

富佳股份 (603219)

证券研究报告
2024年04月19日

核心客户打造基本盘，储能赛道贡献新增量

全球吸尘器市场稳中有升，国内产能高度集中。全球吸尘器市场未来仍有望保持稳健增长，欧睿国际预测 23-25 年全球吸尘器销量或将维持稳定增长趋势；其中，欧美或将保持地区领先占比。我们认为造成吸尘器市场区域发展较大差异化的主要原因为经济水平和生活习惯。

经过多年发展，全球吸尘器市场已几近发展成熟；市场集中度较低（CR3 为 24.9%），但头部品牌份额较为稳定。在全球吸尘器市场长期占据前六的品牌包括：TTI、戴森、必胜、美的、伊莱克斯和 SharkNinja；SharkNinja 份额稳定向上并维持较高复合增速（15-23 年销量 CAGR 为 8.7%）。我国是全球吸尘器产业中最主要的生产加工国，21 年我国吸尘器产量占全球吸尘器销量的比重超 90%。

核心客户打造清洁电器基本盘，切入高成长洗地机市场。公司自 2004 年与 Shark 开始合作，合作历史迄今已近 20 年，合作规模逐年提高，公司对 JS 全球销售额长期营收占比在 80%以上，具有较高的黏性。18-20 年受贸易摩擦影响，公司营收存在一定幅度的波动，公司积极募资建设越南生产基地，寻求解决方案。我们认为，在全球吸尘器市场稳健增长、Shark 品牌份额持续稳定的情况下，公司作为 JS 全球长期的第一大供应商，JS 环球板块营收或具有较高的确定性并存在一定的增长空间。

干湿垃圾同步清理的洗地机可解决国内硬地面清洁痛点，2020-2023 年销额以近 100% CAGR 高速增长，现已成为第二大清洁电器细分品类。在高热度 + 低门槛市场背景下，洗地机仍处于蓝海市场，行业竞争格局尚未稳定，市场参与者较多。我们认为，互联网品牌和跨界品牌想短期内进入市场但缺乏相应清洁电器的制造能力，较大可能会与代工厂进行合作，以便产品可以迅速推出，抢占市场。公司凭借多年清洁电器代工经验和丰富的客户资源，洗地机品类营收/竞争力有望持续增加。

横向拓展储能等新赛道，塑造第二增长曲线。公司积极投资布局户储和工商业储能领域：投资参股（15%）羲和未未来，与其联合开发户储等产品；收购甬能新能源 51% 股权，为工商业用户提供储能系统解决方案。我们认为，类比国内的新能源汽车产业，随着更多企业的入局，中国企业或凭制造优势和丰富的产业链集群优势实现在储能市场市占率的领先地位。同时，依靠国内储能行业的发展，公司积极投资布局户储和工商业储能领域或将带来全新的发展机遇。

公司凭借多年代工经验，在客户资源、供应链整合、项目管理、质量控制等方面已具备一定优势，随着储能、除虫设备等多项业务的逐步发展，公司业务有望摆脱清洁电器依赖、形成多元化发展格局，公司营收仍具有较大的增长潜力。

投资建议：公司的清洁电器代工品质优良，展望 24 年，海外库存有望逐步去化，公司清洁电器板块收入增速或将有所修复；此外，国内洗地机客户、商用美容仪业务，使得公司收入结构更加多元化，具备较好的成长潜力。同时考虑公司开拓储能新业务板块，未来有望为公司带来较大的营收增量；我们预测公司 23 年-25 年归母净利润为 2.6/3.4/4.0 亿元，对应 PE 为 30.7/23.7/19.8。我们看好公司长期的布局与发展，首次覆盖给予“增持”评级，建议关注。

风险提示：客户集中度高的风险；全球宏观经济变化风险；原材料成本波动风险；汇率波动风险；新赛道拓展风险；测算具有主观性；近期交易异动风险。

投资评级

行业	家用电器/小家电
6 个月评级	增持（首次评级）
当前价格	14.26 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	561.40
流通 A 股股本(百万股)	155.29
A 股总市值(百万元)	8,005.56
流通 A 股市值(百万元)	2,214.37
每股净资产(元)	2.73
资产负债率(%)	42.31
一年内最高/最低(元)	21.46/7.95

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

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,600.50	2,744.41	2,686.09	3,263.80	3,857.93
增长率(%)	24.14	5.53	(2.12)	21.51	18.20
EBITDA(百万元)	426.82	512.64	337.32	402.15	425.23
归属母公司净利润(百万元)	231.70	347.00	260.62	338.19	404.67
增长率(%)	34.53	49.76	(24.89)	29.76	19.66
EPS(元/股)	0.41	0.62	0.46	0.60	0.72
市盈率(P/E)	34.55	23.07	30.72	23.67	19.78
市净率(P/B)	6.15	5.36	4.84	4.40	3.93
市销率(P/S)	3.08	2.92	2.98	2.45	2.08
EV/EBITDA	17.57	11.10	21.31	17.59	16.41

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 知名清洁小家电代工，公司产品多场景覆盖.....	4
1.1. 知名清洁小家电代工，覆盖品类丰富.....	4
1.2. 公司股权集中，管理层具有多年经验.....	6
2. 全球吸尘器市场稳中有升，国内产能高度集中.....	7
2.1. 百年发展史，全球吸尘器市场或将维持稳健增长.....	7
2.2. 全球吸尘器市场集中度较低，头部品牌份额稳定.....	9
2.3. 国内生产全球近九成吸尘器，客户资源与核心部件自制率塑造厂商差异化.....	10
3. 核心客户打造清洁电器基本盘，切入高成长洗地机市场.....	12
3.1. 渠道客户深度绑定，打造营收基本面.....	12
3.2. 切入高成长洗地机市场，塑造营收新增量.....	14
4. 横向拓展储能等新赛道，塑造第二增长曲线.....	17
4.1. 参股新兴企业，布局储能新赛道.....	17
4.2. 强代工能力，业务多线开花.....	20
5. 财务数据分析：收入结构多元化，费用率控制良好.....	20
6. 盈利预测&投资建议.....	22
7. 风险提示.....	23

图表目录

图 1：公司成立至今发展二十余年.....	4
图 2：公司是清洁家电领域内知名的 ODM 供应商.....	4
图 3：公司八成收入来自于吸尘器产品.....	5
图 4：公司清洁电器产品覆盖多种场景.....	5
图 5：公司以出口业务为主，国内市场或存在较大发展潜力.....	6
图 6：公司股权集中（截至 2024 年 2 月）.....	6
图 7：管理层经验丰富.....	7
图 8：清洁电器品类丰富.....	7
图 9：吸尘器历史可追溯至 1860 年.....	8
图 10：全球吸尘器市场或将维持稳健增长.....	8
图 11：北美&西欧吸尘器渗透率超 90%.....	8
图 12：吸尘器各国家细分市场情况.....	9
图 13：全球吸尘器市场品牌份额稳定.....	9
图 14：我国已成为吸尘器最大的生产国.....	10
图 15：吸尘器产业链概览.....	11
图 16：公司与 JS 环球生活共同成长（单位：亿元）.....	12
图 17：公司对 JS 环球销售额长期营收占比在 80%以上.....	13
图 18：国内洗地机市场销额保持高增（亿元）.....	14
图 19：国内洗地机线上销额持续正增长.....	14

图 20: 线上渠道, 洗地机销额在清洁电器行业占比持续上升	14
图 21: 对比扫地机品类, 洗地机的保有量和渗透率仍有较大的发展空间	15
图 22: 国内洗地机行业竞争格局尚未稳定 (2021-2023 年线上洗地机市场 TOP3 品牌销量市场份额)	15
图 23: 公司和方太合作打造无滚布滚刷洗地机代表产品	16
图 24: 储能在电力系统中拥有丰富的应用场景	17
图 25: 全球储能市场或将维持较高增速, 用户侧占比逐步增大 (千兆瓦时)	18
图 26: 中国储能装机规模 (2021 年数据, GW)	19
图 27: 我国用户侧储能产业链涉及环节上的参与公司数量广泛	19
图 28: 北美下游渠道商去库, 营收略显承压 (亿元)	20
图 29: 收入结构逐步多元化 (分产品营收占比)	21
图 30: 公司归母净利润 (亿元)	21
图 31: 公司费用控制良好, 重视研发投入	22
图 32: 盈利预测 (亿元)	22
表 1: 全球吸尘器 TOP6 品牌 2015-2023 复合增长情况	10
表 2: 以吸尘器为代表的清洁类小家电行业存在较高的进入壁垒	11
表 3: 国内吸尘器代工厂零部件自产与外购、主要客户情况	11
表 4: 公司是 Shark 的主要供应商	12
表 5: 美国关税变动情况	13
表 6: 公司作为 JS 环球长期的第一大供应商, 长期订单或有保障	13
表 7: 洗地机市场目前参与者较多	15
表 8: 不同滚刷类型及特点	16
表 9: 全球用户侧储能市场增速或领跑	18
表 10: 全国多省市发布了“十四五”期间的能源规划或征求意见稿	18
表 11: 公司分业务毛利率情况	21

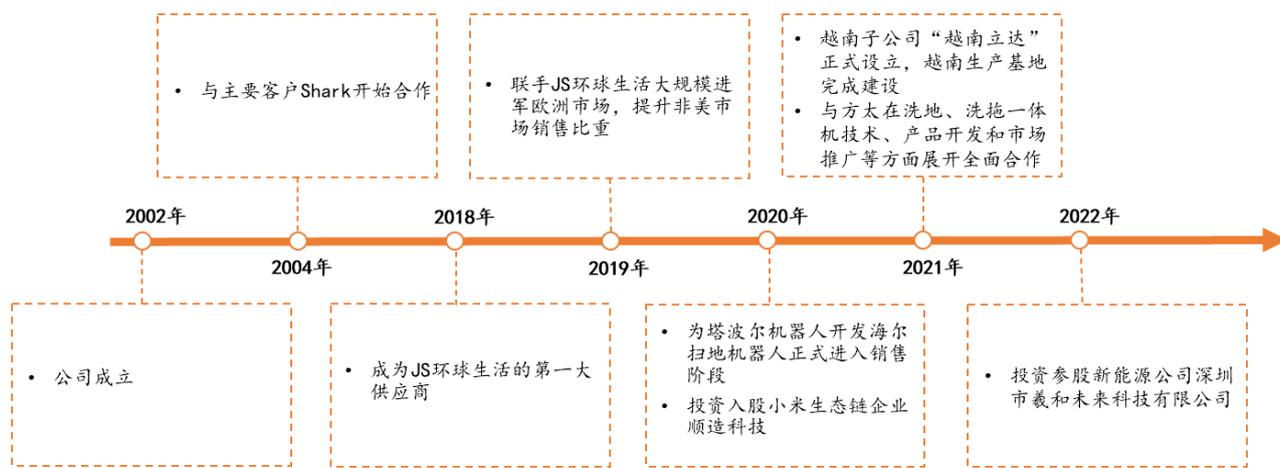
1. 知名清洁小家电代工，公司产品多场景覆盖

1.1. 知名清洁小家电代工，覆盖品类丰富

富佳公司成立于 2002 年，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。

公司快速发展，自 2004 年与 Shark 开始合作、2018 年就成为 JS 环球生活第一大供应商；公司在 2022 年实现营收 27.4 亿元，2018-2022 年四年 CAGR 达 18.7%。公司现已成为清洁家电领域内知名的 ODM 供应商，作为全国十大吸尘器出口企业，销售区域涵盖北美、欧洲、亚洲、大洋洲的 30 多个国家和地区。

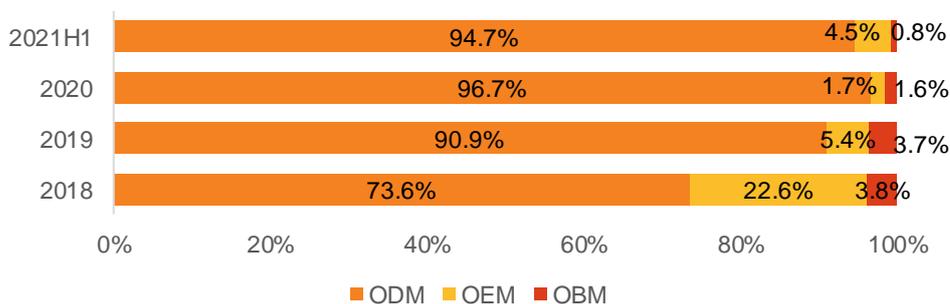
图 1：公司成立至今发展二十余年



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：公司是清洁家电领域内知名的 ODM 供应商

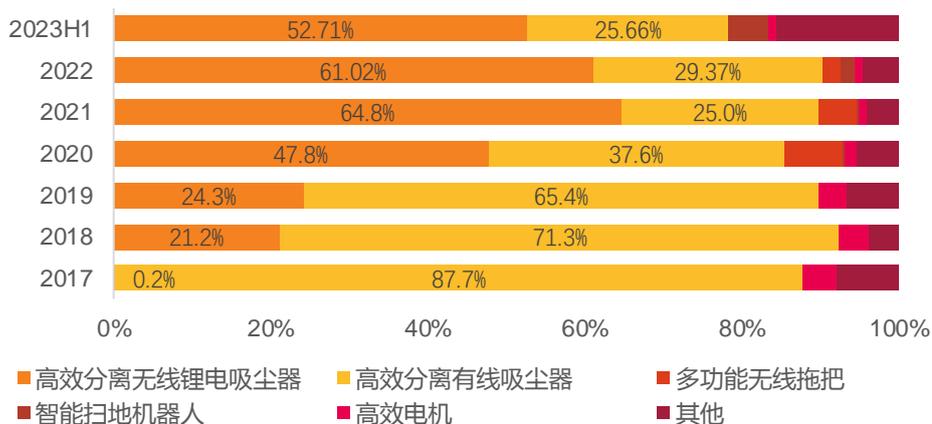
公司代工模式营收占比情况



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

公司代工产品使用场景丰富，八成收入来自于吸尘器品类。公司产品品类丰富，拥有可以涵盖家用/车用/商用等各种应用场景的多种吸尘器产品品类、多功能无线拖把、智能扫地机器人、电机等清洁小家电核心零部件产品。其中，高效分离有线和无线吸尘器产品是公司主要产品，22 年营收占比为 90.4%、23H1 营收占比为 78.4%。此外，公司还拥有电动清洗机、水下无人机、宠物喂食器等创新类智能家电产品。

图 3：公司八成收入来自于吸尘器产品



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：公司清洁电器产品覆盖多种场景

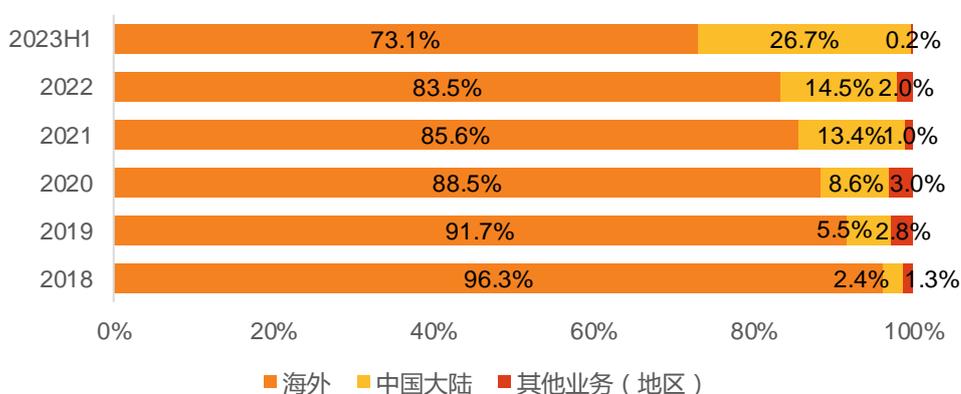
产品类别	22年营收占比	产品名称	特点	使用场景	图示
高效分离有线吸尘器	29.37%	大立式吸尘器	吸力强/尘杯容积大/可吸入大颗粒/过滤等级高	家用，尤其适用大房间和别墅	
		卧式吸尘器	高速离心尘盒分离/环保/低噪音	家用	
		直立式商用吸尘器	大功率/纸袋滤灰/低噪音/吸力强	酒店等商业环境	
		手持式吸尘器	带电源线/多功能转换/可搭配多种刷头/轻便易收纳/尘杯可拆卸	家用	
高效分离无线锂电吸尘器	61.02%	无线立式吸尘器	吸力强/电池包容量大/可转换为手持/过滤率高/尘杯可拆卸	家用	
		无线手持吸尘器	锂电池/多重过滤系统/体积小/可搭配多种配件/吸尘除螨一体/切毛滚刷	家用、除螨	
		无线随手吸	吸力强劲/除螨/斜吸尘口/体积小/可搭配多种附件	家用、车载、办公室	
		车载吸尘器	锂电池/体积小	车内除尘、室内辅助除尘	
		随手吸（酒瓶式）	小巧轻便/可搭配多种吸头/可车载充电/拆装方便	家用、车载、办公室	
其他整机	2.21%	多功能无线拖把	吸尘+湿拖/清洁潮湿地面/一次性拖布	家用，尤其适用厨房、洗手间	
	1.73%	智能扫地机器人	切毛滚刷/内置随手吸/LDS激光导航/智能动态路径规划	家用	
高效电机	1.11%	无刷电机	小巧轻便/输出功率大/稳定/噪音低/寿命长	可广泛用于吸尘器等各类小家电	
		交流有刷电机	启动及制动快/可大范围平滑调速	广泛应用于小家电、白色家电等	
		直流有刷电机	启动及制动快/可大范围平滑调速/电路相对简单	广泛应用于小家电、白色家电等	

资料来源：公司招股说明书，Wind，天风证券研究所

公司以出口业务为主,其中北美市场占据较大比例,国内市场或存在较大发展潜力。自2018年,公司始终保持主要营收来源于海外地区。根据公司招股说明书营收拆分的数据显示,2018-2021H1年,公司北美地区营收占比分别为88.7%/77.2%/65.6%/56.1%,欧洲地区营收占比分别为6.4%/13.1%/21.8%/22.8%。

值得注意的是,2018-2022年期间,公司在中国大陆的营收占比由2.4%提升至14.5%,营收规模CAGR近87%,取得了较有成效的增长。随着后续公司对洗地机/宠物理毛器/户外工具无线吹叶机/布艺清洗机/商用美容仪等其他品类的拓展、参股羲和未来对户储新赛道进行布局,公司的国内营收或具有较大的增长潜力,有望构建国内/国际双循环的发展格局,为公司提供营收新增量。

图 5: 公司以出口业务为主, 国内市场或存在较大发展潜力

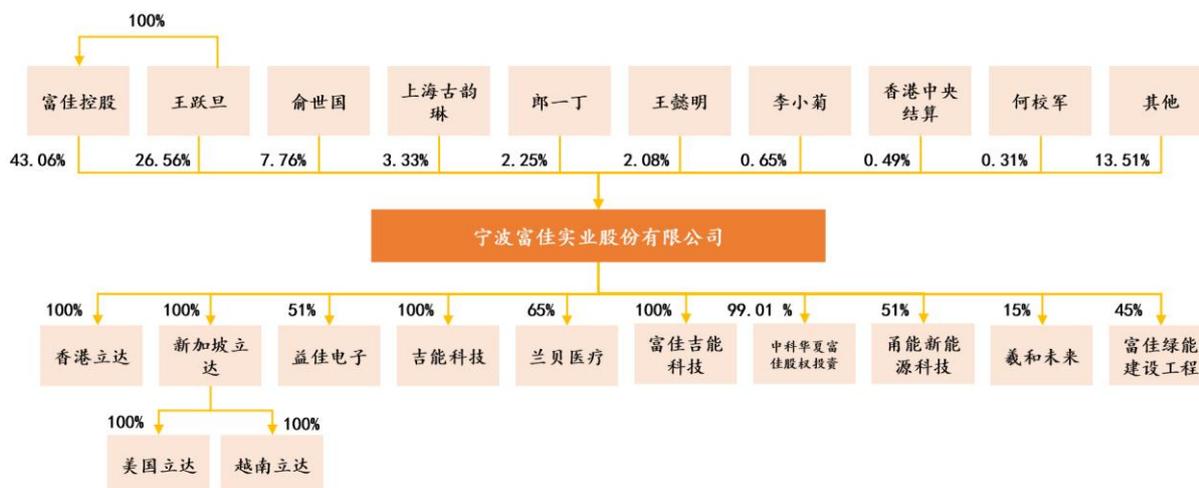


资料来源: Wind, 天风证券研究所

1.2. 公司股权集中, 管理层具有多年经验

公司股权集中, 管理层经验丰富。公司实际控制人为董事长王跃旦, 直接持股比例为26.56%, 通过富佳控股间接持股43.06%, 合计控制了公司69.62%的股份。此外, 公司核心管理层稳定, 普遍拥有富佳多年的工作经历。

图 6: 公司股权集中 (截至2024年2月)



资料来源: Wind, 公司公告, 天风证券研究所

图 7：管理层经验丰富

姓名	任职情况	简介
王跃旦	董事长	高级经济师。1978年8月至2002年3月，先后在余姚市财政税务局、余姚市计划委员会、余姚市政府驻深圳办事处任职； 2002年8月至2018年12月，任富佳有限董事长； 2018年12月至今，任公司董事长。
俞世国	董事	高级经济师。1976年11月至2002年8月，先后在余姚第三农机厂、余姚塑料总厂、宁波富达电器股份有限公司、富佳电器任职； 2002年8月至2018年12月，任富佳有限副董事长； 2018年12月至今，任公司董事。
郎一丁	董事、总经理	硕士研究生学历。2002年12月至2004年6月，在北京外国语学院、上海外国语大学进行脱产培训； 2004年6月至2018年12月，历任富佳有限外贸业务经理、总经理助理、进出口部经理、执行总经理、总经理； 2018年12月至今，任公司总经理、董事。
涂自群	董事、副总经理	本科学历。1997年12月至2013年4月，历任东莞创科集团创力电器有限公司工程部研发工程师、研发主管、高级主管及项目经理等职务； 2013年5月至2015年1月，任苏州索发电机有限公司副总经理； 2015年7月至2018年12月，任富佳有限副总经理；2018年12月至今，任公司副总经理； 2020年3月至今，任公司董事。
黄建龙	监事会主席	工程师。2000年3月至2002年1月，任余姚益高康电信设备有限公司总工程师； 2002年2月至2002年8月，任富佳电器车间主任； 2002年8月至2018年12月，历任富佳有限品管部经理、总经办主任、工程部经理、采购部经理； 2018年12月至今，任公司分公司副总经理、监事会主席。
应瑛	财务总监	1991年7月至1997年4月，任余姚市交通运输公司员工； 1997年4月至2002年8月，任富佳电器财务经理； 2002年8月至2018年12月，任富佳有限财务经理； 2018年12月至今，任公司财务总监。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 全球吸尘器市场稳中有升，国内产能高度集中

2.1. 百年发展史，全球吸尘器市场或将维持稳健增长

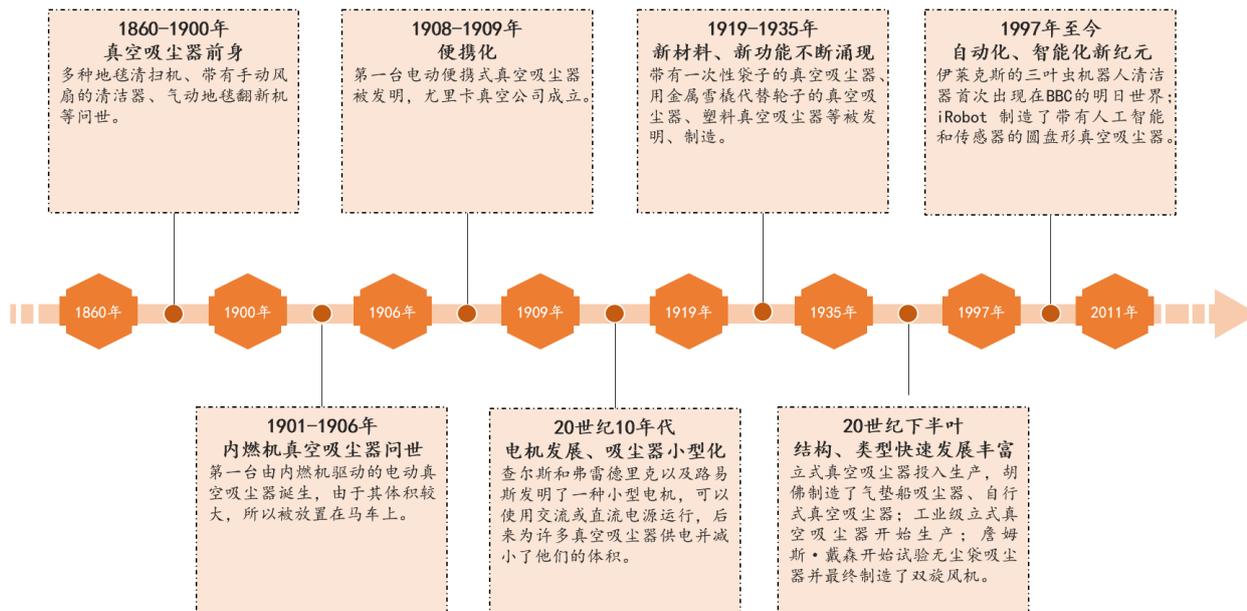
清洁类生活电器是家用电器的重要组成部分，根据产品形态的不同，清洁电器可以划分为吸尘器、扫地机器人、洗地机等品类。我们认为，随着人们对于健康生活环境的重视增加，清洁类小家电产品的需求有望不断增长。

图 8：清洁电器品类丰富

清洁电器				
主要分类	吸尘器	机器人	洗地机	其他
细分品类	推杆式吸尘器	扫地机器人	手持式洗地机	除螨仪
	桶式吸尘器	擦窗机器人	...	蒸汽/电动拖把
	卧式吸尘器

资料来源：奥维云网公众号，天风证券研究所

图 9：吸尘器历史可追溯至 1860 年



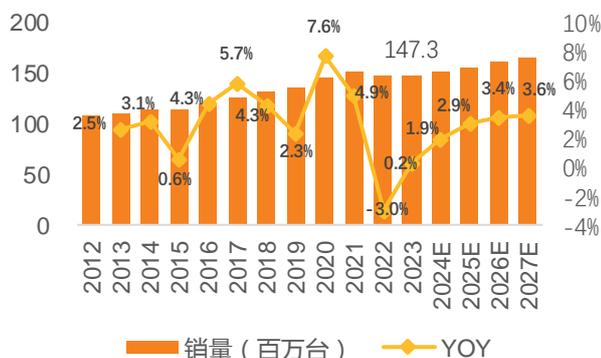
资料来源：Vacuum cleaner history 官网，天风证券研究所

由于具备刚需属性，全球吸尘器市场未来仍有望保持稳健增长。根据欧睿国际的数据显示，2022 年因疫情、欧美通胀、国际局势等因素影响，全球吸尘器销量出现小幅度下滑，2023 年销量增速转正，未来前景有望保持乐观；欧睿国际预测 24-27 年全球吸尘器销量或将维持稳定增长趋势。

区域市场发展差异化，欧美或将保持地区领先占比。地区人口规模占比较小的欧美地区，凭借吸尘器超 90% 的渗透率，吸尘器市场规模占比超过全球 60%；其中，根据欧睿国际 2023 年数据显示，美国市场在多方不利因素影响下仍保持吸尘器销量正增长，以 26.5% 的销量占比持续位居世界首位。

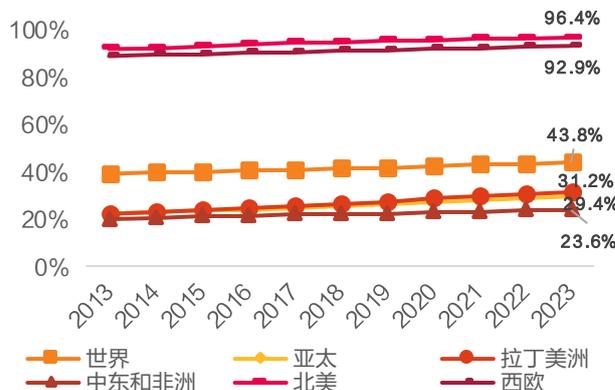
造成吸尘器市场区域发展较大差异化的主要原因为经济水平和生活习惯：1) 经济水平差异：欧美国家经济较为发达、城市化率高，居民生活水平高，购买力较强；2) 生活习惯差异：欧美国家房屋装修风格偏好使用地毯，而地毯上沾染的灰尘和毛发没有吸尘器的帮助很难清理，导致吸尘器成为刚需产品。

图 10：全球吸尘器市场或将维持稳健增长



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 11：北美&西欧吸尘器渗透率超 90%



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 12：吸尘器各国家细分市场情况

国家	类别	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
美国	YOY	0.98%	4.04%	1.25%	0.01%	5.77%	4.02%	-2.03%	0.60%	0.87%	1.45%	2.30%
	销量占比	28.75%	28.29%	27.47%	26.85%	26.39%	26.18%	26.44%	26.54%	26.27%	25.89%	25.63%
中国	YOY	36.79%	20.58%	14.89%	4.19%	15.59%	7.21%	-4.21%	1.16%	7.70%	7.89%	7.78%
	销量占比	10.44%	11.90%	13.11%	13.35%	14.34%	14.66%	14.48%	14.62%	15.45%	16.20%	16.89%
俄罗斯	YOY	2.29%	12.54%	19.26%	16.12%	17.11%	10.53%	-10.15%	-0.35%	-1.47%	4.90%	4.41%
	销量占比	3.93%	4.18%	4.78%	5.43%	5.91%	6.23%	5.77%	5.74%	5.55%	5.65%	5.71%
日本	YOY	-1.13%	1.02%	0.51%	-3.76%	7.55%	-1.26%	-1.86%	-3.77%	-1.80%	-0.19%	-0.36%
	销量占比	5.84%	5.58%	5.37%	5.05%	5.05%	4.76%	4.81%	4.62%	4.45%	4.32%	4.16%
德国	YOY	5.39%	3.89%	4.26%	0.29%	3.94%	0.84%	-4.48%	-1.56%	-0.86%	-0.70%	-0.63%
	销量占比	4.84%	4.75%	4.75%	4.66%	4.50%	4.32%	4.26%	4.18%	4.07%	3.93%	3.77%

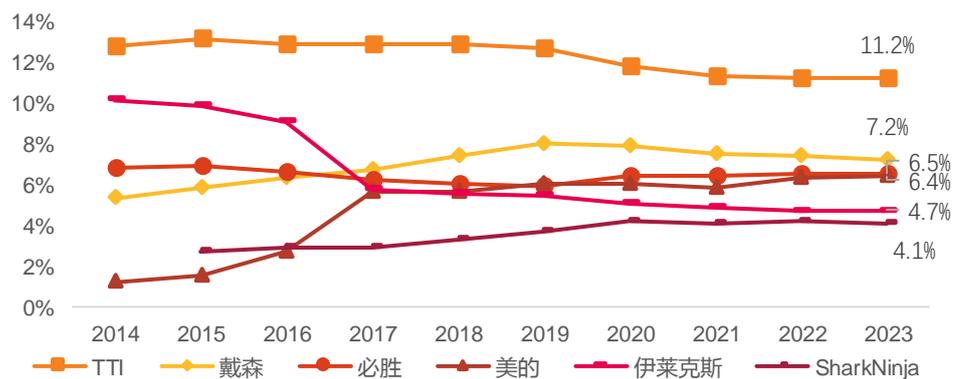
资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

2.2. 全球吸尘器市场集中度较低，头部品牌份额稳定

经过多年发展，全球吸尘器市场已几近发展成熟；市场集中度较低，但头部品牌份额较为稳定。根据欧睿国际数据显示，自 2017 年开始，在全球吸尘器市场较长期占据前六的品牌包括：TTI、戴森、必胜、美的、伊莱克斯和 SharkNinja，23 年各品牌对应全球吸尘器市场品牌份额分别为 11.2%/7.2%/6.5%/6.4%/4.7%/4.1%；根据 23 年数据计算，全球吸尘器品牌 CR3 仅为 24.9%，行业集中度较低。

分品牌来看，SharkNinja 份额稳定向上并维持较高复合增速。2015-2023 年，SharkNinja 在全球吸尘器市场份额由 2.7% 上升至 4.1%，我们计算得到：SharkNinja 年销量由 308 万台增长至 602 万台，CAGR 为 8.73%，在全球吸尘器 TOP6 品牌中，复合增速仅次于美的（考虑低基数影响），表现较亮眼。

图 13：全球吸尘器市场品牌份额稳定



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

表 1：全球吸尘器 TOP6 品牌 2015-2023 复合增长情况

(销量：百万台)	2015	2023	CAGR
TTI	14.95	16.44	1.20%
戴森	6.62	10.57	6.03%
必胜	7.87	9.54	2.43%
美的	1.71	9.40	23.72%
伊莱克斯	11.18	6.90	-5.86%
SharkNinja	3.08	6.02	8.73%

资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

*注：根据欧睿国际全球销量和各公司市占数据计算

2.3. 国内生产全球近九成吸尘器，客户资源与核心部件自制率塑造厂商差异化

我国是全球吸尘器产业中最大的生产加工国，制造产能丰富。上世纪 80 年代伴随着经济全球化，我国家电行业抓住了全球产业转移的历史机遇，承接了世界家电制造业转移的接力棒，吸尘器制造基地也开始逐渐向国内转移。现在，我国已成为吸尘器最大的生产国，根据国家统计局和欧睿国际数据计算，2021 年我国吸尘器产量占全球吸尘器销量的比重超 90%。

图 14：我国已成为吸尘器最大的生产国



资料来源：国家统计局，欧睿国际，天风证券研究所

以吸尘器为代表的清洁类小家电行业进入壁垒较高，代工需求稳健，我国或将长期维持领先制造位置。吸尘器行业上游主要为原料供应商和零配件供应商；中游厂商分为代理商和自有品牌商，国内厂商多以代工为主；下游渠道为线下商超、经销商和线上电商平台。由于技术和规模壁垒的存在，同时品牌运营商客户对供应商多方面均有较高的要求，我们认为以吸尘器为代表的清洁类小家电行业中品牌运营商和供应商的合作关系具有较高的黏性。凭借国内完整的吸尘器产业链体系，我国或将继续维持吸尘器主要制造基地的位置，代工需求有望随全球吸尘器市场一样保持稳健增长趋势。

图 15：吸尘器产业链概览

吸尘器产业链	上游	中游				下游
	塑料粒子	代工 (ODM)	富佳股份	品牌商 (OBM)	TTI	商超零售
	软管组件		德昌股份		Dyson	
	电池		莱克电气		Bissell	经销商
	电源线		春菊电器		美的	
	电机		爱普电器		JS环球	线上渠道
	

资料来源：公司招股说明书，春光科技招股说明书，Wind，天风证券研究所

表 2：以吸尘器为代表的清洁类小家电行业存在较高的进入壁垒

行业进入壁垒	内容
技术壁垒	主要体现在新产品开发设计能力、产品质量控制能力两个方面，阻碍没有强大的技术研发团队或者缺乏清洁家电产品研发、生产经验的企业进入本行业。
规模壁垒	吸尘器、扫地机器人等清洁类小家电生产具有明显的规模经济效应，同时知名品牌运营商对供应商大规模、高质量、快速交付的能力要求很高。
销售渠道壁垒	品牌运营商客户对供应商的产品性能、合格率、交货稳定性等各方面均有较高的要求，一般都设立严格的合格供应商准入制度，形成稳定的合作关系后一般不会轻易更换供应商。

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

我们认为，吸尘器代工厂差异主要体现在客户资源与电机等核心部件，国内代工厂商较多拥有垂直一体化的制造体系。吸尘器产品的高效无刷电机等核心部件制造水平直接决定了产品吸力强弱、噪音大小和使用寿命等关键性能指标。以国内吸尘器代工厂商富佳、德昌和莱克为例，基本实现了核心零部件电机和 PCBA 的自主生产，具有较强的生产竞争力，与吸尘器行业头部品牌 TTI、Shark 等形成了合作关系。同时，在核心技术方面，富佳具备吸尘器核心零部件电机的设计、制造能力，电机产品具有高效率、低损耗、长寿命的特点；除 Shark 外公司电机产品还得到戴森的认可，是戴森吸尘器的指定电机供应商之一。

表 3：国内吸尘器代工厂零部件自产与外购、主要客户情况

	电机	PCBA	电池包	主要客户	主要客户对应销售额	占当期销售总额比例
富佳股份	自产为主	自产为主	外购	JS 环球	22 年：【JS 环球】 22.6 亿元；	82.2%
德昌股份	自产	自产	外购	TTI	22 年：【TTI】 13.9 亿元；	74.9%
莱克电气	自产	自产	自产	Shark、必胜、博世等	22H1：【Shark】 4.7 亿元、【必胜】 2.7 亿元、【博世】 2.6 亿元。	22.2%

资料来源：公司招股说明书，莱克电气可转债募集说明书，德昌股份 22 年年报，公司 22 年年报，天风证券研究所

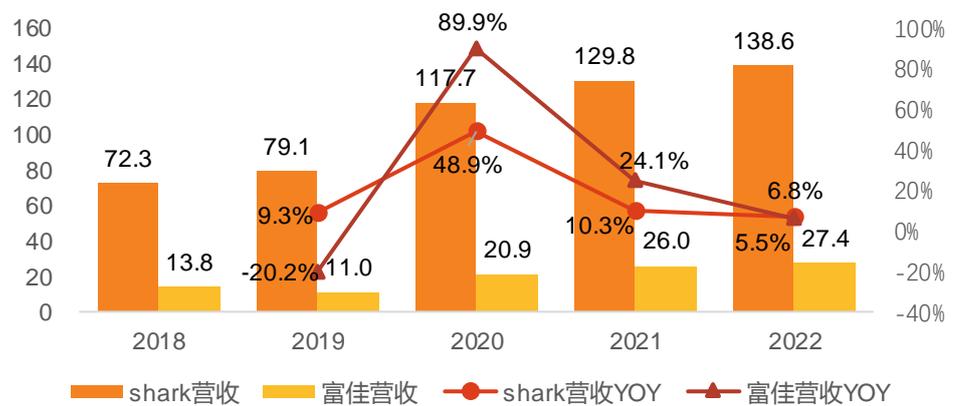
*注：1) 22 年德昌股份的吸尘器业务收入占比为 71.3%；2) 22H1 莱克电气环境清洁电器业务收入占比为 46.3%；3) 富佳对 JS 环球销售额包括九阳板块和 SharkNinja 板块，以 Shark 板块为主。

3. 核心客户打造清洁电器基本盘，切入高成长洗地机市场

3.1. 渠道客户深度绑定，打造营收基本面

稳定核心大客户，与 JS 环球生活合作共赢。公司自 2004 年与 Shark 开始合作，合作历史迄今已近 20 年，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；在 Shark 吸尘器成为全球领先品牌之一的同时，公司也成长为清洁类小家电领域内的知名 ODM 供应商。合作过程期间，双方在市场需求探索、产品设计研发、成本管理控制等诸多方面完成了大量磨合工作，具有较高的黏性。

图 16：公司与 JS 环球生活共同成长（单位：亿元）



资料来源：Wind，JS 环球公司年报，天风证券研究所

表 4：公司是 Shark 的主要供应商

（单位：亿元）	2018	2019	2020	2021	2022
富佳对 JS 环球销售额	12.8	9.8	18.4	21.7	22.6
莱克对 shark 销售额	-	8.96	10.16	10.37	-
Shark 营收	72.3	79.1	117.7	129.8	138.6
富佳占 Shark 营收比例	17.7%	12.4%	15.6%	16.7%	16.3%
莱克占 Shark 营收比例	-	11.3%	8.6%	8.0%	-

资料来源：公司招股说明书，2021/2022 公司年报，JS 环球 2018-2022 年报，莱克可转债募集说明书，天风证券研究所

*注：富佳对 JS 环球销售额包括九阳板块和 SharkNinja 板块，以 Shark 板块为主

公司对 JS 环球销售额长期营收占比在 80%以上，目前营收受关税政策影响减弱。公司对 JS 环球销售额在 2018-2019 年存在较大幅波动，主要受中美贸易摩擦影响：2018 年订单规模大幅增加，系公司为赶在关税加征时点前完成出货；而 2019 年又因关税加征情况严重而订单减少。2020 年销售金额的较大增长主要受益于关税加征的豁免、新冠疫情带来的旺盛市场需求、吸尘器海外制造商的停产。2023 年 12 月，美国贸易代表署将继续延长中国进口产品的关税豁免，豁免到期日延后至 24 年 5 月 31 日。

图 17：公司对 JS 环球销售额长期营收占比在 80%以上



资料来源：公司招股说明书，2021/2022 公司年报，天风证券研究所

表 5：美国关税变动情况

时间	2018.1-2018.8	2018.9-2019.4	2019.5-2019.11	2019.12-2020.12	2021.1-2021.9	2021.10-2024.5
关税税率	0%	10%	25%	0%	25%	0%

资料来源：公司招股说明书，美国贸易代表署，天风证券研究所

*注：公司多功能无线拖把产品不在关税加征商品范围之内

募资建设越南生产基地，积极拓展海外产能。2021 年 11 月，公司首次公开发行募集资金，拟投入近 1.48 亿的资金在越南生产基地建设项目，预计建设期 2 年；根据可行性研究报告，项目达产后具备年产 120 万台吸尘器的产能。越南生产基地的建设不仅可以解决公司产能利用率过高（2020、2021H1 产能利用率分别为 130.7%/128.9%），更重要的是可以实现规避贸易摩擦影响的同时抢占海外市场。目前随着越南工厂的逐步投入生产，2022 年越南工厂产量已达 94.9 万台，销售额 4.78 亿元，营收占比为 17.4%。

我们认为，在全球吸尘器市场稳健增长、Shark 品牌份额持续稳定的情况下，公司作为 JS 环球长期的第一大供应商，海外产能的布局和扩张将更有利于公司后续承接 Shark 的订单及拓展清洁电器其他品类，公司的基本盘吸尘器代工业务营收或具有较高的确定性并存在增长空间。

表 6：公司作为 JS 环球长期的第一大供应商，长期订单或有保障

	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
全球吸尘器销量(百万台)	147.3	150.1	154.5	159.7	165.4
全球吸尘器销量 YOY	0.2%	1.9%	2.9%	3.4%	3.6%
SharkNinja 市场份额	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%
SharkNinja 较 23 年增量 (万台)	-	11.5	29.6	50.8	74.3
公司营收较 23 年增量 (亿元)	-	0.3	0.7	1.2	1.7

资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

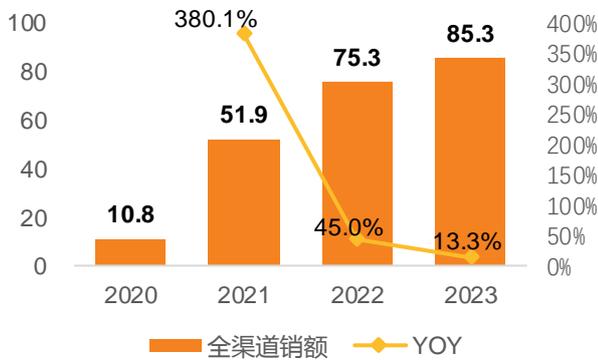
*注：假设 1) 2024-2027 年 SharkNinja 全球吸尘器市场份额每年维持不变；2) 富佳可以拿到 SharkNinja 每年增量的 2/3 订单（积极预测）；3) 每台吸尘器平均出厂价为 350 元。

3.2. 切入高成长洗地机市场，塑造营收新增量

干湿垃圾同步清理的洗地机可解决国内硬地面清洁痛点，2020-2023 年销额以近 100% CAGR 高速增长，现已成为第二大清洁电器细分品类。同欧美居住的地毯环境不同，国内中式硬质地面的现实条件决定了国人对于地面清洁过程中的拖地需求十分强烈，但吸尘器、扫地机器人的拖地功能较有限，电动拖把、蒸汽拖把仅能拖地无法干吸，可实现干湿垃圾同步清理的洗地机可以大幅提升清洁效率，开辟了新的清洁电器细分赛道。

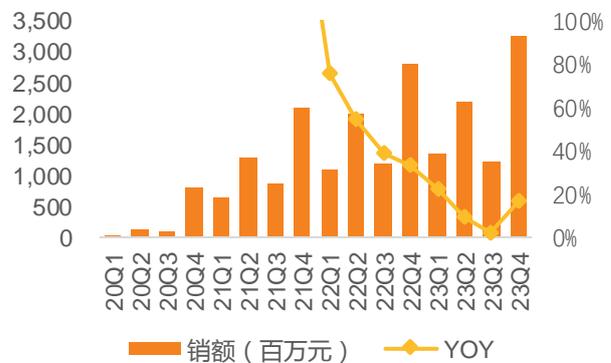
得益于疫情期间对清洁的需求增长、短视频/直播带货等推波助澜下，根据奥维云网(AVC)数据显示，2020—2023 年，洗地机零售额从 10.8 亿元增长到 85.3 亿元，3 年 CAGR 近 100%，实现较快速增长。同时，在线上渠道，洗地机在清洁电器品类中的占比持续提升，现已成为继扫地机器人之后的第二大清洁电器细分品类。

图 18：国内洗地机市场销额保持高增（亿元）



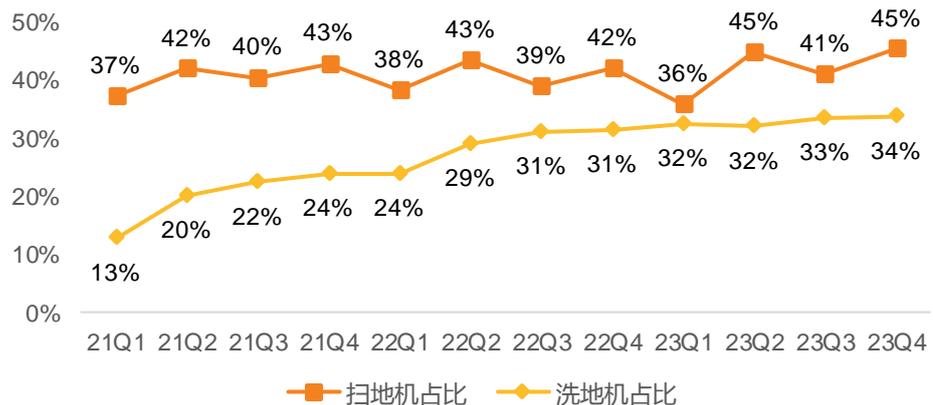
资料来源：奥维云网 (AVC)，天风证券研究所

图 19：国内洗地机线上销额持续正增长



资料来源：奥维云网 (AVC)，天风证券研究所

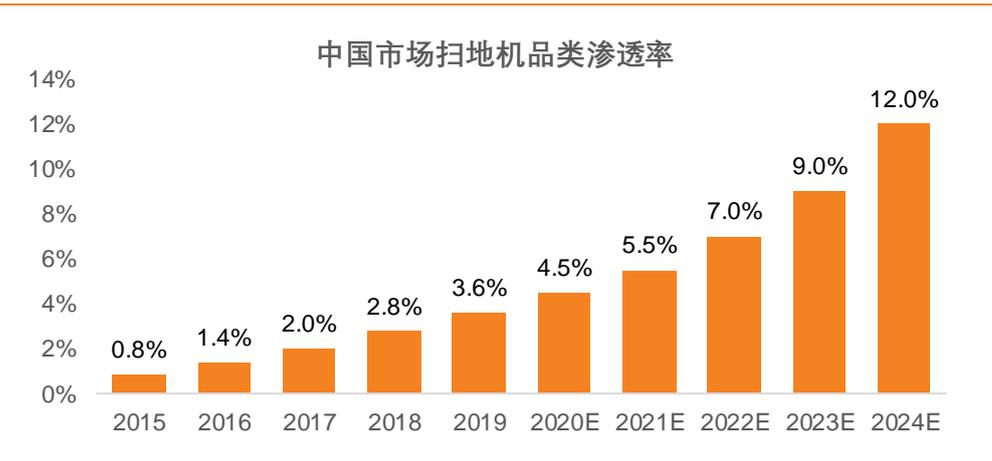
图 20：线上渠道，洗地机销额在清洁电器行业占比持续上升



资料来源：奥维云网 (AVC)，天风证券研究所

高增长下的低渗透率，洗地机仍具有较大的发展空间。根据奥维云网 (AVC) 数据，2020 年-2023 累计洗地机全渠道销量约为 790 万台，假设无更新需求，家庭户渗透率仅为 1.6% (销量/中国家庭户数)；横向对比中国市场的扫地机品类，洗地机市场仍处于发展起步阶段，保有量和渗透率仍有较大的发展空间。

图 21：对比扫地机品类，洗地机的保有量和渗透率仍有较大的发展空间



资料来源：Statista，天风证券研究所

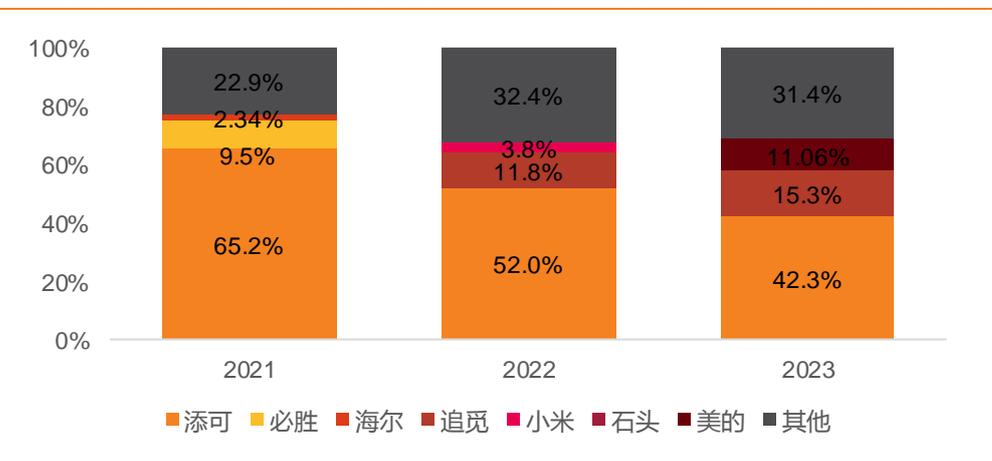
在高热度+低门槛市场背景下，洗地机仍处于蓝海市场，市场参与者较多，品牌格局仍在不断变化中。相较于扫地机器人，洗地机的准入门槛并不高；截止 2023 年 7 月底，洗地机全行业品牌数量已超过 250 家，且仍在持续扩容。从品牌类型看，当下洗地机在销品牌可分为四类：清洁电器专业品牌（专营或主要销售清洁电器的品牌）、综合型家电品牌（以空冰洗等白色家电为主销品类的家电品牌）、互联网品牌（致力于互联网、家居智能互联网场景打造的家电品牌）和跨界品牌（即主营厨房大电、厨房/个护小家电等品类的品牌）。我们认为，互联网品牌和跨界品牌想短期内进入市场但缺乏相应清洁电器的制造能力，较大可能会与代工厂进行合作，以便产品可以迅速推出，抢占市场。

表 7：洗地机市场目前参与者较多

品牌类型	代表品牌
清洁电器专业品牌	添可、追觅、必胜、石头等
综合型家电品牌	美的、海尔等
互联网品牌	小米、云米、360 等
跨界品牌	米博、苏泊尔、摩飞、九阳等

资料来源：奥维云网《2022 中国洗地机行业与消费者洞察白皮书》，天风证券研究所

图 22：国内洗地机行业竞争格局尚未稳定（2021-2023 年线上洗地机市场 TOP3 品牌销量市场份额）



资料来源：奥维云网（AVC），天风证券研究所

富佳凭借多年清洁电器代工经验，成为部分品牌首选。目前，公司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；公司客户群体不仅包括 Shark、伊莱克斯、戴森、史丹利百得、G Tech 等国际著名吸尘器品牌，也包括方太、米家、顺造、宝时得等国内知名品牌。

洗地机市场多差异化竞争，公司和方太合作打造无滚布滚刷洗地机代表产品。目前洗地机行业仍处于发展阶段，不同品牌围绕产品清洁效率和使用体验进行升级迭代，市场出现较多差异化产品。例如，从产品形态划分，可以分为复合款（洗地机与布艺清洗机、除螨仪复合）、基站款、蒸汽款；从技术原理划分，可以分为气尘分离技术和水尘环流技术；按照滚刷类型划分，可以分为单滚刷、双滚刷、履带式滚刷、无滚布地刷等。其中，洗地机产品能够改良的地方主要集中在滚刷方面。

其中，公司以 ODM 形式与方太合作研发的首款洗地机于 22 年 5 月上市销售，22 年 8 月推出升级版新产品，22 年全年 V 系列线上累计销售额超过 1 亿元；同时，公司在 22 年也与 JS 环球生活共同推出两款洗地机产品，全年生产超过 30 万台。24 年，方太米博推出无布洗地机 8 系，配备第三代智能升降螺旋地刷。我们认为，米博新无滚布滚刷洗地机产品或呈现良好的发展前景，对公司的营收贡献有望持续增加。

表 8：不同滚刷类型及特点

滚刷类型	特点
双滚刷	双滚刷双向内旋，完成地面清洁。不同产品的设计细节略有差别。通过增设滚刷，双滚刷产品清洁效果更佳。
无滚布滚刷	采用无滚布高分子地刷，通过空气流体旋转造成负压，将污渍吸入地刷周边腔体内，代表产品为米博 QX—V6 等。高分子地刷设计可有效降低沾污、缠发、滚刷发臭等现象的发生概率，但对重污渍、大颗粒垃圾的吸附力偏弱，部分清洁场景的效率偏低。
履带式滚刷	将圆筒形滚刷改为履带式，工作时可倍增滚刷与地面的接触面积。其优势在于去污效率提升，毛发缠绕概率减小。

资料来源：奥维云网《2022 中国洗地机行业与消费者洞察白皮书》，天风证券研究所

图 23：公司和方太合作打造无滚布滚刷洗地机代表产品

品牌	添可	石头	海尔	方太米博	美的
产品型号	芙万3.0	A20	X11	Q8	G9
产品图片					
价格（元）	2590	2499	3389	4990	2199
刷头类型	单滚刷	单滚刷	双滚刷	无滚布滚刷	单滚刷
滚刷转速（转/分钟）	450	450	390	-	450
吸力/真空度（Pa）	10000	17000	18000	15000	17000
清水箱容量（ml）	850	740	600	650	550
污水箱容量（ml）	720	450	380	550	550
噪音（dB）	<78	71	78	76	78
续航时间（min）	40	40	30	40	46

资料来源：京东品牌旗舰店，天风证券研究所

*注：价格查询时间为 24 年 4 月，仅供参考

4. 横向拓展储能等新赛道，塑造第二增长曲线

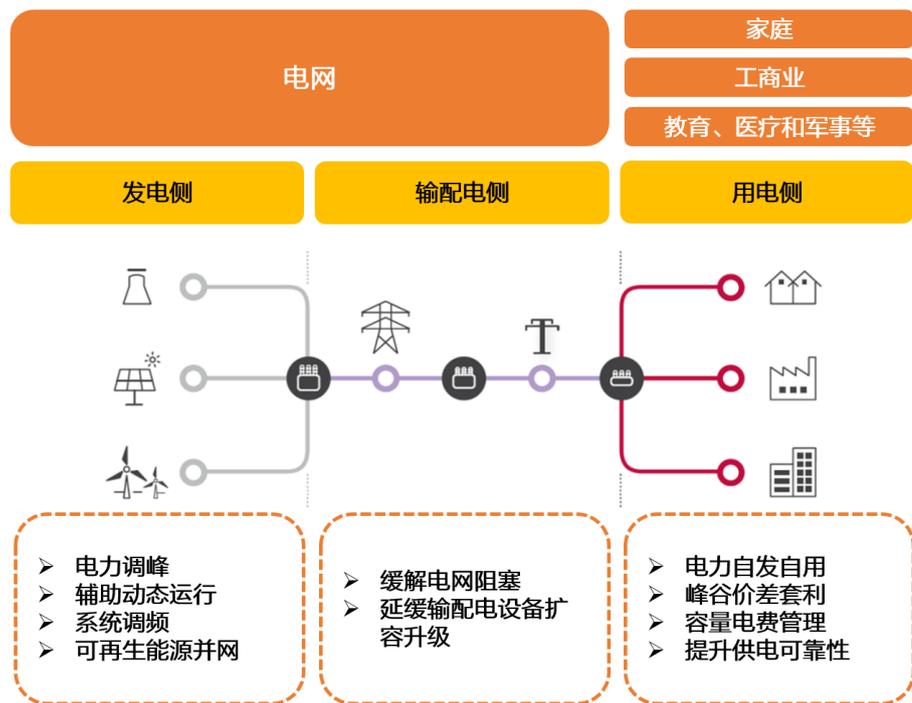
4.1. 参股新兴企业，布局储能新赛道

公司积极投资布局户储和工商业储能领域。1) 公司于 22 年投资参股 (15%) 深圳市羲和未来科技有限公司，与其联合开发户储等产品，富佳全资子公司成为其独家制造商。羲和未来成立于 21 年，打造家用光伏、家用储能等融合的家庭零碳微电网，团队遍布于中国大陆、中国香港、美国、德国。截至 23 年 6 月 30 日，公司实现销售收入 0.54 亿元。2) 公司于 23 年 8 月收购宁波甬能新能源科技有限公司 51% 股权。甬能新能源深耕电化学储能领域的广泛应用，为工商业用户提供专业的电池能源载体系统解决方案、同时为全球储能系统投资商或者总包商提供系统集成服务。

在电力系统中，储能技术的应用是保障清洁能源大规模发展和电网安全经济运行的关键。电力发、输、配、用在同一瞬间完成特征决定了生产和消费必须保持实时平衡。储能技术可以弥补电力系统中缺失的“储放”功能，改变电能生产、输送和使用同步完成的模式，在平抑大规模清洁能源发电接入网带来的波动性、提高电网运行的安全性/经济性/灵活性等方面发挥着重要作用。

从整个电力系统的角度看，储能的应用场景可从发电侧、输配电侧、用户侧三个环节进行划分。用户侧储能的主题为电力用户，主要包括工商业用户和家庭用户等。

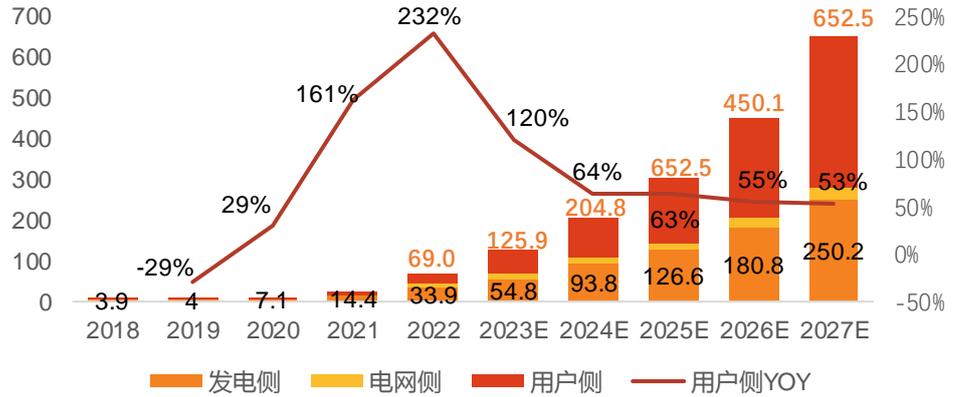
图 24：储能在电力系统中拥有丰富的应用场景



资料来源：派能科技定增说明书，天风证券研究所

用户侧储能市场处在高速发展阶段，弗若斯特沙利文预计 22-27 年或以 69.3% 的 CAGR 高速增长，27 年用户侧储能在新增装机容量占比中或增长至 57.4%。户用储能系统具备多项优势：1) 提高户用光伏自发自用程度；2) 降低用电成本；3) 在停电等情况下保障用户用电的稳定性。

图 25：全球储能市场或将维持较高增速，用户侧占比逐步增大（千兆瓦时）



资料来源：弗若斯特沙利文分析，古瑞瓦特聆讯后资料，天风证券研究所

表 9：全球用户侧储能市场增速或领跑

	18-22 CAGR	22-27 CAGR
发电侧	72.2%	49.2%
电网侧	105.3%	27.6%
用户侧	67.9%	69.3%
合计	72.5%	56.7%

资料来源：弗若斯特沙利文分析，古瑞瓦特聆讯后资料，天风证券研究所

政策端持续发力，为储能规模增长提供长动力。2021 年 7 月国家发展改革委和能源局发布《关于加快推动新型储能发展的指导意见》，其中提到至 2025 年新型储能实现装机规模 3000 万千瓦以上，实现从商业化初期向规模化发展的转变。后续全国近 30 个省份出台了文件积极响应政策号召，根据《新能源配储能运行情况调研报告》统计，截至 2021 年底，各省规划的新型储能发展目标合计超过 6000 万千瓦，是《指导意见》中 2025 年达到 3000 万千瓦目标的两倍。

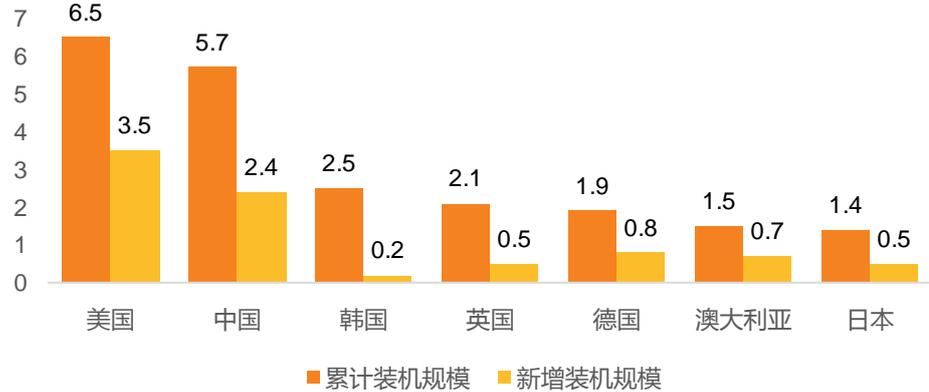
表 10：全国多省市发布了“十四五”期间的能源规划或征求意见稿

省级行政区	政策文件	目标
河北	《河北省“十四五”新型储能发展规划》	到 2025 年全省布局建设新型储能规模 400 万千瓦 以上
山西	《山西省可再生能源发展“十四五”规划环境影响报告书》(征求意见稿)	到 2025 年,新型储能装机达到 600 万千瓦 左右
甘肃	《甘肃省“十四五”能源发展规划》	预计到 2025 年,全省储能装机规模达到 600 万千瓦
青海	《青海省“十四五”能源发展规划》	到 2025 年,力争建成电化学等新型储能 600 万千瓦
浙江	《浙江省“十四五”新型储能发展规划》	到 2025 年,建成新型储能装机规模 300 万千瓦 左右
安徽	《安徽省能源发展“十四五”规划》	到 2025 年,新型储能电站装机达到 300 万千瓦

资料来源：各省政府平台，天风证券研究所

中国储能市场规模领先，产业链集群效应较明显。根据 CNESA 数据显示，截至 21 年，在全球电力系统中已投运新型储能项目累计装机规模排名中，中国位列第二，仅次于美国。2021 年之前，我国每年新成立的储能相关企业大约三/四千家。但随着储能行业的迅速升温，2022 年成立了 38,294 家储能相关企业，是 2021 年的 5.8 倍。

图 26：中国储能装机规模（2021 年数据，GW）



资料来源：CNESA，派能科技定增说明书，天风证券研究所

图 27：我国用户侧储能产业链涉及环节上的参与公司数量广泛



资料来源：能源电力说微信公众号，天风证券研究所

我们认为，类比国内的新能源汽车产业，随着更多企业的入局，中国企业或凭制造优势和丰富的产业链集群优势实现在储能市场市占率的领先地位。同时，依靠国内储能行业的发展，公司积极投资布局户储和工商业储能或将带来全新的发展机遇。

4.2. 强代工能力，业务多线开花

公司具备生产丰富品类产品的能力。除去公司营收占比较大的清洁电器产品，公司还拥有水下无人机、宠物喂食器等创新类智能家电产品，同时商用美容仪、宠物理毛器、户外工具无线吹叶机、布艺清洗机均已量产。

聚焦高效绿色物理储粮害虫防治技术热点，合作开发粮食除虫设备，拥抱全新产品品类。23年8月，公司与中科芯禾（深圳）科技有限公司、国家粮食和物资储备局科学研究院签订《技术开发（合作）合同》，合作三方围绕“高功率深紫外芯片技术和应用装备联合研发”项目事项，开展粮食虫霉绿色综合防治技术研发合作。目前，我国储粮害虫测控防杀综合技术存在运行成本高、环境友好性差、储粮害虫抗药性显著等问题。随着储粮害虫综合防治技术的发展和环境生态效益要求的提升，高效绿色物理储粮害虫防治技术逐渐成为研究热点和应用关注焦点。截至23年Q3，公司LD05虫情检测预警设备已完成样机，正在进行应用现场测试，其他应用设备正在研发中，尚未开始量产。

我们认为，公司凭借多年代工经验，在客户资源、供应链整合、项目管理、质量控制等方面已具备一定优势，随着储能、除虫设备等多项业务的逐步发展，公司业务有望摆脱清洁电器依赖、形成多元化发展格局，公司营收仍具有较大的增长潜力。

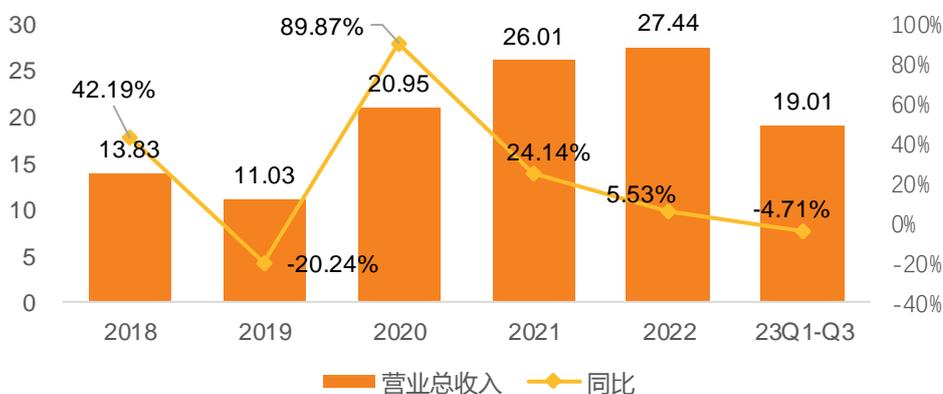
5. 财务数据分析：收入结构多元化，费用率控制良好

➢ 收入端：营收略显承压，收入结构多元化发展

北美下游渠道商去库，营收略显承压。在行业周期影响下，公司经营收入承压，23Q1-Q3营收同比-4.71%，出现小幅度下滑。后续随着去库周期的结束，公司营收有望回到良性轨道发展。

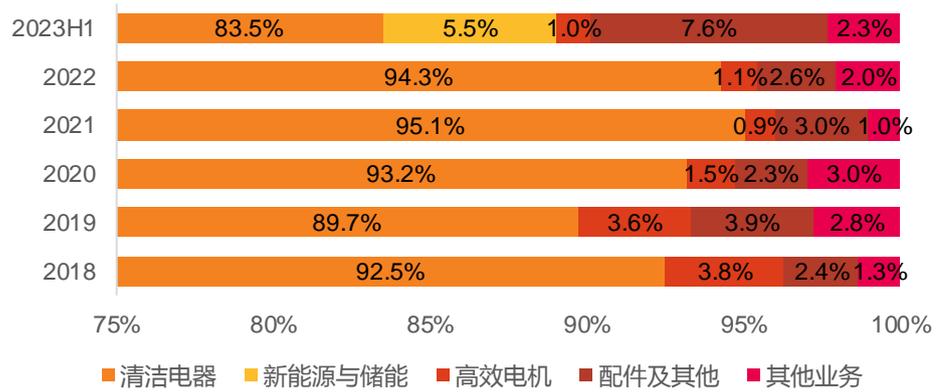
收入结构逐步多元化。在保证核心清洁电器代工业务稳健增长的基础上，公司全方位全品类的拓展新客户和新业务；例如，公司推出的商用美容仪、宠物理毛器、户外工具无线吹叶机、布艺清洗机等产品均已量产，未来有望为公司营收产生贡献。

图 28：北美下游渠道商去库，营收略显承压（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 29：收入结构逐步多元化（分产品营收占比）

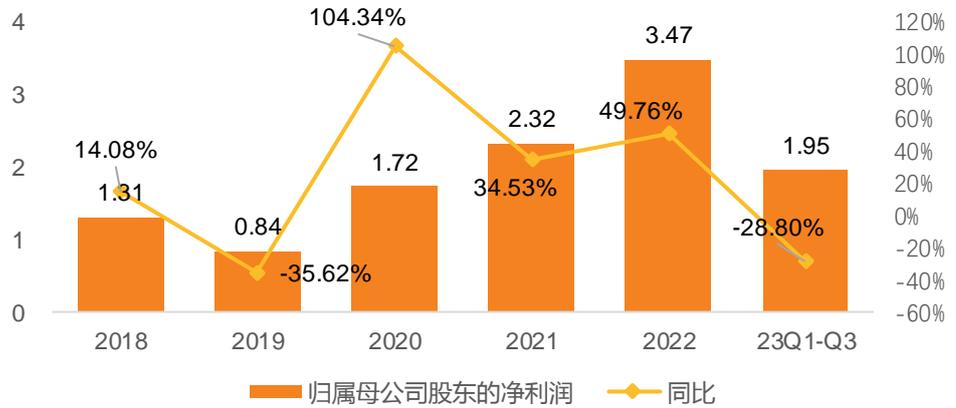


资料来源：Wind，天风证券研究所

➤ 利润端：新业务毛利率仍有较大提升空间，费用率控制良好

公司 23Q1-Q3 实现归母净利润 1.95 亿元，同比-28.8%，降幅比营收略大，主要考虑公司开展新能源与储能等新业务毛利率位于公司平均水平下方，对公司盈利产生一定影响；其他业务板块毛利率水平整体较为平稳。同时，除财务费用率受汇率波动影响外，公司各项费用控制良好，且公司持续对研发进行投入。

图 30：公司归母净利润（亿元）



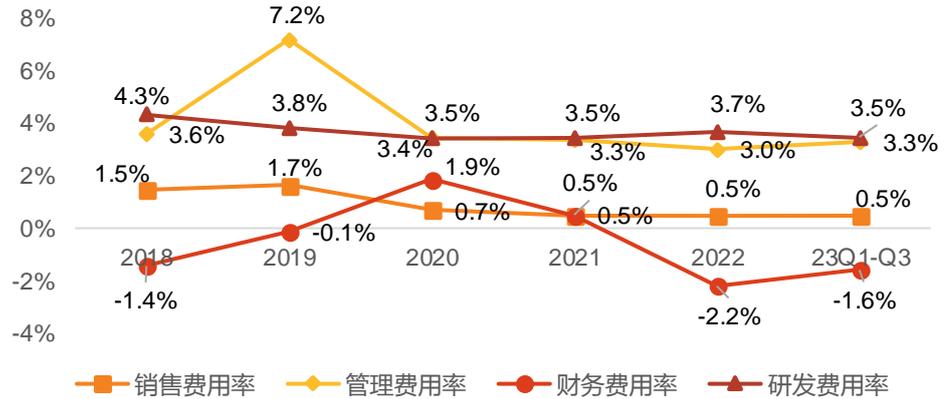
资料来源：Wind，天风证券研究所

表 11：公司分业务毛利率情况

	2018	2019	2020	2021	2022	2023H1
总毛利率	21.75%	21.34%	19.33%	16.83%	20.11%	18.36%
高效分离无线锂电吸尘器	16.67%	17.05%	17.28%	17.07%	18.59%	17.63%
高效分离有线吸尘器	23.37%	22.77%	21.58%	17.23%	21.58%	19.06%
多功能无线拖把	-	-	15.33%	11.45%	14.79%	12.83%
智能扫地机器人	-	-	17.65%	2.74%	27.28%	17.28%
高效电机	16.91%	20.17%	18.68%	11.45%	22.01%	25.61%
配件及其他	23.55%	16.75%	19.96%	16.07%	26.12%	26.2%
新能源与储能	-	-	-	-	-	5.84%

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 31: 公司费用控制良好, 重视研发投入



资料来源: Wind, 天风证券研究所

6. 盈利预测&投资建议

我们按照公司主营业务进行拆分, 对收入预测基于以下核心假设:

假设 1: 清洁电器: 考虑到公司“年产 500 万台智能高效吸尘器家电生产建设项目”的建设期为 2 年, 建成后可以新增 120 万台无线锂电吸尘器的产能; 同时考虑到公司主要销售地区北美渠道商的去库情况, 我们给予 2023-2025 年营收增速分别为 -15%、8%、7%。

假设 2: 新能源储能产品: 随着公司储能业务的逐步开展, 我们给予 2023 年营收 3 亿元、2024-2025 年营收增速分别为 120%、60%。

假设 3: 其他业务: 考虑公司其他产品, 如商用美容仪、除虫设备等, 我们给予 2023-2025 年营收增速分别为 55%、35%、25%。

图 32: 盈利预测 (亿元)

清洁电器产品	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
收入	20.32	25.74	26.89	23.00	24.87	26.57
yoy	89.5%	26.7%	4.5%	-14.5%	8.2%	6.8%
毛利率	18.9%	16.7%	19.8%	19.9%	20.4%	20.7%
营收占比	97.0%	99.0%	98.0%	85.6%	76.2%	68.9%
新能源储能产品	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
收入	-	-	-	3.00	6.60	10.56
yoy	-	-	-	-	120.0%	60.0%
毛利率	-	-	-	12.1%	13.0%	13.0%
营收占比	-	-	-	11.2%	20.2%	27.4%
其他业务	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
收入	0.62	0.26	0.56	0.86	1.16	1.45
yoy	104.2%	-57.7%	110.2%	55.0%	35.0%	25.0%
毛利率	33.8%	31.1%	36.0%	29.0%	29.0%	29.0%
营收占比	3.0%	1.0%	2.0%	3.2%	3.6%	3.8%
合计	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
收入	20.95	26.01	27.44	26.86	32.64	38.58
yoy	89.9%	24.1%	5.5%	-2.1%	21.5%	18.2%
毛利率	19.3%	16.8%	20.1%	19.3%	19.2%	18.9%
归母净利润	1.72	2.32	3.47	2.61	3.38	4.05
yoy	104.3%	34.5%	49.8%	-24.9%	29.8%	19.7%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

投资建议：公司的清洁电器代工品质优良，展望 24 年，海外库存有望逐步去化，公司清洁电器板块收入增速或将有所修复；此外，国内洗地机客户、商用美容仪业务，使得公司收入结构更加多元化，具备较好的成长潜力。同时考虑公司开拓储能新业务板块，未来有望为公司带来较大的营收增量；我们预测公司 23 年-25 年归母净利润为 2.6/3.4/4.0 亿元，对应 PE 为 30.7/23.7/19.8。我们看好公司长期的布局与发展，首次覆盖给予“增持”评级，建议关注。

7. 风险提示

客户集中度高的风险。客户 JS 环球生活在公司营收中占比较大，长期保持在 80%以上。尽管双方合作稳定，但仍存在因 JS 环球生活自身经营出现下滑或者因其调整经营战略削减向富佳股份的采购规模而给公司经营业绩带来不利影响的风险。公司将持续开发新客户，开拓国内市场；坚持技术领先、创新引领，持续开发新产品，拓展新品类。

全球宏观经济变化风险：宏观经济形势的变化，影响着人们的收入水平，进而影响市场需求。国际局势的动荡、通货膨胀的蔓延、经济下行等都是制约宏观经济发展的重要因素。当前阶段，小家电尚属于弹性需求属性，如果宏观经济增速放缓，将间接影响产品的终端需求，对行业增长产生负面影响。

原材料成本波动风险。公司产品的原材料之一为 ABS、MABS 等塑料类原料，原材料价格依赖于石油市场价格和供求关系变动，近年来石油价格的波动及供求关系变动导致原材料价格的波动较大。原材料价格短期内大幅波动，将导致公司出现经营业绩波动的风险。

汇率波动风险。随着人民币国际化的不断推进，跨境资本流动性日益提高，这些都会影响人民币汇率的波动性。汇率波动的影响主要表现在两方面：一方面，汇率波动影响折算后人民币收入，进而影响毛利率水平，长远看来将影响产品出口的价格竞争力；另一方面，汇兑损益会造成公司业绩的波动。如果人民币持续升值且公司不能采取有效措施转移影响，则将对公司盈利能力产生不利影响。

新赛道拓展风险。因公司的新赛道储能行业的运营模式、盈利模式、市场变化等因素与原有主业不同，公司在针对新业务制定行之有效的策略和配置恰当的资源时，都需要进行逐步探索，这可能给公司的目标达成和快速发展带来不确定性。

测算具有主观性。市场空间测算等过程具有一定的主观性，存在偏差风险。

近期交易异动风险。近期公司出现交易异动，外部因素可能会对公司股价产生影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	432.27	646.81	496.00	633.74	754.45	营业收入	2,600.50	2,744.41	2,686.09	3,263.80	3,857.93
应收票据及应收账款	693.82	548.71	523.39	693.75	744.95	营业成本	2,162.80	2,192.38	2,167.53	2,636.36	3,129.63
预付账款	6.27	8.68	3.88	10.78	8.18	营业税金及附加	7.57	10.24	18.80	22.85	27.01
存货	479.47	335.92	439.68	535.90	591.61	销售费用	12.64	12.89	13.16	16.32	19.29
其他	90.57	163.44	159.08	133.54	169.77	管理费用	86.43	82.46	85.95	104.44	123.45
流动资产合计	1,702.40	1,703.55	1,622.03	2,007.71	2,268.96	研发费用	89.87	101.30	104.76	127.29	150.46
长期股权投资	0.00	45.00	45.00	45.00	45.00	财务费用	13.29	(60.34)	(32.23)	(16.32)	(3.86)
固定资产	374.91	430.09	439.62	466.75	491.45	资产/信用减值损失	(7.79)	(24.88)	(30.00)	(5.00)	5.00
在建工程	17.66	14.41	44.65	74.79	74.87	公允价值变动收益	52.77	(0.08)	(11.75)	14.92	(6.03)
无形资产	35.43	36.89	35.25	33.61	31.97	投资净收益	0.85	0.25	1.31	1.31	1.31
其他	93.79	80.48	139.06	103.63	107.18	其他	(87.90)	33.55	65.70	(26.74)	(51.86)
非流动资产合计	521.79	606.87	703.57	723.78	750.46	营业利润	269.97	396.63	302.87	388.37	463.53
资产总计	2,442.24	2,310.42	2,398.28	2,828.40	3,075.95	营业外收入	2.25	0.75	0.91	1.08	1.27
短期借款	330.95	120.11	0.00	0.00	0.00	营业外支出	5.64	0.60	1.93	1.00	0.00
应付票据及应付账款	700.56	617.73	664.25	924.32	948.56	利润总额	266.58	396.78	301.85	388.45	464.81
其他	64.63	46.01	56.05	55.79	54.48	所得税	32.67	48.05	37.73	48.56	58.10
流动负债合计	1,096.13	783.84	720.30	980.12	1,003.04	净利润	233.91	348.73	264.12	339.89	406.71
长期借款	26.90	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	2.21	1.74	3.50	1.70	2.03
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	231.70	347.00	260.62	338.19	404.67
其他	13.25	25.90	13.63	17.59	19.04	每股收益(元)	0.41	0.62	0.46	0.60	0.72
非流动负债合计	40.15	25.90	13.63	17.59	19.04						
负债合计	1,136.28	809.74	733.93	997.71	1,022.09						
少数股东权益	5.10	7.91	11.23	12.91	14.89	主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
股本	401.00	401.00	561.40	561.40	561.40	成长能力					
资本公积	414.38	414.38	253.98	253.98	253.98	营业收入	24.14%	5.53%	-2.12%	21.51%	18.20%
留存收益	905.20	1,091.80	1,091.72	1,256.38	1,477.57	营业利润	36.92%	46.91%	-23.64%	28.23%	19.35%
其他	(419.73)	(414.42)	(253.98)	(253.98)	(253.98)	归属于母公司净利润	34.53%	49.76%	-24.89%	29.76%	19.66%
股东权益合计	1,305.96	1,500.67	1,664.36	1,830.69	2,053.87	获利能力					
负债和股东权益总计	2,442.24	2,310.42	2,398.28	2,828.40	3,075.95	毛利率	16.83%	20.11%	19.31%	19.22%	18.88%
						净利率	8.91%	12.64%	9.70%	10.36%	10.49%
						ROE	17.81%	23.25%	15.77%	18.60%	19.85%
						ROIC	57.88%	34.24%	31.72%	39.04%	45.31%
						偿债能力					
						资产负债率	46.53%	35.05%	30.60%	35.27%	33.23%
						净负债率	-4.68%	-35.07%	-29.52%	-34.28%	-36.55%
						流动比率	1.75	2.17	2.35	2.15	2.32
						速动比率	1.31	1.74	1.74	1.60	1.73
						营运能力					
						应收账款周转率	4.61	4.42	5.01	5.36	5.36
						存货周转率	6.32	6.73	6.93	6.69	6.84
						总资产周转率	1.22	1.15	1.14	1.25	1.31
						每股指标(元)					
						每股收益	0.41	0.62	0.46	0.60	0.72
						每股经营现金流	-0.18	1.00	0.23	0.71	0.57
						每股净资产	2.32	2.66	2.94	3.24	3.63
						估值比率					
						市盈率	34.55	23.07	30.72	23.67	19.78
						市净率	6.15	5.36	4.84	4.40	3.93
						EV/EBITDA	17.57	11.10	21.31	17.59	16.41
						EV/EBIT	19.11	12.07	22.78	18.73	17.51

现金流量表(百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	233.91	348.73	260.62	338.19	404.67
折旧摊销	34.43	41.58	21.87	24.37	26.86
财务费用	4.87	(4.98)	(32.23)	(16.32)	(3.86)
投资损失	(0.85)	(0.25)	(1.31)	(1.31)	(1.31)
营运资金变动	(186.98)	169.10	(109.03)	38.00	(102.38)
其它	(186.84)	9.62	(8.25)	16.62	(4.00)
经营活动现金流	(101.46)	563.80	131.67	399.56	319.99
资本支出	141.26	126.88	72.28	76.04	48.55
长期投资	0.00	45.00	0.00	0.00	0.00
其他	(215.21)	(374.46)	(170.63)	(182.12)	(65.75)
投资活动现金流	(73.95)	(202.58)	(98.35)	(106.09)	(17.20)
债权融资	371.19	120.52	4.60	6.12	3.71
股权融资	326.43	65.65	32.27	16.32	3.86
其他	(415.97)	(383.17)	(221.00)	(178.17)	(189.65)
筹资活动现金流	281.64	(197.01)	(184.13)	(155.73)	(182.08)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	106.23	164.21	(150.81)	137.74	120.71

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	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com