渠道有序开拓、线上优势进一步扩大。智能晾晒产品销售服务模式的独特性与消费的区域性特点决定了企业需要具备强大的销售网络与位置优越的终端店面资源, 在线下经销渠道方面, 公司终端网点已辐射全国, 截至 2019 年共有经销商超 850 家, 专卖店 2400 多家, 终端销售网点超 30000 家, 2019 年开启新零售转型—2020 年推行省运营平台—2022 年启动万店开疆计划—2023 年深入开疆换新活动, 推动城市运营平台模式、积极下沉的同时深化五金店、新零售与 KA 等新渠道布局。在渠道改革过程中经销收入有所下滑, 2022 年经销模式收入同比-24.4%至 4.8 亿, 随着线下客流的复苏与渠道调整成效显现, 预计 2023 年线下经销已实现恢复性增长。

图17: 2022 年公司经销商模式收入下滑



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图18: 2022 年公司电商平台收入首次超过线下零售



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

工程渠道方面, 在流量入口前置背景下, 公司扎根于百强战略客户的开发与合作, 积极与多家头部房地产商、国企央企、家装与物业公司等达成良好战略合作关系, 此外也在探寻异业合作模式, 开发整装行业及大智能系统的晾晒产品植入, 以及探索产品在酒店、学校等其他非家用场景的使用等。

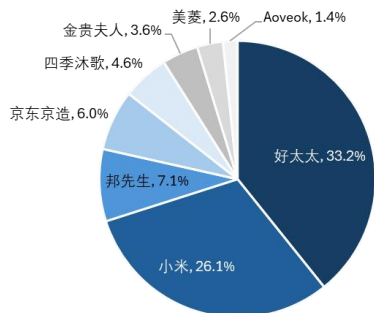
图19: 公司工程渠道合作客户



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

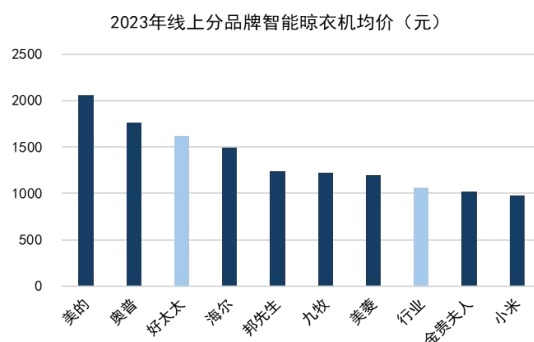
线上份额持续保持第一。根据久谦数据, 2023 年好太太在天猫、京东渠道的销额市占率达 33.2%, 其次为小米, 凭借着低于行业均价的价格占据了 26.1% 份额, 二者份额均远领先于行业其他竞争对手。公司在稳定天猫、京东等传统渠道市占率的同时, 也在积极开拓抖音、快手等新渠道, 以直播、短视频与 KOL 推广为切入点, 精准获取流量, 线上消费者对价格的敏感度相对更高、推新节奏也更快, 预计未来有望仍将保持相对高速增长。

图20: 2023 年天猫+京东平台智能晾衣机市场格局 (销额)



资料来源: 久谦, 国信证券经济研究所整理

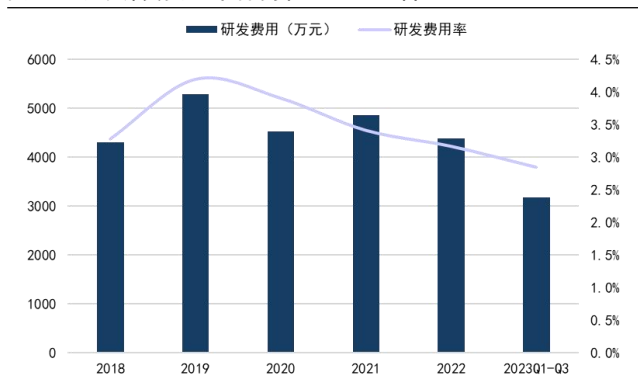
图21: 公司智能晾晒产品定价偏高端



资料来源: 久谦, 国信证券经济研究所整理

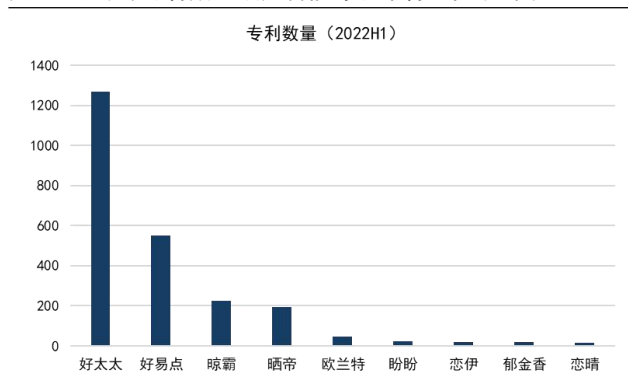
重视研发创新投入，专利布局领先。当前智能晾衣架仍有智能控制与场景联控不稳、干衣效果不理想等痛点，且随着年轻群体成为消费主力，一体化个性服务需求日益增长，产品的技术突破与创新仍是核心竞争力。公司一直以来专注于创新，研发费用率保持在3%-4%，2022H1年专利数量超1200个，处于行业领先地位。围绕“研究一代、储备一代、开发一代”的研发思路，先后与华南理工大学、广东工业大学等建立产学研合作关系，连续攻关了行业领先的智能行程自适应及手势感应、智能快速收晾衣、阳光追踪晾晒等技术，突破了杀菌消毒、智能交互、人体感应等多项关键技术，具有较强的技术研发优势。

图22：公司研发费用率保持在3%-4%左右



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图23：公司的专利数量领先智能晾衣架行业竞争对手



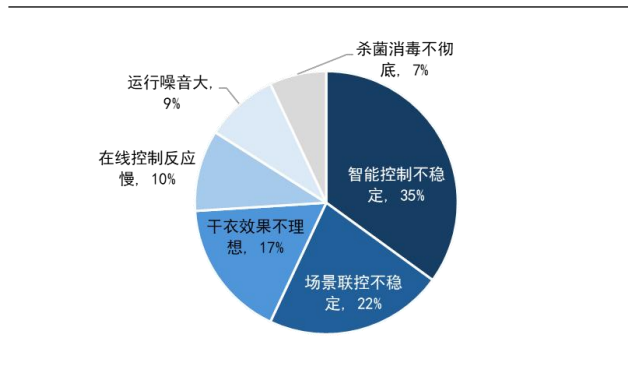
资料来源：公司官网，头豹研究院，国信证券经济研究所整理

图24：公司智能晾衣架自研科技



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图25：当前智能晾衣架产品仍存在痛点

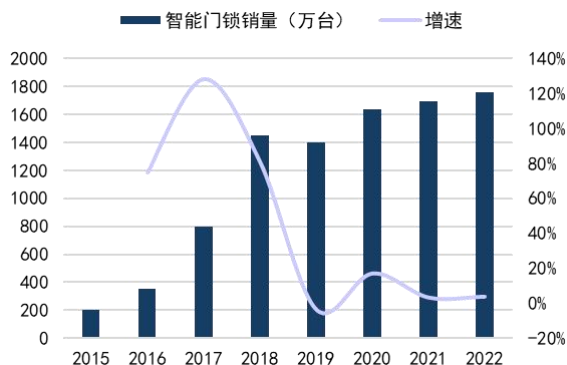


资料来源：《2022 智能晾衣架生态发展白皮书》，国信证券经济研究所整理

◆ 入局智能门锁，夯实主业的同时横向开拓智能家居赛道

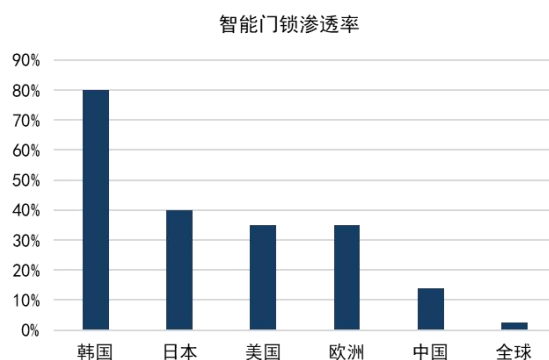
智能门锁在经历前期爆发式增长后进入稳定增长阶段。根据洛图科技，我国家用智能门锁销量规模从2015年的200万套增长至2022年的1760万套，年复合增速达36%，2021年以来销量基本维持3-4%的稳健增速。而从渗透率来看，2022年韩国、日本、欧美智能门锁渗透率分别为80%/40%/35%，相较而言，当前我国仅14%的渗透率水平仍有较大提升空间。

图26: 2022 年我国智能门锁销量达 1760 万套



资料来源: 洛图科技, 国信证券经济研究所整理

图27: 2022 年我国智能门锁渗透率仅 14%, 低于发达国家

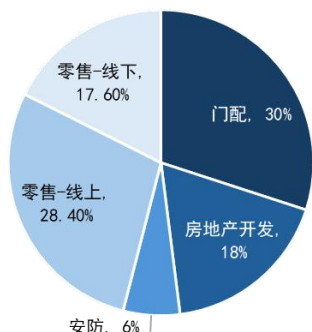


资料来源: 洛图科技, 国信证券经济研究所整理

渠道处于变革期，从线下为主到双线协同，智能门锁渠道走向多样化。根据洛图科技，2022 年 B 端门配、房地产开发、安防渠道销量占比分别为 30%/18%/6%，仍占据主导地位，但受地产调控等因素影响整体呈下滑趋势；C 端线上、线下渠道分别占比为 28%/18%，零售市场的销量占比逐年提升。

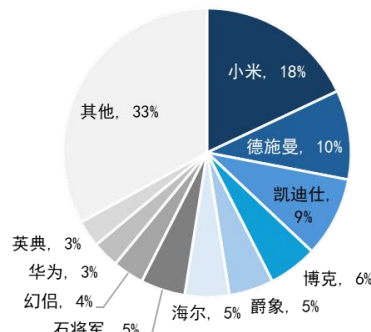
行业入局者类型丰富，专业品牌、互联网品牌、安防企业与跨界龙头等群雄逐鹿，整体竞争较为激烈。根据洛图科技，行业新进入者与退出者此消彼长，在售品牌数量整体维持在 300-400 个，各品牌在市场的定位有所分化，德施曼、凯迪仕、华为等主推中高端价位产品，腰部品牌等则以更具吸引力的价格来争夺市场份额。从线上渠道来看，头部品牌格局趋稳，根据奥维云网数据，2023 年小米凭借高性价比以 18% 的销量份额位居第一，其次为德施曼、凯迪仕与博克，分别占据 10%/9%/6% 的销量份额。

图28: B 端仍为智能门锁主要销售渠道，零售市场占比提升



资料来源: 洛图科技, 国信证券经济研究所整理

图29: 2023 年我国家用智能门锁传统电商销量份额



资料来源: 奥维云网, 国信证券经济研究所整理

线下仍有较大突围机遇，公司切入智能门锁赛道，重点铺设线下渠道。智能门锁具有较强的安装属性和维修检测等流程，线下门店与售后服务仍是影响消费者决策的重要因素，同时由于线下门店与经销商资源等需要投入较多精力与资金去开拓，在竞争上相对线上更缓和，后来者也有更多抢夺份额的机会。公司 2018 年以“科莱尼”品牌推出智能锁产品，2021 年进行品牌切换，可直接使用好太太原有渠道和服务体系等资源。当前智能锁业务仍处于起步阶段，后续继续强化资源整合、攻坚下沉市场、培育优质零售经销商，筑建渠道护城河，在好太太品牌优势的加持下，有望成为公司收入与业绩的可观增量。

品牌战略升级，智能家居版图逐步展开。2022 年公司提出“体验式智能家居引领者”理念，以智能晾衣机与智能门锁为主力品类，产品横向延伸至电热毛巾架、智能窗帘、智能照明、智能网关、开关插座等智能品类，后续公司将继续深度布局智能护理、智能看护、全屋智能等业务板块，全力发展多场景、广联动的智能家居产业，构建智能家居标杆品牌。

◆ 盈利预测与投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级
盈利预测

智能家居业务：智能晾晒行业低渗透率、高成长性，公司品牌认知率高且龙头地位稳固，有望持续受益于行业扩容红利；智能锁业务在好太太品牌优势与渠道资源加持下有望贡献收入增量；公司线下渠道调整效果逐步显现、电商稳健增长、工程业务放量，预计 2023-2025 年智能家居收入同比+22.8%/24.5%/20.5%至 13.9/17.3/20.9 亿；毛利率方面，公司聚焦中高端价位段，通过产品创新与升级提价，同时智能工厂投产提升生产效率、降低成本，预计 2023-2025 年毛利率为 51.0%/52.0%/52.0%。

晾衣架业务：随着公司加大下沉渠道拓展，在消费降级趋势下预计传统晾衣架需求稳健，预计 2023-2025 年收入分别同比+10.2%/7.1%/4.0%至 2.3/2.5/2.6 亿。毛利率端同样受益于智能化制造带来的降本，预计 2023-2025 年晾衣架毛利率分别为 44.0%/43.0%/43.0%。

因此我们预计公司 2023-2025 年营业收入同比增长 20.5%/21.7%/18.2%至 16.7/20.3/24.0 亿元，综合毛利率分别为 49.8%/50.6%/50.8%。

表4: 好太太营业收入及毛利率拆分

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（亿元）	13.82	16.66	20.27	23.95
收入 YoY	-3.0%	20.5%	21.7%	18.2%
综合毛利率	46.4%	49.8%	50.6%	50.8%
其中：				
智能家居产品收入	11.34	13.92	17.33	20.89
收入 YoY	4.8%	22.8%	24.5%	20.5%
毛利率	48.3%	51.0%	52.0%	52.0%
晾衣架产品收入	2.12	2.34	2.50	2.60
收入 YoY	-31.7%	10.2%	7.1%	4.0%
毛利率	37.4%	44.0%	43.0%	43.0%
其他收入	0.36	0.40	0.43	0.46
收入 YoY	11.1%	10%	8%	6%
毛利率	39.5%	42.0%	40.0%	40.0%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及预测

费用及其他收益假设：

销售费用：考虑到智能晾衣架竞争较为激烈，新业务智能锁尚处于开拓期，预计公司将加大营销以及推广力度，预计 2023-2025 年销售费用率分别为 19.5%/20.0%/20.5%。

管理费用：随着收入体量增长而展现出规模效应，预计 2023-2025 年管理费用率为 5.0%/4.8%/4.6%。

研发费用：公司重视研发投入，同时新品类开发或将带来研发强度的进一步增加，预计研发费用率维持在 3%左右，2023-2025 年分别为 2.8%/3.0%/3.2%。

财务费用：主要是利息费用与利息收入，预计 2023-2025 年财务费用率分别为-0.5%/-0.5%/-0.5%。

未来3年业绩预测

表5: 未来3年盈利预测表

(单位: 百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1382	1666	2027	2395
营业成本	741	836	1001	1178
销售费用	258	325	405	491
管理费用(含研发)	117	130	158	187
财务费用	-7	-9	-10	-13
营业利润	245	378	462	542
利润总额	250	380	464	544
归属于母公司净利润	219	332	405	473
EPS	0.55	0.82	1.00	1.17
ROE	10.7%	15.0%	16.8%	18.0%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件, 我们得到公司 2023-2025 年收入分别为 16.66/20.27/23.95 亿, 同比增长 20.5%/21.7%/18.2%; 归母净利润 3.32/4.04/4.73 亿元, 利润年增速分别为 51.7%/21.9%/17.1%; 每股收益 2023-2025 年分别为 0.8/1.0/1.2 元。

估值及投资建议

相对估值:

考虑到智能晾晒行业无其他可对标上市公司, 从所处行业特性与业务属性角度, 我们选取同样处于低渗透率、高成长性行业的箭牌家居(智能坐便器)、瑞尔特(智能坐便器)、科沃斯(清洁电器)、公牛集团(积极布局智能晾衣机与智能锁)为可比公司。公司主营以智能晾衣机与智能锁为主的智能家居产品, 与以上可比公司相比, 所处行业与收入体量仍存在一定差异, 参考上述可比公司 2024 年平均 PE 约 16 倍, 考虑到公司作为智能晾晒龙头品牌与渠道优势突出, 横向拓智能门锁等品类亦有望带来可观增量, 在行业高速发展阶段具备较高的预期增速, 给予公司 2024 年 18-20xPE, 对应合理市值 72.9-81.0 亿元。

表6: 可比公司对比及关键财务数据

公司	主营业务概况	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	净利润(亿)				PE			
				2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
箭牌家居	品类覆盖卫生陶瓷(含智能坐便器)、龙头五金、浴室家具、瓷砖、定制衣柜等全系列家居产品, 2022 年收入 75 亿, 其中智能坐便器收入 13.9 亿元/占比 18.5%, 自主品牌为主	10.8	105.0	5.9	5.6	6.8	8.2	17.7	18.9	15.5	12.9
瑞尔特	卫浴产品包括节水型冲水组件、智能坐便器及盖板等, 2022 年收入 19.6 亿, 其中智能坐便器及盖板收入 10.0 亿/占比 51.3%, 包括代工与自主品牌	10.4	43.6	2.1	2.5	3.0	3.6	20.7	17.4	14.4	12.1
科沃斯	扫地机器人、清洁类小家电与其他服务机器人等, 2022 年收入 153 亿, 自主品牌为主	35.4	204.3	17.0	12.0	15.7	19.2	12.0	17.1	13.0	10.7
公牛集团	民用电工龙头, 涵盖电连接、智能电工照明、新能源三大业务, 已布局智能晾衣架与智能门锁品类, 2022 年收入 141 亿	95.0	847.2	31.9	38.0	43.7	50.2	26.6	22.3	19.4	16.9
	行业平均							19	19	16	13
好太太	智能晾晒龙头, 业务拓展至智能门锁等智能家居领域, 2022 年收入 13.8 亿	15.2	61.4	2.2	3.3	4.0	4.7	28.1	18.5	15.2	13.0

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及预测

注: 箭牌家居、瑞尔特、科沃斯与公牛集团盈利预测均采用 Wind 一致预期

绝对估值：

未来 5 年估值假设条件见下表：

表7：公司盈利预测假设条件（%）

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
营业收入增长率	-8.0%	22.9%	-3.0%	20.5%	21.7%	18.2%	14.0%	10.0%
营业成本/营业收入	51.6%	54.9%	53.6%	50.2%	49.4%	49.2%	48.4%	48.5%
管理费用/营业收入	4.3%	4.3%	5.3%	5.0%	4.8%	4.6%	4.4%	4.4%
研发费用/营业收入	3.9%	3.4%	3.2%	2.8%	3.0%	3.2%	3.2%	3.1%
销售费用/销售收入	15.6%	14.3%	18.7%	19.5%	20.0%	20.5%	20.0%	20.0%
营业税及附加/营业收入	0.9%	0.7%	0.9%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
所得税税率	12.5%	14.6%	12.7%	12.5%	12.8%	13.0%	13.5%	14.0%
股利分配比率	37.7%	33.4%	46.7%	48.0%	52.0%	55.0%	60.0%	65.0%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

表8：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.1	T	12.50%
无风险利率	2.50%	Ka	9.93%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	1.15
公司股价（元）	15.18	Ke	9.99%
发行在外股数（百万）	404	E/(D+E)	99.07%
股票市值（E，百万元）	6136	D/(D+E)	0.93%
债务总额（D，百万元）	57	WACC	9.94%
Kd	5.30%	永续增长率（10年后）	2.0%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所假设

表9：德昌股份 FCFF 估值表

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
EBIT	351.4	438.3	513.2	626.6	689.2
所得税税率	12.50%	12.80%	13.00%	13.50%	14.00%
EBIT*(1-所得税税率)	307.5	382.2	446.5	542.0	592.7
折旧与摊销	33.8	37.9	41.0	42.7	43.3
营运资金的净变动	31.3	6.3	11.8	6.6	10.0
资本性投资	(61.0)	(41.0)	(21.0)	(1.0)	(1.0)
FCFF	311.6	385.4	478.2	590.3	645.0
PV(FCFF)	283.4	318.9	359.9	404.1	401.6
核心企业价值	7,808.8				
减：净债务	226.9				
股票价值	8,035.7				
每股价值	19.88				

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表10: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		8.9%	9.4%	9.94%	10.4%	10.9%
永续 增长 率变 化	3.0%	25.36	23.28	21.51	19.97	18.63
	2.5%	24.09	22.24	20.64	19.24	18.02
	2.0%	23.00	21.33	19.88	18.60	17.47
	1.5%	22.06	20.54	19.21	18.03	16.98
	1.0%	21.23	19.85	18.62	17.52	16.54

资料来源：国信证券经济研究所分析

因此通过绝对估值我们得到合理股价估值为 18.03-22.24 元/股，对应市值区间为 72.9-89.9 亿元。

综合相对估值和绝对估值，我们给予公司 2024 年合理市值区间为 72.9-81.0 亿元，对应 2024 年 PE 为 18.0-20.0 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

◆ 风险提示

1、估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 72.9-81.0 亿元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.50%、风险溢价 6.50%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2.0%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们以可比公司 2024 年平均 PE 做为相对估值参考，考虑公司作为智能晾晒龙头市占率稳居第一，向拓智能门锁等品类亦有新增量贡献，在行业高速发展阶段具备较高的预期增速，给予公司 2024 年相较可比公司更高估值，可能未充分考虑行业渗透率提升不及预期以及行业跨界风险。

2、盈利预测的风险

我们假设公司未来 3 年收入增长 20.5%/21.7%/18.2%，可能存在对智能晾晒与智能锁业务的开拓预计偏乐观情形，进而高估未来 3 年业绩的风险。

我们预计公司未来 3 年毛利率分别为 49.8%/50.6%/50.8%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

3、原材料价格波动风险

公司生产成本中直接材料成本占比约在 80%左右，主要原材料分为电子元件、五金配件、铝型材、塑料制品等，其价格受有色金属、塑料原料等大宗原材料市场价格波动影响，若主要原材料价格出现大幅上涨，将加大公司的成本压力，进而给公司的盈利能力造成不利影响。

4、市场竞争以及行业跨界风险

智能家居行业产品品类繁多，不同产品、不同类型厂家众多，其中小微企业占比较高，行业整体发展水平参差不齐，不排除存在以次充好、冒牌销售等扰乱市场秩序的恶性竞争现象，对行业及公司成长造成负面

影响。此外，随着消费者对智能家居产品的使用要求及品牌的接受度提升，智能家居产品渗透率提高，业内将出现具有一定生产规模、较高设计水平和较强营销实力的智能家居泛产品生产企业。届时，公司将面临激烈的竞争环境，从而对生产经营与利润水平造成一定不利的影响。

5、房地产市场调控风险

公司的经营业绩与房地产行业的发展具有一定关联。近年来我国房地产市场发展较快，为了抑制房地产行业的投机性行为，国家陆续出台了一系列房地产市场调控政策，以实现“房住不炒”的调控目标，促进房地产行业平稳、健康地发展，一定程度上减缓了我国房地产行业的发展速度，或对公司经营与业绩产生不利影响。

相关研究报告：

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	393	124	212	406	644	营业收入	1425	1382	1666	2027	2395
应收款项	124	107	116	144	169	营业成本	783	741	836	1001	1178
存货净额	196	197	204	248	291	营业税金及附加	10	12	14	15	16
其他流动资产	31	20	30	33	42	销售费用	203	258	325	405	491
流动资产合计	1496	615	846	1092	1411	管理费用	65	77	93	107	120
固定资产	442	476	506	512	499	研发费用	49	44	47	61	77
无形资产及其他	105	1426	1417	1409	1400	财务费用	(8)	(7)	(9)	(10)	(13)
投资性房地产	302	304	304	304	304	投资收益	28	(11)	22	18	18
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(9)	(5)	(5)	(5)	(2)
资产总计	2345	2821	3074	3317	3614	其他收入	(40)	(40)	(47)	(61)	(77)
短期借款及交易性金融负债	0	34	57	26	22	营业利润	352	245	377	461	542
应付款项	266	192	205	248	291	营业外净收支	1	5	2	2	2
其他流动负债	183	127	161	191	227	利润总额	353	250	379	463	544
流动负债合计	449	353	423	464	540	所得税费用	51	32	47	59	71
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	1	(0)	(0)	(0)	(0)
其他长期负债	17	24	34	42	51	归属于母公司净利润	300	219	332	404	473
长期负债合计	17	24	34	42	51	现金流量表 (百万元)					
负债合计	466	377	457	506	590	净利润	300	219	332	404	473
少数股东权益	0	399	399	399	399	资产减值准备	(14)	3	1	0	0
股东权益	1879	2045	2218	2412	2625	折旧摊销	19	23	34	38	41
负债和股东权益总计	2345	2821	3074	3317	3614	公允价值变动损失	9	5	5	5	2
						财务费用	(8)	(7)	(9)	(10)	(13)
关键财务与估值指标						营运资本变动	168	(93)	31	6	12
每股收益	0.75	0.55	0.82	1.00	1.17	其它	15	(4)	(1)	(1)	(0)
每股红利	0.25	0.25	0.39	0.52	0.64	经营活动现金流	497	154	402	453	528
每股净资产	4.69	5.10	5.49	5.97	6.49	资本开支	0	(52)	(61)	(41)	(21)
ROIC	30%	13%	14%	17%	20%	其它投资现金流	175	584	(117)	23	(5)
ROE	16%	11%	15%	17%	18%	投资活动现金流	175	532	(178)	(18)	(26)
毛利率	45%	46%	50%	51%	51%	权益性融资	0	399	0	0	0
EBIT Margin	22%	18%	21%	22%	21%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	24%	20%	23%	23%	23%	支付股利、利息	(100)	(102)	(159)	(210)	(260)
收入增长	23%	-3%	21%	22%	18%	其它融资现金流	(197)	(1150)	23	(32)	(4)
净利润增长率	13%	-27%	52%	22%	17%	融资活动现金流	(398)	(955)	(136)	(242)	(265)
资产负债率	20%	28%	28%	27%	27%	现金净变动	275	(269)	88	194	238
股息率	1.6%	1.7%	2.6%	3.5%	4.3%	货币资金的期初余额	119	393	124	212	406
P/E	20.3	27.8	18.5	15.2	13.0	货币资金的期末余额	393	124	212	406	644
P/B	3.2	3.0	2.8	2.5	2.3	企业自由现金流	0	96	312	385	478
EV/EBITDA	19.5	23.7	17.1	13.9	12.1	权益自由现金流	0	(1053)	338	360	485

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032