

# 清洁电器前景可期，储能逐步贡献增量

## ——富佳股份首次覆盖报告



### 增持(首次)

行业：家用电器

日期：2024年11月06日

分析师：吴东炬

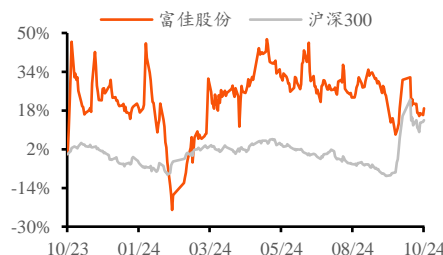
E-mail: wudongju@yongxingsec.com

SAC编号: S1760524060001

#### 基本数据

|                |            |
|----------------|------------|
| 10月22日收盘价(元)   | 13.20      |
| 12mthA股价格区间(元) | 7.95-18.08 |
| 总股本(百万股)       | 561.40     |
| 无限售A股/总股本      | 27.66%     |
| 流通市值(亿元)       | 20.50      |

#### 最近一年股票与沪深300比较



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

#### 相关报告:

### 核心观点

#### 知名清洁电器 ODM 制造商

富佳股份成立于 2002 年 8 月，主营吸尘器等智能清洁类小家电及无刷电机等重要零部件的研发、设计、生产与销售，主要产品包括无线锂电吸尘器、有线吸尘器、智能扫地机器人以及电机等。目前公司已成为清洁家电知名 ODM 供应商，也是全国十大吸尘器出口企业，产品涵盖北美、欧洲、亚洲、大洋洲等多个地区，客户群体包括 Shark、伊莱克斯、G Tech 等国际著名吸尘器品牌，同时公司积极开拓国内市场，为方太、顺造等国内品牌供应产品。近年来公司业绩实现快速发展，2018-2023 年公司营业收入 CAGR 达到 18.49%，归母净利润 CAGR 达到 14.69%；其中 23 年增长有所放缓，2023 年公司实现营收 26.93 亿元，同比下滑 1.87%，归母净利润实现 2.61 亿元，同比下滑 24.73%。

#### 公司清洁电器前景可期

公司主营业务为吸尘器等清洁电器 ODM 代工制造，第一大客户为美国 SharkNinja，近年来公司与 shark 合作规模实现了较好增长，2019 年对 shark 销售额为 9.8 亿元，22 年大幅攀升至 22.56 亿元，23 年对 shark 销售额有所回落至 19.07 亿元，2019-2023 年复合增速为 18.1%；展望未来，预计公司吸尘器等清洁电器代工业务有望实现持续增长，主要是基于以下两点：首先，考虑到亚太地区市场吸尘器销量仍有一定提升潜力，在此背景下全球吸尘器销量未来有望实现进一步增长；其次，shark 品牌持续拓展新市场，向德国、法国等欧洲国家进军，市场扩张叠加全球市场增长预期，shark 清洁电器业务未来增长可期。此外，公司还推进扫地机、洗地机、地板地毯清洁机、布艺清洗机等新品业务，未来有望逐步有所贡献。

#### 布局储能业务，打造新的增长极

22 年以来公司逐步切入储能赛道，22 年 11 月，公司通过增资获得深圳羲和未来 15% 股权，进军家用储能市场，23 年 8 月，公司收购宁波甬能新能源科技有限公司 51% 股权，进入工商业储能领域，并总计投入 3.5 亿元设立中科华夏富佳(杭州)股权投资合伙企业(有限合伙)，通过股权投资方式投资于与储能相关的新能源项目。而近年来国内工商业储能迎来了快速发展，受工商业分布式光伏高增和企业峰谷套利需求等因素驱动，根据 EESA 统计，2023 年中国用户侧储能新增装机 4.77GWh，同比增长超过 200%，而当前中国用户侧储能主要以工商业储能为主；展望未来，随着成本下降、市场运作机制逐步成熟，存量厂房与园区以及商业综合体等新型应用场景为工商业储能提供了广阔发展空间，根据 EESA，2025 年中国工商业储能有望达到 14.3GWh，24-25 年复合增速达到 73%；通过收购宁波甬能股权以及参与设立投资基金，公司在储能领域持续布局，在中国工商业储能持续大发展的背景下，公司储能业务也有望迎来较好发展，为公司贡献新的增长点。

### 投资建议

基于吸尘器等清洁电器业务持续增长预期以及新能源储能业务的快速发展，我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 29.21、31.56、33.87

亿元，同比增速分别为 8.5%、8.0%、7.3%；归母净利润分别为 2.64、2.94、3.19 亿元，同比增速分别为 1.1%、11.3%、8.5%；预计 2024-2026 年 EPS 分别为 0.47、0.52、0.57 元，对应 PE 分别为 28、25、23 倍（对应 24 年 10 月 16 日收盘价）；首次覆盖，给予“增持”评级。

### ■ 风险提示

海外需求波动风险、汇率与海运费变化风险、美国关税政策变化风险

### ■ 盈利预测与估值

| 单位：百万元     | 2023A  | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入       | 2,693  | 2,921 | 3,156 | 3,387 |
| 年增长率 (%)   | -1.9%  | 8.5%  | 8.0%  | 7.3%  |
| 归属于母公司的净利润 | 261    | 264   | 294   | 319   |
| 年增长率 (%)   | -24.7% | 1.2%  | 11.2% | 8.8%  |
| 每股收益 (元)   | 0.47   | 0.47  | 0.52  | 0.57  |
| 市盈率 (X)    | 28.85  | 27.58 | 24.81 | 22.81 |
| 净资产收益率 (%) | 16.3%  | 15.4% | 16.1% | 16.5% |

资料来源：Wind，甬兴证券研究所（2024 年 10 月 16 日收盘价）

## 正文目录

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 1. 知名清洁电器 ODM 制造商.....           | 4  |
| 1.1. 知名清洁电器 ODM 制造商.....         | 4  |
| 1.2. 公司股权高度集中.....               | 6  |
| 1.3. 近年公司业绩增长靓丽.....             | 6  |
| 2. 公司清洁电器前景可期.....               | 8  |
| 2.1. 全球吸尘器市场仍有提升空间.....          | 8  |
| 2.2. 绑定大客户叠加新品发力，公司清洁电器前景可期..... | 9  |
| 3. 布局储能业务，打造新的增长极.....           | 12 |
| 3.1. 收购宁波甬能等，切入储能赛道.....         | 12 |
| 3.2. 工商业储能前景广阔，新赛道将逐步贡献增量.....   | 13 |
| 4. 盈利预测与投资建议.....                | 16 |
| 5. 风险提示.....                     | 17 |

## 图目录

|   |    |
|---|----|
| 图 1: 公司股权结构图一览（截止 2024 年 6 月 30 日）..... | 6  |
| 图 2: 近年来公司营收增长情况.....                   | 6  |
| 图 3: 近年来公司归母净利润增长情况.....                | 6  |
| 图 4: 公司分地区营收及毛利率表现（亿元）.....             | 7  |
| 图 5: 公司各产品占比情况.....                     | 7  |
| 图 6: 公司各产品毛利率情况.....                    | 7  |
| 图 7: 公司费用率情况.....                       | 8  |
| 图 8: 公司盈利能力情况.....                      | 8  |
| 图 9: 近年来全球吸尘器销量表现.....                  | 8  |
| 图 10: 2023 年全球吸尘器地区分布情况.....            | 8  |
| 图 11: 我国吸尘器出口情况.....                    | 9  |
| 图 12: 我国吸尘器产量情况.....                    | 9  |
| 图 13: 吸尘器国内销售情况.....                    | 9  |
| 图 14: 公司对 SharkNinja 销售情况.....          | 10 |
| 图 15: shark 营收表现.....                   | 10 |
| 图 16: 2023 年 shark 吸尘器全球市占率为 4.1%.....  | 10 |
| 图 17: 公司扫地机业务表现.....                    | 12 |
| 图 18: 公司扫地机业务毛利率情况.....                 | 12 |
| 图 19: 2023 年公司新能源储能业务营收占比达到 10.8%.....  | 13 |
| 图 20: 全球储能市场表现.....                     | 14 |
| 图 21: 全球储能新增市场分布情况.....                 | 14 |
| 图 22: 中国储能市场表现.....                     | 14 |
| 图 23: 2023 年中国储能新增装机应用场景细分.....         | 14 |
| 图 24: 我国分布式光伏新增装机情况.....                | 15 |
| 图 25: 我国工商业储能新增装机情况.....                | 15 |
| 图 26: 23 年我国工商业储能政策情况.....              | 15 |

## 表目录

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 表 1: 公司主要产品为有线吸尘器、无线吸尘器以及电机..... | 5  |
| 表 2: 公司与客户签署的业务合作框架协议情况.....     | 11 |
| 表 3: 公司业务分拆预期情况（单位：万元）.....      | 17 |

## 1. 知名清洁电器 ODM 制造商

### 1.1. 知名清洁电器 ODM 制造商

富佳股份成立于 2002 年 8 月，主营吸尘器、扫地机器人等智能清洁类小家电及无刷电机等重要零部件的研发、设计、生产与销售，主要产品包括无线锂电吸尘器、有线吸尘器、智能扫地机器人以及电机等。目前公司已成为清洁家电领域知名 ODM 供应商，也是全国十大吸尘器出口企业，产品销售区域涵盖北美、欧洲、亚洲、大洋洲等多个国家和地区，客户群体包括 Shark、伊莱克斯、G Tech 等国际著名吸尘器品牌，同时公司积极开拓国内市场，为方太、顺造等国内品牌供应产品。

表1:公司主要产品为有线吸尘器、无线吸尘器以及电机

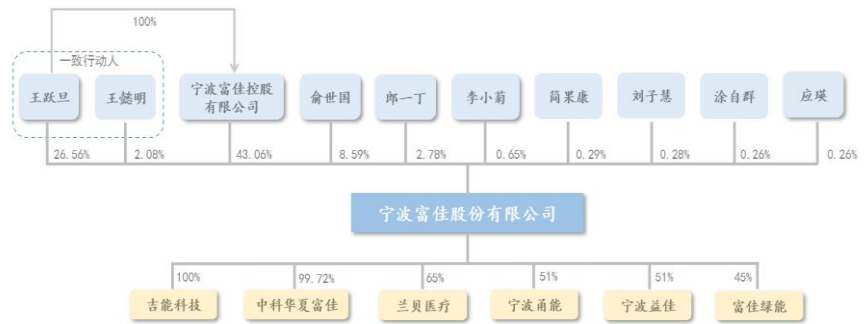
| 产品类别      | 产品名称     | 产品图片  | 主要性能及特点  | 适用场景                       |
|-----------|----------|---|--|----------------------------|
| 高效分离有线吸尘器 | 大立式吸尘器   |    | 带电源线的大功率直立吸尘器，吸力超强；尘杯容积大，一星期无需倒尘；可吸入大颗粒，例如咖啡豆；过滤等级高    | 家用，尤其适用大房间和别墅              |
|           | 卧式吸尘器    |    | 采用高速离心尘盒分离，无尘袋，尘桶分离可长期循环使用，较尘袋式更环保，低噪音。                | 家用                         |
|           | 直立式商用吸尘器 |    | 大功率纸袋式商用吸尘器，采用纸袋滤灰，低噪，吸力强。                             | 酒店等商业环境                    |
|           | 手持式吸尘器   |    | 带电源线的手持式推杆吸尘器，多功能转换吸尘，取下导电管即为手持式吸尘器，配上导电管和地刷具有立式吸尘器功能  | 家用                         |
| 高效分离无线吸尘器 | 无线立式吸尘器  |   | 使用高效无刷电机，吸力强劲；采用稳定的锂电池技术，电池容量大，电量长久耐用，可用于大户型清扫         | 家用                         |
|           | 无线手持吸尘器  |  | 锂电池驱动，无线便捷充电；拥有多重净化过滤系统，机体小巧，通过不同配件，达到多场景应用，实现吸尘、除螨一体化 | 家用、除螨                      |
|           | 车载吸尘器    |  | 锂电驱动，无线便捷充电，机体小巧，方便收纳。                                 | 车内除尘、室内辅助除尘                |
| 智能扫地机器人   | 智能扫地机器人  |  | 采用专利切毛滚刷，内置随手吸，LDS激光全局导航，智能动态路径规划。                     | 家用                         |
| 高效电机      | 无刷电机     |  | 体积小、重量轻；转速高，可达每分钟15万转，输出功率大；做功效率高，稳定性好                 | 可广泛用于吸尘器等各类小家电可广泛用于吸尘器等小家电 |
|           | 直流电机     |  | 启动快、制动及时、可在大范围内平滑地调速、控制电路相对简单。                         | 广泛应用于小家电、白色家电等             |
|           | 交流电机     |  | 启动快、制动及时、可在大范围内平滑地调速。                                  | 广泛应用于小家电、白色家电等             |

资料来源：富佳股份招股说明书，甬兴证券研究所

### 1.2. 公司股权高度集中

公司实际控制人为董事长王跃旦先生，直接持股比例为 26.56%，同时通过富佳控股间接持股 43.06%，合计持有公司 69.62%的股份，同时王跃旦先生与其女王懿明为公司一致行动人，两者合计持股公司股份总额的 71.70%，形成了对公司的控制权。

图1:公司股权结构图一览（截止 2024 年 6 月 30 日）

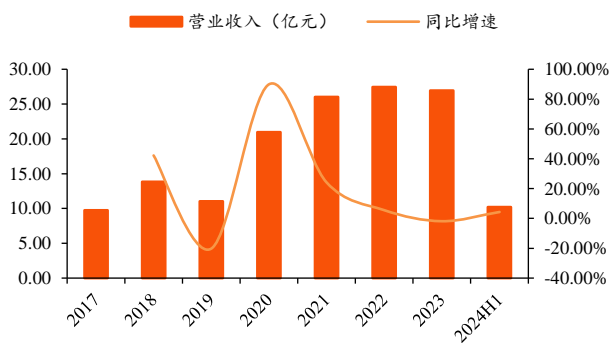


资料来源: iFinD, 甬兴证券研究所

### 1.3. 近年公司业绩增长靓丽

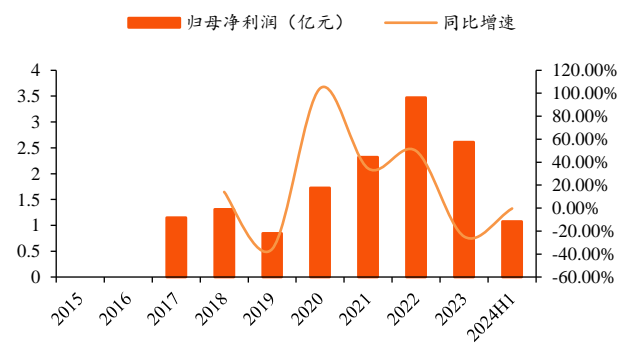
近年来公司业绩实现快速发展，2018-2023 年公司营业收入 CAGR 达到 18.49%，归母净利润 CAGR 达到 14.69%；其中 23 年增长有所放缓，2023 年公司实现营收 26.93 亿元，同比下滑 1.87%，归母净利润实现 2.61 亿元，同比下滑 24.73%。

图2:近年来公司营收增长情况



资料来源: iFinD, 甬兴证券研究所

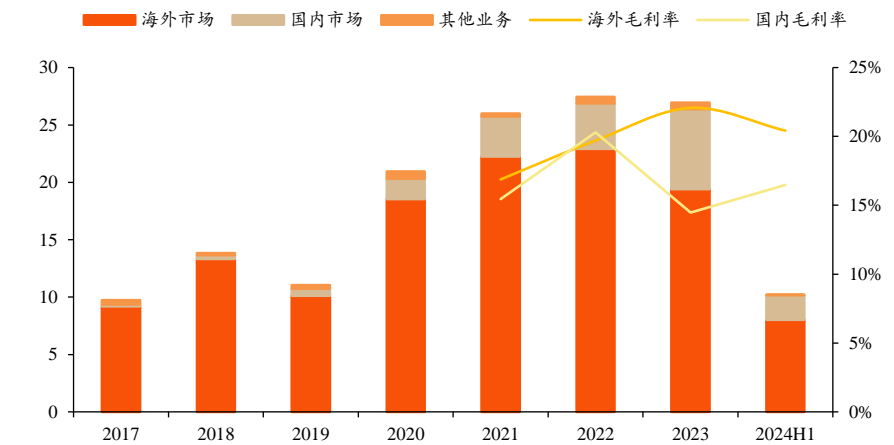
图3:近年来公司归母净利润增长情况



资料来源: iFinD, 甬兴证券研究所

分地区来看，公司以出口业务为主，国内业务占比持续提升。公司出口占比较高、近年来基本在 70%以上，不过公司积极发展国内客户，国内占比持续提升、23 年国内市场占比达到 25.9%。

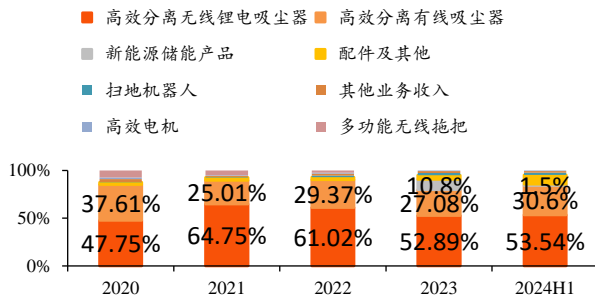
图4:公司分地区营收及毛利率表现 (亿元)



资料来源: iFinD, 甬兴证券研究所

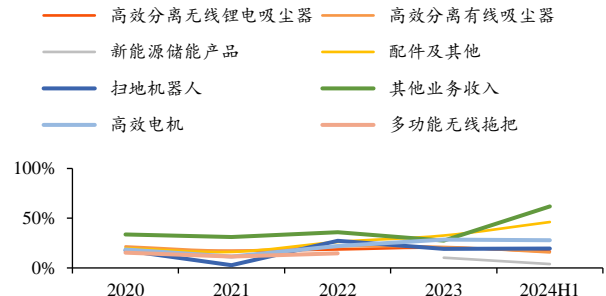
分产品来看, 公司营收主要来自吸尘器 (包括无线吸尘器、有线吸尘器), 23 年这两类产品营收合计占比接近 80%, 其中无线吸尘器占比自 21 年以来持续提升、24 年上半年达到 30.6%, 同时公司在清洁电器领域持续推进扫地机业务, 24 年上半年扫地机营收占比已提升至 2.3%; 此外, 公司 23 年开始发力新能源储能业务, 23 年储能产品营收占比达到 10.8%。

图5:公司各产品占比情况



资料来源: iFinD, 甬兴证券研究所

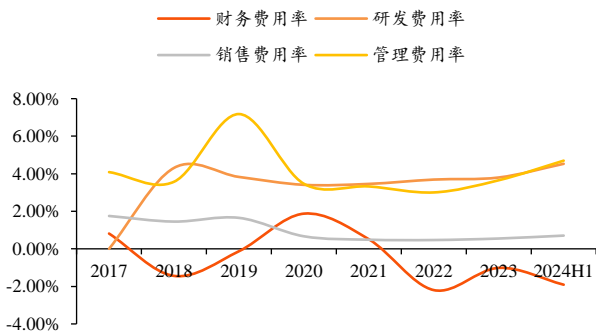
图6:公司各产品毛利率情况



资料来源: iFinD, 甬兴证券研究所

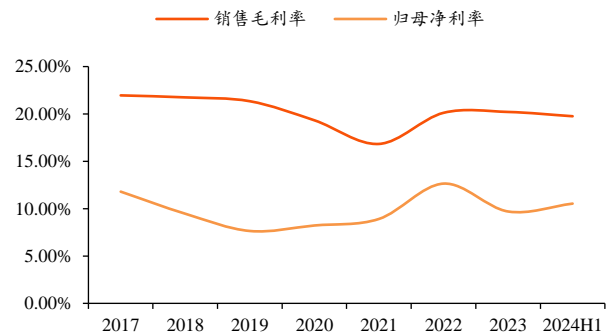
盈利能力表现相对稳健, 24 年上半年归母净利率达到 10.5%。22 年以来公司毛利率基本在 20%以上, 虽然新能源储能业务毛利率相对偏低, 但无线吸尘器 2021-2023 年毛利率持续提升使得总体毛利率保持基本稳定; 费用率层面, 2020 年以来公司研发费用率稳中有升, 显示出公司在研发层面投入略有加大, 管理费用率基本稳定, 而财务费用自 22 年以来持续形成正向贡献; 净利率层面, 2019-2022 年公司归母净利率持续提升, 2023 年至 24 年上半年虽有波动但基本稳定在 10%左右。

图7:公司费用率情况



资料来源: iFinD, 甬兴证券研究所

图8:公司盈利能力情况



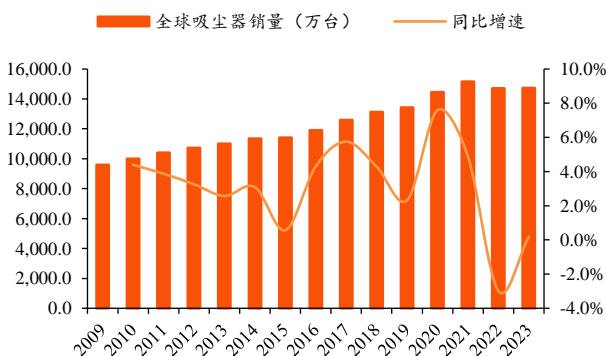
资料来源: iFinD, 甬兴证券研究所

## 2. 公司清洁电器前景可期

### 2.1. 全球吸尘器市场仍有提升空间

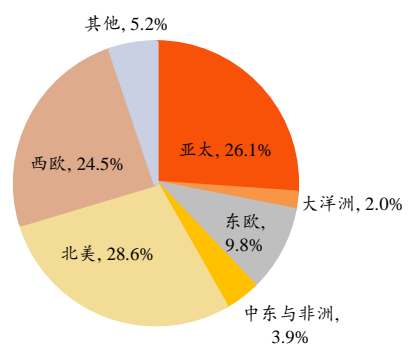
近年来全球吸尘器市场持续稳健增长,根据欧睿数据,2021年全球吸尘器销量达到顶峰1.52亿台,随后22年有所回落、23年企稳,2023年全球吸尘器销量为1.47亿台,2009-2023年复合增速为3.1%;从地区分布来看,根据欧睿数据,全球吸尘器主要市场为北美、亚太、西欧,其2023年销量占全球比重分别为28.6%、26.1%、24.5%,三大区域合计占比为79.1%。

图9:近年来全球吸尘器销量表现



资料来源: 欧睿, 甬兴证券研究所

图10:2023年全球吸尘器地区分布情况



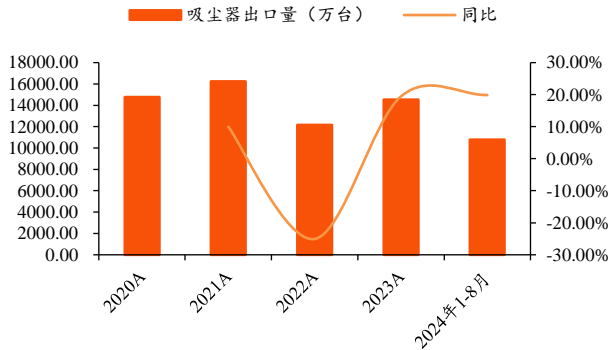
资料来源: 欧睿, 甬兴证券研究所

而目前中国是全球吸尘器主要生产制造基地,根据海关数据,2023年我国吸尘器出口量1.45亿台,同比增长19.4%,对比2023年全球吸尘器1.47亿台销量来看,中国吸尘器出口量基本占据全球吸尘器市场绝大部分份额,而24年1-8月我国吸尘器出口量同比增长19.9%,依旧保持较好增



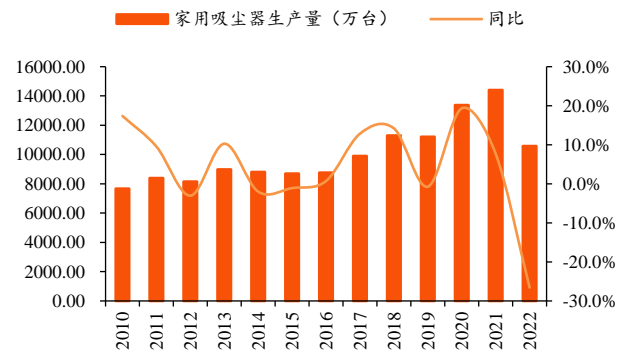
长势头；从制造层面来看，2010年以来我国吸尘器生产量持续提升，2010-2022年生产量从0.77亿台提升至1.06亿台。

图11:我国吸尘器出口情况



资料来源: iFinD, 甬兴证券研究所

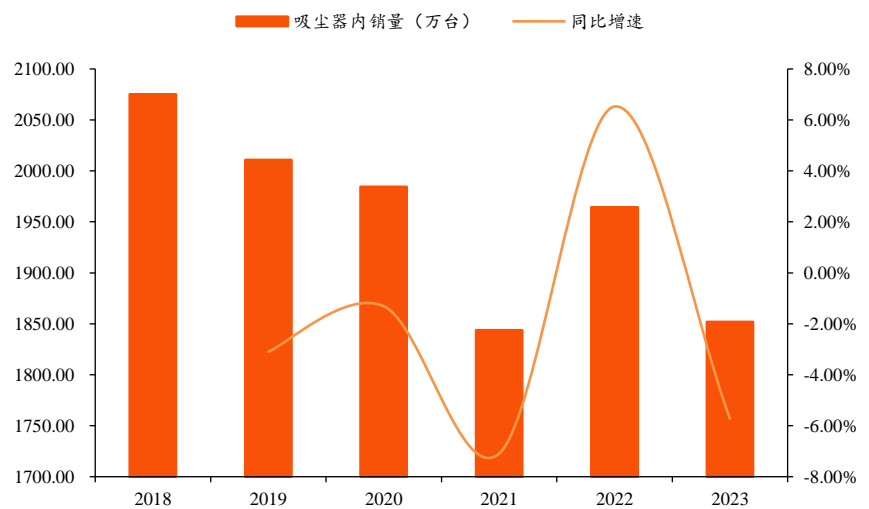
图12:我国吸尘器产量情况



资料来源: iFinD, 甬兴证券研究所

展望未来，全球吸尘器市场仍有提升空间，未来有望全球销量仍有望迎来增长，主要是基于亚太地区仍有较大提升空间，根据中国经济网，目前亚太地区人口总数约占全球三分之一，但欧睿数据显示2023年亚太吸尘器总销量仅为3847万台，低于人口总量仅3.75亿（根据华经产业研究院）的北美市场（根据欧睿数据，2023年北美地区吸尘器销量为4208万台），随着亚太经济增长，未来亚太市场吸尘器销售规模有望迎来提升，带动全球吸尘器市场实现进一步增长。

图13:吸尘器国内销售情况

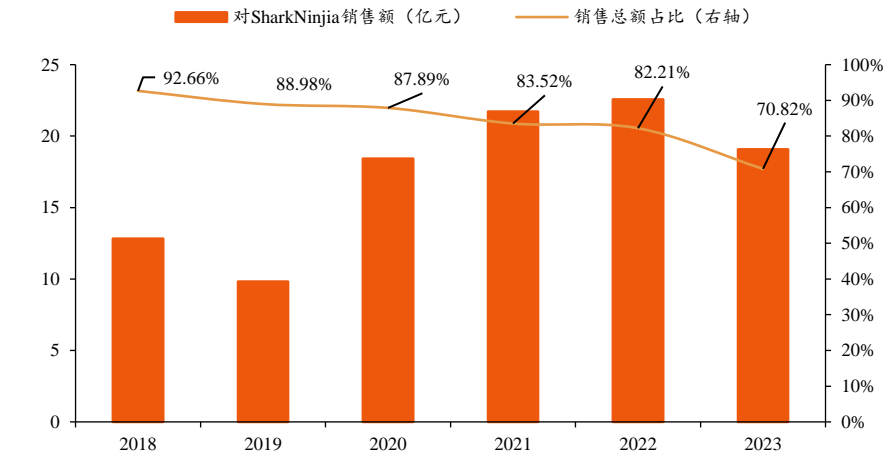


资料来源: iFinD, 甬兴证券研究所

## 2.2. 绑定大客户叠加新品发力，公司清洁电器前景可期

公司主营业务为吸尘器等清洁电器 ODM 代工制造，第一大客户为美国 SharkNinja，近年来公司与 shark 合作规模实现了较好增长，2019 年对 shark 销售额为 9.8 亿元，22 年大幅攀升至 22.56 亿元，23 年对 shark 销售额有所回落至 19.07 亿元，2019-2023 年复合增速为 18.1%；

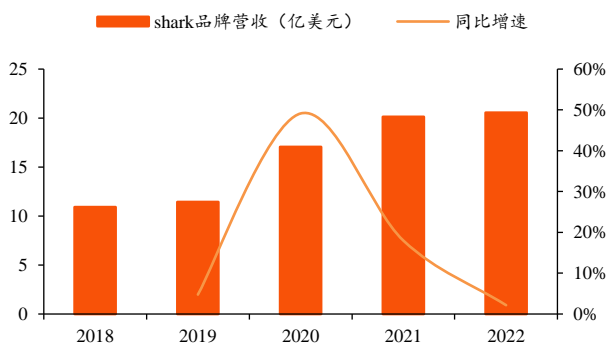
图14:公司对 SharkNinja 销售情况



资料来源：公司年报、招股说明书，甬兴证券研究所

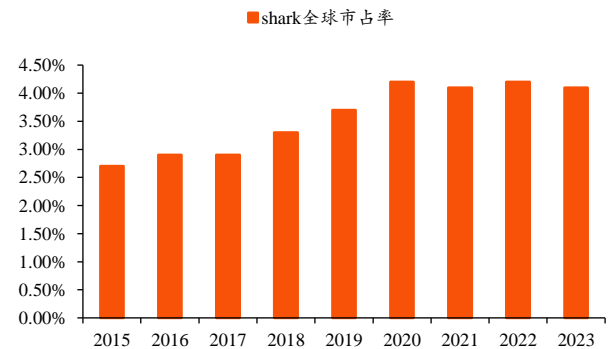
公司与 shark 的合作始于 2004 年，迄今已经历 20 年左右的合作历史，凭借优秀的产品开发、品质管理与产品交付等方面能力，公司与 shark 在长期的合作规模不断扩大，也与 shark 签订了长期合作协议，目前公司已成为 shark 主要供应商之一，并在 2020 年上半年成为 shark 第一大供应商。

图15:shark 营收表现



资料来源：富佳股份招股说明书，JS 环球生活 2022 年年报，甬兴证券研究所

图16:2023 年 shark 吸尘器全球市占率为 4.1%



资料来源：欧睿，甬兴证券研究所

从 shark 自身来看，近年来其营收也呈现了明显增长的态势，2018 年 shark 品牌营收规模为 10.92 亿美元，2022 年已接近翻倍增长至 20.57 亿美元，2018-2022 年复合增速为 17.1%；从 shark 市占率来看，2020-2023 年 shark 品牌在全球市场市占率基本稳定在 4.1%-4.2%，而 shark 在细分市场北美的市占率更是超过 10%；

请务必阅读报告正文后各项声明

表2:公司与客户签署的业务合作框架协议情况

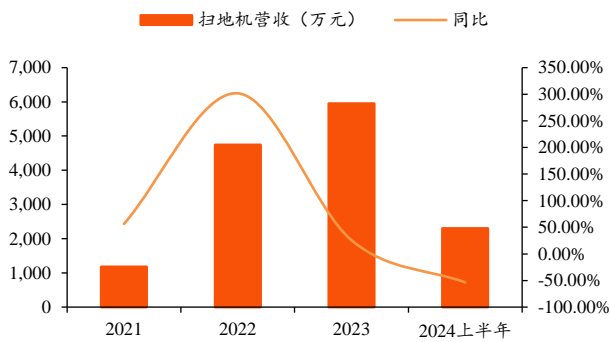
| 客户名称                  | 主要合同标的  | 签订日期       | 合同期限              |
|-----------------------|---|------------|-------------------|
| Shark/<br>JS 环<br>球生活 | Euro-Pro Operating LLC                                      | 2013.5.1   | 2013.5.1 至无固定期限   |
|                       | SharkNinja Operating LLC、SharkNinja (HongKong) Company Ltd. | 2018.6.20  | 2018.6.20 至无固定期限  |
|                       | 深圳尚科宁家科技有限公司  | 2018.1.1   | 2018.1.1 至无固定期限   |
|                       | JS Global Trading HK Limited                                | 2020.4.21  | 2020.4.21 至无固定期限  |
|                       | 顺造科技  | 顺造定制产品     | 2020.8.1          |
| 伊莱克斯                  | 吸尘器及部分零部件和备件或替换件  | 2014.11.3  | 2014.11.3 至无固定期限  |
| SKP                   | 电机等生产 Dyson 产品的材料及组件  | 2020.3.13  | 2020.3.13 至无固定期限  |
| Grey Technology Ltd   | 微型多功能吸尘器  | 2018.10.18 | 2018.10.18 至无固定期限 |
|                       | HyLite 系列吸尘器  | 2019.5.27  | 2019.5.27 至无固定期限  |

资料来源：富佳股份招股说明书，甬兴证券研究所

展望未来，预计公司吸尘器等清洁电器代工业务有望实现持续增长，主要是基于以下两方面理由：首先，考虑到中国等亚太地区国家吸尘器销量仍有一定提升潜力，在此背景下全球吸尘器销量未来有望实现持续增长；其次，shark 品牌持续拓展新市场，向德国、法国等欧洲国家进军，市场扩张叠加全球市场增长预期，shark 清洁电器业务未来增长可期；

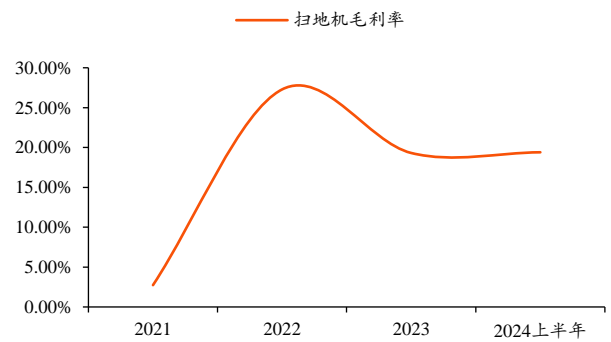
在贸易摩擦的大背景下，近年来公司清洁电器业务积极布局海外生产基地，将提升海外订单稳定交付能力；根据公司公告，公司推进总投资 1.48 亿元的 IPO 募投项目“越南生产基地建设项目”，2021 年 6 月越南首期投产，2022 年越南生产基地实现产量 94.9 万台、销售额 4.78 亿元，产量与销售额同比分别增长 96.5%、122.65%，2023 年越南基地完成多个系列的转移生产导入工作以及更多本土化工作，2024 年上半年越南基地产量同比增长 158%。

图17:公司扫地机业务表现



资料来源: iFinD, 甬兴证券研究所

图18:公司扫地机业务毛利率情况



资料来源: iFinD, 甬兴证券研究所

清洁电器方面,公司还发展了扫地机、洗地机品类;扫地机方面,近年来公司扫地机业务规模持续提升,2021年扫地机营收为1179万元,2023年大幅上升至5953万元,24年上半年扫地机营收为2300万元、同比下滑53.6%,从毛利率层面来看,23年以来扫地机毛利率保持在19%以上;洗地机方面,22年以来公司陆续与方太、JS环球生活等企业合作发力洗地机品类,23年与国内知名客户合作的第二代洗地机产品多个系列顺利交付生产,洗地机品类也有望逐步为公司贡献增量;

其他新品方面,根据公司24年半年报披露,地板地毯清洁机,已经有1款产品开始量产,未来有望推出几款地板地毯清洁机,逐步成为清洁电器的一个新增长点;布艺清洗机已于23年推出,其具备处理宠物掉落毛发的清洁功能,24年以来实现满负荷生产亦已成为一个重要的销量支撑力量;

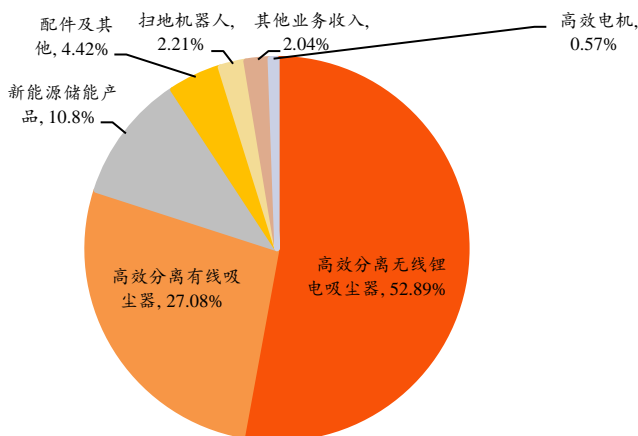
### 3. 布局储能业务, 打造新的增长极

#### 3.1. 收购宁波甬能等, 切入储能赛道

工业储能方面,根据公司公告,2023年8月,公司以自有资金3442.5万元成功收购宁波甬能新能源科技有限公司51%股权,拓宽赛道进入工商业储能领域,根据公司公告,公司总计投入3.5亿元与中科瓴启(浙江)私募基金管理有限公司设立中科华夏富佳(杭州)股权投资合伙企业(有限合伙),通过股权投资方式投资于与储能相关的新能源项目;此外,根据公司公告,22年11月,公司还通过增资获得深圳羲和未来15%股权,进军家用储能市场;

根据公司公告,宁波甬能主要从事电化学储能项目的开发、设计、制造和运维,为工商业用户提供专业的电池能源载体系统解决方案,为全球储能系统投资商或总包商提供系统集成服务,宁波甬能拥有电池模块、电池包、电池簇、能量管理系统、柜式储能系统、集装箱储能系统等系列产品,涵盖了系统集成的各个环节。

图19:2023 年公司新能源储能业务营收占比达到 10.8%



资料来源: iFinD, 甬兴证券研究所

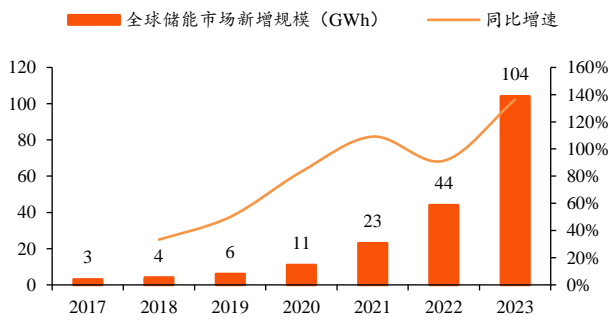
通过投资羲和未来与宁波甬能以及参与设立投资基金, 公司持续推进储能等新能源领域的布局, 2023 年公司新能源储能业务实现收入 2.9 亿元, 营收占比 10.8%; 24 年上半年公司新能源储能业务实现收入 0.16 亿元, 较 23 年上半年 0.54 亿元有所下滑, 根据公司披露的投资者关系活动记录表, 24 年公司创建商业合作新模式、争取优质项目, 下半年预计会有增量贡献。

### 3.2. 工商业储能前景广阔, 新赛道将逐步贡献增量

碳中和背景下, 中国储能市场飞速发展。根据中国供热资讯援引自储能领跑者联盟 EESA 的《2024 中国新型储能行业发展白皮书》, 2017-2023 年全球储能新增装机规模 (GWh) 平均增速超过了 85%, 2020 年以后呈现出近乎每年翻一番的增长态势; 2023 年全球储能市场新增装机规模为 103.5GWh, 已超过全球储能装机的历史累计规模 (101 GWh)。

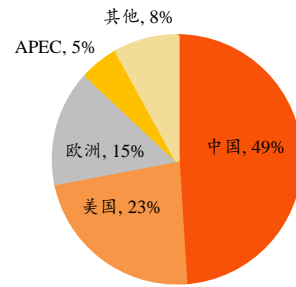
其中, 中国已成为全球储能最大市场, 根据中国供热资讯援引自储能领跑者联盟 EESA, 中国储能新增装机规模已连续两年超过美国, 成为全球新增储能占比最高的国家, 其中 2023 年中国储能市场新增装机规模达到了 51GWh, 约占全球储能市场新增装机规模的 49%, 远超美国、欧洲、亚太等主要地区。

图20:全球储能市场表现



资料来源：中国供热资讯，储能领跑者联盟EESA，甬兴证券研究所

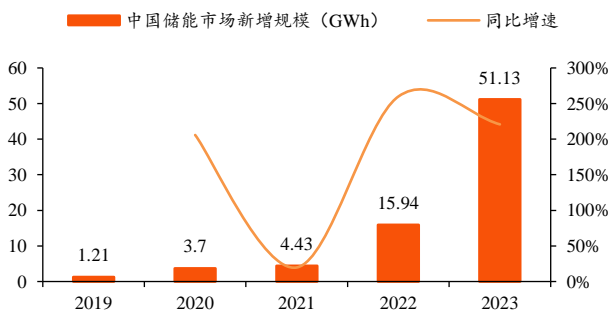
图21:全球储能新增市场分布情况



资料来源：中国供热资讯，储能领跑者联盟EESA，甬兴证券研究所

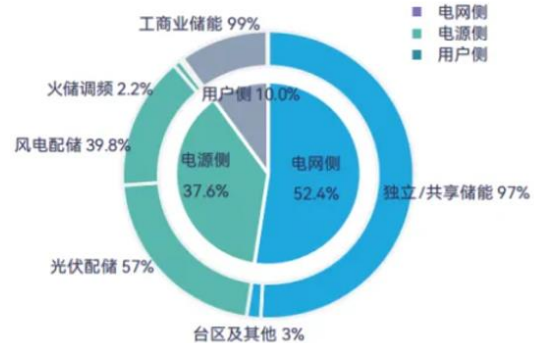
中国储能市场在“十四五”期间增速迅猛，根据中国供热资讯援引自储能领跑者联盟 EESA，2023 年新增装机规模达到了约 23.22GW/51.13GWh，同比增长 221%；其中电源侧与电网侧仍占据国内储能主要市场，按照装机功率统计 2023 年国内源网侧合计新增装机占比高达 90%；在用户侧方面，国内储能在用户侧应用以工商业储能为主，2023 年用户侧新增装机(GW)占比为 10%，其中 99%为工商业储能。

图22:中国储能市场表现



资料来源：中国供热资讯，储能领跑者联盟EESA，甬兴证券研究所

图23:2023 年中国储能新增装机应用场景细分



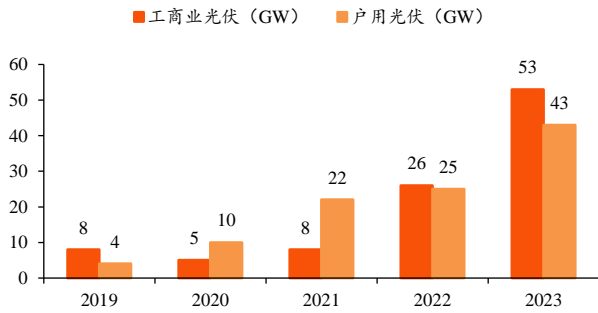
资料来源：中国供热资讯，储能领跑者联盟EESA，甬兴证券研究所

工商业分布式光伏高增与峰谷套利需求等因素驱动，工商业储能迎来快速发展。根据中国供热资讯援引自 EESA，2021 年国家取消工商业目录销售电价，推动各省电网代理购电价格总体呈持续上涨态势，受此影响工商业业主安装光伏意愿大幅加强，自 2022 年以来工商业分布式光伏装机大幅增长，23 年维持高增态势。根据中国供热资讯援引自 EESA，2023 年我国分布式光伏新增装机 96.29GW，其中工商业光伏新增装机 52.8GW，增长势头较猛。

结合工商业分布式光伏高增和企业峰谷套利需求等因素，2023 年工商业储能也迎来了快速增长。根据中国供热资讯援引自 EESA，2023 年中国

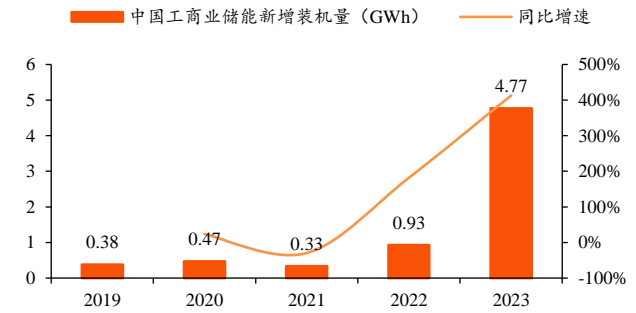
用户侧储能新增装机 4.77GWh，同比增长超过 200%，而当前中国用户侧储能主要以工商业储能为主(户用储能市场微乎其微)，且近五年工商业储能总体呈上升态势。其中 2021 年因宏观环境影响导致工商业储能新增装机量下降，但 22 年迅速反弹并于 2023 年突破 GWh 规模，正式进入快速发展阶段。

图24:我国分布式光伏新增装机情况



资料来源：中国供热资讯，储能领跑者联盟EESA，甬兴证券研究所

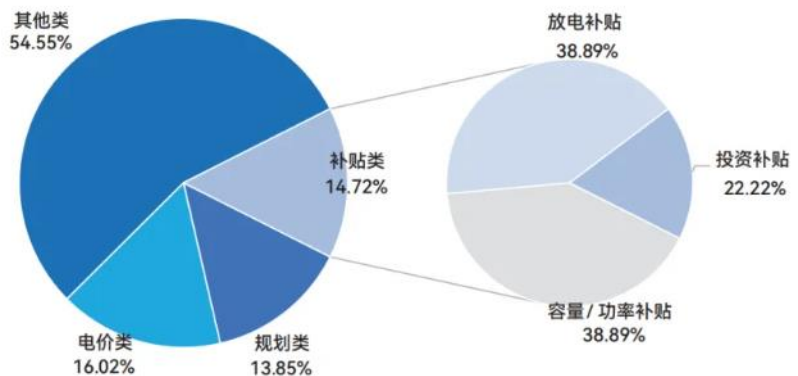
图25:我国工商业储能新增装机情况



资料来源：中国供热资讯，储能领跑者联盟EESA，甬兴证券研究所

此外，补贴政策助力也推动了工商业储能发展。据中国供热资讯援引自EESA，2023 年中国出台关于工商业储能的政策共计 231 条，其中补贴政策共计 32 条，补贴手段主要分为放电补贴、容量/功率补贴和投资补贴，补贴政策已成为继峰谷套利后又一推动中国工商业储能发展的有力手段。

图26:23 年我国工商业储能政策情况



资料来源：中国供热资讯，储能领跑者联盟EESA，甬兴证券研究所

展望未来，随着成本下降、市场运作机制逐步成熟，存量厂房与园区以及商业综合体等新型应用场景为工商业储能提供了广阔发展空间，根据中国供热资讯援引自 EESA，2025 年中国工商业储能有望达到 14.3GWh，24-25 年复合增速达到 73%；

而通过收购宁波甬能 51%股权以及参与设立投资基金，公司在储能领域持续布局，在中国工商业储能持续大发展的背景下，公司新能源储能业务也有望迎来较好发展，为公司贡献新的增长点。

## 4. 盈利预测与投资建议

### 1) 吸尘器业务

公司吸尘器业务有高效分离无线锂电吸尘器、高效分离有线吸尘器两大品类，预计未来三年吸尘器业务总体上呈现稳健增长趋势，主要考虑到以下两点：首先，亚太地区国家吸尘器销量仍有一定提升潜力，在此背景下全球吸尘器销量未来有望实现进一步增长；其次，公司主要客户 shark 持续拓展新市场，向德国、法国等欧洲国家进军，市场扩张叠加全球市场增长预期，shark 清洁电器业务未来持续增长可期；综上，我们预计公司高效分离无线锂电吸尘器业务 2024-2026 年营业收入分别为 15.10、15.93、16.72 亿元，同比增速分别为 6%、6%、5%；预计高效分离有线吸尘器 2024-2026 年营业收入分别为 8.02、8.74、9.44 亿元，同比增速分别为 10%、9%、8%；

### 2) 新能源储能业务

新能源储能业务方面，随着成本下降、市场运作机制逐步成熟，存量厂房与园区以及商业综合体等新型应用场景为工商业储能提供了广阔发展空间，根据 EESA 预测，2025 年中国工商业储能有望达到 14.3GWh，24-25 年复合增速达到 73%，受行业整体景气拉动，预计未来三年公司储能业务有望实现两位数以上增长；我们预计公司新能源储能产品 2024-2026 年营业收入分别为 3.49、4.11、4.77 亿元，同比增速分别为 20%、18%、16%；

整体来看，基于吸尘器等清洁电器业务继续增长预期以及新能源储能业务的快速发展，我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 29.21、31.56、33.87 亿元，同比增速分别为 8.5%、8.0%、7.3%；归母净利润分别为 2.64、2.94、3.19 亿元，同比增速分别为 1.1%、11.3%、8.5%；预计 2024-2026 年 EPS 分别为 0.47、0.52、0.57 元，对应 PE 分别为 28、25、23 倍（对应 24 年 10 月 16 日收盘价）；首次覆盖，给予“增持”评级。



表3:公司业务分拆预期情况 (单位: 万元)

|                    | 2023              | 2024E             | 2025E             | 2026E             |
|--------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| <b>营业总收入</b>       | <b>269,297.52</b> | <b>292,137.70</b> | <b>315,603.49</b> | <b>338,652.11</b> |
| YOY                | -1.9%             | 8.5%              | 8.0%              | 7.3%              |
| 销售毛利率              | 20.2%             | 19.1%             | 19.6%             | 19.6%             |
| <b>归母净利润</b>       | <b>26,119.05</b>  | <b>26,404.65</b>  | <b>29,389.36</b>  | <b>31,878.79</b>  |
| <b>高效分离无线锂电吸尘器</b> | <b>142,431.86</b> | <b>150,977.77</b> | <b>159,281.55</b> | <b>167,245.62</b> |
| YOY                | -14.9%            | 6%                | 6%                | 5%                |
| 毛利率                | 20.41%            | 17.5%             | 18.5%             | 19.0%             |
| <b>高效分离有线吸尘器</b>   | <b>72,932.77</b>  | <b>80,226.05</b>  | <b>87,446.39</b>  | <b>94,442.10</b>  |
| YOY                | -9.5%             | 10%               | 9%                | 8%                |
| 毛利率                | 21.10%            | 18%               | 20%               | 20%               |
| <b>新能源储能产品</b>     | <b>29,048.38</b>  | <b>34,858.05</b>  | <b>41,132.50</b>  | <b>47,713.71</b>  |
| YOY                |                   | 20%               | 18%               | 16%               |
| 毛利率                | 10.28%            | 11%               | 13%               | 14%               |
| <b>配件及其他</b>       | <b>11,909.25</b>  | <b>14,291.10</b>  | <b>15,720.21</b>  | <b>16,977.82</b>  |
| YOY                | 70.0%             | 20%               | 10%               | 8%                |
| 毛利率                | 32.59%            | 45%               | 40%               | 35%               |
| <b>扫地机器人</b>       | <b>5,952.67</b>   | <b>4,762.13</b>   | <b>5,000.24</b>   | <b>5,250.25</b>   |
| YOY                | 25.6%             | -20%              | 5%                | 5%                |
| 毛利率                | 19.31%            | 21%               | 21%               | 21%               |
| <b>其他业务收入</b>      | <b>5,495.36</b>   | <b>5,495.36</b>   | <b>5,495.36</b>   | <b>5,495.36</b>   |
| YOY                | -52.7%            | 0                 | 0                 | 0                 |
| 毛利率                | 27.47%            | 60%               | 40%               | 30%               |
| <b>高效电机</b>        | <b>1,527.24</b>   | <b>1,527.24</b>   | <b>1,527.24</b>   | <b>1,527.24</b>   |
| YOY                | -49.7%            | -10%              | 0                 | 0                 |
| 毛利率                | 28.49%            | 28%               | 28%               | 28%               |

资料来源: iFinD, 甬兴证券研究所

## 5. 风险提示

- 1) **海外需求波动风险:** 公司当前主要为吸尘器等清洁电器的 ODM 代工, 主要客户是美国 shark, 如果海外需求波动较大, 可能会导致客户订单有所下滑, 进而影响公司业绩表现;
- 2) **汇率、海运费变化风险:** 如上所述, 公司主要客户是美国 shark、以出口为主, 人民币汇率波动将会影响公司出口业务盈利能力以及汇兑损益科目, 此外, 近年来全球海运费有所波动, 如果未来运费上行, 也可能影响公司业绩表现;
- 3) **美国关税政策变化风险:** 公司第一大客户是美国 shark, 尽管公司已在越南布局产能, 但美国关税政策变化较大, 也可能影响公司业绩表现;

| 资产负债表          |              |              |              |              |              | 现金流量表          |             |             |             |             |              |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| 单位：百万元         |              |              |              |              |              | 单位：百万元         |             |             |             |             |              |
| 至 12 月 31 日    | 2022A        | 2023A        | 2024E        | 2025E        | 2026E        | 至 12 月 31 日    | 2022A       | 2023A       | 2024E       | 2025E       | 2026E        |
| <b>流动资产</b>    | <b>1,704</b> | <b>1,958</b> | <b>2,158</b> | <b>2,385</b> | <b>2,632</b> | <b>经营活动现金流</b> | <b>564</b>  | <b>369</b>  | <b>346</b>  | <b>366</b>  | <b>393</b>   |
| 货币资金           | 647          | 792          | 923          | 1,089        | 1,272        | 净利润            | 349         | 266         | 266         | 295         | 321          |
| 应收及预付          | 557          | 779          | 740          | 799          | 856          | 折旧摊销           | 42          | 48          | 51          | 52          | 52           |
| 存货             | 336          | 291          | 405          | 405          | 410          | 营运资金变动         | 153         | 17          | 19          | 14          | 14           |
| 其他流动资产         | 163          | 96           | 89           | 92           | 94           | 其它             | 20          | 39          | 10          | 5           | 6            |
| <b>非流动资产</b>   | <b>607</b>   | <b>735</b>   | <b>737</b>   | <b>696</b>   | <b>650</b>   | <b>投资活动现金流</b> | <b>-203</b> | <b>-85</b>  | <b>-57</b>  | <b>-11</b>  | <b>-6</b>    |
| 长期股权投资         | 45           | 37           | 35           | 33           | 31           | 资本支出           | -90         | -135        | -23         | -13         | -8           |
| 固定资产           | 430          | 470          | 451          | 422          | 382          | 投资变动           | -35         | -34         | 2           | 2           | 2            |
| 在建工程           | 14           | 28           | 18           | 8            | 3            | 其他             | -78         | 84          | -36         | 0           | 0            |
| 无形资产           | 37           | 53           | 54           | 56           | 57           | <b>筹资活动现金流</b> | <b>-197</b> | <b>-200</b> | <b>-168</b> | <b>-189</b> | <b>-205</b>  |
| 其他长期资产         | 81           | 146          | 178          | 178          | 177          | 银行借款           | -238        | -33         | 0           | 0           | 0            |
| <b>资产总计</b>    | <b>2,311</b> | <b>2,693</b> | <b>2,895</b> | <b>3,081</b> | <b>3,282</b> | 股权融资           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0            |
| <b>流动负债</b>    | <b>784</b>   | <b>1,032</b> | <b>1,119</b> | <b>1,197</b> | <b>1,279</b> | 其他             | 41          | -167        | -168        | -189        | -205         |
| 短期借款           | 120          | 87           | 87           | 87           | 87           | <b>现金净增加额</b>  | <b>199</b>  | <b>93</b>   | <b>131</b>  | <b>167</b>  | <b>182</b>   |
| 应付及预收          | 619          | 885          | 972          | 1,044        | 1,120        | <b>期初现金余额</b>  | <b>375</b>  | <b>574</b>  | <b>667</b>  | <b>797</b>  | <b>964</b>   |
| 其他流动负债         | 45           | 60           | 60           | 65           | 72           | <b>期末现金余额</b>  | <b>574</b>  | <b>667</b>  | <b>797</b>  | <b>964</b>  | <b>1,146</b> |
| <b>非流动负债</b>   | <b>26</b>    | <b>33</b>    | <b>33</b>    | <b>33</b>    | <b>33</b>    |                |             |             |             |             |              |
| 长期借款           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |                |             |             |             |             |              |
| 应付债券           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |                |             |             |             |             |              |
| 其他非流动负债        | 26           | 33           | 33           | 33           | 33           |                |             |             |             |             |              |
| <b>负债合计</b>    | <b>810</b>   | <b>1,065</b> | <b>1,152</b> | <b>1,230</b> | <b>1,312</b> |                |             |             |             |             |              |
| 股本             | 401          | 561          | 561          | 561          | 561          |                |             |             |             |             |              |
| 资本公积           | 414          | 254          | 254          | 254          | 254          |                |             |             |             |             |              |
| 留存收益           | 677          | 778          | 885          | 992          | 1,109        |                |             |             |             |             |              |
| 归属母公司股东权益      | 1,493        | 1,599        | 1,712        | 1,819        | 1,936        |                |             |             |             |             |              |
| 少数股东权益         | 8            | 30           | 31           | 32           | 34           |                |             |             |             |             |              |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>2,311</b> | <b>2,693</b> | <b>2,895</b> | <b>3,081</b> | <b>3,282</b> |                |             |             |             |             |              |

| 主要财务比率          |        |        |        |        |        |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 至 12 月 31 日     | 2022A  | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
| <b>成长能力</b>     |        |        |        |        |        |
| 营业收入增长          | 5.5%   | -1.9%  | 8.5%   | 8.0%   | 7.3%   |
| 营业利润增长          | 46.9%  | -22.9% | -0.5%  | 11.2%  | 8.8%   |
| 归母净利润增长         | 49.8%  | -24.7% | 1.2%   | 11.2%  | 8.8%   |
| <b>获利能力</b>     |        |        |        |        |        |
| 毛利率             | 20.1%  | 20.2%  | 19.1%  | 19.6%  | 19.6%  |
| 净利率             | 12.7%  | 9.9%   | 9.1%   | 9.4%   | 9.5%   |
| ROE             | 23.2%  | 16.3%  | 15.4%  | 16.1%  | 16.5%  |
| ROIC            | 18.2%  | 14.2%  | 13.9%  | 14.8%  | 15.1%  |
| <b>偿债能力</b>     |        |        |        |        |        |
| 资产负债率           | 35.1%  | 39.5%  | 39.8%  | 39.9%  | 40.0%  |
| 净负债比率           | -34.8% | -42.8% | -47.8% | -54.0% | -60.0% |
| 流动比率            | 2.17   | 1.90   | 1.93   | 1.99   | 2.06   |
| 速动比率            | 1.73   | 1.55   | 1.51   | 1.60   | 1.69   |
| <b>营运能力</b>     |        |        |        |        |        |
| 总资产周转率          | 1.15   | 1.08   | 1.05   | 1.06   | 1.06   |
| 应收账款周转率         | 4.42   | 4.09   | 3.89   | 4.15   | 4.14   |
| 存货周转率           | 5.38   | 6.85   | 6.78   | 6.26   | 6.68   |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |        |        |        |        |
| 每股收益            | 0.62   | 0.47   | 0.47   | 0.52   | 0.57   |
| 每股经营现金流         | 1.41   | 0.66   | 0.62   | 0.65   | 0.70   |
| 每股净资产           | 3.72   | 2.85   | 3.05   | 3.24   | 3.45   |
| <b>估值比率</b>     |        |        |        |        |        |
| P/E             | 25.89  | 28.85  | 27.58  | 24.81  | 22.81  |
| P/B             | 4.31   | 4.76   | 4.26   | 4.01   | 3.76   |
| EV/EBITDA       | 15.63  | 21.01  | 18.78  | 16.50  | 14.91  |

| 利润表             |              |              |              |              |              |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位：百万元          |              |              |              |              |              |
| 至 12 月 31 日     | 2022A        | 2023A        | 2024E        | 2025E        | 2026E        |
| <b>营业收入</b>     | <b>2,744</b> | <b>2,693</b> | <b>2,921</b> | <b>3,156</b> | <b>3,387</b> |
| 营业成本            | 2,192        | 2,149        | 2,363        | 2,538        | 2,722        |
| 营业税金及附加         | 10           | 17           | 17           | 19           | 20           |
| 销售费用            | 13           | 15           | 20           | 22           | 24           |
| 管理费用            | 82           | 98           | 114          | 126          | 132          |
| 研发费用            | 101          | 102          | 117          | 126          | 135          |
| 财务费用            | -60          | -27          | -12          | -9           | -11          |
| 资产减值损失          | -25          | -10          | -3           | -4           | -5           |
| 公允价值变动收益        | 0            | 2            | 0            | 0            | 0            |
| 投资净收益           | 0            | -4           | 0            | 0            | 0            |
| <b>营业利润</b>     | <b>397</b>   | <b>306</b>   | <b>305</b>   | <b>338</b>   | <b>368</b>   |
| 营业外收支           | 0            | -1           | 0            | 0            | 0            |
| <b>利润总额</b>     | <b>397</b>   | <b>305</b>   | <b>305</b>   | <b>338</b>   | <b>368</b>   |
| 所得税             | 48           | 39           | 39           | 43           | 47           |
| <b>净利润</b>      | <b>349</b>   | <b>266</b>   | <b>266</b>   | <b>295</b>   | <b>321</b>   |
| 少数股东损益          | 2            | 5            | 1            | 1            | 2            |
| <b>归属母公司净利润</b> | <b>347</b>   | <b>261</b>   | <b>264</b>   | <b>294</b>   | <b>319</b>   |
| EBITDA          | 378          | 329          | 344          | 381          | 409          |
| EPS (元)         | 0.62         | 0.47         | 0.47         | 0.52         | 0.57         |

资料来源：Wind，甬兴证券研究所

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

|                |   |
|----------------|---|
| <b>股票投资评级：</b> | 分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。             |
| 买入             | 股价表现将强于基准指数 20%以上   |
| 增持             | 股价表现将强于基准指数 5-20%   |
| 中性             | 股价表现将介于基准指数±5%之间  |
| 减持             | 股价表现将弱于基准指数 5%以上  |
| <b>行业投资评级：</b> | 分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。 |
| 增持             | 行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数  |
| 中性             | 行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平   |
| 减持             | 行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数  |

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准指数。

### 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司（以下简称“本公司”）或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司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。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

## 版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

### 重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、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，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，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、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或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。